

## 森特股份 (603098.SH) 三季度报点评

增持 (维持)

### Q3 订单同比大增, 毛利率环比改善

- Q3 订单同比大增, BIPV、环保业务显著放量。**2022 年前三季度公司累计新签订单额 42.10 亿元, 同增 94.92%, 已超去年全年水平。其中 Q3 新签订单额 21.59 亿元, 同比大增 156.41%, 主因 BIPV 和环保业务显著放量。分业务结构看, 前三季度金属围护订单额 26.44 亿元, 同增 41.49%; 环保板块订单额 5.88 亿元, 同增 101.73%, Q3 单季度订单 4.54 亿元, 占比约 77%, 或因报告期内签订环保单体大单; BIPV 订单额 9.78 亿元, Q3 单季度订单 6.80 亿元, 占比约 70%, 主因前期中标项目转化为新签订单。公司上半年中标 BIPV 项目 21 个, 前三季度新签订单 18 个, 预计未来仍有新签订单释放。公司在 BIPV 领域的优势逐渐得到市场认可, 报告期内与众多重点客户 (山重、徐工、简一等) 签署战略合作协议, 在光伏、新材料等领域积极拓展, 伴随建筑光伏市场的快速扩容, 公司业绩有较大增长空间。
- Q3 收入同比大增, 单季度毛利率有所改善。**2022 年前三季度公司实现营收 27.36 亿元, 同增 30.94%。其中 Q3 公司实现营收 10.99 亿元, 同增 52.48%, 是近 3 年单季度最高增速, 主因 BIPV 和环保板块放量。公司前三季度毛利率为 16.55%, 同比下降 1.30 个百分点, 其中 Q3 单季度毛利率 15.83%, 同比下降 0.37 个百分点, 环比上升 0.31 个百分点, 或受疫情影响, 二季度以来公司金属屋面产能未充分释放, 但疫情影响在逐渐消退, 盈利环比有改善。我们预计公司 BIPV 收入占比将快速提升, 有助于提高整体毛利率。
- 期间费用率上升, 净利润同比增长。**2022 年前三季度期间费用率为 10.32%, 同升 0.13 个百分点, 其中销售费用率为 2.46%, 同升 0.25 个百分点, 或因新业务拓展费用增加; 管理费用率为 3.25%, 同降 0.1 个百分点; 研发费用率为 3.48%, 同升 0.26 个百分点, 主因公司在光伏、新材料等领域加大投入; 财务费率为 1.14%, 同降 0.28 个百分点, 主因规模化扩张导致费率下降。前三季度公司计提各类减值约 0.50 亿元, 同增 0.09 亿元, 预计今年减值风险较小。综合起来, 2022 年前三季度公司归母净利润为 1 亿元, 同增 17.60%。其中扣非归母净利润为 0.94 亿元, 同增 11.36%。
- 现金流有所恶化, 资产负债率上升。**公司收现比为 0.9593, 同升 9.35 个百分点, 主因项目回款增加; 付现比为 1.0343, 同升 1.72 个百分点。综合来看, 经营净现金流出 2.48 亿元, 同比多流出 0.15 亿元; 投资活动净流出 0.76 亿元, 同比多流出 960 万元, 主因取得子公司支付的现金增加。公司资产负债率为 56.12%, 较去年底上升 7.39 个百分点, 主因长期借款大幅增加, 或与拓展新业务有关。
- 投资建议:** 公司订单快速增长, BIPV 业务拓展较快, 有望显著增厚业绩。随着疫情逐步消退以及 BIPV 业务渗透率提升, 毛利率有望逐渐恢复。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.47、1.06、1.68 元/股, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** BIPV 业务增长不及预期、疫情反复的风险、应收账款回收风险。

中游制造/建筑钢铁  
当前股价: 29.66 元

### 基础数据

总股本 (万股)	53880
已上市流通股 (万股)	53880
总市值 (亿元)	160
流通市值 (亿元)	160
每股净资产 (MRQ)	5.1
ROE (TTM)	1.8
资产负债率	56.1%
主要股东	刘爱森
主要股东持股比例	25.1%

### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	8	-32
相对表现	6	18	-5

资料来源: 公司数据、招商证券

### 相关报告

- 《森特股份 (603098) — 营收、利润稳定增长, BIPV 订单占比预计接近一半》2022-08-31
- 《森特股份 (603098) — 减值拖累净利润, BIPV 订单有望放量》2022-04-30
- 《森特股份 (603098) — 拟收购隆基光伏工程, 夯实 BIPV 领域优势》2022-03-31

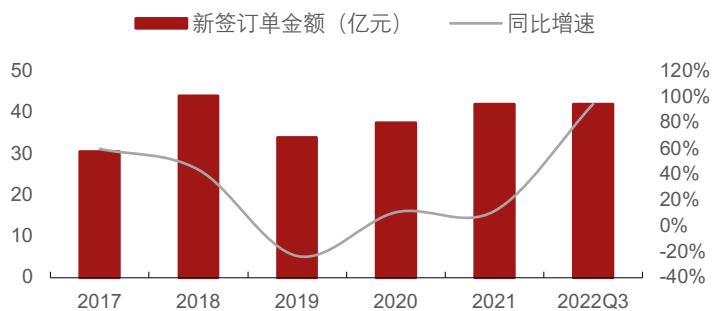
贾宏坤 S1090522090001  
 jiahongkun@cmschina.com.cn  
 唐笑 S1090521050001  
 tangxiao2@cmschina.com.cn  
 岳恒宇 S1090521050002  
 yuehengyu@cmschina.com.cn

### 财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3153	3140	4395	6313	8840
同比增长	-6%	-0%	40%	44%	40%
营业利润(百万元)	213	28	298	673	1063
同比增长	-14%	-87%	952%	126%	58%
归母净利润(百万元)	182	33	254	573	904
同比增长	-14%	-82%	674%	125%	58%
每股收益(元)	0.34	0.06	0.47	1.06	1.68
PE	87.6	487.0	62.9	27.9	17.7
PB	7.5	6.0	5.5	4.7	3.9

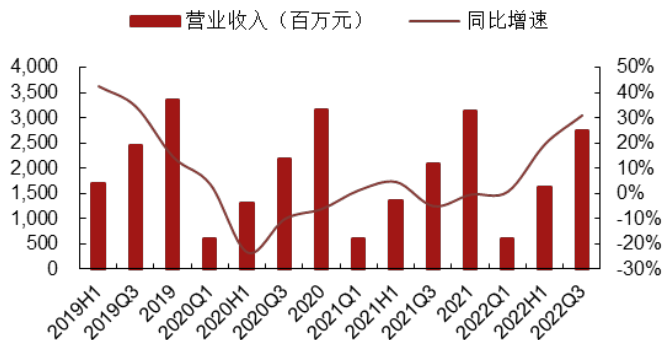
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1 公司新签订单（左轴）及增速（右轴）



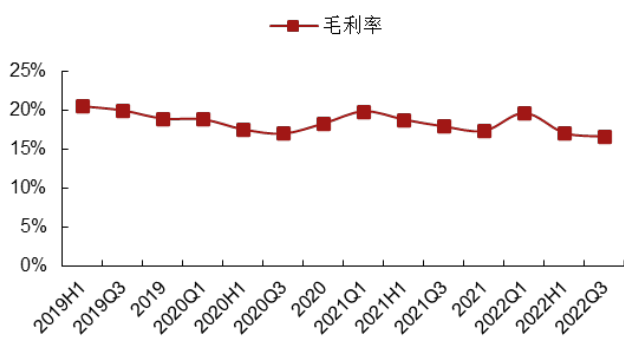
资料来源：公司公告、招商证券

图 2 公司收入（左轴）及收入增速（右轴）



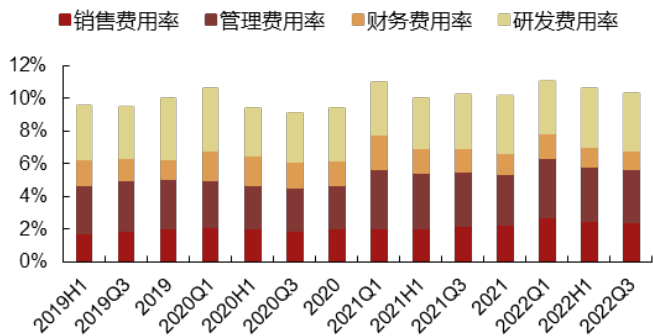
资料来源：iFind、招商证券

图 3 公司毛利率情况



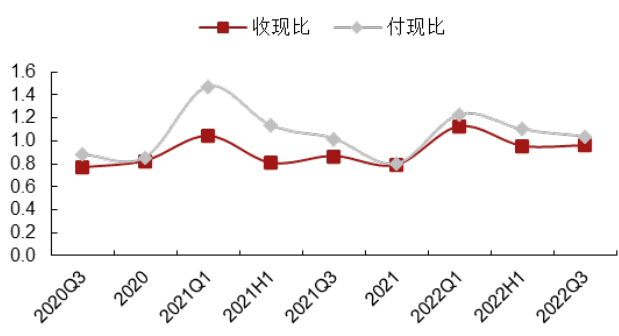
资料来源：iFind、招商证券

图 4 公司四项费用率



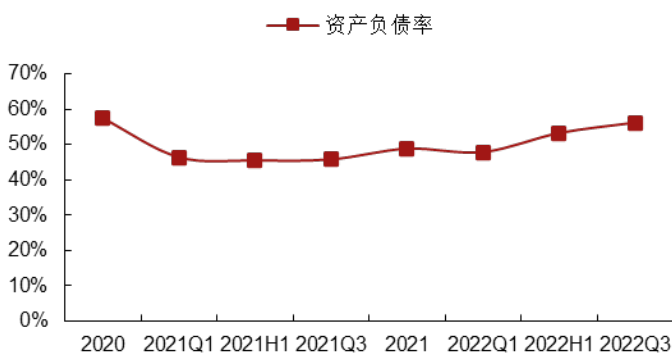
资料来源：iFind、招商证券

图 5 公司收付现比



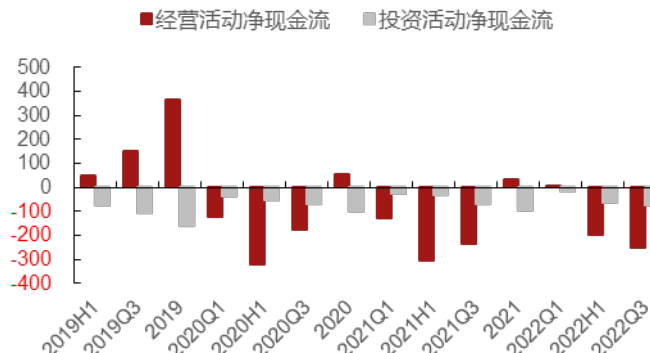
资料来源：iFind、招商证券

图 6 公司资产负债率



资料来源：iFind、招商证券

图 7 公司经营净现金流和投资净现金流（百万元）



资料来源：iFind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	4285	4429	5743	6709	9026
现金	849	735	1196	701	884
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	21	30	43	60
应收款项	1271	1144	1574	2261	3166
其它应收款	34	27	38	55	77
存货	122	152	199	279	386
其他	2008	2349	2707	3371	4453
<b>非流动资产</b>	729	794	917	1037	1114
长期股权投资	37	55	49	44	44
固定资产	478	480	623	761	848
无形资产商誉	101	98	88	79	72
其他	113	161	157	152	150
<b>资产总计</b>	<b>5015</b>	<b>5223</b>	<b>6660</b>	<b>7746</b>	<b>10140</b>
<b>流动负债</b>	2246	2344	3572	4177	5853
短期借款	529	395	988	593	930
应付账款	1319	1184	1620	2265	3134
预收账款	122	105	144	201	278
其他	275	660	820	1118	1511
<b>长期负债</b>	632	202	184	168	154
长期借款	56	177	159	143	129
其他	576	24	24	24	24
<b>负债合计</b>	<b>2878</b>	<b>2545</b>	<b>3756</b>	<b>4345</b>	<b>6007</b>
股本	480	539	539	539	539
资本公积金	449	947	947	947	947
留存收益	1207	1173	1400	1897	2629
少数股东权益	0	19	19	19	19
归属于母公司所有者权益	2136	2659	2886	3382	4115
<b>负债及权益合计</b>	<b>5015</b>	<b>5223</b>	<b>6660</b>	<b>7746</b>	<b>10140</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	55	33	145	223	226
净利润	182	31	254	573	904
折旧摊销	64	50	56	69	81
财务费用	55	41	45	46	41
投资收益	0	8	(9)	(10)	(10)
营运资金变动	(236)	(68)	(215)	(474)	(813)
其它	(11)	(29)	14	19	23
<b>投资活动现金流</b>	(100)	(93)	(175)	(183)	(151)
资本支出	(80)	(69)	(193)	(202)	(162)
其他投资	(20)	(25)	17	20	11
<b>筹资活动现金流</b>	(161)	(57)	490	(535)	108
借款变动	(68)	32	563	(413)	321
普通股增加	0	59	0	0	0
资本公积增加	0	498	0	0	0
股利分配	(72)	(53)	(27)	(76)	(172)
其他	(20)	(592)	(45)	(46)	(41)
<b>现金净增加额</b>	<b>(205)</b>	<b>(117)</b>	<b>461</b>	<b>(495)</b>	<b>183</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	3153	3140	4395	6313	8840
营业成本	2577	2596	3554	4968	6875
营业税金及附加	9	11	16	23	32
营业费用	66	73	105	145	194
管理费用	82	96	141	199	274
研发费用	100	110	154	224	316
财务费用	48	41	45	46	41
资产减值损失	(61)	(181)	(90)	(45)	(55)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	4	5	5	5	5
投资收益	(0)	(8)	5	5	5
<b>营业利润</b>	213	28	298	673	1063
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	211	28	298	673	1063
所得税	29	(3)	44	100	159
少数股东损益	(0)	(1)	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	182	33	254	573	904

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-6%	-0%	40%	44%	40%
营业利润	-14%	-87%	952%	126%	58%
归母净利润	-14%	-82%	674%	125%	58%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.2%	17.3%	19.1%	21.3%	22.2%
净利率	5.8%	1.0%	5.8%	9.1%	10.2%
ROE	8.7%	1.4%	9.2%	18.3%	24.1%
ROIC	8.3%	2.5%	7.9%	14.9%	20.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	57.4%	48.7%	56.4%	56.1%	59.2%
净负债比率	11.7%	11.5%	17.5%	9.7%	10.6%
流动比率	1.9	1.9	1.6	1.6	1.5
速动比率	1.9	1.8	1.6	1.5	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.9	1.0
存货周转率	4.7	18.9	20.3	20.8	20.7
应收账款周转率	2.0	2.6	3.2	3.2	3.2
应付账款周转率	2.0	2.1	2.5	2.6	2.5
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.34	0.06	0.47	1.06	1.68
每股经营净现金	0.10	0.06	0.27	0.41	0.42
每股净资产	3.97	4.93	5.36	6.28	7.64
每股股利	0.10	0.05	0.14	0.32	0.50
<b>估值比率</b>					
PE	87.6	487.0	62.9	27.9	17.7
PB	7.5	6.0	5.5	4.7	3.9
EV/EBITDA	60.3	168.3	48.1	24.4	16.2

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**唐笑：**12年证券从业研究经验，曾任职于广发证券、天风证券担任建筑行业首席分析师，2021年加入招商证券，现为建筑和钢铁首席分析师。

**岳恒宇：**CPA非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，7年建筑工程行业研究经验，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

**贾宏坤：**CFA，FRM，同济大学工学硕士，曾就职于天风证券，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。