

投资评级 优于大市 维持

装饰主业恢复，加快光伏建筑业务转型

股票数据

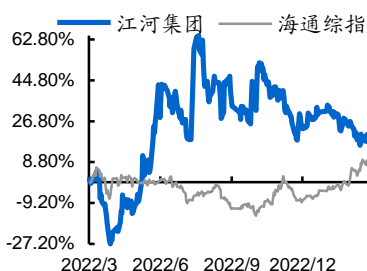
03月29日收盘价(元)	7.17
52周股价波动(元)	4.53-10.70
总股本/流通A股(百万股)	1133/1133
总市值/流通市值(百万元)	8124/8124

相关研究

《主业尚在恢复，加快光伏建筑转型》
2022.11.02

《装饰装修主业显现回暖迹象，医疗健康板块有望加速落地》2017.03.15

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.4	-12.6	-8.6
相对涨幅(%)	-7.8	-8.4	-12.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:张欣劼

Tel:18515295560

Email:xzj12156@haitong.com

证书:S0850518020001

联系人:曹有成

Tel:18901961523

Email:cyc13555@haitong.com

联系人:郭好格

Tel:13718567611

Email:ghg14711@haitong.com

投资要点:

- 事件:** 2022年公司实现营业收入180.56亿元,同比减少13.15%;归母净利润4.89亿元,同比增长148.56%;扣非后归母净利润2.85亿元,同比增长125.57%。点评如下:
- Q3和Q4季度归母净利润增速上升,新签订单同比略有下滑。**分行业看,公司建筑装饰业、医疗健康业分别实现营收170.85和9.61亿元,分别同增-13.86%和1.85%。分地区看,中国大陆、港澳台和海外(不含港澳台)分别实现营收141.33、26.00和13.13亿元,分别同增-16.71%、-8.43%和35.42%。分季度看,公司2022Q1、Q2、Q3、Q4单季度营收分别同比增长6.06%、-20.41%、-17.27%、-12.57%,归母净利润分别同比增长-56.42%、-32.32%、67.86%、102.67%,扣非后归母净利润分别同比增长13.65%、-31.11%、-59.31%、100.27%;单季度净利率分别为3.11%、2.85%、4.89%、1.64%。公司2022年新签订单235.54亿元,同减10.90%,其中:幕墙业务新签订单141.95亿元,同减2.35%;内装业务新签订单93.59亿元,同减21.34%,主要因为公司加大对内装业务的客户风险管控。
- 减值减少净利率上升,经营现金流恶化。**毛利率方面,2022年毛利率同降0.55个pct至16.69%,其中建筑装饰业和医疗健康业毛利率分别同降0.67和0.03个pct。期间费用率方面,2022年期间费用率同增0.99个pct至11.67%,其中销售费用率同增0.20个pct至1.29%;管理费用率(含研发费用)同增1.1个pct至9.42%;财务费用率同降0.32个pct至0.96%。资产+信用减值合计4.67亿元,同比减少19.94亿元。净利率方面,2022年净利率同增7.73个pct至3.03%。2022年经营现金流净流出1.53亿元,流出增加12.56亿元;其中收现比同降0.32个pct至102.92%,付现比同增5.79个pct至107.70%。
- 依托幕墙行业领先优势,加快向光伏建筑业务转型。**公司依托在幕墙行业上的龙头效应及技术实力,相继中标北京工人体育场改造重建项目、台泥杭州环保科技总部、五粮液集团新经济中心等重点BIPV幕墙工程,2022年公司已累计中标BIPV项目金额达8.54亿元,约占公司2022年度营收4.73%。公司2022年光伏建筑项目已累计确认收入1.72亿元,贡献毛利0.43亿元,毛利率达25.21%。公司投建光伏建筑一体化异型光伏组件柔性生产基地项目将于2023年投产。公司可通过异型光伏组件业务与现有幕墙业务产生协同效应,在满足公司自身承接的光伏建筑项目需要的同时加大对外销售针对BIPV工程的异型光伏组件产品,从产品路线打造公司新的利润增长点。
- 盈利预测与评级。**公司在手订单充足,公司未来业绩大概率向好,我们预计公司23-24年EPS分别为0.51、0.60元,公司作为行业龙头,享有一定的龙头效应,给予23年20-22倍市盈率,合理价值区间10.20-11.22元,给予“优于大市”评级。**风险提示。**回款风险,业务拓展风险,政策风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20789	18056	21151	24599	28158
(+/-)YoY(%)	15.2%	-13.1%	17.1%	16.3%	14.5%
净利润(百万元)	-1007	489	578	674	779
(+/-)YoY(%)	-206.2%	148.6%	18.2%	16.7%	15.5%
全面摊薄EPS(元)	-0.89	0.43	0.51	0.60	0.69
毛利率(%)	17.2%	16.7%	16.6%	16.6%	16.5%
净资产收益率(%)	-15.9%	7.7%	8.3%	8.9%	9.3%

资料来源:公司年报(2021、2022),海通证券研究所
 备注:净利润为归属母公司所有者的净利润
 请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
603098.SH	森特股份	143.32	0.06	0.47	0.89	771.24	56.13	29.80
002081.SZ	金螳螂	139.67	-1.85	0.50	0.60	-3.28	10.53	8.81
均值			-0.90	0.49	0.75	383.98	33.33	19.31

注：收盘价为 2023 年 3 月 29 日价格，EPS 为 wind 一致预期。

资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	18056	21151	24599	28158
每股收益	0.43	0.51	0.60	0.69	营业成本	15043	17637	20526	23509
每股净资产	5.60	6.11	6.71	7.40	毛利率%	16.7%	16.6%	16.6%	16.5%
每股经营现金流	-0.13	0.49	0.68	0.63	营业税金及附加	30	35	41	46
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	233	277	322	377
P/E	16.61	14.06	12.05	10.43	营业费用率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
P/B	1.28	1.17	1.07	0.97	管理费用	1176	1481	1722	2027
P/S	0.45	0.38	0.33	0.29	管理费用率%	6.5%	7.0%	7.0%	7.2%
EV/EBITDA	6.07	3.84	2.98	2.39	EBIT	883	1436	1607	1683
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	174	14	14	8
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.0%	0.1%	0.1%	0.0%
毛利率	16.7%	16.6%	16.6%	16.5%	资产减值损失	-270	-400	-400	-400
净利润率	2.7%	2.7%	2.7%	2.8%	投资收益	324	380	442	506
净资产收益率	7.7%	8.3%	8.9%	9.3%	营业利润	672	802	935	1081
资产回报率	1.8%	1.7%	1.9%	1.8%	营业外收支	1	1	1	1
投资回报率	7.0%	10.1%	10.3%	9.9%	利润总额	674	803	936	1082
盈利增长 (%)					EBITDA	1194	1565	1735	1809
营业收入增长率	-13.1%	17.1%	16.3%	14.5%	所得税	127	161	187	216
EBIT 增长率	268.6%	62.5%	11.9%	4.7%	有效所得税率%	18.8%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润增长率	148.6%	18.2%	16.7%	15.5%	少数股东损益	58	64	75	87
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	489	578	674	779
资产负债率	71.8%	75.8%	74.5%	76.9%					
流动比率	1.19	1.16	1.18	1.17	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.90	0.91	0.92	0.92	货币资金	4161	5249	6394	7542
现金比率	0.22	0.21	0.25	0.24	应收账款及应收票据	11569	16748	15884	20731
经营效率指标					存货	1027	1148	1049	1583
应收账款周转天数	219.84	235.00	235.00	230.00	其它流动资产	5382	5982	6912	7616
存货周转天数	26.28	26.28	26.28	26.28	流动资产合计	22139	29127	30239	37471
总资产周转率	0.66	0.69	0.71	0.72	长期股权投资	119	134	150	166
固定资产周转率	15.10	17.66	18.61	19.46	固定资产	1136	1259	1384	1510
					在建工程	237	247	257	267
					无形资产	690	672	654	635
					非流动资产合计	4793	4937	5082	5229
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	26932	34064	35321	42700
净利润	489	578	674	779	短期借款	1317	1817	2117	2417
少数股东损益	58	64	75	87	应付票据及应付账款	14132	19821	19694	25563
非现金支出	777	829	878	876	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-85	-305	-350	-402	其它流动负债	3129	3430	3765	4111
营运资金变动	-1392	-610	-509	-620	流动负债合计	18579	25068	25576	32090
经营活动现金流	-153	556	768	719	长期借款	312	312	312	312
资产	-309	-216	-216	-216	其它长期负债	434	434	434	434
投资	449	-56	-56	-56	非流动负债合计	746	746	746	746
其他	61	380	442	506	负债总计	19324	25814	26322	32836
投资活动现金流	202	108	170	234	实收资本	1133	1133	1133	1133
债权募资	-389	500	300	300	归属于母公司所有者权益	6350	6928	7602	8381
股权募资	2	0	0	0	少数股东权益	1258	1322	1397	1483
其他	-291	-76	-92	-104	负债和所有者权益合计	26932	34064	35321	42700
融资活动现金流	-678	424	208	196					
现金净流量	-571	1088	1145	1148					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 29 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张欣劼 建筑工程行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国建筑国际,中国核建,中国海诚,四川路桥,中材国际,中国铁建,中粮科工,中国建筑,建发合诚,中国中铁,中国建筑兴业,中国能建,中国电建,深城交,苏文电能,志特新材,中国交建,华设集团,华阳国际,中国化学,江河集团,鸿路钢构,建科股份,上海港湾,森鹰窗业

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。