

森特股份 (603098.SH) 年报及一季报点评

审慎推荐-A (维持)

减值拖累净利润, BIPV 订单有望放量

□ **2021 订单稳定增长, BIPV 项目或将显著放量。**公司 2021 年新签项目金额 42.08 亿元, 同增 11.8%, 近三年订单金额逐步回升。截至 2021 年底, 公司在手订单金额 30.1 亿元, 在手订单营收比为 0.96, 可以看出金属屋面项目周转较快。BIPV 方面, 2022 年 3 月 7 日, 公司中标山东重工 BIPV 屋顶项目, 中标金额约 8 亿元, 占营收的 25.48%, 是目前单体金额最大的 BIPV 施工订单。工期为 150 天, 随着多地疫情形式相继好转, 项目或将今年落地。我们预计公司去年签订的多项 BIPV 框架协议后续会陆续落地成 BIPV 大单, 显著增厚业绩。此外, 公司土壤修复订单签约额位于行业前三, 2021 年累计中标额超过 7 亿元。

□ **收入略有下降, BIPV 订单或将显著拉动业绩。**2021 年公司实现收入 31.4 亿元, 同比下降 0.41%, 主因疫情影响工程验收和结算。分产品看, 金属屋面收入 27.86 亿元, 同增 2.83%, 毛利率为 16.55%, 同比下降 0.95 个百分点, 主因原材料涨价抬升成本; 土壤修复收入 3.06 亿元, 同比下降 4.94%, 毛利率为 23.33%, 同比下降 1.61 个百分点。2022Q1 公司收入 6.12 亿元, 同比微增 0.75%, 毛利率为 19.55%, 同比下降 0.22 个百分点。公司 BIPV 大订单有望下半年落地, 料将拉动业绩明显增长, 同时我们估计 BIPV 毛利率高于传统金属屋面, 有望提升公司整体盈利水平。

□ **期间费用率上升, 减值拖累净利润。**2021 年公司期间费用率 10.18%, 同比上升 0.77 个百分点。其中销售、管理费用率分别同比上升 0.21、0.46 个百分点, 主因 BIPV 业务拓展费用有所增加; 财务费用率同比下降 0.23 个百分点, 主因可转债转股及赎回相关利息费用减少; 研发费用率同比上升 0.33 个百分点。本期资产和信用减值损失合计约 1.81 亿元, 同比大幅增加 1.86 亿元, 主因部分客户采取单项计提, 坏账增加。综合起来, 2021 年归母净利润 3281 万元, 同比下降 82.02%。2022Q1 实现归母净利润 4122 万元, 同比下降 10.38%, 环比扭亏为盈。

□ **现金流有所恶化, 资产负债率下降。**公司收现比 0.7892, 同比下降 3.58 个百分点; 付现比 0.7996, 同比下降 5.58 个百分点。综合起来经营净现金流入 3297 万元, 较去年同期少流入 2212 万元, 主因原材料涨价公司提前备料。投资活动现金净流出 9340 万元, 较去年同期少流出 635 万元。公司资产负债率为 48.73%, 同比下降 8.66 个百分点, 主因应付债券大幅减少。BIPV 产品方面, 目前已推出隆顶三代系列产品, 可匹配市场通用的标准光伏组件, 发电、安装效率高, 主要应用于大面积建筑屋面系统, 市场竞争优势明显。

□ **投资建议:** 公司年报符合预期。随着多地疫情逐渐稳定, 预计公司项目施工进度或将恢复正常, BIPV 订单有望显著放量并落地。我们给予公司 2022-2024 年 EPS 为 0.56、1.06、1.68 元/股, 对应的 PE 分别为 51.8、27.6、17.4 倍, 维持“审慎推荐-A”评级。

□ **风险提示:** 原材料价格大幅波动、BIPV 项目拓展不及预期、疫情持续扰动。

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	4346	6347	8866
同比增长	-6%	-0%	38%	46%	40%
营业利润(百万元)	213	28	357	669	1064
同比增长	-14%	-87%	1159%	87%	59%
归母净利润(百万元)	182	33	304	569	905
同比增长	-14%	-82%	826%	87%	59%
每股收益(元)	0.34	0.06	0.56	1.06	1.68
PE	86.2	479.5	51.8	27.6	17.4
PB	7.4	5.9	5.4	4.6	3.8

资料来源: 公司数据、招商证券

中游制造/建筑工程
当前股价: 29.2 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)	157
流通市值(亿元)	157
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	1.0
资产负债率	47.8%
主要股东	刘爱森
主要股东持股比例	25.1%

股价表现



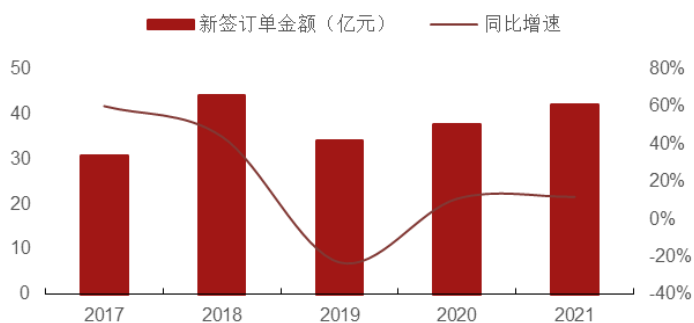
资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《森特股份 (603098) 一拟收购隆基光伏工程, 夯实 BIPV 领域优势》2022-03-31
- 《森特股份 (603098) 一金属围护行业龙头, BIPV 助力业绩腾飞》2022-02-15

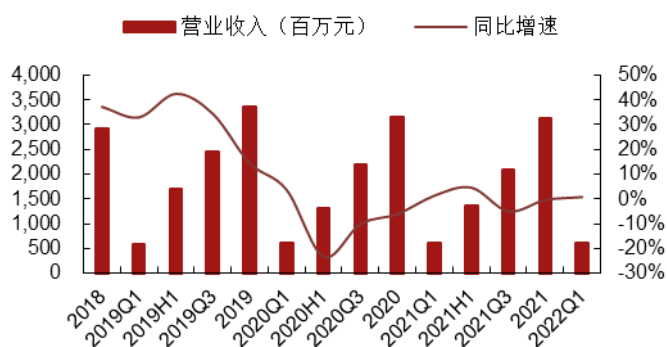
岳恒宇 S1090521050002
yuehengyu@cmschina.com.cn
唐笑 S1090521050001
tangxiaoxiao2@cmschina.com.cn
贾宏坤 研究助理
jjiahongkun@cmschina.com.cn

图 1 公司新签订单（左轴）及增速（右轴）



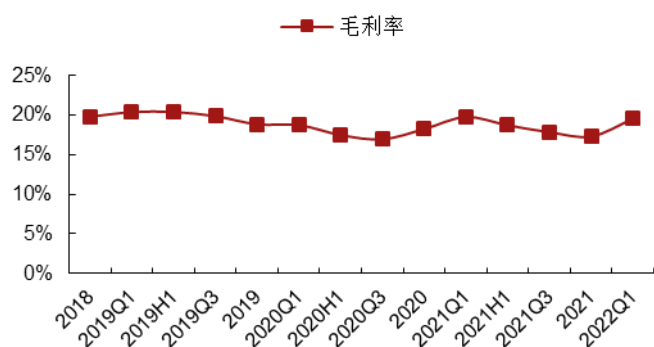
资料来源：公司公告、招商证券

图 2 公司收入（左轴）及收入增速（右轴）



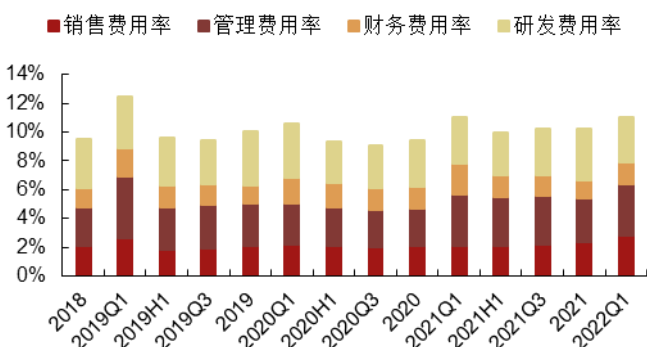
资料来源：iFind、招商证券

图 3 公司毛利率情况



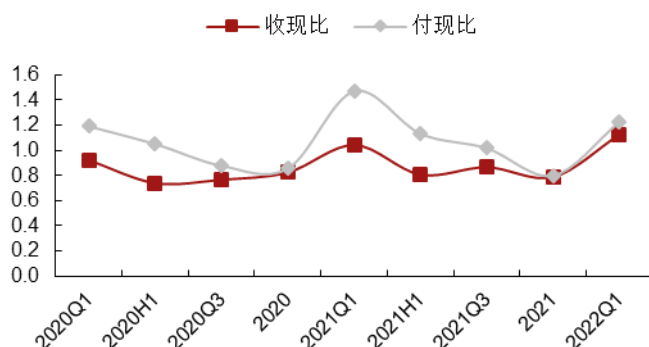
资料来源：iFind、招商证券

图 4 公司四项费用率



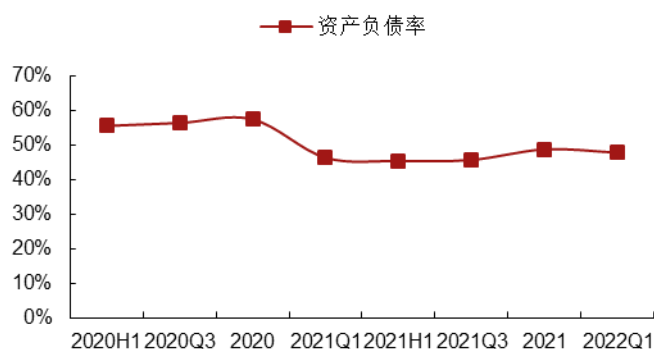
资料来源：iFind、招商证券

图 5 公司收付现比



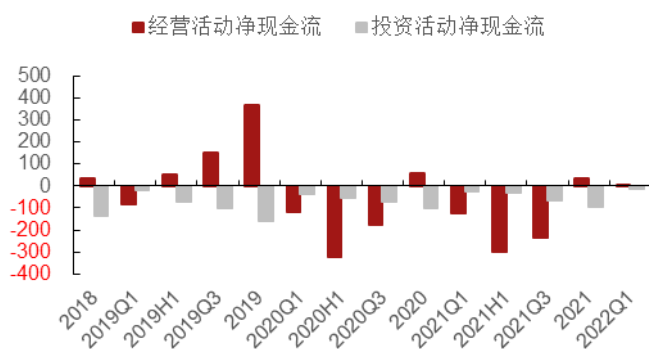
资料来源：iFind、招商证券

图 6 公司资产负债率



资料来源：iFind、招商证券

图 7 公司经营活动净现金流和投资活动净现金流（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
流动资产	4285	4429	5718	6759	8983
现金	849	735	1263	773	887
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	21	29	43	60
应收款项	1271	1144	1557	2273	3176
其它应收款	34	0	0	0	0
存货	122	152	193	281	392
其他	2008	2376	2675	3389	4468
非流动资产	729	794	921	1043	1122
长期股权投资	37	55	49	44	44
固定资产	478	480	626	768	856
无形资产商誉	101	98	88	79	72
其他	113	161	157	152	150
资产总计	5015	5223	6638	7802	10104
流动负债	2246	2344	3500	4202	5784
短期借款	529	395	988	593	781
应付账款	1319	1184	1573	2281	3186
预收账款	122	105	140	202	283
其他	275	660	799	1126	1534
长期负债	632	202	184	168	154
长期借款	56	177	159	143	129
其他	576	24	24	24	24
负债合计	2878	2545	3684	4370	5938
股本	480	539	539	539	539
资本公积金	449	947	947	947	947
留存收益	1207	1173	1450	1928	2662
少数股东权益	0	19	19	19	19
归属于母公司所有者权益	2136	2659	2936	3414	4148
负债及权益合计	5015	5223	6638	7802	10104

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	55	33	217	246	304
净利润	182	31	304	569	905
折旧摊销	64	51	57	70	83
财务费用	55	41	45	45	37
投资收益	0	8	(9)	(10)	(10)
营运资金变动	(236)	(69)	(193)	(449)	(734)
其它	(11)	(29)	13	20	23
投资活动现金流	(100)	(93)	(180)	(188)	(155)
资本支出	(80)	(69)	(197)	(207)	(166)
其他投资	(20)	(25)	17	20	11
筹资活动现金流	(161)	(57)	491	(549)	(35)
借款变动	(68)	32	563	(413)	173
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)	(91)	(171)
其他	(20)	(592)	(45)	(45)	(37)
现金净增加额	(205)	(117)	528	(491)	114

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3153	3140	4346	6347	8866
营业成本	2577	2596	3451	5004	6989
营业税金及附加	9	11	16	23	32
营业费用	66	73	104	146	195
管理费用	82	96	139	200	275
研发费用	100	110	152	225	317
财务费用	48	41	45	45	37
资产减值损失	(61)	(181)	(90)	(45)	32
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
营业利润	213	28	357	669	1064
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0	0
利润总额	211	28	357	669	1064
所得税	29	(3)	53	100	159
少数股东损益	(0)	(1)	0	0	0
归属于母公司净利润	182	33	304	569	905

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-6%	-0%	38%	46%	40%
营业利润	-14%	-87%	1159%	87%	59%
归母净利润	-14%	-82%	826%	87%	59%
获利能力					
毛利率	18.2%	17.3%	20.6%	21.2%	21.2%
净利率	5.8%	1.0%	7.0%	9.0%	10.2%
ROE	8.7%	1.4%	10.9%	17.9%	23.9%
ROIC	8.3%	2.5%	9.2%	14.6%	20.2%
偿债能力					
资产负债率	57.4%	48.7%	55.5%	56.0%	58.8%
净负债比率	11.7%	11.5%	17.5%	9.6%	9.2%
流动比率	1.9	1.9	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.9	1.8	1.6	1.5	1.5
营运能力					
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	20.0	21.1	20.8
应收账款周转率	2.0	2.6	3.2	3.3	3.2
应付账款周转率	2.0	2.1	2.5	2.6	2.6
每股资料(元)					
EPS	0.34	0.06	0.56	1.06	1.68
每股经营净现金	0.10	0.06	0.40	0.46	0.56
每股净资产	3.97	4.93	5.45	6.34	7.70
每股股利	0.10	0.05	0.17	0.32	0.50
估值比率					
PE	86.2	479.5	51.8	27.6	17.4
PB	7.4	5.9	5.4	4.6	3.8
EV/EBITDA	57.0	157.5	39.6	23.2	15.4

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。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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，任何机构和个人均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。