

业绩提速增长，现金流扭负为正，双主业有望尽享政策红利

——森特股份（603098）2018 年报点评

2019 年 04 月 08 日

推荐/首次

森特股份

财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营收 29.31 亿，同增 37.21%，实现归母净利润 2.2 亿，同增 9.83%，实现扣非 2.16 亿，同增 16.1%；
- **业绩提速增长，项目充沛。**报告期内营收/归母同增 37% (+11pp) /10% (+13pp)，新签 44.17 亿 (+44%)，预计 2019 年业绩将继续保持大幅增长；
- **毛利率/费率此消彼长，减值大增，整体盈利能力下滑。收付现比此长彼消，经营现金流扭负为正。负债率上升。**公司全年毛利率 19.8% (-0.8pp)；销售/管理/财务/期间费率为 2.1% (-0.2pp) /6.02% (-) /1.42% (+0.6pp) /9.54% (+0.4pp)；减值 0.41 亿同增 162%，占净利润比例 18.52%；税率 13.69% (-2.5pp)；净利率 7.5% (-1.9pp)；收付现比为 73.41% (+1.4pp) /73.27% (-10.3pp)，经营现金流 0.31 亿较上年-1.56 亿大幅改善，系加大应收账款催收力度，回款情况较好；负债率 48.51% (+8.9pp)；
- **建筑金属围护领军企业，大力布局土壤修复，有望打造“金属围护+生态环保”双主业格局、持续受益政策加码装配式建筑/生态环保。**公司主营业务包括金属围护/声屏障，定位于工业/公共建筑中高端市场，系国内铁路/道路噪声治理的主要解决方案提供商，斩获多年建筑金属围护行业产值第一、入选行业十强；公司结合绿色建筑业务优势积极布局环保产业，报告期内成功实施首钢绿轴土壤修复项目。我们认为公司有望立足绿色建筑、打造“金属围护+生态环保”双主业，尽享绿色建筑/生态环保政策红利；金属围护系统利于推动装配式/绿色建筑发展，当前我国节能建筑渗透率不到 1%、距发达国家存在较大差距，十三五期间装配式建筑市场 CAGR 有望超 35%；土壤修复市场辽阔，据测算十三五矿山修复投资将超 750 亿、耕地修复投资将超 3000 亿，2017-2021 沙化土地治理投资约 1.5 万亿，当前土壤修复产值不到环保总产值的 2%，远低于国外 30% 以上的水平；
- **围护主业强势增长，华南/西南业务成长较快。**分业务看，围护/声屏障/环保收入为 26.77 亿 (+38.7%) /2.12 亿 (+2.9%) /0.42 亿，占比为 91% (+1pp) /7% (-2pp) /1%，毛利率为 20.2% (-0.2pp) /17.34% (-6pp) /7.45%；从主要业务区域来看，华南/西南占比提升，分别实现收入 5.84 亿 (+187%) /3.78 亿 (+160%)，占比达到 20% (+10pp) /13% (+6pp)，华北/华东占比下滑，分别实现收入 5.41 亿 (-19%) /4.36 亿 (-1%)，占比为 18% (-13pp) /15% (-6pp)；
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 38.08 亿元、46.34 亿、54.95 亿元；归母净利润分别为 2.98 亿元、3.93 亿元和 5.14 亿元；EPS 分别为 0.62 元和 0.82 元和 1.07 元，对应 PE 分别为 23.1X、17.5X 和 13.4X。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、宏观经济风险；2、市场竞争风险；3、材料价格风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,136.34	2,931.20	3,808.10	4,633.53	5,495.19
增长率（%）	25.96%	37.21%	29.92%	21.68%	18.60%
净利润（百万元）	200.41	219.85	297.81	393.06	514.03
增长率（%）	-3.13%	9.70%	35.46%	31.98%	30.78%
净资产收益率（%）	11.92%	11.86%	15.05%	17.84%	20.60%
每股收益(元)	0.50	0.46	0.62	0.82	1.07
PE	28.70	31.20	23.11	17.51	13.39
PB	3.41	3.71	3.48	3.12	2.76

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

研究员：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：王翩翩

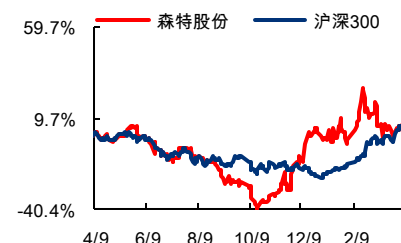
010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	14.35-16.28
总市值（亿元）	68.88
流通市值（亿元）	10.76
总股本/流通 A 股（万股）	48001/7501
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	4.22

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2460	3101	3694	4560	5764	营业收入	2136	2931	3808	4634	5495				
货币资金	319	429	268	380	798	营业成本	1695	2351	3057	3724	4422				
应收账款	674	1263	1565	1904	2258	营业税金及附	7	9	12	14	17				
其他应收	26	28	37	44	53	营业费用	50	61	80	97	16				
预付款项	33	42	54	68	85	管理费用	129	77	221	246	346				
存货	1237	1268	1675	2041	2423	财务费用	17	42	48	48	57				
其他流动	22	31	44	59	71	资产减值损失	16	41	33	33	26				
非流动资产	324	503	521	543	565	公允价值变动	0.98	-0.98	0.00	0.00	-0.33				
长期股权	15	8	10	10	11	投资净收益	2	1	1	2	3				
固定资产	184	252	265	278	292	营业利润	239	255	360	474	613				
无形资产	101	106	106	117	123	营业外收入	0	0	5	2	2				
其他非流	4	22	22	22	22	营业外支出	1	1	20	20	20				
资产总计	2784	3604	4215	5103	6328	利润总额	239	255	345	455	596				
流动负债	1102	1718	2213	2884	3813	所得税	39	35	47	62	82				
短期借款	482	734	734	734	1060	净利润	200	220	298	393	514				
应付账款	477	660	837	1020	1211	少数股东损益	0	0	0	0	0				
预收款项	62	178	482	853	1293	归属母公司净	200	220	298	393	514				
一年内到	0	0	0	0	0	EBITDA	409	499	468	592	752				
非流动负	0	31	21	14	19	EPS (元)	0.50	0.46	0.62	0.82	1.07				
长期借款	0	21	21	14	19	主要财务比									
应付债券	0	0	0	0	0										
负债合计	1102	1748	2234	2898	3831	成长能力									
少数股东	0	1	1	0	0	营业收入增长	25.96%	37.21%	29.92%	21.68%	18.60%				
实收资本	400	480	480	480	480	营业利润增长	3.46%	6.59%	40.99%	31.58%	29.48%				
资本公积	468	388	388	388	388	归属于母公司	-3.13%	9.83%	35.42%	31.96%	30.76%				
未分配利	665	799	774	852	939	获利能力									
归属母公	1682	1855	1980	2204	2497	毛利率(%)	20.64%	19.81%	19.74%	19.63%	19.53%				
负债和所	2784	3604	4215	5103	6328	净利率(%)	9.38%	7.50%	7.82%	8.48%	9.35%				
现金流						总资产净利润	7.81%	7.20%	6.11%	7.07%	7.71%				
量表						ROE(%)	11.92%	11.86%	15.05%	17.84%	20.60%				
经营活动	-156	31	176	458	495	偿债能力									
净利润	200	220	298	393	514	资产负债率(%)	40%	49%	53%	57%	61%				
折旧摊销	152	202	203	221	249	流动比率	2.23	1.81	1.67	1.58	1.51				
财务费用	17	42	48	48	57	速动比率	1.11	1.07	0.91	0.87	0.88				
应收账款	-56	-589	-302	-339	-354	营运能力									
预收账款	39	116	305	371	440	总资产周转率	0.82	0.92	0.97	0.99	0.96				
投资活动	-110	-134	-93	-104	-112	应收账款周转	3.31	3.03	2.69	2.67	2.64				
公允价值	1	-1	0	0	0	应付账款周转	5.53	5.15	5.08	4.99	4.92				
长期股权	0	0	-1	0	-1	每股指标 (元)									
投资收益	2	1	1	2	3	每股收益(最新)	0.50	0.46	0.62	0.82	1.07				
筹资活动	-108	173	-183	-215	41	每股净现金流	-0.93	0.15	-0.21	0.29	0.88				
应付债券	0	0	0	0	0	每股净资产(最)	4.20	3.86	4.13	4.59	5.20				
长期借款	0	0	-15	3	-6	估值比率									
普通股增	0	80	0	0	0	P/E	28.70	31.20	23.11	17.51	13.39				
资本公积	0	-80	0	0	0	P/B	3.41	3.71	3.48	3.12	2.76				
现金净增	-374	70	-100	139	423	EV/EBITDA	14.44	14.47	15.76	12.26	9.53				

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

王翩翩

建筑行业研究员。清华大学土木工程硕士，曾任职于正荣地产、Hilti Group，对建筑产业链具备深入研究和理解，2018 年加入东兴证券研究所，从事建筑行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。