

森特股份 (603098)

证券研究报告

2021年01月07日

金属围护市场龙头，持续进军声屏障等环保领域

国内金属围护行业领军企业，高端金属围护系统一体化服务商

森特士兴集团股份有限公司是国内成立于2001年，2016年登陆上交所，提供金属屋面系统从工程咨询、设计、专用材料供应和加工制作到安装施工全过程的一体化解决方案，目前市值达到四十多亿，稳居金属屋面行业第一。

“后疫情时代”国家基础建设发力，金属围护市场前景广阔

建筑金属围护系统主要应用于工业建筑与公共建筑两大领域。交通运输、仓储和邮政业固定资产投资多年稳定增长，物流仓储与集转运中心建设将成为金属围护行业市场的有力突破，预计将带来286亿元的需求；2020年基建工程托底经济，民航机场投资增长，铁路运输业投资增速回升带动铁路火车站建设投资增加，我国会展业规模不断扩大，预计各项公共建筑将带来金属围护系统66亿元的增长。

公司作为金属围护行业的领军企业，核心技术突出，市场龙头地位稳定，拥有先进的金属屋面制作工艺和现场生产技术，致力于为业主提供定制的一体化服务；公司积极进行全国布局，陆续在上海、武汉、重庆和广州等地建立分公司，业务分布越发趋于合理，参与建设雄安新区、大兴机场等多项国家重点工程。

声屏障行业细分领域方兴未艾，土壤治理市场潜力大

交通声屏障未来预计年均新增需求达26亿元。《交通强国建设纲要》明确提出到2035年基本建成交通强国的目标，推进干线铁路、城际铁路、城市轨道交通融合发展。公司自2013年开始与旭普林就高铁声屏障技术开展合作，目前已成为国内铁路和市政道路噪声治理领域的主要解决方案提供商。

我国逐渐重视土壤治理工作，近年来《中华人民共和国土壤污染防治法》等各项法律法规的相继出台，极大地带动了土壤治理服务的需求，是土壤修复行业发展的重大机遇，预计每年土壤治理需求将新增50亿元。公司于2018年引入原位热脱附等先进土壤修复技术，首钢旧址土壤修复项目的成功完成，为今后开展大范围、大规模的土壤治理类项目积累了丰富经验。

投资建议

公司是金属围护行业领军企业，在研发能力、成本控制、客户口碑方面等具有优势；未来金属围护市场规模仍将扩大，公司作为行业龙头将充分受益；公司积极开拓环保领域新业务，深化与德国旭普林公司的合作，引进国际领先的技术，加速环保布局，提供全新营收增长点；公司订单获取能力强，在手订单充足，业绩有望保持较高增速。我们看好公司长远发展，预计公司2020-2022年EPS为0.41、0.58、0.69元/股，对应PE为21、15、12倍，目标价格为10.44元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：制造业固定资产投资下滑风险；回款风险；疫情导致公司订单完成不及时；土壤修复订单低于预期。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,931.20	3,356.56	3,206.18	4,265.97	5,010.61
增长率(%)	37.21	14.51	(4.48)	33.05	17.46
EBITDA(百万元)	427.78	516.14	297.61	405.55	478.31
净利润(百万元)	220.10	212.54	196.93	277.30	332.14
增长率(%)	9.83	(3.44)	(7.34)	40.81	19.77
EPS(元/股)	0.46	0.44	0.41	0.58	0.69
市盈率(P/E)	18.38	19.04	20.55	14.59	12.18
市净率(P/B)	2.18	1.96	1.92	1.75	1.59
市销率(P/S)	1.38	1.21	1.26	0.95	0.81
EV/EBITDA	15.99	10.43	12.90	10.69	8.44

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6个月评级	增持(首次评级)
当前价格	7.98元
目标价格	10.44元

基本数据

A股总股本(百万股)	480.02
流通A股股本(百万股)	480.02
A股总市值(百万元)	4,046.57
流通A股市值(百万元)	4,046.57
每股净资产(元)	4.32
资产负债率(%)	56.35
一年内最高/最低(元)	11.14/8.14

作者

唐笑 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

贾宏坤 联系人
jiahongkun@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 国内金属围护行业领军企业，高端金属围护系统一体化服务商.....	4
2. “后疫情时代”国家基础建设发力，金属围护市场前景广阔.....	5
2.1. 钢结构装配式子行业，金属围护系统.....	5
2.2. 工业产业细分行业发展迅猛，工业厂房建设支撑金属围护行业市场.....	7
2.3. 后疫情时代基建发力，公共建筑项目市场规模未来三到五年潜力大.....	8
3. 经济结构调整，声屏障行业细分领域方兴未艾，土壤治理市场潜力大.....	10
3.1. 声屏障属于国内新兴行业，主要应用于交通基建.....	10
3.2. 交通基建项目持续稳增，城市噪声与振动控制项目未来将占据声屏障市场主要空间.....	11
3.3. 土壤污染防治立法，土壤治理行业发展潜力大.....	12
4. 公司核心技术实力突出，市场龙头地位稳固.....	14
4.1. 专注于金属屋面技术研发，提升公司核心竞争力.....	14
4.2. 积极布局全国市场，参与建设雄安站等多项国家重点工程.....	15
4.3. 引进德国先进技术，努力开拓环保行业市场.....	16
4.4. 在手订单饱满，环保业务拉动营收增长.....	17
5. 营收增速开始回升，净利润随行业成熟逐渐稳定.....	18
5.1. 营收增速出现回升，毛利率稍有下降.....	18
5.2. 期间费用率有所下降，净利润受行业整体影响平稳收窄.....	19
5.3. 收现比下降、付现比上升，未来经营现金流有望改善.....	20
6. 盈利预测与估值.....	20
6.1. 盈利预测明细.....	20
6.2. 相对估值.....	22
7. 投资建议.....	22
8. 风险提示.....	22

图表目录

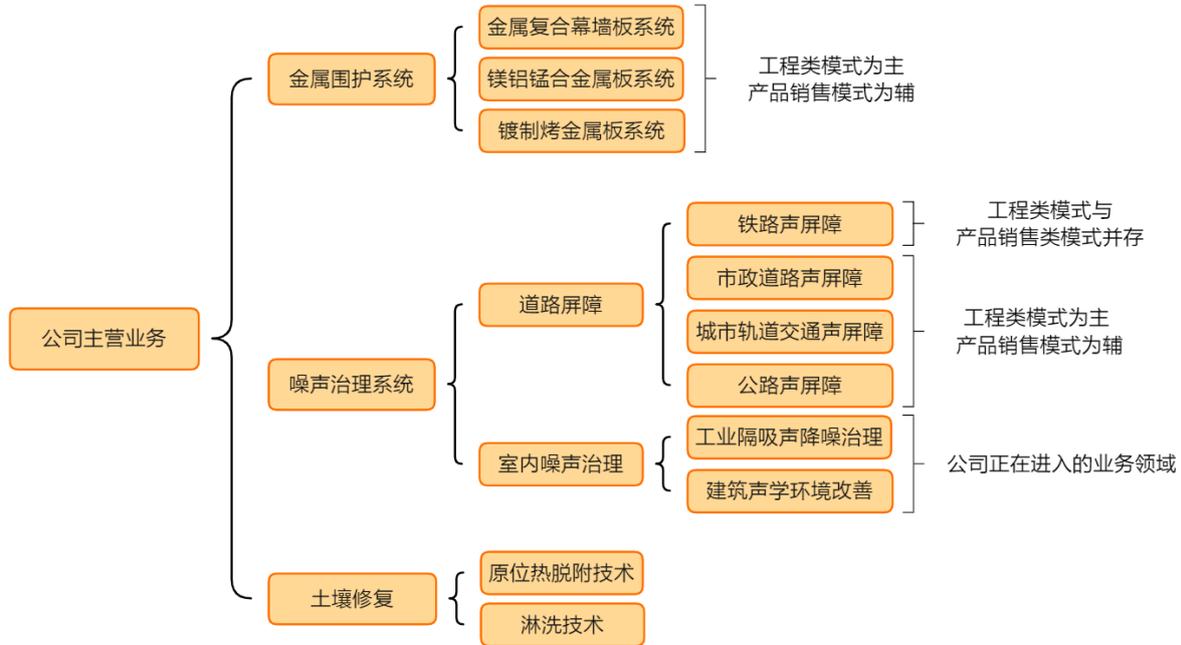
图 1：公司产品.....	4
图 2：公司主营业务收入情况（亿元）.....	4
图 3：公司股权结构及股权比例.....	5
图 4：1999 年-2019 年我国粗钢与电解铝产量.....	5
图 5：交通运输、仓储和邮政业固定资产投资及增速.....	7
图 6：汽车制造业固定资产投资及增速.....	7
图 7：食品制造业固定资产投资及增速.....	7
图 8：电子信息业固定资产投资及增速.....	8
图 9：冶金业固定资产投资及增速.....	8
图 10：全国机场建设投资及增速.....	8
图 11：全国颁证运输机场数量及增速.....	8

图 12: 铁路运输业投资及增速	9
图 13: 展览会数量和展出面积	9
图 14: 会展展馆建设情况	9
图 15: 噪声与振动污染防治行业总产值及增速	11
图 16: 铁路新线投产情况	11
图 17: 铁路营业里程情况	11
图 18: 公路通车里程情况	11
图 19: 城市轨道交通运营里程情况	11
图 20: 土壤污染类型及占比	13
图 21: 典型地块及周边土壤污染情况	13
图 22: 公司研发中心组织结构	14
图 23: 公司员工构成	14
图 24: 工地现场屋面板高空传输工艺图	14
图 25: 工地现场屋面板高空传输实际操作图	14
图 28: 公司业务分布	16
图 29: 雄安高铁站屋面航拍图	16
图 30: 温州 S1 线声屏障工程	17
图 35: 期间费用率	19
图 36: 公司净利润、收入增速	19
图 37: 公司收现比	20
图 38: 经营活动现金流 (亿元)	20
表 1: 金属围护在不同类型建筑的应用	6
表 2: 金属围护行业竞争格局	6
表 3: 声屏障主要应用领域分类	10
表 4: 交通声屏障市场规模测算	12
表 5: 土壤治理技术原理及评价	13
表 6: 公司主营收入区域划分	15
表 7: 公司承建的代表工程项目	15
表 8: 公司近期重大合同签订详情	18
表 9: 公司分项业务预测	21
表 10: 盈利预测简表	21
表 11: 可比公司估值及板块估值情况 (截至 2020 年 12 月 9 日)	22

1. 国内金属围护行业领军企业，高端金属围护系统一体化服务商

森特士兴集团股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2001 年，2016 年登陆上交所。公司主要承接金属围护系统工程（屋面系统、墙面系统）以及声屏障系统工程、土壤治理项目，提供从工程咨询、设计、专用材料供应和加工制作到安装施工全过程的一体化解决方案。

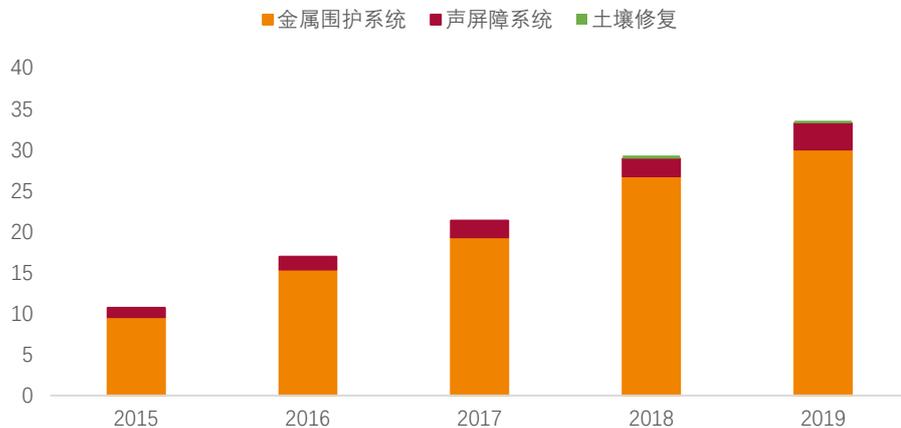
图 1：公司主要产品



资料来源：公司《招股说明书》，天风证券研究所

金属围护系统为公司营收的主要来源。2015-2019 年金属围护系统年均营收占比为 90.24%，从 2015 年的 9.59 亿元增长至 2019 年的 30.02 亿元，复合增速达 33%；2015-2019 年声屏障年均营收占比为 9.28%，占比较小，从引入声屏障系统业务的第三年 2014 年开始，声屏障系统营收占比基本稳定在 9% 以上，营收随着公司整体业务规模扩张而稳步增长，2015-2019 年声屏障系统营收分别为 1.13 亿元、1.60 亿元、2.06 亿元、2.12 亿元、3.22 亿元。公司自 2018 年开始进入土壤修复行业，近两年营收分别为 0.42 亿元、0.32 亿元，在公司整体营收中占比较小，预计未来土壤修复业务将会快速增加。

图 2：公司主营业务收入情况（亿元）

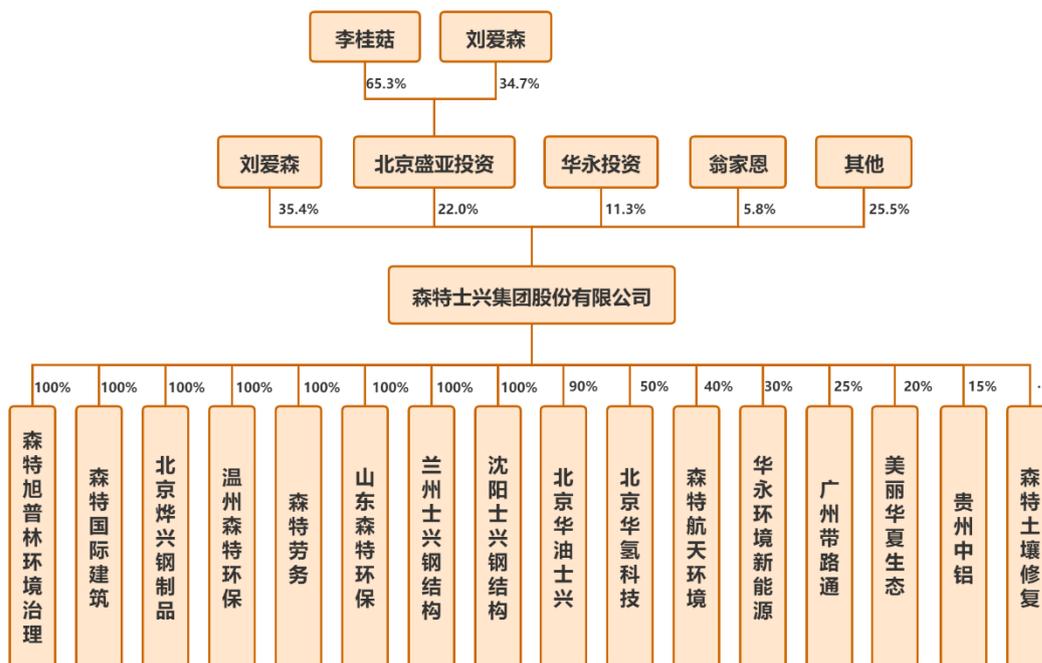


资料来源：wind，天风证券研究所

公司已发展为国内建筑金属围护行业领军企业。公司资质齐全，拥有“建筑工程施工总承包壹级资质”、“钢结构工程专业承包一级资质”、“设计与施工一体化特级资质”等资质，并通过了“ISO9001 质量管理体系认证”、“ISO14001 环境管理体系认证”、“GB/T 28001 职业健康安全管理体系认证”、“美国 FM 认证”、“欧洲 CE 认证”等国际化认证。作为国内金属建筑围护行业的领军企业，2013 年-2017 年连续五年，森特股份荣登“全国金属围护系统行业十强企业”冠首。

股权集中，刘爱森、李桂茹夫妇为公司实际控制人。刘爱森先生直接持股 35.42%，担任公司董事长、总经理，并与夫人李桂茹女士间接通过盛亚投资持股 22.01%，直接或间接合计持股 57.43%；除刘爱森先生之外，另有公司高管翁家恩持股比例 5.81%，高管持股能够有效激励高管提高公司业绩，降低高管道德风险。

图 3：公司股权结构及股权比例



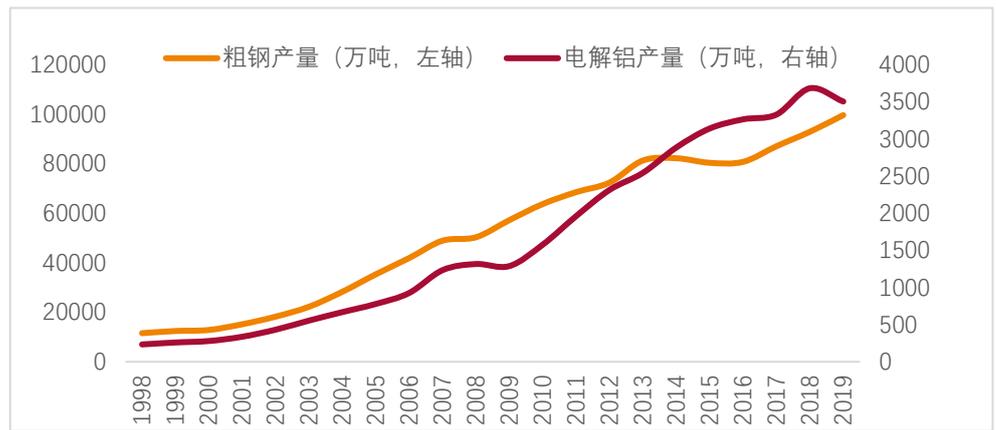
资料来源：wind，天风证券研究所

2. “后疫情时代” 国家基础建设发力，金属围护市场前景广阔

2.1. 钢结构装配式子行业，金属围护系统

建筑金属围护行业的上游行业主要为金属板材、保温棉等原材料行业，其中金属板材占比最大。1996 年我国钢铁产量突破 1 亿吨，成为世界第一产钢大国，2019 年国内产钢量达 9.96 亿吨，逼近十亿大关，连续 19 年稳居世界第一。2019 年电解铝产量达到 3504.40 万吨，产量略有下降，主要受 2018 年电解铝产量历史最高水平，产业遭受一定亏损带来的 19 年产能疲软。长期来看，随着电解铝行业产能格局重塑以及下游需求的稳步增长，电解铝行业产能有望逐步恢复并长期稳定在基础水平。钢铁、电解铝产量充足，为建筑金属围护行业的发展提供了充分稳定的原材料保障，外加上游钢铁、电解铝产能过剩的问题较为突出，因此，本行业受上游产能不足影响较小。但行业受到上游钢材铝材价格变动的影响，2016 年钢材铝材价格上涨导致行业毛利率出现下降。

图 4：1999 年-2019 年我国粗钢与电解铝产量



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

建筑金属围护系统主要应用于工业建筑与公共建筑两大领域，类型包括工业厂房、物流仓储、机场航站楼、火车站及大型交通枢纽、会议及展览中心、体育场馆等，此类建筑特点是跨度大、层数低，早期多使用砌筑类围护墙体，目前此类建筑结构主体通常为钢结构，以装配类围护为主，其中又以金属围护为应用主流。在中高端市场，下游业主要为实力雄厚的大型企业或国有企事业单位，对工程品质、个性化要求、交付期限、工程服务和承包商实力等有较高要求。

表 1：金属围护在不同类型建筑的应用

建筑分类	具体类别	围护系统应用类别
工业建筑	工业厂房	早期工业建筑、低层大跨度公共建筑墙面使用砌（浇）筑类围护体系，目前以装配类体系为主，其中金属围护为应用主流
	物流仓储	
民用建筑	公共建筑	低层大跨度
		高层、超高层
	居住建筑	屋墙面以砌（浇）筑类围护体系为主，受建筑工业化推动，未来装配类围护系统逐步推广

资料来源：公司《招股说明书》，天风证券研究所

根据申万行业分类，建筑金属围护行业属于“建筑装饰”中的“钢结构”行业，伴随钢结构行业发展，与国外发达国家相比起步较晚，但行业市场规模增速较快。目前市场上从事相关业务的企业数量众多，粗略统计全国从事建筑金属围护产品生产施工的企业约有 5000-6000 家，其中大部分规模较小，以单层彩钢板的生产和简单施工为主，系统集成能力较弱，拥有自主创新技术和产品且具有一定综合实力的专业性公司相对较少。

主要的国外竞争企业有巴特勒、霍高文、盛墙等，此类企业定位于国内中高端市场，由于国内建筑金属围护行业技术来源于国外，在产品技术上具有一定领先优势，但其对市场的开拓能力以及服务水平不及国内企业；主要国内竞争企业可以分为两类：1) 钢结构旗下的金属围护公司：上海精锐、美建等；2) 专业金属围护公司：万事达、森特士兴、钢之杰等。与钢结构企业相比，钢结构企业的围护系统通常仅能满足基本的功能需求，专业金属屋面公司通常具有较强的设计能力，专业优势明显。在专业金属围护领域，森特士兴拥有从工程咨询、设计、专用材料供应和加工制作到安装施工全产业链解决方案，而万事达等公司业务单一，侧重于产品销售，设计、施工业务较少。

表 2：金属围护行业竞争格局

分类	特点	代表公司
外国领先金属围护公司	行业发展初期，国内建筑金属围护行业技术来源于国外，市场推广也由外资企业完成。在产品技术上具有领先优势，但其对市场的开拓能力以及服务水平不及国内企业。	巴特勒、霍高文、盛墙
钢结构旗下金属围护公司	部分钢结构企业开始重视围护系统的发展。该类钢构企业的围护	上海精锐、美建

系统通常仅能满足客户基本功能需求，在产品丰富度、技术完整性、服务持续性、人员专业性等方面与专业围护企业存在较大差异。

专业金属围护公司

此类企业专注于围护领域，通常具有较强的设计能力，专业的工程管理团队，产品类型丰富，能满足客户多方面需求。

万事达、森特士兴、钢之杰

资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

2.2. 工业产业细分行业发展迅猛，工业厂房建设支撑金属围护行业市场

在工业建筑领域，建筑金属围护系统应用于工业厂房（主要行业包括汽车整车及其零部件、冶金、能源、电子设备、食品加工等）、物流仓储等工业建筑。

应用金属围护系统部分行业固定资产投资规模仍然可观。受到电子商务行业发展，2019年社会物流总价值达到 298.0 万亿元，较 2009 年的 96.7 万亿元增长两倍多。许多物流子行业的潜在市场规模大。交通运输、仓储和邮政业固定资产投资多年稳定增长，物流仓储与集转运中心建设将成为金属围护行业市场的有力突破。

图 5：交通运输、仓储和邮政业固定资产投资及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

汽车制造业、食品制造业固定资产投资同比增速在 2019 年出现小幅下滑；电子信息业固定资产投资同比增速出现回升迹象，冶金业投资增速仍呈上升态势，两者总量规模不断上升。假设 10% 的工业厂房采用金属围护系统，金属围护投资占固定资产投资的比例为 5%，从汽车制造业、电子信息制造业、食品制造业、冶金业来看，目前金属围护市场规模约 286 亿元。

产业升级与产业内迁拉动金属围护市场需求。目前我国沿海经济区土地能源供应日益紧张，劳动力成本快速提高，正面临产业结构调整与升级的压力，新兴产业将逐步替代传统加工制造业，同时传统产业正经历由沿海地区向中西部大规模转移的时期。传统产业内迁将使内地工业厂房及配套建筑的投资逐渐增加，这将在未来相当长一段时间内有力拉动对钢结构厂房以及金属围护系统的的市场需求。

图 6：汽车制造业固定资产投资及增速

图 7：食品制造业固定资产投资及增速



资料来源：wind，天风证券研究所



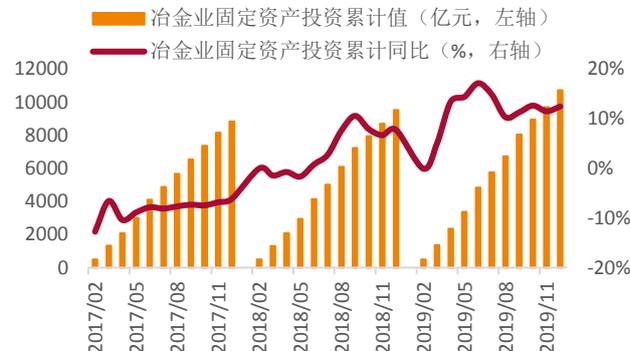
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：电子信息业固定资产投资及增速

图 9：冶金业固定资产投资及增速



资料来源：wind，天风证券研究所



资料来源：wind，天风证券研究所

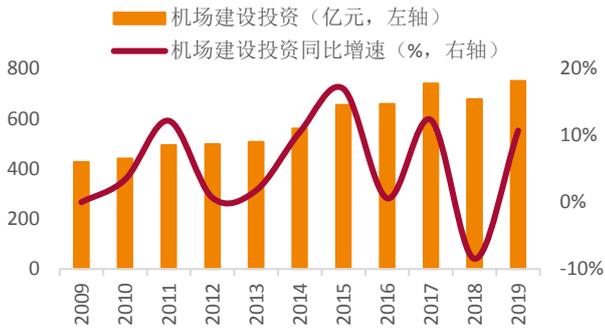
工业建筑类金属围护系统市场需求较大，目前市场达到约 300 亿元。但由于工业厂房金属屋面设计相对固定，对屋面建筑公司技术要求较低，因此工业建筑类金属围护系统成为中小金属屋面公司的业务主要构成。

2.3. 后疫情时代基建发力，公共建筑项目市场规模未来三到五年潜力大

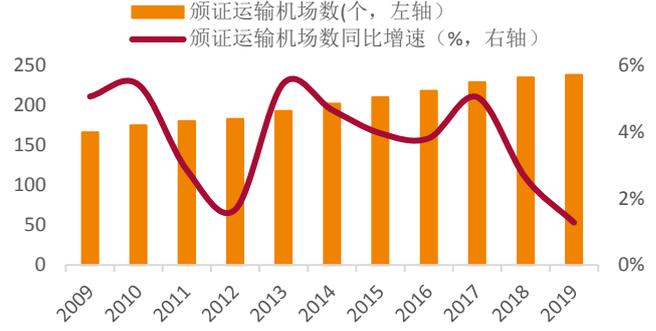
2020 年基建工程托底经济，民航机场投资增长拉动金属围护市场需求。2020 年开年，面对新冠病毒肺炎疫情对中国经济造成的紧迫压力，为完成经济增长既定目标，各地方政府均出台了相比往年更为庞大的投资计划。截至 2019 年底，我国共有颁证运输机场 238 个，比上年底净增 3 个。2019 年，全行业全年新开工、续建机场项目 126 个，新增跑道 7 条，停机位 444 个，航站楼面积 174.9 万平米。随着 2020 年下半年经济重启生产恢复，机场建设投资将迎来快速增长。根据民航局预测，到 2025 年中国将新增布局机场 130 余个，机场规划布局总量预计将达 370 个。目前我国新建和扩建机场基本为钢结构建筑，多采用金属围护系统，假设单个机场相关造价 1 亿元，则未来机场建设将每年至少拉动金属围护市场约 22 亿元的需求。

图 10：全国机场建设投资及增速

图 11：全国颁证运输机场数量及增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

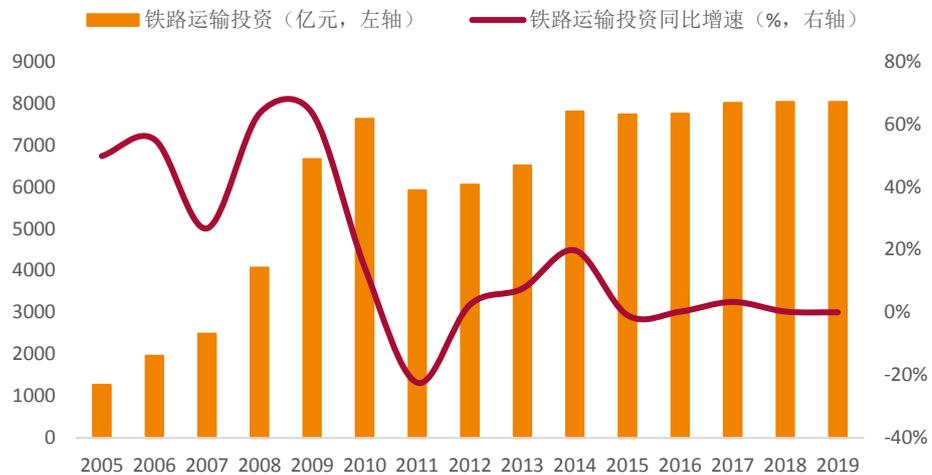


资料来源: wind, 天风证券研究所

铁路运输业投资增速回升，铁道火车站建设投资稳升趋势。2019年，全国铁路固定资产投资完成8029亿元，投产新线8489公里，其中高速铁路5474公里。数据显示，2019年末全国铁路营业里程13.9万公里，比上年增长6.1%，其中高铁营业里程达到3.5万公里。2020年7月，全国铁路固定资产投资完成671亿元，同比增长3.6%，其中基建大中型项目投资完成499亿元，同比增长11.3%。截至2020年7月底，中国铁路营业里程达到14.14万公里，位居世界第二，全国高铁营业里程3.6万公里，稳居世界第一，今年全国铁路已投产新线1310公里，其中高铁733公里。

根据《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，到2035年，全国铁路网达到20万公里左右，其中高铁7万公里左右。20万人口以上城市实现铁路覆盖，其中50万人口以上城市高铁通达。按每45公里需要一个高铁站计算，则未来十年将需要约486个高铁站，目前国内火车站尤其是高铁站基本采用金属围护系统，假设单个高铁站金属围护系统造价为5000万，则在高铁站领域，未来每年金属围护市场空间约为24亿元。

图 12：铁路运输业投资及增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

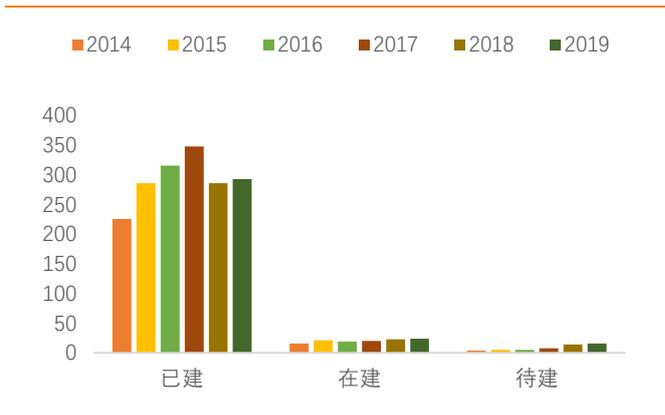
我国会展业规模不断扩大，场馆及配套设施建设加速利好金属围护行业。1) 根据2019年中国展览数据统计报告，展览会数量和展出面积呈上升态势，均场展出面积不断增加。2019年已建成专业展馆293个，在建专业场馆24个，计划待建展览场馆16个，假设单个场馆金属围护造价为5000万，则未来金属围护市场可达20亿规模；2) 在“一带一路”战略的推动下，会展业作为对外宣传的重要窗口，将迎来国际化发展的商机，未来将是会展业发展的较好时期，与之相应的场馆及配套设施建设投资将会迎来新一轮增加。

图 13：展览会数量和展出面积

图 14：会展展馆建设情况



资料来源：《2019年中国展览数据统计报告》，天风证券研究所



资料来源：《2019年中国展览数据统计报告》，天风证券研究所

综合民航机场、铁道车站、会展场馆等金属围护系统在公共建筑领域细分市场的市场规模与发展前景，每年新增加的金属屋面市场需求预计将达到 66 亿。与工业厂房类建筑的金属围护系统相比，公共建筑面积较大、造型设计形态不一，对金属屋面公司的技术能力、设计实力要求极高，因此往往只有综合实力较强的行业龙头企业才能承接公共建筑类项目。

3. 经济结构调整，声屏障行业细分领域方兴未艾，土壤治理市场潜力大

3.1. 声屏障属于国内新兴行业，主要应用于交通基建

声屏障一般分为三种，一是交通隔音屏障，二是设备噪音衰减隔音屏障，三是工业厂界隔音屏障，其中交通声屏障为行业热点。我国交通声屏障行业起步较晚，1992 年贵州省贵黄高速公路安装了百米试验性声屏障，成为我国第一条道路声屏障。交通声屏障系统应用领域包括铁路声屏障、公路声屏障和城市轨道交通声屏障，铁路声屏障包括高铁声屏障与一般铁路声屏障两类，其中高铁声屏障需求规模较大，且技术门槛最高。

表 3：声屏障主要应用领域分类

类别	高铁声屏障	公路声屏障	城市轨道交通声屏障
结构形式	直立式为主	直立式、封闭式两种，根据需求选用	
技术特点	技术开发难度比较大	直立式：结构形式比较多，无特定的结构 封闭式：结构形式根据具体工程制定设计，结构复杂，难度大	
造价	在直立声屏障中造价最高	在直立声屏障中造价低，全封闭声屏障造价比直立式高	在直立声屏障中造价居中，全封闭声屏障造价比直立式高
抗风压	抗风压能力强，要求能够抵抗高铁运行产生的脉动风压和自然风压	抗风压性能只需要抵抗外界风压，行车产生的风压很小	抗风压能力比较强，可抵抗轻轨列车运行产生的风压和自然风压
耐久性	耐久性强，设计使用年限一般为 25 年	耐久性根据工程要求制定，无硬性要求	耐久性要求比较高，具体要求需符合设计要求

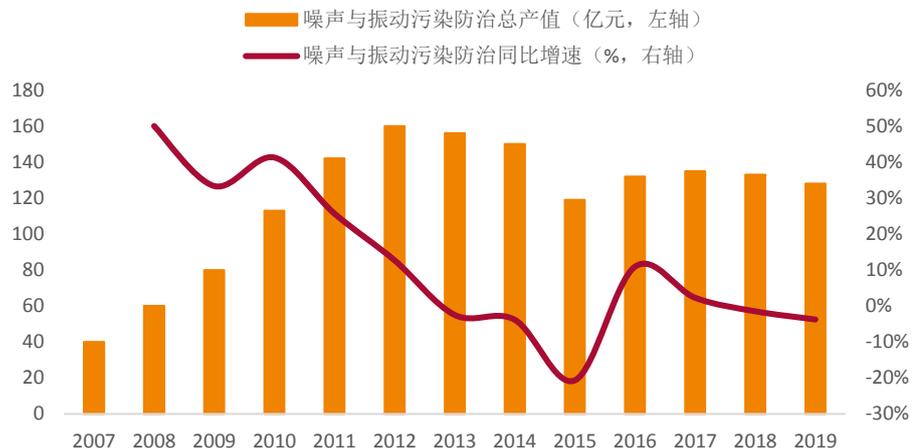
资料来源：公司《招股说明书》，天风证券研究所

2019 年注册成立的包含噪声振动控制业务的企业达 2879 家，比 2018 年增加了约 1000 家，增幅达到 36%；预计 2020 年全国主业从事噪声振动控制的企业数量仍将维持在 700 家左右、从业总人数约 2.5 万人。多数企业集中在低端市场竞争，在高铁声屏障领域由于技术门槛高，与公司处于同平台竞争主要有成都新筑路桥机械股份有限公司、上海中驰集团股份有限公司、江苏远兴环保集团有限公司、南京新光环保科技工程有限公司、山西尚风科技股份有限公司、江苏一环集团有限公司等。

根据中国环境保护产业协会噪声与振动控制委员会统计，2019 年全国噪声与振动污染行业总产值约为 128 亿元，同比下降 3.76%，其中，交通噪声与振动污染防治产值为 50 亿元，

工业企业噪声与振动污染防治产值为 16 亿元，社会生活噪声与振动污染防治产值为 20 亿元。随着我国经济结构的调整，城市中工业污染源走向外迁、规范和集中的阶段，工业领域环境噪声与振动控制需求将减少，预计 2020 年行业总产值比 2019 年将有所下降。预计未来我国噪声与振动控制行业的技术和市场热点仍然集中在高速铁路、城市轨道交通领域；地铁车辆段上盖建筑和地铁沿线建筑振动控制以及建筑内动力设备的噪声与振动控制；工业领域的分布式能源企业、石油化工、矿山、冶金与建材等行业建设项目的噪声与振动控制；新型声学材料以及智能化的降噪研究开发等。

图 15：噪声与振动污染防治行业总产值及增速

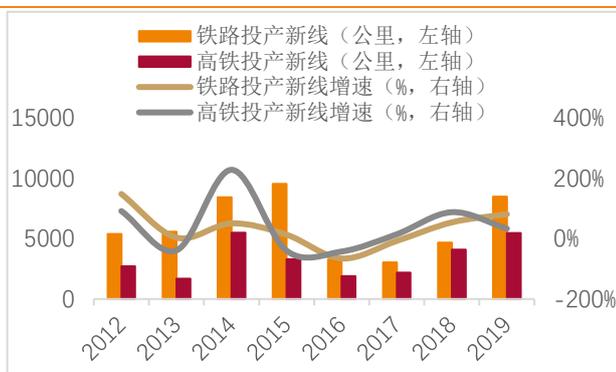


资料来源：《2020 年中国环境噪声污染防治报告》，《噪声与振动控制行业 2017 年发展综述》，天风证券研究所

3.2. 交通基建项目持续稳增，城市噪声与振动控制项目未来将占据声屏障市场主要空间

2017 年 11 月，国家发改委、交通运输部、原铁路总公司印发了《铁路“十三五”发展规划》，按照规划中制定的目标，至十三五末，中国铁路的营业里程应该达到 15 万公里，其中高铁应为 3 万公里。至 2019 年末，中国铁路实际运营里程为 13.9 万公里以上，其中高铁 3.5 万公里，2020 年计划投产的新线为 4000 公里，其中高铁为 2000 公里。以此计算，至 2020 年末高铁总里程已经达到了“十三五”规划的要求，但铁路总里程还有 7000 公里左右的缺口。因此，无论从铁路、公路还是城市轨道交通角度考虑，未来几年交通运输领域投资将不断增长，外加全社会对环保重视程度不断提高，从而为声屏障行业带来较好的市场预期。

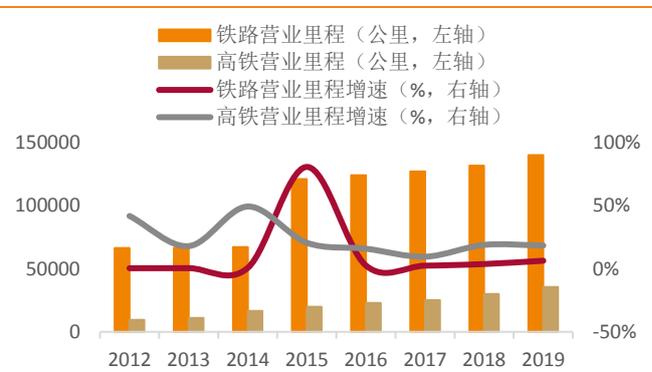
图 16：铁路新线投产情况



资料来源：wind，天风证券研究所

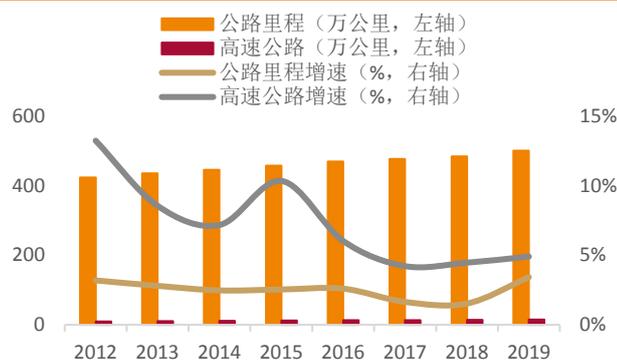
图 18：公路通车里程情况

图 17：铁路营业里程情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：城市轨道交通运营里程情况



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

交通声屏障未来年均新增需求达 26 亿元。2019 年我国正式发布《交通强国建设纲要》，明确提出到 2035 年基本建成交通强国的总体目标，同时提出要推进干线铁路、城际铁路、市域(郊)铁路、城市轨道交通融合发展建设城市群一体化交通网。不考虑高铁、高速公路、城市轨道交通存量声屏障改造，仅计算未来每年新增道路的声屏障需求。测算方式为每年声屏障新增市场规模=(当年交通运营里程-上年交通运营里程)*声屏障需求率*声屏障所需高度*每平米声屏障造价，测算得到每年新增需求约 26 亿元。目前从事噪声与振动控制的企业在 700 家左右，预计在细分到交通声屏障行业的企业会更少，与公司处于同平台竞争企业较少，行业集中度较高。因此，在资金、技术、销售方面存在优势的上市企业将充分受益。

表 4: 交通声屏障市场规模测算

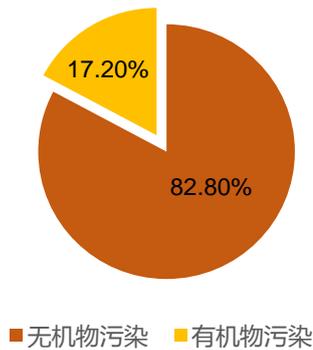
序号	指标	计算过程	结果
高铁			
(1)	2019 年运营里程		3.54 万公里
(2)	2022 年运营里程		4.19 万公里
(3)	声屏障需求率		40%
(4)	声屏障高度		2.5 米
(5)	声屏障单位造价		350 元/平方米
(6)	声屏障新增规模	$[(2) - (1)] * (3) * (4) * (5)$	22.75 亿元
高速公路			
(7)	2019 年运营里程		14.96 万公里
(8)	2022 年运营里程		17.16 万公里
(9)	声屏障需求率		20%
(10)	声屏障高度		3 米
(11)	声屏障单位造价		250 元/平方米
(12)	声屏障新增规模	$[(8) - (7)] * (9) * (10) * (11)$	33.00 亿元
城市轨道交通			
(13)	2019 年运营里程		6730 公里
(14)	2022 年运营里程		10407 公里
(15)	声屏障需求率		60%
(16)	声屏障高度		4 米
(17)	声屏障单位造价		250 元/平方米
(18)	声屏障新增规模	$[(14) - (13)] * (15) * (16) * (17)$	22.06 亿元
(19)	声屏障市场新增规模	$(6) + (12) + (18)$	77.81 亿元
(20)	年均新增市场规模	$(19) / 3$	25.94 亿元

资料来源: wind, 《新时代交通强国铁路先行规划纲要》,天风证券研究所

3.3. 土壤污染防治立法，土壤治理行业发展潜力大

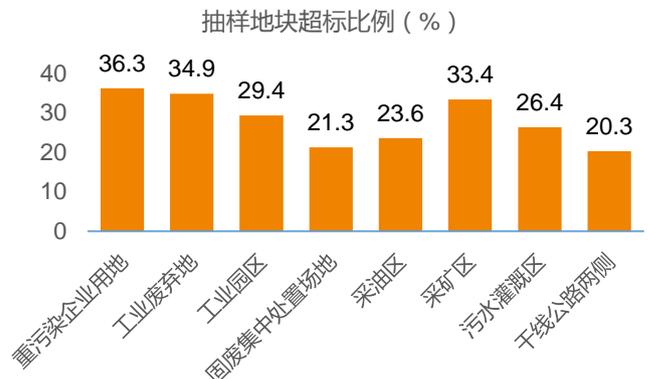
我国土壤环境状况总体不容乐观。《全国土壤污染状况调查公报》指出，全国土壤总的超标率为 16.1%，其中轻微、轻度、中度和重度污染点位比例分别为 11.2%、2.3%、1.5%和 1.1%。土壤污染类型主要分为无机物污染、有机物污染、复合型污染。其中，无机物超标点数占全部超标点数的 82.8%，为主要污染源。部分地区土壤污染较重，耕地土壤环境质量堪忧，工矿业废弃地土壤环境问题突出。工矿业、农业等人为活动以及土壤环境背景值高是造成土壤污染或超标的主要原因。粗放型的发展方式已不适应当前我国绿色发展理念，在改变发展方式的同时，我国开始逐步开展过去遗留的土地污染的治理工作。

图 20：土壤污染类型及占比（2014 年统计）



资料来源：《全国土壤污染状况调查公报》，天风证券研究所

图 21：典型地块及周边土壤污染情况（2014 年统计）



资料来源：《全国土壤污染状况调查公报》，天风证券研究所

土壤修复技术不断突破，广泛应用于各种污染地块。传统使用换土的方式进行土壤修复无法从根源上解决污染问题，当前已发展出气相抽提法、化学淋洗法、原位热脱附法、生物修复等多种新型土壤修复技术来解决不同类型的土壤污染问题。

表 5：土壤治理技术原理及评价

土壤治理技术	适用污染类型	原理介绍	评价
固化技术	无机物污染	将污染土壤与能聚结成固体的黏结剂混合，从而将污染物捕获或固定在固体结构中	操作简单、处理周期短
土壤淋洗技术	无机物污染	运用化学试剂与土壤固相中的重金属作用，形成溶解性的金属离子或络合物，再用配位体冲淋土壤	易操作、长效性，但淋洗液容易造成二次污染
气相抽提技术	有机物污染	降低土壤孔隙的蒸气压，把土壤中的污染物转化为蒸汽形式而加以去除	效率高，但成本高，耗时长
热脱附技术	有机物污染	通过直接或间接热交换，使污染物从土壤中挥发或分离的技术，可分为低温热处理(150℃-315℃)和高温热处理(315℃-400℃)	当前世界最先进的技术之一，清除效率高，但成本较高
生物修复技术	部分有机物污染	利用生物，特别是微生物催化降解有机污染物，从而修复被污染环境	安全、费用低，对污染物种类要求苛刻

资料来源：高能环境《招股说明书》，天风证券研究所

《土壤污染防治法》推动土壤治理行业的迅速发展。我国大气污染和水污染的治理已有近 40 年历程，而土壤污染的修复治理工作却刚刚起步，带动土壤修复这一新兴行业的迅速发展。近五年以来，有关土壤治理方面的政策、立法不断完善：2016 年 5 月 28 日，国务院印发《土壤污染防治行动计划》，简称为“土十条”；2018 年 8 月 31 日人大全票通过了《中华人民共和国土壤污染防治法》，并于 2019 年 1 月 1 日起施行。各项法律法规的相继出台，极大地带动了土壤治理服务的需求，是土壤修复行业发展的重大机遇。

土壤治理行业市场潜力大。近十年来已完成调查和修复的地块仅 300 余块，而我国土壤污染场地数量保守估计不少于 30 万块；按照土壤修复总成本平均值 1000 元/立方米来计算，若全部修复需要资金超过 10 万亿元。自 2016 年中央财政设立土壤污染防治专项资金以来，累计下达 280 亿元，平均每年新增土壤修复资金 56 亿元；2019 年下达 50 亿元专项

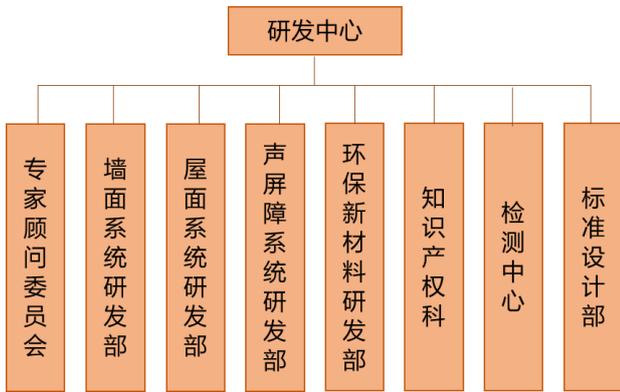
资金，受疫情影响，2020 年新增资金较少，目前已累计下达 40 亿元专项基金。

4. 公司核心技术实力突出，市场龙头地位稳固

4.1. 专注于金属屋面技术研发，提升公司核心竞争力

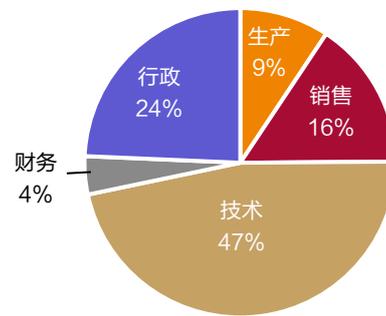
公司在金属屋面行业内研发技术领先。公司系北京市技术中心认证企业、国家高新技术企业，目前拥有发明专利授权 38 项、实用新型专利授权 81 项和外观设计专利授权 9 项，还有多项专利技术尚在申请中。公司技术人员占比达 47%，拥有技术人员 493 名。公司正在建设“一个专家库、一套专利体系、一系列专业化产品、一个可持续创新的平台”的“三专、一平台”的研发体系。公司通过与北京航空航天大学签订《产学研合作协议书》，建立产学研长期合作关系，形成专业、产业相互促进，共同发展，努力实现“校企合作，产学研双赢”。

图 22：公司研发中心组织结构



资料来源：公司《招股说明书》，天风证券研究所

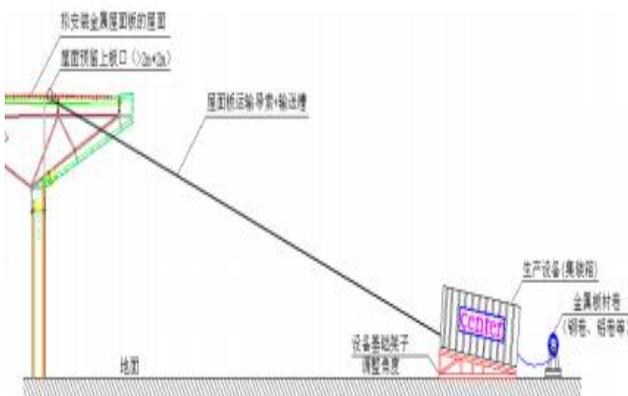
图 23：公司员工构成



资料来源：wind，天风证券研究所

公司拥有先进的金属屋面施工工艺。1) 公司的直立金属屋面系统有效解决了坡度小、跨度大的难题，采用 75mm 波高，解决了小坡度的排水问题；采用 360 度的机器锁缝和板型设计，克服了大跨度排水和强度的问题。该系统通过美国 FM 认证和欧盟 CE 认证，处于行业领先水平。2) 公司的中高空传输生产技术，在机台设计时增加设备出板的推送力、通过连接屋面和地面的运板导轨，将板材直接从设备口传递到屋面安装位置，有效解决了吊装场地大、吊装费用高、材料破坏损耗大、材料堆放场地占用多和屋面堆放平台搭设等问题，同时能够更好的保护好板材烤漆涂层，保证产品质量。

图 24：工地现场屋面板高空传输工艺图



资料来源：公司《招股说明书》，天风证券研究所

图 25：工地现场屋面板高空传输实际操作图



资料来源：公司《招股说明书》，天风证券研究所

金属屋面现场生产的优势突出。公司金属屋面系统一般采用现场生产的工艺，与高空传输技术相结合，能够很好的节约材料，减少运费，提高效率，提高屋面系统的防水能力，相对行业内其它厂家工厂生产的工艺，优势明显。其优势有：一是直接将卷材运至工地现场，平均运费低，不易破损；二是现场生产能够根据建筑的实测尺寸，现场测量下料、现场生

产并安装，保证准确性，减少浪费；三是基本实现生产—运输—安装的流水作业，无需现场堆放和二次倒运；四是单板长度不受运输限制，实现屋面通长板，不用搭接，减少漏水隐患，提高防水性能等；五是能够很好保护板材的烤漆层，延长使用寿命。

图 26：现场生产进料口示意图



资料来源：公司《招股说明书》，天风证券研究所

图 27：现场生产出料口示意图



资料来源：公司《招股说明书》，天风证券研究所

金属屋面的定制化与一体化服务优势较强。1) 公司现有 9 种屋面系统、10 余种墙面系统，是国内产品较齐全的围护系统厂商，在多年设计和施工的实践中形成了适合不同客户的多套解决方案，能够根据建筑功能、客户的企业文化推荐适宜的解决方案。2) 公司培养了一批涵盖设计、施工管理等领域的专业人才队伍，能够提供从工程咨询、设计、专用材料供应和加工制作到安装施工全过程的一体化解决方案，是行业内少数能够提供此服务的企业之一。

4.2. 积极布局全国市场，参与建设雄安站等多项国家重点工程

公司业务分布逐年扩大。公司早期相对规模较小，主要业务集中在华北、西北、东北等区域，随着公司实力日益增强，加大了华东、华南等市场区域的开拓力度。近年来，公司陆续在上海、广西、武汉、重庆、四川和广州等地建立分公司，业务分布越发趋于合理。

表 6：公司主营收入区域划分

地区	2019 年度		2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
华南	7.84	23.42%	5.84	20.81%	2.03	9.77%	1.19	7.04%
西南	7.14	21.33%	3.78	13.47%	1.46	7.03%	2.69	15.91%
华北	5.61	16.76%	5.41	19.28%	6.67	32.10%	2.14	12.66%
西北	4.81	14.37%	2.50	8.91%	1.93	9.29%	1.83	10.82%
华东	3.90	11.65%	4.36	15.54%	4.43	21.32%	1.20	7.10%
华中	2.96	8.84%	2.44	8.70%	1.37	6.59%	4.05	23.95%
东北	1.22	3.64%	3.72	13.26%	2.90	13.96%	3.80	22.47%
合计	33.48	100%	28.06	100.00%	20.78	100.00%	16.91	100.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 7：公司承建的代表工程项目

工程类别	名称	
工业建筑	汽车厂房	北京奔驰、华晨宝马、吉利汽车（杭州、武汉、长兴）、北京现代、东风汽车（东风雷诺、东风本田、东风日产、东风悦达起亚、东风杭客）等
	电子项目厂房	北京京东方、北京诺基亚、北京威讯电子、重庆京东方等
	制造业厂房	武汉长动、沈阳普利斯通、上海中远川崎、天津太重、南京中铁宝桥等
	物流仓储	京东、菜鸟、曹妃甸物流等
	冶金石化类厂房	兰石炼化厂房、陕西有色电解铝、新安特钢等

工程类别	名称
公共建筑	火车站项目 雄安站、天津西站、西安站、西安北站、郑州东站、长春站、海口站、厦门西站、济南西站、南昌西站、南宁东站、兰州西站、福州南站、徐州东站、蚌埠火车站、大连站、西宁站、三亚站、太原南站、昆明南站等
	机场项目 北京大兴机场、重庆江北机场、成都天府机场、广州白云机场、武汉天河机场、杭州萧山机场、昆明机场、太原机场、厦门机场、沈阳桃仙机场等
	其他公共建筑 国家会展中心（天津）、深圳国际会展中心、珠海长隆海洋科学馆、昆明万达城雪娱乐园、成都万达水雪综合体滑雪乐园等

资料来源：公司《招股说明书》，公司公告，公司官方公众号，天风证券研究所

公司目前已在全国拥有 16 家分公司、11 家子公司、1 家孙公司和 6 家参股公司。公司拟计划以现有分、子公司为基础，选择重点省份和重点城市扩建 11 个一级网点，同时扩建和新建 17 个二级网点，最终形成基本覆盖全国的营销服务和工程运营网络，提高公司跨区域竞争能力。公司主要业务定位中高端市场，在中高端市场存在较高的进入壁垒，无论是技术、资质、品牌和规模还是资金，公司相较当地企业有较大的优势。

公司多次参建雄安高铁站等国家重点工程。森特股份于 2020 年 4 月 19 日宣布，公司近日成功中标雄安高铁站屋面工程项目，中标金额共计 1.44 亿元，该项目是公司继 2017 年成功中标大兴国际机场项目后，又一次中标国家重点工程。公司负责雄安高铁站屋面系统的设计与建设，根据雄安站航拍图、建筑面积等信息，我们预测室内和室外金属屋面、檐口系统、阳光板和玻璃板共计约 10 万平方米，以及配套的天沟系统、天窗、排烟窗和站台雨棚等。公司高层表示，未来随着雄安新区各项规划的相继出台，公司将依据自己的主业特点，科学研判精准布局，积极参与和公司主业高度契合的项目。近年来，公司参建了众多高铁站项目，如京沪高铁沿线的济南西、蚌埠、昆山站、徐州东，哈大沿线的大连北、沈阳北、长春西、哈尔滨南等省级以上工程。

图 26：公司业务分布



资料来源：公司《招股说明书》，天风证券研究所

图 27：雄安高铁站屋面航拍图



资料来源：北京晚报，天风证券研究所

4.3. 引进德国先进技术，努力开拓环保行业市场

金属屋面行业稳居鳌头，环保业务市场前景广阔。公司在金属屋面行业专注于高端建筑物金属屋面的安装，目前市值达到四十多亿，稳居行业第一；但由于金属屋面业务专精，市场空间逐渐缩小，继续发展阻力较大。而环保治理未来必然是呈现快速增长的行业，公司在环保领域广泛布局，未来将会极大地扩展公司业务，带动公司取得新的成就。

声屏障研发实力逐渐增强。在高铁声屏障技术方面，公司声屏障业务主要集中交通隔音屏障领域，初期以高铁声屏障为切入点，目前在高铁声屏障领域已跻身主流供应商行列，并正逐步向公路与城市轨道交通领域拓展。公司自 2013 年与旭普林就高铁声屏障首次展开环保业务的合作。公司与德国旭普林签订《声屏障系统技术转让合同及许可协议》，旭普林以非独占许可的方式许可公司使用由旭普林研制开发满足 350km/h 的高速铁路声屏障

系统。自 2010 年正式进入噪声治理领域以来，公司声屏障系统业务市场开拓和发展速度较快，已成为国内铁路和市政道路噪声治理领域的主要解决方案提供商。

图 28：温州 S1 线声屏障工程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

土壤治理技术后发制人。公司于 2017 年进入土壤治理行业，凭借引进国际先进的原位热脱附技术，已在该行业有一定知名度。原位热脱附技术可使用物理手段搜集废物，通过探测污染物种类；加热至污染物的挥发点；并在空气中吸附、搜集、处理，不会污染大气。公司自 2018 年起对首钢绿轴地块进行污染物去除项目施工，目前已成功完成，污染物去除率近 100%。首钢土壤修复治理工作是 2022 年北京冬奥会的配套工程，而公司承建的绿轴地块土壤修复是国内第一块大规模应用原位燃气热脱附技术的地块。首钢旧址土壤修复项目的成功完成，为今后开展大范围、大规模的土壤治理类项目积累了丰富经验。

图 31：首钢土壤修复原位热脱附设备



资料来源：公司公众号，天风证券研究所

公司与旭普林于 2017 年在土壤治理领域再次开展合作，并签订《技术转让合同及许可协议》。旭普林许可公司运用旭普林的专有技术在污染场地项目上开展修复治理，并提供相应技术支持服务。本次协议的签订，是公司继 2013 年与旭普林就高铁声屏障展开合作以来的再一次合作，也标志着公司的环保业务由噪声污染治理迈向土壤修复及地下水治理全面发展的新阶段，将进一步加强公司参与京津冀一体化和雄安新区建设的竞争能力。德国旭普林是德国最大的科技型工程建筑及环保公司之一，拥有 120 多年历史，在德国及欧洲工程建筑市场处于领先地位。公司在与旭普林合作期间，积累了较为丰富的技术经验，培育了自己的研发团队，取得了多项声屏障相关专利，包括高铁声屏障专利，高铁声屏障自主知识产权产品已处生产阶段，已运用于铁路声屏障领域。

4.4. 在手订单饱满，环保业务拉动营收增长

2017-2019 年公司新签合同金额分别为 30.7 亿元、44.17 亿元、33.97 亿元，2020H1 中标金额 13.58 亿元。2019 年新签合同额出现下滑，但大项目合同呈现增加的趋势，与公司定位中高端市场相适应；对比 2019H1 披露的大项目中标金额 3.7 亿元，我们推测 2020H1 中标金额 13.58 亿元较去年同期显著增长，主要是因为中标了京东仓储物流园、雄安高铁站、萧山国际机场三期、华晨宝马铁西工厂及大东工厂总装车间等重大项目，这也进一步凸显公司在行业中的竞争优势。公司 2019 年新签合同额占营收比例为 101.2%，在手订单饱满。

图 32：公司新签合同额及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

注：2020H1 数据为中标金额，最终签约额可能会有所差异

表 8：公司近期重大合同签订详情

工程名称	招标人	金额(亿元)	签署时间
国家会展中心工程二期项目屋面工程	中国建筑第八工程局有限公司	3.54	2020.12
京东 2019-京东仓储物流园项目围护结构战采项目	北京京东东鸿管理咨询有限公司	7.7	2020.01
宁波杭州湾吉利汽车部件有限公司双班年产 30 万套车身部件项目钢结构（复合板）围护系统工程	浙江吉利汽车实业有限公司	1.6	2019.05
浙江吉利汽车有限公司年产 15 万辆乘用车（长兴新能源）项目围护系统工程	浙江吉利汽车实业有限公司	1.3	2019.05
吉利汽车集团路特斯武汉项目围护系统工程	浙江吉利汽车实业有限公司	0.8	2019.05

资料来源：公司 2019-2020 半年报，公司公告，天风证券研究所

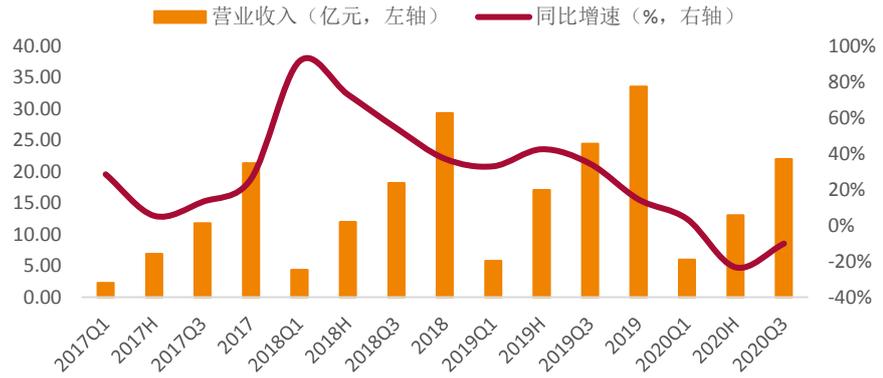
公司积极拓展外延业务，开始涉及土壤治理领域。在土壤修复技术储备方面，公司先后与德国旭普林、日本 JFE 签订土壤修复技术相关协议，又与北京化工大学联合成立土壤修复治理技术实验室，进行新技术的攻关和储备。根据《全国土壤污染状况调查公报》数据，在对全国 630 万平方公里的土地进行的调查中，全国土壤总的点位超标率为 16.1%，其中轻微、轻度、中度和重度污染点位比例分别为 11.2%、2.3%、1.5%和 1.1%。随着《土壤污染防治行动计划》（土十条）的公布、《土壤污染防治法》的预期出台，未来土壤修复市场前景广阔，预计公司未来可签订土壤修复相关订单，为公司提供全新营收增长点。

5. 营收增速开始回升，净利润随行业成熟逐渐稳定

5.1. 营收增速出现回升，毛利率稍有下降

公司 2020 年前三季度实现营业收入 21.99 亿元，同减 10.10%，较 2020 年上半年同减 23.32%，上升了 13.22 个百分点，主要因为随着北京 6 月份疫情反弹后受控，公司第三季度的投标、签约、收款工作逐渐恢复，随着重大项目实施，公司 Q3 单季度营业收入同比上升，带动前三季度营收增速逐渐回升。

图 33：2017~2020Q3 营业收入及增速

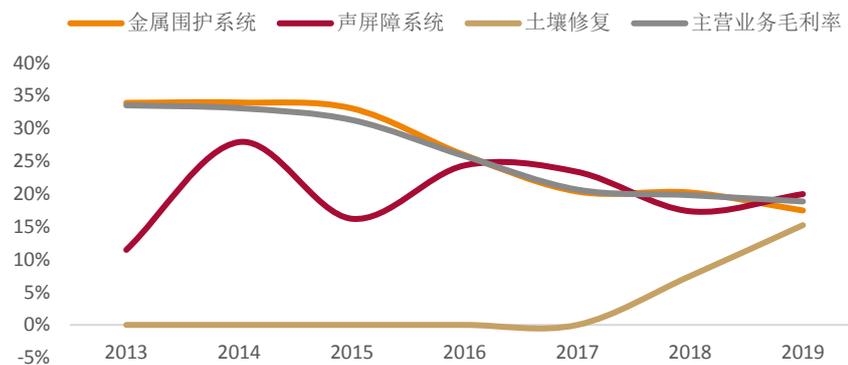


资料来源: wind, 天风证券研究所

2015年至2019年公司建筑金属围护系统业务的毛利率分别为33.04%、25.91%、20.35%、20.20%和19.38%。金属围护系统业务毛利率已经连续五年呈现下降趋势，近三年基本稳定在20%的水平，主要原因为下游产业发展活跃，市场需求持续旺盛，驱动行业的高速发展，因此供应大幅提升，加剧了行业的同质化竞争，呈现主要通过压低价格来获得竞争优势的现状行业成功主导因素已从简单粗暴快的资源掠夺和资本获取的时代，转变为以质量和效率粘住资源，资源放大资本的阶段。公司声屏障系统毛利率分别为16.20%、24.34%、23.35%、17.34%和14.11%，毛利率波动较大，主要因为其毛利率水平易受个别大合同以及业务市场竞争策略的影响。综合建筑金属围护系统和声屏障系统毛利率，公司主营业务毛利率呈逐年下降趋势，2019年主营业务毛利率为18.84%，较2018年19.80%下降0.86个百分点。

2018年公司新增业务土壤修复业务毛利率则呈现快速增长趋势，2018年至2019年分别为7.45%、15.22%。在2019年公司列出“金属围护系统+环保”双主业的战略目标的背景下，未来环保概念的土壤修复业务有望进一步提高业务占比并且以较高质量的毛利率为公司经营带来利好。

图 34: 公司主营业务毛利率



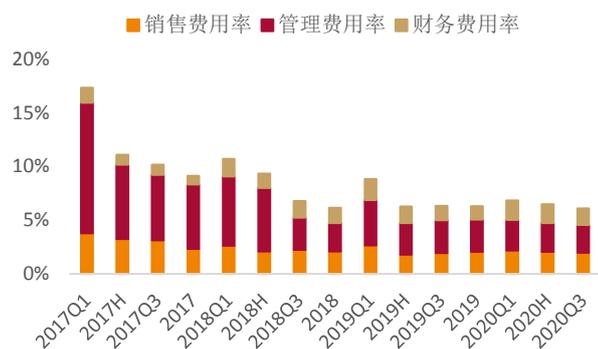
资料来源: wind, 天风证券研究所

5.2. 期间费用率有所下降，净利润受行业整体影响平稳收窄

公司2020年前三季度期间费用率为6.12%，同比小幅下降0.39个百分点。其中管理费用率同比下降0.45个百分点，主要因受到新冠疫情影响公司人员无法按计划离京开展工作及美丽华夏不再纳入合并范围；财务费用率同比上升0.19个百分点；销售费用率与去年同期基本持平。公司2020年前三季度实现归母净利润1.40亿元，同比减少27.81%，较2020上半年同减32.43%降幅缩窄4.62个百分点，主要系第三季度北京地区6月疫情反弹受控，公司经营逐渐恢复。

图 29: 期间费用率

图 30: 公司净利润、收入增速



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

5.3. 收现比下降、付现比上升，未来经营现金流有望改善

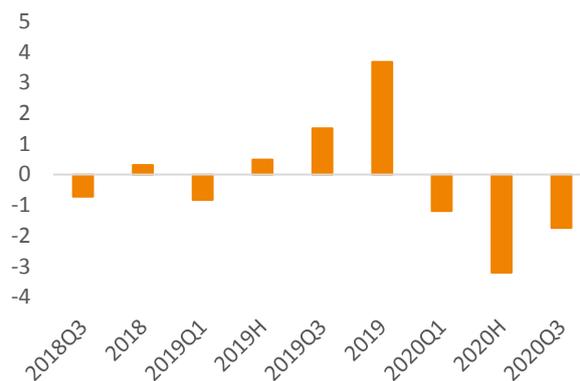
公司 2020 年前三季度收现比为 76.68%，同比下降 7.25 个百分点；付现比为 87.74%，上升 5.37 个百分点。2020 年前三季度公司经营活动现金流大幅下降，经营现金净流入额为 -1.74 亿元，主要本期受新冠肺炎疫情影响，收款较上年同期有所下降，同比减少 17.87%；同时，公司为了保证项目正常运营，维护供应链稳定对上游供应商正常付款，购买商品、接受劳务支付的现金本年较上年同期仅减少 0.76%。但公司目前在手订单饱满，随着前期垫资项目逐步完工，应收账款和保函金额的回回，未来经营性现金流会逐步改善。

图 31: 公司收现比



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 32: 经营活动现金流 (亿元)



资料来源: Wind、天风证券研究所

6. 盈利预测与估值

6.1. 盈利预测明细

假设一：我们假设公司建筑金属围护业务收入确认周期约为两年。受疫情对工程的影响，我们预测 2020 年营收会短时间下降，但随着复工复产，明年营收会有较大反弹。根据公司 2019 年、2020H1 新签合同额数据，我们预测 2020 年建筑金属围护业务营收为 28.52 亿元，增长率 -5%，2021 年伴随被抑制的需求得到释放，预计增长率将达到 30%，之后每年将以 10% 的速度平稳增长。

声屏障业务收入周期变动较大且现阶段营收占比较小，考虑到疫情原因，我们假设 2020 年声屏障系统业务营收稍低于 2019 年，预计为负增长率 -5%；之后几年营收会以较高速增长，2021~2023 年分别预测为 35%，20%，15%。

土壤修复业务从 2018 年开始，根据公司签订合同、业务布局与国家政策，该行业将快速发展，努力追赶金属屋面行业营收。因此我们对 2020 年~2023 年土壤修复业务营收增速预测分别为 50%，200%，200%，100%。

假设二：由于公司定位中高端建筑金属围护市场策略稳固，因此我们假设建筑金属围护系统业务毛利率与 2019 年基本持平，但竞争激烈导致毛利率略有下降，估计 19.13%。声屏

障业务由于现阶段营收占比较小，毛利率且受项目规模影响，我们假设未来毛利率与 2019 年持平。土壤修复业务是公司近两年最新业务，随着业务的增多毛利率会稳步上市，因此我们估计近三年的毛利率分别为 17%，18%和 19%。

假设三：公司经营情况稳健，期间费用率基本保持稳定。

表 6：公司分项业务预测

收入(百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
金属围护系统	2,677.49	3,001.88	2,851.79	3,707.32	4,078.05
声屏障系统	211.74	321.94	305.84	412.89	495.47
土壤修复	41.86	32.37	48.56	145.67	437.00
其他业务	0.11	0.37	0.00	0.09	0.09
合计	2,931.20	3,356.56	3,206.18	4,265.97	5,010.61
收入 YOY					
金属围护系统	38.69%	12.12%	-5.00%	30.00%	10.00%
声屏障系统	2.87%	52.04%	-5.00%	35.00%	20.00%
土壤修复	—	-22.67%	50.00%	200.00%	200.00%
其他业务	450.00%	236.36%	-100.00%	—	—
合计	37.21%	14.51%	-4.48%	33.05%	17.46%
毛利(百万)					
金属围护系统	540.85	581.76	545.55	709.21	780.13
声屏障系统	36.72	45.43	45.88	61.93	74.32
土壤修复	3.12	4.93	8.25	26.22	83.03
其他业务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	580.69	632.12	599.68	797.36	937.48
毛利率					
金属围护系统	20.20%	19.38%	19.13%	19.13%	19.13%
声屏障系统	17.34%	14.11%	15.00%	15.00%	15.00%
土壤修复	7.45%	15.22%	17.00%	18.00%	19.00%
其他业务	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
综合毛利率	19.81%	18.83%	18.70%	18.69%	18.71%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 7：盈利预测简表

收入(百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,931.20	3,356.56	3,206.18	4,265.97	5,010.61
营业成本	2,350.77	2,724.15	2,606.51	3,468.61	4,073.13
营业税金及附加	8.96	8.74	8.35	11.76	13.31
销售费用	61.42	69.54	70.52	89.59	106.06
管理费用	77.10	100.60	99.39	124.10	140.30
研发费用	438.07	124.76	119.17	158.56	186.24
财务费用	41.72	41.27	44.77	54.46	59.70
资产减值损失	40.71	0.00	30.00	40.00	50.00
公允价值变动	(0.98)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	1.22	9.69	1.14	2.85	3.31
其他	(343.01)	29.59	(2.27)	(5.69)	(6.63)
营业利润	255.24	248.22	228.61	321.75	385.20

营业外收入	0.31	0.20	1.23	0.48	0.56
营业外支出	0.83	3.20	2.15	1.70	1.97
利润总额	254.72	245.23	227.69	320.53	383.79
所得税	34.86	33.36	30.97	43.60	52.21
净利润	219.85	211.87	196.72	276.93	331.58
少数股东损益	(0.25)	(0.67)	(0.21)	(0.37)	(0.55)
归母净利润	220.10	212.54	196.93	277.30	332.14
EPS(元)	0.46	0.44	0.41	0.58	0.69

综上，我们预测公司 2020 至 2022 年营业收入分别为 32.06、42.66、50.11 亿元，同比增长-4.48%、33.05%、17.46%，公司归母净利润分别为 1.97、2.77、3.32 亿元，EPS 分别为 0.41、0.58、0.69 元/股，对应的 PE 分别为 21、15、12 倍。

6.2. 相对估值

公司当前主营业务为金属围护系统，处于建筑行业钢结构工程分类中，因此我们选择鸿路钢构、精工钢构两家上市公司作为行业参考公司；另外公司当前积极拓资声屏障、土壤治理等环保业务，因此我们增加东方园林和兴源环境作为参考公司。从行业中位数来看，2020-2022 年的 PE 分别为 23.98，17.96 和 11.54 倍。公司作为建筑金属围护行业领军企业，凭借技术、成本、资金方面的强大优势，订单获取能力强，业绩增长有保证；对接环保攻坚战，公司积极扩大声屏障业务，拓展土壤治理外延业务，进一步激发业绩增长。所以，我们认为公司估值可以达到行业平均水平，给予公司 2021 年 18 倍 PE 估值，对应目标价为 10.44 元。

表 8: 可比公司估值及板块估值情况 (截至 2021 年 1 月 4 日)

公司名称	2020E	2021E	2022E
鸿路钢构	26.14	19.87	15.71
精工钢构	15.80	12.60	10.35
东方园林	21.81	16.04	7.15
兴源环境	34.69	23.17	12.73
中位数	23.98	17.96	11.54

资料来源: Wind, 天风证券研究所

7. 投资建议

公司是金属围护行业领军企业，在研发能力、成本控制、客户口碑方面等具有优势；未来金属围护市场规模仍将扩大，公司作为行业龙头将充分受益；公司积极开拓环保领域新业务，深化与德国旭普林公司的合作，引进国际领先的技术，加速环保布局，提供全新营收增长点；公司订单获取能力强，在手订单充足，业绩有望保持较高增速。我们看好公司长远发展，预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.41、0.58、0.69 元/股，对应 PE 为 21、15、12 倍，目标价格为 10.44 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

8. 风险提示

- 1) 制造业固定资产投资下滑风险。国家统计局发布 2020 年上半年固定资产投资同比下降 3.1%，其中民间投资减少 7.3%，疫情影响下经济下行可能导致投资的进一步下滑。
- 2) 公司回款风险。2020 年前三季度公司经营活动现金流大幅下降，公司在项目初期收到预付款较少，若回款不及时将导致现金流进一步恶化。
- 3) 疫情导致公司订单完成不及时。新冠疫情下人员聚集和流动受限，项目较难顺利推进，不利于完成现场工作，进而可能影响项目进度。
- 4) 土壤修复行业订单低于预期。土壤修复为公司新业务，订单数量不稳定。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	428.64	1,060.20	1,533.90	1,036.50	1,333.76
应收票据及应收账款	1,302.97	1,833.10	1,284.03	2,152.45	2,114.10
预付账款	42.28	33.94	38.99	62.89	52.96
存货	1,268.48	978.11	1,121.58	1,672.58	1,608.56
其他	58.99	160.02	164.54	181.07	172.21
流动资产合计	3,101.36	4,065.36	4,143.03	5,105.49	5,281.59
长期股权投资	8.38	16.16	16.16	16.16	16.16
固定资产	252.14	252.29	350.83	429.46	483.14
在建工程	88.81	232.48	175.49	153.29	121.98
无形资产	106.29	102.57	96.80	91.02	85.24
其他	47.32	39.94	39.65	39.36	39.08
非流动资产合计	502.93	643.45	678.92	729.29	745.60
资产总计	3,604.29	4,708.81	4,821.95	5,834.78	6,027.18
短期借款	734.50	523.72	500.00	500.00	500.00
应付票据及应付账款	739.82	1,260.36	1,056.54	1,833.97	1,786.59
其他	243.19	223.28	295.30	336.96	344.80
流动负债合计	1,717.51	2,007.36	1,851.84	2,670.93	2,631.39
长期借款	20.88	84.53	309.45	309.45	309.45
应付债券	0.00	528.11	528.11	528.11	528.11
其他	10.00	20.39	20.39	20.39	20.39
非流动负债合计	30.88	633.04	857.95	857.95	857.95
负债合计	1,748.39	2,640.40	2,709.79	3,528.88	3,489.34
少数股东权益	0.75	0.00	(0.21)	(0.58)	(1.14)
股本	480.01	480.01	480.02	480.02	480.02
资本公积	388.00	388.00	388.00	388.00	388.00
留存收益	1,330.82	1,494.50	1,632.35	1,826.46	2,058.95
其他	(343.69)	(294.11)	(388.00)	(388.00)	(388.00)
股东权益合计	1,855.90	2,068.41	2,112.16	2,305.90	2,537.84
负债和股东权益总计	3,604.29	4,708.81	4,821.95	5,834.78	6,027.18

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	219.85	211.87	196.93	277.30	332.14
折旧摊销	35.46	53.18	24.23	29.34	33.41
财务费用	38.01	42.45	44.77	54.46	59.70
投资损失	(1.22)	(11.08)	(1.14)	(2.85)	(3.31)
营运资金变动	(320.15)	(0.17)	264.52	(640.48)	81.92
其它	59.27	71.77	(0.21)	(0.37)	(0.55)
经营活动现金流	31.23	368.02	529.10	(282.60)	503.29
资本支出	176.50	190.42	60.00	80.00	50.00
长期投资	(6.42)	7.78	0.00	0.00	0.00
其他	(304.23)	(358.74)	(118.86)	(157.15)	(96.69)
投资活动现金流	(134.15)	(160.54)	(58.86)	(77.15)	(46.69)
债权融资	755.38	1,164.78	1,365.98	1,365.98	1,365.98
股权融资	(24.29)	8.31	(138.66)	(54.46)	(59.70)
其他	(558.47)	(792.51)	(1,223.86)	(1,449.17)	(1,465.62)
筹资活动现金流	172.62	380.58	3.46	(137.65)	(159.34)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	69.70	588.06	473.70	(497.40)	297.27

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,931.20	3,356.56	3,206.18	4,265.97	5,010.61
营业成本	2,350.77	2,724.15	2,606.51	3,468.61	4,073.13
营业税金及附加	8.96	8.74	8.35	11.76	13.31
营业费用	61.42	69.54	70.52	89.59	106.06
管理费用	77.10	100.60	99.39	124.10	140.30
研发费用	438.07	124.76	119.17	158.56	186.24
财务费用	41.72	41.27	44.77	54.46	59.70
资产减值损失	40.71	0.00	30.00	40.00	50.00
公允价值变动收益	(0.98)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.22	9.69	1.14	2.85	3.31
其他	(343.01)	29.59	(2.27)	(5.69)	(6.63)
营业利润	255.24	248.22	228.61	321.75	385.20
营业外收入	0.31	0.20	1.23	0.48	0.56
营业外支出	0.83	3.20	2.15	1.70	1.97
利润总额	254.72	245.23	227.69	320.53	383.79
所得税	34.86	33.36	30.97	43.60	52.21
净利润	219.85	211.87	196.72	276.93	331.58
少数股东损益	(0.25)	(0.67)	(0.21)	(0.37)	(0.55)
归属于母公司净利润	220.10	212.54	196.93	277.30	332.14
每股收益(元)	0.46	0.44	0.41	0.58	0.69

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	37.21%	14.51%	-4.48%	33.05%	17.46%
营业利润	6.59%	-2.75%	-7.90%	40.74%	19.72%
归属于母公司净利润	9.83%	-3.44%	-7.34%	40.81%	19.77%
获利能力					
毛利率	19.80%	18.84%	18.70%	18.69%	18.71%
净利率	7.51%	6.33%	6.14%	6.50%	6.63%
ROE	11.86%	10.28%	9.32%	12.02%	13.08%
ROIC	14.78%	11.71%	11.07%	17.07%	14.81%
偿债能力					
资产负债率	48.51%	56.07%	56.20%	60.48%	57.89%
净负债率	17.61%	5.06%	-7.95%	14.29%	1.27%
流动比率	1.81	2.03	2.24	1.91	2.01
速动比率	1.07	1.54	1.63	1.29	1.40
营运能力					
应收账款周转率	2.88	2.14	2.06	2.48	2.35
存货周转率	2.34	2.99	3.05	3.05	3.05
总资产周转率	0.92	0.81	0.67	0.80	0.84
每股指标(元)					
每股收益	0.46	0.44	0.41	0.58	0.69
每股经营现金流	0.07	0.77	1.10	-0.59	1.05
每股净资产	3.86	4.31	4.40	4.80	5.29
估值比率					
市盈率	18.38	19.04	20.55	14.59	12.18
市净率	2.18	1.96	1.92	1.75	1.59
EV/EBITDA	15.99	10.43	12.90	10.69	8.44
EV/EBIT	17.43	11.62	14.04	11.53	9.08

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com