

森特股份 (603098)

证券研究报告

2021年08月31日

重点关注 BIPV 业务拓展节奏, 21h1 减值阶段性拖累

公司公告 21 年半年报, 报告期收入 13.7 亿, yoy+5% (较 19h1 cagr 为-10%), 归母净利 0.57 亿, yoy-36% (较 19h1 cagr 为-34%); 单 21q2 收入 7.6 亿, yoy+7% (较 19q2 cagr 为-18%), 归母净利 0.11 亿, yoy-77% (较 19q2 cagr 为-66%)。21h1 收入及业绩低于我们前期预期。

在手订单充足, 减值影响阶段性拖累公司业绩表现, 有息负债大幅降低

21h1 收入增长略显乏力, 推测公司较多资源投向新兴业务 (如 BIPV 意向客户等)。21h1 中标合同额 18.5 亿, yoy+36%, 推测公司在手未完合同额较充足 (20FY 末未完合同额 67.2 亿, 为 20FY 收入之 2.1x), 支撑公司传统主业收入端成长空间。

21h1 综合毛利率 18.7%, 同增 1.2pct, 其中 21q2 为 17.9%, 同增 1.5pct; 21h2 归母净利率 4.1%, 同减 2.7pct, 其中 21q2 为 1.4%, 同减 5.1pct。21q2 归母净利率下滑幅度较大, 主要源于坏账计提较多 (21h1 减值损失占收入比例同增 3.1pct 至 2.7%, 应收账款龄阶段性拉长+个别单项计提), 资产质量进一步夯实。

21h1 末公司资产负债率 45.4%, 同减 10.1pct; 带息资产负债比率同减 15.7pct 至 28.6%, 有息负债大幅减少, 主要为转债转股影响。21h1 两金 (存货+合同资产+应收账款) 周转天数同比拉长 60 天至 499 天, 其中合同资产增长较多, 或源于 20 年以来部分项目受疫情影响, 施工周期有所拉长。21h1 公司经营性现金净流出 3.0 亿, 同比少流出 0.2 亿。

BIPV 发展前景广阔, 公司牵手隆基具备明显竞争优势

BIPV 较 BAPV 在经济性/可靠性等方面有较大优势, 在光伏发电具备明显经济性的背景下, “双碳”背景下我国能源结构调整或加速, 政策暖风频吹 (如 6/20 国家能源局提出拟在全国开展整县推进屋顶分布式光伏开发试点工作、7/30 发改委下发《进一步完善分时电价机制的通知》进一步完善分时电价机制等), 我们认为 BIPV 市场或具备发展节奏快、空间广的特征。隆基前期收购合计 27.25% 公司股权, 成为公司第二大股东。7 月 15 日, 隆基与森特就 BIPV 达成合作意向, 双发将在共同研发与专利共享、品牌授权背书、市场营销推广、光伏组件供应与采购等方面达成全面合作, 共同推动 BIPV 业务发展及项目实施。依托公司在建筑屋顶设计/施工维护方面优势及隆基在光伏领域优势, 强强联手, 我们认为公司较市场其他参与主体, 在 BIPV 项目承揽及落地环节有明显优势。

看好 BIPV 驱动公司二次成长, 维持“增持”评级

我们暂维持公司前期业绩预测, 预计 21-23 年公司归母净利 2.8/ 4.1/ 6.3 亿, yoy 分别为 53%、46%、53%。牵手隆基进军 BIPV 蓝海, 或驱动公司二次成长, 前景值得期待, 继续建议保持重点关注, 维持“增持”评级。

风险提示: 新签订单低于预期、回款风险、与隆基合作效果逊于预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,356.56	3,152.52	4,690.58	6,223.94	8,534.58
增长率(%)	14.51	(6.08)	48.79	32.69	37.13
EBITDA(百万元)	516.14	511.93	429.00	595.98	853.53
净利润(百万元)	212.54	182.47	279.66	408.54	626.00
增长率(%)	(3.44)	(14.15)	53.27	46.08	53.23
EPS(元/股)	0.39	0.34	0.52	0.76	1.16
市盈率(P/E)	104.83	122.10	79.67	54.53	35.59
市净率(P/B)	10.77	10.43	7.81	7.12	6.27
市销率(P/S)	6.64	7.07	4.75	3.58	2.61
EV/EBITDA	10.43	8.18	53.82	37.60	27.26

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 (维持评级)
当前价格	41.88 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	538.80
流通 A 股股本(百万股)	538.80
A 股总市值(百万元)	22,564.94
流通 A 股市值(百万元)	22,564.94
每股净资产(元)	4.99
资产负债率(%)	45.40
一年内最高/最低(元)	53.90/7.74

作者

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

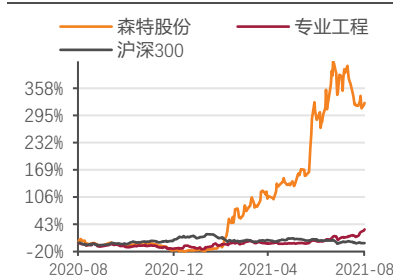
鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521010001
wangtao@tfzq.com

王雯 联系人
wangwena@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



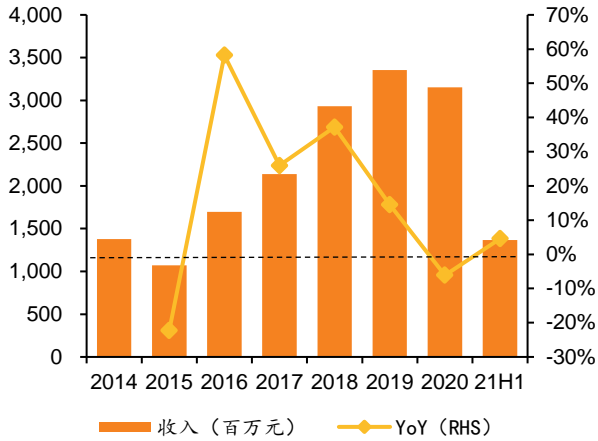
资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《森特股份-年报点评报告:土壤修复有亮点, 关注 BIPV 成长节奏》 2021-04-30
- 2 《森特股份-公司点评:隆基拟收购股权 27.25%, 牵手进军 BIPV 蓝海》 2021-03-14
- 3 《森特股份-首次覆盖报告:金属围护市场龙头, 持续进军声屏障等环保领域》 2021-01-07

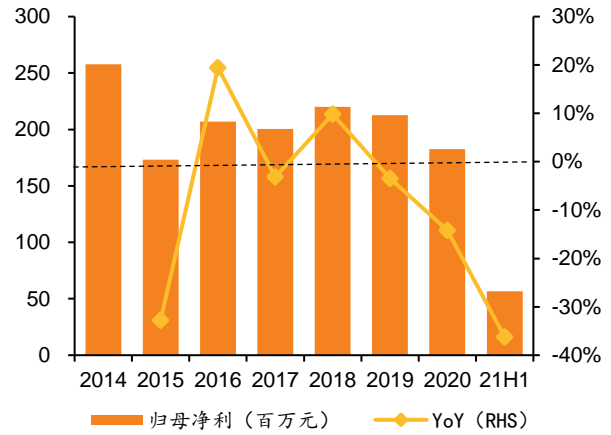
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			P/E		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
002541.SZ	鸿路钢构	279.6	53.25	1.52	2.16	2.80	35.0	24.6	19.0
600496.SH	精工钢构	83.1	4.13	0.32	0.40	0.50	12.8	10.3	8.3
603588.SH	高能环境	173.5	16.41	0.52	0.70	0.89	31.5	23.5	18.4
601012.SH	隆基股份	5,266.8	97.30	1.58	2.14	2.76	61.6	45.6	35.3
平均值							35.2	26.0	20.2
中位数							33.3	24.1	18.7
603098.SH	森特股份	222.8	41.35	0.34	0.52	0.76	122.1	79.7	54.5

注：股价时间 2021/08/30；除森特股份外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,060.20	849.03	703.59	933.59	853.46
应收票据及应收账款	1,833.10	1,270.62	2,814.49	2,973.26	4,950.69
预付账款	33.94	55.40	65.81	93.14	131.41
存货	978.11	122.48	303.73	399.03	558.85
其他	160.02	1,987.52	2,098.35	2,210.37	2,341.41
流动资产合计	4,065.36	4,285.06	5,985.96	6,609.40	8,835.82
长期股权投资	16.16	37.26	37.26	37.26	37.26
固定资产	252.29	477.55	506.13	546.46	580.85
在建工程	232.48	48.40	65.04	87.02	82.21
无形资产	102.57	101.30	97.10	92.90	88.70
其他	39.94	64.98	52.69	49.90	50.62
非流动资产合计	643.45	729.49	758.22	813.54	839.64
资产总计	4,708.81	5,014.55	6,744.18	7,422.93	9,675.46
短期借款	523.72	529.36	770.29	493.98	1,162.14
应付票据及应付账款	1,260.36	1,318.64	1,571.50	2,625.33	3,313.87
其他	223.28	397.56	732.35	528.99	871.56
流动负债合计	2,007.36	2,245.56	3,074.14	3,648.30	5,347.57
长期借款	84.53	56.36	213.41	0.00	98.63
应付债券	528.11	554.86	554.86	554.86	554.86
其他	20.39	21.12	31.12	41.12	51.12
非流动负债合计	633.04	632.33	799.39	595.98	704.61
负债合计	2,640.40	2,877.89	3,873.53	4,244.28	6,052.17
少数股东权益	0.00	0.19	18.07	50.24	72.20
股本	480.01	480.02	538.80	538.80	538.80
资本公积	388.00	388.08	946.97	946.97	946.97
留存收益	1,494.50	1,566.06	2,313.78	2,589.62	3,012.28
其他	(294.11)	(297.68)	(946.97)	(946.97)	(946.97)
股东权益合计	2,068.41	2,136.66	2,870.65	3,178.65	3,623.29
负债和股东权益总计	4,708.81	5,014.55	6,744.18	7,422.93	9,675.46

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	211.87	182.45	279.66	408.54	626.00
折旧摊销	53.18	64.22	18.98	21.88	24.62
财务费用	42.45	55.13	58.45	54.11	65.08
投资损失	(11.08)	0.10	0.10	0.10	0.10
营运资金变动	(0.17)	(1,854.87)	(1,245.70)	466.66	(1,260.96)
其它	71.77	1,608.04	17.89	32.16	21.97
经营活动现金流	368.02	55.09	(870.62)	983.45	(523.19)
资本支出	190.42	122.80	50.00	70.00	40.00
长期投资	7.78	21.10	0.00	0.00	0.00
其他	(358.74)	(243.65)	(110.10)	(150.10)	(90.10)
投资活动现金流	(160.54)	(99.75)	(60.10)	(80.10)	(50.10)
债权融资	1,164.78	1,140.82	1,548.12	1,061.58	1,823.15
股权融资	8.31	(51.35)	468.83	(54.11)	(65.08)
其他	(792.51)	(1,250.06)	(1,231.66)	(1,680.82)	(1,264.91)
筹资活动现金流	380.58	(160.59)	785.28	(673.35)	493.16
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	588.06	(205.25)	(145.44)	230.00	(80.13)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,356.56	3,152.52	4,690.58	6,223.94	8,534.58
营业成本	2,724.15	2,577.44	3,835.95	5,059.92	6,896.78
营业税金及附加	8.74	9.12	13.56	18.00	24.68
营业费用	69.54	66.46	98.88	131.21	179.92
管理费用	100.60	82.11	122.18	162.12	222.30
研发费用	124.76	100.06	148.89	197.56	270.90
财务费用	41.27	47.93	58.45	54.11	65.08
资产减值损失	0.00	(32.12)	61.00	80.94	110.99
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.69	(0.10)	(0.10)	(0.10)	(0.10)
其他	29.59	89.02	0.21	0.21	0.21
营业利润	248.22	212.60	351.57	519.99	763.83
营业外收入	0.20	0.54	0.54	0.54	0.54
营业外支出	3.20	2.05	2.05	2.05	2.05
利润总额	245.23	211.09	350.06	518.47	762.31
所得税	33.36	28.63	52.51	77.77	114.35
净利润	211.87	182.45	297.55	440.70	647.97
少数股东损益	(0.67)	(0.01)	17.89	32.16	21.97
归属于母公司净利润	212.54	182.47	279.66	408.54	626.00
每股收益(元)	0.39	0.34	0.52	0.76	1.16

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	14.51%	-6.08%	48.79%	32.69%	37.13%
营业利润	-2.75%	-14.35%	65.37%	47.90%	46.89%
归属于母公司净利润	-3.44%	-14.15%	53.27%	46.08%	53.23%
获利能力					
毛利率	18.84%	18.24%	18.22%	18.70%	19.19%
净利率	6.33%	5.79%	5.96%	6.56%	7.33%
ROE	10.28%	8.54%	9.80%	13.06%	17.63%
ROIC	11.71%	10.56%	14.75%	13.32%	21.63%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	56.07%	57.39%	57.44%	57.18%	62.55%
净负债率	5.06%	13.66%	29.42%	4.03%	26.76%
流动比率	2.03	1.91	1.95	1.81	1.65
速动比率	1.54	1.85	1.85	1.70	1.55
营运能力					
应收账款周转率	2.14	2.03	2.30	2.15	2.15
存货周转率	2.99	5.73	22.01	17.71	17.82
总资产周转率	0.81	0.65	0.80	0.88	1.00
每股指标(元)					
每股收益	0.39	0.34	0.52	0.76	1.16
每股经营现金流	0.68	0.10	-1.62	1.83	-0.97
每股净资产	3.84	3.97	5.29	5.81	6.59
估值比率					
市盈率	104.83	122.10	79.67	54.53	35.59
市净率	10.77	10.43	7.81	7.12	6.27
EV/EBITDA	10.43	8.18	53.82	37.60	27.26
EV/EBIT	11.62	9.32	56.31	39.03	28.07

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