

强烈推荐-A (上调)

柯利达 603828.SH

目标估值: NA  
 当前股价: 5.51 元  
 2020年07月30日

股权激励提振士气, 护航装配式装修业务发展

基础数据

上证综指	3287
总股本 (万股)	54758
已上市流通股 (万股)	54756
总市值 (亿元)	30
流通市值 (亿元)	30
每股净资产 (MRQ)	2.5
ROE (TTM)	1.3
资产负债率	62.8%
主要股东	苏州柯利达集团有限
主要股东持股比例	32.83%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《柯利达 (603828) — 传统主营稳健, 战略转型装配式装修新领域》  
 2020-03-13

郑晓刚

zhengxiaogang@cmschina.com.cn  
 S1090517070008

于泽群

yuzequn@cmschina.com.cn  
 S1090518080002

事件:

**1) 股权激励:** 公司 7 月 27 日晚公告 2020 年限制性股票激励计划草案, 拟授予限制性股票数量 1450 万股, 占当前总股本的 2.65%, 首次授予价格为 2.71 元/股, 首次授予的激励对象总人数为 8 人。首次授予的限制性股票分三期解锁, 限售期分别为自授予登记完成之日起 12/24/36 个月, 解锁比例分别为 45%/30%/25%。

**2) 定向增发:** 公司拟向不超过 35 名特定对象非公开发行不超过 1.56 亿股 A 股股票, 不超过当前总股本的 30%, 募资不超过 5.694 亿元, 锁定期 6 个月。扣除发行费用后拟全部用于公司的柯依迪装配化装饰系统及智能家居项目、扬州 GZ100 地块批量住宅装配式装修及公共区域装修项目、西昌市历史风貌核心区及城区亮化工程项目。

评论:

1、正式发力装配式业务, 产品+模式+技术优势明显

公司去年开始发力装配式装修, 2019 年装配式装修收入为 2433 万元, 毛利率 18.2%。19 年公司综合毛利率 16.1%, 装配式装修订单放量、收入占比提升后, 有望带动综合毛利率上行。在产品端, 公司主营的建筑幕墙、公装业务和装配式装修业务共同对准 B 端市场, 协同发展可期, 19 年前两者合计占总收入的 92%, 为装配式装修发展打下坚实基础。在模式上, 公司具备施工和设计的工程总承包资质, 19 年 EPC 业务收入同比高增 48.5%, EPC 与装配式装修结合利于在设计建设一体化过程中突显装配式的优势。在技术上, 公司注重研发, BIM 系统和自建大数据平台为装配式装修业务提供技术储备优势, 利于提质量降成本, 缩短项目周期, 提高运营效率。

2、股权激励+定增募资彰显决心, 护航公司战略转型

本次股权激励 8 名激励对象包括目前公司的董事、高级管理人员和核心技术人员。2021-2023 年的业绩目标分别为: 净利润不低于 1.5 亿元/1.8 亿元/2.16 亿元; 装配式装修业务营收不低于 20 亿元/30 亿元/45 亿元。本次股权激励计划完善了公司的长效激励机制, 充分彰显公司发力装配式业务的决心和信心, 有助于提高管理层和核心成员的积极性, 提高管理效率, 利于公司的长期发展。而定增募资中 85% 的资金预计投向两项装配式装修相关项目, 公司的装配化装饰产业链布局有望进一步完善。

3、政策催化装配式装修, 市场认可度显著提升

近期装配式产业链的政策东风频吹。国家七部委《关于印发绿色建筑创建行动方案的通知》中要求加强推广装配化建造方式, “推动装配式装修”。从应用场所来看, 民用住宅和公共建筑端共同推进。追溯装配式建筑发展历史, 公装对装配式模式适应度相对更高, 公司公装业务占总收入比例 47%, 以此为切入点将极大受益; 而当前政策推动产业提升, 钢结构等装配式应用明显向民用住宅倾斜, C 端市场对装配式产品的认同度显著提升, 市场空间广阔。目前装配式装修行业处于发展早期, 公司依托原有业务和技术构筑先发优势, 具有较高发展潜力。

4、竞争优势突出+长效激励到位, 上调评级为“强烈推荐-A”

公司主营业务建筑幕墙工程和公共建筑装饰工程经营夯实, 深耕江苏省内后逐渐拓展至全国。公司依托主业的技术优势, 开始进军装配式装修领域。当前装配式装修行业处于发展早期, 公司有望构筑先发优势。此次股权激励的业绩目标明确, 利于激发核心团队积极性, 而定增募资有助于优化公司资产结构; 均为接下来转型战略保驾护航, 助力公司打开装配式装修业绩增长空间。我们预计公司 2020-2021 年 EPS 分别为 0.15、0.31 元, 对应 PE 分别为 39.1 倍、18.2 倍, 上调评级为“强烈推荐-A”。

5、风险提示: 业务转型不及预期、应收账款回收风险、募投项目推进不及预期。

表 1: 公司盈利预测简表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	2287	2833	4065	5791
同比增长	-4%	24%	43%	42%
营业利润(百万元)	46	101	218	320
同比增长	-47%	122%	116%	47%
净利润(百万元)	37	80	172	253
同比增长	-36%	115%	115%	47%
每股收益(元)	0.07	0.15	0.31	0.46
P/E(倍)	84.0	39.1	18.2	12.4
P/B(倍)	2.7	2.6	2.3	2.0

资料来源: Wind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2820	2835	3420	4811	6937
现金	459	294	317	380	646
交易性投资	0	51	51	51	51
应收票据	15	56	70	100	143
应收款项	2105	2208	2710	3888	5540
其它应收款	69	45	56	80	114
存货	39	37	37	53	76
其他	133	145	180	258	368
<b>非流动资产</b>	1172	1158	1124	1106	1095
长期股权投资	175	95	95	95	95
固定资产	499	439	431	435	445
无形资产	197	250	225	202	182
其他	302	375	374	374	374
<b>资产总计</b>	<b>3992</b>	<b>3993</b>	<b>4545</b>	<b>5916</b>	<b>8033</b>
<b>流动负债</b>	2593	2672	3136	4333	6205
短期借款	550	448	724	938	1410
应付账款	1715	1778	2043	2924	4174
预收账款	16	26	32	46	65
其他	313	421	337	426	556
<b>长期负债</b>	264	147	147	147	147
长期借款	194	51	51	51	51
其他	70	97	97	97	97
<b>负债合计</b>	<b>2857</b>	<b>2820</b>	<b>3283</b>	<b>4480</b>	<b>6353</b>
股本	426	548	548	548	548
资本公积金	214	85	85	85	85
留存收益	470	512	592	748	966
少数股东权益	25	29	37	55	81
归属于母公司所有者权益	1109	1144	1224	1381	1599
<b>负债及权益合计</b>	<b>3992</b>	<b>3993</b>	<b>4545</b>	<b>5916</b>	<b>8033</b>

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	84	96	(80)	(63)	(74)
净利润	58	37	80	172	253
折旧摊销	20	39	59	56	54
财务费用	39	34	39	50	69
投资收益	(4)	(11)	(15)	(15)	(15)
营运资金变动	(32)	12	(256)	(358)	(481)
其它	2	(14)	13	32	46
<b>投资活动现金流</b>	(81)	(52)	(10)	(22)	(29)
资本支出	(145)	(93)	(25)	(37)	(44)
其他投资	64	41	15	15	15
<b>筹资活动现金流</b>	91	(221)	113	148	369
借款变动	125	(197)	152	214	472
普通股增加	95	122	0	0	0
资本公积增加	(98)	(129)	0	0	0
股利分配	(10)	(9)	0	(16)	(34)
其他	(21)	(8)	(39)	(50)	(69)
<b>现金净增加额</b>	<b>94</b>	<b>(176)</b>	<b>23</b>	<b>63</b>	<b>266</b>

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	2385	2287	2833	4065	5791
营业成本	1983	1919	2375	3400	4854
营业税金及附加	8	11	13	19	27
营业费用	20	20	25	24	41
管理费用	106	112	133	179	261
研发费用	85	72	91	130	185
财务费用	34	36	39	50	69
资产减值损失	(71)	(87)	(70)	(60)	(50)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	4	3	3	3	3
<b>投资收益</b>	4	11	12	12	12
营业利润	86	46	101	218	320
营业外收入	0	1	0	0	0
<b>营业外支出</b>	2	1	1	1	1
利润总额	84	46	100	217	320
所得税	16	5	12	27	41
少数股东损益	10	4	8	18	26
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>58</b>	<b>37</b>	<b>80</b>	<b>172</b>	<b>253</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	17%	-4%	24%	43%	42%
营业利润	22%	-47%	122%	116%	47%
净利润	1%	-36%	115%	115%	47%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.8%	16.1%	16.2%	16.4%	16.2%
净利率	2.4%	1.6%	2.8%	4.2%	4.4%
ROE	5.3%	3.3%	6.5%	12.5%	15.8%
ROIC	5.0%	3.9%	6.0%	9.6%	10.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	71.6%	70.6%	72.2%	75.7%	79.1%
净负债比率	19.9%	15.6%	17.0%	16.7%	18.2%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	54.3	50.8	64.4	75.3	75.2
应收帐款周转率	1.2	1.0	1.1	1.2	1.2
应付帐款周转率	1.2	1.1	1.2	1.4	1.4
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.14	0.07	0.15	0.31	0.46
每股经营现金	0.20	0.18	-0.15	-0.11	-0.13
每股净资产	2.61	2.09	2.24	2.52	2.92
每股股利	0.02	0.00	0.03	0.06	0.14
<b>估值比率</b>					
PE	40.2	80.9	37.6	17.5	11.9
PB	2.1	2.6	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	45.2	52.1	30.6	18.8	13.8

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

## 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。

**郑晓刚：**毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究，2019年开始负责建筑与建材行业。所带团队入选2019年建筑材料行业最佳行业分析团队金牛奖。

**于泽群：**华东师范大学金融学硕士，2018年5月加入招商证券，从事建筑工程行业研究，2019年开始从事建材行业研究。

## 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。