

强烈推荐-A (维持)

柯利达 603828.SH

目标估值: NA
 当前股价: 6.46 元
 2020 年 08 月 28 日

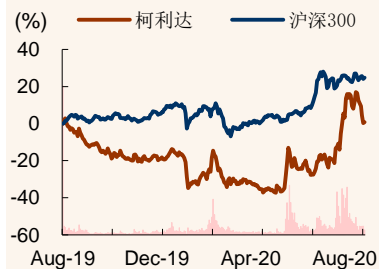
Q2 营收与订单高增长, 装配式业务如期推进

基础数据

上证综指	3350
总股本 (万股)	54758
已上市流通股 (万股)	54756
总市值 (亿元)	35
流通市值 (亿元)	35
每股净资产 (MRQ)	2.5
ROE (TTM)	2.7
资产负债率	65.6%
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	28	37	5
相对表现	23	21	-19



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《柯利达 (603828) — 股权激励提振士气, 护航装配式装修业务发展》2020-07-30
- 2、《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:

2020 年上半年公司实现营收 10.69 亿元, 同比增长 25.62%; 实现营业利润 3235.13 万元, 同比增长 4.34%; 实现归母净利润 2628.57 万元, 同比增长 1.89%; 实现扣非后归母净利润为 2119.01 万元, 同比增长 56.17%; EPS 为 0.05 元, 加权平均净资产收益率 2.49%。

评论:

1、公装及幕墙工程夯实业绩, Q2 总营收快速增长

2020 年上半年公司营收高速增长, 主要受公共建筑装饰工程和建筑幕墙工程拉动。分业务看, 公共建筑装饰工程实现营收 4.70 亿元, 占营收 43.96%; 建筑幕墙工程占比第二达 43.13%, 实现营收 4.61 亿元。分季度看, 20Q1、20Q2 营收同比增速分别为 -5.96%、43.52%, 20Q2 增速大幅上涨。2020H1 归母净利润为 2628.57 万元, 同比增长 1.89%, 增速远低于营收增速, 主要源于应收账款坏账损失增加导致的信用减值损失大幅下滑; 扣非后归母净利润为 2119.01 万元, 同比增长 56.17%, 远高于营收增速, 主要源于具备高毛利率的装配式装修业务订单放量、收入占比提升。

2、装配式装修订单逐渐落地, 新业务订单下半年有望持续增长

2020H1 公司实现毛利率 14.59%, 同比上涨 0.62 个 pp, 主要是因为新增的装配式装修订单整体造价比传统项目毛利率高, 该业务占比的提升叠加高毛利率直接拉高公司总体毛利率, 公司盈利能力进一步增强。20H1 公司新中标项目 12.24 亿元, 同比增长 4.17%, 其中 Q2 订单快速复苏, 新增合同额 10.96 亿元, 同比增加 102.63%, 环比增加 756.25%。增量主要来源于公装工程和装配式装修业务。Q2 公装工程新签合同 5.68 亿元, 同比增长 321.99%; 装配式装修业务由无到有, 新增订单 1.46 亿元。公司经营性现金流净值为 -4.45 亿元, 较去年同期下降 2.50 亿元, 公司现金流压力加大; 应收账款及应收票据为 5.36 亿元, 较去年同期下降 14.39 亿元, 是由于收入确认时点的改变。公司资产负债率较去年同期相比下降 3.40 个 pp 至 65.65%。

3、装配式政策东风频吹, 市场认可度显著提升

根据住建部出台的《建筑产业现代化发展纲要》, 到 2020 年, 装配式建筑占新建建筑的比例达到 20% 以上, 到 2025 年, 装配式建筑占新建建筑的比例达到 50% 以上。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 2020H1 公装业务占总收入比例 44%, 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、竞争优势显著, 长效激励到位, 维持评级为“强烈推荐-A”

公司主营业务公共建筑装饰工程和幕墙工程经营夯实, 深耕江苏省内后逐渐拓展至全国。公司以主业技术优势为依托, 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。2020 年半年报体现了公司强而稳定的营收增长趋势, 装配式装修领域拓展初现成效, 对公司盈利能力增强的贡献巨大。我们预计公司 2020-2021 年 EPS 分别为 0.15、0.31 元, 对应 PE 分别为 44.1 倍、20.5 倍, 维持评级为“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

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)	94.9	44.1	20.5	14.0
P/B(倍)	3.1	2.9	2.6	2.2

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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	3992	3993	4545	5916	8033
流动负债	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
长期负债	264	147	147	147	147
长期借款	194	51	51	51	51
其他	70	97	97	97	97
负债合计	2857	2820	3283	4480	6353
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
负债及权益合计	3992	3993	4545	5916	8033

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	(81)	(52)	(10)	(22)	(29)
资本支出	(145)	(93)	(25)	(37)	(44)
其他投资	64	41	15	15	15
筹资活动现金流	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)
现金净增加额	94	(176)	23	63	266

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	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	0	0	0	0	0
其他收益	4	3	3	3	3
投资收益	4	11	12	12	12
营业利润	86	46	101	218	320
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	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
归属于母公司净利润	58	37	80	172	253

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股资料 (元)					
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
估值比率					
PE	47.1	94.9	44.1	20.5	14.0
PB	2.5	3.1	2.9	2.6	2.2
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。