

科达股份(600986)/基础建设

回购+增持彰显信心, 股权激励划定业绩底线

评级: 买入

市场价格: 13.01

目标价格: 18.4

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师: 宋易潞

执业证书编号: S0740517010003

Email: songyl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	963
流通股本(百万股)	452
市价(元)	13.01
市值(百万元)	12,526
流通市值(百万元)	5,885

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 数字营销并表促大幅增长, 整合协同初见成效

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,416.96	7,025.43	10,576.00	15,474.40	19,514.38
增长率 yoy%	116.68%	190.67%	50.54%	46.32%	26.11%
净利润	117.15	415.76	514.56	617.94	729.52
增长率 yoy%	118.79%	254.90%	23.76%	20.09%	18.06%
每股收益(元)	0.13	0.48	0.54	0.64	0.76
每股现金流量	0.55	0.81	3.19	1.71	1.67
净资产收益率	3.06%	9.85%	8.77%	9.90%	10.40%
P/E	155.76	31.85	24.26	20.20	17.11
PEG	1.31	0.12	1.02	1.01	0.95
P/B	4.76	3.14	2.12	1.92	1.72

备注:

投资要点

- **事件:** 公司公告拟 6 个月内以自有资金集中竞价回购公司股份, 金额不低于人民币 1 亿元, 不超过 5 亿元, 不设价格前提。
- **点评:**
- **回购+增持表明对公司长期发展的信心。** 本次回购在当前市场波动环境下表明了公司对自身价值的认可和对未来发展前景的信心。公司近期亦公告总经理唐颖计划自 5 月 15 日起 6 个月内增持公司股份, 金额拟不低于 5,000 万元, 不超过 1 亿元, 目前已增持 78 万股, 按成交当日均价计算金额约 1015 万元, 综合均价约 13 元。数项举措对内实现稳定军心, 有利于后续整合继续推进和人才团队激励, 对外也表明对公司发展的信心和推动战略不断落地的态度。
- **人才储备充分, 股权激励绑定。** 公司去年 12 月新组建高管团队, 任用收购子公司核心高管, 全力发展数字营销。近期的限制性股票激励计划覆盖公司及子公司中高层共 97 人, 激励力度大(占总股本近 7%, 授予价 8.41 元/股), 对公司整体和子公司分别设定目标, 一方面在部分子公司业绩承诺到期后锁定未来增长, 另一方面也绑定子公司中高层, 储备人才利好长期发展。
- **2017 着重整合协同及客户拓展, 预计延续高增长。** 公司年报预计 2017 年收入 105.76 亿元, 同比增长 50.55%。其中数字营销预计收入 82.33 亿元, 同比增长 72.35%; 汽车交易预计收入 18 亿元; 房地产开发预计收入 5.43 亿元。业务协同、核心业务梳理及重点行业优质客户拓展将是下阶段工作重点。
- **投资建议:** 我们预计公司 2017/2018 年归母净利润分别为 5.15/6.18 亿元, EPS 分别为 0.54/0.64 元(增发摊薄后)。考虑公司整合协同效应及汽车业务潜力, 维持 18.4 元目标价, 买入评级。
- **风险提示:** 商誉减值风险, 汽车行业景气下滑风险。

图表 1: 公司合并报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,115	2,417	7,025	10,576	15,474	19,514	货币资金	432	1,670	1,429	7,531	9,213	10,848
增长率	22.85%	116.7%	190.7%	50.5%	46.3%	26.1%	应收款项	785	1,482	2,086	2,676	3,921	4,943
营业成本	-933	-1,991	-5,980	-9,121	-13,660	-17,302	存货	2,472	2,581	1,478	0	0	0
% 销售收入	83.6%	82.4%	85.1%	86.2%	88.3%	88.7%	其他流动资产	51	179	186	241	338	410
毛利	182	426	1,046	1,455	1,815	2,213	流动资产	3,740	5,912	5,179	10,448	13,472	16,200
% 销售收入	16.4%	17.6%	14.9%	13.8%	11.7%	11.3%	% 总资产	80.6%	66.5%	63.4%	95.7%	96.9%	97.6%
营业税金及附加	-53	-61	-142	-212	-309	-390	长期投资	709	300	315	315	315	315
% 销售收入	4.7%	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	固定资产	76	102	60	30	-2	-27
营业费用	-19	-79	-142	-212	-309	-390	% 总资产	1.6%	1.1%	0.7%	0.3%	0.0%	-0.2%
% 销售收入	1.7%	3.3%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	无形资产	93	2,541	2,574	90	79	70
管理费用	-45	-118	-257	-391	-573	-722	非流动资产	902	2,972	2,984	470	427	393
% 销售收入	4.0%	4.9%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	% 总资产	19.4%	33.5%	36.6%	4.3%	3.1%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	66	169	505	640	623	710	资产总计	4,641	8,885	8,164	10,919	13,899	16,594
% 销售收入	5.9%	7.0%	7.2%	6.1%	4.0%	3.6%	短期借款	660	1,041	590	0	0	0
财务费用	4	-26	-11	-15	111	149	应付款项	2,565	3,694	3,032	4,500	6,692	8,479
% 销售收入	-0.3%	1.1%	0.2%	0.1%	-0.7%	-0.8%	其他流动负债	188	226	236	434	598	771
资产减值损失	-17	-34	-44	-2	-1	-1	流动负债	3,413	4,961	3,858	4,934	7,290	9,250
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	413	0	0	0	0	0
投资收益	25	74	25	2	2	2	其他长期负债	25	59	59	59	59	59
% 税前利润	34.8%	43.2%	5.3%	0.3%	0.3%	0.2%	负债	3,851	5,020	3,916	4,993	7,348	9,309
营业利润	77	183	474	625	735	860	普通股股东权益	763	3,831	4,223	5,889	6,507	7,236
营业利润率	6.9%	7.6%	6.7%	5.9%	4.7%	4.4%	少数股东权益	27	34	25	37	44	49
营业外收支	-6	-12	-7	-5	1	3	负债股东权益合计	4,641	8,885	8,164	10,919	13,899	16,594
税前利润	71	172	467	620	736	863							
利润率	6.3%	7.1%	6.7%	5.9%	4.8%	4.4%							
所得税	-21	-49	-60	-93	-110	-130							
所得税率	29.2%	28.6%	12.9%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	50	123	407	527	625	734							
少数股东损益	-3	5	-9	12	7	4							
归属于母公司的净利润	54	117	416	515	618	730							
净利率	4.8%	4.8%	5.9%	4.9%	4.0%	3.7%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	50	123	407	527	625	734	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	12	7	4	每股收益(元)	0.160	0.135	0.478	0.536	0.644	0.760
非现金支出	33	49	73	17	11	4	每股净资产(元)	2.277	4.409	4.860	6.138	6.782	7.542
非经营收益	-3	-19	5	18	-3	-5	每股经营现金流(元)	0.019	0.548	0.807	3.190	1.715	1.667
营运资金变动	-74	324	216	2,499	1,012	866	每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	6	476	701	3,073	1,653	1,604	回报率						
资本开支	7	15	16	-2,495	-35	-34	净资产收益率	7.01%	3.06%	9.85%	8.74%	9.50%	10.08%
投资	0	-48	30	0	0	0	总资产收益率	1.15%	1.32%	5.09%	4.71%	4.45%	4.40%
其他	8	-180	0	2	2	2	投入资本收益率	6.49%	4.10%	14.21%	-28.34%	-17.79%	-15.57%
投资活动现金净流	1	-242	15	2,497	37	36	增长率						
股权募资	0	747	0	1,151	0	0	营业总收入增长率	22.85%	116.68%	190.67%	50.54%	46.32%	26.11%
债权募资	60	-43	-451	-590	0	0	EBIT增长率	2056.20%	155.06%	199.32%	26.90%	-2.67%	13.96%
其他	-359	71	-194	-17	0	0	净利润增长率	36.66%	118.79%	254.90%	23.76%	20.09%	18.06%
筹资活动现金净流	-299	775	-645	545	0	0	总资产增长率	14.39%	91.42%	-8.11%	33.75%	27.30%	19.38%
现金净流量	-292	1,009	71	6,114	1,689	1,639	资产管理能力						
							应收账款周转天数	218.4	154.7	85.3	85.3	85.3	85.3
							存货周转天数	841.5	463.2	123.9	124.0	124.0	124.0
							应付账款周转天数	475.6	260.5	101.3	101.3	101.3	101.3
							固定资产周转天数	26.7	13.5	4.2	1.6	0.3	-0.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	81.08%	-16.28%	-19.77%	-127.10%	-140.64%	-148.92%
							EBIT利息保障倍数	-17.2	6.6	44.7	43.4	-5.6	-4.8
							资产负债率	82.97%	56.50%	47.97%	45.73%	52.87%	56.10%

来源: 中泰证券研究所预测

附录: 公司限制性股票激励计划详解

激励范围大, 侧重子公司层面, 对赌结束后绑定人才

- 首次授予的激励对象总人数为 97 人, 包括公司公告本激励计划时在上市公司 (不包括下属子公司) 及子公司任职的高级管理人员、中层管理人员、核心技术 (业务) 人员、公司董事会认为需要进行激励的相关员工。
- 其中授予上市公司 (不包括下属子公司) 激励对象的限制性股票数量为 800 万股, 授予子公司 5227 万股, 对子公司进行充分激励, 在对赌到期后更能有效留住中层人才, 发挥最大生产力。

图表 2: 公司授予对象总结

姓名	职务	拟授予数量股 (万股)	占拟授予总数的比例	占本激励计划公告日股本总额的比例
胡成洋	董事、副总经理	100.00	1.66%	0.12%
王巧兰	董事、财务总监	100.00	1.66%	0.12%
姜志涛	董事、董事会秘书	100.00	1.66%	0.12%
张磊、覃邦全、韩玲、周欣、姚志国等 94 人	上市公司 (不包括下属子公司) 及子公司中层管理人员、核心技术 (业务) 人员及公司董事会认为需要进行激励的相关员工	4,548.71	75.47%	5.24%
预留部分		1,178.49	19.55%	1.36%
合计		6,027.20	100.00%	6.94%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：各子公司层面授予情况

名称	拟授予限制性股票数量总量 (万股)	占本激励计划公告日股本总额比例	首次授予总量 (万股)	首次授予部分占当前总股本比例	预留部分 (万股)	预留部分占当前总股本比例	预留部分占本次授予总量比例
同立传播	475.20	0.55%	384.91	0.44%	90.29	0.10%	1.50%
雨林木风	576.00	0.66%	460.80	0.53%	115.20	0.13%	1.91%
百孚思	1,296.00	1.49%	1,048.00	1.21%	248.00	0.29%	4.10%
华邑	864.00	0.99%	695.00	0.80%	169.00	0.19%	2.80%
派瑞威行	2,016.00	2.32%	1,620.00	1.86%	396.00	0.46%	6.57%
合计	5,227.20	6.02%	4,208.71	4.84%	1,018.49	1.17%	16.90%

来源：中泰证券研究所

激励力度大，占总股本近 7%，较低价格授予

- 公司拟授予的限制性股票数量为 **6,027.20 万股**，占本激励计划草案公告日公司股本总额 **86,888.6423 万股** 的 **6.94%**。其中，首次授予股票 4,848.71 万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额 5.58%，首次授予部分占本次授予权益总额的 80.45%；预留 1,178.49 万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额 1.36%，预留部分占本次授予权益总额的 19.55%。
- 本激励计划首次授予限制性股票的授予价格为 **8.41 元/股**，约为方案公告日价格的一半，较当前价格也有折价。

图表 4：摊销费用情况

首次授予的限制性股票	摊销费用 (万元)	2017	2018	2019	2020	2021
4848.71 万股	20320.15	4393.92	7787.14	5077.8	2372.93	688.35

来源：wind, 中泰证券研究所

业绩目标设置合理，公司整体、子公司、个人层面分别考核

- 子公司层面 5 家标的 2017 年对赌到期，因此设定 2018-2020 年三年净利润底线。针对不同子公司设置不同要求，更合理。

图表 5：子公司净利润考核指标（单位万元）

	2018	2019	2020
百孚思	7,776.00	8,942.40	9,836.64
增速	20%	15%	10%
同立传播	4,847.04	4,943.98	5,042.86
增速	2%	2%	2%
华邑	5,184.00	5,961.60	6,557.76
增速	20%	15%	10%
雨林木风	5,875.20	5,992.70	6,112.56
增速	2%	2%	2%
派瑞威行	12,096.00	13,910.40	15,301.44
增速	20%	15%	10%
合计	17,971.62	19,903.42	21,414.22
增速	14%	11%	8%

来源：wind, 中泰证券研究所

- 区分对赌股东与普通员工，设定不同业绩要求，考核更为合理。根据首次授予激励对象是否属于 2015 年科达股份发行股份及支付现金购买资产时的交易对方，其解除限售期和业绩考核目标有所不同。对发行股份购买资产的交易对方设置目标相对更高。

公司整体目标设置不高，考虑股权激励费用，避免单个子公司完不成导致全体激励失效

- 公司整体目标设置不高，主要考虑到避免某家子公司未达业绩要求使得整体业绩不达标、所有人均不能解锁，较低整体目标和较高子公司目标对单个子公司激励效果更好。此外公司层面承担股权激励费用，影响较大。我们分别按照 2014-2016 年均值 1.9 亿和 2 亿测算，整体解锁要求如下。

图表 6：公司整体解锁业绩要求（单位：百万元）

	2014-16 均值	2017	2018	2019	2020
公司整体	190	341	341	474	493
	200	360	360	500	520

来源：wind, 中泰证券研究所测算

- 若仅按照公司业绩底线和对赌，不考虑超额业绩部分，我们对公司净利润测算如下：

图表 7：测算公司净利润

单位亿元	2016E	2017E	2018E
数字营销	2.8	4.84	5.64
地产	0.95	0.25	0.15
基建	0.21	0	0
汽车		0.3	0.8
合计	3.96	5.39	6.59
税后股权激励费用-首次授予		0.37	0.66
扣除费用	3.96	5.02	5.93

来源：中泰证券研究所测算

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。