



柯利达（603828）：少数拥有多项顶级资质证书的龙头企业之一

装修装饰

报告日期：2015年2月6日

主要财务指标（单位：百万元）

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,844	2,271	2,880	3,511
(+/-)	8.0%	23.2%	26.8%	21.9%
营业利润	122	153	210	264
(+/-)	-2.3%	25.5%	36.8%	25.7%
归属于母公司的净利润	92	116	158	199
(+/-)	-5.0%	26.0%	36.5%	25.5%
每股收益	0.77	0.97	1.32	1.66
市盈率	-	-	-	-

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	9000/0
流通市值（亿元）	-
每股净资产（元）	5.28
资产负债率（%）	74.93

华鑫证券 研究发展部

研究员：汤峰

执业证书编号 S1050513090001

021-51793725

tangfeng@cfsc.com.cn

● **公司是少数拥有多项顶级资质证书的龙头企业之一：**公司主营业务为建筑幕墙与公共建筑装饰工程的设计与施工，公司旗下拥有苏州柯利达光电幕墙有限公司和苏州承志装饰有限公司两个全资子公司。公司具备国家住建部颁发的《建筑幕墙工程专业承包壹级》、《建筑装饰装修工程专业承包壹级》、《钢结构工程专业承包壹级》、《金属门窗工程专业承包壹级》等4项施工壹级资质证书，《建筑幕墙工程设计专项甲级》、《建筑装饰设计专项甲级》等2项设计甲级资质证书。公司是行业内同时具备上述资质的少数企业之一。公司以“建筑幕墙+公共建筑装饰”共同发展为业务发展模式，具备建筑幕墙设计、生产、施工与公共建筑内装设计、施工协同发展的产业链。

● **公司主营业务突出：**近年来受益于行业的快速及自身优势，公司经营业绩进入快速上升期，2011-2014年公司营业收入分别达到9.73亿元、11.35亿元、17.08亿元和18.44亿元，年复合增长率为23.75%。净利润也由2011年的0.58亿元上升至2014年的0.92亿元，年复合增长率为16.62%。其中建筑幕墙工程、公共建筑装饰工程及设计业务收入年复合增长率分别达到了27%、19%和14%。

● **公司竞争优势：**1) 设计与施工资质齐全优势；2) “内外兼修”的综合业务优势；3) 工程质量及品牌优势；4) 地利优势；5) 专业人才储备优势和设计研发创新优势。

● **募投项目：**公司拟公开发行不超过3000万股A股，募集资金扣除发行费用后，将用于建筑幕墙投资项目、建筑装饰用木制品工厂化生产项目、设计研发中心建设项目、企业信息化建设和补充其他与主营业务相关的营运资金项目。

● **盈利预测与估值。**在行业景气度保持良好的状态下，公司通过“建筑幕墙+公共建筑装饰”内外装综合发展的业务模式的发展战略及继续以“深耕江苏、加速拓展全国”为市场开拓策略，我们预计公司2015-2017年营业收入分别为22.71、28.8和35.11亿元，实现归属母公司净利润1.16、1.58和1.99亿元，EPS分别为0.97、1.32和1.66元（考虑IPO发行后股本为12000万股计算）。我们结合其行业其他上市公司平均估值，我们认为合理估值范围为15年20-25倍PE，对应价格区间为19.4-24.25元。

● **风险提示：**1) 宏观经济及政策变化风险；2) 应收账款回收风险；3) 市场竞争风险。

1、公司是少数拥有多项顶级资质证书的龙头企业之一

公司主营业务为建筑幕墙与公共建筑装饰工程的设计与施工，公司旗下拥有苏州柯利达光电幕墙有限公司和苏州承志装饰有限公司两个全资子公司。公司具备国家住建部颁发的《建筑幕墙工程专业承包壹级》、《建筑装饰装修工程专业承包壹级》、《钢结构工程专业承包壹级》、《金属门窗工程专业承包壹级》等 4 项施工壹级资质证书，《建筑幕墙工程设计专项甲级》、《建筑装饰设计专项甲级》等 2 项设计甲级资质证书。公司是行业内同时具备上述资质的少数企业之一。公司以“建筑幕墙+公共建筑装饰”共同发展为业务发展模式，具备建筑幕墙设计、生产、施工与公共建筑内装设计、施工协同发展的产业链。

图表 1：公司“内外兼修，专筑精品工程”



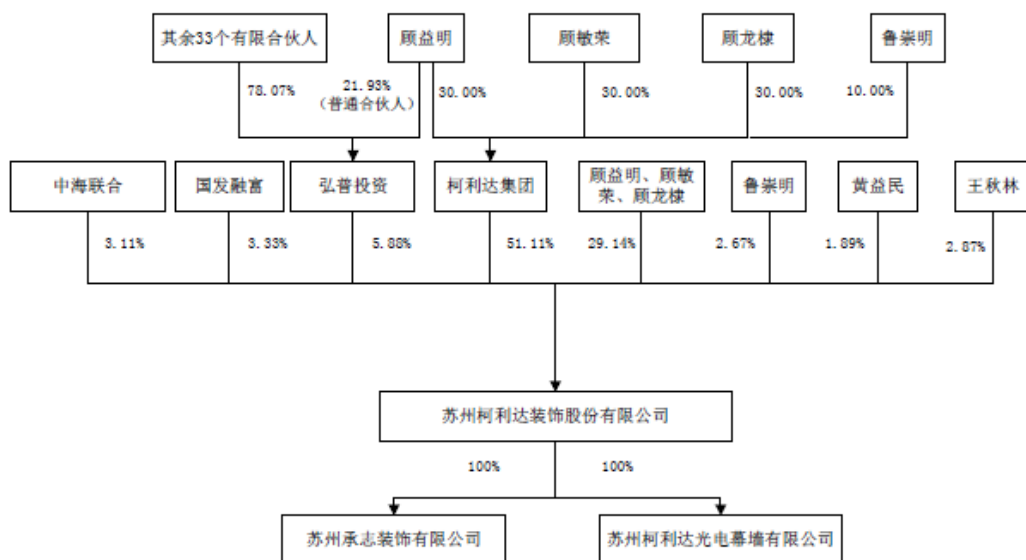
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司曾先后承建了诸多项目的装饰设计及施工，如首都国际机场、南京禄口机场、上海虹桥综合枢纽、天津演艺中心、沈阳会议中心、乌鲁木齐文体中心，以及漳州、宁德万达广场、满洲里万达广场、江苏省住建厅大楼、苏州中心、太湖国际论坛、苏州雕花楼等一大批政府实事工程、重点工程和外资工程。并以“为城市经典留影，专筑精品工程”为建筑装饰理念，成立至今，公司承接项目获得包括鲁班奖、全国建筑装饰奖以及全国建筑装饰科技示范工程奖、全国建筑装饰科技创新成果奖在内的国家级奖项 101 项，省级奖项 163 项，市级奖项百余项，近年来获得“中国建筑幕墙 50 强企业”、“中国建筑装饰业百强企业”、“中国建筑业协会优秀会员单位”、“建筑装饰企业 AAA 级信用单位”、“江苏省优秀建筑装饰企业”、“江苏省建筑装饰 10 强企业”、“江苏省建筑幕墙 10 强企业”、“江苏省装饰装修行业信息化建设先进单位”、“江苏省建筑装饰优质工程奖明星企业”等荣誉，已经成长为名列江苏省建筑装饰行业第 2 名，成为长三角区域建筑装饰行业的龙头企业之一。

为进一步扩大业务范围，适应新形势下战略发展需要，公司近年来先后在北京、南京、上海、天津、成都、西安、南昌、武汉、徐州、新疆、沈阳、合肥、郑州、杭州、吉林、福州等地成立了 11 家分公司和 12 个营销网点，市场遍及华东、华北、西北、西南、东北，初步形成了一个覆盖全国重点市场的营销网络，其省外市场业务呈现较快增长趋势。

柯利达集团持有公司51.11%的股份，为公司控股股东。柯利达集团成立于2008年9月26日，注册资本8,000万元，法定代表人为顾龙棣。公司实际控制人为顾益明、顾敏荣和顾龙棣先生，三人系兄弟关系，合计直接持有公司29.14%的股份，并通过柯利达集团间接控制公司51.11%的股份，同时顾益明先生作为执行事务合伙人通过弘普投资间接控制公司5.88%的股份。

图表 2：发行前股权结构图

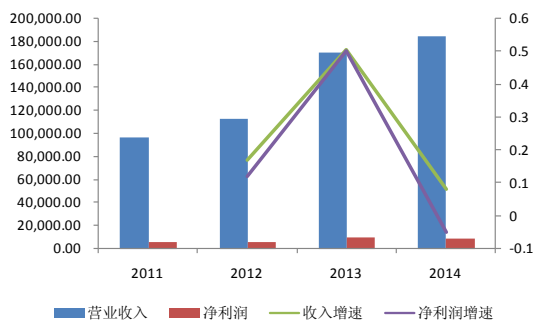


资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

2、公司主营业务突出

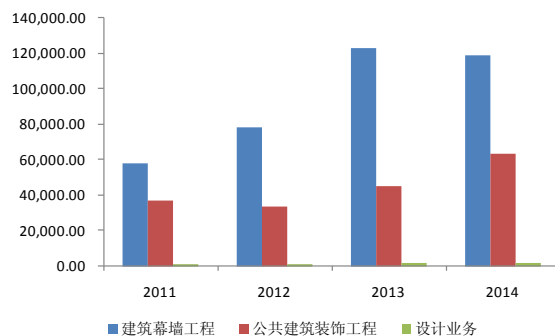
我国城市化建设的加速拉动了建筑装饰行业的快速增长。在过去的20年里，我国城市化率由1990年的26.4%上升到2013年的53.7%。“十二五”期间仍然是我国城市化水平快速提升的时期，同时二、三线城市的崛起，城市化建设进入加速期，未来市场需求仍将进一步扩大。近年来受益于行业的快速及自身优势，公司经营业绩进入快速上升期，2011-2014年公司营业收入分别达到9.73亿元、11.35亿元、17.08亿元和18.44亿元，年复合增长率为23.75%。净利润也由2011年的0.58亿元上升至2014年的0.92亿元，年复合增长率为16.62%。

图表 3：历年收入及净利润（万元）



资料来源：wind，华鑫证券研发部

图表 4：公司各主营业务收入（万元）



资料来源：wind，华鑫证券研发部

公司各主营业务收入保持良好增长态势，其中占公司主要收入来源65%左右的建筑幕墙业务近年来随着品牌效应的发酵，行业内排名持续攀升，业务承接能力持续提升，从2011年的5.8亿元上升至

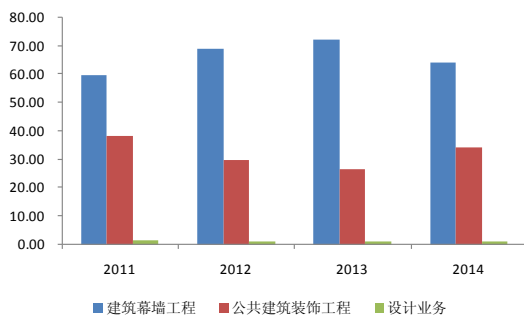


2014年的11.9亿元，年复合增长26.62%，其中2013年其业务获得了57.71%的快速增长。其毛利率在业务快速增长的趋势中仍能保持16.6左右的波动，其振幅在0.2个百分点左右，这也说明了公司已经在该领域有着一定的竞争优势，掌握了定价权，这为公司历年业绩快速增长提供了基础。

2011-2014年公司公共建筑装饰业务分别占当期营业收入的38.49%、29.99%、26.51%和34.33%，呈现出逐年增长趋势，仅2012年有所下降。2012年公司公共建筑装饰业务收入34,044.17万元，较2011年下降9.06%，这主要与公司当年及前一年度签订的项目数量、单个项目工程量与合同金额有关以及受当年开工项目数量和工程量有所浮动的影响。其毛利率变化也保持较为平稳，2011年至2014年其毛利率分别为17.4%、16.75%、16.48%和16.89%。这也为公司历年业绩增长提供了保障。

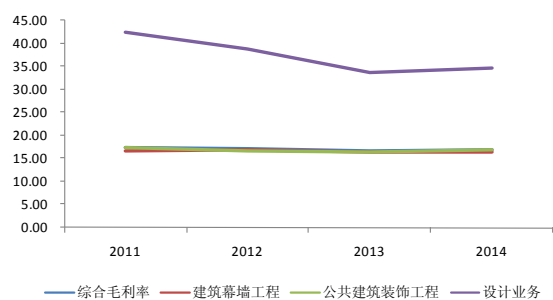
2011-2014年公司设计业务分别实现营业收入1493.55万元、1202.84万元、2070.56万元和2239.44万元，保持良好的增长态势。但受制于行业特性其毛利率波动较大，2011-2014年毛利率分别达到42.43%、38.73%、33.71%和34.56%。

图表 5：公司各主营业务收入占比



资料来源：wind，华鑫证券研发部

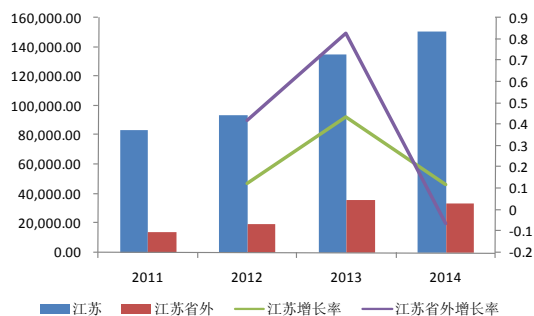
图表 6：公司各业务毛利率及综合毛利率



资料来源：wind，华鑫证券研发部

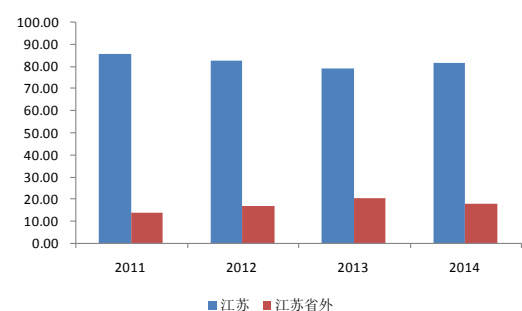
公司业务收入主要集中在江苏省内，2011年度、2012年度、2013年度和2014年，公司来源于江苏省内的业务收入分别为83,549.46万元、93,979.18万元、135,046.42万元和150,851.37万元，占同期主营业务收入的比重分别为85.91%、82.80%、79.08%和81.79%。虽然公司近年来先后在全国范围内设立了11家分公司和12个营销网点，逐步开拓了上海、安徽、福建、山东、辽宁、河北、河南、陕西、江西、四川等区域市场，2011年至2013年公司省外业务收入分别为13,701.77万元、19,520.97万元和35,723.96万元年均复合增长率61.47%，2014年公司省外业务收入为33,543.06万元，较13年略有下降，随着公司外延式的增长及品牌效应的显现，省外收入仍将保持良好增长态势。

图表 7：江苏省内与省外业务收入



资料来源：wind，华鑫证券研发部

图表 8：江苏省内与省外收入占比



资料来源：wind，华鑫证券研发部



3、公司竞争优势

(一) 设计与施工资质齐全优势

公司具备国家住建部颁发的《建筑装修装饰工程专业承包壹级》、《建筑幕墙工程专业承包壹级》、《钢结构工程专业承包壹级》、《金属门窗工程专业承包壹级》等4项施工壹级资质证书，以及《建筑装饰设计专项甲级》、《建筑幕墙工程设计专项甲级》等2项设计甲级资质证书。公司是行业内同时具备上述资质的少数企业之一。

图表 9：公司及子公司具备的主要业务资质情况

公司名称	资质名称	等级
股份公司	建筑幕墙工程设计专项	甲级
	建筑装饰工程设计专项	甲级
	建筑幕墙工程专业承包	壹级
	建筑装修装饰工程专业承包	壹级
	钢结构工程专业承包	壹级
	金属门窗工程专业承包	壹级
光电幕墙	建筑幕墙工程设计专项	甲级
	建筑幕墙工程专业承包	壹级
	金属门窗工程专业承包	壹级
承志装饰	建筑装饰工程设计专项	甲级
	建筑幕墙工程设计与施工	壹级
	建筑装修装饰工程专业承包	壹级
	园林古建筑工程专业承包	贰级

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

(二) “内外兼修”的综合业务优势

公司是行业内较早采取“内外兼修”业务模式的企业之一。通过公共建筑装饰（内装业务）和建筑幕墙（外装业务）共同发展的模式，公司更好的把握了现代建筑装饰业发展方向，能为客户提供覆盖公共建筑装饰设计、装饰部件生产、施工与建筑幕墙设计、生产、施工的全业务流程，在内、外装领域积累了良好的工程业绩。内、外装同时开展的业务模式也增强了公司业绩的稳定性。

(三) 工程质量及品牌优势

公司在承接建筑内、外装饰工程中，十分重视设计环节，形成“为城市经典留影、专筑精品工程”的理念，不断通过承接特色工程和良好的工程质量来打造品牌。

公司成立至今共获得全国建筑工程装饰奖17项，中国建筑工程鲁班奖4项，国家优质工程银质奖3项，全国建筑装饰行业科技示范工程奖36项，全国建筑装饰行业科技示范工程科技创新奖1项，全国建筑装饰行业科技创新成果奖37项，中国土木工程詹天佑奖2项，上海世博工程全国建筑装饰奖1项，上海市建设工程“白玉兰”奖1项，长三角优秀石材建设工程“金石奖”5项，江苏省“扬子杯”优质工程奖17项，江苏省“紫金杯”优质工程奖57项、苏州市“姑苏杯”优质工程奖40项、苏州市“天堂杯”优质工程奖86项。



(四) 地利优势

江苏省综合经济实力在国内居前，近十年来经济保持了快速发展的势头。发达的区域经济是建筑装饰市场繁荣的基础。

江苏省建筑装饰市场空间广阔但集中度较低的特点为省内建筑装饰企业快速崛起提供了机遇。公司牢牢把握区域经济发达及建筑装饰市场广阔带来的契机，以“深耕江苏、加速拓展全国”为市场开拓策略，经过多年的努力，公司建筑幕墙和公共建筑装饰业务形成了较强的区域竞争优势。2010年、2011年、2012年和2013年公司由江苏省建设厅、统计局、商务厅组织评比的“江苏省建筑装饰企业综合实力排名”中名列第二。

(五) 专业人才储备优势和设计研发创新优势

设计是建筑装饰企业的核心竞争力之一，充足的专业人才储备是公司业务进一步扩张的重要保障。公司设有公共建筑装饰设计事业一部和二部，下辖四个室内设计研究院以及建筑渲染院、酒店设计研究所、水电设计研究所和一所和二所，另设有建筑幕墙设计研究院、建筑幕墙设计一部、二部等设计部门，并有多名中国建筑装饰协会高级、中级幕墙设计师。

公司两个公共建筑装饰设计事业部各有侧重，相辅相成，同时依托公司建筑幕墙设计研究院的联动，形成覆盖建筑内、外装的整体装饰设计能力。公司建筑幕墙设计研究院主要进行建筑幕墙系统开发、工程设计、工艺标准制定等工作。2011、2012年和2013年公司在建筑幕墙领域分别获得13项、10项和14项全国建筑装饰行业“科技创新成果奖”。

4、募投项目：

公司拟公开发行不超过3000万股A股，募集资金扣除发行费用后，将用于建筑幕墙投资项目、建筑装饰用木制品工厂化生产项目、设计研发中心建设项目、企业信息化建设和补充其他与主营业务相关的营运资金项目，具体投资计划如下表：

图表 10：公司募投项目

单位：万元

序号	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
1	建筑幕墙投资项目	26,286.80	26,286.80
2	建筑装饰用木制品工厂化生产项目	4,460.60	4,460.60
3	设计研发中心建设项目	9,881.40	9,881.40
4	企业信息化建设项目	1,956.10	1,956.10
5	补充其他与主营业务相关的营运资金项目	8,500.00	4,747.10
合计		51,084.90	47,332.00

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

5、公司盈利预测及估值：价值区间为 19.4-24.25 元/股

在行业景气度保持良好的状态下，公司通过“建筑幕墙+公共建筑装饰”内外装综合发展的业务模式的发展战略及继续以“深耕江苏、加速拓展全国”为市场开拓策略，我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 22.71、28.8 和 35.11 亿元，实现归属母公司净利润 1.16、1.58 和 1.99 亿元，EPS 分别为



0.97、1.32 和 1.66 元（考虑 IPO 发行后股本为 12000 万股计算）。我们结合其行业其他上市公司平均估值，我们认为合理估值范围为 15 年 20-25 倍 PE，对应价格区间为 19.4-24.25 元。

图表 11：估值参考

证券代码	证券简称	股价	EPS				PE(倍)				
			2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E	
002081	金螳螂	24.02	1.33	1.17	1.48	1.91	18.06	20.61	16.22	12.57	
002482	广田股份	17.92	1.02	1.04	1.25	1.56	17.57	17.19	14.39	11.48	
601886	江河创建	8.25	0.26	0.34	0.46	0.59	31.73	24.06	18.11	13.96	
002620	瑞和股份	18.30	0.67	0.45	0.52	0.59	27.31	40.67	34.86	30.93	
行业平均									25.63	20.89	17.24

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

6、风险提示

- 1) 宏观经济及政策变化风险
- 2) 应收账款回收风险
- 3) 市场竞争风险



图表 12：公司盈利预测表

单位：万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	170,788	184,430	227,126	287,984	351,054
增长率(%)	50.5%	8.0%	23.2%	26.8%	21.9%
减：营业成本	142,216	153,247	189,040	239,365	291,699
综合毛利率(%)	16.7%	16.9%	16.8%	16.9%	16.9%
减：营业税金及附加	5,526	5,727	7,086	8,927	10,883
销售费用	1,534	2,044	2,953	3,168	3,511
管理费用	4,972	6,141	7,268	8,927	10,532
财务费用	788	1,025	1,136	1,440	1,755
期间费用率	4.3%	5.0%	5.0%	4.7%	4.5%
资产减值损失	3,249	4,032	4,315	5,184	6,319
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	12,503	12,215	15,328	20,972	26,356
增长率(%)	51.4%	-2.3%	25.5%	36.8%	25.7%
加：营业外收入	285	239	295	346	386
减：营业外支出	75	32	45	58	70
利润总额	12,714	12,422	15,578	21,260	26,672
增长率(%)	48.7%	-2.3%	25.4%	36.5%	25.5%
减：所得税	3,020	3,215	3,972	5,421	6,801
实际所得税率(%)	23.8%	25.9%	25.5%	25.5%	25.5%
净利润	9,694	9,207	11,606	15,839	19,870
归属于母公司所有者净利润	9,694	9,207	11,606	15,839	19,870
增长率(%)	50.3%	-5.0%	26.0%	36.5%	25.5%
净利润率(%)	5.7%	5.0%	5.1%	5.5%	5.7%
少数股东损益	0	0	0	0	0
总股本（万股）	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000
基本每股收益（元/股）	0.81	0.77	0.97	1.32	1.66

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

研究员简介

汤 峰：英国伦敦大学伯贝克学院，金融学硕士，2012年2月加盟华鑫证券研发部。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>