

宝鹰股份 (002047.SZ)

建筑装饰行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

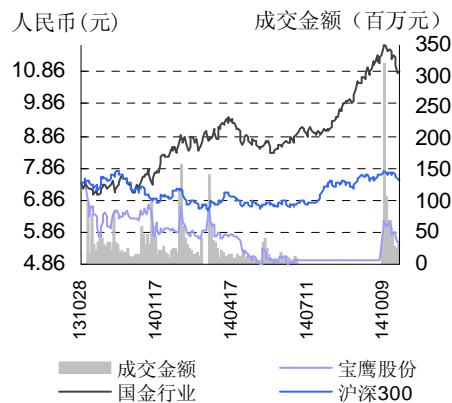
市价(人民币): 5.56元

## 三季度业绩加速, 新业务逐步拓展

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	346.04
总市值(百万元)	7,022.84
年内股价最高最低(元)	7.41/4.86
沪深 300 指数	2390.71
中小板综指	7658.73



### 相关报告

1. 《建立海外业务拓展平台, 多元发展的装饰龙头》, 2014.10.8

刘晨辰 联系人  
(8621)61356502  
liuchenchen@gjzq.com.cn

孙鹏 分析师 SAC 执业编号: S1130513090001  
(8621)60230248  
sunp@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)60230235  
hegw@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	-0.085	0.207	0.222	0.280	0.346
每股净资产(元)	1.45	4.22	7.00	8.07	9.43
每股经营性现金流(元)	-0.06	-1.82	-0.85	-1.04	0.40
市盈率(倍)	-35.45	31.03	25.07	19.85	16.07
行业优化市盈率(倍)	23.62	22.18	33.08	33.08	33.08
净利润增长率(%)	-64.12%	N/A	27.37%	26.33%	23.55%
净资产收益率(%)	-5.87%	21.10%	13.66%	14.95%	15.81%
总股本(百万股)	453.66	1,064.59	1,263.10	1,263.10	1,263.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 10月26日, 宝鹰股份发布了2014年三季度季报, 公司今年前三季度实现总收入35.40亿元, 相比上年同期增长32.28%, 实现归属上市公司股东净利润1.89亿元, 相比去年同期增长26.97%, 按期末摊薄后实现基本每股收益0.16元。
- 公司预期2014年年底归属上市公司股东净利润的变动幅度将为20%-40%。

### 经营分析

- 业绩上, 前三季度, 公司营收比去年同期增长32.28%, 前三季度归属于上市公司股东的净利润比去年同期增长26.97%, 增速较快, 与行业整体增速放缓的背景形成鲜明对比。第三季度, 公司营收同比增速为57.55%, 归属于上市公司股东的净利润同比增速为49.84%, 明显高于上半年的增速, 公司第三季度业绩增速显著提升, 与公司该季度业务量增长显著, 确认加快, 以及上市后资金实力增加, 融资手段更加丰富, 垫资能力提高, 从而很大程度促进了公司业务扩张有关。
- 在盈利能力上, 公司前三季度销售毛利率为15.31%, 今年前三季度均保持相对稳定的状态; 销售净利率为5.33%。费用率上, 公司的销售费用率为0.33%, 连续三个季度保持相对稳定, 财务费用率为1.39%, 管理费用率为1.91%。公司前三季度资产减值损失比重与上半年相比提升显著, 这与公司在第三季度业务扩张加速, 应收账款显著增加有关。
- 现金流方面, 公司前三季度收现比为56.35%, 低于行业其他龙头公司的一般水平, 这与公司业务在借壳上市后迅速扩张关系密切; 公司前三季度预收款项与13年年底或是14年上半年数值相比增长显著, 其他应收款相比13年年底亦增长显著, 经营活动产生的现金流量净额则负增长, 新增预付款项目亦显著增加, 这些指标综合起来说明公司业务在快速扩张。不过公司第三季度末应收账款虽伴随业务扩张而增长, 但新增应收账款/同期营收(25.74%)与上半年数值(23.48%)相比则变化不大, 说明在扩张同时也注重后续回款。

## 公司思路灵活，业务拓展快速

- 公司上市时间虽短，但凭借上市带来的资金优势，公司传统业务在行业整体放缓的背景下亦实现显著增长，同时公司发展思路开阔，在业务领域以及区域布局上走在行业前列，因而公司传统业务稳健，新业务潜在空间可观，公司未来发展值得期待。
- **海外战略：**公司公告收购中建南方 51% 股权以及与印尼熊氏集团合作，彰显了公司积极拓展海外市场的决心，也是上市装饰公司中第一个明确海外战略方向的龙头公司，中建南方具备较强海外业务落地能力，与公司国内国际业务形成互补，熊氏集团在印尼具备较强实力，可以为公司带来大量业务，实现合作共赢。
- **触网我爱我家：**公司通过增资收购方式参股鸿洋电商（旗下我爱我家网）20% 股份，在龙头上市公司中首先触网，从行业特性分析，公司与我爱我家网在材料以及家装领域有很多可以合作的领域，为公司未来提升效率，拓展业务模式打下了良好基础。
- **装饰行业龙头公司的未来趋势是向平台型公司发展：**装饰行业龙头公司的发展更加多元，局限在管理加强、架构优化、信息化提升等几个有限的方面，而是逐步将自身打造一个平台，从纵向产业链角度看，公司打造资金平台，设计、施工方面未来管理输出将成为趋势，供应链环节，装饰公司也有意在培养自身的配套企业；从横向专业领域来看，除了原有的装饰，园林、智能化等相关业务都可以利用装饰平台逐步做大做强；此外，龙头公司发展模式也在逐步创新，拥抱互联网，打造网络平台，为其业务空间拓展，满足客户需求提供了新的途径。

## 投资建议

- 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.22、0.28、0.35 元，分别对应 25、20、16 倍估值水平，维持“增持”评级。

## 风险提示

- 地产投资增速低于预期

图表1: 三张报表

损益表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,345	1,421	3,727	5,019	7,526	9,034
增长率		5.7%	162.2%	34.7%	50.0%	20.0%
主营业务成本	-1,189	-1,212	-3,098	-4,187	-6,241	-7,492
% 销售收入	88.4%	85.3%	83.1%	83.4%	82.9%	82.9%
毛利	155	209	629	832	1,285	1,543
% 销售收入	11.6%	14.7%	16.9%	16.6%	17.1%	17.1%
营业税金及附加	-7	-8	-124	-167	-251	-301
% 销售收入	0.5%	0.6%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
营业费用	-115	-99	-22	-30	-98	-117
% 销售收入	8.6%	7.0%	0.6%	0.6%	1.3%	1.3%
管理费用	-146	-127	-83	-115	-286	-343
% 销售收入	10.9%	9.0%	2.2%	2.3%	3.8%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	-113	-26	400	519	651	781
% 销售收入	n.a	n.a	10.7%	10.4%	8.6%	8.6%
财务费用	2	2	-46	-60	-59	-70
% 销售收入	-0.2%	-0.1%	1.2%	1.2%	0.8%	0.8%
资产减值损失	-32	-59	-61	-74	-74	-74
公允价值变动收益	1	1	0	0	0	0
投资收益	-1	2	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	-3.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-144	-79	294	386	518	637
营业利润率	n.a	n.a	7.9%	7.7%	6.9%	7.1%
营业外收支	0	2	1	1	1	1
税前利润	-143	-77	295	387	519	638
利润率	n.a	n.a	7.9%	7.7%	6.9%	7.1%
所得税	13	-1	-75	-101	-135	-166
所得税率	n.a	n.a	25.4%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润	-131	-78	220	286	384	472
少数股东损益	-23	-39	0	6	30	35
归属于母公司的净:	-107	-39	220	280	354	437
净利率	n.a	n.a	5.9%	5.6%	4.7%	4.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	-131	-78	220	286	384	472
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	78	104	73	90	93	97
非经营收益	0	-1	19	79	42	42
营运资金变动	14	-53	-761	-705	-825	-494
经营活动现金净流	-39	-28	-449	-250	-306	118
资本开支	-31	-11	-4	-103	-108	-109
投资	-5	0	0	-1	0	0
其他	102	8	150	0	0	0
投资活动现金净流	66	-4	146	-104	-108	-109
股权募资	0	56	2	766	0	0
债权募资	25	-104	320	50	-100	101
其他	-9	-4	-5	-45	-81	-81
筹资活动现金净流	16	-52	317	771	-181	20
现金净流量	43	-84	14	418	-595	28

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	241	193	586	1,004	408	437
应收款项	250	322	1,802	2,698	4,008	4,767
存货	226	201	139	229	342	411
其他流动资产	62	20	77	107	158	189
流动资产	779	736	2,603	4,037	4,917	5,804
% 总资产	66.8%	69.0%	93.3%	94.4%	93.7%	93.3%
长期投资	17	17	31	32	31	31
固定资产	311	262	52	148	239	326
% 总资产	26.6%	24.6%	1.9%	3.5%	4.6%	5.2%
无形资产	43	37	68	59	59	58
非流动资产	386	331	188	240	330	418
% 总资产	33.2%	31.0%	6.7%	5.6%	6.3%	6.7%
资产总计	1,166	1,066	2,791	4,278	5,247	6,221
短期借款	135	34	660	710	610	710
应付款项	222	235	928	1,246	1,859	2,232
其他流动负债	35	40	156	260	370	437
流动负债	392	309	1,743	2,216	2,839	3,379
长期贷款	2	0	0	0	0	1
其他长期负债	17	25	0	0	0	0
负债	411	334	1,743	2,216	2,839	3,380
普通股股东权益	695	656	1,042	2,051	2,366	2,765
少数股东权益	60	76	5	11	41	76
负债股东权益合计	1,166	1,066	2,791	4,278	5,247	6,221

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	-0.237	-0.085	0.207	0.222	0.280	0.346
每股净资产	1.531	1.446	4.219	6.996	8.073	9.435
每股经营现金净流	-0.086	-0.062	-1.816	-0.853	-1.043	0.401
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	-15.46%	-5.87%	21.10%	13.66%	14.95%	15.81%
总资产收益率	-9.21%	-3.61%	7.88%	6.55%	6.74%	7.03%
投入资本收益率	-11.55%	-3.37%	17.50%	13.87%	15.95%	16.27%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.35%	5.69%	162.19%	34.67%	49.96%	20.04%
EBIT增长率	N/A	-77.33%	#####	29.73%	25.23%	20.08%
净利润增长率	N/A	-64.12%	N/A	27.37%	26.33%	23.55%
总资产增长率	-11.64%	-8.54%	161.77%	53.28%	22.66%	18.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	63.7	62.7	88.5	180.0	180.0	180.0
存货周转天数	77.9	64.3	20.0	20.0	20.0	20.0
应付账款周转天数	62.0	57.0	29.1	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	82.6	67.3	5.1	7.0	6.7	7.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.80%	-21.96%	7.07%	-14.24%	8.37%	9.65%
EBIT利息保障倍数	53.1	13.0	8.7	8.7	11.1	11.2
资产负债率	35.28%	31.30%	62.46%	51.80%	54.11%	54.32%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	1	1
增持	0	3	3	3	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.75	1.75	1.75	1.75

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2014-10-08	增持	6.02	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4  
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD