

评级：买入 维持评级

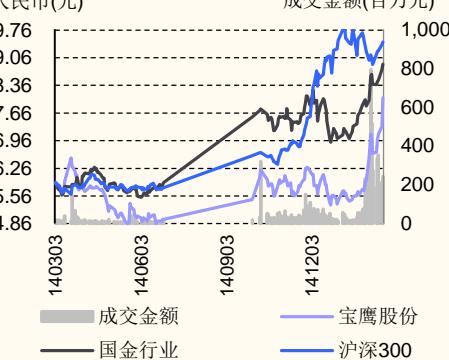
业绩点评

市场价格（人民币）：8.89元
目标价格（人民币）：10.00-12.00元

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)	483.95
总市值(百万元)	11,228.97
年内股价最高最低(元)	8.89/4.86
沪深300指数	3572.84
深证成指	11757.68
人民币(元)	成交金额(百万元)

**相关报告**

- 《宝聚平台求创新,鹰翔海外拓发展》, 2014.12.10
- 《三季度业绩加速,新业务逐步拓展》, 2014.10.27
- 《建立海外业务拓展平台,多元发展的装饰龙头》, 2014.10.8

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	0.217	0.318	0.412
每股净资产(元)	1.45	4.22	6.98	8.21	9.86
每股经营性现金流(元)	-0.06	-1.82	-1.21	-0.60	0.63
市盈率(倍)	-35.45	31.03	40.99	27.97	21.59
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	24.57%	46.54%	29.56%
净资产收益率(%)	-5.87%	21.10%	13.40%	16.67%	18.00%
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

- 2月28日，宝鹰股份发布业绩快报，报告期内，公司实现营业收入53.55亿元，同比增长43.68%，实现归属于上市公司股东净利润2.74亿元，同比增长24.63%，期末股本摊薄后每股收益0.22元。

经营分析

- **业绩稳健增长，符合预期：**报告期内，公司业绩保持稳健增长，收入同比增长43.68%，归属于上市公司股东净利润同比增长24.63%，完成业绩承诺的同时也符合我们此前预期，公司在报告期内收购中建南方51%股份，促使公司收入和资产快速上涨。
- **海外业务将迎快速发展期，受益一路一带政策：**公司去年9月底搭建好海外业务平台，一方面收购中建南方51%股份（中建南方布局海外装饰业务多年，具备较强海外竞争力）；另一方面公司与印尼熊氏集团合资成立公司拓展当地业务，优秀合作伙伴加上海外潜在巨大需求，将促进公司海外业务快速发展，同时公司业务多布局在一路一带上，将受益于国家一路一带政策。
- **互联网业务平台蕴含巨大价值：**公司参股我爱我家20%股份，作为家装电商翘楚，线上引流能力突出，线下也在积极布点，增设体验店，线上线下良好结合将进一步带动业务量快速上升；公司除了B2C业务外，也在积极搭建B2B建材销售平台，该市场空间广阔，目前参与者还较为分散，集合宝鹰、我爱我家、中建南方三家之力，凭借在装饰领域多年积累的经验和资源，有望打造出一个全新建材销售平台，短期来看，仅三家公司便可以带动线上交易量上升，同时降低三家公司原有材料采购的成本。

投资建议

- 预计2015-2016年EPS分别为0.32、0.41元，维持“买入”评级。

风险提示

- 海外订单落地进度低于预期
- 互联网业务拓展进度低于预期

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

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	5,355	7,564	9,098
增长率	5.7%	162.2%	43.7%	41.3%	20.3%	
主营业务成本	-1,189	-1,212	-3,098	-4,467	-6,222	-7,447
% 销售收入	88.4%	85.3%	83.1%	83.4%	82.3%	81.9%
毛利	155	209	629	888	1,342	1,651
% 销售收入	11.6%	14.7%	16.9%	16.6%	17.7%	18.1%
营业税金及附加	-7	-8	-124	-178	-252	-303
% 销售收入	0.5%	0.6%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
营业费用	-115	-99	-22	-54	-98	-118
% 销售收入	8.6%	7.0%	0.6%	1.0%	1.3%	1.3%
管理费用	-146	-127	-83	-137	-287	-346
% 销售收入	10.9%	9.0%	2.2%	2.6%	3.8%	3.8%
息税前利润（EBIT）	-113	-26	400	519	704	884
% 销售收入	n.a	n.a	10.7%	9.7%	9.3%	9.7%
财务费用	2	2	-46	-60	-60	-70
% 销售收入	-0.2%	-0.1%	1.2%	1.1%	0.8%	0.8%
资产减值损失	-32	-59	-61	-79	-70	-75
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	381	574	739
营业利润率	n.a	n.a	7.9%	7.1%	7.6%	8.1%
营业外收支	0	2	1	2	1	1
税前利润	-143	-77	295	383	575	740
利润率	n.a	n.a	7.9%	7.1%	7.6%	8.1%
所得税	13	-1	-75	-96	-144	-185
所得税率	n.a	n.a	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	-131	-78	220	287	431	555
少数股东损益	-23	-39	0	13	30	35
归属于母公司的净利润	-107	-39	220	274	401	520
净利率	n.a	n.a	5.9%	5.1%	5.3%	5.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	-131	-78	220	287	431	555
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	78	104	73	95	89	98
非经营收益	0	-1	19	78	42	42
营运资金变动	14	-53	-761	-815	-737	-511
经营活动现金净流	-39	-28	-449	-355	-174	184
资本开支	-31	-11	-4	-102	-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	-103	-108	-109
股权筹资	0	56	2	766	0	0
债权筹资	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	314	-464	95

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	900	436	531
应收账款	250	322	1,802	2,878	4,029	4,801
存货	226	201	139	245	341	408
其他流动资产	62	20	77	114	158	188
流动资产	779	736	2,603	4,137	4,963	5,927
% 总资产	66.8%	69.0%	93.3%	94.5%	93.8%	93.4%
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%	3.4%	4.5%	5.1%
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%	5.5%	6.2%	6.6%
资产总计	1,166	1,066	2,791	4,377	5,293	6,345
短期借款	135	34	660	710	610	710
应付款项	222	235	928	1,330	1,855	2,222
其他流动负债	35	40	156	275	372	439
流动负债	392	309	1,743	2,314	2,837	3,371
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	2,314	2,837	3,372
普通股股东权益	695	656	1,042	2,044	2,408	2,890
少数股东权益	60	76	5	18	48	83
负债股东权益合计	1,166	1,066	2,791	4,377	5,293	6,345

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	-0.237	-0.085	0.207	0.217	0.318	0.412
每股净资产	1.531	1.446	4.219	6.975	8.215	9.859
每股经营现金净流	-0.086	-0.062	-1.816	-1.211	-0.595	0.629
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%	13.40%	16.67%	18.00%
总资产收益率	-9.21%	-3.61%	7.88%	6.26%	7.58%	8.20%
投入资本收益率	-11.55%	-3.37%	17.50%	14.05%	17.22%	17.99%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.35%	5.69%	162.19%	43.68%	41.26%	20.27%
EBIT增长率	N/A	-77.33%	####	29.71%	35.53%	25.54%
净利润增长率	N/A	-64.12%	N/A	24.57%	46.54%	29.56%
总资产增长率	-11.64%	-8.54%	161.77%	56.83%	20.94%	19.87%
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	6.6	6.7	7.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.80%	-21.96%	7.07%	-9.20%	7.09%	6.06%
EBIT利息保障倍数	53.1	13.0	8.7	8.7	11.8	12.7
资产负债率	35.28%	31.30%	62.46%	52.87%	53.60%	53.14%

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	0	0	1	2
增持	0	0	0	1	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.50	1.75

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-10-08	增持	6.02	N/A
2	2014-10-27	增持	5.80	N/A
3	2014-12-10	买入	5.77	8.00~8.00

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：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

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：021-61620767
传真：021-61038200
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：010-66216979
传真：010-66216793
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：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD