

评级: 买入 维持评级

公司点评

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

印尼宝鹰首获大单，民营一带一路扬帆起航

事件

- 宝鹰股份在 2015 年 3 月 19 日发布的公告中显示，公司全资子公司之控股子公司印尼宝鹰建设近日与印尼柯世模就柯世模有限公司拉图蔓腾占地 30323 平方米“钻石”建筑群工程项目签署了《柯世模有限公司拉图蔓腾“钻石”综合楼项目建筑工程总承包合同》，该项目总金额为 16,130 万美元，约合人民币 9.99 亿元，相当于宝鹰股份 2013 年经审计的营业收入的 26.83%，该项目款将按美元支付。

评论

- 我们认为本次海外大单仅仅是公司海外拓展的开始，公司海外业务在未来的进一步放量值得期待
 - 1) 顺应一带一路趋势，海外拓展战略落地迅速彰显了公司优秀的执行能力：公司趁国家大力扶持一带一路战略的机遇着手开拓海外业务，去年 9 月才开始的事情，而在今年 3 月即截获体量相当于公司 2013 年营收 26.83% 的大单，足可见公司的执行力的优秀。公司执行能力优秀，并且将海外业务拓展视为重点，同时目前中国和印尼关系处于史上最佳时期，公司海外拓展业务的环境非常好，于是我们可以乐观预计未来 2-3 年公司海外订单依然有望快速放量；
 - 2) 海外业务放量，公司有望实现营收规模和毛利率的双升，使净利润有望取得比营收更快的增长：这是由于海外订单单体规模较大，如此次订单规模就远大于国内项目，此外，海外项目毛利率也普遍要比国内订单高，这有助于拉动公司整体毛利率，净利率，带动业绩快速增长。
- 公司触网相关业务的快速推进亦是公司的重要看点
 - 1) **我爱我家网**：宝鹰股份参股的鸿洋电商旗下的我爱我家网是中国家装、建材和家居领域领先的 O2O 电商平台，定位“电商+店商+专业服务商”，线上引流实力强，线下拓展扎实，已在上海及周边取得了良好发展，随着双方合作的加深，未来拓展有望进一步加速；
 - 2) **上海和兴供应链管理有限公司**：宝鹰股份与鸿洋电商，中建南方合力打造的上海和兴供应链管理有限公司发展目标是集资讯发布、品牌推广、产品交易、物流配送、金融服务为一体的、能够解决我国当前建材销售诸多痛点综合性服务和 B2B 建材销售平台，也有望成为公司业绩新的增长点；
- **公司传统业务稳健**：基建，地产投资增速逐步放缓，龙头装饰公司业务走向平稳是趋势，但我们也认为宝鹰股份传统业务增速有望快于其他龙头公司，一方面因为公司上市时间较短，刚刚享受资本市场资源，另一方面公司拥有配套融资资金，在手订单充足，仍能保持稳健增长。

投资建议

- 印尼订单落地表明宝鹰股份海外业务拓展迈出扎实一步，作为民营一带一路优秀标的，借着国家政策春风，未来海外业务有望加速放量，而目前，公司传统业务稳健，触网业务 (B2C、B2B) 加速布局拓展，为公司后续业务发展以及转型打开了广阔的空间，考虑到本次新签订单金额以及盈利情况，我们上调盈利预测，预计公司 2015-2016 年 EPS 分别为 0.33、0.44 元，维持“买入”评级。

附录：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	-6,204	-7,402
% 销售收入	88.4%	85.3%	83.1%	83.4%	82.0%	81.4%
毛利	155	209	629	888	1,360	1,695
% 销售收入	11.6%	14.7%	16.9%	16.6%	18.0%	18.6%
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	723	929
% 销售收入	n.a	n.a	10.7%	9.7%	9.6%	10.2%
财务费用	2	2	-46	-60	-60	-69
% 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	593	784
营业利润率	n.a	n.a	7.9%	7.1%	7.8%	8.6%
营业外收支	0	2	1	2	1	1
税前利润	-143	-77	295	383	594	785
利润率	n.a	n.a	7.9%	7.1%	7.9%	8.6%
所得税	13	-1	-75	-96	-148	-196
所得税率	n.a	n.a	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	-131	-78	220	287	445	589
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	415	554
净利率	n.a	n.a	5.9%	5.1%	5.5%	6.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	-131	-78	220	287	445	589
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	-741	-516
经营活动现金净流	-39	-28	-449	-355	-164	213
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	314	-453	124

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	446	570
应收款项	250	322	1,802	2,878	4,029	4,801
存货	226	201	139	245	340	406
其他流动资产	62	20	77	114	157	187
流动资产	779	736	2,603	4,137	4,972	5,963
% 总资产	66.8%	69.0%	93.3%	94.5%	93.8%	93.5%
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%	6.5%
资产总计	1,166	1,066	2,791	4,377	5,302	6,381
短期借款	135	34	660	710	610	710
应付款项	222	235	928	1,330	1,851	2,210
其他流动负债	35	40	156	275	372	439
流动负债	392	309	1,743	2,314	2,832	3,359
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	2,832	3,360
普通股股东权益	695	656	1,042	2,044	2,422	2,937
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	5,302	6,381

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	0.329	0.438
每股净资产	1.531	1.446	4.219	6.975	8.262	10.021
每股经营现金净流	-0.086	-0.062	-1.816	-1.211	-0.559	0.727
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%	17.15%	18.85%
总资产收益率	-9.21%	-3.61%	7.88%	6.26%	7.83%	8.68%
投入资本收益率	-11.55%	-3.37%	17.50%	14.05%	17.59%	18.66%
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%	39.12%	28.50%
净利润增长率	N/A	-64.12%	N/A	24.57%	51.65%	33.30%
总资产增长率	-11.64%	-8.54%	161.77%	56.83%	21.14%	20.34%
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%	6.62%	4.67%
EBIT利息保障倍数	53.1	13.0	8.7	8.7	12.1	13.4
资产负债率	35.28%	31.30%	62.46%	52.87%	53.41%	52.66%

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	5.47	N/A
2	2014-10-27	增持	5.56	N/A
3	2014-12-10	买入	5.83	8.00~8.00
4	2015-03-02	买入	8.89	10.00~12.00

来源：国金证券研究所



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认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