

收购物联网及海外设计公司， 互联网+一带一路助二次腾飞

核心观点：

- 参股物联网二维码公司武汉矽感，打造“互联网+建筑装饰”物联网电子商务平台。公司拟以人民币 1 亿元对武汉矽感进行增资，持有增资后 20% 股权。武汉矽感预计 2015-2017 年扣非后净利润分别为 0.2/1.3 亿元，参股价格对应 15-17 年 25/5/1.7 倍 PE。武汉矽感拥有从研发二维码标准到提供解决方案的完整产业体系，自主研发并拥有“网格矩阵码 (GM 码)”、“紧密矩阵码 (CM 码)”的知识产权，先后成为国家电子行业标准、国家标准、国家军用标准；GM 码同时被颁布为国际标准。两者还建立战略性合作关系，共同推进建筑装饰材料的溯源和物联网的搭建，以及电子商务大数据运营和管理平台的构建，这将有利于公司 全力打造“互联网+建筑装饰”的物联网电子商务生态圈。
- 控股高文安设计，迅速提升整体设计水平，增强海外订单获取能力。全资子公司宝鹰设计受让高文安持有的高文安设计 60% 股权，标的股权转让价格为 2.352 亿元，预计 2015 年净利润 4000 万元，收购价格对应 2015 年 9.8 倍 PE。高文安设计创始人高安文在境内、港澳台、欧美华人区及东南亚诸国都具有较高的知名度和影响力，被誉为香港“室内设计之父”这高度契合公司紧跟“一带一路”国家战略，深度积极拓展海外业务的经营方针，从而为公司跨越式发展奠定基础，具有很重要的价值和意义。
- 业绩持续快速增长，一带一路助推海外订单爆发增长，互联网家装电商及 B2B 建材平台有望持续超预期。公司 2014 年实现收入 53.82 亿元，同比增长 44.43%；归属上市公司股东净利润 2.69 亿元，同比增长 22.23%。公司综合毛利率 15.8%，下降 1pct，净利率 5.07%，下降 0.82pct；期间费用率 3.66%，下降 0.4pct。我们认为净利润增速低于营收增速的主要原因是高毛利的设计业务占比下滑 (0.78% 降至 0.58%)，工程施工毛利下滑 (16.83% 降至 15.84%)。由于公司雄氏集团在战略合作协议中承诺的 5 亿元订单和拉图蔓藤“钻石”综合楼项目建设装饰工程 10 亿元订单，公司 2015 年海外订单至少达 15 亿元，我们预计公司海外订单将爆发增长。深度推荐互联网+战略，参股我爱我家 B2C 家装电商平台，打造 B2B 材料电商平台。
- 风险提示：海外订单执行不达预期，收购标的贡献利润不达预期。
- 盈利预测与估值：我们预测公司 15/16/17 年 EPS 分别为 0.3/0.40/0.50 元，我们给予公司 16 年 30-35 倍的估值，目标价 12-14 元，维持“推荐”评级。

项目/年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	3727	5382	7429	9524	11796
增长率 YoY%	162.2	44.4	38.02	28.19	23.71
净利润(百万)	220	268.79	382.16	501.06	633.10
增长率 YoY%	-670.9	22.2	42.18	31.11	26.15
EPS (元)	0.17	0.21	0.30	0.40	0.50
PE	55	45	31	24	19

注：股价为 2015 年 4 月 28 日股价

宝鹰股份 (002047.SZ)

推荐 维持评级

目标价：12-14 元

分析师

鲍荣富

建筑行业首席分析师

电话：021-68097609

邮箱：baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050003

特此鸣谢

周松

电话：021-68596786

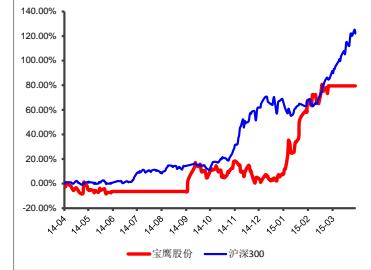
邮箱：zhousong_yj @chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130114120010

市场数据 时间 2015.04.28

A 股收盘价 (元)	9.53
A 股一年内最高价 (元)	9.59
A 股一年内最低价 (元)	4.86
上证指数	4476.21
市净率	6.25
总股本 (万股)	126310.14
实际流通 A 股 (万股)	68245.60
限售的流通 A 股 (万股)	58064.54
流通 A 股市值 (亿元)	65.04

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

利润表(百万元)					资产负债表(百万元)							
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
营业收入	3,727	5,382	7,429	9,535	11,796	货币资金	586	545	1,857	2,384	2,949	
营业成本	3,098	4,532	6,255	8,028	9,932	存货	139	167	231	296	366	
毛利率	16.9%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	应收账款	1,538	3,128	4,318	5,541	6,855	
营业税金及附加	124	176	243	311	385	其他流动资产	340	490	676	867	1,073	
营业费用	22	18	30	38	47	流动资产	2,603	4,330	7,081	9,088	11,244	
营业费用率	0.59%	0.34%	0.40%	0.40%	0.40%	固定资产	52	148	167	186	211	
管理费用	83	109	149	191	236	长期股权投资	0	111	111	111	111	
管理费用率	2.24%	2.02%	2.00%	2.00%	2.00%	无形资产	59	58	113	110	107	
财务费用	46	70	105	141	177	其他长期资产	77	270	426	590	762	
财务费用率	1.24%	1.30%	1.41%	1.48%	1.50%	非流动资产	188	587	818	997	1,191	
投资收益	0	3	0	0	0	资产总计	2,791	4,918	7,899	10,085	12,434	
营业利润	294	367	522	686	866	短期借款	660	923	2,286	3,518	4,761	
营业利润率	7.88%	6.81%	7.03%	7.20%	7.34%	应付账款	299	1,018	1,405	1,804	2,231	
营业外收入	1	2	2	2	2	其他流动负债	784	792	789	957	1,139	
营业外支出	0	0	0	0	0	流动负债	1,743	2,734	4,481	6,279	8,131	
利润总额	295	369	524	688	868	长期负债	0	13	0	0	0	
所得税	75	96	136	178	225	其他长期负债	23	18	0	0	0	
所得税率	25.4%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%	非流动负债	23	31	0	0	0	
少数股东损益	0	4	6	8	10	负债合计	1,766	2,765	4,481	6,279	8,131	
归属净利润	220	269	382	502	633	股本	247	1,263	1,263	1,263	1,263	
净利率	5.90%	4.99%	5.14%	5.26%	5.37%	资本公积	334	1,054	1,024	1,024	1,024	
EPS (元)	0.17	0.21	0.30	0.40	0.50	股东权益合计	1,019	3,025	3,300	3,702	4,208	
						少数股东权益	5	98	104	112	122	
						负债权益总计	2,791	4,918	7,899	10,085	12,434	
现金流量表(百万元)												
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E							
净利润	220	269	382	502	633	主要财务指标						
少数股东权益	0	4	6	8	10	2013						
折旧和摊销	13	23	49	79	78	2014						
营运资金变动	-776	-1,208	-1,081	-942	-1,010	2015E						
其他	95	174	1,082	149	185	2016E						
经营现金流	-449	-739	439	-204	-103	2017E						
资本支出	-4	-7	-123	-95	-100	增长率(%)						
投资收益	0	0	0	0	0	营业收入	162.19	44.43	38.02	28.34	23.71	
资产变卖	150	0	-113	-119	-124	营业利润	(470.07)	24.83	42.41	31.44	26.22	
其他	0	-119	0	0	0	净利润	(670.91)	22.23	42.18	31.32	26.15	
投资现金流	146	-126	-236	-214	-224	利润率(%)						
发行股票	67	800	-30	0	0	毛利率	16.88	15.80	15.80	15.80	15.80	
负债变化	276	22	1,320	1,185	1,196	EBIT Margin	10.74	10.18	10.14	10.14	10.14	
股息支出	0	0	-76	-100	-127	EBITDA Margin	11.09	10.60	10.80	10.97	10.80	
其他	-26	58	-105	-141	-177	净利率	5.90	4.99	5.14	5.26	5.37	
融资现金流	317	879	1,109	944	893	回报率(%)						
现金及等价物	14	14	1,312	526	565	净资产收益率	21.57	13.29	12.08	14.34	16.01	
						总资产收益率	7.89	7.07	6.06	5.65	5.68	
						其他(%)						
						资产负债率	63.28	56.22	56.73	62.25	65.40	
						所得税率	25.38	25.93	25.93	25.93	25.93	
						股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00	

资料来源:wind, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

鲍荣富，建筑与工程行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）、中国中冶（01618.HK）。

A股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏交科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、围海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（6002375.SZ）、普邦园林（002663.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区: 詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构: 李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区: 王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构: 刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn