

评级：买入 维持评级

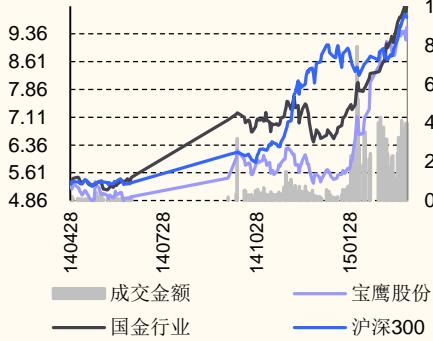
公司研究简报

市场价格（人民币）：9.53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)	682.46
总市值(百万元)	12,037.36
年内股价最高最低(元)	9.59/4.86
沪深 300 指数	4807.59
深证成指	14809.42
人民币(元)	成交金额(百万元)

**公司基本情况(人民币)**

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.207	0.213	0.336	0.458	0.614
每股净资产(元)	4.22	7.07	8.39	10.23	12.75
每股经营性现金流(元)	-1.82	-2.52	1.45	1.11	1.40
市盈率(倍)	31.03	25.52	28.34	20.83	15.52
行业优化市盈率(倍)	22.18	27.65	51.63	51.63	51.63
净利润增长率(%)	N/A	22.23%	58.01%	36.09%	34.16%
净资产收益率(%)	21.10%	12.97%	17.27%	19.28%	20.76%
总股本(百万股)	1,064.59	1,263.10	1,263.10	1,263.10	1,263.10

投资逻辑

- **设计引领，加速布局一带一路：**公司去年通过并购中建南方以及设立印尼公司成功搭建起海外业务平台，并在今年初成功承接印尼大单，从平台成立到项目落地，历时不足半年时间，既反映出公司对海外市场重视，更反映出公司较强的工作效率，此次，公司收购高文安设计 60%股权，不仅是产业链上进一步延伸，更是公司一带一路战略又一重要布局，高文安被誉为香港室内设计之父，其设计在港澳台，东南亚地区具有较大影响力，此次加入宝鹰，通过设计引领，与宝鹰装饰业务，尤其是海外装饰业务将形成良好的协同，推动双方业务较快增长。
- **参股矽感，互联网+更进一步：**互联网+是公司发展重要战略，参股鸿洋电商，联合设立和兴供应链管理公司是其在该战略上的重要举措，此次参股矽感 20%股份，再一次表明公司要将互联网+做大做强。矽感科技具备较强技术实力，公司的 GM 码是“四标”合一二维码码制（国际标准、国家标准、国家军标、行业标准），公司曾参与到具体行业标准制定中，在行业内具有较高地位，矽感科技业务主要集中在食品溯源领域，随着人们对食品质量愈发重视，食品溯源也将获得快速发展，同时公司技术同样可以应用于其他商品溯源，从中长期来看，二维码可以作为很好互联网入口，通过扫码行为，公司可以搜集到大量 B 端、C 端信息，这将具有非常大的价值，短期来看，矽感科技与鸿洋电商、和兴供应链管理公司合作，有望率先实现在建材领域的材料溯源（宝鹰获得其在建筑及装饰材料追溯及电商领域独家授权）。
- **业绩保持稳定，今明两年将逐步加速：**公司公布了年报以及一季报，基本符合我们此前预期，报告期内，公司业务保持平稳增长，随着海外业务逐步拓展以及互联网+发力，我们预计公司未来两年业绩将呈现逐步加速状态。

投资建议

- 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.34、0.46、0.61 元，维持“买入”评级。

风险

- 海外业务、电商业务推进速度低于预期

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

内容目录

公司 2014 年及 2015 年一季度业绩回顾	3
经营回顾	3
受让高文安设计 60% 股权，加速布局一带一路	5
增资武汉矽感介入二维码业务，加速布局互联网+	6
增资武汉矽感，并与武汉矽感签署战略合作协议	6
我国二维码行业基本情况	8
从行业看矽感：公司业内地位突出，有望优先受益于自主二维码产业崛起	10
与矽感合作有望显著加速宝鹰股份对互联网+的布局	11
投资建议	12
风险提示	12

图表目录

图表 1：公司业绩增速	3
图表 2：公司毛利率和净利率变动情况	3
图表 3：公司主要费用率走势	4
图表 4：公司主要费用率数值	4
图表 5：公司现金流情况和应收账款情况回顾——公司 2015 年一季度现金流情况改善非常明显	4
图表 6：高文安设计以往通过分公司进行区域扩张的历程	6
图表 7：本次增资完成后武汉矽感的注册资本和股权结构	6
图表 8：武汉矽感的主要硬件产品	7
图表 9：武汉矽感的综合解决方案	7
图表 10：武汉矽感部分硬件产品	7
图表 11：国外常见二维码	8
图表 12：国内常见二维码	8
图表 13：二维码分类	8
图表 14：三种二维码示意图及结构简介——自上而下分别为 PDF417 码、QR 码和 GM 码	10
图表 15：GM 码综合性能完全不逊于 PDF417 码或 QR 码	10
图表 16：三张报表	12

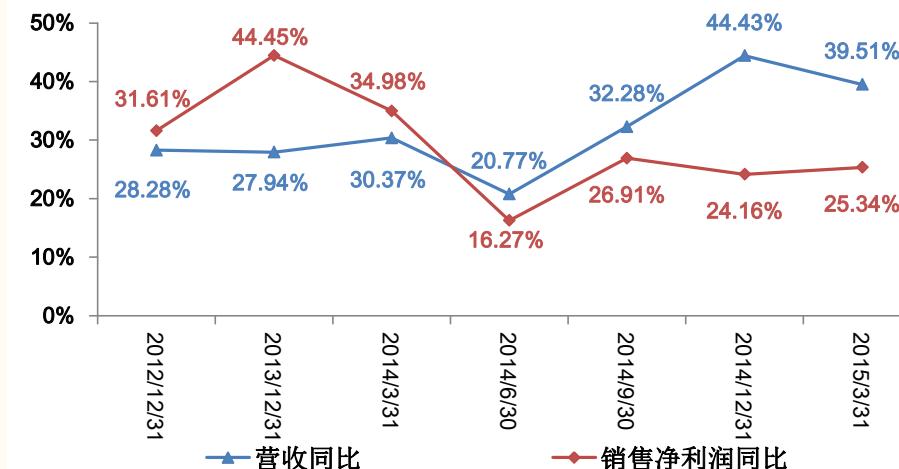
公司 2014 年及 2015 年一季度业绩回顾

- 宝鹰股份于 2015 年 4 月 27 日晚发布了 2014 年年度报告和 2015 年一季度报告：
 - 公司在 2014 年实现营收 53.82 亿元，同比增长 44.43%，实现归属上市公司所有者的净利润 2.69 亿元，同比增长 22.23%，实现按期末股本摊薄每股收益 0.21 元；
 - 公司在 2015 年一季度实现营收 13.05 亿元，同比增长 23.51%，实现归属上市公司所有者的净利润 4964.71 万元，同比增长 14.64%，实现按期末股本摊薄每股收益 0.04 元；
 - 公司预计 2015 年 1-6 月归属上市公司所有者的净利润变动幅度为 0%-30%；

经营回顾

- 业绩上，公司 2014 年、2015 年一季度营收和净利润都延续了以往的快速增长，特别营收的增速显著高于公司借壳上市前的增速，且这种营收和业绩的增速是在地产调整、楼堂馆所投资暂停导致装饰行业整体放缓的背景下取得的，充分显示借壳上市后资金实力、融资能力的增强为公司业务扩张带来的强大推力。

图表 1：公司业绩增速

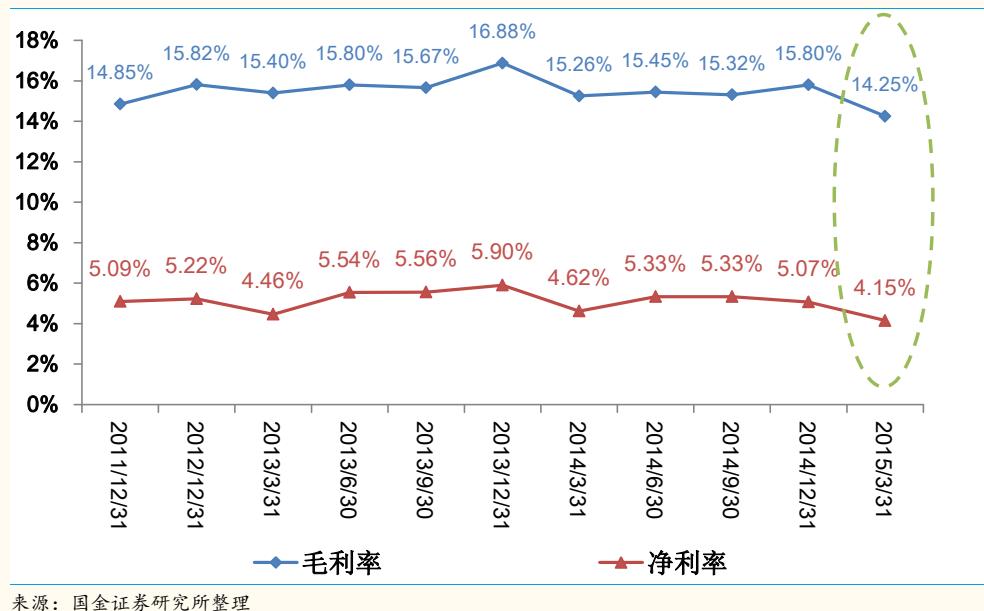


来源：国金证券研究所整理

盈利能力上

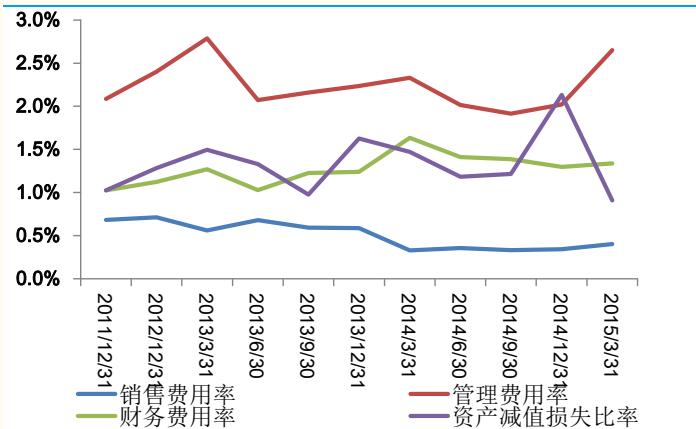
- 盈利能力上
 - 公司毛利率和净利率整体依然稳健，借壳上市后至今仅在 2015 年一季度毛利率和净利率出现一定下滑，而这种下滑一定程度上与公司收购中建南方并表有关（中建南方的毛利率和净利率低于宝鹰股份）。

图表 2：公司毛利率和净利率变动情况



- 从费用率情况看，2014 年全年和 2015 年一季度，公司销售费用率和财务费用率自借壳上市后至今一直平稳，但公司资产减值损失比率却在 2014 年年底显著上升，后又在 2015 年一季度大幅降低，且管理费用率在 2015 年一季度显著提升。其中，公司资产减值损失比率在 2014 年显著提升主要同公司应收账款在 2014 年显著增加有关（而资产减值损失比率在 2015 年一季度显著回落则同公司 2015 年应收账款情况改善有关），管理费用率在 15 年一季度显著提升主要和公司规模扩张有关。

图表 3：公司主要费用率走势

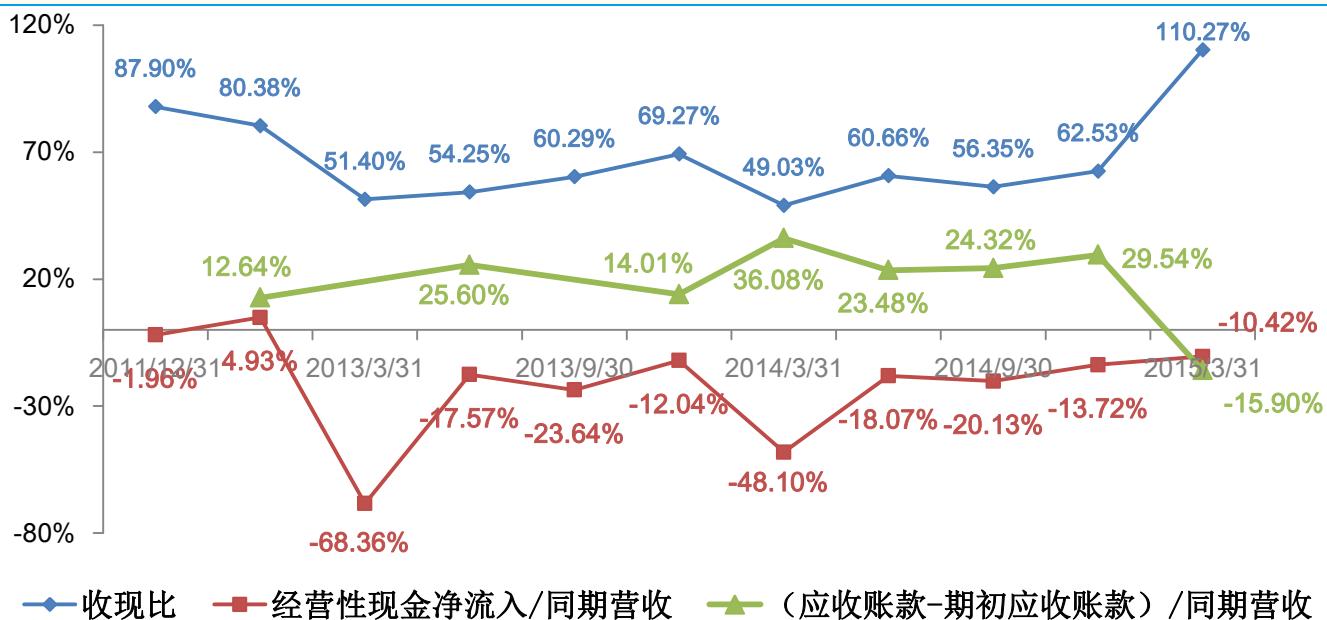


图表 4：公司主要费用率数值

	销售费用率	管理费用率	财务费用率	资产减值损失比率
2011/12/31	0.68%	2.09%	1.02%	1.02%
2012/12/31	0.71%	2.40%	1.12%	1.28%
2013/3/31	0.56%	1.27%	2.79%	1.50%
2013/6/30	0.68%	1.33%	2.07%	1.03%
2013/9/30	0.59%	0.98%	2.16%	1.23%
2013/12/31	0.59%	1.62%	2.24%	1.24%
2014/3/31	0.33%	1.47%	2.33%	1.63%
2014/6/30	0.36%	1.18%	2.02%	1.41%
2014/9/30	0.33%	1.21%	1.91%	1.39%
2014/12/31	0.34%	2.13%	2.02%	1.30%
2015/3/31	0.40%	0.91%	2.65%	2.13%

- 经营情况看，公司现金流情况在 2015 年一季度改善非常明显，公司经营性现金净流出/当期营收比值创 2013 年一季度以来至今的新低，收现比则创 2011 年年底至今的新高，同时，公司 2015 年一季度应收账款亦出现了 2013 年年底至今的首次负增长，这些都显示公司近期回款速度在显著加快，抓回款取得显著成效。

图表 5：公司现金流情况和应收账款情况回顾——公司 2015 年一季度现金流情况改善非常明显



来源：国金证券研究所整理

- 先前，宝鹰股份已分别通过参股鸿洋电商，收购中建南方 51%股权，与印尼熊氏合作设立印尼宝鹰对互联网+和一带一路（海外拓展）进行了布局，而印尼宝鹰在今年 3 月获印尼柯世模 16,130 万美元订单已显示公司海外布局取得显著成效，而在本月，宝鹰股份通过受让高安设计多数股权及增资武汉矽感，再次加速了公司对一带一路和互联网+的布局，具体我们将在后文中予以介绍。

受让高文安设计 60%股权，加速布局一带一路

- 宝鹰股份的全资子公司在 2015 年 4 月与深圳高文安设计有限公司股东高文安共同签署《股权转让协议》，根据协议，宝鹰建设受让高文安持有的高文安设计 60%的股权，转让价格为人民币 23,520.00 万元，本次交易完成后，宝鹰建设将持有高文安设计 60%股权，成为其控股股东。
以高文安设计 2015 年预计净利润为基准，该转让价相当于 9.8 倍 PE。
 - 高文安设计有限公司于 1976 年创办于香港，经数十年发展现成为一家拥有过百员工，极负盛名的室内设计公司，高文安设计优秀品牌声誉和已有的业务区域布局对宝鹰股份加速布局一带一路相当有价值。
 - 公司在业内声誉显赫，已是建筑设计界翘楚，这可体现在创办人个人影响力和公司既往业绩影响力两方面。
 - 创办人个人在我国境内及港澳台、欧美华人区及东南亚诸国都有较高知名度和影响力：公司创办人高文安是香港资深高级室内设计师，曾相继取得英国皇家建筑师学院院士、香港建筑师学院院士、澳洲皇家建筑师学院院士，并获得香港室内设计协会终身成就大奖、国际室内建筑师设计师联合会(IFI)“重大国际成就表彰”，被誉为香港室内设计之父，李嘉诚、成龙、梅艳芳、张国荣等名流都曾是高文安的座上宾。
 - 既往业绩靓丽：
- 公司在近 40 年完成超过 5000 个室内设计项目，涵盖各空间类型，遍布大江南北，代表工程包括故宫餐厅、泰晤士临河公寓、印度尼西亚 BontiqueHotel、苏格兰男爵古堡中华艺术展馆、峨眉雪雅坊、山西大院、丽江瑞吉、海怡半岛、广东的士高、凯声戏院、上海滩、半岛酒店嘉麟楼、华润百货、永安百货、赛马会沙田会所百俊厅以及香港南湾御园、香港君颐峰、澳门环宇天下遍布港澳地区的各个家居作品，均获得一致好评。

在家居设计方面，高文安曾为很多名人商贾设计府第，并为多家房地产发商设计示范单位，如海怡半岛、丽港城、城市花园等。

- 高文安设计业务区域布局较为完善。公司以往代表性工程遍布海内外，且亦曾进行过海外扩张，具体如下图所示——

图表 6：高文安设计以往通过分公司进行区域扩张的历程

年份	地点	以设立公司为手段的区域扩张
1976年	香港	高文安设计成立
1990年	海外	分别在新加坡、台湾、泰国等地增设分公司
2003年	深圳	在深圳设立分公司
2006年	深圳	在深圳设立高文安企业管理公司，目前旗下品牌有“MY COFFEE”、“MY NOODLE”、“MY GYM”，MY HAIR, MY HOTEL, MY FLORAL, MY PASTA, MY GELATO等一切与衣食住行相关的生活品味系列
2007年11月	上海	在上海设立分公司
2008年10月	成都	在成都宽窄巷子设立分公司

来源：根据公司官网信息整理

- 完成本次收购后，宝鹰股份将吸引高文安加盟，有望对公司业务拓展带来显著积极作用：

- 1) 高文安设计业务的区域布局高度契合宝鹰股份当前的“一带一路”海外拓展战略。高文安本人不论在境内又或是港澳台、欧美华人区、东南亚诸国等海外地区都有较高影响力，而港澳台、东南亚又正是宝鹰股份当前进行海外业务拓展的重点区域，本次股权收购中高文安亦承诺以后所有设计业务均由深圳高文安设计有限公司承接和实施，有利于进一步增强宝鹰股份的订单获取能力，助力公司业务的海外拓展；
- 2) 有助于进一步提升公司的设计实力。随建筑装饰企业竞争从价格竞争、资质竞争变为以设计水平为代表的综合实力的竞争，国内主要建筑装饰企业均已开始着手提升设计档次，高文安设计在业界具有广泛声誉，除高文安本人获得过前文所述的众多荣誉以外，高文安设计公司近期还获得 2014 年英国商业大奖提名，收购完成后，宝鹰股份能充分引进高文安先进的设计理念和设计方法，提升公司整体设计能力，进一步增强公司的品牌影响力和以设计水平为代表的综合实力。

增资武汉矽感介入二维码业务，加速布局互联网+

增资武汉矽感，并与武汉矽感签署战略合作协议

- 2014 年 4 月，宝鹰股份、自然人古少扬与武汉矽感科技有限公司及其股东上海矽感信息科技有限公司、上海感知投资合伙企业、黄旭明、陈玲及武汉矽感创始人张伟共同签署了《关于武汉矽感科技有限公司增资协议》，宝鹰股份、古少扬分别拟以人民币 10,000 万元、2,500 万元对武汉矽感进行增资，增资完成后宝鹰股份、古少扬将分别持有武汉矽感 20%、5% 的股权。
- **业绩承诺：**上海矽感、张伟共同承诺武汉矽感 2015 年至 2017 年三个会计年度累计实现的净利润总额不低于 40,000 万元。

图表 7：本次增资完成后武汉矽感的注册资本和股权结构

股东	出资金额（万元）	出资比例
上海矽感信息科技（集团）有限公司	1,600.00	60.00%
上海感知投资合伙企业（有限合伙）	295	11.06%
黄旭明	60	2.25%
陈玲	45	1.69%
深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司	533.34	20.00%
古少扬	133.33	5.00%
合计	2,666.67	100.00%

来源：国金证券研究所整理

- 进一步，宝鹰股份还与武汉矽感签署了《战略合作协议》，双方将就建立建筑装修材料物联网、大数据平台，提升电子商务平台的极致消费体验和服务为导向，在电子商务及其生态链、互联网业务领域进行多种模式合作，并对接双方在建筑材料物联网电子商务领域的合作团队，以挖掘建筑装饰行业产业链“互联网+”机会，双方将就以下事宜进行深度的战略合作，包括但不限于：
 - 1) 建筑装饰材料的溯源和物联网的搭建；
 - 2) 电子商务大数据运营和管理平台的构建；
 - 3) 其他经双方协商一致的战略合作事宜；
 除此以外，武汉矽感同意授权宝鹰股份及其下属控股&参股公司在建筑及装饰材料追溯及电商领域独家使用武汉矽感的二维码系统，且武汉矽感不得给予以外的第三方相同或类似授权，且该授权自协议生效之日起不可撤销。
- 武汉矽感代表业务为二维码相关硬件和综合解决方案，公司目前主营业务是提供食品及其他商品的安全追溯服务，未来发展目标是将公司打造成一流的二维码应用和物联网信息服务提供商。

图表 8：武汉矽感的主要硬件产品

二维码相关硬件	
条码系列产品	CS101联机式刷卡条码识读器、CS200手持式刷卡条码识读器、NB600非接触条码识读器、NB700非接触条码识读器、SW100推帚式条码识读器、CI200插卡二维条码识读器、SPC210卡证卡全信息采集系列产品
证卡全信息采集系列产品	e验通FS531、e验通ID-A1、网络e验通ID-B2、U盘e验通ID-D1、无线网e验通ID-E1
影像传感器（CIS）系列产品	15种自有型号产品的销售和如下规格范围内各类CIS研发、定制： A) 扫描速度: 0.10ms/line-5ms/line; B) 解析度: 200dpi; 300dpi; 400dpi; 600dpi; 1200dpi; C) 黑白和彩色; D) 扫描幅度: from C10(29mm scan width) to A3(305mm); E) 产品光源: 橙光, 红光, 紫外光, 红外光, 蓝光, 绿光, CCFL等;
便携式扫描仪	图文通白金版(TS 464)、矽感图文通(TS Pro)、旅行者(TravelScan)、证照通(TS 660)、名仕通(TS 860)、灰度A8名片扫描仪(TS 862)、彩色A8名片扫描仪(TS 863)

来源：公司官网

图表 9：武汉矽感的综合解决方案

综合解决方案
CM码证卡应用（考试、学生证）
GM码物品上应用（烟草、发票、银行收据等等）
GM码在电子票据上的应用
GM-U码条码网址
GM码手机上网应用

图表 10：武汉矽感部分硬件产品



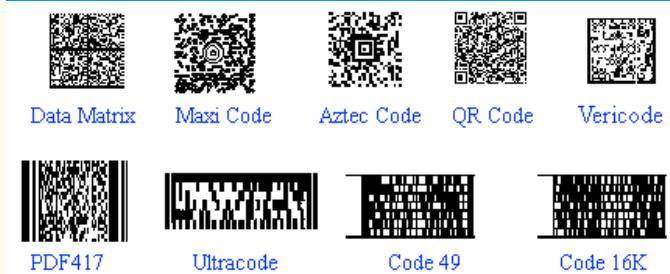
来源：公司官网

我国二维码行业基本情况

■ 二维码简介

国外对二维码技术的研究始于 20 世纪 80 年代末，在二维码符号表示技术研究方面已研制出多种码制，常用的码制有 Data Matrix、MaxiCode、Aztec、QR Code、Vericode、PDF417、Ultracode、Code 49、Code 16K 等，这些二维码的信息密度都比传统的一维码有了较大提高，如 PDF417 的信息密度是一维码 CodeC39 的 20 多倍。

图表 11：国外常见二维码



来源：互联网

图表 12：国内常见二维码



注：龙贝码、矽感网格矩阵（GM）、矽感紧密矩阵（CM）和汉信码具有国内专利技术的二维码

按技术，二维码可分为堆叠式二维码和矩阵式二维码。堆叠式二维码形态上是由多行短截的一维条码堆叠而成；矩阵式二维码以矩阵的形式组成，在矩阵相应元素位置上用“点”表示二进制“1”，用“空”表示二进制“0”，“点”和“空”的排列组成二维码；按业务，二维码应用根据业务形态不同可分为被读类和主读类两大类：

图表 13：二维码分类

按技术分类	简介	代表性二维码
堆叠式二维码	堆叠式二维码编码原理建立在一维条码基础之上，按需堆积成二行或多行。它在编码设计、校验原理、识读方式等方面继承了一维条码的一些特点，识读设备与条码印刷与一维条码技术兼容。但由于行数增加，需要对行进行判定，其译码算法与软件也不完全相同于一维条码	Code 16K、Code 49、PDF417、MicroPDF417、Ultracode
矩阵式二维码	矩阵式二维码又称棋盘式二维码，是在一个矩形空间通过黑、白像素在矩阵中的不同分布进行编码。在矩阵相应元素位置上，用点（方点、圆点或其他形状）的出现表示二进制“1”，点的不出现表示二进制的“0”，点的排列组合确定了矩阵式二维条码所代表的意义。矩阵式二维条码是建立在计算机图像处理技术、组合编码原理等基础上的一种新型图形符号自动识读处理码制；	Code One、MaxiCode、QR码、Data Matrix、汉信码、龙贝码、矽感网格矩阵(GM)、矽感紧密矩阵(CM)
按业务分类	简介	
被读类业务	平台将二维码通过彩信发到用户手机上，用户持手机到现场，通过二维码机具扫描手机进行内容识别。应用方将业务信息加密、编制成二维码图像后，通过短信或彩信的方式将二维码发送至用户的移动终端上，用户使用时通过设在服务网点的专用识读设备对移动终端上的二维码图像进行识读认证，作为交易或身份识别的凭证来支撑各种应用	
主读类业务	用户在手机上安装二维码客户端，使用手机拍摄并识别媒体、报纸等上面印刷的二维码图片，获取二维码所存储内容并触发相关应用。用户利用手机拍摄包含特定信息的二维码图像，通过手机客户端软件进行解码后触发手机上网、名片识读、拨打电话等多种关联操作，以此为用户提供各类信息服务	

来源：根据互联网信息整理

■ 二维码已成为我国当前自动识别技术发展最快的领域，前景广阔

- 作为物联网的核心技术之一，二维码是移动互联网的重要入口。二维码技术在我国从最初的几篇技术论文和标准，发展至今为一个包括二维码生成技术、二维码识读技术、二维码系统集成等众多技术厂商参与的服务于我国政府部门、军事、航空航天、物流、商贸等多个行业的新兴产业，特别是近年来，手机二维码的快速发展，使得二维码直接服务于大众最为关注的移动商务和电子商务应用，极大地推动了二维码相关产业的发展。中国电子商会物联网专业委员会、中国二维码产业联盟、中关村工信二维码技术研究院联合发布的《二维码技术与应用研究报告》预测，中国二维码产业“未来3到5年将保持高速增长态势，年增长率近68%，预计到2015年二维码市场规模将达到1500亿元左右。”

■ 二维码常见应用可汇总如下：

- 1) 信息获取（名片、地图、WIFI密码、资料）；
- 2) 网站跳转（跳转到微博、手机网站、网站）；
- 3) 广告推送（用户扫码，直接浏览商家推送的视频、音频广告）；
- 4) 手机电商（用户扫码、手机直接购物下单）；
- 5) 防伪溯源（用户扫码、即可查看生产地；同时后台可以获取最终消费地）；
- 6) 优惠促销（用户扫码，下载电子优惠券，抽奖）；
- 7) 会员管理（用户手机上获取电子会员信息、VIP服务）；
- 8) 手机支付（扫描商品二维码，通过银行或第三方支付提供的手机端通道完成支付）；

■ 我国二维码产业当前瓶颈1：主流二维码制依然是入口码制

- 主流码制是入口码制涉及到一系列知识产权问题。我国当前常见二维码码制90%以上是入口码制，尤以QR码最为常见，甚至早在本世纪初我国就先后将美国的PDF417码和日本的QR码颁布为二维码国家标准，由于国外企业在二维码码制、设备以及相关商务应用中申请了众多的专利，如何规避使用国外二维码码制涉及的相关知识产权风险即成为行业当前面临的重要问题，近几年的“两会”上每年都有人大代表和政协委员形成专门提案，呼吁相关部门重视对国外码制专利许

可的研究，鼓励和推动国内自主知识产权二维条码技术的市场应用，以及废止国外码制在中国的国家标准地位。

- **入口码制并不是特别符合我国国情。**由于入口码制本是国外根据自己国情特点研制的^{*注}，没有考虑中国汉字编码的问题，于是这些二维码在我国使用中经常出现中国汉字信息表示效率不高等一系列问题。

***注：**例如，PDF417 和 Data Matrix 满足了大容量英文数字信息二维码表示的问题，首先在美国物流、军事、电子、汽车等行业形成了规模化应用，逐渐扩展到全球应用；日本丰田旗下 Denso 公司的 QR 码识读速度快、可以标识日文，于是在日本汽车行业、物流行业迅速实现规模化应用。

值得注意的是，随汉信码、CM 码、GM 码、龙贝码等国产二维码码制相继诞生，二维码民族产业已开始起步，由于国产二维码更适合我国国情以及汉语使用习惯，**业界普遍预期自主知识产权码制未来将成为业内不可忽视的后起之秀。**

■ 我国国内二维码行业当前瓶颈 2)：快速繁荣 + 统一标准缺失导致乱象丛生

- **标准缺失造成我国二维码产业繁荣下无序竞争、万码奔腾的乱象。**具体而言，与技术发达国家相比，我国二维码产业处于分散和杂乱的状态，从码制、应用到标识体系，每个方面都存在分歧，技术门槛低、发码随意与行业迅速成长结合在一起就造成各种标准二维码的充斥（代表性种类包括国外标准的 QR 码、DM 码，以及国产码制中的汉信码、龙贝码、GM 码、CM 码），统一的顶层编码和解析体系的缺失导致不同码制标准之间、同一码制标准下不同应用系统之间的二维码难以实现互联互通，例如，食品安全追溯系统由于没有统一的编码体系就无法实现一体化追溯。
- **行业乱象、随意发码的背景下，统一安全接入解析平台&监管平台缺失进一步导致我国二维码行业安全隐患频发。**现行扫码工具属于独立于第三方应用的外挂式软件，只承担读码解码功能，基本上采取前台解码即返回第三方应用的方式，对于第三方应用而言，这种方式没有后台解码认证过程，且没有运行在一个闭合的、具有体系化认证、审核的安全环境中，后端认证和监管的缺失即导致误读恶意条码产生的安全接入问题很难解决。事实上，《二维码技术与应用研究报告》显示目前 23% 的手机木马及恶意广告插件都通过伪装成二维码传播。
- **由于以上原因，为让二维码产业做到“自主、安全、规范、可控”，解决不同码制之间的互联互通，行业急需建立统一的顶层编码和解析体系，同时也急需建立全面的互联网接入解析功能和服务**（即扫码后的后台解码认证）。

从行业看矽感：公司业内地位突出，有望优先受益于自主二维码产业崛起

- **技术上，公司研发的 GM 码成为全国首个国家尺度，打破了美、日二维码码制在海内 10 多年的垄断。**公司自主研发并拥有自主知识产权的网格矩阵码（GM 码）、紧密矩阵码（CM 码）填补了我国自主知识产权二维码标准的空白，公司也因此拥有了从二维条码码制标准研发到解决方案提供的完整产业体系，同时，从综合性能看，特别以 GM 码为代表，GM 码是国际领先的二维码技术，在技术层面完全不逊色于 PDF417 和 QR。
- **矽感的 GM 码具备抗污损能力&纠错能力&抗形变能力很强、误码率低、图形中没有死穴**（详见下图表相关内容）、储存容量足够大、汉字信息处理能力优于 QR 码（而 QR 码又优于 PDF417 码）等优点，综合技术指标完全不逊于国外研发的 PDF417 码和 QR 码。

图表 14：三种二维码示意图及结构简介——自上而下分别为 PDF417 码、QR 码和 GM 码

图表 15：GM 码综合性能完全不逊于 PDF417 码或 QR 码



来源：根据互联网资料整理。该图中自上而下分别为 PDF417 码、QR 码和 GM 码，其中 GM 码每个码词独立定位。

	最大存储容量	纠错信息	抗畸变、抗污损能力
PDF417码	1106 Bytes (0.2%纠错信息)	9级纠错信息，由2个纠错码词到512个纠错码词按等比递增	开始/停止模式与层指示符（详见该类二维码示意图）不能同时被破坏，适用激光光栅扫描方式识读
QR码	2953 Bytes (7%纠错信息)	四个可选纠错信息：7%、15%、25%、30%	定位模式（该类二维码示意图上左、上右、下左的三个角）不能被破坏，对表面平整度的要求高，污损被确定为擦除错误的比例低，定位模式在边角，容易丢失
GM码	1143 Bytes (10%纠错信息)	10%到50%，5级纠错信息由低到高等差递增	纠错等级允许的前提下，任何区域被污损都不影响识读。每个码词独立定位，擦除错误容易被确认。容忍大角度的弯、折以及透视形变

注：一般而言，**QR 码综合性能显著优于 PDF417 码**，表现为识别速度更快、360 度识别、汉子表示效率更高、对识别设备要求更低等，而**GM 码又绝不逊色于 QR 码**。

- 相比之下，处于竞争地位的汉信码因涉及专利侵权和科技造假，科技部于 2007 年受理了国内二维条码产业界普遍申诉后已做出了“不宣传、不推广”表态，同时也因汉信码在码制技术升级、维护、二次开发上难以满足市场需求而逐渐被市场弃用，暗示汉信码已完全不具备与矽感 GM 码竞争的能力。
- 从行业标准看，公司自主研发的 GM 码、CM 码已先后成为信息产业部颁布的国家电子行业标准，以及国家质监总局和国家标准化管理委员会颁布的国家标准，其中特别 GM 码同时被国际标准组织 AIM Global 颁布为国际标准，并于 2011 年成为中华人民共和国国家军用标准，使**GM 码成为我国唯一“四标”合一的二维码码制**（国际标准、国家标准、国家军标、行业标准），我们已经在前文行业部分提到，下一步，受行业发展自发形成的内在趋势决定，我国二维码行业迟早将面临编码标准和监管标准自上而下的统一，矽感特别是已拿到国家标准的、技术上丝毫不逊色于入口码的 GM 码无疑有望优先受益于我国自主二维码产业的崛起，事实上，在拿到国家尺度后，**GM 码进入应用市场的步伐已显著加快**。

与矽感合作有望显著加速宝鹰股份对互联网+的布局

- 看好与武汉矽感合作后宝鹰股份短中期建筑材料可溯源化相关业务的拓展。为顺应建筑装饰行业发展趋势（标准化路线和个性化路线的分化、行业的透明化和规范化、互联网向行业的渗透），宝鹰股份先前已将打造“互联网+建筑装饰”生态圈作为今后重要的战略方向，公司之前已通过参股鸿洋电商对互联网相关业务进行了布局，宝鹰股份本次对武汉矽感的增资与合作，将进一步从二维码入口这一全新角度对“互联网+”进行更完备的布局，有利于推动公司在建筑材料可溯源化、搭建物联网，实现新型的电子商务生态圈等方面深度融合。

考虑到装饰行业装饰材料普遍存在产品不规范、伪劣产品充斥的状况，在行业走向透明化和标准化的大趋势下，对产品安全追溯服务存在客观需求。

武汉矽感除在二维码技术上已作出突破（仍有待进一步推广），在行业标准层面已占据先机以外，武汉矽感由于以往主要提供食品及其他商品的安全追溯服务，因而在商品安全追溯领域亦积累了一定经验，因而我们看好宝鹰股份与武汉矽感合作后相关业务的拓展。武汉矽感同意授权宝鹰股份在建筑及装饰材料追溯与溯源及电商业务领域独家使用武汉矽感的二维码系统，有利于公司利用二维码进行装修材料从装饰材料的产地、运输、库存到施工等数据的可追溯性，实行项目过程管理，提高公司的管理效率和践行精品工程战略，并进而提升公司主业的经营效益。

- **看好武汉矽感二维码业务长期层面的跨界拓展潜力。**长期看，**二维码归根结底是一个应用广泛、可拓展型很强的平台型技术**（而不是特别针对某个细分领域需求开发的专有性很强的技术；区别于应用范围有限的专有性技术，平台型技术天生具有不断在相关领域进行横向跨界的能力），从武汉矽感二维码技术在自主二维码产业中的地位出发，随自主二维码产业在未来兴起，武汉矽感也将迎来更广阔的发展空间。
- **看好产品溯源业务在大数据层面为宝鹰股份“互联网+”生态系统提供支持的潜力。**宝鹰股份和武汉矽感当前虽将二维码作为产品溯源的手段，但无法排除公司通过恰当产品设计后，公司可将用于产品溯源的二维码变成收集用户大数据的入口的可能。例如，很容易想到的是，公司通过产品设计完全就能做到让用户在使用产品溯源服务的同时将使用信息同自己的手机号关联起来，收集这些数据后就等于建立了一个同手机号直接对应的产品溯源相关数据结构，而产品溯源的使用信息又或多或少同用户的实际消费或消费倾向存在关联，如果公司能对这些数据进行有效解读和处理，即为公司“互联网+”生态圈建立了一个大数据支持。

投资建议

- 我们看好宝鹰股份一带一路深入拓展，我们也看好宝鹰股份对互联网+生态圈的长期拓展；同时，从装饰行业基本面看，考虑到近几个月来从江西、降准、公积金贷款放宽等一系列地产有利政策的放出，我们也对地产回暖持乐观态度，这对地产链条的装饰行业而言无疑也是较为重大的利好。
- 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.34、0.46、0.61 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 海外业务拓展中的不可控风险；
- 互联网拓展不及预期，二维码领域出现激烈竞争；

图表 16：三张报表

损益表(人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,421	3,727	5,382	7,564	9,116	10,971
增长率		162.2%	44.4%	40.5%	20.5%	20.4%
主营业务成本	-1,212	-3,098	-4,532	-6,275	-7,444	-8,879
% 销售收入	85.3%	83.1%	84.2%	83.0%	81.7%	80.9%
毛利	209	629	851	1,289	1,671	2,092
% 销售收入	14.7%	16.9%	15.8%	17.0%	18.3%	19.1%
营业税金及附加	-8	-124	-176	-250	-301	-362
% 销售收入	0.6%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
营业费用	-99	-22	-18	-53	-82	-121
% 销售收入	7.0%	0.6%	0.3%	0.7%	0.9%	1.1%
管理费用	-127	-83	-109	-227	-292	-373
% 销售收入	9.0%	2.2%	2.0%	3.0%	3.2%	3.4%
息税前利润(EBIT)	-26	400	548	759	997	1,236
% 销售收入	n.a	10.7%	10.2%	10.0%	10.9%	11.3%
财务费用	2	-46	-70	-76	-84	-93
% 销售收入	-0.1%	1.2%	1.3%	1.0%	0.9%	0.8%
资产减值损失	-59	-61	-115	-123	-137	-149
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	3	21	34	85
% 税前利润	-3.0%	0.0%	0.9%	3.7%	4.2%	7.9%
营业利润	-79	294	367	582	810	1,080
营业利润率	n.a	7.9%	6.8%	7.7%	8.9%	9.8%
营业外收支	2	1	2	2	1	1
税前利润	-77	295	369	584	811	1,081
利润率	n.a	7.9%	6.8%	7.7%	8.9%	9.8%
所得税	-1	-75	-96	-146	-203	-270
所得税率	n.a	25.4%	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	-78	220	273	438	608	810
少数股东损益	-39	0	4	13	30	35
归属于母公司的净利润	-39	220	269	425	578	775
净利率	n.a	5.9%	5.0%	5.6%	6.3%	7.1%

资产负债表(人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	193	586	545	1,133	1,375	1,748
应收款项	322	1,802	3,518	3,716	4,367	5,159
存货	201	139	167	206	245	292
其他流动资产	20	77	99	140	166	197
流动资产	736	2,603	4,330	5,195	6,152	7,396
% 总资产	69.0%	93.3%	88.1%	91.5%	91.6%	92.0%
长期投资	17	31	185	186	185	185
固定资产	262	52	148	237	321	402
% 总资产	24.6%	1.9%	3.0%	4.2%	4.8%	5.0%
无形资产	37	68	177	58	58	58
非流动资产	331	188	587	483	566	647
% 总资产	31.0%	6.7%	11.9%	8.5%	8.4%	8.0%
资产总计	1,066	2,791	4,918	5,678	6,718	8,043
短期借款	34	660	928	1,123	1,223	1,323
应付款项	235	928	1,550	1,584	1,883	2,250
其他流动负债	40	156	256	387	458	543
流动负债	309	1,743	2,734	3,095	3,565	4,116
长期贷款	0	0	13	13	13	14
其他长期负债	25	0	0	0	0	0
负债	334	1,743	2,747	3,108	3,578	4,131
普通股股东权益	656	1,042	2,072	2,459	2,999	3,736
少数股东权益	76	5	98	111	141	176
负债股东权益合计	1,066	2,791	4,918	5,678	6,718	8,043

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	-0.085	0.207	0.213	0.336	0.458	0.614
每股净资产	1.446	4.219	7.069	8.388	10.230	12.745
每股经营现金净流	-0.062	-1.816	-2.520	1.448	1.107	1.397
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	-5.87%	21.10%	12.97%	17.27%	19.28%	20.76%
总资产收益率	-3.61%	7.88%	5.47%	7.48%	8.60%	9.64%
投入资本收益率	-3.37%	17.50%	13.04%	15.36%	17.08%	17.65%
增长率						
主营业务收入增长率	5.69%	162.19%	44.43%	40.53%	20.52%	20.35%
EBIT增长率	-77.33%	#####	36.79%	38.62%	31.28%	23.98%
净利润增长率	-64.12%	N/A	22.23%	58.01%	36.09%	34.16%
总资产增长率	-8.54%	161.77%	76.21%	15.46%	18.32%	19.72%
资产管理能力						
应收账款周转天数	62.7	88.5	158.2	160.0	160.0	160.0
存货周转天数	64.3	20.0	12.3	12.0	12.0	12.0
应付账款周转天数	57.0	29.1	53.1	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	67.3	5.1	10.0	9.0	8.8	8.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.96%	7.07%	18.23%	0.16%	-4.40%	-10.47%
EBIT利息保障倍数	13.0	8.7	7.8	9.9	11.9	13.4
资产负债率	31.30%	62.46%	55.86%	54.74%	53.26%	51.36%

来源：国金证券研究所

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	0	1
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.50

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	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
5	2015-03-20	买入	9.30	12.00~12.00

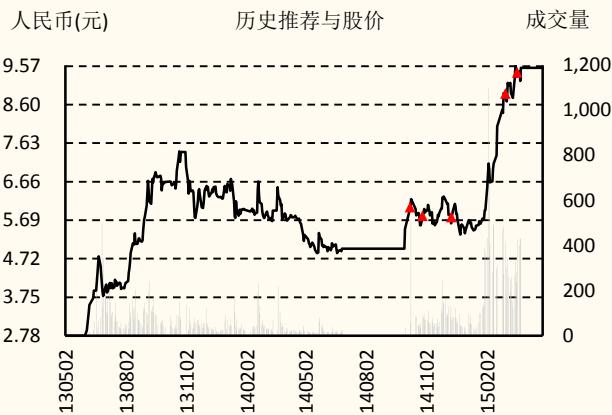
来源：国金证券研究所

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：021-60753903
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