



坏账减值大下业绩增长稳定，互联网+和一带一路发展成方向

2016年4月15日

推荐/维持

宝鹰股份

财报点评

——宝鹰股份（002047）2015年财报点评

姓名	分析师赵军胜	执业证书编号：S1480512070003
Email:zhaojs@dxzq.net.cn Tel:010-66554088		

事件：

公司2015年实现营业总收入68.54亿元，同比增加27.33%，实现归属于上市公司股东的净利润3.35亿元，同比增加24.79%。每股收益为0.27，同比增长22.73%。

公司分季度财务指标

指标	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4
营业收入（百万元）	1285.19	1319.31	1842.62	1304.89	1792.75	1750.69	2005.33
增长率（%）	296.95%	265.93%	-32.05%	39.51%	39.49%	32.70%	8.83%
毛利率（%）	15.58%	15.10%	16.74%	14.25%	16.14%	17.01%	20.88%
期间费用率（%）	3.41%	3.38%	3.71%	4.39%	3.55%	4.45%	4.47%
营业利润率（%）	7.86%	7.14%	6.16%	5.65%	8.37%	7.97%	6.18%
净利润（百万元）	75.24	70.36	84.15	54.15	119.48	105.33	97.85
增长率（%）	20646.69%	-335671.40	-63.97%	25.34%	58.79%	49.71%	16.28%
每股盈利（季度，元）	0.257	0.240	0.272	0.169	0.369	0.186	0.274
资产负债率（%）	48.20%	48.88%	55.86%	55.08%	58.29%	60.43%	62.42%
净资产收益率（%）	3.90%	3.49%	3.88%	2.43%	5.03%	4.25%	3.78%
总资产收益率（%）	2.02%	1.79%	1.71%	1.09%	2.10%	1.68%	1.42%

观点：

- **2015年业绩稳步提升，单季度同比增速3、4季度有所放缓。**分地区看，2015年中国大陆营业收入65.38亿元，同比增长21.70%；国外营业收入2.98亿元，同比增长100%，主要公司跟随一带一路政策加大了海外市场的拓展。分季度看，公司2015年Q1、Q2、Q3、Q4的营业收入分别为13.04亿元、17.93亿元、17.51亿元和20.05亿元，分别同比增长39.51%、39.49%、32.70%和8.83%，Q4营业收入同比增幅低于前三季度的同比增幅，主要原因是2014年同期中建南方并表带来营业收入的高基数。分产品看，公司2015年装饰工程设计业务实现营业收入1.20亿元，同比增长229.61%，主要原因是公司重点发展设计业务，提升综合实力。
- **成本降低以及提价提升毛利率和期间费用率下降提升利润增速。**2015年公司主营业务毛利率为17.39%，较上年同比增长10.06个百分点，主要原因是公司毛利率水平较高的装饰工程设计业务增长迅速，收入同比增长229.61%，业务收入增幅高于成本增长；同时装饰工程施工业务成本改善，同比增速24.13%，低

于该项业务营业收入的增幅25.86%。

2015年销售费用率为0.39%，同比增加0.05个百分点，主要是业务规模扩张所致。2015年管理费用率为2.58%，同比增长0.56个百分点，公司经营规模扩张所致。2015年财务费用率为1.24%，较上年下降0.06个百分点，主要因央行降低基准利率，利息支出减少所致。

公司资产减值2015年额度为2.03亿元，同比增长76.52%，主要是公司坏账提取造成。公司处于消化前期应收账款的风险当中，在这种情况下，公司业绩仍然能够保持稳定增长。如果这些坏账转回对于公司的业绩影响较大。

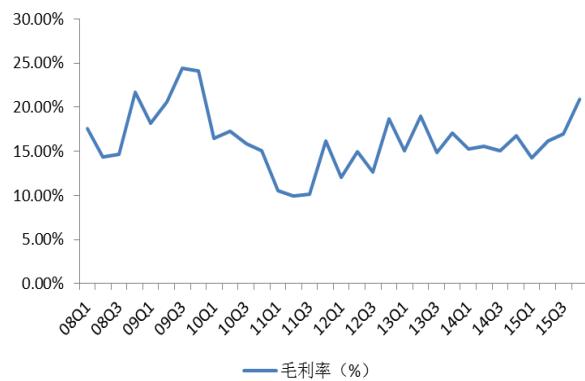
➤ **积极转型升级，构建“互联网+建筑装饰”家装电商生态圈。**在“互联网+”的背景下，公司积极进行战略转型升级，结合建筑装饰行业往家装方向发展的趋势及互联网对产业链的变革机会，利用物联网技术构建“互联网+建筑装饰”电子商务生态圈，纵深推动公司的长远持续发展。

2014年公司战略投资鸿洋电商（我爱我家网），2015年“我爱我家网”股份改制完成，为以后上市打下基础。公司于2015年12月对武汉矽感科技有限公司部分股权收购及对其增资完成，矽感科技拥有自主知识产权的“GM码”、“CM码”，GM码是我国唯一四标合一的二维码技术。宝鹰股份将借助矽感科技在二维码的物联网领域优势，对项目过程进行管理，实现装修材料的可追溯性，有助于提升公司管理效率。

➤ **践行“一带一路”，海外市场空间巨大。**2015年公司紧跟国家“一带一路”战略，加强拓展海外业务，全资子公司收购深圳高文安设计有限公司60%股份，该公司在港澳台、欧美华人区及东南亚具有较高知名度，有利于公司实现“设计带动施工”战略，契合公司践行“一带一路”战略，拓展海外市场的方针。2016年3月公司拟对深圳市国创智联网络系统有限公司增资，公司将充分利用国创智联在智慧城市建设方面优势，推进“一带一路”战略的进一步落实，将智慧城市建设推广到“一带一路”沿线国家。2016年亚投行、丝路基金及国家对有关地区的专项贷款与合作基金有利公司发展海外业务。2018年印度尼西亚将主办亚运会，印尼宝鹰将受益。

➤ **盈利预测和投资评级：**预计公司2016到2018年公司的每股收益0.40元、0.52元和0.66元，以收盘价11.40元计算，对应的动态PE为28倍、22倍和17倍。考虑到公司业绩增长稳定，海外战略受益一带一路和积极发展互联网+家装电商生态圈，维持公司“推荐”的投资评级。

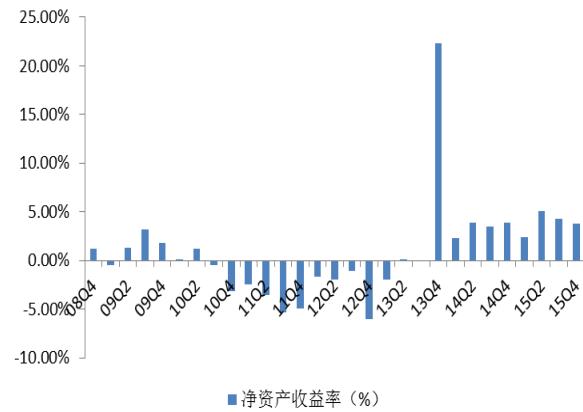
➤ **风险提示：**海外业务拓展和互联网+升级转型低于预期。

图 1: 宝鹰股份毛利率变化


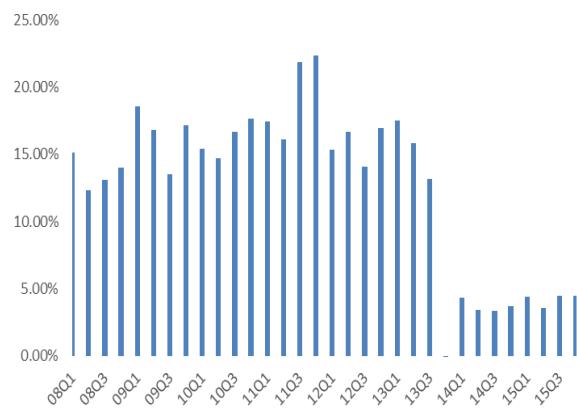
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 2: 宝鹰股份资产负债率变化


资料来源: wind, 东兴证券整理

图 3: 宝鹰股份单季度净资产收益率变化


资料来源: wind, 东兴证券整理

图 4: 宝鹰股份期间费用率变化


资料来源: wind, 东兴证券整理

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	4330.40	5919.82	7482.22	9225.33	11541.30	营业收入	5382.46	6853.66	8703.00	10750.00	13469.75
货币资金	545.47	854.32	1087.88	1343.75	1683.72	营业成本	4531.84	5661.73	7193.03	8884.88	11132.75
应收账款	3128.10	4258.05	5412.55	6685.62	8377.08	营业税金及附加	175.71	216.46	261.09	322.50	404.09
其他应收款	110.73	150.68	191.34	236.34	296.14	营业费用	18.34	26.98	33.94	41.93	52.53
预付款项	99.35	71.27	71.27	71.27	71.27	管理费用	108.80	176.58	223.67	276.28	346.17
存货	167.20	395.64	492.67	608.55	762.52	财务费用	69.81	84.76	61.73	75.15	131.24
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合	587.45	975.81	1378.15	1858.68	2420.78	公允价值变动收	3.36	3.06	3.10	3.10	3.10
长期股权投资	111.36	249.45	250.00	250.00	250.00	投资净收益	3.36	3.04	0.00	0.00	0.00
固定资产	147.68	142.78	349.76	686.04	1128.90	营业利润	2.16	5.45	5.50	5.50	5.50
无形资产	58.23	57.58	51.82	46.06	40.30	营业外收入	0.20	0.38	0.38	0.38	0.38
其他非流动资产	0.00	10.92	11.00	11.00	11.00	营业外支出	0.10	0.00	0.02	0.02	0.02
资产总计	4917.86	6895.64	8860.38	11084.01	13962.08	利润总额	95.56	115.54	173.37	225.01	284.63
流动负债合计	2733.89	4295.26	4209.40	5572.21	7355.10	所得税	0.26	0.23	0.24	0.24	0.24
短期借款	923.40	1252.54	898.77	1728.53	2803.19	净利润	268.79	335.42	507.95	659.23	833.90
应付账款	1018.10	1668.06	1773.62	2190.79	2745.06	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预收款项	94.20	308.01	308.01	308.01	308.01	归属母公司净利	4.17	41.39	56.44	73.25	92.66
一年内到期的非	4.32	4.32	4.32	4.32	4.32	EBITDA	454.39	597.77	810.45	1068.37	1401.98
非流动负债合	13.40	8.97	8.97	8.97	8.97	EPS (元)	0.22	0.27	0.40	0.52	0.66
长期借款	13.40	8.97	8.97	8.97	8.97	主要财务比率					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	2747.29	4304.22	4218.36	5581.17	7364.07	成长能力					
少数股东权益	98.44	161.01	217.45	290.70	383.35	营业收入增长	44.43%	27.33%	26.98%	23.52%	25.30%
实收资本(或股	293.12	293.12	1263.10	1263.10	1263.10	营业利润增长	24.83%	32.93%	50.36%	29.99%	26.64%
资本公积	1054.47	1054.00	1054.00	1054.00	1054.00	归属于母公司净	22.23%	24.79%	51.44%	29.78%	26.50%
未分配利润	635.22	941.82	1406.09	2008.63	2770.82	盈利能力					
归属母公司股东	2072.12	2430.40	3867.42	4526.65	5360.55	毛利率(%)	15.80%	17.39%	17.35%	17.35%	17.35%
负债和所有者	4917.86	6895.64	8860.38	11084.01	13962.08	净利率(%)	4.99%	4.89%	5.84%	6.13%	6.19%
现金流量表						总资产净利润(%)	5.47%	4.86%	6.12%	6.34%	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	12.97%	13.80%	13.13%	14.56%	15.56%
经营活动现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
净利润	18.01	25.73	0.72	40.84	64.68	资产负债率(%)	55.86%	62.42%	50.80%	53.67%	56.18%
折旧摊销	736.57	28.05	1648.26	380.29	533.08	流动比率	1.58	1.38	1.78	1.66	1.57
财务费用	0.00	0.00	(61.73)	(75.15)	(131.24)	速动比率	1.52	1.29	1.66	1.55	1.47
应付帐款的变化	718.74	649.95	105.57	417.17	554.27	营运能力					
预收帐款的变化	(8.65)	213.81	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	29.61	20.12	16.19	16.14	16.24
公允价值变动收	3.36	3.06	3.10	3.10	3.10	应付账款周转率	2.31	1.86	1.80	1.78	1.79
长期股权投资减	111.36	138.09	0.55	0.00	0.00	每股指标(元)					
投资收益	3.36	3.04	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊	0.22	0.27	0.40	0.52	0.66
筹资活动现金	0.00	0.00	619.48	754.61	943.42	每股净现金流(最	0.05	0.94	0.18	0.20	0.27
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新	7.07	8.29	3.06	3.58	4.24
长期借款增加	13.40	(4.43)	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	46.07	0.00	969.98	0.00	0.00	P/E	51.82	42.22	28.35	21.84	17.27
资本公积增加	720.24	(0.46)	0.00	0.00	0.00	P/B	1.61	1.37	3.72	3.18	2.69
现金净增加额	0.00	0.00	619.48	754.61	943.42	EV/EBITDA	8.22	6.28	17.55	13.85	11.08

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师: 赵军胜

中央财经大学经济学硕士, 2008 年进入证券行业, 多年行业研究经验, 2011 年加盟东兴证券, 从事建材等行业研究。2014 年(暨 2013 年度)第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第 3 名。2014 年慧眼识券商行业第 4 名。华尔街见闻金牌分析师评选 2015 年中线选股行业第 2 名。2015 年东方财富第三届中国最佳分析师行业第 3 名分析师。2015 金融界慧眼识券商行业最佳分析师第 3 名, 最高涨幅第 1 名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。