



买入

42%↑

目标价格：人民币 17.40

002043.CH

价格：人民币 12.26

目标价格基础：28 倍 18 年市盈率

板块评级：增持

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	6.0	11.4	(1.0)	7.0
相对深证成指	(1.6)	11.7	(0.6)	(1.7)

发行股数(百万)	862
流通股(%)	83
流通股市值(人民币 百万)	8,782
3 个月日均交易额(人民币 百万)	151
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
德华集团控股股份有限公司	27

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2017 年 12 月 29 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

王钦

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515100003

兔宝宝

崛起中的板材龙头企业

我们预计公司经过前几年高速增长长期后，将进入中速成长期。

支撑评级的要点

- **Q3 收入和净利润增速环比回落。**公司二季度收入突破 11 亿元和净利润突破 1 亿元后，三季度继续保持收入 11 亿元和净利润 1 亿元的良好业绩。但收入和净利润增速继续回落，前三季度单季度收入增速分别为 73%、72%和 54%，净利润增速分别为 129%、43%和 28%。我们认为公司近两年高速增长后，未来进入中速增长长期是比较合理的。
- **盈利能力同比下降，环比回升。**公司收入依然保持高增长，但净利润增速偏慢，反映盈利能力有所下滑。去年前三季度单季毛利率分别为 18.2%、21.0%和 19.6%，净利率分别为 5.4%、11.5%和 11.0%；而今年前三季度单季毛利率分别降至 16.7%、17.2%和 17.4%，净利率分别为 7.1%、9.6%和 9.1%。盈利能力同比下滑主要来自两点：一是上半年开始逐步实施 B 转 A 的计划，二是原材料涨价。而盈利能力环比回升说明公司产品对成本上涨还是具有转嫁能力，只是存在时滞。
- **内部造血功能依然强大，委托贷款收益可观。**二、三季度经营活动现金净流量分别为 2.1 亿元和 1.5 亿元，同比增长 27%和 31%，自 2015 年以来持续保持强大的内部造血功能。由于现金充裕，三季度末公司委托贷款金额从年初的 5.2 亿元增加至 8.7 亿元，委托贷款收益从去年同期的 1700 万元增加至 3100 万元。
- **实际控制人持股比例提升有利于公司长期发展。**12 月 16 日公司公告，实际控制人丁鸿敏受让万向三农所持德华集团 41%股份，实际控制人所持德华集团股份从 52%上升至 93%，虽然德华集团所持兔宝宝股份不变，但实际控制人在上市公司中的权益上升，我们认为这有利于公司长期发展。

评级面临的主要风险

- 板材销售低于预期

估值

- 预计 2017-2019 年公司净利润分别 3.65、5.02 和 6.81 亿元，EPS 分别为 0.44、0.61 和 0.82 元，给予**买入**评级。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	1,647	2,677	4,364	5,891	7,953
变动(%)	17	63	63	35	35
净利润(人民币 百万)	97	260	365	502	681
全面摊薄每股收益(人民币)	0.118	0.314	0.441	0.606	0.822
变动(%)	127.8	166.5	40.6	37.3	35.7
全面摊薄市盈率(倍)	104.1	39.1	27.8	20.2	14.9
价格/每股现金流量(倍)	54.8	26.1	57.9	34.1	36.0
每股现金流量(人民币)	0.22	0.47	0.21	0.36	0.34
企业价值/息税折旧前利润(倍)	96.4	34.9	19.6	13.7	9.9
每股股息(人民币)	0.087	0.050	0.088	0.121	0.164
股息率(%)	0.7	0.4	0.7	1.0	1.3

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	1,647	2,677	4,364	5,891	7,953
销售成本	(1,370)	(2,174)	(3,622)	(4,866)	(6,553)
经营费用	(169)	(205)	(317)	(433)	(590)
息税折旧前利润	108	298	425	592	810
折旧及摊销	(24)	(27)	(32)	(35)	(38)
经营利润 (息税前利润)	84	271	393	557	772
净利息收入/(费用)	1	1	(3)	(4)	(6)
其他收益/(损失)	31	36	46	45	45
税前利润	116	307	435	598	811
所得税	(19)	(49)	(70)	(96)	(130)
少数股东权益	(0)	(2)	0	0	0
净利润	97	260	365	502	681
核心净利润	100	258	367	503	682
每股收益 (人民币)	0.118	0.314	0.441	0.606	0.822
核心每股收益 (人民币)	0.121	0.311	0.443	0.608	0.824
每股股息 (人民币)	0.087	0.050	0.088	0.121	0.164
收入增长(%)	17	63	63	35	35
息税前利润增长(%)	96	223	45	42	38
息税折旧前利润增长(%)	61	177	43	39	37
每股收益增长(%)	128	167	41	37	36
核心每股收益增长(%)	118	157	42	37	36

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	116	307	435	598	811
折旧与摊销	24	27	32	35	38
净利息费用	(1)	(1)	3	4	6
运营资本变动	37	100	813	(859)	657
税金	(19)	(51)	(70)	(96)	(130)
其他经营现金流	29	6	(1,038)	615	(1,099)
经营活动产生的现金流	185	388	175	297	282
购买固定资产净值	(1)	21	35	35	35
投资减少/增加	9	(406)	35	35	35
其他投资现金流	(155)	47	(75)	(75)	(75)
投资活动产生的现金流	(148)	(337)	(5)	(5)	(5)
净增权益	(72)	(41)	(73)	(100)	(136)
净增债务	(25)	0	956	(956)	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	58	(54)	1,914	(107)	(227)
融资活动产生的现金流	(38)	(68)	2,850	(1,061)	(142)
现金变动	(1)	(17)	3,020	(768)	135
期初现金	197	194	183	3,203	2,435
公司自由现金流	38	51	170	292	277
权益自由现金流	12	50	1,129	(660)	283

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	194	183	3,203	2,435	2,570
应收帐款	66	587	4	891	517
库存	268	245	1,184	525	1,619
其他流动资产	308	196	308	262	332
流动资产总计	836	1,211	4,699	4,113	5,038
固定资产	232	226	231	234	234
无形资产	54	75	73	70	67
其他长期资产	32	35	41	45	50
长期资产总计	319	336	344	349	351
总资产	1,166	1,984	5,477	4,894	5,821
应付帐款	99	135	397	262	590
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	129	217	230	338	392
流动负债总计	228	352	627	601	981
长期借款	0	0	956	0	0
其他长期负债	21	29	29	26	28
股本	484	828	828	828	828
储备	428	763	3,014	3,415	3,960
股东权益	912	1,591	3,842	4,243	4,788
少数股东权益	25	23	23	23	23
总负债及权益	1,166	1,984	5,477	4,894	5,821
每股帐面价值 (人民币)	1.10	1.92	4.64	5.12	5.78
每股有形资产 (人民币)	1.77	1.83	4.55	5.04	5.70
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.40)	(0.22)	(2.71)	(2.94)	(3.10)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.5	11.1	9.7	10.1	10.2
息税前利润率(%)	5.1	10.1	9.0	9.5	9.7
税前利润率(%)	7.1	11.5	10.0	10.1	10.2
净利率(%)	5.9	9.7	8.4	8.5	8.6
流动性					
流动比率(倍)	3.7	3.4	7.5	6.8	5.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	128.6	135.1	138.6
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.5	2.7	5.6	6.0	3.5
估值					
市盈率(倍)	104.1	39.1	27.8	20.2	14.9
核心业务市盈率(倍)	101.3	39.4	27.7	20.2	14.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	112.1	42.1	28.7	20.9	15.4
市净率(倍)	11.1	6.4	2.6	2.4	2.1
市净率(倍)	54.8	26.1	57.9	34.1	36.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	96.4	34.9	19.6	13.7	9.9
周转率					
存货周转天数	77.2	43.1	72.0	64.1	59.7
应收帐款周转天数	14.0	44.5	24.7	27.7	32.3
应付帐款周转天数	23.0	16.0	22.3	20.4	19.6
回报率					
股息支付率(%)	73.6	15.9	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	11.2	20.8	13.5	12.4	15.1
资产收益率(%)	6.2	14.4	8.8	9.0	12.1
已运用资本收益率(%)	2.7	5.1	2.8	2.8	3.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测