



东兴证券
DONGXING SECURITIES

此山高处东望，云气见蓬莱

——迪马股份（600565）大西南公司篇之一

2016年06月26日

强烈推荐/维持

迪马股份 深度报告

报告摘要：

公司“地产金融+军工”战略正逐步落实。公司的风格是言必行、行必果，与其一向谨慎的经营思路相一致。由当前公司涉及的业务来看，“地产金融+军工”业务格局已经形成，未来的2-3年是公司发展战略落地的时期。

◆公司以东原地产为平台开发的一系列高端住宅产品将成为其地产业务的核心竞争力，同时公司有望在特种军车行业和外骨骼机器人领域大放异彩，以资源整合的方式实现对军工领域的全面渗透。

◆公司“军工+地产金融”两大业务板块齐头并进，是对原有业务的新附加值的打造及产业链价值的深挖，并非在毫无比较优势的领域重新开辟市场，从而决定了公司产品竞争力远高于同类企业。

军工板块成长确定。公司募集的资金中10亿元投向新型军用车厂，以“无人车+特种车”资源整合为阶段性目标，以资源整合型平台为定位的发展战略将打造特种军车的核心竞争力；5亿元投向外骨骼机器人产业化项目，公司目前已经拥有突破性进展的阶段性成果，未来将确定实施产业化的产品，只待项目建设完成释放其盈利能力。

地产产品线不断升级。自东原地产于2014年4月通过资产重组方式注入公司后，彻底解决了大股东与公司的同业竞争问题，以“三宅一品”产品推出和城市优化为具体动作，开启地产业务产品线丰富化、高端化的进程。

公司盈利预测及投资评级。公司是深耕重庆的区域品牌房企，同时也是特种车行业的龙头，16年起将进入快速扩张期，尤其是随着公司军工板块业务投产和地产项目进入结算周期，将显著提升公司盈利和估值水平。

◆我们预计公司2016年-2018年营业收入分别为110.46亿元、148.77亿元和189.59亿元；每股收益分别为0.57元、0.84元和0.96元，对应PE分别为11.29、7.72和6.74。给予公司6个月目标价12元，维持公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7,182.01	7,731.24	11,045.8	14,877.2	18,959.0
增长率(%)	135.49%	7.65%	42.87%	34.69%	27.44%
净利润(百万元)	561.22	468.50	1,347.93	1,972.65	2,259.30
增长率(%)	187.71%	46.35%	187.71%	46.35%	14.53%
净资产收益率(%)	9.61%	7.62%	20.17%	26.40%	26.97%
每股收益(元)	0.24	0.20	0.57	0.84	0.96
PE	27.13	32.50	11.29	7.72	6.74
PB	2.61	2.48	2.28	2.04	1.82

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

梁小翠

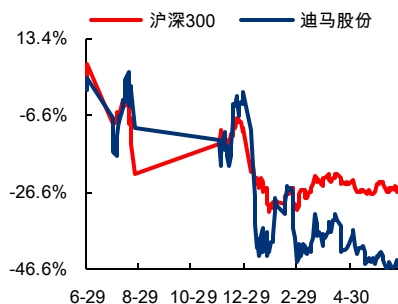
010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	6.33-14.53
总市值(亿元)	148.49
流通市值(亿元)	93.19
总股本/流通A股(万股)	234586/147220
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	3.89

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 《迪马股份（600565）2015年年报点评：资本运作竿头日上 发展格局优化提升》2016-04-27
- 《迪马股份（600565）：抓住现在 把握未来》2015-08-03
- 《迪马股份（600565）事件点评：实现大单销售，盈利与现金大提升》2012-07-02
- 《迪马股份（600565）事件点评：逆势将发力，看好西南房地产市场》2012-03-29

目 录

1. 忆往昔：以变化应变化的发展战略	4
1.1 地产业务拥有较强的区域知名度.....	4
1.2 大股东实力雄厚且控制力强.....	5
1.3 特种车业务坐拥行业龙头.....	6
2. 争现在：全方位核心竞争力培育	7
2.1 财务状况稳健.....	7
2.2 盈利能力破束缚.....	8
3. 看未来：“地产金融+军工产业”结构转型新动力	8
3.1 军工板块风头正劲.....	9
3.2 地产板块打造高端品牌.....	13
3.3 金融板块有力持续推进.....	16
4. 盈利预测及估值	17
4.1 公司地产业务板块营收预测表.....	17
4.2 特种车及外骨骼军工板块营收预测表.....	18
5. 投资评级	19
6. 风险提示	19

表格目录

表 1:迪马工业特种车产品系列及具体车型	6
表 2:委托贷款债权的资产证券化产品设计	8
表 3:公司 20 亿募投资金用途	10
表 4:公司与其他公司的战略合作	16
表 5:公司参股成立三峡人寿保险公司	16
表 6:公司地产业务收入预测表	17
表 7:公司地产业务板块 NAV 测算	18
表 8:公司特种车+机器人军工业务收入预测表	18
表 9:同类型军工上市公司市盈率比较表（截止 2016 年 6 月 24 日收盘）	19
表 10:公司盈利预测表	20

插图目录

图 1:公司历年主营业务构成变动情况	4
图 2:地产产业链发展轨迹	4
图 3:公司四大社区子品牌	5
图 4:地产以三大板块作为资源支撑	5
图 5:大股东东银控股旗下企业列表	5
图 6:大股东实际控制比例高达 45.42%.....	6
图 7:公司近 2 年资产负债率回落至行业平均水平	7
图 8:公司近 2 年流动比率超过行业平均水平	7
图 9:公司以“地产金融+军工产业”为核心的发展新战略.....	9
图 10:台海和南海问题将成为军工领域相关标的的催化剂.....	10
图 11:国防预算年均增速超过 13%.....	10
图 12:北理工与中航智联合研发的共轴双旋翼无人机.....	11
图 13:TD 系列无人机机体参数和技术指标.....	11
图 14:外骨骼机器人设计原理	12
图 15:洛克希德·马丁公司研发的单兵外骨骼.....	12
图 16:全球外骨骼机器人市场规模测算.....	12
图 17:东原核心产品系	13
图 18:地产业务营收区域来源	14
图 19:东原地产布局城市情况.....	15
图 20:公司近几年地产销售签约金额	15
图 21:公司近三年土地储备及在建、竣工情况.....	15
图 22:东海证券近 5 年营收及净利润情况.....	17
图 23:公司及利益相关人持有东海证券股权情况.....	17

1. 忆往昔：以变化应变化的发展战略

公司自 1997 年成立以来，以专用车的生产作为始点，陆续加入房地产、金融两大元素，目前已经形成特种车生产、房地产开发和金融投资三大领域协同发展的格局。

从历年主营业务变动的轨迹可以看出，公司的发展战略是在随着宏观经济形势和产品周期不断进行调整的，以变化应变化的灵活战略保证了公司长远、稳定、健康的发展。值得一提的是，公司自 2012 年开始涉足绿化装饰工程业务，并且 2015 年并购大股东旗下物业管理公司，两类业务均为对地产产业链的延伸和价值深挖，有利于公司成长为房地产业务综合服务商。

图 1:公司历年主营业务构成变动情况



资料来源：东兴证券研究所

1.1 地产业务拥有较强的区域知名度

东原地产在大西南片区，尤其是重庆本地市场享有盛誉。公司作为拥有房地产开发、商业运营和物业管理的全产业链布局房企，已经具备了通过产业链资产整合和优化进一步提升公司盈利能力的核心竞争力。从公司近两年的资产重组思路可见其打造地产王牌的意图，2014 年将东原地产剩余地产业务全部注入迪马股份，2015 年收购重庆新东原物业、与山东绿叶医疗合作布局社区医疗领域，无一不显示出其丰富地产业务产品和服务的战略思路。

图 2:地产产业链发展轨迹



资料来源：东兴证券研究所

结合近些年来的社区运营创新实验，东原地产初步形成了“童梦童享、友邻友趣、乐

享乐配、优度优家”四大社区子品牌，分别从儿童成长、人文亲邻、社区配套及特色精装修等方面为客户提供全生命周期的社区服务。2015年，东原地产凭借社区子品牌“童梦童享”和“友邻友趣”杰出的产品理念和执行力，连续两次获得“2015中国房地产专业领先品牌价值TOP10”、“2015中国房地产专业新锐品牌价值TOP10”，与万科、龙湖并肩，领衔2016中国新社区文化运营商TOP10前三甲。

除东原地产获得多项荣誉外，东原物业也获得“2015中国中西部物业服务领先品牌”。随着公司向核心一二线城市拓展，未来公司有望走出西南，走向全国，形成具有全国影响力的品牌。

图 3:公司四大社区子品牌



资料来源：东兴证券研究所

图 4:地产以三大板块作为资源支撑

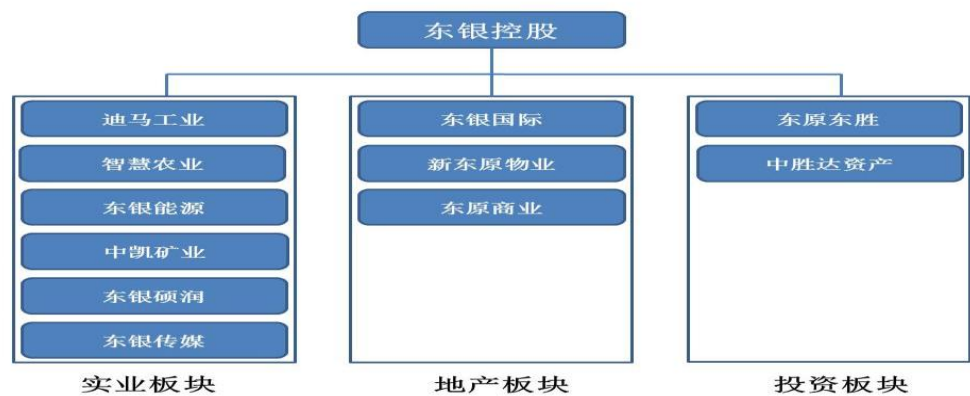


资料来源：东兴证券研究所

1.2 大股东实力雄厚且控制力强

公司大股东为重庆东银控股集团有限公司（简称为东银控股），目前拥有包括迪马股份（股票代码“600565”）、智慧农业（股票代码“000816”）和东原地产（股票代码“HK0668”）等多家上市公司，且联合世界500强企业壳牌公司、江苏华西村和韩国东洋等国内外知名企业成立了东银壳牌、南方迪马、东禾机械、东银华西等20余家控股和参股企业。

图 5:大股东东银控股旗下企业列表

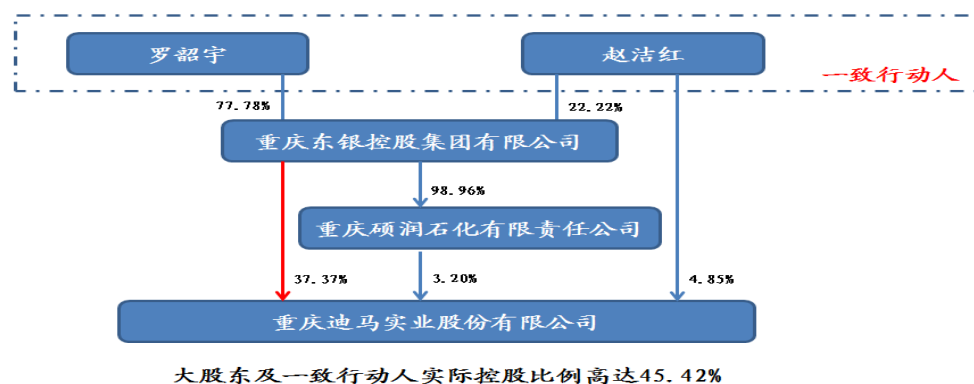


资料来源：东银控股官网，东兴证券研究所整理

东银集团成立于 1998 年，是以机械制造、房地产、矿产能源和金融投资为主业的多元化投资控股集团，年度销售收入超过 100 亿元。大股东投资方向横跨多个领域，并不断向各领域的产业链深层渗透，以期实现资源的优化整合和产业链的构建，目前效果初现，东原地产和迪马工业品牌分别在地产和机械制造领域占据一席之地。

另外，大股东实际控制比例高达 45.42%，仍然处于不断增持公司股份的进程中，显示出对公司未来发展极强的信心。

图 6:大股东实际控制比例高达 45.42%



资料来源：WIND，东兴证券研究所

1.3 特种车业务坐拥行业龙头

2002 年，迪马实业在上交所上市，成为中国特种车行业第一家上市公司。公司一直占据特种车行业龙头地位，公司的防弹运钞车市场占有率约为 50%，稳居同行业第一。特种车产品包括防弹运钞车，环卫车，应急通信车，通信指挥车，电视转播车，消防车，防暴车等，广泛应用于金融押运、公安消防、通信广电、市政环卫、电力民航等领域，公司拥有西南、华北、华南三大产业基地。同时，公司对于特种车技术的研发和引进也高度重视。

- ◆ 引进世界一流的公路养护设备和技术，开发出多功能除雪车，多功能养护车和道路附属设施养护系列产品几十个品种，绝大多数产品填补国内空白。采用美日等国最为先进的压缩式垃圾车生产技术，优化设计研制出多种吨位，多种填装方式，近 12 个品种的压缩式垃圾车，广泛应用于城市生活垃圾的收集和运输。

表 1:迪马工业特种车产品系列及具体车型

特种车产品系列	具体车型
运钞车系列	大、中、小型运钞车和银行车
消防车系列	-
矿用车系列	-
集成车系列	-
环卫车系列	除雪车、清洗车、垃圾站、洒水车、扫路车、洗扫车
防暴车系列	-

资料来源：东兴证券研究所

- ◆ 公司具有专业化的特种车研究院, 科研人员 200 余人, 依据市场需求优化产品, 实现“产+研”的优势结合, 拥有 100 余项专利技术, 形成了特种车行业自主核心技术。

2. 争现在: 全方位核心竞争力培育

对公司现状的分析主要集中于两个方面: 一个方面是从公司获得稳定、成本较低的融资来看, 公司的财务状况稳健; 另一个方面是从公司与全国知名房企的合作来看, 公司处于学习和成长的过程中, 合作将促进公司与其合作方的共同成长。

2.1 财务状况稳健

从 2015 年融资总体情况来看, 发行公募债 20 亿元、私募债 16 亿元和中票 4 亿元, 加权资金成本为 8.3%。具体来看:

- ◆ **2015 年 7 月份发行的 20 亿元公司债利率为 7.49%**, 利率较高的原因是, 当时恰逢股灾而导致的债券收益率上行, 从而导致资金成本仍然停留于较高水平, 尤其是当年未分次发行而采用了一次全部发行的方式, 对资金成本降低作用有限;
- ◆ 私募债融资 16 亿, 其中 1 期为 2 年期无担保品种, 额度 10 亿元, 资金成本为 7.3%; 2 期也为 2 年期债券, 额度 6 亿元, 资金成本为 6.8%, 此时资金成本已经显现出明显的降低趋势;
- ◆ 4 亿中票的成本为 5.8%, 于 2016 年 2 月成功发行完毕。

这些数据集中体现了公司资金成本在 2015 年不断降低的趋势, 虽然相较于行业龙头企业的融资成本仍然偏高, 但是也体现出显著的持续下降进程, 预期随着原长期负债的到期及新低息负债的替换, 公司加权资金成本将于今年迈入 7 利率时代。

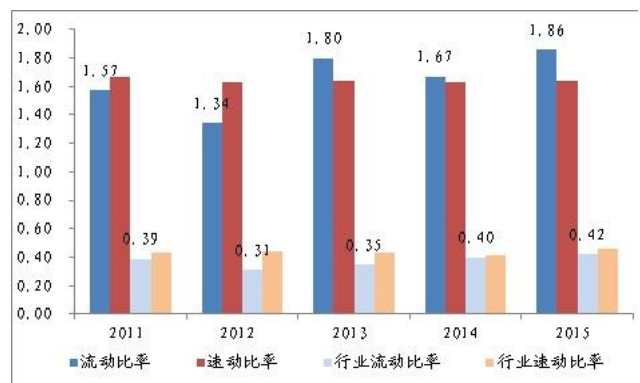
公司发行大量公司债的考虑是用低成本债务替换高成本的资管和信托贷款, 用长期替换短期资金, 未来将有望通过滚动发行的方式, 实现 3 年期向 5 年期或更长时期的替换转移, 从而保证公司整体资金结构稳健。

图 7: 公司近 2 年资产负债率回落至行业平均水平



资料来源: 东兴证券研究所

图 8: 公司近 2 年流动比率超过行业平均水平



资料来源: 东兴证券研究所

除了传统的银行贷款和公司债、中票等募资形式，公司还尝试新型筹资工具。5月27日，公司公告拟开展委托贷款债权的资产证券化工作，融资规模5.5亿元。此次新融资工具的尝试有利于开拓融资渠道，提高资产流动性，增强现金流的稳定性。

表 2:委托贷款债权的资产证券化产品设计

级别	优先级	本金规模	期限
优先级	01	0.75	1年
	02	0.94	2年
	03	1.03	3年
	04	1.1	4年
	05	1.18	5年
次级		0.5	5年
	总计	5.5	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2 盈利能力破束缚

公司地产业务板块与多家知名房企合作，未来将通过资产整合和合作操盘等方式打破盈利能力的束缚。

公司正在与旭辉、碧桂园展开战略合作，上海郦湾、逸墅两个项目就是东原地产和碧桂园合作的成果。我们认为，公司与旭辉、碧桂园等知名房企合作将产生两个方面的利好：

- ◆ 一方面，合作的基础是公司的产品品质优良和全国知名房企的综合实力，基于对双方优势的认可，两家公司的合作将产生巨大的协同效应。
- ◆ 另一方面，从当前经营现金流情况来看，公司手中持有大量现金，资金压力较轻，公司与旭辉、碧桂园等房企合作更多是基于资源共享的考虑。不论是在竞拍市场中的举牌，还是在产品质量的提升，强有力的合作方将显著降低公司的压力。

3. 看未来：“地产金融+军工产业”结构转型新动力

公司的风格是言必行、行必果，与其一向谨慎的经营思路相一致。由当前公司涉及的业务来看，“大金融+军工”业务格局已经形成，未来的2-3年是公司发展战略落地的时期。

- ◆ 军工方面，特种军车在制造板块中的比重或将进一步提升，从而打开公司在运钞车等细分特种车领域的天花板。同时，借助于对军工产品的深刻理解，公司外骨骼机器人军用化产品也将实现产业化。我们认为，公司或有可能加快军工领域的布局，主要的实现形式为现金并购或发行股份购买这两种模式；
- ◆ 地产金融方面主线有两条，一条为地产业务，以重庆市场为根据地，深挖新进城市的价值和潜力；另一条为金控业务，金控平台中的地产（大金融属性）、保险、券

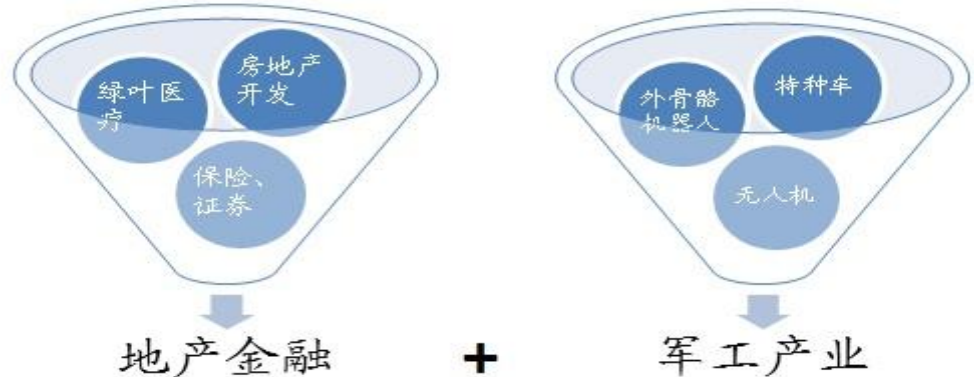
商等要素的协同和发展将在这一时期集中反映出来。

我们认为，在当前地产行业进行白银时代，开发产品品质升级和服务提升将是大势所趋，公司以东原地产为平台开发的一系列高端住宅产品将成为其地产业务的核心竞争力，同时，以特种军车行业多年发展经验为基础，公司有望在特种军车行业和外骨骼机器人领域大放异彩，并通过资源整合的方式实现对军工领域的全面渗透。

公司“军工+地产金融”两大业务板块齐头并进，是对原有业务的新附加值的打造及产业链价值的深挖，而不是在毫无比较优势的领域重新开辟市场，从而决定了公司的核心竞争力远高于同类企业。

总体来看，公司制定的“地产金融+军工产业”新战略顺应结构转型大势，且已经通过有计划的资源整合和重组实现了产业框架的构建，未来的新业务的发展空间将打开，从新的高度促进公司盈利能力迈上新台阶。

图 9:公司以“地产金融+军工产业”为核心的发展新战略



资料来源：东兴证券研究所

3.1 军工板块风头正劲

2015年12月，公司公布非公开发行股票预案，拟募资20亿元，投资于军工板块业务：特种军车和外骨骼机器人制造，公司实现由传统机械制造向军工装备制造的华丽蜕变。

- ◆ 从近两年我国周边的政治军事形势来看，台海和南海问题已经发展成为制约我国军事实力和影响力提升的重大影响因素，预期关于这两个问题的事件和政策将成为直接刺激军工领域相关标的的催化剂。
- ◆ 从我国近十年的国防预算总额及军事态度来看，我国的军事态度伴随着国防支出的快速增长而表现为越来越强硬，未来2年国防预算破万亿已经成为必然，军工行业需求将呈现持续扩张的态势，从而为整个军备行业的快速发展提供巨大的空间。

图 10:台海和南海问题将成为军工领域相关标的的催化剂



资料来源: 东兴证券研究所

图 11:国防预算年均增速超过 13%



资料来源: 东兴证券研究所

公司 2015 年 12 月公布定增预案, 拟募资 20 亿元。公司募集的资金中 10 亿元投向新型军用车, 由于当前特种军车的产能严重不足, 因此, 未来募投资金的投向主要为扩建厂房或修建新生产基地。公司认为未来特种军车市场需求稳定, 军口订单数量有望持续提升。募投的 20 亿资金中有 5 亿元的份额被规划为投向外骨骼机器人产业化项目, 鉴于当前此类机器人的客户群体设定为军方, 未来民用化带来的更大更快利润增长亦可期。

表 3:公司 20 亿募投资金用途

募投资金用途	项目总投资额	募集资金投入额
新军特种军车生产建设项目	10.28 亿	10 亿元
外骨骼机器人产业化项目	5.03 亿	5 亿元
偿还公司债务	5 亿元	5 亿元
合计	20.31 亿	20 亿元

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

(1) 与北理工合作, 实施“特种军车+无人机”的资源整合计划

公司与在国防军工领域高校排名第一的北京理工大学合作进行军品研发。北理工在众多军工产品领域已有产成品, 与其合作将极大的缩短公司的研发周期, 有效避免了公司再进行专项研发的成本, 同时院企合作的模式将实现双方共赢。

北京理工大学 2015 年申请专利超过 1050 项, 授权专利超过 780 项, 持有的有效专利超过 1400 项, 其中持有的有效国防专利 550 项左右, 有效国防专利在全国高校居第一位。

公司与北京理工大学在科学研究方面主要合作方向包括: (1) 专用领域无人机的联合研发, 包括但不限于军用、警用、消防、农业等领域方面; (2) 虚拟现实与仿真技术在专用车应急救援减灾领域的应用研发, 主要应用于交通、消防、地震、自然灾害等

领域的宣传；(3)大扩展比智能拓展方舱的联合研发，主要运用于军事、移动式医疗、后勤保障、通信类拓展等领域应用的方舱；(4)特殊区域无人车的联合研发，主要运用于战场、火灾现场等特殊区域的无人驾驶车辆。

北理工在现代通信方面具有核心技术，学校和北京中航智有限公司联合共建无人飞行器自主控制研究所，共同致力于无人机研发。公司的主要合作方是中航智，该公司专注于无人机的研发，公司设计并打造了 TD 系列、TC 系列无人直升机，已经成为行业的领军企业。

图 12:北理工与中航智联合研发的共轴双旋翼无人机



资料来源：中航智官网，东兴证券研究所

图 13:TD 系列无人机机体参数和技术指标

TD 系列 无人直升机	机体参数	旋翼直径：3964mm
		机身长度：2480mm
		空机重量：140kg
技术指标	有效载荷：30~100kg	
	续航时间：1.5~5h	
	巡航速度：100km/h	
	工作半径：20~100km	

资料来源：中航智官网，东兴证券研究所

研制的共轴双旋翼无人直升机为世界首台电控共轴无人直升机，机身长度 1.5m，空机重量仅为 150Kg，任务载荷 150Kg，最大飞行速度为每小时 100 公里，续航时间 5 小时，升限 4000m，能在小于 5x5m² 的空间范围内自由起落，其载荷、速度为同等量级无人机的 2 倍。

无人机的主要应用群体有两类：

- ◆ 警用无人机：安保、消防、公安等。公司有望依托于传统的特种车已经形成的客户群体开拓新产品的市场，从而形成产品间的叠加效应。
- ◆ 空地通讯：凭借北理工在现代通讯领域的科研优势，双方的合作将产生巨大的协同效应。

无人机四大核心系统构成包括飞控系统、导航系统、动力系统、数据链。无人机的通讯续航时间较短，公司将研发的特种军厂与无人机结合，将有效的扩大无人机的覆盖范围，将公司特种车辆所具备的车载防务系统飞行器测控通信、导航、指挥与控制技术等优势与北理工为主体的无人机研发团队进行系统性整合，从而实现“强强联合”，实现公司资源整合和协同发展的总体战略。

(2) 外骨骼机器人的产业化进程加速

自 2015 年公司宣布与电子科大合作外骨骼机器人研发以来，合作取得了突破性进展，

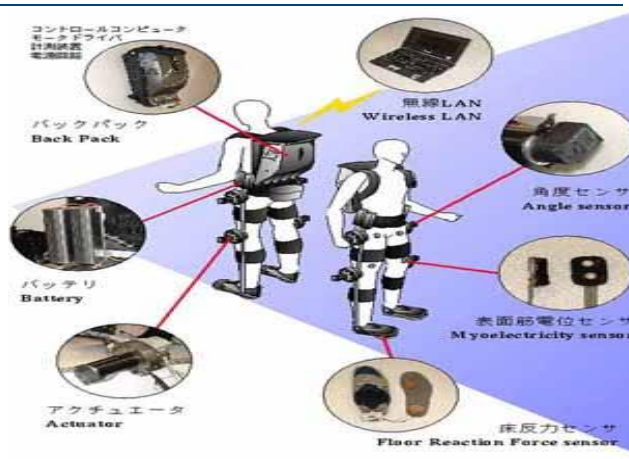
设计完成了阶段性成果, 未来将确定实施该产品的产业化, 只待项目建设完成释放其盈利能力。外骨骼机器人目前已经具备了要求的基础功能, 正处于不断改进的阶段。未来的优化目标主要有三个:

- ◆ 轻量化, 使用合金材料减自重, 增加有效载重;
- ◆ 柔性化, 穿戴设备的重要特点是柔性化, 要在柔性化和刚性之间进行合理均衡;
- ◆ 电池的续航, 对现有的续航能力进行有效提升, 最大化电池的续航时间。

外骨骼机器人的主要用途有三个方面:

- ◆ 军事用途, 用于陆军、武警、特种兵和海军。
- ◆ 准军事用途: 消防和公安部门;
- ◆ 民用: 主要包括助老、助残、复健、学步和休闲娱乐等。

图 14:外骨骼机器人设计原理



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

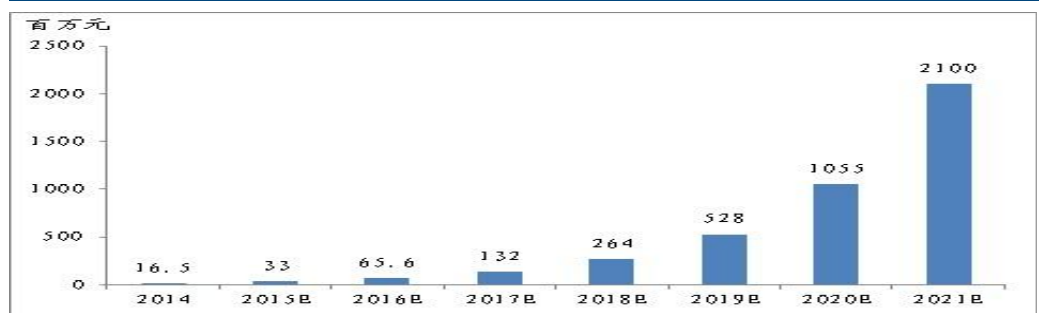
图 15:洛克希德·马丁公司研发的单兵外骨骼



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

公司关于外骨骼机器人产业化的思路如下: 公司的发展策略是“先军后民”, 由于军品更加标准化、批量化, 容易形成标准化产品并进行批量生产, 从而快速实现盈利能力的提升; 而民用设备更加个性化, 虽然技术难度较低但细分需求较多, 未来在军用实现规模化生产后这一领域将是公司研发的重点。

图 16:全球外骨骼机器人市场规模测算



资料来源: Marketsandmarkets, 东兴证券研究所

以国外外骨骼机器人民用化产成品为例，美国范德堡大学设计制造名为“Indego”的动力外骨骼机器人已经获得美国食品药品监督管理局(FDA)的上市批准，于2015年率先在欧洲上市，售价为8万美金。由此可见，民用外骨骼机器人是技术含量高、单品价值高的产品，随着中国老龄化社会的来临和医疗保障水平的不断提升，未来外骨骼机器人将面临非常广阔的市场发展空间。

3.2 地产板块打造高端品牌

基于当前市场环境，公司城市布局调整已经势在必行。主要从产品类型、城市布局和产业链三个方面进行考虑：

（1）产业线更加丰富

东原地产成立于2004年，隶属于东银控股集团，2014年4月通过资产重组方式注入上市公司迪马股份，彻底解决了大股东与旗下上市公司迪马股份的同业竞争问题，也拉开了迪马地产业务产品线丰富化、高端化的序幕。

东原地产精于高端住宅和社区配套商业打造，以“1891 印长江”为代表的江景豪宅已经成为公司的标志性产品。地产业务产品线丰富，包括高层普通住宅、精装公寓、低密度住宅、社区配套商业等多业态产品，开发经验丰富。依托于优质的产品开发和创新能力，地产板块推出“三宅一品”系列产品。

- ◆ TOP系：1891的印长江项目，地理位置好、产品好，未来是公司重点发展的项目系列；
- ◆ 山樾系：湖山樾和江山樾，重庆项目有2个，主要为别墅和联排产品；
- ◆ 晴天系和时光系。晴天系主要为刚需楼盘；时光系为高层和叠拼等产品。

图 17:东原核心产品系



资料来源：东兴证券研究所

从地产板块产品研发思路来看，依托于优质的地理环境，长三角的产品系列会以时光系为主，同时依据地块属性和产品特点确定项目开发方向，具体的例子为上海的郦湾、逸墅两个项目，每个项目都依据地块实现差异化设计，并有特色化的亮点。

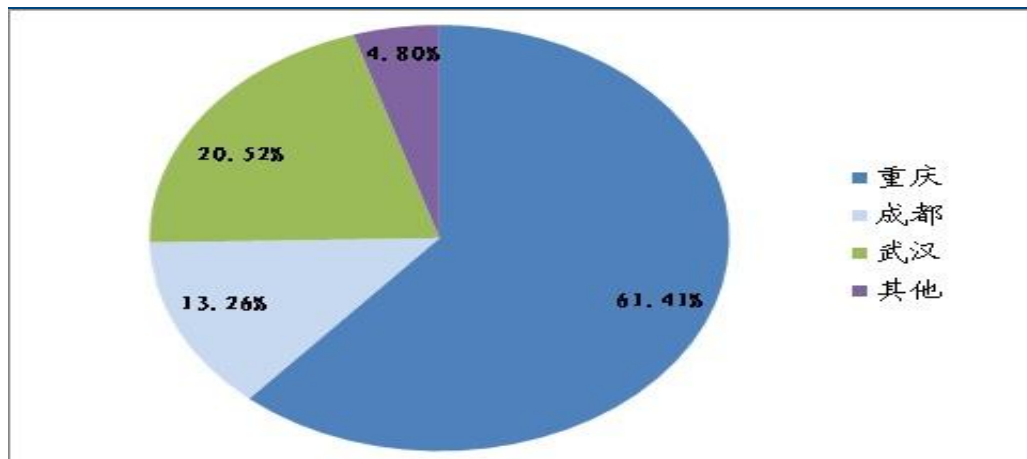
另外，结合当前市场环境，公司已经入驻上海、武汉、南京三大“单价地王和总价地

王频出”的城市，同时考虑到改善型需求的释放，未来公司将加大低密度改善性住宅开发，当前“三宅一品”产品线的推出无疑是对此战略的有力支持，实现地产业务产品的“升级换代”。

（2）城市布局更加合理

从 2015 年地产业务营收区域占比来看，重庆仍然是营收的主要来源区域，其毛利率为 22.13%，远低于武汉区域的 39.52%。由于重庆市场特有的稳定的政策环境、大量的土地供应和持续稳定的城镇化购房需求支撑，重庆的房地产市场相较于其他地方更为健康和平稳，这也就决定了能够在低毛利地区生存下来且具备核心竞争力的企业，在其他高毛利区域将更容易保持其高盈利能力。

图 18:地产业务营收区域来源



资料来源：东兴证券研究所

鉴于西南市场政策和销售较为稳定，安全边际较高，重庆仍然将是公司布局的核心城市。随着公司城市布局战略的升级，重庆市场的比重将会进一步降低，其他一级及核心二线城市的比重将上升，重点布局长三角和长江经济带等高毛利城市，真正实现公司城市布局多元化的意图，不仅提升公司的盈利能力，也同时强化公司的抗风险能力。

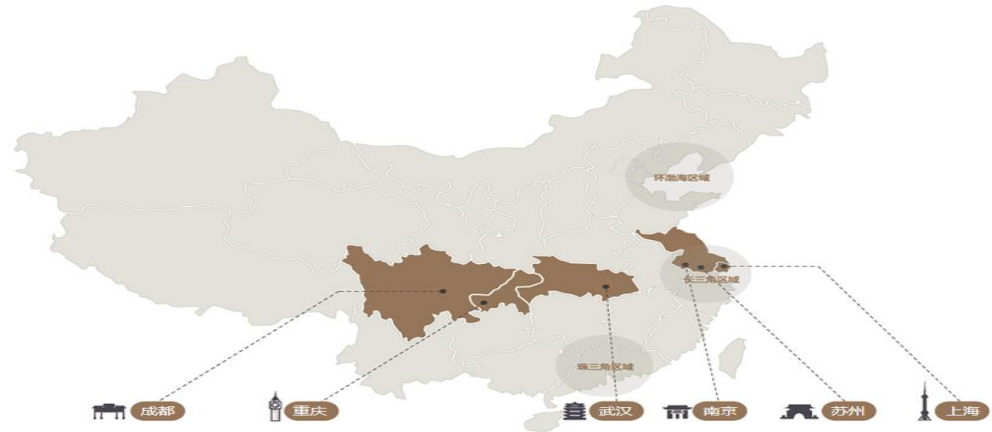
除重庆外，公司去年和今年新进南京、苏州两地，华东城市的布局已经基本完成，未来或考虑进驻杭州。除长三角区域外，公司也在考虑珠三角布局，具体包括深圳、广州和东莞 3 个城市。当前东莞正处于工业快速发展和人口迅速增长的时期，未来的城市吸引力将逐步增加，尤其是东莞地处深广城市群中间，房价不高，较广深两市显示出更加大的人口和产业吸附力。总体来看，公司的城市布局可以描述为：**长三角+珠三角**。

从当前项目布局情况来看，上海 5 个，未来将继续增加；南京 1 个，未来将继续增加；苏州 1 个，未来也将继续增加。从南京和苏州的情况来看，单个城市的产能仍然较低，还有巨大的提升空间。

如果依据前述计划进行调整，我们认为，未来重庆市场占比将小于 40%、武汉市场占比将超过 20%、上海占比将达到 30%以上。地产销售收入将稳步上升，城市结构

上将更加均衡。

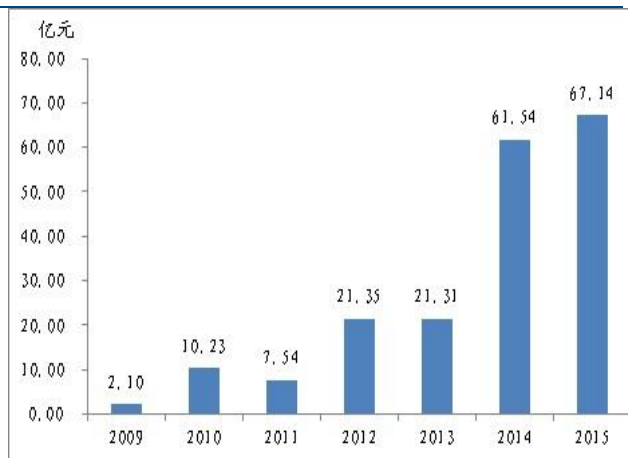
图 19:东原地产布局城市情况



资料来源: 东原地产官网, 东兴证券研究所

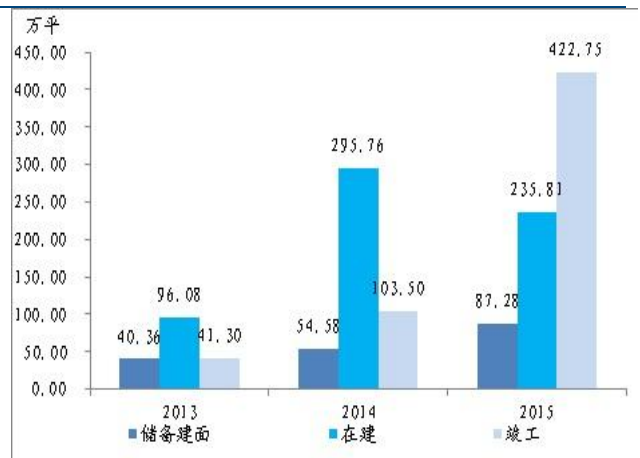
公司所有项目均布局于主城, 将不涉入区县项目。从近两年公司在重庆拿地的情况看, 是以消化前期土地储备为主, 2015 年在重庆公司只拿了 1 块地, 2014 年没有拿地。从土地总量来看, 重庆土地仍然较多, 地价主要看政府供地的节奏, 公司未来将寻找合适的时机投资合适的地块。

图 20:公司近几年地产销售签约金额



资料来源: 东兴证券研究所

图 21:公司近三年土地储备及在建、竣工情况



资料来源: 东兴证券研究所

从当前重庆市场交易数据看, 3-6 个月内的存销比指标持续提升, 部分开发商的全面提价已经释放积极信号, 市场近期热度有所提升。目前重庆市场去化率指标为 8.5, 随着土地供应节奏放缓, 存销比数据有望从 8.5 提升至 6, 如果达到这种水平, 那么价格上涨将形成确定性向上动力。

(3) 产业链+价值链深挖

公司对于产业链和价值链的资源整合和深挖体现为两个方面:

- ◆ 与社区医疗著名企业绿叶医疗进行合作, 向业主提供优质的社区医疗服务, 在丰富自身物业功能的同时, 积累社区医疗和其他高端医疗领域的运营管理经验。
- ◆ 与金融机构和其他知名房企战略合作, 以项目投资、合作拿地等方式实现战略合作协议的落地。

表 4: 公司与其他公司的战略合作

时间	合作方	合作方式
2015 年 11 月	平安不动产、旭辉	联手开发重庆北部新区大竹林项目
2015 年 12 月	平安不动产、碧桂园	竞得奉贤区南桥新城 16 单元 32-04 区域地块

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

我们判断, 公司与绿叶医疗的合作应该只是财务投资者的身份, 更多的是基于向社区服务和产业链下游价值深挖的考虑, 而并不是向医疗领域转型。但不可否认, 公司在合作模式成熟后, 有可能实现对社区医疗以外的医疗产业链细分行业深度布局, 如口腔、整形美容、高端医疗等。

与其他公司的战略合作除了顺应行业趋势实现小股操盘外, 也将通过与行业龙头企业的合作更加快速的实现全国布局, 从而实现东原地产全国拓展战略的加速落实。

3.3 金融板块有力持续推进

公司 2015 年 6 月份公告拟出资 2 亿元参股设立三峡人寿保险公司, 2016 年 4 月 6 日公告获批。按照披露的参股公司来看, 公司大概率不是三峡人寿的控股股东, 而是作为其财务投资者或战略投资者的身份存在, 持股比例为 15%。

表 5: 公司参股成立三峡人寿保险公司

公司	认缴资金	持股比例
重庆渝富资产	-	-
重庆高科集团	-	-
新华联控股	-	-
重庆迪马工业	不超过 2 亿	15%
江苏华西同诚投资	-	-
重庆中科建设	-	-
重庆新天泽控股	-	-
	总计 10 亿元	-

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

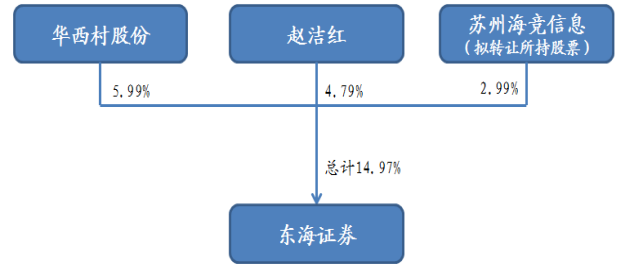
除参与保险公司设立以外, 公司利益相关人 (赵洁红、华西村股份) 以购买形式大比例持股东海证券。截止 2015 年底, 一致行动人赵洁红、华西村股份和拟转让股票方苏州海竞信息共持股比例为 13.77% (分别为 4.79%、5.99% 和 2.99%), 仅次于常州投资集团的 14.97%, 成为东海证券第二大股东。

图 22:东海证券近 5 年营收及净利润情况



资料来源: 东海证券年报, 东兴证券研究所

图 23:公司及利益相关人持有东海证券股权情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

我们认为公司顺应行业趋势, 正走在探索“地产+金融”模式的路上, 从行业未来发展的路径来考虑, 这种布局能够真正实现两大金融细分领域的协同发展效应。尤其是伴随着地产和金融行业属性的进一步融合和金融企业的快速发展战略机遇期, 公司渗透大金融领域的经营思路将缓释出重要的战略意义, 助力公司发展迈上新台阶。

4. 盈利预测及估值

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 110.46 亿元、148.77 亿元和 189.59 亿元, 增速分别为 42.87%、34.69%和 27.44%。其中 2016 年公司的房地产业务受到公司布局上海、武汉等核心一二线城市和地产业务产品品质提升的影响, 毛利率将出现一定程度的上升。除此之外, 在军用特种车和外骨骼机器人经过两年建设后于 2018 年开始生产产品后, 公司的盈利能力将得到巨大提升, 从而表现为营收大幅增长。

4.1 公司地产业务板块营收预测表

表 6:公司地产业务收入预测表

	2015A	2016E	2017E	2018E
物业销售收入 (亿元)	77.31	110.46	148.77	189.59
物业销售增速	7.65%	42.87%	34.69%	27.44%
地产业务产生的 EPS	-	0.52	0.57	0.55

资料来源: 东兴证券研究所

经测算, 公司的开发项目评估溢价为 45.88 亿元, 2016-2018 年间由地产业务所产生的每股收益分别为 0.52、0.57 和 0.55 元/股。

公司房地产开发项目 2016 年底未结面积为约为 430 万平米, 对应货值约为 430 亿元, 相应的开发类房地产项目重估净资产值 (NAV) 约为 102 亿元。除此之外, 公司持有型商业物业面积约为 17 万平米, 账面价值为 0.75 亿元, 我们以平均市价 5000 元/平米对持有型物业进行重估, 此部分持有性物业增值部分约为 7.75 亿元。因此, 总体地产板块业务 NAV 估值为 109.55 亿元。

表 7: 公司房地产业务板块 NAV 测算

地产项目评估溢价 (亿元)	
开发项目净利润折现 (亿元)	101.8
持有型物业重估净资产 (亿元)	7.75
开发+持有型物业 NAV	109.55
账面净资产	61.45
地产 NAV+账面净资产	171
总股本 (亿股)	23.46
RNAV	7.29

资料来源: 东兴证券研究所

4.2 特种车及外骨骼军工板块营收预测表

依据公司定增计划中所测算的两块军工业务规模和成长速度, 经过两年建设期, 2018 年将成为公司军工业务爆发年, 同时高技术含量的军工产品将大幅提升公司的毛利率水平。

- ◆ 定增计划中 5 亿元资金投放外骨骼机器人产品制造与销售, 项目建设期 2 年, 达产期 4 年, 所得税后投资回收期 6.57 年, 财务内部收益率 16.85%。未来机器人产品线将横跨军用民用两大领域, 军品订单将提前释放业绩, 民用订单有望长期支持公司业务快速增长。
- ◆ 新型军用特种车项目拟投入 10 亿元, 其中固定资产投资及软件投资共 7.8 亿元, 流动资金 2.48 亿元, 项目建设期 2 年, 达产期 4 年, 投资回收期 5.73 年, 内部收益率 21.36%。我们认为公司基于当前在特种车领域的龙头地位, 有望实现“特种车+无人机”资源协同的平台, 进一步或将打造成为其军工领域的核心产品, 奠定这一细分领域的核心竞争力。

表 8: 公司特种车+机器人军工业务收入预测表

	2015A	2016E	2017E	2018E
特种车销售收入 (亿元)	9.24	10.16	11.18	16.18
机器人销售收入 (亿元)	0.00	0.00	0.00	5.00
特种车销售增速	10.00%	10.00%	44.72%	30.90%
机器人销售增速	-	-	-	-
军工业务产生的利润	2.64	3.05	3.35	4.85

资料来源: 东兴证券研究所

我们选取了四家与公司的军工板块业务类似的企业与公司比较, 四家公司的平均 PE 为 50.93, 高于公司当前的 28.6。在这里我们需要说明的是, 前两家公司为机器人概念股, 后两家公司为无人机概念股, 军工板块总体估值较高, 将显著提升公司的总体估值水平。因此, 我们认为公司的军工板块给予 50 倍 PE 较为合理, 对应公司军工业务板块相对估值为 6.5 元。

即通过分部估值法, 公司的合理股价为 13.79 元/股。

表 9:同类型军工上市公司市盈率比较表（截止 2016 年 6 月 24 日收盘）

股票代码	股票名称	当前股价	2015EPS	2016EPS	2017EPS	2018EPS	2015PE	2016PE	2017PE	2018PE
300024.SZ	机器人	25.49	0.56	0.32	0.41	0.52	45.79	79.28	62.80	49.11
002444.SZ	巨星科技	19.68	0.47	0.58	0.68	0.79	41.59	34.09	28.89	24.86
300185.SZ	通裕重工	8.45	0.09	0.13	0.16	0.22	97.54	65.22	55.14	40.46
001696.SZ	宗申动力	10.27	0.33	0.41	0.44	0.39	30.85	25.11	23.10	26.43
平均 PE							50.93			

资料来源：WIND、东兴证券研究所

5. 投资评级

从我们对公司的调研和研究情况来看，公司在一步步落实“地产金融+军工”两大领域的布局，并已经取得阶段性的成果。我们认为，公司面临两个重大发展机遇：

- 一方面，随着重庆市逐步限制土地供应，未来重庆市房地产市场也将面临着一个向上的推动力，尤其是在当前货币供应量大幅攀升，作为全国房价低洼的西南核心城市，或将面临投资性需求上升的局面，房地产市场仍然具备较好的发展空间；
- 另一方面，台海局势的日益紧张和国防投入的不断攀升，为我国军工行业带来巨大的发展空间，公司从民用和军用两个角度着手，发展军用特种车、外骨骼机器人、无人机配套军车等产品，走在行业发展的前沿。在新形势新机遇新战略下，公司将书写出辉煌的新篇章。

公司最核心的地产开发和特种车研发销售能力已被市场证明，16 年起将进入快速扩张期，尤其是随着公司军工板块业务投产，将显著提升公司估值水平。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 110.46 亿元、148.77 亿元和 189.59 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 13.48 亿元、19.73 亿元和 22.59 亿元；每股收益分别为 0.57 元、0.84 元和 0.96 元，对应 PE 分别为 11.29、7.72 和 6.74。给予公司 6 个月目标价 12 元，维持公司“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

- 1、军品订单业绩释放速度不及预期；
- 2、金融布局协同效应较弱；
- 3、重点布局城市房地产行业调控政策

表 10: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	22880	26052	32627	43739	57585	营业收入	7182	7731	11046	14877	18959
货币资金	4312	3410	4971	6695	8532	营业成本	5312	5672	7102	9293	12239
应收账款	298	357	514	693	883	营业税金及附加	575	477	663	893	1138
其他应收款	267	1339	1913	2577	3284	营业费用	291	355	497	669	853
预付款项	156	107	107	107	107	管理费用	185	236	331	446	569
存货	17428	20225	23349	30553	40237	财务费用	96	151	254	432	640
其他流动资产	417	613	1773	3114	4543	资产减值损失	0.39	135.54	100.00	100.00	100.00
非流动资产合计	489	720	1190	1738	1537	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	50	116	116	116	116	投资净收益	37.10	-14.37	25.00	50.00	100.00
固定资产	129.02	127.27	772.48	1327.33	1132.17	营业利润	760	691	2124	3094	3521
无形资产	93	60	54	48	42	营业外收入	13.33	16.76	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	34	35	0	0	0	营业外支出	10.55	17.84	20.00	20.00	20.00
资产总计	23369	26772	33817	45477	59122	利润总额	763	690	2124	3094	3521
流动负债合计	13699	13980	22892	33081	45223	所得税	201	224	701	1021	1162
短期借款	2485	1921	5905	11024	16611	净利润	562	466	1423	2073	2359
应付账款	2539	2631	3405	4456	5868	少数股东损益	1	-3	75	100	100
预收款项	5130	6147	8909	12628	17368	归属母公司净利润	561	469	1348	1973	2259
一年内到期的非	2262	1465	2500	2500	2500	EBITDA	961	915	2489	3727	4362
非流动负债合计	3571	6551	4070	4651	5151	BPS (元)	0.24	0.20	0.57	0.84	0.96
长期借款	3294	3521	4021	4521	5021	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应付债券	0	2981	0	0	0						
负债合计	17270	20531	26961	37733	50374	成长能力					
少数股东权益	260	95	170	270	370	营业收入增长	135.49%	7.65%	42.87%	34.69%	27.44%
实收资本 (或股	2346	2346	2346	2346	2346	营业利润增长	564.62%	-9.15%	207.46%	45.66%	13.83%
资本公积	2328	2295	2295	2295	2295	归属于母公司净利	187.71%	46.35%	187.71%	46.35%	14.53%
未分配利润	1065	1400	1602	1898	2237	获利能力					
归属母公司股东	5839	6145	6684	7473	8377	毛利率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	23369	26772	33816	45476	59121	净利率 (%)	7.82%	6.03%	12.88%	13.93%	12.44%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	2.40%	1.75%	3.99%	4.34%	3.82%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	9.61%	7.62%	20.17%	26.40%	26.97%
经营活动现金流	-581	158	1001	-1480	-2254	偿债能力					
净利润	562	466	1423	2073	2359	资产负债率 (%)	74%	77%	80%	83%	85%
折旧摊销	105.32	73.46	0.00	201.12	201.12	流动比率	1.67	1.86	1.43	1.32	1.27
财务费用	96	151	254	432	640	速动比率	0.40	0.42	0.41	0.40	0.38
应收账款减少	0	0	-157	-178	-190	营运能力					
预收帐款增加	0	0	2761	3719	4740	总资产周转率	0.41	0.31	0.36	0.38	0.36
投资活动现金流	-354	-1493	-790	-800	0	应收账款周转率	22	24	25	25	24
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.95	2.99	3.66	3.79	3.67
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	37	-14	25	50	100	每股收益 (最新摊	0.24	0.20	0.57	0.84	0.96
筹资活动现金流	2191	363	1350	4004	4091	每股净现金流 (最新	0.54	-0.41	0.67	0.73	0.78
应付债券增加	0	0	-2981	0	0	每股净资产 (最新摊	2.49	2.62	2.85	3.19	3.57
长期借款增加	0	0	500	500	500	估值比率					
普通股增加	1626	0	0	0	0	P/E	27.13	32.50	11.29	7.72	6.74
资本公积增加	2278	-33	0	0	0	P/B	2.61	2.48	2.28	2.04	1.82
现金净增加额	1256	-973	1560	1724	1837	EV/EBITDA	19.72	23.72	9.11	7.13	7.07

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。2015 年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

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，需注明出处为东兴证券研究所，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。