

## 做自己的老板 共创美好未来

——迪马股份（600565）事件点评

2016年08月16日

强烈推荐/维持

迪马股份 事件点评

### 事件：

公司于2016年8月16日晚间发布《2016年限制性股票激励计划（草案）》，向激励对象定向发行公司A股普通股。激励计划拟授予的限制性股票数量为8,889.00万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额234,586.20万股的3.79%。其中首次授予8,000.0万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额234,586.20万股的3.41%；预留889.00万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额234,586.20万股的0.38%，预留部分占本次授予权益总额的10%。本激励计划中任何一名激励对象所获授限制性股票数量未超过本激励计划草案公告时公司股本总额的1%。

### 主要观点：

#### 1. 限制性股票激励计划具有较期权等激励方式更好的激励效果

公司首次使用限制性股票激励计划，覆盖人群包括管理层和核心员工158人，并为当前可能未考虑到的人群预留足够的激励空间，同时，激励计划包含的限制性股票占当前时点公司股本总额的3.79%。此次激励计划覆盖范围之广，力度之大，足以显示公司付出足够成本激励管理层和核心员工的决心。

限制性股票激励具有现金激励方案不具备的长期激励特性，具有股票期权激励方案不具备的强制要求投入成本优势。

具体来看，长期激励主面：限制性股票的“3、3、4”阶段性解禁设计使公司能够长期留住优秀人才，任职期间每年转让的股份不得超过其所持本公司股份总数的25%以及6个月内买入卖出或卖出买入的收益归公司所有两个条款也使得公司有效的高管利用内幕信息获利、操纵股价等行为的发生，使得管理层真正能够与公司长远发展的利益实现有效绑定。

强制投入成本方面：与股票期权的免费获得不同，限制性股票的获得是需要获得激励的人员付出一定的成本，虽然这种成本远低于当期股价，但却使获得激励人员产生了心理的底限，也为公司未来业绩设定了最低阈值。

### 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

### 梁小翠

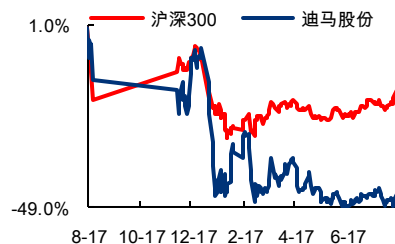
010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

### 交易数据

52周股价区间（元）	6.64-12.32
总市值（亿元）	155.77
流通市值（亿元）	97.75
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	3.44

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《迪马股份（600565）大西南公司篇之一：此山高处东望，云气见蓬莱》2016-06-27
- 2、《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
- 3、《迪马股份（600565）：抓住现在 把握未来》2015-08-03
- 4、《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

## 2. 管理层和核心员工对激励计划的业绩考核指标完成无太大压力

首次授予部分限制性股票的授予价格为每股 3.32 元，即满足授予条件后，激励对象可以每股 3.32 元的价格购买公司向激励对象增发的公司限制性股票。这一授予价格非常具有吸引力，是 2016 年 8 月 16 日收盘价格 6.64 元/股的 50%，在当前的价格下，获得限制性股票的管理层和核心员工已经实现了巨大的 100% 浮盈。

以 2013-2015 年的平均净利润作为基数（均值为 4.4 亿元），未来三年的净利润增长率目标分别为 10%、20% 和 30%，即 4.8 亿元、5.3 亿元和 5.7 亿元，不考虑定增摊薄影响，2016-2018 年间的 EPS 分别为 0.21 元、0.23 元和 0.24 元，我们认为伴随着公司军工板块发力和地产项目进入结算周期，地产业务将率先发力提升公司盈利能力实现较大幅度的增长，2018 年至 2019 年间军工板块有望实现快速放量，拉动公司的盈利能力上新台阶，公司 2015 年的 EPS 已经达到 0.20 元/股，完成未来三年的业绩目标并无太大压力

图 1:限制性股票激励计划分配情况

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
1	杨永席	董事、总裁	400	4.50%	0.17%
2	郭世彤	副总裁	180	2.02%	0.08%
3	易琳	副总裁、财务负责人	170	1.91%	0.07%
4	张爱明	副总裁、董事会秘书	140	1.57%	0.06%
核心业务人员（111 人）			6500	73.12%	2.77%
核心技术人员（43 人）			610	6.86%	0.26%
预留			889	10.00%	0.38%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2:限制性股票激励计划解禁条件

解除限售安排	解除限售时间	解除限售比例
首次授予的限制性股票 第一个解除限售期	自首次授予日起12个月后的首个交易日起至首次授予日起24个月内的最后一个交易日当日止	30%
首次授予的限制性股票 第二个解除限售期	自首次授予日起24个月后的首个交易日起至首次授予日起36个月内的最后一个交易日当日止	30%
首次授予的限制性股票 第三个解除限售期	自首次授予日起36个月后的首个交易日起至首次授予日起48个月内的最后一个交易日当日止	40%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 3:激励计划要求业绩考核目标**

解除限售期	业绩考核目标
首次授予的限制性股票第一个解除限售期	以2013~2015年平均净利润为基数，2016年净利润增长率不低于10%；
预留的限制性股票第一个解除限售期	
首次授予的限制性股票第二个解除限售期	以2013~2015年平均净利润为基数，2017年净利润增长率不低于20%；
预留的限制性股票第二个解除限售期	
首次授予的限制性股票第三个解除限售期	以2013~2015年平均净利润为基数，2018年净利润增长率不低于30%。
预留的限制性股票第三个解除限售期	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3. 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。

#### 结论：

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0.46元、0.73元和0.87元，对应PE分别为14.59、9.09和7.63。给予公司6个月目标价12元，维持公司“强烈推荐”评级。

表 1: 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
<b>流动资产合计</b>	22880	26052	34230	45407	59067	<b>营业收入</b>	7182	7731	11046	14877	18959
货币资金	4312	3410	4971	6695	8532	<b>营业成本</b>	5312	5672	7590	9801	12690
应收账款	298	357	514	693	883	营业税金及附加	575	477	685	922	1175
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	24952	32222	41719	财务费用	96	151	184	316	460
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
<b>非流动资产合计</b>	489	720	530	508	487	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	-20.00	-20.00	-20.00
固定资产	129.02	127.27	112.48	97.33	82.17	<b>营业利润</b>	760	691	1639	2602	3092
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
<b>资产总计</b>	23369	26772	34760	45916	59554	<b>利润总额</b>	763	690	1639	2602	3092
<b>流动负债合计</b>	13699	13980	23992	33851	46143	所得税	201	224	541	859	1021
短期借款	2485	1921	6704	11481	17252	<b>净利润</b>	562	466	1098	1744	2072
应付账款	2539	2631	3639	4699	6084	少数股东损益	1	-3	30	30	30
预收款项	5130	6147	8909	12628	17368	归属母公司净利润	561	469	1068	1714	2042
一年内到期的	2262	1465	2500	2500	2500	EBITDA	961	915	1844	2939	3573
<b>非流动负债合计</b>	3571	6551	4070	4651	5151	<b>BPS (元)</b>	0.24	0.20	0.46	0.73	0.87
长期借款	3294	3521	4021	4521	5021	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	2981	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>负债合计</b>	17270	20531	28061	38502	51294	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	260	95	125	155	185	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%	137.22%	58.82%	18.83%
资本公积	2328	2295	2295	2295	2295	归属于母公司净利	127.93%	60.47%	127.93%	60.47%	19.16%
未分配利润	1065	1400	1560	1817	2124	<b>获利能力</b>					
归属母公司股	5839	6145	6572	7257	8074	毛利率(%)	26.04%	26.64%	31.29%	34.12%	33.07%
<b>负债和所有者</b>	23369	26772	34759	45915	59553	净利率(%)	7.82%	6.03%	9.94%	11.72%	10.93%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	2.40%	1.75%	3.07%	3.73%	3.43%
						ROE(%)	9.61%	7.62%	16.25%	23.61%	25.29%
						<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金</b>	-581	158	-741	-2088	-2630	资产负债率(%)	74%	77%	81%	84%	86%
净利润	562	466	1098	1744	2072	流动比率	1.67	1.86	1.43	1.34	1.28
折旧摊销	105.32	73.46	0.00	21.12	21.12	速动比率	0.40	0.42	0.39	0.39	0.38
财务费用	96	151	184	316	460	<b>营运能力</b>					
应收账款减少	0	0	-157	-178	-190	总资产周转率	0.41	0.31	0.36	0.37	0.36
预收帐款增加	0	0	2761	3719	4740	应收账款周转率	22	24	25	25	24
<b>投资活动现金</b>	-354	-1493	-85	-120	-120	应付账款周转率	3.95	2.99	3.52	3.57	3.52
公允价值变动	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	0.24	0.20	0.46	0.73	0.87
投资收益	37	-14	-20	-20	-20	每股净现金流(最	0.54	-0.41	0.67	0.73	0.78
<b>筹资活动现金</b>	2191	363	2387	3933	4587	每股净资产(最新	2.49	2.62	2.80	3.09	3.44
应付债券增加	0	0	-2981	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	0	0	500	500	500	P/E	27.75	33.25	14.59	9.09	7.63
普通股增加	1626	0	0	0	0	P/B	2.67	2.53	2.37	2.15	1.93
资本公积增加	2278	-33	0	0	0	EV/EBITDA	20.08	24.10	12.92	9.32	8.90
<b>现金净增加额</b>	1256	-973	1560	1724	1837						

资料来源: 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。