

临江而上，原一域之雄，今振翅高飞

——迪马股份（600565）2016年半年报点评

2016年08月25日

强烈推荐/维持

迪马股份

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
梁小翠	联系人		
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023	

事件：

8月24日公司公布2016年半年报，2016年上半年公司实现营业收入29.84亿元，同比增加22.47%，其中：房地产业务实现营业收入264,868.51万元，同比增长38.48%；实现归属于上市公司股东的净利润1.23亿元，同比降低26.75%，扣非后净利润同比降低28.07%；报告期内竣工面积71.45万平；EPS为0.05元，同比降低28.57%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	3671.08	555.63	1841.77	1294.04	4039.80	1121.46	1862.59
增长率（%）	-578.12%	-27.42%	-8.71%	71.30%	10.04%	101.84%	1.13%
毛利率（%）	28.68%	35.93%	26.44%	26.91%	25.36%	30.10%	15.68%
期间费用率（%）	5.39%	23.70%	8.33%	12.66%	7.25%	11.87%	9.05%
营业利润率（%）	13.42%	6.24%	11.41%	8.56%	8.29%	10.42%	1.89%
净利润（百万元）	394.29	19.84	151.86	70.60	223.63	73.87	52.11
增长率（%）	-295%	-52%	42%	281.83%	-43.28%	272.33%	-65.69%
每股盈利（季度，元）	0.172	0.010	0.064	0.029	0.097	0.033	0.021
资产负债率（%）	73.90%	74.98%	75.04%	75.68%	76.69%	78.35%	79.52%
净资产收益率（%）	6.47%	0.32%	2.45%	1.13%	3.58%	1.15%	0.82%
总资产收益率（%）	1.69%	0.08%	0.61%	0.27%	0.84%	0.25%	0.17%

观点：

➤ **营业收入大幅增长但净利润增幅不大。**报告期内，公司实现营业收入总额124.52亿元，同比增长66.33%，实现归属于上市公司股东净利润9.38亿元，同比增长1.82%，扣非后净利润7.59亿元，同比降低6.17个百分点；EPS为0.05元，受摊薄影响同比降低28.57%。根据中指院统计的数据显示，公司上半年销售额85亿元，预收账款92.99亿元，均显著高于去年同期水平。

本期营收大增但净利润增幅不大，主要归因于结转项目平均毛利率为21.1%，显著低于去年同期的28.64%。总体来看，公司业绩表现逊于预期，但考虑到结算营收仅是过去开发结果的实现，公司当前优质的项目储备将为未来的业绩奠定坚实基础，我们坚持看好公司未来的业绩增长。

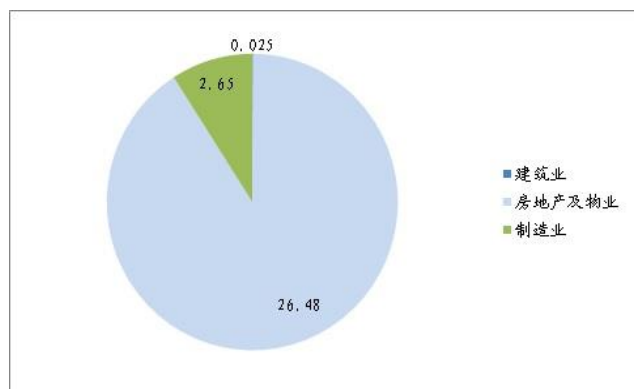
表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析 (单位: 亿元、百分比; 对上年同期净利润同口径调整)

项目	2016 年 H	2015 年 H	同比变动	原因分析
净利润	1.26	1.72	-26.75%	成本快于营收增加压缩利润空间
营业收入	29.84	23.97	24.47%	本期竣工结算面积增加
资产负债率 (%)	77.65	84.83	-7.18	通过永续债和定增发显著降低杠杆率
费用比率 (%)	10.11	11.89	0.79	费用比率变动不大
加权 ROE (%)	2.03	2.92	-0.89	净利润大幅降低影响
总资产	308.87	267.71	15.37%	规模快速扩张
货币资金	36.15	23.46	54.09%	销售回款增加+购地金额减少
预收账款	92.97	63.35	46.76%	销售回款增加
一年内到期非流动负债	5.52	23.04	-76.04%	到期非流动负债大幅减少
经营活动净现金流	-4.15	-13.68	69.67%	销售回款增加
稀释 EPS	0.05	0.07	-28.57%	净利润大减

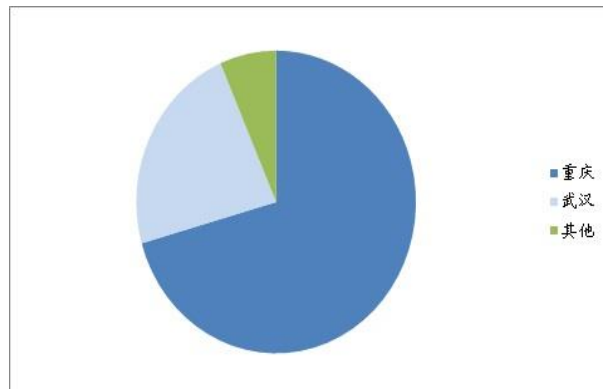
数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

从公司营收业务构成来看, 地产及物业营收 26.48 亿元, 占比 88.77%, 同比增长 38.48%, 制造业营收 2.65 亿元, 占比 8.88%, 同比降低 37.36%, 但值得关注的是, 专用车业务实现毛利率 29.22%, 同比增长 7.22 个百分点, 公司推动特种车转型军工效果开始显现。建筑业营收 0.025 亿元, 占比 0.08%。

从公司主营业务区域来源来看, 报告期内重庆地区营收总额达 20.78 亿元, 占据绝对优势地位, 武汉以 6.73 亿元居于第二。

图 1: 营收业务构成


资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 2: 营收区域构成


资料来源: 公司公告, 东兴证券

- **项目储备丰富保障未来业绩增长。**截止8月25日, 公司共拿地7块, 规划计容建筑面积237.9万平方米, 平均楼面价4713元/平。从拿地城市布局来看, 为沿江的核心一二线城市。在土地市场火爆的当前, 公司追赶热潮拿到的地块并不多, 仅上海和杭州各1块, 楼面价分别为37633元/平和22750元/平, 两块土地的面积都不算太大。我们认为公司拿地的态度是审慎积极的, 有良好的风险控制意识, 未来公司仍将通过增加核心一二线城市的土地铺开全国的布局, 从区域龙头走向全国知名房企。

值得关注的是, 公司与旭辉、碧桂园、平安不动产等战略投资者进行合作, 联合开发项目。我们认为,

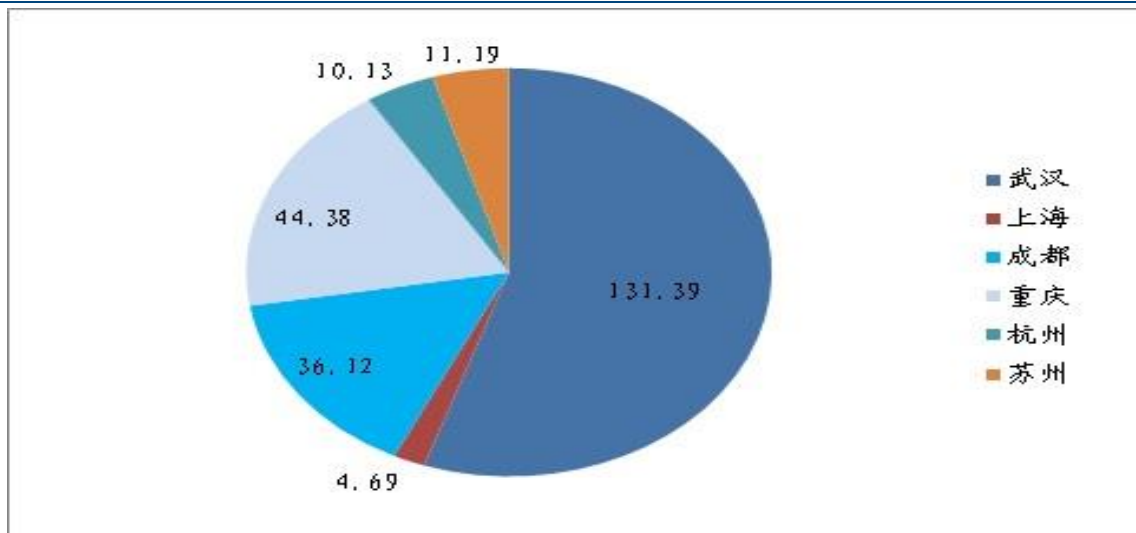
公司与这些机构的合作是建立在对双方经营理念和产品认同的基础上, 对于公司加速成长为全国房企助力颇多。

表 2:2016 年初至今土地储备情况

项目名称	土地用途	占地面积	规划建面 (平)	权益比例	楼面价	拿地时间
武汉洪山区青菱乡胜利村 A 包	居住	97058	362026.34	100%	2622	2016-08
武汉洪山区青菱乡胜利村 B 包	综合	133588	507634.4	100%	2402.	2016-08
上海市青浦区朱家角镇淀惠路北側 35-04 地块	住宅	23449	46900	50%	37633	2016-08
成都游仙区桑林坝 A 宗国有土地	综合	69871	244548.5	100%	1347	2016-07
成都游仙区桑林坝 B 宗国有土地	居住	34307	116643.8	100%	1319	2016-07
重庆弹子石 A 区 A8-1/03、A8-3/03、A8-5/03、A17-1/04 号地	综合	150519	443781	100%	3296	2016-06
杭州余杭区 2016 (29) 号地	居住	46045	101299	100%	22750	2016-04
苏州相城区黄桥街道项目	居住	69913	111861	100%	16801	2016-03
武汉市洪山区板桥村 K1 地块项目	居住	34015.25	112200	51%	2588	2016-01
武汉市洪山区板桥村 K2 地块项目	居住	81837.24	269900	51%	2588	2016-01
武汉市洪山区板桥村 K3 地块项目	居住	23907.21	62100	51%	2588	2016-01

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 3:2016 年初至今土地储备区域分布情况

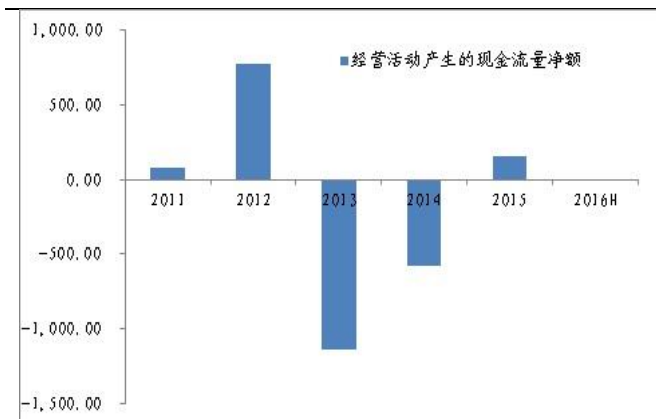


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

从项目开发情况来看, 2016 年, 公司现有项目预计新开工面积 110.8 万平方米, 预计项目竣工面积 147.3 万平方米。截止报告期末, 公司现有项目新开工面积 43.45 万平方米, 项目竣工面积 71.81 万平方米。预期下半年高毛利项目进入结算周期, 当前低毛利的情况或得到显著好转, 从而利好整体业绩提升。

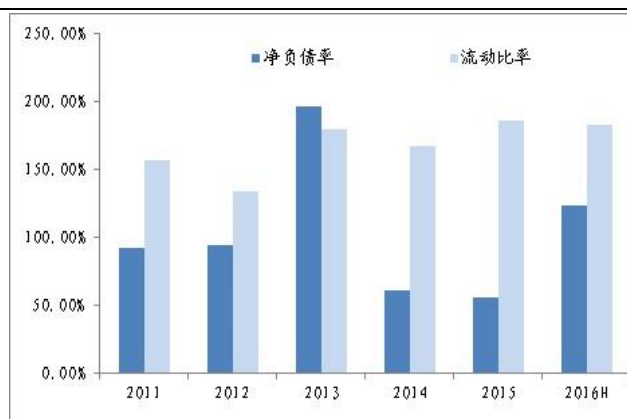
- **融资进展有序, 进一步降低资金成本压力。**报告期内, 公司通过发行中票、公司债和私募债等多种途径进行融资, 融资成本不断下行, 显著降低了公司资金成本压力, 预期公司年内加权资金成本大概率迈入 7 时代。

图 4: 经营活动产生的现金净额



资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 净负债率及流动比率



资料来源: 公司公告, 东兴证券

具体来看, 公司 2015 年 12 月公布定增预案, 拟募资 20 亿元, 8 月 10 日收到证反馈意见, 定增工作有序推进中。公司募集的资金中 10 亿元投向新型军用车, 5 亿元的份额被规划为投向外骨骼机器人产业化项目, 剩余 5 亿用于偿还银行贷款。在前期证监会收紧募资中用于偿还贷款和补充流动性资金后, 公司修改定增预案, 定增价格定为 5.99 元/股, 募资规模为 10.73 亿元。

公司 2 月份和 7 月份分别获批 20 亿和 60 亿私募债额度, 目前已经成功发行 20 亿私募债, 利率区间为 6.30%-6.50%。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。

表 3: 公司自年初以来融资情况

债券名称	融资途径	融资额度	融资成本	期限
16 迪马 04	私募债	3 亿	6.50%	3 年
16 迪马 06	私募债	5.3 亿	6.30%	3 年
16 迪马 05	私募债	0.7 亿	6.50%	3 年
16 迪马 03	私募债	5 亿	6.50%	3 年
16 迪马 02	中票	4 亿	5.80%	3 年
16 迪马 01	私募债	6 亿	6.80%	2 年

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

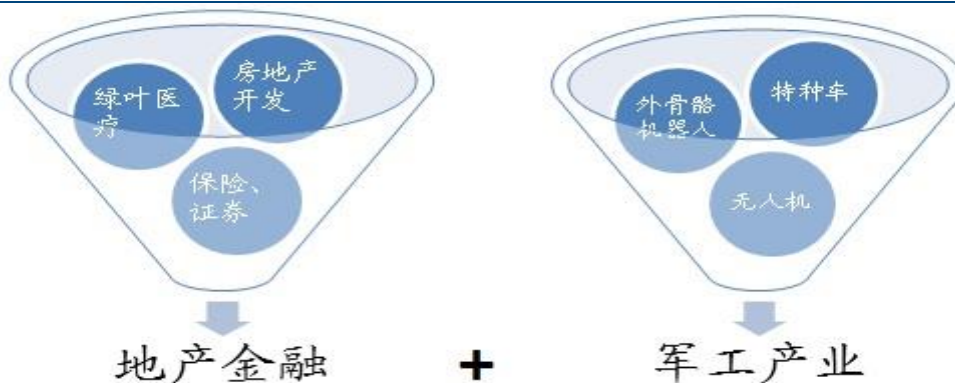
- **股权激励计划推出有效刺激管理层和核心员工积极性。**公司于 2016 年 8 月 16 日晚间发布《2016 年限制性股票激励计划 (草案)》, 向激励对象定向发行公司 A 股普通股。激励计划拟授予的限制性股票数量为 8,889.00 万股, 占本激励计划草案公告时公司股本总额 234,586.20 万股的 3.79%。以 2013-2015 年的平均净利润作为基数 (均值为 4.4 亿元), 未来三年的净利润增长率目标分别为 10%、20%和 30%, 即 4.8 亿元、5.3 亿元和 5.7 亿元, 不考虑定增摊薄影响, 2016-2018 年间的 EPS 分别为 0.21 元、0.23 元和 0.24 元。

➤ **新战略引领发展新高度。“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。

图 6:公司以“地产金融+军工产业”为核心的发展新战略



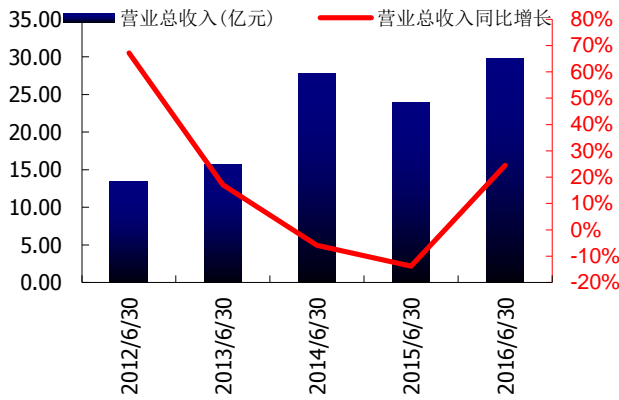
资料来源:东兴证券研究所

➤ **金融布局渐行渐快。公司于 2016 年 4 月 6 日公告参股的三峡人寿保险公司获批,投资额为 2 亿,持股比例为 15%;公司于 2016 年 1 月 4 日收购自然人张坤持有的东海证券 2.305%股权。**

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。

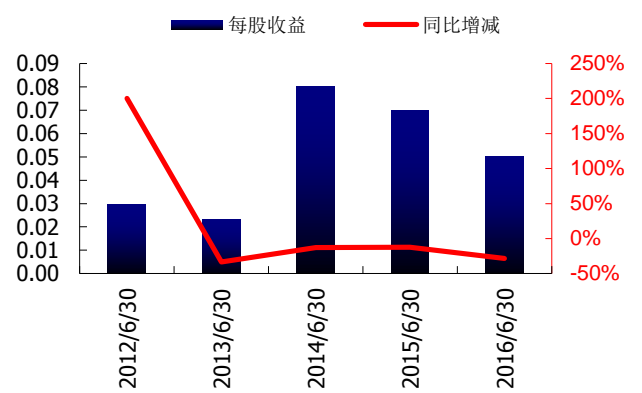
➤ **风险提示: 1、军品订单业绩释放速度不及预期; 2、金融布局协同效应较弱; 3、重点布局城市房地产行业调控政策**

图 7: 营业收入情况



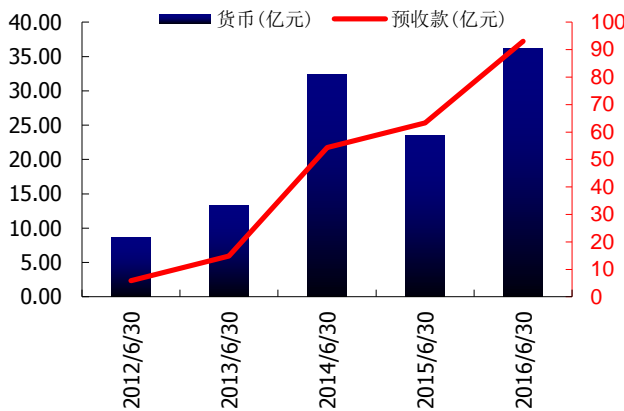
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 8: 每股收益情况



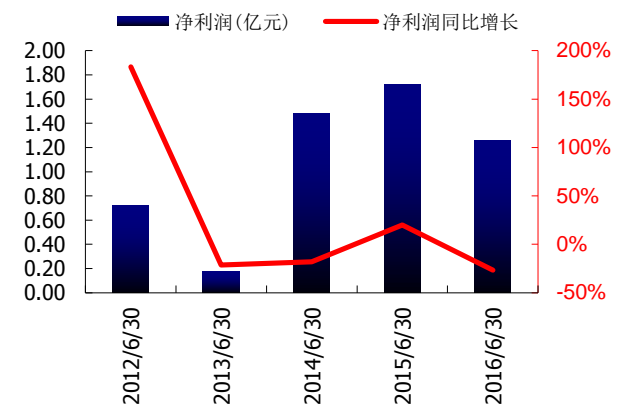
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 9: 货币和预收款情况



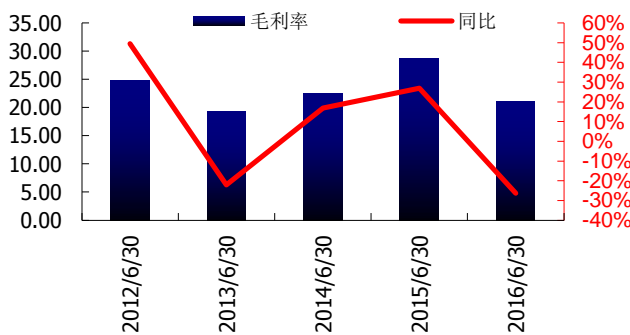
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 10: 净利润情况



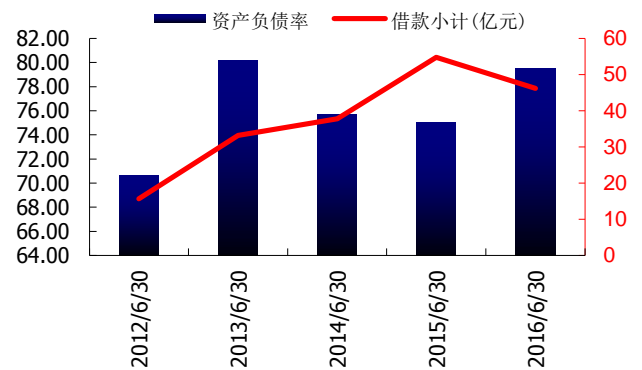
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 11: 销售毛利率情况



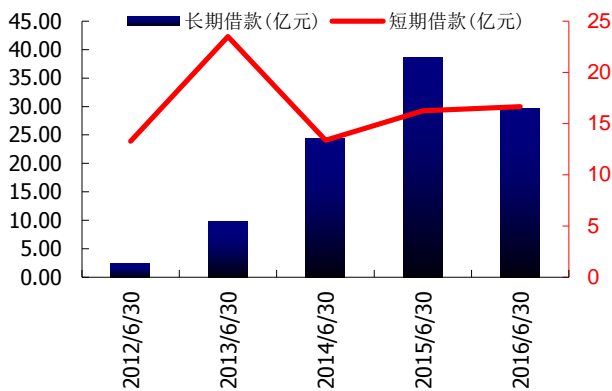
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 12: 资产负债率情况



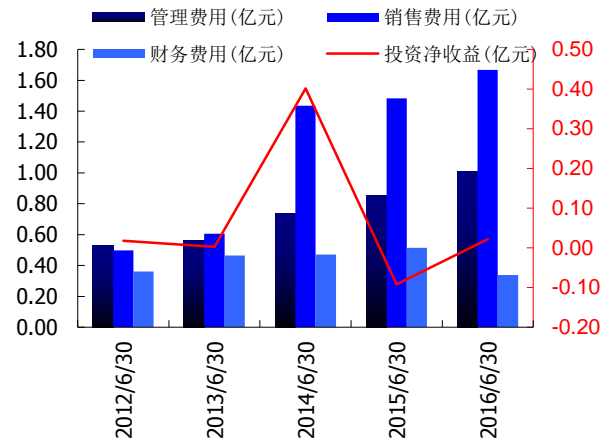
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 13: 贷款情况



资料来源: 公司公告、东兴证券整理

图 14: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告、东兴证券

结论:

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。仅以当前公司现有项目为依据进行测算, 公司的地产业务板块 NAV 值为 7.6 元。公司 8 月 23 日收盘价格为 6.83 元, 较公司的 NAV 折价 10%。加上军工和特种车业务板块的估值, 我们认为公司合理的股价为 13.3 元/股。

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 113.14 亿元、152.04 亿元和 192.9 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 12.34 亿元、19.14 亿元和 23.69 亿元; 每股收益分别为 0.53 元、0.82 元和 1.01 元, 对应 PE 分别为 12.98、8.37 和 6.76。给予公司 6 个月目标价 12 元, 维持公司“强烈推荐”评级。

表 4: 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	34443	45684	58773	营业收入	7182	7731	11314	15204	19290
货币资金	4312	3410	5091	6842	8681	营业成本	5312	5672	7571	9784	12497
应收账款	298	357	527	708	898	营业税金及附加	575	477	701	943	1196
其他应收款	267	1339	1960	2634	3341	营业费用	291	355	509	684	868
预付款项	156	107	107	107	107	管理费用	185	236	339	456	579
存货	17428	20225	24891	32165	41087	财务费用	96	151	185	316	449
其他流动资产	417	613	1867	3228	4659	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	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	营业利润	760	691	1888	2902	3582
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	34973	46192	59260	利润总额	763	690	1888	2902	3582
流动负债合计	13699	13980	24138	33980	45570	所得税	201	224	623	958	1182
短期借款	2485	1921	6795	11472	16567	净利润	562	466	1265	1944	2400
应付账款	2539	2631	3630	4691	5992	少数股东损益	1	-3	30	30	30
预收款项	5130	6147	8976	12777	17599	归属母公司净利润	561	469	1235	1914	2370
一年内到期的非流动	2262	1465	2500	2500	2500	EBITDA	961	915	2094	3239	4051
非流动负债合计	3571	6552	4070	4651	5151	EPS (元)	0.24	0.20	0.53	0.82	1.01
长期借款	3294	3521	4021	4521	5021	主要财务比率					
应付债券	0	2981	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	17270	20531	28207	38631	50721	成长能力					
少数股东权益	260	95	125	155	185	营业收入增长	135.49%	7.65%	46.34%	34.39%	26.88%
实收资本 (或股本)	2346	2346	2346	2346	2346	营业利润增长	564.62%	-9.15%	173.27%	53.74%	23.43%
资本公积	2328	2295	2295	2295	2295	归属于母公司净利润	163.54%	55.05%	163.54%	55.05%	23.79%
未分配利润	1065	1400	1585	1873	2228	获利能力					
归属母公司股东权益	5839	6146	6639	7405	8352	毛利率 (%)	26.04%	26.64%	33.08%	35.65%	35.22%
负债和所有者权益	23369	26772	34972	46191	59259	净利率 (%)	7.82%	6.03%	11.18%	12.79%	12.44%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
单位: 百万元						ROE (%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2.40%	1.75%	3.53%	4.14%	4.00%	
经营活动现金流	-581	158	-611	-1843	-1765	偿债能力					
净利润	562	466	1265	1944	2400	资产负债率 (%)	74%	77%	81%	84%	86%
折旧摊销	105.32	73.46	0.00	21.12	21.12	流动比率	1.67	1.86	1.43	1.34	1.29
财务费用	96	151	185	316	449	速动比率	0.40	0.42	0.40	0.40	0.39
应收账款减少	0	0	-170	-181	-190	营运能力					
预收帐款增加	0	0	2828	3801	4823	总资产周转率	0.41	0.31	0.37	0.37	0.37
投资活动现金流	-354	-1493	-85	-120	-120	应收账款周转率	22	24	26	25	24
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.95	2.99	3.61	3.65	3.61
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	37	-14	-20	-20	-20	每股收益 (最新摊薄)	0.24	0.20	0.53	0.82	1.01
筹资活动现金流	2191	363	2376	3713	3724	每股净现金流 (最新摊)	0.54	-0.41	0.72	0.75	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	2.83	3.16	3.56
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	28.55	34.20	12.98	8.37	6.76
资本公积增加	2278	-33	0	0	0	P/B	2.74	2.61	2.41	2.16	1.92
现金净增加额	1256	-973	1681	1751	1839	EV/EBITDA	20.55	24.59	11.58	8.54	7.76

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闰钢

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。