



积跬步以至千里，积小流以成江海

——迪马股份（600565）事件点评

2016年09月13日

强烈推荐/维持

迪马股份 事件点评

事件：

公司于2016年9月12日晚间发布公告，拟作为宁波保利科技防务股权投资中心（有限合伙）（简称“保利防务基金”）的有限合伙人（LP），认缴出资总额总计人民币20,000万元。公司认缴资金份额约占保利防务基金总规模的10%左右。

主要观点：

1. 与保利系合作将带来业务层级的巨大提升

保利防务基金总规模约为20多亿元，公司认缴份额约为10%。保利防务基金是由保利防务投资作为一般合伙人（GP）进行运作的基金，是公司与保利防务投资战略合作框架协议签署后的战术落地。

保利防务投资系保利集团旗下涉军领域的唯一股权投资平台，主要立足服务保利科技军品发展战略、立足军民融合发展开展投资。公司此次与保利防务投资签订的战略合作协议涉及公司主营业务的方方面面，可谓深度合作。

首先，对接有关海外防务基地建设将利好公司地产业务板块的多元化发展，公司地产业务板块有望增加新的业务品种，也使公司深度参与我国国防建设。

其次，借助保利防务投资的投资经验和资源积累，从保利防务投资的股东背景来看，不论是纯军工业务还是军民融合项目，保利防务投资都具备投资优势，尤其是通过此次合作，我们看到了公司对于军工产业链打造的意图，通过与强者同行，整合可利用的军工业务资源，因此，我们认为公司的军工业务板块面临更加广阔的投资空间，并有望丰富军工业务的产品线。

最后，公司作为保利防务投资发行基金的出资人与保利防务投资全面的资源共享与战略合作，是更加切实可行的公司与保利防务投资合作的途径。

我们认为公司与保利系的合作节奏非常快，显示了双方对于合作前景的强烈看好，同时通过杠杆效应的撬动，公司能够享受20亿元投资基金规模所带来的业务范围拓展和规模效应，将有效的扩大公司军工板块布局的视野和调配资源的能力。

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

梁小翠

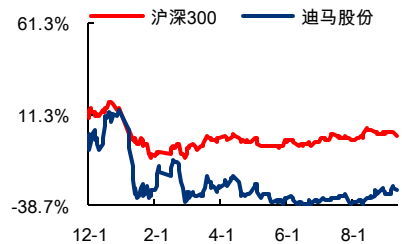
010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	7.22-10.58
总市值（亿元）	169.37
流通市值（亿元）	106.29
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	3.45

52周股价走势图

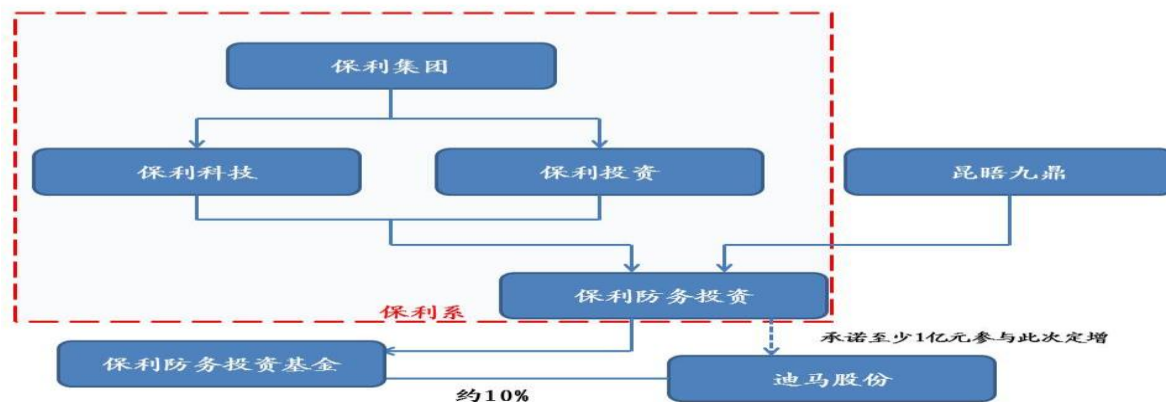


资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《迪马股份（600565）事件点评：与强者同行，向成功看齐》2016-09-12
- 2、《迪马股份（600565）2016年半年报点评：临江而上，原一域之雄，今振翅高飞》2016-08-26
- 3、《迪马股份（600565）公司事件点评报告：做自己的老板 共创美好未来》2016-08-17
- 4、《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

图 1.2 亿元出资约占保利防务投资基金 10% 的份额



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 两大板块协同促进估值提升：地产板块提供基本面支撑，军工板块提供题材助推股价

此次合作使公司的主营业务均进入国防军工领域的范畴，将为公司整体“大军工”的战略提供资源整合的平台。具体来看：

（1）地产板块业绩快速增长

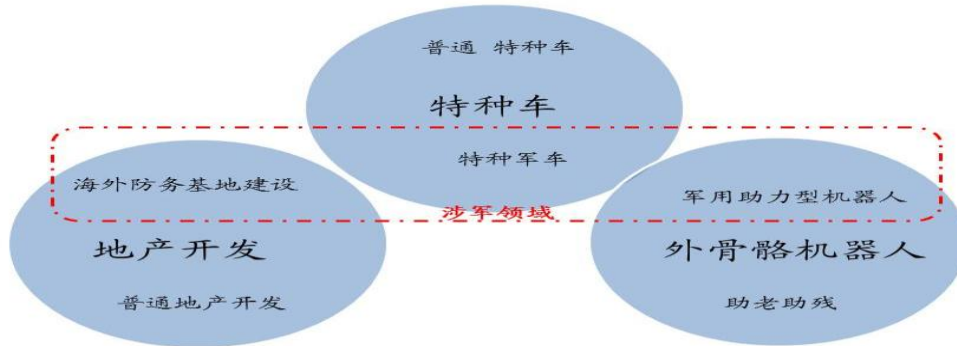
根据中指院数据，公司上半年销售额为 85 亿元，中性估计，公司年内的销售额有望达到 170 亿元，如果考虑到公司历年来下半年推盘力度加大的因素，公司全年销售额有望超过 180 亿元。再进一步，加上当前土地储备城市布局升级和总量的增长，以及股权激励计划的内在要求，公司 2017、2018 两年的销售收入有望保持在高位，我们看好公司的全产品线和良好的控成本能力，认为公司有望在 2018 年迈入 300 亿梯队。

值得关注的是，保利防务投资或带来海外防务基地建设业务，将对公司地产业务板块产生深远的影响，促使公司全业务板块“涉军”。

（2）军品板块前途明朗

军品板块主要包括军车和外骨骼机器人两个板块：外骨骼项目前期是国家进行军方投入，公司是进行产业化，巨大的军用、民用市场将保障产品的高毛利特性；军车板块当前产能不足，亟待定增资金注入扩张产能提升规模。根据定增预案的预期，军车和外骨骼机器人两类业务的业绩大量释放均于 2018 年，从而奠定了 2018 年将成为“军工业务元年”的地位，从当前定增进展和军工板块研发进程来看，公司下半年定增过会、增资军工业务成为大概率事件，军工业务在 2018 年的爆发可期。

图 2: 公司有望所有业务领域“涉军”



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3. 公司推出股权激励计划促增长

公司已经于9月8日公告限制性股票授予名单, 覆盖人群包括管理层和核心员工158人, 该计划不仅考虑到当前高管的激励, 还为未来进入名单的人群预留足够的激励空间, 同时值得关注的是, 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。

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111.39亿元、146.84亿元和185.55亿元; 每股收益分别为0.47元、0.68元和0.81元, 对应PE分别为15.04、10.47和8.79。不算军工板块的前提下, 公司NAV折价3%, 给予公司非常好的业绩支撑, 我们给予公司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
流动资产合计	22880	26052	34284	45245	58230	营业收入	7182	7731	11114	14684	18555
货币资金	4312	3410	5001	6608	8350	营业成本	5312	5672	7585	9811	12560
应收账款	298	357	518	684	864	营业税金及附加	575	477	689	910	1150
其他应收款	267	1339	1925	2543	3214	营业费用	291	355	500	661	835
预付款项	156	107	107	107	107	管理费用	185	236	333	441	557
存货	17428	20225	24936	32257	41293	财务费用	96	151	185	315	452
其他流动资产	417	613	1797	3046	4401	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	1702	2426	2881
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	34813	45754	58717	利润总额	763	690	1702	2426	2881
流动负债合计	13699	13980	24028	33719	45392	所得税	201	224	562	801	951
短期借款	2485	1921	6727	11374	16714	净利润	562	466	1140	1625	1930
应付账款	2539	2631	3637	4704	6022	少数股东损益	1	-3	30	30	30
预收款项	5130	6147	8926	12597	17235	归属母公司净利润	561	469	1110	1595	1900
一年内到期的	2262	1465	2500	2500	2500	EBITDA	961	915	1908	2762	3354
非流动负债合计	3571	6552	4071	4652	5152	BPS (元)	0.24	0.20	0.47	0.68	0.81
长期借款	3294	3522	4022	4522	5022	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	28099	38371	50544	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%	43.75%	32.13%	26.36%
实收资本(或股	2346	2346	2346	2346	2346	营业利润增长	564.62%	-9.15%	146.38%	42.56%	18.76%
资本公积	2328	2295	2295	2295	2295	归属于母公司净利	136.98%	43.71%	136.98%	43.71%	19.11%
未分配利润	1065	1400	1511	1671	1861	获利能力					
归属母公司股	5839	6146	6589	7227	7987	毛利率(%)	26.04%	26.64%	31.75%	33.18%	32.31%
负债和所有者	23369	26772	34813	45754	58717	净利率(%)	7.82%	6.03%	10.26%	11.07%	10.40%
现金流量表						总资产净利润(%)	2.40%	1.75%	3.19%	3.49%	3.24%
						ROE(%)	9.61%	7.62%	16.85%	22.08%	23.79%
经营活动现金	-581	158	-708	-2148	-2386	偿债能力					
净利润	562	466	1140	1625	1930	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	1.28
财务费用	96	151	185	315	452	速动比率	0.40	0.42	0.39	0.39	0.37
应收账款减少	0	0	-161	-166	-180	营运能力					
预收帐款增加	0	0	2778	3671	4639	总资产周转率	0.41	0.31	0.36	0.36	0.36
投资活动现金	-354	-1493	-85	-120	-120	应收账款周转率	22	24	25	24	24
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.95	2.99	3.55	3.52	3.46
长期股权投资	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	0.24	0.20	0.47	0.68	0.81
筹资活动现金	2191	363	2384	3875	4248	每股净现金流(最	0.54	-0.41	0.68	0.68	0.74
应付债券增加	0	0	-2981	0	0	每股净资产(最新	2.49	2.62	2.81	3.08	3.40
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	29.76	35.65	15.04	10.47	8.79
资本公积增加	2278	-33	0	0	0	P/B	2.86	2.72	2.53	2.31	2.09
现金净增加额	1256	-973	1591	1607	1742	EV/EBITDA	21.26	25.34	13.08	10.31	9.72

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”。

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。