

# "地"长因和气,"军"开得暖光

-大西南公司篇之二:迪马股份(600565)调研报告

2016年09月23日

强烈推荐/维持 迪马股份 调研报告

### 报告摘要:

两大板块协同发展成型:地产提供业绩支撑,军工提供题材助推。

- ◆ 地产板块业绩快速增长, 预期年均增速超过 35%。根据中指院数据, 公 司上半年年销售额 85 亿元, 据此保守估计今年销售额可达 160 亿。同时, 公司的股权激励方案已经对外公布,基本上要求2018年营收规模达到300 亿, 反推过来其复合增长率达到 35%以上。
- ◆ **军工板块厚积薄发,定增项目打破天花板。** 军品板块主要包括军车和外 骨骼机器人两个板块:外骨骼项目定位为产业化角色,目前已经成立合 资公司, 电子科大以技术入股, 公司持股比例 20%且负责产品批量生产, 产品研制进展符合预期; 特种车中的军车产能已经饱和, 定增后用于军 车生产线扩建的达产期预期是18年下半年,我们预期军车营收规模或将 超过 15 亿元。与保利系的合作更是使公司"地产+特种车"两大主营业 务扩展了军工领域的业务范围,预期将为公司军工板块带来巨大机遇。 股权激励计划促增长。公司于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,激励计划包含的限制性股票占当时时点 公司股本总额的 3.79%。激励计划覆盖范围之广,力度之大,足以显示公

公司近三年显著成长可期。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。

司付出足够成本激励管理层和核心员工的决心。

◆ 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 0.38 元、0.55 元和 0.68 元, 对应 PE 分别为 18.23、12.82 和 10.38。不算军工板块的前提下,公司 NAV 折价 11.21%, 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。

#### 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	11,113.8	14,684.2	18,555.4	
增长率(%)	135.49%	7.65%	43.75%	32.13%	26.36%	
净利润 (百万元)	561.22	468.50	902.05	1,282.68	1,584.18	
增长率(%)	92.54%	42.20%	92.54%	42.20%	23.51%	
净资产收益率(%)	9.61%	7.62%	13.87%	18.27%	20.70%	
每股收益(元)	0.24	0.20	0.38	0.55	0.68	
PE	29.30	35.10	18.23	12.82	10.38	
PB	2.82	2.68	2.53	2.34	2.15	

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

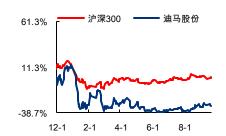
010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52 周股价区间 (元)	7.01-10.58
总市值 (亿元)	164.44
流通市值 (亿元)	103.2
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	3.43

#### 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): 积跬步以至千里, 积小流以成江海》2016-09-13
- 2、《迪马股份 (600565) 事件点评: 与强者 同行, 向成功看齐》2016-09-12
- 3、《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
- 4、《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

迪马股份 (600565):"地"长因和气,"军"开得暖光



# 目 录

1.	<b>"地产+特种车"比翼齐飞</b> 1.1 以特种车做为"起点"	3
	1.1 以特种车做为"起点"	3
	1.2 地产业务"锦上添花"	
2.	"定增计划+保利系合作"谱写未来军工板块发展蓝图	
	2.1 军车产能扩张后将带来巨大盈利能力提升	
	2.2 外骨骼项目有序推进	5
	2.3 与保利系合作全面提升公司军工板块业务素质	5
3.	大金融板块生机盎然	6
4.	盈利预测及估值	6
5.	投资评级	7
6.	风险提示	8
	表格目录	
	1: 公司地产业务板块 NAV 测算	
表	2: 同类型军工上市公司市盈率比较表 (截止 2016 年 9 月 21 日收盘)	7
去	3. 八三及利荷测去	۵

# 插图目录

囪	1.	<b>性种</b> 在刑	1	2
图	2:	特种车型	2	.3
图	3:	特种车型	3	.4
			4	
图	5:	公司出资	2亿元,约占保利防务投资基金 10%的份额	.6
图	6:	公司与保:	利系合作扩大了军工业务范围	-6



## 1. "地产+特种车"比翼齐飞

公司已经形成"地产+特种车"双主业并行的格局,2015年底两大主业营收比例约为7:1,根据公司的战略规划,"地产+军工(军车+外骨骼机器人)"两大板块将分别从业绩和估值两个角度为公司的估值提升做出贡献。

## 1.1 以特种车做为"起点"

公司于 2002 年上交所上市,主营业务特种车,当时的主要业务是防弹运钞车,经历了十几年的发展,已经形成了丰富的特种车系列。目前特种车有五大系列:

- ◆ 第一个系列是运钞车,截止 2016 年 6 月份其市场份额接近 50%,拥有全国最大的市场份额;
- ◆第二系列是环卫车,主要包括固体垃圾运输、清扫车等;
- ◆第三个系列是消防车,主要包括火场指挥车、消防云梯等,拥有自主研发的远程大流量抽水系统,适合老旧小区和消防设施不全的地区消防需求;
- ◆第四系列是系统集成车,曾用于大型运动会,通过卫星通讯加强通讯保障;
- ◆ 第五系列是军车系列, 涉及保密。定增募投的项目主要是针对军车系列。

公司的特种车在行业内竞争优势明显,突出表现为:单种车型具有大批量制造的能力,同时能够在需要高技术水平支持的车型上拥有强大的研发能力,直白的讲,就是拥有特种车行业的综合性优势。

#### 图 1: 特种车型1



资料来源: 迪马工业, 东兴证券研究所

#### 图 2: 特种车型 2



资料来源: 迪马工业, 东兴证券研究所



#### 图 3: 特种车型 3



资料来源: 迪马工业, 东兴证券研究所

#### 图 4: 特种车型 4



资料来源: 迪马工业, 东兴证券研究所

### 1.2 地产业务"锦上添花"

2004 年公司进入地产这一业务领域, 2014 年通过资产重组形式, 将大股东旗下的东原地产业务整装进上市公司, 一度靠 "深耕重庆主城区"的经营思路打响区域品牌, 近几年公司实现城市布局的调整, 在保障成渝区域 "根据地"的前提下, 加大华中地区其他核心一、二线城市的布局, 未来有望实现如下格局:

从城市布局角度来看,目前重庆区域地产业务占比约 20-30%,成都 15%、武汉 30%、南京、苏州和杭州各 1 个项目,上海有 6 个项目,城市布局存在很大的优 化空间,未来项目城市布局将更加多元化,在稳定成渝地区布局优势的大前提下,加大华中、华东地区拿地力度,未来有望向全国核心一、二线城市全面布局。

同时,从项目费效比角度来看,一个区域只拿一块地是非常不划算的,在目前已经进驻的城市将继续加大布局项目数量,以降低管理费用,未来上海、南京、苏州和杭州都是要持续加大投入的区域。

从营收规模角度来看,依据公司地产业务近三年的战略规划,2018年目标是达到权益销售额300亿的规模,今年上半年的销售额约为85亿元,保守估计今年的销售额将达到160亿,结合股权激励计划方案的设计,也要求公司2018年地产业务的营收规模达到300亿,反过来推算地产业务的年均增长率要达到35%以上,进一步推断,2017年的营收总额必然超过200亿。

当前公司的土地储备的面积约为 450 万方, 截止目前新增加的货值已经近 400 亿货值, 为未来公司营收快速增长奠定了坚实基础。

## 2. "定增计划+保利系合作"谱写未来军工板块发展蓝图

定增方案已经确定,虽然公司发布了中止公告,但我们认为只是为调整后的定增方案做更周全的准备,调整后的定增方案并不会发生根本性的变化,资金规模10.7亿元,定增底价5.99元/股,询价发行,预期随着准备材料的进一步完备,公司定增再次启



动将加速,尤其是在当前股价远高于定增底价的情况下,顺利完成发行的压力并不大。

### 2.1 军车产能扩张后将带来巨大盈利能力提升

募投主要投向军车,当前公司具有生产这类车型的技术,但处于产能严重不足的阶段, 预期在募投资金注入、产能充分扩张后,我们预计达产规模可达 20 亿元,尤其是在 军车定型后,车辆的生产具有实质性的垄断优势,我们认为这一特性将是公司军车业 务大增长的根本保证。

### 2.2 外骨骼项目有序推进

外骨骼项目前期是由军方进行科研投入,公司进行产业化。目前与公司合作的是电子科大航空航天学院,外骨骼机器人研发技术处于国际领先、国内第一的水平。公司已经与电子科大及其他两个机构共同出资建立合资公司——伟达尔,公司持股比例为20%,负责外骨骼机器人量产过程。

在多位专家的带领下,陆军使用的负重样机在实现了 75 公斤负重的前提下,实现了站下、前进、后退、上下楼梯,供其他军种的外骨骼机器人还处于研发阶段,但强大的科研实力和正确的研究思路将保障公司在此领域的领先地位。

军用外骨骼机器人正处于优化的阶段,做为穿戴设备还需要解决两个问题:

- 一方面是轻量化,目前负重型机器人自重 25 公斤,有效载荷 75 公斤,需要进一步解决自身材料的轻量化问题,进一步提升有效载何,同包括电池的有效续航能力也有待进一步提升。
- ◆ 另一方面是柔性化, 优化使用者的使用感受, 使其能够流畅的进行作业。

目前合资公司伟达尔已经与多个领域的专家建立合作关系,博采众长,我们预期,外骨骼机器人于 2017 年下半年可能进入测试阶段,经过长达 1 年的定型期,列装时间可能在 2018 年下半年。

### 2.3 与保利系合作全面提升公司军工板块业务素质

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

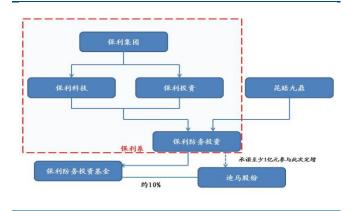


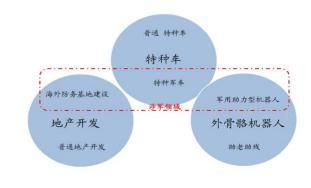
略合作,是更加切实可行的公司与保利防务投资合作的途径。

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 100 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。

图 5: 公司出资 2亿元,约占保利防务投资基金 10%的份额

图 6: 公司与保利系合作扩大了军工业务范围





资料来源: 东兴证券研究所

资料来源:东兴证券研究所

还需要看到,公司对于军工领域,尤其是军车相关及配套技术存在巨大的整合需求,不论是与北航合作军警用无人机,还是丰富自身产品线的内在要求,未来以并购方式加速资源整合进程将是大概率事件,我们看好公司自身内生和合作外延的资本运作方式,将对公司的军工板块起到极大的提振作用。

## 3. 大金融板块生机盎然

大金融板块布局主要体现为"三峡人寿"和"东海证券"两大标的:

一方面,三峡人寿的批文已经正式下发,预期 10、11 月份开始筹建工作,总注册资本 10 亿元,公司持有 15%股权。

另一方面,大金融板块布局东海证券终止,新增的和原来的股权均以平价 10 元/股售给常投集团,但这并不影响公司发展"大金融"板块的思路,未来仍将选择合适标的继续谱写"地产+券商+保险"蓝图。

## 4. 盈利预测及估值

截止目前,公司房地产开发项目未结面积为约为 450 万平米,相应的开发类房地产项目重估净资产值(NAV)约为 97.18 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 15000 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 25.5 亿元。因此,总体地产板块业务 NAV 估值为 122.68 亿元。



经测算,公司地产业务的 NAV 值为 7.85 元。公司当前价格 6.97 元,较公司的 NAV 折价 11.21%,公司估值仍然具有较大的成长空间。

表 1: 公司地产业务板块 NAV 测算

地产项目评估溢价(亿元)	
开发项目净利润折现(亿元)	97.18
持有型物业重估净资产 (亿元)	25.5
开发+持有型物业 NAV	122.68
账面净资产	61.45
地产 NAV+账面净资产	184.13
总股本 (亿股)	23.46
RNAV	7.85

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 49, 高于公司当前的 22.3。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13.59元/股。

表 2: 同类型军工上市公司市盈率比较表(截止 2016年9月21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	23. 92	0. 56	0. 31	0. 38	0. 52	42. 97	76. 69	62. 23	50. 44
002444. SZ	巨星科技	17. 44	0. 47	0. 56	0. 67	0. 79	36. 86	30. 98	26. 2	22. 17
300185. SZ	通裕重工	3. 27	0. 13	0. 05	0. 08	0. 10	24. 4	59. 89	42. 75	32. 83
001696. SZ	宗申动力	10. 02	0. 33	0. 35	0. 39	0. 44	30. 1	28. 42	25. 68	22. 91
	平均 PE							49		

资料来源: WIND、东兴证券研究所

## 5. 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。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将达到 160 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,促使公司军工领域的业务范围得以迅速扩大。

#### (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投入的科研经费,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。

◆ 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 0.38 元、0.55 元和 0.68 元,对应 PE 分别为 18.23、12.82 和 10.38。不算军工板块的前提下,公司 NAV 折价 11.21%,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。

## 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 3: 公司盈利预测表

2014k   2015k   2016E   2017E   2018E   2017k   2017k   2018E   2017k   2017k   2018E   2017k   20	资产负债表				单位:	百万元	利润表				单位:	百万元
度音音を 4312 3410 5001 6608 8350		2014A	2015A	2016E				2014A	2015A	2016E		2018E
直接機能	流动资产合计	22880	26052	34284	45245	58230	营业收入	7182	7731	11114	14684	18555
其他点検軟   267	货币资金	4312	3410	5001	6608	8350	营业成本	5312	5672	7585	9811	12560
張行紋項   156   107   107   107   107   空理費用   185   236   389   514   557   47堂   17428   20225   24936   32257   41293   財务費用   96   151   185   316   451   452   417   613   1797   3046   4401   音声成成相关   30.91   315.45   100.00   100	应收账款	298	357	518	684	864	营业税金及附加	575	477	778	1028	1299
丹音	其他应收款	267	1339	1925	2543	3214	营业费用	291	355	562	816	1021
#他流弱素产 417 613 1797 30.6 4401 素产減値様失 0.39 135.54 100.00 100.00 100.00 100.00	预付款项	156	107	107	107	107	管理费用	185	236	389	514	557
接動養料養育 489 720 530 508 487		17428	20225	24936	32257	41293	财务费用	96	151	185	316	454
		417	613	1797	3046	4401	资产减值损失	0.39	135.54	100.00	100.00	100.00
国文资产	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
支税等資产       93       60       54       48       42       营业外收入       13.33       16.76       20.00       25.45       8.00       40.00       14.98       20.1       22.4       49.4       68.6       840         成時機能       2.485       1921       6740       11.432       18808       尹利朔       56.2       466       1002       1393       1705         技術技術       2.533       2.631       3637       4704       6022       少数股票未報報       56.1       469       90.2       1283       1584         一年內到期中       2.622       2.621       1602       2500       2500       2500       2500       EBITDA       961       915       1702       2416       3020	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
茶色中流過音  2369   26772   34813   45754   58717   利润基類   763   690   1496   2079   2545   2545   2546   2546   2466   13699   13980   24042   33777   45486   所得税   201   224   494   686   840   2446   2455   1921   6740   11432   16808   2448   2465   1921   6740   11432   16808   2448   2465   2466   1002   1393   1705   264年款   2539   2631   3637   4704   6022   少数废东报益   1   3   100   110   121   3483   2465   2500	固定资产	129.02	127.27	112.48	97.33	82.17	营业利润	760	691	1496	2079	2545
大き巻	 无形资产	93	60	54	48	42	营业外收入	13.33	16.76	20.00	20.00	20.00
新角像	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
極期情談		23369	26772	34813	45754	58717	利润总额	763	690	1496	2079	2545
全体操鉄   2539   2631   3637   4704   6022   少数脱床横越   1   -3   100   110   121   12	流动负债合计	13699	13980	24042	33777	45486	所得税	201	224	494	686	840
預收款項	短期借款	2485	1921	6740	11432	16808	净利润	562	466	1002	1393	1705
中	应付账款	2539	2631	3637	4704	6022	少数股东损益	1	-3	100	110	121
接頭動負債合計 3571 6552 4071 4652 5152 BPS (元) 0.24 0.20 0.38 0.55 0.68   上野所掛数 3294 3522 4022 4522 5022   上野野野比率   2014A 2015A 2016E 2017E 2018E 2016音	预收款项	5130	6147	8926	12597	17235	归属母公司净利润	561	469	902	1283	1584
长期情報       3294       3522       4022       4522       5022       主要財务比率         应付债券       0       2981       0       0       0       0       2014A       2015A       2016E       2017E       2018E         负债合计       17270       20531       28112       38429       50638       成长能力       7.65%       43.75%       32.13%       26.36%         少数股库权益       260       95       195       305       426       普业机测增长       564.62%       9.15%       116.52%       38.98%       22.44%         资本公积       2328       2295       2295       2295       2295       295       295       295       295       295       295       2295	一年内到期的非	2262	1465	2500	2500	2500	EBITDA	961	915	1702	2416	3020
度付债券 0 2981 0 0 0 0 2014A 2015A 2016E 2017E 2018E 賃債合计 17270 20531 28112 38429 50638 成长能力  少数股东权益 260 95 195 305 426 营业收入增长 135.49% 7.65% 43.75% 32.13% 26.36% 突收資本(或股 2346 2346 2346 2346 营业利润增长 564.62% 99.15% 116.52% 38.89% 22.44% 資本公积 2328 2295 2295 2295 2295 归属于母公司净利润 92.54% 42.20% 92.54% 42.20% 23.51% 未分配利润 1065 1400 1490 1619 1777 获利能力  归属母公司股东 5839 6146 6506 7019 7652 毛利率(%) 26.04% 26.64% 31.75% 33.18% 32.31% 債債和所有者权 23369 26772 34813 45754 58717	非流动负债合计	3571	6552	4071	4652	5152	EPS (元)	0.24	0.20	0.38	0.55	0.68
大きな	长期借款	3294	3522	4022	4522	5022	主要财务比率					
少数股东权益         260         95         195         305         426         营业收入增长         135.49%         7.65%         43.75%         32.13%         26.36%         实收资本(或股资本(或股资本(或股资本人和股资本人和股资本人和股资本人和股资本人和股资本人和股资本人和股产。)         2346         246         2016         26.04%         26.04%         31.75%         33.18%         32.31%           投資和所有者及         23369         2672         34813         45754         58777         2494年(例)         7.82%         6.03%         9.02%         2.80%         2.70%           交替的现金         2014A         2015A         2016	应付债券	0	2981	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
安 検 資本 ( 或 版 2346 2346 2346 2346 2346 营业利润增长 564.62% -9.15% 116.52% 38.98% 22.44% 資本 公和 2328 2295 2295 2295 2295 2295 2295 2295 22	负债合计	17270	20531	28112	38429	50638	成长能力					
資本公积       2328       2295       2295       2295       2295       月属于母公司净利润       92.54%       42.20%       92.54%       42.20%       23.51%         未分配利润       1065       1400       1490       1619       1777       获利能力       26.04%       26.04%       26.04%       31.75%       33.18%       32.31%       分析的力       少月属年公司股东       5839       6146       6506       7019       7652       毛利率(W)       26.04%       26.04%       31.75%       33.18%       32.31%       分析的有者权       23369       26772       34813       45754       58717       净利率(W)       7.82%       6.03%       9.02%       9.48%       9.19%         建金流量表       単位: 百万元       2017E       2018E       ROE(W)       2.40%       1.75%       2.59%       2.80%       2.70%         全替活动现金流       -581       158       -846       -2380       -2609       偿債能力       74%       75%       81%       84%       86%         折口掉梢       105.32       73.46       0.00       21.12       21.12       流动比率       1.67       1.86       1.43       1.34       1.28         財放軟軟軟       0       0       -161       -166       -180       营運能力       大板軟軟	少数股东权益	260	95	195	305	426	营业收入增长	135.49%	7.65%	43.75%	32.13%	26.36%
本分配利润 1065 1400 1490 1619 1777 获利能力 归属母公司股东 5839 6146 6506 7019 7652 毛利率(%) 26.04% 26.64% 31.75% 33.18% 32.31% 負債和所有者权 23369 26772 34813 45754 58717 浄利率(%) 7.82% 6.03% 9.02% 9.48% 9.19% 現金流量表	实收资本 (或股	2346	2346	2346	2346	2346	营业利润增长	564.62%	-9.15%	116.52%	38.98%	22.44%
归属母公司股东     5839     6146     6506     7019     7652     毛利率(%)     26.04%     26.64%     31.75%     33.18%     32.31%       債債和所有者权     23369     26772     34813     45754     58717     净利率(%)     7.82%     6.03%     9.02%     9.48%     9.19%       現金流量表     単位:百万元     送資产净利润(%)     2.40%     1.75%     2.59%     2.80%     2.70%       空間報告表     単位:百万元     送資产净利润(%)     2.40%     1.75%     2.59%     2.80%     2.70%       空間報告表     2014A     2015A     2016E     2017E     2018E     ROE (%)     9.61%     7.62%     13.87%     18.27%     20.70%       空間活動     8.46     -2380     -2609     接債能力     不分學資质學所述     不分學所述     不分學資质學所述     不分學所述     不分學所述     不分學所述     不分學所述     不分學所述     20.24     2.81%     8.84%     8.85%       方面的學學所述     第分學所述     不分學所述     不分學所述     2.40     2.40     2.40     2.40     2.40     2.40     2.20     2.20     <	资本公积	2328	2295	2295	2295	2295	归属于母公司净利润	92.54%	42.20%	92.54%	42.20%	23.51%
通信和所有者权   23369   26772   34813   45754   58717   净利率(%)   7.82%   6.03%   9.02%   9.48%   9.19%   34813   45754   58717   净利率(%)   7.82%   6.03%   9.02%   9.48%   9.19%   34813   2016E   2017E   2018E   ROE(%)   9.61%   7.62%   13.87%   18.27%   20.70%   25资产净利润(%)   2.40%   1.75%   2.59%   2.80%   2.70%   2.70%   2.80%   2.70%   2.70%   2.70%   2.70%   2.70%   2.70%   2.70%   2.70%   2.70%   2.70%   2.70%   2.70%   2.70%   2.70%   2.70%   2.70%   2.70%	未分配利润	1065	1400	1490	1619	1777	获利能力					
現金流量表         単位: 百万元         总资产净利润(%)         2.40%         1.75%         2.59%         2.80%         2.70%           2014A         2015A         2016E         2017E         2018E         ROE (%)         9.61%         7.62%         13.87%         18.27%         20.70%           2 管活动现金流         -581         158         -846         -2380         -2609         偿債能力           净利润         562         466         1002         1393         1705         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         316         454         速动比率         0.40         0.42         0.39         0.38         0.37           应收帐款增加         0         0         2778         3671         4639         总资产月特率         0.41         0.31         0.36         0.36         0.36           交货活动现金流         -354         -1493         -85         -120         -120         应收账款利益率         2.2         24         25	归属母公司股东	5839	6146	6506	7019	7652	毛利率 (%)	26.04%	26.64%	31.75%	33.18%	32.31%
2014A       2015A       2016E       2017E       2018E       ROE (%)       9.61%       7.62%       13.87%       18.27%       20.70%         空管活动現金流       -581       158       -846       -2380       -2609       偿債能力         净利润       562       466       1002       1393       1705       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       316       454       速动比率       0.40       0.42       0.39       0.38       0.37         应收账款減少       0       0       -161       -166       -180       普通能力 <th< td=""><td>负债和所有者权</td><td>23369</td><td>26772</td><td>34813</td><td>45754</td><td>58717</td><td>净利率 (%)</td><td>7.82%</td><td>6.03%</td><td>9.02%</td><td>9.48%</td><td>9.19%</td></th<>	负债和所有者权	23369	26772	34813	45754	58717	净利率 (%)	7.82%	6.03%	9.02%	9.48%	9.19%
昼售活动现金流       -581       158       -846       -2380       -2609       偿债能力         净利润       562       466       1002       1393       1705       资产负债率(%)       74%       77%       81%       84%       86%         折旧掉销       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       316       454       速动比率       0.40       0.42       0.39       0.38       0.37         应收账款减少       0       0       -161       -166       -180       营运能力         0.41       0.31       0.36       0.36       0.36         投資活动现金流       -354       -1493       -85       -120       -120       应收账款周转率       22       24       25       24       24         公介值变动收       0       0       0       0       每股指标(元)        2.99       3.55       3.52       3.46         长期股权资流域       0       0       0       每股增析(元)        2.29       3.55       3.52       3.46         大期股市域       0       0       0       每股增析(元) </td <td>现金流量表</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>单位:</td> <td>百万元</td> <td>总资产净利润(%)</td> <td>2.40%</td> <td>1.75%</td> <td>2.59%</td> <td>2.80%</td> <td>2.70%</td>	现金流量表				单位:	百万元	总资产净利润(%)	2.40%	1.75%	2.59%	2.80%	2.70%
净利润       562       466       1002       1393       1705       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       316       454       速动比率       0.40       0.42       0.39       0.38       0.37         应收账款减少       0       0       -161       -166       -180       普运能力		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	9.61%	7.62%	13.87%	18.27%	20.70%
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 財务費用 96 151 185 316 454 速动比率 0.40 0.42 0.39 0.38 0.37 应收账款减少 0 0 -161 -166 -180 菅运能力  预收帐款増か 0 0 2778 3671 4639 总资产周转率 0.41 0.31 0.36 0.36 0.36 0.36 0.36 0.36 0.36 0.36	经营活动现金流	-581	158	-846	-2380	-2609	偿债能力					
财务费用     96     151     185     316     454     速动比率     0.40     0.42     0.39     0.38     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       夏黄活动现金流     -354     -1493     -85     -120     -120     应收账款周转率     22     24     25     24     24       公允价值变动收     0     0     0     0     应付账款周转率     3.95     2.99     3.55     3.52     3.46       长期股权投资减     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     0.38     0.55     0.68       等資活动现金流     2191     363     2522     4106     4471     每股净现金流(最新     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(最新摊     2.49     2.62     2.77     2.99     3.26       长期借款增加     0     0     0     0     P/E     29.30     35.10     18.23     12.82     10.38	净利润	562	466	1002	1393	1705	资产负债率(%)	74%	77%	81%	84%	86%
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       夏黄活动现金流     -354     -1493     -85     -120     -120     应收账款周转率     22     24     25     24     24       公允价值变动收     0     0     0     0     应付账款周转率     3.95     2.99     3.55     3.52     3.46       长期股权投资减     0     0     0     0     每股推标(元)	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
预收帐款増加   0   0   2778   3671   4639   总資产周转率   0.41   0.31   0.36   0.36   0.36   Q資活効現金流   354   -1493   -85   -120   -120   应收账款周转率   22   24   25   24   24   25   24   24	财务费用	96	151	185	316	454	速动比率	0.40	0.42	0.39	0.38	0.37
投資活动現金流       -354       -1493       -85       -120       -120       应收账款周转率       22       24       25       24       24         公允价值变动收       0       0       0       0       应付账款周转率       3.95       2.99       3.55       3.52       3.46         长期股权投资减       0       0       0       0       每股推标(元)	应收账款减少	0	0	-161	-166	-180	营运能力					
公允价值变动收 0 0 0 0 0 应付账款周转率 3.95 2.99 3.55 3.52 3.46 长期股权投资减 0 0 0 0 0 毎股指标(元) 投资收益 37 -14 -20 -20 -20 毎股收益(最新摊薄) 0.24 0.20 0.38 0.55 0.68 <b>等資活効現金流</b> 2191 363 2522 4106 4471 毎股净现金流(最新 0.54 -0.41 0.68 0.68 0.74 应付债券増加 0 0 -2981 0 0 毎股净资产(最新摊 2.49 2.62 2.77 2.99 3.26 长期借款増加 0 0 500 500 6位比率 普通股増加 1626 0 0 0 0 P/E 29.30 35.10 18.23 12.82 10.38 资本公积増加 2278 -33 0 0 0 P/B 2.82 2.68 2.53 2.34 2.15	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
长期股权投资减       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       0.38       0.55       0.68 <b>等资活动现金流</b> 2191       363       2522       4106       4471       每股净现金流(最新       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(最新摊       2.49       2.62       2.77       2.99       3.26         长期借款增加       0       0       500       500       估值比率         普通股增加       1626       0       0       0       P/E       29.30       35.10       18.23       12.82       10.38         资本公积增加       2278       -33       0       0       P/B       2.82       2.68       2.53       2.34       2.15	投资活动现金流	-354	-1493	-85	-120	-120	应收账款周转率	22	24	25	24	24
投资收益 37 -14 -20 -20 每股收益(最新摊薄) 0.24 0.20 0.38 0.55 0.68 <b>等资活动现金流</b> 2191 363 2522 4106 4471 每股净现金流(最新 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(最新摊 2.49 2.62 2.77 2.99 3.26 长期借款增加 0 0 500 500 64值比率 普通股增加 1626 0 0 0 0 P/E 29.30 35.10 18.23 12.82 10.38 资本公积增加 2278 -33 0 0 0 P/B 2.82 2.68 2.53 2.34 2.15	公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.95	2.99	3.55	3.52	3.46
等資活动現金流       2191       363       2522       4106       4471       每股净现金流(最新       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(最新摊       2.49       2.62       2.77       2.99       3.26         长期借款增加       0       0       500       500       估值比率	长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
应付债券增加     0     0     -2981     0     0     每股净资产(最新摊     2.49     2.62     2.77     2.99     3.26       长期借款增加     0     0     500     500     估值比率       普通股增加     1626     0     0     0     P/E     29.30     35.10     18.23     12.82     10.38       资本公积增加     2278     -33     0     0     P/B     2.82     2.68     2.53     2.34     2.15	投资收益	37	-14	-20	-20	-20	每股收益(最新摊薄)	0.24	0.20	0.38	0.55	0.68
长期借款增加     0     0     500     500     6值比率       普通股增加     1626     0     0     0     P/E     29.30     35.10     18.23     12.82     10.38       资本公积增加     2278     -33     0     0     P/B     2.82     2.68     2.53     2.34     2.15	筹资活动现金流	2191	363	2522	4106	4471	每股净现金流(最新	0.54	-0.41	0.68	0.68	0.74
普通股增加     1626     0     0     0     0     P/E     29.30     35.10     18.23     12.82     10.38       资本公积增加     2278     -33     0     0     0     P/B     2.82     2.68     2.53     2.34     2.15	应付债券增加	0	0	-2981	0	0	每股净资产(最新摊	2.49	2.62	2.77	2.99	3.26
资本公积增加 2278 -33 0 0 0 P/B 2.82 2.68 2.53 2.34 2.15	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	29.30	35.10	18.23	12.82	10.38
<b>见金净增加额 1</b> 256 -973 1591 1607 1742 EV/EBITDA 20.99 25.05 14.52 11.71 10.74	资本公积增加	2278	-33	0	0	0	P/B	2.82	2.68	2.53	2.34	2.15
	现金净增加额	1256	-973	1591	1607	1742	EV/EBITDA	20.99	25.05	14.52	11.71	10.74

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## P10 东兴证券调研报告

迪马股份 (600565): "地"长因和气, "军"开得暖光



#### 分析师简介

#### 郑闵钢

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"优秀组合奖十强(第七名)。有时永继 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。