

地产业绩爆发 军工概念落地

——迪马股份（600565）2016 年报点评

2017 年 03 月 15 日

强烈推荐/维持

华远地产

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：

公司日前发布 2016 年报，，公司实现营业收入 142.69 亿元，同比增长 84.57%，实现归属于上市公司股东的净利润 7.77 亿元，同比增长 65.79%，在公司业绩预计区间内，EPS 为 0.33 元/股，同比增长 65%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入（百万元）	1841.77	1294.04	4039.8	1121.46	1862.59	2601.81	8683.43
增长率（%）	2.91%	67.99%	9.41%	101.83%		101.06%	114.95%
毛利率（%）	26.44%	26.91%	25.36%	30.10%	15.68%	15.30%	18.60%
期间费用率（%）	8.33%	12.66%	7.25%	11.87%	9.05%	7.26%	4.22%
营业利润率（%）	11.41%	8.56%	8.29%	10.42%	1.89%	1.91%	10.25%
净利润（百万元）	151.86	70.60	223.63	73.87	52.11	3.72	641.76
增长率（%）	49.71%	274.02%	-43.18%	272.25%	-65.69%	-94.73%	186.98%
每股盈利（季度，元）	0.06	0.03	0.10	0.03	0.02	0.00	0.27
资产负债率（%）	75.04%	75.68%	76.69%	78.35%	79.52%	80.23%	75.20%
净资产收益率（%）	2.45%	1.13%	3.58%	1.15%	0.82%	0.06%	8.49%
总资产收益率（%）	0.61%	0.27%	0.84%	0.25%	0.17%	0.01%	2.10%

观点：

- **营业收入和净利润均大幅上涨。**报告期内，公司实现营业收入142.69亿元，同比增长84.57%，实现归属于上市公司股东的净利润7.77亿元，同比增长65.79%，EPS为0.33元/股，同比增长65%。**营业收入和净利润均大幅增加**主要是由于报告期内结算面积大幅增加，但受重庆、成都、武汉区域成本增速快于营收增速，报告期内销售毛利率水平大幅下降。

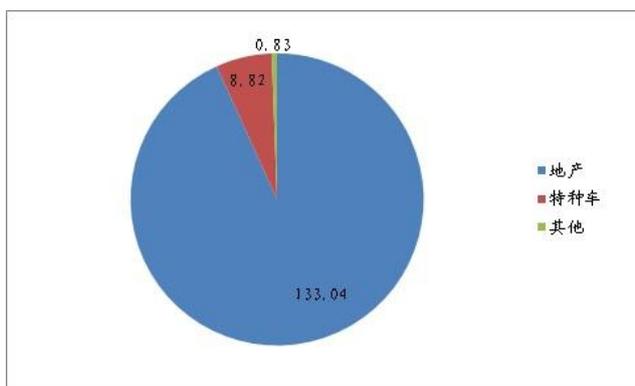
表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析

(单位: 亿元、百分比)

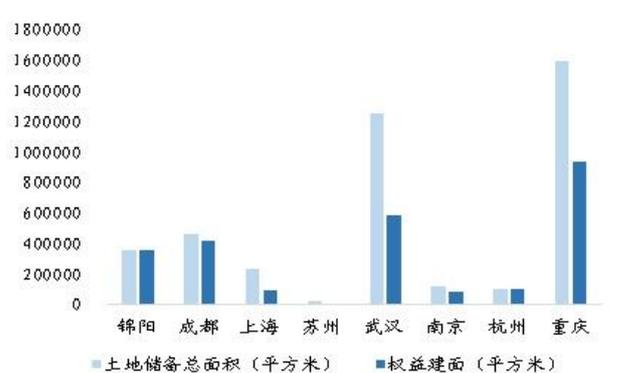
项目	2016H	2015H	变动比率	原因分析
毛利率 (%)	18.52%	26.64%	-8.12	重庆、成都等低区域毛利进一步下降
净利率 (%)	5.41%	6.03%	0.62	净利润增速慢于营收增速
资产负债率 (%)	75.2%	76.69%	1.47	杠杆率小幅降低
费用比率 (%)	6.01%	9.59%	3.58	控费用能力大增, 财务费用大幅降低
加权 ROE (%)	12.05%	7.9%	4.15	净利润大幅增加
总资产	304.99	267.72	13.92%	本期公司资产规模保持快速增长
货币资金	39.36	34.1	12.74%	销售回款+公司债发行
预收账款	58.31	61.47	-5.14%	预收购房款减少
一年内到期非流动负债	7.13	14.65	-51.27%	负债到期量大幅降低
经营活动净现金流	12.77	1.57	710.42%	销售回款大幅增加
稀释 EPS	0.33	0.2	65%	净利润大幅增加

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **业务主要分布在重庆主城地区, 全国布局雏形初现。**2016年, 公司实现主营业务收入133.04亿元, 比去年同期增加98.15%, 显示了公司拥有迅速做大的能力。公司深耕重庆主城区, 同时扩大华中、华东等高毛利核心城市土地储备占比, 2016年通过通过招拍挂、收购兼并、联合拿地新增土地储备14宗, 新增建筑面积逾320万方, 获取均位于上海、武汉、南京、杭州、苏州、成都、重庆等核心城市。

图 1: 公司 2016 年营收结构


资料来源: 公司 2016 年年报, 东兴证券研究所

图 2: 2016 年公司土地储备区域分布


资料来源: 公司 2016 年年报, 东兴证券研究所

根据克而瑞数据, 公司**2016年销售额为226亿元**, 考虑到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**。

- **军工板块正处于概念落地的阶段。**公司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2017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。

- **股权激励计划将促进高管管理效率提升。** 公司已经于2016年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。

同时, 公司2016-2018年三年业绩相对于2013-2015年平均业绩3.48亿元增速不低于10%、20%、30%, 据公司预披露的2016年业绩增长区间65.79%, 大幅超过股权激励要求, 我们看好公司2016-2018年间业绩的快速增长。

- **融资成本于2016年内不断降低。** 2016年, 公司成功发行非公开发行公司债26亿, 债务结构的优化促使发行利率逐步降低。由公司发债节奏和利率来看, 公司融资成本在2016年处于不断下行的区间内, 减极大的减轻公司的融资成本压力。

表 2: 公司 2016 年发行债券和票据情况

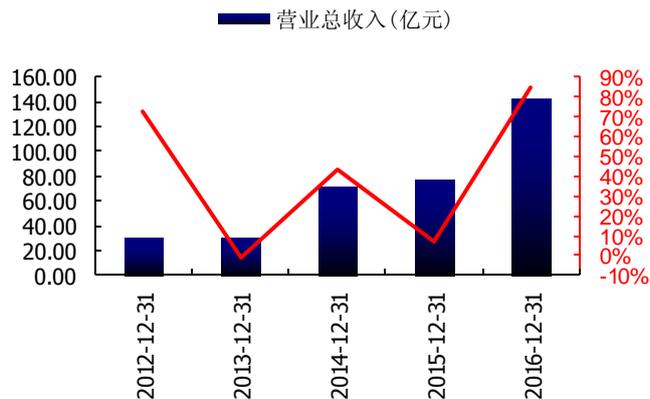
		利率	额度	到期日
非公开发行公司债	1 期	6.80%	6 亿	2018.1
	2 期	6.50%	6 亿	2019.4
	2 期	6.80%	3 亿	2019.4
	3 期	6.50%	5.3 亿	2019.6
	4 期	6.50%	0.7 亿	2019.7
中期票据	1 期	5.80%	4 亿	2019.2

资料来源: 公司 2016 年年报, 东兴证券研究所

- **定增推进只差最后环节。** 公司于2017年2月20日晚间发布公告, 调整公开发行预案, 发行对象为威海保利及保利壹期2名特定投资者, 募资规模10.73亿元, 投向新型军用特种车和外骨骼机器人项目。作为参考, 我们以原定增价格6.29元/股进行计算, 威海保利和保利壹期的实际控制人保利科技将持股6.59%, 成为公司第二大股东, 但实际近期股价中枢位于6.8元左右, 新进股东的持续持股比例将小于前述数量。

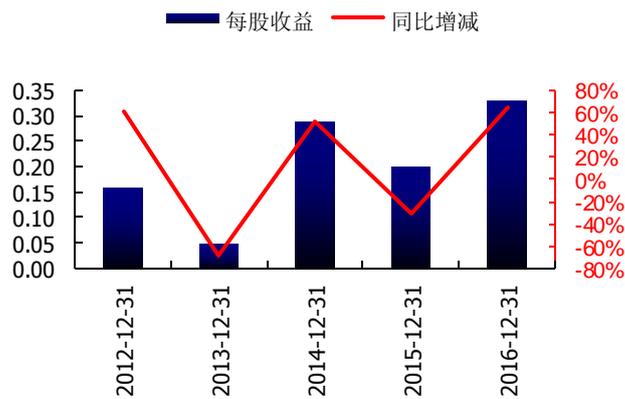
风险提示: 销售不及预期、定增调整不能过会、行业政策进一步收紧

图 3: 营业收入情况



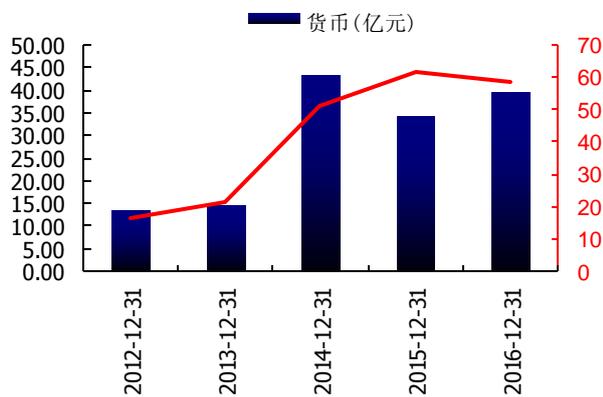
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 4: 每股收益情况



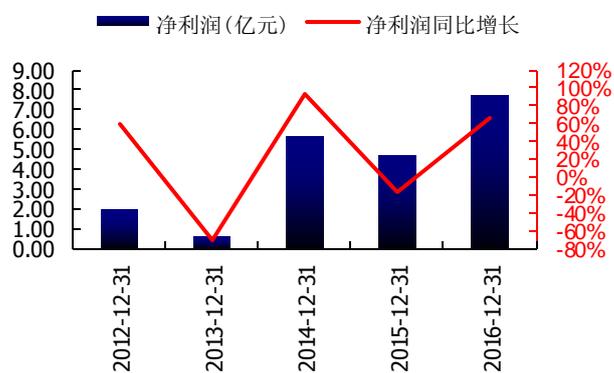
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 货币和预收款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

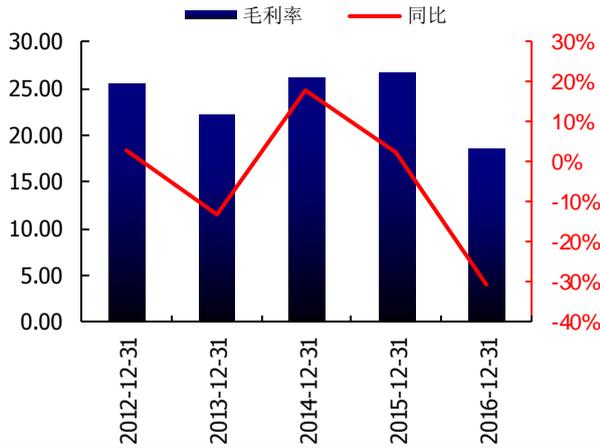
图 6: 净利润情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

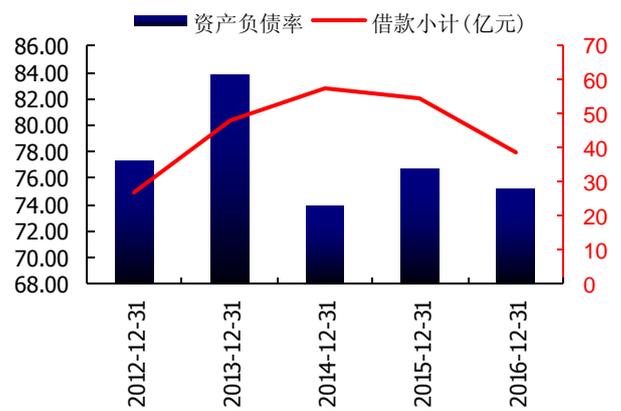
图 7: 销售毛利率情况

图 8: 资产负债率情况



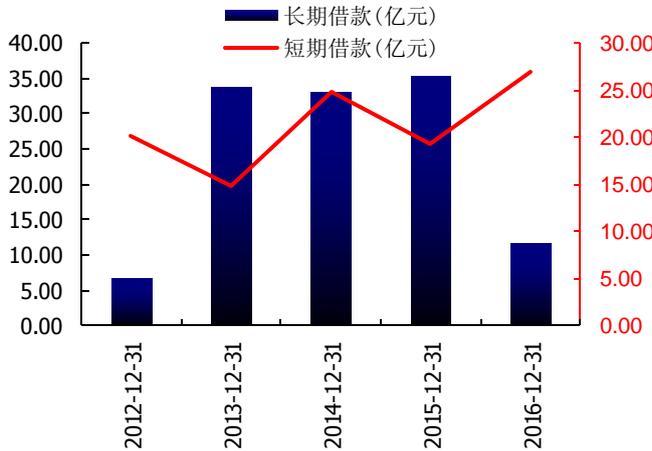
资料来源: 公司公告、东兴证券

图9: 贷款情况

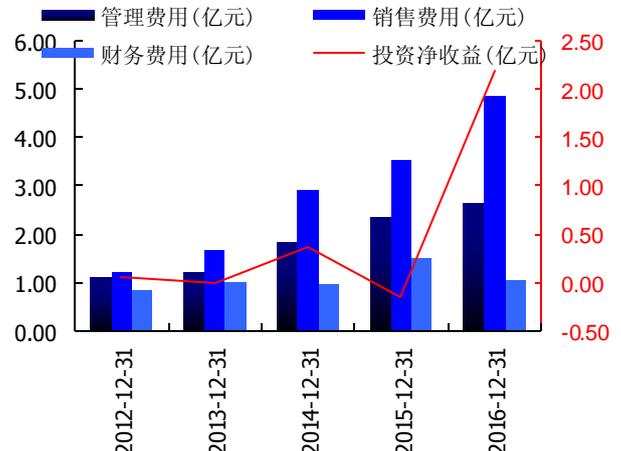


资料来源: 公司公告、东兴证券

图10: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告、东兴证券整理



资料来源: 公司公告、东兴证券

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 2017 年-2019 年营业收入分别为 193.56 亿元、238.47 亿元和 250.39 亿元; 每股收益分别为 0.51 元、0.75 元和 0.86 元, 对应 PE 分别为 13.18、8.95 和 7.86。不算军工板块的前提下, 公司 NAV 折价 10%, 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。

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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	26052	29211	59877	71092	72987	营业收入	7731	14269	19356	23847	25039
货币资金	3410	3936	6775	8346	8764	营业成本	5672	11626	14953	17611	17973
应收账款	357	1371	1326	1633	1715	营业税金及附加	477	888	1219	1502	1577
其他应收款	1339	2766	3752	4623	4854	营业费用	355	487	658	811	851
预付款项	107	94	94	94	94	管理费用	236	265	465	572	601
存货	20225	20314	47111	55486	56627	财务费用	151	105	177	366	406
其他流动资产	613	718	820	910	934	资产减值损失	135.54	25.04	20.00	20.00	20.00
非流动资产合计	720	1287	793	765	738	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	116	225	225	225	225	投资净收益	-14.37	218.95	100.00	100.00	100.00
固定资产	127.27	130.95	161.89	140.00	118.11	营业利润	691	1092	1964	3064	3711
无形资产	60	58	52	47	41	营业外收入	16.76	21.94	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	35	185	0	0	0	营业外支出	17.84	12.98	15.00	15.00	15.00
资产总计	26772	30499	60670	71857	73725	利润总额	690	1101	1969	3069	3716
流动负债合计	13980	16017	50350	59769	59576	所得税	224	329	591	921	1115
短期借款	1921	2701	36640	44966	44624	净利润	466	771	1378	2148	2601
应付账款	2631	3141	4916	5790	5909	少数股东损益	-3	-5	138	322	520
预收款项	6147	5831	5831	5831	5831	归属母公司净利润	469	777	1241	1826	2081
一年内到期的非流	1465	714	0	0	0	EBITDA	915	1267	2169	3458	4144
非流动负债合计	6551	6919	1756	2289	2789	BPS (元)	0.20	0.33	0.51	0.75	0.86
长期借款	3521	1152	1652	2152	2652	主要财务比率					
应付债券	2981	5363	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	20531	22936	52106	62058	62365	成长能力					
少数股东权益	95	796	933	1256	1776	营业收入增长	7.65%	84.57%	35.65%	23.20%	5.00%
实收资本(或股本)	2346	2419	2419	2419	2419	营业利润增长	-9.15%	58.05%	79.92%	55.99%	21.10%
资本公积	2295	2451	2451	2451	2451	归属于母公司净利润	-16.52%	65.79%	59.72%	47.19%	13.95%
未分配利润	1400	2007	1386	473	-567	获利能力					
归属母公司股东权益	6145	6768	7630	8543	9584	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权益	26772	30499	60670	71857	73725	净利率(%)	6.03%	5.41%	7.12%	9.01%	10.39%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	1.75%	2.55%	2.04%	2.54%	2.82%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	7.62%	11.48%	16.26%	21.37%	21.71%
经营活动现金流	158	1277	-24748	-6055	1625	偿债能力					
净利润	466	771	1378	2148	2601	资产负债率(%)	77%	75%	86%	86%	85%
折旧摊销	73.46	70.48	0.00	27.71	27.71	流动比率	1.86	1.82	1.19	1.19	1.23
财务费用	151	105	177	366	406	速动比率	0.42	0.56	0.25	0.26	0.27
应收账款减少	0	0	45	-308	-82	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.31	0.50	0.42	0.36	0.34
投资活动现金流	-1493	-1081	265	80	80	应收账款周转率	24	17	14	16	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.99	4.94	4.80	4.45	4.28
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-14	219	100	100	100	每股收益(最新摊薄)	0.20	0.33	0.51	0.75	0.86
筹资活动现金流	363	152	27322	7547	-1288	每股净现金流(最新)	-0.41	0.14	1.17	0.65	0.17
应付债券增加	0	0	-5363	0	0	每股净资产(最新摊)	2.62	2.80	3.15	3.53	3.96
长期借款增加	0	0	500	500	500	估值比率					
普通股增加	0	73	0	0	0	P/E	33.80	20.48	13.18	8.95	7.86
资本公积增加	-33	156	0	0	0	P/B	2.58	2.42	2.14	1.91	1.71
现金净增加额	-973	348	2839	1572	417	EV/EBITDA	24.41	17.64	22.07	15.94	13.24

资料来源: 东兴证券研究所

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”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。