



Research and
Development Center

审时度势，在军工、医疗服务领域寻求突破

—— 迪马股份（600565.sh）深度报告

2015年05月06日

范海波 行业分析师

皮建国 行业分析师

刘磊 研究助理

证券研究报告

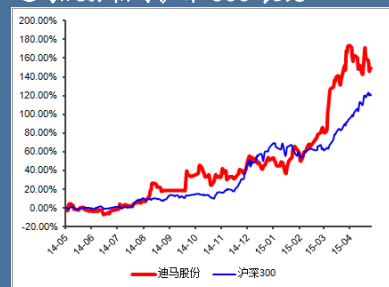
公司研究——首次覆盖

迪马股份 (600565.sh)



首次评级

迪马股份相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2015.5.5)

收盘价(元)	8.48
52周内股价波动区间(元)	3.15-9.65
最近一月涨跌幅(%)	4.95
总股本(亿股)	23.46
流通A股比例(%)	30.69
总市值(亿元)	198.93

资料来源：信达证券研发中心
信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

范海波 CFA, 行业分析师
执业编号: S1500510120021
联系电话: +86 10 63081252
邮箱: fanhaibo@cindasc.com

皮建国 行业分析师
执业编号: S1500514040001
联系电话: +86 10 63081286
邮箱: pijianguo@cindasc.com

刘磊 研究助理
联系电话: +86 10 63081275
邮箱: liulei2@cindasc.com

审时度势，在军工、医疗服务领域寻求突破

2015年05月06日

本期内容提要：

- ◆ **坚持“双主业”发展战略。**迪马股份是我国专用车领域领军企业，具备承担军用特种车辆的资质和能力，其防弹运钞车产品国内市场占有率保持第一；房地产业务坚持深耕区域市场的发展战略，迪马股份控股股东在2014年已将全部地产业务注入到上市公司，有效增厚经营业绩。
- ◆ **牵手“绿叶”，尝试社区医疗服务业务。**迪马股份与知名医疗企业绿叶合资设立医疗投资公司，优先在旗下物业尝试开展社区连锁医疗服务，聚焦美容整形、女子医院、康复、体检和口腔五个方向。我们看好迪马股份开拓社区医疗服务的市场前景。
- ◆ **借助“外脑”，切入高端军用装备领域。**迪马股份与电子科大签署战略合作协议，在人机耦合、外骨骼、车载指控系统等开展产学研合作。公司利用电子科大科研成果，结合自身在产业资本、市场营销、工程制造、军工资质等方面的优势，有望在高端军用装备领域取得突破。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计迪马股份2015年至2017年营业收入分别约为164.33亿元、181.71亿元和250.83亿元，相应的EPS为0.43元、0.45元和0.71元。采用相对估值法，我们计算出迪马股份2015年目标价为11.96元。首次覆盖给予公司“买入”的评级。
- ◆ **股价催化剂：**募投房地产项目业绩爆发；公司开拓社区医疗项目落地；公司与电子科技大学相关合作项目实现产业化。
- ◆ **风险因素：**公司房地产业务经营效益下滑；公司房地产业务诱发的偿债风险；公司向社区医疗服务产业、外骨骼机器人和车载防务信息装备等领域拓展存在不确定性。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3,049.84	7,350.20	16,433.32	18,170.83	25,082.73
增长率 YoY %	-1.01%	141.00%	123.58%	10.57%	38.04%
归属母公司净利润(百万元)	33.98	615.41	1,003.61	1,044.91	1,660.11
增长率 YoY%	-71.15%	1711.06%	63.08%	4.11%	58.88%
毛利率%	22.12%	26.74%	26.55%	26.52%	26.60%
净资产收益率 ROE%	2.68%	17.16%	15.69%	14.08%	18.93%
每股收益 EPS(元)	0.05	0.40	0.43	0.45	0.71
市盈率 P/E(倍)	585	32	20	19	12
市净率 P/B(倍)	15.56	3.38	2.88	2.50	2.07

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为2015年05月05日收盘价

目 录

投资聚焦	1
房地产与专用车双主业格局	3
控股股东东银集团资本实力雄厚	3
房地产开发业务完成整合	3
专用车业务市场地位稳定	6
保持特色积极转型，持续做强地产业务	9
区域市场进入收获期	9
开发“童梦童想”等特色项目	10
携手知名医疗公司，试水“房地产+医疗服务”	11
借助“外脑”，进军先进装备和军工信息化	12
外骨骼是高端可穿戴机器人	13
民参军瞄准国防信息化	18
财务分析：传统业务增长遭遇瓶颈	20
盈利能力分析	20
资产负债结构分析	21
现金流分析	23
盈利预测、估值与投资评级	23
盈利预测及假设	23
估值与投资评级	24
风险因素	25

表 目 录

表 1 标的资产开发项目	4
表 2 募集资金投资项目（单位：万元）	5
表 3 专用车分类（按用途）	6
表 4 《政府采购品目分类目录》专用车辆	8
表 5 迪马股份房地产项目一览表	9
表 6 我国养老地产与社区医疗相关项目	12
表 7 人类外骨骼种类（应用角度）	13
表 8 外骨骼分系统及关键技术	14
表 9 近三年迪马股份资产负债情况（单位：亿元）	21
表 10 2008 年至 2014 年迪马股份现金流量表（单位：亿元）	23
表 11 迪马股份业务增速预测	23
表 12 行业上市公司一致性预期与估值比较	24
表 13 行业上市公司一致性预期与估值比较	25

图 目 录

图 1 东银集团旗下资产	3
图 2 2014 年 4 月重组注入资产	4
图 3 迪马股份近年地产销售额和建筑面积分布	5
图 4 我国专用车产量及增速和分类	7
图 5 迪马股份上市以来专用车业务营业收入（亿元）和毛利率变化	8
图 6 “童梦童享”社区全景规划图	10
图 7 外骨骼技术与中国制造 2025	14
图 8 美国、日本和俄罗斯外骨骼机器人产品	15
图 9 科幻电影中的高科技铠甲	16
图 10 无人机系统与地面控制中心	19
图 11 2008 年至 2014 年迪马股份营业收入、归母净利润和毛利率	20
图 12 2008 年至 2014 年迪马股份营业收入结构和毛利结构	21

投资聚焦

核心观点/投资逻辑

迪马股份坚持“双主业”发展战略。公司是我国专用车制造领域领军企业之一，技术实力雄厚、产品种类丰富、营销和服务网络完备，其防弹运钞车产品的国内市场占有率长期处于首位；2008年以来公司持续置入控股股东银控股旗下的房地产开发资产，公司资本与收入规模大幅增加，当前房地产开发业务在公司总收入中占比超过80%，是公司主要收入和利润来源。

迪马股份在房地产开发领域坚持深耕区域市场的战略，以“首置首改”、刚需住宅型产品为主，涉及重庆、成都、武汉等多个城市。2014年公司通过定向增发置入同原地产、国展地产、东银品筑和深圳鑫润股权，注入标的承诺在2014年至2016年内扣非归母净利润不低于6.28亿元、9.11亿元和9.45亿元。同年，公司二次定增募集资金13.84亿元，投资同原江北鸿恩寺三期等三个优质地产项目。我们认为，募投项目为公司房地产开发业务增长提供了有效支撑。

迪马股份积极谋求转型。专用车市场规模较小且高度细分，我国专用车市场发展高峰期已过，公司也已在防弹运钞车等领域占据较高的市场份额，在传统专用车领域扩张的潜力略显不足；公司房地产开发业务增速较快，但与同行业规模企业相比，公司仍属于中小型房地产企业，当前房地产行业增速放缓趋、利润率持续下滑且风险不断暴露，转型已成为行业趋势。我们看好公司“房地产+医疗服务”和与高校深度合作产学研的转型模式。

迪马股份与知名医疗企业绿叶合资设立医疗投资公司，优先在旗下物业尝试开展社区连锁医疗服务，聚焦美容整形、女子医院、康复、体检和口腔五个方向。迪马股份前期深耕重庆等区域市场，为本次产业链延伸打下良好基础，我们看好迪马股份开拓社区医疗服务产业的市场前景。迪马股份与电子科技大学签署战略合作协议，在人机耦合技术、外骨骼、车载防务指控系统等展开产学研合作。借助电子科技大学在技术研发领域的优势，结合自身在产业资本、市场营销、工程制造、军工领域资质等方面的优势，公司有望在先进制造和军工领域取得突破。我们看好公司在外骨骼机器人和车载防务信息系统等领域的未来发展。

与市场不同之处

迪马股份传统的专用车和房地产开发业务不会有超越市场的增长速度：受制与专用车市场的需求现状，公司专用车制造业务增长缓慢；2014年控股股东全部房地产资产注入到迪马股份，迪马股份房地产开发业务将保持市场正常的增速。

迪马股份正在实施转型，无论是拓展房地产行业产业链，尝试做社区连锁医疗，还是与高校合作，借助“外脑”跨界到高端制造和军工领域，各个方向都有很好的产业前景。迪马股份（及控股股东银控股）在资本运作、市场积累、工程制造、行业资质等方面积累的优势都将有助于实现转型。

股价催化剂

迪马股份募投房地产项目业绩爆发；

迪马股份社区医疗项目落地；
迪马股份与电子科技大学相关合作项目实现产业化。

盈利预测与投资评级

迪马股份尝试养老医疗产业地产尚处于起步阶段，与电子科大战略合作也没有落实到具体项目，我们在该公司盈利预测中暂不考虑未来业务转型的影响，仅对现有专用车和房地产开发业务进行价值评估。我们预计迪马股份 2015 年至 2017 年营业收入分别约为 164.33 亿元、181.71 亿元和 250.83 亿元，相应的 EPS 为 0.43 元、0.45 元和 0.71 元。综合两项业务利用相对估值法，我们计算出迪马股份 2015 年目标价为 11.96 元。考虑到迪马股份正在实施转型，在养老医疗地产、外骨骼机器人、车载防务系统信息化领域都具有良好的发展前景，首次覆盖给予公司“买入”的评级。

风险因素

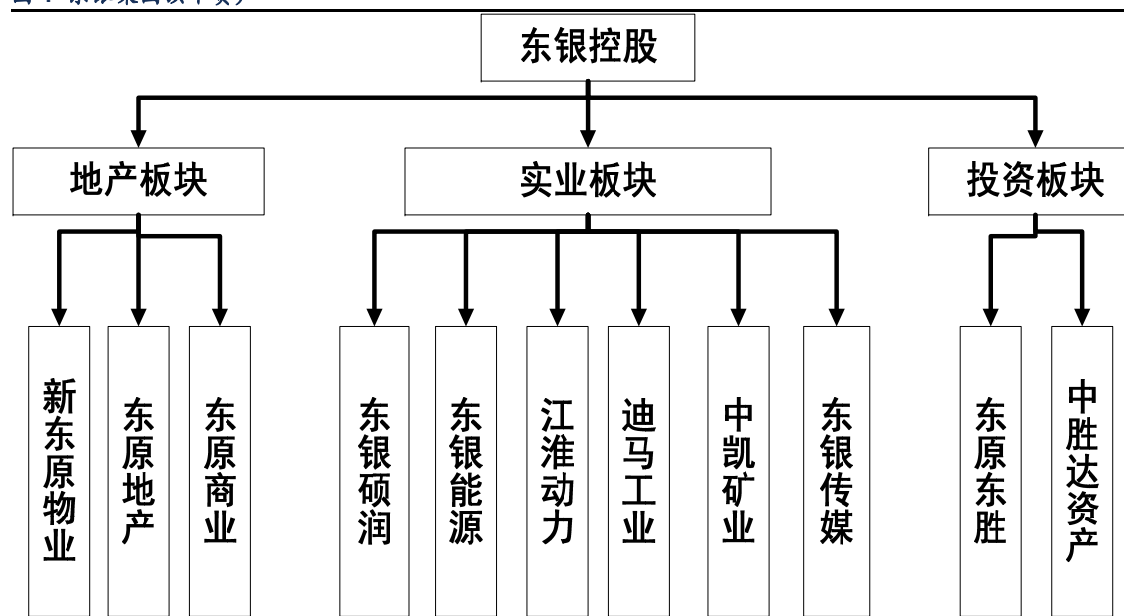
- 1、房地产行业整体竞争加剧，收入增速和利润率下滑已形成趋势，迪马股份的房地产业务经营效益有下滑风险；
- 2、房地产开发属于资金密集型行业，资金占用量大、沉淀时间长，迪马股份的偿债能力和融资成本压力较大；
- 3、迪马股份向社区医疗服务产业、外骨骼机器人和车载防务信息装备等领域拓展存在不确定性。

房地产与专用车双主业格局

控股股东东银控股资本实力雄厚

重庆市迪马实业股份有限公司（以下简称迪马股份）的控股股东为重庆东银控股集团有限公司（以下简称东银控股），实际控制人为罗韶宇和赵洁红夫妇。东银控股是多元化投资控股集团，成立于1998年，目前下辖实业、地产和投资三大板块。东银控股旗下有迪马股份（600565）、江淮动力（000816）和东原地产（HK0668）三家上市公司。经过十五年发展，东银控股拥有员工10000余人，年销售收入超过100亿元。

图1 东银集团旗下资产



资料来源：信达证券研发中心

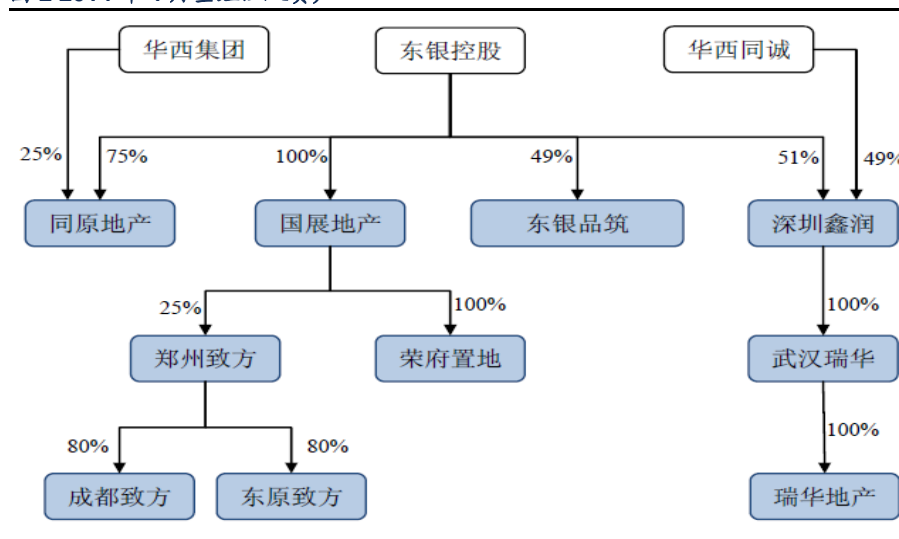
迪马股份前身是重庆中奇特种汽车制造有限公司收购重庆汽车改装厂后改制设立，隶属东银控股的实业板块。2002年上市时以专用车制造为主业，2007年通过资本运作拓展到房地产业务。2008年至今，迪马股份已经形成了专用车制造和房地产开发双主业格局。2014年，迪马股份通过非公开增发购买东银控股的房地产开发相关资产。完成本次注入后，迪马股份成为东银控股旗下唯一从事房地产开发业务的公司。香港上市的东原地产业务定位于商业物业持有和管理运营，与迪马股份不构成同业竞争。

房地产开发业务完成整合

两次定增：整合控股股东地产业务 + 募投新上项目

2014年4月，迪马股份通过定向增发从控股股东东银控股、华西集团和华西同城收购相关房地产开发资产。具体方式为，迪马股份向东银控股、华西集团和华西同城发行 11.86 亿股，每股 3.50 元。东银控股将持有的同原地产 75% 股权、国展地产 100% 股权、东银品筑 49% 股权和深圳鑫润 51% 股权过户给迪马股份，华西集团将其持有 25% 同原地产股权和华西同城持有的 49% 深圳润鑫股权也过户给迪马股份。

图 2 2014 年 4 月重组注入资产



资料来源：公司公告

表 1 标的资产开发项目

标的资产	项目
同原地产	重庆同原江北鸿恩寺项目，建筑面积 130 万平方米
国展地产	重庆国展天悦人和项目，建筑面积 15 万平方米
深圳润鑫	武汉，拟建项目近 60 万平方米
东银品筑	重庆 ARC 中央广场项目，建筑面积 18 万平方米

资料来源：公司公告

重组完成后，东银控股承诺标的资产在 2014 年、2015 年和 2016 年实现扣非归母净利润分别为 6.28 亿元、9.11 亿元和 9.45 亿元，合计为 24.84 亿元。对应发行 2014 年 9 月定增后股本（23.46 亿股）的每股收益分别为 0.27 元/股、0.39 元/股和 0.40 元/股。

2014年9月，迪马股份再次定向增发（发行价3.15元/股）募集资金13.84亿元，用于同原江北鸿恩寺三期等三个项目和补充流动资金。其中，同原江北鸿恩寺项目面向刚性需求群体，以高层普通住宅、小户型公寓、社区配套商业、商务写字楼产品为主，目前一期、二期已经基本完成销售结算，三期、四期、五期陆续竣工开售。我们认为，该项目能够有效增厚公司经营业绩。

表2 募集资金投资项目（单位：万元）

项目名称	投资总额	募集资金拟投入金额	拟投入金额占总额的比例（%）
同原江北鸿恩寺三期	352,171.00	50,000.00	37.28
同原江北鸿恩寺五期	87,591.00	10,000.00	7.45
武汉锦悦	253,900.00	46,000.00	34.30
补充流动资金	32,417.97	28,126.09	20.97
合计	726,079.97	134,126.09	100.00

资料来源：公司公告

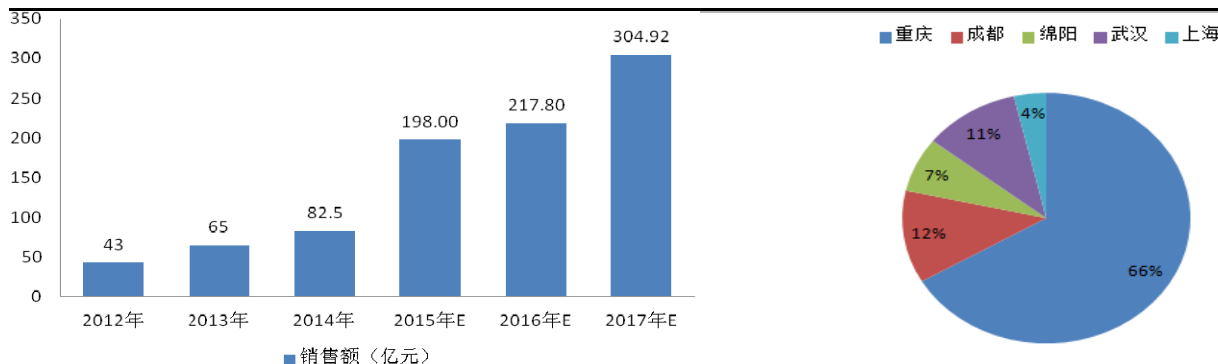
稳健经营应对行业风险

2014年11月，习近平主席在APEC峰会上首次系统阐述了中国经济“新常态”，即经济增速由高速向中高速转变、经济结构优化升级、经济增长从要素驱动和投资驱动转向创新驱动。伴随着宏观经济态势的变化，我国房地产行业也告别了高速增长的模式，切换到缓慢增长的“档位”。虽然国家通过9.30缓解限贷政策、降息降准等方式刺激市场，但房地产行业增速“下台阶”的趋势已经形成，市场环境的主要特点如下：

- （1）城镇整体空置率高，存量房过剩导致房价持续回调，尤其二三线城市房价存在下跌压力；
- （2）房地产调控“去行政化”，回归市场主导；
- （3）房地产行业整体增速降低，利润率下滑；
- （4）行业整合势在必行，大型房企通过兼并重组不断提升市场份额，部分中小型房企将逐步退出。

迪马股份房地产业务坚持稳健的经营风格：（1）深耕区域市场战略：以重庆本地为中心，逐渐向西南（成都、绵阳）、华中（武汉）、华东（上海）等高溢价地区拓展。其中，重庆本地建筑规模占比超过60%，其次是成都和武汉。（2）重视去化率，主打刚性需求和首置首改需求产品，辅之商用产品。（3）收购兼并合作等方式获取优质土地储备。

图3 迪马股份近年地产销售额和建筑面积分布



资料来源：公司公告

自 2012 年房地产代替专用车成为主导产业以来，其销售规模增长迅速，2014 年地产销售额达到 82.5 亿元，略低于市场预期。目前，控股股东东银控股旗下所有房地产开发业务已经注入迪马股份，既解决了同业竞争，又壮大了上市公司规模。结合迪马股份在手项目的进展情况我们判断，未来三年房地产业务销售额仍能保持较高的增长速度。

专用车业务市场地位稳定

专用车是指装置有专用设备，具备专用功能，用于承担专门运输任务或专项作业以及其他专项用途的车辆。从用途上看，专用车可以分为工程类、物流类和作业类三种。从需求结构上看，物流类专用车占比约为 50%，工程类专用车占比超过 40%，作业类专用车占比最低，尚不足 10%。

表 3 专用车分类（按用途）

分类	详细用途	实例
工程类	用于道路交通、房地产等基础设施建设及矿山开采等	自卸车、搅拌车
物流类	用于工业品、生活用品及特殊品运输	液罐车
作业类	用于市政环卫、救援服务等保障领域	环卫车、消防车、运钞车

资料来源：信达证券研发中心

国内专用车市场高速发展期已过

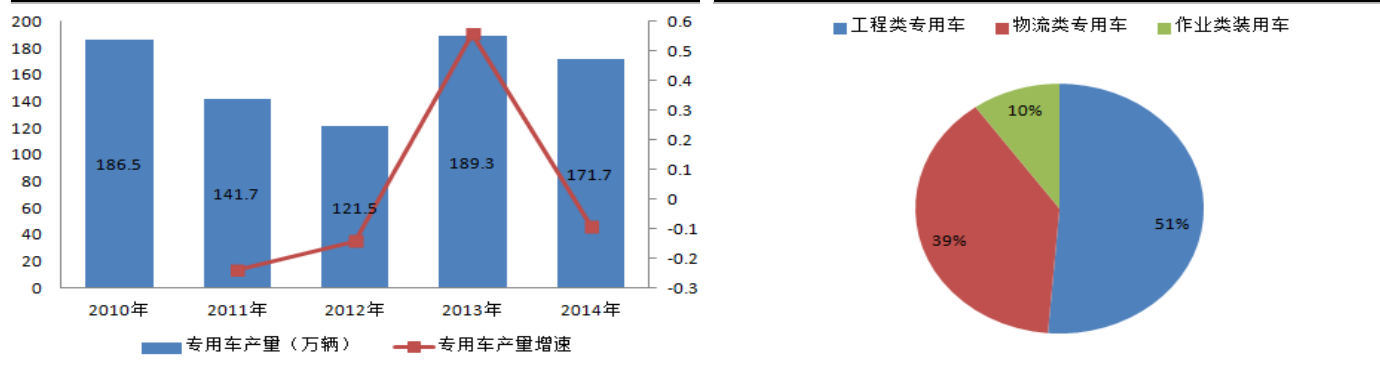
专用车行业发展与国民经济发展高度相关：国家开展大规模基础设施建设时，需求刺激下专用车生产企业竞相扩张，产品线丰富，粗放型经营方式短期内取得良好的市场效益；如今我国经济已经步入“新常态”，产能过剩矛盾凸显，专用车行业也正面临需求疲软、行业增长缓慢的困难。

相对于整个汽车制造行业，专用车市场份额很小。与相对成熟的通用型汽车相比，我国专用车产业有其自身特点。首先，专

用车需求规模远小于通用汽车，导致生产企业难以形成规模经济；其次，行业内充斥中小型企业，大多采用外购汽车底盘进行改装生产，质量水平参差不齐；再次，国内专用车产品结构不合理，多数集中在中型普通专用车，高技术含量、高附加值车型较少；最后，国内专业车生产厂商研发投入不足，导致自主产品少，难以建立品牌影响力。

影响专用车市场景气度的最主要因素是国家的产业政策。从中国汽车技术研究中心最新披露的产量数据显示，2010年至2014年我国专业车行业产量波动明显。分析可知，2010年以来的产能下滑是国家经济政策退出影响，而2013年的逆势上升是国家排放法规更新形成的产量基数。

图4 我国专用车产量及增速和分类



资料来源：中国汽车技术研究中心

作业类专用车产量不高（2014年约为12.6万辆）但车型丰富。在细分行业中，环卫垃圾车占据作业类车辆的“半壁江山”，而运钞车、警用车、医用车、邮政车等年产量均不足5000辆。

迪马股份在运钞车等细分市场优势明显

迪马股份全资子公司重庆迪马工业有限责任公司（以下简称迪马工业）是专用车业务的经营实体。迪马工业是中国专用车制造业的领军企业，先后重组了重庆南方迪马专用车股份有限公司，收购了深圳市达航工业有限公司，组建迪马北京子公司；建成西南、华北、华南三个产业基地；成立专用汽车研究院，拥有200多名技术工人。迪马工业的核心产品——防弹运钞车产品的国内市场占有率长期保持第一。

迪马工业控股子公司重庆南方迪马专用车股份有限公司（以下简称南方迪马）主业从事警用特种车、防弹防爆车、通信指挥车、电视转播车等。该公司具备军品研制资格、武器装备科研生产单位二级保密资格，其生产的装备服务于陆、海、空和二炮等多个兵种。

迪马工业专用车车型多属于作业类专用车，是专用车内规模最小的市场。我们认为，政府部门是其最大客户。2013年10月，财政部印发了《政府采购品目分类目录》，将专用车采购详细划分了31类，其中迪马股份涉及的车型包括运钞专用车、清洁卫生车辆、雪地专用车辆、消防车、通信专用车、排爆车等。

表4 《政府采购品目分类目录》专用车辆

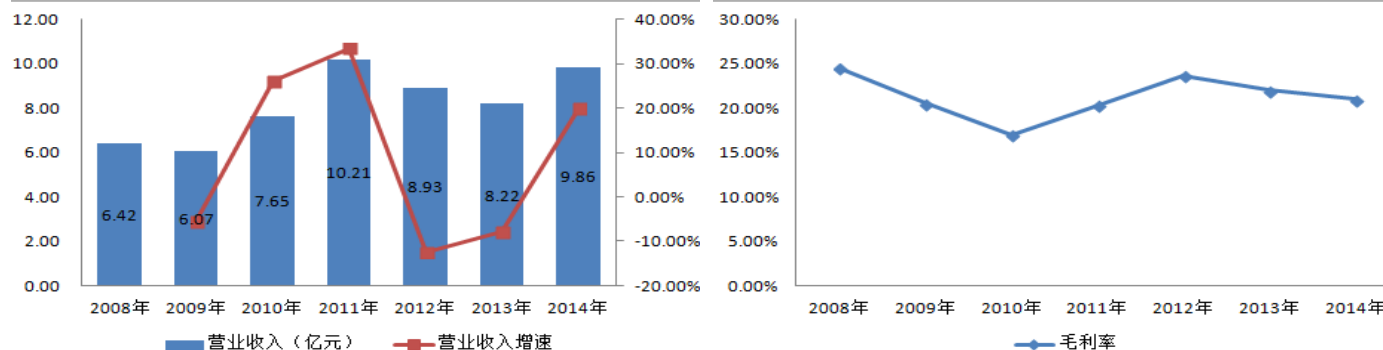
编号	车型名称	编号	车型名称	编号	车型名称	编号	车型名称
A02030701	厢式专用汽车	A02030702	罐式专用汽车	A02030703	集装箱运输车辆	A02030704	科学考察车辆
A02030705	工程作业车辆	A02030706	雪地专用车辆	A02030707	校车	A02030708	消防车
A02030709	警车	A02030710	布障车	A02030711	清障车	A02030712	排爆车
A02030713	装甲防爆车	A02030714	水炮车	A02030715	攀登车	A02030716	通讯指挥车
A02030717	交通划线车	A02030718	防弹车	A02030719	医疗车	A02030720	通信专用车
A02030721	抢险车	A02030722	殡仪车	A02030723	运钞专用车	A02030724	法院特种车
A02030725	渔政执法车	A02030726	海事执法车	A02030727	机动起重车	A02030728	清洁卫生车辆
A0203029	冷藏车	A02030730	炊事车	A02030731	其他专用车	---	---

资料来源：信达证券研发中心

专用车行业日益专业化的趋势使得子市场竞争并不激烈，迪马股份（或迪马工业）涉入市场早，享有明显的先发优势。但是行业规模所限也导致该业务难有较大发展。自2008年东银控股逐步将房地产开发资源注入迪马股份以来，专用车业务的效益贡献逐年下降。

2014年年报披露，迪马股份专用车业务实现收入9.86亿元，同比增长20%，毛利率为21%，同比下降了1个百分点。我们认为，未来以政府为主导作业类专用车领域将保持合理的竞争态势，迪马股份多年累计的技术、规模和市场优势能够确保其市场地位。

图5 迪马股份上市以来专用车业务营业收入（亿元）和毛利率变化



资料来源: wind 资讯

保持特色积极转型，持续做强地产业务

区域市场进入收获期

迪马股份房地产业务坚持“深耕区域市场”的战略。截至2014年，公司只进入重庆、成都、绵阳、武汉、上海等少数城市。产品结构以住宅为主，面向“首置首改”等刚性需求。迪马股份现有房地产项目的剩余可售面积约350万平方米，其中重庆占比最高，达到65%。为了寻求去化率与收益的平衡，公司拿地谨慎，2014年年报披露在上海布局了奉贤南桥和惠南两个项目。我们认为，上海、南京等一、二线城市将是公司未来布局的重点。

表5 迪马股份房地产项目一览表

项目状态	位置	项目名称	总建筑面积 (平方米)	剩余可售面积 (平方米)	2014年竣工面积 (平方米)
在建					
	成都	川航大厦	109,294	99,126	0
	成都	东原金马湖壹号	303,400	272,779	0
	成都	东原西岸	532,420	421,525	0
	重庆	东原香山	487,799	305,910	0
	重庆	领天下	264,181	151,649	0
	重庆	东原桐麓	183,374	101,918	0
	重庆	东原嘉阅湾	726,183	498,798	0
	重庆	东原碧云天	55,358	12,188	0

重庆	翡翠明珠	335,075	71,863	100,655
重庆	东原长江畔 1891	359,743	198,371	0
重庆	东原香郡	269,366	15,842	114,603
重庆	东原湖山樾	518,612	451,810	0
重庆	同原江北鸿恩寺	1,289,025	349,975	696,317
武汉	东原锦悦	228,007	46,918	0
武汉	逸城亲水生态住宅	365,264	128,914	72,960
绵阳	开元观邸长洲	122,797	23,655	50,506
绵阳	开元观邸长岛	294,590	240,140	0
竣工				
重庆	东原锦悦	181,505	21,335	--
重庆	祥瑞新城	119,817	0	--
重庆	东原亲亲里	150,682	24,528	--
重庆	ARC 中央广场	178,027	38,804	--
重庆	天悦人和	142,700	15,461	--
绵阳	开元观邸香屿	138,868	7,422	--
储备				
武汉	双建村项目	259,457	--	--
上海	奉贤南桥	116,915	--	--
上海	惠南项目	169,352	--	--

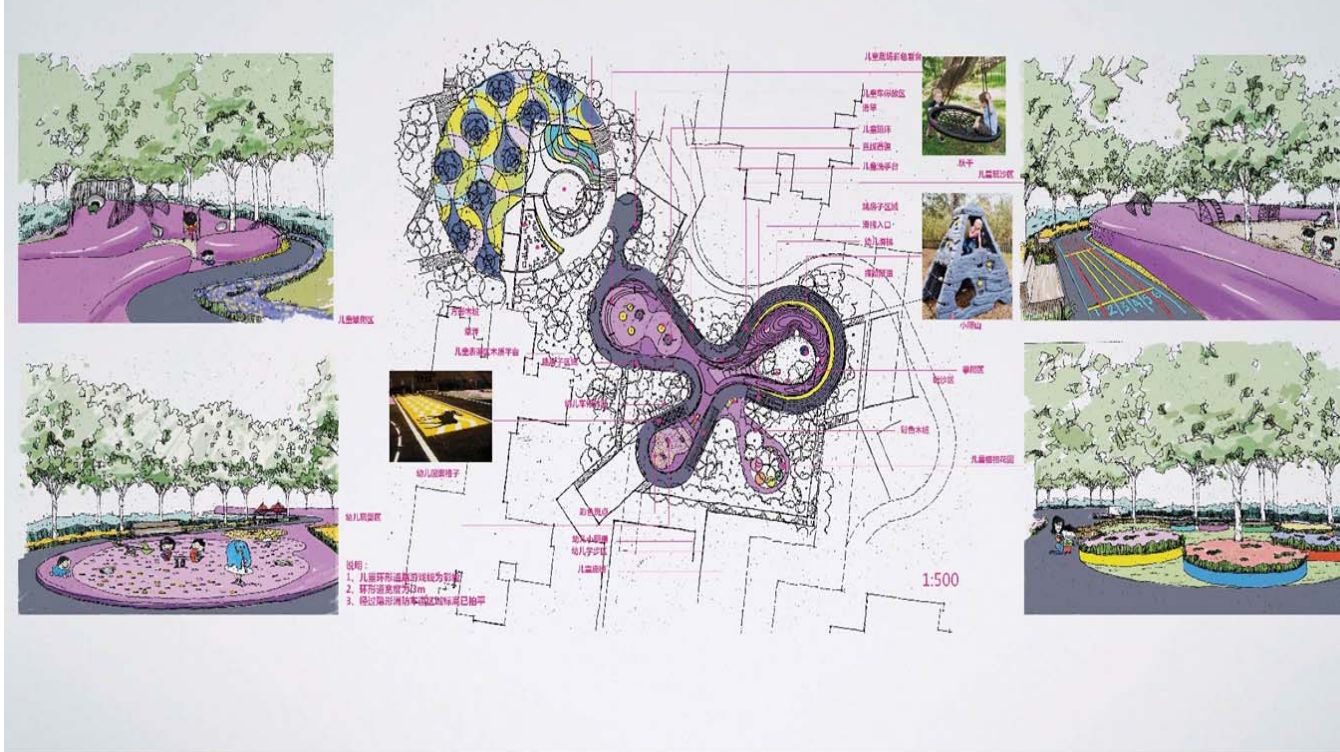
资料来源：公司 2014 年年报

开发“童梦童享”等特色项目

2012 年，迪马股份高层针对社区功能开展探讨，之后“童梦童享”优配社区儿童成长系统应运而生。这是国内首个将儿童正式作为社区服务对象的配套服务产品。“童梦童享”针对 0-12 岁儿童在社区生活成长中对安全保障、娱乐运动、教育启蒙和自主独立等四大领域所需，推出的优配社区儿童成长系统。全套系统解决方案包括娱乐王国、梦工厂儿童会所、奥林匹克全能运动场、少年梦想营、小主人迷你系统 5 大主题儿童产品模块，以及针对儿童需要的物业服务与商业配套两大周到服务保障。目前，该项目正在重庆、成都、武汉等多个项目中推广实施。

图 6 “童梦童享”社区全景规划图

东原项目童梦童享优配社区全景规划图



资料来源：公司网站

携手知名医疗公司，试水“房地产+医疗服务”

面对房地产行业利润率逐年下滑的趋势，转型成为业内企业生存发展的必由之路。大型房企已经走在前列：恒大集团进军农业，先后推出了恒大冰泉、恒大粮油、恒大畜牧等产品；万科集团与腾讯理财通合作，切入互联网，并在养老产业、物流地产、旅游地产等地产结合领域寻求突破；绿地集团成立地铁投资发展公司，进入轨道交通行业；万达与百度、腾讯合资成立非凡电子商务有限公司，开拓电商业务。随着我国老龄化程度不断加剧，养老地产作为一项具有社会性意义的行业蕴含着大量的商机。国内许多大中型房地产开发企业已经对养老地产进行积极尝试和探索。但是，养老地产项目在我国正处于起步阶段，项目初始投入高、投资周期长、效益存在不确定性，并不适合缺少平台和大资金支撑的中小型地产企业。

表 6 我国养老地产与社区医疗相关项目

项目名称	开发商	项目特色
随园嘉树	万科	万科在杭州的首个养老公寓项目；4500 平方米养生休闲区，35%绿地率。
和熹会	保利	医疗、照护、康复、营养、心理疏导、娱乐六位一体的养老服务；专业化的医疗团队和医疗机构。
椿萱茂	远洋	服务于半自理、不能自理的老人；打造高端连锁养老机构运行商。
天津太阳城	卓达	居家、社区、机构三位一体养老模式；面向普通百姓群体。
星堡中环	复星	持续照料退休社区模式，保证老年人在健康状况和自理能力发生变化时依然在熟悉环境中居住。
九如城	九如城	全产业链养老综合体；一揽子养老养生解决方案。
和悦品牌	平安不动产	养生养老、健康管理、旅游休闲综合模式。

资料来源：《国内部分养老地产项目盘点》 陈丽、焦娜娜 《城市开发》 2014 年第 22 期

迪马股份利用区域市场的优势另辟蹊径，与知名医疗公司绿叶集团合作，开拓社区医疗服务项目。2015 年 3 月 19 日，迪马股份发布公告，与 Luye Medicals Group Pte.Ltd（以下简称绿叶医疗集团）签订战略合作协议：在医疗监控领域达成合作，设立医疗投资公司投资医疗健康项目。

绿叶医疗集团是国际知名医疗服务公司，总部位于上海，业务布局新加坡、上海、广州、重庆、武汉、南京及烟台等地，在中高端连锁康复、整形美容、女性医院、口腔、抗肿瘤和远程诊断等领域处于国内领先地位。

我们认为，迪马股份与绿叶医疗集团合作可以实现双赢：一方面，迪马股份在重庆、成都、武汉等多地持有多个物业，开发社区医疗服务项目既可以拓展地产行业的产业链价值，又可以为双方提供较高收益；另一方面，与绿叶医疗集团合资设立投资公司，吸收专业团队负责运营，可以弥补了迪马股份在医疗行业经验不足的劣势，降低进入新领域的风险。

根据初步拟定的商业规划，起始阶段的医疗服务项目聚焦在美容整形、女子医院、康复医疗、体检和口腔五个方向。采取轻资产的连锁运营模式，初始投资较小。目前，迪马股份已在旗下多个地产项目选址，我们预计在 2016 年末或 2017 年初，迪马股份下辖物业可以建立 10 至 15 家医疗服务机构。保守估计，单个门店稳定运营每年可贡献净利润 1000 万元。

借助“外脑”，进军先进装备和军工信息化

2015 年 4 月 3 日，迪马股份发布公告，与电子科技大学（以下简称电子科大）签订《产学研合作协议》，在基于外骨骼技术的个人作业平台、人机耦合技术及助力型外骨骼和康复型医疗外骨骼、车载信息指挥控制平台、车载防务系统飞行器（含无人机）测控通信、导航、指挥与控制技术、空间通信信息技术及装备、区域宽带自组通信网络技术等六个方面开展联合技术研发、产品研制和成果产业化。

电子科大是教育部直属全国重点大学，国家首批 985 工程和 211 工程重点建设大学。电子科大以电子信息科学技术为核心，

覆盖整个电子类学科，是我国电子信息领域、邮电领域唯一 985 工程重点大学。我们认为，迪马股份与电子科大签订产学研协议有望实现“双赢”：一方面，迪马股份获得电子科大这一强劲“外脑”，极大提升了其在创新能力和技术水平（尤其在信息化领域）；电子科大得到迪马股份在资金和产业经验上的支持，将加速其实验室成果的产业化。考虑到迪马股份传统业务的特点，我们看好双方在外骨骼、（车载）防务信息系统等领域的合作前景。

外骨骼是高端可穿戴机器人

什么是外骨骼

外骨骼原指为生物柔软内部器官提供构型、建筑和保护的外壳结构。人类外骨骼是仿照这一生物学对象开发的机械装置，是指可穿戴于人体外部，提高人类生理机能和对人体产生一定防护的机械设备，从技术角度看，人类外骨骼可被看做是结合了人工智能与机器人机械力量的人机结合可穿戴装备。

外骨骼系统工作时首先由附着在使用者不同部位的传感器收集人体动作信息并将其传递到外骨骼系统的计算机分系统，计算机分析处理信息，判断使用者的动作意图，再形成指令并传递到相关机构的控制器，通过传动装置驱动机械装置辅助使用者的肌肉或肢体运动。

现阶段人类外骨骼主要起到延缓疲劳和能力增强两种功效，前者是指在人类骨骼辅助下，通过延缓肌肉疲劳使人类能以更长时间重复某些动作；后者指能够一定程度的提升使用者物理能力，如古代士兵身披的防护铠甲就是一种原始形态的外骨骼。具体而言，从应用角度看，人类外骨骼可以分为康复型、辅助型和增强型三种。

表 7 人类外骨骼种类（应用角度）

种类	使用人群	效能
康复型外骨骼	运动障碍人群	代替医护人员协助患者进行康复训练
辅助型外骨骼	生理机能衰退人群	辅助特定人群生理组织发挥功能，如辅助行走
增强型外骨骼	特殊行业正常人	军用为主，增强士兵力量、速度、负重和忍耐力等

资料来源：信达证券研发中心

外骨骼技术具有良好的应用前景。在军事领域，外骨骼可以协助单兵携带更多武器装备和辅助装备，有效提升单兵作战能力；在民用领域，外骨骼可用于消防、攀岩、救灾等需要在特殊作业环境（车辆无法使用）负荷沉重装备的领域；在医疗卫生领域，外骨骼可以辅助残疾人、老年人或行动不断的患者行走，也可以用于康复性训练。

二十世纪九十年代起，随着机电液一体化、生物、控制、材料等机器人技术的发展，发达国家纷纷开展外骨骼技术和装备的研发，并逐步向军事、医疗等领域推广。基于外骨骼技术开发的外骨骼机器人与传统概念的机器人最大的差别在于人机交互，因此传感器和控制系统是其最关键的技术，要保证外骨骼装备与使用者间交互性良好，快速准确地对使用者的动作做出反应。

表 8 外骨骼分系统及关键技术

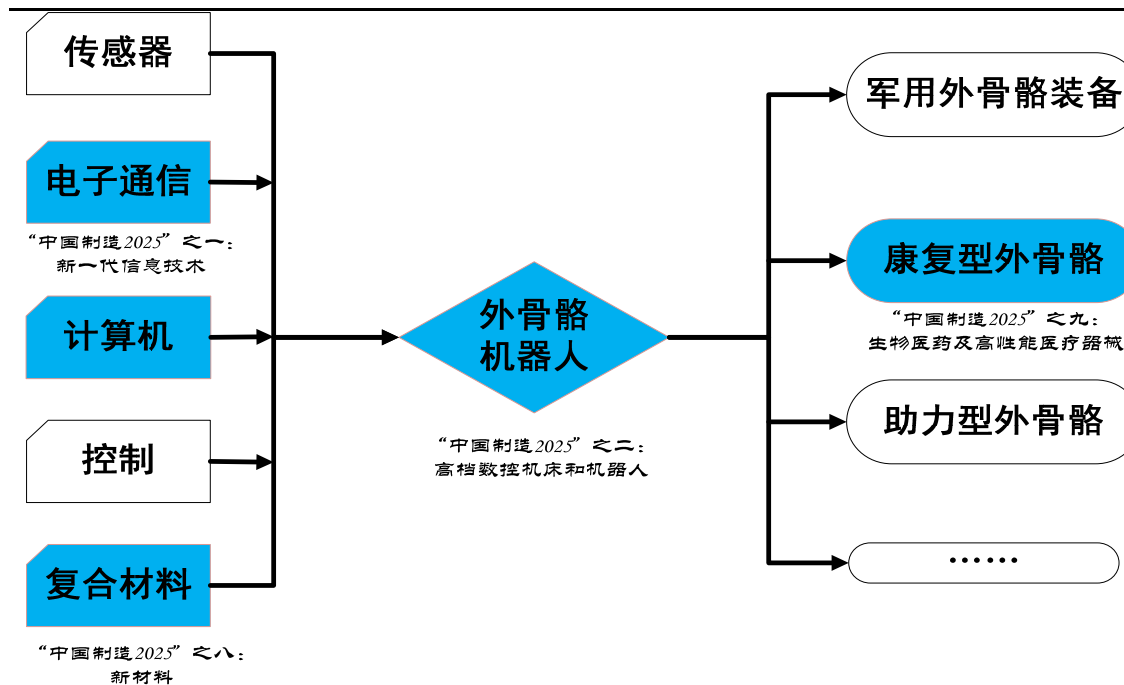
分系统	关键技术要求
传感器系统	全面识别使用者运动信息，灵敏性和抗干扰能力强
控制系统	人机一体化智能控制理论，具有一定学习能力
机械系统	合理的穿戴方式，关节的运动机构的设计符合人体习惯
驱动系统	小体积、轻质量且提供足够的力矩
供配电系统	便携式能源，具有较大的功率密度和较长的续航时间
保险系统	安全保险机构，避免对穿戴者造成伤害

资料来源：信达证券研发中心

外骨骼机器人是国家先进制造能力的集中展示

2015 年，李克强总理在政府工作报告中明确提出将要实施“中国制造 2015”，推动中国制造业从大国向强国转变。《中国制造 2025》是我国制造业未来十年的顶层规划和路线图，目标是推动中国到 2025 年基本实现工业化并迈进制造强国行列。该规划以两融（信息化与工业化深度融合）为主线，提出了新一代信息技术、高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、新材料、生物医药及高性能医疗器械和农业机械装备等十大领域。外骨骼机器人与其中四项直接相关：本身属于机器人领域，同时与信息技术、新材料和高性能医疗有上下游关联。

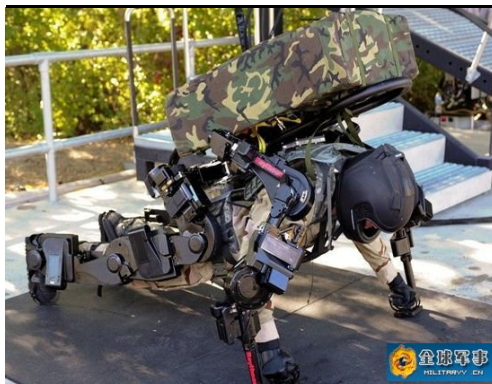
图 7 外骨骼技术与中国制造 2025



资料来源：信达证券研发中心

外骨骼机器人涉及电子、机械、控制、通信、计算机、传感器等多个学科，是典型的集成性高新技术，并且未来市场前景广阔。因此，该技术已经成为当前发达国家研究机构和企业集团竞相研发的热点之一。美国和日本在该领域的走在前列，俄罗斯、法国等也有相关产品推出。知名产品如美国洛马公司为美国陆军研制的 HULC 系统、日本驻波大学 HAL-5 系统、俄罗斯勇士-21 系统等。

图 8 美国、日本和俄罗斯外骨骼机器人产品



资料来源：信达证券研发中心



我国外骨骼技术研究虽然起步较晚，但得到了国家通过基金和科学计划等方式支持开展研究工作。清华大学、浙江大学、电子科技大学、东南大学、中科院合肥分院等在相关基础理论和关键技术中取得了突破。其中，电子科技大学成立了机器智能研究所，该所将外骨骼机器人技术与系统作为重要的研究方向（资料来源：<http://www.uestcrobot.net/?q=inserchdir>）。目前，该所已成功研发出多个外骨骼机器人样机产品。

外骨骼技术可打造战场超级士兵

美国科幻动作电影《明日边缘》中汤姆克鲁斯饰演的凯奇少校、《钢铁侠》系列主角托尼斯塔克都是身着高科技铠甲的超级战士。真实的军用外骨骼机器人虽然不像影片杜撰的神奇，但在提升普通士兵的单兵作战能力上却是实实在在的。穿戴外骨骼装置的士兵在野战环境下行进更快、更远、越障能力更强；可以操纵重型武器装备；对子弹或爆炸碎片的防护能力也更强。

图9 科幻电影中的高科技铠甲



资料来源：信达证券研发中心



当前，军事强国着眼于未来战争需要，纷纷大力发展单兵装备。从近年来国家爆发局部战争或地区冲突看，城市巷战和反恐作战是主要形势。攻击一方在经过第一轮空中远程打击后，剩余的任务全部落在步兵身上。地面部队规模小、作战消耗高是地面部队面临的难题，单兵装备复杂化不可避免的增加了负荷。以美国单兵战时每日物资消耗为例，二战时仅有 20kg，越战时达到 90kg，而海湾战争时已经达到 200kg。

凭借外骨骼装备可以有效降低士兵负荷。美国研究表明，士兵穿戴外骨骼在负重 90kg 情况下，可以保持 4.8km/h 速度长距离行军，最高速度可达 16km/h，与轻巧装备下正常行军速度不相上下。武器系统也可以直接嵌套在外骨骼系统上，使士兵成为独立的武器平台。将智能头盔等与外骨骼装备融合可以打造数字化的单兵系统，使士兵得到机械增强的同时获得信息支援，战场感知、路线跟踪、威胁告警等能力提升，是单兵作战完美的融入到体系作战中。

美国在单兵装备及外骨骼装备领域研制领域领先世界，配合其陆、海、空、天、电一体化的作战理念，要求单兵除具备作战能力的同时还要兼具侦察、通信、引导、突防等效能。美国陆军“陆地勇士”就瞄准这一目标的研究计划。最初的方案是在 2001 年至 2014 年投资 20 亿美元，装备 45000 套单兵设备，并于 2016 年形成战斗力。

恩格斯曾经预言“一旦技术上的进步可以用于军事目的并且已经用于军事，他们便立刻几乎强制地，而且往往是违反指挥官意识而引起作战方式上的改变甚至变革”。外骨骼技术很可能就是这种颠覆性的技术。当前，美国洛马公司开发了 HULC 系统已经少量的装备美军。尽管外骨骼装备实现大规模列装还面临战场适应性、装备技术成熟度、采购成本等诸多限制，但我们认为，随着战争形态的不断演进、信息化装备的技术提升，外骨骼机器人将成为战场上单兵的标配装备。

医用外骨骼商业前景广阔

未来外骨骼技术的不断成熟，其应用必将更加多样化和向民用和消费领域拓展。现阶段，我们看好康复型外骨骼和助力型外骨骼的市场。日本公司推出的 HAL 系列医用外骨骼十分受欢迎。肢体有残疾的人穿戴上机械外骨骼后，可以直接指挥机械腿自然行走，而不需要拐杖等辅助工具。那些肢体需要康复的病人，在进行康复行走锻炼时，也可以穿戴机械外骨骼，他们可以不发出行动指令，而由编好运动程序的外骨骼牵引着他们的肢体进行康复活动。外骨骼技术蕴含的巨大商机（如医疗器械领域）已经收到资本市场的青睐。以色列外骨骼系统供应商 ReWalk Robotics 已经成功登陆美国纳斯达克。

近几年，随着我国社会人口老龄化的增速发展，越来越多的人会遭遇自主运动能力衰退的困难，给个人、家庭和社会造成了沉重的负担。临床医学证明，训练开始越早，运动功能恢复的潜力越大。传统的临床康复治疗是医师徒手或者借助机械器材对患者进行的一对一的连续被动训练，效率低，效果不明显，消耗费用高，很难推广。针对这种行动能力有问题的人群，康复型外骨骼机器人可以帮助患者实现适合自己的康复过程。这种机器人的推广应用既可以减轻医师的工作强度，又可保证患者的康复。另外，上文提到，迪马股份计划向医疗养老社区领域拓展，其与电子科大合作开发康复性机器人可以优先在自身项目中应用。

民参军瞄准国防信息化

信息化领域民参军有优势

“民参军”是推动我国国防军民融合式发展重要途径之一。通过鼓励民间资本进入军工领域，一方面可以为民间资本投资开辟新的发展空间，增加市场竞争性，对“稳增长”有直接的积极作用；另一方面，引入民间资本，也是发挥民营资本的资源优势，促进国防科技工业发展重要途径。我国的民营企业经过几十年的发展，积累了大量的资金、技术、管理、人力等资源优势，具备了高端的技术及研发生产能力，这些资源对于正向技术密集型发展的国防科技工业十分重要，在进入后将成为国防科技工业一项重要的技术来源，对加快国防科技工业发展具有重要作用。同时，民营企业的进入既带来资源又引入竞争，不仅有国企与民企的竞争，而且有民企之间的竞争。这也给国防科技工业注入新的活力，促使各个企业更加关注新技术的研发、产品的质量和生产效率，使得整个国防科技工业领域的资源配置更加合理高效，行业发展更为健康有序。我国政府和军方为了鼓励“民参军”制定了大量政策措施，为民间资本创造了更加公平开放的市场环境。

信息领域民营企业众多，在大众消费市场的带动下，民用信息技术和产品性能指标已经大大领先于军用。在应用层面上，信息技术在军用和民用的差别不大，只是在环境适应性和安全保密角度，军用技术和产品要求更高，在多数领域军民是可以通用的。当前，我国国防装备正处于机械化向信息化的转化升级阶段，信息产业中掌握高技术的民营企业大有可为。

现代社会，网络信息安全问题是建设信息化军队的关键要素。实现“建设信息化军队，打赢信息化战争”的军事战略目标，对信息网络的先进性和应用保障能力提出了很高要求。随着高新技术在军事领域的广泛应用，武器装备正从机械化向信息化迈进。纵观上世纪九十年代以来历次局部战争，武器装备的信息化程度和军队信息化作战水平已经成为决定战场胜负的关键因素。习近平主席在指导军队建设中曾强调，“要深入研究现代战争特点规律和制胜机制”，不难发现，信息化战争形态已经取代机械化战争成为当下和未来战争的主导形式。

指控系统和无人机是信息化作战的利器

现代信息战环境下，陆海空天电体系化对抗，战场信息数量成倍增加，必须建立一套完备的网络将分立的作战单位和支离破碎的信息连接成一个系统：从战役最高指挥者到最基层作战单位都能在这个庞大的信息网络上找到对应节点。当前，美国在网络化作战的研究与实践走在世界前列，各军事大国都争相效仿。C4ISR系统 (Command, Control, Communication, Computing, Intelligence, Surveillance, Reconnaissance)系统就是满足信息化作战需求的产物，它是集指挥控制、预警探测、情报侦察、通信、电子对抗和其他作战信息保障等功能为一体，用于军事信息的获取、处理、传递、决策支持和对部队实施指挥与控制以及战场管理的军事信息系统。尽管起步晚于美国，我国也在开发和不断改进自己的C4ISR系统。例如在各类指挥自动化和辅助决策技术在作战指挥中得到广泛应用。指挥信息处理系统已经成为我军指挥作战的倍增器。

当今的信息时代，指挥手段发展的时代性标志，是军队指挥自动化系统的出现及其应用。特别是在高新信息技术条件下，离

开了军队指挥自动化，各种作战活动将很难顺利进行。军队指挥手段的创新体现在军队指挥自动化系统的应用。例如车载移动作战指挥系统，可为机动指挥官及队员提供高度机动的、独立的、可靠的车载数字化作战指挥所。

无人机是另一种信息化作战的产物。对战场信息的掌控程度主导着战争的成败，集侦察、情报传输和火力打击于一身的无人机已成为信息化战场的“新宠”。中国建立“信息化军队，打赢信息化战争”，就应该凭借无人机抢占信息化战场的制高点，在未来反侵略战争中，利用无人机创造“零伤亡”，夺取战争的主动权。目前，从装备规模上看，美军拥有各种类型的无人机6000架，我国空军、海军、陆军、第二炮兵都有装备有无人机。甚至有专家认为，二十一世界是无人机发展的“黄金时期”，有望取代有人驾驶的战机成为“战场主角”。

无人机系统是由无人作战平台、任务载荷、地面指控系统以及空天地信息网络组成的综合化作战系统。指控系统是整个作战单位的核心、是完成作战任务的“大脑”。无人机地面控制系统又称为地面控制中心，通常采取车载方式便于机动，一辆指挥控制车可以操控两架或两架以上无人机平台。无人机系统地面控制中心的作用包括：（1）监视平台飞行状况并进行遥控操作；（2）利用平台传感器和武器发现目标并实施打击；（3）操纵平台与其他作战单位系统，完成多种战场任务。美国无人机拥有世界最先进的无人机指挥控制系统和指挥控制体系，如通用原子公司开发给“捕食者”系列无人机的地面站。

图 10 无人机系统与地面控制中心



资料来源：信达证券研发中心

迪马股份与电子科大签署的协议中，我们看好装备信息指控平台和飞行器测控指控系统两个产学研方向，主要原因如下：

- （1）迪马股份（制造业）工程经验与电子科大科研创新能力结合，可以加速实验室成果落地与应用推广；
- （2）迪马股份专用车研制技术与电子科大防务信息化技术及装备结合，可以在车载防务系统领域实现突破；
- （3）迪马股份在资金、市场方面实力雄厚，旗下南方迪马具备军品研制生产资质，借助电子科大“外脑”可以做大开拓军品市场，加速实现转型。

综上所述，我们认为迪马股份作为中小型房地产企业，其转型需要在房地产与其他产业结合处寻求新增利润点，或者利用公司独特的资源优势实现“跨界”多元化。总结迪马股份可借助和利用的优势资源在于：

- (1) 公司在地产行业深耕区域市场（重庆及成都）多年，具备向产业链下游探索的基础；
- (2) 公司专用车研制技术实力强，客户资源丰富，旗下公司（指南方迪马）拥有军品研制资格和经验；
- (3) 公司控股股东东银投资旗下三个产业集团，控股参股多家公司，具有较强的资本运营实力；
- (4) 公司属地为西南核心城市，重庆和成都是西南地区高新技术与人才的聚集地。

因此，我们判断无论是“房地产+医疗服务”式的产业链拓展，还是向高端军工制造业转型，迪马股份都具有良好的发展前景。

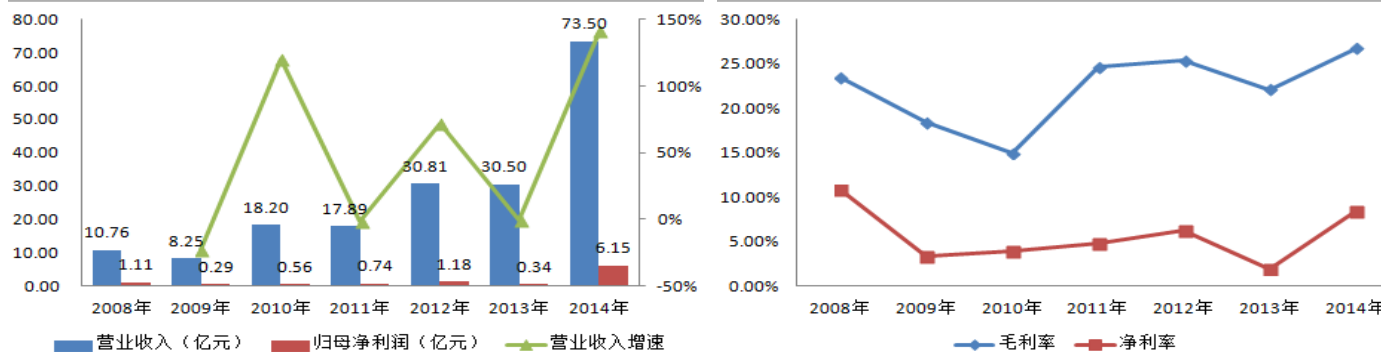
财务分析：传统业务增长遭遇瓶颈

盈利能力分析

从 2008 年迪马股份确立了专用车与房地产开发双主业结构以来，其营业收入总体保持增长态势，从 2008 年 10.76 亿元增长到 2014 年 73.50 亿元，复合增长率达 38%。收入增长的贡献主要来自于房地产开发业务的贡献：东银控股在七年内将旗下盈利能力较高的房地产开发业务注入迪马股份，以增厚公司经营效益。迪马股份的综合毛利率在七年间有较大波动，呈现明显的“先抑后扬”的趋势，2010 年综合毛利最低点仅为 14.70%，源自房地产开发业务贡献不足和当年专用车毛利大幅下滑双重作用，2010 年后综合毛利率逐渐企稳回升，维持在 25%左右。

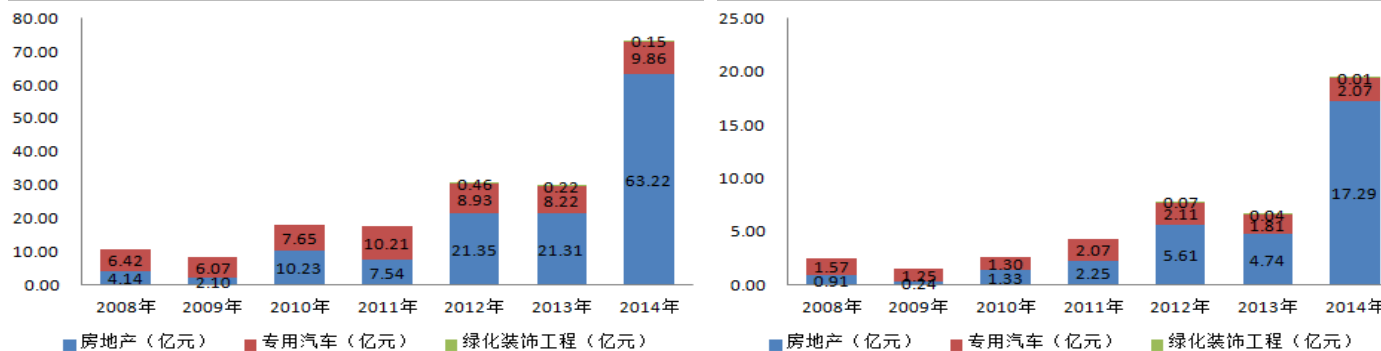
从收入结构看，房地产开发与专用车业务的收入结构比从 2008 年的 0.6:1 变为 6.4:1。在专用车业务微增长且难以大幅扩张的条件下，房地产开发业务是迪马股份营业收入的主要来源。2014 年东银控股已将旗下房地产开发业务全部注入到迪马股份。我们认为，房地产开发市场竞争日益激烈，国家和政府产业政策是最重要的影响因素，迪马股份作为中小型房地产企业也必然受到行业调整的冲击；专用车（防弹运钞车）曾帮助迪马股份掘得第一桶金，但专用车整体规模不大且细分市场众多（迪马股份从事的作业类专用车市场规模更小），当前产业趋势是由粗放扩张向专业化、高技术、高附加值产品升级，这导致迪马股份只能在保持原有防弹运钞车等细分市场领先地位的基础上需求拓展，短期内该业务经营效益难以实现大幅增长。

图 11 2008 年至 2014 年迪马股份营业收入、归母净利润和毛利率



资料来源: wind 资讯

图 12 2008 年至 2014 年迪马股份营业收入结构和毛利结构



资料来源: wind 资讯

资产负债结构分析

迪马股份近三年资产负债情况如下表。2014 年报表各科目绝对金额增加是房地产业务资产注入形成。2012 年后, 房地产业务开发业务在迪马股份收入结构上占绝对优势, 绿化装饰工程业务规模尚小, 我们在分析报表时更偏重于房地产行业。

表 9 近三年迪马股份资产负债情况 (单位: 亿元)

	2012 年		2013 年		2014 年	
	金额 (亿元)	占总资产比例	金额 (亿元)	占总资产比例	金额 (亿元)	占总资产比例
流动资产:						
货币资金	13.42	14.74%	14.38	12.18%	43.12	18.51%
应收票据	0.02	0.02%	0.07	0.06%	0.01	0.00%

应收账款	3.49	3.83%	3.43	2.90%	2.98	1.28%
预付款项	1.08	1.19%	0.74	0.63%	1.56	0.67%
其他应收款	1.50	1.65%	3.28	2.78%	2.67	1.15%
存货	66.19	72.70%	90.98	77.04%	173.55	74.50%
其他流动资产	0.05	0.05%	0.04	0.03%	4.17	1.79%
流动资产合计	85.75	94.18%	112.92	95.62%	228.07	97.90%
非流动资产:						
长期股权投资	2.14	2.35%	2.30	1.95%	0.50	0.21%
投资性房地产	0.09	0.10%	0.06	0.05%	0.05	0.02%
固定资产	1.15	1.26%	1.14	0.97%	1.29	0.55%
无形资产	1.10	1.21%	1.01	0.86%	0.93	0.40%
其他非流动资产	0.91	1.00%	0.71	0.60%	2.16	0.93%
非流动资产合计	5.30	5.82%	5.17	4.38%	4.89	2.10%
资产总计	91.05	100.00%	118.09	100.00%	232.96	100.00%
流动负债:						
短期借款	20.11	22.09%	14.77	12.51%	24.85	10.67%
应付票据	6.71	7.37%	9.03	7.65%	4.36	1.87%
应付账款	9.69	10.64%	10.94	9.26%	25.39	10.90%
预收款项	16.65	18.29%	21.46	18.17%	49.62	21.30%
其他流动负债	4.51	4.95%	3.13	2.65%	8.87	3.81%
一年内到期非流动负债	6.17	6.78%	3.57	3.02%	22.62	9.71%
流动负债合计	63.85	70.13%	62.90	53.26%	135.71	58.25%
非流动负债:						
长期借款	6.54	7.18%	33.62	28.47%	32.94	14.14%
其他非流动负债	0.00	0.00%	2.46	2.08%	2.77	1.19%
非流动负债合计	6.54	7.18%	36.08	30.55%	35.71	15.33%
负债合计	70.39	77.31%	98.98	83.82%	171.43	73.59%
所有者权益(或股东权益):						
所有者权益合计	20.66	22.69%	19.10	16.17%	61.53	26.41%
负债和所有者权益总计	91.05	100.00%	118.09	100.00%	232.96	100.00%

资料来源: wind 资讯

迪马股份近三年资产负债率分别为 77.31%、83.83%和 73.59%，依据房地产行业惯例，剔除预收款项后的资产负债率分别为 59.02%、65.64%和 52.29%。2014 年完成资产注入后，迪马股份剔除预收款后的资产负债率已经优于住宅类房地产开发行业的平均水平（61%至 62%区间内）。

现金流分析

总体来看，迪马股份经营现金流净额年度波动较大，符合房地产开发行业的特点。2014 年公司经营现金流为负值，较 2013 年有较大提高但仍然低于净利润。考虑到控股股东银控股在 2014 年向迪马股份注入房地产资产，导致短期内存货压力较大，属于正常现象。

表 10 2008 年至 2014 年迪马股份现金流量表（单位：亿元）

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
净利润	1.16	0.27	0.71	0.86	1.92	0.58	6.16
折旧与摊销	0.1	0.11	0.15	0.22	0.21	0.22	0.23
营运资产变化	-4.2	0.27	4.23	-0.53	4.62	-13.66	-13.52
其他非现金调整	-0.2	-0.09	0.01	0.29	0.97	1.44	1.31
经营现金流净额	-3.14	0.56	5.1	0.84	7.72	-11.42	-5.82

资料来源：wind 资讯

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

- 1、迪马股份尝试养老医疗产业地产尚处于起步阶段，与电子科大战略合作也没有落实到具体项目，我们在盈利预测中暂不考虑迪马股份未来业务转型的影响，仅对现有专用车和房地产开发业务进行价值评估；
- 2、专用车市场规模不大其高度细分，迪马股份技术实力雄厚，防弹运钞车等产品在细分市场中份额稳定。我们假设 2015 年至 2017 年，专用车业务营业收入增速为 20%、18%和 15%，毛利率为 21%、21%和 21%；
- 3、房地产业整体利润率下滑，但考虑到迪马股份深耕区域市场的经营以及 2014 年定增置入的标的资产的承诺收益，我们假设 2015 年至 2017 年，房地产开发业务营业收入增速为 140%、10%和 40%，毛利率为 27%、27%和 27%；
- 4、假设迪马股份 2015 年至 2017 年三项费率保持稳定。

表 11 迪马股份分业务增速预测

	2013年	2014年	2015年(E)	2016年(E)	2017年(E)
房地产					
营业收入(亿元)	21.31	63.22	151.73	166.90	233.66
营收增长	-0.19%	196.67%	140.00%	10.00%	40.00%
营业成本(亿元)	16.58	45.92	110.76	121.84	170.57
毛利率	22.22%	27.36%	27.00%	27.00%	27.00%
专用汽车					
营业收入(亿元)	8.22	9.86	11.83	13.96	16.06
营收增长	-7.95%	19.95%	20.00%	18.00%	15.00%
营业成本(亿元)	6.41	7.79	9.35	11.03	12.68
毛利率	22.03%	21.01%	21.00%	21.00%	21.00%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

估值与投资评级

我们对迪马股份房地产业务和专用车业务分别估值。通过建立财务模型,我们预计迪马股份房地产业务2015年至2017年归母净利润为9.46亿元、9.81亿元和15.76亿元,对应的EPS分别为0.40元/股,0.42元/股和0.67元/股;专用车业务2015年至2017年归母净利润为0.57亿元、0.64亿元和0.84亿元,对应的EPS分别为0.02元/股,0.03元/股和0.04元/股。

我们通过同行业市盈率比较,选择相似规模的房地产上市公司进行横向比较。下表12中样本公司的平均市盈率为27倍。考虑到迪马股份2014年置入控股股东东银控股的优质房地产资产,将有效增厚该业务经营业绩。我们在相对估值中选择行业平均市盈率27倍。

表12 行业上市公司一致性预期与估值比较

证券代码	证券简称	市值(亿元)	PE
000031.SZ	中粮地产	196	29
000671.SZ	阳光城	301	16
000732.SZ	泰禾集团	321	26
000918.SZ	嘉凯城	121	47
600208.SH	新潮中宝	669	36
600266.SH	北京城建	344	18
600325.SH	华发股份	120	18

资料来源: wind, 信达证券研发中心。注:表中股价取2015年5月5日收盘价。

我们通过同行业市盈率比较，专用车制造领域上市公司的平均市盈率为 58 倍。考虑到迪马股份专用车业务市场地位和未来军用车的发展前景，我们在相对估值中选择行业平均市盈率 58 倍。

表 13 行业上市公司一致性预期与估值比较

证券代码	证券简称	市值(亿元)	PE
300201.SZ	海伦哲	49	97
601965.SH	中国汽研	116	24
603611.SH	诺力股份	41	37
603686.SH	龙马环卫	116	73

资料来源: wind, 信达证券研发中心。注: 表中股价取 2015 年 5 月 5 日收盘价。

估值结论及投资评级

我们预计迪马股份 2015 年至 2017 年营业收入分别约为 164.33 亿元、181.71 亿元和 250.83 亿元，相应的 EPS 为 0.43 元、0.45 元和 0.71 元。综合两项业务利用相对估值法，我们计算出迪马股份 2015 年目标价为 11.96 元。考虑到迪马股份正在实施转型，在养老医疗地产、外骨骼机器人、车载防务系统信息化领域都具有良好的发展前景，首次覆盖给予公司“买入”的评级。

风险因素

- 1、房地产行业整体竞争加剧，收入增速和利润率下滑已形成趋势，迪马股份的房地产业务经营效益有下滑风险；
- 2、房地产开发属于资金密集型行业，资金占用量大、沉淀时间长，迪马股份的偿债能力和融资成本压力较大；
- 3、迪马股份向社区医疗服务产业、外骨骼机器人和车载防务信息装备等领域拓展存在不确定性。

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	11,291.94	22,806.76	36,777.62	39,690.24	49,284.99
现金	1,437.84	4,312.47	1,011.26	2,870.40	6,137.24
应收票据	7.08	1.00	6.72	7.43	10.26
应收账款	342.54	298.36	904.52	1,000.16	1,380.60
预付账款	74.48	155.90	374.03	413.73	570.48
存货	9,098.41	17,355.04	33,797.10	34,714.53	40,502.42
其他	331.59	683.99	683.99	683.99	683.99
非流动资产	516.60	488.79	537.23	738.41	791.73
长期投资	229.51	49.63	112.63	322.63	385.63
固定资产	114.46	129.02	119.96	110.72	103.30
无形资产	101.34	92.62	83.52	74.87	66.63
其他	71.30	217.52	221.11	230.20	236.17
资产总计	11,808.54	23,295.56	37,314.84	40,428.66	50,076.72
流动负债	6,290.11	13,571.40	26,499.01	28,476.23	36,318.52
短期借款	1,476.71	2,484.89	4,984.89	4,984.89	4,984.89
应付账款	1,093.51	2,538.66	5,616.75	6,213.00	8,566.86
其他	3,719.89	8,547.85	15,897.38	17,278.35	22,766.77
非流动负债	3,608.16	3,571.35	3,571.35	3,571.35	3,571.35
长期借款	3,362.28	3,294.43	3,294.43	3,294.43	3,294.43
其他	245.88	276.92	276.92	276.92	276.92
负债合计	9,898.28	17,142.75	30,070.36	32,047.58	39,889.87
少数股东权益	632.12	259.81	347.88	439.57	585.24
归属母公司股东权益	1,278.15	5,893.00	6,896.60	7,941.51	9,601.62
负债和股东权益	11808.54	23295.56	37314.84	40428.66	50076.72

主要财务指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,049.84	7,350.20	16,433.32	18,170.83	25,082.73
同比(%)	-1.01%	141.00%	123.58%	10.57%	38.04%
归属母公司净利润	33.98	615.41	1,003.61	1,044.91	1,660.11
同比(%)	-71.15%	1711.06%	63.08%	4.11%	58.88%
毛利率(%)	22.12%	26.74%	26.55%	26.52%	26.60%
ROE(%)	2.68%	17.16%	15.69%	14.08%	18.93%
每股收益(元)	0.05	0.40	0.43	0.45	0.71
P/E	585	32	20	19	12
P/B	15.56	3.38	2.88	2.50	2.07
EV/EBITDA	20.30	8.19	5.13	4.77	3.40

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,049.84	7,350.20	16,433.32	18,170.83	25,082.73
营业成本	2,375.33	5,385.03	12,070.39	13,351.74	18,410.19
营业税金及附加	161.51	603.89	1,255.80	1,388.57	1,916.76
营业费用	166.41	290.94	674.77	746.11	1,029.92
管理费用	123.11	185.11	456.80	505.10	697.23
财务费用	101.68	95.56	501.84	655.79	624.00
资产减值损失	5.89	0.39	28.94	26.01	29.56
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-1.50	37.10	6.10	14.50	28.50
营业利润	114.40	826.39	1,450.87	1,512.00	2,403.56
营业外收入	7.76	13.33	10.49	10.53	11.45
营业外支出	5.83	10.55	5.79	7.07	7.30
利润总额	116.33	829.17	1,455.56	1,515.46	2,407.70
所得税	58.72	213.10	363.89	378.86	601.93
净利润	57.61	616.07	1,091.67	1,136.59	1,805.78
少数股东损益	23.63	0.66	88.07	91.69	145.67
归属母公司净利润	33.98	615.41	1,003.61	1,044.91	1,660.11
EBITDA	257.22	982.30	2,058.33	2,209.34	3,105.53
EPS (摊薄)	0.05	0.26	0.43	0.45	0.71

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-1,142.86	-581.19	-5,163.84	2,733.40	3,982.23
净利润	57.61	616.07	1,091.67	1,136.59	1,805.78
折旧摊销	21.43	22.77	27.18	20.80	24.74
财务费用	119.45	130.37	575.59	673.09	673.09
投资损失	1.50	37.10	-6.10	-14.50	-28.50
营运资金变动	-1,365.93	-1,351.89	-6,873.40	897.73	1,484.81
其它	23.07	-35.61	21.23	19.69	22.32
投资活动现金流	-158.37	-353.52	-61.79	-201.17	-42.31
资本支出	-5.70	-12.59	-4.89	-5.67	-7.81
长期投资	42.33	208.78	6.10	14.50	28.50
其他	-195.00	-549.71	-63.00	-210.00	-63.00
筹资活动现金流	1,006.85	2,190.87	1,924.41	-673.09	-673.09
短期借款	10.78	1,341.26	0.00	0.00	0.00
长期借款	1,912.83	2,063.65	2,500.00	0.00	0.00
其他	353.79	795.89	575.59	673.09	673.09
现金净增加额	-294.42	1256.16	-3301.21	1859.14	3266.84

研究小组简介

范海波, CFA, 有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学(地球化学)硕士, 加拿大 Concordia 大学管理学(金融)硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师, 在加拿大学习工作7年, 从事北美金融市场实证研究, 多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

皮建国, 工业外贸工学学士、应用会计与金融硕士、中国注册会计师、中国注册资产评估师、中国注册税务师。1993年毕业, 先后在银行、投资公司、会计师事务所工作, 并在A+H股上市公司担任执行董事兼财务总监。2012年加盟信达证券。

刘磊, 中国科学技术大学理学硕士, 曾就职于中国航天科技集团公司第五研究院, 2013年加盟信达证券, 从事军工行业研究。

行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
中国卫星	600118	航天电子	600879	航天电器	002025	烽火电子	000561
航天晨光	600501	航空动力	600893	成发科技	600391	海格通信	002465
光电股份	600184	卫士通	002268	东华测试	300354	振芯科技	300101
洪都航空	600316	中航飞机	000768	中航光电	002179	中航电子	600372

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。