

# 土储布局精准，杠杆提升有空间

## ——迪马股份 (600565.SH) 动态跟踪报告

公司动态

### ◆土储：布局精准，销售增速有保证

1-5月，全国商品房销售面积累计同比-1.6%。西部区域表现逆势，1-5月累计同比+3.8%。5月单月，全国同比-5.5%，西部区域同比+3.8%。公司待开发土储中，西部区域占比59%；未竣工面积（总建筑面积）中，西部区域占比50%。公司有望受益于市场区域热度分化，销售增速有保证。

### ◆销售：加大开盘项目去化，西部占比待提升

2019年Q1公司加大已开盘项目去化，主要贡献区域为重庆、武汉。从区域结构上看，中部地区占比较2018年提升5.16pc至35.48%。随着西部地区销售增速优势进一步显现，公司西部地区销售占比预计提升。2019年Q1预收款项273.13亿，同比增加149%，覆盖2018年营收2.25倍。

### ◆拿地：补仓力度加大，聚焦核心城市

2019年以来公司新增计容建面161万平米，2019年Q1拿地面积/签约面积99%，拿地强度较2018年明显提升。联合拿地增多，分别涉及与融创、平安等合作。从金额上看，上半年拿地权益比61.6%，较2018年-30.8pc。从区域上看，重庆、上海、西安等一二线城市占比超过60%。

### ◆一季度毛利率同比+5.17pc，净负债率小幅上行

2019年Q1公司实现营收12.8亿同比+0.78%，扣非归母净利润1.36亿同比+80.15%。2019年Q1，公司毛利率38.4%，较2018年Q1+5.17pc，净利率9.11%，较2018年Q1+1.15pc。

2019年Q1公司融资结构保持稳定，短期借款占比略有提升。由于对外拿地强度提升，净负债率较2018年底上行14.78pc至41.87%。拟设立信托受益权资产支持专项计划及供应链金融资产支持专项计划，融资规模分别为12亿和35亿，后续仍有较大杠杆提升空间。

### ◆盈利预测

公司有望受益于市场区域热度分化，销售增速有保证；预收款项增速保持高位，后续结算有保障；负债率仍处低位，正积极拓展融资渠道，规模有望进一步扩张。我们小幅上调公司2019-2021年预测EPS至0.60、0.84、1.01元（原为0.59、0.82、0.99元）。当前股价对应2019-2021年预测PE为6.6、4.7、3.9倍。维持2019年10倍PE，对应目标价6.01元，维持“买入”评级。

◆风险提示：推盘有不及预期的可能，军工和绿化业务有不及预期可能。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,538	13,246	19,206	25,821	31,313
营业收入增长率	-33.16%	38.87%	45.00%	34.44%	21.27%
净利润(百万元)	669	1,017	1,464	2,051	2,464
净利润增长率	-13.82%	51.87%	44.00%	40.12%	20.11%
EPS(元)	0.27	0.42	0.60	0.84	1.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.95%	12.29%	15.85%	19.21%	20.04%
P/E	14	10	7	5	4
P/B	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年07月05日

## 买入(维持)

当前价/目标价：3.97/6.01元

### 分析师

何细南 (执业证书编号：S0930518060006)  
021-52523801

[hemiannan@ebsec.com](mailto:hemiannan@ebsec.com)

王梦恺 (执业证书编号：S0930518110003)  
021-52523855

[wangmk@ebsec.com](mailto:wangmk@ebsec.com)

### 联系人

黄帅斌  
021-52523828

[huangshuaibin@ebsec.com](mailto:huangshuaibin@ebsec.com)

### 市场数据

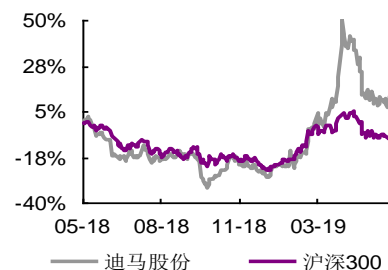
总股本(亿股)：24.38

总市值(亿元)：94.59

一年最低/最高(元)：2.16/5.01

近3月换手率：79.39%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.69	-6.46	31.27
绝对	7.89	-9.66	45.47

资料来源：Wind

### 相关研报

地产军工协调发展，业绩高增激励到位——迪马股份(600565.SH)首次覆盖报告  
.....2019-04-04

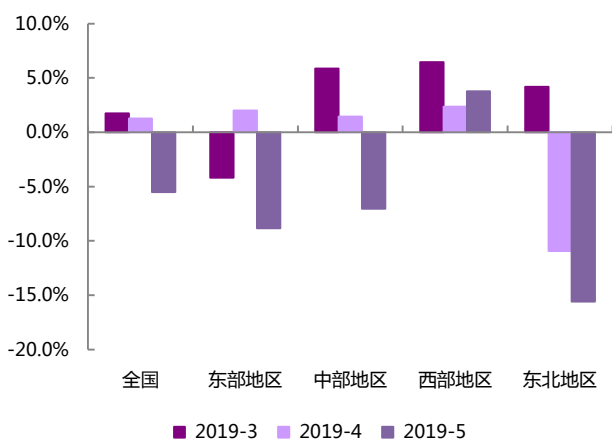
## 1、土储：布局精准，销售增速有保证

### ➤ 全国销售降速，西部地区表现逆势

2019年5月，全国商品房销售面积同比-5.5%，1-5月累计同比-1.6%；西部区域表现逆势，3-5月连续三个月销售面积单月同比正增长，1-5月累计同比+3.8%。

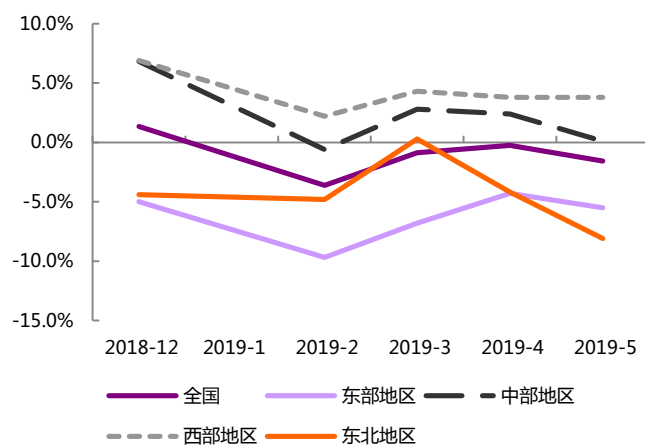
较好的市场表现引来政策加码，西安近期加大限购力度，成都上调购房按揭利率。

图 1：全国及各区域商品房销售面积单月同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 2：全国及各区域商品房销售面积累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

表 1：2019 年以来西部部分城市因城施策汇总

城市	因城施策调控措施
重庆	2019.1.1 个人新购高档住房房产税起征点由 15455 调整为 17630 元/平方米
	2019.6.4 “重庆英才计划”实施，入选者最低可获 10 万元奖励金
	2019.7.2 为高层次人才提供最高 2000 万元“人才贷”（引才政策配套措施）
成都	2019.1.29 公积金认房又认贷，月还款额不得超收入 50%，3.15 起实施
	2019.6.15 央行成都分行紧急通知：首套房按揭利率至少上浮 15%
西安	2019.2.14 放宽户籍准入条件，全国在校大学生均可迁入落户
	2019.4.23 启动资金流动性风险防控一级响应
	2019.6.5 严查购房资格，维护房地产市场秩序
	2019.6.20 非本市户籍社保/个税满 5 年，新迁入落户满一年可购一套
	2019.7.1 发布住房租赁新政，允许将闲置商业用房等按规定改建为租赁住房

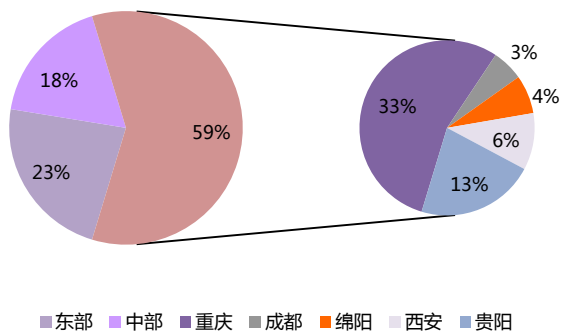
资料来源：地方政府网站，新浪财经，光大证券研究所

### ➤ 精准布局西部核心二线城市，销售增速有保证

公司持有待开发土储方面，全口径规划计容建面中西部占比 59%，其中重庆占比 33%，其次为贵阳（13%）。

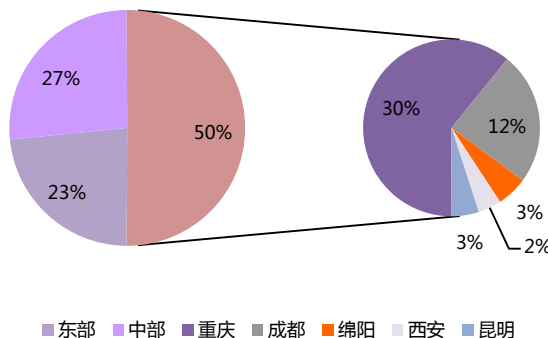
公司未竣工面积（在建及拟建）方面，总建筑面积中西部占比 50%，其中重庆占比 30%，其次为成都（12%）。

图 3：截止 2019 年 Q1 持有待开发土储计容建面



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 4：截止 2019 年 Q1 未竣工建筑面积分布



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

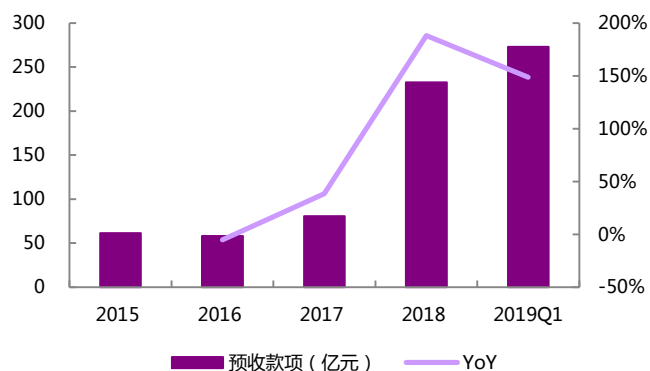
## 2、销售：加大开盘项目去化，西部占比待提升

2019 年 Q1 公司加大已开盘项目去化，主要贡献区域为重庆、武汉（昆明项目新开盘但未计入预售面积）。从区域结构上看，西部区域占比 42.8%，较 2018 年下降 7.7pc，中部地区占比 35.48%，较 2018 年提升 5.16pc，主要系武汉地区去化较好。

随着 5 月份西部地区与全国增速背离，西部地区销售增速优势进一步显现，公司整体销售有保证，西部地区销售占比预计提升。

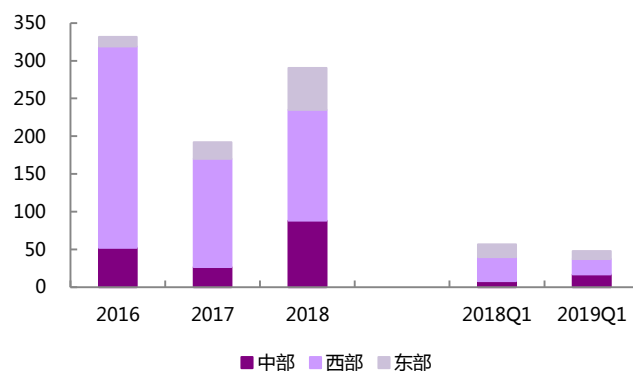
2019 年 Q1 预收款项增至 273.13 亿，同比增加 149%，覆盖 2018 年营收 2.25 倍。

图 5：预收账款营收覆盖度提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 6：2016-2019 年 Q1 签约面积结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理；单位：万平方米  
注：根据报告期内房地产销售情况整理

## 3、拿地：补仓力度加大，聚焦核心区域

2019 年以来公司新增计容建面 161 万平方米，2019 年 Q1 拿地面积/签约面积 99%，拿地强度较 2018 年明显提升。

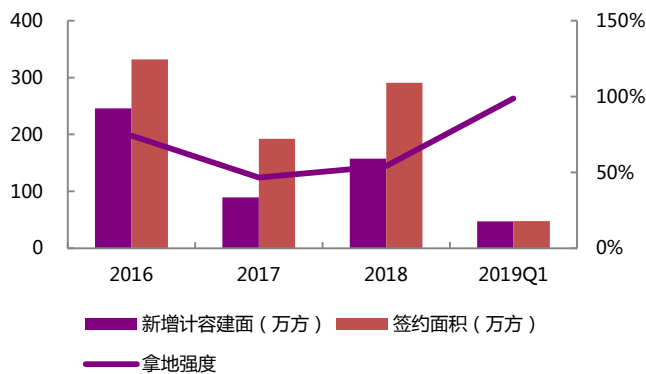
2019年以来,公司联合拿地明显增多,分别涉及与融创、平安等合作。从面积上看,上半年拿地权益比56.3%,较2018年下降39.8pc。从金额上看,上半年拿地权益比61.6%,较2018年下降30.8pc。从区域上看,重庆、上海、西安等一二线城市占比超过60%。

表 2: 2019 年上半年拿地统计

公告日期	拿地方式	权益比例	城市	计容建面 (m <sup>2</sup> )	地块总价 (万元)	拿地均价 (元/m <sup>2</sup> )
20190104	与融创合作	50%	重庆	66355	31800	4792
20190104	与融创合作	50%	重庆	154800	77000	4974
20190319	上海宝瑞地产, 持股 80%	80%	上海	93613	122160	13050
20190327	与融创合作	51%	重庆	158407	94000	5934
20190427	全资子公司	100%	渭南	414463	41500	1001
20190619	与平安合作	51%	重庆	86075	70000	8132
20190626	东卓置业, 持股 49%	49%	西安	65240	48200	7388
20190705	全资子公司	100%	昆明	183637	203189	3569
	合计			1608228	687849	

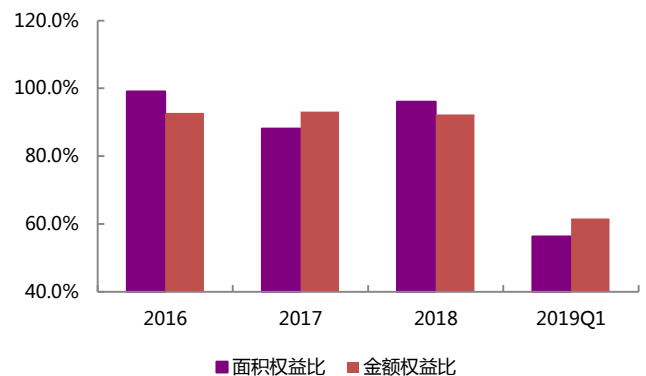
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 7: 拿地强度明显提升



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 8: 16-19 年 Q1 拿地权益比

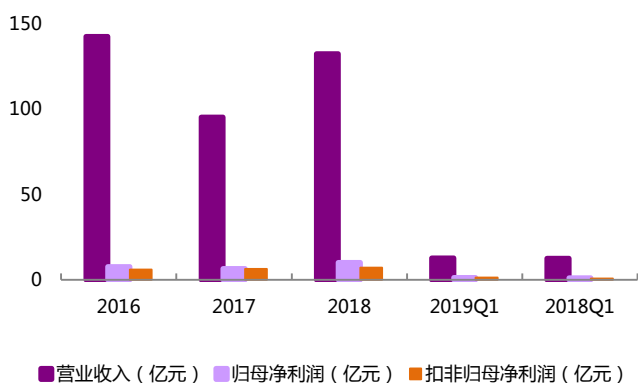


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

## 4、业绩持续释放, 毛利率提升明显

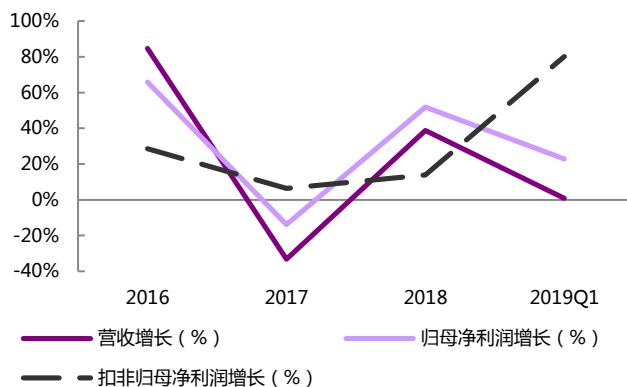
2019年Q1, 公司实现营业收入12.8亿, 同比增长0.78%; 归母净利润1.41亿, 同比增长22.81%; 扣非归母净利润1.36亿, 同比增长80.15%。扣非利润较快增长, 主要系2018年同期基数较低(2018年Q1确认非流动资产处置损益4751万)。

图 9：营收和归母净利润



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 10：营收和归母净利润增速

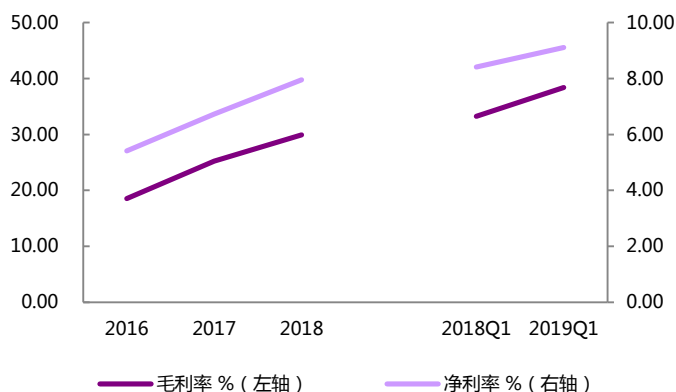


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2019 年 Q1 公司整体毛利率继续上行至 38.4%，较 2018 年 Q1 增加 5.17pc，较 2018 年全年增加 8.47pc。净利率延续上行趋势，2019 年 Q1 为 9.11%，分别较 2018 年 Q1 和 2018 全年增加 1.15pc 和 0.71pc。

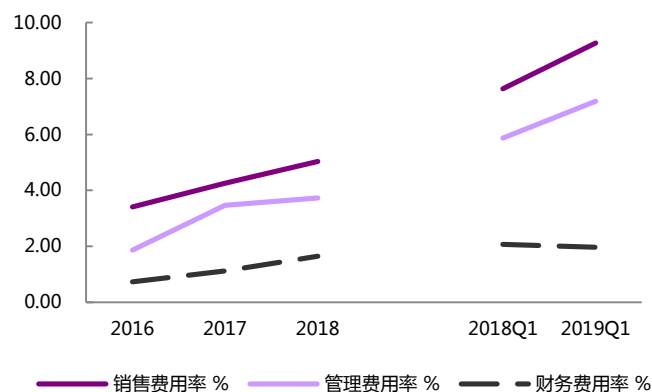
销售、管理费用较 2018 年同期有所提升，主要系开发项目增加。

图 11：毛利率和净利率提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 12：销管费用有所提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

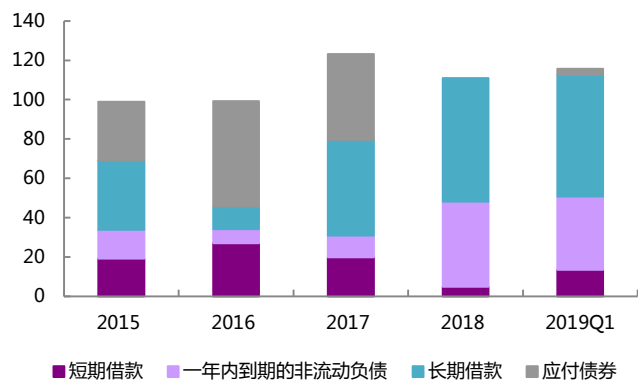
## 5、净负债率小幅上行，杠杆提升有空间

2019 年 Q1 公司融资结构保持稳定，短期借款占比略有提升。

由于对外拿地强度提升，经营活动现金流量转负，货币资金减少 16.55 亿。净负债率较 2018 年底上行 14.78pc 至 41.87%。

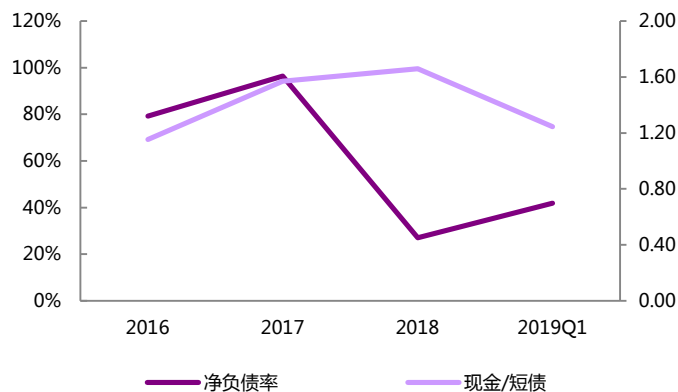
2019 年 6 月，公司发布公告，拟设立信托受益权资产支持专项计划，募集资金总规模不超过 12 亿元；拟采取储架发行方式，发行总规模不超过 35 亿元的供应链金融资产支持专项计划，后续仍有较大杠杆提升空间。

图 13: 融资结构保持稳定



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理; 单位: 亿元

图 14: 净负债率小幅上行



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

根据《重庆市迪马实业股份有限公司共同成长计划(草案)》, 公司按规定比例提取金额 101,664,533.65 元作为参与计划员工应付薪酬的组成部分, 实施第一期共同成长计划。根据个人工作目标考核情况, 公司共同成长计划第一期计划参与人共计 30 名。

2019 年 7 月 1 日, 相关资管计划通过二级市场首次买入迪马股份股票共计 12,799,179 股, 占公司总股本的 0.52%。

## 6、盈利预测

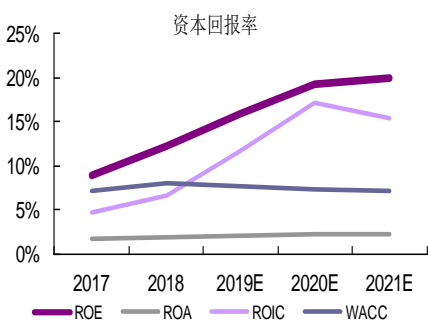
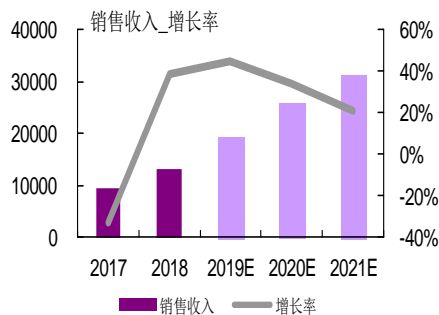
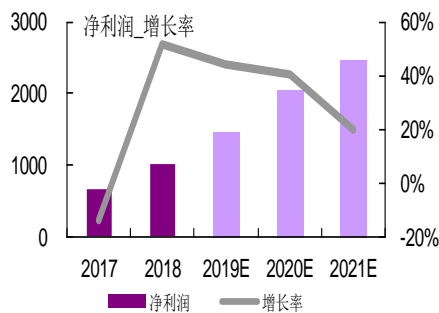
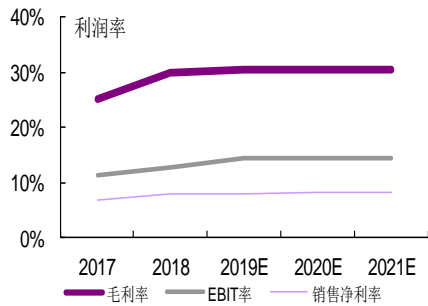
公司有望受益于市场区域热度分化, 销售增速有保证; 预收款项增速保持高位, 后续结算有保障; 负债率仍处低位, 正积极拓展融资渠道, 规模有望进一步扩张。

综上所述我们小幅上调公司 2019-2021 年预测 EPS 至 0.60、0.84、1.01 元(原为 0.59、0.82、0.99 元)。当前股价对应 2019-2021 年预测 PE 为 6.6、4.7、3.9 倍。维持 2019 年 10 倍 PE, 对应目标价 6.01 元, 维持“买入”评级。

## 7、风险分析

公司推盘进度有不及预期的可能; 土地成本提升有导致利润率不及预期的可能; 项目结算进度有不及预期的可能; 军工业务有不及预期的可能; 绿化装饰业务外拓有不及预期的可能。





利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>9,538</b>	<b>13,246</b>	<b>19,206</b>	<b>25,821</b>	<b>31,313</b>
营业成本	7,130	9,282	13,332	17,947	21,802
折旧和摊销	25	34	25	27	28
营业税费	549	973	1,412	1,898	2,302
销售费用	405	666	980	1,317	1,597
管理费用	331	452	672	904	1,096
财务费用	107	218	360	318	380
公允价值变动损益	20	23	20	20	20
投资收益	-43	288	50	65	65
<b>营业利润</b>	<b>955</b>	<b>1,768</b>	<b>2,507</b>	<b>3,520</b>	<b>4,218</b>
<b>利润总额</b>	<b>954</b>	<b>1,750</b>	<b>2,507</b>	<b>3,520</b>	<b>4,218</b>
少数股东损益	-28	37	53	78	88
<b>归属母公司净利润</b>	<b>669</b>	<b>1,017</b>	<b>1,464</b>	<b>2,051</b>	<b>2,464</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>37,559</b>	<b>58,862</b>	<b>77,954</b>	<b>98,357</b>	<b>112,154</b>
流动资产	33,161	52,942	71,374	90,991	103,855
货币资金	4,842	7,983	15,353	23,140	23,866
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	444	425	617	829	1,005
应收票据	12	3	4	5	6
其他应收款	4,685	7,443	10,755	14,460	17,535
存货	21,686	35,154	42,448	50,037	58,652
可供出售投资	64	63	65	65	65
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	642	1,512	1,517	1,523	1,530
固定资产	154	154	155	156	161
无形资产	51	53	51	48	46
<b>总负债</b>	<b>29,794</b>	<b>47,350</b>	<b>65,422</b>	<b>84,303</b>	<b>96,399</b>
无息负债	17,469	36,248	50,941	66,784	76,757
有息负债	12,325	11,102	14,482	17,519	19,642
<b>股东权益</b>	<b>7,766</b>	<b>11,512</b>	<b>12,532</b>	<b>14,054</b>	<b>15,755</b>
股本	2,422	2,405	2,438	2,438	2,438
公积金	2,630	2,637	2,803	3,008	3,254
未分配利润	2,212	2,927	3,571	4,811	6,176
少数股东权益	289	3,242	3,295	3,373	3,461

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,741</b>	<b>6,829</b>	<b>5,349</b>	<b>6,275</b>	<b>572</b>
净利润	669	1,017	1,464	2,051	2,464
折旧摊销	25	34	25	27	28
净营运资金增加	-3,291	-629	-1,229	-1,347	4,382
其他	4,338	6,408	5,089	5,544	-6,302
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-2,440</b>	<b>-639</b>	<b>-501</b>	<b>-602</b>	<b>-737</b>
净资本支出	-256	-17	-23	-30	-35
长期投资变化	642	1,512	-5	-7	-7
其他资产变化	-2,826	-2,134	-473	-565	-695
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,377</b>	<b>-3,993</b>	<b>2,522</b>	<b>2,113</b>	<b>891</b>
股本变化	3	-18	33	0	0
债务净变化	2,395	-1,223	3,380	3,038	2,123
无息负债变化	4,464	18,779	14,693	15,843	9,974
<b>净现金流</b>	<b>678</b>	<b>2,196</b>	<b>7,370</b>	<b>7,787</b>	<b>726</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-33.16%	38.87%	45.00%	34.44%	21.27%
净利润增长率	-13.82%	51.87%	44.00%	40.12%	20.11%
EBITDA 增长率	11.19%	56.93%	62.44%	33.88%	20.18%
EBIT 增长率	10.73%	57.46%	64.17%	34.14%	20.28%
<b>估值指标</b>					
PE	14	9	6	5	4
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	16	11	6	4	4
EV/EBIT	17	12	6	4	4
EV/NOPLAT	25	19	11	7	7
EV/Sales	2	2	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	25.25%	29.92%	30.59%	30.50%	30.37%
EBITDA 率	11.61%	13.12%	14.70%	14.63%	14.50%
EBIT 率	11.35%	12.86%	14.57%	14.53%	14.41%
税前净利润率	10.01%	13.21%	13.06%	13.63%	13.47%
税后净利润率 (归属母公司)	7.02%	7.68%	7.62%	7.94%	7.87%
ROA	1.71%	1.79%	1.95%	2.16%	2.28%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.95%	12.29%	15.85%	19.21%	20.04%
经营性 ROIC	4.63%	6.56%	11.66%	17.10%	15.36%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.65	1.30	1.28	1.25	1.25
速动比率	0.57	0.44	0.52	0.56	0.54
归属母公司权益/有息债务	0.61	0.74	0.64	0.61	0.63
有形资产/有息债务	3.00	5.19	5.29	5.53	5.63
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.27	0.42	0.60	0.84	1.01
每股红利	0.09	0.28	0.25	0.35	0.42
每股经营现金流	0.71	2.80	2.19	2.57	0.23
每股自由现金流(FCFF)	1.57	0.75	1.20	1.48	-0.68
每股净资产	3.07	3.39	3.79	4.38	5.04
每股销售收入	3.91	5.43	7.88	10.59	12.84

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测



## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼