

受益区域相对景气度，地产及工业协同发展

——迪马股份 (600565.SH) 动态跟踪报告

公司动态

◆2019年H1营收同比+35.09%，净利率提升6.14pc

2019年上半年，公司营收35.51亿元同比+35.09%，归母净利润3.93亿元同比+115.03%。毛利率同比-4.11pc，主要受结转结构影响。净利率12.33%同比+6.14pc，主要系投资收益增加。

◆房地产板块：受益中西部相对景气度，结构转换助力毛利率提升

受益于中西部地区房地产市场相对高景气度，公司上半年销售持续增长。预收款项305.55亿元同比+94%，按2018年报计算预收结算覆盖度为2.3。在建项目实际投资额116亿，高基数基础上同比+16%。公司积极外拓，杭州、郑州有望成为新利润贡献点，结构转换有助于整体毛利率提升。

◆工业与建筑板块：建设板块营收大幅提升，专用汽车积极外拓

2019年上半年，公司专用汽车板块营收3.49亿，同比增加25.74%，区域开拓进展明显，当期防弹车订单收入同比增加21%，海外市场订单大幅增加约150%，维保专用订单增加约200%。公司大力推进智能制造转型升级，生产交付效率大幅提升，集成产品线产值同比增长52%。绿化装饰工程上半年实现营收0.37亿，同比增加534.38%，主要系公司整合绿化装饰及建筑业务，形成东原建设板块，建筑总包业务提升较快。

◆净负债率提升39.07pc至66%，仍在安全区间，后续融资计划多元

2019年上半年净负债率提升39.07pc至66.17%，仍在安全区间。后续融资计划较为多元，包括信托受益权资产支持专项计划、供应链金融资产支持专项计划、商业地产抵押贷款支持证券等总额约58亿，已获股东大会通过。截止2019年8月30日，共同成长计划累计买入2345万股，占总股本0.96%。

◆目标价4.80元，维持“买入”评级

公司项目拓展和工程建设保持积极态度，后续货值有保障；得益区域景气度，销售保持较稳健增长，当前预收结算覆盖度较高；外拓地域结构优化助力毛利率提升。专用车业务市场拓展顺利，建筑装饰板块整合发力。当前净负债率仍在安全区间，融资计划较为多元。我们维持2019-2021年预测EPS为0.60/0.84/1.01元。鉴于行业估值中枢下移，下调2019年PE至8倍，目标价4.80元，维持“买入”评级。

◆风险提示：房地产行业资金面持续紧张有影响公司项目拓展的可能，公司销售和回款有不及预期的可能，建筑工程板块业务有不及预期的可能。

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	18,672	25,581	32,444
营业收入增长率	-33.16%	38.87%	40.97%	37.00%	26.83%
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%	16.04%	19.42%	20.24%
P/E	13	9	6	4	4
P/B	1.2	1.1	1.0	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年09月09日

买入(维持)

当前价/目标价：3.68/4.80元

分析师

何缅甸 (执业证书编号：S0930518060006)
021-52523801

hemiannan@ebsec.com

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

wangmk@ebsec.com

联系人

黄帅斌
021-52523828

huangshuaibin@ebsec.com

市场数据

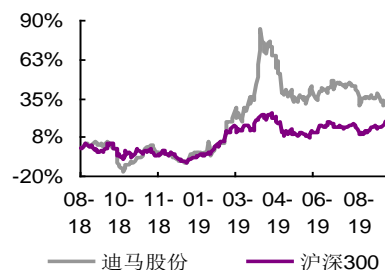
总股本(亿股)：24.38

总市值(亿元)：89.72

一年最低/最高(元)：2.16/5.01

近3月换手率：44.90%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.97	-12.19	8.75
绝对	1.37	-0.74	29.96

资料来源：Wind

相关研报

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

.....2019-07-06

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

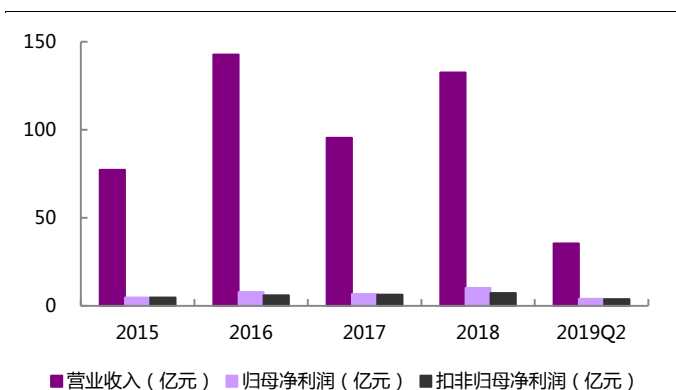
1、2019年H1营收同比+35.09%，净利率提升6.14pc

2019年上半年，公司实现营业收入35.51亿元，同比增加35.09%，归母净利润3.93亿元，同比增加115.03%。

上半年整体毛利率33.33%，同比下降4.11pc，主要受住宅板块结转结构影响。净利率12.33%，同比提升6.14pc，主要系权益法下长期股权投资的投资收益增加。

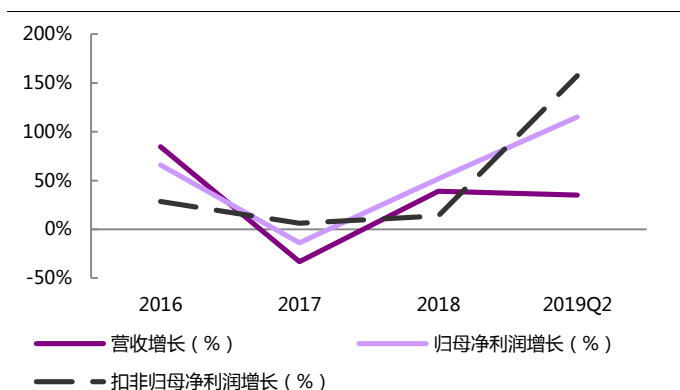
上半年销售费用率和管理费用率分别较去年同期提升1.63pc和3.46pc，主要系开盘项目规模增加及区域扩张力度加大。

图1：营收和归母净利润



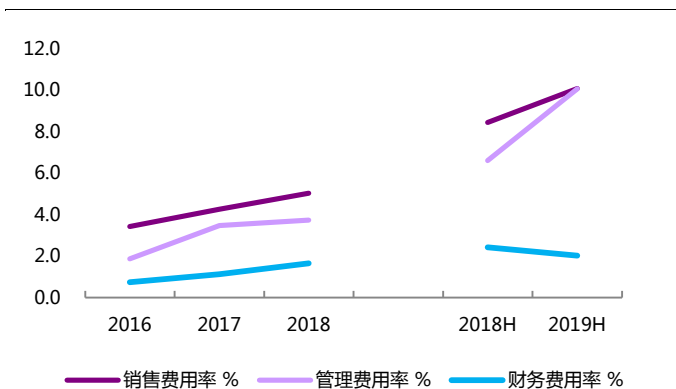
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图2：营收和归母净利润增速



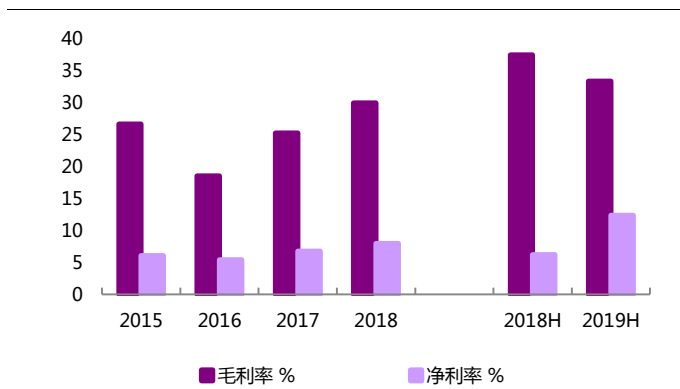
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图3：三项费用率变动情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图4：毛利率和净利率变动

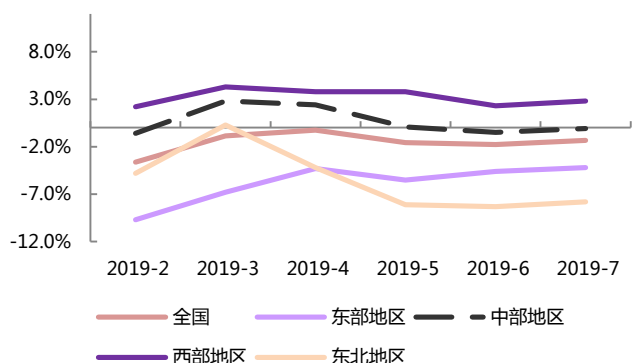


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2、房地产板块：受益中西部相对景气度，结构转换助力毛利率提升

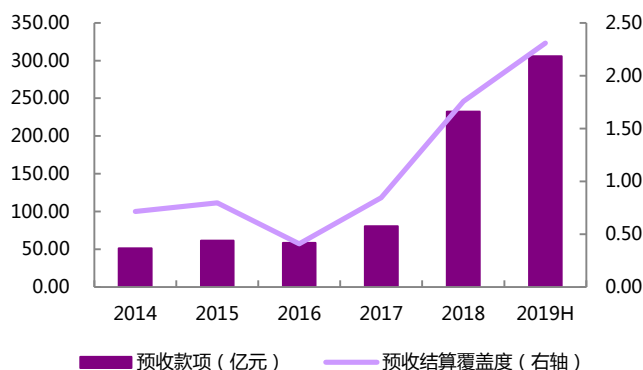
受益于中西部地区房地产市场相对高景气度，公司上半年销售持续增长。截止2019年6月底，预收款项305.55亿元，同比增长94%。预收结算覆盖度为2.3（相对2018全年营收）。

图5：2019年1-7月分地区商品房销售面积累计同比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

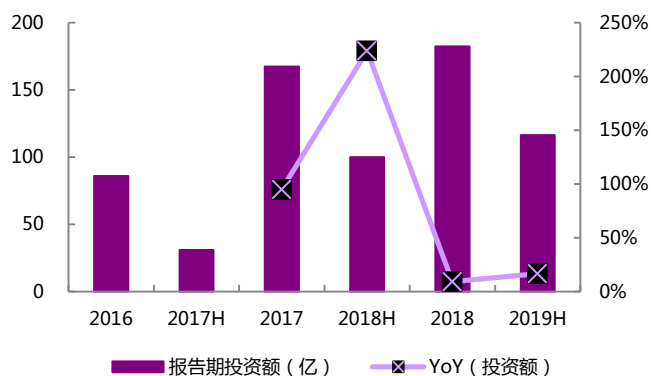
图6：公司预收结算覆盖度持续提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理；单位：亿元

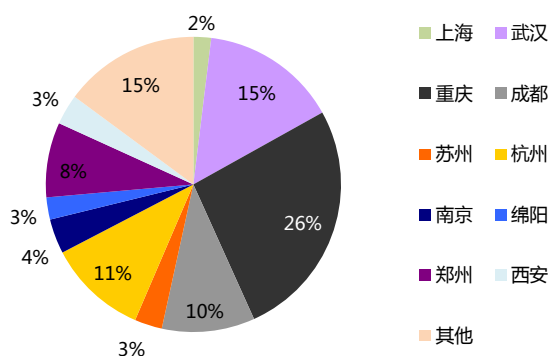
上半年公司继续保持较大投资力度，在建项目实际投资额116亿，高基数基础上同比增加16%（去年同期+224%）。在建项目未竣工面积中，占比较大的地区分别为：重庆（26%）、武汉（15%）、杭州（11%）、成都（10%）、郑州（8%）。同时精选城市土地，上半年新增土储9宗，建筑面积近140万方。

图7：报告期内在建项目实际投资额



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

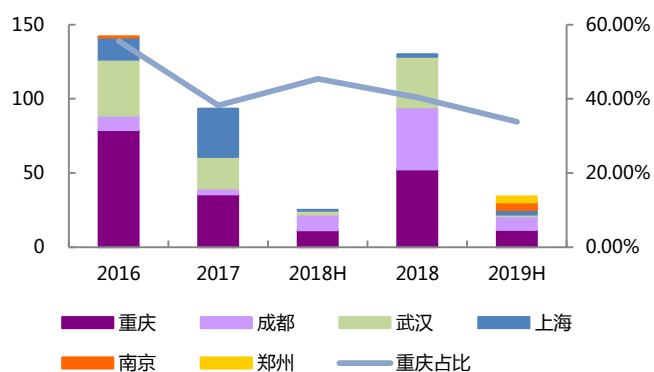
图8：截止2019H未竣工面积中区域占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

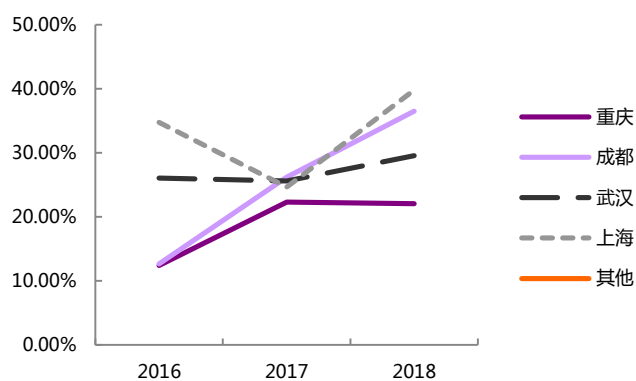
公司积极外拓，在重庆地区的主营业务营收占比呈下降趋势（目前为33.8%）。除重庆、成都、武汉等城市外，杭州、郑州有望成为新的利润贡献点。

图 9：分地区主营业务



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理；单位：亿元

图 10：分地区毛利率趋势



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

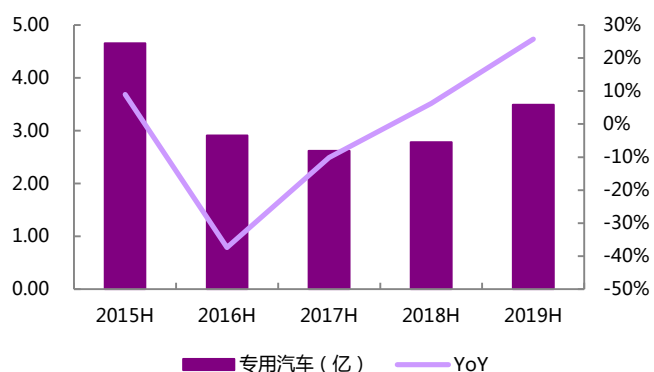
3、工业与建筑板块：建设板块营收大幅提升，专用汽车积极外拓

2019 年上半年，公司专用汽车板块营收 3.49 亿，同比增加 25.74%，主要系区域开拓取得进展。公司大力开拓华北、华东市场，当期防弹车订单收入同比增加 21%，稳居防弹系列产品市场占有率第一。

在国家“一带一路”战略号召下，迪马工业积极拓展海外市场，新拓匈牙利采购，海外订单大幅增加约 150%，维保专用订单增加约 200%。

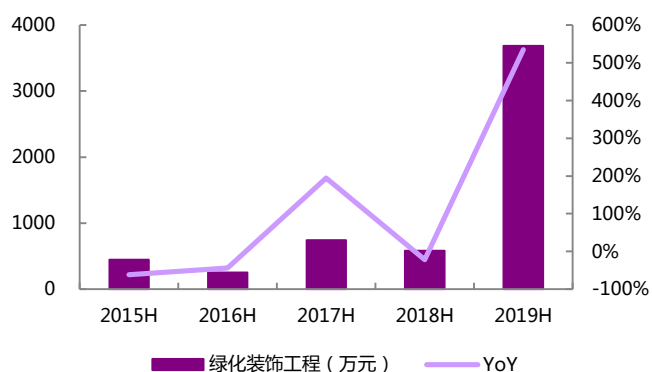
公司大力推进智能制造转型升级，生产交付效率大幅提升，集成产品线产值同比增长 52%。

图 11：专用汽车板块营收及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 12：绿化装饰工程板块营收及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

绿化装饰工程实现营收 0.37 亿，同比增加 534.38%，主要系公司整合绿化装饰及建筑业务，形成东原建设板块，建筑总包业务提升较快。

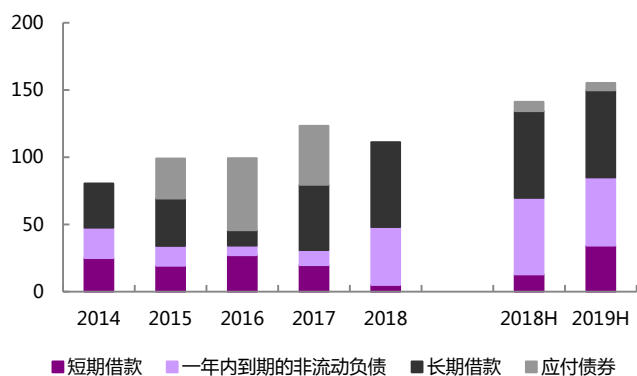
4、净负债率提升 39.07pc，后续融资计划多元

2019 年上半年净负债率提升 39.07pc 至 66.17%，主要系发行债券和短期借款增加，仍处于较安全区间。现金短债比 0.79，较 2018 年末下降 0.87。

后续融资计划：

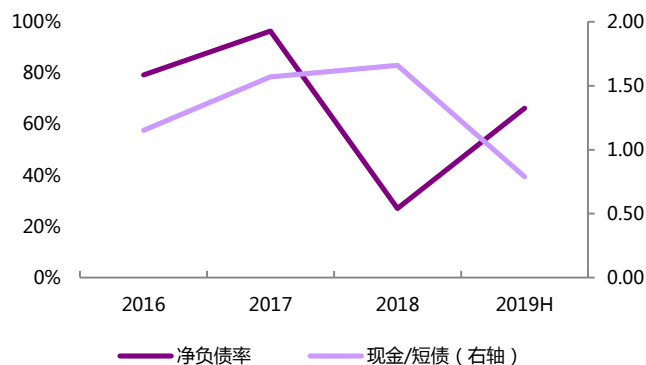
信托受益权资产支持专项计划 12 亿，第四次临时股东大会通过；
供应链金融资产支持专项计划 35 亿，第五次临时股东大会通过；
商业地产抵押贷款支持证券 11 亿，第六次临时股东大会通过。

图 13：合并报表内有息负债组成



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

共同成长计划：

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。

截止到 2019 年 8 月 30 日，资管计划通过二级市场累计买入迪马股份股票共计 23,447,979 股，占公司总股本的 0.96%，成交均价 3.867 元/股。

回购情况：

2019 年 3 月 11 日，完成 3,479.35 万股回购注销（2016 年限制性股票激励计划）；

2019 年 3 月 29 日，授予 3880 万份期权，6920 万股限制性股票；

2019 年 8 月 26 日，拟回购注销限制性股票 200 万股，股票期权 230 万份。

5、目标价 4.80 元，维持“买入”评级

综合以上，公司拿地保持较积极态度，在建项目投资高位同比继续提升，后续货值有保障；销售保持较为稳健增长，当前预收结算覆盖度高；地域结构优化助力毛利率提升。专用车业务市场拓展顺利，建筑装饰板块整合发力。当前净负债率仍在安全区间，融资计划较为多元。

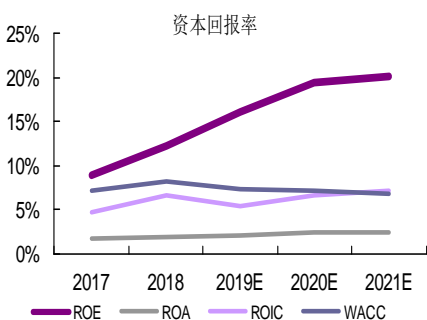
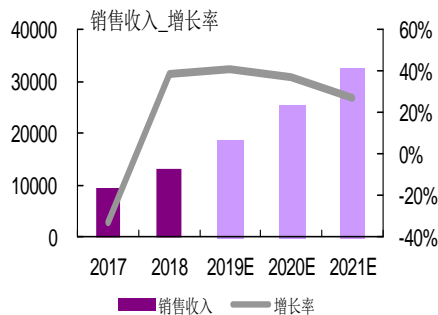
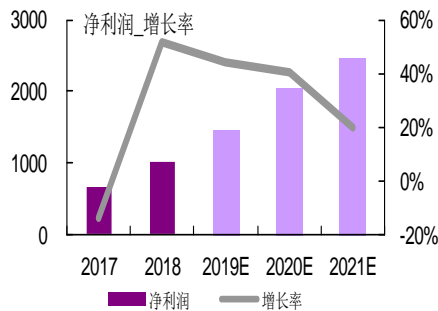
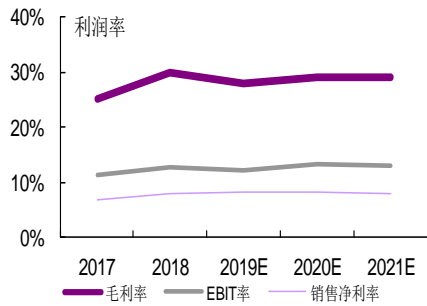
我们维持对公司 2019-2021 年的盈利预测 EPS 为 0.60/0.84/1.01 元。鉴于房地产行业估值中枢下移，下调 2019 年 PE 至 8 倍，目标价 4.80 元，维持“买入”评级。

6、风险分析

房地产行业资金面持续紧张有影响公司项目拓展的可能；

公司销售和回款有不及预期的可能；

建筑工程板块业务有不及预期的可能。



	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,538	13,246	18,672	25,581	32,444
营业成本	7,130	9,282	13,444	18,116	23,023
折旧和摊销	25	34	25	27	28
营业税费	549	973	1,372	1,880	2,384
销售费用	405	666	939	1,287	1,632
管理费用	331	452	654	895	1,136
财务费用	107	218	176	416	627
公允价值变动损益	20	23	0	0	0
投资收益	-43	288	452	555	633
营业利润	955	1,768	2,536	3,539	4,271
利润总额	954	1,750	2,536	3,539	4,271
少数股东损益	-28	37	70	90	120
归属母公司净利润	669	1,017	1,464	2,051	2,464

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	37,559	58,862	75,999	93,241	112,000
流动资产	33,161	52,942	69,705	86,746	105,285
货币资金	4,842	7,983	7,469	10,233	12,977
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	444	425	600	821	1,042
应收票据	12	3	4	5	7
其他应收款	4,685	7,443	11,203	15,349	19,466
存货	21,686	35,154	48,194	57,766	68,867
可供出售投资	64	63	75	75	75
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	642	1,512	1,557	1,613	1,676
固定资产	154	154	155	156	161
无形资产	51	53	51	48	46
总负债	29,794	47,350	63,558	79,273	96,304
无息负债	17,469	36,248	45,936	57,507	71,072
有息负债	12,325	11,102	17,622	21,766	25,232
股东权益	7,766	11,512	12,440	13,968	15,695
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	4,804	6,165
少数股东权益	289	3,242	3,312	3,402	3,522

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,741	6,829	-6,410	-679	377
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	9,707	5,471	4,974
其他	4,338	6,408	-17,606	-8,227	-7,088
投资活动产生现金流	-2,440	-639	212	327	385
净资本支出	-256	-17	-48	-30	-35
长期投资变化	642	1,512	-45	-56	-63
其他资产变化	-2,826	-2,134	305	413	484
融资活动现金流	1,377	-3,993	5,684	3,115	1,982
股本变化	3	-18	33	0	0
债务净变化	2,395	-1,223	6,520	4,144	3,466
无息负债变化	4,464	18,779	9,688	11,571	13,565
净现金流	678	2,196	-514	2,764	2,745

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-33.16%	38.87%	40.97%	37.00%	26.83%
净利润增长率	-13.82%	51.87%	44.00%	40.12%	20.11%
EBITDA 增长率	11.19%	56.93%	31.55%	49.91%	25.28%
EBIT 增长率	10.73%	57.46%	32.67%	50.40%	25.44%
估值指标					
PE	13	9	6	4	4
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	16	11	13	10	8
EV/EBIT	16	11	13	10	9
EV/NOPLAT	24	19	21	16	14
EV/Sales	2	1	2	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	25.25%	29.92%	28.00%	29.18%	29.04%
EBITDA 率	11.61%	13.12%	12.24%	13.39%	13.23%
EBIT 率	11.35%	12.86%	12.11%	13.29%	13.15%
税前净利润率	10.01%	13.21%	13.58%	13.84%	13.16%
税后净利润率 (归属母公司)	7.02%	7.68%	7.84%	8.02%	7.59%
ROA	1.71%	1.79%	2.02%	2.30%	2.31%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.95%	12.29%	16.04%	19.42%	20.24%
经营性 ROIC	4.63%	6.56%	5.35%	6.62%	7.16%
偿债能力					
流动比率	1.65	1.30	1.34	1.32	1.29
速动比率	0.57	0.44	0.41	0.44	0.45
归属母公司权益/有息债务	0.61	0.74	0.52	0.49	0.48
有形资产/有息债务	3.00	5.19	4.23	4.22	4.38
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
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	-2.63	-0.28	0.15
每股自由现金流(FCFF)	1.57	0.75	-3.43	-1.40	-0.98
每股净资产	3.07	3.39	3.74	4.33	4.99
每股销售收入	3.91	5.43	7.66	10.49	13.31

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見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