

地产业务战略大转移，携手保利集团开拓军工业务新境界



核心观点

- **公司地产业务区域布局优化明显，创新业务领先同业。**公司旗下品牌开发商东原地产自 2015 年以来加大拿地力度，明确扩大在长三角区域的布局，新进南京、苏州、杭州三大重要城市，并增加了在上海远郊的土地储备。更为明确的战略转移来自于公司将其地产管理总部迁到上海。东原地产同时在创新业务上保持领先水平，在社区运营上，初步形成了“童梦童享、友邻友趣、乐享乐配、优度优家”四大社区子品牌，分别从儿童成长、人文亲邻、社区配套及特色精装修等方面为客户提供全生命周期的社区服务。在创新融资上，公司发行了物业服务费 ABS，共计融资 4.3 亿元，最低票面利率达到 4%。
- **携手保利集团，加速军民融合业务。**公司于 9 月与保利旗下涉军领域的唯一股权投资平台保利科技防务投资公司签订战略合作协议，同时拟作为 LP 对保利科技防务管理的基金出资 2 亿元。保利科技防务投资公司是由保利科技公司牵头的股权投资平台，保利科技作为保利集团的核心企业，是中国唯一拥有武器装备综合进出口权的大型防务公司。通过基金方面的合作，公司有望携手保利集团，在寻求海外防务基地建设、专用车生产业务以及军工标的资产并购等方面有进一步的合作发展和推进。

财务预测与投资建议

- 由于可比公司估值上升，我们上调目标价至 8.52 元，上调评级至买入。我们维持对公司 2016-2018 年的业绩预测，分别为 0.35、0.38、0.42 元。我们根据可比公司法，给予公司 2016 年专用车业务 60X，地产业务 21X 估值，折合综合目标价 8.52 元。我们同时将评级调升至买入。

风险提示

- 地产业务大幅下滑。
- 专用车业务业绩不达预期。

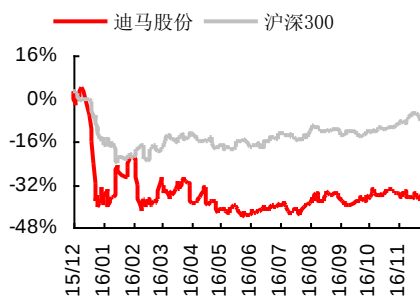
公司主要财务信息					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	7,182	7,731	11,034	12,103	13,453
同比增长	135.5%	7.6%	42.7%	9.7%	11.2%
营业利润（百万元）	760	691	1,324	1,414	1,590
同比增长	564.6%	-9.2%	91.7%	6.8%	12.4%
归属母公司净利润（百万元）	561	469	849	907	1,011
同比增长	1551.6%	-16.5%	81.1%	6.9%	11.4%
每股收益（元）	0.23	0.19	0.35	0.38	0.42
毛利率	26.0%	26.6%	35.7%	37.7%	38.3%
净利率	7.8%	6.1%	7.7%	7.5%	7.5%
净资产收益率	15.8%	7.8%	12.8%	12.2%	12.3%
市盈率（倍）	31.8	38.1	21.1	19.7	17.7
市净率（倍）	3.1	2.9	2.5	2.3	2.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (上调)

股价（2016 年 12 月 16 日）	7.39 元
目标价格	8.52 元
52 周最高价/最低价	11.68/6.28 元
总股本/流通 A 股（万股）	241,886/147,220
A 股市值（百万元）	17,875
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2016 年 12 月 18 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	3.2	1.4	3.8	-31.4
相对表现 (%)	7.4	3.8	0.5	-22.2
沪深 300 (%)	-4.2	-2.4	3.3	-9.2



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 竺劲
021-63325888*6084
zhujing1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060003

联系人 夏亦丰
021-63325888*4037
xiayifeng@orientsec.com.cn

相关报告
重庆房地产企业翘楚，高端装备制造业表 2016-09-18
率

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

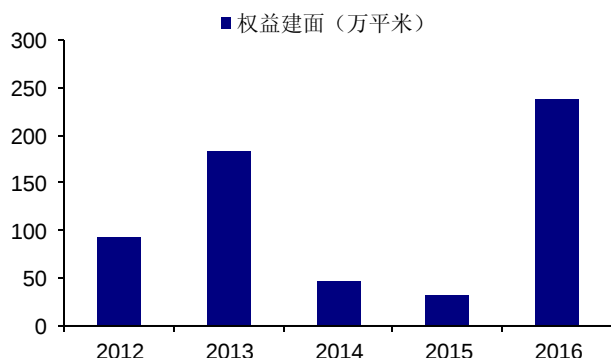
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1 地产业务优化明显，成长之星冉冉升起

1.1 地产业务布局优化明显

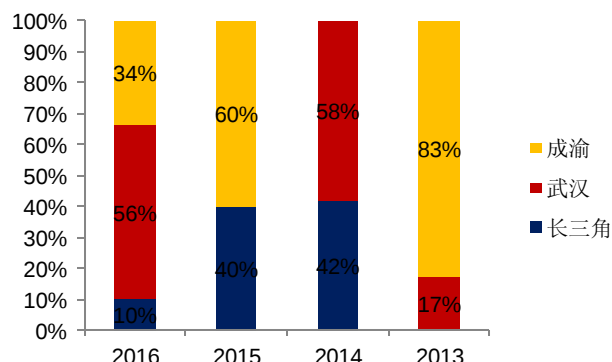
公司正从一家重庆本土开发商蜕变为全国性开发商，考虑到公司 2016 年土地储备的快速增长，公司未来将进入高速成长期。公司旗下品牌开发商东原地产自 2015 年以来加大拿地力度，明确扩大在发达地区（武汉、长三角区域）的布局，新进南京、苏州、杭州三大重要城市，并增加了在上海远郊的土地储备。公司在 2016 年获得的土地储备按计容权益建面计算为 238.2 万方，接近公司过去 3 年（2012~2015 年）拿地总和。在结构上，2016 年拿地最多的是武汉，占 56%，长三角也占到了 10%，长三角的苏州、杭州都是公司新进城市。

图 1：2016 年拿地力度明显加大



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：拿地结构上加大了对发达地区的投入



数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 1：公司向全国扩张势头明显

年份	新进城市
2012	武汉
2014	上海
2015	南京
2016	苏州、杭州、绵阳

数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 地产创新业务匠心独运，业内领先

东原地产同时在创新业务上保持领先水平。在社区运营上，初步形成了“童梦童享、友邻友趣、乐享乐配、优度优家”四大社区子品牌，分别从儿童成长、人文亲邻、社区配套及特色精装修等方面为客户提供全生命周期的社区服务。我们认为，社区运营不但能够帮助开发商树立明确的品牌形象，在白银时代使公司周转更快，而且能够提升楼盘的物业资产价值，代表了未来行业的发展方向。

表 2：四大社区子品牌推进社区运营

社区子品牌	品牌情况
童梦童享	聚焦孩子 0-12 岁快速成长期，系统性满足孩子在社区内的安全、教育、娱乐需要，为城市适婚适育阶段家庭提供全方位儿童社区配套产品和服务。它包括省心陪伴系统——儿童会所、开心乐享系统——体育娱乐、细心呵护系统——环境细节，以及贴心关爱系统——物管服务。
友邻友趣	核心理念“邻 TOGETHER”：“邻”即邻居，东原社区的主角和主体；“TOGETHER”即人与人的连结。“邻 TOGETHER”，即“Share together 互助共享在一起，Play together 玩在一起，Grow together 成长在一起”。具体而言，包括“大师进社区”文化项目，组建“百大兴趣社团”等。
乐享乐配	首先是产品乐配，基于客户资产的角度全面提升项目的产品配套标准。其次是资源乐享，整合东原所在城市的教育、商业、医疗、交通等优质城市资源。最后是社区乐享，东原将在其开发项目中推行以“东原店盟”为标的的价值共享计划。
优度优家	针对当下社会的新生代人群，通过精装修计划，实现“省时、省力、省心”地购房愿望。

数据来源：互联网，东方证券研究所

在创新融资上，公司发行了物业服务费 ABS，共计融资 4.3 亿元，最低票面利率达到 4%。ABS 的发行有利于降低公司负债成本，也为公司未来资产运营拓展了新的变现渠道。对于公司的社区运营业务、物业管理业务都将带来明显的促进作用。

表 3：新东原物业资产支持专项计划结构

资产支持证券类别	预期年限（年）	预期年化收益率（%）	发行规模（万元）	还本付息方式
优先级资产支持证券 01	1	4	5,600	按季付息，末年按季还本
优先级资产支持证券 02	2	4.5	7,700	按季付息，末年按季还本
优先级资产支持证券 03	3	5	8,000	按季付息，末年按季还本
优先级资产支持证券 04	4	5.2	8,600	按季付息，末年按季还本
优先级资产支持证券 05	5	6.2	9,100	按季付息，末年按季还本
次级资产支持证券	5	无	4,000	按季分配
总计	-	-	43,000	-

数据来源：公司公告，东方证券研究所

2 携手保利集团，加速军民融合业务

2.1 专用车领域龙头，具备军民融合基础

公司原是专用车市场中的龙头，专业技术领先，产品类型丰富，具有军民融合的基础。公司的前身是重庆中奇特种汽车制造有限公司。公司专业从事高技术专用车的研发、生产和销售，综合实力强，产品较为丰富，拥有大规模生产基地。1999 年迪马牌防弹运钞车被评为国家重点新产品。2001 年被国家科技部评定为国家级重点高新技术企业。公司主要的专用车产品有防弹运钞车、公安消防车、应急通信车、通信指挥车、电视转播车、环卫车辆及设备、机场地勤车辆及设备、军用车等多个产品系列，并不断向新领域拓展。公司的主导产品防弹运钞车目前的市场占有率为 30%，连续

多年位居全国前列。另外，公司成立了专用汽车研究院，拥有 200 多名技术人员的研发团队，数百项专利技术。

表 4：公司专用车业务的发展历程

时间	事件
1997 年	前身重庆中奇特种汽车制造有限公司成立
1998 年	公司被重庆市科委评定为重庆市高新技术企业
1999 年	迪马牌防弹运钞车被评为国家重点新产品
2000 年	在行业中率先通过 ISO9001 国际质量体系认证
2000 年	完成股份制改造，重庆市迪马实业股份有限公司成立
2001 年	被国家科技部评定为国家级重点高新技术企业
2002 年	迪马股份在上海证券交易所成功上市
2003 年	44 种专用车获得中国质量认证中心颁发的“3C”认证证书，运钞车主要车型全面通过
2004 年	与奔驰、沃尔沃、福特等汽车生产商进行战略合作建立了改装车基地
2006 年	与中国长安汽车集团、重庆大江集团合资组建了“重庆南方迪马专用车股份有限公司”
2007 年	连续 8 年被评为重庆工业企业五十强
2008 年	迪马北京分公司正式投产
2008 年	100 多台迪马专用车服务北京奥运会
2009 年	收购深圳市达航工业有限公司
2009 年	初次申请并通过 ISO14001:2004 国际环境管理体系认证
2009 年	多台迪马专用车服务于建国六十周年国庆庆典
2010 年	迪马重装甲运钞车出口印度

数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 3：迪马防弹运钞车



数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 4：迪马最新警用变型防暴车

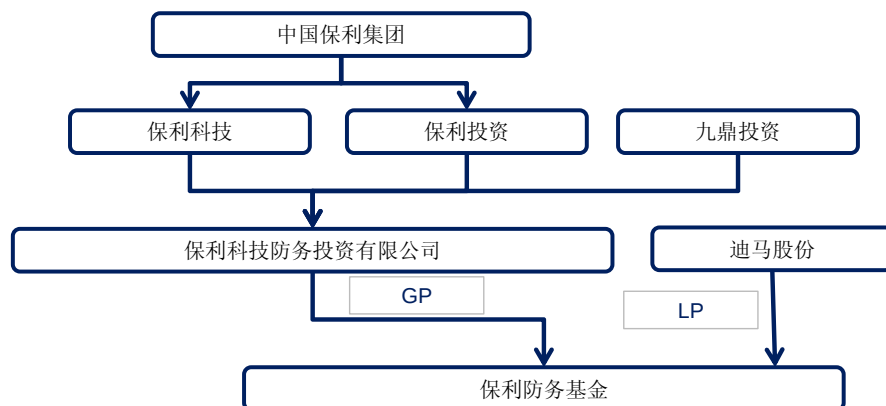


数据来源：铁血网、东方证券研究所

2.2 携手保利科技防务投资公司，未来前景广阔

公司于 9 月与保利旗下涉军领域的唯一股权投资平台保利科技防务投资公司签订战略合作协议，同时拟作为 LP 对保利科技防务管理的基金出资 2 亿元。保利科技防务投资有限公司是由保利科技公司牵头的股权投资平台，保利科技作为保利集团的核心企业，是中国唯一拥有武器装备综合进出口权的大型防务公司。通过基金方面的合作，公司有望携手保利集团，在寻求海外防务基地建设、专用车生产业务以及军工标的资产并购等方面有进一步的合作发展和推进。

图 5：保利集团旗下基金与迪马股份合作关系图



数据来源：互联网，东方证券研究所

备注：箭头为股权关系

3 上调目标价至 8.52 元，上调评级至买入

公司地产业务和军品相关业务均有改善迹象，我们上调目标价至 8.52 元，上调评级至买入。我们维持对公司 2016~2018 年的业绩预测，分别为 0.35、0.38、0.42 元。

表 5：利润拆分表（百万元）

	2016E	2017E	2018E
房地产及其他相关业务			
营业收入	9963	10930	11882
归母净利润	778	830	914
EPS	0.32	0.34	0.38
专用车业务			
营业收入	1071	1173	1571
归母净利润	65	67	86
EPS	0.03	0.03	0.04
合计			
营业收入	11034	12103	13453

归母净利润	844	897	1000
EPS	0.35	0.37	0.42

数据来源：公司公告、东方证券研究所

我们利用 PE 对公司进行分部估值。房地产业务可比公司 2016 年平均估值为 21X，对应目标价为 6.72 元；专用车业务可比公司 2016 年平均估值为 60X，对应目标价 1.80 元。公司综合目标价为 8.52 元。

表 6：房地产及其他相关业务可比公司估值 21X

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）					市盈率			
		2016/12/18	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E	
滨江集团	002244	6.85	0.32	0.44	0.55	0.66	21	16	12	10	
新湖中宝	600208	4.35	0.13	0.18	0.25	0.32	34	25	18	14	
蓝光发展	600466	10.76	0.38	0.49	0.58	0.68	29	22	19	16	
金科股份	000656	5.49	0.29	0.34	0.40	0.47	19	16	14	12	
银亿股份	000981	10.35	0.20	0.25	0.27	0.27	51	41	39	39	
	最大值						51	41	39	39	
	最小值						19	16	12	10	
	平均数						31	24	20	18	
	调整后平均						28	21	17	14	

数据来源：Wind、东方证券研究所

表 7：专用车业务可比公司估值 60X

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）					市盈率			
		2016/12/18	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E	
诺力股份	603611	35.14	0.67	0.72	0.82	0.96	45	41	37	31	
龙马环卫	603686	30.30	0.57	0.77	1.01	1.33	63	46	35	27	
航天晨光	600501	18.42	0.04	0.13	0.18	0.16	390	134	97	109	
海伦哲	300201	7.61	0.07	0.21	0.28	0.37	272	91	69	52	
北方创业	600967	13.17	-0.07	0.27	0.30	0.34	-167	43	38	34	
	最大值						390	134	97	109	
	最小值						-167	41	35	27	
	平均数						120	71	55	50	
	调整后平均						126	60	48	39	

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

地产业务大幅下滑。目前房地产市场处于调控期，公司销售可能出现下滑，从而影响公司未来业绩增长。

专用车业务业绩不达预期。历史上看，公司专用车业务存在业绩的波动性，尽管占比不高，但依然影响公司的业绩增长，如果专用车业绩不达预期，也将影响公司的盈利和估值。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	4,312	3,410	4,965	5,446	6,054	营业收入	7,182	7,731	11,034	12,103	13,453
应收账款	298	357	497	545	605	营业成本	5,312	5,672	7,099	7,539	8,300
预付账款	156	107	221	242	269	营业税金及附加	575	477	1,101	1,306	1,455
存货	17,428	20,225	24,848	26,388	29,050	营业费用	291	355	563	717	786
其他	685	1,952	2,810	2,992	3,221	管理费用	185	236	372	512	647
流动资产合计	22,880	26,052	33,340	35,612	39,200	财务费用	96	151	456	599	648
长期股权投资	50	116	119	119	119	资产减值损失	0	136	121	16	27
固定资产	129	127	137	136	134	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	37	(14)	2	0	0
无形资产	93	60	14	0	0	其他	0	(0)	0	0	0
其他	218	417	512	511	510	营业利润	760	691	1,324	1,414	1,590
非流动资产合计	489	720	782	766	764	营业外收入	13	17	16	16	16
资产总计	23,369	26,772	34,122	36,378	39,964	营业外支出	11	18	17	17	17
短期借款	2,485	1,921	3,853	4,314	5,602	利润总额	763	690	1,323	1,413	1,589
应付账款	2,539	2,631	3,266	3,468	3,818	所得税	201	224	476	509	572
其他	8,675	9,428	10,931	11,790	12,902	净利润	562	466	847	904	1,017
流动负债合计	13,699	13,980	18,050	19,572	22,322	少数股东损益	1	(3)	(2)	(3)	6
长期借款	3,294	3,521	3,521	3,521	3,521	归属于母公司净利润	561	469	849	907	1,011
应付债券	0	2,981	5,361	5,361	5,361	每股收益 (元)	0.23	0.19	0.35	0.38	0.42
其他	277	49	1	1	1	主要财务比率					
非流动负债合计	3,571	6,551	8,883	8,883	8,883		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	17,270	20,531	26,933	28,455	31,205	成长能力					
少数股东权益	260	95	94	91	97	营业收入	135.5%	7.6%	42.7%	9.7%	11.2%
股本	2,346	2,346	2,419	2,419	2,419	营业利润	564.6%	-9.2%	91.7%	6.8%	12.4%
资本公积	2,328	2,295	2,464	2,464	2,464	归属于母公司净利润	1551.6%	-16.5%	81.1%	6.9%	11.4%
留存收益	1,165	1,504	2,212	2,949	3,779	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	26.0%	26.6%	35.7%	37.7%	38.3%
股东权益合计	6,099	6,240	7,189	7,923	8,759	净利率	7.8%	6.1%	7.7%	7.5%	7.5%
负债和股东权益	23,369	26,772	34,122	36,378	39,964	ROE	15.8%	7.8%	12.8%	12.2%	12.3%
现金流量表						ROIC	5.9%	3.8%	6.2%	6.1%	6.3%
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
净利润	562	466	847	904	1,017	资产负债率	73.9%	76.7%	78.9%	78.2%	78.1%
折旧摊销	28	22	17	(5)	(19)	净负债率	61.1%	103.8%	115.8%	104.8%	102.6%
财务费用	96	151	456	599	648	流动比率	1.67	1.86	1.85	1.82	1.76
投资损失	(37)	14	(2)	0	0	速动比率	0.40	0.41	0.46	0.46	0.44
营运资金变动	(4,221)	(2,601)	(2,803)	(746)	(1,545)	营运能力					
其它	2,991	2,106	362	16	27	应收账款周转率	22.4	23.6	25.9	23.2	23.4
经营活动现金流	(581)	158	(1,124)	768	128	存货周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
资本支出	(20)	22	20	21	21	总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.3	0.4
长期投资	170	(176)	(388)	0	0	每股指标 (元)					
其他	(503)	(1,339)	2	0	0	每股收益	0.23	0.19	0.35	0.38	0.42
投资活动现金流	(354)	(1,493)	(366)	21	21	每股经营现金流	-0.24	0.07	-0.46	0.32	0.05
债权融资	1,844	2,450	1,467	0	0	每股净资产	2.41	2.54	2.93	3.24	3.58
股权融资	3,904	(33)	242	0	0	估值比率					
其他	(3,557)	(2,054)	1,336	(308)	458	市盈率	31.8	38.1	21.1	19.7	17.7
筹资活动现金流	2,191	363	3,045	(308)	458	市净率	3.1	2.9	2.5	2.3	2.1
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	27.5	28.1	13.5	12.1	10.9
现金净增加额	1,256	(973)	1,555	481	608	EV/EBIT	28.4	28.9	13.6	12.1	10.8

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

