

腾达建设 (600512.SH)

建筑与工程行业

评级：买入 首次评级

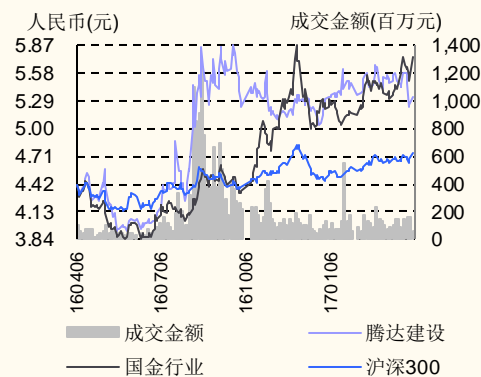
公司深度研究

市场价格(人民币): 5.34元
 目标价格(人民币): 7.00-8.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	970.81
总市值(百万元)	8,538.14
年内股价最高最低(元)	5.87/3.93
沪深300指数	3503.89
上证指数	3270.31



PPP 兑现业绩高增，进军氢能源再创 50 年基业

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	-0.028	0.053	0.196	0.379	0.504
每股净资产(元)	1.98	2.91	2.97	3.24	3.63
每股经营性现金流(元)	-0.09	0.13	-0.59	-0.46	-0.76
市盈率(倍)	-194.76	100.32	28.46	14.71	11.08
行业优化市盈率(倍)	14.29	14.29	14.29	14.29	14.29
净利润增长率(%)	-219.46%	-394.37%	271.15%	93.40%	32.83%
净资产收益率(%)	-1.42%	1.82%	6.60%	11.70%	13.86%
总股本(百万股)	1,018.04	1,598.90	1,598.90	1,598.90	1,598.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **轨交高景气度 PPP 促加速，在手订单保障业绩高增：**1) 轨交 PPP 还是蓝海：截止 2016 年 12 月底，财政部/发改委 PPP 项目库轨交投资 1.27/1.28 万亿，占比 9.4%/15.9%，东部城市 2017 年计划新开工轨交线路 23 条总投资额 3767 亿；2) 公司地产业务布局二三线城市，受益于核心城市限购 2017 年 2 月三四线城市地产销售额同比+40.5%，预计台州和昆明项目将加速贡献营收；3) 在手订单充足预计 2017 业绩活爆发增长：公司 16 年新签订单 43 亿 (+62%)，轨交行业景气叠加 PPP 促进预测 17/18 年新签订单继续高增，根据订单拆分完工百分比测算公司 17/18 年营收 63/102 亿，净利润可达 3.14/6.06 亿。
- **布局新产业，氢能源市场前景广阔：**1) 公司进军氢能源产业，设立氢能源基金首轮募资 100 亿，预计投资氢产业链的上下游，大力进军氢能源产业；2) 与发达国家相比我国氢能源在整个能源结构中占比小开发空间大：欧美日都早已开发氢能源在不同的行业的应用，预计 2020 年后氢能源基础设施市场将加速发展到 2050 年市场规模可达 10 万亿，我国目前氢气年产 2000 万吨，可在石化/发电/汽车等多种领域应用；3) 政府大力支持，政策红利不断：2014 年国家发布对汽车加氢站 400 万元的奖励，2016 年发改委重点部署氢能源为创新技术。

投资建议

- 我们认为公司在轨交行业高景气度叠加 PPP 的促进下，在手订单充足 2017 业绩或爆发增长，而公司积极布局氢能源更加有想象力。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 7-8 元目标价位，相当于 35-40X17PE 和 18-21X18PE。

风险

- PPP 落地不达预期，宏观调控下地产销售不达预期，氢能源行业发展缓慢。

黄俊伟 联系人
 (8621)60230241
 huangjunwei@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegww@gjzq.com.cn

内容目录

一. 盈利预测与估值.....	4
1.盈利预测.....	4
2.采用 PB/PE 估值方式，给予目标价 7 元.....	4
二. 专注于工程施工的家族企业.....	4
1.股权分散的家族企业.....	4
2. 绝大部分业务集中在华东.....	6
3. 地产业务逐渐收缩，回归施工迎 PPP 发展大潮.....	6
三. 轨交高度景气 PPP 促加速，在手订单保障业绩继续高增.....	8
1.享近 4 万亿市政 PPP 项目规模，订单有望高速增长.....	8
2.受益地产去库存及台州“陆家嘴”开发，地产业务边际改善.....	11
3.在手订单充足轨交行业高景气 PPP 促进下 2017 业绩或爆发增长.....	13
四. 布局新产业，氢能源市场前景广阔.....	16
1.积极布局新产业.....	16
2.与发达国家相比我国氢能源发展空间大.....	17
3.政府大力支持，政策红利不断.....	20
五. 风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 公司盈利预测表.....	4
图表 2: 公司 PB/PE 估值结果.....	4
图表 3: 建筑工程施工占公司整体营收 91%.....	5
图表 4: 公司十大股东明细.....	5
图表 5: 叶氏家族关系及持股明细.....	5
图表 6: 公司非公开发行募集资金拟投资项目.....	6
图表 7: 2015 年报收入区域分布.....	6
图表 8: 2016 年报收入区域分布.....	6
图表 9: 公司两大业务毛利率变化情况.....	6
图表 10: 2015 公司业务分布.....	7
图表 11: 2016 公司业务分布.....	7
图表 12: 国房景气指数于 2014、2015 年回落见底.....	7
图表 13: 公司收入利润构成变动情况.....	8
图表 14: 近两年营业收入与增速变化.....	8
图表 15: 近两年归母净利润与增速变化.....	8
图表 16: 轨道交通项目投资额占有 PPP 项目金额比例.....	9
图表 17: 第三批示范项目投资规模分布.....	9
图表 18: 市政工程类项目二级行业项目投资比例.....	10
图表 19: 2017 年东部地区城市新开工轨道交通线路.....	10

图表 20: 公司房地产项目工程进展.....	11
图表 21: 公司房地产所在区域项目金额占比.....	11
图表 22: 公司房地产所在城市分类项目金额占比.....	11
图表 23: 台州市商品房销售面积.....	12
图表 24: 台州市商品房销售额.....	12
图表 25: 2015 年末台州汇鑫商务广场项目消费面积情况.....	12
图表 26: 预测未来台州汇鑫商务广场贡献业绩额.....	12
图表 27: 2015 年 6 月昆明鑫都韵城项目消费面积情况.....	12
图表 28: 预测未来昆明鑫都韵城贡献业绩额.....	13
图表 29: 2015-2017 工程施工新签订单.....	13
图表 30: 2015 至今公司中标 PPP 项目.....	14
图表 31: 公司未来新签订单预测.....	14
图表 32: 公司未来工程合同创造营收预计.....	14
图表 33: 当前到手主要订单预计未来收入.....	15
图表 34: 公司未来工程施工营收预计.....	15
图表 35: 公司负债率、回款情况改善.....	16
图表 36: 公司历史及预测净利率.....	16
图表 37: 公司 17/18 年营收净利预计.....	16
图表 38: 产业基金投资方组成.....	16
图表 39: 推动氢产业链核心环节企业发展进程.....	17
图表 40: 氢产业发展基金投资范围.....	17
图表 41: 燃料电池汽车 (FCEV) 与纯电动车 (BEV) 性能比较.....	17
图表 42: 有关氢能源的联盟.....	17
图表 43: 氢能源发展规划, 与多产业紧密对接.....	18
图表 44: 欧洲氢能源预计保持高速增长.....	18
图表 45: 氢能源应用广泛.....	18
图表 46: 美国目前加氢站设施遍布, 同时向西南、西北扩张.....	19
图表 47: 日本未来氢能市场广大, 带动多产业发展.....	19
图表 48: 全球氢能源市场空间广阔.....	20
图表 49: 氢能与燃料电池技术各项具体内容.....	20

一. 盈利预测与估值

1. 盈利预测

- 在轨交行业保持高景气度的情况下，借助 PPP 我们预测公司未来工程施工业务会继续高速增长，房地产业务不再增加地块储备而以消化存量为主，二三线城市地产销售火热我们预测地产业务会扭亏为盈贡献一定利润。根据统计，15/16 年公司在手重大施工合同合计 73.58 亿元，由完工百分比法，在 17/18 年将分别结转 29.79 亿元/9.28 亿元营收；根据我们的测算，17/18 年公司新签合同共 205 亿元，同样由完工百分比法，在 17/18 年将分别结转 23.4 亿元/77.2 亿元营收，因此我们预测公司 17/18 年工程施工业务营收将达到 62.6 亿元/101.8 亿元。我们预计公司 17 年营收/归母净利为 62.6/3.14 亿元，18 年营收/归母净利为 101.8/6.06 亿元（具体测算参考第三部分）。

图表 1：公司盈利预测表

	2015A	2016A	2017E	2018E	
营业收入（亿元）	29.21	30.68	62.60	101.80	主要根据在手订单测算，具体测算参考第三部分
同比	0.30%	5.00%	104.00%	62.60%	
毛利率	10.50%	12.00%	13.50%	13.80%	房地产业务毛利波动较大，在 17、18 业务中房地产占比降低，毛利略微上升
营业税金占比	3.40%	1.50%	1.80%	1.50%	参考历史数据
营业费用占比	0.20%	0.30%	0.40%	0.30	参考历史数据
管理费用占比	3.30%	3.30%	3.30%	3.10%	参考历史数据
归母净利润（亿元）	-0.29	0.84	3.14	6.06	
同比	-219.46%	394.37%	254.76%	92.99%	
EPS（元/股）	-0.03	0.05	0.20	0.38	

来源：国金证券研究所

2. 采用 PB/PE 估值方式，给予目标价 7 元

- 公司主营为工程施工，我们选取市值与公司差不多的施工企业宁波建工、龙元建设和宏润建设作为可比公司估值，采用 PE/PB 估值法进行估值。根据 PE 估值法，所属行业公司 2017 年平均 PE 为 26.9 倍。考虑公司轨交 PPP 助力，我们给予公司一定估值溢价，根据 PE 估值法给予公司合理价值 7.00-8.00 元，对应 17/18 年 PE 估值水平 35.0-40.0/18.4-21.1 倍；根据 PB 估值法，所属行业公司 2016 年平均 PB 为 2.57，根据 PB 估值法给予公司合理价值 7.40-8.32 元，对应 PB 估值水平 2.50-2.80 倍。
- 综合 PE 和 PB 估值法，我们给予目标价 7 元。

图表 2：公司 PB/PE 估值结果

	公司	总市值（亿元）	EPS		PE		PB
			2017E	2018E	2017E	2018E	2016
601789.SH	宁波建工	67.25	0.24	0.33	29.3	21.2	2.44
600491.SH	龙元建设	142.62	0.37	0.50	30.5	22.6	2.37
002062.SZ	宏润建设	70.34	0.31	0.39	20.9	16.5	2.91
	均值				26.9	20.1	2.57
600512.SH	腾达建设	87.62	0.20	0.38	35.0-40.0	18.4-21.1	2.50-2.80

来源：wind、国金证券研究所

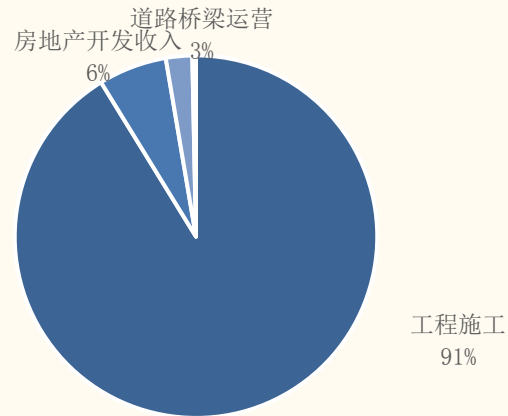
二. 专注于工程施工的家族企业

1. 股权分散的家族企业

- 腾达建设成立于 1995 年 8 月，注册地浙江台州，2002 年 12 月在上交所主板上市。主要从事建筑工程施工，该业务占公司营业收入的比重超过九

成。公司还有房地产开发业务，主要以消化存量为主，自 2014 年以来未新增储备地块。

图表 3：建筑工程施工占公司整体营收 91%



来源：2016 年报，国金证券研究所

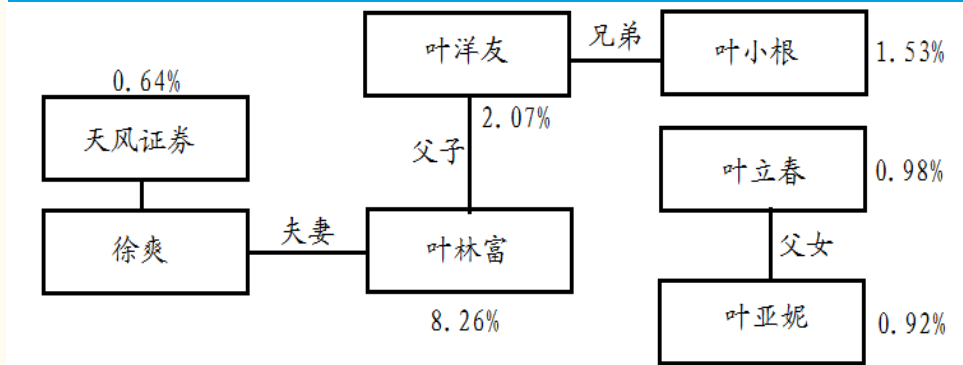
- 公司股权结构分散。截至 2016 年报，公司董事长叶林富持股数量为 1.32 亿股，持股占比为 8.26%，为公司的第一大股东，叶林富及一致行动人持股占比 11.01%。

图表 4：公司十大股东明细

股东名称	持股数量 (亿股)	持股比例 (%)
叶林富	1.32	8.26
长安基金-浦发银行-博石资产管理股份有限公司	1.13	7.12
金元顺安基金-农业银行-华能贵诚信托-华能信托·腾达 2 号集合资金信托计划	1.09	6.84
北信瑞丰基金-浙商银行-华能贵诚信托-华能信托·腾达 3 号集合资金信托计划	1.09	6.84
民生加银基金-平安银行-厦门国际信托-厦门国际信托有限公司-腾达 1 号集合资金	0.76	4.77
国华人寿保险股份有限公司-分红三号	0.59	3.7
诺安基金-兴业证券-南京双安资产管理有限公司	0.41	2.62
叶洋友	0.33	2.07
叶小根	0.24	1.53
叶立春	0.15	0.98

来源：2016 年报，国金证券研究所

图表 5：叶氏家族关系及持股明细



来源：公司公告、国金证券研究所

- 根据 2016 年 9 月 28 日公告，公司以 4.39 元/股发行 5.81 亿股，募集资金总额为 25.5 亿元，募集资金净额为 25.21 亿元。其中公司控制人叶林富认

购 2.7 亿元，锁定期 3 年，其他发行对象锁定期为 1 年。本次非公开发行完成后，叶林富直接持股比例由 6.93% 升至 8.26%。

图表 6：公司非公开发行募集资金拟投资项目

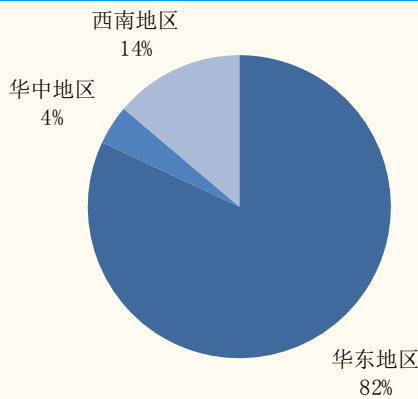
项目名称	预计总投资额 (亿元)	募集资金拟投入额 (亿元)
台州腾达中心项目	25.32	20
补充流动资金	5.5	5.5
合计	30.82	25.5

来源：公司公告、国金证券研究所

2. 绝大部分业务集中在华东

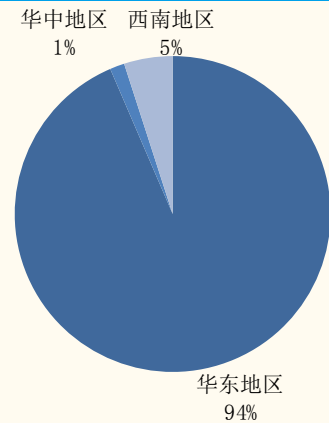
- 从业务区域分布来看，公司主要在华东地区进行业务活动，近一年华中和西南地区营收占比减少，华东地区的营收占比达九成。

图表 7：2015 年报收入区域分布



来源：wind、国金证券研究所

图表 8：2016 年报收入区域分布

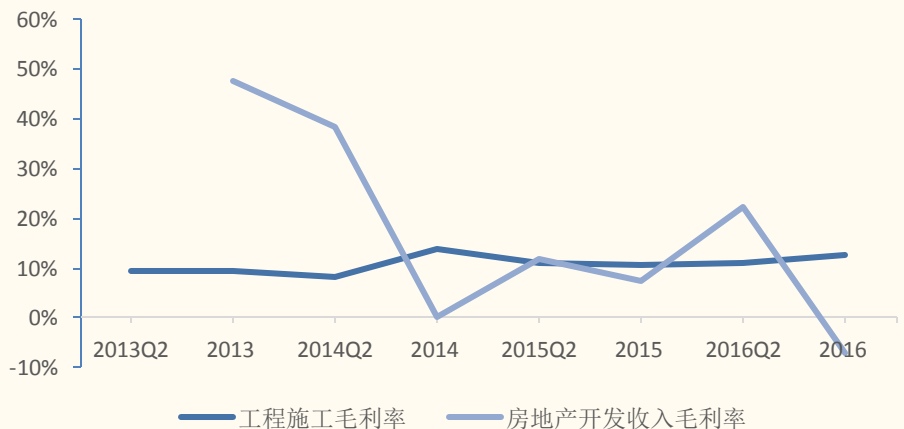


来源：wind、国金证券研究所

3. 地产业务逐渐收缩，回归施工迎 PPP 发展大潮

- 公司业务涵盖道路桥梁运营、房地产开发、工程施工，其中以工程施工和房地产开发为主。根据 2016 年年报，公司工程施工与房地产开发两项主要业务收入占比分别为 91%/6%。
- 由于 PPP 业务毛利率较高，2016 年公司施工业务毛利率超过 12%，而 2015 年之前施工业务毛利率仅约 10%，我们预计公司传统施工业务板块毛利率将会持续提升。

图表 9：公司两大业务毛利率变化情况

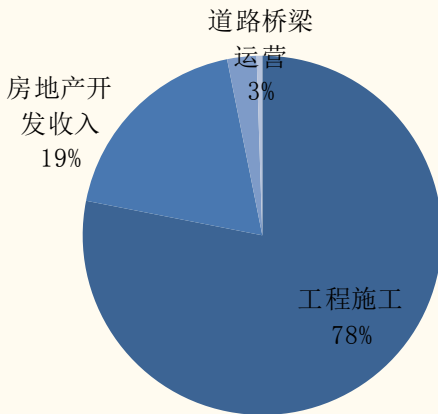


来源：wind、国金证券研究所

- 公司逐渐减少房地产业务，着重发展公司传统优势工程施工业务。公司从

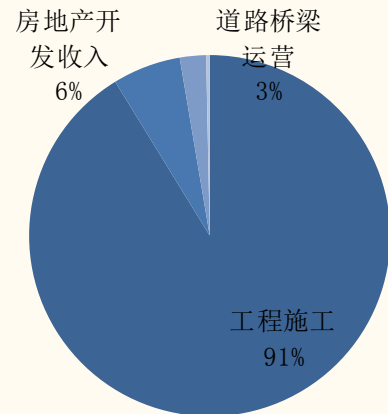
2014年起不再增加储备地块，随着存量地块的开发及销售周期完成，房地产营收占比逐渐下降。而工程施工的营收占比从2015年的78%增长到2016年的91%，增加13个pct，对工程施工的战略转移有利于提高公司在施工方面的竞争力，为PPP及BT订单的投标奠定坚实基础。

图表 10: 2015 公司业务分布



来源：公司年报、国金证券研究所

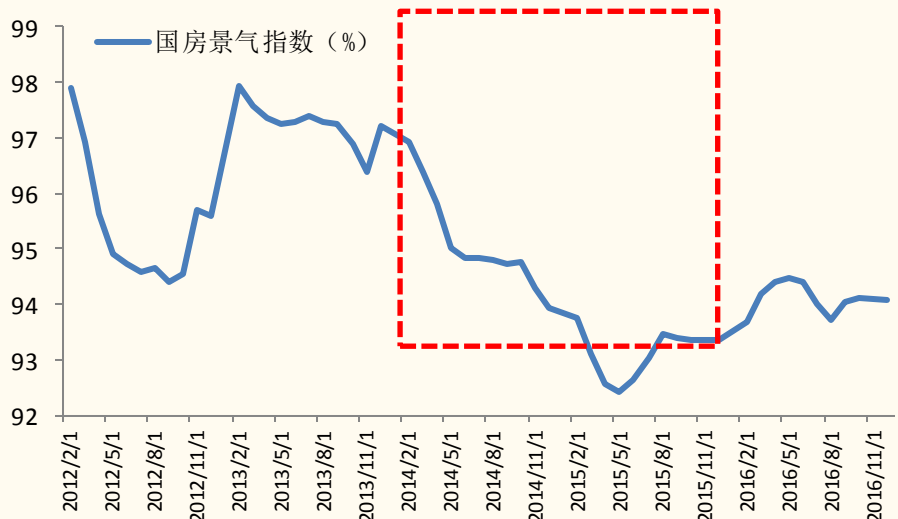
图表 11: 2016 公司业务分布



来源：公司年报、国金证券研究所

- 房地产业务受房价波动影响，毛利率调整幅度较大。

图表 12: 国房景气指数于 2014、2015 年回落见底



来源：Choice、国金证券研究所

- 参考近两年业务变化情况，房地产开项目发逐渐减少，逐渐专注传统主营业务工程施工。2014年公司房地产业务受到行业景气度下滑拖累，重点布局区域昆明和宜春市出现严重亏损，地产业务营收占比30%，利润构成却只占了0.49%，公司从此不再新增储备地块，主要以消化存量为主，此后2016年由于房地产市场好转地产业务利润率回升。

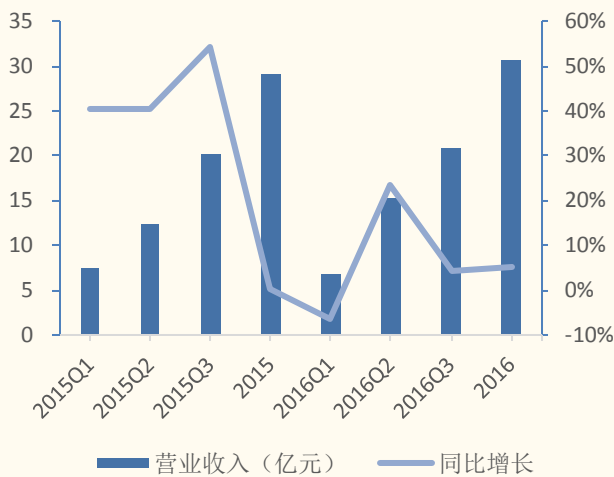
图表 13: 公司收入利润构成变动情况

	2016 年年报	2016 年中报	2015 年年报	2015 年中报	2014 年年报
收入构成 (%)					
船舶运输	0.32	0.36	0.51	0.62	0.61
道路桥梁运营	2.35			3.16	2.76
房地产开发收入	6.10	10.04	18.77	22.47	30.01
工程施工	91.24	87.24	78.08	73.75	66.63
钱江四桥经营权收入	2.4	2.37	2.63		
利润构成 (%)					
船舶运输	-0.81	-0.73	-1.06	-0.82	-0.40
道路桥梁运营	9.06			13.09	13.44
房地产开发收入	-3.47	17.16	12.71	21.67	0.49
工程施工	95.21	74.99	76.02	66.07	86.47
钱江四桥经营权收入		8.57	12.32		

来源: Choice、国金证券研究所

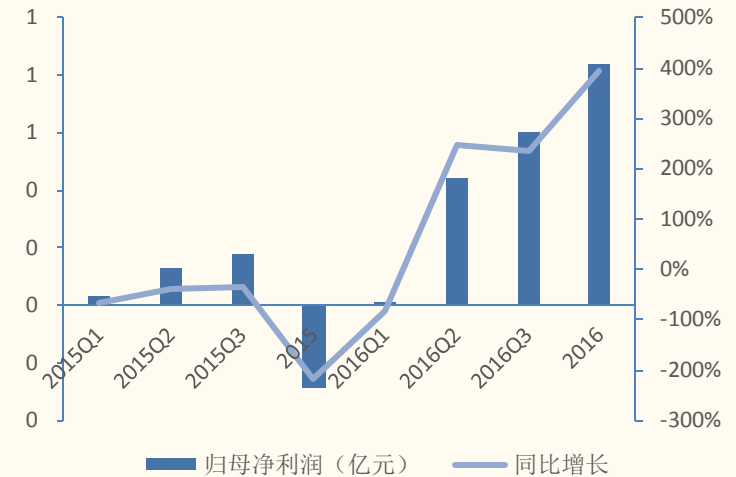
- **受益 PPP 模式推进及地产复苏, 2016 年以来业绩明显好转:** 从公司 2016 年年报来看营收稳步增加, 归母净利润自一季度起扭亏为盈。受益于 PPP 模式的推进, 公司在手订单充足。

图表 14: 近两年营业收入与增速变化



来源: wind、国金证券研究所

图表 15: 近两年归母净利润与增速变化



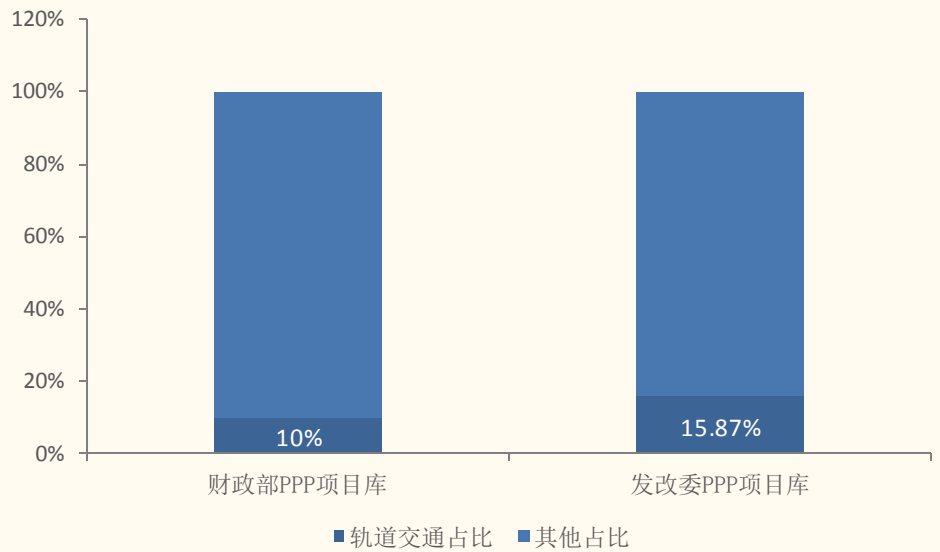
来源: wind、国金证券研究所

三. 轨交高度景气 PPP 促加速, 在手订单保障业绩继续高增

1. 享近 4 万亿市政 PPP 项目规模, 订单有望高速增长

- 截至 2016 年 12 月底, 财政部 PPP 项目库数据显示, 市政工程项目总投资额 3.78 万亿元, 其中轨道交通投资金额 1.27 万亿元占有所有 PPP 项目金额的 9.4%。截至相同时间, 发改委 PPP 项目库数据显示, 涉及城市轨道交通项目投资金额共计 1.28 万亿元, 占比 15.9%。

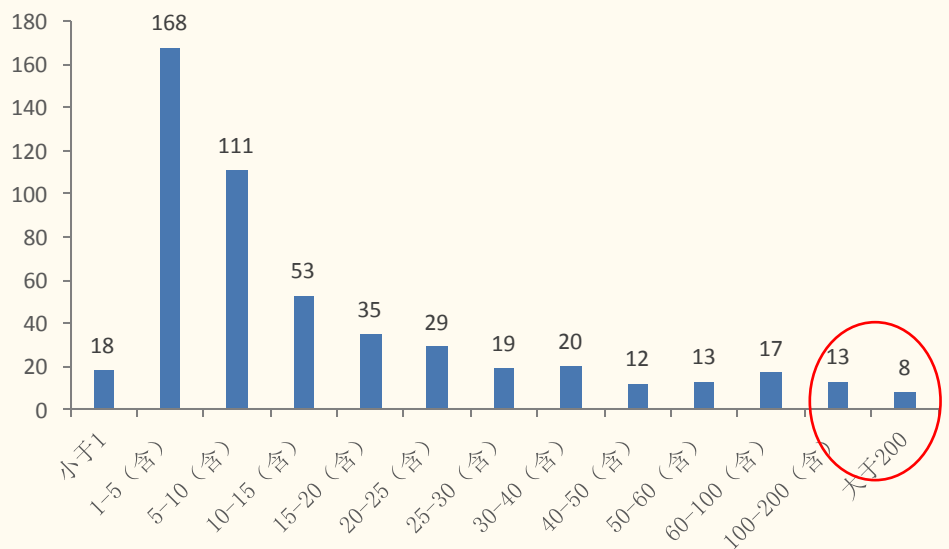
图表 16: 轨道交通项目投资额占所有 PPP 项目金额比例



来源: 财政部 PPP 项目库, 国金证券研究所

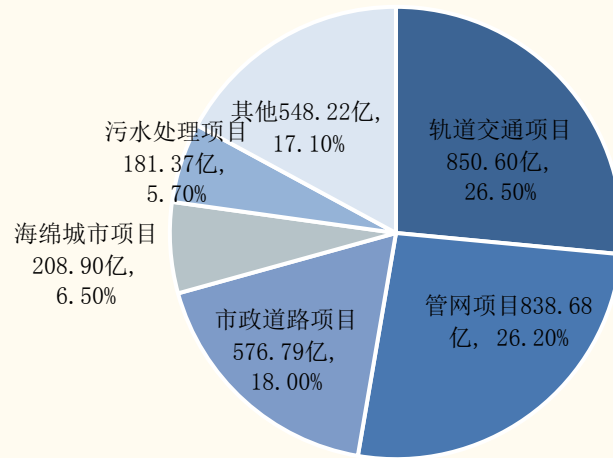
- 根据财政部 PPP 中心公布的第三批示范项目信息, 第三批示范项目共 516 个, 投资总额逾 1.17 万亿。市政工程类项目投资总额 3205.96 亿元, 占比 27.4%。其中轨道交通项目 850.60 亿元, 在市政工程类项目中占比 26.5%, 在市政工程类项目二级行业项目中占比最多。100 亿元以上的项目共 21 个, 其中市政工程类共 4 个且全部为轨道交通。

图表 17: 第三批示范项目投资规模分布



来源: 财政部政府和社会资本合作中心, 国金证券研究所

图表 18: 市政工程类项目二级行业项目投资比例



来源: 财政部政府和社会资本合作中心, 国金证券研究所

- 东部地区 2017 年轨交新开工量仍大。东部地区 2017 年计划新开工轨道交通线路 23 条, 总投资额为 3767 亿元。

图表 19: 2017 年东部地区城市新开工轨道交通线路

城市	线路名称	总投资 (亿)	预计开工时间
南京	无人驾驶 7 号线	301.00	2017 年
南京	11 号线一期	181.71	2017 年
南京	S8 南延	17.11	2017 年
苏州	S1 线	287.00	2017 年上半年
苏州	6 号线	243.60	2017 年
青岛	6 号线一期	105.80	2017 年
杭州	3 号线	377.59	2017 年
杭州	1 号线三期	77.96	2017 年
杭州	2 号线三期	9.88	2017 年
杭州	7 号线	289.97	2017 年
杭州	9 号线一期	156.57	2017 年
杭州	4 号线二期	173.88	2017 年
杭州	5 号线二期	17.54	2017 年
杭州	6 号线	65.50	2017 年
无锡	4 号线一期	173.60	2017 年 3 月
无锡	市域快轨 S1 线 (锡澄快轨)	100.00	2017 年底或 2018 年初
合肥	1 号线三期	36.08	2017 年初
福州	4 号线一期	169.40	2017 年
宁波	6 号线	267.40	2017 年
常州	2 号线一期	137.90	2017 年
芜湖	1 号线	87.00	2017 年
南通	1 号线 1 期	274.05	2017 年底前
绍兴	1 号线及支线	216.00	2017 年

来源: 工程机械快讯, 国金证券研究所

2. 受益地产去库存及台州“陆家嘴”开发，地产业务边际改善

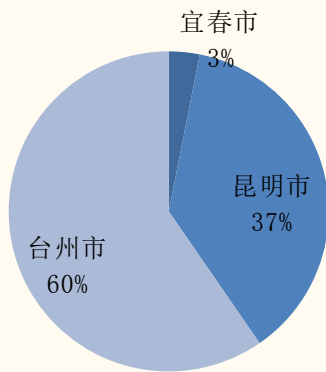
- 公司房地产业务位于杭州市、台州市、宜春市和昆明市四个区域，布局二、三线城市，已开发及正在开发的主要产品包括商品住宅和配套的商业用房，待开发的项目为商业用房。

图表 20：公司房地产项目工程进展

工程进展	项目名称	金额（亿）	所在地区	城市划分
已结算尚未完工	台州汇鑫商务广场	1.72	台州市	三线
	昆明鑫都韵城	9.46	昆明市	二线
	宜春凤凰春晓一期	0.79	宜春市	三线
	宜春凤凰春晓二期		宜春市	三线
该合同仍在执行过程中	台州腾达中心工程	11.91	台州市	三线
尚未动工	宜春禅博园商业地块		宜春市	三线
	宜春经开区商业地块项目		宜春市	三线

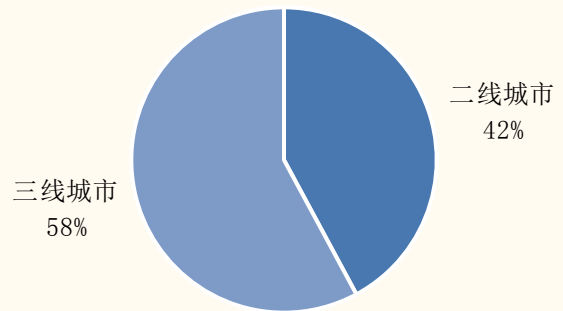
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 21：公司房地产所在区域项目金额占比



来源：公司公告、国金证券研究所

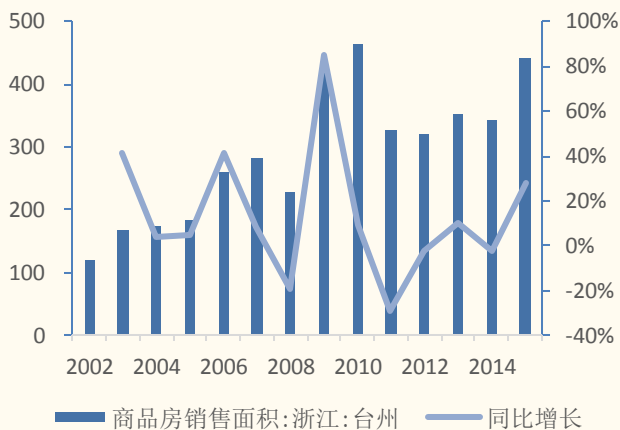
图表 22：公司房地产所在城市分类项目金额占比



来源：公司公告、国金证券研究所

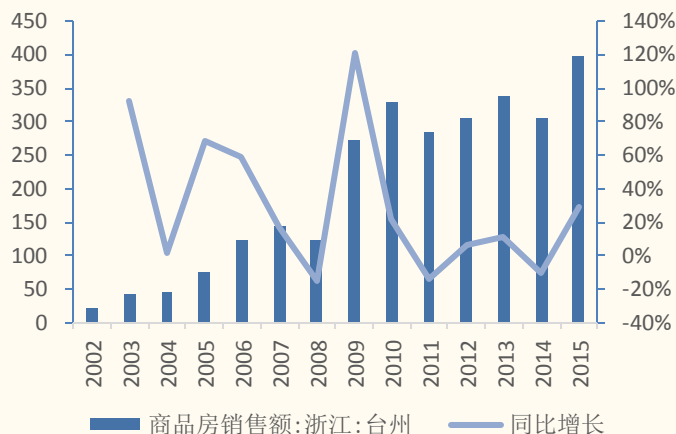
- 受益于核心城市限购、去库存政策，以及高房价的溢出效应，二三线城市商品房销售面积稳健增长，2017 年前两个月三四线城市商品住宅成交 760 万平米，同比+40.5%。
- 台州房地产市场稳健回升：继 2011 年台州房地产市场需求回落后，2012 年至今，台州市商品房交易稳步回升，2015 年商品房销售面积同比增长 28.27%；销售额创历年新高，同比增长 29.31%。
- 我们预计在二三线城市地产行情向好的情况下，公司的地产业务将扭亏为盈，贡献利润。

图表 23: 台州市商品房销售面积



来源: wind、国金证券研究所

图表 24: 台州市商品房销售额



来源: wind、国金证券研究所

- 腾达中心预计 2019 年完工: 腾达中心是台州最具活力的商务中心。公司于 2015 年 12 月以 11.91 亿元中标腾达中心工程项目, 预计总投资 23 亿元, 工期 1330 天, 预计 2019 年完工, 建成后除自持部分外, 对外销售部分计划实现收入 30.4 亿元。
- 预计台州汇鑫商务广场 2017/2018 将贡献营业收入 3791/2526 万元。台州汇鑫商务广场于 2013 年 12 月完工, 其项目结构包含住宅/写字楼/商铺, 截止至 2015 年末, 分别待售面积为 3849/5646/0 平方米。考虑核心城市限购、去库存政策后, 我们预期住宅/写字楼未来每月销售面积为 231/135 平方米。

图表 25: 2015 年末台州汇鑫商务广场项目消费面积情况

项目	可供出售面积	自持物业面积	对外销售面积	累计销售面积	待售面积
住宅	19,725.54	0	19,725.54	15,876.77	3,848.77
写字楼	18,779.18	3,855.98	14,923.20	9,276.74	5,646.46
商铺	9,556.54	8,996.79	559.75	559.75	0
合计	48,061.26	12,852.77	35,208.49	25,713.26	9,495.23

来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 26: 预测未来台州汇鑫商务广场贡献业绩额

项目	2017E		2018E	
	销售面积	销售收入 (万)	销售面积	销售收入 (万)
住宅	1078	1278	0	0
写字楼	2104	2512	1923	2526
商铺	0	0	0	0
合计	3182	3791	1923	2526

来源: 国金证券研究所

- 预计昆明鑫都韵城项目 17/18/19 将贡献收入 21350/5593/6249 万元。项目于 2014 年 12 月完工, 其项目结构为住宅/办公/公寓/底商/商业。

图表 27: 2015 年 6 月昆明鑫都韵城项目消费面积情况

项目	可供出售面积	自持物业面积	对外销售面积	销售均价 (元)	累计销售及预售面积	待售面积
住宅	90,977.69	845.49	90,132.20	8,638	69,405.04	20,727.16
办公	101,085.14	54,787.13	46,298.01	10,401	27,846.87	18,451.14
公寓	17,351.65	525.33	16,826.32	9797	15,032.58	1,793.74
底商	5,482.67		5,482.67	28239	3,160.39	2,322.28

项目	可供出售面积	自持物业面积	对外销售面积	销售均价 (元)	累计销售及预售面积	待售面积
商业	45,984.65	18,492.77	27,491.88	33900	1,848.95	25,642.93
合计	260,881.80	74,650.72	186,231.08	90,975	117,293.83	68,937.25

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 28：预测未来昆明鑫都韵城贡献业绩额

项目	2017E		2018E		2019E	
	销售面积	销售收入(万)	销售面积	销售收入(万)	销售面积	销售收入(万)
住宅	11995	12434	0	0	0	0
办公	2269	2832	2723	4079	2996	4487
公寓	319	375	383	541	421	595
底商	1484	5031	0	0	0	0
商业	165	675	199	972	239	1166
合计	16235	21349	3306	5592	3657	6249

来源：国金证券研究所

3.在手订单充足轨交行业高景气 PPP 促进下 2017 业绩或爆发增长

- 2016 订单储备充足，增速显著。公司 2016 年中标 22 个新项目，订单合同总额达到 43.18 亿元，较 2015 年增长 62.05%。

图表 29：2015-2017 工程施工新签订单

中标时间	项目	投资(亿元)	工期(天)
2017.01	杭州至临安城际铁路工程土建施工 SGHL-2 标段：出入段线/锦南新城站/锦南新城站~临安广场站区间	6.27	895
2016.12	上海盈港路(漕盈路~诸卫路)新、改建二期(漕盈路—汇 2015-2017 金路)道路工程+G18	2.33	390
2016.07	龙岩市新罗区南环路与西安路交叉口立交工程	1.27	210
2016.06	签订台州市路桥区旧城板块一期 PPP 项目合作框架协议	48	
2016.06	上海轨道交通 18 号线工程土建工程 13(2).106B 标(莲溪路站)	1.55	1125
2016.06	上海市轨道交通 14 号线工程土建 13 标(浦东南路站附属工程)	0.71	640
2016.05	福明路(长寿路-兴宁路)工程立交改造项目施工	0.61	180
2016.05	杭州地铁 5 号线一期工程土建施工 SG5-13-2 标段：江城路站/江城路站~城站站区间工程	1.74	990
2016.04	上海轨道交通 18 号线工程土建工程 18 标(殷高路站~政立路站盾构区间、长江南路站~殷高路站盾构区间)工程	1.47	1034
2016.01	黄岩区黄长路跨永宁江桥梁工程	0.51	720
2016.01	与浙江台州市沿海高速公路有限公司签订了《施工总承包合同协议书》	25.58	24 个月
2015.12	台州湾大桥及接线工程	7.32	24 个月
2015.12	上海轨道交通 18 号线工程土建工程 19 标(殷高路站、长江南路站)工程	3.66	1542
2015.12	“台州腾达中心工程(施工总承包)”	11.91	1330
2015.10	杭州地铁 5 号线一期工程土建工程 SG5-2 标段：中央公园站/中央公园站~仓前站区间施工	1.74	836
2015.10	“路桥区疏港大道(罗家至民利段)拓宽改建工程”	0.56	6 个月
2015.08	“杭州地铁 5 号线一期工程土建施工 SG5-8 标段：巨州路站/巨州路站—上塘路站区间/上塘路	3.78	1026

	站/上塘路站—沈半路站区间工程”		
2015.04	“杭州地铁5号线一期工程土建施工SG5-8标段：巨州路站/巨州路站—上塘路站区间/上塘路站/上塘路站—沈半路站区间工程”	1.12	445
2015.03	宁波市轨道交通3号线一期地下土建工程TJ3111标段施工项目	1.4	

来源：公司公告，国金证券研究所

- **2016年PPP获得突破性增长。**公司借助扎根于台州的本土优势，2015年年底以来陆续中标两个台州PPP项目，投资金额达到32.90亿元，总体投资超过2016年营业收入。2016年6月与台州路桥区的合作框架协议金额达到48亿元，超过2016整年营收。

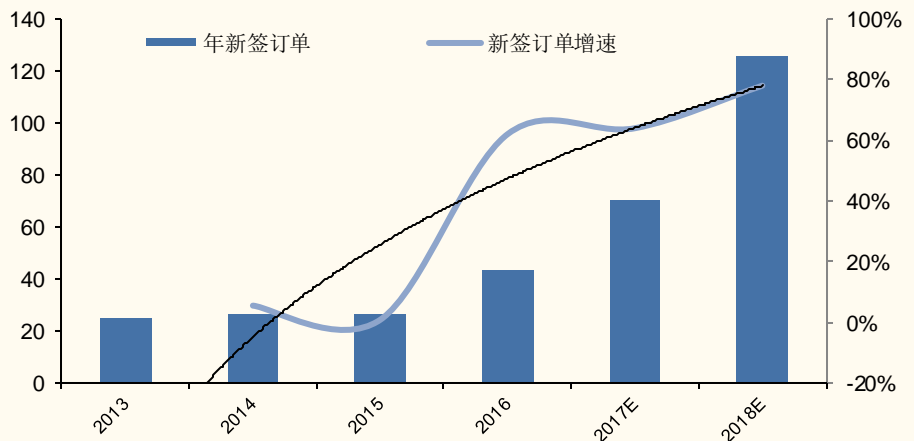
图表 30：2015 至今公司中标 PPP 项目

中标时间	项目	投资 (亿元)	占 2015 年 营业收入	工期 (天)
2016.06	签订台州市路桥区旧城板块一期 PPP 项目合作框架协议	48	156.35%	
2016.01	与浙江台州市沿海高速公路有限公司签订《施工总承包合同协议书》	25.58	83.38%	24 个月
2015.12	台州湾大桥及接线工程	7.32	23.84%	24 个月

来源：公司公告，国金证券研究所

- 鉴于轨交/PPP 市场空间依旧较大，我们预测公司未来订单依旧会加速增长，由于 16 年订单金额同比+62%，我们预测 17 年订单增长率约为 70%，18 年为 80%，则 17 年新签订单 73 亿元，18 年新签订单 132 亿元。

图表 31：公司未来新签订单预测



来源：国金证券研究所

- 公司近 3 年签订合同的平均施工周期是 765 天，假设未来 2 年新签合同施工周期也为 765 天，则新签合同 32% 的金额会在当年结算（假设当年新签合同有三分之二在当年开工），48% 的金额会在下一年结算。以此假设，计算得 17 年新签合同创造 17 年营收 23.4 亿，18 年营收 35 亿；18 年新签合同创造 18 年营收 42.2 亿。

图表 32：公司未来工程合同创造营收预计

	总额	17 年合同结算率	17 年实现营收	18 年合同结算率	18 年实现营收
预计 17 年新签合同	73	32%	23.4	48%	35
预计 18 年新签合同	132	--	--	48%	42.2
总计	205	--	23.4	--	77.2

来源：国金证券研究所

- 公司当前在手订单充裕，能为 17 年提供 29.8 亿元的营收保障，占 15 年营收的 103%，能为 18 年提供 9.28 亿的营收保障。此外公司还签订了 48 亿元的框架协议，其很可能在 17/18 年落地创造大量营收。

图表 33: 当前到手主要订单预计未来收入

中标时间	项目	合同金额 (亿元)	工期 (天)	2017 预计营收	2018 预计营收
2017.01	杭州至临海城际铁路工程	6.27	895	2.34	2.56
2016.12	上海盈港路 (漕盈路~诸卫路) 新、改建二期	2.33	390	2.18	0.15
2016.07	龙岩市新罗区南环路与西安路交叉口立交工程	1.27	210	0.35	0
2016.06	上海轨道交通 18 号线工程	1.55	1125	0.51	0.51
2016.06	上海市轨道交通 14 号线工程	0.71	640	0.41	0.11
2016.05	福明路(长寿路-兴宁路)工程立交改造项目施工	0.61	180	0	0
2016.05	杭州地铁 5 号线一期工程	1.74	990	0.64	0.64
2016.04	上海轨道交通 18 号线工程土建工程	1.47	1034	0.52	0.52
2016.01	黄岩区黄长路跨永宁江桥梁工程	0.51	720	0.25	0
2016.01	台州市沿海高速公路《施工总承包合同协议书》	25.58	730	12.79	0
2016 年工程合计		35.77	--	19.99	1.93
2015.12	台州湾大桥及接线工程	7.32	730	3.66	0
2015.12	上海轨道交通 18 号线	3.66	1542	0.88	0.88
2015.12	台州腾达中心工程 (施工总承包)	11.91	1330	3.27	3.27
2015.08	杭州地铁 5 号线一期工程	3.78	1026	1.34	0.64
2015.04	杭州地铁 5 号线一期工程	1.12	445	0	0
2015.03	宁波市轨道交通 3 号线一期地下土建工程	1.4		0	0
2015.01	杭州地铁 5 号线一期土建工程	1.74	836	0.65	0
2015.01	路桥区疏港大道拓宽改建工程	0.56	182	0	0
2015 年工程合计		31.49	--	9.8	4.79
当前工程合计		73.58	--	29.79	9.28

注: 假设工程进度一致, 按完工百分比法确认营收。
来源: 公司公告、国金证券研究所

- 将预测公司新签合同与在手合同创造的营收加总, 可估计出 17/18 年营收情况, 据估测 17 年公司工程施工贡献营收为 53.2 亿元, 18 年为 86.5 亿元。

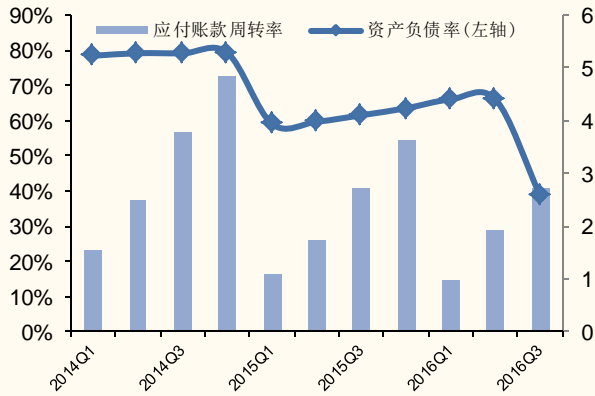
图表 34: 公司未来工程施工营收预计

	总额	17 年实现营收	18 年实现营收
15-16 年在手合同 (重大合同)	73.58	29.79	9.28
17-18 年新签合同 (预计)	205	23.4	77.2
总计	270.45	53.2	86.5

来源: 国金证券研究所

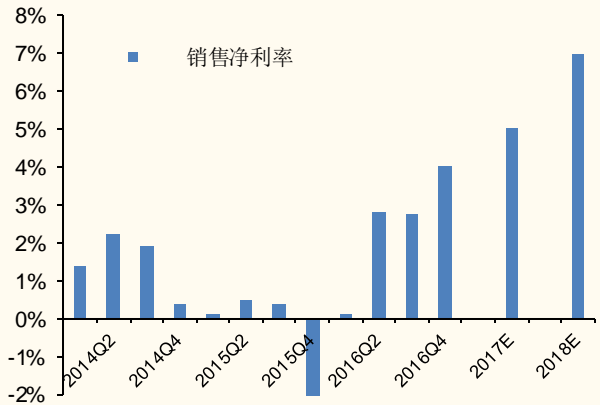
- 公司工程施工收入仍为主要收入来源, 考虑到公司地产业务盈利能力有所好转, 且公司大力转型做氢能开发可能会贡献一部分营收, 所以假设工程施工营收占比略下降到 85%, 则可计算得公司 17/18 年营收分别为 62.6/101.8 亿元。
- 公司通过定增等方式, 近两年资产负债率骤降、同时公司回款情况大幅改善, 可以预计公司未来两年三费占比逐年下降, 净利率逐年上升。根据历史净利率走势, 可以假设公司 17 年净利率为 5%, 18 年净利率为 6%。则可以估计公司 17 年营收和净利润分别 62.6/3.14 亿, 18 年营收和净利润分别为 101.8/6.06 亿。

图表 35：公司负债率、回款情况改善



来源：wind、国金证券研究所

图表 36：公司历史及预测净利率



来源：wind、国金证券研究所

图表 37：公司 17/18 年营收净利预计

	工程施工营收	主营业务营收	净利润
17 年预计	53.2	62.6	3.14
18 年预计	86.5	101.8	6.06

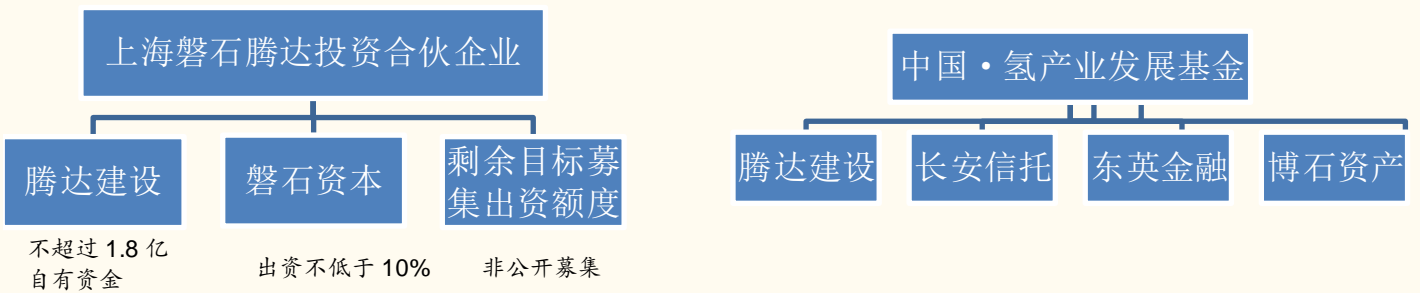
来源：国金证券研究所

四. 布局新产业，氢能源市场前景广阔

1. 积极布局新产业

- 与上海磐石投资有限公司共同投资设立产业投资基金——上海磐石腾达投资合伙企业（有限合伙），基金规模不超过 4 亿元。由上海磐石腾达投资管理有限公司（本公司与磐石资本各占 50% 的股份）作为基金管理人。
- 与长安信托、东英金融、博石资产四方共同发起创立“中国·氢产业发展基金”，基金计划采用“伞型基金”结构，以最大化程度利用和整合各个发起人的资源，由创始人出资建立的中国氢产业发展基金管理有限公司负责整体管理和运作。

图表 38：产业基金投资方组成



来源：公司公告、国金证券研究所

■ 产业基金业务状况

- 参与创立设立的氢能源产业基金规模大，首轮目标即高达 100 亿元，目前是最大的氢能源产业基金。
- 东莞专门成立“氢能产业城专项工作小组”，在技术政策上区位优势明显。

- 设立氢产业基金是对传统建筑主业以外新兴业务的一次有益尝试，有望分享景气度持续提升的新能源业务所带来的发展红利，公司外延发展战略清晰，未来以产业投资带动企业发展的方向值得期待。

图表 39：推动氢产业链核心环节企业发展进程

推动氢产业链核心环节企业发展进程
打造制氢设备、储氢设备、加氢设备、智能电网、燃料电池、交通运输等产业集群
促进汽车、石化、物流、装备制造、食品等传统支柱产业的转型审计
通过对企业的并购重组、股权投资和风险投资等，扶持高成长性氢能服务业企业

来源：国金证券研究所

- 投资方向多元化
 - 上海磐石腾达投资合伙企业的主要投向为“新经济和大消费行业，且具有上市潜力或并购价值的成长性企业”。
 - 氢产业发展基金本基金投资范围涵盖氢产业链的上下游，既投资创新和领先的技术，也包括具体的优秀企业。

图表 40：氢产业发展基金投资范围

功能角色上	创新和领先的技术上
VC 阶段的投资	氢气的制取、提纯、运输和存储阶段
联合业内上市公司共同进行的 PE 阶段投资	以氢燃料电池为代表的氢能转化领域
天使轮投资	以氢能汽车为代表的氢的终极使用领域

来源：国金证券研究所

2.与发达国家相比我国氢能源发展空间大

- 早在 1970 年，美国通用汽车公司的技术研究中心就提出了“氢经济”的概念。1976 年美国斯坦福研究院就开展了氢经济的可行性研究。丰田、本田和现代于 2016 年在美国、日本都已经正式发布了氢能源商用车。氢能源战略在日本已经被上升到国家战略在推广，加氢站等各方面的配套设施也已相对完善。
- 以氢气为能源、真正实现零排放的燃料电池汽车，一直被公认为是解决当今交通能源和环境问题的最佳方案之一，2016 年丰田、本田和现代在美国、日本都已正式发布氢能源商用车，随着各国对燃料电池投入的加大，国外燃料电池汽车快速发展形成的示范效应将推动氢燃料电池汽车在新能源汽车领域将逐步占据主导地位。

图表 41：燃料电池汽车 (FCEV) 与纯电动车 (BEV) 性能比较

性能指标	300 英里行程			200 英里行程		
	燃料电池汽车 (FCEV)	纯电动汽车 (BEV)	纯电动汽车 / 燃料电池	燃料电池汽车 (FCEV)	纯电动汽车 (BEV)	纯电动汽车 / 燃料电池
汽车重量 (kg)	1280	2270	1.77	1256	1750	1.39
存储体积 (L)	100	560	5.60	75	300	4.00
温室气体排放 (g/mile)	234	535	2.29	232	445	1.92
较内燃机车增加成本	3600	19500	5.42	2830	10200	3.60
以天然气测算其所需能源 (MBTU)	0.81	1.18	1.46	0.53	0.66	1.25

来源：中国知网相关文献、国金证券研究所

图表 42：有关氢能源的联盟

氢能源联盟
清洁能源合作联盟 (CEP)
美国加州燃料电池联盟 (CAFCP)
俄亥俄燃料电池联盟
欧洲城市氢能运输联盟 (HyTEC)

英国氢能与燃料电池联盟 (UK HCFA)
氢材料-先进研究联盟 (HyMARC)
京都燃料电池联盟

来源：中国氢能源网、国金证券研究所

■ 氢能源发展有很强的的外延性，在未来有望与多产业形成共振。

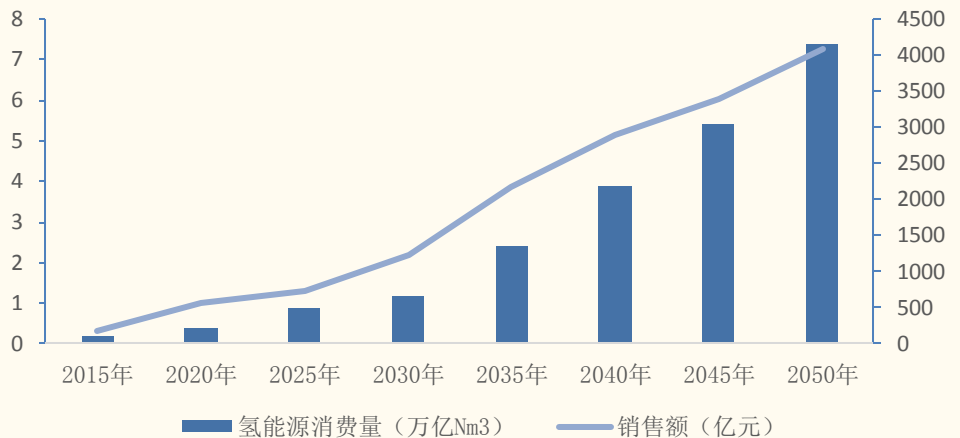
图表 43：氢能源发展规划，与多产业紧密对接



来源：中国氢能源网摘录、国金证券研究所

■ 欧洲氢能源市场发展迅速。与欧洲发达国家相比，我国氢能源发展还较为落后。欧洲的目标是 2050 年之前使二氧化碳排放量比 2000 年削减 80%，导入可再生能源就是其中的一环，为吸收可再生能源的输出功率变化，各地启动了以氢的形式存储电力的“储氢”项目。随着可再生能源在各个领域的重要性不断提高，我国将借鉴发达国家先进经验，进一步推进氢能经济在我国的发展。

图表 44：欧洲氢能源预计保持高速增长



来源：日经 BP 清洁技术研究所、国金证券研究所

图表 45：氢能源应用广泛

行业	用途
石油化工	加氢原料
煤化工	加氢原料
合成氨	加氢原料
冶金	还原气体和保护气体
电力	冷却剂
电子	保护气体和燃气

行业	用途
其他	航空燃料

来源：日经 BP 清洁技术研究所、国金证券研究所

- 美国在多州颁布 FC 及氢能相关政策** 根据美国燃料电池和氢能协会 (FCHEA) 发布的 2016 年美国燃料电池和氢能源发展总结报告, 2016 年内美国在十个州颁布了燃料电池和氢能相关政策。截止 2016 年底, 加州地区共有 25 个加氢站投入营运, 部分加氢站正在建设中。按照加氢网络建设计划, 2017 年还将在康涅狄格州、马萨诸塞州及纽约州建成新的加氢站。

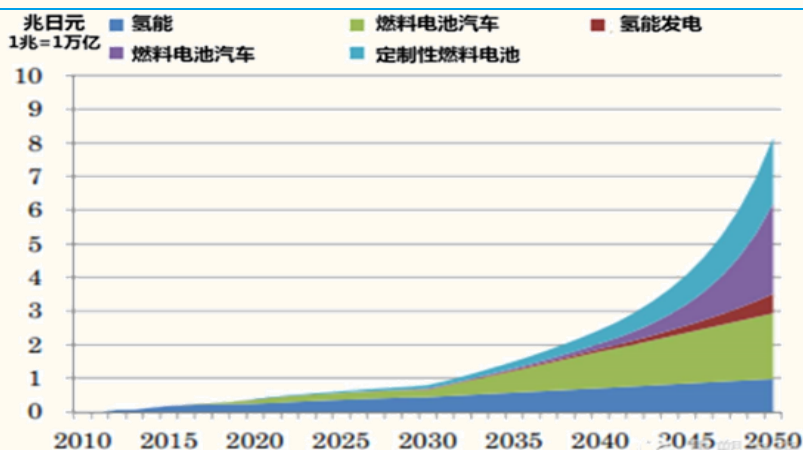
图表 46: 美国目前加氢站设施遍布, 同时向西南、西北扩张



来源：FCHEA 报告摘录、国金证券研究所

- 日本制定氢能源发展白皮书** 氢能源市场尚处起步阶段, 未来市场空间极为广阔。2014 年 4 月日本确定导入和推进氢能的基本能源规划, 其目标是确保能源的安全供给、提高经济效益、环境友好以及推进国际化、开发国际市场, 为经济成长做贡献。日本计划通过氢能源推动多行业发展, 实现能源结构调整和产能升级。

图表 47: 日本未来氢能市场广大, 带动多产业发展

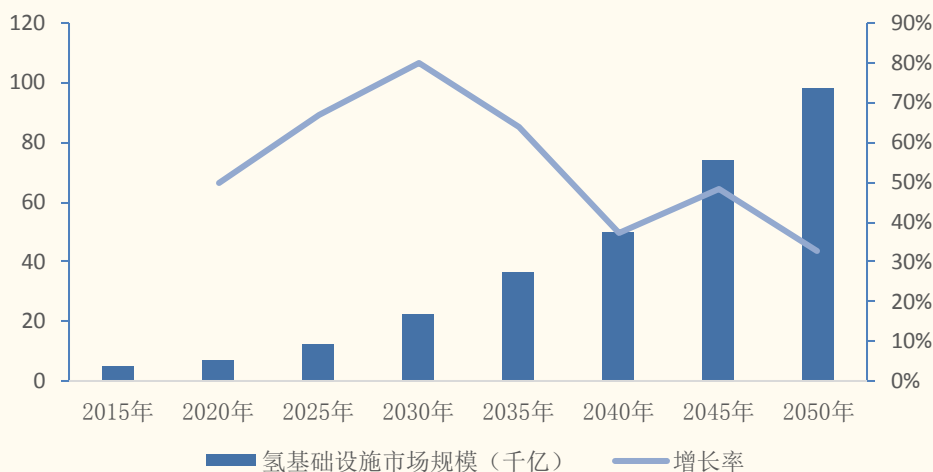


来源：氢能源发展白皮书、国金证券研究所

- 全球氢能源市场预计** 日经 BP 清洁技术研究所预计, 到 2015 年预计包括液化氢基地、管道、固定式燃料电池以及燃料电池车在内的全球氢能源基础设施市场规模只有 4 千亿元左右, 但在 2015 年以后, 氢能源基础设施市场开始缓慢增长; 而在 2020 年以后该市场会呈现加速增长态势。全球

氢基础设施的市场规模到 2050 年将达到约 10 万亿元。

图表 48：全球氢能源市场空间广阔



来源：“世界氢基础设施计划总览”，日经 BP 清洁技术研究所，国金证券研究所

- 我们认为氢能源可能是继互联网之后工业领域的一个突破性的技术革命。氢能作为高效的多用途的能源媒质在中国能源市场的社会和经济应用场景优势突出。氢能源作为国家能源革新的重点之一，具有来源广、热值高、清洁性等多重优势，是未来的发展趋势。中国首批量产的氢能源汽车将在广东云浮、佛山等地投入示范运营，氢能源产业发展即将提速。
- 中国目前年产氢气超 2000 万吨，主要应用于以下领域：1) 石化生产领域，其中 50%用于石油和煤化工领域，45%用于合成氨，所以我国氢气主要应用于传统使用领域。2) 氢能可实现可再生能源补充发电。3) 以氢燃料电池为核心的分布式能源网络可提高能源利用效率。4) 燃料电池客车或成为中国燃料电池汽车发展的突破口。

3.政府大力支持，政策红利不断

- 为加快新能源汽车充电设施建设，推进新能源汽车产业稳步发展，财政部、科技部、工业和信息化部、国家发展改革委 2014 年 11 月 26 日联合发布关于新能源汽车充电设施建设奖励的通知。中央财政拟安排资金，对新能源汽车推广城市或城市群给予充电设施建设奖励。对符合国家技术标准且日加氢能力不少于 200 公斤的新建燃料电池汽车加氢站，每站奖励 400 万元。
- 2016 年 5 月国家发改委、能源局印发《能源技术革命创新行动计划(2016-2030 年)》，将氢能与燃料电池技术创新划为重点部署任务，明确了氢能源业的发展规划。

图表 49：氢能与燃料电池技术各项具体内容

重点任务	1、研究基于可再生能源及先进核能的制氢技术、新一代煤催化气化制氢和甲烷重整/部分氧化制氢技术、分布式制氢技术、氢气纯化技术，开发氢气储运的关键材料及技术设备，实现大规模、低成本氢气的制取、存储、运输、应用一体化，以及加氢站现场储氢、制氢模式的标准化和推广应用。 2、研究氢气/空气聚合物电解质膜燃料电池 (PEMFC) 技术、甲醇/空气聚合物电解质膜燃料电池 (MFC) 技术，解决新能源动力电源的重大需求，并实现 PEMFC 电动汽车及 MFC 增程式电动汽车的示范运行和推广应用。 3、研究燃料电池分布式发电技术，实现示范应用并推广。
战略方向	1、氢的制取、储运及加氢站的建设。 2、研发先进燃料电池。 3、实现燃料电池分布式发电。
创新目标	1、2020 年目标：建立健全氢能及燃料电池规模化应用的设计、工艺、检测平台。基本掌握高效氢气制备、纯化、储运和加氢站等关键技术，以及低成本长寿命电催化剂技术、聚合物电解质膜技术、低铂载量多孔电极与膜电极技术、高一一致性电堆及系统集成技术，突破关键材料、核心部件、系统集成、过程控制等关键技术，实现氢能及燃料电池技术在动力电源、增程电源、移动电源、分布式电站、加氢站等领域的示范运行或规模化推广应用。

	2、2030 年目标：实现大规模氢的制取、存储、运输、应用一体化，实现加氢站现场储氢、制氢模式的标准化和推广应用；完全掌握燃料电池核心关键技术，建立完备的燃料电池材料、部件、系统的制备与生产产业链，实现燃料电池和氢能的大规模推广应用。
	3、2050 年展望：实现氢能和燃料电池的普及应用，实现氢能制取利用新探索的突破性进展。
创新行动	1、大规模制氢技术。
	2、分布式制氢技术。
	3、氢气储运技术。
	4、氢气/空气聚合物电解质膜燃料电池（PEMFC）技术。
	5、甲醇/空气聚合物电解质膜燃料电池（MFC）技术。
	6、燃料电池分布式发电技术。

来源：《能源技术革命创新行动计划(2016-2030 年)》，国金证券研究所

- 氢能在中国能源市场的突破点在于基础设施建设，政府的扶持和明晰规划是关键。氢能源在我国发展具有以下有利条件：1) 中国东部地区有发展氢能经济的良好经济条件和环境迫切性。2) 政府补贴和明晰的发展规划是发展氢能经济的突破口。3) 政府对氢能经济的补贴主要集中在加氢站建设和燃料电池车的销售环节。中国政府在氢能基础设施的发展初期给予了明确和坚定的扶植支持，将尽快形成氢能经济生产和流通的规模效应。

五. 风险提示

- PPP 落地不达预期。
- 宏观调控下地产销售不达预期。
- 氢能源行业发展缓慢。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,914	2,921	3,068	6,260	10,180	15,200	货币资金	639	633	2,122	1,600	600	500
增长率		0.3%	5.0%	104.0%	62.6%	49.3%	应收账款	633	570	714	1,414	2,142	3,057
主营业务成本	-2,601	-2,614	-2,699	-5,415	-8,775	-13,148	存货	3,270	3,099	3,070	5,314	8,594	12,890
%销售收入	89.3%	89.5%	88.0%	86.5%	86.2%	86.5%	其他流动资产	60	62	83	150	116	160
毛利	313	308	369	845	1,405	2,052	流动资产	4,601	4,364	5,989	8,478	11,453	16,607
%销售收入	10.7%	10.5%	12.0%	13.5%	13.8%	13.5%	%总资产	81.3%	80.1%	76.6%	82.0%	85.4%	89.7%
营业税金及附加	-127	-99	-47	-113	-152	-251	长期投资	423	503	1,330	1,346	1,361	1,383
%销售收入	4.4%	3.4%	1.5%	1.8%	1.5%	1.7%	固定资产	147	137	100	108	192	121
营业费用	-12	-7	-9	-25	-33	-50	%总资产	2.6%	2.5%	1.3%	1.0%	1.4%	0.7%
%销售收入	0.4%	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	无形资产	418	380	341	333	326	319
管理费用	-79	-97	-102	-208	-310	-464	非流动资产	1,060	1,083	1,832	1,866	1,962	1,913
%销售收入	2.7%	3.3%	3.3%	3.3%	3.1%	3.1%	%总资产	18.7%	19.9%	23.4%	18.0%	14.6%	10.3%
息税前利润 (EBIT)	95	104	211	499	910	1,287	资产总计	5,661	5,447	7,821	10,344	13,415	18,520
%销售收入	3.3%	3.6%	6.9%	8.0%	8.9%	8.5%	短期借款	1,569	1,469	0	718	821	2,196
财务费用	-39	-107	-82	-22	-65	-126	应付款项	2,184	1,595	1,937	3,554	5,768	8,320
%销售收入	1.3%	3.7%	2.7%	0.4%	0.6%	0.8%	其他流动负债	399	220	491	391	671	1,057
资产减值损失	-4	-27	-41	-59	-47	-43	流动负债	4,152	3,285	2,428	4,663	7,260	11,574
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	318	148	0	0	0	0
投资收益	0	-1	-1	5	5	5	其他长期负债	20	30	800	1,013	1,085	1,271
%税前利润	0.4%	n.a	n.a	1.1%	0.6%	0.4%	负债	4,490	3,462	3,228	5,676	8,345	12,845
营业利润	52	-31	87	423	803	1,122	普通股股东权益	1,171	2,017	4,649	4,750	5,181	5,810
营业利润率	1.8%	n.a	2.8%	6.8%	7.9%	7.4%	少数股东权益	1	-32	-56	-82	-111	-135
营业外收支	1	-6	17	20	22	27	负债股东权益合计	5,661	5,447	7,821	10,344	13,415	18,520
税前利润	54	-37	104	443	825	1,149	比率分析						
利润率	1.8%	n.a	3.4%	7.1%	8.1%	7.6%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-42	-24	-44	-155	-247	-368	每股指标						
所得税率	78.5%	n.a	42.2%	35.0%	30.0%	32.0%	每股收益	0.033	-0.028	0.053	0.196	0.379	0.504
净利润	11	-61	60	288	577	782	每股净资产	1.588	1.982	2.908	2.971	3.240	3.634
少数股东损益	-13	-33	-24	-26	-29	-24	每股经营现金净流	0.010	-0.086	0.127	-0.589	-0.462	-0.758
归属于母公司的净利润	24	-29	84	314	606	805	每股股利	0.030	0.000	0.000	0.100	0.110	0.110
净利率	0.8%	n.a	2.8%	5.0%	6.0%	5.3%	回报率						
							净资产收益率	2.05%	-1.42%	1.82%	6.60%	11.70%	13.86%
							总资产收益率	0.42%	-0.53%	1.08%	3.03%	4.52%	4.35%
							投入资本收益率	0.67%	4.77%	2.26%	5.24%	9.52%	10.09%
							增长率						
							主营业务收入增长率	57.36%	0.26%	5.04%	104.02%	62.62%	49.31%
							EBIT增长率	7.36%	9.69%	102.37%	136.97%	82.41%	41.41%
							净利润增长率	-84.09%	-219.46%	#####	271.15%	93.40%	32.83%
							总资产增长率	2.23%	-3.78%	43.57%	32.26%	29.68%	38.06%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	55.1	49.7	50.6	54.1	50.8	50.3
							存货周转天数	459.2	444.7	417.0	360.0	360.0	360.0
							应付账款周转天数	75.6	100.8	112.8	109.0	110.0	102.0
							固定资产周转天数	16.8	17.1	11.9	6.1	3.5	2.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	106.55%	49.53%	-28.79%	-1.75%	20.14%	43.99%
							EBIT利息保障倍数	2.4	1.0	2.6	22.6	13.9	10.2
							资产负债率	79.31%	63.55%	41.28%	54.87%	62.21%	69.36%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD