

腾达建设 (600512.SH)

建筑施工行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

市场价格(人民币): 4.58元  
 目标价格(人民币): 7.00-8.00元

## 资产优良估值低, 订单足业绩无忧

长期竞争力评级: 高于行业均值

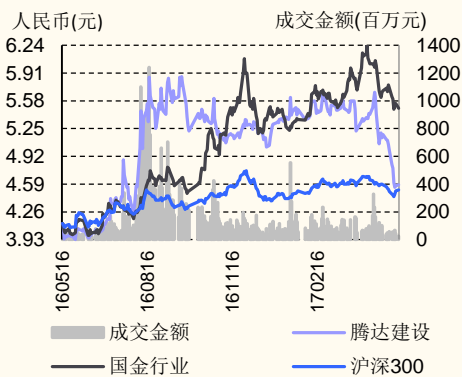
### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	970.81
总市值(百万元)	7,322.97
年内股价最高最低(元)	5.87/3.93
沪深300指数	3399.19
上证指数	3090.23

### 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	27.64	14.71	10.76
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



### 事件简评

- 5月12日, 公司中标“锦屏县城三江六岸市政道路工程勘察、设计、施工总承包”及“锦屏县城至茅坪市政道路建设项目勘察、设计、施工总承包”两个EPC工程, 项目总投资分别为5/4.5亿元, 工期均为20个月。

### 经营分析

- 目前估值偏低, 且充足在手订单保障业绩持续高增: 1) ①公司2016年全年中标合同22个, 合同总额43.18亿元, 同比大幅增长62.05%; ②2017年至今中标合同金额为20亿元, 签订投资意向协议2项, 共104亿元, 其中一项为4月15日公司签下的台州市路桥区城中村改造城区一期(含清明上河图)PPP项目框架协议, 金额高达100亿(为2016年营收的3.3倍); ③我们预计意向协议在今年至少落地一半, 则保守估计17/18年新签订单将分别达到73/120亿元, 且PPP/BT等高毛利订单占比将大幅提升, 随着公司高毛利项目进入结转期, 公司业绩有望大幅提振; 2) 我们预计公司2017-2019年归母净利润分别将达到3.14/6.06/8.05亿, 业绩增速分别高达274%/93%/33%, 目前市值73亿对应2017/2018/2019年PE估值分别为23/12/9倍, PEG估值仅0.1左右, 公司目前73亿总资产, 净资产46亿, 资产负债率仅41%, PB仅1.57倍, 在建筑板块里面为同等体量上市公司中最低值。
- 资产优质且仍有改善空间: 1) 当下时点公司资产优良毋庸置疑安全性高: ①公司2016年底在手货币资金21.2亿占比净资产45.9亿为46.2%, 且腾达建设/龙元建设/宏润建设2016年货币资金占比流动资产分别为35.4%/9.9%/24.1%, 相比较腾达建设现金充足; 公司2016年资产负债率为41.3%, 与龙元建设80.0%和宏润建设79.0%相比偏低; ②公司2014-2016年应收账款占流动资产的比例分别为10.3%、8.8%、9.0%, 下降趋势明显, 且计提坏账准备仅分别为145/290/770万可证明应收账款质量高, 因公司绝大部分BT/PPP工程项目均处东南沿海省份, 财力充足坏账风险不高; ③公司2014-2016存货占比流动资产分别为71.1%、71.0%、51.3%, 下降趋势明显, 且2015/2016年存货跌价准备分别为3365/3725万, 地产资产跌价风险已释放; 2) 未来看资产质量仍有改善边际: 2016年底公司存货中昆明/台州/宜春地产项目合计27亿, 根据吉屋网统计数据, 台州/昆明/宜春4月二手房房价环比上升2.6%/0.9%/4.8%, 随着三四线城市地产市场量价

### 相关报告

- 《业绩爆增65倍, 氢能源布局大幕拉开-腾达建设点评》, 2017.4.28
- 《再签100亿框架协议证实订单潜力-腾达建设公司点评》, 2017.4.17
- 《PPP兑现业绩高增, 进军氢能源再创50年基业-腾达建设公司深...》, 2017.4.7

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  
 hegw@gjzq.com.cn

齐升，我们预计公司房地产库存有望为公司带来超值的现金流入；3) PB 估值偏低：腾达建设/龙元建设/宏润建设的 PB 估值分别为 1.57/2.21/2.36，中国电建/中国交建的 PB 估值也达到 1.99/1.75，在腾达建设 2017/2018 年净利润增速达到 271%/93%的情况下，从 PB 看估值偏低。

- **积极布局氢能源第二主业：**1) 氢能源为公司上市之后首次布局第二主业，考察氢能源产业近 3 年时间；2) 高起点：合作方淳华氢能具有水制氢核心技术，核心技术来自航天设计院专家；3) 布局氢能源力度大：设立 100 亿氢能源产业基金，打造台州氢能源产业城，牵头举办国际氢能展览峰会；4) 未来布局将继续纵深，不排除国际并购及引进国外最先进技术或设立海外研究平台。

### 投资建议

- 给予公司未来 6-12 个月 7-8 元目标价位，对应 17 年 PE 估值 35-40 倍。

### 风险提示

- PPP 落地不及预期、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
<b>主营业务收入</b>	<b>2,914</b>	<b>2,921</b>	<b>3,068</b>	<b>6,260</b>	<b>10,180</b>	<b>15,200</b>	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%		应收款项	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	<b>资产总计</b>	<b>5,661</b>	<b>5,447</b>	<b>7,821</b>	<b>10,344</b>	<b>13,415</b>	<b>18,520</b>
%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%	<b>负债</b>	<b>4,490</b>	<b>3,462</b>	<b>3,228</b>	<b>5,676</b>	<b>8,345</b>	<b>12,845</b>
营业利润	52	-31	87	423	803	1,122	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,171</b>	<b>2,017</b>	<b>4,649</b>	<b>4,750</b>	<b>5,181</b>	<b>5,810</b>
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	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,661</b>	<b>5,447</b>	<b>7,821</b>	<b>10,344</b>	<b>13,415</b>	<b>18,520</b>
税前利润	54	-37	104	443	825	1,149	<b>比率分析</b>						
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	<b>每股指标</b>						
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
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>24</b>	<b>-29</b>	<b>84</b>	<b>314</b>	<b>606</b>	<b>805</b>	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%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	2.05%	-1.42%	1.82%	6.60%	11.70%	13.86%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	0.42%	-0.53%	1.08%	3.03%	4.52%	4.35%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	0.67%	4.77%	2.26%	5.24%	9.52%	10.09%
净利润	11	-61	60	288	577	782	<b>增长率</b>						
非现金支出	60	85	99	93	82	81	主营业务收入增长率	57.36%	0.26%	5.04%	104.02%	62.62%	49.31%
非经营收益	63	118	109	18	56	100	EBIT 增长率	7.36%	9.69%	102.37%	136.97%	82.41%	41.41%
营运资金变动	-127	-229	-65	-1,340	-1,455	-2,174	净利润增长率	-84.09%	-219.46%	-394.4%	271.15%	93.40%	32.83%
经营活动现金净流	7	-87	202	-942	-739	-1,212	总资产增长率	2.23%	-3.78%	43.57%	32.26%	29.68%	38.06%
<b>资本开支</b>	<b>55</b>	<b>39</b>	<b>52</b>	<b>-16</b>	<b>-89</b>	<b>67</b>	<b>资产管理能力</b>						
投资	-2	-119	-190	-15	-16	-22	应收账款周转天数	55.1	49.7	50.6	54.1	50.8	50.3
其他	11	4	-394	5	5	5	存货周转天数	459.2	444.7	417.0	360.0	360.0	360.0
投资活动现金净流	64	-76	-532	-26	-100	50	应付账款周转天数	75.6	100.8	112.8	109.0	110.0	102.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>889</b>	<b>2,525</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	16.8	17.1	11.9	6.1	3.5	2.7
债权募资	126	-461	-618	718	103	1,376	<b>偿债能力</b>						
其他	-164	-283	-50	-272	-264	-314	净负债/股东权益	106.55%	49.53%	-28.79%	-1.75%	20.14%	43.99%
筹资活动现金净流	-39	145	1,857	446	-161	1,062	EBIT 利息保障倍数	2.4	1.0	2.6	22.6	13.9	10.2
<b>现金净流量</b>	<b>33</b>	<b>-18</b>	<b>1,528</b>	<b>-522</b>	<b>-1,000</b>	<b>-100</b>	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	0
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	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-04-07	买入	5.37	7.00~8.00
2	2017-04-17	买入	5.42	7.00~8.00
3	2017-04-28	买入	5.14	7.00~8.00

来源：国金证券研究所

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