

腾达建设 (600512.SH)

建筑施工行业

评级：买入 维持评级

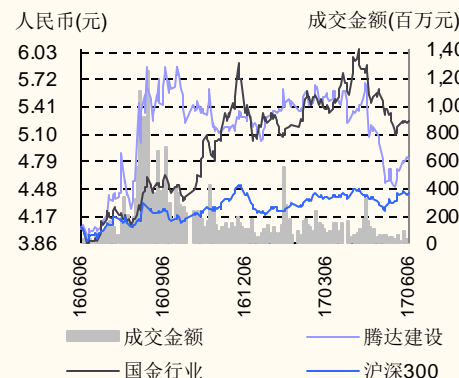
公司点评

市场价格(人民币): 4.82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)	7,706.71
年内股价最高最低(元)	5.87/3.95
沪深300指数	3492.88
上证指数	3102.13



## 相关报告

1. 《资产优良估值低, 订单足业绩无忧-腾达建设公司点评》, 2017.5.16
2. 《业绩爆增 65 倍, 氢能布局大幕拉开-腾达建设点评》, 2017.4.28
3. 《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
4. 《PPP 兑现业绩高增, 进军氢能再创新 50 年基业-腾达建设公司深...》, 2017.4.7

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001  
 (8621)60230241  
 huangjunwei@gjzq.com.cn

## 新规之下上涨阻力减小, 低估值/高弹性塑造“小而美”特征

## 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27日证监会发布了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》, 随后上海、深圳证券交易所也出台了完善减持制度的专门规则进一步控制了大小非的减持力度。

## 经营分析

- 长期来看减持新规有助于规范金融秩序引导市场回归价值: 与2016年1月的《减持规定》相比, 9号文有以下的区别。1) 扩大适用范围, 将IPO老股减持, 非公发股份减持, 大股东通过大宗交易减持等行为统统纳入了适用范围; 2) 提高减持披露要求; 3) 减持数量限制更严, 通过集中竞价交易减持IPO老股、非公发股份要适用“三个月1%”规则; 非公发股份限售期满后12个月内通过集中竞价减持数量, 自股份解除限售之日起12个月内, 减持数量不得超过其持有该次非公开发行股份数量的50%; 4) 完善过桥减持规则; 5) 授权证券交易所制定规则和监管。
- 新规之下抛压减小: 公司于2016年9月定增发行5.8亿股, 增发价格为4.39元, 共募资25.2亿, 在新规出台之前今年9月这一批定增将到解禁期, 市场将面临近6亿股的抛压, 新规之后本批定增在到2018年9月之前只能减持不超过50%的定增数量, 抛压将减少2.9亿股, 将一定程度缓解解禁所带来的股价上涨阻力。
- 充足订单保障业绩高增, 估值偏低股价有支撑。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%, 2017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, 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77亿对应2017/2018/2019年PE估值分别为24/13/10倍, PEG估值仅0.1左右, 公司目前资产负债率仅41%, PB仅1.65倍, 在建筑板块里面为同等体量上市公司中最低值。

## 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
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

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。

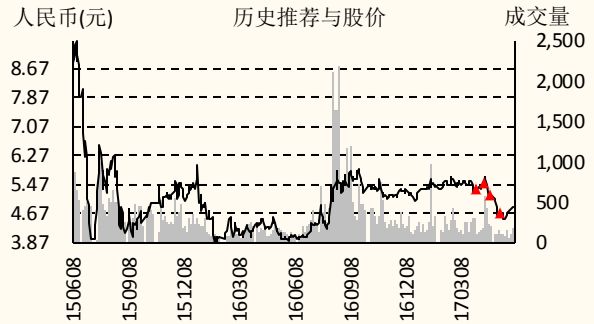
最终评分与平均投资建议对照：

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

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
4	2017-05-16	买入	4.58	7.00~8.00

来源：国金证券研究所



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