

## 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): 5.09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) 7,882.59  
年内股价最高最低(元) 5.87/4.25  
沪深300指数 3660.10  
上证指数 3212.44

## 中标 34 亿 PPP 订单，中报业绩高增可期

## 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	25.43	12.92	15.22
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

7月8日,公司公告中标34.1亿元台州湾沿海公路工程及市政配套PPP项目大单,该项目已被纳入国家PPP项目库中,落地无忧。

## 经营分析

■ **连续中标大额订单, PPP业务加速**: 1) 本项目包括台州湾循环经济产业集聚区路桥至椒江沿海公路工程及市政配套,项目初估34.1亿元,占公司2016年营业总额的111%,预算下浮率为13.00%,社会资本方资本金财务内部收益率(税后)4.95%,项目合作期限为15年,其中建设期三年,如今该项目已经纳入国家PPP项目库,落地无忧; 2) 此外公司近期中标余杭区良渚街道“康桥路上塘路节点提升工程和浙江省仙居县交通运输局、“35省道(S322)仙居桐桥至官路路段改建工程”,中标价格分别为2.74亿元/1.3亿元,公司今年还签订台州市路桥路桥区城中村旧城区块PPP项目合作意向书,涉及金额100亿元,多次获取大额订单体现公司的在PPP浪潮下的拿单能力逐渐增强,在基数不高的情况下业绩高速增长值得期待。

■ **融资空间大资金不必忧虑, 中报继续高增可期**: 1) 公司2016年中标订单达42亿元,2017年中标订单已达62亿元,相比2016年全年增长47.7%,在手订单极为充足; 2) 2017年一季度末腾达建设资产负债率仅为37.06%,而同为民企建筑企业的龙元建设和宏润建设负债率为79.93%和77.42%,远高于腾达建设,公司的资金结构配置更为优越,可融资空间还大,支持PPP项目的落地的资金方面不必忧虑; 3) 轨交行业景气叠加PPP,我们预测公司未来订单持续增长,17/18年新签订单将达73/132亿,根据完工百分比法预计17/18营收达63/102亿,归母净利润达3.1/6.1亿,同比+274%/+93%; 4) 公司2017年Q1业绩增长65倍达0.35亿,在2016年中报业绩仅0.44亿的低基数下,中报业绩高增可期。

■ **建设氢能小镇, 受益台州基建大蛋糕**: 1) 公司进军氢能产业,设立氢能基金首轮募资100亿元,预计投资氢能产业链的上下游; 2) 与淳化氢能科技股份有限公司在浙江台州成立合资公司,共同建设“台州氢能小镇”,以“平台+产业”的模式运作,5年内总体投资将达160亿元; 3) 十三五期间,台州市发展重大建设项目共1158个,总投资达2.27万亿,腾达建连续中标台州大型基建PPP项目,有望受益十三五的基建大蛋糕。

## 投资建议

■ 我们给予公司未来6-12个月7-8元目标价位,对应17年PE估值35-40倍,维持买入评级。

## 风险提示

宏观经济政策风险; 订单执行情况低于预期。

## 相关报告

- 1.《新规之下上涨阻力减小,低估值/高弹性塑造“小而美”特征-腾达...》,2017.6.7
- 2.《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
- 3.《业绩爆增65倍,氢能布局大幕拉开-腾达建设点评》,2017.4.28
- 4.《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
- 5.《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

石人望 联系人  
shirenwang@gjzq.com.cn

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

**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							
利润率	1.8%	n.a	3.4%	7.1%	8.1%	7.6%	<b>比率分析</b>						
所得税	-42	-24	-44	-155	-247	-368		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	78.5%	n.a	42.2%	35.0%	30.0%	32.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	11	-61	60	288	577	782	每股收益	0.033	-0.028	0.053	0.196	0.379	0.504
少数股东损益	-13	-33	-24	-26	-29	-24	每股净资产	1.588	1.982	2.908	2.971	3.240	3.634
<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>	每股经营现金净流	0.010	-0.086	0.127	-0.589	-0.462	-0.758
净利率	0.8%	n.a	2.8%	5.0%	6.0%	5.3%	每股股利	0.030	0.000	0.000	0.100	0.110	0.110
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	2.05%	-1.42%	1.82%	6.60%	11.70%	13.86%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	0.42%	-0.53%	1.08%	3.03%	4.52%	4.35%
净利润	11	-61	60	288	577	782	投入资本收益率	0.67%	4.77%	2.26%	5.24%	9.52%	10.09%
非现金支出	60	85	99	93	82	81	<b>增长率</b>						
非经营收益	63	118	109	18	56	100	主营业务收入增长率	57.36%	0.26%	5.04%	104.02%	62.62%	49.31%
营运资金变动	-127	-229	-65	-1,340	-1,455	-2,174	EBIT 增长率	7.36%	9.69%	102.37%	136.97%	82.41%	41.41%
经营活动现金净流	7	-87	202	-942	-739	-1,212	净利润增长率	-84.09%	-219.46%	-394.4%	271.15%	93.40%	32.83%
<b>资本开支</b>	<b>55</b>	<b>39</b>	<b>52</b>	<b>-16</b>	<b>-89</b>	<b>67</b>	总资产增长率	2.23%	-3.78%	43.57%	32.26%	29.68%	38.06%
投资	-2	-119	-190	-15	-16	-22	<b>资产管理能力</b>						
其他	11	4	-394	5	5	5	应收账款周转天数	55.1	49.7	50.6	54.1	50.8	50.3
投资活动现金净流	64	-76	-532	-26	-100	50	存货周转天数	459.2	444.7	417.0	360.0	360.0	360.0
<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>	应付账款周转天数	75.6	100.8	112.8	109.0	110.0	102.0
债权募资	126	-461	-618	718	103	1,376	固定资产周转天数	16.8	17.1	11.9	6.1	3.5	2.7
其他	-164	-283	-50	-272	-264	-314	<b>偿债能力</b>						
筹资活动现金净流	-39	145	1,857	446	-161	1,062	净负债/股东权益	106.55%	49.53%	-28.79%	-1.75%	20.14%	43.99%
<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>	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	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
5	2017-06-07	买入	4.82	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