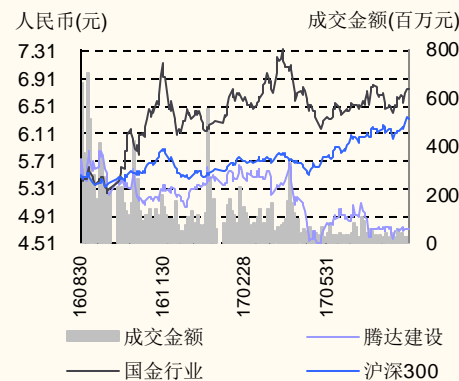


市场价格(人民币): 4.71元
目标价格(人民币): 7.00-8.00元

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)	7,530.83
年内股价最高最低(元)	5.87/4.51
沪深 300 指数	3834.54
上证指数	3365.23



相关报告

- 《中标 34 亿 PPP 订单，中报业绩高增可期-腾达建设公司点评》，2017.7.10
- 《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
- 《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
- 《业绩爆增 65 倍，氢能布局大幕拉开-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

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

石人望 联系人
shirenwang@gjzq.com.cn

经营平稳向好，资金有保障订单落地无忧

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	0.200	0.381	0.460
每股净资产(元)	1.98	2.91	2.98	3.25	3.71
每股经营性现金流(元)	-0.09	0.13	-1.38	0.67	-1.18
市盈率(倍)	-194.76	100.32	27.84	14.65	12.13
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%	279.41%	90.03%	20.78%
净资产收益率(%)	-1.42%	1.82%	6.74%	11.73%	12.41%
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

业绩简评

- 公司发布半年报，2017 年 H1 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 15.28/0.85/0.86 亿元，同比-0.2%/+91.6%/+93.8%，符合市场预期。

经营分析

- 经营平稳向好，地产亏损无需担忧：**1) 公司 H1 营收 15.3 亿 (-0.2%)，经营相对平稳，Q1/Q2 营收 6.7 亿 (-3.5%) / 8.6 亿 (+2.5%)，Q2 营收增速提高 5.9pct 转负为正，营收表现向好；H1 归母净利润 0.86 亿，同比 +91.6%，营收持平但归母净利润大幅增长主要原因为：①H1 销售/管理/财务费用同比-2.6%/-8.9%/-90.5%，三费合计减少 0.59 亿，管理费用减少为运营费用减少所致，财务费用大幅减少系公司借款减少并收取了项目甲方融资款利息所致；②税金及附加同比减少 0.29 亿；③由于信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款随着业务扩张而增加，相应导致今年资产减值损失相比去年增加 0.18 亿，属于业务扩张过程中正常现象；这三项因素共导致利润增加 0.7 亿。2) 房地产业务亏损无需担忧：①H1 房地产业务营收 0.8 亿，毛利为-0.08 亿(毛利率-10.4%，同比减少 32.7pct)，我们判断是二三线城市地产销售成本过高导致亏损；②公司主营施工业务贡献营收 14 亿(占比 92%)，贡献毛利 1.8 亿(毛利率 12.94%，同比增加 1.7pct)，施工业务发展态势好，弥补了房地产业务带来的亏损，房地产业务今后将以消化存量为主(今年 H1 房地产存贷同比减少 12%)，对业绩影响小不足以担忧。
- 资金结构优越保障融资空间，业务拓展增加现金流支出：**1) 公司资金结构优越保证融资空间：H1 末腾达建设资产负债率仅为 39.77%，而同为民企建筑企业的龙元建设和宏润建设负债率为 81.55%和 77.97%，远高于腾达建设，公司的资金结构配置更为优越，可融资空间大；2) 公司经营性/投资性/筹资性现金流分别为-2.1/-3.5/-3.1 亿，同比-267%/+17%/-176%，变化原因为：①施工采购支出、缴纳税款增加导致经营性现金流支出增加；② PPP 项目金融出款减少导致投资性现金流支出减少；③上期发行了公司债 8 亿元而本期未发行导致筹资性现金流支出增加。
- 浙沪基建市场规模广阔保订单基数，携手中车再扩 PPP 订单边际：**1) 公司深耕浙江/上海两地，2016 年公司台州/上海订单占比达 62%/14%，按世界城市轨交密度预计上海轨交投资规模达 6000 亿元，台州 2017 年计划完成交

通固定资产 180 亿元，公司有望受益两地基建大蛋糕，市场规模广阔；2) 携手中车建合资投资子公司，拟成立基金提供资金保障：①公司除了采用非公开发行与发债的方式进行融资，近日拟携手中车、刚泰共同发起设立上海绿脉驰万企业管理合伙企业，合伙企业与杨浦区政府引导基金共同出资发起设立中车绿脉母基金，旨在为合资子公司 PPP 项目提供资金保障，改议案已经获董事会通过；② 合资子公司背靠轨交龙头中车，资源优势明显，本次投资有利于扩大公司在 PPP 业务领域的投资，拓宽承接 PPP 业务的渠道，未来 PPP 订单高增可期。

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

- 宏观经济波动风险；订单执行情况低于预期；解禁风险；存货跌价风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,914	2,921	3,068	6,326	10,572	14,528
增长率		0.3%	5.0%	106.2%	67.1%	37.4%
主营业务成本	-2,601	-2,614	-2,699	-5,525	-9,177	-12,635
%销售收入	89.3%	89.5%	88.0%	87.3%	86.8%	87.0%
毛利	313	308	369	801	1,395	1,893
%销售收入	10.7%	10.5%	12.0%	12.7%	13.2%	13.0%
营业税金及附加	-127	-99	-47	-38	-63	-87
%销售收入	4.4%	3.4%	1.5%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-12	-7	-9	-19	-32	-44
%销售收入	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-79	-97	-102	-211	-317	-484
%销售收入	2.7%	3.3%	3.3%	3.3%	3.0%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	95	104	211	533	983	1,279
%销售收入	3.3%	3.6%	6.9%	8.4%	9.3%	8.8%
财务费用	-39	-107	-82	-63	-111	-170
%销售收入	1.3%	3.7%	2.7%	1.0%	1.1%	1.2%
资产减值损失	-4	-27	-41	-41	-49	-51
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	-1	5	8	10
%税前利润	0.4%	n.a	n.a	1.1%	0.9%	0.9%
营业利润	52	-31	87	433	831	1,068
营业利润率	1.8%	n.a	2.8%	6.9%	7.9%	7.4%
营业外收支	1	-6	17	20	22	27
税前利润	54	-37	104	453	853	1,095
利润率	1.8%	n.a	3.4%	7.2%	8.1%	7.5%
所得税	-42	-24	-44	-159	-273	-383
所得税率	78.5%	n.a	42.2%	35.0%	32.0%	35.0%
净利润	11	-61	60	295	580	712
少数股东损益	-13	-33	-24	-26	-29	-24
归属于母公司的净利润	24	-29	84	320	609	736
净利率	0.8%	n.a	2.8%	5.1%	5.8%	5.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	11	-61	60	295	580	712
非现金支出	60	85	99	75	85	90
非经营收益	63	118	109	88	130	189
营运资金变动	-127	-229	-65	-2,659	283	-2,872
经营活动现金净流	7	-87	202	-2,202	1,078	-1,882
资本开支	55	39	52	-16	-98	82
投资	-2	-119	-190	-15	-16	-22
其他	11	4	-394	5	8	10
投资活动现金净流	64	-76	-532	-26	-107	70
股权募资	0	889	2,525	0	0	0
债权募资	126	-461	-618	2,804	-1,807	3,830
其他	-164	-283	-50	-342	-340	-232
筹资活动现金净流	-39	145	1,857	2,462	-2,147	3,598
现金净流量	33	-18	1,528	234	-1,176	1,786

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	639	633	2,122	2,356	1,180	2,966
应收款项	633	570	714	1,377	1,715	2,926
存货	3,270	3,099	3,070	6,326	9,487	13,419
其他流动资产	60	62	83	141	121	166
流动资产	4,601	4,364	5,989	10,200	12,503	19,477
%总资产	81.3%	80.1%	76.6%	84.5%	86.4%	91.1%
长期投资	423	503	1,330	1,346	1,361	1,383
固定资产	147	137	100	107	199	112
%总资产	2.6%	2.5%	1.3%	0.9%	1.4%	0.5%
无形资产	418	380	341	334	327	320
非流动资产	1,060	1,083	1,832	1,866	1,971	1,905
%总资产	18.7%	19.9%	23.4%	15.5%	13.6%	8.9%
资产总计	5,661	5,447	7,821	12,066	14,474	21,382
短期借款	1,569	1,469	0	2,804	997	4,827
应付款项	2,184	1,595	1,937	3,449	7,035	9,111
其他流动负债	399	220	491	338	563	852
流动负债	4,152	3,285	2,428	6,591	8,595	14,790
长期贷款	318	148	0	0	0	0
其他长期负债	20	30	800	800	800	800
负债	4,490	3,462	3,228	7,391	9,395	15,590
普通股股东权益	1,171	2,017	4,649	4,757	5,191	5,926
少数股东权益	1	-32	-56	-82	-111	-135
负债股东权益合计	5,661	5,447	7,821	12,066	14,474	21,382

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.033	-0.028	0.053	0.200	0.381	0.460
每股净资产	1.588	1.982	2.908	2.975	3.246	3.706
每股经营现金净流	0.010	-0.086	0.127	-1.377	0.674	-1.177
每股股利	0.030	0.000	0.000	0.100	0.110	0.000
回报率						
净资产收益率	2.05%	-1.42%	1.82%	6.74%	11.73%	12.41%
总资产收益率	0.42%	-0.53%	1.08%	2.66%	4.21%	3.44%
投入资本收益率	0.67%	4.77%	2.26%	4.19%	9.72%	7.28%
增长率						
主营业务收入增长率	57.36%	0.26%	5.04%	106.17%	67.12%	37.42%
EBIT 增长率	7.36%	9.69%	102.37%	153.18%	84.41%	30.10%
净利润增长率	-84.09%	-219.46%	#####	279.41%	90.03%	20.78%
总资产增长率	2.23%	-3.78%	43.57%	54.28%	19.95%	47.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.1	49.7	50.6	55.0	40.0	50.0
存货周转天数	459.2	444.7	417.0	420.0	380.0	390.0
应付账款周转天数	75.6	100.8	112.8	110.0	130.0	125.0
固定资产周转天数	16.8	17.1	11.9	6.0	3.6	2.5
偿债能力						
净负债/股东权益	106.55%	49.53%	-28.79%	26.69%	12.15%	45.95%
EBIT 利息保障倍数	2.4	1.0	2.6	8.4	8.9	7.5
资产负债率	79.31%	63.55%	41.28%	61.25%	64.91%	72.92%

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
6	2017-07-10	买入	5.09	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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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