

腾达建设 (600512.SH) 增持 (下调评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 4.01 元
目标价格 (人民币): 5.00-5.00 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 1,537.40
总市值 (百万元) 6,411.60
年内股价最高最低 (元) 5.68/3.69
沪深 300 指数 3938.34
上证指数 3208.08

订单高储备奠定稳增基调，长三角市政民营龙头优势渐显

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.053	0.090	0.251	0.376	0.477
每股净资产 (元)	2.91	2.97	3.16	3.49	3.93
每股经营性现金流 (元)	0.13	0.11	0.16	0.33	0.33
市盈率 (倍)	100.32	49.44	15.95	10.67	8.40
行业优化市盈率 (倍)	14.29	14.29	14.29	14.29	14.29
净利润增长率 (%)	-394.37%	69.97%	180.05%	49.51%	26.95%
净资产收益率 (%)	1.82%	3.03%	7.96%	10.76%	12.14%
总股本 (百万股)	1,598.90	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 2017 年实现营收/归母净利润 35.89/1.43 亿，分别同增 16.99%/69.97%，低于我们的预期(44/2.34 亿)；公司拟每 10 股派发现金红利 0.40 元(含税)。

经营分析

- 施工地产业务明显好转，货币充足+低负债率资产良好。1) 公司 2017 年实现营收/归母净利润 35.9/1.4 亿元，分别同增 17%/70%，毛利率/净利率分别为 13%/4%，较去年同期增长 1pct/2pct，期间费率 5%，较去年同期降低 1pct 主要系财务费率降低 1pct。2) 分业务来看，主营业务工程施工营收/毛利 32/4.1 亿元，同增 14.3%/16.6%，毛利率 14%，增加 0.3pct；地产销售业务营收/毛利分别为 3.2/0.33 亿元，毛利率 8.8%，同期提升 15.8pct，地产业务明显好转。3) 2017 年公司经营活动产生的现金流净额为 1.7 亿元，远高于行业平均水平；投资性现金流净额高达 26 亿元，系认购 18 亿信托计划。4) 公司在手货币资金 20 亿元，资产负债率仅 54.7%，远低于同为民企建筑行业的龙元建设 (2017 年 Q3 季度 82.65%)、宏润建设 (76.8%)，资金结构良好；假设 80% 的资产负债率，公司可融资 140 亿元，叠加在手现金，按 20% 杠杆率计算，公司可撬动 PPP 规模达 800 亿元。
- 订单高增稳固长三角区域民企龙头地位，董事长连续增持彰显雄心。1) 2017 年公司华东/华中/西南地区营收 32.7/2.14/1 亿，同增 13.9%/386%/30.5%，深耕华东地区成效显著。2) 公司 2017 年新签订单 72.1 亿，2017 年在建项目 214 亿；加上 2018 年 Q1 新签订单 38 亿，2018 年新签订单或再创新高，预计为 100-130 亿；目前公司累计在手订单规模超 250 亿，订单营收比超 6 倍，公司有望迎来营收持续性高速增长。3) 继 2018 年 1 月份董事长配偶增持完毕 1.1 亿元股份后，4 月董事长拟再增持不低于 3 亿股份，董事长连续增持彰显对未来发展的雄心，股价安全边际高。

投资建议

- 考虑公司业绩不及预期，我们下调评级为增持，下调盈利预测，预计公司 2018/2019 年 EPS 为 0.25/0.38 元，下调目标价位至 5 元，对应 2018/2019 年 PE 估值 20/13 倍。

风险提示：宏观经济波动风险、订单执行情况低于预期风险、存货跌价风险。



相关报告

- 《受益浙沪基建大蛋糕，订单爆发高增可期-腾达建设公司点评》，2017.10.30
- 《经营平稳向好，资金有保障订单落地无忧-腾达建设公司点评》，2017.8.31
- 《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

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)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2,921	3,068	3,590	5,532	7,588	9,532	货币资金	633	2,122	2,033	2,348	2,674	2,965
增长率		5.0%	17.0%	54.1%	37.2%	25.6%	应收账款	570	714	1,296	2,098	2,910	3,680
主营业务成本	-2,614	-2,699	-3,114	-4,509	-6,124	-7,664	存货	3,099	3,070	3,014	3,459	3,926	4,472
%销售收入	89.5%	88.0%	86.7%	81.5%	80.7%	80.4%	其他流动资产	62	83	1,878	2,118	2,300	2,555
毛利	308	369	476	1,023	1,464	1,868	流动资产	4,364	5,989	8,221	10,022	11,811	13,671
%销售收入	10.5%	12.0%	13.3%	18.5%	19.3%	19.6%	%总资产	80.1%	76.6%	74.7%	76.1%	77.0%	77.9%
营业税金及附加	-99	-47	-40	-63	-88	-114	长期投资	503	1,330	2,178	2,525	2,801	3,042
%销售收入	3.4%	1.5%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	固定资产	137	100	158	181	216	270
营业费用	-7	-9	-14	-23	-33	-43	%总资产	2.5%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%
%销售收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	无形资产	380	341	304	313	344	365
管理费用	-97	-102	-138	-216	-300	-386	非流动资产	1,083	1,832	2,785	3,147	3,526	3,889
%销售收入	3.3%	3.3%	3.9%	3.9%	4.0%	4.1%	%总资产	19.9%	23.4%	25.3%	23.9%	23.0%	22.1%
息税前利润 (EBIT)	104	211	283	722	1,044	1,325	资产总计	5,447	7,821	11,006	13,169	15,336	17,561
%销售收入	3.6%	6.9%	7.9%	13.1%	13.8%	13.9%	短期借款	1,469	0	723	1,484	1,857	2,284
财务费用	-107	-82	-40	-68	-91	-107	应付款项	1,595	1,937	2,498	3,475	4,518	5,332
%销售收入	3.7%	2.7%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	其他流动负债	220	491	389	397	411	495
资产减值损失	-27	-41	-35	-55	-70	-113	流动负债	3,285	2,428	3,610	5,356	6,786	8,111
公允价值变动收益	0	0	9	0	0	0	长期贷款	148	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-1	1	1	1	1	其他长期负债	30	800	2,406	2,515	2,715	2,915
%税前利润	n.a	n.a	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	负债	3,462	3,228	6,016	7,871	9,501	11,026
营业利润	-31	87	219	600	884	1,106	普通股股东权益	2,017	4,649	4,742	5,050	5,587	6,286
营业利润率	n.a	2.8%	6.1%	10.8%	11.7%	11.6%	少数股东权益	-32	-56	248	248	248	248
营业外收支	-6	17	-5	0	0	0	负债股东权益合计	5,447	7,821	11,006	13,169	15,336	17,561
税前利润	-37	104	215	600	884	1,106	比率分析						
利润率	n.a	3.4%	6.0%	10.8%	11.7%	11.6%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-24	-44	-72	-198	-283	-343	每股指标						
所得税率	n.a	42.2%	33.6%	33.0%	32.0%	31.0%	每股收益	-0.028	0.053	0.090	0.251	0.376	0.477
净利润	-61	60	143	402	601	763	每股净资产	-1.982	2.908	2.966	3.158	3.494	3.932
少数股东损益	-33	-24	-1	0	0	0	每股经营现金净流	-0.086	0.127	0.107	0.165	0.328	0.328
归属于母公司的净利润	-29	84	144	402	601	763	每股股利	0.000	0.030	0.040	0.040	0.040	0.040
净利率	n.a	2.8%	4.0%	7.3%	7.9%	8.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	-1.42%	1.82%	3.03%	7.96%	10.76%	12.14%
净利润	-61	60	143	402	601	763	总资产收益率	-0.53%	1.08%	1.30%	3.05%	3.92%	4.35%
少数股东损益	-33	-24	-1	0	0	0	投入资本收益率	4.77%	2.26%	2.89%	6.38%	8.36%	9.50%
非现金支出	85	99	96	132	154	210	增长率						
非经营收益	118	109	32	84	115	135	主营业务收入增长率	0.26%	5.04%	16.99%	54.11%	37.17%	25.62%
营运资金变动	-229	-65	-100	-355	-346	-583	EBIT增长率	9.69%	102.37%	34.57%	154.80%	44.63%	26.90%
经营活动现金净流	-87	202	171	264	525	525	净利润增长率	#####	-394.37%	69.97%	180.05%	49.51%	26.95%
资本开支	39	52	-152	-92	-184	-218	总资产增长率	-3.78%	43.57%	40.73%	19.65%	16.46%	14.51%
投资	-119	-190	-2,296	-547	-407	-442	资产管理能力						
其他	4	-394	-118	1	1	1	应收账款周转天数	49.7	50.6	78.5	120.0	125.0	130.0
投资活动现金净流	-76	-532	-2,566	-638	-590	-659	存货周转天数	444.7	417.0	356.6	280.0	234.0	213.0
股权募资	889	2,525	306	0	0	0	应付账款周转天数	100.8	112.8	145.0	230.0	220.0	210.0
债权募资	-461	-618	2,123	876	573	627	固定资产周转天数	17.1	11.9	16.0	11.9	10.4	10.3
其他	-283	-50	-137	-187	-182	-202	偿债能力						
筹资活动现金净流	145	1,857	2,292	689	391	425	净负债/股东权益	49.53%	-28.79%	-46.49%	-39.13%	-36.95%	-33.99%
现金净流量	-18	1,528	-104	315	326	291	EBIT利息保障倍数	1.0	2.6	7.0	10.6	11.5	12.4
							资产负债率	63.55%	41.28%	54.66%	59.77%	61.95%	62.79%

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
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	2
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00

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。

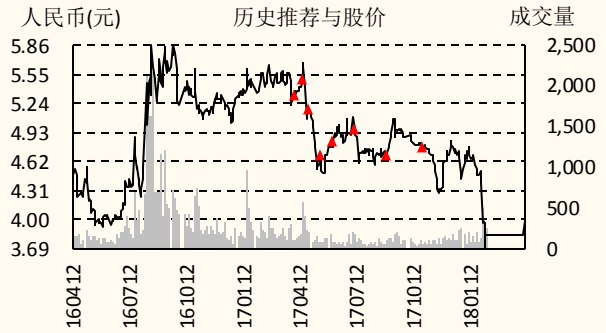
最终评分与平均投资建议对照：

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
7	2017-08-31	买入	4.71	7.00~8.00
8	2017-10-30	买入	4.80	6.72~6.72

来源：国金证券研究所



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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 7GH