

腾达建设 (600512)

充足在手订单支撑业绩，超预期投资盈利倍增利润

公司近期公布了 2019 年半年度报告，上半年实现营业收入 14.69 亿元，同比增长 6.34%，实现归母净利润 4.38 亿元，同比增长 66628.84%。点评如下：

充足在手订单支撑业绩，营收实现小幅增长

2019H1 公司中标合同金额 13.72 亿元，同比下降 78.45%，主要系上年同期中标杭州地铁 7 号线、3 号线、杭州至富阳城际铁路等超过 10 亿元的重大项目，基数较大。报告期内执行中的重大合同 39 个，累计合同金额达 197.88 亿元，为 2018 年营业收入的 5.63 倍。受益于长三角一体化和杭州亚运会释放基建需求，公司在长三角地区业务稳定拓展，预计未来订单增长有支撑。

2019H1 公司实现营业收入 14.69 亿元，同比增长 6.34%，其中 2019Q2 实现营收 7.01 亿元，较 2019Q1 下降 8.78%，主要系部分项目竣工，在建项目略有减少。报告期内工程施工业务营收为 14.12 亿元，同比增长 13.96%。2019H1 毛利率水平为 8.49%，同比下降 2.87 个百分点，其中施工业务毛利率为 8.37%，同比下降 1.83 个百分点，毛利率下降或因 2019 年公司未开展毛利水平较高的 PPP 项目。

期间费用率保持稳定，信托投资产品获超预期收益

2019H1 公司期间费用率为 12%，同比下降 0.08 个百分点。其中销售费用率为 0.64%，同增 0.22 个百分点，管理费用率为 4.26%，同减 0.20 个百分点。研发费用率为 2.02%，同比增长 0.82 个百分点，主要系委外研发费用增加。财务费用率为 5.08%，同比下降 0.95 个百分点。报告期内，公司资产减值损失为-0.40 亿元，去年同期为-0.08 亿元，主因本期应收账款减少而冲回坏账准备计提。

2019H1 公司实现归母净利润 4.38 亿元，去年同期仅为 0.26 亿元，实现大幅增长。业绩大幅增长主要受益于股票市场行情好转，公司所投资信托产品（陕国投·正源 71 号证券投资集合资金信托计划权益性产品）厚增公司净利润。报告期内，投资收益 1.76 亿元，同比增长 248.96%，公允价值变动收益 5.46 亿元，同比增长 681.57%，信托产品带来净利润约 4.01 亿元。我们预测报告期内产品收益率为 33.06%，同期沪深 300 收益率为 27.07%，产品收益超越了市场指数。

工程回款增加，经营性现金流获大幅提高

2019H1 公司收现比为 1.43，同比增加 40.67 个百分点，或因本期项目回款情况较好；付现比为 0.95，同比下降 2.84 个百分点。经营性现金流净额为 4.65 亿元，同比增长 225.16%，主要系本期收回施工工程款增加。

投资建议

公司主营施工业务增长低于预期，但未来随着长三角一体化建设和杭州 2022 亚运会的举行将释放大量基建需求，公司收入有望快速增长。投资收益超越市场平均，实现利润大幅增长。我们维持公司 2019-2020 年 EPS 预测值为 0.34、0.38、0.38 元/股，对应 PE 为 8、7、7 倍，维持“买入”评级，维持目标价 3.73 元。

风险提示：项目推进不及预期；投资的信托计划收益情况会随股市出现较大波动

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,589.65	3,513.25	4,506.82	5,204.34	6,207.38
增长率(%)	16.99	(2.13)	28.28	15.48	19.27
EBITDA(百万元)	319.91	257.74	1,019.82	1,120.07	1,076.00
净利润(百万元)	143.58	25.61	538.10	603.59	606.20
增长率(%)	69.97	(82.16)	2,001.12	12.17	0.43
EPS(元/股)	0.09	0.02	0.34	0.38	0.38
市盈率(P/E)	30.62	171.69	8.17	7.28	7.25
市净率(P/B)	0.93	1.02	0.92	0.79	0.70
市销率(P/S)	1.22	1.25	0.98	0.84	0.71
EV/EBITDA	9.60	4.35	2.60	1.87	1.82

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	2.75 元
目标价格	3.73 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,598.90
流通 A 股股本(百万股)	1,537.40
A 股总市值(百万元)	4,396.98
流通 A 股市值(百万元)	4,227.85
每股净资产(元)	2.91
资产负债率(%)	57.68
一年内最高/最低(元)	3.53/2.02

作者

唐笑	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004	
tangx@tfzq.com	
岳恒宇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005	
yuehengyu@tfzq.com	
肖文劲	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519040001	
xiaowenjin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

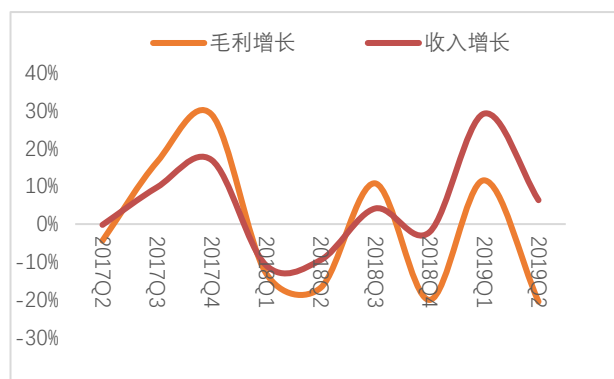
- 《腾达建设-年报点评报告:一季度业绩大幅反转符合预期，收入转化有望提速》 2019-04-28
- 《腾达建设-首次覆盖报告:杭州亚运会将加速订单转化，一季度投资盈利有望大幅提升》 2019-04-15
- 《腾达建设-年报点评报告:订单高速增长，PPP 业务提升盈利水平》 2017-03-28

表 1: 2018Q1-2019Q1 信托计划运营明细

明细/累计金额 (亿元)	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
公允价值变动收益	-2.14	-0.94	-1.27	-0.93	3.52	5.46
投资收益	-0.30	-0.50	-0.93	-2.11	0.62	1.76
运营费用	-0.26	-0.53	-0.79	-1.05	-0.26	-0.55
对公司利润影响	-2.59	-1.76	-2.65	-3.46	3.81	6.42
其中: 归属于少数股东损益	-0.97	-0.66	-0.99	-1.29	1.43	2.41
归属于净利润	-1.61	-1.10	-1.66	-2.16	2.38	4.01
预测产品收益率	-10.17%	-6.00%	-9.17%	-12.67%	19.75%	33.06%

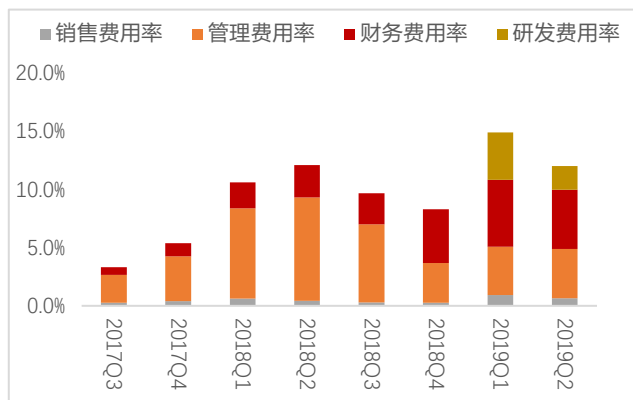
资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 1: 成长能力



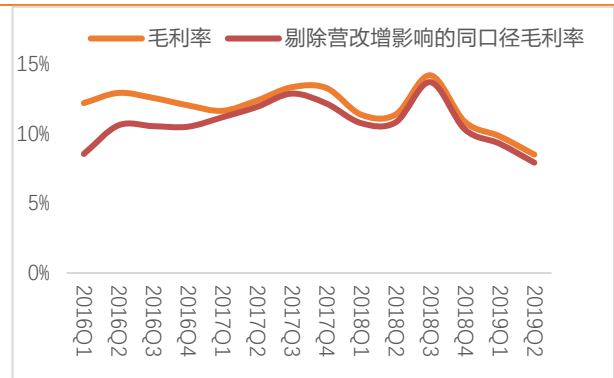
资料来源: wind、天风证券研究所

图 2: 期间费用率



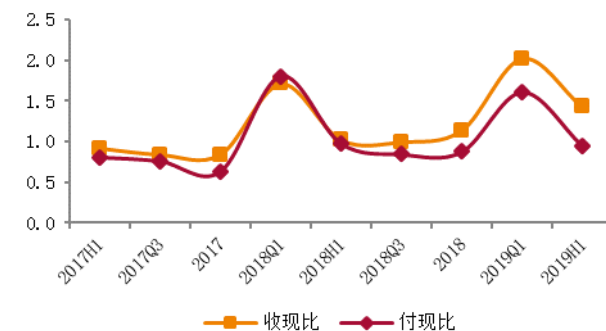
资料来源: wind、天风证券研究所

图 3: 毛利率状况



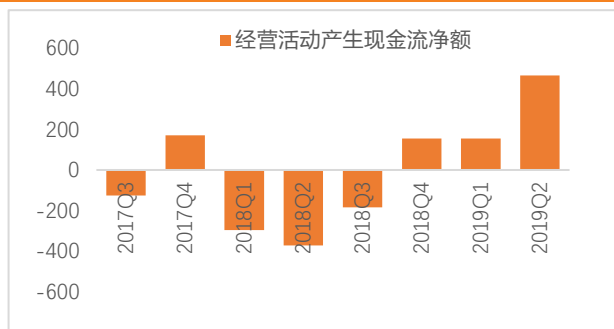
资料来源: wind、天风证券研究所

图 4: 收现比/付现比



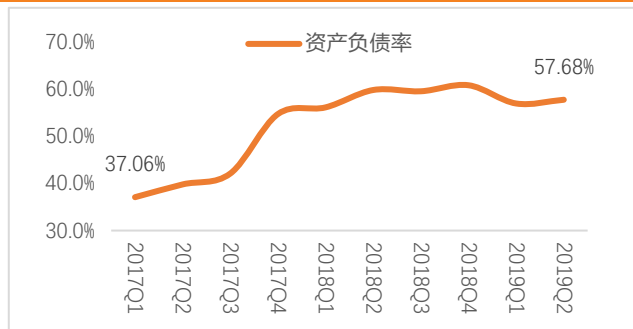
资料来源: wind、天风证券研究所

图 5: 经营活动产生现金流量净额 (百万元)



资料来源: wind、天风证券研究所

图 6: 资产负债率



资料来源: wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,033.40	2,236.30	1,390.04	1,240.86	1,443.62
应收票据及应收账款	1,050.15	1,249.31	2,005.61	2,045.68	2,625.37
预付账款	34.39	39.31	59.08	50.72	79.54
存货	3,014.31	2,826.18	4,165.07	4,005.83	5,691.96
其他	2,089.18	1,268.14	1,658.90	1,956.82	1,996.81
流动资产合计	8,221.43	7,619.25	9,278.69	9,299.92	11,837.30
长期股权投资	367.34	1,169.53	1,169.53	1,169.53	1,169.53
固定资产	157.68	271.33	286.25	321.24	355.29
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	302.83	264.56	228.89	193.21	157.53
其他	1,956.91	1,913.22	1,524.79	1,954.95	2,024.38
非流动资产合计	2,784.75	3,618.64	3,245.46	3,708.53	3,778.49
资产总计	11,006.19	11,237.89	12,524.15	13,008.45	15,615.79
短期借款	722.75	650.00	400.00	200.00	300.00
应付票据及应付账款	1,505.35	1,400.74	2,209.37	1,940.63	2,984.88
其他	1,381.74	2,176.80	2,216.80	2,719.88	3,334.52
流动负债合计	3,609.84	4,227.54	4,826.17	4,860.51	6,619.40
长期借款	0.00	199.30	0.00	0.00	0.00
应付债券	800.00	800.00	800.00	800.00	800.00
其他	1,605.77	1,600.00	1,890.23	1,467.34	1,513.24
非流动负债合计	2,405.77	2,599.30	2,690.23	2,267.34	2,313.24
负债合计	6,015.61	6,826.84	7,516.40	7,127.85	8,932.64
少数股东权益	248.34	119.76	233.51	331.77	399.12
股本	1,598.90	1,598.90	1,598.90	1,598.90	1,598.90
资本公积	2,574.74	2,306.63	2,259.28	2,430.28	2,559.28
留存收益	3,086.38	2,684.59	3,175.34	3,949.93	4,685.13
其他	(2,517.79)	(2,298.83)	(2,259.28)	(2,430.28)	(2,559.28)
股东权益合计	4,990.58	4,411.05	5,007.75	5,880.60	6,683.15
负债和股东权益总	11,006.19	11,237.89	12,524.15	13,008.45	15,615.79

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	142.52	(134.77)	538.10	603.59	606.20
折旧摊销	61.32	83.83	44.76	47.08	49.47
财务费用	48.44	180.96	157.85	178.85	191.58
投资损失	(0.81)	(26.58)	(601.00)	(563.00)	(545.00)
营运资金变动	1,002.76	(825.97)	(698.00)	(448.20)	(536.39)
其它	(1,083.61)	877.48	278.96	295.26	137.36
经营活动现金流	170.63	154.95	(279.33)	113.58	(96.78)
资本支出	(1,324.59)	966.90	(230.23)	502.89	4.10
长期投资	200.52	802.19	0.00	0.00	0.00
其他	(1,441.58)	(1,575.70)	488.15	(584.89)	221.90
投资活动现金流	(2,565.64)	193.38	257.92	(82.00)	226.00
债权融资	1,522.75	1,893.13	1,281.28	1,108.37	1,244.49
股权融资	(42.71)	(479.24)	(212.99)	(7.85)	(62.58)
其他	811.53	(1,569.47)	(1,893.13)	(1,281.28)	(1,108.37)
筹资活动现金流	2,291.57	(155.58)	(824.85)	(180.75)	73.55
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(103.44)	192.75	(846.26)	(149.18)	202.76

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,589.65	3,513.25	4,506.82	5,204.34	6,207.38
营业成本	3,113.74	3,132.90	3,932.58	4,520.69	5,365.47
营业税金及附加	39.96	19.13	25.69	29.66	34.14
营业费用	14.24	9.77	11.27	13.01	13.66
管理费用	138.37	119.67	148.73	167.58	192.43
研发费用	32.17	142.54	139.71	150.41	160.15
财务费用	40.48	161.97	157.85	178.85	191.58
资产减值损失	34.91	(9.08)	40.00	10.00	30.00
公允价值变动收益	9.47	(93.25)	165.21	197.00	70.00
投资净收益	0.81	26.58	601.00	563.00	545.00
其他	(53.66)	131.17	(1,532.42)	(1,520.00)	(1,230.00)
营业利润	219.15	(128.15)	817.21	894.14	834.95
营业外收入	0.58	1.05	1.05	9.12	10.45
营业外支出	5.08	3.46	3.46	3.46	3.46
利润总额	214.65	(130.56)	814.80	899.81	841.94
所得税	72.13	4.21	162.96	197.96	168.39
净利润	142.52	(134.77)	651.84	701.85	673.56
少数股东损益	(1.06)	(160.38)	113.75	98.26	67.36
归属于母公司净利润	143.58	25.61	538.10	603.59	606.20
每股收益(元)	0.09	0.02	0.34	0.38	0.38

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	16.99%	-2.13%	28.28%	15.48%	19.27%
营业利润	152.67%	-158.48%	-737.69%	9.41%	-6.62%
归属于母公司净利润	69.97%	-82.16%	2001.12%	12.17%	0.43%
获利能力					
毛利率	13.26%	10.83%	12.74%	13.14%	13.56%
净利率	4.00%	0.73%	11.94%	11.60%	9.77%
ROE	3.03%	0.60%	11.27%	10.88%	9.65%
ROIC	8.43%	4.89%	39.50%	27.63%	25.26%
偿债能力					
资产负债率	54.66%	60.75%	60.02%	54.79%	57.20%
净负债率	-10.23%	-7.78%	-2.17%	-2.25%	-2.98%
流动比率	2.28	1.80	1.92	1.91	1.79
速动比率	1.44	1.13	1.06	1.09	0.93
营运能力					
应收账款周转率	4.63	3.06	2.77	2.57	2.66
存货周转率	1.18	1.20	1.29	1.27	1.28
总资产周转率	0.38	0.32	0.38	0.41	0.43
每股指标(元)					
每股收益	0.09	0.02	0.34	0.38	0.38
每股经营现金流	0.11	0.10	-0.17	0.07	-0.06
每股净资产	2.97	2.68	2.99	3.47	3.93
估值比率					
市盈率	30.62	171.69	8.17	7.28	7.25
市净率	0.93	1.02	0.92	0.79	0.70
EV/EBITDA	9.60	4.35	2.60	1.87	1.82
EV/EBIT	11.87	6.44	2.72	1.96	1.91

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com