

腾达建设 (600512)

PPP 轨交促业绩反转，定增在即转型途中

——腾达建设深度报告

	韩其成 (分析师)	黄俊伟 (研究助理)	陈笑 (研究助理)
	021-38676162	021-38677905	021-38677906
	hanqicheng8@gtjas.com	huangjunwei@gtjas.com	chenxiao015813@gtjas.com
证书编号	S0880516030004	S0880115100010	S0880116010080

本报告导读:

PPP、轨道交通投资大爆发，订单料高弹性增长，房地产业绩企稳共同促业绩大反转，26 亿定增获批资金实力料大幅提升，设立产业基金布局转型，目标价 5.8 元，增持。投资要点:

增持。PPP/轨交爆发，订单增长弹性大，房地产企稳，我们提升预测公司 2016/17 年 EPS 为 0.10/0.27 元(原 0.07/0.11 元)，增速分别高达 438%/186%，参考可比公司估值水平并考虑到公司存转型预期，提升目标价至 5.8 元，对应 2016/2017 年 PE 估值水平分别为 58/21 倍，维持增持评级。

受益 PPP&轨交爆发弹性大，房地产企稳业绩料大反转。公司业绩将出现大反转，原因为：1) PPP 入库项目超 10 万亿(其中交通和市政工程 PPP 项目近 5 万亿)，轨道交通未来 3 年 CAGR 高达 43%，浙江省交通设施十三五期间投资高达 1.2 万亿(较十二五增 1 倍)，公司迎前所未有发展良机；2) 公司在市政公用工程优势大，订单料高弹性增长，预计 2016 年订单规模达 100 亿(2015 年营收仅 29 亿)；2016 年至今公司订单同比增长超 138%，轨交订单占 83%。此外公司 PPP 订单毛利率有望超 20%(传统施工订单仅 12%左右)，盈利能力将大幅提升；3) 2015 年房地产业务预计权益亏损近 0.9 亿元，2016 年房地产业绩料反转刺激业绩大幅反转。

定增已拿到批文，完成后资金实力大幅提升，转型或可期。1) 公司近 26 亿元定增已于 6 月 28 日取得证监会核准批文，大股东拟认购 2.7 亿元，若完成公司资金实力料大幅提升，此次定增价 4.09 元/股低于当前股价 4.42 元约 8%；2) 与磐石资本共同成立产业投资基金投资新经济和消费行业，未来或在相关领域进行布局完成业务转型。

催化剂：定期报告，定增完成，PPP 订单落地，转型出现新进展等

核心风险：业绩增长低于预期，新签订单低于预期、转型低于预期等

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,914	2,921	3,996	5,769	7,915
(+/-)%	57%	0%	37%	44%	37%
经营利润 (EBIT)	95	104	254	531	754
(+/-)%	7%	10%	144%	109%	42%
净利润	24	-29	97	277	379
(+/-)%	-84%	-219%	438%	186%	37%
每股净收益 (元)	0.02	-0.03	0.10	0.27	0.37
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.05	0.05	0.05

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	3.3%	3.6%	6.4%	9.2%	9.5%
净资产收益率 (%)	2.1%	-1.4%	4.8%	12.3%	14.7%
投入资本回报率 (%)	1.0%	7.0%	4.5%	9.5%	8.2%
EV/EBITDA	29.8	33.9	25.1	12.7	11.8
市盈率	187.3	-156.8	46.4	16.2	11.9
股息率 (%)	4.5%	4.5%	1.1%	1.1%	1.1%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 5.80

上次预测: 5.20

当前价格: 4.42

2016.07.07

交易数据

52 周内股价区间 (元)	3.78-6.82
总市值 (百万元)	4,500
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,018/971
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	95%
日均成交量 (百万股)	1208.29
日均成交值 (百万元)	50.64

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,019
每股净资产	1.98
市净率	2.2
净负债率	58.42%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.00	0.01
Q2	0.01	0.02
Q3	0.01	0.03
Q4	-0.05	0.04
全年	-0.03	0.10

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	10%	2%	12%
相对指数	7%	1%	30%

相关报告

《PPP/轨交促业绩拐点，Q2 定增驱动转型》
2016.06.20

《政策频繁大力支持，轨交迎来 3 年大爆发》
2016.06.03

《PPP 项目充足，投资基金带动转型升级》
2016.04.29

《建筑新势力 2: PPP 落地大年与环保转型》
2016.03.31

模型更新时间: 2016.07.07

股票研究

 工业
 建筑工程业

腾达建设 (600512)
评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **5.80**

上次预测: 5.20

当前价格: 4.42

公司网址

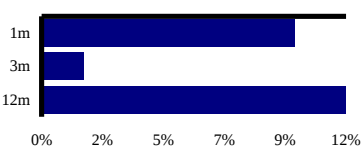
www.tengdajs.com

公司简介

公司地处浙江台州,前身为黄岩市政工程有限公司。

公司主营业务为市政工程和公路工程建设,包括道路、大型桥梁、高速公路等工程建筑,具有建设部颁发的市政公用工程施工总承包一级、公路工程施工总承包一级和浙江省建设厅颁发的房屋建筑工程总承包一级、建筑装饰装修工程专业承包二级等资质。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

3.78-6.82

市值 (百万)

4,500

财务预测 (单位: 百万元)
损益表
营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润
资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)
现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额
财务指标
成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

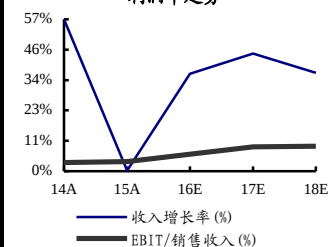
股息率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
损益表					
营业总收入	2,914	2,921	3,996	5,769	7,915
营业成本	2,601	2,614	3,477	4,884	6,690
税金及附加	127	99	136	196	269
销售费用	12	7	10	14	19
管理费用	79	97	120	144	182
EBIT	95	104	254	531	754
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	0	0
财务费用	39	107	111	158	230
营业利润	52	-31	142	373	526
所得税	42	24	45	117	164
少数股东损益	-13	-33	-7	-11	-5
净利润	24	-29	97	277	379
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	639	633	219	297	191
其他流动资产	30	30	0	0	0
长期投资	423	503	641	794	752
固定资产合计	147	137	120	122	125
无形及其他资产	418	380	341	302	263
资产合计	5,661	5,447	7,784	9,090	13,027
流动负债	4,152	3,285	5,326	6,105	9,740
非流动负债	338	177	427	727	702
股东权益	1,171	2,017	2,029	2,255	2,583
投入资本(IC)	1,996	2,466	3,719	3,880	6,421
现金流量表					
NOPLAT	20	172	169	369	524
折旧与摊销	56	58	20	20	20
流动资金增量	22	-331	-1,632	-210	-2,368
资本支出	55	39	30	25	27
自由现金流	153	-62	-1,413	204	-1,796
经营现金流	7	-87	-1,148	248	-1,924
投资现金流	64	-76	-109	-127	69
融资现金流	-39	145	843	-42	1,749
现金流净增加额	33	-18	-415	79	-106
财务指标					
成长性					
收入增长率	57.4%	0.3%	36.8%	44.4%	37.2%
EBIT 增长率	7.4%	9.7%	144.2%	108.9%	42.1%
净利润增长率	-84.1%	-219.5%	438.1%	185.5%	36.7%
利润率					
毛利率	10.7%	10.5%	13.0%	15.3%	15.5%
EBIT 率	3.3%	3.6%	6.4%	9.2%	9.5%
净利率率	0.8%	-1.0%	2.4%	4.8%	4.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	2.1%	-1.4%	4.8%	12.3%	14.7%
总资产收益率(ROA)	0.4%	-0.5%	1.2%	3.0%	2.9%
投入资本回报率(ROIC)	1.0%	7.0%	4.5%	9.5%	8.2%
运营能力					
存货周转天数	459	445	445	440	439
应收账款周转天数	55	50	48	45	45
总资产周转天数	702	694	604	534	510
净利润现金含量	0.30	3.04	-11.84	0.89	-5.08
资本支出/收入	-2%	-1%	-1%	0%	0%
偿债能力					
资产负债率	79.3%	63.6%	73.9%	75.2%	80.2%
净负债率	106.6%	48.8%	116.8%	109.5%	179.9%
估值比率					
PE	187.3	-156.8	46.4	16.2	11.9
PB	2.8	2.2	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	29.8	33.9	25.1	12.7	11.8
P/S	1.1	1.5	1.1	0.8	0.6
股息率	4.5%	4.5%	1.1%	1.1%	1.1%

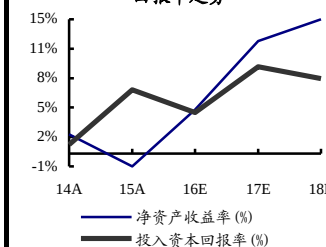
股票绝对涨幅和相对涨幅



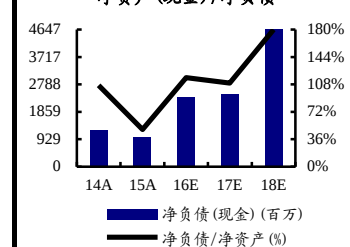
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目录

1. 盈利预测和估值	5
2. PPP&轨交大爆发	6
2.1. PPP 入库项目已超 10 万亿	6
2.1.1. PPP 规模大：入库项目总投资已超 10 万亿	6
2.2. 轨道交通投资额未来 3 年 CAGR 高达 43%	7
2.3. 轨交 PPP 投资规模已超万亿	7
2.4. 承接 PPP 具优势，门槛提升“马太效应”	8
2.4.1. 实力强劲：为少数市政公用工程施工总承包特级资质企业	8
2.4.2. 地域优势：“十三五”浙江交通建设投资增长率高达 100%	9
3. PPP 促业绩超高弹性增长	10
3.1. 订单将在“量”和“质”全面提升，促营收高弹性增长	10
3.1.1. PPP 模式落地加速，2016 年公司订单有望同比增 90%	10
3.1.2. 订单盈利能力将提升，PPP 订单毛利率料超 20%	11
3.2. 地产不在拖累业绩，业绩回转弹性大	11
3.2.1. 过往 2 年房地产拖累业绩严重	11
3.2.2. 若剔除房地产业务，公司业绩将出现大幅反转	13
4. 定增 26 亿在即，转型途中将获资金支持	14
4.1. 定增完成将加强实际控制人掌控权	14
4.2. 募投高端商业地产项目，盈利前景光明	16
4.3. 定增补流 5.5 亿，转型途中将具充足资金	18
5. 风险提示	18

图表目录

表 1: 公司盈利预测表	5
表 2: PE 估值法下公司股票合理价值为 7.02 元	5
表 3: PS 估值法下公司股票合理价值为 5.50 元	6
表 4: 公司估值对比	6
表 5: 入库轨道交通 PPP 项目投资金额高达 9800 亿	8
表 6: 公司施工实力优势明显，该优势将持续存在	8
表 7: 浙江省 PPP 项目以交通设施为主（单位：亿元）	10
表 8: PPP 模式下单体金额巨大	10
表 9: PPP 模式订单高增长，公司营收将出现高弹性增长	10
表 10: 2016 年至今新中标订单同比增幅已高达 138%，其中轨交订单占比最大	11
表 11: 公司某 BT 项目毛利率高达 27%	11
表 12: 房地产业务为拖累业绩最大因素，2015 年合计亏损超 1.2 亿	11
表 13: 公司非公募公开发行募集资金拟投向项目	14
表 14: 公司前 10 大股东明细	14
表 15: 公司前 10 大流通股东明细	15
表 16: 叶林富及其一致行动人持股情况	15
表 17: 台州腾达中心项目基本情况	16
表 18: 台州腾达中心项目盈利能力优越	17

图 1: PPP 中心项目库总投资额已突破 10 万亿	7
图 2: PPP 签约率持续提升, 3 月底已达 21.7%	7
图 3: 十二五期间轨交投资逐年增长	7
图 4: 未来 3 年轨交投资年复合增速高达 43%	7
图 5: 交通运输和市政工程类 PPP 项目投资额占所有项目比重高达 55%	8
图 6: 轨道交通/市政道路 PPP 项目总投资额占市政工程类 PPP 项目比重最大	8
图 7: 华东地区营收占比高达 82%	9
图 8: 华东地区毛利占比超过 87%	9
图 9: “十三五”浙江省交通建设投资高达 1.2 万亿	9
图 10: 浙江省入库 PPP 项目总投资超 3000 亿	9
图 11: 房地产拖累业绩原因 1: 毛利率大幅下降	13
图 12: 昆明房价下跌致使昆明地区房地产业务毛利率下降	13
图 13: 剔除房地产业务后公司毛利率将得到提升	14
图 14: 剔除房地产业务后, 公司净利润将大幅反转	14
图 15: 叶氏家族持股明细图	16
图 16: 非公开发行完成后叶林富持股比例上升	16
图 17: 台州中心项目地理位置优越	17
图 18: 台州经济发达, 2015 年 GDP 位列全省第 5(仅次于杭州、宁波、温州、绍兴), 全国第 48	17

1. 盈利预测和估值

我们预测公司 2016-2018 业绩增速分别达到 438%/186%/37%。原因有(包括但不限于): 1) PPP 落地加速&轨道交通投资爆发促公司订单大幅增长; 2) PPP&轨道交通订单占比提升的结果是公司毛利率将得到显著提升; 3) 原拖累公司业绩的房地产业务目前以消化存量楼盘为主, 不再开发新楼盘, 预计对业绩拖累程度将大幅下降。

表 1: 公司盈利预测表

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	备注
营业总收入 (百万)	2,914	2,921	3,996	5,769	7,915	PPP 及轨交投资爆发促使订单大幅增长
同比%	57.4%	0.3%	36.8%	44.4%	37.2%	
毛利率	10.7%	10.5%	13.0%	15.3%	15.5%	PPP 及轨交订单占比提升公司毛利率
营业税金占比%	4.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	参考历史数据
销售费用占比%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	参考历史数据
管理费用占比%	2.7%	3.3%	3.0%	2.5%	2.3%	随着单个项目金额变大管理费用占比下降
财务费用占比%	1.3%	3.7%	2.8%	2.7%	2.9%	参考历史数据
所得税率%	78.5%	-65.1%	33.5%	30.5%	30.5%	结合历史数据并考虑子公司亏损减少
归属净利润 (百万)	24	-29	97	277	379	-
同比%	-84.09%	-219.46%	438.13%	185.51%	36.65%	-
EPS (元/股)	0.03	-0.03	0.10	0.27	0.37	-
RPS (元/股)	2.86	2.87	3.93	5.67	7.78	-

数据来源: 国泰君安证券研究

考虑到公司属于建筑施工行业其具有转型预期, 选取宏润建设、龙元建设、富煌钢构、围海股份作为可比公司, 分别采用 PE/PS 估值法对公司进行估值。

根据 PE 估值法, 可比公司 2016 年可比公司平均 PE 为 35 倍, 2017 年可比公司的平均 PE 估值水平为 26 倍。根据我们预测, 公司 2017 年净利润会大幅增长至 2.77 亿元, 因此按照 2016 年净利润进行估值无法反映公司业绩的高弹性增长。根据上述预测, 2017 年公司 EPS 为 0.27 元/股, 考虑到公司业绩高增长并参考可比公司估值水平, 公司 PE 估值法的合理价值为 7.02 元, 对应 2017 年 26 倍 PE 估值。

表 2: PE 估值法下公司股票合理价值为 7.02 元

	总市值/亿元	净利润/亿元 (2016E)	净利润/亿元 (2017E)	PE (2016E)	PE (2017E)
宏润建设	68	2.56	3.21	27	21
龙元建设	115	3.49	4.53	33	25
富煌钢构	38	1.20	1.63	32	23
围海股份	72	1.46	2.16	49	33
均值	-	-	-	35	26
腾达建设	2017 年 EPS 预测为 0.27 元, PE 合理估值 7.02 元, 对应 2017 年 PE25 倍				

数据来源: wind、国泰君安证券研究 (宏润建设等 4 家公司盈利预测为 wind 一致预期, 股价为 2016 年 7 月 7 日收盘价计算)

同样选取宏润建设、龙元建设、富煌钢构、围海股份作为可比公司，采用 PS 估值法，计算得可比公司 2016 年可比公司平均 PS 为 1.4 倍，按照 PS 估值法公司股票合理价值为 5.5 元。

表 3: PS 估值法下公司股票合理价值为 5.50 元

	总市值 (亿元)	2016 年营收预测 (亿元)	PS (2016)
宏润建设	68	97	0.70
龙元建设	115	195	0.59
富煌钢构	38	23	1.65
围海股份	72	27	2.67
均值	-	-	1.40

数据来源: wind、国泰君安证券研究 (宏润建设等 4 家公司盈利预测为 wind 一致预期，股价为 2016 年 7 月 7 日收盘价计算)

综合 PE 和 PS 估值法，考虑到公司业绩高增长以及可能的转型预期，给予公司目标价 5.8 元，对应 2016/2017 年 PE 估值分别为 58/21 倍。

表 4: 公司估值对比

公司名称	年初至今涨跌幅	PE		总市值 (合计)
		2016E	2017E	
腾达建设	-19.49%	46	16	45
宏润建设	-10.06%	26	21	68
龙元建设	0.35%	33	25	115
围海股份	12.05%	49	33	72
富煌钢构	-15.90%	32	23	38

数据来源: wind、国泰君安证券研究 (注: 除腾达建设外宏润建设等 4 家公司盈利预测为 wind 一直预期，股价为 2016 年 7 月 7 日收盘价计算)

2. PPP&轨交大爆发

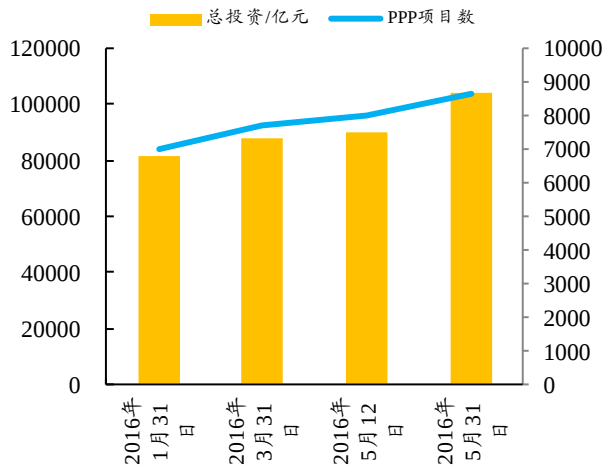
2.1. PPP 入库项目已超 10 万亿

2.1.1. PPP 规模大: 入库项目总投资已超 10 万亿

随着 PPP 模式的推进，PPP 项目总投资正快速增长。截至 2016 年 5 月 12 日，财政部 PPP 项目库中入库 PPP 项目总投资额约 90073 亿元，而根据 BHI (<http://www.bhi.com.cn/ppp/index.html>)，截至 2016 年 5 月 15 日，全社会 PPP 项目总投资已达约 12.3 万亿。而截至 2016 年 5 月 31 日，财政部 PPP 项目库入库项目总投资额约 104163 万亿，仅不到 20 天入库项目总投资额增加超过 1.4 万亿。相对应的，截至 2016 年 5 月 31 日，根据 BHI 统计，全社会 PPP 项目总投资已达约 127077 亿元。

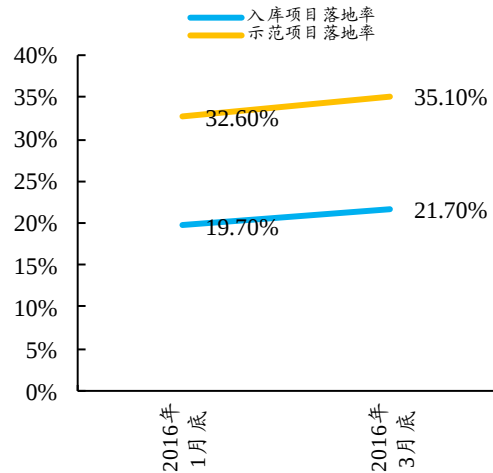
此外，财政部 PPP 项目库中无论是总项目还是示范项目的落地率均在持续提升。截至 2016 年 3 月，财政部 PPP 项目库落地率已达 21.7%，较 2016 年 1 月提升 2pp，远高于过去社会认识的 10% 左右的落地率。

图 1: PPP 中心项目库总投资额已突破 10 万亿



数据来源：财政部政府和社会资本合作中心、国泰君安证券研究

图 2: PPP 签约率持续提升, 3 月底已达 21.7%

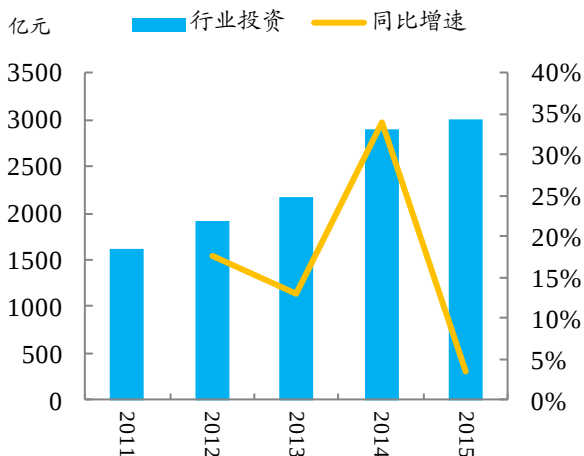


数据来源：财政部政府和社会资本合作中心、国泰君安证券研究

2.2. 轨道交通投资额未来 3 年 CAGR 高达 43%

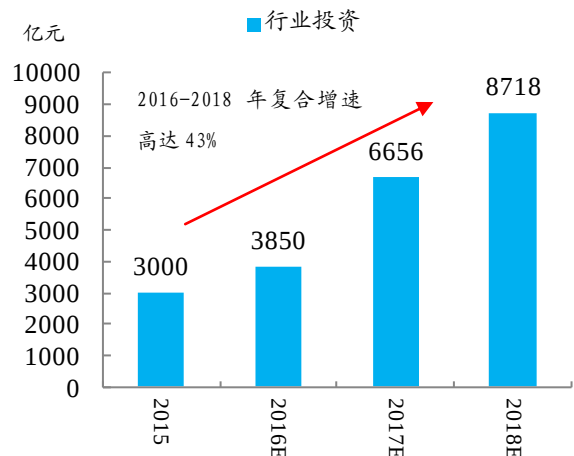
我们判断公司轨道交通主在未来 3 年景气度将非常高，根据我们预测，2016-2018 年轨道交通行业投资将分别达到 3850/6656/8718 亿元。而 2015 年城市轨道交通完成投资 3000 亿元，照此计算 2016-2018 年轨道交通行业投资年复合增速高达 43%。（详见国君建筑研究团队轨道交通行业深度报告《政策频繁大力支持，轨交迎来 3 年大爆发——PPP 深度之轨道交通行业首次覆盖报告》韩其成/黄俊伟/陈笑/20160603）

图 3: 十二五期间轨交投资逐年增长



数据来源：《城市轨道交通 2015 年度统计和分析报告》，腾讯新闻，国泰君安证券研究

图 4: 未来 3 年轨交投资年复合增速高达 43%



数据来源：《城市轨道交通 2015 年度统计和分析报告》，国泰君安证券研究

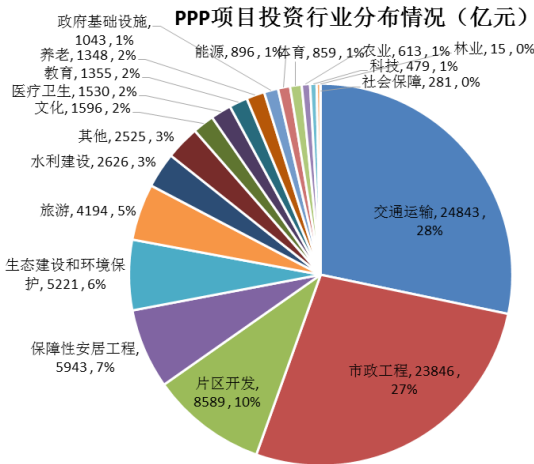
2.3. 轨交 PPP 投资规模已超万亿

市政工程 PPP 项目占比巨大。根据财政部政府和社会资本合作中心的统计，截至 2016 年 3 月，交通运输和市政工程类 PPP 项目总投资额分别达到 24843 和 23846 亿元，占入库 PPP 项目总投资的比重分别为 28% 和 27%。

此外，在市政工程类 PPP 项目中，公司具有较大优势的轨道交通和市政

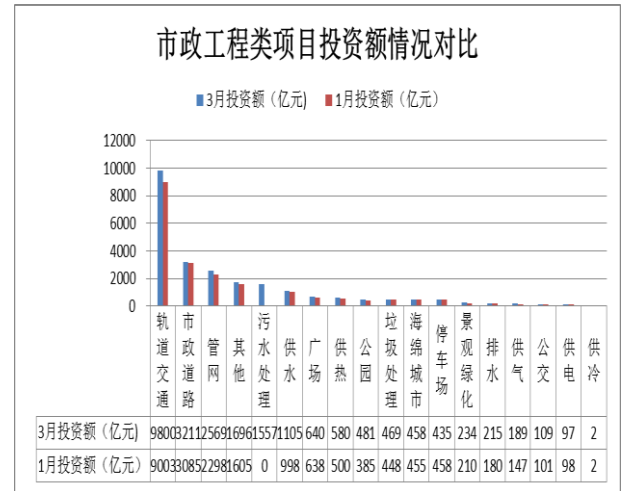
道路 PPP 项目总投资分别高居前 2 位，分别高达 9800 和 3211 亿元。

图 5: 交通运输和市政工程类 PPP 项目投资额占所有项目比重高达 55%



数据来源: 政府和社会资本合作中心

图 6: 轨道交通/市政道路 PPP 项目总投资额占市政工程类 PPP 项目比重最大



数据来源: 财政部政府和社会资本合作中心

入库轨交 PPP 项目金额料超万亿规模。根据财政部 PPP 中心，入库轨交 PPP 项目在 2016 年 3 月已达到 9800 亿，占所有市政 PPP 项目投资金额的 41%。我们预计目前入库城市轨道交通 PPP 项目投资金额已超过 1 万亿规模。

表 5: 入库轨道交通 PPP 项目投资金额高达 9800 亿

内容	2016 年 1 月	2016 年 3 月	占市政 PPP 项目比例
项目数	63	66	2.44%
投资额	9003	9800	41.1%

数据来源: 财政部 PPP 中心，国泰君安证券研究

2.4. 承接 PPP 具优势，门槛提升“马太效应”

2.4.1. 实力强劲: 为少数市政公用工程施工总承包特级资质企业

具有和央企竞争的**实力。公司具有市政公用工程施工领域最高的特级资质水平，且获得特级资质时间较早（2007 年）。此外在专业承包领域，公司具有城市轨道交通工程一级资质。因此，公司在市政公用工程施工总承包领域优势明显，且特级资质门槛很高，据国君建筑不完全统计，全国目前仅 20 家左右施工企业具有该资质。

表 6: 公司施工实力优势明显，该优势将持续存在

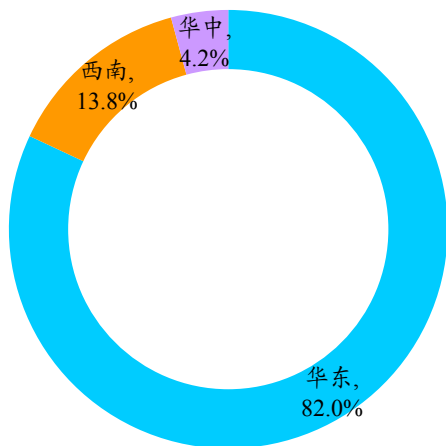
资质种类	资质
建筑业企业资质证书	市政公用工程施工总承包特级
	房屋建筑工程施工总承包一级
	公路工程施工总承包一级
	桥梁工程专业承包一级
建筑业企业资质证书	公路路面工程专业承包一级
	公路路基工程专业承包一级
	城市轨道交通工程专业承包一级资质
	建筑装饰装修工程专业承包一级

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.4.2. 地域优势：“十三五”浙江交通建设投资增长率高达 100%

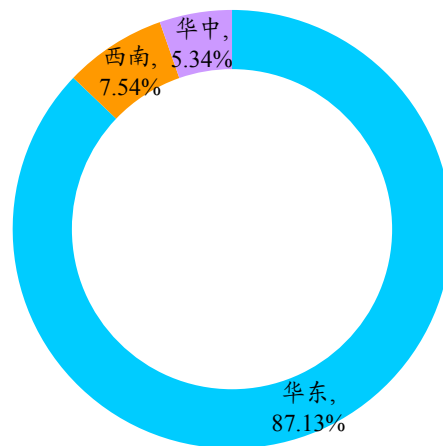
公司出身于浙江省台州市，主营业务占比最大的区域为以浙江、上海为主的华东区域。2015 年华东地区营收占公司总营收比例超过 82%，华东地区毛利占比则超过了 87%。

图 7：华东地区营收占比高达 82%



数据来源：wind、国泰君安证券研究

图 8：华东地区毛利占比超过 87%

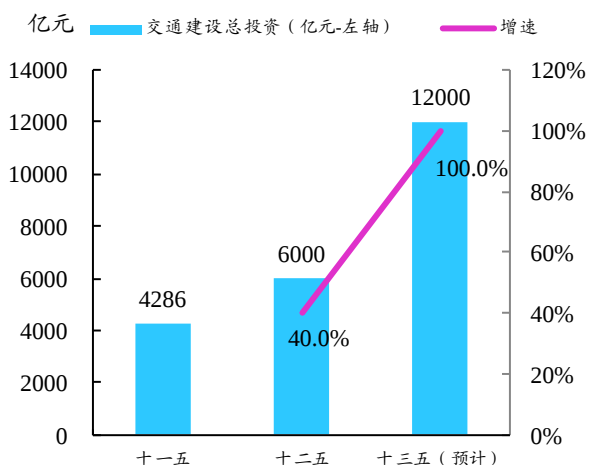


数据来源：wind、国泰君安证券研究

浙江省交通建设投资“十三五”较“十二五”增幅高达 100%。根据浙江在线报道，“十一五”到“十三五”期间，浙江省交通建设投资规模分别达到 4286/6000/12000 亿元，“十三五”期间浙江省交通建设投资规模较“十二五”增幅达 1 倍。

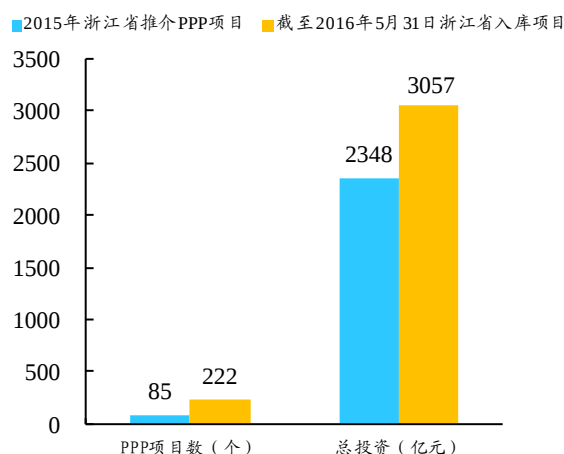
浙江省 PPP 项目规模超 3000 亿，以交通设施为主。2015 年，浙江省财政厅分两批共推介了 85 个政府和社会资本合作（PPP）项目，总投资达 2348 亿元，涉及交通、保障性住房、市政、环境治理、教育、养老、医疗等多个领域，而截至 2016 年 5 月，浙江省入库 PPP 项目总投资达 3057 亿元。

图 9：“十三五”浙江省交通建设投资高达 1.2 万亿



数据来源：浙江在线、国泰君安证券研究

图 10：浙江省入库 PPP 项目总投资超 3000 亿



数据来源：财政部 PPP 中心、浙江财政厅官网，国泰君安

从浙江省 PPP 项目所处行业而来看, 交通设施 PPP 项目占比最大, 根据我们统计, 浙江省第一批和第二批交通设施 PPP 项目合计投资占总规模的 82.1%。

表 7: 浙江省 PPP 项目以交通设施为主 (单位: 亿元)

#	水利	交通设施	市政设施	公共服务	其他
第二批	108.79	792.75	161.56	39.95	68.46
第一批	6.6	1134.69	21.36	13.45	
合计	115.39	1927.44	182.92	53.4	68.46
占比	4.9%	82.1%	7.8%	2.3%	2.9%

数据来源: 浙江省财政厅, 国泰君安证券研究

3. PPP 促业绩超高弹性增长

3.1. 订单将在“量”和“质”全面提升, 促营收高弹性增长

3.1.1. PPP 模式落地加速, 2016 年公司订单有望同比增 90%

PPP 和轨道交通投资爆发为公司订单高弹性增长奠定了基础。由于 PPP 模式下单体订单金额较传统施工订单将有大幅的增长 (如公司 2015 年 12 月承接的约 26 亿 PPP 项目, 单个项目金额几乎和公司 2015 年全年营收相当), 因此公司订单承接将出现大幅增长, 根据我们预测, 公司 2016 年订单承接有望达 100 亿左右, 较 2015 年增长超 90%。

表 8: PPP 模式下单体金额巨大

#	数量	合同/中标金额 (亿元)	具体内容
已签订合同	1	25.58	台州湾大桥及接线工程 PPP 模式融资和部分路段施工总承包项目
已签约框架协议	1	48	台州旧城板块一期 PPP 项目合作框架协议

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

此外, 由于公司营业收入基数较小, 2015 年公司营业收入仅 29 亿左右, 订单的超高弹性增长将促使公司营业收入出现大幅增长。

表 9: PPP 模式订单高增长, 公司营收将出现高弹性增长

#	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016E
营业收入 (亿元)	13.73	18.52	19.14	29.21	40
中标金额 (亿元)	14.34	26	40.93	52.23	100
订单同比增速		81.3%	57.4%	27.6%	91.46%
订单收入比	104.44%	140.39%	213.85%	178.81%	250.00%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2016 年至今公司订单同比增长超 138%, 轨交订单占 83%。统计公司 2016 年至今中标的订单, 我们可以发现:

1) 公司订单高增长趋势已现, 2016 年至今公司新中标项目金额合计约 6.58 亿元, 较 2015 年同期的 2.76 亿元增长 138%, 若将上述 48 亿 PPP 框架协议算进去增速将超过 25 倍;

2) 轨道交通订单占比大幅增长, 2016 年至今 6 个项目中有 4 个项目是

轨道交通施工项目，金额占比 83%。而 2015 年同期的 3 个新中标项目中仅 1 个项目是轨交项目，金额占比仅 5%；

表 10: 2016 年至今新中标订单同比增幅已高达 138%，其中轨交订单占比最大

时间	项目	中标金额 (万元)	工期	订单类型
2016-6-21	上海轨道交通 18 号线工程土建工程	15463	1125 日	轨交
2016-6-21	上海轨道交通 14 号线工程土建 13 标	7071	640 日	轨交
2016-5-14	宁波市福明路（长寿路-兴宁路）工程立交改造项目施工	6079	180 日	道路
2016-5-7	杭州地铁 5 号线一期工程土建施工 SG5-13-2 标段	17403	990 日	轨交
2016-4-27	上海轨道交通 18 号线工程土建工程 18 标	14735	1034 日	轨交
2016-1-30	黄岩区黄长路跨永宁江桥梁工程	5089	720 日	路桥
合计	65841 万元，同比增长 138%			
2015-4-24	仙居县职业教育中心工程	11186	445 日	房建
2015-3-6	宁波市轨道交通 3 号线一期地下土建工程 TJ3111 标段施工项目	1402	——	轨交
2015-3-3	台州市飞龙湖 2 号小区一期工程	15049.5	650 日	房建
合计	27638 万元			

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3.1.2. 订单盈利能力将提升，PPP 订单毛利率料超 20%

和传统施工订单不一样的是，PPP 模式下的订单毛利率将大幅超越传统施工订单。公司承接的台州市内环路 BT 项目，目前毛利率近 27%。大幅超过传统施工业务约 10%-12% 的毛利率水平。

表 11: 公司某 BT 项目毛利率高达 27%

项目名称	业务模式	项目金额 (亿元)	工期	完工百分比	累计确定收入 (亿元)	累计成本投入 (亿元)	毛利率
台州市内环路工程（内环南路路桥段施工总承包 BT 项目）	BT	7.35	910 天	24.21%	2.26	1.78	27%

数据来源：2015 年年报，国泰君安证券研究

3.2. 地产不在拖累业绩，业绩回转弹性大

3.2.1. 过往 2 年房地产拖累业绩严重

公司自 2008 年开始布局房地产业务，2013 年房地产业务开始贡献营收，截至 2015 年底，公司旗下全资或参股房地产业务所处区域主要为云南昆明、浙江台州和江西宜春。

受到房地产行业景气度下降等因素影响，公司近两年业绩持续受到房地产业务的拖累，2015 年公司云南昆明和江西宜春的房地产业务合计亏损超 1.2 亿元，这直接导致 2015 年公司整体业绩出现亏损。

表 12: 房地产业务为拖累业绩最大因素，2015 年合计亏损超 1.2 亿

公司	主营业务	持股比例	2015 年			
			营收 (万元)	净利润 (万元)	总资产 (万元)	净资产 (万元)
上海博佳贸易有限公司	销售五金机械，建筑材料，装饰材料	100%	2228	34	2046	2032

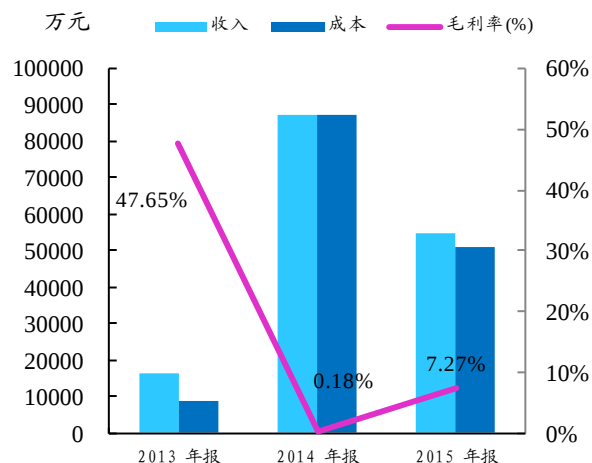
台州市路桥至泽国至太平一级公路路桥段项目投资有限公司	路桥至太平一级公路路桥段项目投资	100%	0	470	12442	10391
杭州钱江四桥经营有限公司	钱江四桥的经营与管理	100%	7687	1226	39961	18135
上海腾达投资有限公司	实业投资	100%	0	-12	29109	29109
腾达建设集团合肥工程建设有限公司	建筑施工	100%	0	0	0	-84
云南腾达运通置业有限公司	房地产开发及经营(成立于 2008 年)	89%	40357	-7041	211342	-15502
浙江腾达建设置业有限公司	房地产开发经营(2009 年)	100%	3511	438	18593	10405
上海汇业海运有限公司	海运专业领域内的技术开发, 货运代理	100%	1501	-357	33913	-150
宜春市腾达置业有限公司	房地产开发(2010 年)	51%	11052	-5008	56747	-3064
昆明腾达商业营运管理有限公司	商业运营管理	100%	0	-193	797	87
宜春市汇鑫置业有限公司	房地产开发投资、策划销售和物业管理	96%	0	-61	5468	651
台州腾达汇房地产开发有限公司	成立于 2014 年, 房地产开发	100%	0	-53	32477	9915
宜春市宜田房地产开发有限公司	2014 年, 房地产开发投资、策划销售和物业管理	100%	0	0	792	792
上海城道市政建设有限公司	市政工程, 建筑工程, 公路工程, 装潢工程, 园林绿化工程	13.13%	7252	184	20467	3101
台州市路桥区企业总部大厦有限公司	物业管理	6.99%	0	0	18222	1860
上海磐石腾达投资管理有限公司	投资管理, 资产管理, 投资咨询, 实业投资	50.00%	213	-8	659	651
上海磐石腾达投资合伙企业(有限合伙)	实业投资, 投资咨询, 投资咨询, 实业投资	实收资本 1.98 亿元, 公司出资 1.15	14	-219	19690	19655

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究 (注: 上述公司为腾达建设截至 2015 年底的控股或参股子公司)

房地产业务的亏损来自于两方面:

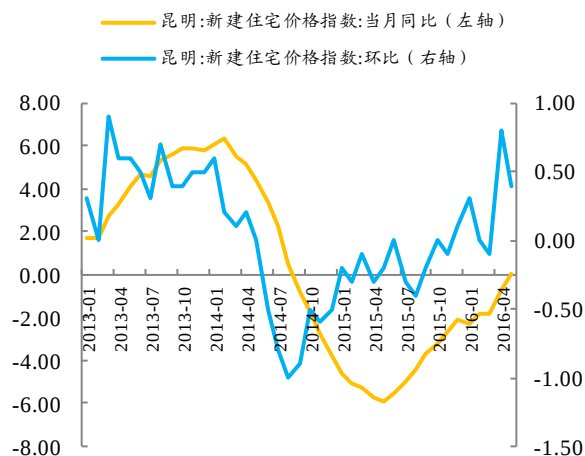
1) 房价下降导致房地产业务毛利率下降。根据公司年报, 公司房地产业务毛利率仅在 2013 年达到过接近 48% 的高度, 而 2014 和 2015 年房地产毛利率仅分别为 0.18% 和 7.27%, 和该毛利率对应的, 昆明市新建住宅月度同比价格指数 2014 年开始下滑, 并持续至 2015 年底。

图 11: 房地产拖累业绩原因 1: 毛利率大幅下降



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 12: 昆明房价下跌致使昆明地区房地产业务毛利率下降



数据来源: wind、国泰君安证券研究

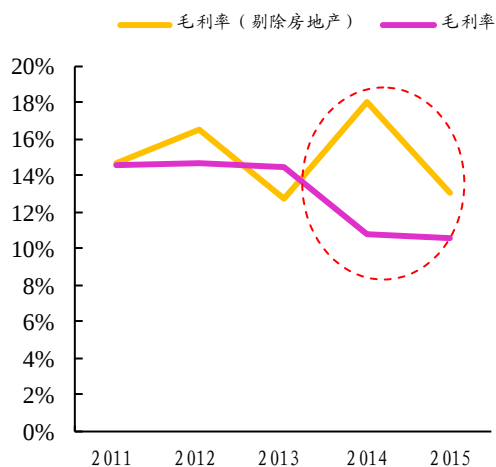
2) 融资建设房地产产生高额的财务费用。根据上文数据, 公司地处昆明和宜春的两家房地产公司云南腾达运通置业有限公司和宜春市腾达置业有限公司两家公司在 2015 年底的总资产为约 26.8 亿元, 而总负债则达到了 28.7 亿元, 假设短期借款利率为 6%, 两个房地产子公司每年需要支付的利息高达 1.72 亿元, 公司房地产业务很低的情况下, 较大的财务费用直接带来损失。

3.2.2. 若剔除房地产业务, 公司业绩将出现大幅反转

公司目前的房地产业务主要以消化存量为主, 公司自 2014 年以来未新增储备地块, 随着存量地块的逐步开发或消化, 未来房地产开发将不再作为公司第二主业。由于房地产拖累业绩明显, 若剔除后, 公司业绩有望大幅反转。

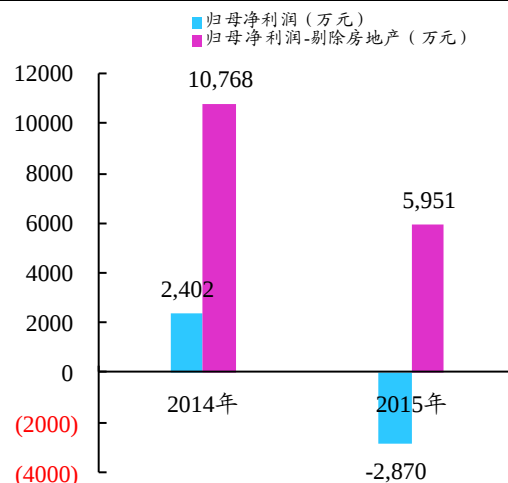
根据我们测算, 若剔除房地产业务, 公司 2014 年和 2015 年的毛利率将分别达到 18% 和 13% 左右, 高于包含房地产业务的 10.7% 和 10.5% 的毛利率。此外, 若剔除房地产业务, 公司 2014 年和 2015 年的归母净利润将分别达到 1.08 和 0.6 亿元, 而包含房地产业务的 2014/2015 年归母净利润仅 0.24 和 -0.29 亿元。因此, 若房地产业务不再拖累公司业绩, 公司业绩将出现大幅发展。

图 13: 剔除房地产业务后公司毛利率将得到提升



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 14: 剔除房地产业务后, 公司净利润将大幅反转



数据来源: wind、国泰君安证券研究

4. 定增 26 亿在即, 转型途中将获资金支持

4.1. 定增完成将加强实际控制人掌控权

公司拟以不低于 4.09 元/股非公开发行不超过 6.23 亿股, 募资不超过 25.5 亿元, 发行对象为包括公司实际控制人叶林富在内的不超过 10 名特定对象(叶林富拟以不低于 2.7 亿元现金认购且锁三年, 其余人锁一年), 募集资金扣除发行相关费用后将投入建设腾达中心项目和补充流动资金。2016 年 6 月 27 日, 公司已收到证监会核准批文。

表 13: 公司非公募公开发行募集资金拟投向项目

项目名称	预计总投资额(万元)	募集资金拟投入额(万元)
台州腾达中心项目	253175	200000
补充流动资金	55000	55000
合计	308175	255000

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

目前公司董事叶林富直接持有公司约 7054 万股(占 6.93%), 为公司第一大股东和实际控制人, 本次非公开发行完成后, 叶林富直接持股比例预计将上升至约 8.32%, 实际控制人地位不变。

表 14: 公司前 10 大股东明细

排名	股东	持股数(万股)	持股比例(%)	股本性质
1	叶林富	7054	6.93	限售流通 A 股 A 股流通股
2	金鹰基金-工商银行-金鹰穗通 1 号资产管理计划	5794	5.69	限售流通 A 股
3	上银基金-浦发银行-上银基金财富 34 号美林资产管理计划	4657	4.57	限售流通 A 股
4	恒大人寿保险有限公司-万能组合 B	3709	3.64	A 股流通股
5	叶洋友	3308	3.25	A 股流通股
6	建信基金-工商银行-陕西省信托-陕国投 汇祥 9 号定向投资集合资金信托计划	2642	2.60	限售流通 A 股

7	天弘基金-宁波银行-天弘华鑫金鼎瑞勋 49 号资产管理计划	2617	2.57	限售流通 A 股
8	叶小根	2442	2.40	A 股流通股
9	叶立春	1564	1.54	A 股流通股
10	叶亚妮	1200	1.18	A 股流通股
-	合计	3499	34.37	

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 15: 公司前 10 大流通股东明细

排名	股东	持股数(万股)	持股比例(%)
1	叶洋友	3308	3.25
2	叶小根	2442	2.40
3	叶林富	2331	2.29
4	叶立春	1564	1.54
5	叶亚妮	1200	1.18
6	叶洋增	1183	1.16
7	项兆云	1110	1.09
8	徐君明	1081	1.06
9	金元证券股份有限公司	1029	1.01
10	叶世君	9133	0.90
-	合计	1616	15.88

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

叶洋友与叶林富系父子关系, 叶洋友、叶小根、叶洋增系兄弟关系, 叶立春和叶亚妮系父女关系; 金元证券股份有限公司持有的约 1029 万股为徐爽通过“浙商期货金浙 1 号资产管理计划”所实际控制, 叶林富与徐爽系夫妻关系。其他股东之间不存在关联关系, 且都不属于《上市公司持股变动信息披露管理办法》中规定的一致行动人。

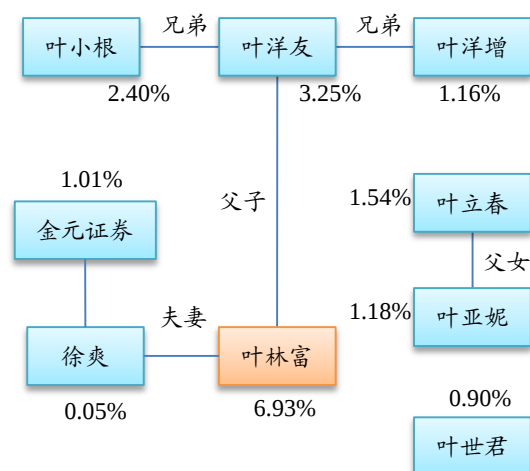
此外, 根据公司 2015 年 3 月 13 日公告, 叶林富及其一致行动人合计持股约 10.23%(不含徐爽通过“浙商期货金浙 1 号资产管理计划”所实际控制的金元证券股份有限公司持有的约 1029 万股)。

表 16: 叶林富及其一致行动人持股情况

股东	持股数(万股)	持股比例(%)	与叶林富亲属关系
叶林富	7054	6.93	本人
叶洋友	3308	3.25	父子
徐爽	5.43	0.05	夫妻
合计	10749	10.23	-

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 15: 叶氏家族持股明细图

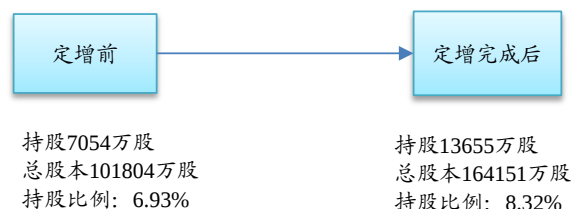


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 16: 非公开发行完成后叶林富持股比例上升

本次非公开发行，公司第一大股东、实际控制人叶林富拟认购不低于2.7亿元，按照定增价4.09元/股则约认购6601万股，非公开发行完成后叶林富持股约13655万股。

公司原总股本约101804万股，拟非公开发行约62347万股，非公开发行完成后总股本为约164151万股。



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4.2. 幕投高端商业地产项目，盈利前景光明

公司响应浙江省政府 2012 年头号工程“浙商回归”政策，并结合深耕长三角城市综合服务的整体发展战略，未来将打造成为“长三角城市综合服务运营商”。台州腾达中心项目是公司吸收、积淀了在昆明鑫都韵城、台州汇鑫广场多个城市综合体项目的成功运营经验上，进一步拓展了城市综合服务业务，符合发展战略。

表 17: 台州腾达中心项目基本情况

项目名称	台州腾达中心项目
项目总投资(万元)	253175
其中：工程费用(万元)	179324
其中：工程建设其他费用(万元)	39666
其中：工程预备费用(万元)	10950
其中：建设期利息及其他费用(万元)	23175
募集资金拟投入额	200000
项目建设周期	60 月
项目经营主体	台州腾达汇房地产开发有限公司

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

台州中心项目位于台州经济开发区中央商务区西南角，地块范围东至中央商务区三号路(规划宽度24米)，南至东海大道(规划宽度42米)，西至学院路(规划宽度42米)，北至中央商务区八号路(规划宽度24米)和内环路(规划宽度24米)，规划总用地41575 m²(43.3 亩)，其中规划建设用地23818 m²，代征广场用地17757 m²，总建筑面积281280 m²。

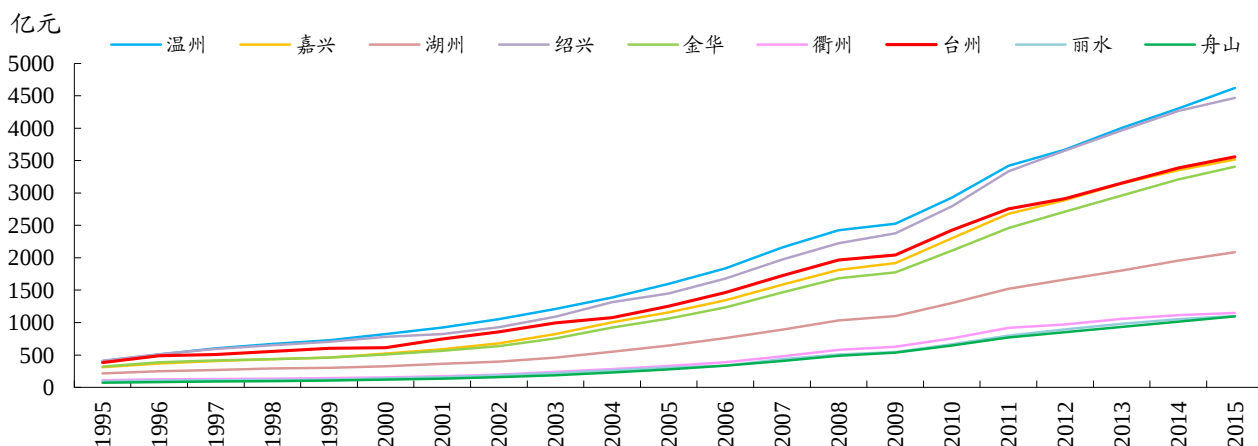
图 17: 台州中心项目地理位置优越



数据来源: 百度地图, 国泰君安证券研究

台州中心项目将打造精品城市综合体、“台州的陆家嘴”，为台商、台资等提供高档办公场所。随着中央商务区商贸业的快速发展、中央商务总部和生产性企业总部两大总部经济集群的启动以及台州经济开发区核心区块的发展，项目在未来的开发过程中和建成之后必将聚集大量的人气，并凝聚浓厚的商业氛围和办公氛围。因此项目的市场前景十分广阔。另外，本项目建成后将完善中央商务区功能，加快台州中心城市建设，促进台州经济可持续发展。

图 18: 台州经济发达，2015 年 GDP 位列全省第 5(仅次于杭州、宁波、温州、绍兴)，全国第 48



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

注: 杭州与宁波因 GDP 体量较大, 未列入上图

台州中心项目建成后，计划实现销售收入 450849 万元，计划实现税后利润为 94845 万元。销售净利润率 21.04%，投资净利润率高达 37.46%。

表 18: 台州腾达中心项目盈利能力优越

序号	项目	单位	数据
1	销售收入	万元	450849

2	总投资	万元	253175
3	税后利润	万元	94845
4	销售净利润率	%	21.04
5	投资净利润率	%	37.46

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4.3. 定增补流 5.5 亿，转型途中将具充足资金

公司坚持主业与谋求转型升级，探索和布局公司新的利润增长点。已与磐石资本共同成立产业投资基金，将投资新经济和大消费行业，未来或将借投资项目扩大经营范围，完成业务转型。此次定增若完成，公司将获 5.5 亿资金，预计将为未来的新业务转型打下基础。

5. 风险提示

订单增长不及预期。PPP 订单的承接需要较长时间准备与对接，而且随着 PPP 的规范与上市公司对 PPP 的更多了解，PPP 项目的竞争趋向于激烈，影响 PPP 项目的承接因素除了实力、资金等因素之外还包含其他偶然因素，因此 PPP 项目的承接在某段时间期具有一定偶然性，这有可能导致公司订单增长不及预期。

业绩增长低于预期。我们对业绩增长的判断除了来自于订单高速增长之外，PPP 项目提升公司毛利率以及房地产对公司业绩的拖累下降也是关键假设。公司目前尚未大量的 PPP 项目开工，且云南昆明和江西宜春的房地产价格未出现大幅上升。从而导致业绩增长低于预期。

转型低于预期。转型事项受诸多因素影响偶然性较大，包括转型方向、外延式标的以及转型时间点等都会对市场对公司的转型预期产生较大影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		