

腾达建设（600512）

 证券研究报告
 2023年05月07日

资产负债表优质，或结束业务调整后再腾飞

地方民营建筑企业，或结束业务调整后再腾飞

公司系地方民营建筑企业，以市政工程及地产开发为主要业务。我们预计目前公司地产开发已收缩，后续或着力发展工程主业，股权激励彰显公司对工程业务发展的信心。公司资产负债表优质，前期多项投资均具备较好业绩表现，或存拓展其他业务可能性。我们看好公司结束业务调整后的长期发展，预计公司 23-25 年归母净利润 3.2/3.7/4.3 亿，参考可比公司，给予公司 23 年 1 倍 PB，目标价 3.97 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

亮点 1：业务调整或已基本结束：工程主业稳健，房地产业务收缩

自 2014 年以来公司无新增储备地块，目前地产业务主要以消化存量为主。若按照 22 年末预售房产金额 2333 万元估算，预计 23 年公司地产业务营收或为千万级（同比-97%）。虽 2018 年后，公司战略转移至房地产开发业务，但工程主业无论从规模体量还是利润率水平上均保持了稳健，我们认为在 2023 年房地产业务大幅收缩的背景下，公司或以工程为主要发力点。

亮点 2：订单恢复增长：股权激励条件之一系新签合同额以 22 年为基数，23/24/25 年增长率 40%/60%/80%

2023Q1，公司新签订单 18.4 亿，同比+32%，单季度呈现较快增长。公司公告股权激励，考核目标以 2022 年为基数，满足以下条件之一：1）营业收入在 2023/2024/2025 年增长率不低于 10%/20%/35%，2）新增中标额在 2023/2024/2025 年增长率不低于 40%/60%/80%。以股权激励目标来看，无论是订单考核目标增速（新签订单系工程业务，2023 年同比增速不低于 40%，可见公司对于工程业务订单新签具备较强信心），还是营收考核目标增速（2023 年同比增速不低于 10%，但考虑到地产业务或处于大幅下滑趋势，则工程业务增速或呈现较快发展，我们预测 2023 年工程业务增速或达到 30%），公司或对于未来工程业务发展具备较强信心。

亮点 3：资产负债表优质：无有息负债，多项投资具备较好表现，或存拓展其他业务可能性

2022 年末公司资产负债率仅为 46.6%，货币资产+交易性金融资产达 38.93 亿，无有息负债。公司自 2017 年开始进行信托投资，以景林资产作为投资顾问，历史 1/2 期（每期 2 年）投入 5/5 亿，收回 6.35/8.71 亿；第 3 期投入 9 亿，22 年浮亏 3.76 亿，若 23 年信托计划取得正向收益，公司业绩或呈现较大弹性，且第 3 期将在 2023 年底及 2024 年初终止，若不进行后续投资，则公司将会有较多现金。公司持有台州银行 5% 的股权，2018-2022 年，台州银行营收净利均较为稳定（营收 100 亿级，净利润 40 亿级），为公司提供较好的投资收益金额及现金流。自上市以来，公司业务拓展房地产开发及高速公路运营；财务投资参股台州银行及投资信托计划，除信托计划第三期（目前仍处于存续期内），历史均取得较好收益。且我们认为公司或存拓展其他业务可能性。

风险提示：住房、交通等建设投资不及预期，信托投资存在风险，公司流通市值较小，股价波动或较大

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,925.16	5,840.77	6,520.62	7,274.95	8,085.51
增长率(%)	17.31	(15.66)	11.64	11.57	11.14
EBITDA(百万元)	1,413.83	485.25	507.18	572.23	623.79
净利润(百万元)	820.39	16.51	321.95	372.70	430.13
增长率(%)	35.10	(97.99)	1,849.83	15.76	15.41
EPS(元/股)	0.51	0.01	0.20	0.23	0.27
市盈率(P/E)	5.81	288.57	14.80	12.78	11.08
市净率(P/B)	0.79	0.78	0.75	0.71	0.67
市销率(P/S)	0.69	0.82	0.73	0.65	0.59
EV/EBITDA	0.16	(0.85)	0.01	(0.84)	(2.11)

资料来源：Wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础设施建设
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	2.98 元
目标价格	3.97 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)	1,598.90
A 股总市值(百万元)	4,764.73
流通 A 股市值(百万元)	4,764.73
每股净资产(元)	3.88
资产负债率(%)	42.79
一年内最高/最低(元)	3.60/2.44

作者

鲍荣富 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110520120003
 baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110521010001
 wangtao@tfzq.com

朱晓辰 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110522120001
 zhuxiaochen@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《腾达建设-季报点评:经营现金流显著好转，投资盈利支持业绩快速提升》2019-10-30
- 《腾达建设-半年报点评:充足在手订单支撑业绩，超预期投资盈利倍增利润》2019-08-25
- 《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

内容目录

1. 腾达建设：地方民营建企，经营性现金流表现较好	4
1.1. 公司简介：地方民营建企，以市政工程为基，后续开拓地产开发	4
1.2. 财务分析：经营性现金流表现较好，利润率受业务结构及财务投资影响较大	5
2. 公司亮点：股权激励保障长期发展，多项投资具备较好表现	7
2.1. 业务调整或已基本结束：工程主业稳健；存量房产大幅减少，房地产业务收缩	7
2.2. 订单恢复增长：股权激励条件之一系新签合同额以 22 年为基数，23/24/25 年增长率 40%/60%/80%	9
2.3. 资产负债表优质：无有息负债，多项投资具备较好表现，或存拓展其他业务可能性	10
3. 盈利预测	12
风险提示	14

图表目录

图 1：历史沿革	4
图 2：股权结构图（22 年报）	4
图 3：可比公司毛利率（%）	5
图 4：可比公司净利率（%）	5
图 5：可比公司期间费用率（%）	5
图 6：可比公司销售费用率（%）	6
图 7：可比公司管理费用率（%）	6
图 8：可比公司财务费用率（%）	6
图 9：可比公司研发费用率（%）	6
图 10：公司现金流（亿）	6
图 11：公司营收分业务（左：亿）	7
图 12：公司毛利率分业务	7
图 13：公司营收分区域	7
图 14：公司工程案例	7
图 15：道路桥梁运营营收（亿）及毛利率（%）	11
表 1：公司资质	8
表 2：22 年报中公司预售房产收款情况（元）	8
表 3：公司工程施工及地产开发业务收入（亿）及毛利率	8
表 4：公司营收及订单（亿）	9
表 5：股权激励计划人员明细	9
表 6：股权激励完成目标安排	10
表 7：2022 年公司简化资产负债情况	10
表 8：信托投资详细数据	11

表 9：台州银行营收净利（亿）	11
表 10：公司分项业务收入及毛利率预测表	12
表 11：公司核心费用指标预测表	12
表 12：可比公司估值表	13

1. 腾达建设：地方民营建企，经营性现金流表现较好

1.1. 公司简介：地方民营建企，以市政工程为基，后续开拓地产开发

地方民营建企，以市政工程为基，后续发展地产开发。腾达建设的前身为黄岩市政工程公司，始建于1972年，由叶洋友等28位自然人共同出资创建。后于1995年8月成功改制为腾达建设集团股份有限公司。2002年12月26日在上海证券交易所挂牌交易。公司市政工程建设业务自1995年开展，后续向房地产开发发展、主要从事城市道路、桥梁、轨道交通、污水处理、高速公路、房屋建筑等工程建设，和房地产开发业务。

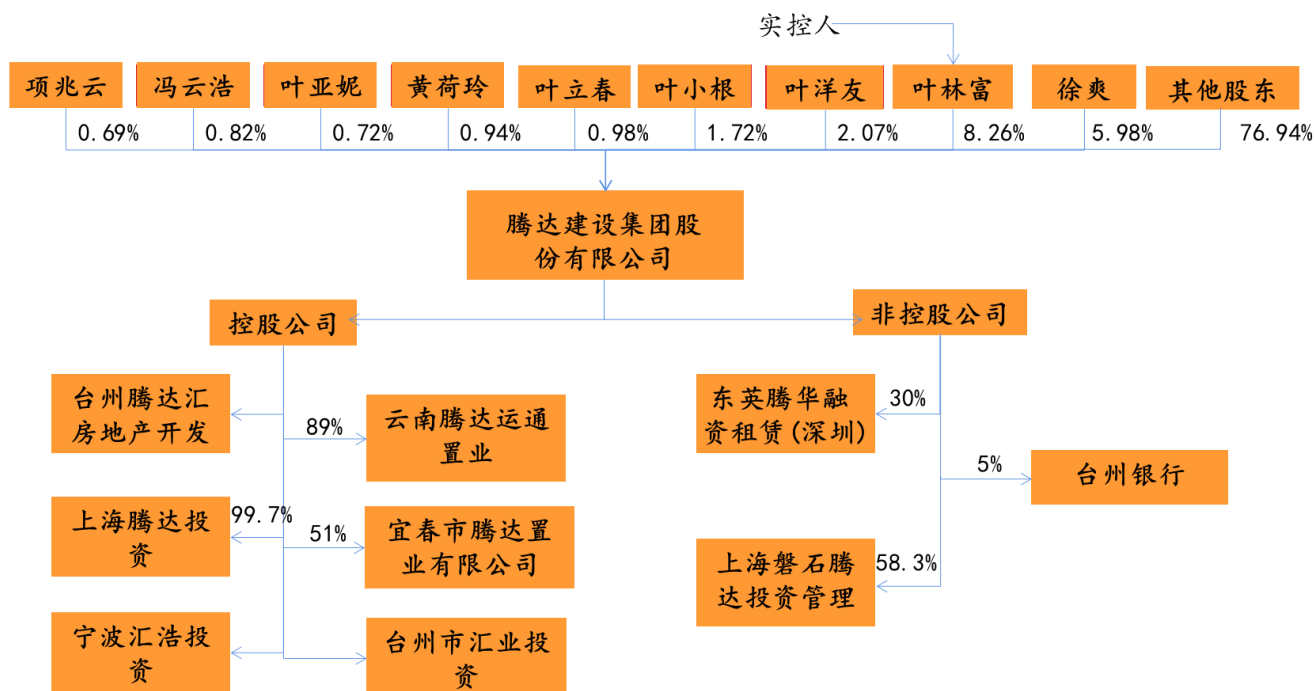
图 1：历史沿革



资料来源：公司公告，wind，ifind，一览水利，公司官网，天风证券研究所

名誉董事长叶林富为实控人。截止至2022年12月，叶林富累计持股8.26%，第一大股东及其一致行动人持股比例为16.31%。公司下设多家公司，从事城市基础设施建设、房地产开发及财务投资等多个领域。

图 2：股权结构图（22 年报）

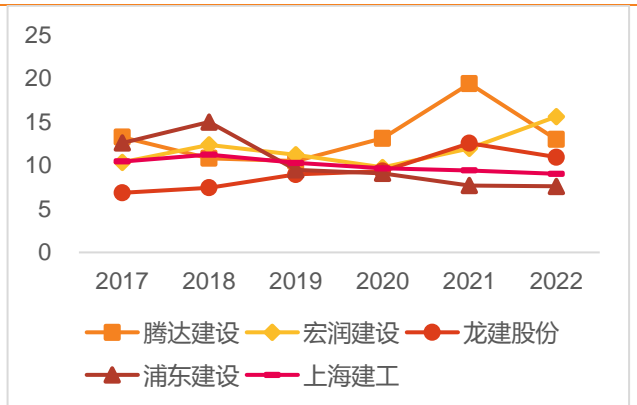


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 财务分析：经营性现金流表现较好，利润率受业务结构及财务投资影响较大

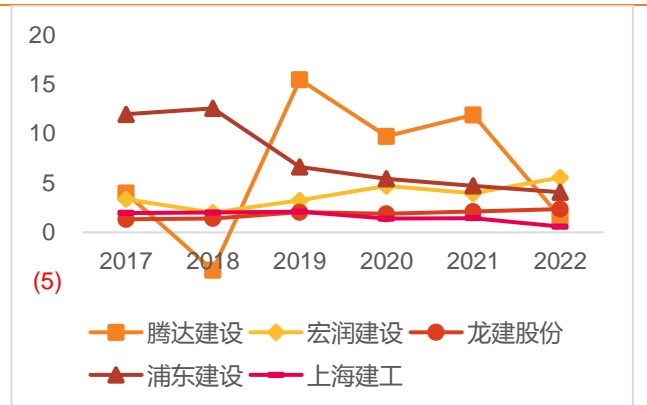
净利率波动较大，与业务结构变化及财务类投资有关。2022 年公司毛利率/净利率为 13.01%/1.56%，同比-6.40/-10.35pct。公司 2020-2021 年毛利率处于可比公司较高水平，我们认为主要系高毛利的房地产业务占比较大所致。公司净利率波动较大，除业务结构发生变化外，或与公司进行较多财务投资亦有较大关联。

图 3：可比公司毛利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

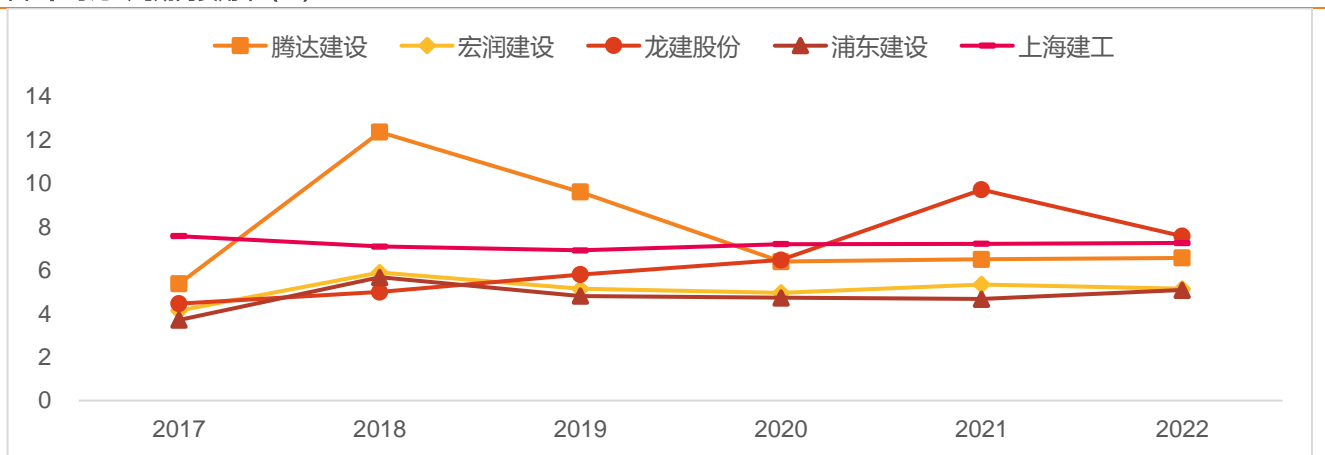
图 4：可比公司净利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

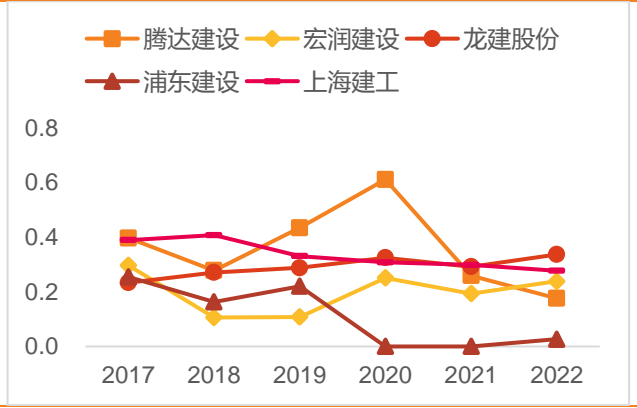
费用率与业务结构及财务投资有较大关联。2022 年公司期间费用率 6.56%，同比+0.07pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 0.18%/2.66%/3.41%/0.32%，同比变动 -0.08/-0.03/-0.19/+0.37pct。公司 2018 年财务费用率提升较多，主要系陕国投正灏 71 号融资费用增加，2019-2020 年销售费用率提升较多，推测主要系公司房地产业务大幅增加，对应销售费用提升。

图 5：可比公司期间费用率 (%)



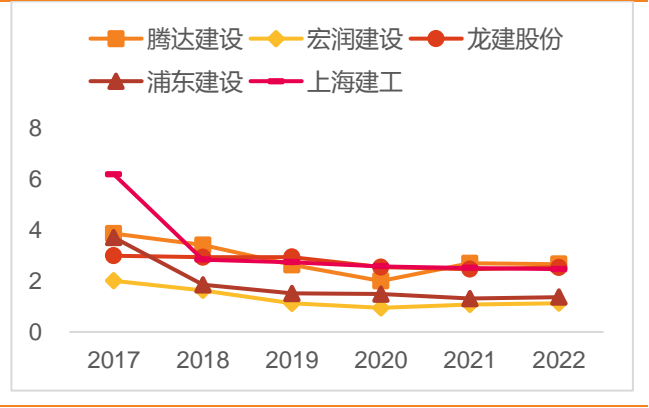
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：可比公司销售费用率（%）



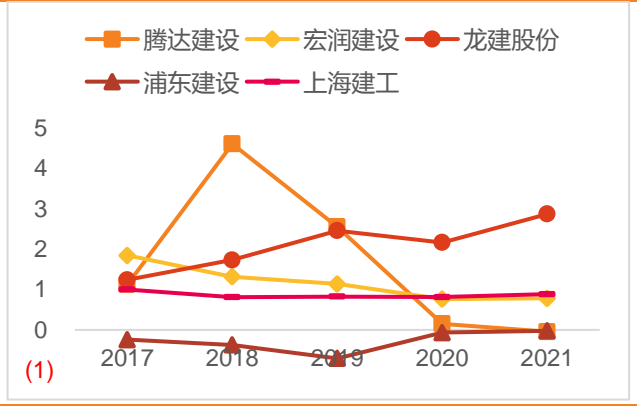
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：可比公司管理费用率（%）



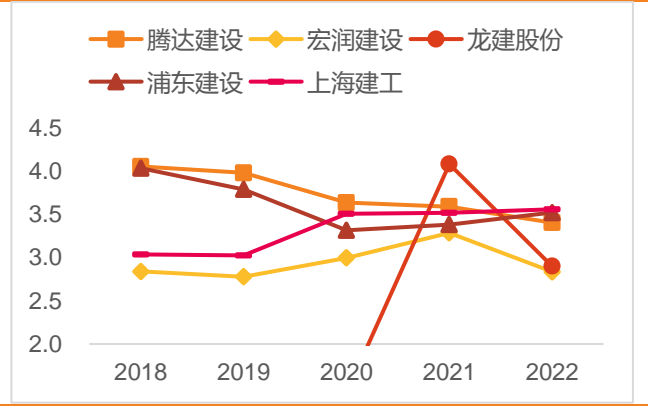
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：可比公司财务费用率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

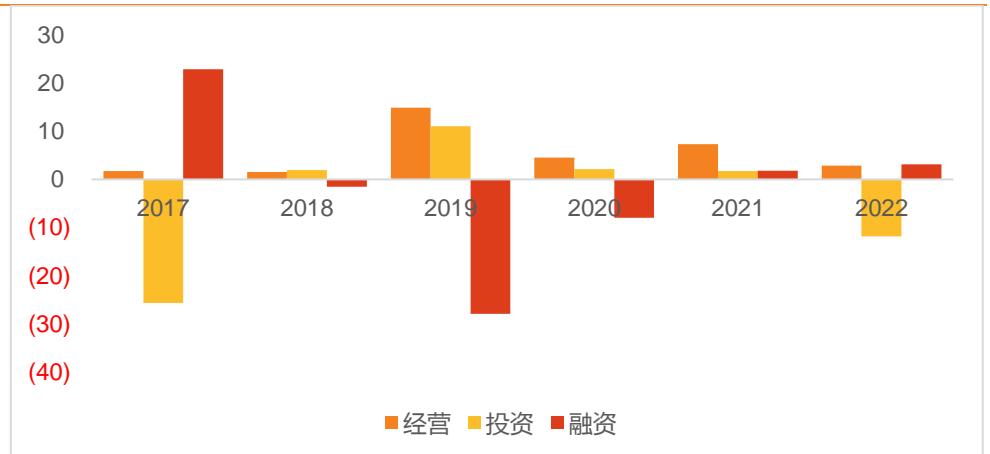
图 9：可比公司研发费用率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

经营性现金流均保持正向。2022 年公司经营性现金流为 2.85 亿，同比-4.46 亿。2017-2022 年，公司经营性现金流均保持正向，表明公司业务回款情况较好，主营业务发展健康。由于公司进行了较多的财务投资，故投资性现金流波动较大。

图 10：公司现金流（亿）



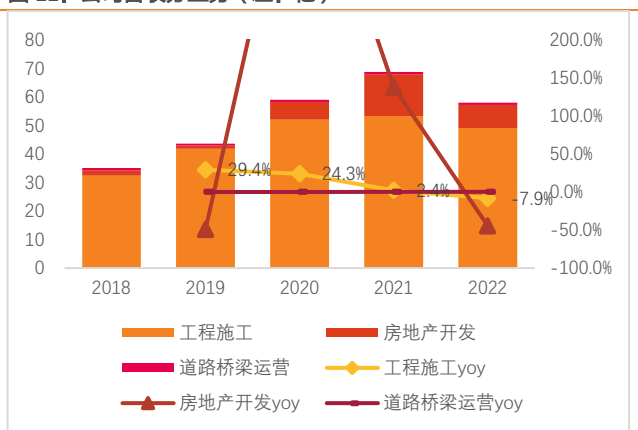
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 公司亮点：股权激励保障长期发展，多项投资具备较好表现

2.1. 业务调整或已基本结束：工程主业稳健；存量房产大幅减少，房地产业务收缩

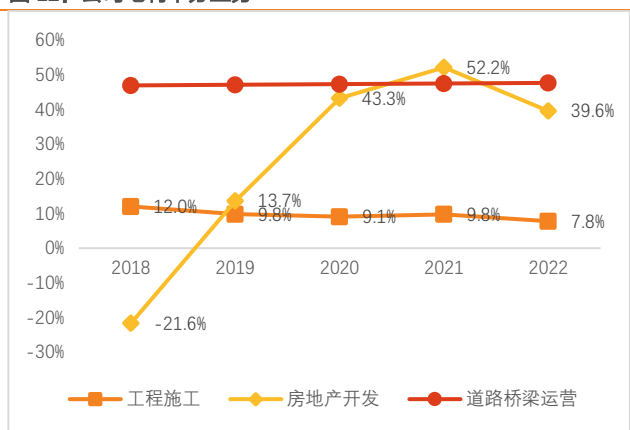
2018-2022 年，工程施工业务均保持了稳健发展，2020-2022 年公司或侧重房地产业务发展。2018-2022 年公司营收主要由工程施工及房地产开发两部分构成，其中工程施工业务 2019-2020 年营收增速均保持了 20% 以上的增长；2020 年后房地产业务呈现较快增长，我们推测主要系公司调整业务重心至地产开发，致工程施工业务增长趋缓（2022 年工程施工增长 -7.9%），以利润率角度来看，在公司侧重发展房地产业务的 2020 年-2022 年，房地产业务毛利率保持 40%-50% 左右。虽然 2020 年后公司或战略性侧重房地产业务的发展，但工程施工业务无论在收入体量及利润率水平，均保持了较为稳健的发展。

图 11：公司营收分业务（左：亿）



资料来源：Wind，天风证券研究所

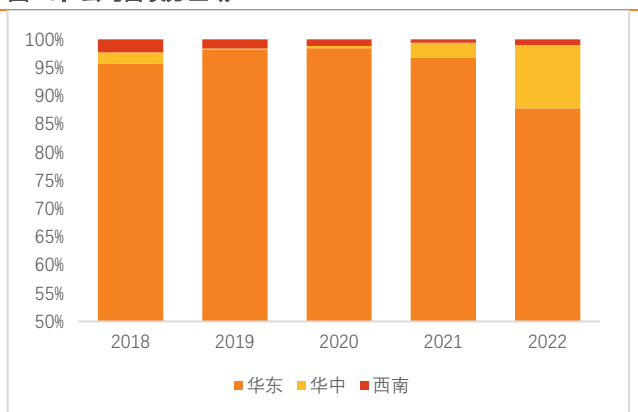
图 12：公司毛利率分业务



资料来源：Wind，天风证券研究所

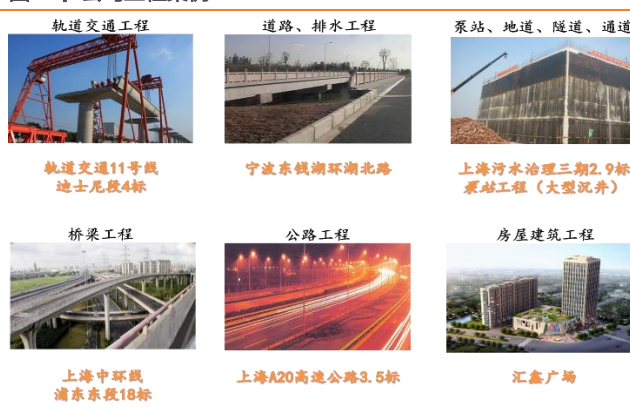
建筑工程施工主要以基建为主，业务区域以华东为主。公司拥有市政公用工程施工总承包特级资质，主要工程业务为市政工程、房屋建筑等，市政工程领域涵盖轨道交通，桥梁道路等，参与建设了上海及杭州多条地铁线路，及上海等地多条道路建设。公司经营业务主要分布于华东区域，2018-2021 年收入占比均超 95%，其中建设业务亦主要分布于华东区域，且暂无海外业务。

图 13：公司营收分区域



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：公司工程案例



资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 1: 公司资质

类别	明细
建筑业企业资质证书（总承包）	市政公用工程施工总承包特级
	建筑工程施工总承包壹级
	公路工程施工总承包壹级
建筑业企业资质证书（专业承包）	桥梁工程专业承包壹级
	公路路面工程专业承包壹级
	公路路基工程专业承包壹级
	建筑装修装饰工程专业承包贰级

资料来源：公司公告，天风证券研究所

尚有少量房地产开发业务，主要以消化存量为主。自 2014 年以来公司无新增储备地块。根据 2022 年报披露，目前存量开发地产中占比较大比例宜春凤凰春晓四期已基本实现销售，目前主要剩余台州腾达中心在售，预售比例近 73.07%，预计后期对于公司营收贡献较小。若按照 22 年末预售房产金额 2333 万元估算，预计 23 年公司地产业务营收或为千万级。

表 2: 22 年报中公司预售房产收款情况（元）

项目名称	期末数	期初数	竣工时刻	预售比例 (%)
宜春凤凰春晓一期	310,931		2015 年 4 月	97.62%
宜春凤凰春晓三期		35,700,329	三期一标段于 2020 年 12 月竣工，三期二标段于 2021 年 9 月竣工，三期三标段于 2021 年 12 月竣工	100.00%
宜春凤凰春晓四期	22,079,509	625,112,220	2022 年 3 月	99.81%
台州腾达中心	934,760	9,684,274	2020 年 12 月	73.07%
昆明鑫都韵城		1,953,890	2014 年 12 月	
宜春锂电中心		237,099,409	宜田房产公司项目，已处置	
小计	23,325,200	909,550,122		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

预计业务调整或已基本结束。截至 2022 年，公司存量房产大幅减少，房地产业务已开始收缩，在目前无新增储备地块的情况下，我们预计房地产业务将在 2023 年贡献较小，若以我们业绩预测假设数据来看，或仅贡献 2500 万左右营收，营收同比 2022 年-97%。虽 2018 年后，我们推测公司战略转移至房地产开发业务，但工程主业无论从规模体量还是利润率水平上均保持了稳健，我们认为在 2023 年房地产业务大幅下滑的背景下，公司或以工程为主要发力点，根据我们预计数据测算，工程主业或开始恢复之前 2018-2019 年增速水平，毛利率预计亦开始恢复。

表 3: 公司工程施工及地产开发业务收入（亿）及毛利率

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
工程施工收入	32.40	41.93	52.11	53.38	49.14	63.89
毛利率	12.0%	9.8%	9.1%	9.8%	7.8%	8.8%
同比		29.4%	24.3%	2.4%	-7.9%	30.0%
房地产开发收入	2.01	1.03	6.19	14.75	8.19	0.25
毛利率	-21.6%	13.7%	43.3%	52.2%	39.6%	39.6%
同比		-48.8%	501.2%	138.2%	-44.5%	-97.0%

资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 订单恢复增长：股权激励条件之一系新签合同额以 22 年为基数，23/24/25 年增长率 40%/60%/80%

预计业务调整已基本结束，23Q1 新签订单开始恢复增长。2016-2018 年，公司工程业务订单处于快速增长阶段，订单/营收指标从 1.54 上升至 2.53，由于公司订单的快速增长，2016-2020 年，工程业务营收均处于稳健增长趋势。由于公司 2020 年开始向房地产业务倾斜（若按照订单角度，则在 2019 年开始，公司工程订单承接数量就已开始下滑），订单/营收指标自 2018 年的 2.53 下滑至 2022 年的 0.70，2022 年订单承接额已降至 34.38 亿，同年工程业务营收亦出现负增长。2023Q1，公司新签订单 18.4 亿，同比+32%，单季度呈现较快增长。

表 4：公司营收及订单（亿）

	新签订单	订单 yoy	工程营收	营收 yoy	订单/营收
2016	43.18		27.96		1.54
2017	75.32	74%	31.96	14%	2.36
2018	82.04	9%	32.40	1%	2.53
2019	61.88	-25%	41.93	29%	1.48
2020	38.17	-38%	52.11	24%	0.73
2021	39.35	3%	53.38	2%	0.74
2022	34.38	-13%	49.14	-8%	0.70
2023Q1	18.4	32%			

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

公司公布股权激励计划，长期发展可期。公司于 2023 年 4 月进行限制性股票激励计划，以 1.38 元/股授予 58 人，合计约 1643 万股，其中授予董事长叶丽君（164.25 万股），副董事长、总裁杨九如（164.25 万股）。考核目标以 2022 年为基数，满足以下条件之一：1）营业收入在 2023/2024/2025 年增长率不低于 10%/20%/35%，2）新增中标额在 2023/2024/2025 年增长率不低于 40%/60%/80%。

表 5：股权激励计划人员明细

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占本激励计划拟授出权益 数量的比例	占本激励计划草案公布日公司 股本总额比例
叶丽君	董事长	164.25	10.00%	0.10%
杨九如	副董事长、总裁	164.25	10.00%	0.10%
孙九春	董事、副总裁、总工程师	131.40	8.00%	0.08%
严炜雷	副总裁	91.98	5.60%	0.06%
王贵	副总裁	91.98	5.60%	0.06%
王正初	副总裁	91.98	5.60%	0.06%
核心管理/技术/业务人员（52 人）		906.68	55.20%	0.57%
合计		1,642.52	100.00%	1.03%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

根据股权激励目标，我们推测公司对于未来工程业务发展具备较强信心。股权激励目标以绝对值数据来看，即以 2022 年的营业收入 58.41 亿、新增中标额 34.38 亿为基数，满足 1）营业收入在 2023/2024/2025 年不低于 64.25/70.09/78.85 亿，或 2）新增中标额在 2023/2024/2025 年不低于 48.1/55.0/61.9 亿。上文中我们认为 2022 年公司业务调整或已基本结束，房地产业务将出现下滑，以公司股权激励目标来看，公司后期或以建筑工程作为主要发力点，无论是订单考核目标增速（新签订单系工程业务，2023 年同比增速不低于 40%，可见公司对于工程业务订单新签具备较强信心），还是营收考核目标增速（2023 年同比增速不低于 10%，但考虑到地产业务或处于大幅下滑趋势，则工程业务增速或呈现较

快发展，我们预测 2023 年工程业务增速或达到 30%) 来看，公司或对于未来工程业务发展具备较强信心。

表 6：股权激励完成目标安排

解除限售安排	考核目标，满足以下条件之一 (以 2022 年的营业收入 58.41 亿、新增中标额 34.38 亿为基数)	考核目标对应营业收入 (亿)	考核目标对应新增中标额 (亿)	解禁比例
第一个	1、2023 年的营业收入增长率不低于 10%； 2、2023 年的新增中标额增长率不低于 40%	64.25	48.1	30%
第二个	1、2024 年的营业收入增长率不低于 20%； 2、2024 年的新增中标额增长率不低于 60%	70.09	55.0	30%
第三个	1、2025 年的营业收入增长率不低于 35%； 2、2025 年的新增中标额增长率不低于 80%	78.85	61.9	40%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 资产负债表优质：无有息负债，多项投资具备较好表现，或存拓展其他业务可能性

无有息负债，货币资产+交易性金融资产达 38.93 亿。2022 年末，公司资产负债率仅为 46.6%。资产端来看，公司流动资产占比较大，其中货币资产 23.98 亿，交易性金融资产 14.95 亿，两项合计 38.93 亿，占资产比例 34.5%；负债端方面，公司短期借款，长期借款及应付票据均为 0，无经营业务相关的有息负债，总体来看，公司资产负债率较低，无有息负债，且可变现流动资产较为充足。

表 7：2022 年公司简化资产负债情况

项目	金额 (亿)	项目	金额 (亿)
资产总计	112.75	负债合计	52.51
货币资金	23.98	短期借款	0
交易性金融资产	14.95	应付票据及应付账款	29.80
应收票据及应收账款	4.52	合同负债	3.57
存货	18.98	其他应付款	7.06
合同资产	15.70	流动负债合计	48.52
流动资产合计	81.23	长期借款	0
长期股权投资	13.82	应付债券	0
投资性房地产	6.66	其他非流动负债 (信托计划优先级金额)	3.97
固定资产	5.89		
非流动资产合计	31.51	非流动负债合计	3.99

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司自 2017 年开始进行信托投资，历史两期均收益较好。公司以全资孙公司——宁波汇浩投资有限公司名义出资做信托计划劣后委托人，金融机构做信托计划优先委托人的方式，委托景林资产管理有限公司作投资顾问，进行投资活动（优先/劣后。历史 1/2 期（每期 2 年）投入 5/5 亿，收回 6.35/8.71 亿；第 3 期期限为 21 年 12 月-23 年 11 月，投入 9 亿，2022 年浮亏 3.76 亿，此项亦为 2022 年净利润承压的主要原因。我们认为若 23 年信托计划取得正向收益，公司业绩或呈现较大弹性，且第 3 期将在 2023 年底及 2024 年初终止，若公司不进行第 4 期投资，则账面将会有较多现金。

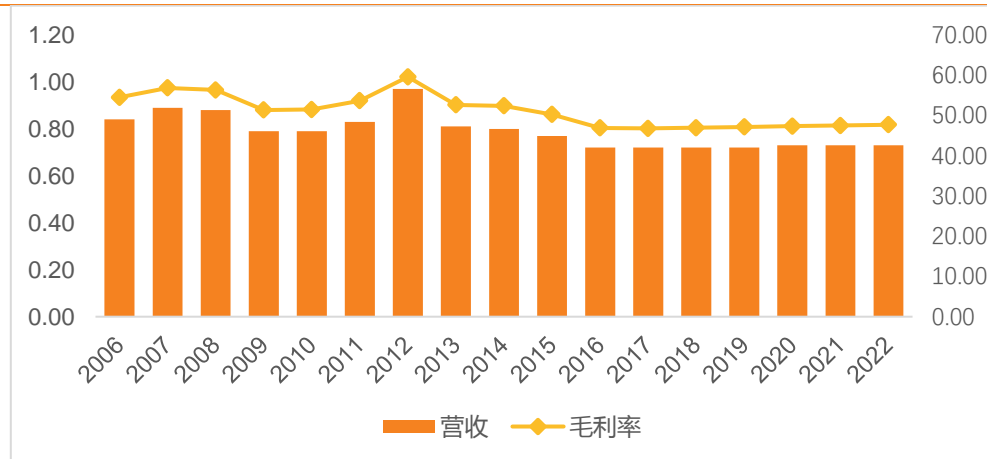
表 8：信托投资详细数据

	开始时间	终止时间	期限 (天)	公司投入劣后级规模 (亿)	最终收回资金 (亿)	收益率
第一期	2017 年 11 月 14 日	2019 年 11 月 1 日	718	5	6.3487	27%
第二期	2019 年 12 月 2 日	2021 年 11 月 15 日	715	5	8.7121	74%
第三期	2021 年 12 月及 2022 年 1 月	成立日起届满 2 年	2 年	9		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

持有钱江四桥高速公路经营权，目前还剩不到 3 年：公司于 2005 年 11 月作价 7.65 亿接受杭州市钱江四桥 20 年的经营权，目前还剩不到 3 年。每年钱江四桥公司收到的补偿费收入为 7960 万元，补偿费用随银行利率和税率的变动调整。2022 年钱江四桥经营权收入为 7311.84 万元，净利润为 2494.81 万元，净利率 34.1%。

图 15：道路桥梁运营营收（亿）及毛利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

参股台州银行，为公司提供较好的投资收益金额及现金流。2018 年，公司全资子公司上海腾达投资通过支付现金的方式收购台州市路桥汇捷投资所持有的台州市汇业投资全部股权，股权转让价款为人民币 8.70 亿。交易完成后，公司间接持有了台州银行 5% 的股权。2018-2022 年，台州银行营收净利均较为稳定，为公司提供较好的投资收益金额及现金流。

表 9：台州银行营收净利（亿）

	营业收入	净利润
2018	93.73	46.82
2019	121.08	42.22
2020	100.99	38.29
2021	111.86	42.28
2022	112.20	42.52

资料来源：wind，天风证券研究所

公司除工程主业外，一直积极拓展其他业务，且均取得了较好成就，证明管理层投资及业务经营能力优异。自上市以来，公司业务拓展房地产开发及高速公路运营，期间均取得较好成绩；财务投资上，公司参股台州银行及投资信托计划，除信托计划第三期（目前仍处于存续期内）外，其他投资历史均取得较好收益。我们认为公司在目前收缩地产业务，信托计划亦于 2023 年底及 2024 年初到期的背景下，或存拓展其他业务可能性。

3. 盈利预测

结合上文分析，我们对公司盈利预测做出如下核心假设：

营收及毛利：

- 1) 工程施工：**工程施工是公司当前的核心业务。根据公司股权激励中对于营收及订单的指引情况，我们合理推测公司工程业务或作为未来 3 年发展主力，结合公司房地产业务 2023 年或已大量萎缩，预计公司工程业务 2023 年将呈现较快增长，毛利率亦或呈现逐步回升趋势。预计 2023-2025 年工程施工收入增速 30%/12%/12%，毛利率 8.8%/9.0%/9.2%。
- 2) 房地产开发：**考虑到公司无新增土地储备，且存量房亦基本销售完毕，预计公司房地产业务开始减少。预计 2023-2025 年房地产开发收入增速 -97%/-50%/-100%，毛利率 39.6%/39.5%/0%。
- 3) 道路桥梁运营：**公司道路桥梁运营主要系钱江四桥高速公路经营权贡献，预计运营期限至 2025 年，故 2023-2025 年此业务营收毛利率将保持稳定。预计 2023-2025 年房道路桥梁运营收入增速 0%/0%/0%，毛利率 47.7%/47.7%/47.7%。

表 10：公司分项业务收入及毛利率预测表

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
工程施工	营收（亿元）	53.38	49.14	63.89	71.55	79.78
	毛利率	9.8%	7.8%	8.8%	9.0%	9.2%
	同比	2%	-8%	30%	12%	12%
房地产开发	营收（亿元）	14.75	8.19	0.25	0.12	0.00
	毛利率	52.2%	39.6%	39.6%	39.5%	0%
	同比	138%	-44%	-97%	-50%	-100%
道路桥梁运营	营收（亿元）	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73
	毛利率	47.5%	47.7%	47.7%	47.7%	47.7%
	同比	0%	0%	0%	0%	0%
其他业务	营收（亿元）	0.39	0.34	0.34	0.34	0.34
	毛利率	45.1%	51.5%	51.5%	51.5%	51.5%
	同比	0%	-12%	0%	0%	0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

费用端：我们认为 2023 年公司已基本调整完业务结构，销售、管理及研发费用虽有所增加，但营收增速较快，导致费用率降低较多。预计 2023-2025 年销售费用率 0.17%/0.16%/0.15%，管理费用率 2.40%/2.30%/2.20%，研发费用率 3.20%/3.00%/2.90%。

表 11：公司核心费用指标预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.26%	0.18%	0.17%	0.16%	0.15%
管理费用率	2.69%	2.66%	2.40%	2.30%	2.20%
研发费用率	3.59%	3.41%	3.20%	3.00%	2.90%
财务费用率	-0.04%	0.32%	-0.16%	-0.14%	-0.19%

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据上述假设，我们预计公司 23-25 年归母净利润 3.2/3.7/4.3 亿，参考可比公司，给予公司 23 年 1 倍 PB，目标价 3.97 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	BPS (元)				PB (倍)			
				2020	2021	2022	2023E	2020	2021	2022	2023E
002062.SZ	宏润建设	61.52	5.58	3.24	3.49	3.73	4.09	1.72	1.60	1.50	1.36
600853.SH	龙建股份	63.13	6.22	1.89	2.12	2.43	-	3.29	2.93	2.56	-
600284.SH	浦东建设	69.57	7.17	6.63	7.02	7.41	-	1.08	1.02	0.97	-
	平均							2.03	1.85	1.67	1.36
600512.SH	腾达建设	47.65	2.98	3.31	3.78	3.80	3.97	0.90	0.79	0.78	0.75

注：数据截至 20230505 收盘，除腾达建设外，其余公司预测 BPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind，天风证券研究所

风险提示

住房、交通等建设投资不及预期：公司工程业务主要集中于华东地区，若以上地区建设投资力度不及预期，作为以建筑施工业务为主业的公司将无法获得相应合同额。

信托投资存在风险：公司之前信托投资均取得较好业绩，但历史业绩不代表未来，且最新一期信托投资仍处于亏损阶段，2023 年若持续亏损，则对公司净利润产生较大负面影响，且或有其他无法预料的风险等。

公司流通市值较小，股价波动或较大。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,051.02	2,398.23	2,670.78	3,180.92	4,039.17	营业收入	6,925.16	5,840.77	6,520.62	7,274.95	8,085.51
应收票据及应收账款	344.79	451.77	635.00	779.58	1,017.20	营业成本	5,580.98	5,081.00	5,896.13	6,573.56	7,298.96
预付账款	23.56	32.13	33.38	50.61	34.18	营业税金及附加	54.32	128.48	51.15	57.07	63.42
存货	2,825.88	1,898.39	3,342.61	2,500.55	3,987.41	营业费用	17.92	10.27	10.81	11.34	11.79
其他	950.57	1,772.95	2,385.30	3,878.99	2,937.98	管理费用	186.24	155.33	156.49	167.32	177.88
流动资产合计	7,195.82	6,553.48	9,067.08	10,390.66	12,015.94	研发费用	248.74	198.96	208.66	218.25	234.48
长期股权投资	1,290.86	1,382.01	1,482.01	1,532.01	1,532.01	财务费用	(2.99)	18.85	(10.19)	(9.85)	(14.99)
固定资产	478.34	588.57	521.76	454.96	388.15	资产减值损失	(59.09)	(36.47)	(20.00)	(25.00)	(20.00)
在建工程	1.06	12.82	12.82	12.82	12.82	公允价值变动收益	16.18	(172.13)	0.00	0.00	0.00
无形资产	151.17	112.82	79.81	46.80	13.79	投资净收益	196.43	55.95	190.00	200.00	205.00
其他	1,195.93	1,054.96	1,055.49	1,056.02	1,056.56	其他	(333.85)	268.61	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	3,117.35	3,151.19	3,151.90	3,102.61	3,003.34	营业利润	1,020.29	131.92	377.56	432.27	498.97
资产总计	11,562.70	11,274.63	12,218.97	13,493.27	15,019.28	营业外收入	0.36	0.71	0.73	0.74	0.76
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	3.95	4.11	4.23	0.00	0.00
应付票据及应付账款	2,517.55	2,979.72	1,933.72	3,617.29	2,870.67	利润总额	1,016.70	128.52	374.05	433.01	499.73
其他	1,281.55	1,515.77	3,564.05	2,763.48	4,582.67	所得税	192.23	37.69	35.15	40.69	46.96
流动负债合计	3,799.10	4,495.49	5,497.77	6,380.76	7,453.34	净利润	824.47	90.83	338.90	392.31	452.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	4.08	74.32	16.94	19.62	22.64
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	820.39	16.51	321.95	372.70	430.13
其他	507.76	398.62	400.62	402.62	404.63	每股收益(元)	0.51	0.01	0.20	0.23	0.27
非流动负债合计	507.76	398.62	400.62	402.62	404.63						
负债合计	5,643.96	5,250.98	5,898.39	6,783.38	7,857.98						
少数股东权益	(121.42)	(47.10)	(30.66)	(11.50)	10.74	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	1,598.90	1,598.90	1,598.90	1,598.90	1,598.90	成长能力					
资本公积	2,252.54	2,252.54	2,252.54	2,252.54	2,252.54	营业收入	17.31%	-15.66%	11.64%	11.57%	11.14%
留存收益	2,125.38	2,110.24	2,422.54	2,786.71	3,209.26	营业利润	38.42%	-87.07%	186.20%	14.49%	15.43%
其他	63.34	109.07	77.27	83.22	89.85	归属于母公司净利润	35.10%	-97.99%	1849.83%	15.76%	15.41%
股东权益合计	5,918.74	6,023.66	6,320.58	6,709.89	7,161.30	获利能力					
负债和股东权益总计	11,562.70	11,274.63	12,218.97	13,493.27	15,019.28	毛利率	19.41%	13.01%	9.58%	9.64%	9.73%
						净利率	11.85%	0.28%	4.94%	5.12%	5.32%
						ROE	13.58%	0.27%	5.07%	5.54%	6.02%
						ROIC	65.53%	10.05%	21.24%	24.02%	29.74%
						偿债能力					
						资产负债率	48.81%	46.57%	48.27%	50.27%	52.32%
						净负债率	-51.53%	-31.48%	-34.27%	-39.85%	-49.29%
						流动比率	1.64	1.67	1.65	1.63	1.61
						速动比率	1.09	1.28	1.04	1.24	1.08
						营运能力					
						应收账款周转率	20.91	14.66	12.00	10.29	9.00
						存货周转率	2.20	2.47	2.49	2.49	2.49
						总资产周转率	0.62	0.51	0.56	0.57	0.57
						每股指标(元)					
						每股收益	0.51	0.01	0.20	0.23	0.27
						每股经营现金流	0.46	0.18	0.13	0.22	0.40
						每股净资产	3.78	3.80	3.97	4.20	4.47
						估值比率					
						市盈率	5.81	288.57	14.80	12.78	11.08
						市净率	0.79	0.78	0.75	0.71	0.67
						EV/EBITDA	0.16	-0.85	0.01	-0.84	-2.11
						EV/EBIT	0.17	-1.06	0.02	-1.02	-2.51

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	824.47	90.83	321.95	372.70	430.13
折旧摊销	69.07	100.36	99.81	99.81	99.81
财务费用	16.01	43.26	(10.19)	(9.85)	(14.99)
投资损失	(196.43)	(55.95)	(190.00)	(200.00)	(205.00)
营运资金变动	281.37	(280.59)	(26.65)	68.55	304.53
其它	(263.03)	387.25	16.94	19.62	22.64
经营活动现金流	731.47	285.17	211.87	350.83	637.12
资本支出	340.57	383.10	98.01	48.00	(2.01)
长期投资	40.61	91.15	100.00	50.00	0.00
其他	(206.70)	(1,658.93)	(108.06)	51.95	206.96
投资活动现金流	174.48	(1,184.67)	89.95	149.95	204.95
债权融资	(146.09)	481.93	12.70	12.37	17.53
股权融资	(27.71)	45.73	(41.97)	(3.01)	(1.35)
其他	356.25	(216.30)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	182.45	311.36	(29.27)	9.36	16.18
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,088.40	(588.14)	272.55	510.14	858.25

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com