

建发合诚 (603909.SH) 买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

归母净利润翻倍增长，新签合同高增

事件

2023年8月18日公司发布2023年半年度报告：2023年上半年实现归母净利润2051.16万元，同比增加99.14%；实现归母扣非净利润1801.51万元，同比增长121.64%。

点评

业绩翻倍增长，新签合同高增保障未来业绩兑现持续性。公司2023年上半年归母净利润同比增长99%，主要得益于新增建筑施工业务的顺利推进。公司上半年新签合同额91.58亿元，其中工程施工新签87.6亿元，占比95.7%。在工程施工中，建筑施工业务上半年新签合同额85.8亿元，占建筑施工业务全年123亿关联交易额度上限的70%。随着控股股东下半年持续新拿地，我们预计下半年施工业务关联交易上限或有望进一步提升。该业务主要承接公司控股股东建发国际的项目，签约合同订单增速快、质量高、回款好，因此我们预计公司后续仍将持续发挥与建发国际的业务协同优势，实现业绩高增。

经营提质增效，多项财务指标提升明显。2023年上半年，公司经营性现金流净额/净利润为2.1，去年同期为-4.5，现金流大幅改善。上半年应收账款周转天数为135天，去年同期为389天，应收账款管控增强，周转速度大幅加快。上半年管理费用率为5.92%，销售费用率为0.76%，去年同期分别为18.68%及2.11%，主要因为施工业务的大幅增加。

控股股东拿地表现强势，支撑公司持续发展。根据中指院数据，2023年1-7月建发国际获取的涉宅用地，权益拿地金额约372亿元，位列全国第3名；权益规划建面约313万方，位列全国第1名。建发国际积极拿地，为公司施工业务的发展奠定了坚实基础，我们预计公司今年施工签约金额也将实现快速发展。

投资建议

我们维持盈利预测不变，预计2023-25年归母净利润分别为0.7亿元、1.1亿元、1.5亿元，同比增速分别为+24%、+63%和+29%。考虑到公司未来业绩增速高且确定性较强，我们维持“买入”评级。公司股票现价对应2023-25年PE估值为48.0/29.5/22.8倍。

风险提示

控股股东业务发展不顺；应收账款减值风险；商誉减值风险

房地产组

分析师：杜昊旻 (执业S1130521090001)

duhaomin@gjzq.com.cn

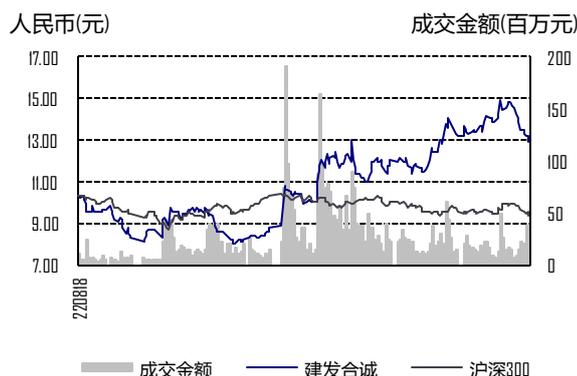
联系人：王祎馨

wangyixin@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.91元

相关报告：

- 《建发合诚业绩预览点评：业务协同成效显著，业绩大幅增长》，2023.7.14
- 《建发合诚公司深度研究：大股东业务协同，业绩高增确定性高》，2023.5.21



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	841	1,261	3,417	8,427	13,700
营业收入增长率	5.6%	49.9%	170.9%	146.7%	62.6%
归母净利润(百万元)	40.4	56.7	70.2	114.2	147.6
归母净利润增长率	-14.3%	40.2%	23.8%	62.8%	29.2%
摊薄每股收益(元)	0.20	0.28	0.27	0.44	0.57
每股经营性现金流净额	0.44	1.05	0.22	1.16	3.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.6%	6.1%	7.1%	10.9%	13.0%
P/E	76.1	37.8	48.0	29.5	22.8
P/B	3.5	2.3	3.4	3.2	3.0

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	797	841	1,261	3,417	8,427	13,700
增长率	4.5%	5.6%	49.9%	170.9%	146.7%	62.6%
主营业务成本	-532	-588	-976	-3,046	-7,860	-12,921
%销售收入	66.8%	69.9%	77.4%	89.2%	93.3%	94.3%
毛利	265	253	285	370	567	779
%销售收入	33.2%	30.1%	22.6%	10.8%	6.7%	5.7%
营业税金及附加	-6	-5	-7	-17	-42	-69
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-17	-19	-17	-34	-51	-82
%销售收入	2.2%	2.2%	1.3%	1.0%	0.6%	0.6%
管理费用	-100	-101	-114	-147	-232	-315
%销售收入	12.5%	12.0%	9.1%	4.3%	2.8%	2.3%
研发费用	-28	-31	-34	-48	-67	-110
%销售收入	3.5%	3.7%	2.7%	1.4%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	114	98	113	124	175	203
%销售收入	14.3%	11.6%	8.9%	3.6%	2.1%	1.5%
财务费用	-10	-9	-5	-2	-14	-16
%销售收入	1.3%	1.1%	0.4%	0.1%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-52	-43	-43	-31	-16	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	4	0	0	0
%税前利润	n.a	0.0%	5.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	60	54	75	92	146	186
营业利润率	7.6%	6.4%	6.0%	2.7%	1.7%	1.4%
营业外收支	-1	-3	-3	0	0	0
税前利润	59	51	72	92	146	186
利润率	7.4%	6.0%	5.7%	2.7%	1.7%	1.4%
所得税	-7	-6	-10	-17	-26	-34
所得税率	12.1%	11.3%	14.1%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	52	45	62	75	119	153
少数股东损益	5	5	5	5	5	5
归属于母公司的净利润	47	40	57	70	114	148
净利率	5.9%	4.8%	4.5%	2.1%	1.4%	1.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	52	45	62	75	119	153
少数股东损益	5	5	5	5	5	5
非现金支出	81	74	74	50	38	25
非经营收益	2	1	-1	75	43	70
营运资金变动	-46	-31	76	-144	103	604
经营活动现金净流	89	89	210	57	303	852
资本开支	-15	-38	-18	-75	-25	-25
投资	16	0	5	0	0	0
其他	0	0	-1	0	0	0
投资活动现金净流	0	-38	-14	-75	-25	-25
股权募资	0	1	37	0	0	0
债权募资	-29	45	-168	388	806	353
其他	-25	-23	-23	-36	-88	-129
筹资活动现金净流	-54	23	-154	352	717	224
现金净流量	36	73	42	334	995	1,051

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	213	285	327	658	1,651	2,701
应收款项	703	752	812	1,279	1,696	1,944
存货	23	16	16	33	63	104
其他流动资产	183	173	252	424	860	1,117
流动资产	1,123	1,227	1,407	2,394	4,271	5,867
%总资产	75.0%	75.3%	77.4%	85.7%	91.4%	93.5%
长期投资	54	57	55	55	55	55
固定资产	115	115	105	106	104	100
%总资产	7.7%	7.1%	5.8%	3.8%	2.2%	1.6%
无形资产	153	165	172	228	234	239
非流动资产	373	403	410	401	404	405
%总资产	25.0%	24.7%	22.6%	14.3%	8.6%	6.5%
资产总计	1,496	1,630	1,816	2,795	4,675	6,271
短期借款	72	252	89	477	1,283	1,636
应付款项	203	202	429	831	1,380	2,087
其他流动负债	188	198	237	380	835	1,277
流动负债	463	652	756	1,689	3,497	5,001
长期贷款	137	8	0	0	0	0
其他长期负债	3	8	15	6	5	3
负债	603	667	770	1,695	3,502	5,004
普通股股东权益	854	880	935	983	1,051	1,140
其中：股本	143	201	201	261	261	261
未分配利润	445	475	521	578	646	735
少数股东权益	40	82	112	117	122	127
负债股东权益合计	1,496	1,630	1,816	2,795	4,675	6,271

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.33	0.20	0.28	0.27	0.44	0.57
每股净资产	5.96	4.39	4.66	3.77	4.03	4.37
每股经营现金净流	0.62	0.44	1.05	0.22	1.16	3.27
每股股利	0.07	0.04	0.06	0.05	0.18	0.23
回报率						
净资产收益率	5.5%	4.6%	6.1%	7.1%	10.9%	13.0%
总资产收益率	3.2%	2.5%	3.1%	2.5%	2.4%	2.4%
投入资本收益率	9.1%	7.1%	8.5%	6.5%	5.8%	5.7%
增长率						
主营业务收入增长率	4.5%	5.6%	49.9%	170.9%	146.7%	62.6%
EBIT 增长率	-18.3%	-14.5%	15.6%	10.3%	40.8%	16.1%
净利润增长率	-36.4%	-14.3%	40.2%	23.8%	62.8%	29.2%
总资产增长率	4.6%	8.9%	11.5%	53.9%	67.3%	34.1%
资产管理能力						
应收账款周转天数	331.0	301.5	216.7	130.0	70.0	50.0
存货周转天数	26.2	12.3	6.1	4.0	3.0	3.0
应付账款周转天数	101.9	106.6	107.9	80.0	45.0	40.0
固定资产周转天数	52.9	50.0	30.5	11.3	4.5	2.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.5%	-2.6%	-22.7%	-16.4%	-31.4%	-84.1%
EBIT 利息保障倍数	11.4	11.0	22.1	72.4	12.7	12.7
资产负债率	40.3%	40.9%	42.4%	60.7%	74.9%	79.8%

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
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-05-21	买入	11.75	13.75~13.75
2	2023-07-14	买入	13.91	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806