

建发合诚（603909.SH）

投资评级 买入

上次评级 买入

江宇辉 地产行业首席分析师
执业编号：S15005220100002
联系电话：+86 18621759430
邮箱：jiangyuhui@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

营收及新签约订单大幅增长，计提减值影响单季度利润下降 ——建发合诚（603909.SH）2023 年三季报点评

2023 年 10 月 26 日

本期内容提要：

◆**建筑施工业务带动营收大幅增长，计提减值影响单季利润下降。**2023 年第三季度公司实现营业收入 9.7 亿元，同比增加 202.64%，实现归母净利润 901 万元，同比下降 42.94%；2023 年前三季度实现营业收入 20.29 亿元，同比增加 216.91%，实现归母净利润 2.95 亿元，同比增加 13.32%。公司营收同比实现大幅增长主要受益于公司建筑施工业务落地情况良好，公司建筑施工业务主要承接自控股股东建发国际集团，根据建发国际集团公告，2023 年 1-9 月累计实现权益销售面积 458.8 万平，同比增长 18.0%，我们认为随着控股股东国企优势持续凸显，受益于建发体系的协同，公司的建筑施工业务也有望持续为公司带来业绩增长。归母净利润方面，公司第三季度净利润下降主要受到信用减值损失增加的影响：公司第三季度计提减值准备 925.80 万元，其中信用减值损失 718.01 万元，资产减值损失 207.79 万元，减少公司 2023 年第三季度归属于上市公司净利润 697.23 万元，第三季度计提减值准备增加主要由于：1) 并购于 2018 年 8 月的福建怡鹭部分项目达到 5 年以上，导致第三季度计提减值金额较大；2) 2022 半年度调整施工业务的坏账减值政策，导致 2022 年 Q3 冲回部分已计提减值影响。

◆**建筑施工业务占比增加毛利率下降，费用率进一步改善。**毛利率方面，受到低毛利率业务建筑施工业务收入占比增加，公司第三季度毛利率水平下降为 7%，前三季度毛利率水平为 9.15%。费用率方面，受到承接自控股股东的建筑施工业务营收快速增长影响，公司第三季度销售费用率 0.41%，较去年同期下降 0.81pct，管理费用率 2.89%，较去年同期下降 4pct；前三季度销售费用率 0.59%，较去年同期下降 1.08pct，管理费用率 3.69%，较去年同期下降 6.67pct。

◆**业务协同加快推进，新签订合同金额大幅增长。**公司依托控股股东的战略引领和资源平台，围绕“双轮驱动”&“两域建设”发展战略，加速推进业务协同。前三季度公司累计新签合同总额 118.65 亿元，同比增长 354%，其中勘察设计（含建筑设计）、工程管理、试验检测等工程咨询业务完成新签 6.13 亿元；建筑施工、综合管养等工程施工业务完成新签 112.52 亿元。

◆**预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.29/0.53/0.73 元/股。**随着增量业务快速发展，存量业务提质增效，我们预计公司 2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.29/0.53/0.73 元/股，对应当前股价 PE 分别为 42.57/23.22/16.89 倍，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**房地产行业销售下行幅度扩大，建筑施工业务新项目签订情况不及预期；建筑施工业务落地进度不及预期；应收账款支付延期导致工程回款不及预期。

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	1,261	3,844	7,295	12,205
同比(%)	49.9%	204.9%	89.7%	67.3%
归属母公司净利润（百万元）	57	75	138	190
同比(%)	40.2%	32.9%	83.4%	37.5%
毛利率(%)	22.6%	10.3%	7.3%	5.8%
ROE(%)	6.1%	7.5%	12.1%	14.3%
EPS（摊薄）（元）	0.22	0.29	0.53	0.73
P/E（倍）	56.60	42.57	23.22	16.89
P/B（倍）	3.43	3.20	2.82	2.41
EV/EBITDA（倍）	18.03	21.50	11.33	6.12

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 10 月 25 日收盘价

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,407	2,464	4,073	6,380	营业总收入	1,261	3,844	7,295	12,205
货币资金	327	922	1,354	2,047	营业成本	976	3,447	6,760	11,497
应收票据	4	9	14	20	营业税金及附加	7	19	29	31
应收账款	776	1,018	1,946	3,280	销售费用	17	25	33	49
预付账款	7	10	14	23	管理费用	114	142	219	342
存货	16	23	50	93	研发费用	34	58	88	122
其他	277	482	695	917	财务费用	5	-4	-15	-23
非流动资产	410	433	447	461	减值损失合计	-5	-15	-10	-10
长期股权投资	0	0	0	0	投资净收益	4	3	4	6
固定资产(合计)	105	104	102	100	其他	-31	-46	-1	43
无形资产	38	39	42	47	营业利润	75	99	174	228
其他	266	290	302	314	营业外收支	-3	-3	-3	-3
资产总计	1,816	2,898	4,520	6,842	利润总额	72	95	171	225
流动负债	756	1,745	3,191	5,257	所得税	10	13	24	27
短期借款	85	85	85	85	净利润	62	82	147	198
应付票据	0	0	0	0	少数股东损益	5	7	9	8
应付账款	393	1,053	2,066	3,513	归属母公司净利润	57	75	138	190
其他	278	607	1,041	1,660	EBITDA	106	112	176	223
非流动负债	15	32	61	120	EPS(当年) (元)	0.28	0.29	0.53	0.73
长期借款	0	0	0	0	现金流量表				
其他	15	32	61	120	单位: 百万元				
负债合计	770	1,778	3,253	5,377	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	112	118	127	135	经营活动现金流	210	627	433	659
归属母公司股东权益	935	1,002	1,140	1,330	净利润	62	82	147	198
负债和股东权益	1,816	2,898	4,520	6,842	折旧摊销	30	20	21	21
重要财务指标					财务费用	7	3	3	4
单位: 百万元					投资损失	-4	-3	-4	-6
主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	营运资金变动	76	461	230	411
营业总收入	1,261	3,844	7,295	12,205	其它	39	63	36	31
同比(%)	49.9%	204.9%	89.7%	67.3%	投资活动现金流	-14	-36	-26	-21
归属母公司净利润	57	75	138	190	资本支出	-18	-35	-30	-27
同比(%)	40.2%	32.9%	83.4%	37.5%	长期投资	5	0	0	0
毛利率(%)	22.6%	10.3%	7.3%	5.8%	其他	-1	-1	4	6
ROE(%)	6.1%	7.5%	12.1%	14.3%	筹资活动现金流	-154	5	26	55
EPS(摊薄) (元)	0.22	0.29	0.53	0.73	吸收投资	37	3	0	0
P/E	56.60	42.57	23.22	16.89	借款	111	0	0	0
P/B	3.43	3.20	2.82	2.41	支付利息或股息	-15	-15	-3	-4
EV/EBITDA	18.03	21.50	11.33	6.12	现金净增加额	42	595	432	693

研究团队简介

江宇辉，信达证券房地产行业首席分析师，中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，从事地产行业研究六年，先后供职于中信建投证券、中梁地产集团。曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。