

建发合诚 (603909.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

新签合同额高增，分红比例提升

事件

2024年3月19日，公司发布2023全年业绩：实现营收39.46亿元，同比+212.92%（追溯调整2022年基数，下同）；实现归母净利润6592.4万元，同比+16.35%；实现扣非归母净利润6305.9万元，同比+23.51%。

点评

收入持续高增，归母增速不及预期。公司收入持续高增主要由于建筑施工收入同比+684.8%。公司归母净利润增速不及预期，主要原因：①毛利率较低的建筑施工业务的营收占比上升45.6pct至75.8%；②建筑施工毛利率下降1.8pct至2.51%；③计提资产减值准备5786.8万元，同比增加1455.4万元。

新签合同额高增，未来业绩增长有保障。2023年公司新签合同额126.22亿元，同比+332.7%，其中工程施工业务新签113.1亿元，同比+518.0%。该部分主要承接控股股东建发房产的项目，确定性强、质量高、后续回款更有保障。

现金流持续改善，应收账款加速周转，经营降本增效。2023年公司经营性现金流净额为4.45亿元，同比+111.8%，主要由于公司强化合同应收款管理，年度回款总额约34.1亿元，同比+190%；经营性现金流净额对净利润的覆盖倍数升至5.5x（2022年为3.4x）。受益于营收的大幅增长，2023年公司应收账款周转率为4.9次（2022年为1.7次）；销售费用率0.6%，同比下降0.7pct；管理费用率4.0%，同比下降7.8pct。

提升分红，回馈股东。2023年公司拟派发现金红利约2085万元，分红比例为31.63%，而2016-2022年分红比例均维持在20%-22%，公司首次大幅提升分红率，回馈股东诚意明显。

控股股东持续积极拿地，奠定公司增长基石。根据克而瑞数据，2023年建发房产全口径新增拿地金额888.2亿元，同比逆势增长28.3%，上升至行业第四位；对应拿地强度为0.47，在销售TOP20房企中排第一位。建发房产大力度的拿地为后续公司施工业务的发展奠定了坚实基础。

投资建议

我们略微下调原有预测，预计2024-26年归母净利润分别为0.9亿元、1.1亿元、1.3亿元，同比增速分别为+36.9%、+21.8%和+20.9%。维持“买入”评级，公司股票现价对应2024-26年PE估值为29.0x、23.8x、19.7x。

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

市价（人民币）：10.04元

相关报告：

- 《建发合诚公司点评：新签合同额快增，现金流持续改善》，2023.10.26
- 《建发合诚公司点评：归母利润翻倍增长，新签合同高增》，2023.8.18
- 《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



公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,261	3,946	7,766	11,302	13,191
营业收入增长率	49.9%	212.9%	96.8%	45.5%	16.7%
归母净利润(百万元)	56.7	65.9	90.2	109.9	132.9
归母净利润增长率	40.2%	16.3%	36.9%	21.8%	20.9%
摊薄每股收益(元)	0.28	0.25	0.35	0.42	0.51
每股经营性现金流净额	1.05	1.71	-0.04	0.21	0.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.1%	6.6%	8.7%	9.9%	11.2%
P/E	37.8	44.9	29.0	23.8	19.7
P/B	2.3	3.0	2.5	2.4	2.2

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	841	1,261	3,946	7,766	11,302	13,191
增长率	4.5%	49.9%	212.9%	96.8%	45.5%	16.7%
主营业务成本	-588	-976	-3,596	-7,318	-10,738	-12,561
%销售收入	69.9%	77.4%	91.1%	94.2%	95.0%	95.2%
毛利	253	285	350	448	564	630
%销售收入	30.1%	22.6%	8.9%	5.8%	5.0%	4.8%
营业税金及附加	-5	-7	-15	-39	-57	-66
%销售收入	0.6%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-19	-17	-25	-31	-40	-40
%销售收入	2.2%	1.3%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%
管理费用	-101	-114	-122	-140	-170	-158
%销售收入	12.0%	9.1%	3.1%	1.8%	1.5%	1.2%
研发费用	-31	-34	-36	-40	-45	-53
%销售收入	3.7%	2.7%	0.9%	0.5%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	98	113	152	198	253	313
%销售收入	11.6%	8.9%	3.9%	2.6%	2.2%	2.4%
财务费用	-9	-5	0	1	-22	-36
%销售收入	1.1%	0.4%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%
资产减值损失	-43	-43	-58	-61	-50	-50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	2	2	2	2
%税前利润	0.0%	5.7%	1.9%	1.4%	1.1%	0.9%
营业利润	54	75	99	141	183	229
营业利润率	6.4%	6.0%	2.5%	1.8%	1.6%	1.7%
营业外收支	-3	-3	-2	0	0	0
税前利润	51	72	97	141	183	229
利润率	6.0%	5.7%	2.5%	1.8%	1.6%	1.7%
所得税	-6	-10	-17	-25	-33	-41
所得税率	11.3%	14.1%	17.4%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	45	62	80	115	150	188
少数股东损益	5	5	14	25	40	55
归属于母公司的净利润	40	57	66	90	110	133
净利率	4.8%	4.5%	1.7%	1.2%	1.0%	1.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	45	62	80	115	150	188
少数股东损益	5	5	14	25	40	55
非现金支出	74	74	89	80	73	75
非经营收益	1	-1	-10	96	66	94
营运资金变动	-31	76	286	-305	-222	-192
经营活动现金净流	89	210	445	-14	67	164
资本开支	-38	-18	-17	-73	-25	-25
投资	0	5	-1	0	0	0
其他	0	-1	2	2	2	2
投资活动现金净流	-38	-14	-16	-71	-23	-23
股权募资	1	37	0	0	0	0
债权募资	45	-168	-83	1,018	768	376
其他	-23	-23	-20	-66	-112	-149
筹资活动现金净流	23	-154	-103	952	656	227
现金净流量	73	42	326	867	700	369

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	285	327	651	1,515	2,212	2,579
应收款项	752	812	859	1,112	1,463	1,708
存货	16	16	25	39	55	64
其他流动资产	173	252	1,038	1,202	1,626	1,763
流动资产	1,227	1,407	2,573	3,868	5,357	6,114
%总资产	75.3%	77.4%	85.8%	90.6%	93.0%	93.8%
长期投资	57	55	54	54	54	54
固定资产	115	105	98	98	96	92
%总资产	7.1%	5.8%	3.3%	2.3%	1.7%	1.4%
无形资产	165	172	173	229	234	240
非流动资产	403	410	425	399	402	402
%总资产	24.7%	22.6%	14.2%	9.4%	7.0%	6.2%
资产总计	1,630	1,816	2,998	4,267	5,759	6,516
短期借款	252	89	9	1,027	1,795	2,171
应付款项	202	429	1,537	1,702	2,197	2,391
其他流动负债	198	237	310	335	460	514
流动负债	652	756	1,855	3,063	4,451	5,076
长期贷款	8	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	15	22	9	7	5
负债	667	770	1,878	3,072	4,458	5,081
普通股股东权益	880	935	994	1,043	1,109	1,189
其中：股本	201	201	261	321	321	321
未分配利润	475	521	572	631	696	776
少数股东权益	82	112	127	152	192	247
负债股东权益合计	1,630	1,816	2,998	4,267	5,759	6,516

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.20	0.28	0.25	0.35	0.42	0.51
每股净资产	4.39	4.66	3.81	4.00	4.25	4.56
每股经营现金净流	0.44	1.05	1.71	-0.04	0.21	0.51
每股股利	0.07	0.04	0.08	0.10	0.14	0.17
回报率						
净资产收益率	4.6%	6.1%	6.6%	8.7%	9.9%	11.2%
总资产收益率	2.5%	3.1%	2.2%	2.1%	1.9%	2.0%
投入资本收益率	7.1%	8.5%	11.1%	7.3%	6.7%	7.1%
增长率						
主营业务收入增长率	5.6%	49.9%	212.9%	96.8%	45.5%	16.7%
EBIT增长率	-14.5%	15.6%	35.2%	30.0%	27.8%	23.8%
净利润增长率	-14.3%	40.2%	16.3%	36.9%	21.8%	20.9%
总资产增长率	8.9%	11.5%	65.1%	42.3%	35.0%	13.2%
资产管理能力						
应收账款周转天数	301.5	216.7	74.4	50.0	45.0	45.0
存货周转天数	12.3	6.1	2.1	2.0	1.9	1.9
应付账款周转天数	106.6	107.9	93.6	80.0	70.0	65.0
固定资产周转天数	50.0	30.5	9.0	4.6	3.1	2.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.6%	-22.7%	-57.4%	-40.9%	-32.1%	-28.4%
EBIT利息保障倍数	11.0	22.1	871.4	-155.9	11.5	8.7
资产负债率	40.9%	42.4%	62.6%	72.0%	77.4%	78.0%

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
买入	0	0	1	1	7
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

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
3	2023-08-18	买入	13.17	N/A
4	2023-10-26	买入	12.31	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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 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 18 楼 1806