

# 建发合诚 (603909.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩处上升期，受益政策利好

### 事件

2024年10月14日，公司发布2024年三季度业绩预告：预计实现归母净利润6335.29万元，同比+114.59%；实现扣非归母净利润5828.29万元，同比+123.21%。

### 点评

**业绩持续高增长。**2024前三季度，公司归母净利润及扣非归母净利润均实现超100%增速，主因公司建筑施工业务营收增长，有效带动了净利润的提升。近期自上而下出台一揽子政策，进一步释放刚性和改善性住房需求，支持推动房地产市场止跌回稳。公司建筑施工业务主要承接控股股东的房产开发项目，若楼市基本面逐步改善，则有利于公司与控股股东之间业务的协同推进。

**城市改造更新有望为公司带来业务增量。**国家发改委在10月8日的新闻发布会上表示，目前我国城市发展已经进入了增量建设和存量更新并重的阶段，城市改造更新的任务将越来越重。提前下达的明年两个1000亿元投资项目清单中，优先支持一批城市更新重点项目，目前城市地下管网资金需求量大，项目成熟，会优先支持地下管网建设项目。公司将凭借其在“工程医院”理念下的检测设计运维一体化服务能力，能够积极参与城市地下管网改造和排水防涝等工程建设，有望积极介入更多城市更新业务。

**地方化债有利于公司回款及承接增量业务。**财政部在10月12日的新闻发布会上表示，拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，是近年来支持化债力度最大的一项措施。地方化债力度加强将有助于加快公司合同应收款项的回收，进而提升资产质量、改善ROE和现金流状况。此外，地方政府在化解债务风险后，可能释放出更多的资金用于基础设施建设，公司作为工程技术服务企业，有望从中受益。

### 投资建议

我们维持盈利预测不变，预计2024-2026年归母净利润分别为8171万元、9900万元、11864万元，同比增速分别为+24%、+21%和+20%。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2024-26年PE估值分别为26.0x、21.5x、17.9x。

### 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：池天惠 (执业S1130524080002)

chitianhui@gjzq.com.cn

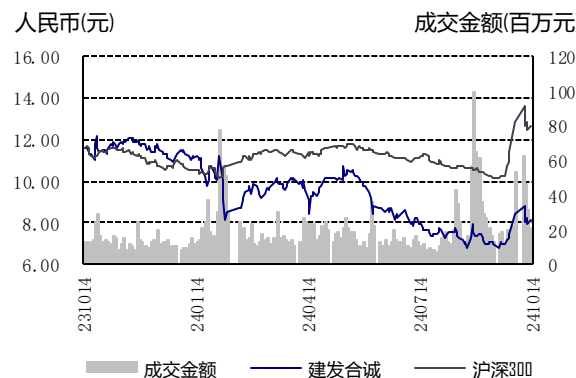
联系人：何裕佳

heyujia@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：8.16元

### 相关报告：

- 《建发合诚公司点评：业绩持续上升，提质增效回款高增》，2024.8.22
- 《建发合诚公司点评：归母净利高增，大股东销投表现良好》，2024.7.10
- 《建发合诚公司点评：业绩持续高增，践行提质增效重回报》，2024.4.25



### 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	6,711	9,944	12,729
营业收入增长率	49.9%	212.9%	70.1%	48.2%	28.0%
归母净利润(百万元)	56.7	65.9	81.7	99.0	118.6
归母净利润增长率	40.2%	16.3%	23.9%	21.2%	19.8%
摊薄每股收益(元)	0.28	0.25	0.31	0.38	0.46
每股经营性现金流净额	1.05	1.71	0.03	0.20	0.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.1%	6.6%	7.9%	9.0%	10.2%
P/E	37.8	44.9	26.0	21.5	17.9
P/B	2.3	3.0	2.1	1.9	1.8

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
<b>主营业务收入</b>	<b>841</b>	<b>1,261</b>	<b>3,946</b>	<b>6,711</b>	<b>9,944</b>	<b>12,729</b>
增长率	4.5%	49.9%	212.9%	70.1%	48.2%	28.0%
主营业务成本	-588	-976	-3,596	-6,288	-9,438	-12,139
%销售收入	69.9%	77.4%	91.1%	93.7%	94.9%	95.4%
毛利	253	285	350	423	506	590
%销售收入	30.1%	22.6%	8.9%	6.3%	5.1%	4.6%
营业税金及附加	-5	-7	-15	-34	-50	-64
%销售收入	0.6%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-19	-17	-25	-30	-37	-42
%销售收入	2.2%	1.3%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%
管理费用	-101	-114	-122	-131	-139	-146
%销售收入	12.0%	9.1%	3.1%	2.0%	1.4%	1.2%
研发费用	-31	-34	-36	-40	-48	-53
%销售收入	3.7%	2.7%	0.9%	0.6%	0.5%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	98	113	152	188	232	285
%销售收入	11.6%	8.9%	3.9%	2.8%	2.3%	2.2%
财务费用	-9	-5	0	4	-15	-31
%销售收入	1.1%	0.4%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.2%
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%	1.5%	1.2%	1.0%
营业利润	54	75	99	134	170	206
营业利润率	6.4%	6.0%	2.5%	2.0%	1.7%	1.6%
营业外收支	-3	-3	-2	0	0	0
税前利润	51	72	97	134	170	206
利润率	6.0%	5.7%	2.5%	2.0%	1.7%	1.6%
所得税	-6	-10	-17	-24	-31	-37
所得税率	11.3%	14.1%	17.4%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	45	62	80	110	139	169
少数股东损益	5	5	14	28	40	50
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>40</b>	<b>57</b>	<b>66</b>	<b>82</b>	<b>99</b>	<b>119</b>
净利率	4.8%	4.5%	1.7%	1.2%	1.0%	0.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	45	62	80	110	139	169
少数股东损益	5	5	14	28	40	50
非现金支出	74	74	89	80	73	75
非经营收益	1	-1	-10	90	53	84
营运资金变动	-31	76	286	-270	-201	-227
<b>经营活动现金净流</b>	<b>89</b>	<b>210</b>	<b>445</b>	<b>10</b>	<b>64</b>	<b>100</b>
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-38</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>	<b>-71</b>	<b>-23</b>	<b>-23</b>
股权募资	1	37	0	0	0	0
债权募资	45	-168	-83	776	695	605
其他	-23	-23	-20	-58	-95	-133
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>23</b>	<b>-154</b>	<b>-103</b>	<b>719</b>	<b>600</b>	<b>472</b>
<b>现金净流量</b>	<b>73</b>	<b>42</b>	<b>326</b>	<b>658</b>	<b>641</b>	<b>549</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	285	327	651	1,306	1,944	2,492
应收款项	752	812	859	961	1,288	1,648
存货	16	16	25	34	48	62
其他流动资产	173	252	1,038	1,042	1,434	1,702
流动资产	1,227	1,407	2,573	3,342	4,714	5,904
%总资产	75.3%	77.4%	85.8%	89.3%	92.1%	93.6%
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%	2.6%	1.9%	1.5%
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%	10.7%	7.9%	6.4%
<b>资产总计</b>	<b>1,630</b>	<b>1,816</b>	<b>2,998</b>	<b>3,741</b>	<b>5,116</b>	<b>6,306</b>
短期借款	252	89	9	785	1,480	2,085
应付款项	202	429	1,537	1,463	1,931	2,310
其他流动负债	198	237	310	292	406	493
流动负债	652	756	1,855	2,539	3,817	4,888
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	2,549	3,824	4,893
<b>普通股股东权益</b>	<b>880</b>	<b>935</b>	<b>994</b>	<b>1,037</b>	<b>1,097</b>	<b>1,168</b>
其中：股本	201	201	261	321	321	321
未分配利润	475	521	572	625	684	756
少数股东权益	82	112	127	155	195	245
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,630</b>	<b>1,816</b>	<b>2,998</b>	<b>3,741</b>	<b>5,116</b>	<b>6,306</b>

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.20	0.28	0.25	0.31	0.38	0.46
每股净资产	4.39	4.66	3.81	3.98	4.21	4.48
每股经营现金净流	0.44	1.05	1.71	0.03	0.20	0.31
每股股利	0.07	0.04	0.08	0.09	0.12	0.15
<b>回报率</b>						
净资产收益率	4.6%	6.1%	6.6%	7.9%	9.0%	10.2%
总资产收益率	2.5%	3.1%	2.2%	2.2%	1.9%	1.9%
投入资本收益率	7.1%	8.5%	11.1%	7.8%	6.9%	6.7%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	5.6%	49.9%	212.9%	70.1%	48.2%	28.0%
EBIT 增长率	-14.5%	15.6%	35.2%	23.4%	23.6%	22.5%
净利润增长率	-14.3%	40.2%	16.3%	23.9%	21.2%	19.8%
总资产增长率	8.9%	11.5%	65.1%	24.8%	36.7%	23.3%
<b>资产管理能力</b>						
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	5.3	3.5	2.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-2.6%	-22.7%	-57.4%	-43.7%	-36.0%	-28.8%
EBIT 利息保障倍数	11.0	22.1	871.4	-42.2	15.9	9.2
资产负债率	40.9%	42.4%	62.6%	68.1%	74.7%	77.6%

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	5	5	8
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
5	2024-03-20	买入	10.04	N/A
6	2024-04-25	买入	9.75	N/A
7	2024-07-10	买入	8.02	N/A
8	2024-08-22	买入	7.03	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



**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：021-80234211	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