

**评级：买入(维持)**

市场价格：8.38

目标价格：9.93

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

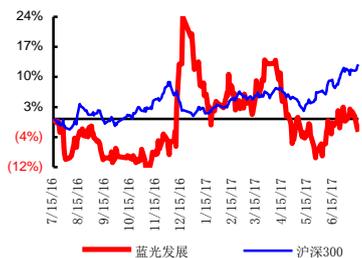
联系人：倪一琛

电话：021-20315288

Email: niyc@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	2,134
流通股本(百万股)	883
市价(元)	8.38
市值(百万元)	17,885
流通市值(百万元)	7,396

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 2017 年业绩加速释放

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	17,598.36	21,328.81	24,829.3	31,781.5	41,316.0
增长率 yoy%	14.89%	21.20%	16.41%	28.00%	30.00%
净利润	805.00	895.77	1,520.99	1,980.52	2,618.40
增长率 yoy%	-7.51%	11.28%	69.80%	30.21%	32.21%
每股收益(元)	0.38	0.42	0.71	0.93	1.23
每股现金流量					
净资产收益率	9.42%	9.86%	15.11%	16.74%	18.39%
P/E	38.00	23.05	11.43	8.78	6.64
PEG					
P/B					

备注：

**投资要点**

■ **事件：**公司发布“蓝色共享”员工事业合伙人管理办法，实施员工项目跟投机制。

■ **完善激励机制，助力未来成长**

本次蓝光发展的项目跟投机制有以下特点：**1、跟投人员范围广：**公司跟投人员分为总部和区域两个平台，总部一级职能部门总经理及以上、区域公司高管等强制跟投，总部正式员工及区域公司等正式员工可自愿跟投；**2、跟投股权比例高：**公司总部和区域合伙平台合计持有项目股权比例上限为 15%，和业内最高的碧桂园、阳光城一致，高于万科、金地的 10%；**3、退出机制灵活：**当项目整体去化率达到 90%时，就启动退出机制。此次公司出台项目跟投机制，我们认为是对公司激励制度的进一步补充和完善（中长期的股票期权和短期的项目跟投结合），扩大激励对象范围（覆盖更多基层员工），有效绑定员工和企业核心利益，助力公司未来成长。

■ **销售高速增长，并购整合发力**

根据克尔瑞销售排行，公司上半年实现销售额接近 300 亿元，同比增速超过 180%，17 年 500 亿销售目标完成度超过 60%。展望下半年，公司可售资源充裕，全年可售货值 1000 亿元，叠加上半年的高基数，我们认为公司全年销售额有望向更高目标发起冲击。拿地方面，上半年公司新增项目规划建面 255 万平、总地价 102 亿元，同比增长 215%、163%，楼面价同比下降 17%，拿地成本下降主要得益于公司加大了并购力度，上半年收购项目建面占比达到 71%；从拿地区域来看，新增地块多集中于二线省会城市，占比达到 79%。

■ **融资成本稳步降低**

公司 2015 年的融资成本超过 10%，16 年公司发行了 274 亿的有息负债，融资成本 9.06%，同时公司在 16 年底发了 80 亿中票和公司债，平均成本 5.7%，融资成本进一步降低，预计 2017-2019 年利润率将进一步提高。

■ **盈利预测及投资评级**

公司已经完成从西南走向全国的布局，在“人居蓝光+生命蓝光”双擎战略驱动下，公司发展将步入快车道，业绩有望迎加速拐点。我们预计 2017、2018 年 EPS 为 0.7、0.93 元，按照目前股价，对应 PE11x、8.7x，维持“买入”评级。

■ **风险提示事件：**业绩及销售不达预期、政策调控风险等。

图表 1: 蓝光发展财务预测

损益表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,531,804	1,759,836	2,132,881	2,482,936	3,178,158	4,131,605
增长率	3963.98%	14.9%	21.2%	16.4%	28.0%	30.0%
营业成本	-1,063,227	-1,238,099	-1,600,217	-1,817,509	-2,335,946	-3,040,861
% 销售收入	69.4%	70.4%	75.0%	73.2%	73.5%	73.6%
毛利	468,577	521,737	532,664	665,427	842,212	1,090,744
% 销售收入	30.6%	29.6%	25.0%	26.8%	26.5%	26.4%
营业税金及附加	-130,828	-142,941	-158,385	-181,254	-233,595	-301,607
% 销售收入	8.5%	8.1%	7.4%	7.3%	7.4%	7.3%
营业费用	-68,040	-75,071	-93,883	-106,766	-136,661	-181,791
% 销售收入	4.4%	4.3%	4.4%	4.3%	4.3%	4.4%
管理费用	-56,125	-61,705	-75,105	-86,903	-111,236	-144,606
% 销售收入	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	213,584	242,020	205,290	290,503	360,721	462,740
% 销售收入	13.9%	13.8%	9.6%	11.7%	11.4%	11.2%
财务费用	-26,829	-32,168	-33,521	-45,446	-45,446	-45,446
% 销售收入	1.8%	1.8%	1.6%	1.8%	1.4%	1.1%
资产减值损失	-32,012	-45,194	-33,657	-11,432	-12,573	-10,097
公允价值变动收益	-19,972	-12,462	-4,818	2,187	4,356	-1,244
投资收益	4,233	-858	13,835	0	0	0
% 税前利润	3.0%	—	9.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	139,004	151,338	147,129	235,812	307,058	405,953
营业利润率	9.1%	8.6%	6.9%	9.5%	9.7%	9.8%
营业外收支	49	-1,282	-347	0	0	0
税前利润	139,053	150,056	146,782	235,812	307,058	405,953
利润率	9.1%	8.5%	6.9%	9.5%	9.7%	9.8%
所得税	-49,908	-54,632	-57,794	-82,534	-107,470	-142,083
所得税率	35.9%	36.4%	39.4%	35.0%	35.0%	35.0%
净利润	89,145	95,424	88,988	153,278	199,588	263,869
少数股东损益	2,105	14,924	-589	1,179	1,535	2,030
归属于母公司的净利润	87,040	80,500	89,577	152,099	198,052	261,840
净利率	5.7%	4.6%	4.2%	6.1%	6.2%	6.3%

现金流量表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	89,145	95,424	88,988	153,278	199,588	263,869
少数股东损益	0	0	0	1,179	1,535	2,030
非现金支出	40,074	51,841	40,717	11,432	12,573	10,097
非经营收益	32,375	47,048	-20,857	43,259	41,090	46,690
营运资金变动	29,294	-51,269	-377,659	569,690	-136,982	-30,862
经营活动现金净流	190,887	143,044	-268,812	778,838	117,804	291,824
资本开支	25,688	6,447	7,746	-15,588	0	0
投资	-3,803	-22,096	-158,000	0	0	0
其他	-1,730	3,083	-46,684	2,187	4,356	-1,244
投资活动现金净流	-31,221	-25,461	-212,431	17,775	4,356	-1,244
股权募资	107,620	362,293	264,891	0	0	0
债权募资	290,964	-51,470	908,688	-374,346	0	0
其他	-392,549	-379,006	-347,923	-45,446	-66,798	-66,798
筹资活动现金净流	6,034	-68,184	825,656	-419,792	-66,798	-66,798
现金净流量	165,700	49,400	344,414	376,820	55,362	223,782

资产负债表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	518,019	558,573	917,132	1,292,773	1,346,599	1,568,352
应收款项	102,449	138,995	142,636	161,669	206,066	270,139
存货	3,368,918	3,928,812	5,059,509	4,879,887	5,887,864	7,081,458
其他流动资产	288,079	319,631	325,934	396,822	474,808	576,488
流动资产	4,277,465	4,946,011	6,445,211	6,731,152	7,915,338	9,496,437
% 总资产	86.2%	88.0%	87.9%	88.6%	90.3%	91.9%
长期投资	490,208	460,751	613,418	613,418	613,418	613,418
固定资产	118,440	119,431	114,924	103,492	90,919	80,822
% 总资产	2.4%	2.1%	1.6%	1.4%	1.0%	0.8%
无形资产	20,394	21,989	35,038	19,450	19,450	19,450
非流动资产	685,494	677,311	890,637	863,618	851,045	840,948
% 总资产	13.8%	12.0%	12.1%	11.4%	9.7%	8.1%
资产总计	4,962,958	5,623,323	7,335,848	7,594,769	8,766,382	10,337,384
短期借款	1,161,950	798,624	825,494	451,148	451,148	451,148
应付款项	2,073,838	2,442,646	2,867,046	3,330,076	4,260,220	5,494,394
其他流动负债	202,034	189,008	254,526	292,837	356,071	450,382
流动负债	3,437,822	3,430,278	3,947,066	4,074,061	5,067,439	6,395,924
长期贷款	653,033	924,293	1,009,911	1,009,911	1,009,911	1,009,911
其他长期负债	190,583	167,981	1,099,033	1,099,033	1,099,033	1,099,033
负债	4,281,438	4,522,551	6,056,010	6,183,006	7,176,383	8,504,868
普通股股东权益	549,791	854,729	876,006	1,006,753	1,183,454	1,423,941
少数股东权益	123,334	246,043	403,831	405,010	406,546	408,575
负债股东权益合计	4,954,562	5,623,323	7,335,848	7,594,769	8,766,382	10,337,384

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.464	0.377	0.409	0.712	0.928	1.226
每股净资产(元)	2.929	4.001	4.103	4.715	5.543	6.669
每股经营现金净流(元)	1.017	0.670	-1.259	3.642	0.545	1.357
每股股利(元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	15.83%	9.42%	9.86%	15.11%	16.74%	18.39%
总资产收益率	1.76%	1.43%	1.22%	2.00%	2.26%	2.53%
投入资本收益率	8.63%	7.95%	4.93%	9.90%	11.54%	14.65%
增长率						
营业总收入增长率	3963.98%	14.89%	21.20%	16.41%	28.00%	30.00%
EBIT增长率	52470.33%	13.31%	-15.18%	41.51%	24.17%	28.28%
净利润增长率	3763.54%	-7.51%	11.28%	69.80%	30.21%	32.21%
总资产增长率	7474.15%	13.50%	30.45%	3.53%	15.43%	17.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.4	7.1	7.7	7.5	7.4	7.5
存货周转天数	579.2	1,075.7	1,025.1	980.0	920.0	850.0
应付账款周转天数	61.1	130.5	120.8	125.0	125.0	125.0
固定资产周转天数	14.0	19.3	15.3	12.7	9.9	7.6
偿债能力						
净负债/股东权益	192.67%	105.78%	133.75%	68.12%	57.10%	37.44%
EBIT利息保障倍数	8.0	7.5	6.1	6.4	7.9	10.2
资产负债率	86.41%	80.42%	82.55%	81.41%	81.86%	82.27%

来源: Wind, 中泰证券研究所

## 投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。