

蓝光发展 (600466.SH)

结算进入正轨, 管控提效销售落地

核心观点:

● 业绩大幅提升, 毛利改善可期

17年上半年, 公司实现营业总收入 64.4 亿元, 同比增长 32.0%, 实现归母净利润 2.8 亿元, 同比增长 12 倍。上半年竣工面积与去年同期相比提升 119%, 利润增速较快原因有二, 其一, 整体毛利率水平平均有所提高, 其二, 当期确认营业税金及附加规模大幅下降。需要关注的是, 公司管理及销售费率在 17 年上半年出现了显著的下降, 上半年完成了去年全年的销售规模, 而费用仅为去年的一半。

● 销售量价齐升, 布局结构优化

公司上半年能实现签约销售金额 302.74 亿元, 同比增长 188.16%, 销售面积同比增长 163.7%, 同比增长 163.7%, 销售均价达到 10023 元/平方米, 与去年同期相比提高 9.27%。作为主要项目布局在二线核心城市的企业, 在限购限价政策严格执行的背景下, 公司凭借在中西部区域的储备优势, 以及改善性产品占比的提高, 逆势实现了量价齐升。

● 土地投资稳健, 融资不断创新

17年上半年, 公司通过各种方法累计获取土地共 130 亿元, 共获取土地总规划建筑面积共 302.6 万方, 合计新增货值规模约 400 亿元。

● 预计 17、18 年的业绩分别为 0.60 和 1.18 元/股, 维持为“买入”评级。

17年上半年单城市销售规模都有所提升, 销售规模具备冲击全年 600 亿元的实力, 同时较好的管控费率以及稳定的杠杆位置, 都使公司的规模传导到业绩增长的质量提升。

● 风险提示

地产开发业务受到行业调控政策限制, 土地资源储备略显不足。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	17,598	21,329	25,004	37,573	45,991
增长率(%)	4309.37%	21.20%	17.23%	50.27%	22.40%
EBITDA(百万元)	2,478	2,122	2,292	4,520	6,165
净利润(百万元)	805	896	1,282	2,516	3,403
增长率(%)	6298.47%	11.28%	43.10%	96.30%	35.24%
EPS(元/股)	0.38	0.42	0.60	1.18	1.59
市盈率(P/E)	23.77	21.36	14.92	7.60	5.62
市净率(P/B)	2.15	1.92	1.89	1.51	1.19
EV/EBITDA	16.93	17.81	18.86	12.62	10.67

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

9.41 元

前次评级

买入

报告日期

2017-09-02

相对市场表现



分析师: 乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师: 郭镇 S0260514080003



010-59136622



guoz@gf.com.cn

相关研究:

成长有道, 发力未来

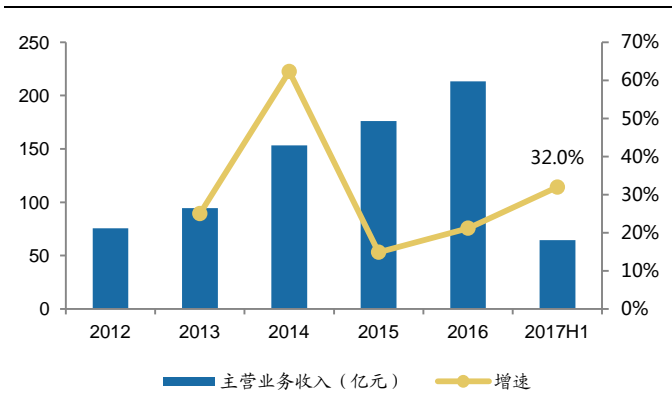
2017-08-11

业绩大幅提升，毛利改善可期

2017年上半年，公司实现营业总收入64.4亿元，同比增长32.0%，实现营业利润4.50亿元，同比增长650%，实现归属于上市公司股东的净利润2.8亿元，同比增长12倍，每股收益0.12元。

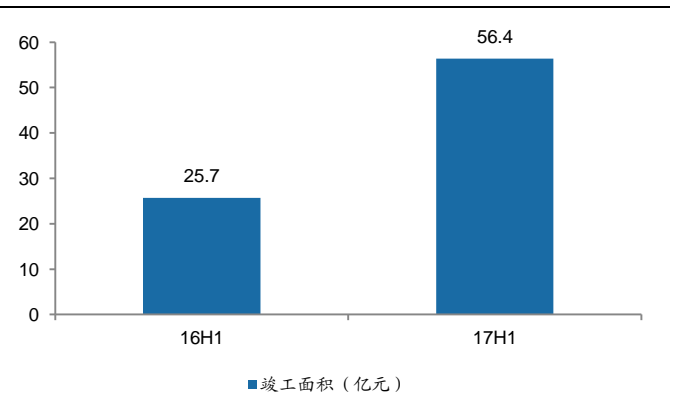
公司主营业务收入增长的主要原因在于房地产结算规模较去年同期提升32.63%，竣工面积与去年同期相比提升119%。而营业利润增长大幅高于主营业务增速的原因有二，其一，公司地产及其他业务毛利率水平均有所提高，地产综合毛利率达到24.24%，与去年同期相比提升1.73个百分点，与16年全年相比提升1.11个百分点；其二，当期确认营业税金及附加规模大幅下降，从结构来看营业税的下降是主要原因。

图1：蓝光发展主营业务收入（亿元）及增速



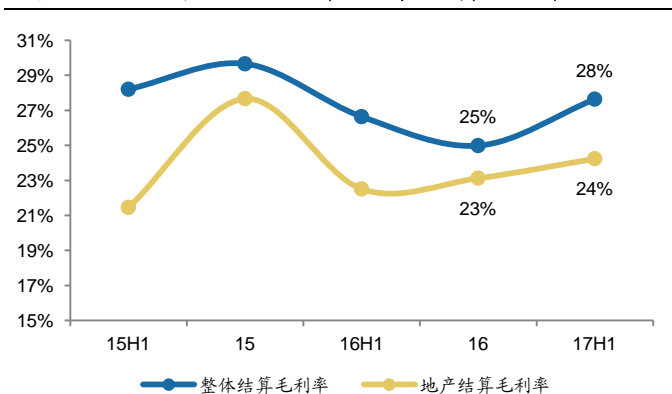
数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图2：蓝光发展竣工面积（万方）



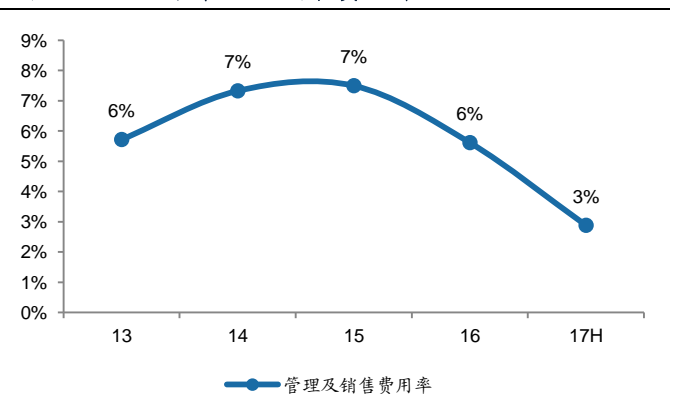
数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图3：蓝光发展整体毛利率及地产结算毛利率变化



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图4：蓝光发展管理及销售费用率变化

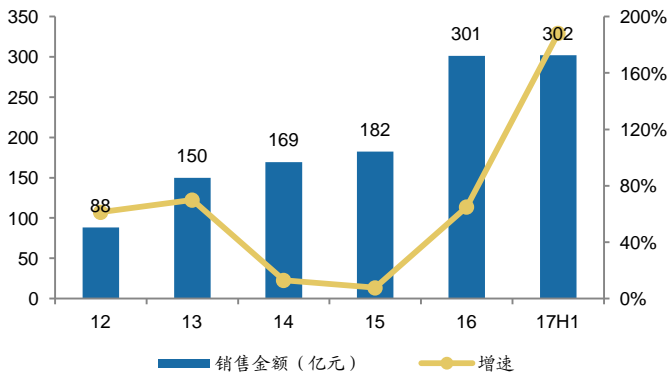


数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

需要关注的是，公司管理及销售费率在17年上半年出现了显著的下降，用切实的经营数据反馈了成本控制能力的提升。13年开始公司大举进入了中部以及东部区域，拓展了销售规模的增长点的同时，作为走出去的代价，管理及销售费用率大幅提

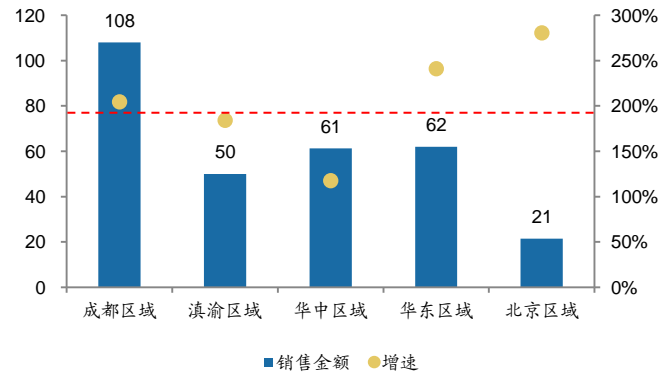
升。16年以后随着新近市场团队日渐成熟，各方面沟通成本的下降，销售规模增长的同时费用水平反而出现下降，17年上半年公司完成了与去年全年的销售规模，而费用仅为去年的一半。

图5: 蓝光发展销售金额(亿元)及增速



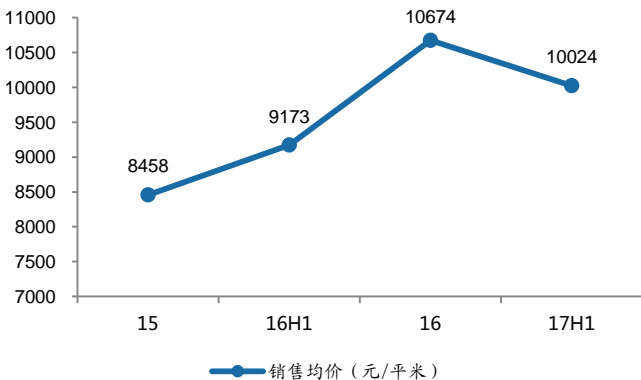
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图6: 蓝光发展区域销售结构变化



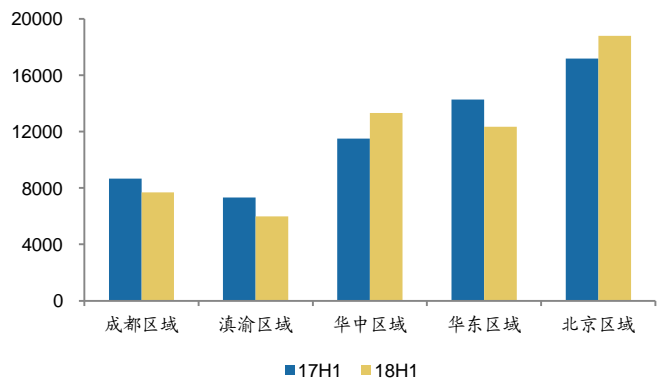
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图7: 蓝光发展销售均价变化



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图8: 蓝光发展区域销售均价变化



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

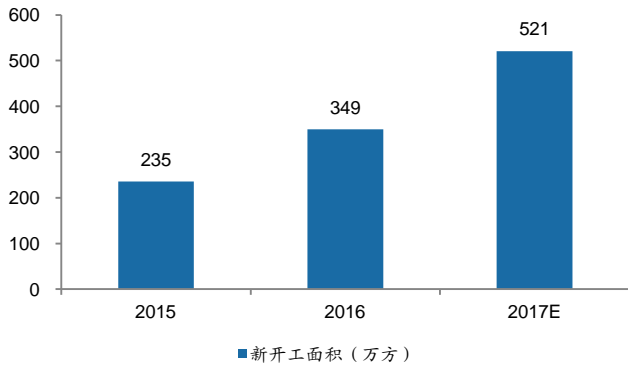
销售量价齐升, 布局结构优化

销售方面, 公司上半年能实现签约销售金额302.74亿元, 同比增长188.16%, 销售面积同比增长163.7%, 同比增长163.7%, 销售均价达到10023元/平方米, 与去年同期相比提高9.27%。作为主要项目布局在二线核心城市的企业, 在限购限价政策严格执行的背景下, 公司凭借在中西部区域的储备优势, 以及改善性产品占比的提高, 逆势实现了量价齐升。销售结构方面, 公司各区域销售同比均大幅提升, 其中成都区域销售金额达到108亿, 单区域有望冲击200亿; 新拓展区域中华东区域、北京区域增速超过200%, 作为公司战略拓展的重要方向, 极好的完成了集团的目标任务。

新开工方面, 公司上17年上半年实现新开工面积200.78万方, 同比增长55.1%, 下半年公司计划新开工319.94万方, 全年实际新开工面积达到520万方, 与去年同期

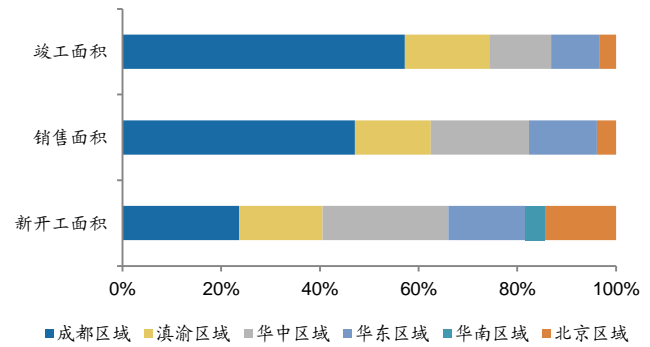
相比增长50%，为后续的货值规模增加奠定了坚实的基础。从新开工、销售、竣工三个界面的面积数据来看公司近两年区域分布的变化可以看出，竣工结构基本上体现了过去的销售结构，以川渝地区项目为主，而新开工面积的分布中可以看出，新布局区的项目占比及货值权重将逐步提升。

图9：蓝光发展新开工面积（万方）



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图10：蓝光发展17H新开工、销售、竣工面积分布

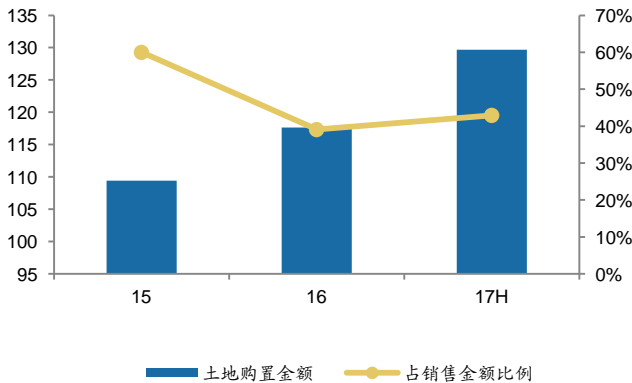


数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

土地投资稳健，融资不断创新

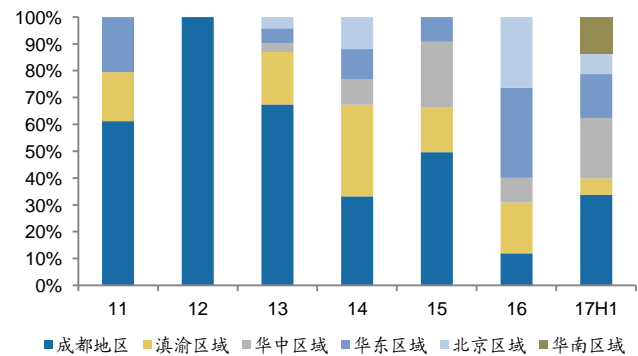
17年上半年，公司通过各种方法累计获取土地共130亿元，共获取土地总规划建筑面积共302.6万方，合计新增货值规模约400亿元。上半年，公司东进、南下全国化布局战略齐头并进，成功获取多宗重点目标城市优质土地资源，为后续发展聚集了优质资源；新进太原、杭州、惠州、南通等城市，进一步扩大战略纵深，有效应对市场风险。聚焦住宅资源，持续优化投资体系，并通过合作、并购等多元化模式外拓资源渠道，报告期内实现非直接招拍挂项目的储备资源占比达89%，多元化的投资能力显著提升。

图11：蓝光发展土地投资金额及占销售金额比例



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图12：蓝光发展土地投资区域占比



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

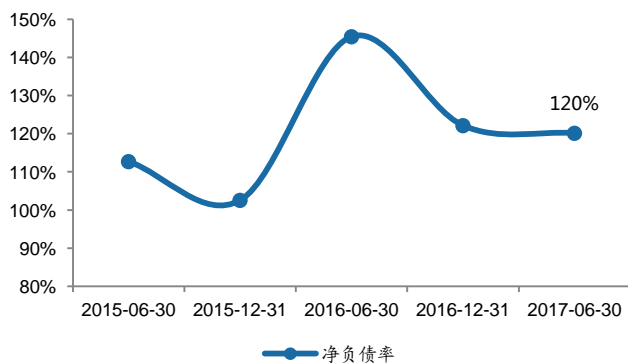
13年以后，公司明显加快了全国重点城市的布局策略，实现从“四川蓝光”迈向“中国蓝光”的全面升华。针对不同区域，公司采用差异的布局策略。华中区域，公司采取核心省会城市深耕战略，在武汉、合肥、长沙、南昌等地全方位拓展，在每个城市都拥有2-3个项目。华东区域，公司围绕南京、苏州、杭州等核心二线城市拓展项目，同时在兼顾城市圈附近的三线城市，实现协同布局全面发展，16年公司在上海成立东部中心，区域拓展决心可见一斑。

表 1: 蓝光发展上半年土地投资情况

时间	项目/土地	区域	股权比例	项目用途	建筑面积	总地价	楼面价	预计货值
					(万平方米)	(亿元)	(元/平米)	(亿元)
2017年8月	苏(2017)如皋市不动产权第0008227号	江苏如皋市	90%	商住	11.04	1.70	1540	6.62
2017年6月	成都海润置业有限公司下属项目	成都双流区	100%	商住	99.58	34.05	3419	129.45
2017年6月	安宁市太平新城云报记者村二期	昆明安宁市	51%	住宅	12.38	1.55	1252	6.19
2017年6月	南充市2017-b-5号地块	四川南充	100%	商住	6.92	1.65	2384	3.81
2017年6月	扬州雨润房地产开发有限公司100%股权	江苏扬州	100%	商住	40.22	25.60	6365	38.21
2017年5月	太原市140109003002GB00024号地块	山西太原	80%	住宅	2.95	1.98	6705	2.95
2017年5月	杭州市33010802206200005、04号地块	杭州萧山	90%	住宅	11.00	1.95	1773	7.15
2017年5月	惠州市和胜置业有限公司	广东惠州	51%	商住	20.04	12.46	6217	30.06
2017年5月	天津杨柳青项目收购	天津西青	100%	商住	21.53	21.29	9887	40.91
2017年4月	长沙市430104013014GY01004号地块	长沙岳麓区	42%	商住	34.88	5.30	1519	41.86
2017年4月	合肥市肥东县地块一宗	合肥肥东	100%	住宅	12.56	7.55	6013	12.56
2017年3月	九龙坡区大杨石组团D分区	重庆九龙坡	100%	商住	6.85	5.50	8026	8.22
2017年2月	惠州市GP2016-31号、GP2016-32号土地	广东惠州	75%	商住	22.66	9.09	4012	27.19
2017年1月	南昌市DAFJ2016042号地块	江西南昌	100%	商住	10.95	10.87	9930	19.70
2017年1月	合肥市XZQTD212号地块	合肥新站区	100%	住宅	12.64	10.12	8010	18.95
17年合计					302.62	129.67		393.85

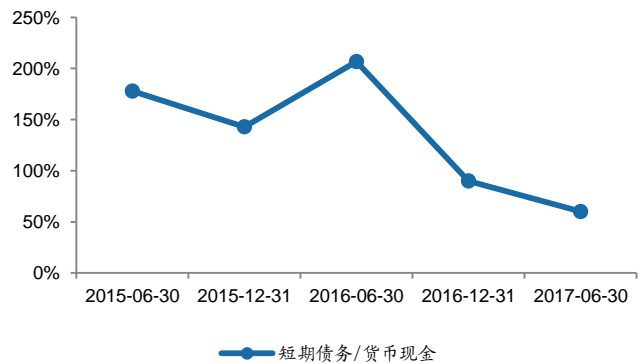
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图13: 蓝光发展净负债率



数据来源：广发证券发展研究中心

图14: 蓝光发展短期债务压力



数据来源：广发证券发展研究中心

融资方面，公司探索多元化的融资渠道，降低存量负债成本，充分发挥资本市场

平台优势，积极推进 ABS、ABN、私募债、优先股多种债务及权益性融资。公司上半年提出了45亿永续中期票据，并且在8月22日收到中国银行间市场交易商协会出具的接受通知。提出不超过30亿的尾款资产证券化计划，以及优先股发行计划。全年计划将存量借款成本降至7.5%左右。

截止到17年中期，公司净负债率水平位为120%，与16年年底相比基本维持稳定，公司上半年土地投资相对较为谨慎，且回款大幅提升，部分改善了公司净负债率，随着永续中票以及未来优先股流程的推进，净负债率水平有望进一步下降。短期债务压力公司在不断优化，17年中期与16年底相比下降30个百分点，货币现金对于短期债务覆盖率提升。

盈利预测

蓝光发展以地产开发业务为核心，以医药+3D打印及物业管理业务为辅助的业务模式，在公司完成上市之后将会迎来崭新的发展机遇。17年上半年单城市销售规模都有所提升，销售规模具备冲击全年600亿元的实力，同时较好的管控费率以及稳定的杠杆位置，都使公司的规模传导到业绩增长的质量提升。预计公司17、18年归母净利润规模为12.82亿、25.16亿元，维持“买入”评级。

风险提示

地产开发业务受到行业调控政策限制，土地资源储备无法满足规模增长需求。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	49,471	64,458	107,407	170,422	241,634
货币资金	5,586	9,171	9,187	12,250	15,312
应收及预付	3,425	3,360	10,328	10,360	11,653
存货	39,288	50,595	86,567	146,488	213,344
其他流动资产	1,172	1,331	1,325	1,325	1,325
非流动资产	6,773	8,906	9,718	10,612	11,649
长期股权投资	263	953	1,191	1,399	1,644
固定资产	918	865	908	963	1,021
在建工程	276	284	437	586	732
无形资产	202	309	309	309	309
其他长期资产	5,114	6,495	6,873	7,355	7,943
资产总计	56,244	73,365	117,126	181,034	253,283
流动负债	34,303	39,471	76,598	126,620	186,407
短期借款	3,096	3,743	6,098	10,411	10,840
应付及预收	26,317	31,216	67,469	111,344	167,476
其他流动负债	4,890	4,511	3,030	4,865	8,090
非流动负债	10,590	19,884	26,257	37,348	45,942
长期借款	9,243	10,099	16,217	26,968	35,137
应付债券	0	7,935	7,935	7,935	7,935
其他非流动负债	1,347	1,850	2,105	2,445	2,870
负债合计	44,893	59,355	102,855	163,968	232,349
股本	2,136	2,135	2,135	2,135	2,135
资本公积	2,007	1,607	1,864	2,367	3,048
留存收益	4,404	5,017	6,043	8,056	10,778
归属母公司股东权	8,891	9,972	10,121	12,637	16,040
少数股东权益	2,460	4,038	4,150	4,429	4,893
负债和股东权益	56,244	73,365	117,126	181,034	253,283

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	17,598	21,329	25,004	37,573	45,991
营业成本	12,381	16,002	19,200	28,069	33,436
营业税金及附加	1,429	1,584	1,643	2,497	3,262
销售费用	751	939	1,067	1,414	1,762
管理费用	617	751	875	1,160	1,447
财务费用	322	335	315	524	710
资产减值损失	452	337	0	0	0
公允价值变动收益	-125	-48	0	0	0
投资净收益	-9	138	191	119	140
营业利润	1,513	1,471	2,094	4,028	5,514
营业外收入	37	43	0	0	0
营业外支出	49	46	0	0	0
利润总额	1,501	1,468	2,094	4,028	5,514
所得税	546	578	701	1,232	1,647
净利润	954	890	1,393	2,796	3,867
少数股东损益	149	-6	111	280	464
归属母公司净利润	805	896	1,282	2,516	3,403
EBITDA	2,478	2,122	2,292	4,520	6,165
EPS (元)	0.38	0.42	0.60	1.18	1.59

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,430	-2,688	-5,265	-11,179	-5,093
净利润	954	890	1,393	2,796	3,867
折旧摊销	58	69	73	87	82
营运资金变动	-16,329	-6,343	-6,685	-16,078	-12,017
其它	16,748	2,696	-46	2,017	2,975
投资活动现金流	-255	-2,124	-252	-409	-425
资本支出	-67	-88	-165	-300	-295
投资变动	-140	-1,093	-86	-109	-130
其他	-48	-944	0	0	0
筹资活动现金流	-682	8,257	5,533	14,650	8,581
银行借款	13,413	14,664	15,246	26,027	27,100
债券融资	-13,928	-5,577	-8,255	-9,128	-15,276
股权融资	3,623	2,649	0	0	0
其他	-3,790	-3,479	-1,458	-2,248	-3,243
现金净增加额	494	3,444	16	3,062	3,062
期初现金余额	5,058	5,552	8,996	9,012	12,074
期末现金余额	5,552	8,996	9,012	12,074	15,137

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	4309.4%	21.2%	17.2%	50.3%	22.4%
营业利润增长	18123.8	-2.8%	42.3%	92.3%	36.9%
归属母公司净利润增长	6298.5%	11.3%	43.1%	96.3%	35.2%
获利能力(%)					
毛利率	29.6%	25.0%	23.2%	25.3%	27.3%
净利率	5.4%	4.2%	5.6%	7.4%	8.4%
ROE	9.1%	9.0%	12.7%	19.9%	21.2%
ROIC	6.4%	3.9%	3.8%	5.5%	6.2%
偿债能力					
资产负债率(%)	79.8%	80.9%	87.8%	90.6%	91.7%
净负债比率	102.6%	122.2%	168.8%	222.2%	223.0%
流动比率	1.44	1.63	1.40	1.35	1.30
速动比率	0.24	0.30	0.16	0.12	0.10
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.33	0.26	0.25	0.21
应收账款周转率	80.62	47.65	43.16	52.24	51.14
存货周转率	0.63	0.36	0.28	0.24	0.19
每股指标(元)					
每股收益	0.38	0.42	0.60	1.18	1.59
每股经营现金流	0.67	-1.26	-2.47	-5.24	-2.39
每股净资产	4.16	4.67	4.74	5.92	7.51
估值比率					
P/E	23.8	21.4	14.9	7.6	5.6
P/B	2.2	1.9	1.9	1.5	1.2
EV/EBITDA	16.9	17.8	18.9	12.6	10.7

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，九年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：分析师，清华大学工学硕士，五年房地产研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 金山：分析师，复旦大学经济学硕士，四年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 李飞：研究助理，中国科学技术大学金融工程硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。