

蓝光发展 (600466.SH)

销售持续高增长，业绩表现如预期

核心观点:

● 成本管控能力提升，业绩大幅上涨

17年前三季度，公司实现营业总收入 108.9 亿元，同比增长 28.3%，实现归属净利润 5.5 亿元，同比增长 161.8%，利润增速较快原因有二，其一，成本管控能力进一步提高，管理及销售费率 2.91%，较去年同期下滑 2.57 个百分点，同时债务结构不断优化，前三季度财务费用仅为去年同期的 65.5%，占营业收入的比值由去年同期的 2.05% 下滑到 1.05%；其二，信托投资收益增加，前三季度投资净收益 7386.5 万元，增厚其他经营收益。

● 销售量价齐升，全国化布局阶段性成形

公司前三季度销售量价齐升，实现签约销售金额 441.5 亿元，同比增长 129.7%，销售面积 455.7 万方，同比增长 130.4%，17 年全年 500 亿元销售目标已完成 88.3%，有望冲击 600 亿销售规模。

● 多元化多区域增加土储，债务结构进一步优化

前三季度累计投资土地 177 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 509 亿元，非招拍挂项目的储备资源占比达 83%，多元化投资能力显著提升。债务结构上，短期负债规模占货币现金的比例为 34.1%，较中期降低了 25.9 个百分点，未来短期偿债有较高保障。

● 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。

前三季度公司销售量价齐升，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。按最新收盘价计算对应，17、18 年 PE 倍数为 14.03x、7.14x。

● 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)	22.33	20.07	14.03	7.14	5.28
市净率 (P/B)	2.02	1.80	1.78	1.42	1.12
EV/EBITDA	16.93	17.81	18.35	12.37	10.49

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

8.42 元

前次评级

买入

报告日期

2017-11-06

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:

结算进入正轨，管控提效销售落地 2017-09-02

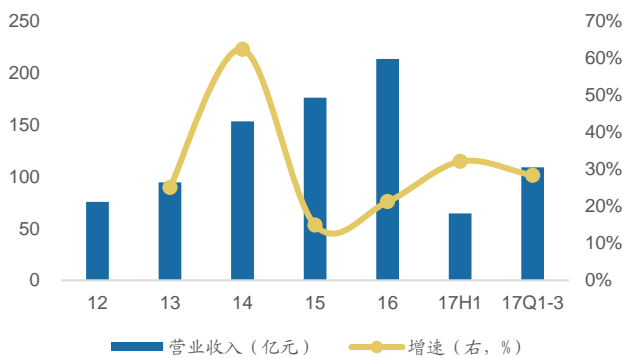
成长有道，发力未来 2017-08-11

成本管控能力提升，业绩大幅上涨

2017年前三季度，公司实现营业总收入108.9亿元，同比增长28.3%，实现营业利润7.3亿元，同比增长129.4%，实现归属净利润5.5亿元，同比增长161.8%，每股收益0.098元。

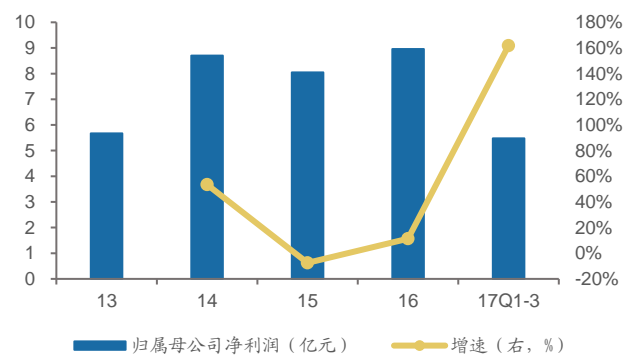
营业利润增速大幅高于主营业务增速主要有两个原因：第一，公司成本控制能力提升及当期税费确认规模降低，随着新进市场团队的日渐成熟，公司前三季度销售及管理费率（销售费用+管理费用/销售金额）为2.91%，较去年同期的5.49%下滑2.57个百分点，同时公司债务结构不断优化，促进财务费用减少，有息负债中长期借款占比由16年末的38.4%上升到62.2%，前三季度财务费用仅为去年同期的65.5%，财务费用占营业收入的比值由去年同期的2.05%下滑到1.05%；第二，联营企业盈利，信托投资收益增加，前三季度投资净收益7386.5万元（去年同期为-1504.4万元），增厚了其他经营收益。

图1：蓝光发展主营业务收入（亿元）及增速



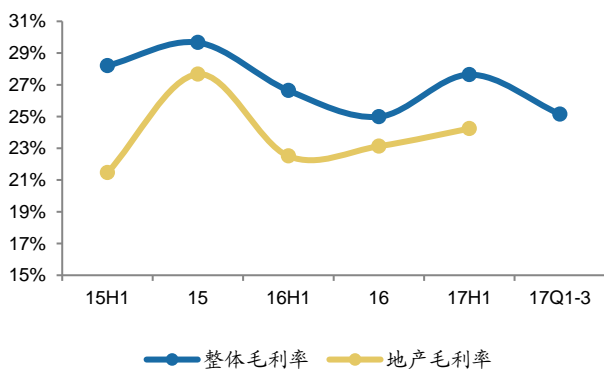
数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图2：蓝光发展归属净利润（亿元）及增速



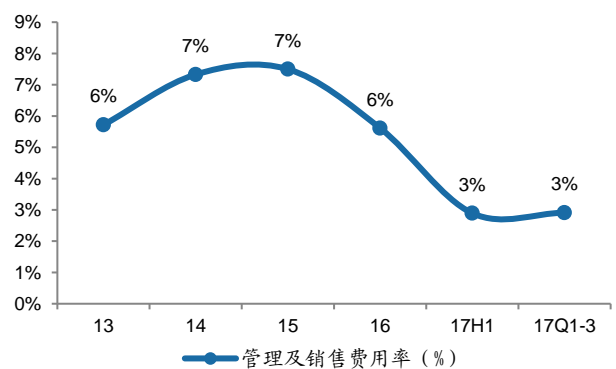
数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

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

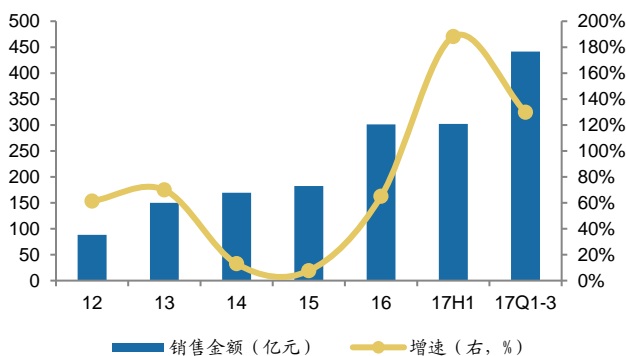
销售量价齐升，全国化布局阶段性成形

销售方面，公司前三季度实现签约销售金额441.5亿元，同比增长129.7%，销售面积455.7万方，同比增长130.4%，销售均价达到9688元/平米，与去年同期相比微幅下滑0.3%。公司17年全年500亿元销售目标目前已经完成88.3%，销售规模具备冲击全年600亿元的實力。

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，公司一方面凭借在中西部区域的储备优势，叠加重庆、成都市场景气度相对较高（尤其是重庆市场在低库存的背景下，需求端旺盛带动住宅市场量价齐升），另一方面公司17年改善性产品战略持续升级，逆势实现了销售量价齐升。

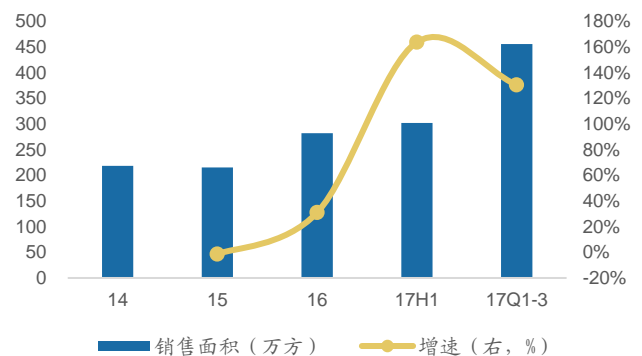
销售区域结构方面，公司主要布局区域销售同比均大幅提升，东进南下的全国化布局已呈现出阶段性成果，其中贡献公司销售金额38.4%的成都单区域销售达到169.7亿元，同比增长142%，滇渝区域销售金额同比增加210%，而作为公司新拓展区域中华东区域、北京区域，也实现135%、226%的销售金额增幅。

图5: 蓝光发展销售金额（亿元）及增速



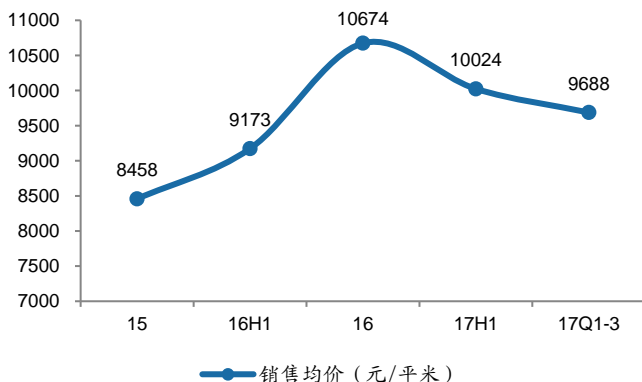
数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图6: 蓝光发展销售面积（万方）及增速



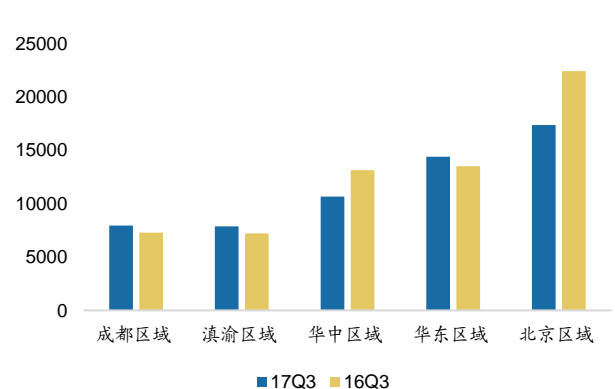
数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图7: 蓝光发展销售均价变化



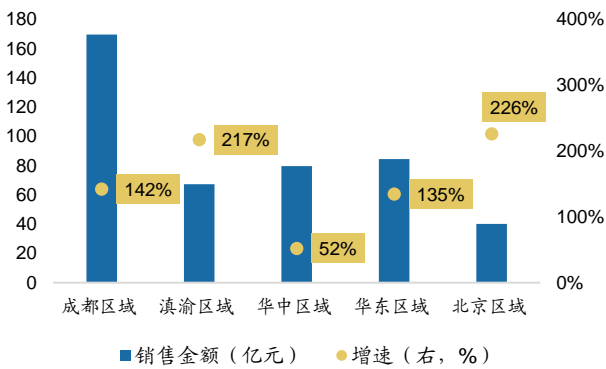
数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图8: 蓝光发展区域销售均价变化



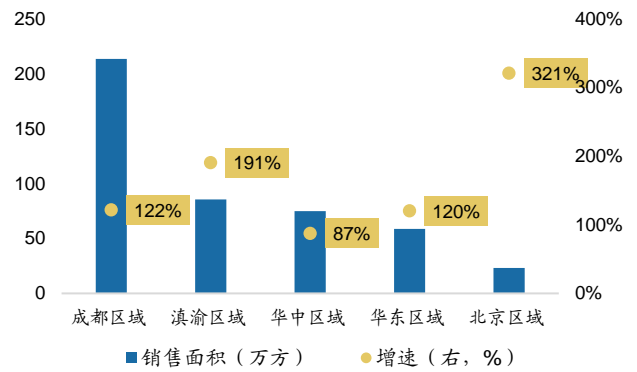
数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

图9: 蓝光发展区域销售金额变化



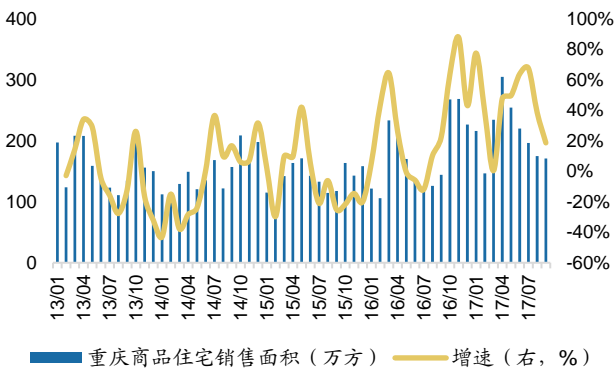
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图10: 蓝光发展区域销售面积变化



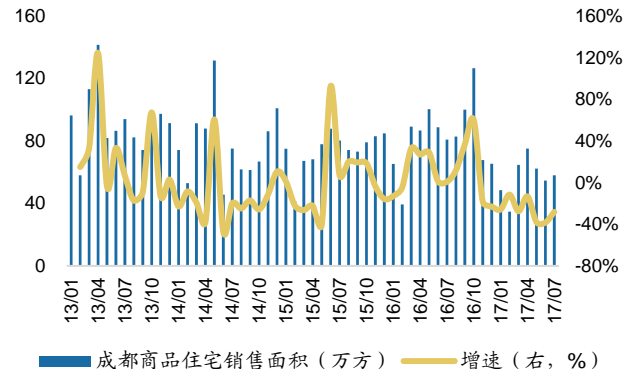
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图11: 重庆商品住宅销售面积



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

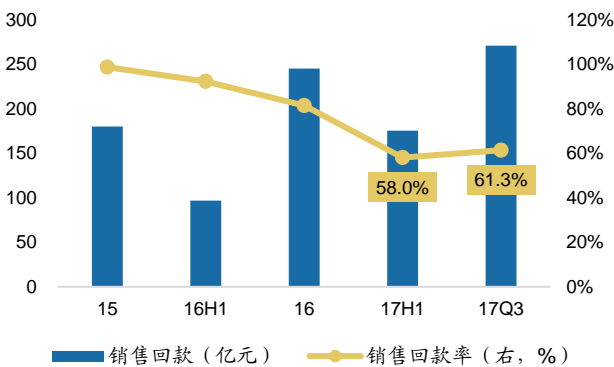
图12: 成都商品住宅销售面积



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

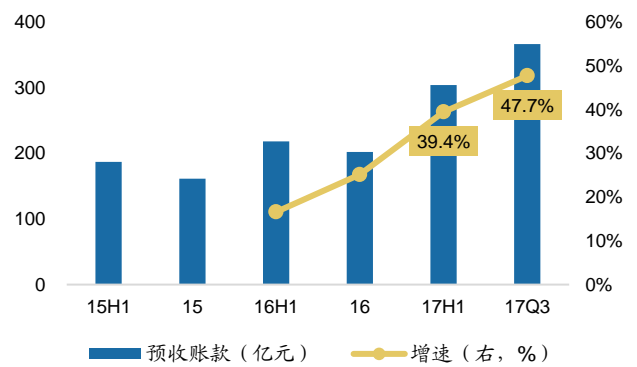
销售回款方面, 前三季度公司实现销售回款270.7亿元, 回款率为61.3%, 虽然较往年水平有所回落, 但与17年中期相比增加3.3个百分点, 已经有所回升。同时, 截止到三季度末, 公司在手预收账款规模为366亿元, 与17年年初相比大幅上涨81.4%, 较去年同期上涨47.7%, 预收账款规模的提升为公司未来结算规模提供了坚实的基础。

图13: 蓝光发展销售回款率



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图14: 蓝光发展预收账款规模

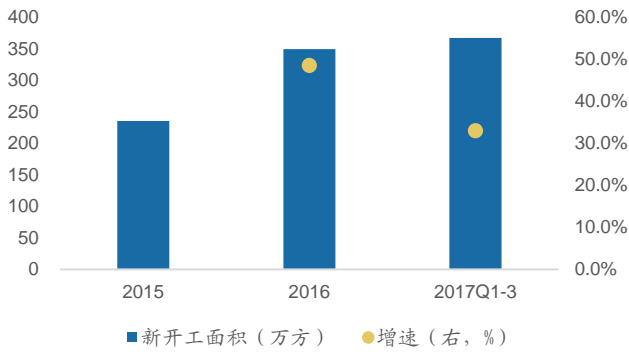


数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

新开工方面, 公司上17年前三季度实现新开工面积367.09万方, 同比增长

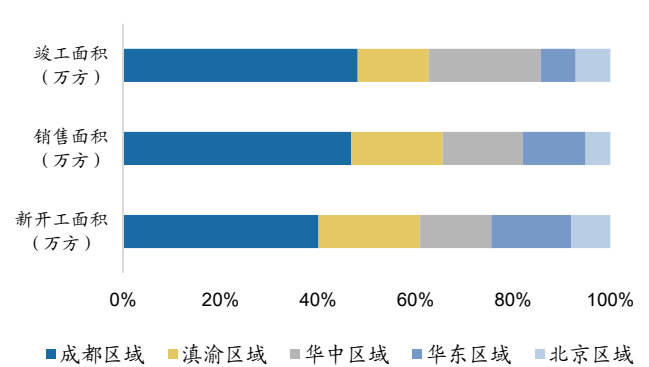
33.0%，为后续的货值规模增加奠定了坚实的基础。从新开工、销售、竣工三个界面的面积数据来看公司近两年区域分布的变化可以看出，竣工结构基本上体现了过去的销售结构，以川渝地区项目为主，而新开工面积的分布中可以看出，新布局区的项目占比及货值权重将逐步提升（华东、北京区域）。

图15: 蓝光发展新开工面积 (万方)



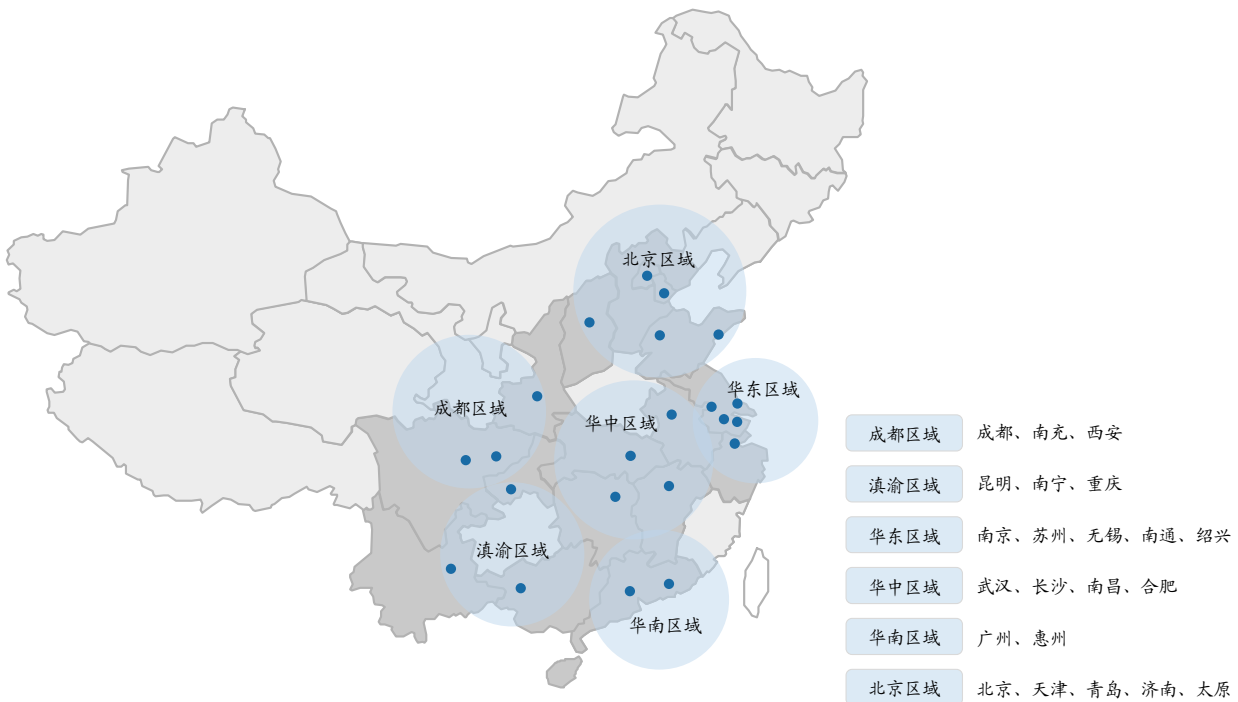
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图16: 17年前三季度新开工、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

图17: 蓝光发展全国布局情况



的数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

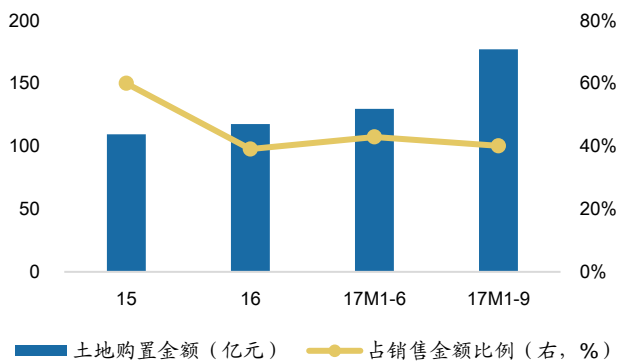
土地投资稳健，多元化多区域增加土储

17年前三季度，公司通过招拍挂及收购等多种方式累计投资土地177亿元，共获取土地总规划建筑面积共402万方，合计新增货值规模约509亿元。

前三季度，公司巩固自身在成都、滇渝地区的优势的同时，不断向华东、北京等地区推进，在东进、南下的全国化布局目标推动下，力争各地区均衡发展、齐头并进，成功获取多宗重点目标城市的优质土地资源。在上半年成功新进太原、杭州、惠州、南通等城市后，公司持续发力，在第三季度成功竞得嵊州、青岛、成都、如皋、南昌五市多宗地块项目。从具体的区域分布来看，17年前三季度二线城市拿地占比60%、三线城市占比40%。

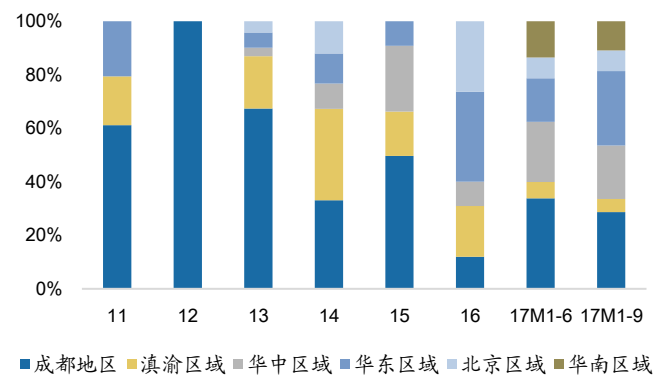
截至目前，公司已布局全国近30个重点城市，城市覆盖面的扩大使公司战略进一步纵深，得以有效应对市场风险。从拿地方式来看，公司前三季度主要采取股权收购方式拿地，通过招拍挂拿地仅4次，报告期内实现非直接招拍挂项目的储备资源占比达83%，多元化投资能力显著提升。

图18: 蓝光发展土地投资金额及占销售金额比例



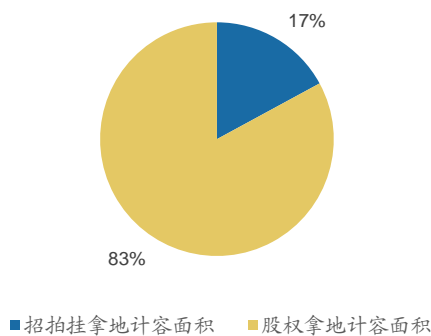
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图19: 蓝光发展土地投资区域占比



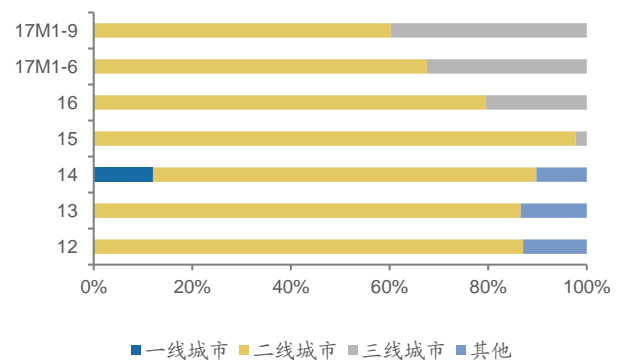
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图20: 蓝光发展招拍挂、股权拿地占比



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图21: 蓝光发展拿地建面各线城市占比变化



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)
17年9月	嵊州市城南新区四宗地块	浙江嵊州	60%	商住	42.19	10.32	2446	
17年9月	南昌市 DAFJ2017023 号地块	江西南昌	100%	住宅	6.94	3.75	5401	
17年9月	如皋市如城镇房地产项目开发建设权	江苏如皋	100%	商住	15.43	3.29	2132	
17年9月	成都高新区房地产项目开发建设权	四川成都	100%	商住	5.61	7.37	13142	
17年9月	青岛市黄岛区两宗地块	山东青岛	100%	商住	5.66	1.70	3001	
17年8月	苏(2017)如皋市第0008227号	江苏如皋	90%	商住	11.04	1.70	1540	6.62
17年6月	成都海润置业有限公司下属项目	成都双流	100%	商住	99.58	34.05	3419	129.45
17年6月	安宁市太平新城云报记者村二期	昆明安宁	51%	住宅	12.38	1.55	1252	6.19
17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
17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
17年5月	太原市 140109003002GB00024 号地块	山西太原	80%	住宅	2.95	1.98	6705	2.95
17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
17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
17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
17年4月	长沙市 430104013014GY01004 号地块	长沙岳麓	42%	商住	34.88	5.30	1519	41.86
17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
17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
17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
17年1月	南昌市 DAFJ2016042 号地块	江西南昌	100%	商住	10.95	10.87	9930	19.70
17年1月	合肥市 XZQTD212 号地块	合肥新站	100%	住宅	12.64	10.12	8010	18.95
17年合计					402.04	177.09		509.55

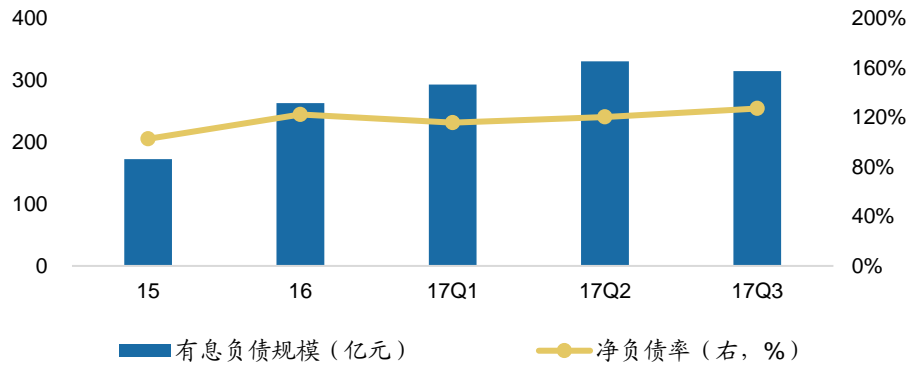
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

多元化融资渠道助力债务结构不断优化

融资方面，公司探索多元化的融资渠道而非采取“高杠杆”的融资模式，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。11月3日公告，公司17年第一期中期票据已发行成功，发行规模30亿元，年利率7.5%，剩余15亿元发行余额。

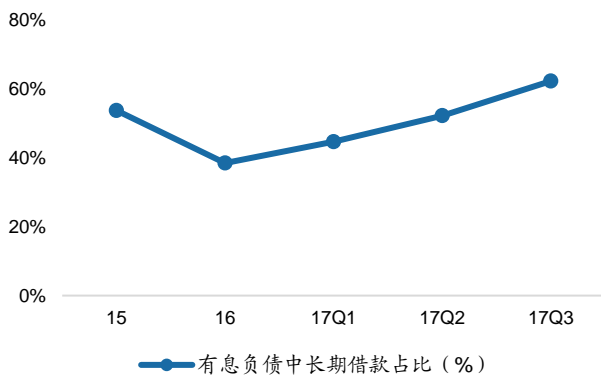
截止到17年第三季度，公司净负债率水平为127%，较中期上升6.8个百分点，与去年同期相比下滑17.6个百分点。16年以来债务结构持续优化，长期借款占比不断提升，短期债务压力不断优化，到17年三季度末，有息负债中长期借款占比62.2%，与16年年末相比提升23.8个百分点，短期负债规模占货币现金的比例为34.1%，较中期降低了25.9个百分点，与16年末相比降低了55.9个百分点，货币现金对于短期债务覆盖率提升，未来短期偿债有较高保障。

图22: 蓝光发展净负债率水平



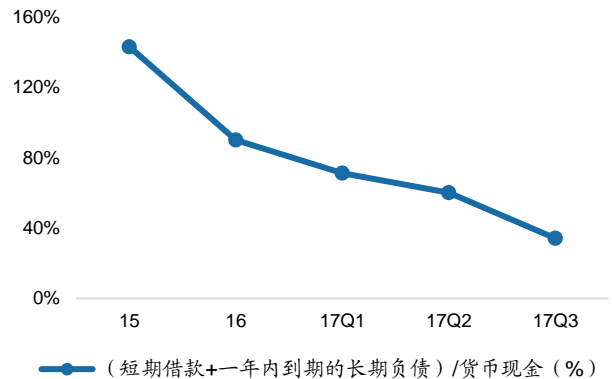
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图23: 蓝光发展有息负债中长期借款占比



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图24: 蓝光发展短期债务压力



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

盈利预测

17年前三季度公司销售实现量价齐升, 区域分布上进一步实现东进、南下的全国化布局, 新拓展的华东、北京区域销售增幅明显。目前公司已经完成17年500亿销售目标的88.3%, 全年有望冲击600亿销售规模, 同时公司具备较好的管控费率, 杠杆水平较为稳定, 债务结构不断优化, 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, 按最新收盘价计算对应, 17、18年PE倍数为14.03x、7.14x。维持“买入”评级。

风险提示

房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。

至12月31日	单位: 百万元				
	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

至12月31日	单位: 百万元				
	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

	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
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%
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	22.3	20.1	14.0	7.1	5.3
P/B	2.0	1.8	1.8	1.4	1.1
EV/EBITDA	16.9	17.8	18.4	12.4	10.5

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。