蓝光发展（600466）

公司研究/简评报告

发行优先股优化财务结构，助力公司向全国扩张

简评报告/房地产 | 2017 年 08 月 09 日

一、事件概述

蓝光发展公告非公开发行优先股预案，拟向不超过 200 名合格投资者发行优先股不超过 5000 万股，募集资金不超过 50 亿元，每股票面金额 100 元。募集资金将用于分别位于成都、天津和无锡的三个项目建设。本次优先股，以票面金额平价发行，采用附单次跳息安排的固定股息率，自第六个计息年度起上浮 2 个百分点，此后维持不变。本次非公开发行已经董事会审议通过，但尚需通过股东大会审议和中国证监会核准。

二、分析与判断

- **发行优先股优化公司财务结构，提升公司未来加杠杆空间**

本次优先股发行将极大地优化公司财务结构。假设 2017 年 3 月 31 日完成优先股发行，则公司净资产规模将提高 32.79%，资产负债率将从 81.10%下降到 76.36%。资产负债率的下降能够有效地提升公司多渠道融资能力，并为公司未来发展预留更多的融资空间，降低公司融资成本，满足公司未来业务发展的资金需求。

- **公司拟推出《未来三年股东回报规划》，继续实施积极的分红政策**

公司 2015 年上市之后一直实施积极的分红政策，2015-2016 年公司现金分红金额占当年归属于上市公司股东净利润的比例分别为 31.84%和 23.83%。目前公司已制定《未来三年股东回报规划》（2017-2019 年度），拟在通过董事会后提交股东大会审议。未来三个会计年度内以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的 30%。

- **战略东进，由“四川蓝光”走向“全国蓝光”**

为实现从“四川蓝光”到“全国蓝光”的战略布局，公司在上海成立东部中心，拓展华中地区和华东地区的城市项目。2016 年公司华东、华中区域的销售金额达到 137 亿元，同比增长 214%；占全公司销售额比重达到 45%，较 2015 年提高 21 个百分点，真正实现了从“四川蓝光”走向“中国蓝光”。

- **激励机制灵活，业绩确定性强**

蓝光集团在公司房地产板块资产注入时承诺 17 年扣非归母净利润不低于 11.56 亿元，公司股权激励计划 17 年解锁条件为扣非归母净利润不低于 11.7 亿元，公司 2016 年年报给出的 17 年业绩目标为力争实现扣非归母净利润 12.7 亿元，营业收入 246 亿元，签约销售金额到 500 亿元。公司一季报账面预收款 261 亿元，可结算资源充足，我们认为公司超额完成 12.7 亿元的扣非归母净利润目标是大概率事件，至少对应 47%的增长。

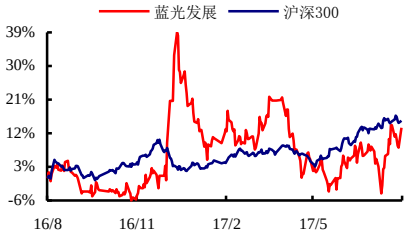
公司激励机制灵活，17 年 7 月推出团队跟投机制——“蓝色共享”员工事业合伙人管理办法，办法规定总部合伙平台和区域合伙平台合计可持有项目公司股权不超过 15%；每个跟投合伙项目中单个跟投合伙员工持有的项目公司股权比例原则上不超过 1.5%。确立团队跟投机制，可以有效地起到稳定团队，分享成长的作用。

强烈推荐 首次评级

合理估值： 10.80—11.70 元

交易数据	2017-8-9
收盘价（元）	8.99
近 12 个月最高/最低	11.25/7.65
总股本（百万股）	2,134
流通股本（百万股）	883
流通股比例（%）	41.35
总市值（亿元）	192
流通市值（亿元）	79

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

分析师：杨柳

执业证号： S0100517050002

电话： 010-85127730

邮箱： yangliu_yjs@mszq.com

研究助理：徐超

执业证号： S0100116080017

电话： 010-85127506

邮箱： xuchao@mszq.com

相关研究

三、盈利预测与投资建议

投资建议：我们认为公司发行优先股将极大地优化公司财务结构，为公司进一步加杠杆留出空间，助力公司向全国范围扩张。预计公司 2017、2018 年 EPS 分别为 0.61 和 1.29 元/股，对应当前股价 PE 分别为 14.8 和 7.0 倍，给予“强烈推荐”评级。

四、 风险提示：

优先股发行尚需通过股东大会审议和中国证监会核准，房地产市场景气度低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	21,329	28,144	48,652	61,105
增长率（%）	21.2%	32.0%	72.9%	25.6%
归属母公司股东净利润（百万元）	896	1,301	2,749	3,253
增长率（%）	11.3%	45.2%	111.3%	18.4%
每股收益（元）	0.41	0.61	1.29	1.52
PE（现价）	21.9	14.8	7.0	5.9
PB	2.1	1.9	1.6	1.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	21,329	28,144	48,652	61,105
营业成本	16,002	21,105	36,059	45,436
营业税金及附加	1,584	2,188	3,698	4,697
销售费用	939	1,220	2,125	2,659
管理费用	751	989	1,711	2,148
EBIT	2,053	2,642	5,059	6,165
财务费用	335	324	412	465
资产减值损失	337	0	0	0
投资收益	138	65	102	83
营业利润	1,471	2,384	4,749	5,784
营业外收支	-3.5	0	0	0
利润总额	1,468	2,381	4,743	5,780
所得税	578	902	1,832	2,211
净利润	890	1,479	2,911	3,568
归属于母公司净利润	896	1,301	2,749	3,253
EBITDA	2,124	2,728	5,156	6,277

资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	9,171	13,085	16,551	21,226
应收账款及票据	529	487	943	1,121
预付款项	1,934	3,010	4,751	6,233
存货	50,595	65,794	103,056	129,102
其他流动资产	1,331	1,331	1,331	1,331
流动资产合计	64,458	84,734	128,601	161,366
长期股权投资	953	953	953	953
固定资产	865	1,141	1,252	1,446
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	8,906	9,244	9,401	9,628
资产合计	73,365	93,978	138,002	170,993
短期借款	3743	4750	5080	5435
应付账款及票据	5,600	6,632	12,009	14,705
其他流动负债	268	268	268	268
流动负债合计	39,471	48,484	78,343	95,514
长期借款	10099	13481	20013	26679
其他长期负债	9,785	15,899	20,791	26,571
非流动负债合计	19,884	30,387	42,141	54,942
负债合计	59,355	78,871	120,484	150,456
股本	2,135	2,135	2,135	2,135
少数股东权益	4,038	4,217	4,379	4,694
股东权益合计	13,230	14,327	16,738	19,757
负债和股东权益合计	73,365	93,978	138,002	170,993

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	21.20%	31.95%	72.87%	25.60%
EBIT 增长率	-15.18%	28.72%	91.46%	21.86%
净利润增长率	11.28%	45.19%	111.35%	18.35%
盈利能力				
毛利率	24.97%	25.01%	25.88%	25.64%
净利润率	4.20%	4.62%	5.65%	5.32%
总资产收益率 ROA	1.23%	1.40%	2.00%	1.91%
净资产收益率 ROE	9.75%	12.86%	22.24%	21.60%
偿债能力				
流动比率	1.63	1.75	1.64	1.69
速动比率	0.35	0.39	0.33	0.34
现金比率	0.23	0.27	0.21	0.22
资产负债率	0.82	0.85	0.88	0.88
经营效率				
应收账款周转天数	7.7	6.1	6.9	6.5
存货周转天数	1,025	1,114	1,025	1,021
总资产周转率	0.33	0.34	0.42	0.40
每股指标（元）				
每股收益	0.41	0.61	1.29	1.52
每股净资产	4.30	4.73	5.79	7.05
每股经营现金流	-1.26	-2.77	-3.44	-3.23
每股股利	0.10	0.18	0.23	0.26
估值分析				
PE	21.95	14.76	6.98	5.90
PB	2.09	1.90	1.55	1.27
EV/EBITDA	17.10	15.72	9.93	9.45
股息收益率	1.11%	1.99%	2.60%	2.86%

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	890	1,479	2,911	3,568
折旧和摊销	407	86	97	112
营运资金变动	-3777	-7731	-10660	-10967
经营活动现金流	-2688	-5905	-7336	-6902
资本开支	77	425	261	343
投资	-1580	0	0	0
投资活动现金流	-2124	-361	-159	-259
股权募资	2,649	0	0	0
债务募资	9,087	10,503	11,754	12,801
筹资活动现金流	8,257	10,179	10,960	11,837
现金净流量	3,444	3,913	3466	4,676

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。
徐超，房地产团队研究助理，北京大学中国经济研究中心（CCER）经济学硕士，2016年7月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。