2017 年 10 月 31 日
证券研究报告•2017 年三季报点评
蓝光发展（600466）房地产

买入（维持）
当前价：8.42 元
目标价：11.40 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

费用控制得力，业绩如期增长

投资要点

- **事件：**公司发布三季报，2017 年前三季度实现营业收入 108.88 亿（+28.28%），实现归属于上市公司股东净利润 5.48 亿（+161.81%）。
- **业绩增速喜人，期间费用率下降。**公司前三季度归母净利润增速 161.81%，表现喜人，大幅超过营业收入增速 28.28%，系因销售净利率的提升。报告期，公司销售毛利率 25%，较去年同期略有下降，下降 1.2 个百分点；销售净利率 4.8%，较去年同期有大幅度的提升，上升 2.5 个百分点。净利率的大幅度提升又系期间费用率的下降。报告期，期间费用率是 12.85%，较去年同期下降 1.63 个百分点，其中财务费用率 1.05%，较去年同期下降 1 个百分点。
- **销售增速亮眼，全年 600 亿可期。**报告期内公司实现签约销售额为 441.45 亿元，同比增长 130%，全年目标完成率 88%；签约面积 455.69 万平米（+130%）；销售单价 9688 元/平米（-0.27%），增速远超行业水平。考虑到公司目前已开工和竣工货值约 450 亿，可售货值充裕，全年销售应能超过 600 亿。报告期，公司可供出租建面 38.75 万平米，实际出租率 66.66%，实现租金收入 1 亿，平均月租 46.56/平米。
- **融资方式多元化，融资成本下降。**报告期，公司财务费用 1.14 亿，较上期下降 34.19%,得益于公司财务结构优化。报告期末公司负债总额较上期末上升 35%，但因公司 2016 年公司完成了 40 亿元公司债和 40 亿元中期票据的发行，发行平均利率仅 5.75%，财务费用改善明显。2017 年 8 月，45 亿元的中期票据已经获准注册，另外公司还推出拟募资不超过 50 亿元的优先股发行预案，如成功发行将极大提升公司净资产规模，优化财务结构，开启更大的融资空间。
- **蓝色共享事业合伙人计划绑定员工利益，高管增持彰显管理层信心。**报告期内公司推出《公司“蓝色共享”事业合伙人管理办法（试行）》，公司员工跟投地产项目，能有效的保证项目质量和盈利，同时公司在合伙人模式上有后发制人的优势，可以吸收行业其他公司的经验。公司管理层在报告期内，通过交易所系统增持公司股份，合计占公司总股本 0.069%，彰显了公司管理层对公司未来发展前景的信心。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司在 2017-2019 年归母净利润将取得 43%的复合增长率，我们给予 11.40 元的目标价，对应 2017 年 15 倍估值。公司 2015 年上市后经过两年的播种、培育，即将迎来收获期，维持“买入”评级。
- **风险提示：**销售低于预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	21328.81	24828.19	30095.62	35175.54
增长率	21.20%	16.41%	21.22%	16.88%
归属母公司净利润（百万元）	895.77	1615.94	2106.55	2598.05
增长率	11.28%	80.40%	30.36%	23.33%
每股收益 EPS（元）	0.42	0.76	0.99	1.22
净资产收益率 ROE	6.35%	11.35%	13.15%	14.28%
PE	20	11	9	7
PB	1.28	1.27	1.13	0.99

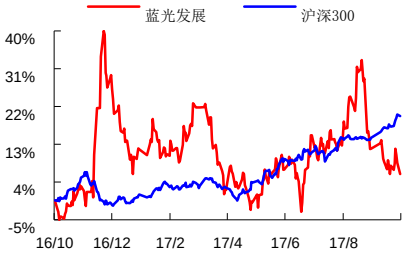
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡华如
执业证号：S1250517060001
电话：0755-23900571
邮箱：hhr@swsc.com.cn

联系人：郭泰
电话：0755-23618550
邮箱：gtai@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	21.34
流通 A 股(亿股)	8.83
52 周内股价区间(元)	7.65-11.25
总市值(亿元)	179.71
总资产(亿元)	897.12
每股净资产(元)	5.07

相关研究

1. 蓝光发展（600466）：拓宽融资渠道，加快扩张步伐 2017-08-29
2. 蓝光发展（600466）：加速全国布局，即将迎来收获期 2017-06-13
3. 蓝光发展（600466）：3D 生物打印实现突破进展，地产业务有望快速放量 2017-01-23

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	21328.81	24828.19	30095.62	35175.54
营业成本	16002.17	18582.84	22508.18	26221.09
营业税金及附加	1583.85	1843.71	2234.86	2612.09
销售费用	938.83	744.85	902.87	1055.27
管理费用	751.05	874.28	1059.76	1238.64
财务费用	335.21	672.09	629.70	637.17
资产减值损失	336.57	0.00	0.00	0.00
投资收益	138.35	30.00	30.00	30.00
公允价值变动损益	-48.18	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1471.29	2140.42	2790.26	3441.28
其他非经营损益	-3.47	0.00	0.00	0.00
利润总额	1467.82	2140.42	2790.26	3441.28
所得税	577.94	535.10	697.56	860.32
净利润	889.88	1605.31	2092.69	2580.96
少数股东损益	-5.89	-10.63	-13.86	-17.09
归属母公司股东净利润	895.77	1615.94	2106.55	2598.05

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	889.88	1605.31	2092.69	2580.96
折旧与摊销	70.60	92.35	100.43	108.98
财务费用	335.21	672.09	629.70	637.17
资产减值损失	336.57	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-6714.46	12015.62	1394.78	-355.63
其他	2394.08	-30.00	-30.00	-30.00
经营活动现金流净额	-2688.12	14355.38	4187.60	2941.48
资本支出	-259.22	-130.00	-120.00	-130.00
其他	-1865.09	39.20	30.00	30.00
投资活动现金流净额	-2124.31	-90.80	-90.00	-100.00
短期借款	647.55	-1743.46	0.00	0.00
长期借款	856.18	-2000.00	1000.00	1000.00
股权融资	-400.40	-0.92	0.00	0.00
支付股利	-282.60	-179.15	-323.19	-421.31
其他	7435.83	-6474.38	-629.70	-637.17
筹资活动现金流净额	8256.56	-10397.92	47.11	-58.48
现金流量净额	3444.14	3866.66	4144.71	2782.99

资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	9171.32	13037.97	17182.68	19965.68
应收和预付款项	3360.48	3848.18	4662.52	5439.09
存货	50595.09	45352.81	50664.51	56582.10
其他流动资产	1331.46	1531.94	1856.95	2170.39
长期股权投资	952.61	952.61	952.61	952.61
投资性房地产	4498.07	4498.07	4498.07	4498.07
固定资产和在建工程	1149.22	1188.33	1203.17	1214.21
无形资产和开发支出	334.00	334.17	340.55	352.17
其他非流动资产	1972.47	1970.83	1969.20	1967.56
资产总计	73364.71	72714.92	83330.25	93141.87
短期借款	3743.46	2000.00	2000.00	2000.00
应付和预收款项	28058.68	35020.26	42091.67	48011.13
长期借款	10099.11	8099.11	9099.11	10099.11
其他负债	17453.58	13451.24	14225.66	14958.17
负债合计	59354.83	58570.61	67416.44	75068.41
股本	2135.22	2134.30	2134.30	2134.30
资本公积	1607.43	1607.43	1607.43	1607.43
留存收益	5017.41	6454.20	8237.57	10414.30
归属母公司股东权益	9971.57	10116.63	11899.99	14076.73
少数股东权益	4038.31	4027.68	4013.82	3996.73
股东权益合计	14009.88	14144.31	15913.81	18073.46
负债和股东权益合计	73364.71	72714.92	83330.25	93141.87

财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	21.20%	16.41%	21.22%	16.88%
营业利润增长率	-2.78%	45.48%	30.36%	23.33%
净利润增长率	-6.74%	80.40%	30.36%	23.33%
EBITDA 增长率	-1.28%	54.75%	21.19%	18.95%
获利能力				
毛利率	24.97%	25.15%	25.21%	25.46%
三费率	9.49%	9.23%	8.61%	8.33%
净利率	4.17%	6.47%	6.95%	7.34%
ROE	6.35%	11.35%	13.15%	14.28%
ROA	1.21%	2.21%	2.51%	2.77%
ROIC	4.84%	10.53%	18.59%	22.14%
EBITDA/销售收入	8.80%	11.70%	11.70%	11.90%
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.34	0.39	0.40
固定资产周转率	23.92	28.06	33.01	38.04
应收账款周转率	47.65	46.60	49.81	48.99
存货周转率	0.35	0.38	0.46	0.48
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.86%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	80.90%	80.55%	80.90%	80.60%
带息债务/总负债	36.69%	30.79%	28.23%	26.69%
流动比率	1.63	1.57	1.53	1.53
速动比率	0.35	0.45	0.49	0.50
股利支付率	31.55%	11.09%	15.34%	16.22%
每股指标				
每股收益	0.42	0.76	0.99	1.22
每股净资产	6.56	6.63	7.46	8.47
每股经营现金	-1.26	6.73	1.96	1.38
每股股利	0.13	0.08	0.15	0.20

业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	1877.11	2904.86	3520.38	4187.43
PE	20.06	11.12	8.53	6.92
PB	1.28	1.27	1.13	0.99
PS	0.84	0.72	0.60	0.51
EV/EBITDA	10.47	2.59	1.24	0.62
股息率	1.57%	1.00%	1.80%	2.34%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn