



东兴证券
DONGXING SECURITIES

蓝光发展18H1业绩预告点评：销售与结算齐飞 深耕共外拓一色

——蓝光发展（600466）业绩预告点评

2018年07月31日

强烈推荐/维持

蓝光发展 深度报告

报告摘要：

事件：

公司发布半年度业绩预告，预计2018年半年度实现归属于上市公司股东的净利润为55,000万元到65,000万元，与上年同期相比增加约26,674万元到36,674万元，同比增加约94%-129%。预计公司2018年半年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为53,000万元到63,000万元，与上年同期相比增加约25,948万元到35,948万元，同比增加约96%至133%。

点评：

结算高增长，业绩高确定。公司2018年半年度业绩增加的主要原因为房地产项目在报告期的结转收入增加；同时公司为提升房地产主业的核心竞争力，已实现了全国化的战略布局、多元化的投资模式和产品改善升级，规模效应逐步显现。我们认为公司竣工计划完成率有望达到110%，创多年新高。竣工结算的超预期增长叠加毛利率的确定性提升，公司本年业绩的确定性更强。

销售维持强劲，未结算货值充足。18H1公司销售金额（流量口径）达437.5亿元，同比增长84.4%。公司2017年末预收账款为314亿元，对2017年房地产业务收入的覆盖率为137%。受益于2018年良好销售表现，预收账款继续快速增加。2018一季度预收账款净增加52亿元，达到2017年预收账款净增加额的47%，公司中短期业绩锁定性高。

公司盈利预测及投资评级。销售高增长，业绩高确定，深耕大本营与放眼全国市场并举，股权激励彰显管理层对公司的强烈信心，同时行权价格大幅高于市价。同时，公司子公司迪康药业和嘉宝股份拟港股上市，公司资本运作能力再获跃升。

我们预计公司2018-2020年营业收入分别为330.3亿元/428.8亿元/516.7亿元，归母净利润为25.3亿元/38.0亿元/50.2亿元，EPS分别为0.75元/1.18元/1.59元。我们给予公司11倍PE。对应2018年EPS目标价为8.25元。同时，公司每股RNAV为11.2元，相对目前股价折价49%，安全边际大。重申“强烈推荐”评级。

分析师：

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：

任鹤

010-66554089

renhe07@163.com

执业证书编号：

S1480118020022

交易数据

52周股价区间（元）	5.97-8.91
总市值（亿元）	178.17
流通市值（亿元）	177.49
总股本/流通A股（万股）	298442/297309
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.98

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《蓝光发展（600466）：双核驱动 未来高清》2018-07-09
- 2、《蓝光发展（600466）调研报告：惟精惟一 蓝光之崛起》2017-06-16

风险提示：土地获取不及预期，调控政策继续收紧。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	21,329	24,553	33,032	42,884	51,666
增长率(%)	21.2%	15.1%	34.5%	29.8%	20.5%
净利润(百万元)	896	1,366	2,527	3,801	5,021
增长率(%)	11.3%	52.5%	85.0%	50.4%	32.1%
净资产收益率(%)	9.0%	9.4%	14.2%	19.0%	21.8%
每股收益(元)	0.41	0.57	0.75	1.18	1.59
PE	13.99	10.00	7.59	4.85	3.60
PB	1.23	0.84	0.96	0.85	0.74

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

1. 结算高增长 业绩高确定

公司 2018 年半年度业绩增加的主要原因系公司经营规模的逐年扩大, 使得公司房地产项目在报告期的结转收入增加; 同时公司为提升房地产主业的核心竞争力, 已实现了全国化的战略布局、多元化的投资模式和产品改善升级, 规模效应逐步显现。

公司 2018 年计划开工面积和计划竣工面积分别为 960 万平方米和 359 万平方米, 同比上年实际开工增长 88%, 同比上年实际竣工增长 31%。同时, 随着毛利率较高的华东区域进入结转的比例提升, 以及华南区域进入结算, 公司毛利率有望获得提升, 预计公司本年结算毛利率将提升至 25%。

我们认为公司竣工计划完成率有望达到 110%, 创多年新高。竣工结算的超预期增长叠加毛利率的确定性提升, 公司本年业绩的确定性更强。

2. 销售维持强劲 未结算货值充足

18H1 公司销售金额 (流量口径) 达 437.5 亿元, 同比增长 84.4%。销售金额的高速增长有两方面原因, 一方面公司 2018 年计划开工面积达 960 万平方米, 同比去年实际开工大幅增长 88%, 新开工的大幅增长有力保证了可售货值向销售的转化; 另一方面, 公司深耕成都+开拓全国的战略布局已初具规模, 在发挥成都压舱石作用的基础上, 华东、华南和华中持续释放业绩。

公司 2017 年末预收账款为 314 亿元, 对 2017 年房地产业务收入的覆盖率为 137%。受益于 2018 年良好销售表现, 预收账款继续快速增加。2018 一季度预收账款净增加 52 亿元, 达到 2017 年预收账款净增加额的 47%, 公司中短期业绩锁定性高。

从未结算货值看, 公司 2017 年末未结算货值约 1108 亿元, 相当于 2017 年房地产业务收入的 4.8 倍。在未结算货值充裕的情况下, 公司仍然积极获取项目。截至 2018 年 5 月, 公司新增货值继续大幅增长约 266 亿元, 未来潜力可期。

3. 控巴蜀以谋天下 深耕外拓攻守兼备

公司立足成都, 充分受益成都市场的良好基本面。成都楼市连续调控后, 真实需求仍然旺盛, 市场更加健康和理性。成都市场将成为公司业绩的压舱石。同时, 公司全国化布局初具规模, 华东和华南快速推进。加之激励机制到位, 外拓动力充足。公司房地产业务进可攻退可守, 未来值得关注。

同时, 根据公司最新股票期权激励计划, 行权条件为公司未来三年归母扣非净利润分别为 22 亿元、33 亿元和 55 亿元, 相对 2017 年分别增长 61%、142%和 266%, 对应三年复合增速为 54%, 彰显管理层的公司未来的强烈看好。同时, 除权除息后行权价格为 7.1 元, 大幅高于市价 5.97 元, 目前价格安全边际较大。

4. 投资建议

销售高增长，业绩高确定，深耕大本营与放眼全国市场并举，股权激励彰显管理层对公司的强烈信心，同时行权价格大幅高于市价。同时，公司子公司迪康药业和嘉宝股份拟港股上市，公司资本运作能力再获跃升。

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 330.3 亿元/428.8 亿元/516.7 亿元，归母净利润为 25.3 亿元/38.0 亿元/50.2 亿元，EPS 分别为 0.75 元/1.18 元 1.59 元。我们给予公司 11 倍 PE。对应 2018 年 EPS 目标价为 8.25 元。同时，公司每股 RNAV 为 11.2 元，相对目前股价折价 49%，安全边际大。重申“强烈推荐”评级。

风险提示：土地获取不及预期，调控政策趋紧

表 1: 公司盈利预测表

资产负	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产合	64458	85220	96968	107292	119144	营业收入	21329	24553	33032	42884	51666	
货币资金	9171	12804	19785	18382	24583	营业成本	16002	18406	24172	30978	36766	
应收账款	519	809	905	1175	1416	营业税金及附	1584	1588	2147	2787	3358	
其他应收款	897	2616	3000	3000	3000	营业费用	939	1245	1486	1930	2325	
预付款项	1934	3528	4000	4500	5000	管理费用	751	968	1156	1287	1550	
存货	50595	63093	66226	76384	80582	财务费用	335	416	377	478	584	
其他流动资	1316	2323	3001	3790	4492	资产减值损失	337	216	300	300	300	
非流动资产	8906	10020	13922	19890	27943	公允价值变动	-48	-50	-45	-45	-45	
长期股权投	953	1411	1411	1411	1411	投资净收益	138.35	138.21	138.21	138.21	138.21	
固定资产	865	1069	5482	11471	19545	营业利润	1471	1819	3485	5218	6877	
无形资产	195	216	195	173	151	营业外收入	42.86	47.12	40.00	40.00	40.00	
其他非流动	0	0	0	0	0	营业外支出	46.33	92.62	90.00	90.00	90.00	
资产总计	73365	95240	110890	127182	147087	利润总额	1468	1774	3435	5168	6827	
流动负债合	39471	51957	60352	71795	84588	所得税	578	523	859	1292	1707	
短期借款	3743	3415	4576	6132	8217	净利润	890	1251	2577	3876	5120	
应付账款	5266	5636	7285	9336	11080	少数股东损益	-6	-115	50	75	99	
预收款项	20181	31414	36369	42801	50551	归属母公司净	896	1366	2527	3801	5021	
一年内到期	4511	4479	4627	4627	4627	EBITDA	2060	2514	4027	5860	7624	
非流动负债	19884	24237	28237	30731	34731	EPS (元)	0.41	0.57	0.75	1.18	1.59	
长期借款	10099	14395	18395	22395	26395	主要财务比	率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	7935	7948	7999	7999	7999							
负债合计	59355	76194	88589	102525	119318	成长能力						
少数股东权	4038	4502	4552	4627	4726	营业收入增长	21.2%	15.1%	34.5%	29.8%	20.5%	
实收资本	2135	2132	2984	2984	2984	营业利润增长	-2.8%	23.6%	91.6%	49.7%	31.8%	
资本公积	1607	1394	1394	1394	1394	归属于母公司	11.3%	52.5%	85.0%	50.4%	32.1%	
未分配利润	4732	5696	6201	7341	9098	获利能力						
归属母公司	9972	14544	17749	20030	23042	毛利率(%)	25.0%	25.0%	26.8%	27.8%	28.8%	
负债和所有	73365	95240	110890	127182	147087	净利率(%)	4.2%	5.1%	7.8%	9.0%	9.9%	
现金流	单位: 百万元					总资产净利润	1.2%	1.4%	2.3%	3.0%		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	9.0%	9.4%	14.2%	19.0%	21.8%	
经营活动现	-2688	7554	6277	1378	11132	偿债能力						
净利润	890	1251	2577	3876	5120	资产负债率(%)	81%	80%	80%	81%	81%	
折旧摊销	253.91	278.59	0.00	163.91	163.91	流动比率	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4	
财务费用	335	416	377	478	584	速动比率	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5	
应收账款减	0	0	-96	-270	-241	营运能力						
预收帐款增	0	0	4955	6433	7750	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	
投资活动现	-2124	-9526	-169	-207	-207	应收账款周转	47.7	37.0	38.5	41.2	39.9	
公允价值变	-48	-50	-45	-45	-45	应付账款周转	4.0	4.5	5.1	5.2	5.1	
长期股权投	0	0	0	0	0	每股指标 (元)						
投资收益	138	138	138	138	138	每股收益(最新)	0.4	0.6	0.8	1.2	1.6	
筹资活动现	8257	4385	872	-2574	-4724	每股净现金流	1.6	1.1	2.3	(0.5)	2.1	
应付债券增	0	0	50	0	0	每股净资产(最	4.7	6.8	5.9	6.7	7.7	
长期借款增	0	0	4000	4000	4000	估值比率						
普通股增加	-1	-3	852	0	0	P/E	14.0	10.0	7.6	4.8	3.6	
资本公积增	-400	-214	0	0	0	P/B	1.2	0.8	1.0	0.9	0.7	
现金净增加	3444	2413	6981	-1403	6201	EV/EBITDA	14.2	11.8	7.1	6.8	5.2	

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

任鹤

清华大学土木工程专业本硕，法学双学士，3年房地产行业工作经历，一级注册建造师，中级房地产经济师。2018年加入东兴证券研究所，关注房地产行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。