

业绩增长显著, 高管增持显信心

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布三季度报告, 2018年前三季度实现营业收入 142.8 亿元(+31.1%), 归属于上市公司股东的净利润 12.2 亿元(+122.6%), 报告期加权 ROE 为 8.9%, 较上年同期提升了 3.7 个百分点。
- **业务结算收入大增, 公司业绩稳中有升。** 前三季度公司实现营业收入 142.8 亿元, 同比增长 31.1%; 实现归母净利润 12.2 亿元, 同比增长 122.6%。受益于结转项目单价提高, 前三季度公司销售毛利率同比提升 6.5 个百分点至 31.6%, 是公司业绩增速超过营收增速的主要原因。分季度来看, 公司第三季度确认营业收入 62.7 亿元, 三季度单季结转量明显加大, 而根据历年数据, 三、四季度是公司结算集中期, 我们看好公司全年业绩表现。
- **销售稳步增长, 成都滇渝华东贡献明显。** 前三季度公司实现销售金额 670.8 亿元, 同比增长 52.0%, 实现销售面积 600.8 万平方米, 同比增长 31.8%, 累计销售单价约 11,165 元每平方米, 同比增长 15.3%。其中, 成都、滇渝和华东地区销售额分别增长 41%、51.3% 和 113.2%, 分别贡献销售增长的 30.3%、15.1% 和 41.7%。
- **拿地力度增强, 土储优质丰富。** 2018年前三季度公司新增土地 73 幅, 总价 247.6 亿元, 新增土地建面 939.4 万平, 平均拿地楼面价 2,636 元/平, 第三季度新增土地总价为 114.3 亿元。公司今年来积极拿地, 通过多元化的投资模式, 土地储备显著增长, 为后续发展奠定良好基础。
- **董监高再度增持, 对公司前景信心充分。** 2018年, 公司部分董监高第一次增持计划已于 2018年 7 月 20 日完成, 增持金额 1,410 万元, 占公司总股本的 0.08%。公司发布年内第二份增持计划, 部分董监高计划于 2018年 11 月 1 日起 6 个月内, 增持公司股份不低于 5,000 万元, 占公司总股本的 0.39%, 是此前的 3.5 倍, 进一步突显董监高对公司未来发展的信心。
- **盈利预测与评级。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.81 元、1.25 元、1.80 元。考虑公司作为业绩高速增长优质标的, 给予公司 2018 年 8 倍估值, 对应目标价 6.48 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 房产销售回款不及预期、区域调控政策不断升级、融资不断收紧等。

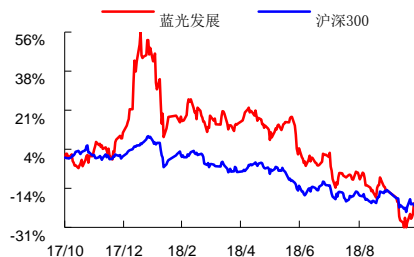
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	24553.03	34086.97	44756.27	57553.73
增长率	15.12%	38.83%	31.30%	28.59%
归属母公司净利润(百万元)	1365.95	2431.96	3729.72	5374.23
增长率	52.49%	78.04%	53.36%	44.09%
每股收益 EPS(元)	0.46	0.81	1.25	1.80
净资产收益率 ROE	6.57%	13.26%	17.31%	20.59%
PE	10	6	4	3
PB	0.74	0.84	0.71	0.59

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: 杨雨蕾
电话: 021-58351779
邮箱: yangyul@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)	29.84
流通 A 股(亿股)	29.73
52 周内股价区间(元)	4.11-13.1
总市值(亿元)	137.28
总资产(亿元)	1,183.52
每股净资产(元)	5.11

相关研究

1. 蓝光发展(600466): 业绩大幅增长, 区域优势明显 (2018-08-21)
2. 蓝光发展(600466): 业绩大幅增长, 文旅乐园开启新模式 (2018-04-01)
3. 蓝光发展(600466): 费用控制得力, 业绩如期增长 (2017-10-31)

关键假设：

假设 1：近两年销售增速较高将对 2018-2019 年住宅及配套收入增速形成一定支撑，但全行业销售进入下行区间，预计 2019-2020 年住宅及配套收入增速下滑，未来三年毛利率分别为 24.4%、25.4%和 26.2%；

假设 2：公司商业地产业务逐年收缩，预计 2018-2019 年商业地产收入将逐年下滑，并在 2020 年企稳，毛利率稳定在 20%；

假设 3：2017 年报的发展战略中提到将持续强化现代服务业，预计 2018-2020 保持稳定增速，并假设其毛利率维持在 40%；

假设 4：公司药品销售业务在确保医院市场同时正在 OTC 市场自建销售团队进行全国布局，预计 2018-2020 年药品销售业务将保持稳定增速，其毛利率在 60%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	24553.0	34087.0	44756.3	57553.7
	增速	15.1%	38.8%	31.3%	28.6%
	毛利率	25.0%	24.4%	25.4%	26.2%
住宅及配套	收入	18752.7	30004.3	40505.8	52657.6
	增速	73.0%	60.0%	35.0%	30.0%
	毛利率	22.3%	23.0%	24.0%	25.0%
商业地产	收入	4163.4	2081.7	1665.4	1665.4
	增速	-20.5%	-50.0%	-20.0%	0.0%
	毛利率	24.5%	20.0%	20.0%	20.0%
现代服务业	收入	657.6	920.6	1288.9	1675.6
	增速	104.0%	40.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	43.2%	40.0%	40.0%	40.0%
药品销售	收入	782.1	1079.3	1295.2	1554.2
	增速	75.0%	38.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	68.5%	58.0%	60.0%	60.0%
其他业务	收入	1.0	1.0	1.0	1.0
	增速	-99.9%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	0.0%	0.0%	52.0%	52.0%
合并抵销	收入	196.2	0.0	0.0	0.0

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	24553.03	34086.97	44756.27	57553.73	净利润	1250.71	2226.78	3415.05	4920.82
营业成本	18405.56	25775.39	33408.61	42452.98	折旧与摊销	96.52	109.30	117.37	125.92
营业税金及附加	1587.58	2204.04	2893.91	3721.38	财务费用	416.49	801.75	822.79	852.15
销售费用	1244.81	1022.61	1342.69	1726.61	资产减值损失	215.89	0.00	0.00	0.00
管理费用	968.20	1344.15	1764.87	2269.51	经营营运资本变动	-4225.65	5849.99	-716.25	-3391.03
财务费用	416.49	801.75	822.79	852.15	其他	9799.93	-30.00	-30.00	-30.00
资产减值损失	215.89	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	7553.89	8957.81	3608.96	2477.86
投资收益	138.21	30.00	30.00	30.00	资本支出	-117.07	-130.00	-120.00	-130.00
公允价值变动损益	-50.39	0.00	0.00	0.00	其他	-9408.70	45.36	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-9525.77	-84.64	-90.00	-100.00
营业利润	1819.17	2969.04	4553.40	6561.09	短期借款	-328.55	-1414.91	0.00	0.00
其他非经营损益	-45.50	0.00	0.00	0.00	长期借款	4295.87	-2000.00	1000.00	1000.00
利润总额	1773.67	2969.04	4553.40	6561.09	股权融资	-216.81	852.20	0.00	0.00
所得税	522.96	742.26	1138.35	1640.27	支付股利	-356.02	-273.19	-486.39	-745.94
净利润	1250.71	2226.78	3415.05	4920.82	其他	990.25	-10333.94	-822.79	-852.15
少数股东损益	-115.24	-205.18	-314.67	-453.41	筹资活动现金流净额	4384.73	-13169.84	-309.18	-598.09
归属母公司股东净利润	1365.95	2431.96	3729.72	5374.23	现金流量净额	2412.85	-4296.66	3209.78	1779.77
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	12804.32	8507.65	11717.44	13497.20	成长能力				
应收和预付款项	6977.25	9356.27	12201.51	15592.92	销售收入增长率	15.12%	38.83%	31.30%	28.59%
存货	63092.99	63394.06	75795.40	92352.16	营业利润增长率	23.64%	63.21%	53.36%	44.09%
其他流动资产	2345.31	3227.76	4238.05	5449.86	净利润增长率	40.55%	78.04%	53.36%	44.09%
长期股权投资	1411.40	1411.40	1411.40	1411.40	EBITDA 增长率	24.24%	66.37%	41.58%	37.24%
投资性房地产	4454.13	4454.13	4454.13	4454.13	获利能力				
固定资产和在建工程	1196.91	1223.43	1225.67	1224.11	毛利率	25.04%	24.38%	25.35%	26.24%
无形资产和开发支出	416.81	413.67	416.74	425.06	三费率	10.71%	9.30%	8.78%	8.42%
其他非流动资产	2540.77	2538.09	2535.40	2532.71	净利率	5.09%	6.53%	7.63%	8.55%
资产总计	95239.88	94526.46	113995.75	136939.57	ROE	6.57%	13.26%	17.31%	20.59%
短期借款	3414.91	2000.00	2000.00	2000.00	ROA	1.31%	2.36%	3.00%	3.59%
应付和预收款项	40241.51	48139.23	62094.99	77986.09	ROIC	5.59%	10.06%	15.18%	18.66%
长期借款	14394.97	12394.97	13394.97	14394.97	EBITDA/销售收入	9.50%	11.38%	12.27%	13.10%
其他负债	18142.47	15193.72	16778.59	18656.44	营运能力				
负债合计	76193.87	77727.93	94268.55	113037.50	总资产周转率	0.29	0.36	0.43	0.46
股本	2132.22	2984.42	2984.42	2984.42	固定资产周转率	25.38	31.48	40.79	52.44
资本公积	1393.62	1393.62	1393.62	1393.62	应收账款周转率	36.98	43.74	51.61	51.14
留存收益	6027.34	8186.11	11429.44	16057.73	存货周转率	0.32	0.40	0.47	0.50
归属母公司股东权益	14544.46	12502.16	15745.49	20373.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	146.28%	—	—	—
少数股东权益	4501.56	4296.38	3981.71	3528.29	资本结构				
股东权益合计	19046.01	16798.53	19727.19	23902.07	资产负债率	80.00%	82.23%	82.69%	82.55%
负债和股东权益合计	95239.88	94526.46	113995.75	136939.57	带息债务/总负债	33.81%	28.75%	24.76%	21.54%
					流动比率	1.64	1.52	1.46	1.43
					速动比率	0.43	0.38	0.40	0.39
					股利支付率	26.06%	11.23%	13.04%	13.88%
					每股指标				
					每股收益	0.46	0.81	1.25	1.80
					每股净资产	6.38	5.63	6.61	8.01
					每股经营现金	2.53	3.00	1.21	0.83
					每股股利	0.12	0.09	0.16	0.25
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2332.18	3880.09	5493.56	7539.16					
PE	10.31	5.79	3.78	2.62					
PB	0.74	0.84	0.71	0.59					
PS	0.57	0.41	0.31	0.24					
EV/EBITDA	4.98	3.10	1.79	1.20					
股息率	2.53%	1.94%	3.45%	5.30%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn