蓝光发展(600466.SH)/房地产开发

2018 年业绩预报点评：

业绩高速增长，销售表现亮眼

评级：买入(维持)

市场价格：5.25

分析师：倪一琛

执业证书编号：S0740517100003

电话：021-20315288

Email：niyc@r.qlzq.com.cn

研究助理：王洪岩

Email：wanghy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,984.11
流通股本(百万股)	2,984.11
市价(元)	5.25
市值(百万元)	15,666.58
流通市值(百万元)	15,666.58

股价与行业-市场走势对比

相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	21,329	24,553	36,874	51,159	73,628
增长率 yoy%	21.20%	15.12%	50.18%	38.74%	43.92%
净利润	896	1,366	2,230	3,337	5,060
增长率 yoy%	11.28%	52.49%	63.26%	49.64%	51.65%
每股收益（元）	0.41	0.57	0.75	1.12	1.70
P/E	12.80	9.21	7.00	4.69	3.09

备注：

投资要点

- **公司发布 2018 年业绩预增公告：预计实现归母净利润 21.5 亿元到 24.5 亿元，同比增长 57%至 79%；实现扣非后归母净利润 22.5 亿元到 25.5 亿元，同比增长 68%至 91%**

- **业绩高增，销售表现亮眼**

  报告期公司归母净利润大幅提升的主要原因是：1、16 年行业回暖期，公司推出的项目，在 18 年陆续进入结算，报告期内结转收入增加；2、公司近几年积极进行全国化布局，扩大规模，房地产主业销量大幅提升。

  销售方面：根据克而瑞数据，2018 年公司实现销售额 1041.7 亿元，同比增长 79.14%；实现销售面积 1025.6 万方，同比增长 68.32%；销售均价 10157 元/平，同比增长 6.4%。超额完成 2018 年初设定的 1000 亿元的销售目标。展望 2019 年，公司可售货值充裕，全年有望向更高的销售目标发起冲击。

- **土地投资大幅提升，融资渠道继续拓宽**

  根据公司月度公告数据，2018 年全年公司新增土储建筑面积 1170.1 万方，同比增长 128.8%；总地价 283.3 亿元，同比增长 65.4%。其中，拿地金额占当年销售金额的 27.2%，较 2017 年占比收窄 1.8 个百分点。地价方面，2018 年全年拿地楼面价约 2421 元/平，同比下降 27.7 个百分点。其中，拿地均价上半年在 2709 元/平左右，下半年降至 2249 元/平。土地成本下行主要源于：1、2018 年下半年土地市场转淡，公司拿地趋谨慎；2、公司城市布局能级下沉，全年获取土地中三四线城市占拓展建面 75%。从拿地方式来看，2018 年下半年，公司延续多元化拓展资源的方式。根据我们跟踪，2018 年全年新增土储中，非直接招拍挂方式获取的资源占比近五成。

  财务方面，由于公司 2018 年拿地相对积极，杠杆率稳中有升，截至 2018 年三季度末，公司净负债率为 121.6%，较 2017 年末增长 30 个百分点。随着四季度土地市场转淡，公司拿地转为谨慎。融资方面，继上半年成功发行永续票据 10 亿元、购房尾款 ABN11.4 亿元、购房尾款 ABS8.2 亿元之后，公司继续积极拓宽融资渠道、优化债务结构，下半年成功发行 2018 年公司债（第四期），合计募集资金 18.90 亿元，票面利率 7.50%；9 月顺利发行 2.5 亿美元无抵押固定利率债券。多元化的融资渠道助力公司未来布局扩展及规模继续提升。

- **股权激励提升员工积极性，高管增持彰显信心**

  继 6 月底公告高管增持计划后，12 月 27 日公告，公司部分董事（不含独立董事）、监事、高管人员于 11 月 1 日至 12 月 26 日合计增持公司 953.68 万股，占公司总股本的 0.32%，合计增持金额 5001.54 万元，充分彰显管理层对公司未来发展的信心。结合此前的股权激励（给予核心高管及业务骨干一共 12804 份股权，占总股本的 6%（转增前））、项目跟投机制（员工跟投合计持有项目股权比例上限为 15%，高于一般同行的 10%），将进一步强化管理团队与公司利益绑定，助力公司长远发展。

- **投资建议：**公司扩张迅速，2018 年销售继续维持高增长，而现代服务业、医疗器械和 3D 生物打印三项业务均为具备较大发展潜力的蓝海行业。公司土储丰富，积极进行全国布局。大力度的股权激励及相对市场化的跟投机制有效提升公司获取项目的质量和项目运营效率，为公司高增长的持续性打下基础。我们预计公司 18、19 年 EPS 为 0.75 元、1.12 元，对应当前 PE 为 7.00、4.69x。维持“买入”评级。

■ **风险提示：**公司销售不达预期，行业资金流动性改善不达预期等。

图表：公司盈利预测表

损益表（人民币百万元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	21,328	24,553	36,874	61,158	73,828
增长率	21.2%	15.1%	50.2%	35.7%	43.9%
营业成本	-16,002	-18,406	-27,877	-38,062	-54,926
%销售收入	75.0%	75.0%	75.6%	74.4%	74.6%
毛利	5,327	6,147	8,997	13,097	18,701
%销售收入	25.0%	25.0%	24.4%	25.6%	25.4%
营业税金及附加	-1,584	-1,588	-2,147	-3,560	-4,910
%销售收入	7.4%	6.5%	5.8%	7.0%	6.7%
营业费用	-939	-1,245	-1,869	-2,594	-3,733
%销售收入	4.4%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
管理费用	-751	-968	-1,454	-2,017	-2,903
%销售收入	3.5%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
息税前利润（EBIT）	2,053	2,347	3,526	4,925	7,155
%销售收入	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.7%
财务费用	-335	-416	-416	-416	-416
%销售收入	1.6%	1.7%	1.1%	0.8%	0.6%
资产减值损失	337	216	216	216	216
公允价值变动收益	-48	-50	-74	-74	-62
投资收益	138	138	89	122	116
%税前利润	9.4%	7.0%	3.1%	2.0%	1.6%
营业利润	1,471	1,819	2,909	4,340	6,577
营业利润率	6.9%	7.4%	7.9%	6.6%	6.9%
营业外收支	-3	-45	-13	-8	-7
税前利润	1,468	1,774	2,896	4,333	6,571
利润率	6.9%	7.2%	7.9%	6.6%	6.9%
所得税	-578	-523	-854	-1,278	-1,937
所得税率	39.4%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%
净利润	890	1,251	2,042	3,055	4,633
少数股东损益	-6	-115	-188	-282	-427
归属于母公司的净利润	896	1,366	2,230	3,337	5,060
净利率	4.2%	5.6%	6.0%	5.5%	6.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	890	1,251	2,042	3,055	4,633
加：折旧和摊销	71	97	73	76	79
资产减值准备	337	216	0	0	0
公允价值变动损失	48	50	-74	-74	-62
财务费用	317	385	416	416	416
投资收益	-138	-138	-89	-122	-116
少数股东损益	-6	-115	-188	-282	-427
营运资金的变动	-3,477	5,210	14,791	23,765	34,703
经营活动现金净流	-2,888	7,554	17,168	27,116	38,854
固定资本投资	45	-48	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-2,124	-8,628	-1,387	-588	-808
股利分配	-213	-213	-1,336	-1,094	-1,672
其他	8,470	4,598	-8,000	-9,790	-416
筹资活动现金净流	8,267	4,386	-8,336	-10,886	-2,088
现金净流量	3,444	2,413	8,426	16,632	38,867

资产负债表（人民币百万元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	9,171	12,804	19,230	34,862	71,819
应收款项	1,426	3,449	3,873	6,285	8,334
存货	50,595	63,093	68,546	58,327	63,731
其他流动资产	3,266	5,874	7,090	8,896	12,095
流动资产	64,458	85,220	98,739	108,371	155,980
%总资产	87.9%	89.6%	89.6%	89.9%	92.4%
长期投资	5,628	6,027	7,512	8,231	8,951
固定资产	865	1,069	1,041	1,011	978
%总资产	1.2%	1.1%	0.9%	0.8%	0.6%
无形资产	236	252	254	255	256
非流动资产	8,906	10,020	11,482	12,201	12,908
%总资产	12.1%	10.5%	10.4%	10.1%	7.6%
资产总计	73,365	95,240	110,221	120,572	168,888
短期借款	3,743	3,415	4,315	0	0
应付款项	28,670	40,957	62,816	80,579	125,933
其他流动负债	7,057	7,585	7,585	7,585	7,585
流动负债	39,471	51,957	74,715	88,164	133,519
长期贷款	10,099	14,395	5,059	0	0
其他长期负债	9,785	9,842	9,842	9,842	9,842
负债	59,355	76,194	89,617	98,006	143,361
普通股股东权益	9,972	14,544	16,291	18,534	21,922
少数股东权益	4,038	4,502	4,313	4,032	3,605
负债股东权益合计	73,365	95,240	110,221	120,572	168,888

比率分析

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益(元)			0.75	1.12	1.70
每股净资产(元)	3.34	4.87	5.46	6.21	7.35
每股经营现金净流(元)	-0.90	2.53	5.75	9.09	13.29
每股股利(元)	0.07	0.07	0.45	0.37	0.56
回报率					
净资产收益率	8.98%	9.39%	13.69%	18.00%	23.08%
总资产收益率	1.21%	1.31%	1.85%	2.53%	2.74%
投入资本收益率	6.12%	6.40%	7.96%	22.81%	-54.46%
增长率					
营业总收入增长率	21.20%	15.12%	50.18%	38.74%	43.92%
EBIT增长率	-1.56%	22.82%	49.87%	43.05%	47.03%
净利润增长率	11.28%	52.49%	63.26%	49.64%	51.65%
总资产增长率	30.44%	29.82%	15.73%	9.39%	40.07%
资产管理能力					
应收账款周转天数	23.6	35.5	35.5	35.5	35.5
存货周转天数	758.6	833.5	642.6	446.4	298.4
应付账款周转天数	119.1	106.6	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	15.1	14.2	10.3	7.2	4.9
偿债能力					
净负债/股东权益	96.25%	57.80%	-63.39%	-263.20%	-101.73%
EBIT利息保障倍数	5.4	5.3	8.0	11.4	16.8
资产负债率	80.90%	80.00%	81.31%	81.28%	84.89%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明

股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。