

证券研究报告—动态报告

房地产

房地产开发 II

蓝光发展(600466)

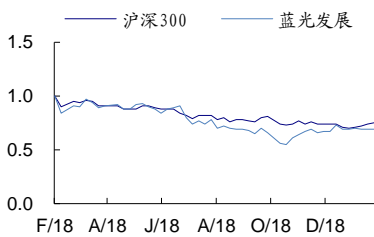
买入

2018 年业绩预告点评

(首次评级)

2019 年 01 月 30 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	2,984/2,984
总市值/流通(百万元)	16,383/16,383
上证综指/深圳成指	2,597/7,590
12 个月最高/最低(元)	9.01/4.03

证券分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678

E-MAIL: ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120051

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

逆市高增长, 规模效应显现

● 受益“行业周期+战略升级”, 2018 年归母净利润预增 57%-79%

预计公司 2018 年归母净利润 21.5-24.5 亿元, 同比增长 57%-79%。业绩大增的主因系公司经营规模逐年扩大, 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。

● 全国布局, 销售逆市高增长

根据克而瑞数据, 公司 2018 年销售额 1041.7 亿元, 同比增长 79%; 销售面积 1025.6 万平方米, 同比增长 68%, 实现了逆市高增长(而 2018 年全行业销售面积增速仅 1.3%)。2018 年公司新增规划建筑面积 1128 万平方米, 与全年销售面积比值为 1.1: 1, 拿地较积极。全年获取土地中三四线占比 75%, 中西部区域占比达到 58%。2018 年全年公司新进入郑州、温州、福州、南宁等城市, 公司遵循国家战略规划, 精准把握城市群及城市发展规律, 坚持“高价值、高增值”的投资布局, 立足成都大本营, 持续深耕长三角、粤港澳大湾区等核心城市群以及战略城市, 现已布局全国 17 大区域 50 余座城市。

● 财务优化、短期偿债能力较好, 2019 年业绩锁定性佳

截止 2018 年三季度末, 公司剔除预收账款后的资产负债率为 70%, 较 2017 年同期下降 2.2 个百分点; 净负债率为 122%, 较 2017 年同期下降 5.4 个百分点; 短期偿债能力保障倍数——货币资金/(短期借款+一年内到期的非流动负债)为 1.6 倍, 短期偿债能力较好。公司 2018 年三季度末预收款为 508 亿元, 对 2018 年四季度 wind 一致预期营收的锁定度达 236% (2018 年四季度 wind 一致预期营收=2018 年 wind 一致预期营收-已披露的前三季度营收); 在满足 2018 年 wind 一致预期营收后, 剩余的 294 亿元仍能锁定 2019 年 wind 一致预期营收的 60%。

● 高管连续增持, 彰显对公司未来发展信心

在 2018 年 7 月 20 日公司高管合计完成 1410 万元的股票增持计划不久后, 公司于 2018 年 10 月 15 日再次针对高管发布股票增持计划, 计划于 2018 年 11 月 1 日起六个月内增持不低于 5000 万元的股份, 连续增持彰显高管对公司未来发展的信心。

● 逆市高增长, 规模效应显现, 首次给予“买入”评级

公司在 2018 年行业较困难的情况下依然实现了较高的销售增速, 表明公司的战略得当、管理优秀、规模效应开始显现。我们看好公司未来的发展, 预计 2018/19 年 EPS 为 0.75/1.12 元, 对应 PE7.5/5.0X, 首次给予“买入”评级。

● 风险

若行业再度升温、过热引发新一轮调控预期, 或公司销售增长失速。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	21,329	24,553	35,651	47,986	55,328
(+/-%)	21.2%	15.1%	45.2%	34.6%	15.3%
净利润(百万元)	896	1,366	2,245	3,341	5,663
(+/-%)	11.3%	52.5%	64.4%	48.8%	69.5%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.64	0.75	1.12	1.90
EBIT Margin	8.5%	8.9%	9.6%	10.4%	14.3%
净资产收益率(ROE)	9.0%	9.4%	17.5%	31.0%	61.5%
市盈率(PE)	18.3	8.8	7.5	5.0	3.0
EV/EBITDA	40.4	40.5	44.0	42.6	30.0
市净率(PB)	1.6	1.1	1.31	1.56	1.83

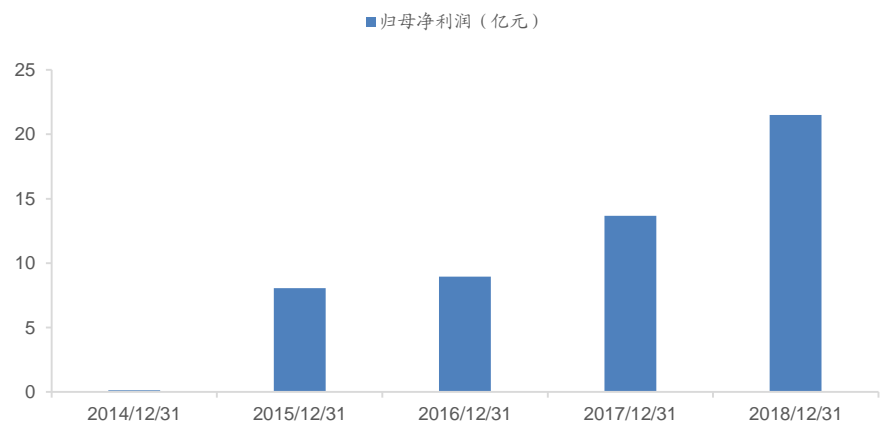
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

受益“行业周期+战略升级”，2018年归母净利润预增57%-79%

预计公司2018年归母净利润21.5-24.5亿元，较上年同期增加7.8-10.8亿元，同比增长57%-79%；扣非后净利润22.5-25.5亿元，较上年同期增加9.1-12.1亿元，同比增长68%-91%。公司业绩大增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。

图1：公司近五年归母净利润变化情况（2018年取业绩预告最小值）

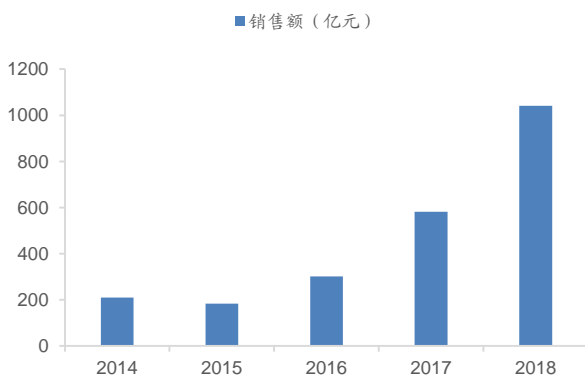


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

全国布局，销售逆市高增长

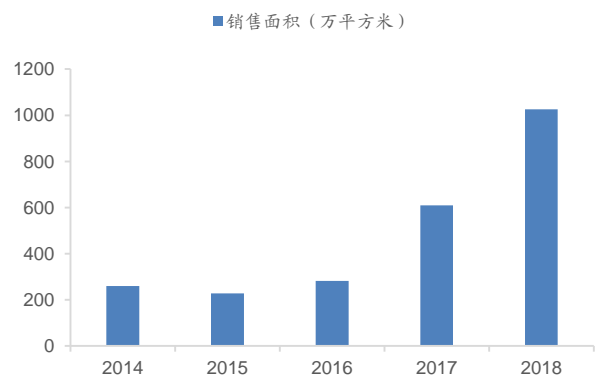
根据克而瑞数据，公司2018年销售额1041.7亿元，同比增长79%；销售面积1025.6万平方米，同比增长68%，实现了逆市高增长（而2018年全行业销售面积增速仅1.3%）。

图2：公司销售额增长显著



资料来源：Wind、克而瑞、国信证券经济研究所整理

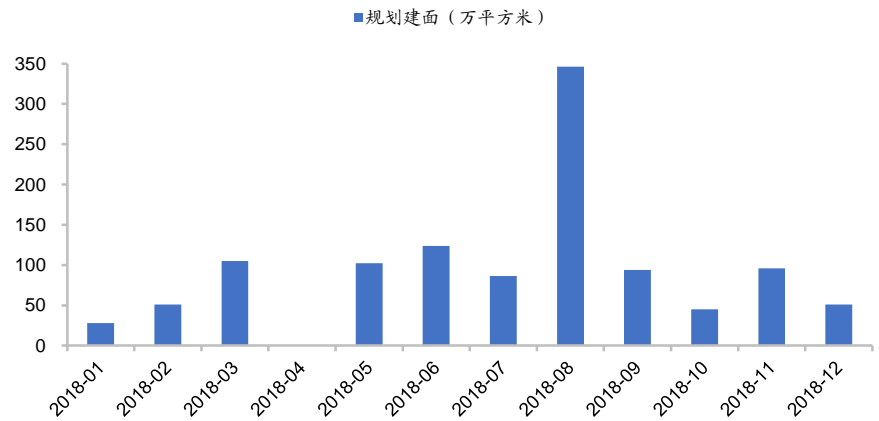
图3：公司销售面积增长显著



资料来源：Wind、克而瑞、国信证券经济研究所整理

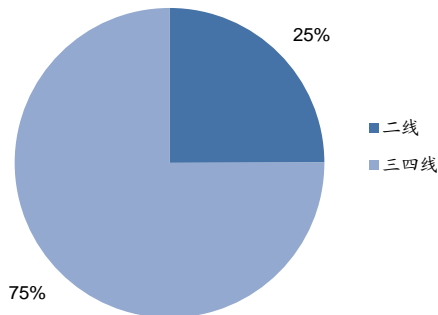
根据公司每个月公布的拿地情况简报，2018 年公司新增规划建筑面积 1128 万平方米，与全年销售面积比值为 1.1: 1，拿地较积极。全年获取土地中三四线占比 75%，中西部区域占比达到 58%。

图 4: 公司 2018 年新增规划建筑面积 (按月)



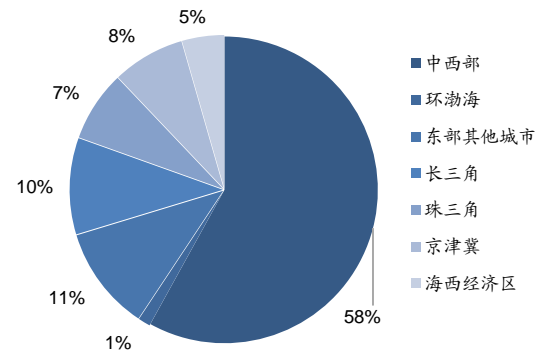
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司 2018 年新增规划建筑面积按城市等级划分



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司 2018 年新增规划建筑面积按区域划分



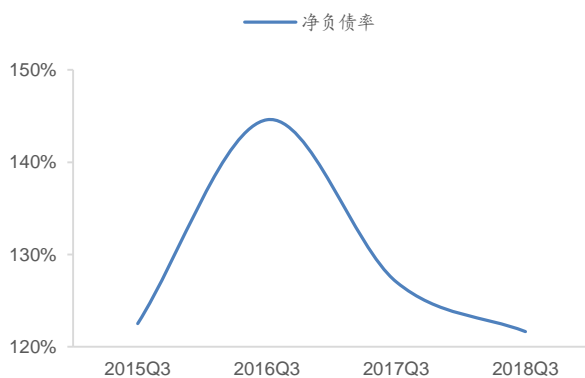
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2018 年全年公司新进入郑州、温州、福州、南宁等城市，公司遵循国家战略规划，精准把握城市群及城市发展规律，坚持“高价值、高增值”的投资布局，立足成都大本营，持续深耕长三角、粤港澳大湾区等核心城市群以及战略城市，现已布局全国 17 大区域 50 余座城市，包括：以北京、天津为中心的京津冀区域；以苏州、无锡、南通为中心的环沪区域；以杭州、宁波、绍兴为中心的浙江区域；以南京、徐州、宿迁为中心的江苏区域；以成都、南充、泸州、资阳为中心的四川区域；以武汉、长沙为中心的两湖区域；以郑州为中心的河南区域；以广州、惠州为中心的华南区域；以济南、青岛为中心的山东区域；以重庆为中心的重庆区域；以昆明为中心的云南区域；以合肥为中心的安徽区域；以西安、太原为中心的陕西区域；以南昌为中心的江西区域；以温州、台州、福州、厦门为中心的海西区域；以深圳为中心的深圳区域；以粤港澳大湾区为中心的大湾区域。

财务优化、短期偿债能力较好，2019 年业绩锁定性佳

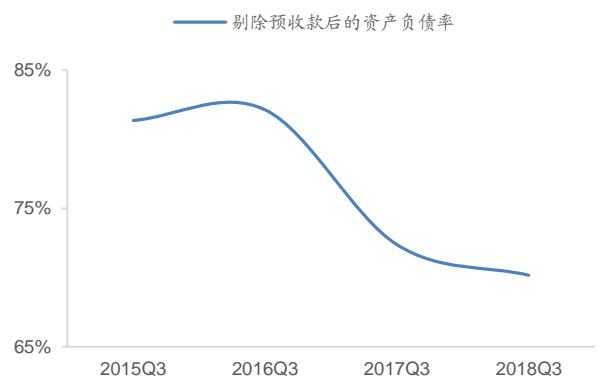
截止 2018 年三季度末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 70%，较 2017 年同期下降 2.2 个百分点；净负债率为 122%，较 2017 年同期下降 5.4 个百分点；短期偿债能力保障倍数——货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债）为 1.6 倍，短期偿债能力较好。公司 2018 年三季度末预收款为 508 亿元，对 2018 年四季度 wind 一致预期营收的锁定度达 236%（2018 年四季度 wind 一致预期营收=2018 年 wind 一致预期营收-已披露的前三季度营收）；在满足 2018 年 wind 一致预期营收后，剩余的 294 亿元仍能锁定 2019 年 wind 一致预期营收的 60%。

图 7：公司净负债率优化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司剔除预收账款后的资产负债率优化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

高管连续增持，彰显对公司未来发展信心

在 2018 年 7 月 20 日公司高管合计完成 1410 万元的股票增持计划不久后，公司于 2018 年 10 月 15 日再次针对高管发布股票增持计划，计划于 2018 年 11 月 1 日起六个月内增持不低于 5000 万元的股份，连续增持彰显高管对公司未来发展的信心。

逆市高增长，规模效应显现，首次给予“买入”评级

公司在 2018 年行业较困难的情况下依然实现了较高的销售增速，表明公司的战略得当、管理优秀、规模效应开始显现。我们看好公司未来的发展，预计 2018/19 年 EPS 为 0.75/1.12 元，对应 PE7.5/5.0X，首次给予“买入”评级。

风险

若行业再度升温、过热引发新一轮调控预期，或公司销售增长失速。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	12804	20293	32394	38324	营业收入	24553	35651	47986	55328
应收款项	3449	5567	7099	7731	营业成本	18406	26660	35510	39283
存货净额	63093	113004	156906	168567	营业税金及附加	1588	2282	3134	3320
其他流动资产	5858	8556	11517	13279	销售费用	1245	1882	2462	2656
流动资产合计	85220	147436	207932	227916	管理费用	968	1408	1888	2174
固定资产	1197	1244	1214	1228	财务费用	416	376	670	820
无形资产及其他	216	195	173	151	投资收益	138	138	138	138
投资性房地产	7195	7195	7195	7195	资产减值及公允价值变动	(266)	(241)	(125)	(85)
长期股权投资	1411	1911	2411	2911	其他收入	17	0	0	0
资产总计	95240	157981	218925	239402	营业利润	1819	2940	4336	7129
短期借款及交易性金融负债	7894	52470	92796	104500	营业外净收支	(45)	(5)	(5)	(5)
应付款项	6037	8680	11599	12788	利润总额	1774	2935	4331	7124
其他流动负债	38026	54523	72789	80309	所得税费用	523	881	1272	1923
流动负债合计	51957	115674	177183	197596	少数股东损益	(115)	(191)	(281)	(463)
长期借款及应付债券	22343	22971	24392	26025	归属于母公司净利润	1366	2245	3341	5663
其他长期负债	1894	1907	1922	1939					
长期负债合计	24237	24878	26314	27964	现金流量表 (百万元)				
负债合计	76194	140552	203497	225560	净利润	1366	2245	3341	5663
少数股东权益	4502	4568	4639	4639	资产减值准备的增加(减少)	(121)	(216)	0	0
股东权益	14544	12860	10789	9204	折旧摊销	75	160	176	192
负债和股东权益总计	95240	157981	218925	239402	公允价值变动损失	266	241	125	85
					财务费用	416	376	670	820
					营运资本变动	(4938)	(35789)	(27196)	(5328)
					其它	212	283	70	0
					经营活动现金流	(3139)	(33077)	(23483)	612
					资本开支	277	(210)	(250)	(270)
					其它投资现金流	(6)	0	0	0
					投资活动现金流	(188)	(710)	(750)	(770)
					权益性融资	2135	0	0	0
					负债净变化	4296	628	1421	1633
					支付股利、利息	(2448)	(3929)	(5412)	(7249)
					其它融资现金流	1130	44576	40325	11704
					融资活动现金流	6960	41275	36334	6088
					现金净变动	3633	7489	12101	5930
					货币资金的期初余额	9171	12804	20293	32394
					货币资金的期末余额	12804	20293	32394	38324
					企业自由现金流	(2931)	(33446)	(23742)	358
					权益自由现金流	2495	11495	17530	13096

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.64	0.75	1.12	1.90
每股红利	1.15	1.32	1.81	2.43
每股净资产	6.82	4.31	3.62	3.08
ROIC	4%	3%	3%	4%
ROE	9%	17%	31%	62%
毛利率	25%	25%	26%	29%
EBIT Margin	9%	10%	10%	14%
EBITDA Margin	10%	10%	11%	15%
收入增长	15%	45%	35%	15%
净利润增长率	52%	64%	49%	70%
资产负债率	85%	92%	95%	96%
息率	20.4%	32.7%	45.0%	60.3%
P/E	8.8	7.5	5.0	3.0
P/B	1.1	1.3	1.6	1.8
EV/EBITDA	40.5	44.0	42.6	30.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032