

深耕成渝，销售高增，业绩如期释放
买入（维持）

2019年03月28日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

研究助理 陈鹏

chenp@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	30,821	44,138	59,141	76,954
同比（%）	25.5%	43.2%	34.0%	30.1%
归母净利润（百万元）	2,224	3,380	4,552	5,473
同比（%）	62.9%	52.0%	34.7%	20.2%
每股收益（元/股）	0.62	1.13	1.53	1.83
P/E（倍）	11.92	6.52	4.84	4.03

事件

■ 蓝光发展发布 2018 年年报：2018 年公司实现营业收入 308.21 亿元，同比增长 25.53%；实现归母净利润 22.24 亿元，同比增长 62.91%；基本每股收益 0.62 元，同比增长 52.11%。

点评

■ 盈利能力持续提升，未来业绩确定性强。公司 2018 年实现营业收入 308.2 亿元，同比增长 25.5%，归母净利润 22.2 亿元，同比增长 62.9%。公司业绩持续高增，主要由于：1) 房地产业务结转节奏提速，竣工面积 337 万平方米，同比增长 23%；2) 盈利能力持续提升，公司销售毛利率和净利率达 27.8% 和 8.1%，分别较 17 年上升 2.7 和 3.0 个百分点，净利率创 2015 年来历史新高。2018 年末公司预收账款 509.95 亿元，同比增长 62.3%，公司未来业绩确定性强。

■ 深耕成渝，销售持续高增长。2018 年公司房地产业务实现销售金额 855.39 亿元，同比增长 47.10%；销售面积 801.65 万平方米，同比增长 31.58%，销售规模持续高增。从区域布局来看，公司在成都区域、华东区域、华中区域、滇渝区域、北京区域、华南区域销售金额占比分别为 38.4%、19.6%、17.1%、15.0%、6.3%、3.7%，公司仍然持续深耕成渝区域，全国布局战略已初见成效。

■ 多元化拿地，全国化布局持续发力。公司突破传统招拍挂，积极拓展收并购、合作开发、产业拿地、代工代建等多元化土地资源获取模式。2018 年公司新进入福州、南宁、宁波、湖州、扬州、洛阳、宝鸡等城市，新增土地储备共 85 块，总建筑面积约 1496 万平方米，同比增长 155%。从区域布局看，公司坚持“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。

■ 物管业务上市在望，助力物业板块快速发展。控股子公司嘉宝股份 IPO 境外上市已获得中国证监会核准。截至 2018 年末，嘉宝股份已进驻 60 余城市，在管项目 400 余个，在管面积 6063 万平米；18 年嘉宝股份实现营业收入 13.99 亿元，同比增长 43.95%；净利润 2.89 亿元，同比增长 49.15%。未来上市后，嘉宝股份的物业管理规模均有望持续提速，也将进一步增强蓝光业绩稳定性。

■ 投资建议：蓝光发展销售业绩突出、土储结构不断优化，并购合作拿地具备成本优势；物业服务、医疗业务协同并进；完善激励制度促进上下同心，高考核目标的设定彰显公司业绩信心。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.13、1.53、1.83 元人民币，对应 PE 分别为 6.5、4.8、4.0 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：行业销售规模大幅下滑；按揭贷款利率大幅上行；房地产政策大幅收紧；房企资金成本大幅上行，棚改不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.39
一年最低/最高价	4.03/7.66
市净率(倍)	1.87
流通 A 股市值(百万元)	22052.56

基础数据

每股净资产(元)	3.95
资产负债率(%)	82.04
总股本(百万股)	2984.11
流通 A 股(百万股)	2984.11

相关研究

1、《蓝光发展 (600466)：业绩靚眼，立足成都，持续布局长三角、粤港澳等核心区域》

2018-08-21

2、《蓝光发展 (600466)：上半年业绩靚眼，拟分拆嘉宝股份和迪康药业到境外上市》

2018-08-02

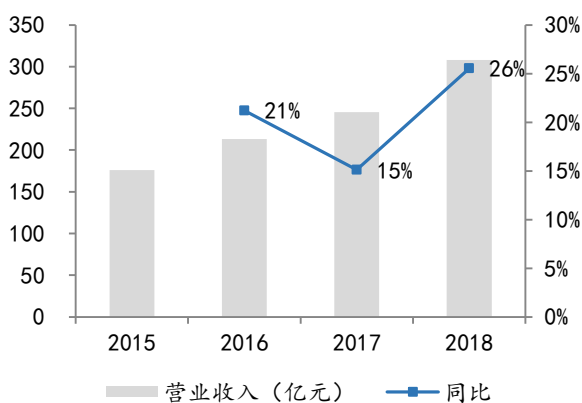
3、《蓝光发展 (600466)：销售剑指千亿，多元成长，笃行不止》

2018-06-22

1. 盈利能力持续提升，未来业绩确定性强

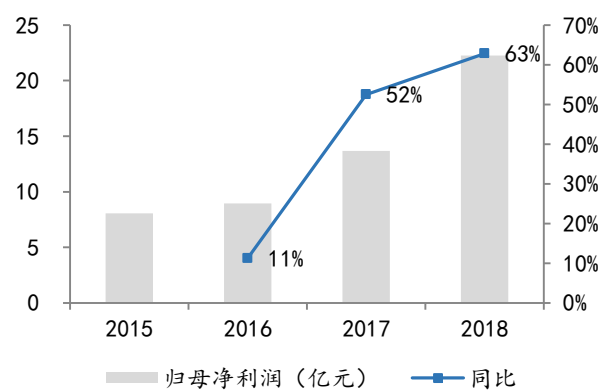
公司 2018 年实现营业收入 308.2 亿元，同比增长 25.5%，归母净利润 22.2 亿元，同比增长 62.9%。公司业绩持续高增，主要由于：1) 房地产业务结转节奏提速，竣工面积 337 万平米，同比增长 23%；2) 盈利能力持续提升，公司销售毛利率和净利率达 27.8% 和 8.1%，分别较 17 年上升 2.7 和 3.0 个百分点，净利率创 2015 年来历史新高。2018 年末公司预收账款 509.95 亿元，同比增长 62.3%，公司未来业绩确定性强。

图 1：蓝光发展营业收入（亿元）及增速



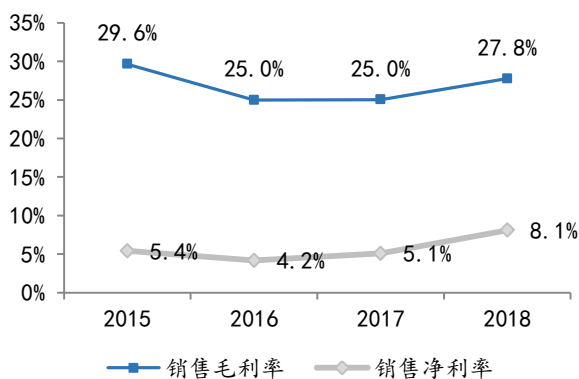
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：蓝光发展归母净利润（亿元）及增速



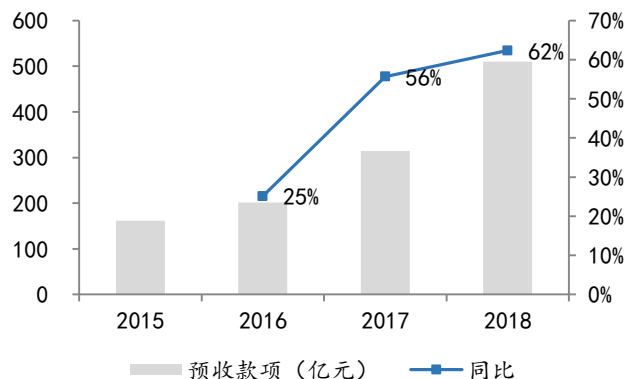
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：蓝光发展销售毛利率和销售净利率走势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：蓝光发展预收账款（亿元）及增速

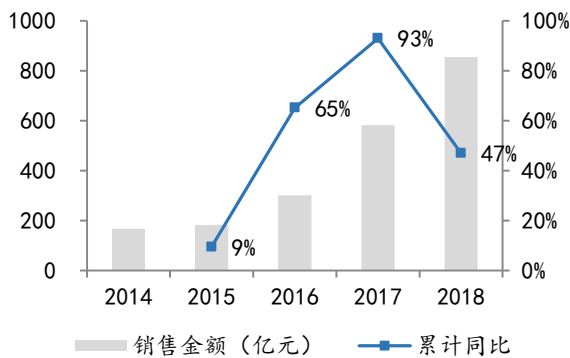


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 深耕成渝，销售持续高增长

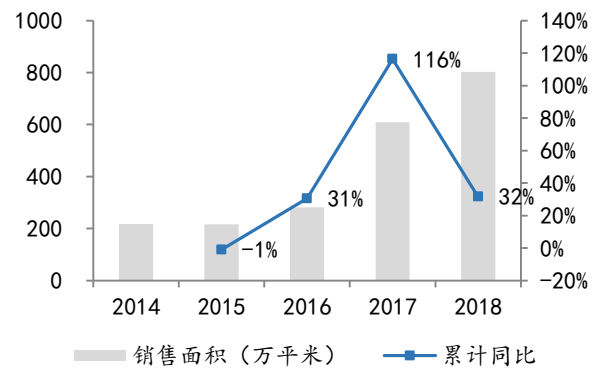
2018 年公司房地产业务实现销售金额 855.39 亿元，同比增长 47.10%；销售面积 801.65 万平方米，同比增长 31.58%，销售规模持续高增。从区域布局来看，公司在成都区域、华东区域、华中区域、滇渝区域、北京区域、华南区域销售金额占比分别为 38.4%、19.6%、17.1%、15.0%、6.3%、3.7%，公司仍然持续深耕成渝区域，全国布局战略已初见成效。

图 5：蓝光发展销售金额（亿元）及增速



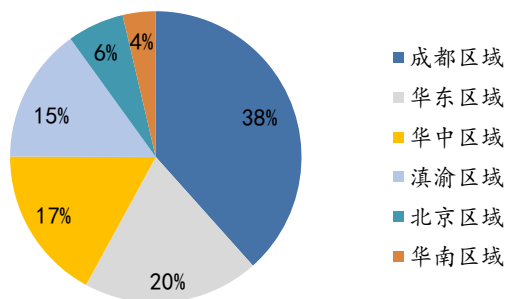
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：蓝光发展销售面积（万平方米）及增速



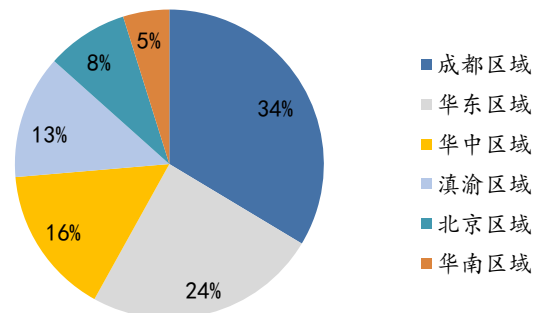
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：蓝光发展 2018 年各区域销售金额分布



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：蓝光发展 2018 年各区域销售面积分布



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 多元化拿地，全国化布局持续发力

公司突破传统招拍挂，积极拓展收并购、合作开发、产业拿地、代工代建等多元化土地资源获取模式。2018年公司新进入福州、南宁、宁波、湖州、扬州、洛阳、宝鸡等城市，新增土地储备共85块，总建筑面积约1496万平方米，同比增长155%。从区域布局看，公司坚持“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。

4. 物管业务分拆上市获批，助力物业板块快速发展

控股子公司嘉宝股份IPO境外上市已获得中国证监会核准。截至2018年末，嘉宝股份已进驻60余城市，在管项目400余个，在管面积6063万平米；18年嘉宝股份实现营业收入13.99亿元，同比增长43.95%；净利润2.89亿元，同比增长49.15%。未来上市后，嘉宝股份的物业管理规模均有望持续提速，也将进一步增强蓝光业绩稳定性。

5. 投资建议

蓝光发展销售业绩突出、土储结构不断优化，并购合作拿地具备成本优势；物业服务、医疗业务协同并进；完善激励制度促进上下同心，高考核目标的设定彰显公司业绩信心。我们预计公司2019-2021年EPS分别为1.13、1.53、1.83元人民币，对应PE分别为6.5、4.8、4.0倍，维持“买入”评级。

6. 风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。
- 4) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动，施工进度变缓，拿地力度过于激进暴露资金短缺风险。
- 5) 汇率波动风险：汇率波动超预期，企业面临汇率风险持续加大。
- 6) 棚改货币化不达预期：棚改货币化比例大幅下降，三四线城市地产销售全面承压。

蓝光发展三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	135,957	166,497	199,272	224,031	营业收入	30,821	44,138	59,141	76,954
现金	25,187	36,217	36,578	48,419	减:营业成本	22,268	32,000	42,723	55,691
应收账款	1,487	1,801	2,605	3,128	营业税金及附加	1,334	2,382	2,876	3,947
存货	90,444	103,496	133,853	137,811	营业费用	1,603	2,295	3,075	4,002
其他流动资产	18,840	24,983	26,236	34,673	管理费用	1,200	1,719	2,303	2,996
非流动资产	14,923	19,519	25,020	30,824	财务费用	581	814	1,515	2,045
长期股权投资	4,899	6,884	9,634	11,998	资产减值损失	182	324	392	538
固定资产	1,626	2,780	4,270	6,168	加:投资净收益	83	99	98	95
在建工程	1,084	2,252	3,537	4,954	其他收益	-125	-87	-78	-85
无形资产	559	626	708	776	营业利润	3,569	4,616	6,277	7,744
其他非流动资产	6,755	6,976	6,871	6,927	加:营业外净收支	-191	-63	-76	-94
资产总计	150,881	186,016	224,292	254,854	利润总额	3,377	4,552	6,201	7,650
流动负债	83,474	106,914	129,293	142,317	减:所得税费用	881	1,161	1,619	1,951
短期借款	8,322	5,868	7,095	6,482	少数股东损益	272	12	31	226
应付账款	6,734	7,179	8,357	8,520	归属母公司净利润	2,224	3,380	4,552	5,473
其他流动负债	68,418	93,866	113,841	127,316	EBIT	5,896	5,606	7,421	9,141
非流动负债	40,313	49,393	61,324	73,833	EBITDA	6,026	5,765	7,661	9,485
长期借款	38,531	47,421	59,313	71,700					
其他非流动负债	1,783	1,972	2,011	2,132	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	123,788	156,307	190,617	216,150	每股收益(元)	0.62	1.13	1.53	1.83
少数股东权益	11,334	11,345	11,376	11,603	每股净资产(元)	3.95	4.29	5.61	7.22
归属母公司股东权益	15,759	18,363	22,299	27,102	发行在外股份(百万股)	2984	2984	2984	2984
负债和股东权益	150,881	186,016	224,292	254,854	ROIC(%)	6.3%	5.0%	5.1%	5.2%
					ROE(%)	9.2%	11.4%	13.6%	14.7%
					毛利率(%)	27.8%	27.5%	27.8%	27.6%
					销售净利率(%)	8.1%	7.7%	7.7%	7.1%
					资产负债率(%)	82.0%	84.0%	85.0%	84.8%
					收入增长率(%)	25.5%	43.2%	34.0%	30.1%
					净利润增长率(%)	62.9%	52.0%	34.7%	20.2%
					P/E	11.92	6.52	4.84	4.03
					P/B	1.87	1.72	1.32	1.02
					EV/EBITDA	10.17	10.84	10.59	9.37

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

