蓝光发展（600466）

上半年销售稳健，土地投资快速增长

买入（维持）

2019 年 07 月 29 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	2018A	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）	0.75	1.13	1.53	1.83
P/E（倍）	8.56	5.63	4.18	3.48

事件

- **蓝光发展发布上半年经营简报：**2019 年 1-6 月房地产业务实现销售金额 465.30 亿元，同比增长 12.46%；销售面积 514.8 万平米，同比增长 33.99%；竣工面积 127.1 万平方米，同比增长 21.75%。上半年房屋出租率 78.98%，租金收入 7720.56 万元。

点评

- **上半年完成 1100 亿元销售目标的 42.3%。**2019 年 1-6 月房地产业务实现销售金额 465.30 亿元，同比增长 12.46%；销售面积 514.8 万平米，同比增长 33.99%；已完成全年 1100 亿元销售目标的 42.3%。从区域布局来看，公司销售主要还是集中在华东、华中、成都三大区域，分别占比 26%、25%、23%，公司在持续深耕成渝区域的同时，全国布局战略已初见成效。公司上半年累计拿地金额 171 亿元，同比增长 57%；拿地面积 488 万平米，同比增长 12%，拿地金额占同期销售金额的 37%；拿地楼面均价 3516 元/平米，占同期销售均价的 38.9%，能够有效保障未来毛利率情况。

- **出租率维持高位，租金水平略有回落。**控股子公司嘉宝股份 IPO 境外上市已获得中国证监会核准。2018 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%。预计未来独立上市后，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。2019 年上半年公司可供出租建面达 35.33 万平米，实际出租建面 27.9 万平米，同比增长 8.5%；出租率 78.98%，同比提升 17.36 个百分点，实现租金收入 7720.56 万元，平均租金 46.11 元/平米/月，同比减少 8.5%，主要系商业物业出租率提升，出租物业结构有一定变动。

- **上半年业绩增长超预期。**2019 年上半年，公司归母净利润同比增加 6.25 亿元，达 12.45 亿元，同比增长约 101%；扣非后归母净利润同比增加 5.90 亿元，同比增长约 98%。业绩持续超预期主要系公司经营规模逐年扩大，房地产项目结转收入增加；同时公司已实现全国化的战略布局、多元化的投资模式和产品改善升级，规模效应逐步显现。公司此前发布股权激励计划，2018-2020 年扣非后归母净利润不低于 22、33、50 亿元，2018 年已顺利完成第一个行权条件。我们认为较高业绩目标的设定不仅体现出公司对未来业绩的信心，也体现出对公司快速发展的决心。

- **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 5.63、4.18、3.48 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)	6.38
一年最低/最高价	3.87/8.13
市净率(倍)	1.66
流通 A 股市值(百万元)	19038.61

基础数据

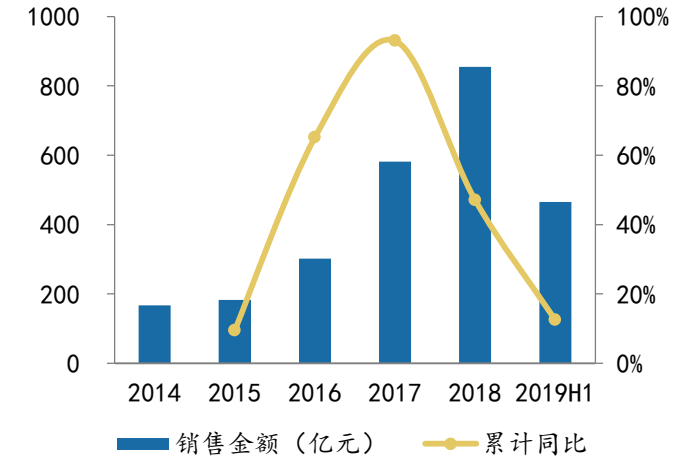
每股净资产(元)	3.85
资产负债率(%)	82.18
总股本(百万股)	2984.11
流通 A 股(百万股)	2984.11

相关研究

1、《蓝光发展（600466）：2019H1 业绩超预期，销售稳健，投资积极》2019-07-11
2、《蓝光发展（600466）：业绩高增，销售稳健，全国化布局初见成效》2019-04-29
3、《蓝光发展（600466）：深耕成渝，销售高增，业绩如期释放》2019-03-28

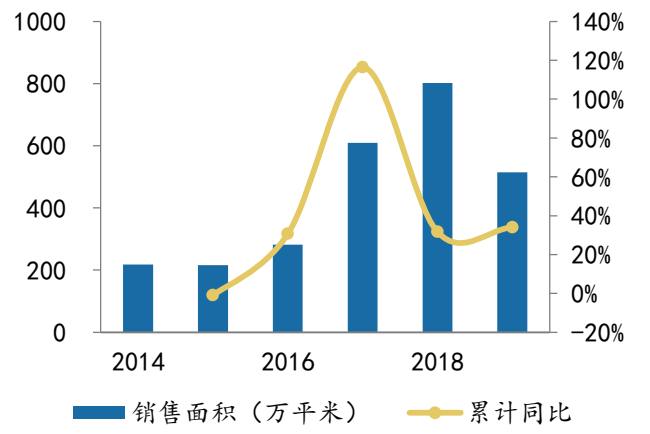
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：2014 年以来公司销售金额（亿元）及增速



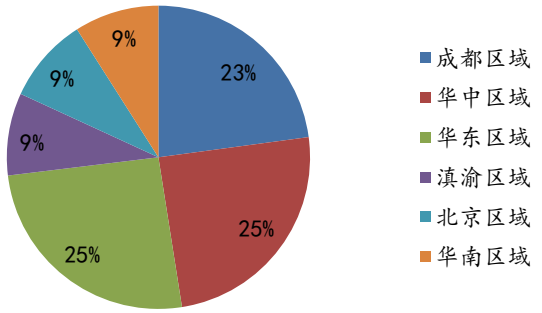
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：2014 年以来公司销售面积（万平米）及增速



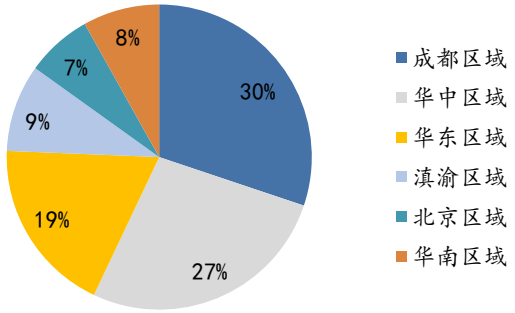
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：2019 年上半年公司销售金额区域占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：2019 年上半年公司销售面积区域占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

蓝光发展三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	**135,957**	**166,497**	**199,272**	**224,031**
现金	25,187	36,217	36,578	48,419
应收账款	1,487	1,801	2,605	3,128
存货	90,444	103,496	133,853	137,811
其他流动资产	18,840	24,983	26,236	34,673
非流动资产	**14,923**	**19,519**	**25,020**	**30,824**
长期股权投资	4,899	6,884	9,634	11,998
固定资产	1,626	2,780	4,270	6,168
在建工程	1,084	2,252	3,537	4,954
无形资产	559	626	708	776
其他非流动资产	6,755	6,976	6,871	6,927
资产总计	**150,881**	**186,016**	**224,292**	**254,854**
流动负债	**83,474**	**106,914**	**129,293**	**142,317**
短期借款	8,322	5,868	7,095	6,482
应付账款	6,734	7,179	8,357	8,520
其他流动负债	68,418	93,866	113,841	127,316
非流动负债	**40,313**	**49,393**	**61,324**	**73,833**
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
负债合计	**123,788**	**156,307**	**190,617**	**216,150**
少数股东权益	11,334	11,345	11,376	11,603
归属母公司股东权益	15,759	18,363	22,299	27,102
负债和股东权益	**150,881**	**186,016**	**224,292**	**254,854**

现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	462	4,738	-10,595	1,252
投资活动现金流	-10,011	-4,353	-5,915	-6,041
筹资活动现金流	21,366	10,645	16,872	16,629
现金净增加额	11,815	11,031	361	11,841
折旧和摊销	130	158	240	344
资本开支	307	2,204	2,821	3,264
营运资本变动	-3,895	688	-17,198	-6,825

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**30,821**	**44,138**	**59,141**	**76,954**
减:营业成本	22,268	32,000	42,723	55,691
营业税金及附加	1,334	2,382	2,876	3,947
营业费用	1,603	2,295	3,075	4,002
管理费用	1,200	1,719	2,303	2,996
财务费用	581	814	1,515	2,045
资产减值损失	182	324	392	538
加:投资净收益	83	99	98	95
其他收益	-125	-87	-78	-85
营业利润	**3,569**	**4,616**	**6,277**	**7,744**
加:营业外净收支	-191	-63	-76	-94
利润总额	**3,377**	**4,552**	**6,201**	**7,650**
减:所得税费用	881	1,161	1,619	1,951
少数股东损益	272	12	31	226
归属母公司净利润	**2,224**	**3,380**	**4,552**	**5,473**
EBIT	5,896	5,606	7,421	9,141
EBITDA	6,026	5,765	7,661	9,485

重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
每股收益(元)	0.75	1.13	1.53	1.83
每股净资产(元)	3.95	4.29	5.61	7.22
发行在外股份(百万股)	2984	2984	2984	2984
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	8.56	5.63	4.18	3.48
P/B	1.61	1.49	1.14	0.88
EV/EBITDA	9.66	10.31	10.20	9.05

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