

嘉宝成功分拆上市, 拿地结构明显优化

投资要点

- **事件:** 近日公司发布公告, 控股子公司四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司(简称“蓝光嘉宝”)向香港联交所主板递交公开发售H股股票及上市申请并获香港联交所批准, 之后蓝光嘉宝于2019年10月18日在香港联交所主板上市交易。上市首日, 蓝光嘉宝上涨15.0%, 按收盘价计算市值为73.04亿港元。
- **蓝光嘉宝成功上市, 为母公司提供分项估值基础。** 此次蓝光嘉宝IPO共计发行4291.6万股, 发行价为37.0港币, 净募资额为15.9亿港元, 发行完成后蓝光嘉宝股本增加至1.7亿股, 公司间接共计持有蓝光嘉宝1.2亿股, 占发行后总股本的67.5%。2018年蓝光嘉宝收入为14.6亿元、净利润为3.0亿元, 2016-2018年收入复合增速为49.2%, 净利润复合增速为70.6%。蓝光嘉宝顺利上市, 为公司提供了分项估值的基础。我们预计2019年蓝光嘉宝实现净利润为4.1亿元, 按25倍PE估值及控股比例计算, 预计能为公司带来69亿的分项估值增量。
- **蓝光嘉宝位居四川省物业服务TOP1, 盈利能力业内领先。** 蓝光嘉宝2019年位列中国物业服务百强企业第11位, 四川省物业服务百强企业第一位, 是西南地区领先的物业服务企业。截至2019年6月末, 蓝光嘉宝在西南地区及四川省的在管面积分别为4261万方及3419万方。截至2019年6月末, 公司总在管面积为6331万方, 增长势头强劲。2018年蓝光嘉宝的毛利率、净利率分别为33.2%和20.5%, 位居物业管理行业前列。
- **拿地结构明显优化、完成全年销售目标无虞。** 2019年1-8月, 公司新增38个项目, 进一步扩大华东、华南区域新二线以及强三线城市的土储占比, 新增计容建面572.5万方, 同比减少33%, 拿地总地价220.3亿元, 同比增长23%, 平均楼面地价4305元/平方米, 同比增长64%, 拿地结构明显优化。根据克而瑞数据, 2019年1-9月公司销售金额771亿元, 同比增长12%, 实现销售面积828万方, 同比增长17%, 已完成全年1100亿销售目标的70%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年EPS分别为1.15元、1.79元、2.29元。考虑到公司土储结构优化、物业成功分拆上市, 给予公司2019年7倍估值, 目标价8.12元不变, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 房产销售回款不及预期、融资不断收紧、蓝光嘉宝估值偏低等。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	30820.54	39231.95	49284.97	60619.64
增长率	25.53%	27.29%	25.62%	23.00%
归属母公司净利润(百万元)	2224.07	3470.48	5380.20	6879.35
增长率	62.82%	56.04%	55.03%	27.86%
每股收益EPS(元)	0.74	1.15	1.79	2.29
净资产收益率ROE	9.21%	14.54%	18.81%	19.94%
PE	8.9	5.7	3.7	2.9
PB	0.73	0.76	0.64	0.53

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: 尉鹏洁
电话: 021-58351917
邮箱: ypj@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)	30.10
流通A股(亿股)	30.10
52周内股价区间(元)	4.11-8.46
总市值(亿元)	197.75
总资产(亿元)	1,755.26
每股净资产(元)	4.10

相关研究

1. 蓝光发展(600466): 业绩大幅增长, 盈利能力增强 (2019-08-23)
2. 蓝光发展(600466): 业绩持续高增长, 东进南下纵深突破 (2019-07-11)
3. 蓝光发展(600466): 业绩符合预期, 提速增效明显 (2019-03-18)
4. 蓝光发展(600466): 物业分拆上市获批, 估值修复更上层楼 (2019-03-05)
5. 蓝光发展(600466): 业绩增长显著, 高管增持显信心 (2018-10-31)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	30820.54	39231.95	49284.97	60619.64	净利润	2496.05	3772.26	5848.04	7477.56
营业成本	22267.81	28299.03	35045.19	43082.69	折旧与摊销	129.67	170.84	180.58	193.17
营业税金及附加	1333.84	1697.86	2132.93	2623.47	财务费用	581.20	852.02	622.91	566.92
销售费用	1602.69	1490.81	1577.12	1818.59	资产减值损失	181.93	160.00	160.00	160.00
管理费用	1200.01	1490.81	1675.69	2061.07	经营营运资本变动	-13521.46	24897.16	-6143.90	2310.93
财务费用	581.20	852.02	622.91	566.92	其他	10594.60	-102.07	-83.30	-92.68
资产减值损失	181.93	160.00	160.00	160.00	经营活动现金流净额	461.98	29750.23	584.34	10615.89
投资收益	82.58	30.00	30.00	30.00	资本支出	-1581.47	-130.00	-190.00	-230.00
公允价值变动损益	-125.47	-87.93	-106.70	-97.32	其他	-8429.54	465.23	523.30	532.68
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-10011.01	335.23	333.30	302.68
营业利润	3568.88	5183.47	7994.43	10239.58	短期借款	4906.83	-2321.74	0.00	0.00
其他非经营损益	-191.49	0.00	0.00	0.00	长期借款	8053.22	-3000.00	-1000.00	3000.00
利润总额	3377.39	5183.47	7994.43	10239.58	股权融资	109.04	25.76	0.00	0.00
所得税	881.34	1411.20	2146.38	2762.03	支付股利	-580.01	-444.81	-694.10	-1076.04
净利润	2496.05	3772.26	5848.04	7477.56	其他	8877.20	-15521.79	-1622.91	1433.08
少数股东损益	271.98	301.78	467.84	598.20	筹资活动现金流净额	21366.28	-21262.58	-3317.01	3357.04
归属母公司股东净利润	2224.07	3470.48	5380.20	6879.35	现金流量净额	11815.36	8822.87	-2399.37	14275.61
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	25186.81	34009.68	31610.31	45885.92	成长能力				
应收和预付款项	15878.12	12295.51	17594.92	23158.15	销售收入增长率	25.53%	27.29%	25.62%	23.00%
存货	90444.03	97909.33	118016.35	136727.33	营业利润增长率	96.18%	45.24%	54.23%	28.08%
其他流动资产	4448.51	5633.09	7076.54	8704.02	净利润增长率	99.57%	51.13%	55.03%	27.86%
长期股权投资	4898.81	4898.81	4898.81	4898.81	EBITDA 增长率	83.51%	45.02%	41.76%	25.03%
投资性房地产	4584.42	4584.42	4584.42	4584.42	获利能力				
固定资产和在建工程	2710.28	2707.70	2749.19	2812.84	毛利率	27.75%	27.87%	28.89%	28.93%
无形资产和开发支出	742.86	708.35	680.05	656.99	三费率	10.98%	9.77%	7.86%	7.34%
其他非流动资产	1986.85	1483.09	879.34	275.58	净利率	8.10%	9.62%	11.87%	12.34%
资产总计	150880.68	164229.99	188089.93	227704.06	ROE	9.21%	14.54%	18.81%	19.94%
短期借款	8321.74	6000.00	6000.00	6000.00	ROA	1.65%	2.30%	3.11%	3.28%
应付和预收款项	61901.73	92156.75	110724.17	136190.68	ROIC	7.96%	12.73%	24.21%	27.17%
长期借款	22448.20	19448.20	18448.20	21448.20	EBITDA/销售收入	13.89%	15.82%	17.85%	18.15%
其他负债	31115.84	20688.41	21826.98	26573.07	营运能力				
负债合计	123787.50	138293.35	156999.34	190211.95	总资产周转率	0.25	0.25	0.28	0.29
股本	2984.11	3009.87	3009.87	3009.87	固定资产周转率	22.87	24.15	29.98	35.73
资本公积	650.77	650.77	650.77	650.77	应收账款周转率	26.85	28.61	37.40	41.87
留存收益	7670.71	10696.38	15382.48	21185.80	存货周转率	0.29	0.30	0.32	0.34
归属母公司股东权益	15759.29	14300.97	18987.07	24790.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	166.13%	—	—	—
少数股东权益	11333.89	11635.67	12103.52	12701.72	资本结构				
股东权益合计	27093.18	25936.64	31090.59	37492.11	资产负债率	82.04%	84.21%	83.47%	83.53%
负债和股东权益合计	150880.68	164229.99	188089.93	227704.06	带息债务/总负债	37.85%	27.14%	22.63%	21.31%
					流动比率	1.63	1.43	1.39	1.39
					速动比率	0.55	0.49	0.45	0.51
					股利支付率	26.08%	12.82%	12.90%	15.64%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	4279.75	6206.33	8797.92	10999.67	每股收益	0.74	1.15	1.79	2.29
PE	8.89	5.70	3.68	2.87	每股净资产	9.00	8.62	10.33	12.46
PB	0.73	0.76	0.64	0.53	每股经营现金	0.15	9.88	0.19	3.53
PS	0.64	0.50	0.40	0.33	每股股利	0.19	0.15	0.23	0.36
EV/EBITDA	7.41	1.30	1.03	0.04					
股息率	2.93%	2.25%	3.51%	5.44%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@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