

推荐 (首次)

## 蓝光发展 (600466) 研究报告

风险评级: 中风险

“人居蓝光+生命蓝光”双擎驱动 高速发展值得关注

2020年3月17日

何敏仪

SAC 执业证书编号:

S0340513040001

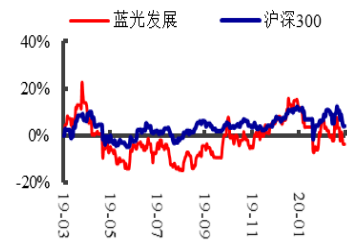
电话: 0769-23320072

邮箱: hmy@dgzq.com.cn

### 主要数据 2020年3月16日

收盘价(元)	6.25
总市值(亿元)	188.28
总股本(亿股)	3,012.52
流通股本(亿股)	3,012.52
ROE(TTM)	20.40%
12月最高价(元)	8.47
12月最低价(元)	5.50

### 股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

### 相关报告

- **发展战略清晰 市场地位有望进一步上升。**公司设定清晰的发展战略,坚决贯彻“人居蓝光+生命蓝光”双擎驱动的顶层战略架构设计。公司在战略布局、产品创新、品牌形象、激励机制等关键维度上锻造了差异化的竞争优势,核心竞争力进一步加强,有力巩固公司市场地位。
- **业绩增速领跑行业 盈利能力相对理想。**公司近期发布2019年业绩预告,预计全年实现归属净利34亿,同比增53%;扣非净利33.5亿,增长36%。
- **地产主业高速增长 进入千亿规模。**公司2019年实现销售面积1095.30万平方米,同比增长36.63%;实现销售金额1015.37亿元,同比增长18.70%,其中权益销售金额为715.40亿元。销售规模破千亿,同时增长速度理想。从公司近5年销售情况观察,销售面积年复合增长率达50%;销售金额年复合增长率达53.4%,增速领跑行业。
- **物管业务分拆上市 有利于进一步发展壮大及价值发现。**2019年10月,公司分拆下属控股子公司蓝光嘉宝服务在香港联交所主板公开发行H股股票并上市成功。物管公司分拆于港股上市,一方面有利于运用H股平台融资,进一步发展壮大公司物管业务;另一方面,物管业务的估值发现也有利于母公司整体价值的提振。
- **分红维持高水平 股息率理想。**预测公司2019年归属净利润34亿,对应每股收益约1.13元,以30%分红率测算,每股派息0.34元,对应当前股价股息率超5%,具备较好吸引力。
- **总结与投资建议:**公司提出“人居蓝光+生命蓝光”双擎驱动的顶层战略架构,构筑起“A+H股”双资本平台,并通过股权激励及引进外部优秀人才激发公司活力及提升竞争优势。另一方面,公司拿地及开工保持较快节奏,为销售规模进一步提升奠定基础。公司提速发展,今明两年经营目标顺利完成预期仍较高。预测公司2019年——2020年EPS分别为1.13元和1.62元,对应当前股价PE分别为5.5倍和3.8倍,估值便宜,给予“推荐”评级,建议关注。

- **风险提示。**房地产调控超预期;流动性边际改善不达预期;公司销售及发展未如预期

主要财务指标预测表

单位(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	30,821	42,132	56,878	72,804
增长率(%)	25.53%	36.70%	35.00%	28.00%
归属净利润(百万)	2,224	3,400	4,872	6,373
增长率(%)	62.82%	52.87%	43.30%	30.81%
毛利率(%)	27.75%	27.80%	28.00%	28.00%
ROE(%)	10.79%	14.62%	17.87%	19.79%
每股收益(元)	0.74	1.13	1.62	2.12
市盈率(倍)	8.47	5.54	3.86	2.95

资料来源: 东莞证券研究所, Wind

## 目 录

1. 公司简介.....	3
1.1 “A+H 股”双资本平台完成构筑.....	3
1.2 发展战略清晰 市场地位有望进一步上升.....	3
2. 业绩增速领跑行业 盈利能力相对理想.....	3
3. “人居蓝光”——聚焦住宅产业 打造多元生态链.....	4
3.1 地产主业高速增长 进入千亿规模.....	4
3.2 物管业务分拆上市 有利于进一步发展壮大及价值发现.....	6
4. 土地获取积极 实现全国化布局.....	6
5. 生命蓝光——以“3D 生物打印+生物医药”为创新支柱产业.....	6
5.1 3D 生物打印.....	6
5.2 医药业务.....	7
6. 分红维持高水平 股息率理想.....	7
7. 总结与投资建议.....	7
8. 风险提示.....	8

## 插图目录

图 1：公司近年营业收入增长.....	4
图 2：公司近年归属净利润增长.....	4
图 3：公司毛利率净利率变化.....	4
图 4：公司近年 ROE 变化.....	4
图 5：公司近年销售面积变化.....	5
图 6：公司近年销售金额变化.....	5
图 7：公司近年开工竣工面积变化.....	5
图 8：公司近年股利支付率情况.....	7

## 表格目录

表 1：公司盈利预测（截至 2020/3/16）.....	8
-------------------------------	---

## 1. 公司简介

### 1.1 “A+H 股”双资本平台完成构筑

蓝光控股集团成立于 1990 年。2015 年 4 月 16 日集团旗下四川蓝光发展股份有限公司（以下简称蓝光发展，证券代码：600466.SH）在上海证券交易所完成重组上市。2019 年 9 月 20 日，蓝光发展正式入驻上海总部，形成“上海+成都”双总部发展格局。2019 年 10 月 18 日，蓝光发展旗下四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司（简称“蓝光嘉宝服务”，2606.HK）在港交所主板挂牌上市，构筑起“A+H 股”双资本平台。

蓝光发展专注于人居生活的核心需求，在“人居蓝光+生命蓝光”两大产业体系“双擎驱动”的战略引领下，坚持“中而强定位”，努力实现高质量的增长。根据中国指数研究院，2019 年公司荣膺中国房地产百强综合实力第 21 位，并跻身百强房企成长性 TOP10，位列第 4 位；2015-2019 年连续五年荣膺中国十大最具投资价值上市房企，2019 年位列第 4 名。另外嘉宝股份在 2019 中国物业服务百强名单中位列第 11 位。

同时，2019 年，蓝光发展连续 4 年上榜“财富中国 500 强”，排名 283 名（数据来源：《财富》杂志）；蓝光控股集团荣列 2019 中国民营企业 500 强第 119 位，中国民营企业服务业 100 强第 40 位（数据来源：全国工商联）。

### 1.2 发展战略清晰 市场地位有望进一步上升

公司设定清晰的发展战略，坚决贯彻“人居蓝光+生命蓝光”双擎驱动的顶层战略架构设计。高层也作出变更，由原华润置地高管出任公司总裁。另一方面，为充分激发公司管理层员工的主人翁意识和企业家精神，同时践行公司“一起创造，勇于担当，共同分享”的核心发展理念，公司大力推行长效激励机制。整体看，公司在战略布局、产品创新、品牌形象、激励机制等关键维度上锻造了差异化的竞争优势，核心竞争力进一步加强，有力巩固公司市场地位。

## 2. 业绩增速领跑行业 盈利能力相对理想

公司经营规模逐年扩大，房地产项目结转收入持续增加；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。

2018 年公司实现营业收入 308.21 亿元，同比增长 25.53%，实现利润总额 33.77 亿元，同比增长 90.49%，实现归属于上市公司股东的净利润 22.24 亿元，同比增长 62.91%。公司近期发布 2019 年业绩预告，预计全年实现归属净利润 34 亿，同比增长 53%；实现归属扣非净利润 33.5 亿，同比增长 36%。业绩大幅增长，完成年初经营计划及 2018 年股权激励行权条件，符合预期。截止 2019 年三季度末，公司账上预收账款达 605 亿，为 2018

年营收的近两倍，业绩保障度极高，同时公司后续业绩维持高增长可期。

图1：公司近年营业收入增长



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

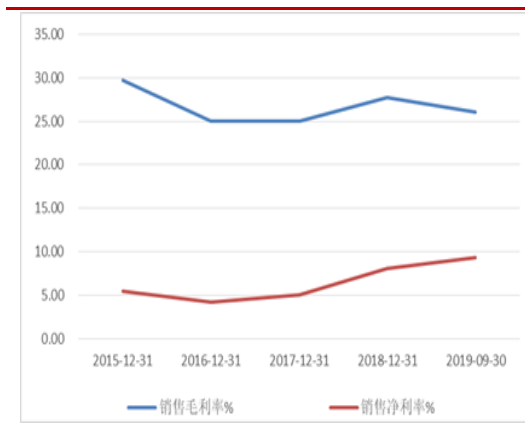
图2：公司近年归属净利润增长



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

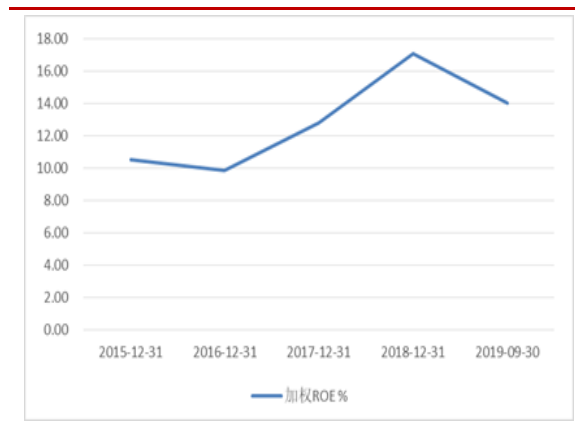
从盈利能力观察，公司 2018 年实现毛利率 27.75%，较 2017 年上升 2.7 个百分点；实现净利率 8.10%，较 2017 年增加 3.01 个百分点；加权平均净资产收益率 17.07%，较 2017 年增加 4.27 个百分点；同时 2019 年前三季度毛利率、净利率及 ROE 均维持高水平，盈利能力相对理想。

图3：公司毛利率净利率变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图4：公司近年ROE变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

### 3. “人居蓝光”——聚焦住宅产业 打造多元生态链

#### 3.1 地产主业高速增长 进入千亿规模

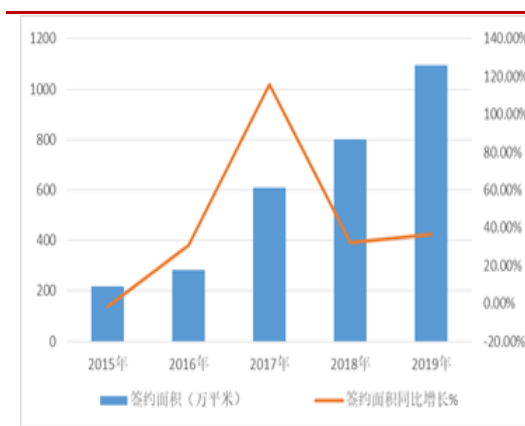
公司以房地产开发及运营为核心，与国家城市群建设规划高度契合，坚持实施“聚焦高价值区域投资、聚焦改善型住宅产品”的发展战略。同时围绕住宅产业，打造高度协同的同心多元化产业生态链，覆盖文旅、地产金融、现代服务业、互联网、商业、生态、饮品等产业，由传统房地产企业向新经济下的现代房地产企业转型。截至当前，公司地

产开发业务已在全国成功布局 60 余个城市，累计开发项目 300 多个。

公司近年房地产业务实现了规模化发展，销售实现持续高增长，进入千亿规模。2018 年全年房地产实现销售面积 802 万平方米，销售金额 855 亿元，同比分别上升 32% 和 47%。公司 2019 年实现销售面积 1095.30 万平米，同比增长 36.63%；实现销售金额 1015.37 亿元，同比增长 18.70%，其中权益销售金额为 715.40 亿元。销售规模破千亿，同时增长速度理想。根据克而瑞销售排名榜单，公司 2019 年销售规模排名 33 位，操盘规模排名 32 位。

从公司近 5 年销售情况观察，销售面积年复合增长率达 50%；销售金额年复合增长率达 53.4%，增速领跑行业。

图5：公司近年销售面积变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

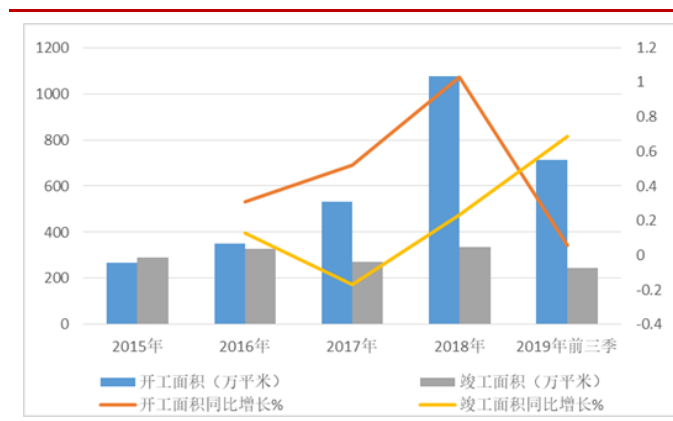
图6：公司近年销售金额变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

同时公司近年开工面积及竣工面积也均实现较快增长，保持充裕可售，提升规模、提速发展态势显著。2018 年全年累计新开工 1077 万平方米，同比上升 103%；累计竣工 337 万平方米，同比上升 23%。2019 年前三季度新开工 713.29 万平米，竣工 244.92 万平米，同比分别上升 5.9% 和 68.8%。

图7：公司近年开工竣工面积变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

### 3.2 物管业务分拆上市 有利于进一步发展壮大及价值发现

物业服务方面，嘉宝股份专注于为住宅、商业、写字楼、工业园等业态社区和项目提供专业、便捷、高效的物业服务与物业增值服务。其管理规模实现快速增长，自 2000 年成立以来，通过多年匠心运营，实现全国物业管理行业综合实力排名第 13 位，品牌价值 23.26 亿元。进驻全国 40 余个城市，在管社区 400 余个，受托管理资产近 7000 万平方米，为逾百万业主提供嘉宝金牌服务。

2018 年全年实现营业收入 13.99 亿元，同比增长 43.95%，实现净利润 2.89 亿元，同比增长 49.15%。2019 年 10 月，公司分拆下属控股子公司蓝光嘉宝服务在香港联交所主板公开发行 H 股股票并上市成功。物管公司分拆于港股上市，一方面有利于运用 H 股平台融资，进一步发展壮大公司物管业务；另一方面，物管业务的估值发现也有利于母公司整体价值的提振。

## 4. 土地获取积极 实现全国化布局

公司遵循国家战略规划，精准把握城市群及城市发展规律，聚焦于未来中国人口增长高地。坚持“高价值、高增值”的投资布局，坚持“东进南下”、“1+3+N”战略，布局都市圈轮动区域上的价值洼地。

拿地方式方面，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，共计新增土地储备共 85 块，总建筑面积约 1496 万平方米，同比增加 155%。

2019 年公司地产业务逐步回归新一线、二线及强三线的战略布局，新进入贵阳、佛山、常州、淄博、上饶等城市。截止前三季度，公司通过收并购、合作开发、产业拿地、招拍挂等多元化方式共计新增土地储备 36 块，总建筑面积约 828 万平方米。公司已实现全国化布局纵深突破，项目资源满足持续发展需要。

## 5. 生命蓝光——以“3D 生物打印+生物医药”为创新支柱产业

### 5.1 3D 生物打印

3D 生物打印为“生命蓝光”的核心优势前沿产业之一，由蓝光英诺主导实施。蓝光英诺成立于 2014 年，为蓝光发展旗下以自主研发的核心引领技术推动 3D 生物打印全球应用的高科技技术服务公司。其自主研发干细胞生物墨汁技术，结合 3D 生物打印机的智造，利用独创的云计算平台，使人工制造个性化功能器官成为可能。建立了包括医疗影像云平台、生物墨汁、3D 生物打印机和打印后处理系统四大核心技术体系。



## 5.2 医药业务

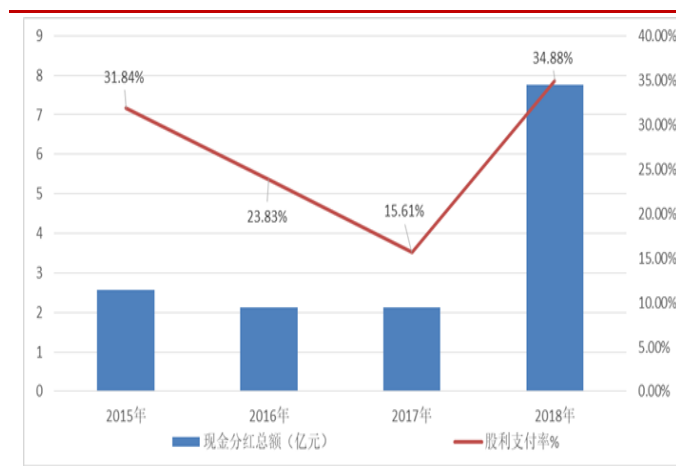
生物医药作为“生命蓝光”的基础产业构成，由蓝光发展旗下生物医药公司迪康药业主导运营。迪康药业于 1993 年成立，是以制药为主，药品及医疗器械研发、药品营销等纵向一体化发展的企业。公司在成渝两地有三个现代化生产基地，占地面积为 540 多亩。公司医药业务紧跟国家医改、药改政策，抢抓仿制药发展机遇，一方面进行产品结构的优化升级，另一方面形成全渠道覆盖的营销核心竞争力，打造公司新的利润增长点。

成都迪康药业是以制药为主，药品及医疗器械研发、药品营销等纵向一体化发展的企业。公司正快速完善创新药、仿制药自研体系，并与全国知名高等院校、专业研发机构、顶级行业专家开展全面合作，仿创结合，不断丰富产品管线，提升产品竞争能力。2018 年成都迪康药业 OTC 业务实现了全国化布局，全年实现营业收入 10.14 亿元，同比增长 29.60%；实现净利润 0.9 亿元，同比增长 4.15%，对公司利润贡献度逐年提升。

## 6. 分红维持高水平 股息率理想

公司重视股东回报，上市以来股利支付率均维持在行业中较高水平，慷慨回报投资者。2018 年公司向全体股东每 10 股派发现金红利 2.60 元（含税），分红率达 34.8%。预测公司 2019 年归属净利润 34 亿，对应每股收益约 1.13 元，以 30%分红率测算，每股派息 0.34 元，对应当前股价股息率超 5%，具备较好吸引力。

图8：公司近年股利支付率情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

## 7. 总结与投资建议

公司提出“人居蓝光+生命蓝光”双擎驱动的顶层战略架构，构筑起“A+H 股”双资本平台，并通过股权激励及引进外部优秀人才激发公司活力及提升竞争优势。另一方面，

公司拿地及开工保持较快节奏，为销售规模进一步提升奠定基础。公司提速发展，今明两年经营目标顺利完成预期仍较高。

预测公司 2019 年——2020 年 EPS 分别为 1.13 元和 1.62 元，对应当前股价 PE 分别为 5.5 倍和 3.8 倍，估值便宜，给予“推荐”评级，建议关注。

## 8. 风险提示

- 1) 房地产调控超预期
- 2) 流动性边际改善不达预期
- 3) 公司销售及发展未如预期

表 1：公司盈利预测（截至 2020/3/16）

科目（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	30,821	42132	56,878	72804
营业总成本	27,238	37010	49,672	63444
营业成本	22,268	30,419	40,952	52,419
营业税金及附加	1334	1812	2446	3131
销售费用	1603	2107	2844	3640
管理费用	400	430	550	670
财务费用	581	650	700	760
研发费用	567	663	714	663
其他经营收益	(14)	72	140	240
公允价值变动净收益	(125)	(80)	(50)	0
投资净收益	83	120	150	200
营业利润	3569	5194	7346	9599
加营业外收入	68	70	70	70
减营业外支出	259	100	100	100
利润总额	3377	5164	7316	9569
减所得税	881	1348	1902	2488
净利润	2496	3816	5414	7081
减少数股东损益	272	416	541	708
归母公司所有者的净利润	2224	3400	4872	6373
基本每股收益(元)	0.74	1.13	1.62	2.12

数据来源：Wind，东莞证券研究所



**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn