

## 疫情影响下业绩仍平稳增长

买入（维持）

2020年04月27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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	39,194	55,357	63,284	72,011
同比（%）	27.2%	41.2%	14.3%	13.8%
归母净利润（百万元）	3,459	4,998	5,658	6,340
同比（%）	55.5%	44.5%	13.2%	12.1%
每股收益（元/股）	1.05	1.66	1.88	2.10
P/E（倍）	5.40	3.42	3.02	2.70

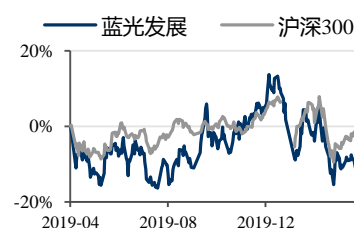
### 事件

- **蓝光发展发布2020年1季报：**2020年一季度，公司实现营业收入53.12亿元，同比减少7.9%；归母净利润5.14亿元，同比增长3.8%；基本每股收益0.15元/股。

### 点评

- **结算规模略微下降，业绩稳增。**2020年一季度，公司营收、归母净利润同比增速分别为-7.9%、3.8%。公司营收出现负增长，主要受到疫情影响，结算规模略有下滑；业绩增速好于营收增速，主要源于：1）盈利能力有所改善，综合毛利率30.2%，同比提升1.1个百分点；2）公允价值变动损益同比增长至1.25亿元。2020年一季度，公司实现销售净利率9.8%，同比提升0.4个百分点。截至一季度末，公司预收账款705.56亿元，同比增长25.2%，是2019年营收的1.8倍。
- **疫情影响下，一季度销售大幅减少。**受新冠疫情影响，购房需求短期回落，销售回款减少，项目复工和竣工均有所延迟。2020年一季度，公司销售金额108亿元，销售面积118万平方米，同比均减少43%；其中合并报表权益销售金额为80.25亿元。投资端以收定支，一季度公司通过多元化的投资模式，新增项目10个，拿地面积130.74万平方米，同比减少59%，面积口径拿地销售比为111%。
- **杠杆水平稳定，融资成本可控。**截至2020年一季度末，公司资产负债率80.7%，同比下降1.4个百分点；净负债率113.5%，同比下降54.5个百分点，公司有效控制杠杆水平。一季度，公司成功发行1笔公司债，发行规模7.5亿元，票面利率7.15%。
- **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2020-2022年EPS分别为1.66、1.88、2.10元人民币，对应PE分别为3.4、3.0、2.7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)	5.67
一年最低/最高价	5.50/7.75
市净率(倍)	1.08
流通A股市值(百万元)	17101.66

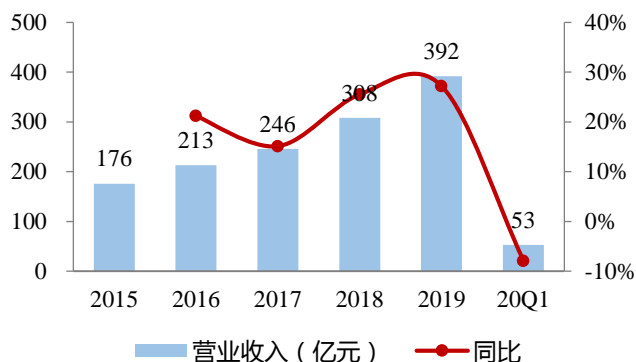
### 基础数据

每股净资产(元)	5.26
资产负债率(%)	80.75
总股本(百万股)	3016.17
流通A股(百万股)	3016.17

### 相关研究

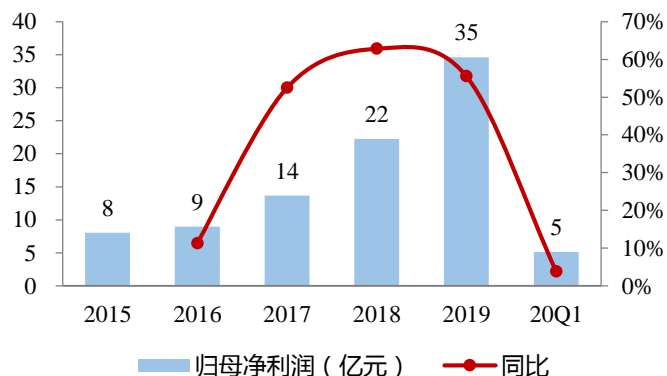
- 1、《蓝光发展（600466）：销售破千亿，投资持续积极，业绩增长超预期》2020-04-16
- 2、《蓝光发展（600466）：业绩持续超预期，销售破千亿规模》2020-01-21
- 3、《蓝光发展（600466）：业绩持续超预期，销售稳健，杠杆可控》2019-10-25

图 1：蓝光发展营业收入（亿元）及增速



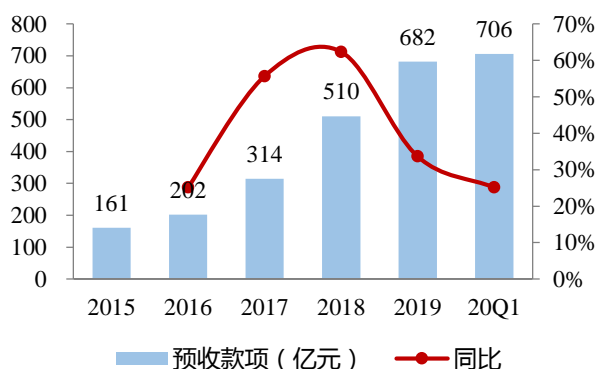
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：蓝光发展归母净利润（亿元）及增速



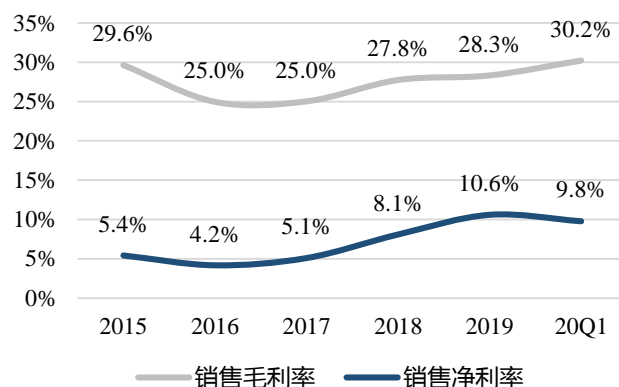
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：蓝光发展预收账款（亿元）及增速



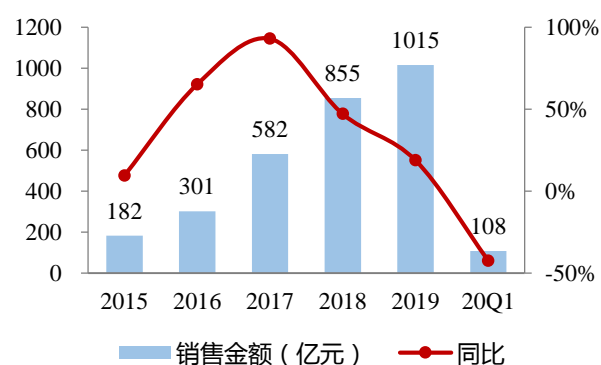
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：蓝光发展毛利率及净利率走势



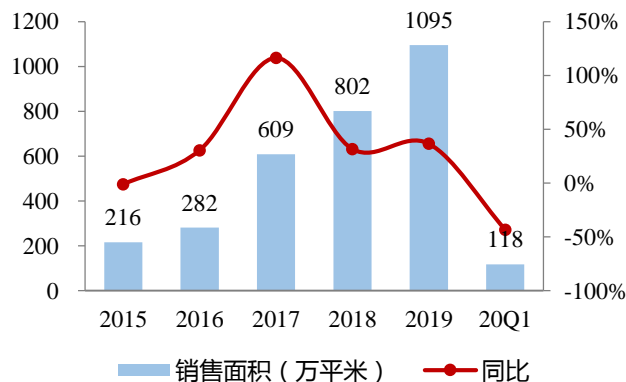
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：蓝光发展销售金额（亿元）及增速



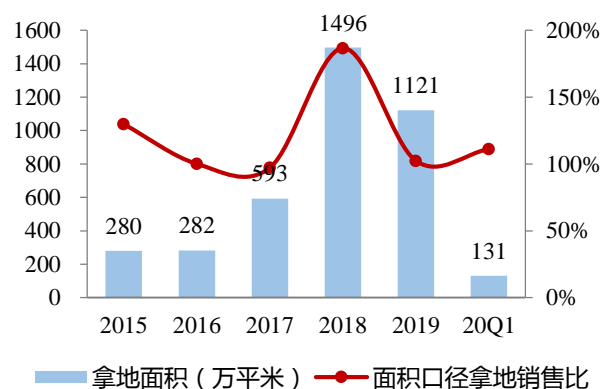
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：蓝光发展销售面积（万平方米）及增速



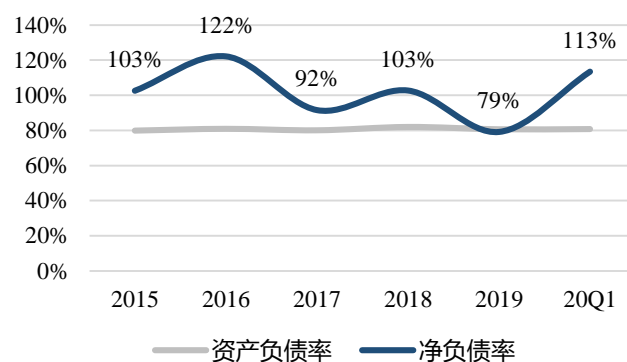
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：蓝光发展拿地面积（万平方米）及拿地销售比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：蓝光发展资产负债率及净负债率走势



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)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>183,149</b>	<b>199,174</b>	<b>220,053</b>	<b>238,110</b>	<b>营业收入</b>	<b>39,194</b>	<b>55,357</b>	<b>63,284</b>	<b>72,011</b>
现金	25,953	28,852	42,035	47,604	减:营业成本	28,091	39,835	45,448	51,768
应收账款	2,022	2,591	2,912	3,349	营业税金及附加	1,811	2,558	2,924	3,327
存货	128,737	136,833	138,613	148,986	营业费用	1,606	2,269	2,594	2,951
其他流动资产	26,437	30,899	36,494	38,171	管理费用	1,288	1,819	2,080	2,366
<b>非流动资产</b>	<b>18,741</b>	<b>24,503</b>	<b>29,074</b>	<b>34,027</b>	财务费用	760	1,103	1,595	1,877
长期股权投资	6,559	9,200	11,394	13,827	资产减值损失	-328	-68	-304	-217
固定资产	3,116	4,835	6,088	7,568	加:投资净收益	109	123	132	144
在建工程	1,153	2,441	3,492	4,433	其他收益	137	165	189	218
无形资产	786	884	971	1,074	<b>营业利润</b>	<b>5,556</b>	<b>8,129</b>	<b>9,269</b>	<b>10,300</b>
其他非流动资产	7,127	7,143	7,129	7,124	加:营业外净收支	35	-51	-63	-68
<b>资产总计</b>	<b>201,890</b>	<b>223,677</b>	<b>249,128</b>	<b>272,137</b>	<b>利润总额</b>	<b>5,590</b>	<b>8,077</b>	<b>9,206</b>	<b>10,232</b>
<b>流动负债</b>	<b>124,601</b>	<b>134,746</b>	<b>151,443</b>	<b>165,495</b>	减:所得税费用	1,432	2,068	2,403	2,609
短期借款	6,246	7,284	8,012	8,814	少数股东损益	700	1,011	1,145	1,283
应付账款	12,814	13,743	14,662	15,790	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,459</b>	<b>4,998</b>	<b>5,658</b>	<b>6,340</b>
其他流动负债	105,542	113,718	128,769	140,891	EBIT	8,344	9,513	10,693	11,642
<b>非流动负债</b>	<b>38,169</b>	<b>44,662</b>	<b>47,451</b>	<b>49,634</b>	EBITDA	8,526	9,774	11,043	12,079
长期借款	36,285	42,683	45,377	47,458					
其他非流动负债	1,883	1,979	2,074	2,176					
<b>负债合计</b>	<b>162,770</b>	<b>179,408</b>	<b>198,894</b>	<b>215,129</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	19,907	20,918	22,063	23,346	每股收益(元)	1.05	1.66	1.88	2.10
					每股净资产(元)	5.06	5.90	7.50	9.32
归属母公司股东权益	19,213	23,350	28,170	33,663	发行在外股份(百万股)	3013	3016	3016	3016
<b>负债和股东权益</b>	<b>201,890</b>	<b>223,677</b>	<b>249,128</b>	<b>272,137</b>	ROIC(%)	8.2%	8.4%	8.3%	8.0%
					ROE(%)	10.6%	13.6%	13.5%	13.4%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	毛利率(%)	28.3%	28.0%	28.2%	28.1%
经营活动现金流	3,833	7,027	13,362	6,463	销售净利率(%)	8.8%	9.0%	8.9%	8.8%
投资活动现金流	-9,652	-5,919	-4,509	-5,075	资产负债率(%)	80.6%	80.2%	79.8%	79.1%
筹资活动现金流	6,966	1,790	4,329	4,181	收入增长率(%)	27.2%	41.2%	14.3%	13.8%
现金净增加额	1,152	2,899	13,183	5,569	净利润增长率(%)	55.5%	44.5%	13.2%	12.1%
折旧和摊销	181	262	350	438	P/E	5.40	3.42	3.02	2.70
资本开支	272	3,007	2,292	2,412	P/B	1.12	0.96	0.76	0.61
营运资本变动	-1,120	-333	4,931	-3,261	EV/EBITDA	7.97	7.15	5.85	5.56

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>