

证券研究报告—动态报告

房地产

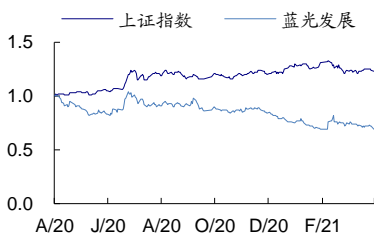
房地产开发 II

蓝光发展(600466)
买入

2021 年一季报&2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 14 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	3,035/3,035
总市值/流通(百万元)	12,140/12,140
上证综指/深圳成指	3,396/13,528
12 个月最高/最低(元)	6.29/3.97

相关研究报告:

《蓝光发展-600466-2019 年报点评:业绩高增,销售破千亿》——2020-04-17
 《蓝光发展-600466-重大事件快评:业绩符合预期,维持“买入”评级》——2020-01-23
 《蓝光发展-600466-系列研报之二——2018 年报告点评:业绩销售显著增长,品牌影响力持续提升》——2019-03-18
 《蓝光发展-600466-2018 年业绩预告点评:逆市高增长,规模效应显现》——2019-01-30

证券分析师: 任鹤

电话: 010-88005315
 E-MAIL: renhe@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040006

证券分析师: 王粤雷

电话: 0755-81981019
 E-MAIL: wangyuelei@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030001

联系人: 王静

电话: 021-60893314
 E-MAIL: wangjing20@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评
提质增效, 稳健前行
● 年度业绩受疫情影响略低于预期, 一季度回暖

2020 年全年, 公司实现营业收入 430 亿元, 同比增长 9.6%; 归母净利润 33 亿元, 同比下降 4.5%, 略低于预期。主要受疫情影响, 部分项目竣工交付节奏放缓导致结算收入延后确认。2021 年一季度, 公司营业收入同比增长 29.0%; 归母净利润同比增长 9.1%, 恢复态势明显。截止 2021 年 3 月末, 公司预收账款金额为 878 亿元, 对预期营收的覆盖比例较高。公司未来业绩平稳增长仍是大概率事件。

● 销售守住千亿规模, 土储结构持续优化

2020 年, 公司实现销售金额 1035 亿元, 同比增长 2%; 实现销售面积 2349 万 m², 同比下降 3.4%。公司稳健制定 2021 年销售目标为 1150 亿元, 公司不断优化土储结构, 2020 年新增土储总建面 962 万 m², 其中华东区域占 38%, 新一线、二线和强三线占 80%; 截至 2020 年末, 公司可售货值约 2800 亿元, 可满足未来 2 年的发展需要。

● 收敛多元业务, 聚焦开发主业

公司逐步收敛多元业务布局, 优化资产配置。2020 年通过发行办公物业类 REITs 募资 10.65 亿元, 转让迪康药业股份回收 9 亿元, 转让蓝光嘉宝服务股份回收 51 亿元。此外, 公司主动回购股份增强投资者信心, 截止 2021 年 3 月底累计回购 2848 万股, 回购金额约 1.35 亿元。

● 财务状况改善, “三道红线”降档

截止 2020 年末, 公司剔除预收款后的资产负债率为 73.03%, 净负债率为 88.57%、现金短债比为 1.06, 从年中的“橙档”降至“黄档”。

● 提质增效, 稳健前行, 维持“买入”评级

公司坚决推进提质增效举措落地, 稳健前行。预计公司 2021、2022 年的归母净利分别为 37、42 亿元, 对应 EPS 为 1.22、1.39 元, 对应最新股价的 PE 为 3.3、2.9 倍, 维持“买入”评级。

● 风险

公司开发物业销售、结算不及预期或市场调控超预期。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	39,194	42,957	52,193	60,805	67,798
(+/-%)	27.2%	9.6%	21.5%	16.5%	11.5%
净利润(百万元)	3459	3302	3707	4219	4750
(+/-%)	55.5%	-4.5%	12.2%	13.8%	12.6%
摊薄每股收益(元)	1.15	1.09	1.22	1.39	1.56
EBIT Margin	16.3%	12.1%	11.3%	11.3%	11.4%
净资产收益率(ROE)	18.0%	17.8%	17.0%	16.4%	15.9%
市盈率(PE)	3.5	3.7	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	26.7	41.2	43.4	42.7	42.3
市净率(PB)	0.63	0.66	0.56	0.47	0.41

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

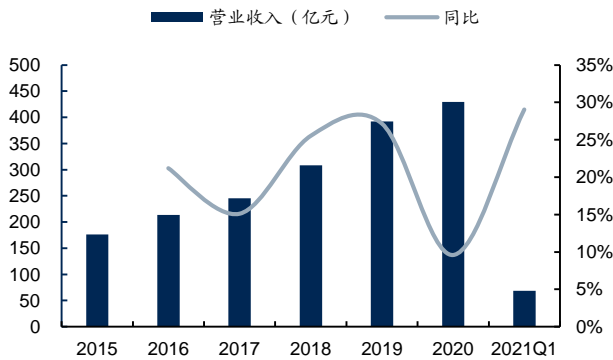
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

年度业绩受疫情影响略低于预期，一季度回暖

2020 年全年，公司实现营业收入 430 亿元，同比增长 9.6%；归母净利润 33 亿元，同比下降 4.5%，略低于预期。主要受疫情影响，部分项目竣工交付节奏放缓导致结算收入延后确认。2021 年一季度，公司实现营业收入 68.5 亿元，同比增长 29.0%；归母净利润 5.6 亿元，同比增长 9.1%，恢复态势明显。

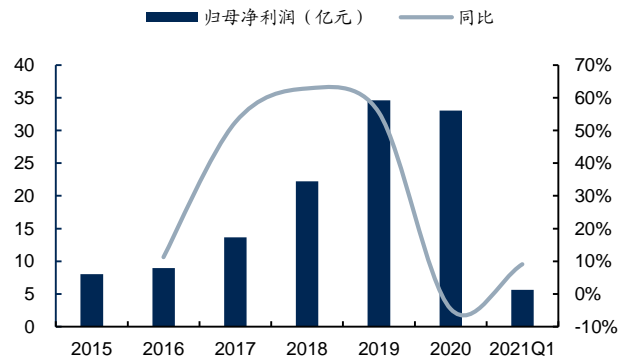
公司未来业绩平稳增长仍是大概率事件。截止 2021 年 3 月末，公司预收账款金额为 878 亿元，对预期营收的覆盖比例较高。2021 年，公司还将通过提升新增项目质量、提升存货周转速度、提升产品溢价能力、推进成本领先战略、加强资金运作安全性等方式，进一步保障未来经营业绩的兑现。

图 1：公司营业收入及同比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润及同比（单位：亿元，%）



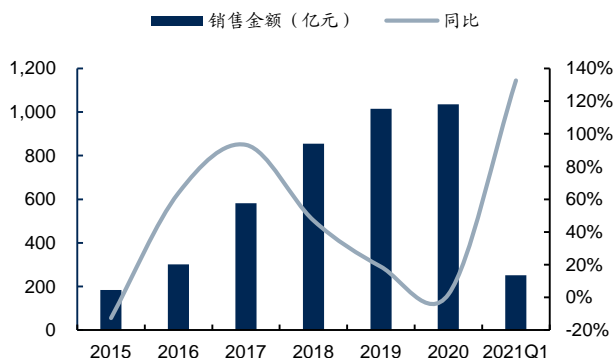
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

销售守住千亿规模，土储结构持续优化

疫情冲击下公司的销售节奏及去化率仍保持稳定。2020 年，公司实现销售金额 1035 亿元，同比增长 2%；实现销售面积 2349 万 m²，同比下降 3.4%。公司稳健制定 2021 年销售目标为 1150 亿元，即同比增长 10%。2021 年一季度，公司销售态势全面向好，实现销售金额 252 亿元，同比增长 133%；实现销售面积 254 万 m²，同比增加 116%，预计完成本年销售目标压力较小。

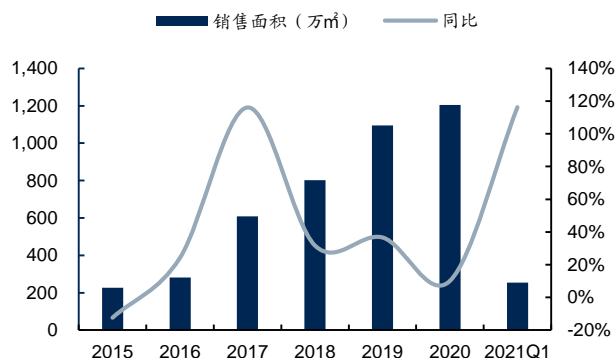
公司不断优化土储结构，加强对华东区域及高能级城市的布局。2020 年，公司新增土储总建面 962 万 m²，其中华东区域占比 38%，新一线、二线和强三线占比 80%；新增货值约 1300 亿元，单方价值明显提升，新增项目预期销售均价较 2020 年当期销售均价提升超 50%；截至 2020 年末，公司拥有总土储建面 2640 万 m²，可售货值约 2800 亿元，项目资源可以满足未来 2 年的发展需要。

图 3: 公司销售金额及同比 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司销售面积及同比 (单位: 万㎡, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

收敛多元业务，聚焦开发主业

公司专注开发主业的目标明确，信心充足。公司逐步收敛多元业务布局，通过做减法的方式优化资产配置。2020 年，公司通过发行办公物业类 REITs 募资 10.65 亿元，转让迪康药业股份回收 9 亿元，转让蓝光嘉宝服务股份回收 51 亿元。此外，公司还通过主动回购股份增强投资者信心，截止 2021 年 3 月底，公司累计回购股份 2848 万股，已回购金额约 1.35 亿元。

财务状况改善，“三道红线”降档

2020 年，公司通过严格控制财务杠杆，努力确保资金安全和经营稳定。截止 2020 年末，公司净负债率为 88.57%、现金短债比为 1.06，均不再触及红线；而剔除预收款后的资产负债率为 73.03%，未达到监管要求。整体而言，公司从 2020 年中的“橙档”降至“黄档”，财务表现有所改善。2021 年，公司将继续保障财务稳健，进一步优化降档，确保“黄档”力争“绿档”

提质增效，稳健前行，维持“买入”评级

公司强调利润与规模并重，坚决推进提质增效举措落地，稳健前行。预计公司 2021、2022 年的归母净利分别为 37、42 亿元，对应 EPS 为 1.22、1.39 元，对应最新股价的 PE 为 3.3、2.9 倍，维持“买入”评级。

风险

公司开发物业销售、结算不及预期或市场调控超预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	29743	32000	34000	36000	营业收入	42957	52193	60805	67798
应收款项	20572	24995	29119	32467	营业成本	33256	40711	47428	52882
存货净额	169632	208053	242313	270256	营业税金及附加	1740	2260	2633	2936
其他流动资产	19555	23759	27679	30863	销售费用	1466	1781	2075	2313
流动资产合计	239550	288806	333111	369586	管理费用	1290	1533	1772	1967
固定资产	3079	3011	2892	2758	财务费用	342	963	1091	1008
无形资产及其他	830	747	664	581	投资收益	666	550	450	350
投资性房地产	8060	8060	8060	8060	资产减值及公允价值变动	(87)	0	0	0
长期股权投资	6745	6945	7145	7345	其他收入	(475)	0	0	0
资产总计	258264	307569	351871	388330	营业利润	4968	5496	6256	7042
短期借款及交易性金融负债	27976	41926	53683	62238	营业外净收支	(21)	0	0	0
应付款项	21867	26820	31236	34838	利润总额	4947	5496	6256	7042
其他流动负债	116944	143336	166942	186190	所得税费用	1271	1374	1564	1760
流动负债合计	166787	212082	251862	283267	少数股东损益	374	415	472	532
长期借款及应付债券	42859	42859	42859	42859	归属于母公司净利润	3302	3707	4219	4750
其他长期负债	2222	2522	2822	3122					
长期负债合计	45081	45381	45681	45981	现金流量表 (百万元)				
负债合计	211868	257463	297543	329248	净利润	3302	3707	4219	4750
少数股东权益	27864	28238	28663	29141	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	18532	21868	25666	29940	折旧摊销	236	302	352	367
负债和股东权益总计	258264	307569	351871	388330	公允价值变动损失	87	0	0	0
					财务费用	342	963	1091	1008
关键财务与估值指标					营运资本变动	(18299)	(15403)	(13982)	(11325)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	8547	374	425	479
每股收益	1.09	1.22	1.39	1.56	经营活动现金流	(6127)	(11021)	(8985)	(5730)
每股红利	0.11	0.12	0.14	0.16	资本开支	1137	(150)	(150)	(150)
每股净资产	6.11	7.21	8.46	9.87	其它投资现金流	(27)	49	0	0
ROIC	4%	4%	4%	4%	投资活动现金流	(4790)	(301)	(350)	(350)
ROE	18%	17%	16%	16%	权益性融资	13193	0	0	0
毛利率	23%	22%	22%	22%	负债净变化	4601	0	0	0
EBIT Margin	12%	11%	11%	11%	支付股利、利息	(330)	(371)	(422)	(475)
EBITDA Margin	13%	12%	12%	12%	其它融资现金流	(4531)	13950	11757	8555
收入增长	10%	22%	17%	12%	融资活动现金流	15535	13580	11335	8080
净利润增长率	-5%	12%	14%	13%	现金净变动	4516	2257	2000	2000
资产负债率	93%	93%	93%	92%	货币资金的期初余额	25953	29743	32000	34000
息率	2.7%	3.1%	3.5%	3.9%	货币资金的期末余额	29743	32000	34000	36000
P/E	3.7	3.3	2.9	2.6	企业自由现金流	(13059)	(10820)	(8607)	(5333)
P/B	0.7	0.6	0.5	0.4	权益自由现金流	(12988)	2408	2332	2466
EV/EBITDA	41.2	43.4	42.7	42.3					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032