

蓝光发展 (600466.SH)

2021年营业收入429.6亿同增9.6%，“三道红线”升至黄档

事件：4月12日，蓝光发展发布2020年年度报告。

营业收入同增**9.6%**，归母净利润同降**4.5%**，预收账款充足，费用管控加强。2020年公司实现营业收入**429.6**亿元，同比增长**9.6%**；每股分红0.085元，分红率10%。公司2020年合同负债及预收账款**790.2**亿元，覆盖当期营业收入**1.84**倍，保障未来营业收入目标达成。利润方面：公司整体毛利率下降5.7pct至22.6%。归母净利润**33.0**亿元，同比下降**4.5%**，归母净利率**7.7%**，同比下降**1.1pct**；每股基本收益0.9967元，同比下降5.4%。费用管控方面：公司20年销售费率、财务费用率分别为**6.4%**、**0.8%**，较19年分别下降**1.0**、**1.1**个百分点。因此公司利润下降主要原因是毛利率下降以及公允价值变动损失**2.5**亿元。

销售额**1035.4**亿同增**2.0%**，一季度销售形势向好；拿地聚焦华东和大西部高能级城市，土储结构优化。

销售方面：2020年公司房地产开发业务实现销售额**1035.4**亿元，同比增长**2.0%**，同比下降0.04pct；实现销售面积1205.1万方，同比增长10.0%；销售均价8592元/平，同比下降7.3%；2021年第一季度公司销售形势向好，已实现销售额**252.2**亿元，同比增长**132.5%**。拿地方面：公司2020年新增房地产项目60个，总建筑面积达962万方，投销比（拿地建筑面积/销售建筑面积）为80%。公司坚持调结构、调节奏策略，投资布局向高能级城市倾斜，持续加强多元化拿地方式，坚持“2+N”投资战略，深耕大华东和大西部区域。2020年新增项目数量新一线、二线及强三线占比达**80%**，华东区域占比达**38%**；截至去年底，公司总土地储备建筑面积2640万方，覆盖2020年销售面积2.19倍；总土储货值约2800亿元。

“三道红线”升至黄档，资产配置持续优化，回购股份彰显公司信心。公司2020年“三道红线”指标为黄档：剔除预收账款的资产负债率为**73.03%**，净负债率**88.57%**，现金短债比**1.06**；期末在手现金297亿，2020年融资成本**8.20%**，较2019年末下降**45BP**。公司聚焦房地产开发主业，逐步收敛多元化业务布局，优化资产配置，转让迪康药业股份价值9亿元，转让蓝光嘉宝服务股份价值51.26亿元，成功发行办公物业类REITs募资10.65亿元。截至2021年3月底，公司累计回购股份约**2848**万股，已回购金额约**1.35**亿元，彰显公司对未来发展的信心。

投资建议：我们预测公司21/22/23年收入增速为17.2%/15.3%/13.2%，归母净利润为36.22/40.23/44.94亿元，增速为9.7%/11.1%/11.7%，EPS为1.19/1.33/1.48元/股，对应的PE为3.4/3.0/2.7x。维持“买入”评级。

风险提示：房地产调控措施收紧超预期，结算进度不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	39,194	42,957	50,363	58,089	65,780
增长率yoy(%)	27.2	9.6	17.2	15.3	13.2
归母净利润(百万元)	3,459	3,302	3,622	4,023	4,494
增长率yoy(%)	55.5	-4.5	9.7	11.1	11.7
EPS最新摊薄(元/股)	1.14	1.09	1.19	1.33	1.48
净资产收益率(%)	10.6	7.9	8.0	8.5	9.2
P/E(倍)	3.5	3.7	3.4	3.0	2.7
P/B(倍)	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4

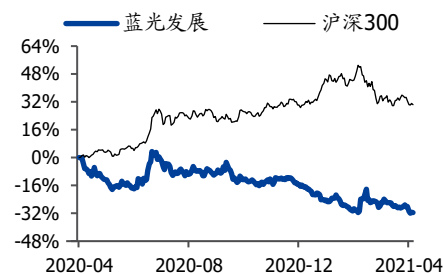
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年04月15日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	房地产开发
前次评级	买入
04月15日收盘价	4.02
总市值(百万元)	12,200.42
总股本(百万股)	3,034.93
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	14.40

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

研究助理 杨倩雯

邮箱：yangqianwen@gszq.com

相关研究

- 《蓝光发展(600466.SH)：业绩盈利双增长，负债率保持稳定》2020-11-01
- 《蓝光发展(600466.SH)：营收稳健增长，拿地结构优化》2020-08-28
- 《蓝光发展(600466.SH)：净负债率大幅改善，投资力度保持稳定》2020-04-28

2021年营业收入429.6亿同增9.6%，“三道红线”升至黄档

事件：4月12日，蓝光发展发布2020年年度报告。

营业收入同增9.6%，归母净利润同降4.5%，预收账款充足，费用管控加强。

2020年公司实现营业收入**429.6**亿元，同比增长**9.6%**；其中房地产开发业务收入397.7亿元，同比增长9.2%，占总收入的92.6%；每股分红0.085元，分红率10%。公司**2020**年合同负债及预收账款**790.2**亿元，覆盖当期营业收入**1.84**倍，保障未来营业收入目标达成。

利润方面：由于行业限价因素以及16-18年拿地价格较高因素，房地产开发业务毛利率较去年下滑**5.6pct**至**21.1%**，带动公司整体毛利率下降**5.7pct**至**22.6%**。归母净利润**33.0**亿元，同比下降**4.5%**，归母净利率7.7%，同比下降1.1pct；每股基本收益0.9967元，同比下降5.4%；20年平均加权净资产收益率18.60%。

费用管控方面：公司**20**年销管费率、财务费用率分别为**6.4%**、**0.8%**，较**19**年分别下降**1.0**、**1.1**个百分点。所以公司利润下降主要原因是毛利率下降以及公允价值变动损失2.5亿元。

销售额1035.4亿同增2.0%，一季度销售形势向好。拿地聚焦华东和大西部高能级城市，土储结构优化。

销售方面：**2020**年公司房地产开发业务实现销售额**1035.4**亿元，同比增长**2.0%**，占全国商品房市场份额的0.60%，同比下降0.04pct；实现销售面积1205.1万方，同比增长10.0%；销售均价8592元/平，同比下降7.3%；金额口径和面积口径的权益比分别为68.6%和75.4%，与去年持平。分区域看，公司在成都（14.9%）、滇渝（13.3%）、华中（21.0%）、华东（28.8%）、华北（10.7%）、华南（11.3%）的销售占比分部较为均匀，全国化布局成效显著。截至去年底，公司已售未结面积共计1050.4万方。**2021**年第一季度公司销售形势向好，已实现销售额**252.2**亿元，同比增长**132.5%**。

拿地方面：公司**2020**年新增房地产项目60个，总建筑面积达962万方，投销比（拿地建筑面积/销售建筑面积）为80%。公司坚持调结构、调节节奏策略，投资布局向高能级城市倾斜，持续加强多元化拿地方式，包括招拍挂、合作拿地、收并购、代工代建等，坚持“**2+N**”投资战略，深耕大华东和大西部区域。**2020**年新增项目数量新一线、二线及强三线占比达**80%**，华东区域占比达**38%**；新增项目均价13500元/平，较**2020**年销售均价提升50%。截至去年底，公司总土地储备建筑面积**2640**万方，覆盖**2020**年销售面积**2.19**倍；总土储货值约2800亿元。公司计划**2021**年土地投资总额不超过350亿元。

新开工和竣工方面：**2020**年新开工面积约1236万方，同增42.6%，完成年初计划的112%；受去年疫情影响，竣工面积约507万平方米，同降1.6%，完成年初计划的84.5%。公司计划**2021**年新开工面积1200万方，竣工面积650万方。

“三道红线”升至黄档，资产配置持续优化，回购股份彰显公司信心。

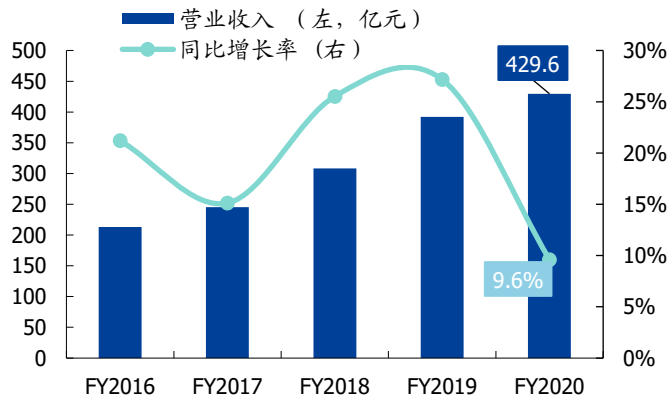
公司**2020**年“三道红线”指标为黄档：剔除预收账款的资产负债率为**73.03%**，净负债率**88.57%**，现金短债比**1.06**；期末在手现金297亿，**2020**年融资成本**8.20%**，较**2019**年末下降**45BP**。公司聚焦房地产开发主业，逐步收敛多元化业务布局，优化资产配置，转让迪康药业股份价值9亿元，转让蓝光嘉宝服务股份价值51.26亿元，成功发行办公物业类REITs募资10.65亿元。截至**2021**年**3**月底，公司累计回购股份约**2848**万股，已回购金额约**1.35**亿元，彰显公司对未来发展的信心。

投资建议：我们预测公司21/22/23年收入增速为17.2%/15.3%/13.2%，归母净利润为

36.22/40.23/44.94 亿元，增速为 9.7%/11.1%/11.7%，EPS 为 1.19/1.33/1.48 元/股，对应的 PE 为 3.4/3.0/2.7x。维持“买入”评级。

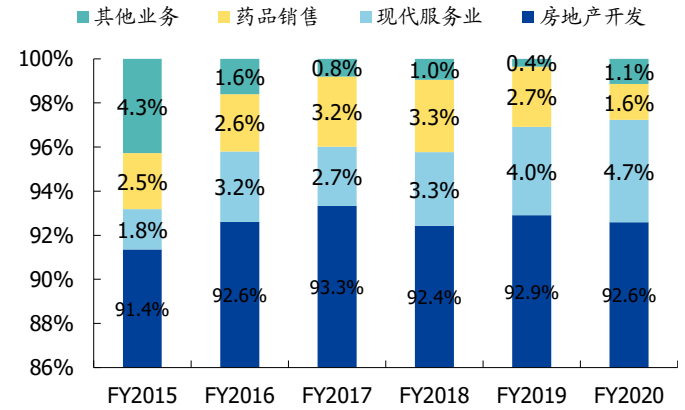
风险提示： 房地产调控措施收紧超预期，结算进度不及预期。

图表 1: 2020 公司营业收入 429.6 亿同增 9.6%



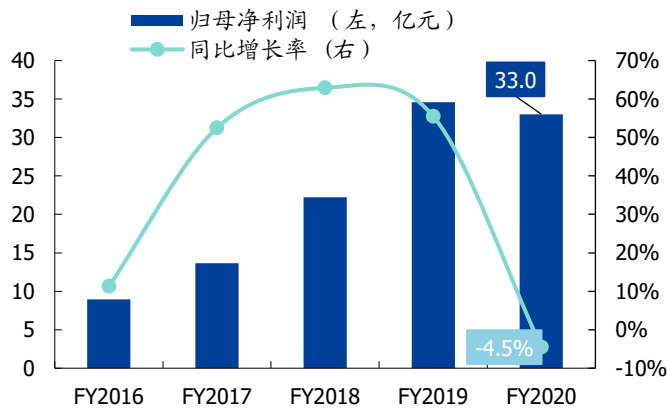
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 各业务板块收入占比



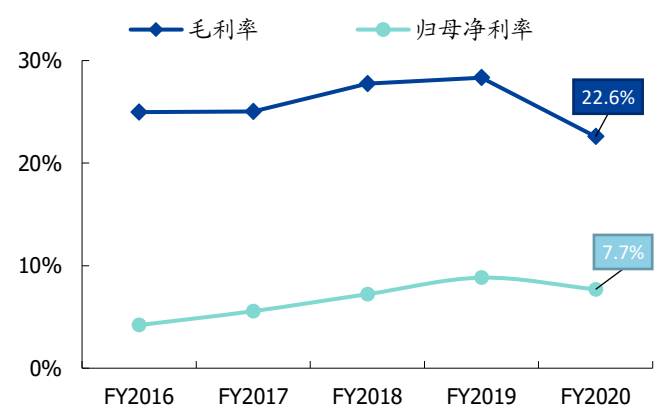
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 2020 公司归母净利润 33.0 亿同降 4.5%



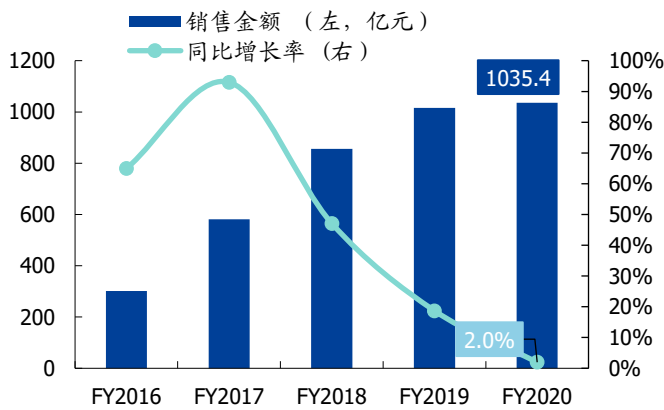
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 公司历年毛利率和归母净利润率



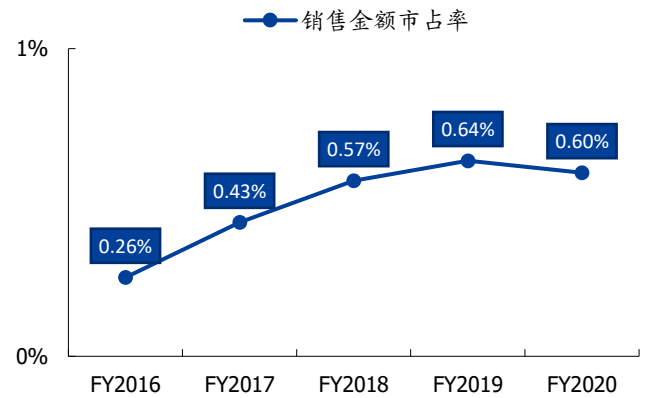
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 2020 公司住宅开发销售额 1035.4 亿同增 2.0%



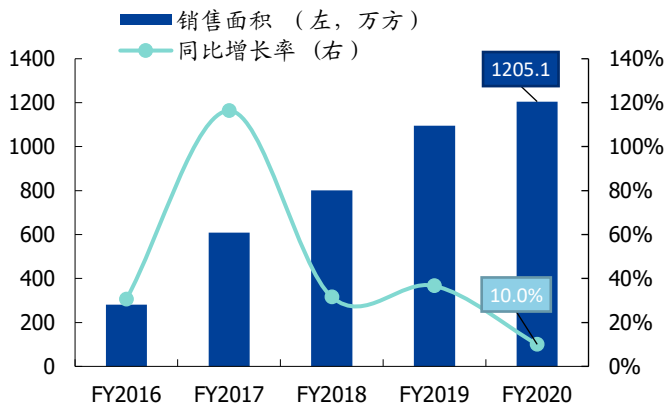
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 公司住宅开发销售金额市占率稳步提升



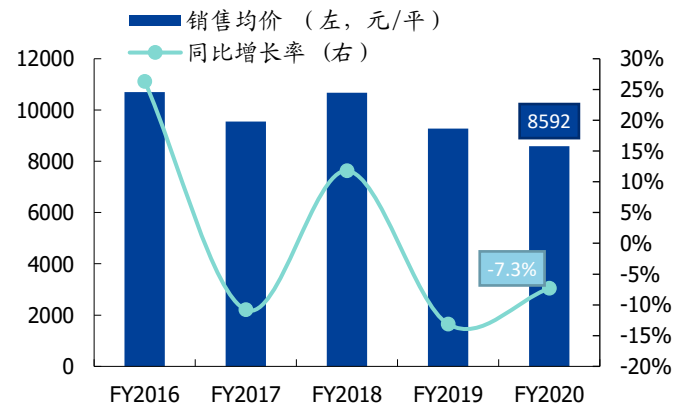
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 2020 公司住宅开发销售面积 1205.1 万方同增 10.0%



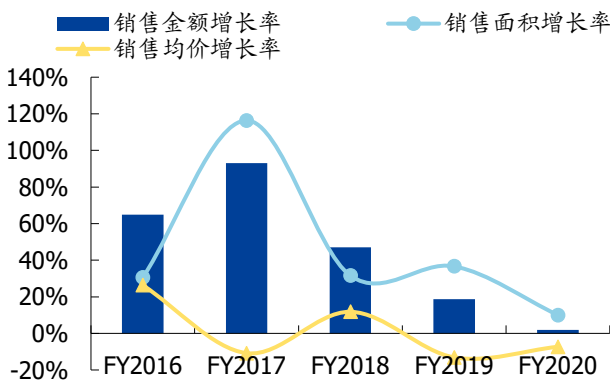
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 公司历年销售均价



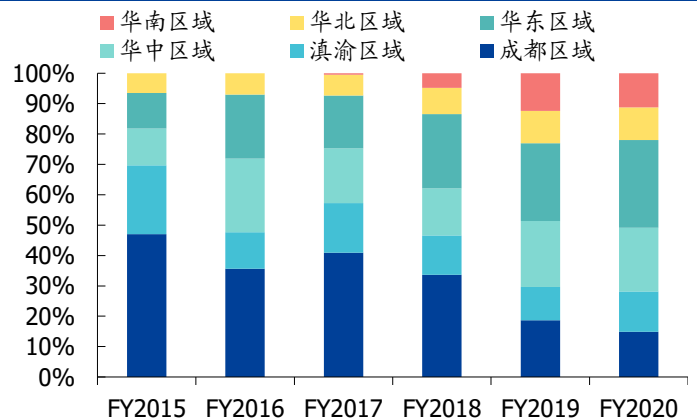
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 销售金额增长因素贡献拆分



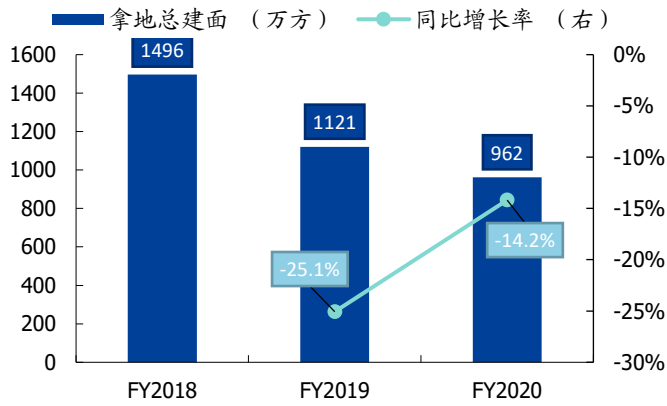
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 公司销售区域分布逐渐全国化



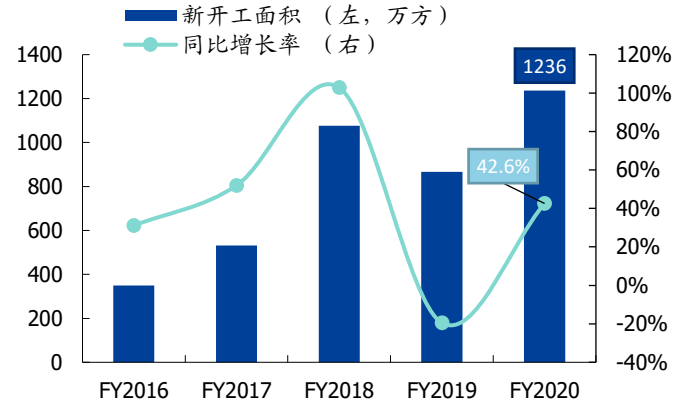
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 2020 拿地建面 962 万方同降 14.2%



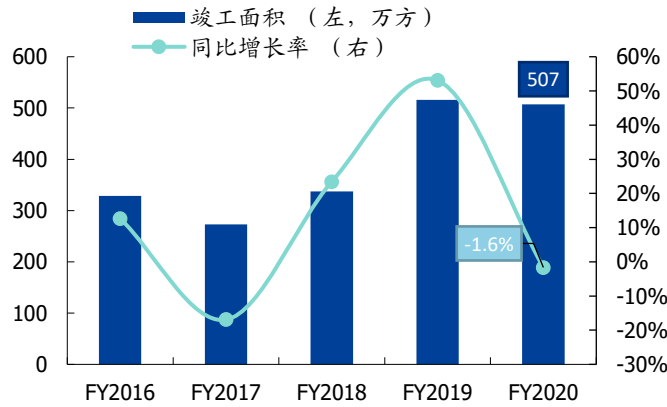
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 2020 新开工面积 1236 万方同增 42.6%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 2020 竣工面积 507 万方同降 1.6%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	183149	239550	225320	287035	271957
现金	25953	29743	53600	55955	61754
应收票据及应收账款	2105	2714	2224	3667	3034
其他应收款	10882	17857	15837	23026	20983
预付账款	9035	10366	12380	13855	15853
存货	128737	169632	136498	185066	164248
其他流动资产	6437	9238	4782	5466	6085
非流动资产	18741	18714	20393	22813	25401
长期投资	6559	6745	7071	7424	7810
固定资产	3116	1772	2602	3656	4869
无形资产	786	888	961	1047	1149
其他非流动资产	8280	9309	9760	10687	11573
资产总计	201890	258264	245713	309848	297358
流动负债	124601	166787	143034	199656	182818
短期借款	6246	6317	6282	6299	6290
应付票据及应付账款	16427	21867	13561	29875	19291
其他流动负债	101928	138603	123192	163482	157236
非流动负债	38169	45081	52509	55938	55366
长期借款	36285	42859	50287	53715	53143
其他非流动负债	1883	2222	2222	2222	2222
负债合计	162770	211868	195544	255594	238184
少数股东权益	19907	27864	28274	28886	29818
股本	3013	3035	3035	3035	3035
资本公积	1580	580	580	580	580
留存收益	10051	12193	15497	19400	24001
归属母公司股东权益	19213	18532	21896	25368	29356
负债和股东权益	201890	258264	245713	309848	297358

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3833	-6127	28138	-1673	5849
净利润	4159	3676	4031	4636	5426
折旧摊销	181	269	190	253	329
财务费用	760	342	247	329	408
投资损失	-109	-666	-396	-457	-507
营运资金变动	-1120	-10337	23457	-6756	48
其他经营现金流	-38	589	609	322	145
投资活动现金流	-9652	-4790	-2082	-2538	-2555
资本支出	272	149	1632	2138	2106
长期投资	-1885	-1284	-325	-186	-386
其他投资现金流	-11265	-5925	-775	-586	-835
筹资活动现金流	6966	15535	-2199	6566	2504
短期借款	-2076	71	-36	18	-9
长期借款	-2245	6573	7428	3428	-572
普通股增加	28	22	0	0	0
资本公积增加	929	-1000	0	0	0
其他筹资现金流	10329	9867	-9592	3120	3085
现金净增加额	1152	4516	23857	2355	5799

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	39194	42957	50363	58089	65780
营业成本	28091	33256	39032	45019	50651
营业税金及附加	1811	1740	2115	2602	3026
营业费用	1606	1466	1984	2201	2484
管理费用	1288	1290	1635	1842	2084
研发费用	72	61	86	95	107
财务费用	760	342	247	329	408
资产减值损失	-328	-166	0	0	0
其他收益	55	53	50	52	51
公允价值变动收益	137	-252	-252	-252	-252
投资净收益	109	666	396	457	507
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	5556	4968	5459	6256	7326
营业外收入	80	145	111	117	120
营业外支出	45	166	141	133	141
利润总额	5590	4947	5428	6239	7304
所得税	1432	1271	1397	1603	1878
净利润	4159	3676	4031	4636	5426
少数股东损益	700	374	410	613	932
归属母公司净利润	3459	3302	3622	4023	4494
EBITDA	7722	7474	6620	7576	8699
EPS (元)	1.14	1.09	1.19	1.33	1.48

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	27.2	9.6	17.2	15.3	13.2
营业利润(%)	55.7	-10.6	9.9	14.6	17.1
归属于母公司净利润(%)	55.5	-4.5	9.7	11.1	11.7
获利能力					
毛利率(%)	28.3	22.6	22.5	22.5	23.0
净利率(%)	8.8	7.7	7.2	6.9	6.8
ROE(%)	10.6	7.9	8.0	8.5	9.2
ROIC(%)	7.4	6.0	5.2	5.3	5.7
偿债能力					
资产负债率(%)	80.6	82.0	79.6	82.5	80.1
净负债比率(%)	79.2	88.6	31.0	38.0	30.9
流动比率	1.5	1.4	1.6	1.4	1.5
速动比率	0.3	0.3	0.5	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	21.5	17.8	20.4	19.7	19.6
应付账款周转率	2.4	1.7	2.2	2.1	2.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.09	1.19	1.33	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	-2.02	9.27	-0.55	1.93
每股净资产(最新摊薄)	5.02	5.40	6.51	7.65	8.96
估值比率					
P/E	3.5	3.7	3.4	3.0	2.7
P/B	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	8.2	10.9	8.5	8.1	6.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 15 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com