

公司研究/季报点评

2020年11月01日

房地产/房地产开发 II

投资评级: 买入 (维持评级)

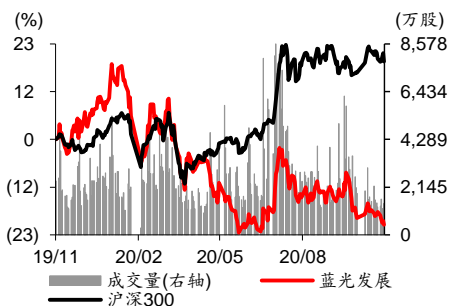
当前价格(元): 4.93
目标价格(元): 6.89

陈慎 SAC No. S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com
刘璐 SAC No. S0570519070001
研究员 liulu015507@htsc.com
韩笑 SAC No. S0570518010002
研究员 SFC No. BQA941
01056793959
hanxiao012792@htsc.com
林正衡 SAC No. S0570520090003
研究员 021-28972087
linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1《蓝光发展(600466 SH,买入): 盈利节奏平稳, 投融资结构优化》2020.08
- 2《蓝光发展(600466 SH,买入): 结算增速放缓, 不改增长预期》2020.04
- 3《蓝光发展(600466 SH,买入): 晋级千亿梯队, 业绩高速增长》2020.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

销售结算稳健, 投资动态平衡

蓝光发展(600466)

核心观点

10月30日公司披露2020三季报, 前三季度公司实现营收313.8亿, 同比+12.5%; 实现归母净利26.7亿, 同比+5.4%; 实现扣非后归母净利27.1亿, 同比+10.2%, 前三季度盈利延续平稳表现。鉴于四季度竣工压力以及结算毛利率下行, 我们调整2020-2022年EPS至1.38、1.63、1.85元(前值1.66、1.92、2.18元), 维持“买入”评级。

结算毛利率微降, 利润分流和公允价值变动收益拖累业绩增速

三季度公司结算增速继续上行, 前三季度营收同比+12.5%, 归母净利同比+5.4%, 增速较上半年略有放缓。主要因为报告期内1、综合毛利率同比-1.8pct至24.2%; 2、少数股东损益同比+250.3%至2.0亿, 占净利润比重同比+4.7pct至6.8%; 3、美元债锁汇变动及投资性房地产处置导致公允价值变动收益由去年同期的2.6亿大幅降至-1.5亿。报告期末表内已售未结737.9亿, 同比+8.3%, 对2019全年营收的覆盖率188%。

均衡布局持续兑现, 华东和滇渝地区销售增速领先

前三季度公司实现销售金额662.1亿, 同比-7.4%; 实现合并报表权益销售金额471.4亿, 同比-8.1%。销售金额占比前3大地区为华东30.8%、华中21.8%、成都15.7%, 累计销售金额同比增速率先转正地区为滇渝+24.7%、华东+2.2%, 持续兑现全国均衡布局。前三季度公司新开工面积同比+17.0%至834.7万平, 完成全年计划76%。随着四季度开工推盘延续强度, 销售增速有望持续修复。

土地投资动态平衡, 迪康药业股权转让完成交割

报告期公司新增土储建面774.8万平, 同比-6.4%; 投资强度(新增建面/销售面积)97.5%, 保持可售资源动态平衡。报告期末公司考虑永续债口径的净负债率107.2%, 较2019年末+18.0pct; 扣除预收账款的资产负债率73.4%, 较2019年末-0.3pct; 现金短债比80.8%, 同比-45.2pct。10月20日公司完成成都迪康药业100%股权转让的股权交割, 公司预计增加当期损益约2.47亿, 在增厚利润的同时加速负债率改善。

鉴于四季度竣工压力下调盈利预测, 维持“买入”评级

前三季度公司实现竣工面积277.5万平, 完成全年竣工计划的46%。鉴于四季度竣工压力以及结算毛利率下行, 我们调整2020-2022年EPS至1.38、1.63、1.85元(前值1.66、1.92、2.18元), 考虑权益性永续债利息分配后, EPS为1.28、1.53、1.75元。参考可比公司2021年4.5倍PE估值, 给公司2021年4.5倍PE估值, 目标价6.89元(前值7.02元), 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情影响; 行业政策风险; 三四线市场风险; 异地拓展待检验。

公司基本资料

总股本(百万股)	3,035
流通A股(百万股)	3,035
52周内股价区间(元)	4.93-7.68
总市值(百万元)	14,962
总资产(百万元)	232,962
每股净资产(元)	6.99

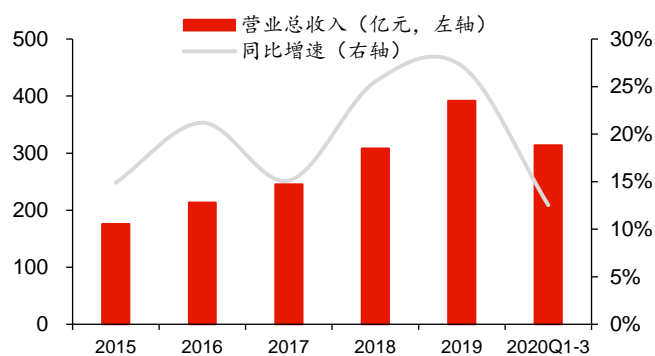
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	30,821	39,194	50,403	62,903	76,364
+/-%	25.53	27.17	28.60	24.80	21.40
归属母公司净利润(百万元)	2,224	3,459	4,201	4,951	5,623
+/-%	62.91	55.53	21.44	17.87	13.56
EPS(元, 最新摊薄)	0.73	1.14	1.38	1.63	1.85
PE(倍)	6.73	4.33	3.56	3.02	2.66

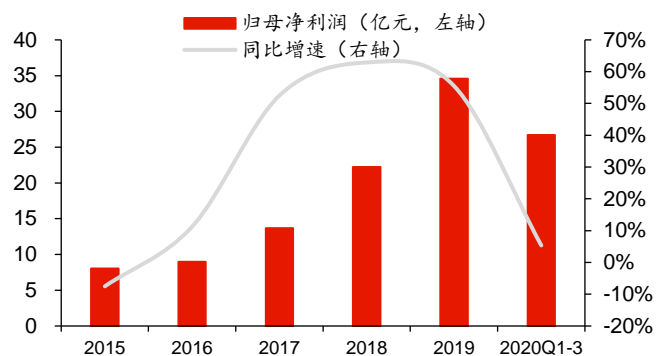
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司营业收入和同比增速



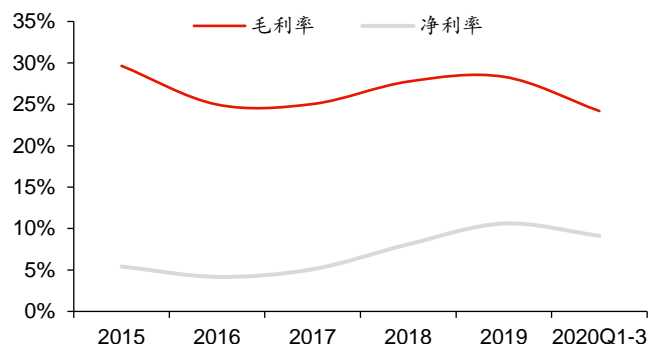
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润和同比增速



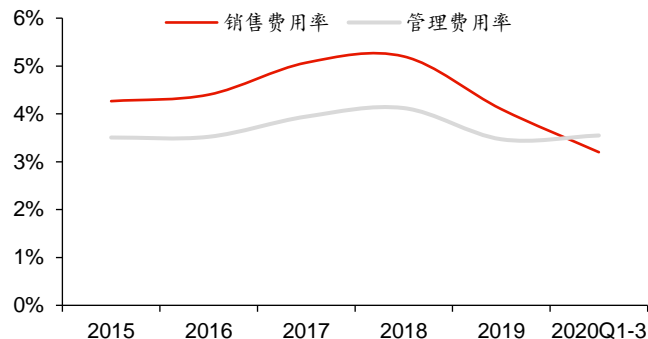
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 公司毛利率、净利率



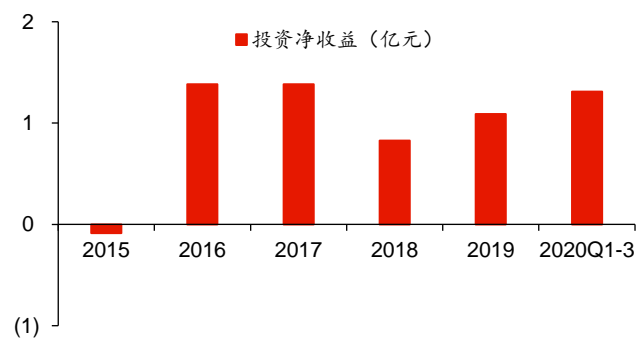
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 公司销售、管理费用率



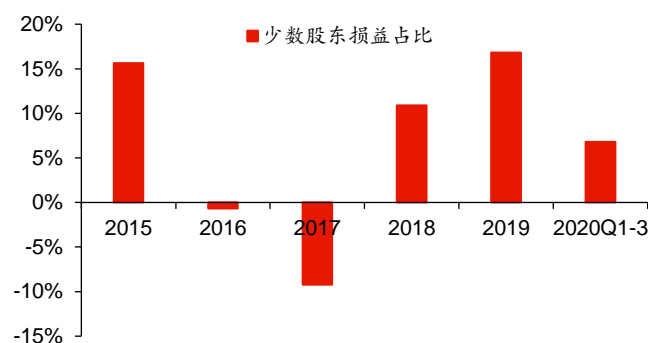
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 公司投资净收益



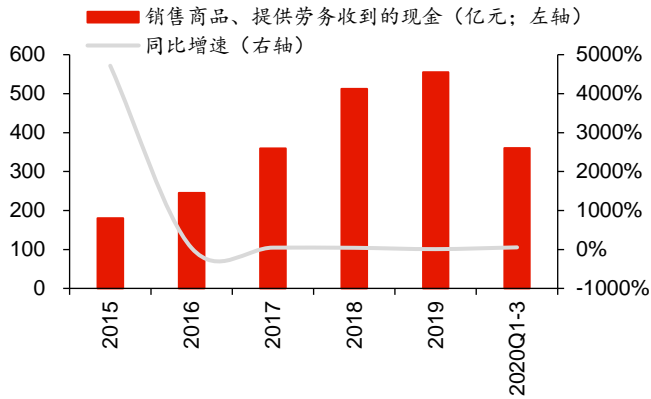
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 公司少数股东损益占净利润比重



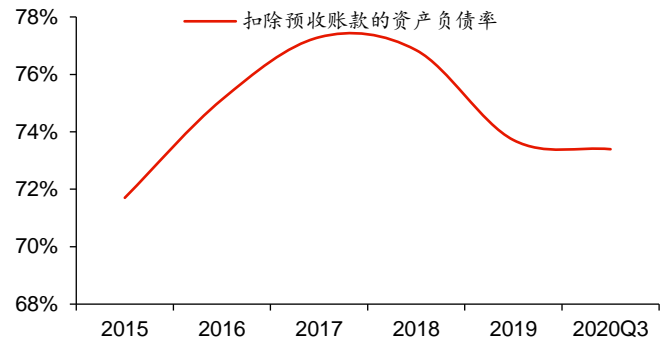
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 公司销售商品、提供劳务收到的现金



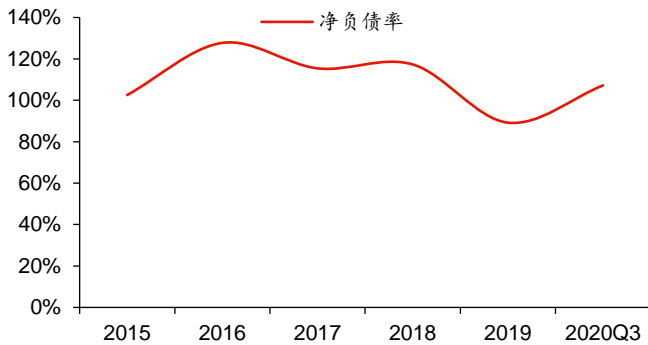
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 公司扣除预收账款的资产负债率



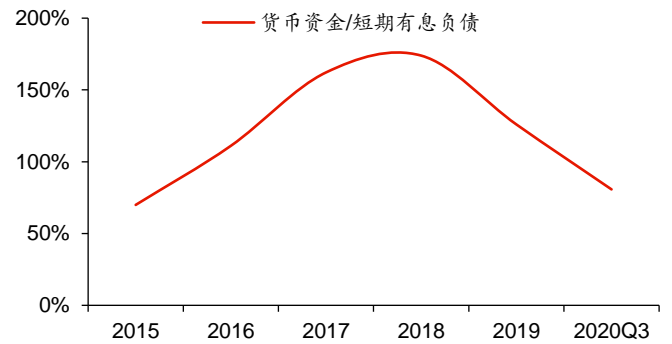
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表9: 公司净负债率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表10: 公司短债覆盖率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表11: 可比公司估值表 (截至2020年10月30日)

公司名称	股票代码	总市值 (亿元)	EPS(元)				P/E			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
首开股份	600376 CH	159.16	1.07	1.21	1.39	1.66	5.77	5.10	4.43	3.72
金科股份	000656 CH	413.83	1.06	1.33	1.64	1.97	7.29	5.90	4.85	4.05
滨江集团	002244 CH	150.59	0.52	0.71	0.87	1.08	9.23	6.12	4.81	3.86
中南建设	000961 CH	340.92	1.10	1.88	2.43	2.91	8.19	4.83	3.73	2.95
平均							7.62	5.49	4.45	3.64

注: 盈利预测来自 Wind 一致预期

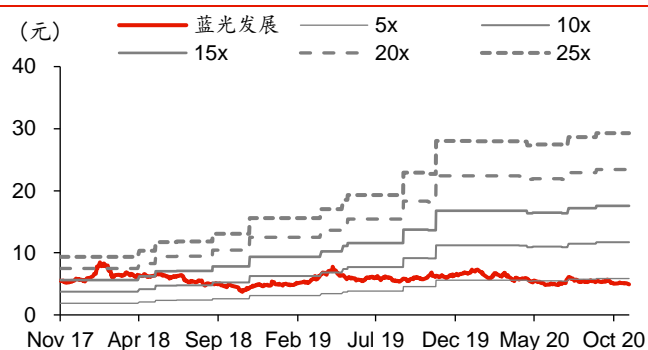
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

- (1) 海外疫情蔓延、超级传播者出现的可能、病毒变异的可能等因素使得疫情发展存在不确定性。
- (2) “一城一策”落地的节奏、范围、力度，流动性改善的节奏和力度，房地产税推进的节奏和力度存在不确定性；
- (3) 公司 2017 年起三四线城市拿地有所增加，长期销售可能受到棚改力度减弱的影响；
- (4) 异地拓展成效有待进一步检验。

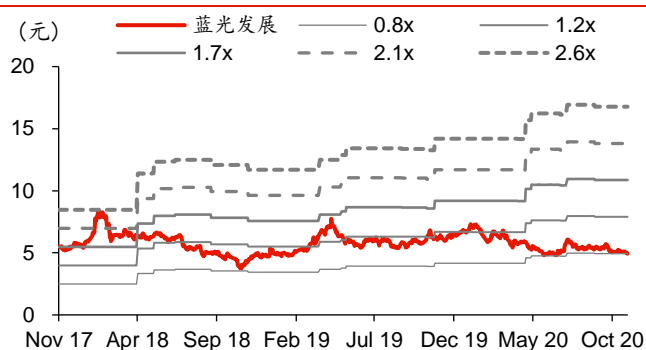
PE/PB - Bands

图表12: 蓝光发展历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表13: 蓝光发展历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	135,957	183,149	201,259	232,769	262,759
现金	25,187	25,953	38,729	48,322	54,555
应收账款	1,487	2,022	2,102	2,740	3,411
其他应收账款	6,967	10,882	9,887	12,358	14,995
预付账款	7,369	9,035	11,124	14,376	17,507
存货	90,444	128,737	134,248	149,432	166,654
其他流动资产	4,504	6,520	5,169	5,541	5,638
非流动资产	14,923	18,741	20,257	22,246	24,348
长期投资	4,899	6,559	7,543	8,674	9,976
固定投资	1,626	3,116	4,019	4,590	4,984
无形资产	508.97	719.49	915.00	1,098	1,283
其他非流动资产	7,890	8,346	7,779	7,883	8,106
资产总计	150,881	201,890	221,515	255,015	287,107
流动负债	83,474	124,601	133,910	155,790	174,674
短期借款	8,322	6,246	6,996	7,835	8,775
应付账款	6,734	12,814	14,861	19,327	23,391
其他流动负债	68,418	105,542	112,053	128,629	142,508
非流动负债	40,313	38,169	44,626	51,836	60,032
长期借款	22,448	23,827	27,327	30,327	33,527
其他非流动负债	17,865	14,342	17,299	21,510	26,505
负债合计	123,788	162,770	178,536	207,626	234,706
少数股东权益	11,334	19,907	20,411	21,096	21,925
股本	2,984	3,013	3,035	3,035	3,035
资本公积	650.77	1,580	1,557	1,557	1,557
留存公积	7,671	10,051	17,957	21,648	25,785
归属母公司股东权益	15,759	19,213	22,568	26,293	30,476
负债和股东权益	150,881	201,890	221,515	255,015	287,107

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	461.98	3,833	13,433	5,460	2,209
净利润	2,496	4,159	4,705	5,636	6,452
折旧摊销	129.67	181.43	241.41	289.81	323.83
财务费用	581.20	760.39	941.48	1,449	1,751
投资损失	(82.58)	(108.81)	(272.02)	(163.21)	(187.70)
营运资金变动	(3,895)	(1,120)	7,386	(1,949)	(6,455)
其他经营现金	1,233	(38.07)	431.70	197.97	324.95
投资活动现金	(10,011)	(9,652)	(1,670)	(2,038)	(2,192)
资本支出	307.33	272.40	500.00	500.00	500.00
长期投资	3,848	1,885	1,272	1,436	1,624
其他投资现金	(5,856)	(7,495)	101.84	(101.45)	(67.55)
筹资活动现金	21,366	6,966	1,012	6,171	6,216
短期借款	4,907	(2,076)	749.52	839.46	940.20
长期借款	8,053	1,378	3,500	3,000	3,200
普通股增加	851.89	28.41	22.41	0.00	0.00
资本公积增加	(745.85)	929.09	(22.41)	0.00	0.00
其他筹资现金	8,300	6,706	(3,237)	2,331	2,076
现金净增加额	11,815	1,152	12,776	9,593	6,233

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	30,821	39,194	50,403	62,903	76,364
营业成本	22,268	28,091	36,704	45,800	56,189
营业税金及附加	1,334	1,811	2,329	2,906	3,528
营业费用	1,603	1,606	2,332	2,860	3,435
管理费用	1,200	1,288	1,801	2,221	2,676
财务费用	581.20	760.39	941.48	1,449	1,751
资产减值损失	(181.93)	(327.96)	(188.62)	(233.95)	(234.51)
公允价值变动收益	(125.47)	137.16	18.36	33.99	45.97
投资净收益	82.58	108.81	272.02	163.21	187.70
营业利润	3,569	5,556	6,775	8,098	9,253
营业外收入	67.61	80.13	70.46	73.21	73.44
营业外支出	259.10	45.34	124.48	120.54	109.32
利润总额	3,377	5,590	6,721	8,051	9,217
所得税	881.34	1,432	2,016	2,415	2,765
净利润	2,496	4,159	4,705	5,636	6,452
少数股东损益	271.98	699.77	504.08	684.33	829.56
归属母公司净利润	2,224	3,459	4,201	4,951	5,623
EBITDA	4,280	6,498	7,958	9,837	11,328
EPS (元, 基本)	0.75	1.15	1.38	1.63	1.85

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	25.53	27.17	28.60	24.80	21.40
营业利润	96.26	55.67	21.95	19.53	14.26
归属母公司净利润	62.91	55.53	21.44	17.87	13.56
获利能力 (%)					
毛利率	27.75	28.33	27.18	27.19	26.42
净利率	7.22	8.83	8.33	7.87	7.36
ROE	14.11	18.00	18.61	18.83	18.45
ROIC	6.64	7.88	10.28	12.20	12.55
偿债能力					
资产负债率 (%)	82.04	80.62	80.60	81.42	81.75
净负债比率 (%)	29.83	27.30	24.81	23.58	22.76
流动比率	1.63	1.47	1.50	1.49	1.50
速动比率	0.53	0.43	0.49	0.52	0.54
营运能力					
总资产周转率	0.25	0.22	0.24	0.26	0.28
应收账款周转率	24.84	20.90	22.90	24.33	23.26
应付账款周转率	3.60	2.87	2.65	2.68	2.63
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	1.14	1.38	1.63	1.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	1.26	4.43	1.80	0.73
每股净资产(最新摊薄)	5.19	6.33	7.44	8.66	10.04
估值比率					
PE (倍)	6.73	4.33	3.56	3.02	2.66
PB (倍)	0.95	0.78	0.66	0.57	0.49
EV_EBITDA (倍)	12.72	8.38	6.84	5.53	4.81

免责声明

分析师声明

本人，陈慎、刘璐、韩笑、林正衡，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘璐、韩笑、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com