

蓝光发展(600466)

房地产开发/房地产

发布时间: 2021-04-15

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

## 三道红线暂居黄档, 投资聚焦华东区域

上次评级: 买入

**事件:** 公司发布 2020 年度报告, 报告期内实现营业收入 429.57 亿元, 同比上涨 9.6%, 实现归母净利润 33.02 亿元, 同比下跌 4.5%。

**业绩增长确定性强, 利润率有所回落。** 本期归母净利润下滑主要系物业销售端毛利率下调, 期内公司转让所持子公司成都迪康 100% 股权使得投资收益有较大幅度上行, 同时在公允价值变动收益和信用减值损失上分别确认了 2.52、1.35 亿元的损失。利润率方面, 期内公司实现毛利率 22.6%, 同比-5.7pct, 公司毛利率下探主要系 2016-18 年地价较高, 在限价下利润空间收窄的行业共性问题; 实现归母净利润率 7.7%, 同比-1.1pct, 截至期末录得合同负债 862.1 亿元, 同比+26.5%, 覆盖 2020 年营收 2.01 倍; 已售未结转面积 1050.40 万方, 覆盖 2020 年结转面积的 2.86 倍, 未来业绩增长确定性较强。费用率方面, 期内三费/营收为 7.2%, 同比-2.1pct, 销售费用/营收为 6.4%, 同比-1.0pct, 财务费用/营收为 0.8%, 同比-1.1pct。

**竣工预计提速, 华东区域投资销售占比升至首位。** 期内公司实现销售金额 1035.4 亿元, 同比+2.0%, 公司 2021 年目标销售金额为 1150 亿元, 较本期实际销售额+11.1%; 实现销售面积 1205.1 万方, 同比+10.0%; 实现销售均价 8592 元/平, 同比-7.3%。结构拆分方面, 分区域来看, 华东、华中、成都、滇渝、华南、华北区域的销售金额口径占比分别为 28.82%、21.05%、14.87%、13.26%、11.26%、10.75%; 分线来看, 二线、三四线的并表权益销售金额占比分别为 39.65%、60.35%。开竣工方面, 公司实现新开工 1236.04 万方, 同比+42.57%, 完成全年目标的 112.37%, 2021 全年计划新开工 1200 万方; 竣工 507.32 万方, 同比-1.65%, 完成全年目标的 84.55%, 2021 全年计划竣工 650 万方, 较本期实际竣工面积+28.12%。拿地方面, 期内公司拿地面积 962.1 万方, 同比+26.9%, 对应货值约 1300 亿元, 权益比例为 70%, 新增项目华东区域占比 38%; 楼面价为 5800 元/平, 楼面价/销售均价为 67.51%。公司将继续做强做大华东区域, 并计划华东区域新增资源占比占比 ≥ 40%, 拿地金额 < 350 亿元。截至期末, 公司录得总土储 2640 万方, 对应总货值 2800 亿元。从公司 2021 年的投资、供货、销售规划来看, 华东区域成为公司各项占比最高的区域, 投资、供货、销售占比预计分别为 40%、27%、28%。

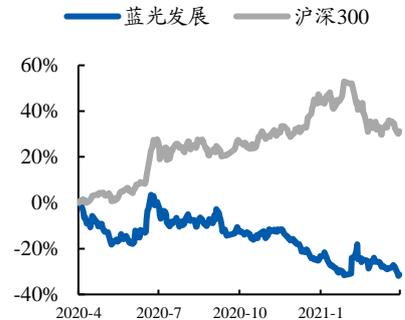
**信评提升融资成本优化, 三道红线达标在即。** 期内公司融资成本为 8.20%, 同比-0.45pct, 公司计划 2021 年降低 50~100bp。信评方面, 公司获大公国际上调主体信评至 AAA, 评级展望稳定。三道红线方面, 公司资产负债率(扣除合同负债)为 73.03%, 净负债率为 88.57%, 现金短债覆盖比为 1.06, 踩线一条位居黄档, 其中扣除合同负债的资产负债率距离 70% 的标准仅差距 3.03pct, 值得一提的是, 公司于 2021 年 2 月转让蓝光嘉宝服务 64.6% 的股份(交易对价 51.26 亿元)将助力公司进一步实现降档, 三道红线达标可期。有息负债结构来看, 短期负债占比为 39.5%, 同比+3.3pct; 长期负债占比为 60.5%, 同比-3.3pct。

**投资建议:** 维持公司买入评级, 考虑盈利能力超预期下降及降档过程带来的降速, 下调目标价至 6.65 元, 同时下调 2021-22 年 EPS 至 1.21/1.35, 预计 2023 年 EPS 为 1.45 元, 对应 PE 为 3.31/2.97/2.76 倍。

**风险提示:** 疫情反复存在不确定性; 业绩预测和估值判断不达预期。

股票数据	2021/04/13
6 个月目标价(元)	6.65
收盘价(元)	4.00
12 个月股价区间(元)	4.00-6.24
总市值(百万元)	12,139.72
总股本(百万股)	3,035
A 股(百万股)	3,035
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	28

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-8%	-11%	-32%
相对收益	-5%	-2%	-62%

### 相关报告

《东北地产物管周报: 北京限制前期物管合同期限为两年, 多家公司发布年报》

--20210405

《东北地产周报: 3 月真实市场景气度维持高位, 北京首批次宅地集中出让广州限售延长》

--20210405

《房地产经纪系列深度报告一: 市场变局与突围之道》

--20210401

《商办物业管理系列深度报告一: 空间深度广度并存, 赛道优质多维成长》

--20210401

财务摘要(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	39,194	42,957	50,733	58,495	64,344
(+/-)%	27.17%	9.60%	18.10%	15.30%	10.00%
归属母公司净利润	3,459	3,302	3,672	4,086	4,396
(+/-)%	55.53%	-4.53%	11.19%	11.28%	7.58%
每股收益(元)	1.14	1.09	1.21	1.35	1.45
市盈率	6.47	4.26	3.31	2.97	2.76
市净率	1.16	0.76	0.63	0.61	0.59
净资产收益率(%)	18.00%	17.82%	19.15%	20.54%	21.26%
股息收益率(%)	10.55%	20.75%	25.19%	28.03%	30.15%
总股本(百万股)	3,013	3,035	3,035	3,035	3,035

证券分析师: 王小勇

执业证书编号: S0550519100002

18117166023

wuyx@nesc.cn

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	29,743	22,748	13,646	22,304
交易性金融资产	11	13	14	15
应收款项	2,714	2,934	3,447	3,814
存货	169,632	155,759	201,824	218,427
其他流动资产	37,450	40,029	46,637	51,445
<b>流动资产合计</b>	<b>239,550</b>	<b>221,483</b>	<b>265,569</b>	<b>296,005</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	6,745	15,245	23,545	31,745
固定资产	1,772	1,471	1,141	664
无形资产	830	940	1,067	1,184
商誉	741	741	741	741
<b>非流动资产合计</b>	<b>18,714</b>	<b>27,493</b>	<b>35,973</b>	<b>44,205</b>
<b>资产总计</b>	<b>258,264</b>	<b>248,977</b>	<b>301,542</b>	<b>340,209</b>
短期借款	6,317	12,317	17,417	22,617
应付款项	21,867	22,776	27,529	30,123
预收款项	79,019	90,059	104,739	115,407
一年内到期的非流动负债	21,659	21,659	21,659	21,659
<b>流动负债合计</b>	<b>245,805</b>	<b>231,814</b>	<b>280,145</b>	<b>314,662</b>
长期借款	28,428	29,962	30,728	31,112
其他长期负债	16,653	18,653	20,753	22,953
<b>长期负债合计</b>	<b>45,081</b>	<b>48,615</b>	<b>51,482</b>	<b>54,065</b>
<b>负债合计</b>	<b>290,887</b>	<b>280,429</b>	<b>331,626</b>	<b>368,727</b>
归属于母公司股东权益合计	18,532	19,178	19,897	20,673
少数股东权益	27,864	28,389	29,037	29,828
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>337,283</b>	<b>327,996</b>	<b>380,560</b>	<b>419,228</b>

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>42,957</b>	<b>50,733</b>	<b>58,495</b>	<b>64,344</b>
营业成本	33,256	39,309	45,402	49,715
营业税金及附加	1,740	2,175	2,494	2,726
资产减值损失	-166	-5	-1	-2
销售费用	1,466	1,998	2,217	2,430
管理费用	1,290	1,647	1,855	2,039
财务费用	342	271	555	833
公允价值变动净收益	-252	-80	40	87
投资净收益	666	463	596	690
<b>营业利润</b>	<b>4,968</b>	<b>5,687</b>	<b>6,585</b>	<b>7,354</b>
营业外收支净额	-21	-37	14	23
<b>利润总额</b>	<b>4,947</b>	<b>5,651</b>	<b>6,600</b>	<b>7,377</b>
所得税	1,271	1,454	1,865	2,190
净利润	3,676	4,197	4,734	5,186
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,302</b>	<b>3,672</b>	<b>4,086</b>	<b>4,396</b>
少数股东损益	374	525	648	791

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>3,676</b>	<b>4,197</b>	<b>4,734</b>	<b>5,186</b>
资产减值准备	0	5	1	2
折旧及摊销	269	624	302	343
公允价值变动损失	252	80	-40	-87
财务费用	548	419	669	901
投资损失	-666	-463	-596	-690
运营资本变动	-10,071	-8,918	-9,955	7,540
其他	-135	37	-14	-24
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>-6,127</b>	<b>-4,019</b>	<b>-4,899</b>	<b>13,172</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-4,790</b>	<b>-9,033</b>	<b>-8,098</b>	<b>-7,737</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>15,535</b>	<b>6,057</b>	<b>3,895</b>	<b>3,222</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>-52,564</b>	<b>12,654</b>	<b>14,682</b>	<b>-1,906</b>

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	1.09	1.21	1.35	1.45
每股净资产 (元)	6.11	6.32	6.56	6.81
每股经营性现金流 (元)	-2.02	-1.32	-1.61	4.34
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	9.6%	18.1%	15.3%	10.0%
净利润增长率	-4.5%	11.2%	11.3%	7.6%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	22.6%	22.5%	22.4%	22.7%
净利润率	7.7%	7.2%	7.0%	6.8%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转率 (次)	22.97	20.70	21.15	21.30
存货周转率 (次)	1,861.78	1,446.30	1,622.54	1,603.67
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	112.6%	112.6%	110.0%	108.4%
流动比率	0.97	0.96	0.95	0.94
速动比率	0.24	0.23	0.18	0.20
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	3.4%	3.9%	3.8%	3.8%
管理费用率	3.0%	3.2%	3.2%	3.2%
财务费用率	0.8%	0.5%	0.9%	1.3%
<b>分红指标</b>				
分红比例	83.3%	83.3%	83.3%	83.3%
股息收益率	20.8%	25.2%	28.0%	30.2%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	4.26	3.31	2.97	2.76
P/B (倍)	0.76	0.63	0.61	0.59
P/S (倍)	0.28	0.24	0.21	0.19
净资产收益率	17.8%	19.1%	20.5%	21.3%

资料来源：东北证券

**研究团队简介:**

**王小勇**，重庆大学技术经济及管理硕士，四川大学水利水电建筑工程本科，现任东北证券建筑建材行业首席分析师。曾任厦门经济特区房地产开发公司、深圳尺度房地产顾问、东莞中惠房地产集团等公司投资分析之职，先后在招商证券、民生证券、新时代证券等研究所担任首席分析师。4年房地产行业工作经验，2007年以来具有13年证券研究从业经历，善于把握周期行业发展脉络，视野开阔，见解独到，多次在新财富、金牛奖、水晶球及其他各种卖方评比中入围及上榜。

**吴胤翔**，同济大学建筑与土木工程硕士，东南大学道路桥梁与渡河工程本科，现任东北证券房地产组分析师兼地产组组长。2019年加入东北证券研究所。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A股市场以沪深300指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034555	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张翰波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn