

蓝光发展（600466）2020年报点评

业绩小降，回购彰显信心

❖ 20年营收同比+10%、业绩同比-5%，充裕预收助力后续业绩稳定释放

20年公司营业收入429.6亿元，同比+9.6%；归母净利润33.0亿元，同比-4.5%；基本每股收益1.0元/股，同比-5.4%；毛利率和归母净利率分别为22.6%、7.7%，较上年-5.7pct和-1.1pct；三项费用率合计7.2%，同比-2.1pct，其中销售、管理、财务费用率分别-0.7pct、-0.3pct、-1.1pct；投资性收益6.7亿元，同比+512.0%；少数股东损益3.7亿元，同比-46.6%；公司营收增长业绩下滑主要源于结算毛利率下降较多以及公允价值变动损失2.5亿元，同比-3.9亿元；20年加权平均净资产收益率18.6%，同比-5.3pct；截至20年末，预收账款达790.2亿元，同比+15.9%，可覆盖20年营收1.8倍，助力后续业绩持续释放。此外，拟每股年分红0.085元、分红率10%，对应股息率2.1%。

❖ 20年销售额1,035亿、同比+2%，21年计划竣工稳增长，助力结算增长

20年公司销售金额1,035.4亿元，同比+2.0%，权益销售金额710.6亿元，同比-0.7%，权益比68.6%；销售面积1,205.1万方，同比+10.0%，权益销售面积909.0万方，同比+13.8%，权益比75.4%；销售均价8,592元/平，同比-7.3%。其中，成都、滇渝、华中、华东、华北、华南区域销售额占比分别为14.9%、13.3%、21.0%、28.8%、10.7%、11.3%，全国化布局均衡。投资方面，20年新开工1,236万方、竣工507万方，分别同比+43%、-2%，分别完成年初计划112%、85%；21年公司计划新开工1,200万方、竣工650万方，分别同比-3%、+28%，考虑到当年拿地可转化当年开工、20年实际开工超年初计划以及竣工增长，预计将助力公司后续销售和结算稳步增长。

❖ 拿地保持谨慎，融资成本下行，转让嘉宝股权优化报表，回购彰显信心

20年公司新增土储建面962万方，同比-14.2%，拿地/销售面积比80%；截至20年末公司总土储建面2,640万方，覆盖20年销售面积2.2倍，其中新一线、二线及强三线城市占比70%。21年计划土地投资总额不超过350亿元，较20年投资计划-12.5%；20年整体平均融资成本8.2%，同比-0.45pct；截至20年末，公司资产负债率、扣预资产负债率、净负债率分别为82.0%、73.0%、88.6%，分别同比+1.4pct、+5.1pct、+9.4pct；现金短债比1.06，三条红线达标两条；考虑到公司拟作价49.6亿元转让64.6%蓝光嘉宝股权，后续负债率将明显优化。此外，公司计划回购公司股份3,035-6,070股（占总股本1-2%），截至3月末累计回购2,848万股，对应回购额1.35亿元，彰显公司自身发展信心。

❖ 投资建议：业绩小降，回购彰显信心，维持“强推”评级

蓝光发展2015年重组上市后，在房地产业务逐步实现全国布局，并通过多元化渠道进行资源拓展，逐渐从四川蓝光走向全国蓝光。2020年公司多元化融资渠道打开，融资成本持续下行。考虑到公司竣工结转及结转毛利率低于预期，我们下调21-22年每股收益预期至1.18、1.29元（原21-22年预测值为1.48、1.63元），并引入23年每股收益预期1.41元，对应21、22年PE分别为3.4倍和3.2倍，同时下调目标价至5.31元（原值6.5元），对应20年4.5倍PE，维持“强推”评级。

❖ 风险提示：新冠肺炎疫情超预期、房地产调控政策超预期收紧。

主要财务指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万)	42,957	48,415	55,501	63,723
同比增速(%)	10	13	15	15
归母净利润(百万)	3,302	3,521	3,836	4,201
同比增速(%)	-5	7	9	9
每股盈利(元)	1.11	1.18	1.29	1.41
市盈率(倍)	3.7	3.4	3.2	2.9
市净率(倍)	0.7	0.6	0.5	0.4

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为21年04月12日收盘价

强推（维持）

目标价：5.31元

当前价：4.06元

华创证券研究所

证券分析师：鲁星泽

电话：021-20572575

邮箱：luxingze@hcyjs.com

执业编号：S0360520120001

公司基本数据

总股本(万股)	303,493
已上市流通股(万股)	303,493
总市值(亿元)	123.22
流通市值(亿元)	123.22
资产负债率(%)	82.4
每股净资产(元)	5.9
12个月内最高/最低价	6.29/3.97

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《蓝光发展（600466）2020年一季报点评：业绩略增，销售暂弱》

2020-04-28

《蓝光发展（600466）2020年中报点评：业绩小增，拿地积极》

2020-08-28

《蓝光发展（600466）2020年三季报点评：业绩小增，低估值》

2020-11-01

图表 1、蓝光发展 2020 年年度业绩摘要

(人民币, 百万)	2019 年	2020 年	同比变动 (%)
营业收入	39,194	42,957	9.6
营业成本	(28,091)	(33,256)	18.4
营业税	(1,811)	(1,740)	(3.9)
毛利润	11,103	9,701	(12.6)
其他收入	328	166	(49.4)
销售费用	(1,606)	(1,466)	(8.8)
管理费用	(1,288)	(1,290)	0.2
营业利润	5,556	4,968	(10.6)
投资收益	246	413	68.1
财务费用	(760)	(342)	(55.0)
营业外收支	35	(21)	(159.6)
税前利润	5,590	4,947	(11.5)
所得税	(1,432)	(1,271)	(11.2)
少数股东权益	(700)	(374)	(46.6)
归属上市公司股东净利润	3,459	3,302	(4.5)
主要比率(%)			百分点增减 (%)
毛利率	28.3	22.6	(5.7)
经营利润率	14.2	11.6	(2.6)
净利率	8.8	7.7	(1.1)

资料来源：公司公告，华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	29,743	33,522	38,427	44,120
应收票据	11	0	0	0
应收账款	20,572	23,185	26,578	30,516
预付账款	10,366	11,959	13,802	15,852
存货	169,632	183,977	199,802	223,030
其他流动资产	9,227	11	11	11
流动资产合计	239,550	252,653	278,620	313,529
其他长期投资	4,569	4,340	4,112	3,883
长期股权投资	6,745	6,745	6,745	6,745
固定资产	1,787	1,687	1,592	1,497
在建工程	5	5	5	5
无形资产	1,570	1,529	1,490	1,452
其他非流动资产	4,038	4,551	5,218	5,992
非流动资产合计	18,714	18,858	19,162	19,575
资产合计	258,264	271,511	297,782	333,103
短期借款	6,317	7,288	8,411	9,661
应付票据	5,977	6,895	7,957	9,140
应付账款	15,890	18,332	21,157	24,301
预收款项	79,019	82,306	88,801	101,957
其他应付款	7,372	8,223	9,401	10,760
一年内到期的非流动负债	21,659	21,660	21,661	21,662
其他流动负债	30,554	31,723	41,287	51,793
流动负债合计	166,787	176,426	198,675	229,272
长期借款	28,428	28,428	28,428	28,428
应付债券	14,431	14,431	14,431	14,431
其他非流动负债				
非流动负债合计	45,081	45,083	45,085	45,087
负债合计	211,868	221,509	243,761	274,360
归属母公司所有者权益	18,532	21,778	25,314	29,187
少数股东权益	27,864	28,225	28,707	29,557
所有者权益合计	46,396	50,002	54,021	58,744
负债和股东权益	258,264	271,511	297,782	333,103

现金流量表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	(6,127)	(4,686)	(2,646)	(2,743)
现金收益	4,516	1,142	3,923	4,461
存货影响	(38,363)	(14,345)	(15,825)	(23,228)
经营性应收影响	(13,604)	(4,206)	(5,236)	(5,988)
经营性应付影响	41,630	10,224	14,522	22,086
其他影响	(307)	2,499	(30)	(74)
投资活动现金流	(4,790)	367	420	483
资本支出	149	0	0	0
股权投资	(1,284)	0	0	0
其他长期资产变化	(3,655)	367	420	483
融资活动现金流	15,535	5,564	6,250	6,824
借款增加	10,475	5,839	6,550	7,152
财务费用	7,784	275	300	328
股东融资	13,193	0	0	0
其他长期负债变化	(15,917)	(550)	(599)	(656)

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	42,957	48,415	55,501	63,723
营业成本	33,256	38,366	44,279	50,857
税金及附加	1,740	2,076	2,387	2,744
销售费用	1,466	1,652	1,894	2,174
管理费用	1,290	1,454	1,667	1,914
财务费用	342	448	512	582
资产减值损失	(166)	0	0	0
公允价值变动收益	(252)	0	0	0
投资收益	666	866	1,125	1,463
其他收益	0	0	0	0
营业利润	4,968	5,285	5,887	6,914
营业外收入	145	145	145	145
营业外支出	166	166	166	166
利润总额	4,947	5,264	5,867	6,894
所得税	1,271	1,353	1,507	1,771
净利润	3,676	3,912	4,359	5,123
少数股东损益	374	391	523	922
归属母公司净利润	3,302	3,521	3,836	4,201
NOPLAT	3,985	3,617	3,919	4,483
EPS(摊薄)(元)	1.11	1.18	1.29	1.41

主要财务比率

	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	10%	13%	15%	15%
EBIT 增长率	-19%	-6%	8%	14%
归母净利润增长率	-5%	7%	9%	9%
获利能力				
毛利率	23%	21%	20%	20%
净利率	8%	7%	7%	7%
ROE	18%	16%	15%	14%
ROIC	6%	4%	4%	5%
偿债能力				
资产负债率	82%	82%	82%	82%
债务权益比	4.6	4.4	4.5	4.7
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力				
总资产周转率	19%	18%	19%	20%
应收账款周转天数	143	165	164	164
应付账款周转天数	321	367	369	370
存货周转天数	1,556	1,596	1,501	1,440
每股指标(元)				
每股收益	1.11	1.18	1.29	1.41
每股经营现金流	(2.02)	(1.54)	(0.87)	(0.90)
每股净资产	6.11	7.18	8.34	9.62
估值比率				
P/E	3.7	3.4	3.2	2.9
P/B	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	35.5	40.1	40.5	0.0

房地产组团队介绍

分析师：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015 年加入华创证券研究所。2017 年/2019 年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018 年/2019 年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019 年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019 年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522