

## 业绩增长超预期，地产销售稳中有进



### 事件

公司发布 2019 年前三季度业绩预增公告，预计实现归母净利润与上年同期相比，将增加 9.4 亿元，同比增长 77%。

### 核心观点

- **全国化布局成果显现，业绩增长超预期。**公司预计 2019 年前三季度归母净利润为 21.6 亿元，较上年同期增加 9.4 亿元，同比增长 77%。扣非归母净利润 20.8 亿元，较上年同期增加 8.6 亿元，同比增长 71%。公司业绩增加主要来自经营活动，非经常损益占比低，盈利质量高。公司业绩高增主要因为销售规模扩大后带来地产结算收入的增加，同时全国化布局完成后，投资模式和产品的升级带来的规模效应亦有利于公司盈利能力的提升。
- **销售稳中有进，投资拿地保持审慎。**根据克而瑞排行榜数据，公司 1~9 月实现销售金额 771 亿，同比增长 19.2%，销售金额保持稳健增长。土地投资方面，2019 年 1~9 月拿地金额 220.8 亿，投资强度（拿地金额/销售金额）28.6%，反映出公司在投资端仍保持审慎态度。在房地产行业面临严格调控的情况下，公司地产主业保持稳中有进的态势，追求长期发展质量。
- **嘉宝股份上市在即，公司有望迎来价值再发现。**公司旗下物业公司嘉宝股份将于 10 月在香港上市，蓝光持有嘉宝股份 90% 以上的股权。嘉宝股份是西南地区的物业龙头，管理面积达到 6170 万平方米，上半年实现归母净利润 1.8 亿元。嘉宝股份的上市更加有利于物业业务的拓展，公司也将受益于物业公司的发展，带动业绩和估值的提升。

### 财务预测与投资建议

- **维持买入评级，目标价 8.12 元。**由于期权行权导致股本变动，我们 2019~2021 年的盈利预测变动为 1.16/1.71/2.18 元（原预测为 1.17/1.72/2.19 元）。根据可比公司 2019 年 7X 的 PE 估值，给予公司 7X 估值，对应目标价 8.12 元。

### 风险提示

- 房地产市场销售大幅低于预期。利率上涨超预期。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	24,553	30,821	40,056	54,900	67,065
同比增长(%)	15.1%	25.5%	30.0%	37.1%	22.2%
营业利润(百万元)	1,819	3,499	5,209	7,780	9,807
同比增长(%)	23.6%	92.3%	48.9%	49.4%	26.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,366	2,224	3,504	5,139	6,548
同比增长(%)	52.5%	62.8%	57.5%	46.7%	27.4%
每股收益(元)	0.45	0.74	1.16	1.71	2.18
毛利率(%)	25.0%	27.8%	29.8%	30.7%	31.1%
净利率(%)	5.6%	7.2%	8.7%	9.4%	9.8%
净资产收益率(%)	11.1%	14.7%	20.3%	24.8%	25.9%
市盈率	15.6	9.6	6.1	4.1	3.2
市净率	1.5	1.3	1.1	0.9	0.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

### 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年10月15日)	7.07元
目标价格	8.12元
52周最高价/最低价	8.46/4.11元
总股本/流通A股(万股)	300,987/300,987
A股市值(百万元)	21,280
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2019年10月16日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	12.58	11.51	12.94	66.75
相对表现	-10.01	-12.42	-10.01	-40.85
沪深300	2.57	-0.91	2.93	25.9



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 竺劲  
021-63325888\*6084  
zhujing1@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514060003

**证券分析师** 房诚琦  
021-63325888\*6202  
fangchengqi@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860518070003

**联系人** 孙天一  
021-63325888-4037  
suntianyi1@orientsec.com.cn

**联系人** 马晓东  
maxiaodong@orientsec.com.cn

### 相关报告

全国化战略收效明显，业绩现高速增长： 2019-08-22  
半年业绩同比翻番，积极开拓二线城市： 2019-07-11  
千亿全国化开发商雏形初现，产业孵化优势突出： 2019-05-08

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	12,804	25,187	23,233	21,960	26,826	营业收入	24,553	30,821	40,056	54,900	67,065
应收账款	809	1,487	1,409	2,130	2,732	营业成本	18,406	22,268	28,133	38,028	46,184
预付账款	3,528	7,369	6,322	9,893	12,901	营业税金及附加	1,588	1,334	1,305	1,993	2,237
存货	63,093	90,444	99,886	139,943	173,838	营业费用	1,245	1,603	1,959	2,774	3,385
其他	4,985	11,471	7,751	11,607	14,787	管理费用	968	1,270	1,602	2,208	2,714
<b>流动资产合计</b>	<b>85,220</b>	<b>135,957</b>	<b>138,600</b>	<b>185,533</b>	<b>231,084</b>	财务费用	416	581	1,504	1,929	2,375
长期股权投资	1,411	4,899	5,389	5,928	6,520	资产减值损失	216	182	310	340	432
固定资产	1,069	1,626	1,530	1,435	1,339	公允价值变动收益	(50)	(125)	0	0	0
在建工程	127	1,084	2,376	3,646	4,860	投资净收益	138	83	7	194	112
无形资产	216	509	489	460	431	其他	17	(41)	(41)	(41)	(41)
其他	7,196	6,805	5,126	5,157	5,203	<b>营业利润</b>	<b>1,819</b>	<b>3,499</b>	<b>5,209</b>	<b>7,780</b>	<b>9,807</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>10,020</b>	<b>14,923</b>	<b>14,909</b>	<b>16,625</b>	<b>18,354</b>	营业外收入	47	68	53	56	59
<b>资产总计</b>	<b>95,240</b>	<b>150,881</b>	<b>153,509</b>	<b>202,158</b>	<b>249,438</b>	营业外支出	93	259	133	161	184
短期借款	3,415	8,322	10,656	26,970	51,000	<b>利润总额</b>	<b>1,774</b>	<b>3,307</b>	<b>5,129</b>	<b>7,674</b>	<b>9,681</b>
应付账款	5,636	6,734	8,793	11,677	14,194	所得税	523	881	1,282	1,919	2,420
其他	42,906	68,418	65,092	91,820	112,934	<b>净利润</b>	<b>1,251</b>	<b>2,426</b>	<b>3,847</b>	<b>5,756</b>	<b>7,261</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>51,957</b>	<b>83,474</b>	<b>84,541</b>	<b>130,467</b>	<b>178,128</b>	少数股东损益	(115)	272	343	616	713
长期借款	14,395	22,448	22,448	22,448	22,448	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,366</b>	<b>2,154</b>	<b>3,504</b>	<b>5,139</b>	<b>6,548</b>
应付债券	7,948	16,082	16,082	14,100	8,000	每股收益(元)	0.45	0.74	1.16	1.71	2.18
其他	1,894	1,783	41	41	41						
<b>非流动负债合计</b>	<b>24,237</b>	<b>40,313</b>	<b>38,572</b>	<b>36,589</b>	<b>30,489</b>						
<b>负债合计</b>	<b>76,194</b>	<b>123,788</b>	<b>123,113</b>	<b>167,057</b>	<b>208,618</b>						
少数股东权益	4,502	11,334	11,677	12,293	13,006						
股本	2,132	2,984	3,010	3,010	3,010						
资本公积	1,332	595	801	801	801						
留存收益	6,027	7,671	10,399	14,487	19,493						
其他	5,053	4,510	4,510	4,510	4,510						
<b>股东权益合计</b>	<b>19,046</b>	<b>27,093</b>	<b>30,396</b>	<b>35,101</b>	<b>40,820</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>95,240</b>	<b>150,881</b>	<b>153,509</b>	<b>202,158</b>	<b>249,438</b>						

  

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	1,251	2,426	3,847	5,756	7,261
折旧摊销	95	115	124	124	124
财务费用	416	581	1,504	1,929	2,375
投资损失	(138)	(83)	(7)	(194)	(112)
营运资金变动	(4,489)	(13,985)	(4,298)	(19,379)	(17,828)
其它	10,419	11,407	(397)	565	479
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,554</b>	<b>462</b>	<b>774</b>	<b>(11,199)</b>	<b>(7,700)</b>
资本支出	(158)	(1,873)	(1,302)	(1,280)	(1,223)
长期投资	(400)	(3,927)	(289)	(570)	(639)
其他	(8,969)	(4,211)	14	191	111
<b>投资活动现金流</b>	<b>(9,526)</b>	<b>(10,011)</b>	<b>(1,577)</b>	<b>(1,658)</b>	<b>(1,751)</b>
债权融资	4,311	18,234	(1,381)	(1,750)	(5,795)
股权融资	(217)	109	176	0	0
其他	291	3,023	54	13,334	20,112
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,385</b>	<b>21,366</b>	<b>(1,151)</b>	<b>11,585</b>	<b>14,318</b>
汇率变动影响	0	(2)	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>2,413</b>	<b>11,815</b>	<b>(1,954)</b>	<b>(1,273)</b>	<b>4,866</b>

  

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	15.1%	25.5%	30.0%	37.1%	22.2%
营业利润	23.6%	92.3%	48.9%	49.4%	26.1%
归属于母公司净利润	52.5%	62.8%	57.5%	46.7%	27.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.0%	27.8%	29.8%	30.7%	31.1%
净利率	5.6%	7.2%	8.7%	9.4%	9.8%
ROE	11.1%	14.7%	20.3%	24.8%	25.9%
ROIC	3.5%	4.7%	6.1%	7.7%	7.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	80.0%	82.0%	80.2%	82.6%	83.6%
净负债率	91.5%	102.7%	102.0%	133.3%	147.2%
流动比率	1.64	1.63	1.64	1.42	1.30
速动比率	0.41	0.53	0.45	0.34	0.31
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	34.9	24.8	25.8	28.9	25.7
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.45	0.74	1.16	1.71	2.18
每股经营现金流	2.51	0.15	0.26	-3.72	-2.56
每股净资产	4.83	5.24	6.22	7.58	9.24
<b>估值比率</b>					
市盈率	15.6	9.6	6.1	4.1	3.2
市净率	1.5	1.3	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	18.9	10.5	6.4	4.5	3.6
EV/EBIT	19.7	10.8	6.6	4.5	3.6

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

