

证券研究报告 / 公司动态报告

买入

上次评级: 买入

## 业绩超预期高增, 嘉宝成功上市

**业绩超预期高增, 规模效应彰显。**2019年前3季度公司实现营业收入278.81亿元, 同比增长95.27%; 实现归母净利润25.35亿元, 同比增长107.83%, 显著高于预增公告中77%的预计增速。业绩增长延续中报的优良表现, 主要由期内房地产开发项目结算规模提升贡献, 公司全国化布局带来的规模效应逐步彰显。利润率方面, 期内实现毛利率26.0%, 同比下降5.6pct, 归母净利率9.1%, 同比提升0.5pct。期内录得预收账款604.37亿元, 同比提升19%, 分别覆盖当期营收的2.17倍和18年营收的1.96倍, 可供结算规模充裕。

**销售分布愈加均衡, 土地投资有的放矢。**销售方面, 前三季度公司实现销售金额715.2亿元, 已完成全年1100亿目标的65%, 同比增长6.6%。公司六大销售区域成都、华东、华中、滇渝、北京、华南贡献占比分别为18.9%、23.2%、27.9%、8.9%、11.1%、10.0%, 区域贡献更加均衡, 其中华中区域增幅明显, 销售额同比高增157%。实现销售面积784.3万方, 同比增长31%。拿地方面, 根据公司公告统计, 1-8月公司拿地金额为220.3亿元, 同比增长23%。从拿地分布来看, 公司继续坚定走全国化拓展道路, 并有针对性地提升高能级城市拿地占比。投资方面, 前三季度公司累计新开工713.3万方, 同比提升5.9%, 累计竣工244.9万方, 同比提升68.8%。

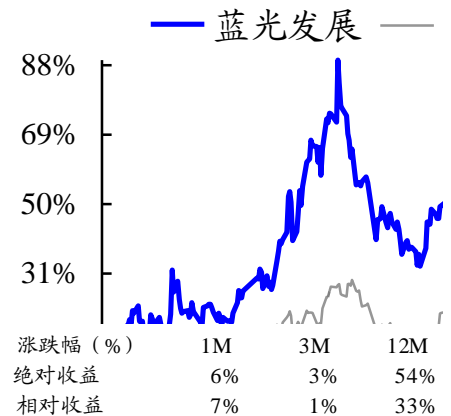
**嘉宝顺利上市, 增厚公司市值。**公司旗下物管平台嘉宝服务位列中国物业百强第11位, 是西南地区龙头物业公司。截至2019H1, 嘉宝实现营收9.33亿元, 同比增长59%, 净利润1.87亿元, 同比增长108%, 毛利率33.9%。公司在管面积6330万方, 已进驻69城, 在管项目400余个, 在管面积中42.9%来自蓝光发展开发的物业, 外拓能力优异, 上市之后, 募集资金有望助力公司规模扩张。10月18日嘉宝在港交所成功上市交易, 蓝光间接持股比例为67.48%, 截至最新收盘嘉宝市值约73.8亿人民币。目前股价对应动态PE为16倍, 估值水平在可比港股物业公司中均处于较低位置, 未来估值有潜在提升空间。

**维持公司买入评级。**预计2019、20、21年EPS分别为1.13、1.67、2.23元, 对应的PE分别为5.7、3.9、2.9倍。

**风险提示:** 融资环境持续收紧、中西部销售超预期下滑

| 股票数据        | 2019/10/24 |
|-------------|------------|
| 6个月目标价(元)   | 9.12       |
| 收盘价(元)      | 6.49       |
| 12个月股价区间(元) | 4.25~8.47  |
| 总市值(百万元)    | 19,534     |
| 总股本(百万股)    | 3,010      |
| A股(百万股)     | 3,010      |
| B股/H股(百万股)  | 0/0        |
| 日均成交量(百万股)  | 21         |

### 历史收益率曲线



### 相关报告

《【东北地产】蓝光发展(600466.SH)三季报预增点评: 业绩延续高增, 嘉宝成功上市》  
--20191022

《【东北地产】蓝光发展(600466.SH)中报点评: 全国布局已见成效, 开发物管同步高增》  
--20190828

《蓝光发展(600466): 销售结构日趋均衡, 物业板块上市可期》  
--20190320

证券分析师: 张云凯

执业证书编号: S0550519080009

研究助理: 沈路遥

执业证书编号: S0550118070032

联系人: 吴胤翔

执业证书编号: S0550119080063

021-20363213 wuyx@nesc.cn

| 财务摘要(百万元) | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 24,553 | 30,821 | 42,569 | 59,475 | 78,251 |
| (+/-)%    | 15.12% | 25.53% | 38.12% | 39.71% | 31.57% |
| 归属母公司净利润  | 1,365  | 2,224  | 3,414  | 5,017  | 6,721  |
| (+/-)%    | 52.41% | 62.91% | 53.50% | 46.96% | 33.96% |
| 每股收益(元)   | 0.64   | 0.75   | 1.13   | 1.67   | 2.23   |
| 市盈率       | 10.14  | 8.71   | 5.72   | 3.89   | 2.91   |
| 市净率       | 0.73   | 0.71   | 0.60   | 0.55   | 0.47   |
| 净资产收益率(%) | 9.39%  | 14.11% | 16.46% | 22.13% | 24.56% |
| 股息收益率(%)  | 1.54%  | 4.01%  | 5.39%  | 7.50%  | 10.35% |
| 总股本(百万股)  | 2,132  | 2,984  | 3,010  | 3,010  | 3,010  |

**附表：财务报表预测摘要及指标**

| 资产负债表 (百万元)      | 2018A          | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 货币资金             | 25,187         | 32,836         | 33,617         | 36,378         |
| 交易性金融资产          | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 应收款项             | 1,487          | 2,123          | 2,640          | 3,302          |
| 存货               | 90,444         | 115,780        | 137,465        | 156,812        |
| 其他流动资产           | 4,449          | 5,783          | 6,651          | 7,648          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>135,957</b> | <b>175,276</b> | <b>207,233</b> | <b>238,084</b> |
| 可供出售金融资产         | 471            | 471            | 471            | 471            |
| 长期投资净额           | 10,185         | 11,885         | 14,685         | 16,985         |
| 固定资产             | 1,626          | 2,065          | 2,543          | 3,008          |
| 无形资产             | 509            | 662            | 831            | 980            |
| 商誉               | 184            | 265            | 265            | 265            |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>14,923</b>  | <b>17,459</b>  | <b>21,100</b>  | <b>24,235</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>150,881</b> | <b>191,520</b> | <b>226,689</b> | <b>260,293</b> |
| 短期借款             | 8,322          | 6,790          | 5,411          | 4,308          |
| 应付款项             | 6,734          | 8,757          | 12,133         | 15,973         |
| 预收款项             | 50,995         | 76,624         | 98,134         | 113,464        |
| 一年内到期的非流动负债      | 6,160          | 5,101          | 4,846          | 4,604          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>83,474</b>  | <b>112,594</b> | <b>142,009</b> | <b>166,418</b> |
| 长期借款             | 22,448         | 25,448         | 26,798         | 28,349         |
| 其他长期负债           | 52             | 65             | 65             | 65             |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>40,313</b>  | <b>46,251</b>  | <b>49,101</b>  | <b>52,152</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>123,788</b> | <b>158,845</b> | <b>191,110</b> | <b>218,569</b> |
| 归属于母公司股东权益合计     | 15,759         | 20,745         | 22,668         | 27,368         |
| 少数股东权益           | 11,334         | 11,930         | 12,901         | 14,334         |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>150,881</b> | <b>191,520</b> | <b>226,689</b> | <b>260,293</b> |

| 利润表 (百万元)        | 2018A         | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>30,821</b> | <b>42,569</b> | <b>59,475</b> | <b>78,251</b> |
| 营业成本             | 22,268        | 30,845        | 43,048        | 56,536        |
| 营业税金及附加          | 1,334         | 1,830         | 2,557         | 3,365         |
| 资产减值损失           | 182           | 389           | 437           | 395           |
| 销售费用             | 1,603         | 2,086         | 2,914         | 3,834         |
| 管理费用             | 1,200         | 1,660         | 2,320         | 3,052         |
| 财务费用             | 581           | 768           | 765           | 850           |
| 公允价值变动净收益        | -125          | 200           | 200           | 200           |
| 投资净收益            | 83            | 276           | 498           | 647           |
| <b>营业利润</b>      | <b>3,569</b>  | <b>5,467</b>  | <b>8,131</b>  | <b>11,066</b> |
| 营业外收支净额          | -191          | -48           | -38           | -46           |
| <b>利润总额</b>      | <b>3,377</b>  | <b>5,419</b>  | <b>8,093</b>  | <b>11,020</b> |
| 所得税              | 881           | 1,409         | 2,104         | 2,865         |
| 净利润              | 2,496         | 4,010         | 5,989         | 8,155         |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>2,224</b>  | <b>3,414</b>  | <b>5,018</b>  | <b>6,722</b>  |
| 少数股东损益           | 272           | 596           | 971           | 1,433         |

| 现金流量表 (百万元)      | 2018A          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>净利润</b>       | <b>2,496</b>   | <b>4,010</b>  | <b>5,989</b>  | <b>8,155</b>  |
| 资产减值准备           | 182            | 389           | 437           | 395           |
| 折旧及摊销            | 130            | 154           | 191           | 229           |
| 公允价值变动损失         | 125            | -200          | -200          | -200          |
| 财务费用             | 565            | 1,278         | 1,383         | 1,447         |
| 投资损失             | -83            | -276          | -498          | -647          |
| 运营资本变动           | -3,787         | -912          | -537          | -2,896        |
| 其他               | 108            | -1,477        | -867          | -998          |
| <b>经营活动净现金流量</b> | <b>462</b>     | <b>4,166</b>  | <b>6,504</b>  | <b>6,170</b>  |
| <b>投资活动净现金流量</b> | <b>-10,011</b> | <b>-2,012</b> | <b>-2,872</b> | <b>-2,203</b> |
| <b>融资活动净现金流量</b> | <b>21,366</b>  | <b>5,495</b>  | <b>-2,851</b> | <b>-1,206</b> |
| <b>企业自由现金流</b>   | <b>-8,783</b>  | <b>4,480</b>  | <b>6,141</b>  | <b>6,064</b>  |

| 财务与估值指标       | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |         |
| 每股收益 (元)      | 0.75    | 1.13    | 1.67    | 2.23    |
| 每股净资产 (元)     | 9.08    | 10.86   | 11.82   | 13.85   |
| 每股经营性现金流量 (元) | 0.15    | 1.38    | 2.16    | 2.05    |
| <b>成长性指标</b>  |         |         |         |         |
| 营业收入增长率       | 25.53%  | 38.12%  | 39.71%  | 31.57%  |
| 净利润增长率        | 62.91%  | 53.50%  | 46.98%  | 33.97%  |
| <b>盈利能力指标</b> |         |         |         |         |
| 毛利率           | 27.75%  | 27.54%  | 27.62%  | 27.75%  |
| 净利率           | 7.22%   | 8.02%   | 8.44%   | 8.59%   |
| <b>运营效率指标</b> |         |         |         |         |
| 应收账款周转率 (次)   | 13.59   | 18.20   | 16.20   | 15.40   |
| 存货周转率 (次)     | 1258.34 | 1350.00 | 1150.00 | 1000.00 |
| <b>偿债能力指标</b> |         |         |         |         |
| 资产负债率         | 82.04%  | 82.94%  | 84.31%  | 83.98%  |
| 流动比率          | 1.63    | 1.56    | 1.46    | 1.43    |
| 速动比率          | 0.55    | 0.53    | 0.49    | 0.49    |
| <b>费用率指标</b>  |         |         |         |         |
| 销售费用率         | 5.20%   | 4.90%   | 4.90%   | 4.90%   |
| 管理费用率         | 3.89%   | 3.90%   | 3.90%   | 3.90%   |
| 财务费用率         | 1.89%   | 1.80%   | 1.29%   | 1.09%   |
| <b>分红指标</b>   |         |         |         |         |
| 分红比例          | 34.88%  | 30.86%  | 29.18%  | 30.09%  |
| 股息收益率         | 4.01%   | 5.39%   | 7.50%   | 10.35%  |
| <b>估值指标</b>   |         |         |         |         |
| P/E (倍)       | 8.71    | 5.72    | 3.89    | 2.91    |
| P/B (倍)       | 0.71    | 0.60    | 0.55    | 0.47    |
| P/S (倍)       | 0.63    | 0.46    | 0.33    | 0.25    |
| 净资产收益率        | 14.11%  | 16.46%  | 22.13%  | 24.56%  |

资料来源：东北证券

**分析师简介:**

张云凯，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，三年半信托公司一线业务从业经验，2017年加入东北证券研究咨询分公司，现任房地产组组长。

沈路遥，同济大学土木工程专业学士、硕士，一年房地产开发行业从业经验，2018年加入东北证券研究咨询分公司。

吴胤翔，同济大学土木工程专业硕士，2019年加入东北证券研究咨询分公司。

**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所涉及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。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品或服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

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<br>投资<br>评级<br>说明 | 买入   | 未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。     |
|                      | 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   | 在未来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<br>投资<br>评级<br>说明 | 优于大势 | 未来6个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。     |
|                      | 同步大势 | 未来6个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。    |
|                      | 落后大势 | 未来6个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。    |

## 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 |
| 中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座             | 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 22A           | 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>华东地区机构销售</b> |               |             |                   |
| 阮敏 (副总监)        | 021-20361121  | 13564972909 | 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      |
| 孙斯雅             | 021-20361121  | 18516562656 | sunsiya@nesc.cn   |
| 李瑞暄             | 021-20361112  | 18801903156 | lirx@nesc.cn      |
| 董冠辉             | 021-20361267  | 17602180663 | donggh@nesc.cn    |
| 周嘉茜             | 021-20361133  | 18516728369 | zhoujq@nesc.cn    |
| 刘彦琪             | 021-20361133  | 13122617959 | liuyq@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     |
| 曾彦戈             | 010-58034563  | 18501944669 | zengyg@nesc.cn    |
| 安昊宁             | 010-58034561  | 18600646766 | anhn@nesc.cn      |
| 周颖              | 010-63210813  | 18153683452 | zhouying1@nesc.cn |
| <b>华南地区机构销售</b> |               |             |                   |
| 刘璇 (副总监)        | 0755-33975865 | 18938029743 | liu_xuan@nesc.cn  |
| 刘曼              | 0755-33975865 | 15989508876 | liuman@nesc.cn    |
| 周逸群             | 0755-33975865 | 18682251183 | zhouyq@nesc.cn    |
| 王泉              | 0755-33975865 | 18516772531 | wangquan@nesc.cn  |
| 周金玉             | 0755-33975865 | 18620093160 | zhoujy@nesc.cn    |
| 陈励              | 0755-33975865 | 18664323108 | Chenli1@nesc.cn   |