

蓝光发展（600466）深度研究报告

强推（维持）

目标价：8.85元

当前价：6.65元

嘉宝服务上市在即，物管当红望增厚估值

- ❖ **19H1业绩同比105%，销售平稳增长，高预收款覆盖保障业绩释放**
19H1，公司实现营收145.4亿元，同比+81.5%；归母净利润12.7亿元，同比+104.5%；毛利率和归母净利率分别为29.4%和8.7%，较上年-3.0pct和+1.0pct。公司结转规模大增，规模效益显现，盈利能力持续提升。截至19H1末，公司预收账款达616.6亿元，较18年末+20.9%，可覆盖18年地产营收2.16倍，保障后续业绩释放的可持续性。19H1，销售金额465.3亿元，同比+12.5%，权益销售金额349.5亿元；销售面积514.8万方，同比+34.0%。此外，19H1新开工483.3万方、竣工127.1万方，分别同比+6.3%、+21.8%，鉴于拿地积极将推动新开工快增，新开工和竣工快增将推动销售和结算稳定增长。
- ❖ **多元化拿地扩充土储，19H1新增货值800亿，财务稳健、融资畅通**
19H1，公司通过收并购、合作开发、产业拿地、招拍挂等方式新增土储512.2万方，对应货值800亿，相当于同期销售额的1.7倍，补库存积极；新增土储中，新一线及二线城市占比62%，强三线城市占比38%。估算19H1末土储约2,505万方，可覆盖18年销售面积3.1倍，土储逐步增厚。自上市后，公司融资渠道持续优化。19H1末，资产负债率81.3%，同比-1.6pct，净负债率109.4%，同比-5.7pct，维持财务稳健；19H1，新增获得20亿元私募债批文；完成7.5亿美元债、11亿元公司债发行，融资渠道畅通。18年末平均融资成本7.54%，较17年+0.35pct，在18年行业资金面整体趋紧下略有上行。
- ❖ **嘉宝上市在即、百强排名11位，在管、营收、业绩3年CAGR50-70%**
嘉宝服务为蓝光发展控股90%的物管子子公司，目前排名19年中国物业服务百强企业第11位。10月8日，嘉宝发布招股书：19H1营收9.3亿元，同比+58.8%，16-18年CAGR达49.2%；归母净利润1.8亿元，同比+104.9%，16-18年CAGR达69.3%；19H1毛利率、净利率分别为33.9%、19.3%，分别较18年+0.7、-0.5pct，处行业较高水平；19H1物管服务、咨询服务、社区增值服务分别占比营收58.8%、20.5%、20.7%；18年，来自蓝光集团和第三方的物管服务收入分别占比54.9%、45.1%，第三方占比同比+13.6pct，体现较强第三方市场化拓展能力。19H1末，在管面积达6,331万方，较18年末+4.4%，16-18年CAGR达54.6%；考虑蓝光16-18年销售高增，后续将为嘉宝持续输血。
- ❖ **物管当红享有高估值，嘉宝望增厚蓝光市值26-55亿、对应比例13-28%**
嘉宝服务计划将于10月18日上市。本次发售所得款项净额的约77%（约10.66亿港元）将用于物管服务业务的扩展，预计后续第三方拓展将持续发力，保障在管面积高增长。鉴于高成长历史，我们按照19年50%增速估算，预计19年净利润为4.3亿元，预计上市后持股比例约67%，参考目前物管行业19PE15-40倍，按19PE15/20/25倍估算，对应权益市值43/58/72亿元，考虑18年股权激励业绩承诺和嘉宝上市业绩贡献稀释，致使地产业绩需加速释放约1亿元，预计综合将增厚蓝光市值26/40/55亿元，市值增厚比例13%/20%/28%。近期中小企业鑫苑服务上市首日大涨42%，延续物管公司上市良好表现。
- ❖ **投资建议：嘉宝服务上市在即，物管当红望增厚估值，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。2019H1公司业绩增速105%、毛利率、净利率双升，多元化融资渠道有望带动融资通畅，近期下属子公司嘉宝股份发行境外上市临近，有望综合增厚蓝光市值26-55亿元，增厚比例13-28%。我们维持2019-21年每股收益预期为1.11、1.68、2.10元，对应19、20年PE分别为6.0倍和4.0倍，18A和19E的股息率分别为3.9%、5.8%，维持目标价8.85元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：房地产行业调控政策超预期收紧及行业资金超预期收紧**

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	30,821	41,031	58,698	77,348
同比增速(%)	25.5	33.1	43.1	31.8
归母净利润(百万)	2,224	3,300	5,016	6,278
同比增速(%)	62.8	48.4	52.0	25.2
每股盈利(元)	0.75	1.11	1.68	2.10
市盈率(倍)	8.9	6.0	4.0	3.2
市净率(倍)	1.3	1.1	0.9	0.8

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年10月11日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536

邮箱：yuanhao@hcyjs.com

执业编号：S0360516120001

公司基本数据

总股本(万股)	300,987
已上市流通股(万股)	300,987
总市值(亿元)	200.16
流通市值(亿元)	200.16
资产负债率(%)	81.3
每股净资产(元)	5.4
12个月内最高/最低价	8.13/3.87

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

- 《蓝光发展（600466）2018年年报点评：业绩、销售靓丽，嘉宝境外上市增厚估值》
2019-03-18
- 《蓝光发展（600466）2019年中报业绩预增点评：中期业绩翻番，销售稳定增长》
2019-07-11
- 《蓝光发展（600466）2019年中报点评：业绩同比翻番，嘉宝上市在即》
2019-08-23

目录

一、19H1 业绩同比 105%，销售平稳增长，高预收款覆盖保障业绩释放.....	4
（一）19H1 营收同比 82%、业绩同比 105%，预收账款覆盖率达 2.5 倍.....	4
（二）19H1 销售 465 亿、同比+12%、平稳增长，三大区域销售超百亿.....	5
二、多元化拿地扩充土储，19H1 新增货值 800 亿，财务稳健、融资畅通.....	6
（一）拿地：多元化拿地扩充土储，19H1 新增货值 800 亿，新一线及二线占比 62%.....	6
（二）融资：净负债率 109%，财务稳健，融资渠道畅通.....	7
三、嘉宝上市在即、百强排名 11 位，物管高估值有望增厚蓝光市值.....	8
（一）嘉宝上市在即、百强排名 11 位，在管、营收、业绩 3 年 CAGR50-70%.....	8
（二）物管当红享有高估值，嘉宝望增厚蓝光市值 26-55 亿、对应比例 13-28%.....	11
四、投资建议：嘉宝服务上市在即，物管当红望增厚估值，维持“强推”评级.....	11
五、风险提示：房地产行业调控政策超预期收紧及行业资金超预期收紧.....	11

图表目录

图表 1、营业收入及增速.....	4
图表 2、归母净利润及增速.....	4
图表 3、毛利率和归母净利率.....	4
图表 4、三费率.....	4
图表 5、销售金额及增速.....	5
图表 6、销售面积及增速.....	5
图表 7、预收账款及同比增速.....	5
图表 8、预收账款覆盖地产结算倍数.....	5
图表 9、公司销售分区域构成.....	6
图表 10、公司拿地面积及同比.....	6
图表 11、公司拿地金额及同比.....	6
图表 12、拿地均价占比销售均价.....	7
图表 13、公司资产负债率&净负债率.....	7
图表 14、18 年公司整体平均融资成本略微提升.....	7
图表 15、蓝光嘉宝服务营收及同比.....	8
图表 16、蓝光嘉宝服务归母净利润及同比.....	8
图表 17、蓝光嘉宝服务毛利率及净利率.....	8
图表 18、蓝光嘉宝服务分版块毛利率.....	8
图表 19、蓝光嘉宝服务收入结构.....	9
图表 20、蓝光嘉宝服务 18 年收入结构.....	9
图表 21、蓝光嘉宝服务基础服务收入按业态占比.....	9
图表 22、蓝光嘉宝服务基础服务收入第三方占比提升.....	9
图表 23、蓝光嘉宝服务合同面积及同比.....	10
图表 24、蓝光嘉宝服务在管面积及同比.....	10
图表 25、蓝光嘉宝服务在管面积分业态占比.....	10
图表 26、蓝光嘉宝服务在管面积第三方占比持续提升.....	10
图表 27、蓝光嘉宝服务在管面积分区域占比.....	10
图表 28、蓝光嘉宝服务收入分区域占比.....	10
图表 29、蓝光嘉宝服务估值敏感性分析.....	11

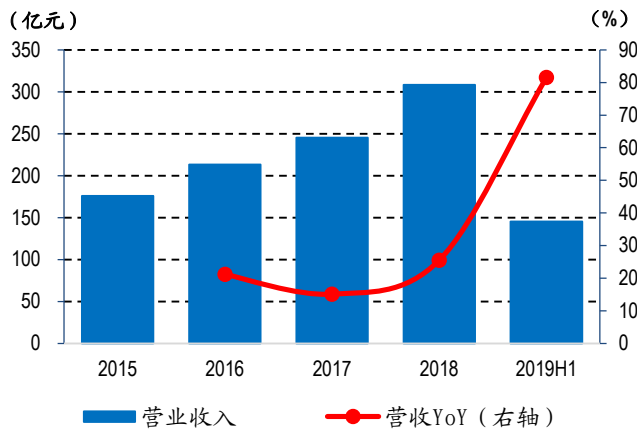
一、19H1 业绩同比 105%，销售平稳增长，高预收款覆盖保障业绩释放

(一) 19H1 营收同比 82%、业绩同比 105%，预收账款覆盖率达 2.5 倍

19H1，公司实现营收 145.4 亿元，同比+81.5%；实现归母净利润 12.7 亿元，同比+104.5%；实现基本每股收益 0.37 元/股，同比+164.2%；毛利率和归母净利率分别为 29.4%和 8.7%，较上年-3.0pct 和+1.0pct；三项费用率合计 11.7%，同比-4.7pct。公司净资产收益率 6.9%，同比+2.8pct。公司结转规模大增，规模效益显现，盈利能力持续提升。

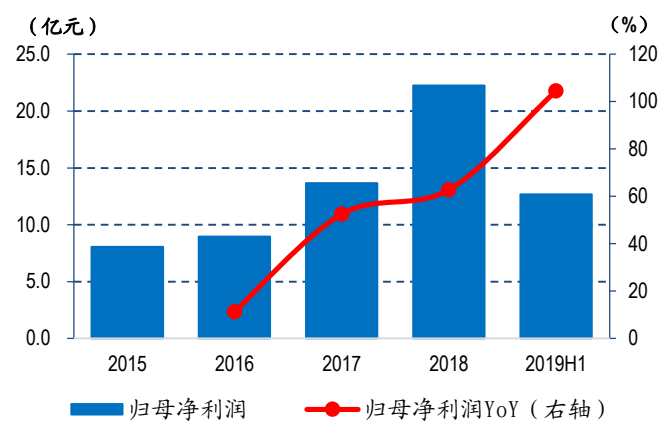
营收结构来看，物管和医药业务方面，嘉宝股份 19H1 实现营收 9.3 亿元，同比+59%，净利润 1.9 亿元，同比+108%，在管面积超 6,000 万方，2019 中国物业服务百强企业排名第 11 位，考虑到物业管理行业享受高估值，后续嘉宝港股上市望增厚公司整体估值。迪康药业 19H1 实现营收 4.8 亿元，净利润 0.6 亿元。截至 19H1 末，公司预收账款达 616.6 亿元，较 18 年末+20.9%，可覆盖 18 年地产营收 2.16 倍，充分保障后续业绩释放的可持续性。

图表 1、营业收入及增速



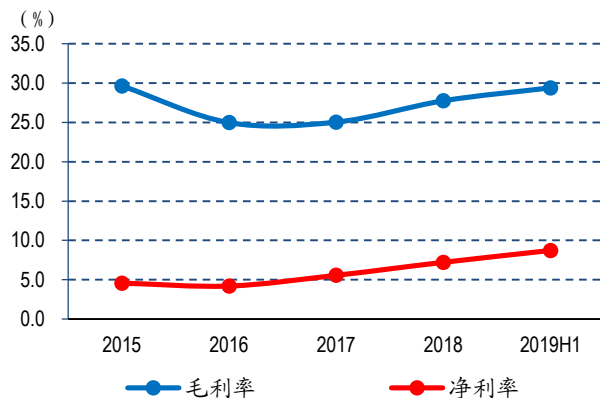
资料来源：公司公告，华创证券

图表 2、归母净利润及增速



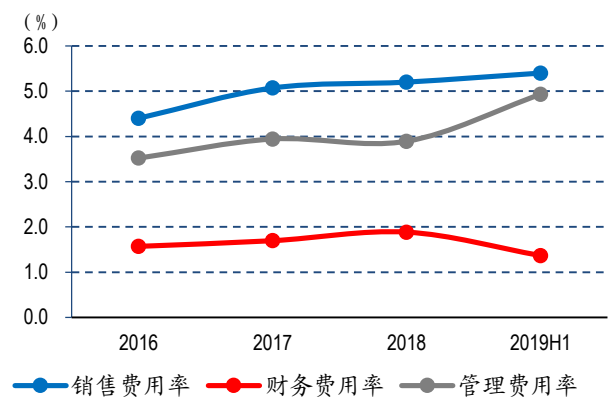
资料来源：公司公告，华创证券

图表 3、毛利率和归母净利率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 4、三费费率

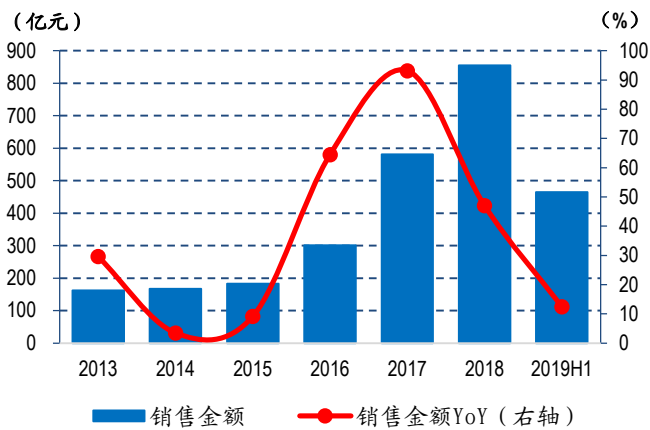


资料来源：公司公告，华创证券

(二) 19H1 销售 465 亿、同比+12%、平稳增长，三大区域销售超百亿

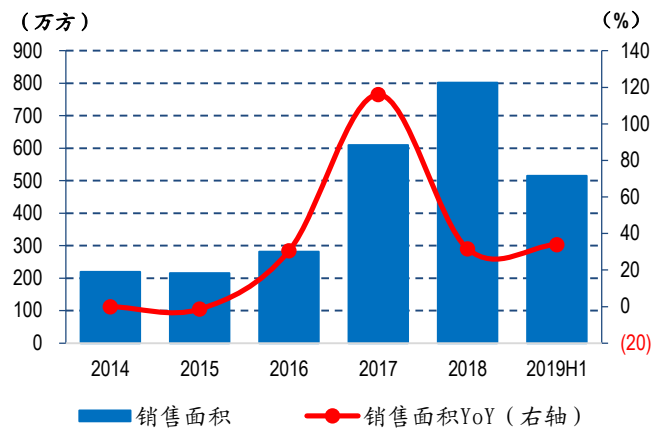
19H1，公司实现销售金额 465.3 亿元，同比+12.5%，权益销售金额为 349.5 亿元。其中，成都、华东、华中、滇渝、北京、华南区域分别占比 22.9%、24.6%、25.6%、8.8%、9.1%、9.0%，占比较 18H1 分别-21.3pct、+16.9pct、+6.1pct、-11.2pct、+4.9pct、+4.6pct。其中，华东、华中、成都三大区域销售均超百亿；销售面积 514.8 万方，同比+34.0%。投资方面，19H1 新开工 483.3 万方、竣工 127.1 万方，分别同比+6.3%、+21.8%，考虑到公司拿地端积极补库存，预计 19 年新开工仍然强劲，新开工和竣工的高增长将有望推动公司销售和结算稳步高增。

图表 5、销售金额及增速



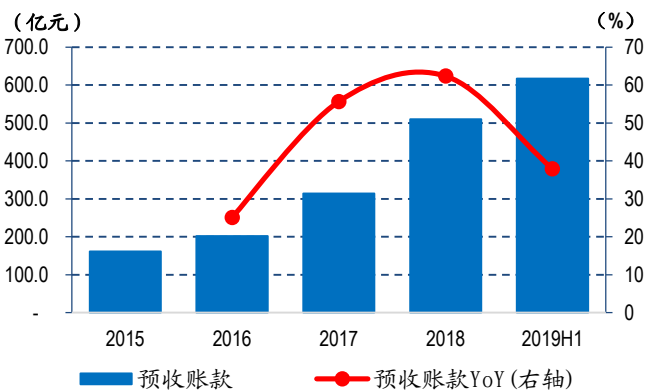
资料来源：公司公告，华创证券

图表 6、销售面积及增速



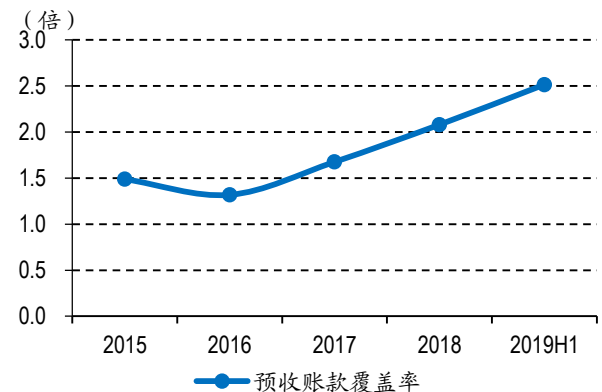
资料来源：公司公告，华创证券

图表 7、预收账款及同比增速



资料来源：公司公告，华创证券

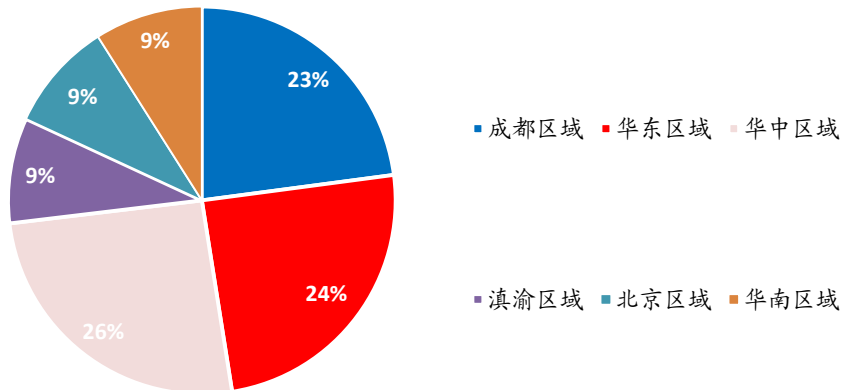
图表 8、预收账款覆盖地产结算倍数



资料来源：公司公告，华创证券

注：地产结算金额为住宅及配套业务营业收入。2019H1 预收账款覆盖率为 19H1 末预收账款/18 年地产结算金额。

图表 9、公司销售分区域构成



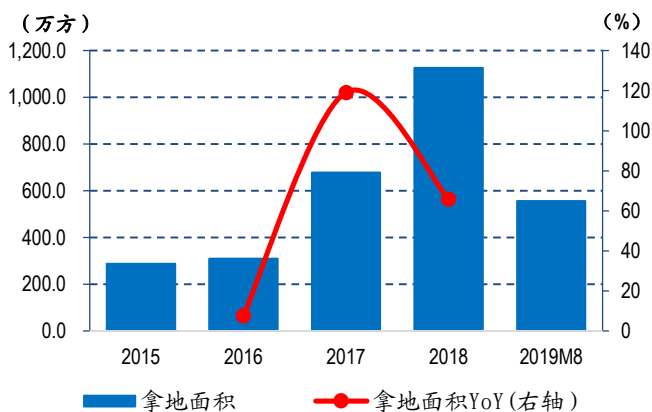
资料来源：公司公告，华创证券

二、多元化拿地扩充土储，19H1 新增货值 800 亿，财务稳健、融资畅通

(一) 拿地：多元化拿地扩充土储，19H1 新增货值 800 亿，新一线及二线占比 62%

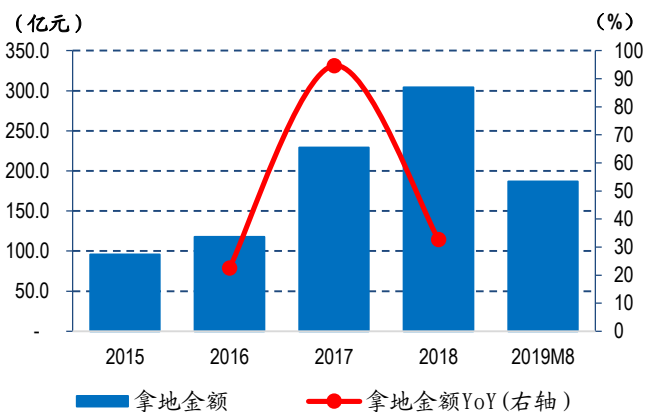
拿地方面，19H1，公司通过收并购、合作开发、产业拿地、招拍挂等多元化方式获取土地资源，新增土储计容建面 512.2 万方，对应货值 800 亿，相当于同期销售额的 1.7 倍，补库存积极；分能级来看，新增土储中，新一线及二线城市占比 62%，强三线城市占比 38%；分区域来看，华中、华东、成都、滇渝、北京、华南区域分别占比 22%、17%、13%、25%、19%、5%。估算公司 19H1 末土储约 2,505 万方，可覆盖 18 年销售面积 3.1 倍，土储逐步增厚。

图表 10、公司拿地面积及同比



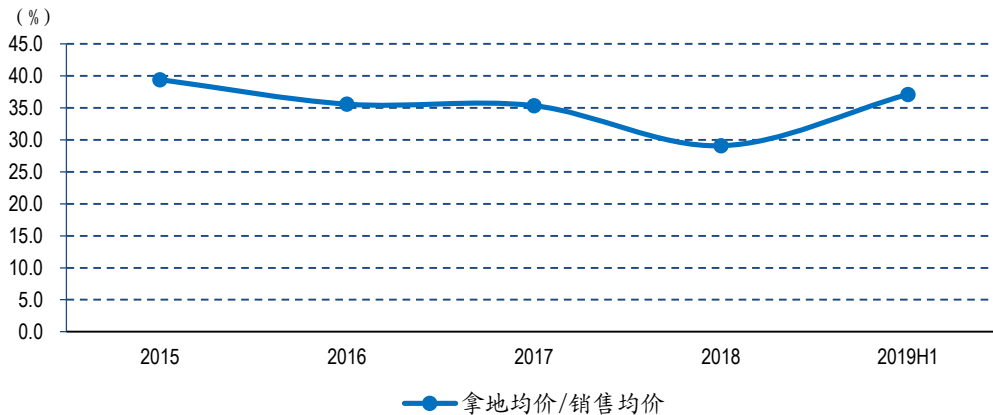
资料来源：公司公告，华创证券

图表 11、公司拿地金额及同比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 12、拿地均价占比销售均价

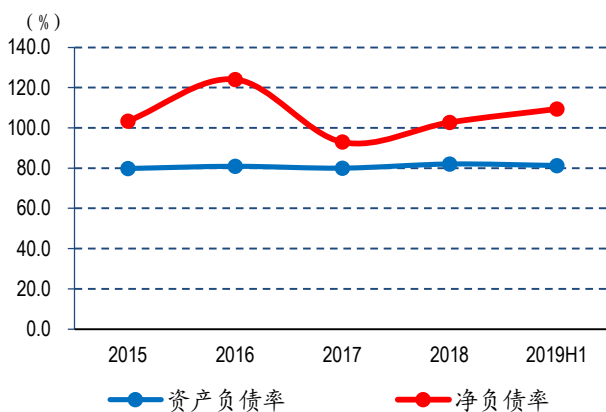


资料来源：公司公告，华创证券

(二) 融资：净负债率 109%，财务稳健，融资渠道畅通

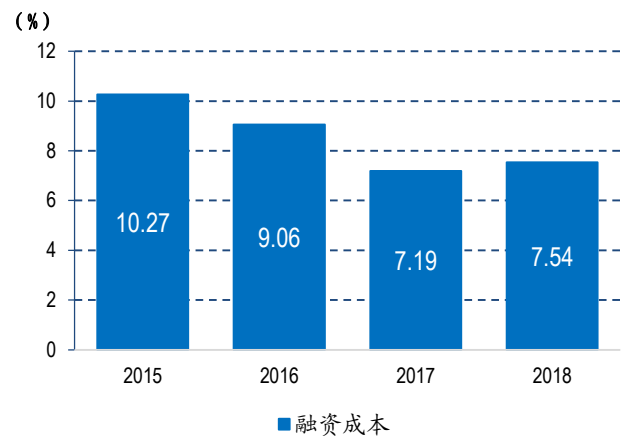
公司自上市后，在实现规模扩张过程中，融资渠道持续优化。19H1 末，公司资产负债率为 81.3%，同比-1.6pct，净负债率为 109.4%，同比-5.7pct，拿地积极下，维持财务稳健；19H1，公司新增获得 20 亿元私募债批文；完成 7.5 亿元美元债、11 亿元公司债的发行，融资渠道畅通，持续优化债务结构。18 年年末公司整体平均融资成本 7.54%，较 17 年+0.35pct，在 18 年行业资金面整体趋紧下略有所上行。

图表 13、公司资产负债率&净负债率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 14、18 年公司整体平均融资成本略微提升



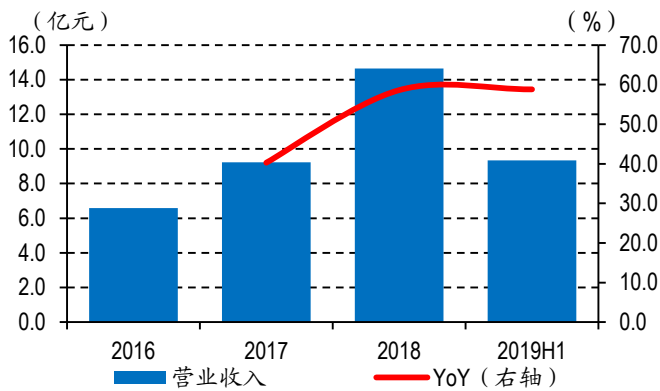
资料来源：公司公告，华创证券

三、嘉宝上市在即、百强排名 11 位，物管高估值有望增厚蓝光市值

(一) 嘉宝上市在即、百强排名 11 位，在管、营收、业绩 3 年 CAGR50-70%

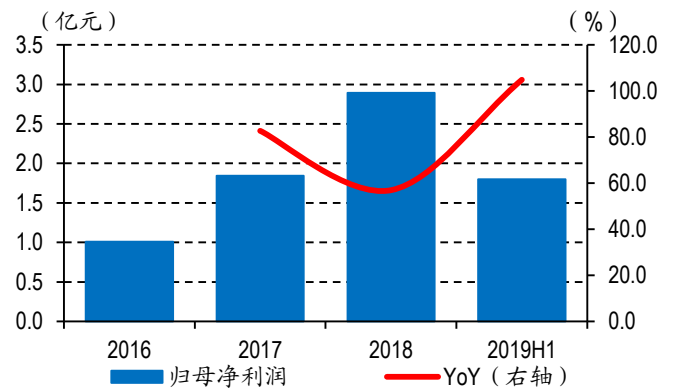
蓝光嘉宝服务为蓝光发展控股 90% 的物业管理子公司，2019 年 10 月 8 日，蓝光嘉宝服务发布招股书公告，并将于 2019 年 10 月 18 日上市。据 IPO 文件显示，蓝光嘉宝服务 2018 年实现营业收入 14.6 亿元，同比+58.6%，2019 年上半年实现营收 9.3 亿元，同比+58.8%，16-18 年 CAGR 达 49.2%；2018 年实现归母净利润 2.9 亿元，同比+57.0%，19 年上半年实现归母净利润 1.8 亿元，同比+104.9%，16-18 年 CAGR 达 69.3%。其中，2019 年上半年毛利率、净利率分别为 33.9%、19.3%，分别较 18 年+0.7pct、-0.5pct，公司毛利率及净利率处于行业较高水平。

图表 15、蓝光嘉宝服务营收及同比



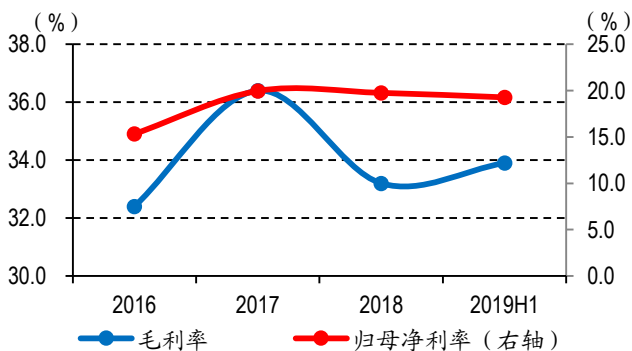
资料来源：公司公告，华创证券

图表 16、蓝光嘉宝服务归母净利润及同比



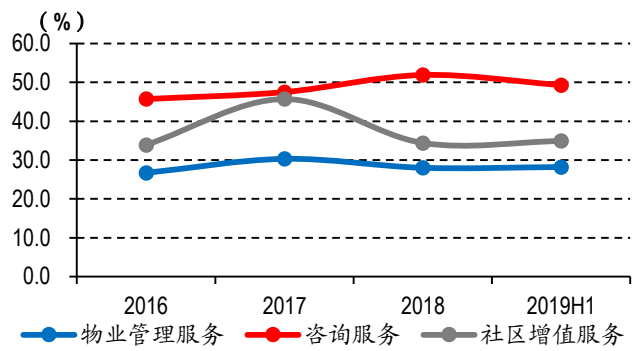
资料来源：公司公告，华创证券

图表 17、蓝光嘉宝服务毛利率及净利率



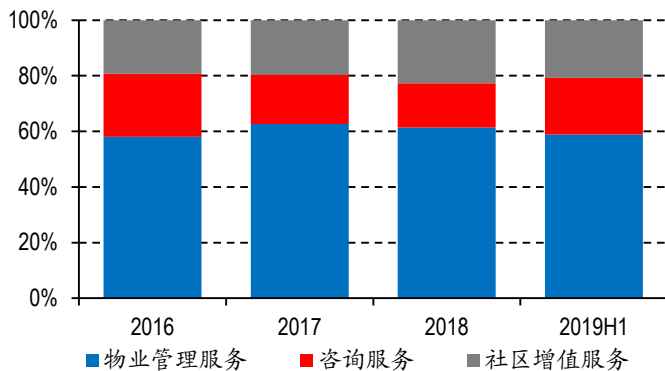
资料来源：公司公告，华创证券

图表 18、蓝光嘉宝服务分版块毛利率

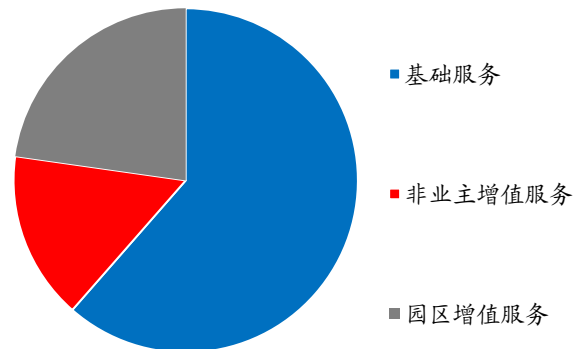


资料来源：公司公告，华创证券

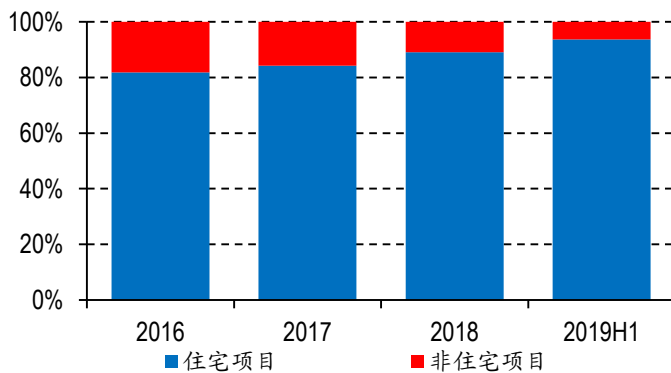
分业务类型来看，2019H1 公司物业管理服务、咨询服务、社区增值服务分别实现收入 5.5、1.9、1.9 亿元，分别同比+37.9%、+198.4%、+54.4%，分别占比营收 58.8%、20.5%、20.7%。分业态来看，2019H1 公司住宅物业、非住宅物业占比物业管理收入分别为 93.7%、6.3%，分别较 18 年+4.6、-4.6pct，目前仍以住宅业态为主。2018 年，物业管理收入中，来自蓝光集团和第三方开发商的物管服务收入分别为 4.9、4.1 亿元，分别占比 54.9%、45.1%，分别较 17 年-13.6、+13.6pct，非关联方物管收入占比逐步增加，体现公司较强的第三方市场化拓展能力。

图表 19、蓝光嘉宝服务收入结构


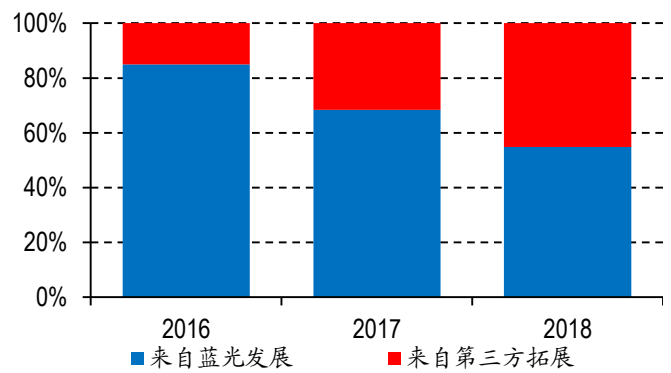
资料来源：公司公告，华创证券

图表 20、蓝光嘉宝服务 18 年收入结构


资料来源：公司公告，华创证券

图表 21、蓝光嘉宝服务基础服务收入按业态占比


资料来源：公司公告，华创证券

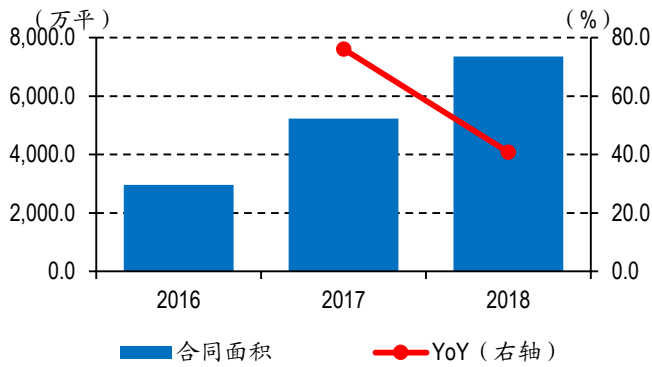
图表 22、蓝光嘉宝服务基础服务收入第三方占比提升


资料来源：公司公告，华创证券

截至 2019H1 末，蓝光嘉宝服务在管面积达 6,331.2 万平方米，较 18 年末+4.4%，16-18 年 CAGR 达 54.6%；截至 2018 年末，合同管理面积达 7,357 万平方米，同比+40.8%；考虑到蓝光发展 16-18 年销售高增，将在后续为蓝光嘉宝服务持续输血，预示后续管理面积规模增长有较强保障。此外，我们注意到，本次发售所得款项净额的约 77%（约 10.66 亿港元）将用于物业管理服务业务的扩展。其中，1）约 50%将用于收购或投资其他住宅物业管理服务供货商；2）约 17%将用于收购或投资非住宅物业管理公司，例如商业物业、产业园区、写字楼、学校及医院等业态，并进一步丰富嘉宝的服务业态；3）约 10%将用于收购从事物业管理相关业务的公司，例如秩序维护、保洁、园艺及维修服务供货商，从而优化嘉宝的业务结构及实现协同效应。我们预计后续嘉宝第三方拓展将持续发力，保障其在管面积的高增长。

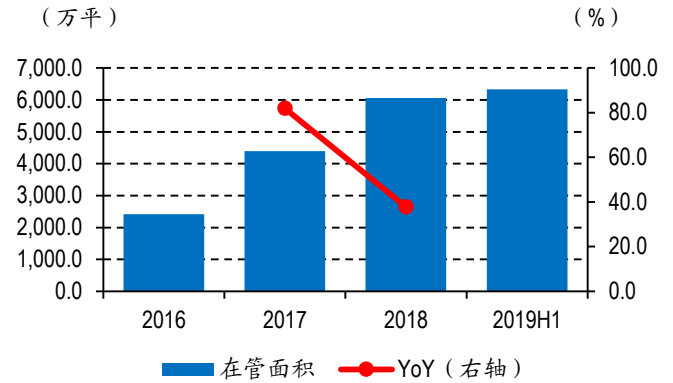
截至 2019H1 末，嘉宝在管面积于四川、华东及华南、西南部（除四川）、华中及华北、其他区域分别占比 54.0%、27.2%、13.3%、4.6%、0.9%，分别较 18 年-1.0、+1.3、-0.2、+0.1、-0.1pct，区域布局更为均衡。根据中指院的资料，嘉宝排名 2019 年中国物业服务百强企业第 11 位，在管面积规模为西南地区第 4 位及四川地区第 1 位。

图表 23、蓝光嘉宝服务合同面积及同比



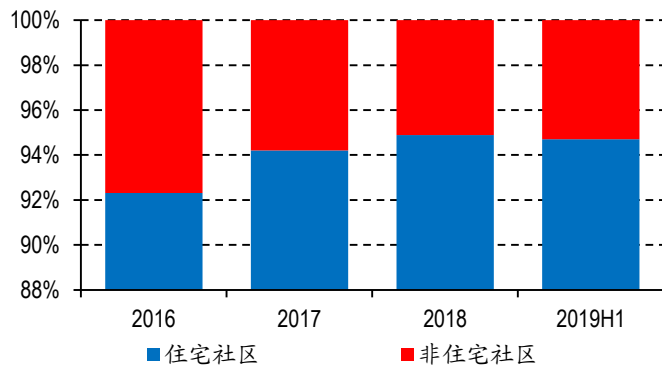
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 24、蓝光嘉宝服务在管面积及同比



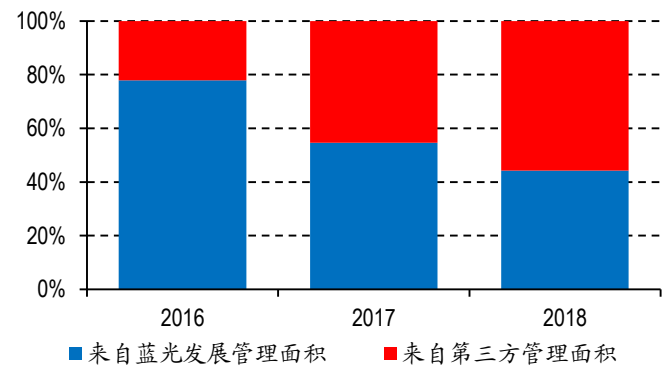
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 25、蓝光嘉宝服务在管面积分业态占比



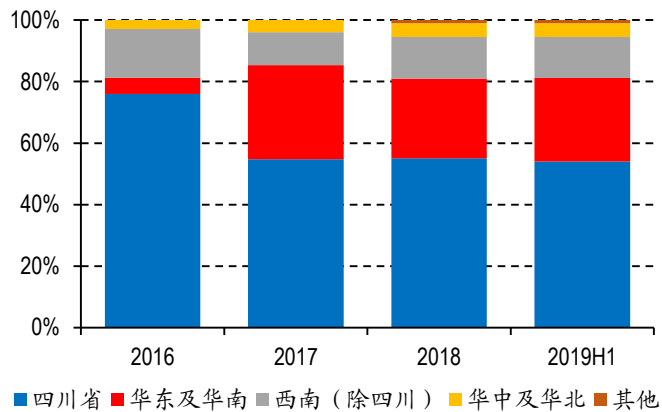
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 26、蓝光嘉宝服务在管面积第三方占比持续提升



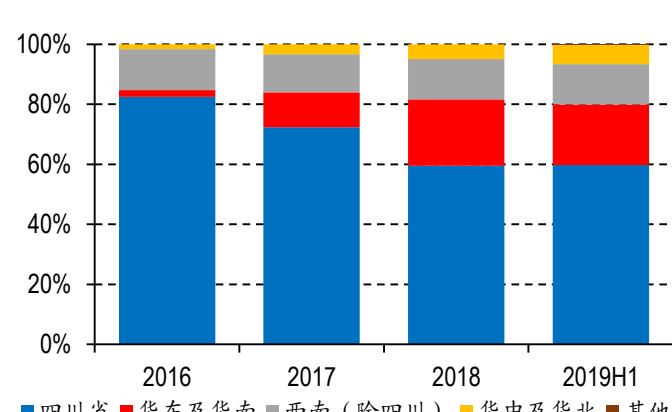
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 27、蓝光嘉宝服务在管面积分区域占比



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 28、蓝光嘉宝服务收入分区域占比



资料来源: 公司公告, 华创证券

（二）物管当红享有高估值，嘉宝望增厚蓝光市值 26-55 亿、对应比例 13-28%

蓝光嘉宝服务 2016-18 年归母净利润复合增速达 69.3%，2019H1 净利润同比+104.9%，2019 年保守按照 50% 增速，则 2019 年蓝光嘉宝服务净利润预计为 4.3 亿元，并参考物业行业估值 PE15-40 倍，按 19 年 PE15、20、25 倍分别估算，假设超额配股权未获行使，则预计上市后持股比例约 67%（上市前蓝光持股嘉宝比例约为 90%），则蓝光嘉宝服务对应市值预计分别为 43.5、58.0、72.5 亿元，对应增厚蓝光市值 20.1、34.6、49.1 亿元；此外，考虑到公司 18 年股权激励中承诺 19 年业绩为 33 亿元，嘉宝上市后权益摊薄导致其业绩贡献稀释，将导致地产略微加速释放业绩约 1 亿元，预计 19 年地产归母净利润为 30.1 亿元，综合增厚蓝光市值 25.9、40.4、55.0 亿元，对应蓝光市值增厚比例分别为 13.0%、20.2%、27.5%。

图表 29、蓝光嘉宝服务估值敏感性分析

敏感性分析	嘉宝上市前			嘉宝上市后						
	地产开发	嘉宝物业	地产开发+物业	地产开发	嘉宝物业			地产开发+物业		
持股比例		90%			67%					
19E	29.1	4.3	33.0	30.1	4.3			33.0		
市值	176.5	23.5	200.0	182.4	43.5	58.0	72.5	225.9	240.4	255.0
PE	6.1	6.1	6.1	6.1	15.0	20.0	25.0	6.8	7.3	7.7

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：目前蓝光持股嘉宝比例 90%，预计上市后约 67%，预计 19 年蓝光业绩 33 亿，其中嘉宝业绩预计 4.3 亿（归属于蓝光业绩 2.9 亿元），地产业绩为 30.1 亿元，嘉宝上市后分别按 15、20、25 倍估算。

四、投资建议：嘉宝服务上市在即，物管当红望增厚估值，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。2019H1 公司业绩增速 105%、毛利率、净利率双升，多元化融资渠道有望带动融资通畅，近期下属子公司嘉宝股份发行境外上市临近，有望综合增厚蓝光市值 26-55 亿元，增厚比例 13-28%。我们维持 2019-21 年每股收益预期为 1.11、1.68、2.10 元，对应 19、20 年 PE 分别为 6.0 倍和 4.0 倍，18A 和 19E 的股息率分别为 3.9%、5.8%，维持目标价 8.85 元，维持“强推”评级。

五、风险提示：房地产行业调控政策超预期收紧及行业资金超预期收紧。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	25,187	33,531	47,968	63,209
应收票据	56	0	0	0
应收账款	8,510	11,329	16,207	21,356
预付账款	7,369	10,024	14,214	18,918
存货	90,444	108,733	143,810	181,767
其他流动资产	4,393	0	0	0
流动资产合计	135,957	163,617	222,199	285,250
其他长期投资	5,055	4,873	4,696	4,523
长期股权投资	4,899	4,899	4,899	4,899
固定资产	1,635	1,543	1,461	1,379
在建工程	3	3	3	3
无形资产	693	667	643	620
其他非流动资产	2,639	3,514	5,028	6,626
非流动资产合计	14,923	15,499	16,729	18,051
资产合计	150,881	179,117	238,928	303,301
短期借款	8,322	11,321	16,053	21,365
应付票据	711	968	1,372	1,827
应付账款	6,734	9,161	12,990	17,289
预收款项	50,995	61,547	88,047	116,021
其他应付款	3,751	4,777	6,775	8,884
一年内到期的非流动负债	6,160	6,163	6,167	6,173
其他流动负债	6,801	15,296	33,892	53,432
流动负债合计	83,474	109,233	165,297	224,991
长期借款	22,448	22,448	22,448	22,448
应付债券	16,082	16,082	16,082	16,082
其他非流动负债				
非流动负债合计	40,313	40,332	40,362	40,395
负债合计	123,788	149,565	205,659	265,386
归属母公司所有者权益	15,759	17,955	21,273	25,418
少数股东权益	11,334	11,597	11,996	12,496
所有者权益合计	27,093	29,552	33,269	37,914
负债和股东权益	150,881	179,117	238,928	303,301

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	462	(3,994)	(3,598)	(3,455)
现金收益	11,815	4,015	14,282	15,088
存货影响	(21,890)	(18,289)	(35,077)	(37,957)
经营性应收影响	1,023	(5,475)	(9,068)	(9,853)
经营性应付影响	16,972	15,686	34,601	37,069
其他影响	(7,458)	69	(8,336)	(7,802)
投资活动现金流	(10,011)	116	166	219
资本支出	307	0	0	0
股权投资	(3,848)	0	0	0
其他长期资产变化	(6,471)	116	166	219
融资活动现金流	21,366	7,895	17,716	18,326
借款增加	10,375	9,046	19,466	20,517
财务费用	3,221	1,151	1,750	2,190
股东融资	6,045	0	0	0
其他长期负债变化	1,725	(2,302)	(3,500)	(4,380)

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	30,821	41,031	58,698	77,348
营业成本	22,268	30,293	42,955	57,170
税金及附加	1,334	1,730	2,585	3,484
销售费用	1,603	2,134	3,052	4,022
管理费用	1,200	1,598	2,285	3,012
财务费用	581	374	342	308
资产减值损失	182	0	0	0
公允价值变动收益	(125)	0	0	0
投资收益	83	107	140	181
其他收益	0	0	0	0
营业利润	3,569	5,011	7,618	9,534
营业外收入	68	0	0	0
营业外支出	259	0	0	0
利润总额	3,377	5,011	7,618	9,534
所得税	881	1,308	1,988	2,488
净利润	2,496	3,703	5,630	7,046
少数股东损益	272	404	613	768
归属母公司净利润	2,224	3,300	5,016	6,278
NOPLAT	3,278	3,901	5,779	7,140
EPS(摊薄)(元)	0.75	1.11	1.68	2.10

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	26%	33%	43%	32%
EBIT 增长率	88%	20%	48%	24%
归母净利润增长率	63%	48%	52%	25%
获利能力				
毛利率	28%	26%	27%	26%
净利率	7%	8%	9%	8%
ROE	14%	18%	24%	25%
ROIC	8%	8%	11%	11%
偿债能力				
资产负债率	82%	84%	86%	87%
债务权益比	4.6	5.1	6.2	7.0
流动比率	1.6	1.5	1.3	1.3
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力				
总资产周转率	25%	25%	28%	29%
应收账款周转天数	71	88	86	89
应付账款周转天数	143	150	146	151
存货周转天数	1,187	1,135	1,012	980
每股指标(元)				
每股收益	0.75	1.11	1.68	2.10
每股经营现金流	0.15	(1.34)	(1.21)	(1.16)
每股净资产	5.28	6.02	7.13	8.52
估值比率				
P/E	8.9	6.0	4.0	3.2
P/B	1.3	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	24.8	23.6	23.2	23.2

房地产组团队介绍

组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）；2018年金牛奖评选房地产行业第一名。

研究员：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年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

分析师：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

助理研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018年加入华创证券研究所。2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

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	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	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜·沙吾列塔依	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@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: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500