

房地产

2017年06月21日

蓝光发展 (600466)

——“人居蓝光+生命蓝光”双轮驱动，公司业绩加速前进

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2017年06月20日

收盘价(元)	8.82
一年内最高/最低(元)	12.22/7.08
市净率	1.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	7784
上证指数/深证成指	3140.01/10288.53

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	4.77
资产负债率%	81.10
总股本/流通A股(百万)	2135/883
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《2001-02-09_600466_新股分析》2001/02/09

证券分析师

王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

联系人

曹一凡
(8621)23297818×7222
caoyf@swsresearch.com

感谢龚正欢对本文做出的贡献



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **区域龙头迈向全国，房地产业务收入保持高增速。**2017Q1 公司实现营业收入 33.1 亿，同比增幅 207%；归母净利润 1.2 亿，同比扭亏为盈；实现销售额 84.9 亿，同比增幅 111%；销售面积 86.4 万方，同比增幅 62%。2016 年公司实现营业收入 213 亿，同比增长 21%；归母净利润 9 亿，同比增长 11%；销售金额 301 亿，同比增长 65%；销售面积 282 万平米，同比增长 31%；销售均价 10701 元/平米，同比增长 26%。2017 年公司将冲刺 500 亿销售规模，预计增幅达到 66%。战略规划上，公司加大改善型住宅供给，在“COCO 系、金悦系”刚需产品的基础上推进“公园系、雍锦系”等改善型项目。公司扎根成渝地区，重点布局城市圈，目前公司已进入 20 余个一二线城市，例如西部城市圈成都重庆昆明西安、长三角城市圈南京苏州无锡杭州、京津冀城市圈北京天津青岛太原、长江中游城市圈长沙武汉合肥南昌等地。
- **股权激励护航公司未来两年业绩，高管增持计划彰显管理团队具有充分信心。**1) 公司股权激励的限制性股票第一期已于 2017 年 1 月解锁上市，解锁比例 40%，解锁股份数量 661 万股，授予价格为 7.44 元/股。第二、三个解锁日分别为 2017、2018 年 12 月 25 日，解锁条件分别为 2016、2017 年度扣非后归母净利润不低于 9.5、11.7 亿元。2) 公司高管计划在 2017 年 4 月 29 日起 6 个月内增持公司股份，增持金额合计不低于 1200 万元。截至 5 月 11 日，董高监已累计增持 706.4 万元，占总计划金额的 59%，平均增持价格 8.32 元/股，并承诺增持行为发生起 6 个月内不减持。3) 公司于 2017 年起全面推进新的激励制度，采用区域经理人和公司共同分享项目收益的方式提高管理层的积极性，以保证项目的高收益。
- **现代服务业仍处于跑马圈地期，子公司嘉宝股份挂牌新三板。**物业行业作为现代服务业的重要部分，近些年增速高于房地产行业的增长，但是目前整体集中度较低，单个企业规模较小。控股子公司嘉宝股份是西南地区最大的物业管理公司，全国排名第 14 位，2017 年 6 月进入新三板创新层。2016 年嘉宝股份实现营收 6.8 亿，同比增幅 23%；归母净利润 1 亿，同比增幅 66%。公司累计在管面积达三千万方，预计将成为新的利润增长点。
- **医药业务整体占比较小，预计保持平稳增长，3D 生物打印具备主题投资价值。**医药板块业绩逆势增长，2016 年收入为 5.5 亿元，同比增长 24.1%，占公司总收入 2.6%。主要产品并非独家且较为成熟，需求相对稳定，保持稳定增长概率较大。2016 年 12 月蓝光英诺 3D 生物打印血管动物实验成功，证明了人工血管内皮化问题可以通过 3D 生物打印的方式得到解决。公司下一步将申请临床试验，不过距离业绩实现仍有较长时间。目前第二代 3D 生物打印机 REVO-B 系列和 REVO-T MkII 完成定型；医疗影像云系统于 2016 年 2 月正式上线，覆盖九大科室的医疗影像一站式综合服务体系初步形成。
- **首次覆盖，给与增持评级，目标价 10.21 元。**我们预计公司 2017-19 年 EPS 分别为 0.66/0.81/0.98 元。考虑到公司 2016 年销售金额增速为 65%，2017 年将冲刺 500 亿销售目标，同时员工持股计划的解锁条件能够提供一定的安全边际，因此我们对于公司未来业绩的增长持乐观判断。公司 3D 生物打印技术在国内市场中处于领先水平，市场对 3D 打印关注度较高，构成股价阶段性的上行期权，叠加 2017 年高管增持计划体现了管理层对公司的充分信心，因此给与公司增持评级，目标价 10.21 元，相当于公司整体 2017 年 15.47X 估值。
- **我们采用分部估值法，将公司业务拆解为房地产、现代服务、医药销售三大部分，三块业务的估值合计为 10.21 元/股。**1) 房地产业务方面，我们预计公司 2017-19EPS 分别为 0.61/0.75/0.91 元。我们给与公司 2017 年房地产业务 14.95X 估值（与可比公司一致），该部分估价 9.12 元/股。我们主要选取了市值两三百亿、销售区域在西南地区或二线城市的房企作为可比公司，因其土地储备规模相近，同时具有多引擎驱动，从而在估值溢价上存在可比性。此外，公司的 RNAV 估值为 10.25 元/股，为 PE 估值提供了基础安全边际。2) 现代服务业方面，我们预计 2017-19 年该部分 EPS 分别为 0.046/0.055/0.063 元，给与公司 2017 年物业部分业务 18.33X 估值，该部分估价 0.84 元/股。3) 医药销售部分，我们预计 2017-19 年 EPS 分别为 0.0082/0.0090/0.0099 元，给与公司 2017 年医药板块业务 30.50X 估值（与可比公司一致），该部分估价 0.25 元/股。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21,329	3,305	25,154	30,944	38,734
同比增长率(%)	21.20	207.55	17.93	23.02	25.17
净利润(百万元)	896	119	1,405	1,731	2,090
同比增长率(%)	11.28	-	56.85	23.20	20.74
每股收益(元/股)	0.42	0.06	0.66	0.81	0.98
毛利率(%)	25.0	25.9	29.3	28.9	28.5
ROE(%)	9.0	1.2	12.3	13.5	14.4
市盈率	21		13	11	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给与增持评级，目标价 10.21 元。我们预计公司 2017-19 年 EPS 分别为 0.66/0.81/0.98 元。考虑到公司 2016 年销售金额增速为 65%，2017 年将冲刺 500 亿销售目标，同时员工持股计划的解锁条件能够提供一定的安全边际，因此我们对于公司未来业绩的增长持乐观判断。公司 3D 生物打印技术在国内市场中处于领先水平，市场对 3D 打印关注度较高，构成股价阶段性的上行期权，叠加 2017 年高管增持计划体现了管理层对公司的充分信心，因此给与公司增持评级，目标价 10.21 元，相当于公司整体 2017 年 15.47X 估值。

我们采用分部估值法，将公司业务拆解为房地产、现代服务、医药销售三大部分，三块业务的估值合计为 10.21 元/股。1) 房地产业务方面，我们预计公司 2017-19EPS 分别为 0.61/0.75/0.91 元。我们给与公司 2017 年房地产业务 14.95X 估值（与可比公司一致），该部分估价 9.12 元/股。我们主要选取了市值两三百亿、销售区域在西南地区或二线城市的房企作为可比公司，因其土地储备规模相近，同时具有多引擎驱动，从而在估值溢价上存在可比性。此外，公司的 RNAV 估值为 10.25 元/股，为 PE 估值提供了基础安全边际。2) 现代服务业方面，我们预计 2017-19 年该部分 EPS 分别为 0.046/0.055/0.063 元，给与公司 2017 年物业部分业务 18.33X 估值，该部分估价 0.84 元/股。3) 医药销售部分，我们预计 2017-19 年 EPS 分别为 0.0082/0.0090/0.0099 元，给与公司 2017 年医药板块业务 30.50X 估值（与可比公司一致），该部分估价 0.25 元/股。

关键假设点

我们假设公司 2017-19 年房地产销售金额三年复合增速为 33%，结算收入复合增速为 25%，受益于公司加大改善型住宅销售以及 2016 年市场行情较好，公司 2016 销售均价上浮 26%，因此预计未来三年结算毛利率回升至 28% 上下。

2017-19 年现代服务业收入每年增速均为 20%、医药销售收入年增速均为 10%。

有别于大众的认识

我们认为公司 2016 年主要在二线城市拿地，拿地成本较低，且聚焦改善型产品战略转型，2015 年 84% 的新增住宅产品为改善型住宅销售，预计未来毛利水平将有所提升，市场尚未反映公司盈利能力的增长潜力；我们认为公司全国化布局将有效分散风险，尤其是在政策调控周期避免受到区域性调整的限制；我们认为公司销售规模将保持超过 30% 的高增长，而市场低估了公司在房地产主业领域扩张的决心与步伐；我们认为公司的现金流充沛，同时融资成本将有望从目前的 9% 降低 1 至 2 个百分点，市场没有重视财务费用下降所带来的业绩红利；我们认为物业管理为蓝海行业，物业子公司嘉宝股份将进一步提高其市占率，未来着重发力外部项目的管理规模，有望成为新的业绩增长点。

股价表现的催化剂

公司销售、结算、拿地进度高于预期；3D 生物打印技术研发取得突破性进展。

核心假设风险

房地产调控的政策风险，特别是一线和二线城市的限购等；地产行业销售价格下行风险；药品行业招标降价等政策风险；3D 打印项目研发和市场化进度低于预期。

目 录

1	
. 房地产：优化区域布局，向改善型产品转型	6
1.1 顺利完成战略重组，房地产业务并入上市公司	6
1.2 房地产业务高增长，重点布局城市圈一二线城市	8
2. 现代服务业：挂牌新三板，加快产业布局.....	11
2.1 物业行业在管规模持续扩大，但行业集中度较低.....	11
2.2 嘉宝股份挂牌新三板，物业在管面积超 3000 万平米.....	12
2.3 现代服务业借助网络工具，加快升级，做大做强.....	14
3. 医药及 3D 打印：业绩平稳增长，技术行业领先.....	15
3.1 医药板块整体占比较小，预计保持平稳增长.....	15
3.2 3D 打印技术领先，商业化仍需时间	17
4. 盈利预测与投资建议	19
5. 风险提示	21
6. 附表	22

图表目录

图 1: 2016 年房地产业务收入增幅 22.9%，占比 93%（百万元）	6
图 2: 2015 年公司营收主要来自于成都与滇渝区域，销售占比合计为 92%.....	7
图 3: 2016 年华东与华中区域的营收占比合计提升近 33 个百分点	7
图 4: 公司 2016 年毛利率为 25.0%，较去年同期下降 4.6 个百分点	7
图 5: 2016 年成都地区结算项目毛利率较高，为 28.2%.....	7
图 6: 公司总资产大幅提升（百万元）	8
图 7: 公司 2012-2016 年 ROE 及权益乘数大幅提升	8
图 8: 房地产业务 2016 年营收 198 亿元	8
图 9: 2016 年住宅与商业地产收入比为 8:2	8
图 10: 2016 年公司销售均价同比涨幅 26%	9
图 11: 2016 年公司销售面积同比涨幅 31%	9
图 12: 东部物业管理面积占比较高，达 45%	11
图 13: 物业服务企业多分布于东部地区	11
图 14: 物业管理样本上市公司平均 ROE 较高.....	11
图 15: 物业管理业营业收入稳增长.....	11
图 16: 嘉宝股份 2016 年营业收入达 6.8 亿元	12
图 17: 嘉宝股份 2016 年净利润达 1 亿元.....	12
图 18: “生活家 APP”提供餐饮娱乐服务.....	13
图 19: 可通过手机查看小区物业服务	13
图 20: 生活家联盟生态圈示意图	13
图 21: 迪康药业 2016 年营收 5.5 亿元.....	15
图 22: 迪康药业 2016 年净利润 0.79 亿元	15
图 23: 药品销售额稳步增长	16
图 24: 安斯菲产品样图	16
图 25: 可吸收医用膜产品样图.....	16
图 26: 3D 打印血管样图.....	18
图 27: 3D 打印脊柱样图.....	18

表 1: 2016 年房地产业务经营计划开工完成率达标, 竣工完成率为 88% (万平方米)	9
表 2: 2016 年公司持有土地储备 455 万平方米	10
表 3: 2016 年公司共拿地 310 万平方米, 其中江苏省、陕西省、云南省新增建筑面积占比达到 67%	10
表 4: 公司物业管理面积累计达 3006 万平米, “生活家 APP” 累计覆盖面积超一亿平米。	12
表 5: 2016 年现代服务业务利润构成情况 (百万元)	14
表 6: 蓝光发展旗下医药公司情况	16
表 7: 3D 生物打印业务进展有序	17
表 8: 房地产业务可比公司 2017 年平均 PE 为 14.95 倍	19
表 9: 公司的 RNAV 估值为 10.25 元/股	20
表 10: 现代服务业港股可比公司 2017 年平均 PE 为 18.33 倍	20
表 11: 医药销售业务可比公司 2017 年平均 PE 为 30.50 倍	21
表 12: 董事 (不含独立董事)、监事、高级管理人员计划在 2017 年 4 月 29 日起 6 个月内通过上海证券交易所交易系统增持公司股份, 增持金额合计不低于人民币 1200 万元	22
表 13: 截至 2017 年 5 月 11 日, 公司董事 (不含独立董事)、监事、高级管理人员已通过上海证券交易所交易系统合计增持 706.40 万元, 占 1200 万元的 58.87%....	22
表 14: 公司主要房地产业务项目列表	23
表 15: 公司实施股权激励, 发行限制性股票 2117 万股, 授予价格 7.44 元	24
表 16: 股权激励对象具体名单	24
表 17: 预计 2017 年业绩达标可能性较高	24

1. 房地产：优化区域布局，向改善型产品转型

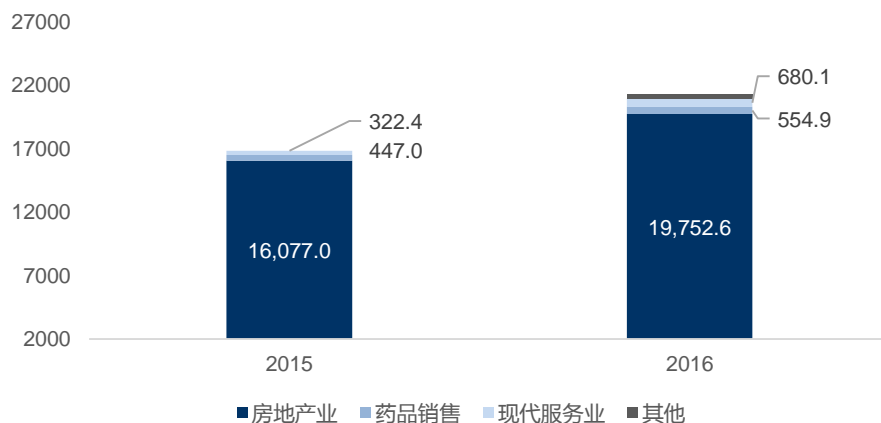
1.1 顺利完成战略重组，房地产业务并入上市公司

上市公司之前的主要资产业务领域为制药，核心企业为迪康药业。2014年6月，公司发布公告，计划发行股份购买大股东蓝光集团旗下的地产平台蓝光和骏，重组完成后蓝光集团的地产板块全部纳入上市公司，上市公司更名为蓝光发展。

重组后的蓝光发展确定了“人居蓝光+生命蓝光”双轮驱动战略，主营业务由医药拓展到房地产开发运营、现代服务业、3D生物打印和医药四大板块。房地产业务以全面实现改善型产品转型和区域布局优化为目标，并开启互联网营销模式；现代服务业暨完成挂牌新三板后，在基础业务上构建“生活家服务体系”，实现线上线下互联；3D生物打印继续完善四大技术体系——生物砖技术、3D打印技术、3D生物云计算技术和3D生物打印后处理技术，同时针对关键技术进行专利挖掘，形成专利群；医药业务方面，把握行业周期，推进品种结构调整，提升产品毛利，并在深耕胃肠道用药基础上，展开3D打印在医药领域应用。

2016年公司实现营业收入213.3亿，同比增长21.2%；归母净利润9.0亿，同比增长11.28%。分项来看，房地产开发业务结算金额197.5亿，同比增长22.9%；销售金额301亿，同比增长65%；销售面积282万平米，同比增长31%；销售单价10701元/平米，同比增长26%。医药业务销售收入5.5亿，同比增长24.1%；现代服务业收入6.8亿，同比增长111.0%。2016年年底公司资产负债率为80.9%，扣除预收账款后为73.7%，较2015年末增加2个百分点。（扣除预收账款后的资产负债率=（总负债-预收账款）/（总资产-预收账款））

图 1：2016 年房地产业务收入增幅 22.9%，占比 93%（百万元）

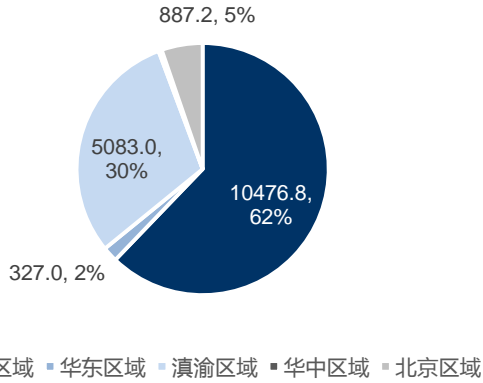


资料来源：公司公告，申万宏源研究

分地区来看，2016年营收的地域分布较为平均，其中华中区域和华东区域的销售占比提高明显，较2015年提升近33个百分点。2016年公司收入的主要来源在成都地区，

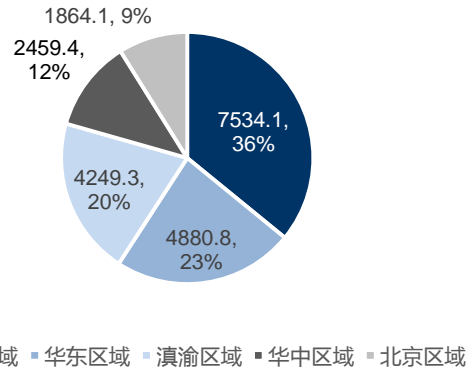
占比为 **35.9%**，全年实现收入 75.3 亿元，同比下降 28.1%。其次是华东地区，占比为 23.3%，收入 48.8 亿元，同比增长 1392%。滇渝区域、华中区域和北京区域营收占比分别为 20%、12%和 9%。

图 2：2015 年公司营收主要来自于成都与滇渝区域，销售占比合计为 92%



资料来源：Wind，申万宏源研究

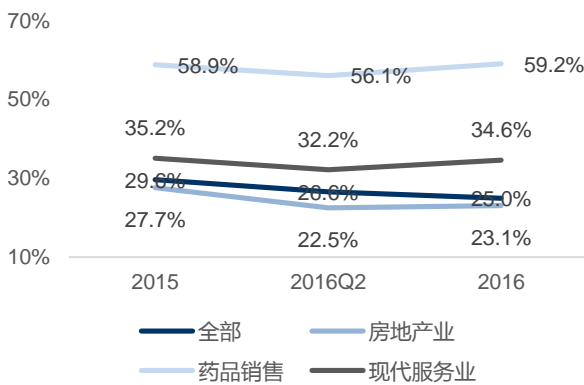
图 3：2016 年华东与华中区域的营收占比合计提升近 33 个百分点



资料来源：Wind，申万宏源研究

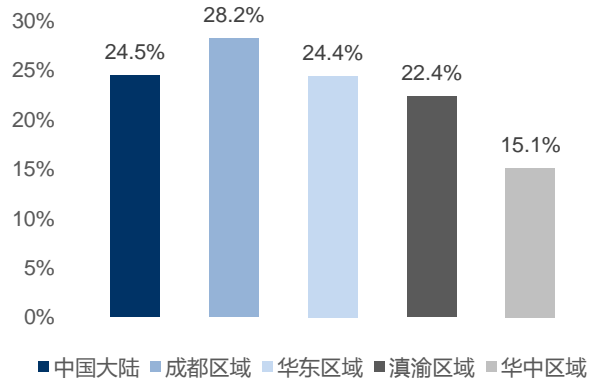
2016 年公司整体毛利率为 **25.0%**，较 2015 年下降 4.6 个百分点。其中，房地产业务毛利为 23.1%，较 2015 年下降 4.6 个百分点；医药销售业务毛利为 59.2%，较 2015 上升 0.3 个百分点；现代服务业毛利为 34.6%，较 2015 年下降 0.6 个百分点。

图 4：公司 2016 年毛利率为 25.0%，较去年同期下降 4.6 个百分点



资料来源：Wind，申万宏源研究

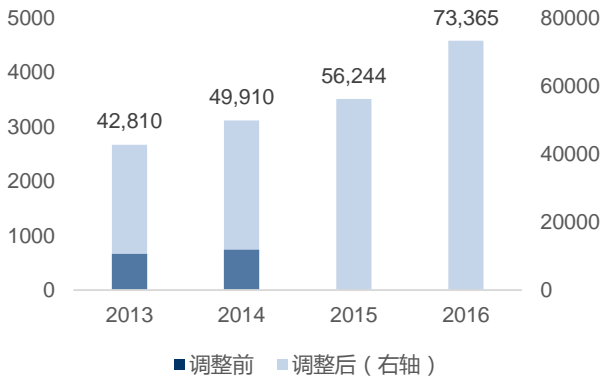
图 5：2016 年成都地区结算项目毛利率较高，为 28.2%



资料来源：Wind，申万宏源研究

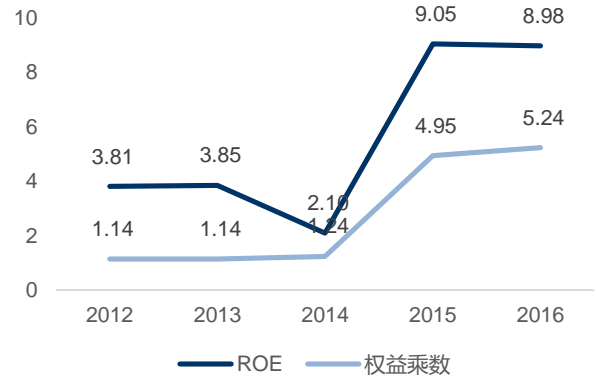
2015 年蓝光和骏并表后，总资产等有了大幅攀升。同时，ROE 大幅升至 9.05，权益乘数提升至 4.95，公司财务杠杆得到放大，资金效率得到提高。

图 6: 公司总资产大幅提升 (百万元)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 7: 公司 2012-2016 年 ROE 及权益乘数大幅提升



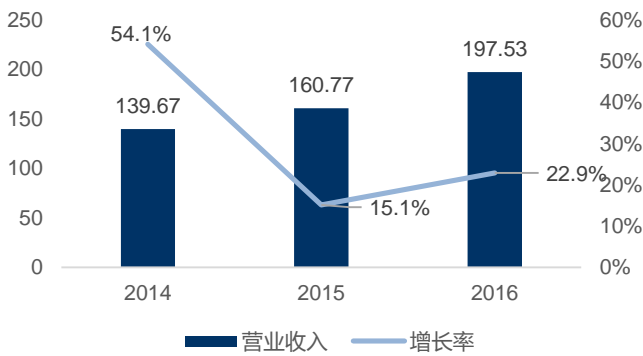
资料来源: Wind, 申万宏源研究

公司 2016 年期末融资总额为 274 亿, 整体平均融资成本为 9.06%, 其中包括 40 亿 5 年期中期票据, 加权融资成本在 6.07% 左右, 40 亿 5 年期公司债公开发行, 加权融资成本为 5.44%。

1.2 房地产业务高增长, 重点布局城市圈一二线城市

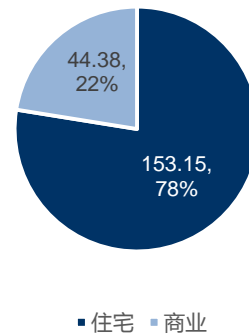
2016 年公司地产业务实现收入 198 亿, 同比增长 22.9%, 分结构来看, 住宅类实现收入 153 亿元, 同比增长 41.3%, 商业地产实现收入 44.4 亿元, 同比下降 15.3%。

图 8: 房地产业务 2016 年营收 198 亿元



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 9: 2016 年住宅与商业地产收入比为 8:2



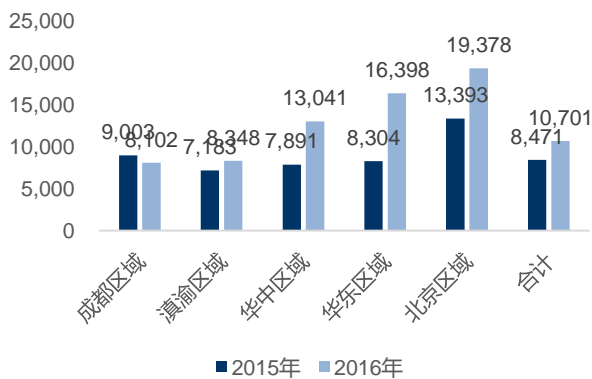
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

2016 年公司开工计划完成率较高, 竣工进度低于预期, 销售面积高于去年。其中新开工面积 350 万平米, 计划完成率 128%; 竣工面积 329 万平米, 计划完成率 88%。销售面积 282 万平米, 同比增长 31%; 销售均价 10701 元, 同比增长 26%。销售均价的快速上涨受益于 2016 年一二线城市的整体向上行情, 预计 2017 年公司的盈利水平将得到明显提高。

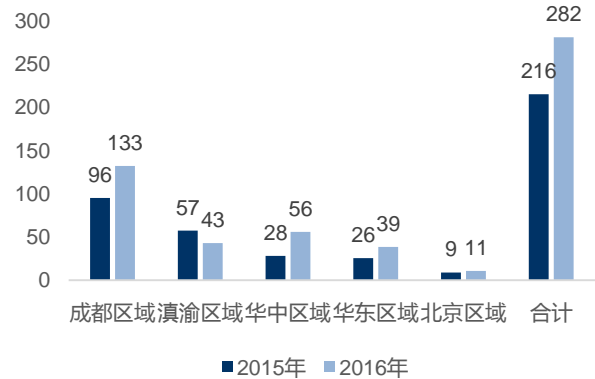
表 1: 2016 年房地产业务经营计划开工完成率达标, 竣工完成率为 88% (万平方米)

区域	开工面积 (万平方米)				竣工面积 (万平方米)			
	2016 年	2015 年	2016 年计划	计划完成率	2016 年	2015 年	2016 年计划	计划完成率
成都区域	82.9	167.4	46.3	179%	138.0	125.0	158.5	87%
滇渝区域	73.2	57.0	106.4	69%	85.1	119.1	105.2	81%
华中区域	110.6	10.1	79.4	139%	42.8	12.6	46.3	92%
华东区域	51.2	18.5	34.4	149%	48.8	20.7	48.7	100%
北京区域	31.5	13.5	6.0	523%	13.9	15.2	13.5	103%
合计	349.5	266.5	272.5	128%	328.6	291.6	372.1	88%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 10: 2016 年公司销售均价同比涨幅 26%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 11: 2016 年公司销售面积同比涨幅 31%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

针对行业增速放缓及公司区域性布局的不足, 公司采取了多项措施, 提升房地产业务的盈利能力。首先在土地储备方面, 公司自 2016 年起通过招拍挂、股权收购、项目合作开发等方式获地 18 宗, 合计净用地面积 1670 亩, 为 2017 年业绩增长奠定了基础; 其次 2015 年公司开始加速全国化布局, 向滇渝区域、华中区域、长三角区域及环渤海区拓展, 报告期内实现了高增长; 再者从产品供给上, 加大了改善型户型的供给, 2015 年 84% 的新增住宅产品为改善型住宅销售。再者公司创新了销售方式, 除传统的销售方式外, 公司增加了互联网销售。

2016 年公司房地产业务从销售金额来看, 华东、华中区域的销售金额达到 137 亿元, 同比增长 214%; 华东、华中区域销售规模占比达到 45%, 同比增长 21 个百分点, 全国化布局如期进行, 实现了从“四川蓝光”走向“中国蓝光”。**公司储备了大批优质项目**: 西安 335 亩 (4 个月升值 4%); 天津 242 亩 (8 个月升值 1.6 倍); 南京 63 亩 (1 年升值 27%)。公司通过多元化投资模式取得突破, 2016 年公司通过股权收购、合作等方式获取的项目储备资源量超过当年公司总储备资源量的 60%。

公司从战略上进行产业结构调整，2015 年新增储备住宅资源 84% 为改善性产品，其中合肥“雍锦半岛”、苏州“雍锦园”、南昌“雍锦王府”等改善型代表产品在 2016 年陆续上市；2017 年将进一步推出改善型产品的黑钻系产品。黑钻产品在青岛首次亮相，最小户型为 127 平米，电梯独立入户设计，高层带有 5000 元/平米的标准精装修交付，整体而言定位更高端、设计更加现代化。

表 2：2016 年公司持有土地储备 455 万平方米

持有待开发土地的区域	持有待开发土地的面积 (万平方米)	占比	规划计容建筑面积 (万平方米)	是/否涉及合作 开发项目	合作开发项目涉及的 面积(万平方米)
成都区域	165.1	68.9%	281.0	是	103.3
滇渝区域	28.9	12.1%	72.9	是	18.9
华中区域	4.3	1.8%	16.6	否	
华东区域	27.9	11.6%	60.0	是	16.3
北京区域	13.4	5.6%	24.9	否	
合计	239.7	100.0%	455.4		128.0

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 3：2016 年公司共拿地 310 万平方米，其中江苏省、陕西省、云南省新增建筑面积占比达到 67%

	平均权益比例	占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	地价款 (亿元)	平均楼面价 (元)
四川省	90%	11.4	37.1	15.2	4,093
云南省	83%	17.4	58.7	16.3	2,774
湖南省	100%	1.2	5.3	1.1	1,986
山东省	100%	2.3	8.0	10.0	12,518
江苏省	69%	32.1	75.1	34.8	4,636
安徽省	100%	3.8	13.3	11.5	8,645
江西省	100%	4.8	9.6	2.4	2,445
天津市	100%	16.1	29.0	16.3	5,600
陕西省	70%	22.3	73.5	10.2	1,384
总计	81%	111.3	309.6	117.6	3,797

资料来源：公司公告，申万宏源研究

房地产板块，未来公司战略发展计划如下：1) 聚焦高价值区域投资，深耕长三角、珠三角、环渤海、长江中游及成渝城市群的国家级中心城市；2) 改善型产品战略的持续升级，推出新的改善型产品，并全面推进现有改善型产品系列的升级，向绿色建筑、健康化、智能化、配套便利化方向发展；3) 金融创新和互联网创新，改变传统业务运作模式；4) 推动“线上蓝光、数字蓝光”的全面信息化体系。

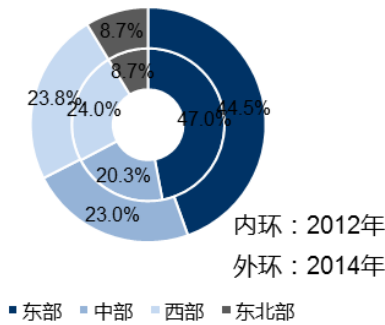
2. 现代服务业：挂板新三板，加快产业布局

2.1 物业行业在管规模持续扩大，但行业集中度较低

截至2014年底，全国31个省市自治区物业管理面积约为164.5亿平方米，相比2012年的145.3亿平方米增长了约13.5%，在管规模持续扩大。广东、河南、江苏三省物业管理面积位居前三。全国物业服务企业约10.5万家，与我国第三次经济普查数据基本持平，较2012年调查的企业数量7.1万家增长了约48%。广东、江苏、山东位居前三。

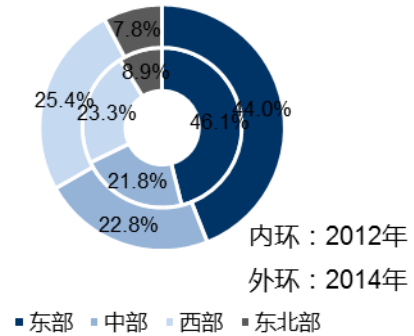
从区域分布来看，东部地区物业服务企业数量仍远高于其他地区。四大区域里，东部地区物业服务企业约4.8万家，约占全国物业服务企业的44%；中部地区约2.5万家，约占全国的22.8%；西部地区约2.8万家，约占全国的25.4%；东北部地区约0.9万家，约占全国的7.8%。综合来看，中西部区域物业服务企业数量增长较快，与东部地区的差距进一步缩小。

图 12：东部物业管理面积占比较高，达 45%



资料来源：《2015年全国物业管理行业发展报告》，申万宏源研究

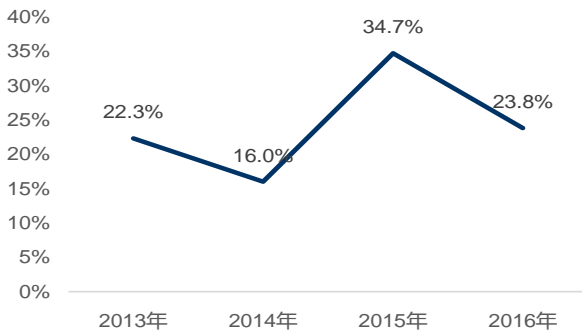
图 13：物业服务企业多分布于东部较地区



资料来源：《2015年全国物业管理行业发展报告》，申万宏源研究

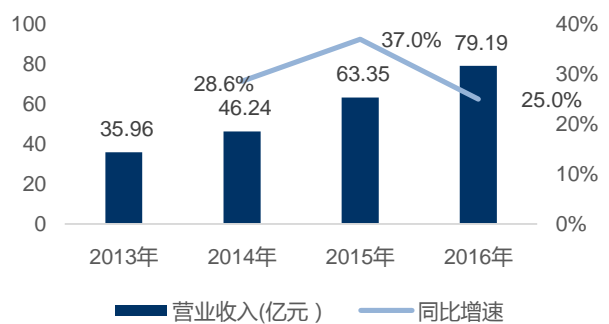
全国物业服务企业2014年经营总收入约为3500亿元，较2012年全国3000亿左右有较大增幅，增长了16.7%。以彩生活、中海物业、绿城服务及嘉宝股份代表物业管理行业，平均ROE水平较高，在24%左右，其中嘉宝股份2016年ROE为39.6%。

图 14：物业管理样本上市公司平均 ROE 较高



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 15：物业管理业营业收入稳增长



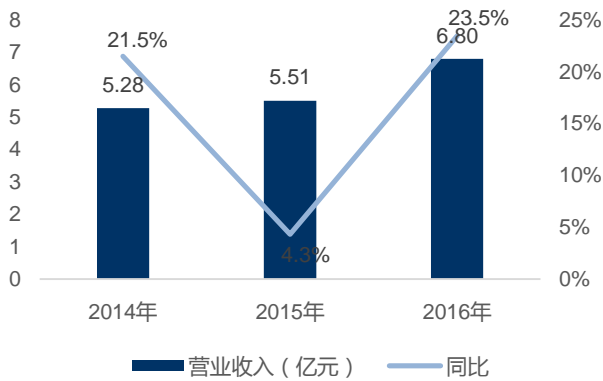
资料来源：Wind，申万宏源研究

据国家统计局数据显示，2013-2015 年连续三年全国房屋竣工面积高达 35 亿平方米，增量房、存量房以及老旧小区为物业管理行业提供了巨大的市场空间。另一方面，物业服务用户趋于成熟，居民购买能力持续增强，尤其是对优质物业服务的购买意愿显著增强。所以面对物业服务的千亿级市场，社区生活服务的万亿级市场，物业行业市场容量足够大，发展前景有巨大的想象空间。

2.2 嘉宝股份挂牌新三板，物业在管面积超 3000 万平米

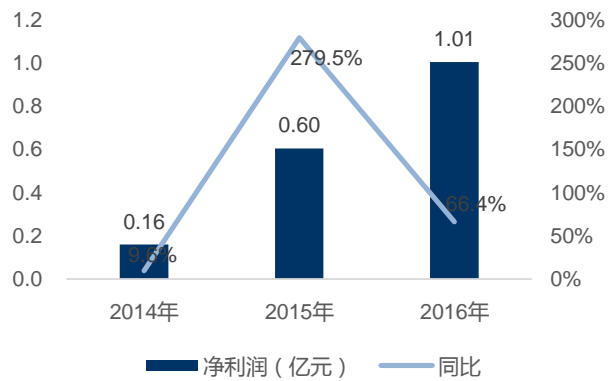
据中国物业管理协会统计，嘉宝股份物业服务位居西南地区首位，全国排名第 14 位。控股子公司嘉宝股份是公司现代服务业平台，2015 年底成功挂牌新三板。2016 年公司实现营业收入 6.8 亿元，同比增长 23.5%，归母净利润 1 亿元，同比增长 66.4%。

图 16: 嘉宝股份 2016 年营业收入达 6.8 亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 17: 嘉宝股份 2016 年净利润达 1 亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司物业管理面积累计达 3006 万平米，“生活家 APP”累计覆盖面积超一亿平米。2016 年新增委托项目 19 个，委托面积 353 万平米，收并购企业 1 家，并购面积 251 万平米，累计管理面积达 3006 万平米，新增轻资产联盟企业 15 家，联盟面积 2900 万平米，累计联盟面积达 1.2 亿平米。

表 4: 公司物业管理面积累计达 3006 万平米，“生活家 APP”累计覆盖面积超一亿平米。

	2015 年		2016 年	
	数量 (个)	面积 (万平米)	数量 (个)	面积 (万平米)
新增管理项目	20	321.54	20	604
当年交付项目	12	220	-	-
累计在管项目	104	2172.9	124	3006
其中：住宅项目	81	1982.8	-	-
商业项目	15	122	-	-
写字楼项目	7	60.9	-	-
产业园区	1	7.3	-	-
生活家 APP 签约项目	-	9000	-	12000
服务客群 (万人)	300	-	-	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

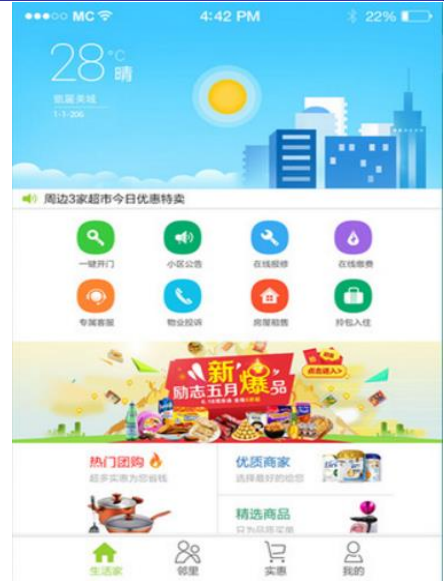
公司推出生活家 APP，创建“生活家服务体系”，为业主提供物业服务，实现现代服务业务的“互联网+”。在与互联网的结合上，公司提出“物业服务 O2O 生态圈”、“生活家数据云”三位一体的“生活家服务体系”的新型商业模式。2016 年上半年“生活家 APP”已覆盖 145 个项目，注册用户 26 万人。生活家联盟成员有 28 家，签约规模达逾亿平米，涵盖住宅、商业、高效、写字楼、产业园区、医院等业态，服务客群达 350 万人，用户基数持续增长。

图 18：“生活家 APP”提供餐饮娱乐服务



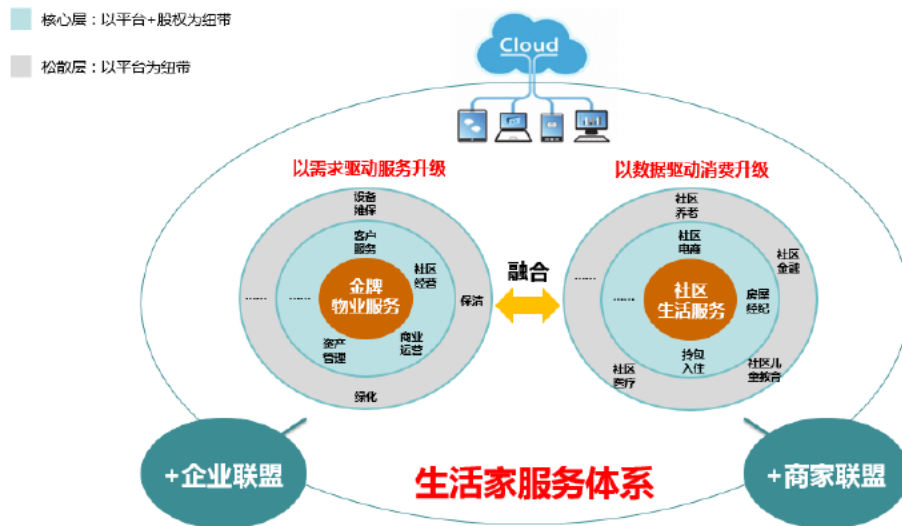
资料来源：互联网，申万宏源研究

图 19：可通过手机查看小区物业服务



资料来源：互联网，申万宏源研究

图 20：生活家联盟生态圈示意图



12

资料来源：公司公告，申万宏源研究

嘉宝股份向高毛利项目转型，目前毛利率稳定在 35%左右。报告期内，公司采取多项措施提升毛利率，一方面加大硬件改造的投入，通过采购自动化设备如扫地车、洗地车、

巡逻车，建立统一的各项电子监控系统等手段来提高人员管理效率，降低成本；其次剥离剥离嘉宝商业等低毛利业务，同时增加了商业、写字楼等高毛利项目；此外随着公司地产主业改善型产品比例增加及逐步竣工交付，较刚需产品，改善型住宅物业管理费用单平米收费较大提升。

表 5：2016 年现代服务业务利润构成情况（百万元）

项目	2016 年			2015 年		
	金额	变动比例	占营业收入的比重	金额	变动比例	占营业收入的比重
营业收入	680.1	23.5%		550.7	4.3%	
营业成本	444.8	26.1%	65.4%	352.7	-7.0%	64.1%
毛利率	34.6%			36.0%		
管理费用	83.1	15.5%	12.2%	71.9	37.3%	13.1%
销售费用	7.6	-60.9%	1.1%	19.3	-51.6%	3.5%
财务费用	2.6	-47.6%	0.4%	5.0	-52.7%	0.9%
营业利润	120.1	70.8%	17.7%	70.3	244.1%	12.8%
营业外收入	3.8	111.9%	0.6%	1.8	-22.3%	0.3%
营业外支出	0.3	249.5%	0.0%	0.1	-96.0%	0.0%
净利润	100.8	67.0%	14.8%	60.4	278.7%	11.0%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

此外，三费方面，虽然随着规模扩张人员增加导致管理费用同比增长 15.5%，但 2015 年 4 月公司对原子公司嘉宝商业剥离后带动销售费用同比下降 60.9%，财务费用同比下降 47.6%，使得总体期间费用率较 2015 年下降 3 个百分点。

由于公司营业收入大幅增加，同时期间费用率一定程度下降，使得公司 2016 年营业利润同比增加 70.8%，达到 1.2 亿元。

2.3 现代服务业借助网络工具，加快升级，做大做强

随着国家“十三五”规划及“互联网+”行动计划相继出台，“大力发展服务业特别是现代服务业，积极培育新业态和新商业模式”，成为当下物业企业的主流发展趋势。在政府的指引下，协会的倡导推动下，行业标杆企业积极探索物业+互联网或互联网+物业的融合发展，纷纷试水社区 O2O。目前，物业企业向现代服务业转型升级虽然“百花齐放”，但均在探索中前行，特别是社区 O2O 仍没有成功的运营模式，转型升级之路任重而道远。

物业管理本身是千亿级市场；社区生活服务被认为是万亿级市场，行业具备巨大的市场发展潜力。目前已有 3 家物业企业在港股上市，1 家物业企业准备在港股上市，20 余家物业企业在新三板挂牌，由于市场容量足够大带来了巨大的想象空间，物业行业倍受资本市场青睐。但目前行业集中度不高，抢占客户资源入口仍是抢占行业先机的关键，已上市企业和有实力的物业企业对优质物业资源的争夺将更加激烈，可预见行业“整合、并购”高潮即将到来，非社区入口的 O2O 电商烧钱企业纷纷倒下，资本市场争夺“社区入口”也将更加惨烈，也为嘉宝股份扩大市场份额，实现弯道超车创造了有利条件。

为了适应行业新形势，在获取海量客户资源的同时，坚守物业服务本质，守正出奇。通过新技术、新方法持续改造和升级基础物业服务，藕合社区生活服务资源，并逐步植入高价值垂直业务，如：如社区金融、社区养老、社区教育、房屋经纪、拎包入住、E+维修等，加速形成核心商业模式的构建，创造客户价值。

未来3年，嘉宝股份将紧扣“规模为王、模式领先、成为高市值公众公司”三大战略方向，匹配蓝光发展“人居蓝光”战略架构，稳健发展，坚决向现代服务业转型升级。长期来看，到2018年，努力实现3年累计营业收入规模30-40亿元，严格控制成本费用，保持盈利能力稳定，三年累计生活家覆盖面积达1.6亿平方米。短期来说，2017年将借力资本市场，通过“委托接管+收购/并购+轻资产联盟”等多种方式扩大管理面积，力争2017年计划管理规模超0.5亿平米，轻资产联盟面积达1.4亿平米。持续提升企业利润，做大企业价值。

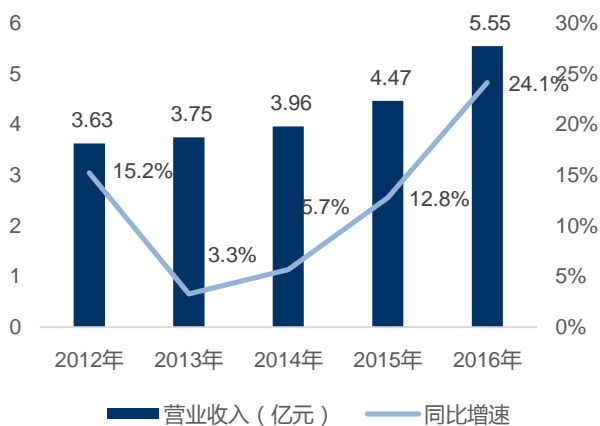
3. 医药及3D打印：业绩平稳增长，技术行业领先

3.1 医药板块整体占比较小，预计保持平稳增长

蓝光发展旗下成都迪康药业是以药品及医疗器械研发、生产及销售一体化发展的制药企业。公司拥有两个现代化生产基地、26条药品生产线，生产各类剂型药品共计249个，含国家级新药6个、国家中药保护品种1个。

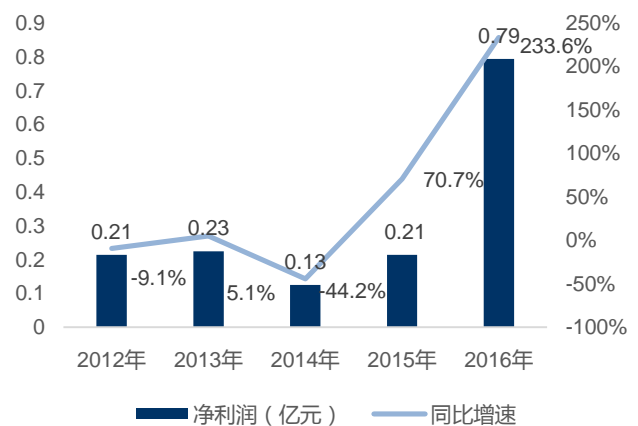
2016年，公司医药板块实现收入5.5亿元，同比增长24.1%，净利润0.79亿元，同比增长233.6%。医药板块占整个上市公司收入比重为2.6%，比重较小。

图 21：迪康药业 2016 年营收 5.5 亿元



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 22：迪康药业 2016 年净利润 0.79 亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司目前药品业务主要由公司主体和5家子公司构成，分别是2家制药公司（重庆迪康长江制药有限公司和成都迪康中科生物医学材料有限公司）和3家医药销售公司（四川和平药房连锁有限公司、拉萨迪康医药科技有限公司以及四川迪康医药贸易有限公司）。公司的药品销售业务集中于成都、重庆地区，其中成都为主要销售地区。2015年3月公司经董事会审议通过将5家医药公司股权全部划转至成都迪康药业名下，完成医药板块整合。

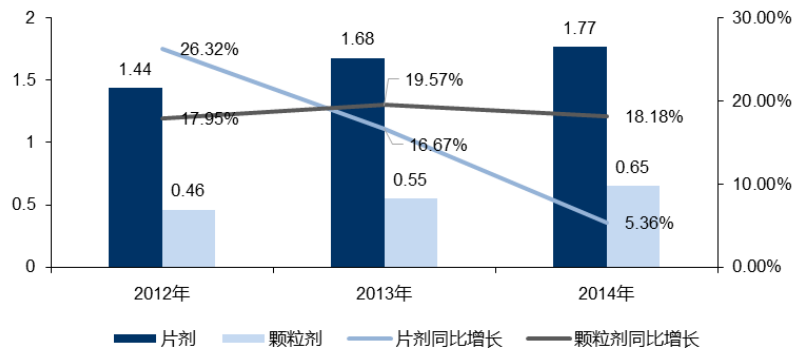
表 6: 蓝光发展旗下医药公司情况

子公司全称	关系	注册地	业务性质	注册资本 (万元)
重庆迪康长江制药有限公司	控股子公司	重庆市万州区	医药制造业	5000
成都迪康中科生物医学材料有限公司	控股子公司	成都高新区	医药制造业	3800
拉萨迪康医药科技有限公司	控股子公司	拉萨市金珠西路	医药销售业	1000
四川迪康医药贸易有限公司	控股子公司	成都高新区	医药销售业	1000
成都芝草堂中药材有限公司	控股子公司	成都郫都区	医药销售业	200

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

公司主营产品包括药品安斯菲和通窍鼻炎颗粒, 医疗器械产品可吸收医用膜/固定螺钉等, 近些年来需求平稳, 4 种产品合计占到医药板块全年销售收入的 53.4%。2016 年上半年, 迪康药业重点品种消化系统用药安斯菲实现销售收入 7,899 万元, 较上年同期增长 11%; 生物医学材料产品可吸收膜实现销售收入 1,696 万元, 较上年同期增长 14%。

图 23: 药品销售额稳步增长



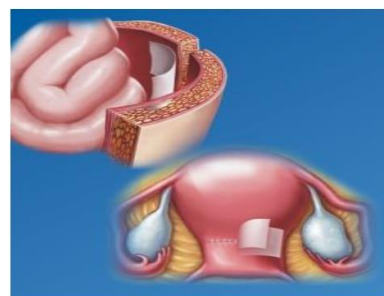
资料来源: Wind, 申万宏源研究

其中安斯菲 (雷贝拉唑肠溶片) 是用于治疗消化系统溃疡的口服片剂, 主要用于活动性十二指肠溃疡、胃溃疡、胃-食管返流症等症状。可吸收医用膜, 是主要用于肌腱、椎管、腹腔、盆腔等手术的防粘连医疗器械。目前公司已经开发出针对不同部位特点的椎管膜、肌腱膜和腹、盆腔膜。可吸收内固定螺钉主要用于治疗关节内骨折。公司的通窍鼻炎颗粒产品为鼻病类非处方药药品, 国家中药保护品种, 国家医保乙类药品, 全国仅有 2 家生产, 竞争格局较好。

图 24: 安斯菲产品样图



图 25: 可吸收医用膜产品样图



资料来源: 公司资料, 申万宏源研究

3.2 3D 打印技术领先，商业化仍需时间

公司 2015 年 1 月 16 日公告拟通过控股子公司蓝光英诺投资 3D 生物打印项目，项目首期投资 5000 万元，2015 年 4 月 30 日公司宣布对 3D 生物打印项目追加投资 1.65 亿元，追加投资于未来 1-3 年内分步实施，项目建设期 1-5 年。截止 2016 年 10 月 31 日，公司对 3D 生物打印项目累计研发投入为人民币 5597 万元。根据 Wohlers Report 统计，2014 年全球 3D 打印市场规模约 60 亿美元，预计未来 3 年年复合增长率可达 34%，到 2017 年全球市场规模大约能达到 150 亿美元。

2016 年 12 月蓝光英诺 3D 生物打印血管动物实验成功，证明了人工血管内皮化问题可以通过 3D 生物打印的方式得到解决。在动物实验过程中，利用取自恒河猴自体的脂肪间充质干细胞制备成 3D 生物打印墨汁，利用自主研发 3D 生物血管打印机构建出具有生物活性的人工血管，并将其置换恒河猴体内一段腹主动脉血管。在实验期内，经过连续的监测和观察，3D 生物打印的血管与恒河猴自身腹主动脉血管完全融为一体，在结构和功能方面，脂肪间充质干细胞有序分化为内皮细胞、平滑肌细胞等血管组织，除术后短时间内接受了抗凝剂治疗外，恒河猴从手术后到血管再生的整个过程中，无需再接受任何药物治疗。

2016 年上半年，蓝光英诺 3D 生物打印技术研发取得如下阶段性成果：第二代 3D 生物打印机 REVO-B 系列和 REVO-T MkII 完成定型；医疗影像云系统于 2016 年 2 月正式上线，覆盖九大科室的医疗影像一站式综合服务体系初步形成。截止本报告期末，公司已提交申请专利 74 项，取得权利 14 项；取得软件著作权 7 项；取得商标证书 80 项。

表 7：3D 生物打印业务进展有序

公告日期	最新进展
2016/4/15	公司控股子公司蓝光英诺与贵安新区开发投资有限公司签署了《大健康 3D 打印产业园合作框架协议》。
2016/5/10	公司与盈科资本签署了《产业投资基金之合作协议》，拟共同发起设立“宁波蓝光盈科产业投资基金”，作为公司进行医药产业投资整合的平台。
2016/6/14	公司控股子公司蓝光英诺与昆明市人民政府签署了《战略合作协议》。主要合作项目包括：1、医疗影像大数据 3D 打印项目；2、医学 3D 生物打印产业孵化园项目；3、昆明大健康高峰论坛。
2016/6/23	公司与张兴栋院士签署《专家顾问聘用协议》，聘请张兴栋院士担任公司生物医学材料首席科学顾问。同日，公司与四川大学签署了《战略合作协议》，双方拟在生物制药、医疗器械等领域开展全方位合作。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

蓝光英诺是以自主研发的核心技术推动 3D 生物打印全球应用的高科技技术服务公司。公司拥有全球首台 3D 生物血管打印机。公司 3D 生物打印技术包括生物砖技术、3D 打印技术、云平台计算技术及 3D 生物打印后处理技术四个模块，形成两个专利群、共提交 41 项专利申请。生物砖是公司的核心技术，是在 3D 生物打印过程中构造生物组织的基本单元。公司现拥有 Revotek-B 系列组织 3D 生物打印机及 Revotek-B 系列 3D 生物血管打印机，能够模拟人体胚胎发育的过程打印细胞，使人工制造个性化器官成为可能。公司 RevoCloud 医疗影像大数据云平台，能将 2D 影像向 3D 转换，并进行数字化三维重建和渲染。2015 年，蓝光英诺拥有自主知识产权的医疗影像大数据云平台亦研发成功。该平台以三维医学

影像云处理为核心技术，提供医疗影像数据三维图像云转换及 3D 打印设备快捷对接服务，成为可视化诊断、远程诊断、分级诊疗的重要创新工具。

图 26: 3D 打印血管样图



图 27: 3D 打印脊柱样图



资料来源：公司资料，申万宏源研究

2017 年，公司在 3D 生物打印方面，将坚持自主研发创新，持续抢占技术高地。

- 核心生物砖技术方面，实现在构建不同复杂组织结构微环境的技术突破。
- 以干细胞 3D 生物打印血管为突破口，推动 3D 生物血管打印技术申报临床试验许可，同时在全球范围内选定合作医疗机构建立临床试验转化基地，开展临床试验。
- 在医学 3D 打印领域与政府机构、科研院所、医疗机构等建立合作关系，向干细胞、组织工程、肿瘤治疗和药物预测等研究领域输出“英诺方案”。

4. 盈利预测与投资建议

首次覆盖，给与增持评级，目标价 10.21 元。我们预计公司 2017-19 年 EPS 分别为 0.66/0.81/0.98 元。考虑到公司 2016 年销售金额增速为 65%，2017 年将冲刺 500 亿销售目标，同时员工持股计划的解锁条件能够提供一定的安全边际，因此我们对于公司未来业绩的增长持乐观判断。公司 3D 生物打印技术在国内市场中处于领先水平，市场对 3D 打印关注度较高，构成股价阶段性的上行期权，叠加 2017 年高管增持计划体现了管理层对公司的充分信心，因此给与公司增持评级，目标价 10.21 元，相当于公司整体 2017 年 15.47X 估值。

我们采用分部估值法，将公司业务拆解为房地产、现代服务、医药销售三大部分，三块业务的估值合计为 10.21 元/股。1) 房地产业务方面，我们预计公司 2017-19EPS 分别为 0.61/0.75/0.91 元。我们给与公司 2017 年房地产业务 14.95X 估值（与可比公司一致），该部分估价 9.12 元/股。我们主要选取了市值两三百亿、销售区域在西南地区或二线城市的房企作为可比公司，因其土地储备规模相近，同时具有多引擎驱动，从而在估值溢价上存在可比性。此外，公司的 RNAV 估值为 10.25 元/股，为 PE 估值提供了基础安全边际。2) 现代服务业方面，我们预计 2017-19 年该部分 EPS 分别为 0.046/0.055/0.063 元，给与公司 2017 年物业部分业务 18.33X 估值，该部分估价 0.84 元/股。3) 医药销售部分，我们预计 2017-19 年 EPS 分别为 0.0082/0.0090/0.0099 元，给与公司 2017 年医药板块业务 30.50X 估值（与可比公司一致），该部分估价 0.25 元/股。

房地产业务方面，我们预计公司 2017-19EPS 分别为 0.61/0.75/0.91 元。我们假设公司 2017-19 年房地产销售金额三年复合增速为 33%，结算收入复合增速为 25%，受益于公司加大改善型住宅销售以及 2016 年市场行情较好，公司 2016 销售均价上浮 26%，因此预计未来三年结算毛利率回升至 28% 上下。

我们采用了 PE 估值法作为主要估值标准，2017 年给与公司房地产业务 14.95 X 估值（与可比公司一致），该部分估价 9.12 元/股。由于市值两三百亿的房企具有相似的土地储备量，同时具有转型预期，在估值溢价上存在可比性。因此我们选取了市值在 100 至 400 亿、营业收入在 50 亿至 200 亿、销售区域在西南地区与二线城市的上市房企作为可比公司。剔除最大值与最小值后，在万得一致预期下，可比公司 2017 年平均市盈率为 14.95 倍。

表 8：房地产业务可比公司 2017 年平均 PE 为 14.95 倍

公司	代码	最新价格(元)					每股收益(元)					市盈率				
		2017/6/20	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E		
中天金融	000540.SZ	6.44	0.73	0.84	1.11	1.32	8.79	7.69	5.78	4.87						
迪马股份	600565.SH	5.56	0.32	0.42	0.51	0.67	17.28	13.32	10.83	8.25						
新湖中宝	600208.SH	4.67	0.44	0.33	0.38	0.42	10.64	14.21	12.37	11.08						
银亿股份	000981.SZ	9.99	0.20	0.25	0.30	0.38	49.28	39.38	33.58	26.34						
金科股份	000656.SZ	6.54	0.32	0.33	0.39	0.48	20.42	19.56	16.94	13.49						
华发股份	600325.SH	8.30	0.81	0.65	0.82	1.12	10.26	12.70	10.16	7.43						
	最大值						49.28	39.38	33.58	26.34						
	最小值						8.79	7.69	5.78	4.87						

平均数	19.45	17.81	14.94	11.91
调整后平均	14.65	14.95	12.58	10.06

资料来源: Wind, 申万宏源研究

我们同时使用了 RNAV 法对公司估值的安全边际进行检验, 公司的 RNAV 估值为 10.25 元/股, 为 PE 估值提供了安全边际。其中, 开发项目净现值为 119.1 亿元, 归属于母公司净资产为 99.7 亿元, 重估净资产合计为 218 亿元, 总股本为 21.4 亿股, WACC 为 7.5%。由于 RNAV 法仅考虑公司目前所拥有的房产项目与土地储备, 并未将未来拿地的收益考虑在内, 同时项目变现需要时间, 未来的收益存在不确定性与风险, 因此我们仅将 RNAV 估值作为安全边际予以测算, 不作为最终定价工具。

表 9: 公司的 RNAV 估值为 10.25 元/股

RNAV	
开发项目净现值 (亿元)	119.1
归属于母公司净资产 (亿元)	99.7
重估净资产合计 (亿元)	219
总股本 (亿股)	21.4
每股净资产值(元/股)	10.25
2017/6/20	8.82
折价率	14%
Wacc	7.5%

资料来源: 申万宏源研究

现代服务业方面, 我们主要对公司所持有嘉宝股份的股权部分进行了估值, 我们预计 2017-19 年该部分 EPS 分别为 0.046/0.055/0.063 元, 给与 18.33X 估值, 该部分估价 0.84 元/股。我们采用 PE 法进行估值, 由于 A 股市场不存在同类型的物业公司, 因此我们将范围放宽至 H 股上市公司, 选定了彩生活、中海物业与绿城服务作为可比公司。考虑到嘉宝股份是西南地区的龙头公司, 市场占有率正在不断扩大, 因此我们给与公司 2017 年现代服务业 18.33X 估值 (与可比公司一致)。

表 10: 现代服务业港股可比公司 2017 年平均 PE 为 18.33 倍

公司	代码	最新价格(元)					每股收益 (元)					市盈率				
		2017/6/20	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E		
彩生活	1778.HK	4.46	0.19	0.25	0.32	0.45	23.47	17.97	13.97	9.89						
中海物业	2669.HK	1.54	0.05	0.08	0.11	0.12	29.45	18.69	14.67	12.44						
绿城服务	2869.HK	4.30	0.10	0.14	0.19	0.26	42.79	29.78	22.20	16.37						
	平均数						26.46	18.33	14.32	11.17						

资料来源: Wind, 申万宏源研究

医药销售部分, 我们预计 2017-19 年 EPS 分别为 0.0082/0.0090/0.0099 元, 给与 30.50X 估值 (与可比公司一致), 该部分估价 0.25 元/股。我们同样采用了 PE 估值法, 可比公司主要挑选了中小市值、以制药为主营业务的毛利率在 40%-60% 的公司, 剔除最大值与最小值后, 平均 PE 为 30.50X。

表 11: 医药销售业务可比公司 2017 年平均 PE 为 30.50 倍

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)					市盈率			
		2017/6/20	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	
亚太药业	002370.SZ	28.93	0.57	0.78	1.10	1.19	50.75	37.31	26.40	24.37	
福安药业	300194.SZ	7.12	0.58	0.28	0.32	0.35	12.23	25.63	22.32	20.37	
科伦药业	002422.SZ	16.10	0.49	0.48	0.61	0.76	32.98	33.45	26.50	21.11	
京新药业	002020.SZ	11.20	0.36	0.41	0.50	0.62	31.54	27.55	22.42	18.04	
	最大值						50.75	37.31	26.50	24.37	
	最小值						12.23	25.63	22.32	18.04	
	平均数						31.88	30.99	24.41	20.97	
	调整后平均						32.26	30.50	24.41	20.74	

资料来源: Wind, 申万宏源研究

5. 风险提示

1) 宏观经济下行及政策风险。地产行业是强周期行业, 宏观经济下行将影响地产销量。宏观经济下行将通过财富效应降低整个经济体的需求。此轮调控周期尚不确定何时结束, 目前银行信贷仍处于收紧状态, 预计下半年行业销售下行是大概率事件。

2) 地产行业销售价格下行风险。地产行业受终端销售价格影响较大, 销售价格下行将直接影响地产项目利润, 同时由于地产企业的高负债特性, 销售价格下降如伴随着周转率下降会影响企业现金流水平。

3) 现代服务业模式风险。一方面整个行业在社区生活服务 O2O 平台运营模式上, 仍处于探索阶段, 尚无成功案例, “生活家服务体系”处于起步阶段, 平台的运营模式与潜在价值尚待市场检验; 另外, 快速扩张存在并购风险及后续的管理整合风险。

4) 3D 打印项目研发尚处于研发阶段, 产业化转化周期较长。3D 打印在生命科学领域仍处于初级阶段, 而生物活性材料领域更属于尖端前沿。因此研发进度存在不确定性, 若项目推进低于预期将对投资者预期产生影响, 对股价产生压力。

5) 并购风险领域的风险。并购行业、标的企业的选择和评估风险, 以及并购后对企业的管理、财务、人事、未来收益以及行业协同等的不确定性也可能给企业经营发展带来风险。

6. 附表

表 12: 董事 (不含独立董事)、监事、高级管理人员计划在 2017 年 4 月 29 日起 6 个月内通过上海证券交易所交易系统增持公司股份, 增持金额合计不低于人民币 1200 万元

姓名	职务	增持金额
张巧龙	副董事长、总裁	不低于 200 万元
吕正刚	董事、首席财务官	不低于 200 万元
任东川	董事	不低于 200 万元
王小英	监事会主席	不低于 200 万元
常 珩	监事	不低于 100 万元
雷 鹏	监事	不低于 100 万元
李高飞	副总裁、董事会秘书	不低于 200 万元
合计		不低于 1200 万元

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 13: 截至 2017 年 5 月 11 日, 公司董事 (不含独立董事)、监事、高级管理人员已通过上海证券交易所交易系统合计增持 706.40 万元, 占 1200 万元的 58.87%

姓名	职务	增持前持股 数量 (股)	增持前持股 比例	本次增持 数量 (股)	增持平均价 格 (元/股)	增持金额 (元)	增持后持股 数量 (股)	增持后持股 比例
张巧龙	副董事长、 总裁	750,000	0.035%	120,000	8.18	981,600	870,000	0.041%
吕正刚	董事、首席 财务官	950,000	0.044%	130,000	8.35	1,085,052	1,080,000	0.051%
任东川	董事	950,000	0.044%	150,000	8.10	1,215,000	1,100,000	0.052%
王小英	监事会主席	100,000	0.005%	170,000	8.40	1,428,100	270,000	0.013%
常 珩	监事	50,100	0.002%	80,000	8.20	655,856	130,100	0.006%
雷 鹏	监事	50,000	0.002%	58,400	8.55	499,275	108,400	0.005%
李高飞	副总裁、董 事会秘书	0	--	140,600	8.53	1,199,094	140,600	0.007%
合计		2,850,100	0.133%	849,000	8.32	7,063,977	3,699,100	0.173%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 14：公司主要房地产业务项目列表

项目名称	持股比例	城市	物业类型	占地面积 (万平方米)	建筑面积	2017 年售价	开发成本	预计投资总额 (亿元)	RNAV (亿元)
出租项目公允价值	100%	成都区域	商业		26.0				31.80
土地	88%	成都区域	住宅+商业		281.0	10,632	7,817		12.9
乐彩城	90%	成都区域	住宅+商业		22.1	30,600	12,445	26.1	10.1
合肥雍锦半岛	100%	华中区域	住宅+商业	14.8	31.9	16,500	10,781	32.6	5.3
尾盘项目	90%	成都区域	住宅+商业			11,220	8,250		4.3
苏州天悦城	95%	华东区域	住宅	5.9	24.9	17,340	11,621	27.5	3.8
土地	69%	长三角区域	住宅+商业		60.0	17,340	12,750		3.5
土地	100%	环渤海区域	住宅+商业		24.9	24,471	17,993		3.0
东方天地	90%	成都区域	住宅+商业	8.0	39.8	12,750	6,273	25.0	2.9
昆明天娇城三期	91%	滇渝区域	住宅+商业	7.5	26.1	7,459	3,960	9.8	2.8
土地	71%	滇渝区域	住宅+商业		72.9	8,820	6,485		2.3
昆明天娇城一期	91%	滇渝区域	住宅+商业	6.6	32.7	7,459	3,762	12.3	2.0
武汉林肯公园	100%	华中区域	住宅+商业	8.6	13.6	28,417	20,895	27.0	2.0
中央天地广场	90%	成都区域	商业	1.9	7.9	21,722	10,959	8.2	1.8
无锡 COCO 蜜园	95%	华东区域	住宅+商业	9.2	20.7	12,623	6,358	13.2	1.7
COCO 金沙二期	90%	成都区域	住宅+商业	4.5	18.5	16,575	8,098	15.0	1.7
苏州雍锦园	95%	华东区域	住宅+商业	7.1	14.2	23,997	17,645	23.8	1.6
南京公园 1 号	95%	华东区域	住宅+商业	4.2	11.8	27,976	20,571	23.0	1.6
COCO 金沙三期	90%	成都区域	住宅+商业	4.7	18.8	16,575	8,174	15.3	1.6
.....
合计									119.1

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 15: 公司实施股权激励, 发行限制性股票 2117 万股, 授予价格 7.44 元

标的种类	限制性股票
标的股票来源	公司向激励对象定向发行的本公司 A 股普通股股票
激励对象	首次授予 193 人, 预留授予 1 人 (不包括独立董事、监事)
限制性股票授予价格	7.44 元
股票数量	2117.01 万股
占公司股本总额比例	1.00%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 16: 股权激励对象具体名单

姓名	职务	获授限制性股票数量 (万股)	占本计划拟授予限制性股票总量的比例	占公司股本总额的比例
张志成	副董事长、总裁	96.00	4.53%	0.05%
任东川	董事、常务副总裁	85.00	4.02%	0.04%
吕正刚	董事、首席财务官	85.00	4.02%	0.04%
蒲鸿	董事	60.00	2.83%	0.03%
张亦农	副总裁	65.00	3.07%	0.03%
蒋黎	董事会秘书	40.00	1.89%	0.02%
中层管理人员、核心技术 (业务) 人员 (190 人)		1,523.63	71.97%	0.72%
预留限制性股票		162.38	7.67%	0.08%
合计		2,117.01	100.00%	1.00%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 17: 预计 2017 年业绩达标可能性较高

解锁期	解锁时间	可解锁数量占限制性股票数量的比例	解锁条件	是否达成行权条件
第一个解锁期	自首次授予日起 12 个月后的首个交易日起至首次授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	40%	2015 年度归属上市公司股东扣除非经常性损益后净利润不低于 81,500.00 万元	达成
第二个解锁期	自首次授予日起 24 个月后的首个交易日起至首次授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%	2016 年度归属上市公司股东扣除非经常性损益后净利润不低于 95,000.00 万元	未达成
第三个解锁期	自首次授予日起 36 个月后的首个交易日起至首次授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%	2017 年度归属上市公司股东扣除非经常性损益后净利润不低于 117,000.00 万元	预计达成

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

备注: 按照公司 2016 年年报中披露 2017 年归母扣非后的净利润目标 12.7 亿计算, 2016 年及 2017 年累计完成的归母扣非后的净利润额共计 21.34 亿 (8.64+12.7), 超过两年累计目标值 21.2 亿 (9.5+11.7), 2017 年未解锁部分预计将在 2018 年解锁。

财务摘要

合并损益表

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	15,318	17,598	21,329	25,154	30,944	38,734
营业收入同比增长率 (yoy)	3964%	15%	21%	18%	23%	25%
减: 营业成本	10,632	12,381	16,002	17,796	22,014	27,685
毛利率(%)	31%	30%	25%	29%	29%	29%
减: 营业税金及附加	1,308	1,429	1,584	1,761	2,166	2,711
主营业务利润	3,377	3,788	3,743	5,597	6,764	8,338
主营业务利润率(%)	22%	22%	18%	22%	22%	22%
减: 销售费用	680	751	939	1,493	1,791	2,187
减: 管理费用	561	617	751	1,240	1,488	1,816
减: 财务费用	268	322	335	379	410	510
经营性利润	1,868	2,099	1,718	2,485	3,075	3,825
经营性利润率(%)	12%	12%	8%	10%	10%	10%
减: 资产减值损失	320	452	337	0	0	(1)
加: 公允价值变动收益	-200	-125	-48	0	0	0
加: 投资收益	42	-9	138	13	15	16
营业利润	1,390	1,513	1,471	2,499	3,090	3,842
加: 营业外净收入	0	-13	-3	-5	-7	-5
利润总额	1,391	1,501	1,468	2,493	3,082	3,837
减: 所得税	499	546	578	965	1,193	1,490
净利润	891	954	890	1,529	1,889	2,347
少数股东损益	21	149	(6)	124	158	257
归属于母公司所有者的净利润	870	805	896	1,405	1,731	2,090
每股收益(元)	0.41	0.38	0.42	0.66	0.81	0.98
归属于母公司所有者的净利润率(%)	6%	5%	4%	6%	6%	5%

资料来源: wind, 申万宏源研究

合并资产负债表

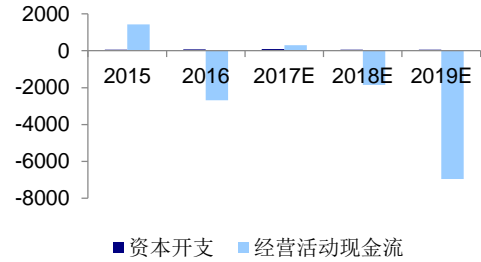
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	49,471	64,458	71,665	82,985	103,038
现金及等价物	5,586	9,171	11,797	13,140	15,485
应收款项	3,425	3,360	4,027	4,869	5,900
存货净额	39,288	50,595	54,510	63,644	80,321
其他流动资产	1,161	1,325	1,325	1,325	1,325
长期投资	464	1,129	1,165	1,207	1,258
固定资产	1,194	1,149	1,304	1,433	1,559
无形资产及其他资产	5,100	6,507	6,751	6,895	7,062
资产总计	56,244	73,365	80,886	92,520	112,917
流动负债	34,303	39,471	43,648	49,197	61,218
短期借款	7,986	8,255	8,970	8,686	10,874
应付款项	21,139	23,999	31,205	36,691	46,141
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	10,590	19,884	21,613	26,160	32,622
负债合计	44,893	59,355	65,261	75,357	93,840
股本	2,136	2,135	2,135	2,135	2,135
资本公积	2,007	1,528	1,528	1,528	1,528
盈余公积	281	286	430	533	649
未分配利润	4,123	4,732	5,778	7,056	8,596
少数股东权益	2,460	4,038	4,162	4,320	4,578
股东权益	11,351	14,010	15,625	17,163	19,077
负债和股东权益	56,244	73,365	80,886	92,520	112,917

资料来源: wind、申万宏源研究

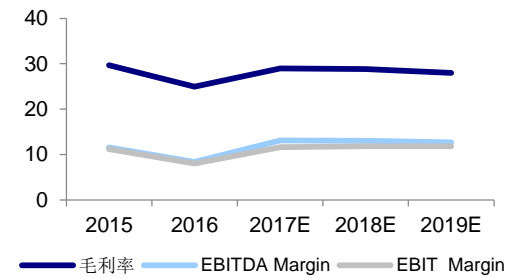
合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	954	890	1,529	1,889	2,347
加: 折旧	518	407	400	409	418
摊销减值	293	317	379	410	510
非经营损失	177	-527	134	147	162
营运资本变动	-517	-3,813	-1,408	-4,461	-8,225
其它	0	0	289	318	350
经营活动现金流	1,430	-2,688	1,322	-1,288	-4,439
资本开支	64	77	277	259	265
其它投资	23	-906	-22	-28	-35
现金流	-255	-2,124	-299	-286	-300
吸收投资	3,623	2,649	0	0	0
负债净变化	-515	1,125	2,297	800	3,172
支付股利、利息	1,823	2,102	592	761	943

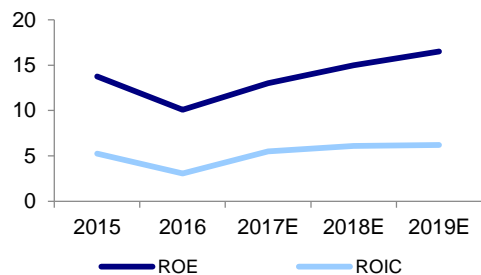
资本开支与经营活动现金流



经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)



其它融资					
现金流	-1,967	-1,377	-101	2,878	4,854
融资活动现金流	-682	8,257	1,603	2,918	7,083
净现金流	494	3,444	2,626	1,343	2,344

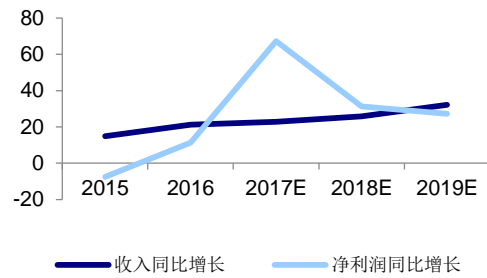
资料来源: wind、申万宏源研究

重要财务指标

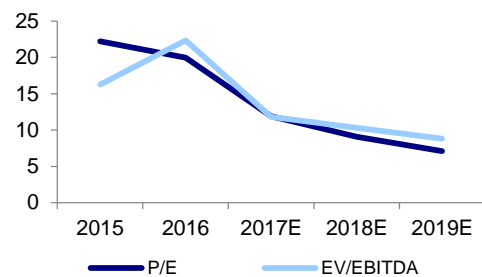
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标					
(元)					
每股收益	0.38	0.42	0.66	0.81	0.98
每股经营现金流	0.67	-1.26	0.62	-0.60	-2.08
每股红利	0.01	0.12	0.10	0.16	0.20
每股净资产	2.74	4.16	5.37	6.01	6.79
关键运营指标					
(%)					
ROIC	5.3	3.1	5.3	5.7	5.8
ROE	13.8	10.1	12.3	13.5	14.4
毛利率	29.7	25.0	29.3	28.9	28.5
EBITDA Margin	11.6	8.4	13.0	12.6	12.3
EBIT Margin	11.2	8.1	11.4	11.3	11.2
收入同比增长	14.9	21.2	17.9	23.0	25.2
净利润同比增长	-7.5	11.3	56.8	23.2	20.7
资产负债率	79.8	80.9	80.7	81.4	83.1
净资产周转率	3.01	2.40	2.19	2.41	2.67
总资产周转率	0.31	0.29	0.31	0.33	0.34
有效税率	36.2	43.5	38.9	38.9	39.0
股息率	0.1	1.4	1.2	2.0	2.4
估值指标					
(倍)					
P/E	22.2	20.0	12.7	10.3	8.6
P/B	3.1	2.0	1.6	1.4	1.2
EV/Sale	1.9	1.9	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	16.3	22.3	12.1	11.0	10.4

资料来源: wind、申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。