

房地产

2017年07月17日

蓝光发展 (600466)

——员工跟投制度确立，引发公司内部“二次创业”热潮

报告原因：有信息公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年07月17日

收盘价(元)	7.71
一年内最高/最低(元)	12.22/7.08
市净率	1.6
息率(分红/股价)	1.30
流通A股市值(百万元)	6805
上证指数/深证成指	3176.47 / 10055.80

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)	2134/883
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《蓝光发展(600466)深度：“人居蓝光+生命蓝光”双轮驱动，公司业绩加速前进》
2017/06/21《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

龚正欢
(8621)23297818x7457
gongzh@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：2017年7月14日晚，公司发布公告《“蓝色共享”员工事业合伙人管理办法(试行)》与《关于公司董事、监事及高管参与房地产项目投资暨关联交易预计的公告》。**上述办法尚须经股东大会审议通过。
- **地产相关一级职能部门核心人员与其他关键人员强制跟投，高度绑定员工与公司利益。**跟投合伙员工分为强制合伙人和自愿合伙人。强制合伙人主要包括总部一级职能部门中心总经理级及以上人员，区域公司及城市公司经营班子人员、其他关键人员(包括但不限于营销负责人、工程负责人、设计负责人、成本负责人、财务资金负责人、项目负责人等)。自愿合伙人包括总部正式员工，区域公司、城市公司及与项目经营直接相关的正式员工。
- **项目跟投额度为15%，高于同行业平均水平，体现公司锐意进取、积极扩张的决心。**总部合伙平台和区域合伙平台合计持有的项目公司股权比例合计不超过15%；每个跟投合伙项目中的单个跟投合伙员工持有的项目公司股权比例原则上不超过1.5%。计算合伙平台在跟投项目公司的股权占比时，以预测项目现金流(含融资)归正周期内，项目股东自有资金平均投资额作为项目公司的总股本金额。
- **合理确立跟投资金进退时点，有效支撑项目公司的资金运营需求。**1.跟投资金到位时间：在项目确权后3个月内完成；2.回收跟投资金：项目公司在累积净现金流量为正数，并保证项目运营所需资金、充分考虑项目经营风险后(外部合作项目需要经合作方同意)，经“共享”领导小组会议批准，项目公司向合伙平台归还债权资金，资金利息年度进行结算；3.退出跟投项目启动时点：跟投合伙项目公司全部地上可售面积的销售率(已售地上面积/全部可售地上面积)达到90%时。
- **7位董监高通过合伙平台参与员工跟投，预计总投资额不超过1.24亿元。**公司董事、监事及高级管理人员拟根据共享管理办法相关规定，通过合伙平台成都煜锦参与公司房地产跟投合伙项目投资。在成都煜锦存续期间，董监高通过成都煜锦跟投公司房地产项目的总金额预计不超过人民币12,400万元(包括期间现任及新聘董事、监事及高级管理人员投资金额)，在上述额度内，资金可滚动使用。截至2017年7月14日，已跟投金额为3562万元，预计后续跟投金额为8838万元。此次公司董事长不参与项目跟投合伙。
- **“蓝色共享”计划已在公司内部引发员工“二次创业”热潮，员工士气得到大幅提高。**在目前行业分化格局加剧、利润空间逐步缩小的阶段，员工跟投制度有利于公司实现逆市扩张、销售规模快速提升，同时有助于加快周转速度、缩短资金回报周期，提升项目质量与盈利水平，达到一石多鸟的目的。2017年公司新获取的项目中80%为收并购项目，且收购价大幅低于同地段招拍挂的楼面价，体现了员工通过多元化渠道为公司获取优质资源的积极性。
- **近期高管增持计划已完成92.3%，目前股价安全边际较高。**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7月12日，董监高已累计增持1107.7万元，占总计划金额的92.3%，平均增持价格8.22元/股，并承诺增持行为发生起6个月内不减持。上述增持计划不仅表现了公司高管对未来发展前景的充分信心并且为当前股价提供了较高的安全边际。
- **维持增持评级，维持盈利预测。**考虑到公司上半年已完成约300亿的销售额，预计将大概率超额完成全年500亿的销售目标，近期实施的员工跟投计划将进一步促进销售业绩的高增速。同时2017年上半年总金额为1200万元的高管增持计划也表现了管理层的充分信心，因此给予公司增持评级。我们预计公司2017-19年归母净利润分别为14.1/17.3/20.9亿元，同比增速分别为56.9%/23.2%/20.7%，EPS分别为0.66/0.81/0.98元。

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	18		12	10	8

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ROF

附表

表 1: 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 2: 截至 2017 年 7 月 12 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 1107.7 万元, 占总增持计划金额 1200 万元的 92.3%

日期	姓名	增持数量	增持均价	增持金额	本次累计增持数量	本次累计增持金额
2017.6.1	张巧龙	130,000	7.89	1,025,700	250,000	2,007,300
2017.6.2	常珩	3,400	7.87	26,758	123,400	1,000,214
2017.6.2	李高飞	29,800	7.88	234,696	242,000	2,001,392
2017.6.2	任东川	19,200	7.83	150,336	169,200	1,365,336
2017.6.29	雷鹏	23,500	8.60	202,100	81,900	701,375
2017.7.11	王小英	21,100	8.43	177,873	241,100	2,000,373
2017.7.12	吕正刚	89,700	8.48	760,609	239,700	2,001,261
合计					1,347,300	11,077,251

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 3：公司跟投额度比例在房企中属于最高水平，与碧桂园、阳光城类似

公司名称	跟投人员范围规定	跟投额度	跟投项目范围	收益机制	退出机制
蓝光发展	地产相关一级职能部门核心人员与其他关键人员强制跟投，总部与项目相关人员自愿跟投，董事长不参与跟投	15%	2017年2月27日后首次开盘销售的项目	按持股比例分红	跟投合伙项目公司已售地上面积/全部可售地上面积达到90%时
碧桂园	集团董事长、副总裁、中心负责人、区域总裁、项目经理、区域营销和项目营销负责人必须跟投；其他集团员工可自愿投资所有项目	15%	获得的新项目均采取跟投机制	项目有盈利时，可以分红	项目出现亏损，参与者不可退出
阳光城	管理层团队(除公司董事、监事、高级管理人员外)及区域相关负责人、项目经营管理团队可自愿跟投	15%	跟投项目为从2017年1月1日起，公司投资开发的房地产项目		
万科	项目所在区域和城市的公司管理层、项目的管理团队必须跟投；集团董事长、监事和高级管理人员不能跟投，其他员工可以自愿参与跟投	10%	全国各地项目	当项目累计经营净现金流量为正时，可以分红按跟投项目内部收益率与门槛收益率、超额收益率比较递进式分配收益	项目清算时可以退出
越秀地产	集团物业开发项目的若干地方管理团队核心成员及核心员工(合格管理层成员)；公司董事或最高行政人员或公司发行人层面的任何其他关联人士不得参与该计划	10%	开发佛山禅城佛平路地块项目为该计划所涵盖的首个项目	按持股比例分红	交房后(两年半到三年半)
金地集团	集团主管投资高管、集团投资部门负责人以及区域公司负责人，区域公司主管投资负责人、区域公司主管营销负责人、城市公司负责人、项目负责人以及项目关键人员必须跟投；除公司董事、监事、高级管理人员和区域负责人之外的集团正式员工自愿跟投；董事长和总裁不参与跟投	10%	规定投资项目为2015年6月30日之后首次开盘的项目	收益(亏损)的计算与项目IRR挂钩	待项目已销售建筑面积达到拟销售建筑面积的90%的时点，有限合伙企业方可退出
绿地控股	事业部经营管理团队及相关条线负责人、项目经营管理团队等必须跟投；除公司董事、监事、高级管理人员之外的公司正式员工可自愿跟投	10%	2017年起，公司拟选取部分市场化竞拍的销售型房地产项目，试点项目跟投管理办法	跟投人的损益与项目IRR挂钩，不设本金保障和收益保证机制	
招商蛇口	对项目负有主要责任的核心管理人员须强制跟投；除强制跟投人员外，允许区域总部、城市公司、项目部的其他正式员工自愿跟投	5%	自《项目跟投管理制度》通过之日起，由城市公司操盘开发的，通过市场化的方式获取土地的销售型项目		
当代置业	跟投机制覆盖公司领导层、管理层和中坚层；项目的核心团队成员必须跟投，集团各专业管理层以上必须跟投；其余成员自愿跟投；将来，凡和跟投标的的经营成果有密切关系的职员都“智业合伙”化	5%			现金回流正项目跟投可以进行第一次退出，在销售达到90%时，可以全部退出

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 4：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 5：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 6：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 7：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

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

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。