

# 蓝光发展 (600466.SH)

## 成长有道，发力未来

### 核心观点:

#### ● 房地产开发，进入成长快车道

16年公司实现商品房销售金额301亿元，同比增长65%；2017年公司计划实现销售金额500亿；中期计划2020年之前进入房企前20强。合理的城市布局是公司发展的前提条件，目前公司全国化布局初步形成，已进入全国大中型城市近20个，未售土地储备约1500万方。同时，公司聚焦高价值区域投资，坚定推进东进、南下战略，布局城市深耕力度不断增加，且积极把握行业并购机会，2017年通过并购拿地模式占比超80%。

#### ● 提高软实力，发挥民企业管理优势

产品力是蓝光发展未来业绩提升的关键保障，2016年公司产品转型战略成功落地，推出“雍锦系”、“公园系”两大改善型产品获得市场高度认可。17年7月15日，公司公布了名为“蓝色共享”员工事业合伙人管理办法，明确了地产项目团队的跟投机制，完善了员工激励政策。进入地产白银时代软实力建设的重要性逐渐凸显，公司依靠自身优异的开发周转能力成长为区域龙头房企，而相较未来在全国范围的发展壮大，管理团队则更加关注企业整体运营效率的提升。

#### ● 预计17、18年的业绩分别为0.60和1.18元，给予“买入”评级。

蓝光发展以地产开发业务为核心，以医药+3D打印及物业管理业务为辅助的模式，在公司完成上市之后将会迎来崭新的发展机遇。公司地产销售规模增速加快且利润率处于上升趋势，未来业绩将加速释放。三项业务对应的公司合理权益价值为271.8亿元，每股NAV约为12.15元/股，对应公司目前的股价的折价率为28.6%，高于行业整体平均水平。

#### ● 风险提示

地产开发业务受到行业调控政策限制，费用规模扩张影响业绩增长。

### 盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	17,598	21,329	25,004	37,573	45,991
增长率(%)	4309.37%	21.20%	17.23%	50.27%	22.40%
EBITDA(百万元)	2,478	2,122	2,292	4,520	6,165
净利润(百万元)	805	896	1,282	2,516	3,403
增长率(%)	6298.47%	11.28%	43.10%	96.30%	35.24%
EPS(元/股)	0.38	0.42	0.60	1.18	1.59
市盈率(P/E)	23.13	20.79	14.53	7.40	5.47
市净率(P/B)	2.10	1.87	1.84	1.47	1.16
EV/EBITDA	16.93	17.81	18.63	12.51	10.59

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

8.80元

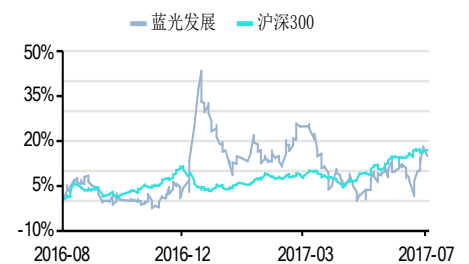
报告日期

2017-08-11

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2,134/883
流通A股市值(百万元)	19,123
每股净资产(元)	4.67
资产负债率(%)	80.90
一年内最高/最低(元)	11.25/7.65

### 相对市场表现



分析师：乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiaodong@gf.com.cn

分析师：郭镇 S0260514080003



010-59136622



guoz@gf.com.cn

### 相关研究:

## 目录索引

重组迪康药业，蓝光发展登场 .....	4
房地产开发，进入成长快车道 .....	6
地产业务核心地位不可动摇 .....	6
走出成都，布局全国 .....	9
提高节奏，加快周转 .....	12
多样化产品结构，改善项目提高销售毛利率 .....	14
商业地产，多年沉淀的业绩保障 .....	16
推出项目跟投计划，完善员工激励体系 .....	17
物业管理业务登陆新三板 .....	19
传统药业稳定，3D 打印想象空间宽广 .....	22
公司估值，每股 NAV 约为 12.15 元/股 .....	25
风险提示 .....	30

## 图表索引

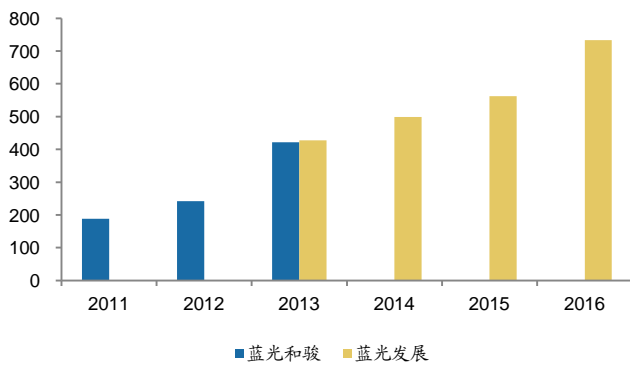
图 1: 蓝光发展总资产规模 (亿元) .....	4
图 2: 蓝光发展净资产规模 (亿元) .....	4
图 3: 蓝光发展公司发展历程 .....	4
图 4: 蓝光发展股权结构关系图 (17 年一季报) .....	5
图 5: 蓝光发展经营发展主要战略 .....	7
图 6: 蓝光发展主营业务收入规模 (亿元) 及增速 .....	7
图 7: 蓝光发展净利润规模 (亿元) 及增速 .....	7
图 8: 2016 年蓝光发展主营业务收入结构 .....	7
图 9: 2016 年蓝光发展营业毛利结构 .....	7
图 10: 蓝光发展全国布局情况 .....	8
图 11: 蓝光发展销售金额 (亿元) .....	8
图 12: 蓝光发展全国销售排名 .....	8
图 13: 蓝光发展城市布局拓展历程 .....	9
图 14: 蓝光发展未结算口径储备规模分布 .....	9
图 15: 蓝光发展未结算口径货值分布 .....	9
图 16: 蓝光发展土地获取规划建筑面积 (万方) .....	10
图 17: 蓝光发展土地获取区域分布 .....	10
图 18: 蓝光发展主营业务收入区域分布 .....	10
图 19: 蓝光发展销售各区域结算毛利 .....	10
图 20: 蓝光发展销售区域分布 .....	10
图 21: 蓝光发展各区域销售均价 .....	10
图 22: 蓝光发展销售表现与城市数量的关系 (亿元) .....	11
图 23: 主流地产公司单城市销售规模 .....	12
图 24: 主流地产公司单城市项目数量比较 .....	12
图 25: 蓝光发展 16 年新开工面积分布 .....	12

图 26: 蓝光发展 17 年新开工计划区域分布	12
图 27: 蓝光发展高周转 2.0 策略	13
图 28: 蓝光发展土地获取单项目规模 (万方)	13
图 29: 主流地产公司单项目平均规模	13
图 30: 蓝光发展及地产板块存货周转率	14
图 31: 蓝光发展及地产板块资产周转率	14
图 32: 蓝光发展管理及销售费用率变化	14
图 33: 蓝光雍景系列产品	15
图 34: 蓝光公园系列产品	15
图 35: 蓝光发展成都雍	15
图 36: 蓝光发展改善系列产品示范标准	16
图 37: 蓝光发展投资性房地产规模 (亿元)	16
图 38: 蓝光发展公允价值变动损益 (亿元)	16
图 39: 嘉宝股份主营业务收入规模 (亿元)	20
图 40: 嘉宝股份净利润规模 (亿元)	20
图 41: 嘉实股份单位管理面收入规模及净利润水平 (元/平米)	21
图 42: 嘉宝股份生活家联盟生态圈	21
图 43: 迪康药业主营业务收入 (万元)	22
图 44: 迪康药业毛利率水平变化	22
图 45: 迪康药业重庆生产基地	23
图 46: 迪康药业可吸收骨折内固定螺钉可吸收膜	23
图 47: 蓝光英诺无支架 3D 生物打印体系	23
图 48: 主流地产公司 NAV 估值折价情况汇总	29
图 49: 蓝光发展融资余额及融资成本变化	30
图 50: 地产行业企业融资成本对比	30
表 1: 蓝光发展 15 年资产注入及配套融资股东持股情况	6
表 2: 主流地产公司单城市深耕指标对比	11
表 3: 蓝光发展持有型物业项目情况	17
表 4: “蓝色共享”员工事业合伙人范围	17
表 5: 主流地产公司员工持股计划详情对比	18
表 6: 蓝光发展股权激励计划	19
表 7: 蓝光发展股权激励计划业绩要求及实施情况	19
表 8: 嘉宝股份物业管理情况	20
表 9: 蓝光英诺主要技术方案和技术路线	24
表 10: 蓝光发展地产业务 NAV 规模测算	25
表 11: 蓝光发展项目明细	25
表 12: 蓝光发展物业管理业务估值对比	28
表 13: 蓝光发展多业务合计估值情况	28
表 14: 蓝光发展公司债务发行情况	29

## 重组迪康药业，蓝光发展登场

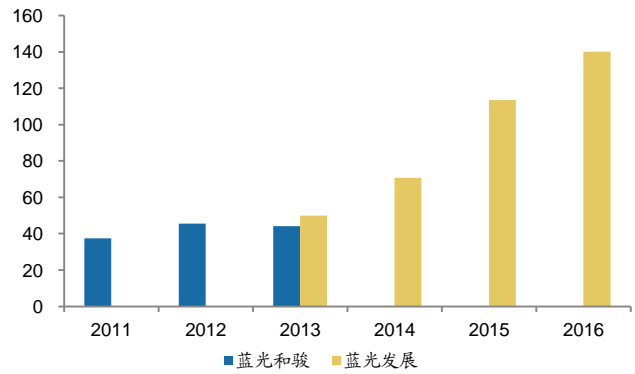
蓝光投资控股集团成立于1990年，并且在1992年成立“成都兰光房屋开发公司”进入工程建设以及地产项目开发领域，并确立房地产开发为主业。经过了20余年的发展，“蓝光和骏”地产在2015年通过借壳“迪康药业”完成上市。重组后上市公司更名为“蓝光发展”，确立了以“人居蓝光+生命蓝光”为双擎驱动的战略顶层设计，其中，人居蓝光以“地产金融+现代服务业”为核心基础产业；生命蓝光以“3D生物打印+生物医药”为创新支柱产业。2017年蓝光发展蝉联中国房地产百强综合实力第23位，并首次跻身百强房企稳健性TOP10。截止到16年末，蓝光发展总资产规模733.6亿，净资产规模140.1亿，随着公司规模体量的增长，又一个来自川渝地区品牌房企正不断走向成熟。

图1：蓝光发展总资产规模（亿元）



数据来源：公司公告及年报，广发证券发展研究中心

图2：蓝光发展净资产规模（亿元）



数据来源：公司公告及年报，广发证券发展研究中心

图3：蓝光发展公司发展历程



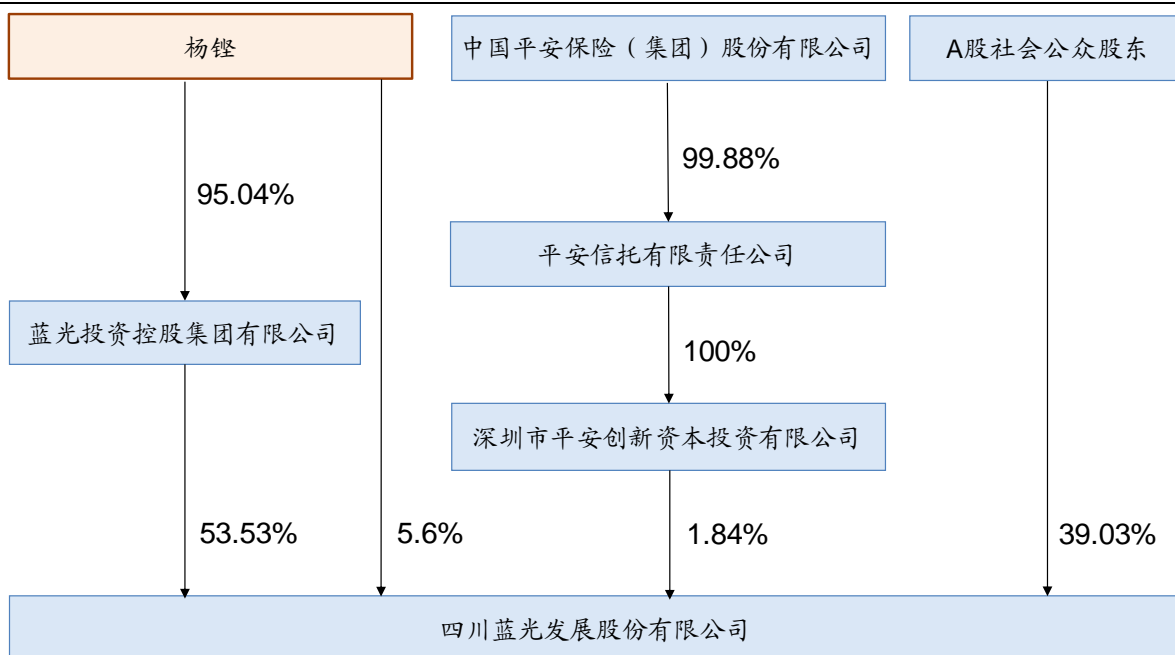
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

回顾蓝光地产的发展历史，从92年创建以来，公司始终以一种积极的态度接受并且关注行业的发展动向。2000-2004年是蓝光地产的商业时代，在成都取得了开发规模、市场份额、投资收益率、“耍街”商业自有品牌及城市推动力等多方面的成就。2004年首个住宅项目御府花都开盘，之后公司加紧深耕成都市场，陆续开发了富丽城、富丽锦城、富丽花城、富丽碧蔓汀等以“富丽”冠名的系列产品，占领整个城北刚需市场。

2008年开始，公司开始尝试更多类型的产品，进入其他市场，08年11月公司在重庆的第一个项目“十里蓝山”开盘售罄，之后公司又以高端住宅项目进军北京市场，拓展别墅产品线。12年公司加紧全国化布局进程，先后进入青岛、无锡、长沙、武汉、苏州、无锡、西安等城市。到2014年，蓝光已经成功布局全国五大焦点区域，近20座大中型城市，开发项目超过100个。

除了项目扩张之外，公司积极探索更加丰富的融资渠道。在地产行业整体调控的背景下，蓝光作为民营企业从12年便开展了房地产基金业务，蓝光与歌斐资产管理有限公司携手成立歌斐蓝光资产管理公司。15年初借壳上市的同时公司增发获取配套融资，上市之后2016年蓝光发展积极通过发行低成本的40亿公司债、40亿中票，以及存量的债务置换等模式，降低有息负债水平及综合融资成本。

图4：蓝光发展股权结构关系图（17年一季报）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

持股结构方面，截止到17年1季度末，大股东蓝光集团持有上市公司11.44亿股，占上市公司总股本的53.53%，实际控制人杨铿直接持有上市公司股本比例为5.6%，合计持股比例为59.13%。公司第二大股东目前仍然为深圳市平安创新资本投资有限公司，持股数量3940万股，占比为1.84%。

蓝光和骏资产注入以及配套融资分别在2015年3月30日以及4月14日完成，新增股本总计规模为16.78亿股。配套融资增发价格为9.31元/股，募集资金22.34亿元，资产注入对应增发股价为4.66元/股，资产对价为67.01亿元。蓝光和骏资产注入前除了实际控制人杨铿及蓝光集团，最大的股东为深圳平安创新资本，上市后合计持有公司股份2.36亿股，占公司总股本的11.17%，其中11年增发进入的股份解禁期为1年而13年受让金石投资的股份解禁期则为3年。

表 1: 蓝光发展 15 年资产注入及配套融资股东持股情况

公司情况	认购方式	增发股份 (亿股)	限售股份解禁日	锁定期(月)	最新持股 (亿股)
深圳市平安创新资本投资有限公司(1)	资产	0.39	2018-04-02	36	0.39
深圳市平安创新资本投资有限公司(2)	资产	1.97	2016-04-01	12	--
杨铿	资产	1.19	2018-04-02	36	1.20
蓝光投资控股集团有限公司	资产	10.83	2018-04-02	36	10.83
东海基金管理有限责任公司	配套融资	0.55	2016-04-14	12	--
博时基金管理有限公司	配套融资	0.25	2016-04-14	12	--
国泰元鑫资产管理有限公司	配套融资	0.25	2016-04-14	12	--
四川产业振兴发展投资基金有限公司	配套融资	0.25	2016-04-14	12	0.23
金葵花资本管理有限公司	配套融资	0.25	2016-04-14	12	--
华安基金管理有限公司	配套融资	0.28	2016-04-14	12	--
财通基金管理有限公司	配套融资	0.58	2016-04-14	12	--

\* (1) 金石投资将持有的蓝光和骏股份转让给平安创新资本，这部分股份的上市后解禁期为 36 个月；(2) 2011 年 2 月平安创新资本参与蓝光和骏定向增发，这部分股权在上市后的解禁期为 12 个月。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 房地产开发，进入成长快车道

蓝光发展当前以“人居蓝光+生命蓝光”为双擎驱动的战略顶层设计，其中，人居蓝光以“地产金融+现代服务业”为核心基础产业；生命蓝光以“3D生物打印+生物医药”为创新支柱产业。

### 地产业务核心地位不可动摇

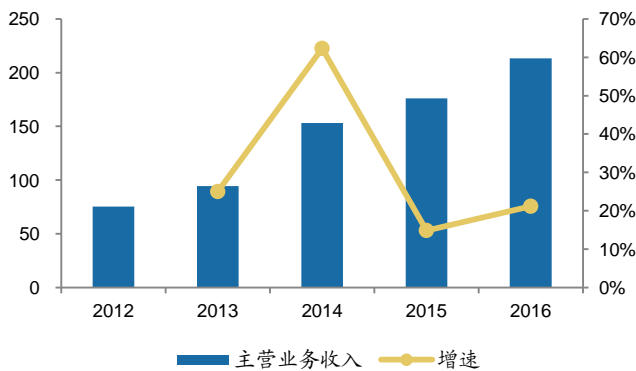
蓝光发展16年主营业务收入213.3亿元，同比增长21.2%，实现营业利润14.7亿元，归属母公司净利润9.0亿元。公司的主营业务收入包括地产开发、医药及3D打印以及现代服务业，地产开发贡献收入占比达到94.1%，是最主要的收入来源，业务涵盖住宅地产和商业地产两部分，其中商业地产持有运营的租金收入为1.38亿元，更多的部分来自于商业项目的销售和结算。医药以及3D打印业务的收入主要由迪康医药业业务贡献，而现代服务业则是以登陆新三板的物业管理公司嘉宝股份为经营主体，这两方面的业务贡献合计占比不到6%。

图5：蓝光发展经营发展主要战略



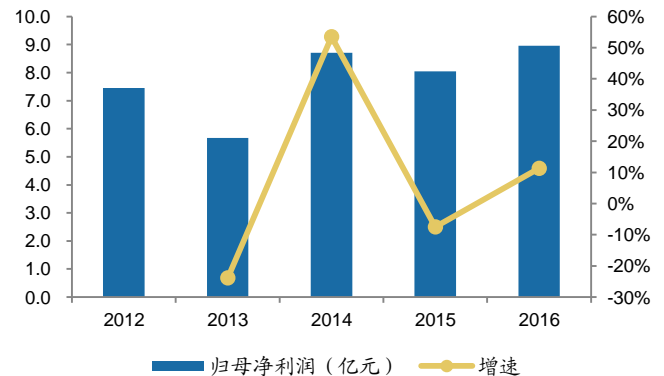
数据来源：公司官方网站，广发证券发展研究中心

图6：蓝光发展主营业务收入规模（亿元）及增速



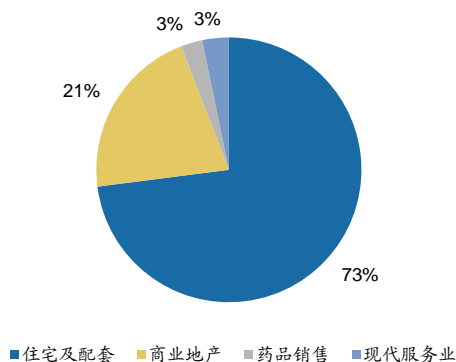
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图7：蓝光发展净利润规模（亿元）及增速



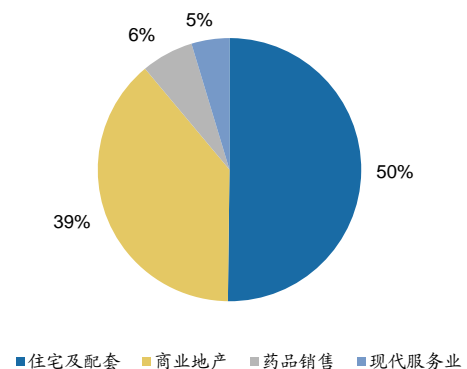
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图8：2016年蓝光发展主营业务收入结构



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图9：2016年蓝光发展营业毛利结构

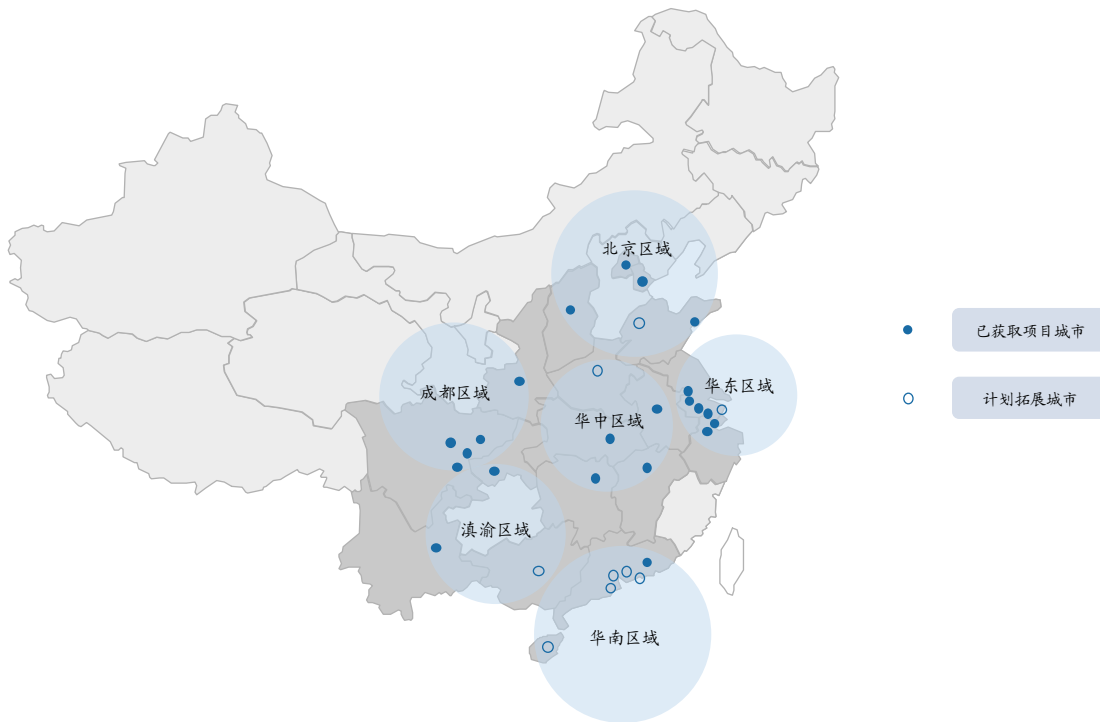


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

毛利率方面，16年公司房地产业务整体结算毛利率为23.13%，与15年相比下降4.54个百分点，其中住宅业务为16.82%，商业地产为44.91%；医药以及现代服务业务分别为59.16%和34.60%，较高的毛利率提升了两个辅业的毛利占比。

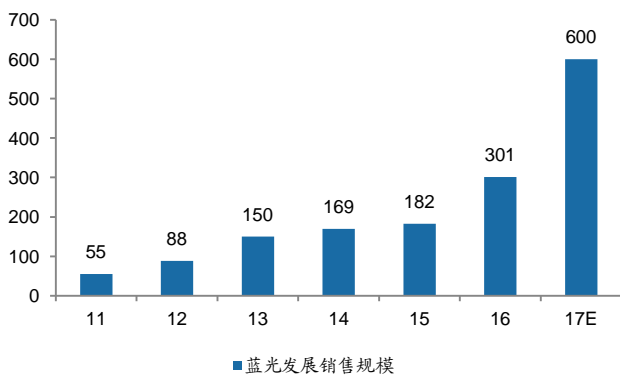
作为蓝光发展目前核心的收入以及利润贡献业务，公司房地产业务从成都起家，兼顾商业项目运营与住宅项目开发，经过20多年的发展现已在全国布局六大区域超过30个城市，累计开发项目超过100个。16年公司实现商品房销售金额301亿元，同比增长65%；2017年公司计划实现销售金额500亿，同比增长接近67%。中期计划在3年内进入中国地产前20强。

图10: 蓝光发展全国布局情况



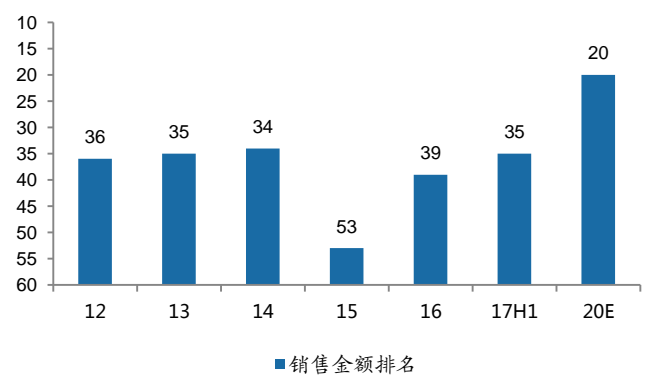
的数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图11: 蓝光发展销售金额（亿元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图12: 蓝光发展全国销售排名



数据来源：克尔瑞，广发证券发展研究中心

土地资源储备方面，根据公司资产注入时披露的信息显示，截止到14年10月31日，公司储备的可供销售的项目总规模为1283万方，考虑15、16年的项目获取以及销售，截止到16年末的土地储备规模为1404万方。目前公司项目销售均价为10832



元/平米（根据克尔瑞半年度销售数据计算），按照储备面积以及销售均价计算，对应未售货值规模为1520亿元。17年上半年公司通过收购及招拍挂等方式获取土地总建筑面积292万方，对应货值387亿元，总货值体量为1907亿元。

### 走出成都，布局全国

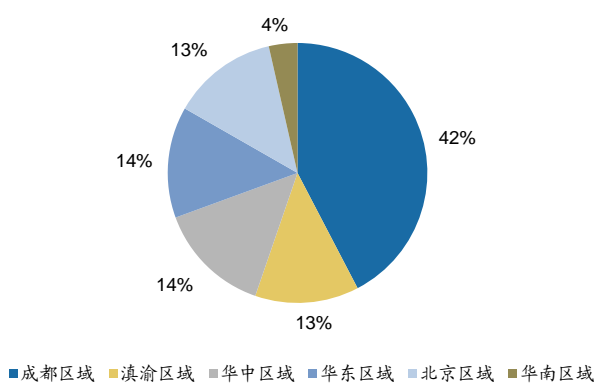
蓝光地产在成都起家，经过了多年的发展，在成都市取得了极大的成功，随后进入重庆，跨出了走出成都的第一步。在之后的5-6年，公司的区域拓展始终围绕着川渝地区，逐步进入了成都周边的一些三线城市（南充、乐山、自贡、遂宁等），虽然也有布局云南昆明和北京，但都是单一项目的试水，投资经营策略还是以传统优势区域为主。

图13: 蓝光发展城市布局拓展历程



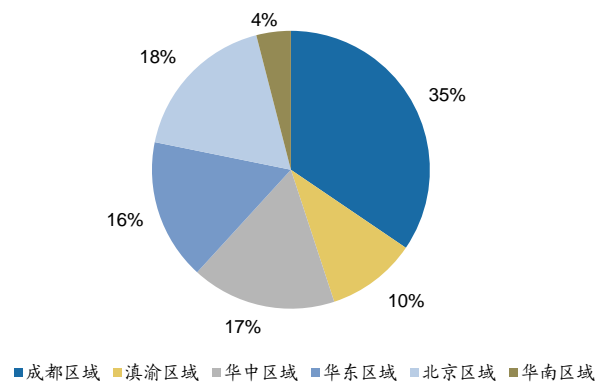
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图14: 蓝光发展未结算口径储备规模分布



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图15: 蓝光发展未结算口径货值分布

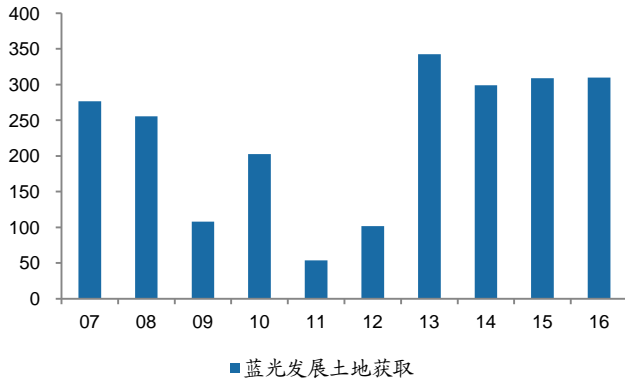


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

13年以后，公司明显加快了全国重点城市的布局策略，实现从“四川蓝光”迈向“中国蓝光”的全面升华。针对不同区域，公司采用差异的布局策略。华中区域，公司采取核心省会城市深耕战略，在武汉、合肥、长沙、南昌等地全方位拓展，在每个城市都拥有2-3个项目。华东区域，公司围绕南京、苏州、杭州等核心二线城市

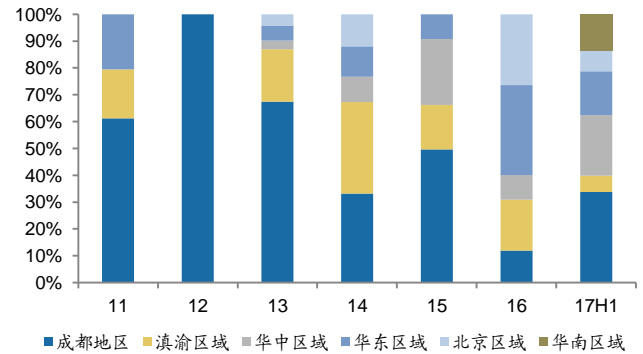
拓展项目，同时在兼顾城市圈附近的三线城市，实现协同布局全面发展，16年公司  
在上海成立东部中心，区域拓展决心可见一斑。

图16: 蓝光发展土地获取规划建筑面积(万方)



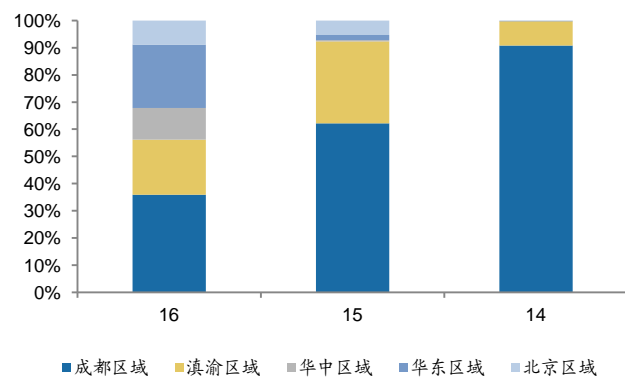
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图17: 蓝光发展土地获取区域分布



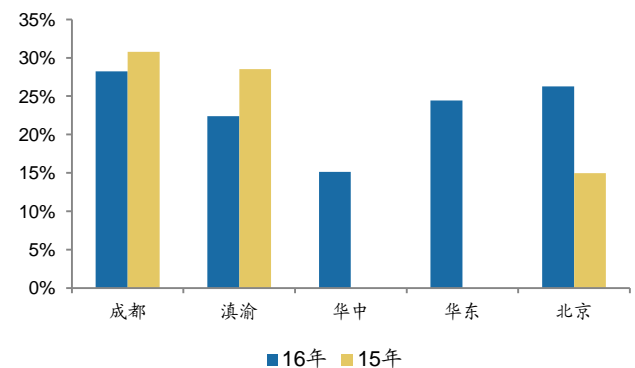
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图18: 蓝光发展主营业务收入区域分布



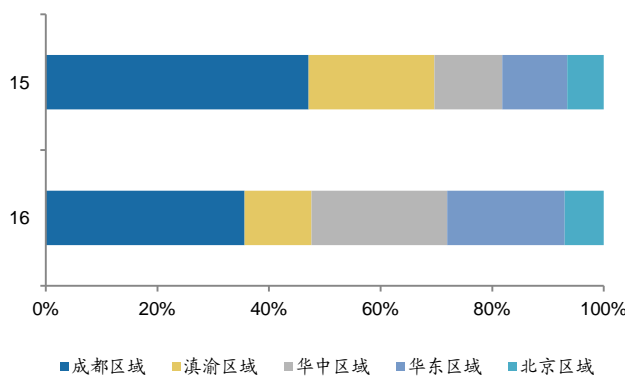
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图19: 蓝光发展销售各区域结算毛利



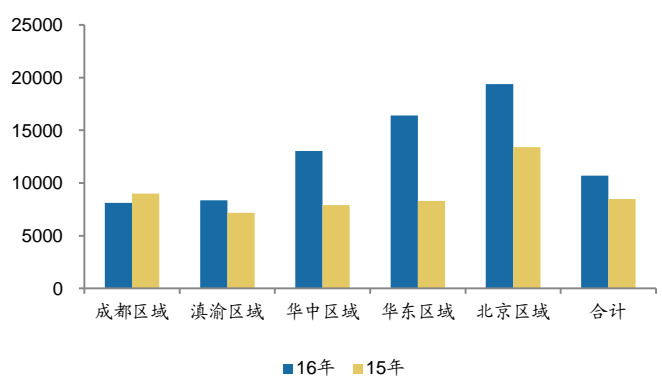
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图20: 蓝光发展销售区域分布



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图21: 蓝光发展各区域销售均价

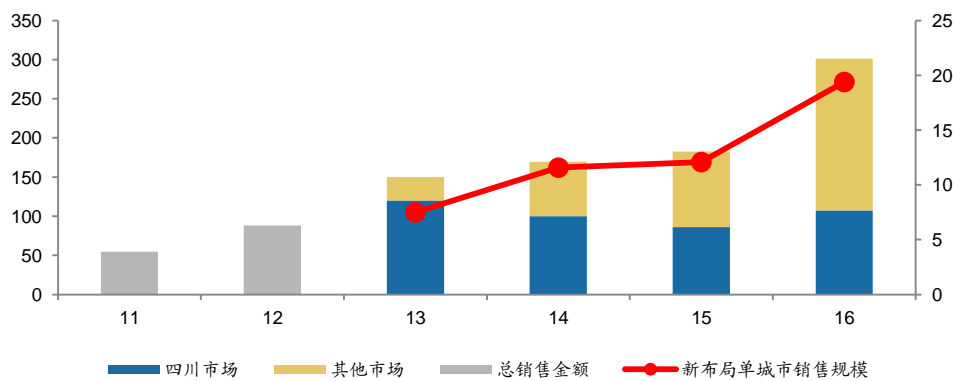


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

蓝光发展全国扩张的布局已经初显成效, 16年结算项目中非成都地区的收入结

算占比已经占到64%，销售方面近两年成都以外市场的占比也都超过60%。销售毛利率方面，公司深耕多年的成都市场依旧是毛利贡献效率最高的市场，新城市的拓展以及13年以后较高的地价增速限制了异地拓展利润率水平的爬坡。随着16年新进入市场的销售均价上升，以及边际成本的下降，新市场的利润率水平在未来几年有进一步提升的空间。

图22: 蓝光发展销售表现与城市数量的关系 (亿元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

足够的布局城市数量是规模扩张的基础, 截止到17年上半年, 公司在四川省外已经进入的城市数量为15个, 未来计划布局一二线核心城市总数为30个。根据过去几年的销售结构估算, 公司在四川省内的年度销售金额贡献在100亿左右, 其中成都市场从13年到16年平均销售金额贡献在75亿左右。

外部城市市场数量以及单城市销售规模的增长, 是公司销售规模成长的核心动力。目前四川省外公司单城市平均销售规模约为20亿。城市深耕力度同龙头企业相比还有很大的空间, 按照16年的销售数据测算, 万科已经布局城市数量为65个, 单城市销售规模达到56.1亿元, 而其他龙头公司的单城市销售规模基本都在30亿以上, 这也表明重点城市对于蓝光发展单个项目销售的吸纳度还有较大的提升空间。

表2: 主流地产公司单城市深耕指标对比

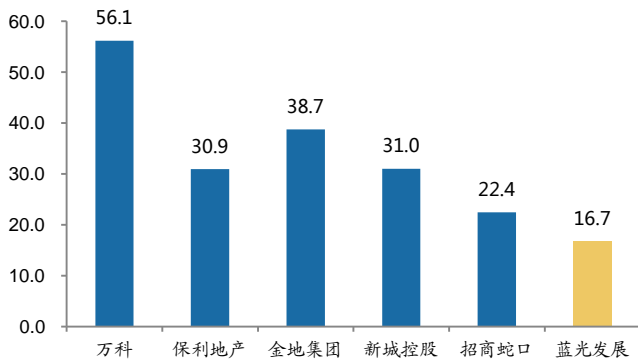
公司	16年销售金额	布局城市	单城市销售规模	项目数	单项目销售金额	单项目平均规模	单城市项目数
	(亿元)	(个)	(亿元)	(个)	(亿元)	(个)	(个)
万科A	3648	65	56.1	600	6.1	28.8	9.2
保利地产	2101	68	30.9	352	6.0	44.3	5.2
金地集团	1006	26	38.7	95	10.6	27.3	3.7
新城控股	651	21	31.0	90	7.3	29.0	4.3
招商蛇口	739	33	22.4	149	7.8	29.5	4.5
蓝光发展	301	18	16.7	53	5.7	16.7	2.9

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

蓝光地产现阶段的规模扩张以城市拓展和单城市销售规模达标为目的, 按照当

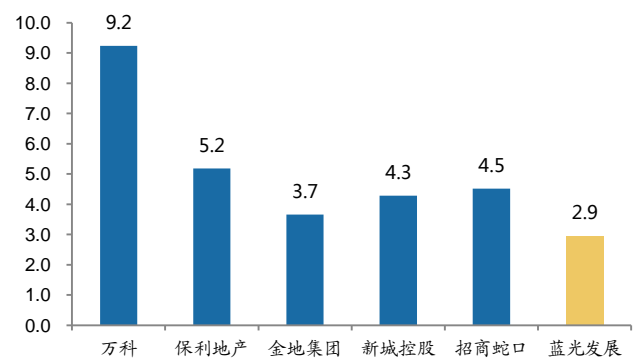
前的城市进入数量以及主流地产公司单城市销售规模计算，可以支撑蓝光发展650亿的销售规模。如果按照计划，公司在17年底之前完成全国30个重点一二线城市的战略布局，可以支撑蓝光发展约1100亿销售目标的达成。完成战略布局后，公司下一步将通过增加单城市项目数量的方式，进一步提升单城市的销售规模贡献能力，从目前成都以外的市场布局状况来看，公司未来的拓展还存在很大的上升空间。

图23: 主流地产公司单城市销售规模



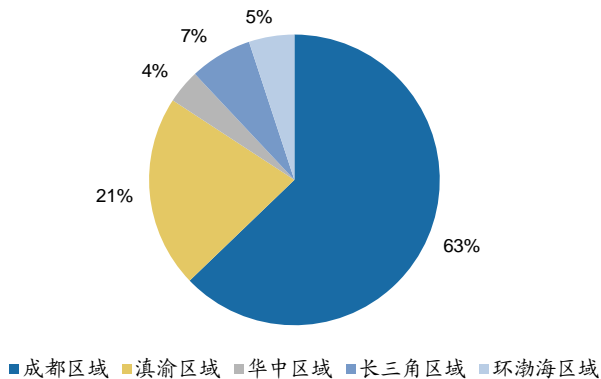
数据来源: 各上市公司年报, 广发证券发展研究中心

图24: 主流地产公司单城市项目数量比较



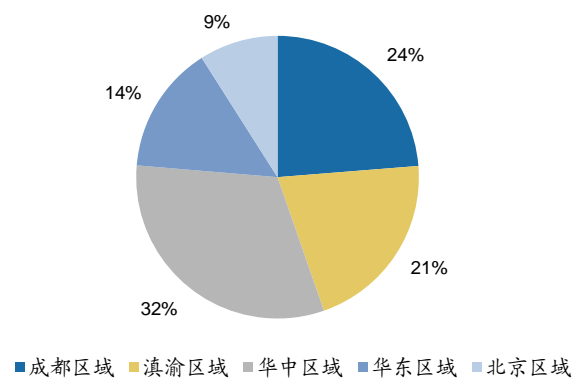
数据来源: 各上市公司年报, 广发证券发展研究中心

图25: 蓝光发展16年新开工面积分布



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图26: 蓝光发展17年新开工计划区域分布



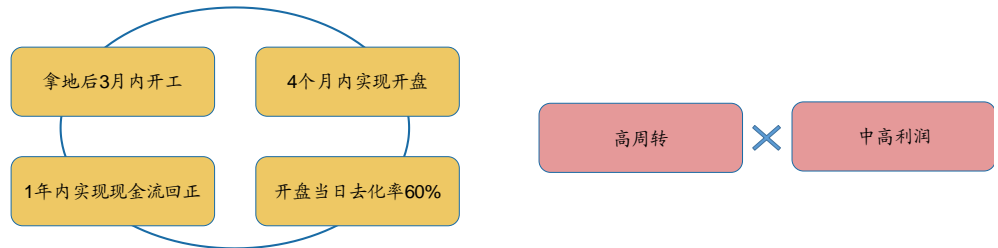
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

## 提高节奏, 加快周转

蓝光发展在上市之前其开发和周转实力就备受认可, 在高周转1.0时代, 公司强调快速开发、快速销售, 注重开发规模、开发量和销售量上的高周转。2013年之后, 公司提出了高周转2.0模式, 提出了“3461”模式, “拿地后3个月开工, 4个月开盘, 当月去化率60%, 1年内实现项目正现金流”的快周转策略, 运用“高周转x中高利润”的运营思路, 真正实现了资金上的高周转。目前公司新增项目大盘运作比例逐步增加, 保证享受价格溢价; 现在因为产品转型改善型产品且预售要求的提高, 项目从拿地到开盘的平均时间大概是8个月, 有些并购项目可以实现4个月, 提高资产周转效率, 也凭借于此, 蓝光获得了与领军企业相匹配的ROE水平。

为了配合公司的高周转，蓝光集团还进行了多方面的努力。内部结构层面，公司打造了以“投资、产品、市场”为核心的团队，公司从拿地、产品设计到销售、交付建立完整的决策机制体系，保证项目经济指标刚性、投资风险管控、项目复盘经验积累。现在公司做改善型产品后，三者的连接度进一步增强。

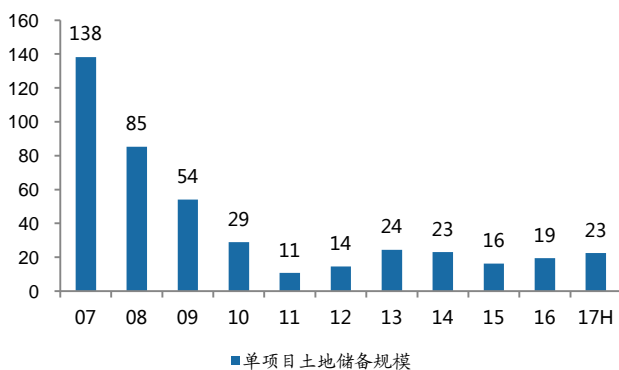
图27: 蓝光发展高周转2.0策略



数据来源: 广发证券发展研究中心

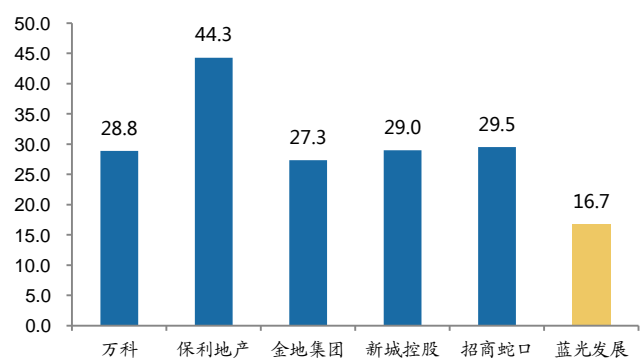
土地储备方面，蓝光发展在10年之前的年度土地拓展力度远高于公司当时的销售体量。从具体的项目来看，虽然土储规模增加较多，但是由于单盘资源相对集中，如07年的空港项目和08年的观湖国际项目，日后的去化速度和销售贡献效率较低，且由于价格涨幅有限，对于公司的业绩带动能力较弱。10年到12年，公司土地拓展相对谨慎，且单项目规模显著下降，可以更加灵活地匹配市场的需求并及时调整。13年之后公司在全国拓展也坚持了小盘高周转的策略，目前公司的单项目规模控制在20万方以内。以万科、保利等龙头开发企业的开发经验来看，单项目年度贡献的销售规模具备一个上限，提高项目数量减小项目规模，对于加快公司周转更有意义。

图28: 蓝光发展土地获取单项目规模 (万方)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图29: 主流地产公司单项目平均规模

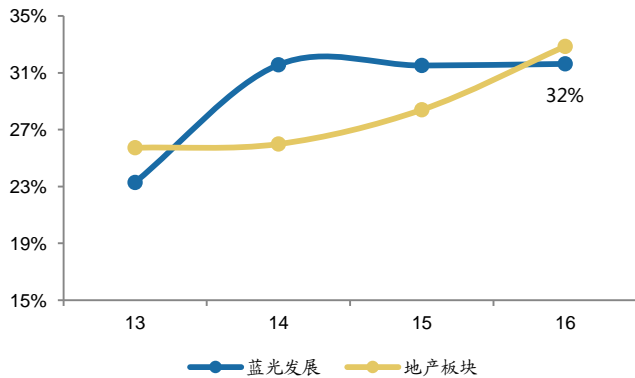


数据来源: 各上市公司年报, 广发证券发展研究中心

经营层面，蓝光发展的资产周转率和存货周转率在过去几年明显高于行业平均水平，自15年之后公司明显加快了项目拓展速度，存货以及总资产规模近两年都有大幅度的提升，而收入及成本的结算有一定的滞后性，周转率相较而言有所下降。管理费率方面，公司目前管理及销售费用率相对主营业务收入水平为8%，略高于行业平均水平；若按照当期销售发生的销售口径计算管理及销售费用率，对应2016年

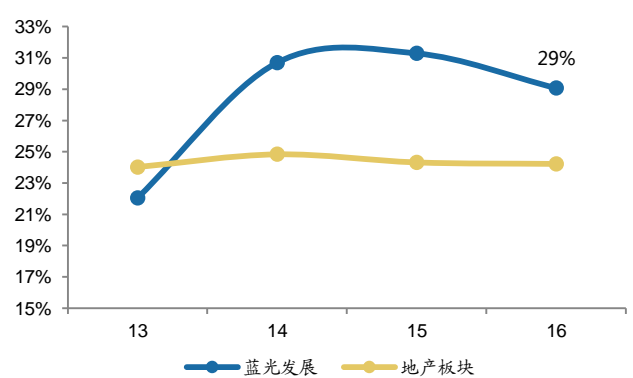
的销售金额，管理及销售费用率为6%，与行业平均水平基本持平。

图30: 蓝光发展及地产板块存货周转率



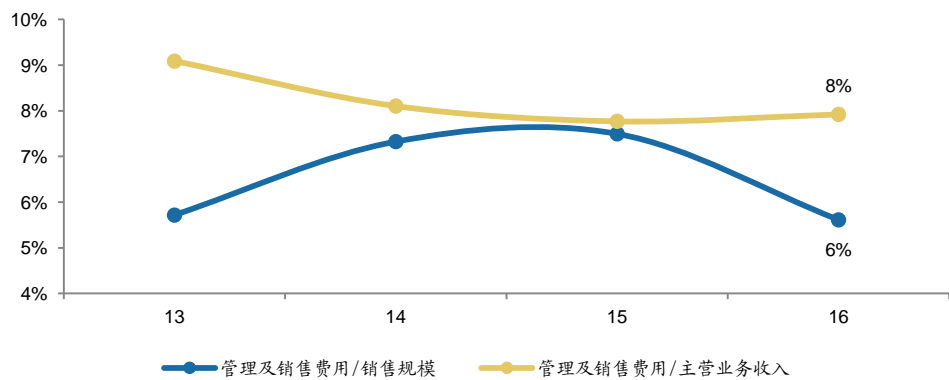
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图31: 蓝光发展及地产板块资产周转率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图32: 蓝光发展管理及销售费用率变化



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

### 多样化产品结构, 改善项目提高销售毛利率

蓝光发展从早期在成都深耕市场的阶段就非常重视产品线的开发和推广, 最初的刚需“富丽”系列产品, 一经推出便吸引了广泛的关注, 成都整个城北的刚需市场基本上都被蓝光占领。进入2010年之后, 公司在全国市场拓展阶段, 通过“COCO系、金悦系”民生刚需产品得到了市场的广泛认可。

2016年公司坚决推进“一城一标杆”的改善型产品转型战略, 全年累计实现“公园系、雍锦系”首改、再改改善型项目开盘15个。其中雍锦系入选国务院发展研究中心中国高端产品品牌价值TOP10; “合肥雍锦半岛”项目更是取得了年销售金额35亿元的佳绩, 成为安徽省住宅类单项目销售冠军。

公司坚持聚焦改善型住宅产品战略, 实施“80%标准化复制+20%属地化创新”相结合的产品策略, 坚决走绿色健康、科技化、智能化的产品路线。2017年推出改善型产品的黑钻系产品, 结合雍锦系产品成功的运作经验, 实现开盘成功热销的目

标；公司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，系统提升居住品质，升级“人居蓝光”产品内涵；持续提升产品品质和客户满意度，实现产品品牌与公司品牌的系统提升。

图33: 蓝光雍景系列产品



数据来源：公司项目实景图，广发证券发展研究中心

图34: 蓝光公园系列产品



数据来源：公司项目实景图，广发证券发展研究中心

图35: 蓝光发展成都雍



数据来源：房天下，广发证券发展研究中心

产品线变化是蓝光发展未来业绩提升的关键保障，以雍锦系列产品为例，在成都以及核心二线城市市场，公司利用中等容积的土地，不断提高产品的细节设计和科技含量，用软实力的提升来带动产品销售价格的增长，从而为企业贡献更好的利润表现。目前在售的雍锦系列产品，相对于周边的可比楼盘售价可以获得超过15%的溢价表现。龙头企业集中度提升的阶段，对应的是大量的内生的改善性需求，在此阶段如何通过产品结构的升级换代，来获取更加稳定可观的利润表现是公司发展的重中之重。

图36: 蓝光发展改善系列产品示范标准

1	标志性的建筑设计	5	个性化的空间创造
2	美观舒适的社区环境	6	智能化的家居系统
3	智能品质的公共空间	7	主体化的景观园区设计
4	功能完备的户型设计	8	互动优质的服务体验

蓝光好产品 = 产品主义 + 专业主义

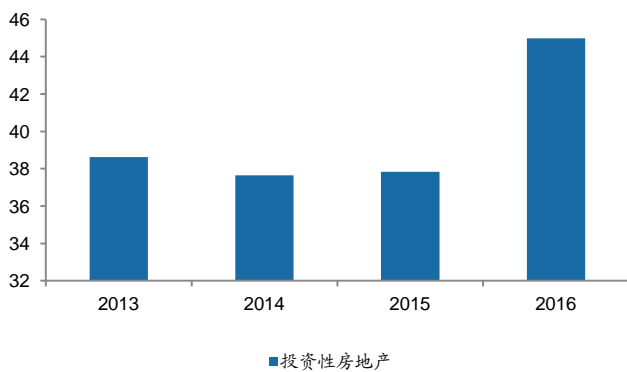
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

### 商业地产, 多年沉淀的业绩保障

在商业地产方面, 面对传统商业地产运营困难等新形势下的压力, 蓝光地产金融集团创新打造了“3+2”蓝光商业模式, 通过将“街区商业”、“购物中心”、“文化旅游地产”这三大主要的商业产品线作为房地产载体。目前公司通过“水果侠主体乐园”推进主体乐园+住宅的开发模式, 为公司提供大规模地价的土地获取模式, 计划在成都以外的市场复制。

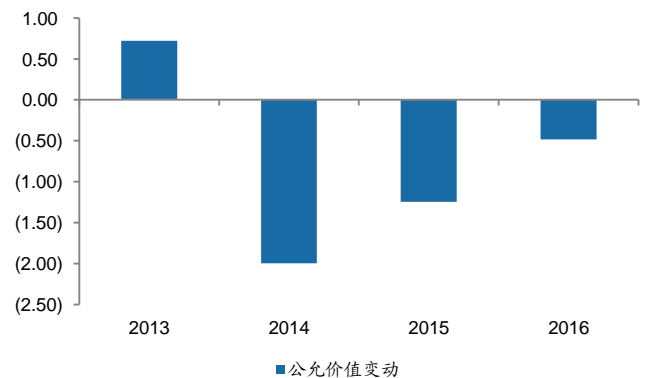
截止到16年末, 蓝光发展持有出租项目建筑面积为25.92万方, 租金收入规模为1.39亿元, 持有项目平均出租收益率为4.2%。总资产中公司的投资性房地产采用公允价值计量方法, 规模为45亿元, 过去三年公司持有性房地产的公允价值变动没有为公司带来收益。目前公司没有进一步提升商业地产持有规模的计划, 但作为具备丰富的持有物业运营经验的上市企业, 相信蓝光在存量地产时代会有更多的机遇。

图37: 蓝光发展投资性房地产规模 (亿元)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图38: 蓝光发展公允价值变动损益 (亿元)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心



表 3: 蓝光发展持有型物业项目情况

项目	经营业态	出租建筑面积(万方)	租金收入(万元)	租金收入/房地产公允价值(%)
金荷花间	商铺、写字	2.14	5,852	6.1%
世纪电脑城	商铺、写字间、停车场	5.62	1,890	3.3%
南充香江国际(嘉宝商业)	商铺	4.13	1,056	3.4%
罗马假日 C 座	商铺、停车场	3.81	1,186	3.8%
空港总部基地	商铺、写字间	3.51	1,460	5.0%
蓝光大厦	商铺、写字间、停车场	1.16	513	5.9%
高盛中心	商铺、停车场	1.08	545	5.7%
其他零星	商铺、写字间、停车场	4.47	1,358	0.7%
合计		25.92	13860	4.2%

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

蓝光街区商业, 以COCO系、幸福系、金悦系等项目为物业基础, 是多主题商业并存的社区化、体验式的特色街区商业。蓝光地产最具特色的街区商业品牌是以“多主题复合商业、单主题特色商业、社区配套商业”为三大业态选择, 覆盖主题餐饮、主题娱乐、主题生活、主题体验、主题配套等多项商业运营内容, 满足方圆5公里范围内居民的日常消费需求。

除了传统的商业地产之外, 公司在文旅产业方面也有一定的尝试, 成功运营了峨眉山·峨秀湖国际度假区、成都·观岭国际社区等精品文化旅游项目; 并以前瞻性眼光与超强资源整合实力成功打造成都·空港国际城、昆明·昆仑中心等城市综合体及商务写字楼等城市地标性项目。

### 推出项目跟投计划, 完善员工激励体系

17年7月15日, 公司公布了名为“蓝色共享”员工事业合伙人管理办法, 明确了地产项目团队的跟投机制。公司规定“蓝色共享”跟投机制合计持有比例不得超过15%, 与地产行业其他公司相比水平较高。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%。跟投合伙项目为2017年2月27日之后首次开盘销售的项目, 跟投合伙员工分为强制合伙人和自愿合伙人, 总部区域以及项目主要领导和负责人强制参与。

表4: “蓝色共享”员工事业合伙人范围

合伙人类型	合伙人范围
强制合伙人范围	(一) 总部一级职能部门中心总经理级及以上人员; (二) 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); (三) 其他由“共享”领导小组会议确认的需要强制合伙的员工。
自愿合伙人范围	(一) 总部正式员工可自愿参与项目跟投合伙; (二) 区域公司、城市公司及与项目经营直接相关的正式员工, 可自愿参与

	项目跟投合伙。
--	---------

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

参与投资资金由合伙人自筹，资金在项目确权后三个月以内到位。根据目前的资金返还规定，在整体项目现金流回正的阶段，返还跟投债权资金，在获取利润后，进行下一步的利润分配。跟投项目可售面积的销售率达到90%时，为有限合伙企业退出的启动时点。

表 5：主流地产公司员工持股计划详情对比

企业	项目名称	推出时间	比例范围	跟投机制
碧桂园	同心共享	2012 年底	低于 15%	总部高管成立基金，每个项目均投 5%，区域总裁、项目经理等仅需投资自己区域的项目，占比不高于 10%
万科集团	项目跟投制 2.0	2014 年 3 月	低于 9%	份额少于项目增资金的 5%，项目所在一线跟投人员，可建立额外受让跟投（4%）
旭辉集团	项目跟投计划	2014 年 7 月	（5%+4%）	
越秀地产	雇员奖励计划	2015 年	低于 10%	首个项目全体合格管理层成员所持股权合计不超过 2%。管理层跟头比例不超过 10%
当代置业	智业合伙人计划	2015 年 1 月	低于 5%	股权跟投是以股东身份共担风险收益，股份占比不高于 5%；债权跟投是配合股权跟投，将股权跟投额度乘以一定钢管倍数，以此额度参与股权跟投，当业绩目标达成时，享受固定债权跟投收益
金地地产	核心员工投资项目公司计划	2015 年 2 月	低于 5%	合计持有的项目公司股权需小于 10%，单个核心员工投资人持股需小于 1%
绿地集团	项目跟投计划	2017 年 2 月	低于 10%	自 2017 年起，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。每个项目中，跟投人合计持股不得超过 10%，单个跟投人持股不得超过 1%
阳光城	“合作共赢”	2017 年 5 月	低于 15%	允许由管理层团队（除董监高外）及区域负责人、项目团队对项目进行跟投投资
招商蛇口	项目跟投制度	2017 年 6 月	低于 5%	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；项目负有主要责任的核心管理人员须强制跟投
蓝光发展	“蓝色共享”	2017 年 7 月	低于 15%	跟投合伙项目为 2017 年 2 月 27 日之后首次开盘销售的项目，跟投合伙员工分为强制合伙人和自愿合伙人，总部区域以及项目主要领导和负责人强制参与。

数据来源：公司官网以及公告，广发证券发展研究中心

随着房地产行业进入“白银时代”，行业发展格局正在逐步变化，员工和企业从雇佣关系变成事业共同体，要求自上而下共同关注公司发展、主动发挥主人翁精神；同时为有资源的人提供变现的平台，实现双赢。合理制度的建立也可以在最短时间内完成团队的融合，为公司规模的不断扩张提供坚实的基础。蓝光发展作为民营企业，在激励机制的制定和安排上拥有一定的便利性。公司近期跟进了这种近两年房企广泛采用的员工激励政策，对于希望在短时间内实现规模跨越式增长企业而言，可以有效地起到稳定团队，分享成长的作用。

除了近期推出的跟投计划，公司在15年上市之后就推出面向高管的股权激励计划，目前已经进入股权激励计划的第三个行权年度。最初公司向196名激励对象授予股权2,117.01万股，其中首次授予1,954.63万股，预留授予162.38万股，授予价格为7.44元/股，经后续几次规模和价格的调整，最终确认回购价格调整为7.32元/股。15年公司业绩达到行权目标，16年的业绩则未达到实施条件，17年剩余未行权比例为30%。

表 6: 蓝光发展股权激励计划

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(离职)	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(离职)	董事	60.00	2.83%	0.03%
张亦农(离职)	副总裁	65.00	3.07%	0.03%
蒋黎(离职)	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%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 7: 蓝光发展股权激励计划业绩要求及实施情况

解锁期	业绩考核目标	解锁比例	实际归母净利润(亿元)	实施情况
第一个解锁期	2015年度归母扣非净利润 8.15 亿元	40%	9.02	实施
第二个解锁期	2016年度归母扣非净利润 9.5 亿元	30%	8.64	未实施
第三个解锁期	2017年度归母扣非净利润 11.7 亿元	30%		
预留第一解锁期	2016年度归母扣非净利润 9.5 亿元	60%	8.64	未实施
预留第二解锁期	2017年度归母扣非净利润 11.7 亿元	40%		

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

解锁期内，若第一、第二个解锁期内未达公司业绩条件目标时，该部分标的股票可以递延到下一年，在下一年达到业绩考核目标条件时解锁。若下一年仍未达到公司业绩条件目标时，该部分股票不得解锁，由公司回购注销。因此若公司17年的业绩可以达到12.56亿元（16、17年合计21.2亿元），则上一期股权激励可以再次授予。完善的高管以及员工激励制度的建立是公司未来实现销售增长的重要组成部分，伴随公司业务范围和成长目标的不断提高，制度优势也将逐渐显现。

## 物业管理业务登陆新三板

蓝光发展下属现代服务业务（物业管理）的运营主体为四川嘉宝资产管理集团股份有限公司（以下简称“嘉宝股份”），是蓝光发展所辖“人居蓝光”战略分支

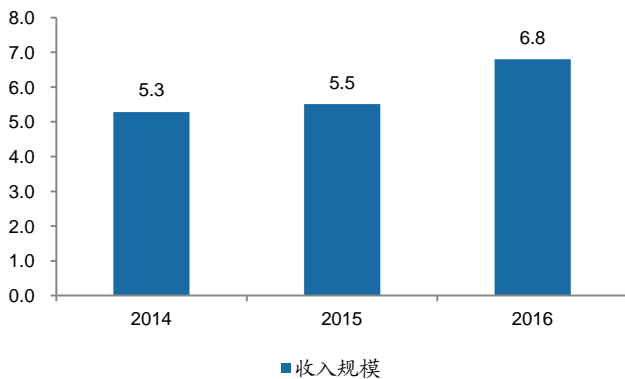
下的一项前沿产业。嘉宝股份成立于2000年，拥有“国家物业管理企业一级资质”，在17年度物业管理行业综合实力百强排名中位列全国第14位。

嘉宝股份管理业态覆盖“住宅物业、商业物业、办公物业、城市综合体、总部基地、旅游地产”6大运营服务产品。截止2016年12月，嘉宝股份进驻全国18个城市，在管项目152个，受托管理面积3006万平方米，在职员工约6200人。嘉宝股份于2015年12月成功挂牌新三板，并于2017年5月正式进入新三板创新层。

嘉宝股份16年实现主营业务收入6.8亿元，同比增长23.5%，归属母公司净利润为1亿元，同比增长66.38%，单位管理面积贡献净利润3.33元/平米，同比增长14.83%。16年公司新增委托面积353万方，通过并购新增管理面积251万方。管理面积同比增长25.1%。人均管理面积达5,320平米，应收款综合收取率达91.50%。

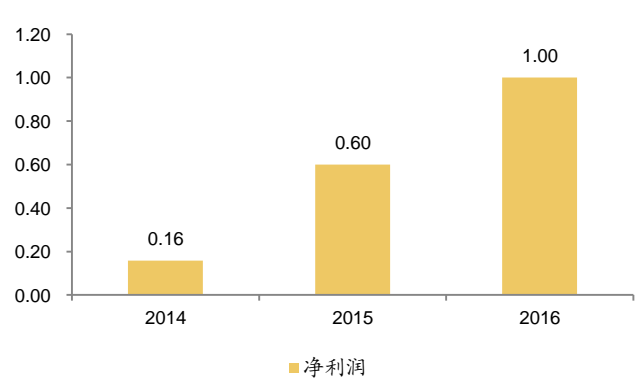
公司单位面积管理收入水平随着管理规模的快速扩张有所下降，但是在16年相交15年的回落幅度已经有明显的收窄。同时单位面积的净利润水平在15、16年有显著的提升，这与公司在剥离原子公司嘉宝商业管理销售费用大幅降低有关，但也可以显示出公司在收入增长的同时，成本管控的力度并没有放松。随着管理规模的进一步增加，且公司住宅产品转型改善型产品，单平米物业管理费将会大幅提升，净利润增速将高于收入水平的增长。

图39: 嘉宝股份主营业务收入规模 (亿元)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图40: 嘉宝股份净利润规模 (亿元)



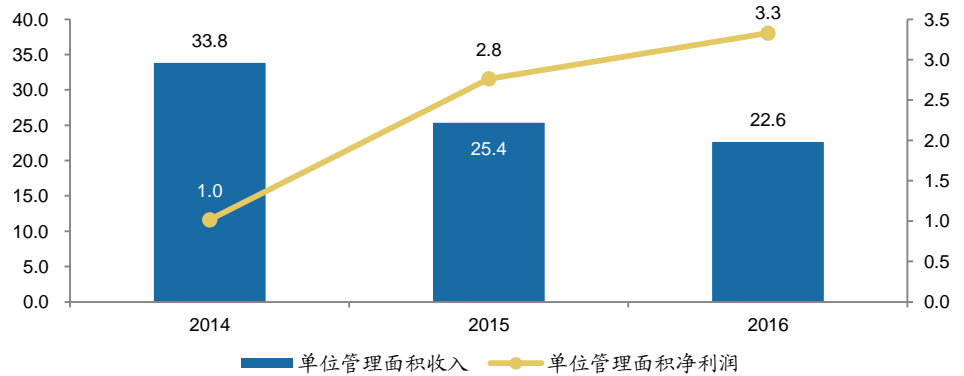
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 8: 嘉宝股份物业管理情况

管理面积情况	15年		16年	
	数量	面积 (万方)	数量	面积 (万方)
新增管理项目	20	322	19	353
当年交付项目	12	220		229
并购面积	5	70	17	251
合计管理面积	104	2173		3006
生活家企业联盟	500	9000		12000

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图41: 嘉实股份单位管理面收入规模及净利润水平 (元/平米)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图42: 嘉宝股份生活家联盟生态圈



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

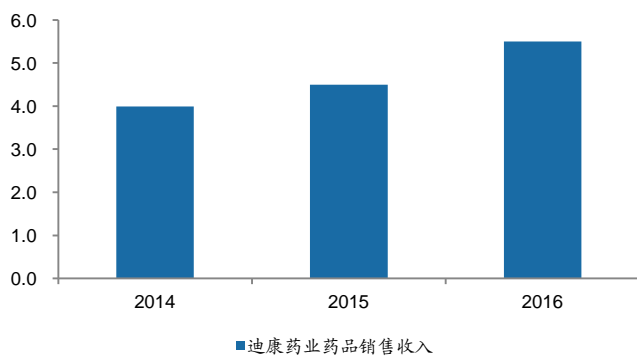
嘉宝股份依托“生活家云平台”，在“生活家服务体系”基础上，以完全开放合作的心态，高效连接企业、商家和客户，构建涵盖“以京东为代表的战略伙伴联盟，以明德集团、悦华置地等优质物企为核心的企业联盟，以及伴随嘉宝商业发展的500余家精品商家的商家联盟”三大联盟构成的“生活家联盟大生态圈”的大平台发展模式。互联网+的模式不是公司收入规模增长的核心动因，但是通过品牌以及自有的产品优势，不断扩大品牌影响和管理范围，对于公司未来可持续的管理规模有积极的意义和影响。

## 传统药业稳定，3D 打印想象空间宽广

生物医药作为“生命蓝光”的基础产业构成，由蓝光发展旗下生物医药公司——成都迪康药业有限公司（以下简称迪康药业）主导运营。迪康药业于1993年成立，是以制药为主，药品及医疗器械研发、药品营销等纵向一体化发展的企业。公司在成渝两地有三个现代化生产基地，占地面积为540多亩。

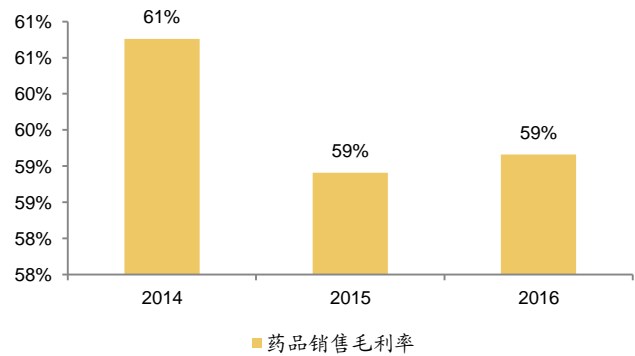
16年公司药品销售实现主营业务收入5.5亿元，实现归属母公司净利润7940万元，同比增长233.62%。在医药行业增幅放缓、药品降价、医院医保控费的背景下，成都迪康药业通过精细化营销、核心产品推广上量、调整产品结构等策略，实现了规模和盈利的逆势增长。

图43: 迪康药业主营业务收入（万元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图44: 迪康药业毛利率水平变化



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

迪康药业拥有各类剂型药品达249个，其中医保产品129个，非医保产品120个，含国家级新药12个、国家中药保护品种1个。公司药品种类主要涉及消化系统、呼吸系统、医疗器械、儿科、皮肤科、妇科等，核心产品包括“安可妥”（盐酸吡格列酮片，国家一类新药）、“安斯菲”（雷贝拉唑钠肠溶片，国家二类新药）、国家中药保护品种“通窍鼻炎颗粒”、“龙七胃康片”、“芩连胶囊”、国家“863”项目“可吸收骨折内固定螺钉”和“可吸收医用膜”等。其中，“可吸收骨折内固定螺钉”、“可吸收医用膜”属国内首创，达国际先进水平。

迪康药业将在依托现有资源基础上，通过内部培育和外部并购加大投入，积极探索“互联网+医疗”模式创新，并重点在消化道领域、大病种特效新药等方向持续引进新产品，通过自主研发和产品引进，打造以大消化系统为核心的产品群，使公司成为集研发、生产、销售为一体的消化领域产品专业制造商；在高分子材料方面，充分利用现有核心专利及技术，联合国内大专院校及科研机构进行新产品开发，并积极推动高分子材料在医疗器械方面的运用。2016年6月24日，成都迪康药业和四川大学国家生物医学材料工程技术研究中心将在生物医学材料、植入器械、临床研究等方面展开合作，推动科技成果转化，加速新技术和新产品研发和产业化发展。

图45: 迪康药业重庆生产基地



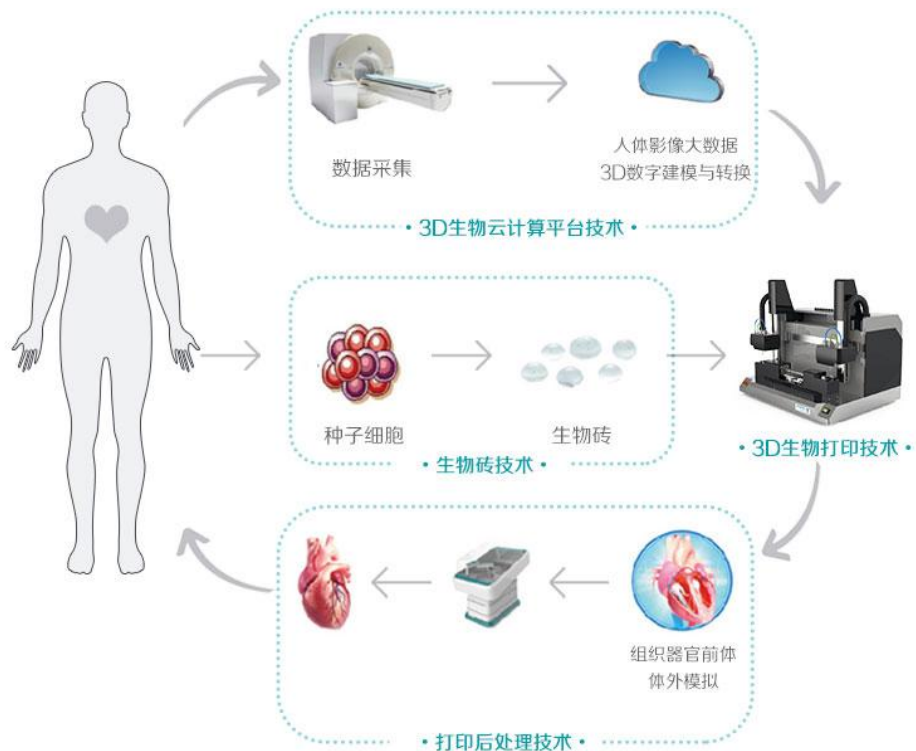
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图46: 迪康药业可吸收骨折内固定螺钉可吸收膜



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图47: 蓝光英诺无支架3D生物打印体系



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

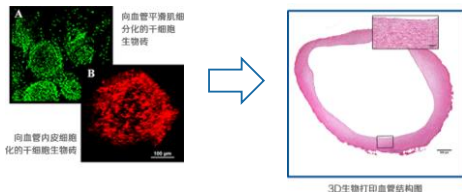

3D生物打印为“生命蓝光”的核心优势前沿产业之一, 由四川蓝光英诺生物科技股份有限公司(以下简称“蓝光英诺”)主导实施。蓝光英诺成立于2014年, 为蓝光发展旗下以自主研发的核心引领技术推动3D生物打印全球应用的高科技技术服务公司。其自主研发干细胞生物墨汁技术, 结合3D生物打印机的智造, 利用独创的云计算平台, 使人工制造个性化功能器官成为可能。蓝光英诺以提升人类的生命质量为使命, 建立了包括医疗影像云平台、生物墨汁、3D生物打印机和打印后处理系统四大核心技术体系, 以生物砖(Biosynsphere™)、3D生物打印设备

(RevoPrinterTM)、3D生物云计算平台(RevoCloudTM)、3D打印后处理(Post-printingProcessTM)四大技术,为精准医学及个性化健康产业提供定制化解决方案。立志成为3D生物打印的拓荒者,通过输出技术、输出标准、输出管理、输出模式,推动大健康产业的规模化发展。

蓝光英诺于2016年5月与四川大学华西医院签订《3D生物打印血管体内移植动物实验研究》技术开发委托合同,正式开始进行3D生物打印血管动物实验。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。心血管疾病发病率为全球第一,其中需要血管支架和人工血管置换的市场需求规模巨大,蓝光英诺3D生物打印血管未来主要应用于心血管疾病领域,市场前景广阔。下一步,蓝光英诺将向有关监管机构申请临床试验。

表 9: 蓝光英诺主要技术方案和技术路线

技术名称	具体方案	技术特点	技术路线
核心技术-生物砖 (BiosynsphereTM)	生物砖是一种具有核壳结构,由生物可降解材料作为保护层,内含种子细胞与活性调控物质的基本单元。干细胞生物砖作为3D生物打印墨汁的基本组成单元,具有维持干细胞干性、定向分化、或去分化的作用,具有抗机械损伤能力,保证打印过程中细胞的完整性与生物活性,从而实现3D生物组织器官的打印。	通过重建细胞所处微环境,全周期调控干细胞的胚胎发育过程。	
3D生物云计算平台 (RevoCloudTM)	3D生物云计算平台是以多场耦合仿真技术为核心,模拟真实环境中生物、力学、化学、电磁、电子等影响因素,采用医学图像处理、数字三维重建、数据三维可视化渲染、智能模型生成四大云计算方法,在极短时间内对人体复杂结构进行3D建模和渲染,提供满足不同复杂程度的组织器官打印所需细胞级精度的“生物图纸”的云计算平台。	多场耦合仿真、智能化高速三维重建、人工智能数据库。	
3D生物打印设备 (RevoPrinterTM)	3D生物打印设备是以生物砖作为生物墨汁,利用无支架3D打印技术,结合3D生物云计算平台的精确数字建模,用以构建组织、器官个性化三维复杂结构的定制化系统。蓝光英诺3D生物打印机具有构建个性化复杂组织和血管的能力,保证打印过程中组织与血管前体的生物活性,实现组织器官的再造。	通过重建细胞所处微环境,全周期调控干细胞的胚胎发育过程。	

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心



该项目计划总投资额为2.15亿元，截止到16年已经完成投资5597万元，未来每年的投资额约为3000万元。蓝光英诺3D打印血管业务，对本公司近期经营业绩不会产生重大影响，但确实为公司的长远发展，埋下了一颗希望的种子。

## 公司估值，每股 NAV 约为 12.15 元/股

估值方面，蓝光发展主要业务为房地产开发业务，包括住宅开发和商业持有两部分，此外还包含以迪康药业为基础的医药业务和以嘉宝股份为基础的物业管理两个可以贡献估值的其他业务。

地产方面，公司目前在手未结算面积总规模为1200万方，未结算货值约1428亿元。截止到16年末公司归母净资产规模99.72亿元，由于商业地产项目采用公允价值计量，其价值在公司净资产中得以体现，而开发项目的权益净增加值在考虑融资成本的情况下，增加额为120亿元，地产业务合计价值为220亿元。

表10: 蓝光发展地产业务NAV规模测算

指标	规模
WACC	9.01%
净权益增加值 (亿元)	119.58
出租净收入资本化 (亿元)	0.00
2016 年末归属净资产 (亿元)	99.72
地产 RNAV (亿元)	219.30
最新总股本 (亿股)	21.34
地产每股 RNAV	¥10.28

数据来源：广发证券发展研究中心

表 11: 蓝光发展项目明细

项目	城市	区域	类型	权益比例	土地面积	建筑面积	未结算	权益增加
					万方	万方	万方	亿元
东方天地项目	四川成都市	成都区域	商住	60%	6.92	38.58	13.64	1.1
成都蓝光幸福满庭	四川成都犀浦镇	成都区域	商住	63%	8.77	48.17	10.00	0.6
锦绣城项目	四川成都市	成都区域	商住	100%	8.89	54.55	7.82	1.1
公馆 1881	四川成都市	成都区域	商住	100%	4.01	20.44	3.98	1.2
金楠府项目	四川成都市	成都区域	商住	80%	3.62	12.28	4.60	0.5
COCO 金沙项目	四川成都市金沙	成都区域	商住	100%	2.90	11.81	2.00	0.3
COCO 金沙二期项目	四川成都市	成都区域	商住	70%	4.46	18.56	4.65	0.6
COCO 金沙三期项目	四川成都市	成都区域	商住	70%	4.65	18.76	3.38	0.4
金双楠一期	四川成都市	成都区域	商住	99%	2.35	10.24	5.43	0.6

COCO 蜜城项目	四川成都市	成都区域	商住	51%	3.26	17.20	2.64	0.2
COCO 时代项目	四川成都市	成都区域	商住	64%	3.66	21.75	2.55	0.2
成都 COCO 国际 (二期)	四川成都	成都区域	商住	100%	4.41	13.24	4.35	1.1
成都蓝光 金悦派	四川成都	成都区域	商住	100%	2.28	5.48	1.48	-0.2
成都蓝光 金悦府	四川成都	成都区域	商住	100%	4.96	22.33	4.55	-1.1
成都蓝光 金悦城	四川成都	成都区域	商住	100%	3.82	11.29	3.51	-0.1
成都金悦金沙	四川成都	成都区域	商住	67%	2.37	6.17	2.69	0.3
成都锦绣香江一期二批次	四川成都金堂县	成都区域	商住	82%	3.68	9.16	7.26	-0.8
成都蓝光金双楠二期	四川成都武侯区	成都区域	商住	100%	6.61	19.16	19.16	0.5
成都乐彩城	四川成都成华区	成都区域	商住	100%	7.20	22.06	22.06	6.7
成都环峡 COCO 时代	四川成都	成都区域	商住	67%	3.24	11.35	11.35	-1.2
成都蓝光·青城河谷	四川成都	成都区域	商住	100%	15.41	13.65	10.91	-0.3
成都中央天地	四川成都	成都区域	商业	100%	1.94	7.88	7.88	0.8
成都圣菲悦城	四川成都	成都区域	商住	100%	9.68	29.05	18.41	0.6
成都花满庭三期	四川成都	成都区域	商住	100%	6.05	16.05	16.05	0.5
成都雍锦阁	四川成都	成都区域	商住	100%	1.65	6.58	6.58	0.8
成都金悦天娇	四川成都	成都区域	商住	100%	2.42	5.81	5.81	-1.0
清江花都	四川成都	成都区域	商业	100%	2.07	2.15	2.15	
成都空港 T5	四川成都	成都区域	商住	68%	2.60	7.16	7.16	0.8
成都雍锦世家	四川成都	成都区域	商住	100%	2.13	10.00	10.00	5.7
成都公园悦府	四川成都	成都区域	商住	100%	3.14	13.19	13.19	3.8
成都水果侠主题世界	四川成都	成都区域	商住	100%	1.44	1.70	1.70	
成都雍锦王府	四川成都	成都区域	商住	100%	2.53	5.07	5.07	1.8
成都市 LQ112016-04 号地块	四川成都	成都区域	商住	100%	4.54	13.61	13.61	1.0
成都市成华区崔家店南路 2 号项目地块	四川成都	成都区域	商住	51%	1.55	7.74	7.74	1.4
成都海润置业收购项目	四川成都双流	成都区域	商住	100%	24.89	99.58	99.58	20.4
观岭国际社区项目	成都市金堂县	成都区域	商住	100%	199.74	145.62	63.18	-0.4
南充 COCO 香江 (三期)	四川南充	成都区域	商住	100%	2.93	7.33	5.77	-1.4
南充香江国际二期 (一二三期)	四川南充	成都区域	商住	60%	14.60	31.42	31.42	0.2
南充 COCO 香江 2 期	四川南充	成都区域	商住	100%	6.57	19.81	19.81	0.3
南充市 2017-b-5 号地块	四川南充	成都区域	商住	100%	2.77	6.92	6.92	-0.5
香江国际二期	四川南充	成都区域	商住	100%	15.67	64.74	4.63	0.2
遂宁香江国际项目	四川遂宁	成都区域	商住	100%	7.15	21.44	4.53	0.2
贡山壹号	自贡市贡井区	成都区域	商住	100%	11.40	52.09	8.97	0.4
重庆 COCO 时代 (C 地块)	重庆	滇渝区域	商住	98%	4.54	13.41	7.75	0.5
重庆幸福满庭	重庆	滇渝区域	商住	100%	3.93	9.73	2.29	-0.5
重庆中央广场 (一期)	重庆	滇渝区域	商住	100%	0.71	5.16	5.16	0.7
重庆林肯公园 (一二期)	重庆	滇渝区域	商住	60%	6.33	19.79	19.79	2.3
重庆帕提欧	重庆	滇渝区域	商住	100%	2.33	6.98	6.98	5.7
重庆蓝光御江台 (一二期)	重庆	滇渝区域	商住	100%	5.05	14.24	8.39	-0.2
九龙坡区大杨石组团 D 分区地块	重庆九龙坡	滇渝区域	商住	100%	3.05	6.85	6.85	0.8
昆明水岸公园 (一期)	云南昆明官渡区	滇渝区域	商住	51%	2.43	9.71	9.71	1.2

昆明市 KCGD2015-3-A1、A2 号地块	云南昆明官渡区	滇渝区域	商住	51%	2.91	10.49	10.49	1.4
昆明天娇城(西区) <颐明园项目二期>	云南昆明	滇渝区域	商住	100%	9.41	29.31	8.11	0.0
昆明天娇城(西区) <颐明园项目三期>	云南昆明	滇渝区域	商住	100%	7.47	18.58	18.58	0.2
昆明林肯公园(一二期)	云南昆明盘龙区	滇渝区域	商住	51%	5.55	17.59	17.59	1.8
昆明市林肯公园(其它)地块	云南昆明盘龙区	滇渝区域	商住	51%	6.50	20.97	20.97	2.0
安宁市太平新城云报记者村二期	云南昆明安宁	滇渝区域	住宅	51%	10.32	12.38	12.38	-0.5
南昌林肯公园(DAFJ2016005 号地块)	江西南昌	华中区域	商住	100%	4.81	9.62	9.62	1.3
南昌雍锦王府(61 亩项目)	江西南昌	华中区域	商住	100%	4.67	8.15	8.15	1.0
南昌市 DAFJ2016042 号地块	江西南昌高新区	华中区域	商住	100%	3.65	10.95	10.95	3.5
长沙幸福满庭	湖南长沙	华中区域	商住	100%	4.05	12.16	11.16	-0.8
长沙 COCO 蜜城	湖南长沙	华中区域	商住	100%	3.10	9.28	1.33	-0.2
长沙雍锦阁	湖南长沙	华中区域	商住	100%	1.20	5.11	5.11	0.7
长沙市 430104013014GY01004 号地块	湖南长沙岳麓	华中区域	商住	42%	13.95	34.88	34.88	3.4
合肥时代红街	安徽合肥	华中区域	商住	71%	2.82	8.47	5.40	0.0
合肥雍锦半岛(一二三期)	安徽合肥	华中区域	商业	100%	14.77	31.86	30.06	8.0
合肥市阜阳北路与涡阳路地块	安徽合肥	华中区域	商住	100%	3.79	13.27	13.27	1.0
合肥市肥东县地块一宗	安徽合肥肥东	华中区域	住宅	100%	5.02	12.56	12.56	0.9
合肥市 XZQTD212 号地块	合肥新站区	华中区域	住宅	100%	6.32	12.64	12.64	2.4
武汉林肯公园(长丰村项目 129 亩)	湖北武汉	华中区域	商住	100%	8.60	13.60	13.60	-1.7
武汉 COCO 时代	湖北武汉	华中区域	商住	100%	5.67	13.60	1.09	0.2
苏州 COCO 蜜园	江苏苏州	华东区域	商住	100%	3.52	6.33	0.36	0.1
苏州天悦城	江苏苏州	华东区域	商住	100%	10.39	24.95	18.05	9.6
苏州雍锦园	江苏苏州	华东区域	商住	60%	7.09	14.19	14.19	0.0
无锡五彩城	江苏无锡	华东区域	商住	100%	7.48	20.95	1.42	0.3
无锡市 XDG-2010-23 号地块	江苏无锡锡山区	华东区域	商住	51%	11.63	26.76	26.76	3.5
无锡市 XDG-2016-12 号地块	江苏无锡锡山区	华东区域	商住	41%	8.33	16.67	16.67	2.4
无锡市 XDG-2013-58 号地块	江苏无锡	华东区域		100%	7.95	19.87	19.87	4.6
南京公园 1 号(NO.2015G70 号地块)	江苏南京	华东区域	商住	100%	4.21	11.79	11.79	4.2
“星雨华府”扬州雨润房地产	苏州扬州	华东区域	商住	100%	21.17	16.93	16.93	0.3
“雨润桂府”扬州雨润房地产	苏州扬州	华东区域	商住	100%		23.56	23.56	0.4
杭州市两地块	杭州萧山	华东区域	住宅	90%	10.00	11.00	11.00	-0.1
名仕公馆项目	浙江嘉兴	华东区域	住宅	100%	4.51	11.04	5.58	0.6
北京海悦城(三期)	北京	北京区域	商住	53%	1.87	3.74	3.74	1.2
北京海悦城项目(一期)	北京	北京区域	商住	53%	4.53	9.07	0.81	0.3
北京海悦城项目(二期)	北京	北京区域	商住	53%	4.94	10.37	10.37	4.3
天津雍锦香颂(一二期)	天津	北京区域	商住	100%	4.99	8.08	8.10	0.5
天津市津南区项目地块(蓝光雍锦香颂)	天津津南	北京区域	商住	100%	16.12	29.02	29.02	14.7
天津杨柳青项目收购	天津西青	北京区域	商住	100%	38.05	28.15	21.53	6.4
西安公园华府地块	西安沣东新城	北京区域	商住	70%	22.30	73.55	73.55	9.9
青岛.COCO 蜜城	青岛市李沧区	北京区域	商住	51%	3.59	15.26	1.73	0.1
青岛蓝光黑钻公馆地块	山东青岛市北区	北京区域	商住	100%	2.32	8.11	8.11	3.6
太原市 140109003002GB00024 号地块	山西太原万柏林	北京区域	住宅	80%	2.79	2.95	1.12	0.0

惠州市和胜置业有限公司股权收购	惠州市江北新区	华南区域	商住	51%	4.79	20.04	20.04	2.6
惠州市 GP2016-31 号、32 号土地	惠州市惠城区	华南区域	商住	75%	7.55	22.66	22.66	4.0
合计					798	1808	1200	156

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

物业管理方面，公司16年实现主营业务收入6.8亿元，同比增长23.5%，归属母公司净利润为1亿元，在管面积3006万平方米。17年公司计划管理面积增加至0.5亿平方米，同比增长67%，若维持稳定的收入和利润率水平。目前港股上市的物业管理公司平均PE平均PE水平为20.5倍，考虑到新三板企业股权具备流动性的限制，但是上市公司的股票流动性没有折价。嘉宝股份2016年末净资产规模为2.54亿，对应归母股权比例从蓝光发展净资产中扣除，目前市值对应增厚公司价值约11.7亿元。

表 12：蓝光发展物业管理业务估值对比。

证券简称	证券代码	上市时间	营业收入	营业利润	归母净利润	在管面积	单位在管面积贡献净利润		PE (17E)
			(亿元)	(亿元)	(亿元)	(万方)	(元/平米)	同比增长	
彩生活	1778.HK	2014/6/30	13.4	2.63	1.88	39,500	0.48	-8.5%	18.1
中海物业	2669.HK	2015/10/23	22.9	2.76	2.02	10,000	2.02	69.7%	17.3
中奥到家	1538.HK	2015/11/25	6.4	0.05	-0.06	2,460	-0.24	-155.4%	
绿城服务	2869.HK	2016/7/12	37.3	4.02	2.86	10,500	2.72	14.0%	26.2
上市公司平均估值									20.5

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

医药业务方面，公司迪康药业属于主要负责药物销售，所属子行业为化学制药，目前A股对应板块PE估值为38.72倍（16年年报），迪康药业16年实现归属母公司净利润7940万元，对应企业市值为30.74亿元。同样从归母净资产中扣除迪康药业的归母净资产2.53亿元，实际增厚企业价值为28.21亿元。

表13：蓝光发展多业务合计估值情况

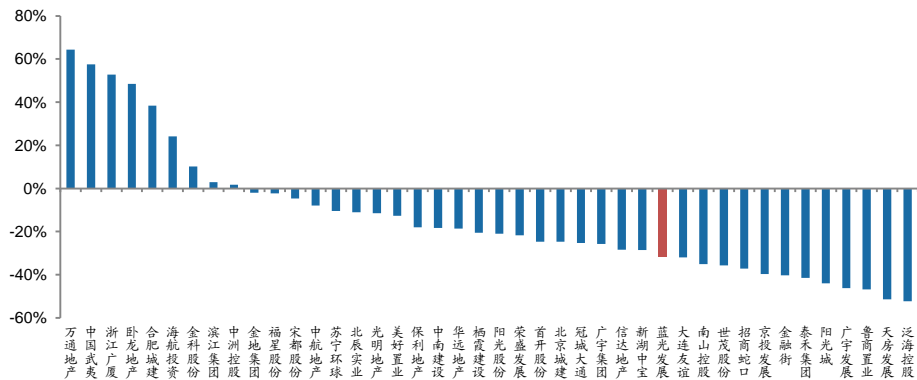
指标	规模
<b>物业管理</b>	
归母净利润 (17E) (亿元)	1.7
合理市值 (亿元)	15.5
持股比例	90%
归母净资产 (亿元)	2.29
净资产增加值 (亿元)	11.9
<b>医药业务</b>	
归母净利润 (亿元)	0.8
可比行业估值 PE	38.7
合理市值 (亿元)	30.7
归母净资产 (亿元)	2.53
净资产增加值 (亿元)	28.2

地产业务	
权益净增加值(亿元)	119.58
归母净资产(亿元)	94.9
合计	
公司合理权益价值(亿元)	259.4
总股本(亿)	21.34
每股合理权益价值(元/股)	12.15

数据来源：广发证券发展研究中心

整体来看，公司三项业务对应的公司合理权益价值为271.8亿元，对应目前股本为21.34亿股，每股NAV约为12.15元/股，对应公司目前的股价的折价率为28.6%，高于行业整体平均水平。

图48：主流地产公司NAV估值折价情况汇总



数据来源：广发证券发展研究中心

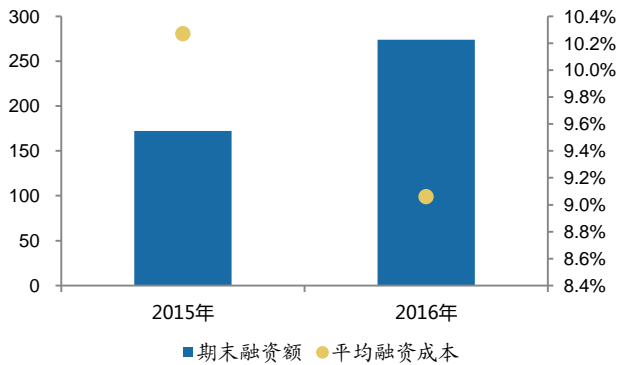
17年业绩方面，在2016年的年报中曾经披露业绩目标为归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润12.7亿元。此外公司在资产注入时承诺17年的净利润规模不低于11.56亿元，股权激励目标为扣非归母11.7亿元。截止到16年末公司地产业务在手预收账款规模为201.8亿元，有能力保障17年的业绩兑现，加之公司从15年上市之后，融资成本不断下降，预计到17年末整体融资成本可以从9%下降至7%左右，对应273亿的融资余额，对于公司净利润水平增厚具备重大意义。

表 14：蓝光发展公司债务发行情况

债券简称	债券类型	起息日	剩余期限	发行规模	票面利率(当期)
16 蓝光 02	一般公司债	2016-10-18	5	10.00	5.25%
16 蓝光 01	一般公司债	2016-09-14	5	30.00	5.50%
16 蓝光 MTN003	一般中期票据	2016-08-12	5	13.00	5.50%
16 蓝光 MTN002	一般中期票据	2016-07-14	5	20.00	6.50%
16 蓝光 MTN001	一般中期票据	2016-01-28	5	7.00	5.90%

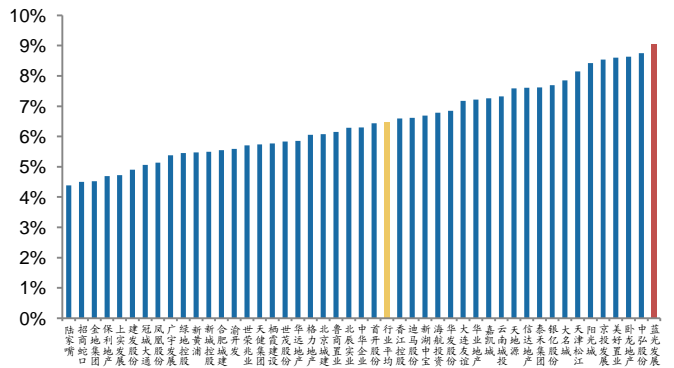
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图49: 蓝光发展融资余额及融资成本变化



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图50: 地产行业企业融资成本对比



数据来源: 广发证券发展研究中心

蓝光发展以地产开发业务为核心，以医药+3D打印及物业管理业务为辅助的业务模式，在公司完成上市之后将会迎来崭新的发展机遇。上市之初的机构投资者已经基本完成了减仓，且地产业务的规模和业绩增长将为公司未来几年的价值提升提供极强的动力。预计公司17、18年归母净利润规模为12.82亿、25.16亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

公司地产开发业务受到行业调控政策限制，费用规模扩张影响业绩增长。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>49,471</b>	<b>64,458</b>	<b>107,407</b>	<b>170,422</b>	<b>241,634</b>
货币资金	5,586	9,171	9,187	12,250	15,312
应收及预付	3,425	3,360	10,328	10,360	11,653
存货	39,288	50,595	86,567	146,488	213,344
其他流动资产	1,172	1,331	1,325	1,325	1,325
<b>非流动资产</b>	<b>6,773</b>	<b>8,906</b>	<b>9,718</b>	<b>10,612</b>	<b>11,649</b>
长期股权投资	263	953	1,191	1,399	1,644
固定资产	918	865	908	963	1,021
在建工程	276	284	437	586	732
无形资产	202	309	309	309	309
其他长期资产	5,114	6,495	6,873	7,355	7,943
<b>资产总计</b>	<b>56,244</b>	<b>73,365</b>	<b>117,126</b>	<b>181,034</b>	<b>253,283</b>
<b>流动负债</b>	<b>34,303</b>	<b>39,471</b>	<b>76,598</b>	<b>126,620</b>	<b>186,407</b>
短期借款	3,096	3,743	6,098	10,411	10,840
应付及预收	26,317	31,216	67,469	111,344	167,476
其他流动负债	4,890	4,511	3,030	4,865	8,090
<b>非流动负债</b>	<b>10,590</b>	<b>19,884</b>	<b>26,257</b>	<b>37,348</b>	<b>45,942</b>
长期借款	9,243	10,099	16,217	26,968	35,137
应付债券	0	7,935	7,935	7,935	7,935
其他非流动负债	1,347	1,850	2,105	2,445	2,870
<b>负债合计</b>	<b>44,893</b>	<b>59,355</b>	<b>102,855</b>	<b>163,968</b>	<b>232,349</b>
股本	2,136	2,135	2,135	2,135	2,135
资本公积	2,007	1,607	1,864	2,367	3,048
留存收益	4,404	5,017	6,043	8,056	10,778
归属母公司股东权益	8,891	9,972	10,121	12,637	16,040
少数股东权益	2,460	4,038	4,150	4,429	4,893
<b>负债和股东权益</b>	<b>56,244</b>	<b>73,365</b>	<b>117,126</b>	<b>181,034</b>	<b>253,283</b>

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,430</b>	<b>-2,688</b>	<b>-5,265</b>	<b>-11,179</b>	<b>-5,093</b>
净利润	954	890	1,393	2,796	3,867
折旧摊销	58	69	73	87	82
营运资金变动	-16,329	-6,343	-6,685	-16,078	-12,017
其它	16,748	2,696	-46	2,017	2,975
<b>投资活动现金流</b>	<b>-255</b>	<b>-2,124</b>	<b>-252</b>	<b>-409</b>	<b>-425</b>
资本支出	-67	-88	-165	-300	-295
投资变动	-140	-1,093	-86	-109	-130
其他	-48	-944	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-682</b>	<b>8,257</b>	<b>5,533</b>	<b>14,650</b>	<b>8,581</b>
银行借款	13,413	14,664	15,246	26,027	27,100
债券融资	-13,928	-5,577	-8,255	-9,128	-15,276
股权融资	3,623	2,649	0	0	0
其他	-3,790	-3,479	-1,458	-2,248	-3,243
<b>现金净增加额</b>	<b>494</b>	<b>3,444</b>	<b>16</b>	<b>3,062</b>	<b>3,062</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>5,058</b>	<b>5,552</b>	<b>8,996</b>	<b>9,012</b>	<b>12,074</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>5,552</b>	<b>8,996</b>	<b>9,012</b>	<b>12,074</b>	<b>15,137</b>

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	4309.4%	21.2%	17.2%	50.3%	22.4%
营业利润增长	18123.8	-2.8%	42.3%	92.3%	36.9%
归属母公司净利润增长	6298.5%	11.3%	43.1%	96.3%	35.2%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	29.6%	25.0%	23.2%	25.3%	27.3%
净利率	5.4%	4.2%	5.6%	7.4%	8.4%
ROE	9.1%	9.0%	12.7%	19.9%	21.2%
ROIC	6.4%	3.9%	3.8%	5.5%	6.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	79.8%	80.9%	87.8%	90.6%	91.7%
净负债比率	102.6%	122.2%	168.8%	222.2%	223.0%
流动比率	1.44	1.63	1.40	1.35	1.30
速动比率	0.24	0.30	0.16	0.12	0.10
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.62	0.33	0.26	0.25	0.21
应收账款周转率	80.62	47.65	43.16	52.24	51.14
存货周转率	0.63	0.36	0.28	0.24	0.19
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.38	0.42	0.60	1.18	1.59
每股经营现金流	0.67	-1.26	-2.47	-5.24	-2.39
每股净资产	4.16	4.67	4.74	5.92	7.51
<b>估值比率</b>					
P/E	23.1	20.8	14.5	7.4	5.5
P/B	2.1	1.9	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	16.9	17.8	18.6	12.5	10.6

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>17,598</b>	<b>21,329</b>	<b>25,004</b>	<b>37,573</b>	<b>45,991</b>
营业成本	12,381	16,002	19,200	28,069	33,436
营业税金及附加	1,429	1,584	1,643	2,497	3,262
销售费用	751	939	1,067	1,414	1,762
管理费用	617	751	875	1,160	1,447
财务费用	322	335	315	524	710
资产减值损失	452	337	0	0	0
公允价值变动收益	-125	-48	0	0	0
投资净收益	-9	138	191	119	140
<b>营业利润</b>	<b>1,513</b>	<b>1,471</b>	<b>2,094</b>	<b>4,028</b>	<b>5,514</b>
营业外收入	37	43	0	0	0
营业外支出	49	46	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,501</b>	<b>1,468</b>	<b>2,094</b>	<b>4,028</b>	<b>5,514</b>
所得税	546	578	701	1,232	1,647
<b>净利润</b>	<b>954</b>	<b>890</b>	<b>1,393</b>	<b>2,796</b>	<b>3,867</b>
少数股东损益	149	-6	111	280	464
<b>归属母公司净利润</b>	<b>805</b>	<b>896</b>	<b>1,282</b>	<b>2,516</b>	<b>3,403</b>
EBITDA	2,478	2,122	2,292	4,520	6,165
EPS(元)	0.38	0.42	0.60	1.18	1.59

## 广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，九年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：分析师，清华大学工学硕士，五年房地产研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 金山：分析师，复旦大学经济学硕士，四年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 李飞：研究助理，中国科学技术大学金融工程硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。