

地产立足成渝高速成长 外延精准拓展值得期待

公司动态

◆公司处于高成长期，H1 归母净利润同增近 13 倍

17H1 归母净利润同比+1273%；签约金额同比+188%，预收账款较年初+51%锁定业绩；净负债率 120%，货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债）为 1.7 倍。积极拓展中期票据等融资渠道，16 年平均融资成本 9.06%，较上年降低 1.2pp。

◆拿地聚焦热点二线，立足成渝深化全国布局

17H1 新增土储超去年全年规模，规划建面约 277 万平，平均楼面价约 4387 元/平方米；新进华南市场深化全国布局，非成渝区域占比达 69%；土储优质集中重点城市，聚焦天津、杭州、合肥等热点二线。

◆多元化方式拓展，物业管理规模持续扩张

截至 17H1 嘉宝股份累计管理面积 3349 万平，通过生活家 APP 覆盖轻资产联盟面积 1.2 亿平；10 月收购杭州绿宇物业 76% 股权、上海真贤物业 80% 股权，增加管理面积约 1000 万平，进军长三角区域市场。

◆医药业务稳健经营，3D 生物打印技术领先

成都迪康药业拥有各类剂型药品 249 个，包含国家级新药 12 个、国家中药保护品种 1 个。蓝光英诺 3D 生物打印血管植入恒河猴体内实验取得成功，下一步将推进临床试验申报工作；未来产业化前景可期。

◆12 个月目标价 9.84 元，首次覆盖“增持”评级

7 月公告“蓝色共享”跟投计划，以激励管理层员工与房地产项目运营团队的积极性，提升获取项目的质量和项目运营效率。

预测 17/18/19 年营收分别为 265/342/410 亿元，归母净利润分别为 15/21/27 亿元，EPS 分别为 0.70/0.98/1.26 元。我们认为公司规模扩张态势明显，蓝享计划将进一步提高盈利水平及员工士气。我们采用分部估值法，对房地产、物业管理、医药业务分别给予 2017 年 13、20、25 倍 PE 的估值，得到公司股权价值 210 亿元，折合目标价 9.84 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：房地产调控时间过长导致销售不及预期；房地产项目建设进度不及预期导致结算推迟；多元化拓展进度不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	17,598	21,329	26,514	34,218	40,993
营业收入增长率	4309.37%	21.20%	24.31%	29.06%	19.80%
净利润(百万元)	805	896	1,500	2,085	2,696
净利润增长率	6298.47%	11.28%	67.48%	39.00%	29.30%
EPS(元)	0.38	0.42	0.70	0.98	1.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.05%	8.98%	13.33%	16.07%	17.77%
P/E	22	20	12	9	7

资料来源：光大证券研究所预测

增持(首次)

当前价/目标价：8.58/9.84 元

目标期限：12 个月

分析师

陈浩武 (执业证书编号：S0930510120013)

021-22169050

chenhaowu@ebsec.com

联系人

何缅甸

021-22169170

hemiannan@ebsec.com

范晓佳

021-22169156

xifan@ebsec.com

市场数据

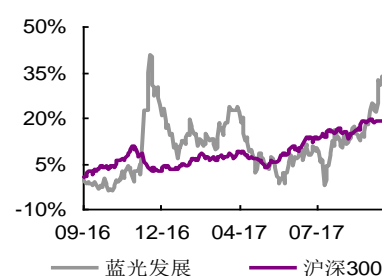
总股本(亿股)：21.34

总市值(亿元)：179.71

一年最低/最高(元)：7.08/12.22

近 3 月换手率：66.32%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-21.33	-0.33	-10.36
绝对	-19.04	6.87	8.00

相关研报

1、人居蓝光+生命蓝光双擎驱动

四川蓝光发展股份有限公司系原迪康药业于 2015 年 4 月与蓝光和骏重大资产重组形成。公司以“人居蓝光+生命蓝光”双擎驱动，其中人居蓝光以房地产业务与现代服务业为核心基础产业；生命蓝光以医药业务与 3D 生物打印为创新支柱产业。公司控股股东为蓝光集团，实际控制人为杨铿。

表 1：公司前十大股东持股情况（截至 2017H1）

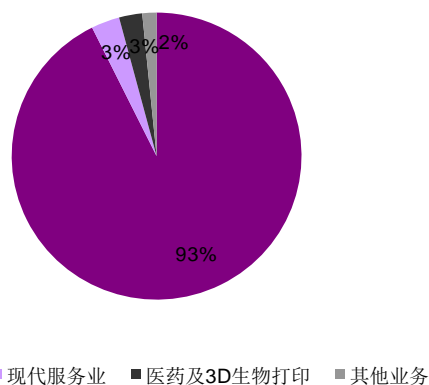
股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
蓝光投资控股集团有限公司	1,144,387,888	53.62
杨铿	119,642,284	5.61
深圳市平安创新资本投资有限公司	39,399,328	1.85
四川产业振兴发展投资基金有限公司	22,907,776	1.07
全国社保基金一零二组合	15,499,840	0.73
中国证券金融股份有限公司	11,624,380	0.54
陆贵新	8,800,000	0.41
中国光大银行股份有限公司-中欧新动力股票型证券投资基金(LOF)	7,999,748	0.37
全国社保基金五零一组合	7,000,000	0.33
中国建设银行股份有限公司-长城品牌优选混合型证券投资基金	6,937,795	0.33
合计	1,384,199,039	64.86

资料来源：Wind 资料来源：Wind 资料来源：

2016 年公司各业务营收占比：

- 房地产业务营收占比 92.6%，是主要收入来源；其中住宅销售、商业地产销售营收占房地产业务板块的比重分别为 77.5%、21.8%，商业地产租金收入占房地产业务板块的比重仅为 0.7%；
- 现代服务业营收占比 3.2%；
- 医药及 3D 生物打印营收占比 2.6%；其中 3D 生物打印处于前期研发阶段，基本尚未产生实际收入；
- 其他业务主要系投资性房地产销售，营收占比 1.6%。

图 1：2016 年营业收入业务占比



资料来源：Wind

2、H1 归母净利润同增近 13 倍

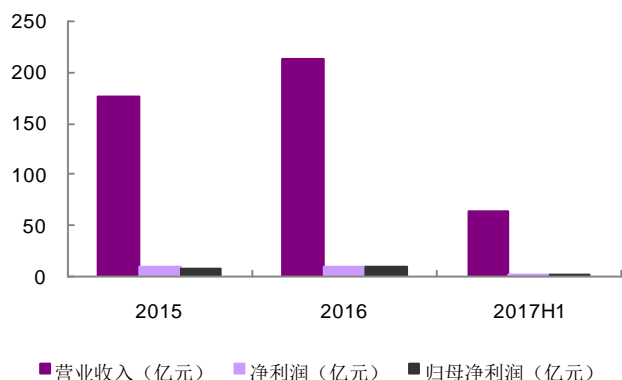
2017H1 公司营业收入 64.4 亿元，同比增长 32.1%；归母净利润 2.8 亿元，同比增长 1272.8%。归母净利润大幅增长的主要原因是净利率为 4.5%，较去年同期提高约 4 个百分点。

- 2017H1 毛利率为 27.6%，较去年同期提高约 1 个百分点；主要原因是结算房地产项目毛利率提升。
- 2017H1 三费比率为 15.2%，较去年同期降低约 0.5 个百分点；主要原因是管理费用率与财务费用率降低。

截至 2017H1 扣预收后资产负债率为 72.1%，较年初降低约 1.6 个百分点；净负债率为 120.2%，较年初降低约 2 个百分点。货币资金/(短期借款+一年内到期的非流动负债)为 1.7 倍，短期偿债能力较强，经营稳定性较优。

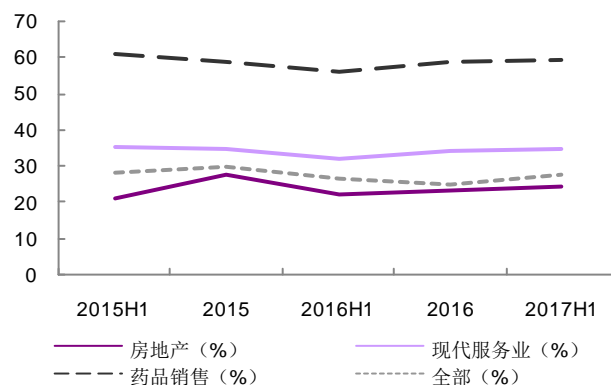
2016 年平均融资成本为 9.06%，较上年降低约 1.2 个百分点。公司积极拓宽融资渠道、优化融资结构，2016 年以 5.75% 的平均利率发行 40 亿公司债、40 亿中期票据；2017 年 8 月注册 45 亿元中期票据，同时拟发行优先股 5000 万股，募资 50 亿元。

图 2：公司营收与归母净利润



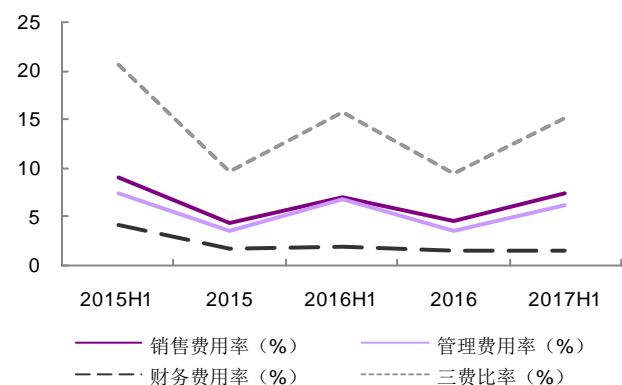
资料来源：Wind

图 3：公司毛利率



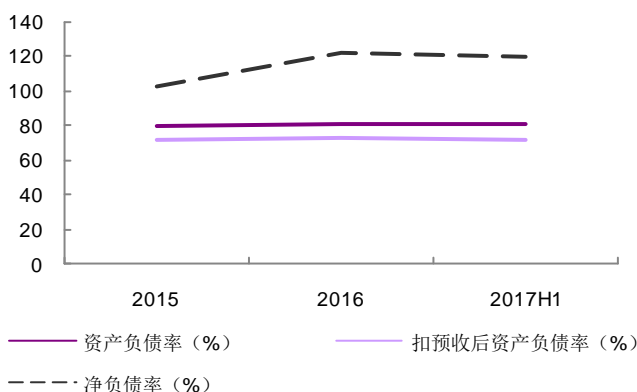
资料来源：Wind

图 4：公司三费比率



资料来源：Wind

图 5：公司资产负债率与净负债率



资料来源：Wind

3、拿地聚焦热点二线，立足成渝深化全国布局

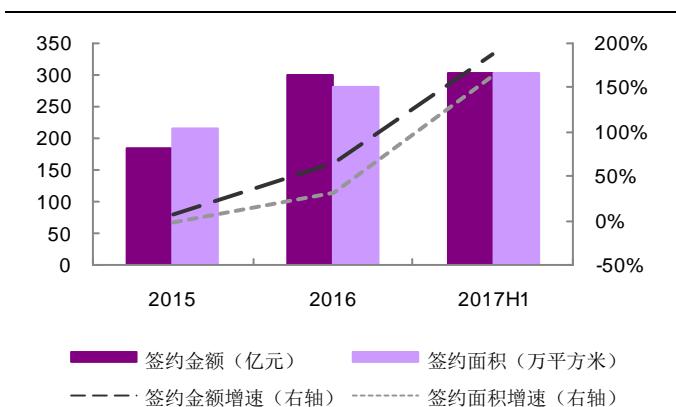
2017H1 签约金额 302.7 亿元，同比增长 188.2%；签约面积 302 万平方米，同比增长 163.7%。期末预收账款 303.8 亿元，较年初增长 50.5%。

公司拥有丰富项目资源，2016 年末储备项目建面 455.4 万平方米，开发项目建面 657.3 万平方米；储备及开发项目建面合计 1112.7 万平方米。

公司拿地发力，通过招拍挂、合作、收购等方式积极补充土储。2017H1 新增土储占地面积 124.6 万平方米，超去年全年拿地规模；规划建面约 276.5 万平方米，平均楼面价约 4387 元/平方米。按建面计算，合作与收购渠道占比达 89%。

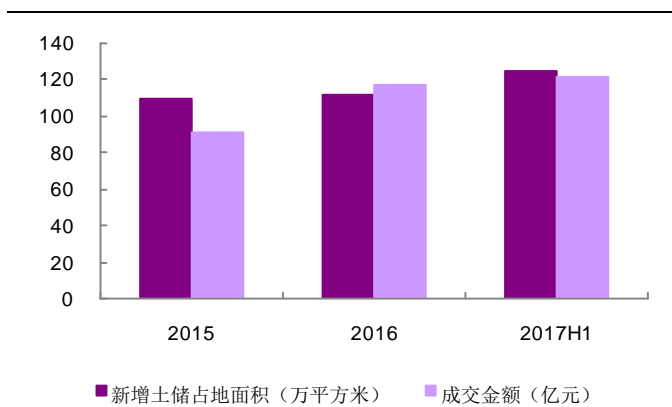
公司立足成渝区域，推进“东进、南下”战略，完善长三角、珠三角、京津冀城市群布局。2017H1 获取惠州地块，拓展华南区域市场；目前已覆盖成都区域、滇渝区域、华中区域、华东区域、北京区域、华南区域。从新增土储来看，成渝区域占地面积比重从 2015 年的 68% 降至 2017H1 的 31%，全国布局持续深化。城市布局方面，公司聚焦天津、杭州、合肥等热点二线优质资源，为后续发展构筑坚实支撑。

图 6：公司签约金额、签约面积及增速（右轴）



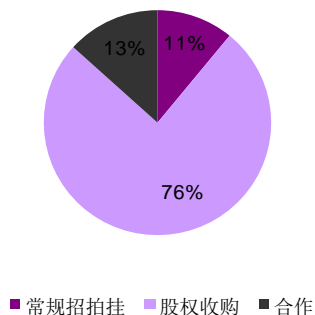
资料来源：公司公告

图 7：公司拿地面积及拿地金额



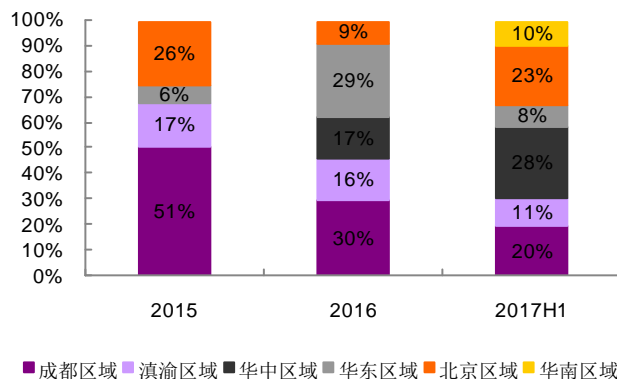
资料来源：公司公告

图 8：2017H1 新增土储渠道分布（按建面）



资料来源：公司公告

图 9：新增土储区域分布（按占地面积）



资料来源：公司公告

表 2: 2017H1 新增土储明细

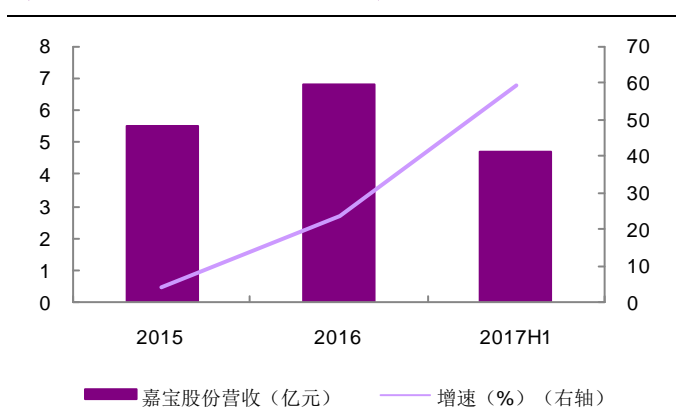
区域	城市	业态	拿地渠道	权益	土地面积 (万平方米)	规划建面 (万平方米)	成交金额 (亿元)
成都区域	成都	住宅、商业	股权收购	100%	24.89	99.58	34.05
滇渝区域	昆明	住宅	合作	51%	4.47	5.36	1.55
					5.85	8.78	
	重庆	住宅	常规招拍挂	100%	3.05	6.85	5.50
北京区域	太原	住宅	股权收购	80%	2.79	2.95	1.58
	天津	住宅、商服	股权收购	100%	32.27	28.15	21.29
华东区域	杭州	住宅	股权收购	90%	10.00	11.00	1.95
华中区域	长沙	住宅、商业	股权收购	42%	13.95	34.88	5.30
	南昌	住宅	常规招拍挂	100%	3.65	10.95	10.87
	合肥	住宅	股权收购	100%	5.02	12.56	7.55
常规招拍挂			100%	6.32	12.64	10.12	
华南区域	惠州	住宅、商服	合作	75%	5.59	16.76	9.09
					1.97	6.04	
			股权收购	51%	4.79	20.04	12.46
合计					124.60	276.53	121.32

资料来源: 公司公告

4、多元化方式拓展, 物业管理规模持续扩张

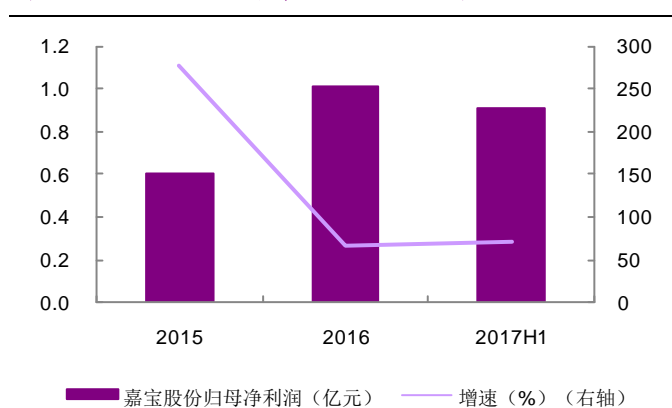
控股子公司四川嘉宝资产管理集团股份有限公司(公司直接和间接合计持股 91.61%) 专注于住宅、商业、写字楼等提供物业服务及物业增值服务, 拥有国家物业管理企业一级资质, 获评 2016 年“全国物业百强企业”第 14 名。嘉宝股份于 2015 年底挂牌新三板, 目前已进入新三板创新层; 2017H1 实现营收 4.7 亿元, 同比增长 59.4%; 归母净利润 0.9 亿元, 同比增长 71.2%。

图 10: 嘉宝股份营收及增速 (右轴)



资料来源: Wind

图 11: 嘉宝股份归母净利润及增速 (右轴)

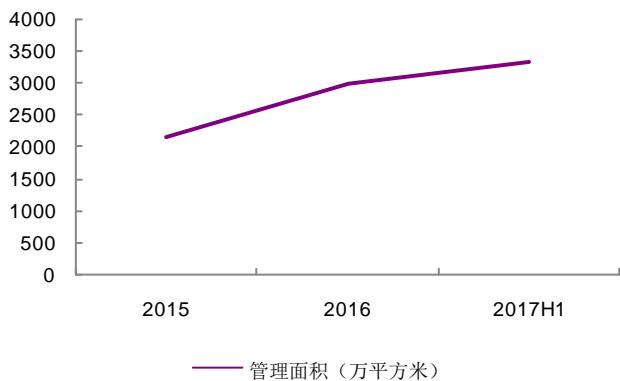


资料来源: Wind

嘉宝股份致力于构建“物业服务 O2O 生态圈”、“社区生活服务 O2O 生态圈”、“生活家数据云”三位一体的“生活家服务体系”, 通过生活家 APP 在实现缴费、保修等物业服务的同时, 提供商品团购、社区商城等社区生活服务, 提升主营业务溢价能力。截至 2017H1 生活家 APP 累计注册人数达 40 万人。

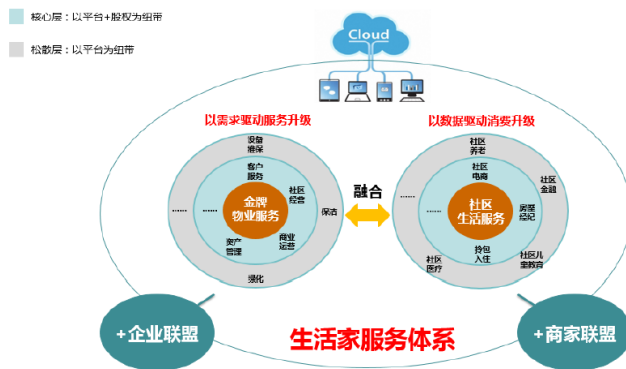
嘉宝股份通过项目全委托、收购并购、轻资产联盟等多元化方式拓展市场；2017H1 通过委托+并购新增管理面积 212 万平方米、通过生活家 APP 新增轻资产联盟面积 1060 万平方米；期末累计管理面积 3349 万平方米、轻资产联盟面积 1.2 亿平方米。

图 12: 嘉宝股份管理面积



资料来源: Wind

图 13: 生活家服务体系示意图



资料来源: 公司公告

10 月以 0.84 亿元现金收购绿宇物业 76% 股权、真贤物业 80% 股权；绿宇物业在中国物业百强企业中位列第 85 位，在管项目 70 余个，物业类型涵盖别墅、写字楼、产业园、科创园工业厂房、高层、多层住宅等；真贤物业在管项目约 40 个，主要集中在上海外滩周边虹口区域。通过此次收购，嘉宝股份增加管理面积约 1000 万平方米，并首次进入上海、杭州，进军长三角区域市场。

表 3: 交易标的资产情况 (截至 2016.12)

交易标的	标的公司总资产 (万元)	标的公司净资产 (万元)	收购对价 (万元)	购买资产总额占嘉宝股份总资产比例
杭州绿宇物业管理有限公司 76% 股权	5,446.76	2,258.44	6000	8.71%
上海真贤物业管理有限公司 80% 股权	2,769.02	1,593.50	2400	4.02%

资料来源: 公司公告

5、医药业务稳健经营，3D 生物打印技术领先

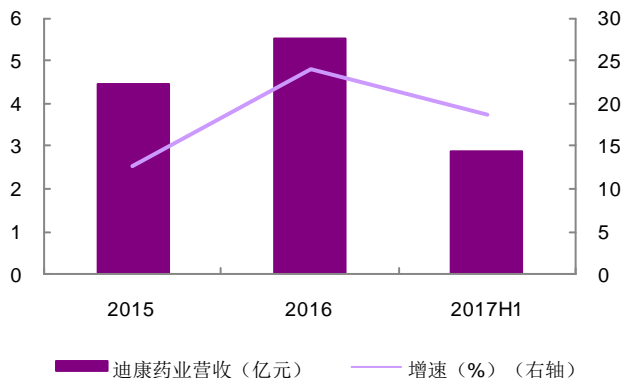
5.1、医药业务稳健向好

全资子公司成都迪康药业有限公司主营药品与医疗器械的研发、制造及营销；拥有成都、重庆两地现代化生产基地、药品及器械生产线 26 条。2017H1 实现营收 2.9 亿元，同比增长 18.7%；净利润 0.4 亿元，同比增长 130.8%。

成都迪康药业拥有各类剂型药品 249 个，包含国家级新药 12 个、国家中药保护品种 1 个。药品种类包括消化系统、呼吸系统、医疗器械、儿科、皮肤科等，核心产品为“安可妥”（国家一类新药）、“安斯菲”（国家二类新

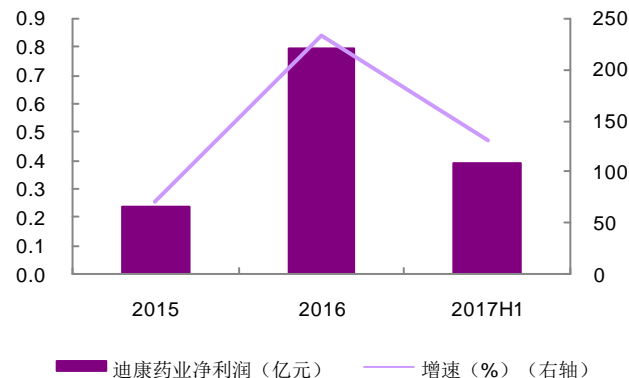
药)、国家中药保护品种“通窍鼻炎颗粒”、“龙七胃康片”、“芩连胶囊”、国家 863 项目“可吸收骨折内固定螺钉”和“可吸收医用膜”等。其中,“可吸收骨折内固定螺钉”、“可吸收医用膜”属国内首创,达国际先进水平。

图 14: 迪康药业营收及增速 (右轴)



资料来源: 公司公告

图 15: 迪康药业净利润及增速 (右轴)



资料来源: 公司公告

5.2、3D 生物打印技术领先，产业化前景可期

控股子公司四川蓝光英诺生物科技股份有限公司(公司直接和间接合计持股 65%) 成立于 2014 年, 致力于以干细胞应用技术推动 3D 生物打印应用, 目前已建立医疗影像云平台、生物墨汁、3D 生物打印机和打印后处理系统四大技术体系。2016 年蓝光英诺营收 0.46 万元, 净利润-2752 万元, 主要原因是仍处于前期研发阶段, 产业化尚需时日。

研发投入方面, 3D 生物打印项目总投资额为 2.15 亿元, 截至 2016 年末累计研发投入为 1.02 亿元。研发团队方面, 蓝光英诺拥有以康裕建教授(中组部首批“千人计划”国家特聘专家、美国国家毒理科学院院士)、周惠兴教授(中组部“千人计划”国际特聘专家、英国机械工程师学会高级研究员)、罗涛先生(四川省“千人计划”专家)为核心的专家团队, 以及由国内外再生医学、材料学、组织工程学领域和 3D 生物打印前沿的顶尖科学家为主的专家顾问团。

截至 2017H1 蓝光英诺已提交专利申请 89 项(其中 20 项已获授权), 获软件著作权登记证书 7 项, 商标证书 103 项。

- 2015 年 10 月, 具有完全自主知识产权、“国家高技术研究发展计划(863 计划)”项目全球首创 3D 生物血管打印机研制成功。
- 2016 年 12 月, 3D 生物打印血管植入恒河猴体内实验成功。
- 目前, 3D 生物打印血管动物在体试验、药理毒理等临床前研究正在持续观察和数据完善中, 公司将按照美国 FDA 对临床试验申请的要求, 有计划推进临床试验申报工作。

国务院先后印发《促进医药产业健康发展的指导意见》、《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》等政策文件, 明确提出在医疗器械领域大力推动增材制造(3D 打印)技术应用。蓝光英诺分别于 2016 年 4 月、6 月与贵安新

区开发投资有限公司、昆明市人民政府签署合作协议，在建设、运营、项目推广、产业孵化等领域展开合作，打造大健康 3D 打印产业园；有利于推动 3D 生物打印技术在大健康领域的发展和运用，未来产业化前景可期。

表 4：3D 生物打印相关政策

时间	政策	相关内容
2016.3	国务院办公厅关于促进医药产业健康发展的指导意见	应用大数据、云计算、互联网、增材制造等技术，构建医药产品消费需求动态感知、众包设计、个性化定制等新型生产模式。
2016.11	国务院关于印发“十三五”战略性新兴产业发展规划的通知	在航空航天、医疗器械、交通设备、文化创意、个性化制造等领域大力推动增材制造技术应用，加快发展增材制造服务业。
2016.11	关于印发《医药工业发展规划指南》的通知	利用增材制造等新技术，加快组织器官修复和替代材料及植入医疗器械产品创新和产业化重点发展全降解冠脉支架，心脏瓣膜，可降解封堵器，可重复使用介入治疗用器械导管，人工关节和脊柱，3D 打印骨科植入物，组织器官诱导再生和修复材料，心脏起搏器，植入式左心室辅助装置，脑起搏器，人工耳蜗，牙种植体，眼科人工晶体，功能性敷料，可降解快速止血材料和医用粘接剂等。
2016.12	国家发展改革委关于印发《“十三五”生物产业发展规划》的通知	针对器官修复等新技术的发展需要，推动生物技术与材料技术的融合，加速仿生医学、再生医学和组织工程技术的发展，推进增材制造（3D 打印）技术在植（介）入新产品中应用。

资料来源：政府网站

6、“蓝色共享”跟投计划激励员工士气

7 月公司公告《“蓝色共享”员工事业合伙人管理办法（试行）》，将项目经营结果和跟投合伙员工的个人收益直接挂钩，不设本金保障及收益保证机制；以激励管理层员工与房地产项目运营团队的积极性，进一步提升公司获取项目的质量和项目运营效率。

表 5：“蓝色共享”员工事业合伙人计划主要内容

		主要内容
跟投合伙项目		2017 年 2 月 27 日后首次开盘销售的项目
跟投合伙人	强制合伙人	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	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
投资架构		董事、监事及高级管理人员通过一个有限合伙企业投资全部跟投合伙项目； 其他总部员工通过一个有限合伙企业投资全部跟投合伙项目； 区域公司跟投合伙员工通过一个有限合伙企业投资其区域范围内的全部跟投合伙项目
投资额度		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%
资金到位时间		原则上项目确权后 3 个月内
分配管理	归还债权资金	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，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
	分配利润	项目公司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，如项目公司产生利润并符合项目公司利润分配的相关规定，经项目公司股东会通过，项目公司可向合伙平台分配利润
退出时点		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，或按照《四川蓝光发展股份有限公司募集资金管理制度》决定将项目作为募集资金投资项目时

资料来源：公司公告

7、盈利预测与投资评级

7.1、关键假设和盈利预测

关键假设

1、房地产：截至 2017H1 预收账款 303.8 亿元，后续将结转为营业收入。公司积极拿地快速扩张，2017H1 新增土储超去年全年规模；可售货值丰富，2017 年计划新开工面积 520.7 万平方米，较去年实际值增长 49%。同时，公司坚定推动刚需住宅产品向改善型住宅产品战略转型。我们假设 2017-2019 年房地产业务的营收增速分别为 25%、30%、20%；毛利率分别为 23.50%、23.80%、24.00%。

2、现代服务业：嘉宝股份持续推进多元化扩张，拓展管理规模；深化“生活家”云平台研发与应用，提高盈利能力。我们假设 2017-2019 年现代服务业的营收增速均为 20%，毛利率稳定在 34.6%。

3、医药：迪康药业积极提升全渠道覆盖营销能力，完成 OTC 团队搭建，布局全国 24 个市场；优化产品结构，推广安斯菲、可吸收医用膜、可吸收内固定螺钉等核心产品，逐步淘汰缺乏市场竞争力的产品。2015 年公司公告 3D 生物打印项目建设初期预计需 1-5 年，因此我们暂不考虑 3D 生物打印业务盈利。我们假设 2017-2019 年医药业务的营收增速均为 20%，毛利率分别为 59.2%、59.3%、59.4%。

4、其他业务：假设 2017-2019 年营收增速均为 0%，毛利率稳定在 56.7%。

表 6：蓝光发展分业务盈利预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
主营业务收入 (亿元)	213.29	265.14	342.18	409.93
房地产	197.53	246.91	320.99	385.18
现代服务业	6.80	8.16	9.79	11.75
医药	5.55	6.66	7.99	9.59
其他业务	3.41	3.41	3.41	3.41
主营业务收入增长率	21.20%	24.31%	29.06%	19.80%
房地产	22.87%	25.00%	30.00%	20.00%
现代服务业	111.18%	20.00%	20.00%	20.00%
医药	24.16%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务	-54.65%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利 (亿元)	53.27	66.72	86.46	104.14
房地产	45.69	58.02	76.39	92.44
现代服务业	2.35	2.82	3.39	4.07
医药	3.28	3.94	4.74	5.70
其他业务	1.94	1.93	1.93	1.93
毛利率	24.98%	25.17%	25.27%	25.40%
房地产	23.13%	23.50%	23.80%	24.00%
现代服务业	34.60%	34.60%	34.60%	34.60%
医药	59.16%	59.20%	59.30%	59.40%
其他业务	56.77%	56.70%	56.70%	56.70%

资料来源：光大证券研究所预测

我们预测 2017/2018/2019 年营收分别为 265.14 亿元/342.18 亿元/409.93 亿元，增长率分别为 24.31%/29.06%/19.80%；归母净利润分别为 15.00 亿元/20.85 亿元/26.96 亿元，增长率分别为 67.48%/39.00%/29.30%；EPS 分别为 0.70 元/0.98 元/1.26 元。

7.2、投资评级

由于公司各业务估值差异较大，我们采取分部估值法，按业务对利润进行拆分，并分别估算价值。我们按毛利占比估算各业务归母净利润，预测 2017 年归母净利润为 15 亿元，其中房地产业务 13.04 亿元，现代服务业 0.63 亿元，医药业务 0.89 亿元，其他业务 0.43 亿元。

房地产业务方面，我们选取高成长性地产公司阳光城、新城控股、融创中国、碧桂园作为可比公司，2017 年 wind 一致预期 PE 分别为 15、10、20、14，平均 PE 为 15 倍。根据可比公司平均 PE 值，考虑到公司房地产业务区域属性仍较为明显（2017H1 成渝区域签约金额占比 52%），我们认为 2017 年房地产业务的合理估值水平为 13 倍 PE。

物业管理业务方面，我们选取绿城服务、彩生活、中海物业作为可比公司，2017 年 wind 一致预期 PE 分别为 29、16、20，平均 PE 为 22 倍。根据可比公司平均 PE 值，考虑到公司物业管理业务区域属性较强（2017H1 四川省营收占比 77%），我们认为 2017 年物业管理业务的合理估值水平为 20 倍 PE。

医药业务方面，成都迪康药业主营化学制剂与医疗器械，我们选取信立泰、华润双鹤、凯利泰作为可比公司，2017 年 wind 一致预期 PE 分别为 23、22、29，平均 PE 为 25 倍。根据可比公司平均 PE 值，我们认为 2017 年医药业务的合理估值水平为 25 倍 PE。

其他业务方面，由于其他业务主要系投资性房地产销售，我们参考房地产业务，给予 2017 年 13 倍 PE 估值。

表 7：可比房地产公司的 PE 比较

公司名称	收盘价		EPS					PE			CAGR-3	PEG	PB	市值 亿元
	17.10.20	16	17E	18 E	19 E	16	17 E	18 E	19 E					
阳光城	6.69	0.30	0.45	0.60	0.78	20	15	11	9	19%	0.3	1.8	271	
新城控股	18.19	1.36	1.82	2.42	3.07	12	10	8	6	16%	0.3	2.2	411	
融创中国	39.45	0.71	1.67	1.79	2.48	9	20	19	13	19%	0.1	3.7	1,634	
碧桂园	12.48	0.52	0.76	1.06	1.41	8	14	10	8	35%	0.3	2.7	2,657	
平均						12	15	12	9		0.3	2.6		

资料来源：wind 一致预期

表 8：可比物业管理公司的 PE 比较

公司名称	收盘价		EPS					PE			CAGR-3	PEG	PB	市值 亿元
	17.10.20	16	17E	18 E	19 E	16	17 E	18 E	19 E					
绿城服务	4.87	0.12	0.14	0.20	0.26	26	29	21	16	30%	0.7	5.7	135	
彩生活	4.86	0.19	0.26	0.34	0.41	30	16	12	10	86%	0.4	2.4	48	

中海物业	1.87	0.07	0.09	0.11	0.13	25	20	16	14	9%	0.6	6.5	61
平均						27	22	17	13		0.6	4.0	

资料来源: wind 一致预期

表 9: 可比医药公司的 PE 比较

公司名称	收盘价		EPS			PE			CAGR-3	PEG 17 E	PB 17 E	市值 亿元	
	17.10.20	16	17E	18 E	19 E	16	17 E	18 E					19 E
信立泰	33.31	1.33	1.46	1.68	1.93	22	23	20	17	15%	2.4	5.4	348
华润双鹤	22.35	0.99	1.00	1.15	1.31	19	22	19	17	13%	1.0	2.5	194
凯利泰	9.33	0.23	0.32	0.39	0.47	21	29	24	20	57%	0.7	3.3	67
平均						21	25	21	18		1	4	

资料来源: wind 一致预期

综上所述, 我们预测房地产、现代服务业、医药、其他业务的归母净利润分别为 13.04、0.63、0.89、0.43 亿元; 我们认为房地产业务、现代服务业、医药、其他业务的合理估值水平 2017 年 PE 分别为 13、20、25、13 倍。经测算, 2017 年公司股权价值合计 210.08 亿元, 折合目标价 9.84 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 10: 公司价值估测

业务	归母净利润 (亿元) 2017	PE 2017	股权价值 (亿元) 2017
房地产	13.04	13	169.58
现代服务业	0.63	20	12.69
医药	0.89	25	22.16
其他业务	0.43	13	5.65
合计	15.00		210.08

资料来源: 光大证券研究所预测

8、风险分析

1、房地产调控时间过长导致销售不及预期;

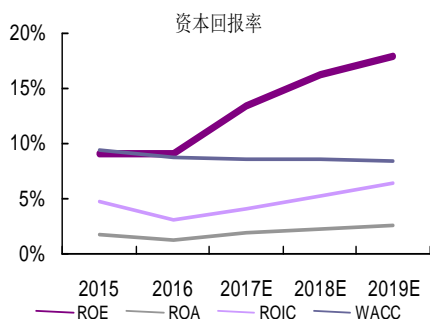
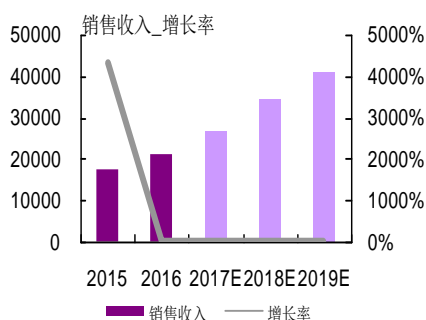
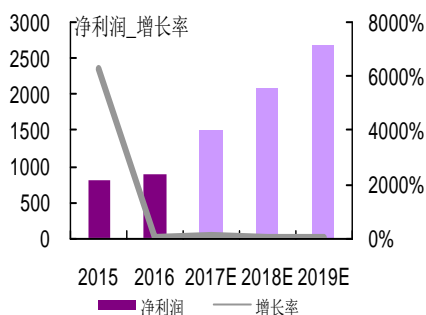
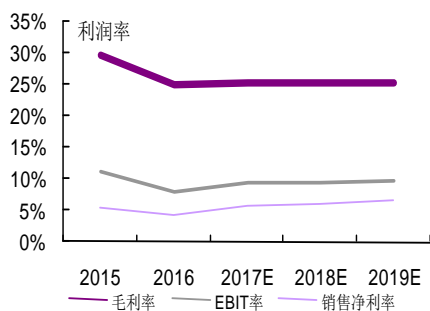
如果房地产调控时间过长, 或调控政策进一步趋严, 可能导致房地产项目销售情况不及预期, 对公司业绩产生影响。

2、房地产项目建设进度不及预期导致结算推迟;

如果公司在建房地产项目及储备房地产项目建设进度低于预期, 将对房地产业务结算营收产生影响。

3、多元化拓展进度不及预期。

如果公司物业管理业务、医药业务拓展进度不及预期, 将对公司业绩产生影响。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	17,598	21,329	26,514	34,218	40,993
营业成本	12,381	16,002	19,842	25,572	30,579
折旧和摊销	66	71	121	128	135
营业税费	1,429	1,584	1,970	2,542	3,046
销售费用	751	939	1,167	1,506	1,804
管理费用	617	751	928	1,198	1,435
财务费用	322	335	400	483	422
公允价值变动损益	-125	-48	0	0	0
投资收益	-9	138	200	300	400
营业利润	1,513	1,471	2,294	3,096	3,989
利润总额	1,501	1,468	2,444	3,396	4,389
少数股东损益	149	-6	15	20	25
归属母公司净利润	805.00	895.77	1,500.25	2,085.29	2,696.22

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	56,244	73,365	85,368	98,223	112,395
流动资产	49,471	64,458	75,969	88,531	102,444
货币资金	5,586	9,171	11,931	17,381	24,930
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	376	519	646	834	999
应收票据	13	10	13	17	20
其他应收款	1,001	897	1,116	1,441	1,726
存货	39,288	50,595	58,321	63,905	68,928
可供出售投资	201	177	171	171	171
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	263	953	973	1,003	1,043
固定资产	918	865	897	907	899
无形资产	196	195	185	176	167
总负债	44,893	59,355	70,056	81,169	93,125
无息负债	27,664	33,066	40,463	51,229	60,685
有息负债	17,229	26,289	29,593	29,941	32,441
股东权益	11,351	14,010	15,312	17,053	19,269
股本	2,136	2,135	2,134	2,134	2,134
公积金	2,288	1,893	2,037	2,246	2,515
未分配利润	4,123	4,732	5,868	7,382	9,303
少数股东权益	2,460	4,038	4,053	4,073	4,098

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,430	-2,688	-550	5,114	5,131
净利润	805	896	1,500	2,085	2,696
折旧摊销	66	71	121	128	135
净营运资金增加	25,183	8,181	4,198	469	532
其他	-24,624	-11,836	-6,369	2,432	1,768
投资活动产生现金流	-255	-2,124	185	180	270
净资本支出	-64	-77	-49	-90	-90
长期投资变化	263	953	-20	-30	-40
其他资产变化	-453	-2,999	254	300	400
融资活动现金流	-682	8,257	3,125	155	2,148
股本变化	1,697	-1	-1	0	0
债务净变化	17,181	9,060	3,304	348	2,500
无息负债变化	27,565	5,402	7,397	10,765	9,456
净现金流	494	3,444	2,760	5,449	7,549

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	4309.37%	21.20%	24.31%	29.06%	19.80%
净利润增长率	6298.47%	11.28%	67.48%	39.00%	29.30%
EBITDA/EBITDA 增长率	11263.26%	-12.18%	46.29%	30.34%	21.70%
EBIT/EBIT 增长率	-72499.69%	-12.80%	45.28%	31.50%	22.33%
估值指标					
PE	22	20	12	9	7
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	19	26	19	14	11
EV/EBIT	19	27	20	15	12
EV/NOPLAT	31	45	32	24	19
EV/Sales	2	2	2	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	29.65%	24.97%	25.17%	25.27%	25.40%
EBITDA 率	11.56%	8.38%	9.86%	9.96%	10.11%
EBIT 率	11.18%	8.05%	9.40%	9.58%	9.78%
税前净利润率	8.53%	6.88%	9.22%	9.92%	10.71%
税后净利润率 (归属母公司)	4.57%	4.20%	5.66%	6.09%	6.58%
ROA	1.70%	1.21%	1.77%	2.14%	2.42%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.05%	8.98%	13.33%	16.07%	17.77%
经营性 ROIC	4.69%	2.96%	3.93%	5.16%	6.29%
偿债能力					
流动比率	1.44	1.63	1.70	1.67	1.65
速动比率	0.30	0.35	0.40	0.46	0.54
归属母公司权益/有息债务	0.52	0.38	0.38	0.43	0.47
有形资产/有息债务	3.21	2.73	2.82	3.22	3.40
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.38	0.42	0.70	0.98	1.26
每股红利	0.12	0.10	0.17	0.24	0.31
每股经营现金流	0.67	-1.26	-0.26	2.40	2.40
每股自由现金流(FCFF)	-11.00	-3.19	-1.16	0.81	0.99
每股净资产	4.17	4.67	5.27	6.08	7.11
每股销售收入	8.25	9.99	12.42	16.03	19.21

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebsecn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebsecn.com
王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebsecn.com	
安玲娟	021-22169479	15821276905	anlx@ebsecn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixix1@ebsecn.com
深圳	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com