

蓝光发展(600466.SH)

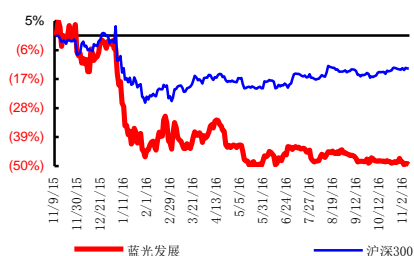
双轮驱动，稳步发展

评级： 买入 前次：
目标价(元)： 9.93
 分析师 联系人
 罗文波 倪一琛
 S0740514030001
 021-20315202 021-20315288
 luowb@r.qlzq.com.cn niyc@r.qlzq.com.cn
 2016年11月09日

基本状况

总股本(百万股)	2,136
流通股本(百万股)	876
市价(元)	7.67
市值(百万元)	16,384
流通市值(百万元)	6,718

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	15,318.	17,598.	23,053.	31,998.	43,198.
营业收入增速	60.22%	14.89%	31.00%	38.80%	35.00%
归属于母公司的净利润	870	805	1,469	2,297	3,172
净利润增长率	314.5%	-7.51%	82.54%	56.35%	38.05%
摊薄每股收益(元)	0.46	0.38	0.66	1.03	1.43
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	18.07	38.00	11.83	7.57	5.48
PEG	0.00	—	0.14	0.13	0.14
每股净资产(元)	2.97	4.16	4.55	5.47	6.79
每股现金流量	1.02	0.67	1.37	1.89	2.52
净资产收益率	15.59%	9.05%	14.56%	18.91%	21.04%
市净率	2.82	3.44	1.72	1.43	1.15
总股本(百万股)	1,877.0	2,136.1	2,220.4	2,220.4	2,220.4

投资要点

■ 双轮驱动，优质二线蓝筹

蓝光发展是总部位于四川省的一家地产公司，重组上市至今，公司以房地产开发运营为核心业务，同时大力发展社区服务和医疗产业，形成了“人居蓝光+生命蓝光”的双轮驱动战略。其中，“人居蓝光”包括房地产开发和社区服务两个子版块，“生命蓝光”包括医药和3D生物打印两个子板块。

近年来蓝光地产发展迅速，扩张节奏加快，销售金额快速增长。截至2015年，蓝光地产集团已成功进驻全国近20个城市，开发超过100多个项目，业主数量逾70万人。在中国指数研究院的最新报告中，蓝光地产位列中国房地产百强综合实力第23位，已经跻身全国主流房企之列。2016年上半年，蓝光地产实现销售收入132.2亿元，同比增长81.1%，我们认为公司未来一到两年将迎来业绩爆发。同时，公司在A股上市后拓宽了融资渠道，并不断通过置换旧债降低融资成本，今年来已累计发行中期票据40亿元及公司债券40亿元，融资成本从去年全年的10%下降到6.7%。

■ 人居蓝光——深耕成都，拓展优质二线

房地产开发方面，蓝光发展投资布局主流城市，深耕高潜力区域，从过去的偏安西南区域，到现在在全国布局五大区域，公司从2014年开始，逐年提高在东部高价值区域的投资比例，从2014年的48%，上升到2015年的65%，2016年这一比例更是达到80%。2015年和2016年上半年，公司策略性地加大了苏州、合肥、武汉、南京、南昌等中东部高增长潜力城市的拿地，随着近一年的房地产小高潮，这些城市的土地都获得了大幅度的增值。公司的大本营成都是“一带一路”、长江经济带战略的重要节点城市，西部大开发的引擎城市和“成渝经济区”核心城市，在中国经济发展版图中具有独特优势和战略地位，对于整个西南地区的居民都有很大的吸引力，人口净流入持续加快，目前土地价格仍处在价值洼地。随着人口不断的流入、土地供应的收紧和东部一二线城市限购政策趋紧，成都地区的土地未来增值潜力较大，预计将为公司带来可观利润。

社区服务业务方面，公司的社区服务子公司嘉宝股份是地区行业龙头，近年来发展迅速。拥有“国家物业管理企业一级资质”。嘉宝股份构建了“生活家服务体系+房地产专业支撑服务体系”的双轮驱动核心商业模式，并于 2015 年 12 月成功挂牌新三板。在资本的助力下，公司有望抓住行业快速扩张的黄金机会，实现规模化发展，扩大市场份额。

■ 生命蓝光——医药业务稳定发展，开拓 3D 生物打印蓝海

公司医药业全资子公司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。2016 年 1-6 月，面对医药行业大整顿，迪康药业通过变革营销变革，建立区域直销团队，提高终端市场覆盖率，实现现有产品经营业绩突破，营业收入达到 2.43 亿元，同比增长 35.8%，实现净利润 1709.2 万元。迪康药业未来将继续利用优势主打肠胃道医药系列产品，不断引进新产品和整合药品研发机构，同时围绕 3D 生物打印在医疗领域的应用进行战略转型，公司医药器械业务在未来将呈现加速扩张的趋势。

3D 生物打印子公司四川蓝光英诺拥有高素质的研发团队和运营团队，并有行业顶尖专家坐镇，同时建立合伙人机制有效提高了人才的积极性。蓝光英诺在继续聚焦 3D 生物打印研发，保持全球技术领先的同时，也不断进行产业扩张，加快产品和技术的商业化进程。3D 生物打印技术是新兴的蓝海产业，中长期来看具有较大发展潜力。但目前公司 3D 生物打印技术板块仍处于商业化进程中，预计短期内能够为公司贡献的利润有限。

■ 盈利预测

根据公司的现有土地储备、拿地节奏和推盘节奏，并综合考虑公司物业出租、现代服务业和医药及器械板块的收入，我们预测蓝光发展 2016/2017/2018 年的营业收入分别为 230.5 亿元、320.0 亿元、432.0 亿元，营业收入同比增速为 31.0%、38.8%、35.0%，EPS 为 0.52 元、0.67 元、0.78 元，相对应的 P/E 为 11.8 倍、7.6 倍、5.5 倍。

■ 公司估值与投资建议

近年来公司扩张迅速，已经跻身全国主流房企之列，而现代服务业、医药器械和 3D 生物打印三项业务均为具有较大发展潜力的蓝海行业，公司提前布局占据先发优势，未来发展前景无限。公司土储丰富，成都大本营升值潜力可期。根据我们的测算，公司总估值 206.7 亿元（其中房地产业务溢价现值 74.5 亿元，现代服务业业务估值 24.0 亿元，2015 年末净资产 113.5 亿元），对应的股价为 9.93 元，我们认为，随着公司房地产业务的继续扩张、现代服务业业务的高速增长、医药器械业务的稳健发展以及 3D 生物打印业务的逐渐商业化，预计公司的营业收入和净利润将会呈现高增长。首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示

地产业务发展不及预期，3D 生物打印进度不及预期等。

内容目录

公司概况.....	- 5 -
发展历程.....	- 5 -
销售高增长，优质二线蓝筹.....	- 6 -
人居蓝光——深耕成都，拓展优质二线.....	- 6 -
房地产开发运营——优质土储，战略拿地.....	- 7 -
社区服务——地区龙头独树一帜，三板挂牌助力发展.....	- 9 -
生命蓝光——医药业务稳定发展，开拓 3D 生物打印蓝海.....	- 11 -
医药业务——借助优势产品，保持稳定发展.....	- 11 -
3D 生物打印——团队人才济济技术全球领先，商业化进程加速未来可期.....	- 11 -
盈利预测与投资建议.....	- 13 -
房地产业务：绝对估值法（NAV）.....	- 13 -
现代服务业务：相对估值法.....	- 15 -
医药器械与 3D 生物打印业务：保守考虑予以忽略.....	- 15 -
总估值.....	- 15 -
投资建议.....	- 16 -
风险提示.....	- 16 -
地产业务发展不及预期.....	- 16 -
3D 生物打印进度不及预期.....	- 16 -

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	- 5 -
图表 2：公司业务分布（2016 年中报）.....	- 5 -
图表 3：公司股权结构.....	- 5 -
图表 4：公司近年营业收入及同比增速.....	- 6 -
图表 5：公司近年归母净利润及同比增速.....	- 6 -
图表 6：蓝光地产近年销售额及同比增速.....	- 7 -
图表 7：公司已布局全国五大区域.....	- 7 -
图表 8：成都土地供应（6 月移动平均，万平方米）.....	- 8 -
图表 9：公司土地储备分布（截至 2015 年末）.....	- 8 -
图表 10：公司库存分布（截至 2015 年末）.....	- 8 -
图表 11：公司出租物业情况.....	- 9 -
图表 12：生活家服务体系.....	- 10 -
图表 13：生活家联盟生态圈.....	- 10 -
图表 14：3D 生物打印技术.....	- 12 -
图表 15：“生物砖”核心技术.....	- 12 -

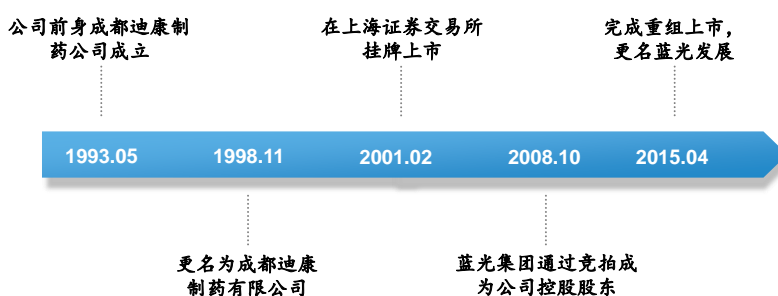
图表 16: 全球首台 3D 生物血管打印机.....	- 13 -
图表 17: 蓝光英诺和贵安新区签署合作协议.....	- 13 -
图表 18: 公司可售房地产项目 NAV 测算 (截至 2015 年年末)	- 14 -
图表 19: 公司持有型物业项目 NAV 测算.....	- 14 -
图表 20: 现代服务业务可比公司列表 (截至 2016/10/18)	- 15 -
图表 21: 公司总估值.....	- 15 -
图表 22: 蓝光发展盈利预测	- 16 -

公司概况

发展历程

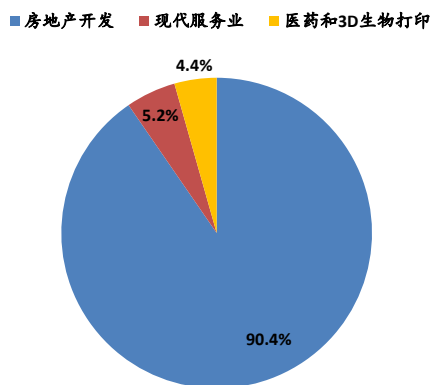
- 2015年4月16日，蓝光控股集团旗下四川蓝光发展股份有限公司借壳迪康药业，在上海证券交易所完成重组上市。公司更名为蓝光发展。重组上市至今，公司以房地产开发运营为核心业务，同时大力发展社区服务和医疗产业，形成了“人居蓝光+生命蓝光”的双擎驱动战略。其中，“人居蓝光”包括房地产开发和社区服务两个子板块，“生命蓝光”包括医药和3D生物打印两个子板块。
- 蓝光发展的控股股东为蓝光投资控股集团有限公司，持股比例为53.57%；杨铿为蓝光集团的实际控制人，持股比例为95.04%。

图表 1：公司发展历程



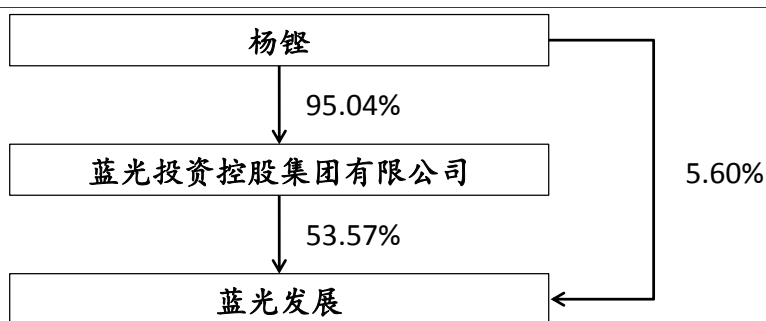
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：公司业务分布 (2016 年中报)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：公司股权结构

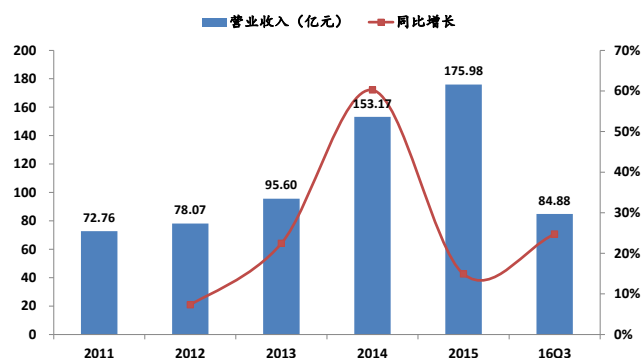


来源：公司公告，中泰证券研究所

销售高增长，优质二线蓝筹

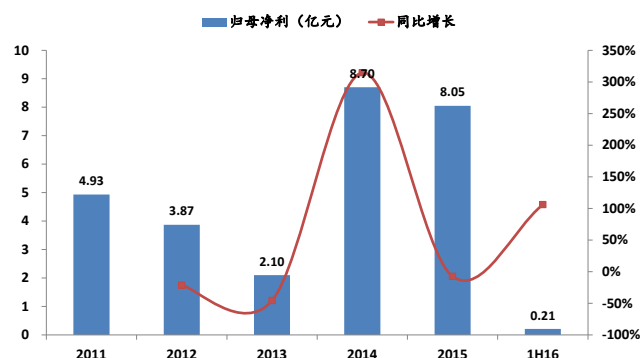
- 2016年，公司销售增速高速增长，迎来业绩爆发，近年来蓝光地产发展迅速，扩张节奏加快，销售金额快速增长。截至2015年，蓝光地产集团已成功进驻全国近20个城市，开发超过100多个项目，业主数量逾70万人。2015年，公司通过招拍挂、股权收购、项目合作开发等方式获地15宗，合计净用地面积1644.35亩，同比增长126%，为2016年业绩增长奠定了基础；2016年上半年，蓝光地产实现销售收入132.2亿元，同比增长81.1%，公司奋斗目标为年销售额300亿。在中国指数研究院的最新报告中，蓝光地产位列中国房地产百强综合实力第23位，已经跻身全国主流房企之列。
- 同时，公司在A股上市后拓宽了融资渠道，并不断通过置换旧债降低融资成本，今年来已累计发行中期票据40亿元及公司债券40亿元，融资成本从去年全年的10%下降到6.7%。

图表4：公司近年营业收入及同比增速



来源：Wind，中泰证券研究所

图表5：公司近年归母净利润及同比增速



来源：Wind，中泰证券研究所

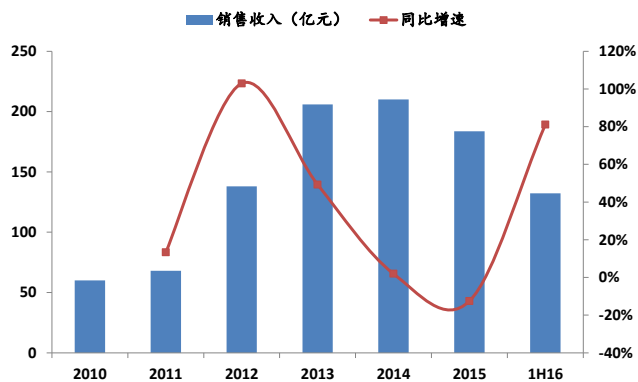
人居蓝光——深耕成都，拓展优质二线

房地产开发运营——优质土储，战略拿地

- 蓝光地产集团投资布局主流城市，深耕高潜力区域，从过去的偏安西南区域，到现在在全国布局五大区域，公司从 2014 年开始，逐年提高在东部高价值区域的投资比例，从 2014 年的 48%，上升到 2015 年的 65%，2016 年这一比例更是达到 80%。2015 年和 2016 年上半年，公司策略性地加大了苏州、合肥、武汉、南京、南昌等中东部高增长潜力城市的拿地，随着近一年的房地产小高潮，这些城市的土地都获得了大幅度的增值，显示了公司优秀的战略眼光。目前公司土地储备充足，区域优势显著：截至 2015 年末，共有待开发土地面积 231.2 万平方米，规划计容建筑面积 425.1 万平方米，其中成都区域占 42.1%；同时公司 2015 年项目可供出售面积 564.2 万平方米，其中已预售 215.7 万平方米，待售面积尚有 348.5 万平方米，与公司待开发土地面积一起足以支撑公司未来 3-5 年的销售。2016 年，公司继续加大对中东部高增长潜力一二线城市的投资力度，通过多元化投资模式拿地 14 宗，成功进驻南京、天津，深耕成都、昆明、南昌、合肥、无锡，并锁定郑州、佛山等多地项目。报告期内，公司新开工面积 129.45 万平方米，主要集中在北京、苏州、合肥、南京、南昌等一、二线高价值城市，预计下半年公司将推出市场的新增可售资源 310 亿元，将有力支撑公司下半年销售规模的提升。成都是“一带一路”、长江经济带战略的重要节点城市，西部大开发的引擎城市和“成渝经济区”核心城市，在中国经济发展版图中具有独特优势和战略地位，对于整个西南地区的居民都有很大的吸引力，人口净流入持续加快，目前土地价格仍处在价值洼地。随着人口不断的流入、土地供应的收紧和东部一二线城市限购政策趋紧，成都地区的土地未来增值潜力较大，预计将为公司带来可观利润。
- 产品战略——聚焦改善性住宅产品。公司在加快全国化投资布局的同时，从过去以刚性需求盘为主，转向实施以改善性住宅为核心的产品战略。2015 年，公司新增储备住宅资源 84% 为改善型住宅；2016 年一季度新增项目改善型住宅比达到 95%。目前，以合肥“雍锦半岛”、苏州“雍锦园”、成都“雍锦王府”、成都“公园悦府”、武汉“林肯公园”、昆明“林肯公园”等为代表的“雍锦系”、“公园系”、“林肯系”三大系列改善型住宅产品已陆续亮相全国，并获得业界及客户好评，蓝光改善型产品品牌形象和影响力初步形成。预计今后项目毛利率将逐步提高。从今年 1-6 月来看，公司实现的销售合同单价由去年的 7089 元/平方米，提升至 9173 元/平方米，销售合同单价提升 29.3%。
- 同时，公司拥有一定规模的自持出租物业，全部位于四川，其中大部分位于成都市，可以为公司提供稳定的现金流，综合租金回报率约为 4.45%。截至 2015 年末，公司出租房地产建筑面积约 26 万平方米，租金收入约 1.4 亿元，综合租金回报率 4.5%，对应公允价值合计 31.8 亿元。

图表 6：蓝光地产近年销售额及同比增速

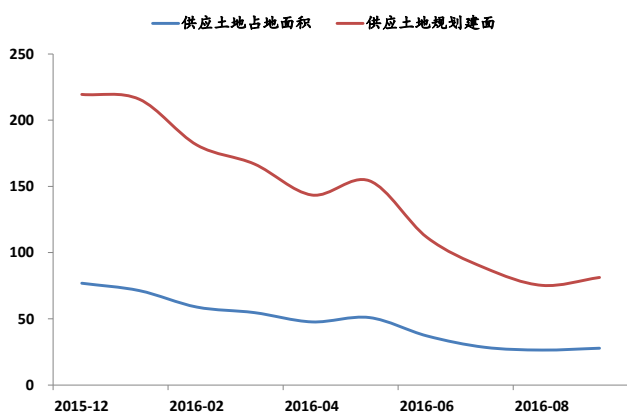
图表 7：公司已布局全国五大区域



来源: CRIC, 中泰证券研究所



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 8: 成都土地供应 (6 月移动平均, 万平方米)


来源: 中泰证券研究所

图表 9: 公司土地储备分布 (截至 2015 年末)

土地储备区域	待开发土地面积 (万平)	规划计容建筑面积 (万平)	所占比例
成都区域	131.7	179.1	42.1%
滇渝区域	51.9	124.7	29.3%
华中区域	29.2	81.1	19.1%
长三角区域	11.6	26.1	6.1%
环渤海区域	6.8	14.1	3.3%
合计	231.2	425.1	100%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 公司库存分布 (截至 2015 年末)

	可售面积 (万平方米)	已预售面积 (万平方米)	待售面积 (万平方米)	占比
成都区域	322.95	95.55	227.41	65.2%
滇渝区域	118.66	57.41	61.25	17.6%
华中区域	46.18	28.12	18.05	5.2%
长三角区域	65.03	25.71	39.32	11.3%
环渤海区域	11.46	8.90	2.56	0.7%
合计	564.28	215.68	348.60	100.0%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11：公司出租物业情况

地区	项目	经营业态	租金收入 (万元)	租金回报率	公允价值 (亿元)	建筑面积 (平米)
四川成都	金荷花	商铺、写字间	5898.47	6.35%	9.29	22277.55
四川成都	世纪电脑城	商铺、写字间、停车场	2155.98	2.83%	7.62	58842.72
四川成都	空港总部基地	商铺、写字间	1198.79	5.34%	2.24	30895.58
四川南充	南充香江国际	商铺	1193.38	3.63%	3.29	42920.87
四川成都	罗马假日C座	商铺、停车场	1191.82	3.90%	3.06	38054.20
四川成都	高盛中心	商铺、停车场	608.68	6.36%	0.96	10782.43
四川成都	蓝光大厦	商铺、写字间、停车场	433.72	6.77%	0.64	11233.27
四川成都	郁金香广场	商铺、停车场	321.60	5.42%	0.59	8242.22
四川成都	香槟广场	写字间	246.87	6.50%	0.38	1476.36
四川峨眉	峨眉院子	商铺	218.57	7.41%	0.29	3490.00
四川成都	春江花月	商铺	135.79	5.85%	0.23	2246.05
四川成都	时代华章	商铺	131.64	3.90%	0.34	3340.07
四川成都	玉林生活广场	商铺、写字间	108.43	8.35%	0.13	1467.02
四川成都	其他零星	商铺、停车场	309.97	1.13%	2.74	25099.09
合计			14153.71		31.80	260367.43

来源：公司公告，中泰证券研究所

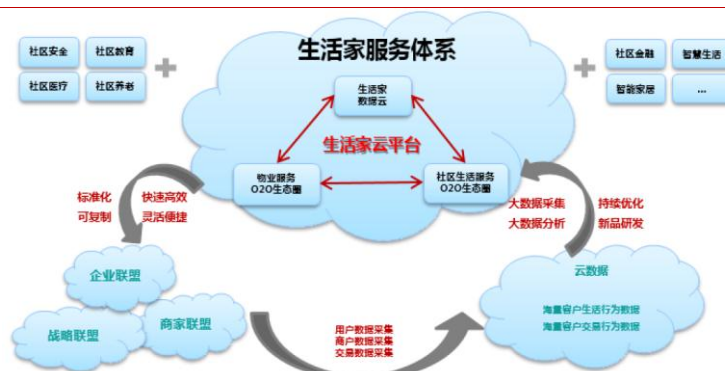
社区服务——地区龙头独树一帜，三板挂牌助力发展

- 公司的社区服务子公司**嘉宝股份**是地区行业龙头，近年来发展迅速。拥有“国家物业管理企业一级资质”。在 2016 年度物业管理行业综合实力百强排名中位列全国第 16 位，并以品牌价值 11.53 亿位列西部物业品牌之首。公司以“物业管理+商业运营”为主要产业，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、旅游地产等主题地产”6 大运营服务产品。截止 2016 年 5 月，嘉宝股份进驻全国 18 个城市，在管项目 114 个，其中，市场拓展委托项目 10 个，受托管理面积逾 2200 万平方米。公司构建了“生活家服务体系+房地产专业支撑

服务体系”的双轮驱动核心商业模式：

- **生活家服务体系。**首先，公司积极构建“生活家联盟大生态圈”的**大平台发展模式**。截止2016年6月，企业联盟成员已达28家，签约规模逾1亿平方米，管理项目700余个，涵盖住宅、写字楼、产业园区、大学校园、商业用户等业态，可货币化的用户规模达到350万。
- **房地产专业支撑服务体系。**公司聚焦房地产全产业链，构建房地产全产业链专业支撑服务体系，打造“好产品+好服务”，助推地产实现产品溢价、销售溢价和品牌溢价。
- **挂牌新三板，发展走上快速路。**嘉宝股份于2015年12月成为西南地区首家成功挂牌新三板的现代服务业企业。**2016年中报期，嘉宝股份总资产4.05亿元，实现营业收入2.96亿元，同比增长14.27%；归母净利润0.53亿元，同比增长55.00%；销售毛利率36.80%，ROE达到36.98%。**
- 目前，随着房地产行业逐渐步入“白银时代”，物业服务行业在我国开始受到追捧，正处于初始阶段的快速扩张时期。嘉宝股份作为地区行业龙头，借助独特的商业模式，发展迅猛。2016年上半年，公司现代服务业实现营业收入2.04亿元，同比增长24.65%。**随着嘉宝股份成功挂牌新三板，在资本的助力下公司有望抓住行业快速扩张的黄金机会，实现规模化发展，扩大市场份额，占据先发优势。**

图表 12：生活家服务体系



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 13：生活家联盟生态圈

生活家联盟生态圈



来源：公司公告，中泰证券研究所

生命蓝光——医药业务稳定发展，开拓 3D 生物打印蓝海

医药业务——借助优势产品，保持稳定发展

- 蓝光发展的全资子公司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、17 条药品生产线，生产各类剂型药品共计 249 个，含国家级新药 12 个、国家中药保护品种 2 个。目前对迪康药业主营业务收入贡献最大的产品主要为安斯菲、可吸收医用膜、可吸收内固定螺钉、通窍鼻炎颗粒，合计占到迪康药业 2015 年全年销售收入的 53.42%：

2016 年 1-6 月，面对医药行业大整顿，迪康药业通过变革营销变革，建立区域直销团队，提高终端市场覆盖率，实现现有产品经营业绩突破，营业收入达到 2.43 亿元，同比增长 35.8%，实现净利润 1709.2 万元。其中，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%。

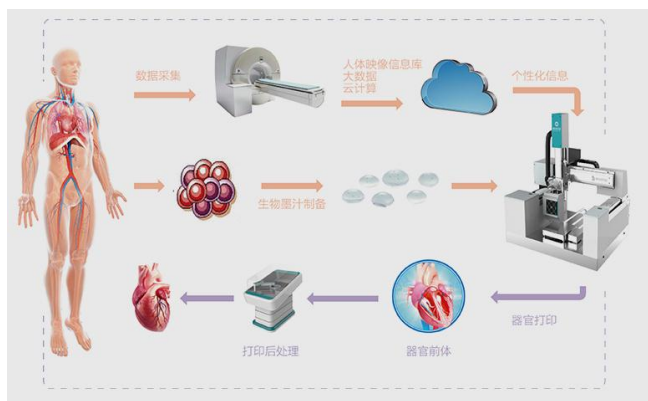
3D 生物打印——团队人才济济技术全球领先，商业化进程加速未来可期

- 3D 生物打印为“生命蓝光”的核心优势前沿产业之一，公司 3D 生物打印中短期计划总投资 2.15 亿，目前 3D 打印技术团队有 60-70 人团队。公司计划三年内四川建成中国第一个国家 A 级医学影像数据中心，以成都辐射北上广。公司同时也为 3D 生物打印技术成立了资本部，能找到一些实现 3D 生物打印产品化的公司，也会进行产业链上的并购，并考虑医疗服务投资，资本部已有 10 个人左右。
- 3D 生物打印技术是新兴的蓝海产业，中长期来看具有较大发展潜力。但目前公司 3D 生物打印技术板块仍处在商业化进程中，预计短期内难以为公司带来大量收益。产业链方面短期内可以贡献利润的主要是医疗影像大数据云平台，预计每年可为公司带来收入 6000 万-8000 万元左右。
- 蓝光英诺近年来发展迅速，拥有诸多优势：

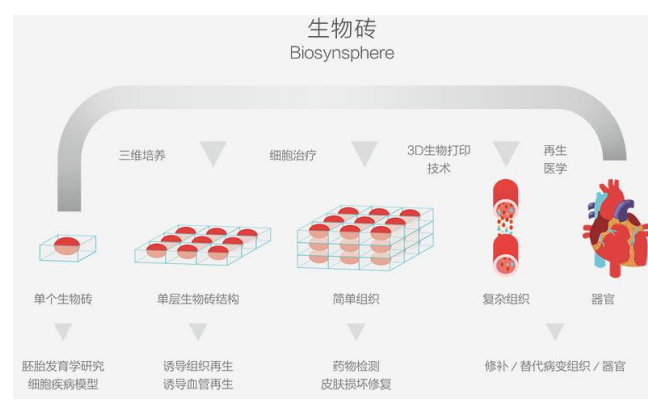
- **蓝光英诺拥有高素质的研发团队和运营团队，并有行业顶尖专家坐镇，同时建立合伙人机制有效提高了人才的积极性。**
 - (1) **行业顶尖专家坐镇。**蓝光英诺组建了以康裕建教授（中组部首批“千人计划”国家特聘专家、美国国家毒理科学院院士）、周惠兴教授（中组部“千人计划”国际特聘专家、英国机械工程师学会高级研究员）、罗涛先生（四川省“千人计划”专家）为核心的专家团队，同时组成了由国内外再生医学、材料学、组织工程学领域和 3D 生物打印前沿的顶尖科学家为主的专家顾问团，保证了公司在科研、学术以及应用领域的领先地位。
 - (2) **建立合伙人机制。**2015 年 5 月，公司董事会通过议案，对蓝光英诺建立合伙人机制，由蓝光英诺核心人员对蓝光英诺进行增资。目前，蓝光发展和控股子公司迪康药业合计持有蓝光英诺 65% 股权，3D 生物打印项目负责人康裕建先生持有蓝光英诺的股权比例 30%；其他人员拟通过设立有限合伙企业持有蓝光英诺的股权比例 5%，其中蓝光英诺董事长任东川先生担任合伙企业的普通合伙人，持有 3%，蓝光英诺左潇等其他核心人员为有限合伙人，持有合伙份额对应的股权比例为 2%。这种激励机制极大的提高了科研人员的积极性。
- **蓝光英诺在 3D 生物打印领域技术发展迅速，处于全球领先地位。**
 - (1) **蓝光英诺首创“生物砖”核心技术。**它以含种子细胞(干细胞、已分化细胞等)、生长因子和营养成分等组成的“生物墨汁”，结合其他材料层层打印出产品，经打印后培育处理，形成有生理功能的组织结构。
 - (2) **建立四大核心技术体系。**蓝光英诺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。
 - (3) **蓝光英诺拥有自主知识产权的医疗影像大数据云平台研发成功。**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。

图表 14：3D 生物打印技术

图表 15：“生物砖”核心技术



来源：公司官网，中泰证券研究所



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 16：全球首台 3D 生物血管打印机



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 17：蓝光英诺和贵安新区签署合作协议



来源：公司官网，中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 根据公司的现有土地储备、拿地节奏和推盘节奏，并综合考虑公司物业出租、现代服务业和医药及器械板块的收入，我们预测蓝光发展 2016/2017/2018 年的营业收入分别为 230.5 亿元、320.0 亿元、432.0 亿元，营业收入同比增速为 31.0%、38.8%、35.0%，EPS 为 0.52 元、0.67 元、0.78 元，相对应的 P/E 为 11.8 倍、7.6 倍、5.5 倍。

房地产业务：绝对估值法 (NAV)

- 目前公司的核心业务为房地产开发运营业务，对于该部分业务采用绝对估值法进行测算。公司的地产业务分为可出售房地产和持有型物业。
 - 对于可出售的地产业务，分项目计算权益销售物业近似溢价现值并加总得可售地产 NAV 为 36.7 亿元。

➤ 对于持有型物业，我们按照 2015 年末投资性房地产现值 37.8 亿元估算。

两者合计，可得公司房地产业务溢价现值为 74.5 亿元。

图表 18：公司可售房地产项目 NAV 测算（截至 2015 年年末）

项目名称	地理区域	项目类别	项目状态	权益比例	计容建筑面积 (平方米)	权益计容建筑面积 (平方米)	15 年年末结算权益建面 (平方米)	权益销售物业近似溢价现值 (万元)
COCO金沙二期	成都区域	住宅+商业	竣工	82%	133864.0	109768.5	95428.3	19494.4
COCO金沙三期	成都区域	住宅+商业	竣工	82%	134950.0	110659.0	88353.4	18049.1
花满庭二期南区	成都区域	住宅	竣工	82%	66242.0	54318.4	54318.4	4882.6
COCO国际	成都区域	住宅+商业	在建	82%	231548.0	189869.4	129449.3	11918.0
东方天地	成都区域	住宅+商业	竣工	82%	285665.0	234245.3	221495.1	32603.3
蓝光金双楠一、二期	成都区域	住宅+商业	在建	82%	259682.0	212939.2	179985.9	19631.5
中央天地广场	成都区域	商业	新开工	82%	78846.0	64653.7	50571.9	5997.0
青城河谷国际度假区	成都区域	住宅+商业	在建	82%	136540.0	111962.8	106999.3	10499.9
空港国际城S1七期	成都区域	办公+商业	竣工	82%	91360.0	74915.2	9027.4	801.8
锦绣香江一期二批次	成都区域	住宅+商业	在建	82%	91599.0	75111.2	22873.1	1160.9
邛崃COCO时代	成都区域	住宅+商业	在建	82%	113485.0	93057.7	34160.4	1907.1
金悦府	成都区域	住宅+商业	新开工	82%	223342.0	183140.4	149530.3	21202.2
金悦派	成都区域	住宅+商业	新开工	82%	54805.0	44940.1	22130.2	3366.1
金悦城	成都区域	住宅+商业	新开工	82%	112919.0	92593.6	50983.5	11256.9
花满庭三期	成都区域	住宅+商业	新开工	82%	160525.0	131630.5	89153.7	8013.8
金悦金沙	成都区域	住宅+商业	新开工	82%	61696.0	50590.7	38839.3	7622.7
圣菲悦城	成都区域	住宅+商业	新开工	82%	290464.0	238180.5	157079.2	11560.7
成都雍锦阁	成都区域	住宅+商业	新开工	82%	65831.0	53981.4	53981.4	12162.5
金悦天娇	成都区域	住宅+商业	新开工	82%	58090.0	47633.8	37635.5	4120.2
贡山壹号一、二、三期	滇渝区域	住宅+商业	在建	57%	367692.0	209584.4	185794.4	13348.5
南充COCO香江	滇渝区域	住宅+商业	在建	57%	306221.0	174546.0	174546.0	7575.6
南充COCO香江二期	滇渝区域	住宅+商业	新开工	57%	198058.0	112893.1	112893.1	8246.5
重庆COCO时代	滇渝区域	住宅+商业	在建	57%	427055.0	243421.4	204479.0	23135.7
重庆幸福满庭	滇渝区域	住宅+商业	在建	57%	97344.0	55486.1	43087.4	3435.4
重庆中央广场一期	滇渝区域	住宅+商业	新开工	57%	51632.0	29430.2	22033.9	2973.0
昆仑中心	滇渝区域	办公+商业	竣工	57%	40496.0	23082.7	0.0	0.0
昆明天娇城一期	滇渝区域	住宅+商业	竣工	57%	238359.0	135864.6	107328.7	6319.4
昆明天娇城二期	滇渝区域	住宅+商业	在建	57%	293058.0	167043.1	138507.2	8155.1
昆明天娇城三期	滇渝区域	住宅+商业	新开工	57%	185837.0	105927.1	0.0	0.0
昆明天娇城五期	滇渝区域	公建	新开工	57%	18048.0	10287.4	0.0	0.0
苏州COCO蜜园	长三角区域	住宅+商业	在建	71%	63294.0	44938.7	0.0	0.0
苏州天悦城花园一二期	长三角区域	住宅	新开工	71%	122728.0	87136.9	27183.1	12971.1
无锡COCO蜜园	长三角区域	住宅+商业	竣工	71%	154565.0	109741.2	74256.1	6831.4
无锡五彩城	长三角区域	住宅+商业	在建	71%	209456.0	148713.8	0.0	0.0
青岛COCO蜜城	环渤海区域	住宅+商业	竣工	100%	111957.0	111957.0	111957.0	15106.3
北京海悦城一期	环渤海区域	住宅+商业	新开工	100%	90666.0	90666.0	90666.0	24728.4
长沙COCO蜜城	华中区域	住宅	在建	100%	92802.0	92802.0	58738.0	8260.0
长沙幸福满庭	华中区域	住宅	在建	100%	121610.0	121610.0	38659.0	2371.0
武汉COCO时代	华中区域	住宅+商业	在建	100%	135970.0	135970.0	79255.0	13992.3
合肥时代红街	华中区域	住宅+商业+办公	新开工	100%	84744.0	84744.0	21196.0	3266.6
总计					6,205,475.0	4,551,222.1	3,136,163.2	366,967.1

来源：中泰证券研究所

图表 19：公司持有型物业项目 NAV 测算

地区	项目	经营业态	租金收入 (万元)	40年租金折现 (万元)
四川成都	金荷花	商铺、写字间	5898.47	293055.79
四川成都	世纪电脑城	商铺、写字间、停车场	2155.98	107116.32
四川成都	空港总部基地	商铺、写字间	1198.79	59559.91
四川南充	南充香江国际	商铺	1193.38	59291.12
四川成都	罗马假日C座	商铺、停车场	1191.82	59213.62
四川成都	高盛中心	商铺、停车场	608.68	30241.27
四川成都	蓝光大厦	商铺、写字间、停车场	433.72	21548.67
四川成都	郁金香广场	商铺、停车场	321.60	15978.17
四川成都	香榭广场	写字间	246.87	12265.33
四川峨眉	峨眉院子	商铺	218.57	10859.29
四川成都	春江花月	商铺	135.79	6746.50
四川成都	时代华章	商铺	131.64	6540.32
四川成都	玉林生活广场	商铺、写字间	108.43	5387.17
四川成都	其他零星	商铺、停车场	309.97	15400.35
合计			14153.71	703203.83

来源：中泰证券研究所

现代服务业务：相对估值法

- 对于公司的现代服务业务，由于主导该项业务的子公司嘉宝股份已经挂牌新三板，故按照相对估值法进行计算。参考可比公司估值，考虑公司地区龙头的地位和快速发展的趋势，给予公司该项业务 40 倍 PE。按照嘉宝股份 2015 年 0.6 亿的净利润计算，该项业务估值 24 亿元。

图表 20：现代服务业务可比公司列表（截至 2016/11/09）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2015年净利润 (亿元)	2016年PE
000062.SZ	深圳华强	194.18	3.76	46.03
600007.SH	中国国贸	191.69	6.28	32.75
002344.SZ	海宁皮城	139.44	5.49	20.22
600790.SH	轻纺城	72.24	2.95	18.57
002285.SZ	世联行	160.94	5.09	25.17
平均值		151.70	4.71	28.55

来源：中泰证券研究所

医药器械与 3D 生物打印业务：保守考虑予以忽略

- 公司的医药器械业务体量相对较小，3D 生物打印业务则尚处于发展推广阶段短期内难以为公司提供可观收益，故出于保守考虑忽略此两项业务的估值。

总估值

- 根据我们的测算，公司总估值 206.7 亿元（其中房地产业务溢价现值 74.5 亿元，现代服务业务估值 24.0 亿元，2015 年末净资产 113.5 亿元），对应的每股 NAV 为 9.93 元。

图表 21：公司总估值

房地产业务NAV (亿元)	74.5
现代服务业务估值 (亿元)	24.0
2015年末净资产 (亿元)	113.5
总计NAV (亿元)	212.0
股本 (亿股)	21.36
每股NAV	9.93

来源：中泰证券研究所

投资建议

- 蓝光发展以房地产开发运营为核心业务，大力发展社区服务和医疗产业，形成了“人居蓝光+生命蓝光”的双轮驱动战略，布局房地产开发经营、现代服务业务、医药器械业务和 3D 生物打印四大板块，近年来公司扩张迅速，已经跻身全国主流房企之列，而现代服务业、医药器械和 3D 生物打印三项业务均为具有较大发展潜力的蓝海行业，公司提前布局占据先发优势，未来发展前景无限。公司土储丰富，成都大本营升值潜力可期。我们预测蓝光发展 2016/2017/2018 年的 EPS 为 0.52 元，0.67 元，0.78 元，相对应的 P/E 为 11.8 倍，7.6 倍，5.5 倍，根据我们的测算，公司总估值 206.7 亿元（其中房地产业务根据 NAV 法计算得溢价现值 74.5 亿元，现代服务业务根据相对估值法估值 24.0 亿元，公司 2015 年末净资产 113.5 亿元），对应的股价为 9.93 元，我们认为，随着公司房地产业务的继续扩张、现代服务业务的高速增长、医药器械业务的稳健发展以及 3D 生物打印业务的逐渐商业化，预计公司的营业收入和净利润将会呈现高增长。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

地产业务发展不及预期

- 公司以房地产开发业务为主业，存在政策调控风险以及地产市场风险。

3D 生物打印进度不及预期

- 公司 3D 生物打印产业仍处于初期探索阶段，新技术的研发和实现商业化的进度仍有较大的不确定性，可能影响生物医疗板块的业绩发展。

图表 22：蓝光发展盈利预测

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	377	399	17,598	23,054	31,999	43,198
增长率	3.27%	5.9%	4309.4%	31.0%	38.8%	35.0%
营业成本	-149	-156	-12,381	-16,253	-22,207	-29,677
% 销售收入	39.5%	39.0%	70.4%	70.5%	69.4%	68.7%
毛利	228	243	5,217	6,801	9,792	13,521
% 销售收入	60.5%	61.0%	29.6%	29.5%	30.6%	31.3%
营业税金及附加	-6	-5	-1,429	-1,268	-1,692	-2,409
% 销售收入	1.5%	1.3%	8.1%	5.5%	5.3%	5.6%
营业费用	-146	-149	-751	-1,475	-2,032	-2,791
% 销售收入	38.6%	37.4%	4.3%	6.4%	6.4%	6.5%
管理费用	-81	-91	-617	-1,153	-1,619	-2,264
% 销售收入	21.5%	22.8%	3.5%	5.0%	5.1%	5.2%
息税前利润 (EBIT)	-4	-2	2,420	2,905	4,448	6,058
% 销售收入	-1.1%	-0.5%	13.8%	12.6%	13.9%	14.0%
财务费用	1	1	-322	-494	-520	-548
% 销售收入	-0.2%	-0.4%	1.8%	2.1%	1.6%	1.3%
资产减值损失	1	-1	-452	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-125	0	0	0
投资收益	17	10	-9	-3	-5	-4
% 税前利润	57.3%	55.2%	—	—	—	—
营业利润	14	8	1,513	2,408	3,924	5,507
营业利润率	3.7%	2.1%	8.6%	10.4%	12.3%	12.7%
营业外收支	15	9	-13	-1	-3	-4
税前利润	29	17	1,501	2,407	3,921	5,503
利润率	7.7%	4.3%	8.5%	10.4%	12.3%	12.7%
所得税	-7	-5	-546	-751	-1,268	-1,796
所得税率	22.7%	27.6%	36.4%	31.2%	32.3%	32.6%
净利润	22	13	954	1,656	2,653	3,706
少数股东损益	0	0	149	186	355	535
归属于母公司的净利润	23	13	805	1,469	2,297	3,172
净利率	6.0%	3.2%	4.6%	6.4%	7.2%	7.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	22	891	954	1,656	2,653	3,706
少数股东损益	0	0	0	186	355	535
非现金支出	19	401	518	157	145	168
非经营收益	-15	324	470	640	675	742
营运资金变动	5	293	-513	594	715	991
经营活动现金净流	31	1,909	1,430	3,232	4,543	6,141
资本开支	28	257	64	186	227	259
投资	1	-38	-221	-10	-20	-30
其他	5	-17	31	-3	-5	-4
投资活动现金净流	-22	-312	-255	-198	-252	-293
股权募资	0	1,076	3,623	0	0	0
债权募资	0	2,910	-515	-1,096	1,500	1,100
其他	-6	-3,925	-3,790	-636	-934	-978
筹资活动现金净流	-6	60	-682	-1,732	566	122
现金净流量	3	1,657	494	1,302	4,857	5,970

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	68	168	5,586	6,701	11,203	16,638
应收款项	70	69	1,390	2,720	3,224	4,140
存货	57	51	39,288	28,944	36,505	45,126
其他流动资产	184	87	3,207	3,665	4,728	5,955
流动资产	379	375	49,471	42,030	55,660	71,859
% 总资产	56.8%	50.3%	88.0%	86.1%	89.0%	91.1%
长期投资	0	0	4,608	4,618	4,638	4,668
固定资产	233	314	1,194	1,137	1,133	1,155
% 总资产	34.9%	42.2%	2.1%	2.3%	1.8%	1.5%
无形资产	53	53	220	305	388	454
非流动资产	288	370	6,773	6,811	6,910	7,028
% 总资产	43.2%	49.7%	12.0%	13.9%	11.0%	8.9%
资产总计	667	744	56,244	48,841	62,571	78,887
短期借款	0	0	7,986	4,890	4,890	4,890
应付款项	63	76	24,426	16,850	25,927	36,781
其他流动负债	4	5	1,890	1,770	2,514	3,414
流动负债	66	81	34,303	23,511	33,332	45,086
长期贷款	0	48	9,243	10,243	10,743	10,843
其他长期负债	2	17	1,347	2,347	3,347	4,347
负债	68	146	44,893	36,101	47,422	60,276
普通股股东权益	586	598	8,891	10,094	12,147	15,074
少数股东权益	0	0	2,460	2,647	3,002	3,537
负债股东权益合计	654	744	56,244	48,841	62,571	78,887

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.051	0.029	0.377	0.662	1.035	1.428
每股净资产 (元)	1.334	1.362	4.162	4.546	5.470	6.789
每股经营现金净流 (元)	0.071	4.348	0.670	1.372	1.886	2.525
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.120	0.120	0.110	0.110
回报率						
净资产收益率	3.85%	2.10%	9.05%	14.56%	18.91%	21.04%
总资产收益率	3.44%	1.69%	1.43%	3.01%	3.67%	4.02%
投入资本收益率	-0.61%	-0.31%	7.81%	10.59%	16.48%	23.51%
增长率						
营业总收入增长率	3.27%	5.89%	14.89%	31.00%	38.80%	35.00%
EBIT增长率	-168.97%	49.49%	117585.38%	20.02%	53.14%	36.19%
净利润增长率	5.09%	-44.16%	6299.07%	82.54%	56.35%	38.05%
总资产增长率	1.77%	13.80%	7455.71%	-13.16%	28.11%	26.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.8	53.0	4.5	35.0	27.8	26.3
存货周转天数	144.5	127.2	579.9	650.0	600.0	555.0
应付账款周转天数	80.7	76.0	79.0	78.3	78.1	78.3
固定资产周转天数	216.5	249.7	12.8	13.8	9.0	6.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.56%	-20.03%	102.58%	74.03%	42.45%	11.26%
EBIT利息保障倍数	5.6	1.4	7.5	5.9	8.6	11.1
资产负债率	10.46%	19.63%	79.82%	73.91%	75.79%	76.41%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。