

销售剑指千亿，多元成长，笃行不止 买入（首次）

2018年06月20日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	24,553	35,899	49,897	70,294
同比(%)	15.1%	46.2%	39.0%	40.9%
净利润(百万元)	1,366	2,337	3,380	4,552
同比(%)	52.5%	71.1%	44.6%	34.7%
每股收益(元/股)	0.64	0.78	1.13	1.53
P/E(倍)	10.74	8.79	6.08	4.51

投资要点

- **销售业绩突出，2018 有望突破千亿。**2017 年蓝光发展实现销售金额 581.52 亿元，同比增长 92.97%；实现销售面积 609.27 万方，同比增长 116.36%。从区域结构来看，公司继续深耕成都区域，加大滇渝区域销售节奏，同时首进华南市场体现多元化布局。我们判断 2018 年公司销售将突破 1000 亿元，未来 3-4 年公司销售规模有望保持 30%左右的复合增速。
- **土储结构优化，积极布局热点地区。**从 2015 年到 2017 年，公司积极调整土地储备结构，不断加大滇渝、华东、华中区域的土储规模。截止 2018 年 4 月，公司总土地储备面积超过 1700 万平米，对应总货值约 2000 亿元。公司土地储备结构不断优化，45%位于成都区域。公司拿地策略有所改变，公司在 2017 年新拿的 42 宗地中有 23 宗是通过收购或合作方式取得的，拿地成本进一步降低。
- **物业服务、医疗业务协同并进。**嘉宝股份是公司旗下的物业服务公司，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，2017 年物业管理规模 5329 万平方米，同比增长 77%；迪康药业为公司旗下的医药公司，到目前为止迪康药业共有 23 个各类剂型药品专利和 363 个药剂品种，大力推进 OTC 业务全面发展，完成全国化布局。
- **激励制度完善，公司上下齐心协力共创佳绩。**公司建立了完善的激励体系，包括股权激励、“蓝色共享”跟投方案等，充分调动上到高管、下到一线员工的工作积极性，助力企业成长。公司股权激励行权条件为 2018-2020 年归母扣非净利润达到 22、33、50 亿元，较高业绩目标的设定体现出公司对未来业绩的信心。
- **投资建议：**蓝光发展销售业绩突出、土储结构不断优化，并购合作拿地具备成本优势；物业服务、医疗业务协同并进；完善激励制度促进上下同心，高考核目标的设定彰显公司业绩信心。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.78、1.13、1.53 元人民币，对应 PE 分别为 8.8、6.1、4.5 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业销售规模大幅下滑、按揭贷款利率大幅上行、房地产政策大幅收紧、房企资金成本大幅上行

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.99
一年最低/最高价	5.39/9.49
市净率(倍)	1.46
流通 A 股市值(百万元)	20781.87

基础数据

每股净资产(元、截止 2018Q1)	4.78
资产负债率(%)	79.99
总股本(百万股)	2984.42
流通 A 股(百万股)	2973.09

相关研究

内容目录

1. 蓝光发展概况：战略清晰，节节胜利	4
1.1. 重组上市，踏上新征程	4
1.2. 核心业务：以地产为主业，多元化经营	5
2. 房地产开发主业：始于成渝，走向全国	6
2.1. 发展战略：布局全国，彰显实力	6
2.2. 销售规模快速增长	6
2.3. 优化土储结构，积极布局热点地区	8
2.4. 创新产品迭代升级、产品竞争力增强	10
3. 多元化业务：创新为翼，顺势而为	12
3.1. 现代服务业：互联网思维创造新的产业链价值	12
3.2. 生命蓝光：传统医药稳定发展	13
4. “股权激励+跟投制度”双管齐下	15
4.1. 股权激励：最大限度发挥全员的积极性	15
4.1.1. 激励对象	15
4.1.2. 行权条件	15
4.2. 蓝色共享计划：高比例跟投机制，公司收益全员共享	16
5. 盈利预测与估值	18
5.1. 核心假设	18
5.2. 盈利预测	18
5.3. 估值	19
5.4. 投资建议	19
6. 风险提示	20

图表目录

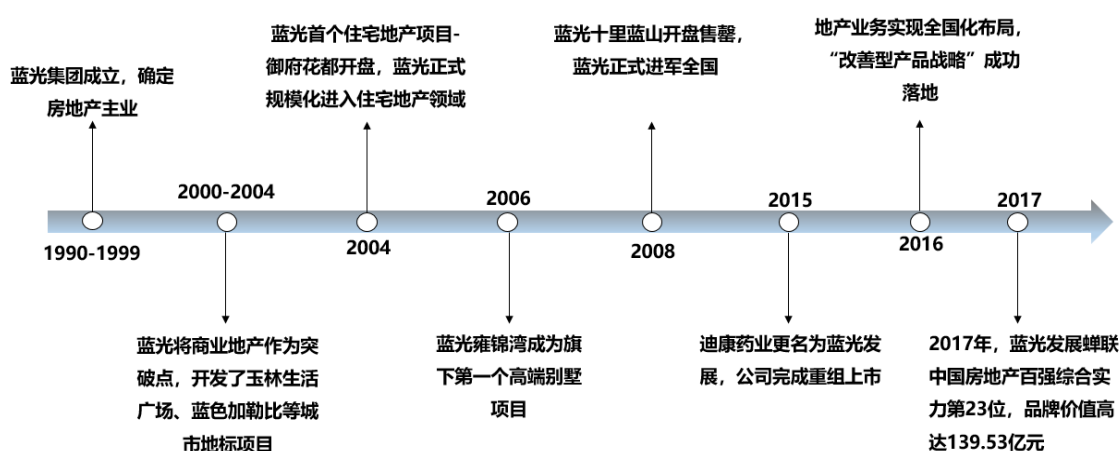
图 1: 蓝光发展的发展历程	4
图 2: 蓝光发展的股权结构	4
图 3: 蓝光发展的业务构成	5
图 4: 蓝光发展房地产业务布局	6
图 5: 蓝光发展销售金额 (亿元) 及增速	7
图 6: 蓝光发展销售面积 (万平方米) 及增速	7
图 7: 蓝光发展分区域销售金额 (亿元)	7
图 8: 2016 年蓝光发展各区域销售金额占比	8
图 9: 2017 年蓝光发展各区域销售金额占比	8
图 10: 蓝光发展土地储备分区域占比	8
图 11: 蓝光发展 2017 年各方式拿地宗数	9
图 12: 蓝光发展 2017 年各方式拿地建筑面积 (万平米)	9
图 13: 蓝光发展部分标杆项目	10
图 14: 蓝光“魔镜”智能化生活控制系统	11
图 15: 嘉宝股份营业收入 (亿元)	12
图 16: 嘉宝股份归母净利润 (亿元)	12
图 17: 嘉宝股份管理规模 (万平米)	13
图 18: 蓝光发展生活家服务体系	13
图 19: 蓝光发展生物医药特色产品展示	14
图 20: 成都迪康药业销售收入 (亿元)	14
图 21: 成都迪康药业净利润 (亿元)	14
表 1: 蓝光发展 2017 年新增土地储备	9
表 2: 2018 年股票期权激励计划激励对象名单	15
表 3: 蓝光发展 2018 年股票期权激励计划行权条件公司层面	15
表 4: 蓝光发展 2018 年股票期权激励计划行权条件个人层面	16
表 5: 蓝光发展蓝色共享计划跟投人员范围	16
表 6: 各个公司跟投机制对比	17
表 7: 蓝光发展 2018-2020 年营业收入拆分预测	18
表 8: 蓝光发展 2018-2020 年盈利预测	19
表 9: 可比公司估值	19

1. 蓝光发展概况：战略清晰，节节胜利

1.1. 重组上市，踏上新征程

四川蓝光发展股份有限公司（以下简称“蓝光发展”或“公司”）控股股东蓝光投资控股集团有限公司成立于1990年，前身为成都市西城区兰光汽车配件厂。2015年4月，蓝光控股集团旗下四川蓝光发展股份有限公司完成重组上市。公司确立了以“人居蓝光+生命蓝光”为双擎驱动的战略，开启新征程。

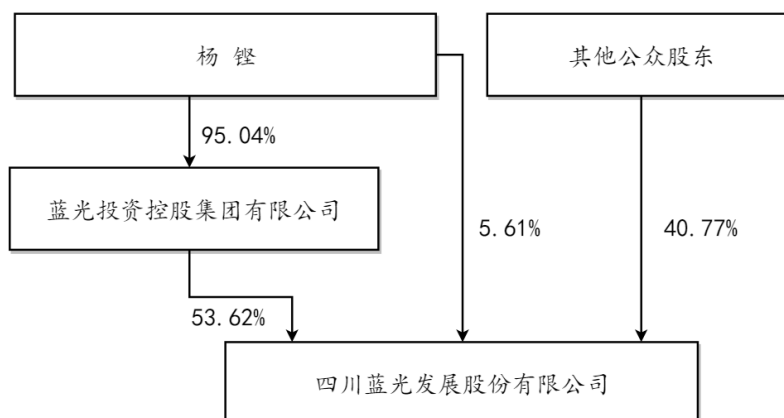
图 1：蓝光发展的发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司控股股东为蓝光投资控股集团有限公司，持股 53.62%，杨铿先生为蓝光投资控股集团有限公司的实际控制人，同时持有蓝光发展 5.61% 股权。为蓝光发展实际控制人及董事长。

图 2：蓝光发展的股权结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 核心业务：以地产为主业，多元化经营

蓝光发展坚持以“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+文化旅游+现代服务业”为核心基础产业；蓝光生命科技集团以“3D生物打印+生物医药”为创新支柱产业，构建起生命蓝光的战略分支。

图3：蓝光发展的业务构成



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

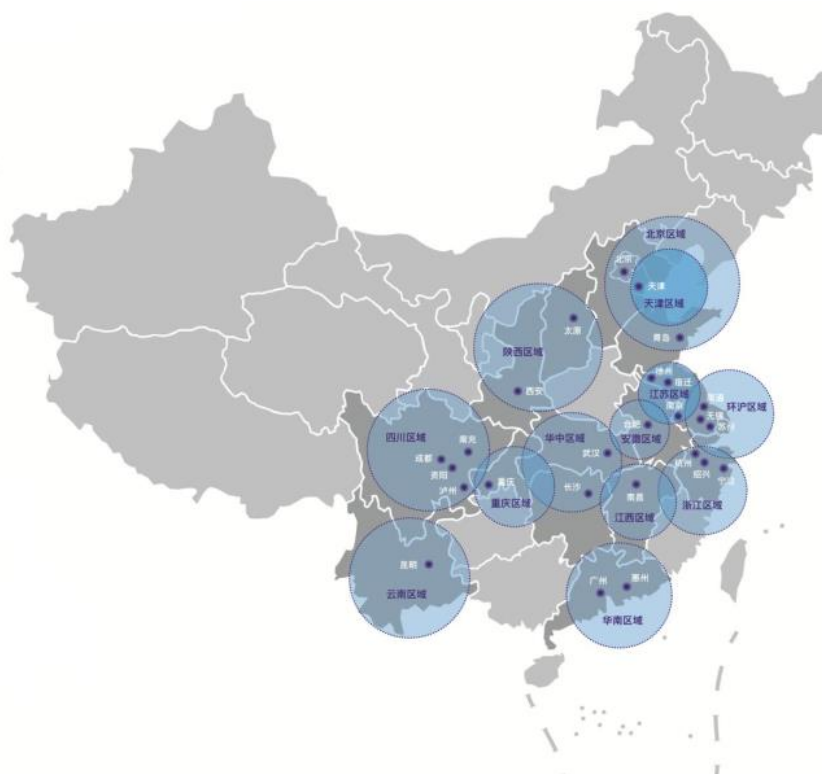
2. 房地产开发主业：始于成渝，走向全国

公司核心业务为房地产开发业务。经过多年发展，公司逐渐由商业地产过渡到住宅地产，从立足川渝到布局全国，战略清晰，扩张迅速。

2.1. 发展战略：布局全国，彰显实力

蓝光发展原本是成都市的地区性地产开发商，从 2010 年开始，公司开始放眼全国，进入核心一二线城市，拓展土地储备。到目前为止公司已累计进入 30 个城市，开发超过 100 个项目。逐步形成了六大区域板块：北京区域、华东区域、华中区域、成都区域、滇渝区域、华南区域。2017 年公司实现销售金额 582 亿元，同比大幅增长 93%，其中三大区域销售规模超百亿。

图 4：蓝光发展房地产业务布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.2. 销售规模快速增长

近年来蓝光发展的销售金额及销售面积稳步增长，特别是 2017 年。2017 年蓝光发展实现销售金额 581.52 亿元，同比增长 92.97%；实现销售面积 609.27 万方，同比增长 116.36%。

图 5：蓝光发展销售金额（亿元）及增速

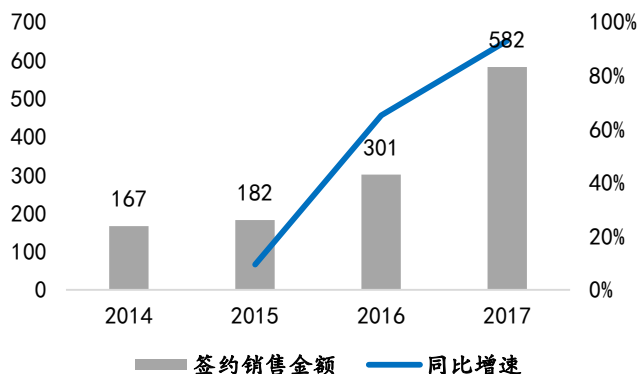
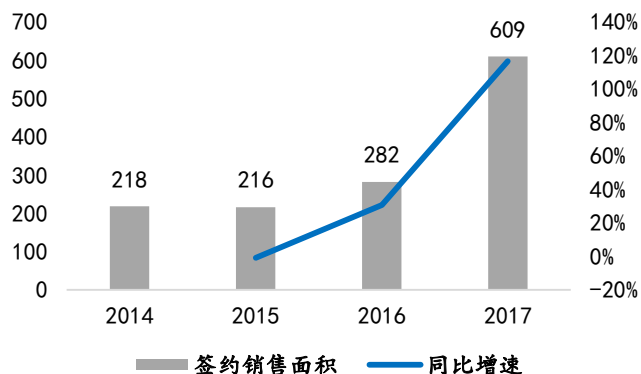


图 6：蓝光发展销售面积（万平方米）及增速

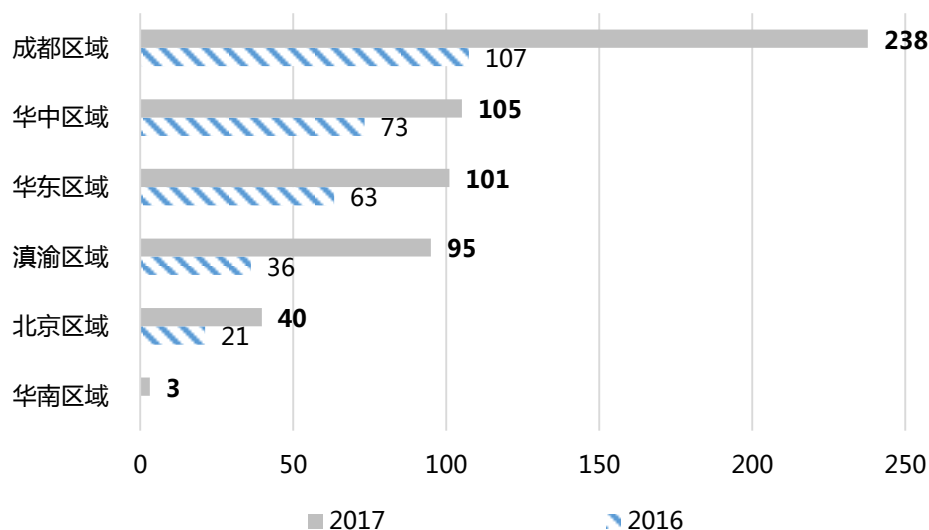


数据来源：Wind 资讯，公司年报，东吴证券研究所

数据来源：Wind 资讯，公司年报，东吴证券研究所

从结构来看，公司全国布局战略已初见成效。一方面，从销售金额占比上来看，继续加大对成都区域的销售占比，2017 年成都区域销售金额达 238 亿元，同比增加 121.36%，销售占比由 2016 年的 36% 提升至 41%；同时滇渝区域的地位在不断上升，由 2016 年的 12% 上升到 16%；公司 2017 年首进华南区域进行市场销售，虽然规模较小，但体现公司区域扩张的全面性。

图 7：蓝光发展分区域销售金额（亿元）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

从区域布局看，成都区域仍然是公司最重要的区域，2017 年销售金额占比达到 41%。

但从绝对量看，公司华中区域、华东区域销售规模也已经突破百亿。

图 8：2016 年蓝光发展各区域销售金额占比

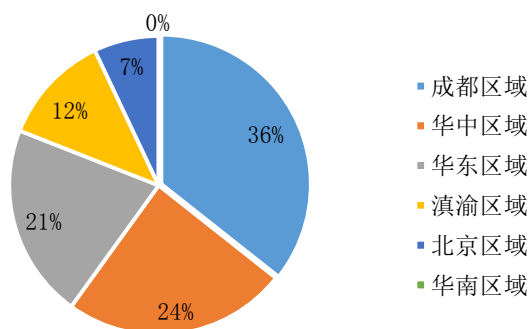
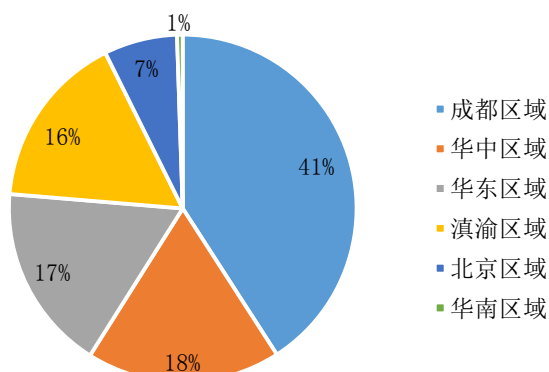


图 9：2017 年蓝光发展各区域销售金额占比



数据来源：Wind 资讯，公司年报，东吴证券研究所

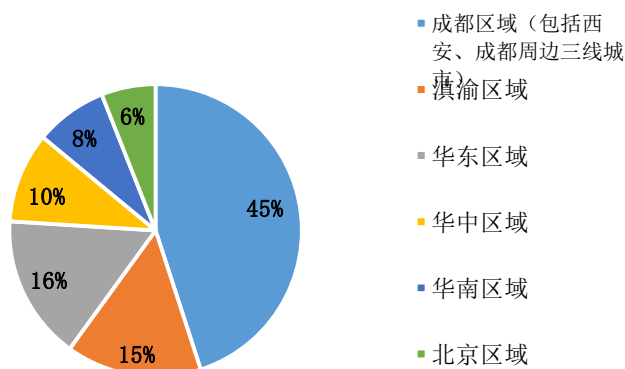
数据来源：Wind 资讯，公司年报，东吴证券研究所

2.3. 优化土储结构，积极布局热点地区

蓝光发展最初为成都市的房地产开发企业，已经在四川赢得了极好的品牌效应。2008 年公司走出成都，开启全国布局。

从 2015 年到 2017 年，在积极扩张的同时，公司不忘稳住根基，成都区域的土储规模保持稳定，不断加大滇渝、华东、华中区域的土储规模，为未来的货量供给提供了保证。截止 2018 年 4 月，公司总土地储备面积超过 1700 万平米，对应总货值约 2000 亿元。其中在成都区域土地储备占比达 45%，此外华东区域、滇渝区域、华中区域、华南区域、北京区域分别占比达 16%、15%、10%、8%、6%，多区域布局共同推动公司保持更稳健增长态势。

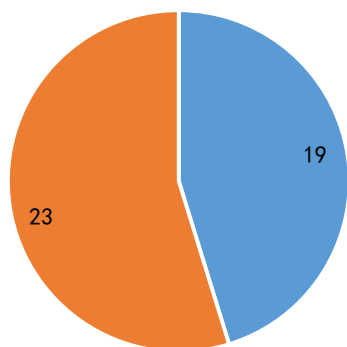
图 10：蓝光发展土地储备分区域占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

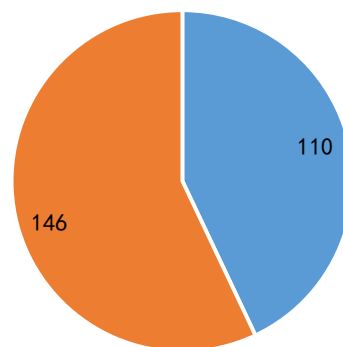
2017 年以来，公司拿地策略有所改变，以收购或合作的方式取得土地占据主流。在新拿的 42 宗地中有 23 宗是通过收购或合作方式取得。在当前地价持续上升的大背景下，通过合作和并购方式获取土地储备能大幅降低拿地成本。

图 11：蓝光发展 2017 年各方式拿地宗数



■ 招拍挂 ■ 并购/合作

图 12：蓝光发展 2017 年各方式拿地建筑面积（万平米）



■ 招拍挂 ■ 并购/合作

数据来源：Wind 资讯，公司年报，东吴证券研究所

数据来源：Wind 资讯，公司年报，东吴证券研究所

从拿地城市布局看，公司仍然坚持以二线城市为主，但逐渐扩展到有区域优势的三线城市，例如泸州、宿迁等。

表 1：蓝光发展 2017 年新增土地储备

城市	出让/合作土地面积 (万平米)	合同金额 (万元)
昆明	39.22	167263
天津	32.27	212900
成都	26.76	414151
泸州	23.33	61250
杭州	15.97	68707
长沙	13.95	53000
宿迁	13.14	25598
惠州	12.35	215459
嵊州	12.23	61900
南通	11.59	49856
合肥	11.34	176696
西安	10.02	19000
南充	8.80	70541
南昌	7.12	146243
余姚	4.37	15500
青岛	3.33	17000
重庆	3.05	55000
太原	2.79	15840
太仓	2.59	18016
广州	1.62	520

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.4. 创新产品迭代升级、产品竞争力增强

在住宅产品方面，蓝光地产金融集团全面聚焦“改善型”人居，确立“以改善型为重心，坚持产品主义，走差异化竞争路线”的产品战略新导向，成功推出以“雍锦系”、“公园系”为代表的改善型产品品牌。2016年，蓝光雍锦系跻身中国高端项目品牌价值TOP10。同时，积极响应国家节能减排号召，实施绿色精装战略。

图 13：蓝光发展部分标杆项目



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司坚持一城一标杆战略，持续打造蓝光好产品项目。在黑钻系（豪改）、芙蓉系（再改）、雍锦系（再改）、公园系（首改）、林肯系（首改）、香江系（首改）的产品线基础上，构建“大盘系”，匹配公司文旅产业发展，持续升级产品战略。全面推进产品系列的升级，推进“精装化+高性能化+智能化”的产品溢价体系，提升居住品质，持续升级“人居蓝光”产品内涵。

公司积极运用“科技+服务”模式打造未来居所，在部分项目上公司已经上线蓝光“魔镜”智能化生活控制系统，链接社区摄像头、车行体系、电梯、人脸识别、智能灯光家电一键控制等，将室内、社区、社会资源、生活家等整合入系统，为业主提供更加智能便利的生活体验。

图 14：蓝光“魔镜”智能化生活控制系统



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3. 多元化业务：创新为翼，顺势而为

3.1. 现代服务业：互联网思维创造新的产业链价值

蓝光发展的现代服务业实施主体为嘉宝股份，是公司旗下的物业服务公司。嘉宝股份成立于2000年，拥有“国家物业管理企业一级资质”。现荣任中国物业管理协会副会长单位。在2017年度物业管理行业综合实力百强排名中位列全国第14位，并以品牌价值23.26亿位列西部物业品牌之首。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。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。

图 15：嘉宝股份营业收入（亿元）

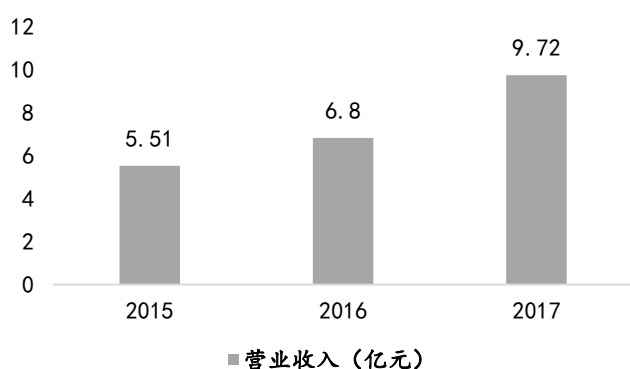
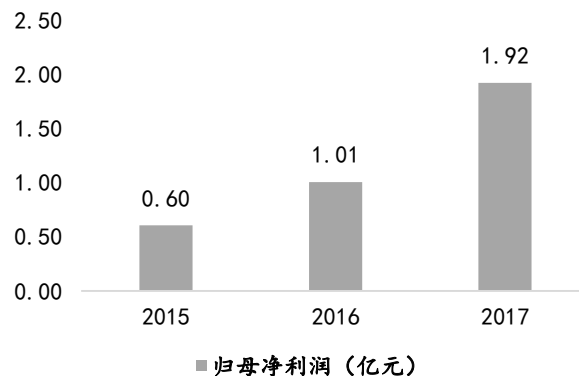


图 16：嘉宝股份归母净利润（亿元）

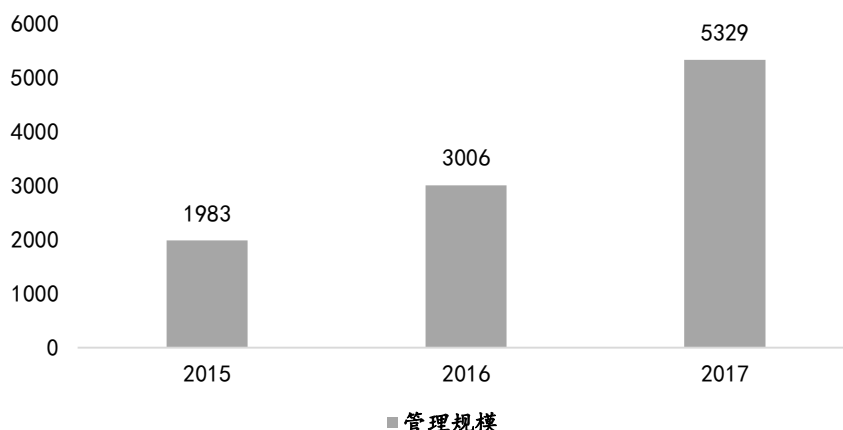


数据来源：Wind 资讯，公司年报，东吴证券研究所

数据来源：Wind 资讯，公司年报，东吴证券研究所

2017年，嘉宝股份实现营业收入9.72亿元，同比增长42.91%；实现归属于挂牌公司股东的净利润1.92亿元，同比增长91.07%，业绩显著增长。嘉宝股份多元化业务扩张模式取得成效，管理规模快速增长，进驻城市25个，物业管理规模5329万平方米，较2016年增长77%。物业增值业务经营能力持续提升，生活家体验中心累计开业70家，全年平台流水2.52亿元，同比增长250%。

图 17：嘉宝股份管理规模（万平米）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

嘉宝股份致力于向现代服务业转型升级道路的不断探索，坚定推行“现代服务业+互联网+资本市场”的战略发展方向，明确了“做领先的社区生活服务集成商”的战略目标。

图 18：蓝光发展生活家服务体系



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2. 生命蓝光：传统医药稳定发展

生物医药是“生命蓝光”的基础产业构成，蓝光旗下医药公司为迪康药业，成立于

1993年，主要业务为药品和医疗器械的研发和销售。到目前为止迪康药业共有23个各类剂型药品专利和363个药剂品种。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”、“芬连胶囊”、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。

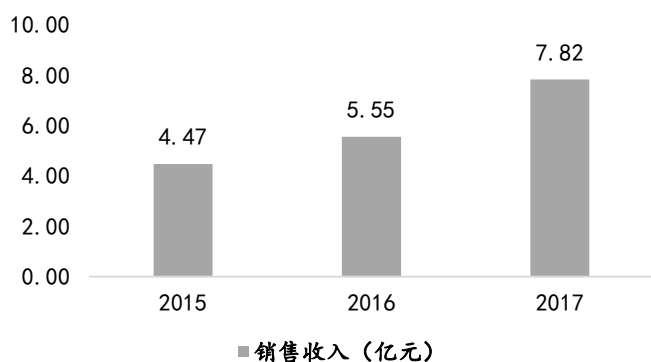
图 19：蓝光发展生物医药特色产品展示



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

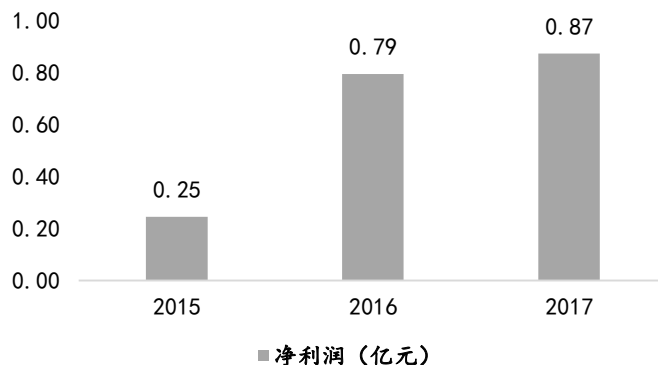
2017年，成都迪康药业全年实现销售收入7.82亿元，同比增长41%，实现净利润8725万元。

图 20：成都迪康药业销售收入（亿元）



数据来源：Wind 资讯，公司年报，东吴证券研究所

图 21：成都迪康药业净利润（亿元）



数据来源：Wind 资讯，公司年报，东吴证券研究所

4. “股权激励+跟投制度”双管齐下

公司不断推出激励政策，建立完善的激励体系，充分调动上到高管下到基层员工的工作积极性，将公司发展与管理层利益深度绑定，从“人”的角度深挖潜力，助力企业成长。

4.1. 股权激励：最大限度发挥全员的积极性

公司于2018年1月推出《2018股票期权激励计划》，将公司未来收益与高管及核心业务骨干的努力绑定，自上而下调动全员积极性。

4.1.1. 激励对象

从激励对象名单来看，本次总授予人数为23人，其中高管5人，子公司高管及核心技术或业务骨干18人。激励对象与2015年的激励计划一致，不仅包括高管人员，还包括很多子公司高管及核心技术人员。从占比上来看，公司5名高管（张巧龙、欧俊明、吕正刚、王万峰、李高飞）合计占比30.46%，子公司高管及核心技术（业务）骨干18人合计占比58.73%，预留部分占比10.81%，

表 2：2018 年股票期权激励计划激励对象名单

序号	姓名	职务	获授的股票期权数量（万股）	占授予股票期权总数的比例	占总股本比例
1	张巧龙	副董事长、总裁	1,900	14.84%	0.89%
2	欧俊明	首席财务官	700	5.47%	0.33%
3	吕正刚	董事、高级副总裁	500	3.91%	0.23%
4	王万峰	董事、常务副总裁	400	3.12%	0.19%
5	李高飞	副总裁、董事会秘书	400	3.12%	0.19%
6	子公司高管及核心技术（业务）骨干 18 人		7,520	58.73%	3.52%
7	预留部分		1,384	10.81%	0.65%
合计 23 人			12,804	100.00%	6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.1.2. 行权条件

从行权条件来看，除满足公司一般性条件及证监会合规条件外，考核指标分为两个层次，分别为公司层面业绩考核和个人层面绩效考核。从公司层面考核来看，公司将归属上市公司股东扣除非经常性损益后净利润设为唯一考核条件，目标明确。

表 3：蓝光发展 2018 年股票期权激励计划行权条件公司层面

行权期	业绩考核目标
股票期权第一个行权期	2018 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 22 亿元
股票期权第二个行权期	2019 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 33 亿元
股票期权第三个行权期	2020 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 50 亿元

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2017年公司实现归母净利润13.66亿元，实现扣非归母净利润13.37亿元。假设公司2020年能够实现股票期权第三个行权期业绩考核目标，则2017-2020三年业绩复合增速将达到55.2%。我们认为较高业绩目标的设定不仅体现出公司对未来业绩的信心，也体现出对公司快速发展的决心。

从个人层面考核来看，激励对象只有在上一年绩效考核满足条件的前提下，才能部分或全部行使当期权益，具体比例依据激励对象个人年度绩效考核结果决定。

表4：蓝光发展2018年股票期权激励计划行权条件个人层面

年度考核等级	对应行权比例
年度绩效考核分数 ≥ 70 分	100%
年度绩效考核分数 < 70 分	按考核得分比例行权

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权激励计划将对公司核心队伍战斗力起到积极的促进作用，形成股东和管理团队利益一致，有助于公司未来发展战略和经营目标的实现。

4.2. 蓝色共享计划：高比例跟投机制，公司收益全员共享

公司于2017年7月公布了《“蓝色共享”员工事业合伙人管理办法》，推出了公司的跟投机制。该管理办法规定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5：蓝光发展蓝色共享计划跟投人员范围

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，东吴证券研究所

管理办法规定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%。与其他地产公司的跟投机制相比，公司跟投比例较高，激励效果较强。

表 6：各个公司跟投机制对比

股票简称	文件名称	最近更新时间	比例	跟投机制
金科股份	《金科地产集团股份有限公司员工跟投房地产项目公司管理办法》	2017 年 7 月	不超过 8%	项目范围：2015 年 6 月 30 日后首次开盘销售的项目； 跟投方式：按照员工跟投方案的规定投入资金后，并以其实际投入资金的金额为限，承担项目公司经营风险和亏损风险； 跟投额度：跟投员工分为必须跟投人和自愿跟投人。若跟投比例超过 8% 的则先调减自愿跟投人的跟投金额，其次再同比例下调所有必须跟投人的跟投额度，最终所有跟投员工持有的股权比例不超过 8%。
万科 A	《万科企业股份有限公司跟投制度》	2018 年 1 月	不超过 10%	项目范围：新获取的住宅开发销售类项目； 跟投方式：可以采取不违反法律法规要求的方式直接或间接参与跟投； 跟投额度：跟投人员直接或间接持有的项目权益比例合计不超过 10%，对于万科股权比例低于 50% 的住宅开发销售类项目，跟投人员直接或间接持有的项目权益比例还需不超过万科在该项目所持权益比例的 20%。单一跟投人员直接或间接持有的项目权益比例不超过 1%。
中洲控股	《深圳市中洲投资控股股份有限公司项目跟投投资管理制度》	2018 年 1 月	不超过 20%	项目范围：通过公开市场招拍挂新获取的住宅开发销售类项目； 跟投方式：共同组建的投资主体； 跟投额度：公司全资开发的项目，中洲控股或其指定的附属公司持股比例不低于 80%，投资企业持股比例不高于 20%；与第三方合资开发的项目，中洲控股或其指定的附属公司与投资企业根据公司所占权益按此比例决定持股份额；每个跟投项目中跟投员工个人出资比例不超过项目公司注册资本的 2%。
蓝光发展	《四川蓝光发展股份有限公司“蓝色共享”员工事业合伙人管理办法（试行）》	2017 年 12 月	不超过 15%	项目范围：2017 年 2 月 27 日后首次开盘销售的项目； 跟投方式：通过有限合伙企业进行投资； 跟投额度：跟投合伙员工分为强制合伙人和自愿合伙人；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%。

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 核心假设

我们对蓝光发展未来的盈利预测基于以下假设：

2018-2019 年房地产市场销售整体稳定，销售规模不会大幅下降。2017 年 12 月 25 日全国住房城乡建设工作会议召开，会上提出“针对各类需求实行差异化调控政策，满足首套刚需、支持改善需求、遏制投机炒房”。同时表态“扎实推进新一轮棚改工作，2018 年改造各类棚户区 580 万套”。我们预计 2018、2019 年房地产市场销售规模将呈现整体稳定、小幅波动的走势，销售规模不会大幅下降。

我们预计公司 2018 年能够达到人民币 1000 亿元的全口径销售规模。公司土地储备充足，且布局的城市基本面较好，我们判断 2018-2020 年，公司签约销售金额仍然能够保持 30%左右的复合增长速度。

公司在售及在建项目能够顺利竣工交付。一般房地产行业从预售到竣工入伙，周期在 1.5-2.5 年左右，蓝光发展 2015-2017 年全口径签约销售金额分别为 182、301、582 亿元，这些项目将陆续在 2018-2020 年陆续结算。

5.2. 盈利预测

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.78、1.13、1.53 元人民币，对应 PE 分别为 8.8、6.1、4.5 倍。

表 7：蓝光发展 2018-2020 年营业收入拆分预测

单位：人民币	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	24553.03	35899.48	49896.69	70294.46
同比（%）	15.12%	46.21%	38.99%	40.88%
其中：住宅及配套	18752.70	28190.93	40031.13	57044.35
商业地产	4163.45	5204.31	6505.39	8131.74
药品销售	782.08	1036.53	1417.27	1908.13
现代服务业	657.60	1011.57	1267.08	1768.13
其他	197.20	456.14	675.82	1442.10

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

表 8：蓝光发展 2018-2020 年盈利预测

单位：人民币	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	24,553	35,899	49,897	70,294
同比（%）	15.1%	46.2%	39.0%	40.9%
净利润（百万元）	1,366	2,337	3,380	4,552
同比（%）	52.5%	71.1%	44.6%	34.7%
每股收益（元/股）	0.64	0.78	1.13	1.53
P/E（倍）	10.74	8.79	6.08	4.51

数据来源：Wind 资讯，上市公司公告，东吴证券研究所

5.3. 估值

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.78、1.13、1.53 元人民币，对应 PE 分别为 8.8、6.1、4.5 倍。与 A 股及港股的主流地产公司相比，公司 PE 估值仍处于较低位置。

表 9：可比公司估值

代码	公司简称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
000002.SZ	万科 A	27.10	3.21	4.03	4.94	8.4	6.7	5.5
600048.SH	保利地产	13.49	1.68	2.08	2.66	8.0	6.5	5.1
600383.SH	金地集团	21.47	1.95	2.42	2.99	11.0	8.9	7.2
001979.SZ	招商蛇口	10.86	1.79	2.09	2.39	6.1	5.2	4.5
601155.SH	新城控股	30.80	3.81	5.06	6.62	8.1	6.1	4.7
2007.HK	碧桂园	15.64	1.89	2.51	2.80	8.3	6.2	5.6
1918.HK	融创中国	30.05	4.06	6.35	8.32	7.4	4.7	3.6
3333.HK	中国恒大	21.85	3.92	4.63	5.55	5.6	4.7	3.9
0960.HK	龙湖地产	24.45	2.84	3.52	4.70	8.6	6.9	5.2
0884.HK	旭辉控股集团	5.95	0.94	1.22	1.56	6.3	4.9	3.8

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所（备注：上述公司盈利预测 EPS 均使用 Wind 一致预期。A 股单位为人民币，港股单位为港币。股价数据截至 2018 年 6 月 19 日。）

5.4. 投资建议

-蓝光发展销售业绩突出、土储结构不断优化，并购合作拿地具备成本优势；物业服务、医疗业务协同并进；完善激励制度促进上下同心，高考核目标的设定彰显公司业绩信心。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.78、1.13、1.53 元人民币，对应 PE 分别为 8.8、6.1、4.5 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 1) 行业销售规模大幅下滑：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 按揭贷款利率大幅上行：按揭贷款利率大幅上行则购房者购房按揭还款金额将明显上升，对购买力有损伤。
- 3) 房地产政策大幅收紧：政策大幅收紧，则房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 4) 房企资金成本大幅上行：房地产企业资产负债率较高，资金成本上行将导致财务费用大幅增加，侵蚀利润。

蓝光发展三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	85,220	98,879	127,801	155,090	营业收入	24,553	35,899	49,897	70,294
现金	12,804	23,504	36,944	50,814	减:营业成本	18,406	27,104	37,398	52,686
应收账款	809	1,133	1,566	2,236	营业税金及附加	1,588	2,089	2,904	4,091
存货	63,093	65,974	75,149	86,961	营业费用	1,245	1,820	2,530	3,564
其他流动资产	8,514	8,268	14,142	15,079	管理费用	968	1,416	1,968	2,772
非流动资产	10,020	11,720	13,960	16,517	财务费用	416	-564	-744	-691
长期股权投资	1,411	1,993	2,518	3,078	资产减值损失	216	671	933	1,315
固定资产	1,069	1,699	2,569	3,840	加:投资净收益	138	130	137	141
在建工程	127	845	1,528	2,277	其他收益	-50	-56	-70	-56
无形资产	252	276	307	344	营业利润	1,819	3,437	4,975	6,643
其他非流动资产	7,160	6,907	7,039	6,979	加:营业外净收支	-45	-13	-19	-20
资产总计	95,240	110,599	141,761	171,607	利润总额	1,774	3,424	4,957	6,623
流动负债	51,957	62,750	87,652	107,197	减:所得税费用	523	1,138	1,716	2,264
短期借款	3,415	3,579	3,497	3,538	少数股东损益	-115	-51	-139	-193
应付账款	5,636	6,684	6,915	8,138	归属母公司净利润	1,366	2,337	3,380	4,552
其他流动负债	42,906	52,487	77,240	95,521	EBIT	3,203	3,937	5,211	6,635
非流动负债	24,237	26,731	30,048	36,289	EBITDA	3,300	4,038	5,361	6,856
长期借款	22,343	24,696	27,957	34,092					
其他非流动负债	1,894	2,035	2,091	2,196	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	76,194	89,481	117,700	143,486	每股收益(元)	0.64	0.78	1.13	1.53
少数股东权益	4,502	4,451	4,312	4,119	每股净资产(元)	4.69	3.73	4.76	6.18
					发行在外股份(百万股)	2132	2984	2984	2984
归属母公司股东权益	14,544	16,668	19,749	24,003	ROIC(%)	5.0%	5.1%	5.7%	5.9%
负债和股东权益	95,240	110,599	141,761	171,607	ROE(%)	6.6%	10.8%	13.5%	15.5%
					毛利率(%)	25.0%	24.5%	25.1%	25.1%
					销售净利率(%)	5.6%	6.5%	6.8%	6.5%
					资产负债率(%)	80.0%	80.9%	83.0%	83.6%
					收入增长率(%)	15.1%	46.2%	39.0%	40.9%
					净利润增长率(%)	52.5%	71.1%	44.6%	34.7%
					P/E	10.74	8.79	6.08	4.51
					P/B	1.47	1.85	1.45	1.11
					EV/EBITDA	12.95	8.97	5.25	3.49

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

