

双核驱动 未来高清

——蓝光发展（600466）深度报告

2018年07月09日

强烈推荐/首次

蓝光发展 深度报告

报告摘要：

控巴蜀以谋天下，地产业务进可攻退可守。公司立足成都，充分受益成都市场的良好基本面。成都楼市连续调控后，真实需求仍然旺盛，市场更加健康和理性。成都市场将成为公司业绩的压舱石。同时，公司全国化布局初具规模，华东和华南快速推进。加之激励机制到位，外拓动力充足。公司地产业务进可攻退可守，未来值得关注。

股权激励彰显信心，行权价格安全边际大。根据公司最新股票期权激励计划，行权条件为公司未来三年归母扣非净利润分别为22亿元、33亿元和55亿元，相对2017年分别增长61%、142%和266%，对应三年复合增速为54%，彰显管理层对公司的强烈看好。同时，除权除息后行权价格为7.1元，大幅高于市价5.73元，目前价格安全边际较大。

多元化有望熨平业绩波动，提升公司估值。公司积极打造以地产为核心的“同心多元生态链”，物业、商业及文旅板块充分利用公司传统优势，业绩增长平稳可持续。同时，生物医药平稳增长，3D生物打印前景可期。公司的多元化布局有望熨平地产行业的强周期，并提升公司估值水平。

公司盈利预测及投资评级。我们预计公司2018-2020年营业收入分别为330.3亿元/428.8亿元/516.7亿元，归母净利润为25.3亿元/38.0亿元/50.2亿元，EPS分别为0.75元/1.18元/1.59元。我们给予公司11倍PE。对应2018年EPS目标价为8.25元。同时，公司每股RNAV为11.2元，相对目前股价折价49%，安全边际大。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：竣工及结算不达预期；三四线市场受政策影响大幅回落。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	21,329	24,553	33,032	42,884	51,666
增长率(%)	21.2%	15.1%	34.5%	29.8%	20.5%
净利润(百万元)	896	1,366	2,527	3,801	5,021
增长率(%)	11.3%	52.5%	85.0%	50.4%	32.1%
净资产收益率(%)	9.0%	9.4%	14.2%	19.0%	21.8%
每股收益(元)	0.41	0.57	0.75	1.18	1.59
PE	13.99	10.00	7.59	4.85	3.60
PB	1.23	0.84	0.96	0.85	0.74

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：

任鹤

010-66554089

renhe07@163.com

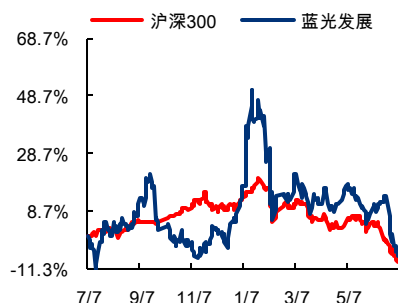
执业证书编号：

S1480118020022

交易数据

52周股价区间(元)	5.73-8.72
总市值(亿元)	171.01
流通市值(亿元)	170.36
总股本/流通A股(万股)	298442/297309
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.08

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

双核驱动 未来高清.....	4
1. 控巴蜀以谋天下 地产业务攻守兼备.....	4
1.1 控巴蜀：成都市场未来向好 业绩压舱石更加稳固.....	5
1.1.1 成都市场：积雪覆盖的春暖.....	5
1.1.2 棚改占比小，无惧棚改政策变动.....	7
1.1.3 立足成都稳健外拓 进可攻退可守.....	7
2. 谋天下：羽翼渐丰 外拓可期.....	9
2.1.1 六大区域布局初具规模.....	9
2.1.2 激励机制到位 外拓动力充足.....	10
2.2 开工竣工双修复 毛利率有望提升.....	12
2.3 预收账款高覆盖 未结算货值充足.....	13
2.4 多渠道融资 资金成本可控.....	14
3. 商业+物业缔造“同心多元生态链”.....	14
3.1 携手王府井 商业地产再出发.....	14
3.2 物业管理服务 稳定业绩提升估值.....	15
4. 生命蓝光：熨平周期 提升估值.....	15
4.1 生物医药稳健发展.....	16
4.2 3D 生物打印未来可期.....	16
5. NAV 估值与业绩预测.....	17
5.1 NAV 估值.....	17
5.2 业绩预测.....	18
6. 投资建议.....	18
7. 风险提示.....	18

表格目录

表 1:2018 年新获项目（截至 2018 年 5 月）.....	10
表 2:股票期权激励名单.....	11
表 3:激励计划行权条件（包括预留部分）.....	11
表 4:NAV 估值.....	17
表 5: 公司盈利预测表.....	19

插图目录

图 1: 人居蓝光+生命蓝光, 双核驱动未来增长	4
图 2: 销售面积及增速	5
图 3: 销售金额及增速	5
图 4: 成都商品房销售面积增速及房价同比变动 单位: %	6
图 5: 成都供销比	6
图 6: 成都商品住宅可售面积与可售套数	6
图 7: 成都本年新推楼盘及平均去化率	7
图 8: 成都本年新推楼盘当日去化率分布	7
图 9: 销售面积及成都占比	8
图 10: 销售金额及成都占比	8
图 11: 新开工面积面积及成都占比	8
图 12: 土地储备面积及成都占比	8
图 13: 2018 年 1-5 月新增土地面积分布	9
图 14: 2018 年 1-5 月拿地金额分布	9
图 15: 未结算货值分布	9
图 16: 土地储备面积及成都占比	9
图 17: 开工面积及增速	12
图 18: 竣工面积及增速	12
图 19: 开工计划及完成率	13
图 20: 竣工计划及完成率	13
图 21: 预收账款覆盖率	13
图 22: 未结算货值分布	13
图 23: 公司平均融资成本 单位: %	14
图 24: 资产负债率及净负债率 单位: %	14
图 25: 公司商业地产项目: 耍都	15
图 26: 公司商业地产项目: 香榭广场	15
图 27: 嘉宝股份营业收入及同比增速	15
图 28: 嘉宝股份归母净利润及同比增速	15
图 29: 迪康药业营业收入及增长率	16
图 30: 迪康药业净利润及增长率	16

双核驱动 未来高清

公司起步于成都，历经近 30 年快速发展，已成长为四川省最大的房地产开发企业之一，在全国亦名列前茅。公司以商业地产起家，2004 年进入住宅开发领域。2008 年开始积极走向全国，历经 10 年发展，形成了成都、滇渝、华中、华东、华南和京津冀六大区域布局。2017 年，蓝光发展蝉联中国房地产百强综合实力第 23 位，并跻身 2017 年中国房地产公司品牌价值 TOP7(混合所有)，品牌价值高达 139.53 亿元。

2015 年完成重组后，公司形成“人居蓝光+生命蓝光”的双核驱动顶层战略架构，人居蓝光以“地产+金融+互联网”为发展方向，激活房地产开发主业，生命蓝光以“3D 生物打印+生物医药”作为战略分支，谋求创新发展。

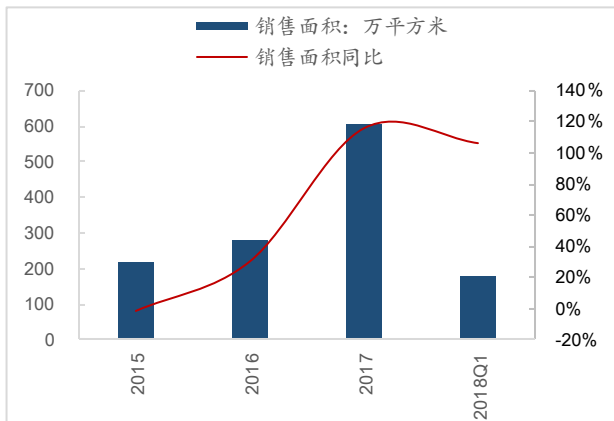
图 1:人居蓝光+生命蓝光，双核驱动未来增长



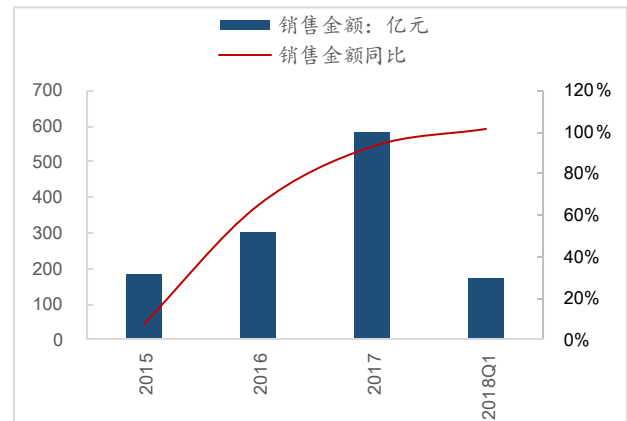
资料来源：公司网站，东兴证券研究所

1. 控巴蜀以谋天下 地产业务攻守兼备

房地产业务作为公司核心业务，基本决定了公司的业绩表现。公司 2017 年实现销售额 581.5 亿元，同比增长 93%，2018 年一季度实现销售额 171.1 亿元，同比增长 101.5%。公司以成都为根据地，全国范围内布局滇渝、华中、华东、华南和京津冀。公司项目分布合理，土地储备丰富，拿地积极性高，地产业务未来空间广阔。

图 2：销售面积及增速


资料来源：中指院，东兴证券研究所

图 3：销售金额及增速


资料来源：中指院，东兴证券研究所

1.1 控巴蜀：成都市场未来向好 业绩压舱石更加稳固

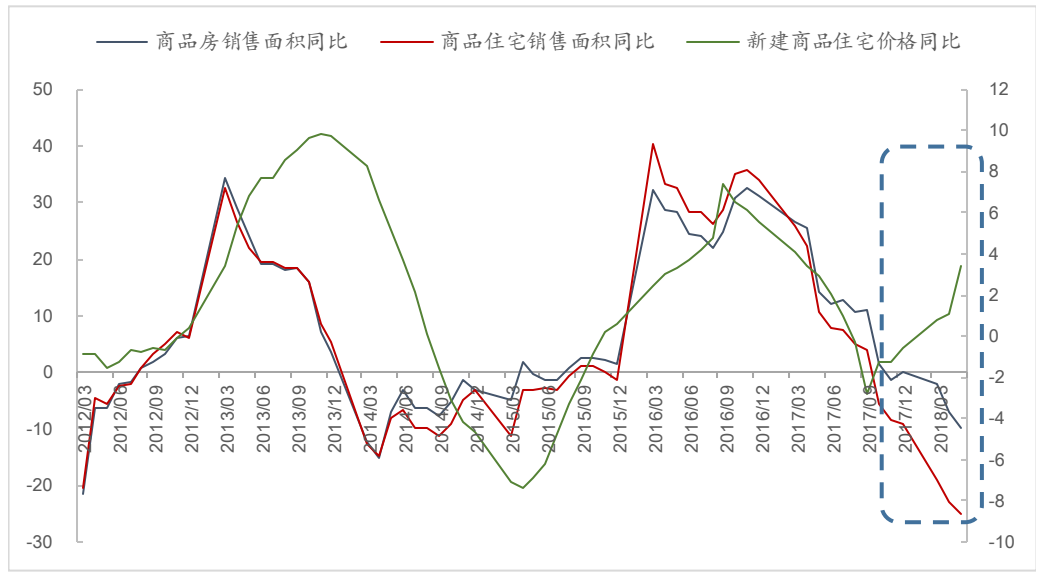
1.1.1 成都市场：积雪覆盖的春暖

从销售数据看，成都房地产市场目前似乎已进入严冬，但我们认为实际上并非如此。

论据有四：一是从供销比来看，成都供销比从 2017 年底开始触底回升，但改善幅度有限，供小于需仍然十分明显；二是从本年新推楼盘去化率来看，绝大多数楼盘去化率非常高，即使在“5·15”新政后也没有大幅降低（虽然中签率明显提升）；三是从可售面积和可售套数来看，可售房源自 2016 年开始单边减少；四是 2017 年推盘和成交的高基数效应。

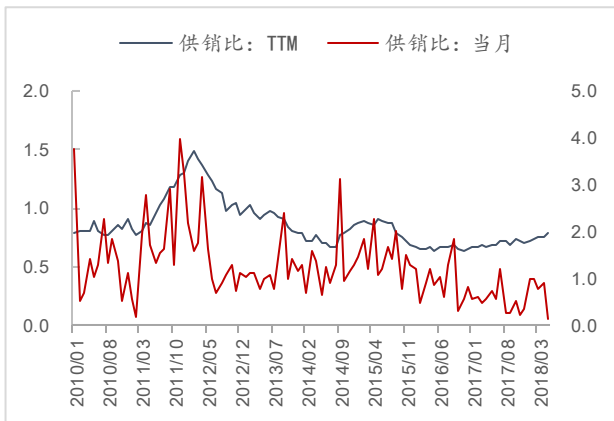
实际上，成都销售数据表现乏力的主要原因在于供给端而非需求端。严格的限价政策下部分开发商捂盘惜售，导致新推房源严重不足。站在当下，考虑到目前的待开发土地面积仍然处于历史低位，供不应求料将延续，而政策继续大幅收紧的空间已经不大。我们仍然看好成都房地产市场中短期的表现。

图 4:成都商品房销售面积增速及房价同比变动 单位: %



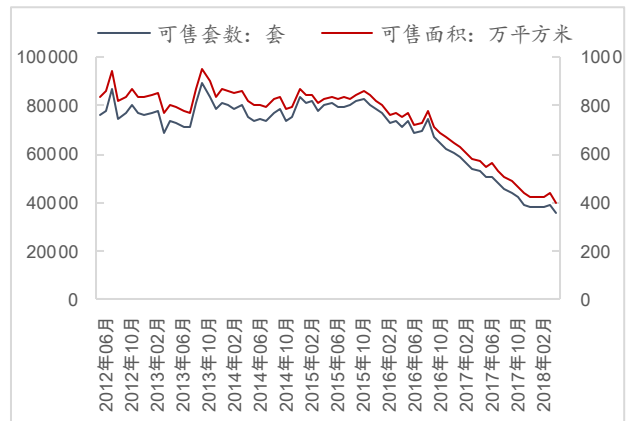
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 5: 成都供销比



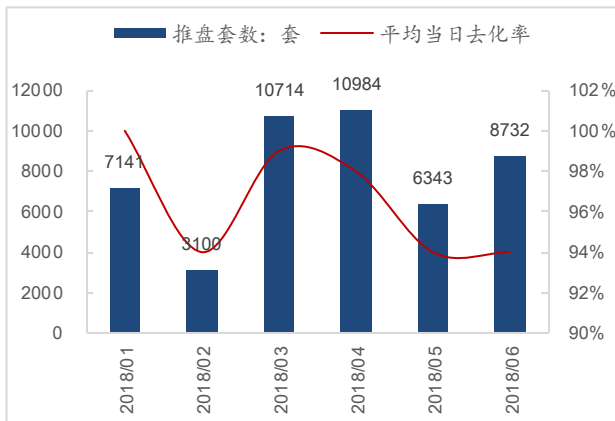
资料来源: 中指院, 东兴证券研究所

图 6: 成都商品住宅可售面积与可售套数



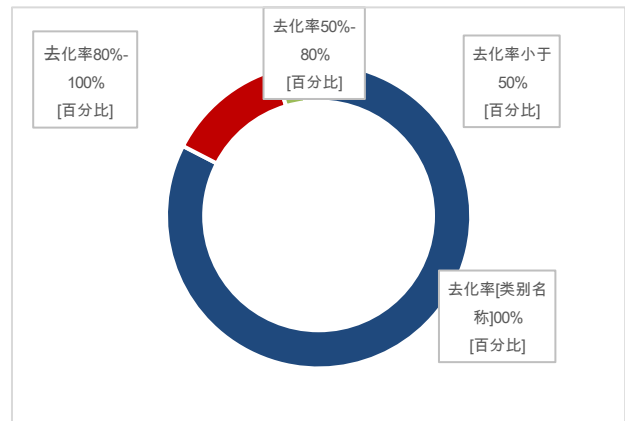
资料来源: 中指院, 东兴证券研究所

图 7: 成都本年新推楼盘及平均去化率



资料来源: 中指院, 东兴证券研究所

图 8: 成都本年新推楼盘当日去化率分布



资料来源: 中指院, 东兴证券研究所

1.1.2 棚改占比小, 无惧棚改政策变动

根据《成都市 2015—2017 年棚户区改造规划》，成都市 2015 年至 2017 年棚改总量为 47500 户，其中中心城区 20330 户，其他区县 27170 户。三年间，主城区棚改户数占成都市（城六区）商品房（新房）销售套数的比例为 8.2%。考虑部分棚改户可能使用杠杆购买 2 套或更多套房屋，此比例应该在 10% 左右。

同时，按照《成都市 2018—2020 年棚户区改造规划》，成都市 2018 年至 2020 年棚改总量为 16000 户左右，本身已经大幅减少，因此预计棚改相关政策的变动并不会对成都房地产市场产生较大的影响。

1.1.3 立足成都稳健外拓 进可攻退可守

成都是公司房地产业务大本营和根据地。2017 年，成都占公司销售面积和销售金额的比例分别为 49% 和 41%。受益于成都市场良好的基本面，2018 年一季度此比例上升至 66% 和 62%，这也直接驱动了公司一季度良好的销售业绩。

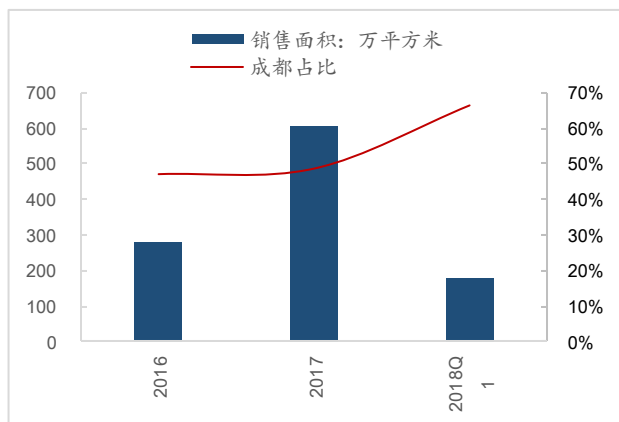
从新开工面积来看，公司深耕成都、稳步外拓的战略布局十分明显。2017 年公司新开工面积为 511.6 万平方米，同比增长 46%。其中成都占比 49%，比 2016 年提升 25 个百分点。

土地储备方面，2017 年末公司土地储备面积为 705 万平方米，同比增长 55%，成都占比为 45%，相对 2016 年小幅下降。原因是公司加强了在华东区域的布局，并首次进入华南区域。

2018 年前 5 个月，公司共计获取土地约 330 万平方米（建筑面积口径），从拿地面积和拿地金额分布上看，华东、华中和成都（包括成都区域地级市）占比较高。

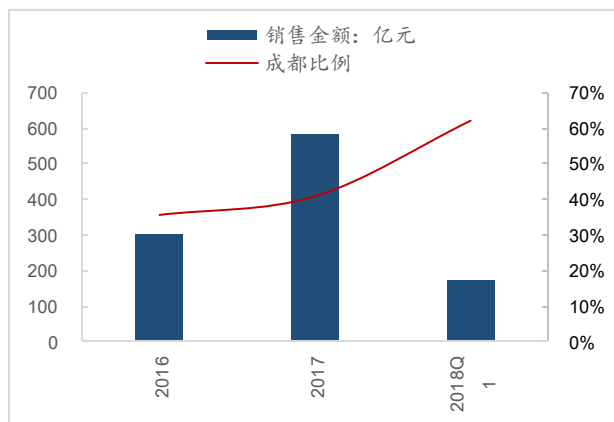
综合来看,我们认为成都良好的基本面将成为公司未来业绩的压舱石,保证公司业绩平稳较快增长,同时为公司稳健外拓提供弹药,进可攻退可守。

图 9: 销售面积及成都占比



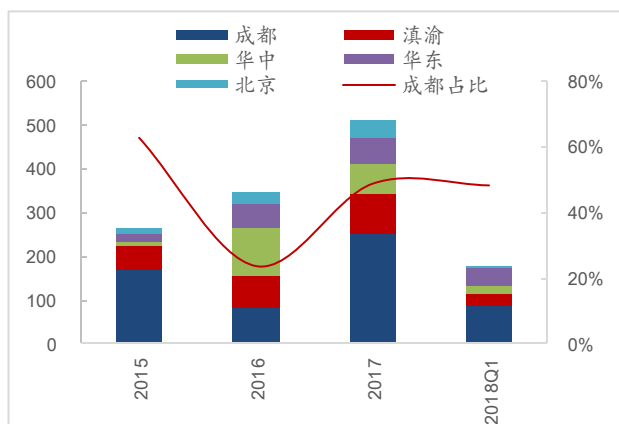
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 10: 销售金额及成都占比



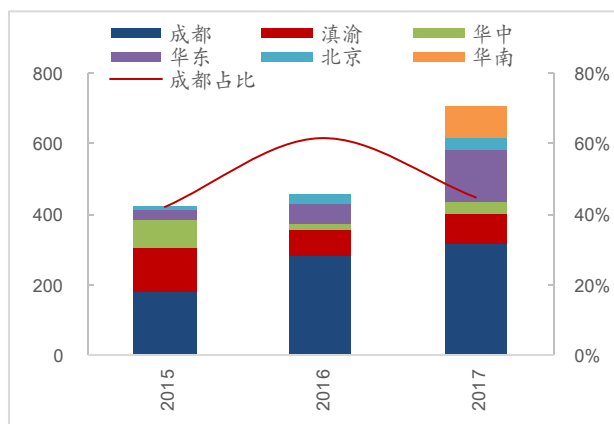
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 11: 新开工面积及成都占比



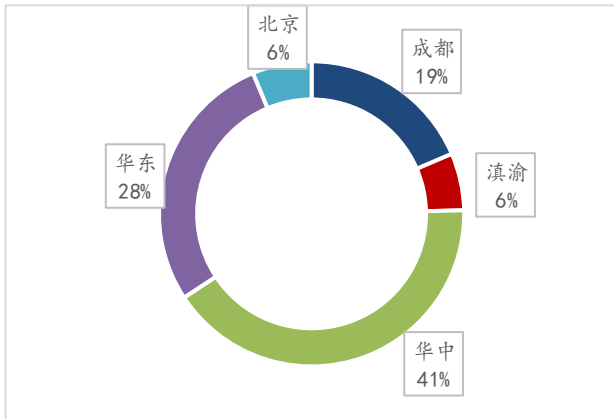
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 12: 土地储备面积及成都占比



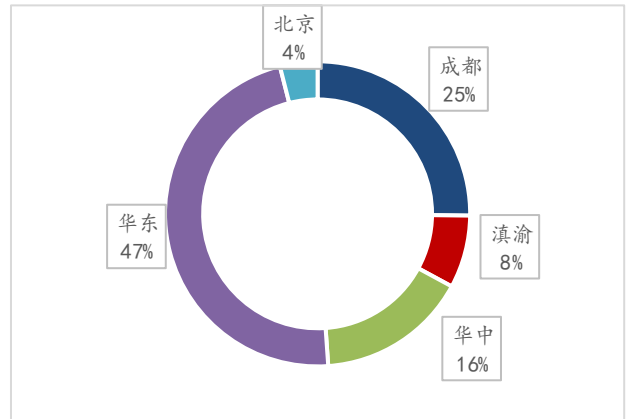
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 13: 2018 年 1-5 月新增土地面积分布



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 14: 2018 年 1-5 月拿地金额分布



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

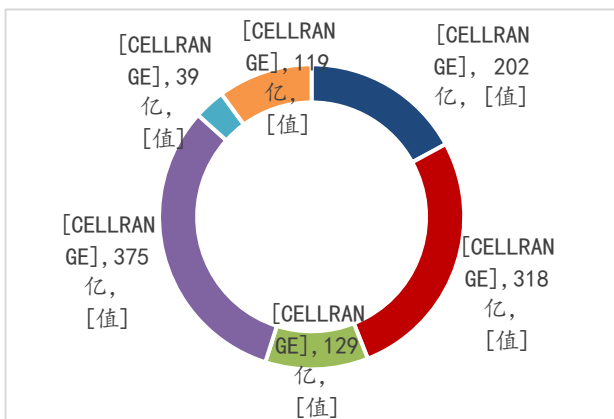
2. 谋天下: 羽翼渐丰 外拓可期

2.1.1 六大区域布局初具规模

公司自 2008 年开始积极走向全国, 历经 10 年发展, 目前成都 (成都、西安等)、滇渝 (昆明、南宁、重庆等)、华中 (合肥、南昌、郑州等)、华东 (杭州、南京、苏州等)、华南 (惠州、珠海等) 和北京 (北京、天津、太原等) 六大区域布局已初具规模。

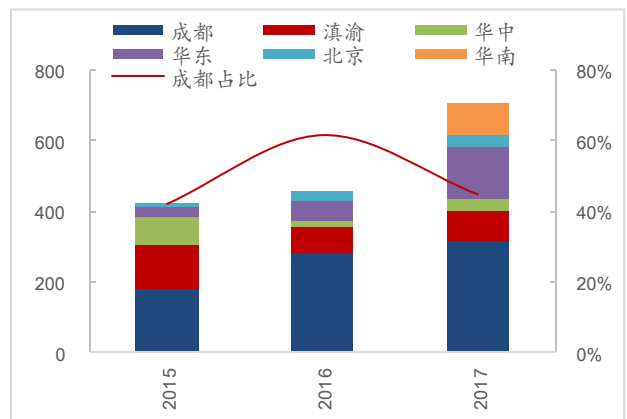
从 2017 年末土地储备和 2018 年新增土地分布来看, 公司成都以外区域所占比重继续稳步提升, 全国化布局之路料将提速。

图 15: 未结算货值分布



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 16: 土地储备面积及成都占比



资料来源: 中指院, 东兴证券研究所

表 1:2018 年新获项目（截至 2018 年 5 月）

时间	项目名称	城市	土地属性	获取方式	总建筑 面积 (万平 方米)	总价 (亿 元)	楼面价	权益比 例
2018/01	资阳市 YD-2013-053、YD-2014-018 号 地块	资阳	商住	合作	27.9	3.7	1326	80%
2018/02	温州市七都岛片区七都南单元 04-C-14、 04-C-15、04-C-17、04-C-18 地块及智 联街（七彩路至板桥二路段）	温州	商住	合作	12.0	13.0	10833	51%
2018/02	湖州市湖东分区 HD-03-04-02A 地块项 目	湖州	住宅	合作	8.2	5.6	6829	95%
2018/02	重庆申烨太阳城六期项目	重庆	住宅	收购	20.0	6.0	3000	100%
2018/02	苏州市苏地 2017-WG-43 号地块	苏州	住宅	合作	4.7	6.9	14681	25%
2018/03	张家口市 2018-1 地块	张家 口	普通住宅	招拍挂	14.8	2.4	1622	51%
2018/03	河南省新乡市平原新区的 10 宗土地	新乡	商住	招拍挂	124.4	10.6	852	59%
2018/03	烟台 J[2018]3006 地块	烟台	商住、公共 管理与公 共服务	招拍挂	5.9	0.7	1186	100%
2018/03	南通市 R17013 号地块	南通	住宅	合作	9.5	5.3	5579	24%
2018/05	太仓市沙溪镇 WG2017-18-7 地块	太仓	商住	合作	2.4	1.5	6250	51%
2018/05	达州市 DST (P)【2018】1 号-1 地块	达州	商住	招拍挂	13.2	5.7	4318	100%
2018/05	达州市 DST (P)【2018】1 号-2 地块	达州	商住	招拍挂	20.1	10.2	5075	100%
2018/05	新乡市平原示范区 2018-001 地块	新乡	商住	招拍挂	7.5	1.2	1600	51%
2018/05	新乡市平原示范区 2018-002 地块	新乡	商住	招拍挂	3.7	0.7	1757	51%
2018/05	【苏(2018)江阴市不动产权第 0010614 号】地块	江阴	商住	收购	5.2	1.0	1846	100%
2018/05	徐州 2017-38 号地块	徐州	商住	合作	13.7	0.6	/	51%
2018/05	徐州 2017-39/40/41 号地块	徐州	商住	合作	33.3	1.5	/	51%
2018/05	扬州市邗江区杨庙廿八线西 GZ061 地块	扬州	住宅	收购	3.2	1.3	4063	100%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：部分合作项目拿地总价仅包括获取股权支付的对价，实际支付的价款由相关补充协议确定。

2.1.2 激励机制到位 外拓动力充足

2018 年 1 月 25 日，公司临时股东大会通过《关于〈四川蓝光发展股份有限公司 2018 年股票期权激励计划（草案）〉及其摘要的议案》。根据激励计划，公司向包括公司高管和核心员工在内的 23 名人授予 11420 万份股票期权，占公司总股本的 5.25%（考虑预留部分后为 6%），行权价为 7.1 元/股（除权除息后）。

从行权条件看，2018至2020年的归母扣非净利润分别为22亿元、33亿元和50亿元，相对2017年分别增长61%、142%和266%，对应三年复合增速为54%。我们认为，行权条件一方面显示了公司和管理层对公司前景的坚定看好，另一方面较高的业绩要求也为管理层提供了压力和动力，助力公司加速发展。

表 2:股票期权激励名单

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	占目前总股 本的比例
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			12,804	100.00%	6.00%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 3:激励计划行权条件（包括预留部分）

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 220,000 万元
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 330,000 万元
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 500,000 万元

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2017年7月31日，公司临时股东大会审议通过《“蓝色共享”事业合伙人管理办法（试行）》，正式引入跟投机制。管理办法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，践行公司“一起创造，勇于担当，共同分享”的核心发展理念。

我们认为，事业合伙人跟投制度和股票期权激励方案，充分体现了公司规模成长、走向全国的壮志雄心。从万科、碧桂园等龙头房企的经验来看，事业合伙人制度对于充分调动员工积极性、提升公司运营效率作用明显，而力度较大的期权激励计划将高级管理人员与公司利益进行深层次绑定，为公司未来发展奠定了基础。

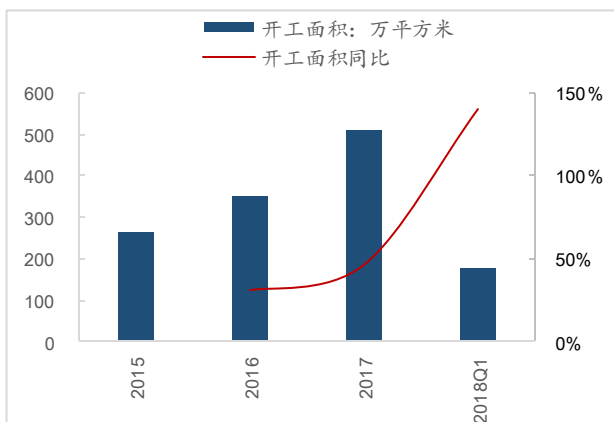
2.2 开工竣工双修复 毛利率有望提升

公司 2018 年计划开工面积和计划竣工面积分别为 960 万平方米和 359 万平方米，同比上年实际开工增长 88%，同比上年实际竣工增长 31%。按照以往的计划完成情况，我们认为公司开工计划基本可以完成。但从在建项目来看，竣工计划如期完成有一定难度，我们预计公司今年的实际竣工面积在 305 万平方米左右，同比增长 11.7%。

同时，随着毛利率较高的华东区域进入结转的比例提升，以及华南区域进入结算，公司毛利率有望获得提升，预计公司本年结算毛利率将提升至 25%。

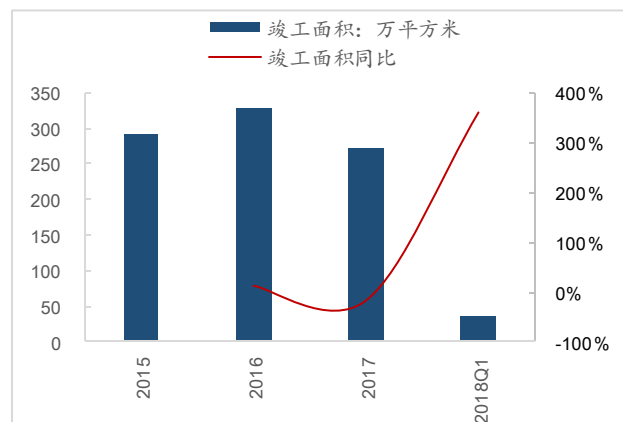
开工面积的大幅增长将大大推进公司可售货值的变现，有力支撑公司销售业绩和现金流，而竣工面积的提升以及毛利率的提高将为公司结算收入提供有力保证，公司本年销售和结算均值得期待。

图 17：开工面积及增速

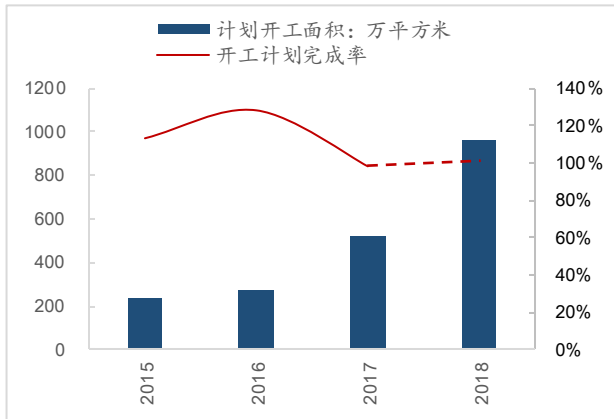


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

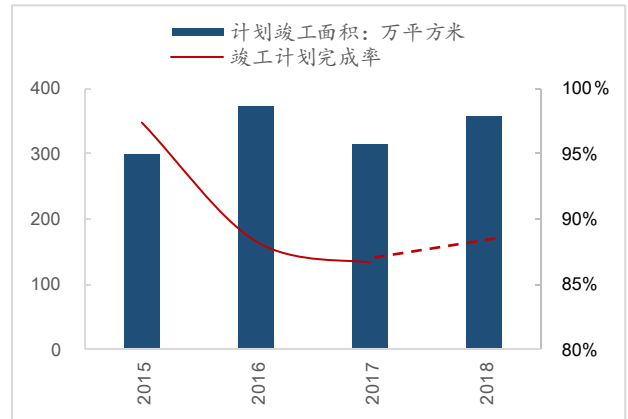
图 18：竣工面积及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 19: 开工计划及完成率


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

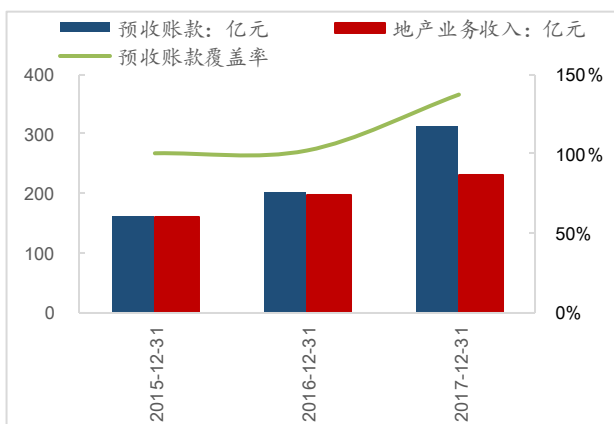
图 20: 竣工计划及完成率


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

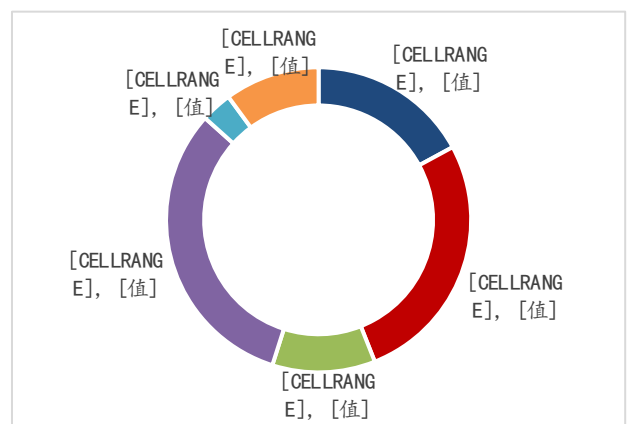
2.3 预收账款高覆盖 未结算货值充足

公司 2017 年末预收账款为 314 亿元, 对 2017 年房地产业务收入的覆盖率为 137%。受益于 2018 年良好销售表现, 预收账款继续快速增加。2018 一季度预收账款净增加 52 亿元, 达到 2017 年预收账款净增加额的 47%, 公司中短期业绩锁定性高。

从未结算货值看, 公司 2017 年末未结算货值约 1108 亿元, 相当于 2017 年房地产业务收入的 4.8 倍。在未结算货值充裕的情况下, 公司仍然积极获取项目。截至 2018 年 5 月, 公司新增货值继续大幅增长约 266 亿元, 未来潜力可期。

图 21: 预收账款覆盖率


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 22: 未结算货值分布


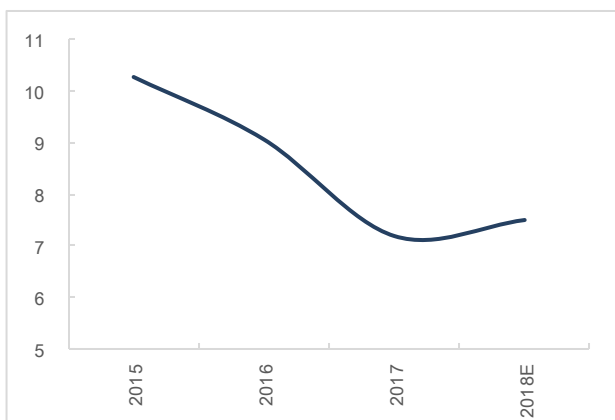
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.4 多渠道融资 资金成本可控

2015 年公司地产业务重组上市后, 公司积极利用公司债、中期票据、永续债等多种渠道融资, 融资成本快速下降。融资成本由 2015 年的 10.27% 下降至 2017 年的 7.19%, 公司整体平均融资成本由 9.06% 大幅下降至 7.19%。

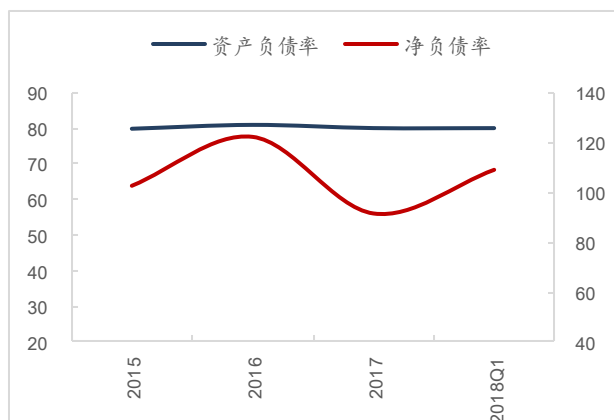
考虑到金融去杠杆等监管政策的影响, 我们认为公司 2018 年平均融资成本将与 2017 年略有上升, 预计在 7.5% 左右。

图 23: 公司平均融资成本 单位: %



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 24: 资产负债率及净负债率 单位: %



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3. 商业+物业缔造“同心多元生态链”

2018 年 2 月 7 日, 蓝光控股集团董事局主席杨铿首次提及“同心多元产业生态链”的战略概念。实际上, 公司在“人居蓝光”板块内早已开始相关多元化布局。目前, 围绕地产核心主业, 公司已形成以现代服务和商业为主体架构的同心多元化产业链。

3.1 携手王府井 商业地产再出发

公司在商业地产方面经验丰富。2000 年至 2004 年间, 公司专注商业地产开发, 先后开发了蓝色加勒比、金荷花、耍都等优秀商业地产项目。随着后来住宅业务的飞速发展, 商业地产占比逐渐减小。

2018 年 5 月, 公司与王府井集团签署战略合作协议, 双方将在在商业地产投资开发与运营方面展开深入合作。我们认为, 双方合作有利于充分利用各自优势, 提升项目住宅和商业物业的整体价值。

图 25: 公司商业地产项目: 耍都


资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

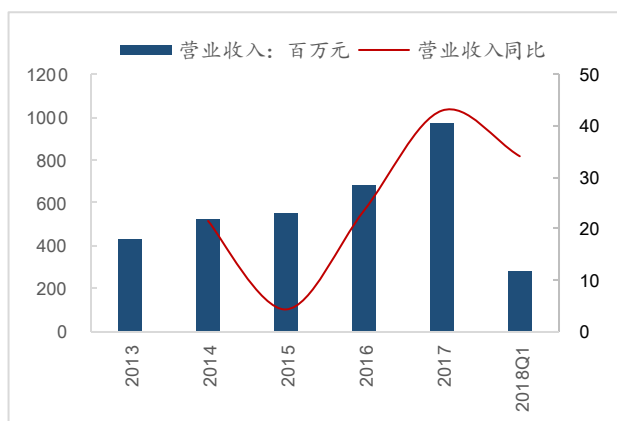
图 26: 公司商业地产项目: 香槟广场


资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

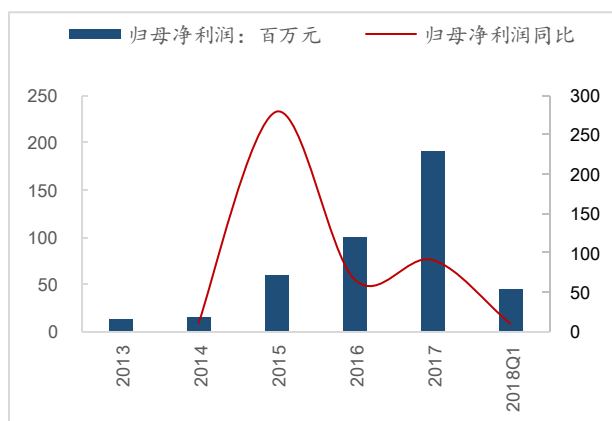
3.2 物业管理服务 稳定业绩提升估值

嘉宝股份专注于为住宅、商业、写字楼、工业园等业态社区和项目提供专业、便捷、高效的物业服务与物业增值服务。目前, 嘉宝股份管理项目超过 300 个, 管理面积超 5000 万平米。2017 年度第三方盖洛普客户满意度调查中, 嘉宝股份综合得分 86 分, 位列全国 14 强。

嘉宝股份于 6 月 22 日发布公告, 收购泸天立物业 70% 股权, 收购完成后公司物业管理面积将增加 400 多万平方米, 进一步巩固在西南市场的领先地位。我们预计嘉宝股份本年将贡献 3 亿左右净利润, 同比增长 56%。

图 27: 嘉宝股份营业收入及同比增速


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 28: 嘉宝股份归母净利润及同比增速


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4. 生命蓝光: 熨平周期 提升估值

公司以“3D 生物打印+生物医药”作为战略分支，谋求公司创新发展、多元并进。3D 生物打印方面，作为“生命蓝光”的核心优势前沿产业之一，研发进展顺利。生物医药方面，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，生产各类剂型药品共 23 个专利 363 个品种。

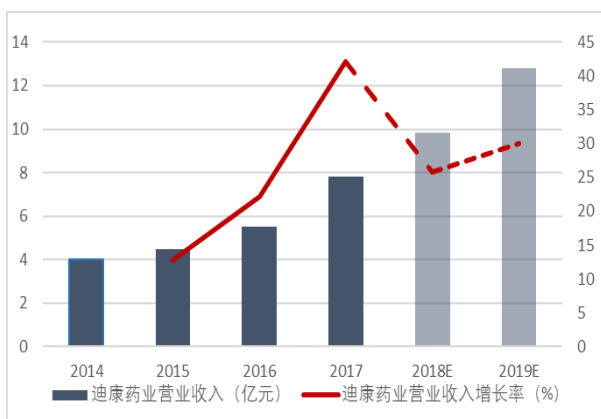
我们认为，生命蓝光板块虽然占收入及利润比例较低，但一方面生物医药具有防御属性，受宏观经济和政策影响小，一定程度上可以熨平地产业的强周期，另一方面，3D 生物打印作为公司战略转型的重要方向，未来有机会提升公司估值。

4.1 生物医药稳健发展

成都迪康药业有限公司是蓝光旗下进行医药生产销售的全资子公司，公司成立于 1993 年，是一家以药物研发生产为主，兼顾医疗器械研发、制造、销售的现代医疗企业。目前迪康药业共拥有各类剂型药品 249 个，其中，国家级新药 12 个，国家中药保护品种 1 个。

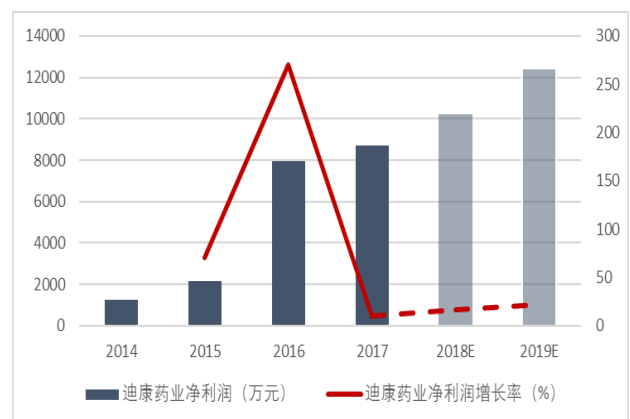
2017 年，迪康药业全年实现销售收入 7.82 亿元，同比增长 41%，实现净利润 8725 万元。综合公司近几年业绩，我们预计迪康药业未来两年营收增长率分别为 25.7%和 30%，相对应的净利润增长率为 17%和 22%。

图 29：迪康药业营业收入及增长率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 30：迪康药业净利润及增长率

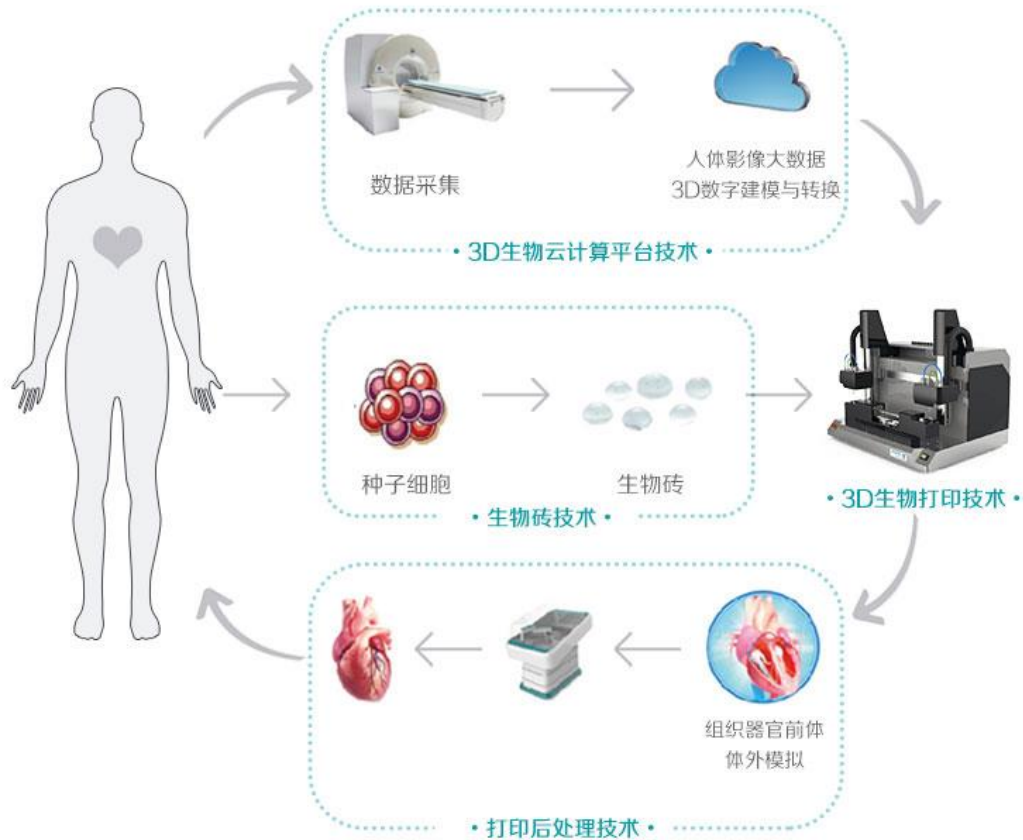


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.2 3D 生物打印未来可期

公司 3D 生物打印业务由四川蓝光英诺生物科技股份有限公司主导实施。蓝光英诺近期在生物血管打印方面接连取得重大突破。2015 年 10 月，具有完全自主知识产权的项目全球首创 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。我们预计今年年底前可完成 FDA 申报工作。

图 31：蓝光英诺无支架 3D 打印体系



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

5. NAV 估值与业绩预测

5.1 NAV 估值

我们根据公司目前的项目和土地储备情况测算了公司的重估净资产。按照我们的测算，公司目前的重估净资产为 334.2 亿元（仅考虑房地产部分），对应每股 RNAV 为 11.2 元，目前股价相对每股 RNAV 的折价幅度为 49%，具有非常大的安全边际。

表 4:NAV 估值

	176.8
帐面净资产 (亿元)	157.5
重估净资产 (亿元)	334.2
总股本	29.8
每股 RNAV	11.2
当前股价	5.7
当前股价溢价	-49%

资料来源：东兴证券研究所

5.2 业绩预测

营业收入:根据公司未结算货值,我们预计2018-2020年公司房地产业务收入为309.7亿元、402.6亿元和483.1亿元。同时,假设公司现代服务业和生物医药板块营收平稳增长,公司未来三年总营业收入为**330.3亿元、428.亿元和516.7亿元**。

毛利率:考虑到高毛利项目逐渐进入结转期,我们认为公司房地产业务毛利率将提升,预计未来三年毛利率为25%、26%和27%,同时假设现代服务业和生物医药板块毛利率维持不变,分别为43.2%和68.5%,则未来三年公司整体毛利率为**26.8%、27.7%和28.8%**。

净利润:按照以上假设,我们预计公司2018-2020年归母净利润为**25.3亿元、38.0亿元和50.2亿元**,对应2018-2020年每股收益为**0.75元、1.18元和1.59元**。

6. 投资建议

我们预计公司2018-2020年营业收入分别为330.3亿元/428.8亿元/516.7亿元,归母净利润为25.3亿元/38.0亿元/50.2亿元,EPS分别为0.75元/1.18元/1.59元。

目前房地产板块平均市盈率为10.6X,可比公司市盈率平均值为11X(泰禾集团10.9X、阳光城11.3X、金科股份12.2X、滨江集团9.4X),综合考虑我们给予公司11倍PE。对应2018年EPS目标价为8.25元。同时,公司每股RNAV为11.2元,相对目前股价折价49%,安全边际大。首次覆盖,给予“强烈推荐”评级。

7. 风险提示

1) 竣工及结算不达预期; 2) 三四线市场受政策影响大幅回落。

表 5: 公司盈利预测表

资产负	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产合	64458	85220	96968	107292	119144	营业收入	21329	24553	33032	42884	51666	
货币资金	9171	12804	19785	18382	24583	营业成本	16002	18406	24172	30978	36766	
应收账款	519	809	905	1175	1416	营业税金及附	1584	1588	2147	2787	3358	
其他应收款	897	2616	3000	3000	3000	营业费用	939	1245	1486	1930	2325	
预付款项	1934	3528	4000	4500	5000	管理费用	751	968	1156	1287	1550	
存货	50595	63093	66226	76384	80582	财务费用	335	416	377	478	584	
其他流动资	1316	2323	3001	3790	4492	资产减值损失	337	216	300	300	300	
非流动资产	8906	10020	13922	19890	27943	公允价值变动	-48	-50	-45	-45	-45	
长期股权投	953	1411	1411	1411	1411	投资净收益	138.35	138.21	138.21	138.21	138.21	
固定资产	865	1069	5482	11471	19545	营业利润	1471	1819	3485	5218	6877	
无形资产	195	216	195	173	151	营业外收入	42.86	47.12	40.00	40.00	40.00	
其他非流动	0	0	0	0	0	营业外支出	46.33	92.62	90.00	90.00	90.00	
资产总计	73365	95240	110890	127182	147087	利润总额	1468	1774	3435	5168	6827	
流动负债合	39471	51957	60352	71795	84588	所得税	578	523	859	1292	1707	
短期借款	3743	3415	4576	6132	8217	净利润	890	1251	2577	3876	5120	
应付账款	5266	5636	7285	9336	11080	少数股东损益	-6	-115	50	75	99	
预收款项	20181	31414	36369	42801	50551	归属母公司净	896	1366	2527	3801	5021	
一年内到期	4511	4479	4627	4627	4627	EBITDA	2060	2514	4027	5860	7624	
非流动负债	19884	24237	28237	30731	34731	EPS (元)	0.41	0.57	0.75	1.18	1.59	
长期借款	10099	14395	18395	22395	26395	主要财务比	率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	7935	7948	7999	7999	7999							
负债合计	59355	76194	88589	102525	119318	成长能力						
少数股东权	4038	4502	4552	4627	4726	营业收入增长	21.2%	15.1%	34.5%	29.8%	20.5%	
实收资本	2135	2132	2984	2984	2984	营业利润增长	-2.8%	23.6%	91.6%	49.7%	31.8%	
资本公积	1607	1394	1394	1394	1394	归属于母公司	11.3%	52.5%	85.0%	50.4%	32.1%	
未分配利润	4732	5696	6201	7341	9098	获利能力						
归属母公司	9972	14544	17749	20030	23042	毛利率(%)	25.0%	25.0%	26.8%	27.8%	28.8%	
负债和所有	73365	95240	110890	127182	147087	净利率(%)	4.2%	5.1%	7.8%	9.0%	9.9%	
现金流	单位: 百万元					总资产净利润	1.2%	1.4%	2.3%	3.0%		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	9.0%	9.4%	14.2%	19.0%	21.8%	
经营活动现	-2688	7554	6277	1378	11132	偿债能力						
净利润	890	1251	2577	3876	5120	资产负债率(%)	81%	80%	80%	81%	81%	
折旧摊销	253.91	278.59	0.00	163.91	163.91	流动比率	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4	
财务费用	335	416	377	478	584	速动比率	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5	
应收账款减	0	0	-96	-270	-241	营运能力						
预收帐款增	0	0	4955	6433	7750	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	
投资活动现	-2124	-9526	-169	-207	-207	应收账款周转	47.7	37.0	38.5	41.2	39.9	
公允价值变	-48	-50	-45	-45	-45	应付账款周转	4.0	4.5	5.1	5.2	5.1	
长期股权投	0	0	0	0	0	每股指标(元)						
投资收益	138	138	138	138	138	每股收益(最新)	0.4	0.6	0.8	1.2	1.6	
筹资活动现	8257	4385	872	-2574	-4724	每股净现金流	1.6	1.1	2.3	(0.5)	2.1	
应付债券增	0	0	50	0	0	每股净资产(最	4.7	6.8	5.9	6.7	7.7	
长期借款增	0	0	4000	4000	4000	估值比率						
普通股增加	-1	-3	852	0	0	P/E	14.0	10.0	7.6	4.8	3.6	
资本公积增	-400	-214	0	0	0	P/B	1.2	0.8	1.0	0.9	0.7	
现金净增加	3444	2413	6981	-1403	6201	EV/EBITDA	14.2	11.8	7.1	6.8	5.2	

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

任鹤

清华大学土木工程专业本硕，法学双学士，3年房地产行业工作经历，一级注册建造师，中级房地产经济师。2018年加入东兴证券研究所，关注房地产行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。