



信用等级通知书

信评委函字[2016]G606号

四川蓝光发展股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“四川蓝光发展股份有限公司公开发行2016年公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年九月三十日

四川蓝光发展股份有限公司 公开发行 2016 年公司债券（第二期）信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	四川蓝光发展股份有限公司
发行总额	本次债券发行总规模不超过人民币40亿元（含40亿元），分期发行，其中本期债券为二期发行，发行规模10亿元。
债券期限	本期债券的期限为5年期，附第3年末公司调整票面利率选择权、发行人赎回选择权及投资者回售选择权。
债券利率	本期债券票面利率将由发行人和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定，在债券存续期内固定不变。
偿还方式	本次债券采用单利按年计息，不计复利。按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。
资金用途	公司拟将本次债券募集资金扣除发行费用后用于偿还银行借款和补充流动资金。

概况数据

蓝光发展	2013	2014	2015	2016.6
所有者权益（亿元）	49.99	70.79	113.51	112.73
总资产（亿元）	428.10	499.10	562.44	636.92
总债务（亿元）	169.63	198.51	179.77	229.66
营业总收入（亿元）	94.37	153.18	175.98	48.76
营业毛利率（%）	26.05	30.59	29.65	26.59
EBITDA（亿元）	10.01	17.44	18.89	1.93
所有者权益收益率（%）	11.01	12.59	8.41	0.30
资产负债率（%）	88.32	85.82	79.82	82.30
净负债率（%）	270.88	207.23	109.16	153.64
总债务/EBITDA（X）	16.95	11.38	9.51	59.58
EBITDA 利息倍数（X）	0.70	0.75	1.06	0.18

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、其他非流动负债实为计息债务，故将其调整至长期债务及相关指标计算；
3、2016年6月末总债务/EBITDA 以及所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“四川蓝光发展股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第二期）”信用等级为 **AA**，该级别反映了本期债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定四川蓝光发展股份有限公司（以下简称“蓝光发展”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。该级别反映了受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了蓝光发展区域优势明显、区域布局逐渐分散、已售待结算资源丰富，以及资产重组和非公开发行的顺利完成有助于拓宽融资渠道，改善资本结构，提升品牌影响力和整体实力等正面因素对公司信用质量的支持。同时，我们也关注蓝光发展财务杠杆比率偏高，未来面临一定的资本支出压力以及债务期限结构有待调整等因素可能对公司信用质量产生的影响。

正 面

- 区域优势明显。作为起步于成都的房地产企业，蓝光发展自成立以来，在成都区域内成功运作了多个房地产项目，积累了较为丰富的房地产开发经验，其房地产开发规模、年销售金额、品牌效应等方面在成都市排名居前，成都本土优势显著。
- 区域布局逐渐分散，已售待结算资源丰富。近年来蓝光发展在保持成都地区竞争优势的同时扩大全国化布局，目前其业务范围已逐步拓展至成都、重庆、昆明、北京、合肥、苏州、无锡等多个城市，区域布局逐渐分散且更趋合理；同时，公司待结转资源较为丰富，截至 2016 年 6 月末，预收款项为 217.88 亿元，可为其未来经营业绩的提升形成一定保障。
- 资产重组及非公开发行顺利完成。随着蓝光发展资产重组以及非公开发行的完成，蓝光投资控股集团有限公司旗下房地产业务实现上市，

有助于拓展房地产业务融资渠道,改善资本结构,提升公司品牌影响力和整体竞争实力。

关 注

- 杠杆比例较高,面临一定的资本支出压力。公司高周转的经营模式对财务杠杆依赖程度较高,财务杠杆比率偏高。此外,较大规模的在建及储备项目的持续推进以及未来新增土地储备需求,或将给公司带来一定的资本支出压力。
- 债务期限结构有待调整。公司目前债务期限结构中短期债务占比较高,截至 2016 年 6 月末,公司短期债务占总债务的比重为 53.6%,长短期债务比为 1.16 倍,且公司货币资金对短期债务的保障程度有所不足,公司面临一定的短期偿债压力。

分 析 师

龚天璇 txgong@ccxr.com.cn

郑涵 hzheng@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 9 月 30 日

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

发行主体概况

四川蓝光发展股份有限公司（以下简称“蓝光发展”或“公司”）前身为成立于 1993 年 5 月的成都迪康制药公司，经 1997 年 7 月和 1999 年 5 月两次股权转让，1998 年 9 月增资扩股并更名为成都迪康制药有限公司。1999 年 12 月 17 日，成都迪康制药有限公司整体变更为四川迪康科技药业股份有限公司（以下简称“迪康药业”）。2001 年 2 月，经中国证监会证监发字[2001]11 号文审核批准，公司 5,000 万股人民币普通股获准在上海证券交易所挂牌上市交易（证券代码为 600466）。2008 年 6 月，四川蓝光实业集团有限公司通过司法拍卖竞得四川迪康产业控股集团股份有限公司持有的迪康药业限售流通股 52,510,000 股，占其总股本的 29.90%，成为迪康药业控股股东。2015 年 3 月 16 日，经中国证监会证许可[2015]407 号文核准，迪康药业向四川蓝光实业集团有限公司发行 1,083,037,288 股股份、向平安创新资本发行 236,395,971 股股份、向杨铿发行 118,642,234 股股份，核准公司非公开发行不超过 531,859,666 股新股募集发行股份购买资产的配套资金，公司股本总额增至 21.17 亿元。2015 年 4 月 13 日，公司名称变更为“四川蓝光发展股份有限公司”，证券代码不变。2015 年 12 月，公司向 193 名激励对象授予 1908.83 万股限制性股票，授予价格为 7.44 元/股，截至 2016 年 6 月 30 日，公司股本总额为 21.36 亿元，控股股东为蓝光投资控股集团有限公司（原为“蓝光实业集团有限公司”，2015 年 6 月 16 日更名）持股比例为 53.57%，实际控制人为杨铿。

截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产总额 562.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）113.51 亿元，资产负债率 79.82%；2015 年公司实现营业收入 175.98 亿元，净利润 9.54 亿元，经营活动净现金流 14.30 亿元。

截至 2016 年 6 月 30 日，公司资产总额 636.92 亿元，所有者权益（含少数股东权益）112.73 亿元，资产负债率 82.30%；2016 年 1~6 月公司实现营业收入 48.76 亿元，净利润 0.17 亿元，经营活动净现金流 -34.29 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	四川蓝光发展股份有限公司
债券名称	四川蓝光发展股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第二期）
发行规模	本次债券发行总规模不超过人民币 40 亿元（含 40 亿元），分期发行，其中本期债券为二期发行，发行规模 10 亿元
债券期限	本期债券的期限为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权、发行人赎回选择权及投资者回售选择权
债券利率	本期债券票面利率将由发行人和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定，在债券存续期内固定不变
偿还方式	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	公司拟将本次债券募集资金扣除发行费用后用于偿还银行借款和补充流动资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

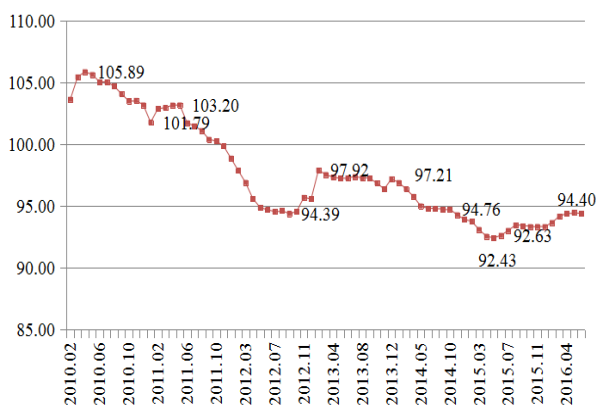
房地产行业概况

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自 1998 年房地产改革以来，中国房地产行业得到快速发展；2008 年在次贷危机和紧缩货币政策的影响下，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年后，信贷宽松政策刺激了房地产行业的复苏，商品房市场呈现量价齐升的态势；2010 年，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台了“新国十条”，“新国八条”、“新国五条”等多项调控政策，房地产市场再次进入调整阶段，全国商品房销售增速下滑；2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，随着市场逐步消化前期调控政策的影响，前期积压的置业需求开始逐步释放，商品房销售自 2012 年 3 月开始逐步回升，2013 年房地产市场延续了 2012 年下半年的上升势头，全年商品房销售面积和销售金额均创出新高。2014 年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑。进入 2015 年，随着调降二套房首付比例、营业税政策调整、央行多次降准降息以及普遍二胎政策等一系列宽松的政策刺激，中国房地产市场总体上步入了复苏通道，包括市场成交、房价等指标亦在总体上呈现回

暖趋势。

从“国房景气指数”运行趋势来看，该指数上一轮的波动是在 2007 年 11 月触顶，达到 106.59 点；至 2009 年 3 月探底，至 94.74 点。本轮在 2010 年 3 月触顶，达到 105.89 点后，在严厉的调控政策影响下，房地产投机性需求逐步得以遏制，国房景气指数从高位开始回落，并于 2011 年 12 月份跌落至 98.89 点。2012 年以来，前 9 个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低，截至 2012 年 9 月国房景气指数为 94.39 点，较 2011 年末降低 4.5 点。随着九、十月房地产传统销售旺季的到来，加之开发商资金状况有所改善，开工能力增强，房地产景气程度缓慢回升。2013 年，在市场回暖、以刚性需求和首改需求为主导的带动下，国内房地产景气度较 2012 年有所回升，国房景气指数全年保持在 97 点左右。2014 年，国内房地产市场受到诸多政策不确定性的影响，国房景气指数持续回落。截至 2014 年 12 月末，国房景气指数为 93.93 点。进入 2015 年，国房景气指数延续下滑态势，于 5 月末达到最低点 92.43 点后开始小幅回升，在 8 月末升至 93.46 点后保持平衡态势，截至 2015 年末，国房景气指数为 93.34 点，较上月回落 0.01 点。2016 年上半年国房景气指数开始呈现上升态势，2016 年 4 月的国房景气指数达到自 2015 年 4 月以来最高，截至 2016 年 6 月末，国房景气指数稳步爬升至 94.4 点，比去年同期增长了 1.92 点。

图 1：2010.02~2016.06 国房景气指数

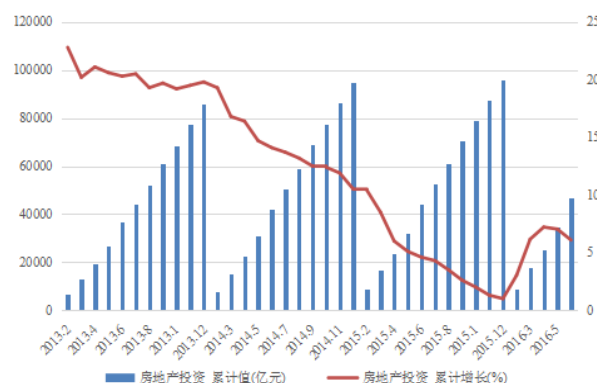


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，根据国家统计局数据显示，在需求释放的带动下，2013 年全国房地产开发投资增速有所恢复，全年完成投资 86,013 亿元，同

比增长 19.8%，增幅比 2012 年提高 3.6 个百分点。2014 年，商品房销售的下降导致房地产开发投资增速逐步回落，全年完成房地产开发投资 95,036 亿元，增速已经下降至 10.5%。尽管 2015 年以来行业政策不断放松，但房地产行业投资增速仍延续回落态势，2015 年全国房地产开发投资 95,979 亿元，名义同比增长 1.0%，增速比 1~11 月回落 0.3 个百分点，增速继续下行。2016 年以来，房地产投资增速出现上升态势，1~6 月份累计完成房地产开发投资 46,631 亿元，名义同比增长 6.1%，增速比 2015 年 1~6 月上涨 1.5 个百分点。

图 2：2013.01~2016.06 全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，2013 年市场销售火热推动房地产开发企业投资活动明显加强，房地产新开工面积增速较 2012 年呈明显提升，2013 年全国房屋新开工面积 201,208 万平方米，较 2012 年增长 13.5%，增幅提高 2 个百分点。2014 年，房地产销售形势急转直下，使得房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，2014 年，房地产新开工面积 179,592 万平方米，同比下降 10.7%。2015 年，房地产开发企业房屋新开工面积 154,454 万平方米，同比下降 14.0%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下，房地产新开工面积同比下降将导致未来新增供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。截至 2016 年 6 月，全国房地产当年累计新开工面积 77,537 万平方米，同比上升 14.9%。在 2015 年房地产市场供给量减少且市场景气度回升的情况下，2016 年上半年供给开始呈现增长态势。

土地成交方面,2013年以来,随着房地产市场的成交走势的不断上扬,房地产企业加大土地市场投入力度,同时,2013年地方政府面临较大的债务压力,土地出让积极性较高。供求双方作用下,全国土地市场也迎来了成交高峰。2013年,房地产开发企业土地购置面积38,814万平方米,比上年增长8.82%,土地成交价款9,918亿元,增长33.9%,增速提高2.4个百分点。2014年,伴随着房地产销售情况的下滑,房地产业购置面积同比出现下降,当年房地产业土地购置面积33,383.03万平方米,同比下降14.0%;但由于房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市,同期土地成交价款为10,019.88亿元,同比增长1.0%。2015年以来,尽管房地产市场呈现复苏态势,但在去库存的大环境下,房企对行业中长期发展保持谨慎态度,2015年房地产开发企业土地购置面积22,811万平方米,同比下降31.7%;同期,土地成交价款7,622亿元,下降23.9%。2016年上半年,全国房地产业土地购置面积9,502万平方米,同比下降3%;同期,土地成交价款3,159亿元,同比增长10.2%。土地购置面积小幅下滑和土地成交价款同比增长,反映出在土地楼面地价整体上涨的大环境下,房地产企业拿地热情略有提升。

从销售情况看,2013年,刚性和改善性需求出现集中释放,当年全国商品房销售面积130,551万平方米,比上年增长17.3%,增速比2012年提高15.5个百分点;其中,住宅销售面积增长17.5%,办公楼销售面积增长27.9%,商业营业用房销售面积增长9.1%;同年,商品房销售额81,428亿元,增长26.3%,增速比2012年提高16.3个百分点;其中,住宅销售额增长26.6%,办公楼销售额增长35.1%,商业营业用房销售额增长18.3%。2014年,受银行信贷收紧及价格预期变化等因素影响,全国商品住宅销售面积同比持续下降,带动商品房销售量加速下滑。2014年,全国商品房销售面积和销售额分别为120,649万平方米和76,292亿元,同比分别下降7.6%和6.3%;其中商品住宅销售面积和销售额分别同比下降9.1%和7.8%。进入2015年,得益于频出的利好政策刺激,全年销售面积和销售额

均有所上升,2015年全国商品房销售面积与销售额分别为128,495万平方米和87,281亿元,同比分别增长6.5%和14.4%。截至2015年末,全国100个城市(新建)住宅均价为10,980元/平方米,环比上涨0.74%,同比上涨4.15%,是百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨。2016年上半年,全国商品房销售面积与销售额分别为64,302万平方米和48,682亿元,同比分别增长27.9%和42.1%,受益于2015年利好政策而继续走高。截至2016年6月,全国100个城市住宅均价为11,816元/平方米,环比1.32%,同比增长11.18%。

随着房地产市场短期供大于求,导致库存量连续攀升。自2012年4月以来,全国商品房库存面积呈持续上升态势,截至2014年末,全国商品房待售面积6.22亿平方米,较2013年末增加1.29亿平方米;其中,住宅待售面积4.07亿平方米,较2013年末增加0.83亿平方米。2015年以来,尽管房地产投资速度有所放缓,同时销售情况亦有所回升,房地产市场供需差有所收窄,但供过于求的局面在短期内将继续存在,2015年全国商品房待售面积继续增长,截至2015年末,全国商品房待售面积7.19亿平方米,同比增长15.58%,增速较上年末收窄10.54个百分点。截至2016年6月末,全国商品房待售面积7.14亿平方米,比5月末减少753万平方米,而较上年末减少437万平方米,主要系上半年主要城市市场成交情况较好,住宅去化较快所致。

表 2：2013~2016.H1 房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%

指标	2013	2014	2015	2016.H1
资金来源合计	122,122	121,991	125,203	68,135
同比增长率	26.5	-0.1	2.6	15.6
其中：				
自筹资金	47,425	50,419	49,038	23,816
占比	38.83	41.33	39.17	34.95
同比增长	21.3	6.3	-2.7	-0.1
国内贷款	19,673	21,242	20,214	10,939
占比	16.11	17.41	16.14	16.05
同比增长	33.1	8	-4.8	1
利用外资	534	639	297	65.65
占比	0.44	0.52	0.24	0.10
同比增长	32.8	19.7	-53.6	-63.2
其他来源	54,491	49,689	55,655	33,314
占比	44.62	40.73	44.45	48.89
同比增长	28.9	-8.8	12	38.3

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从房地产企业资金来源看，2015 年房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，同比增长 2.6%。结构上看，自筹资金、定金及预收款和个人按揭贷款为主的其他来源在房地产企业资金中仍占据主导地位，这两部分资金来源在房地产企业到位资金中的占比进一步升至 83.59%。2015 年，自筹资金和国内贷款分别同比下降 2.7%和 4.8%，占比分别小幅下降至 39.17%和 16.14%。从房地产贷款余额的结构看，包括个人购房贷款、房产开发贷款、地产开发贷款等在内的房地产贷款余额合计 21.01 万亿元，其中个人购房贷款是房地产贷款最主要的组成部分，在房地产贷款中的占比一直保持在 60%以上。截至 2015 年末，全国个人购房贷款余额为 14.18 万亿元，个人购房贷款占房地产贷款总额的 67.49%，房产和地产开发贷款在房地产贷款中占比为 32.51%。2015 年其他来源资金 55,655 亿元，同比增长 12.0%，该类资金占比亦升至 44.45%；在其他来源资金中，定金及预收款 32,520 亿元，个人按揭贷款 16,662 亿元。2016 年上半年，全国房地产开发投资资金中自筹资金占比继续缩小至 34.95%；其他来源资金占比 48.89%，同比增长 38.3%。在其他来源资金中，定金及预收款 18,934 亿元，个人按揭贷款 11,245 亿元，同比增长 34.09%和 56.98%。

另外，在抑制房地产投资性需求的同时，政府

也通过增加保障性住房的供给来满足中低收入群体的住房需求，近年来金融机构加大了对保障性住房项目的信贷支持力度。根据央行的统计数据，2013~2015 年，保障性住房开发贷款余额同比增速分别 26.7%、57.2%和 59.5%，连续保持高速增长。2015 年末，保障性住房开发贷款余额达 1.82 万亿元，占同期房产开发贷款的 36.11%，全年增加 6,761 亿元，同比多增 2,643 亿元，增量占同期房产开发贷款的 92.7%，比上年增量占比高 37.7 个百分点。2016 年 6 月末，全国房产开发贷款余额 5.41 万亿元，同比增长 10.9%，增速比上季末低 2.1 个百分点，其中，保障性住房开发贷款余额 2.18 万亿元，同比增长 42.2%，增速比上季末低 3.2 个百分点；地产开发贷款余额 1.66 万亿元，同比增长 7.5%，增速比上季末低 15.3 个百分点。个人购房贷款余额 16.55 万亿元，同比增长 30.9%，增速比上季末高 5.4 个百分点，比各项贷款增速高 16.6 个百分点；上半年增加 2.36 万亿元，同比多增 1.25 万亿元，保障性安居工程贷款增长较快。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产行业出现短暂衰退，国家出台刺激性救市政策，此期间房价经历由跌到快速上涨的 V 字型走势。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个，大幅增加近 50 个。2012 年中央及相关部委继续坚持房地产调控从紧的方向。2013 年，国务院出台“新国五条”，新一届政府着力建立健全长效机制、维持宏观政策稳定，不动产登记、保障房建设等长效机制工作继续推进，而限购、限贷等调控政策更多交由地方政府决策。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台央五条、定

向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。

2015 年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。中央及地方各级政府在供应端实施“有供有限”，从源头控制商品房供应；同时各管理部门及职能部门从需求端入手，降首付、降利率、减税费、予补贴、放宽公积金贷款政策、取消限外等多手段并施，“调供应”与“促需求”双管齐下，全力去库存。

具体来看，“调供应”方面，2015 年 3 月底，国土部、住建部联合发文，要求各地对土地供应有供、有限，调节结构性过剩矛盾，且对在建项目或已成交地块，优化住房套型结构，促进用地结构调整；政策效果显著，土地供应过猛的势头得以有效节制，全国 300 多个城市土地供应量同比大幅下滑 36%。“促需求”方面，第一，通过降首付、减税费、予补贴明显提振了改善型需求。中央多部委分别于 2015 年 3 月和 9 月两次发文下调购房首付比例，并于同年 3 月下调营业税免征年限至 2 年以及 2016 年 2 月财政部发文调减营业税，提振二手房市场交易增长；各级政府亦在税费减免、财政补贴、提高普通住宅标准等方面多管齐下刺激需求入市。第二，公积金政策频出提振市场需求。仅中央年内出台的房地产调控文件中，有 4 次涉及公积金政策，其中 3 次为出台公积金专项政策，内容涉及下调首套普通住房公积金贷款首付比例和二套房首付比例、放宽住房公积金用途、放宽提取条件、督促各地落实异地贷款业务、放开公积金融资渠道等。第三，央行降准降息降低购房成本和难度。基于宏观经济层面的承压，央行持续向市场释放流动性，同时多次降息，2015 年内先后经历了 5 次降息和 5 次降准，基准利率降至历史最低水平，购房成本已大幅下降；此外，多次降准向市场释放流动性，为市场营造宽松的资金环境。第四，取消限外、鼓励农民进城以及全面二孩政策将成为购房需求新增长点。2015 年 8 月，六部委联合发文取消外资和外

籍人士购房限制，一定程度上拉动购房需求增长；同年 10 月，中共十八届五中全会宣布全面放在二孩政策，同年 12 月，中共中央政治局召开的会议提出通过农民工市民化来扩大有效住房需求，均将有助于房地产市场需求长效调节机制的稳定。

稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向，国家又相继出台了一系列政策对房地产进行调控。2015 年 3 月，两会召开，确定 2015 年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地制宜，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于 3 月、5 月、6 月、9 月、10 月五次降息降准。经此调整，5 年以上商业贷款利率降至 4.9%，公积金贷款利率降至 3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于 3 月、8 月和 9 月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求关系进行调整。2015 年 11 月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016 年 2 月份，政府新出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至 20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。3 月份，政府出台二手房营改增政策，以降税的方式刺激改善性住房需求。6 月份国家又出台新政鼓励租赁业务的发展，进一步推动房地产市场的去化进程。

值得注意的是，2016 年以来房地产行业继续呈现城市政策分化。一线城市中以上海的政策最为严厉，“沪九条”要求不仅非沪籍购房社保年限提高至 5 年，且二套房首付不低于五成、非普通住宅不低于七成，更特别的是，不结婚不能购房；北京也要求外地人社保年限在 5 年，二套房的贷款，首付为五成；广州和深圳，对外地人购房社保年限要求为 3 年，对二套房在还清贷款前提下，广州首付三成、

深圳首付四成。而其他三四线城市则继续以“去库存”为主基调。山西省政府取消商品房购房限制，包括取消购买商品住房套数、户籍、年龄等限制，取消商品住房销（预）售价格申报制度；取消对境外机构及个人在本地区购买商品住房的限制。沈阳政

府对毕业不超过 5 年的高校学生实行“零首付”政策，对个人购买住房市区两级给予奖励政策，公积金最高贷 90 万；土地供应减半，降低二手住房交易税费，鼓励农民进城买房居住等 22 项鼓励性房地产新政。

表 3：2015 年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2015.02	国务院	《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》（一号文件）：探索农民工享受城镇保障性住房的具体办法。
2015.02	中国人民银行	自 2015 年 2 月 5 日起下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点；自 2015 年 3 月 1 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率
2015.03	国土资源部、住建部	《关于优化 2015 年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求 2015 年各地有供、有限，合理安排住房和其用地供应规模；优化住房供应套型，促进用地结构调整；多措并举，统筹保障性安居工程建设；部门联动，加大市场秩序和供应实施监督力度
2015.03	中国人民银行、住建部、银监会	《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》发布，二套房款首付可低至四成
2015.03	财政部	根据《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》要求，购买 2 年以上普通住房销售免征营业税
2015.04	中国人民银行	自 4 月 20 日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点
2015.04	国务院	国务院发布关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见，明确规定 15 部委要负责坚持分类指导，因地制宜，落实地方政府主体责任，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展
2015.05	中国人民银行	自 2015 年 5 月 11 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.25%，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.3 倍调整为 1.5 倍；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整
2015.06	中国人民银行	自 2015 年 6 月 28 日起有针对性地金融机构实施定向降准，同时下调贷款和存款基准利率，其中一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.85%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2%；其他各档次贷款及存款基准利率、住房公积金存贷款利率相应调整
2015.08	中国人民银行	自 2015 年 8 月 26 日起，下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。
2015.08	住房城乡建设部、商务部、国家发展改革委、中国人民银行、工商总局、外汇局	发布《关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》，调整房地产市场外资准入和管理政策，取消外商投资房企办理境内贷款、境外贷款、外汇借款结汇必须全部缴付注册资本的要求，有资格的境外机构和个人可购买符合实际需要的自用、自住商品房
2015.09	中国人民银行、中国银监会	《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》，为进一步改进住房金融服务，支持合理住房消费，经国务院同意，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015.09	中国人民银行	下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2015.10	中国人民银行	金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.35%。同时，下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。同时，对符合标准的金融机构额外降低存款准备金率 0.5 个百分点
2015.10	住房城乡建设部、财政部、中国人民银行	公积金异地贷款业务正式全面推行。缴存职工在缴存地以外地区购房，可按购房地的住房公积金贷款政策，向购房地住房公积金管理中心申请贷款
2015.10	中共十八大五中全会	二孩政策全面放开
2015.11	国务院	《住房公积金管理条例》修订，修订稿明确提出，公积金缴存基数不得低于职工工作地所在设区城市上一年度单位就业人员平均工资的 60%，不得高于平均工资的 3 倍，单位和职工缴存比例上限不高于 12%，下限不低于 5%。
2016.02	财政部、国家税务总局、住房城乡建设部	财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》调减房地产契税营业税，对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5% 的税率征收契税
2016.03	财政部、国家税务总局	自 5 月 1 日起，个人购买不足 2 年的住房对外销售的，按照 5% 的征收率全额缴纳增值税，个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征增值税。对北上广深四市，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，按照 5% 的征收率全额缴纳增值税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的非普通住房对外销售的，以销售收入减去购买住房价款后的差额按照 5% 的征收率缴纳增值税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征增值税。
2016.06	国务院办公厅	《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》指出，实行购租并举，培育和发展住房租赁市场，是深化住房制度改革的重要内容，是实现城镇居民住有所居目标的重要途径。要以建立购租并举的住房制度为主要方向，健全以市场配置为主、政府提供基本保障的住房租赁体系，支持住房租赁消费，促进住房租赁市场健康发展。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

总的来看，房地产行业政策面将继续围绕“去库存”进行，通过调供应与促需求双管齐下，降首付、减税费、公积金政策、降准降息、取消限外、鼓励农民进城、全面二孩等政策将不断地对房地产市场和行业带来积极影响，但在房地产市场结构性供求矛盾凸显的环境下，政策效果仍有待观察。

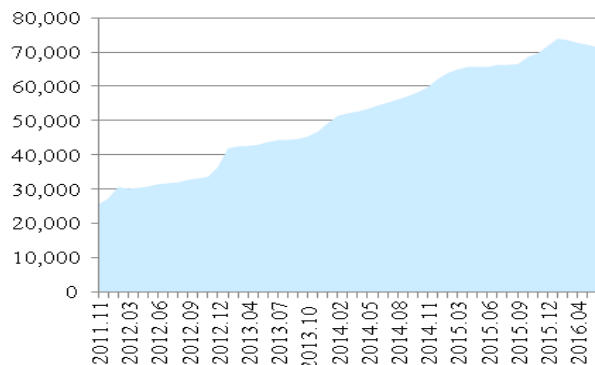
行业关注

2015 年以来，短期内政策层面的支持依旧难以扭转库存加大的局面，去库存仍是房地产市场的主基调，不同能级城市的市场分化程度亦将继续扩大

2015 年以来，一方面，在政策面的逐步宽松和刚性需求依然强劲的背景下，房地产市场逐步回暖，当年房企销售金额和销售面积均呈现上升态势；另一方面，同时在去库存的大环境下，房企对行业中长期发展保持谨慎态度，以房地产企业新开工面积和土地购置面积为代表的房地产开发指标均在不同程度上延续了下降趋势，房地产开发投资速度继续下降。受以上两方面的作用影响，房地产市场供求差增速有所收窄，但在房地产投资速度仍大于去化速度的前提下，无法从根本上扭转市场供需失衡、库存量加大的局面，未来市场仍将以去库存为主基调。截至 2015 年末，商品房待售面积 71,853 万平方米，同比增长 15.58%，增速较上年收窄 10.54 个百分点，其中，住宅待售面积增加 1155 万平方米，办公楼待售面积增加 128 万平方米，商业营业用房待售面积增加 458 万平方米。截至 2016 年 6 月末，商品房待售面积 71,416 万平方米，同比增长 8.64%，增速较上年收窄 12.14 个百分点，其中，住宅待售面积增加 764.44 万平方米。此外，随着房地产区域市场继续分化，一线城市和二线城市出现量价齐升的局面，同时一般二线城市以及三四线城市去库存压力继续加大，价格亦难以上行，应关注房地产市场去化情况的区域差异。

图 3：2011.11~2016.06 全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

房地产行业集中度持续上升，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力，相关房企综合实力将有望得到进一步提升

近年来，持续的政策调控和日益高企的土地价格压缩了行业内中小企业的生存空间，行业集中度不断提高，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力。根据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2015 年中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》显示，2015 年全国行业排名前 20 房企集中度同比增加 0.03 个百分点至 22.82%；TOP50 房企则从 31.15% 上升至 31.74%，小幅增加了 0.59 个百分点；TOP100 房企则大幅增加 1.86 个百分点至 39.64%。从行业发展趋势来看，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

从行业集中度看，销售额方面，除 2015 年行业前十的集中度出现微降外，整体呈上升趋势，表面近年来在行业竞争不断加剧的情况下，一线房企依靠自身的资金、规模、品牌等优势，不断增加市场份额；销售面积方面，集中度逐年呈增长的态势，但每年的集中度仍明显低于销售额的集中度，一方面是由于一线房企的销售大多集中于一线、二线城市，随着土地成交价格的增长，销售额逐渐增加；另一方面得益于一线房企长期经营所形成的品牌优势所带来的溢价。2015 年，国内前十、二十、五十房企销售额集中度的增速明显低于销售面积集

中度的增速，表明一线房企逐步将业务分散到除一线城市等热门市场以外区域。

表 4：2013~2015 国内房企销售额集中度

	2013	2014	2015
TOP10	13.72%	16.92%	16.87%
TOP20	18.88%	22.79%	22.82%
TOP50	26.23%	31.15%	31.74%
TOP100	-	37.78%	39.64%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

表 5：2013~2015 国内房企销售面积集中度

	2013	2014	2015
TOP10 企业	8.62%	10.44%	11.31%
TOP20 企业	11.46%	13.65%	14.62%
TOP50 企业	15.88%	18.72%	19.94%
TOP100 企业	-	22.30%	24.65%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

竞争实力

区域优势明显

作为成都本土房地产企业，经过多年发展，截至 2016 年 6 月末蓝光发展在累计房地产开发面积已达到 1,605 万平方米，销售面积超过 1,468 万平方米，拥有刚需住宅、改善型住宅、社区商业、商业综合体及文化旅游综合体等多种产品类型，在成都市场积累了丰富的房地产开发经验和较强的品牌优势。目前公司房地产开发规模、年销售金额及品牌效应等方面在成都市位居前列。2013~2015 年公司在成都区域销售金额分别位列成都市场房地产企业销售金额排名第一、第二和第二，成都本土优势显著。

区域布局逐渐分散且更趋合理

近年来蓝光发展坚持“区域集中-西部领先-全国拓展”的发展战略，在保持成都本土竞争优势的同时，自 2009 年开始正式启动全国化布局，并于当年进入昆明、重庆、自贡等城市。2010 年，公司首次进入一线城市北京。2011 年公司进入浙江嘉兴，开始布局长三角。2013 年以来公司进一步加强成都市以外的项目拓展力度。截至 2015 年末，公司已进入成都、重庆昆明、青岛、北京、苏州、无锡、长沙、合肥、武汉等 15 个城市，成都市销售面积、销售金额和年末在建项目建筑面积占比等指

标均有所下降，区域布局逐渐分散且更趋合理，有助于分散单一城市房地产市场及政策风险。

表 6：2013~2016.H1 蓝光发展房地产运营部分指标

	单位：%、个			
	2013	2014	2015	2016.H1
成都市销售面积占比	68.82	46.33	43.19	39.51
成都市销售金额占比	75.13	52.00	43.51	32.67
年末成都市在建面积占比	66.38	40.11	45.21	46.41
进入城市数量	13	14	15	16

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

资产重组和非公开发行的顺利完成，有助于拓宽融资渠道，改善资本结构，提升品牌影响力

2015 年 3 月 16 日，迪康药业发行股份购买蓝光集团、平安创新资本、杨铿合计持有的四川蓝光和骏实业股份有限公司 100% 股权，以及迪康药业向不超过 10 名符合条件的特定对象非公开发行股票募集配套资金等事宜，通过中国证监会核准，蓝光集团旗下房地产业务实现上市。2015 年 4 月 9 日，公司成功发行 239,936,691 股股份，募集资金总额 22.34 亿元。资产重组和非公开发行的顺利完成，将有助于改善公司资本结构、拓宽其在资本市场上的融资渠道，提升品牌影响力和整体竞争实力，为房地产业务快速增长创造条件。此外，公司在生物制药业务的布局也在一定程度上有助于平抑房地产市场周期性市场波动风险，提高公司整体的抗风险能力。

业务运营

蓝光发展主营房地产开发和医药制造业务，营业收入主要由房地产和医药销售收入构成。其中，房地产是公司营业收入的主要来源。2013~2015 年，公司分别实现营业收入 94.37 亿元、153.18 亿元和 175.98 亿元，其中房地产开发收入占营业收入的比重分别为 89.02%、89.91% 和 91.36%。

表 7：2013~2016.H1 公司营业收入分板块情况

单位：亿元

业务板块	2013	2014	2015	2016.H1
房地产销售	84.01	137.72	160.77	42.01
医药	3.75	3.96	4.47	2.42
其他业务收入	6.62	11.50	10.74	4.33
合计	94.37	153.18	175.98	48.76

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

房地产开发运营

目前公司房地产业务范围主要布局于以成都为重点的成都区域、以重庆、昆明为重点的滇渝区域、以北京为中心的北京区域、以苏州、南京为重点的华东区域和以合肥、武汉、南昌等城市为重点的华中区域，覆盖成都、重庆、昆明、北京、青岛、苏州、南京、无锡、合肥、武汉、南昌、长沙等多个城市。形成了主流刚需住宅产品“COCO”系列，伴随着产业政策调整，公司加快自刚需向改善性产品转型，并推出了“雍锦”、“森林”、“公园”三类改善产品。以及玉林生活广场、蓝色加勒比广场、金荷花、花天锦地等社区商业。

从项目运作情况来看，公司根据房地产市场环境变化及自身发展情况，合理调整项目开发节奏。近三年公司开发项目面积有所波动，新开工节奏有所放缓，新开工面积呈下降趋势。2013~2015 年和 2016 年上半年公司在建面积分别为 466.69 万平方米、577.23 万平方米、538.44 万平方米和 646.74 万平方米；新开工面积分别为 345.13 万平方米、340.51 万平方米、266.54 万平方米和 129.45 万平方米。较大在建和新开工规模给公司未来业绩的提升提供了较好保障。但中诚信证评也关注到较大的开发体量对其未来的融资能力以及资金调配能力提供了更高要求。

表 8：2013~2016.H1 公司开工及竣工情况

单位：万平方米、个

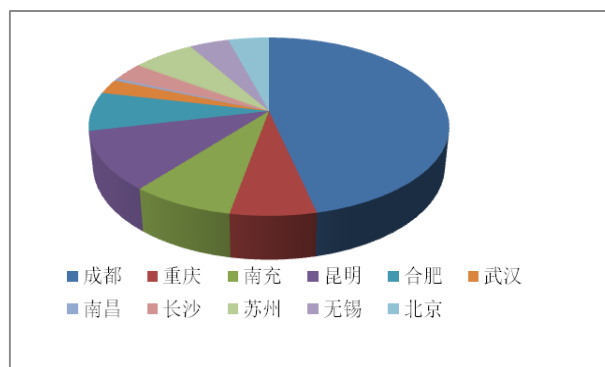
	2013	2014	2015	2016.H1
在建面积	466.69	577.23	538.44	646.74
项目数量	23	25	32	39
新开工面积	345.13	340.51	266.54	129.45
竣工面积	162.87	230.00	291.61	25.71

注：按照土地权属关系统计。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从在建项目区域分布来看，近年来公司在坚持深耕四川、重庆等西部区域的同时，亦加大了全国拓展的步伐，包括进入昆明、青岛、北京、苏州、无锡、长沙、合肥武汉等城市。截至 2016 年 6 月末，公司在四川省和重庆区域内在建项目建筑面积占比合计为 53.01%；昆明、南充、合肥、苏州、北京、无锡、长沙、武汉和南昌在建项目建筑面积占比分别为 10.63%、7.87%、7.04%、6.57%、4.29%、4.19%、3.31%、2.65%和 0.45%。总体来看，公司目前在建项目中位于成都市和重庆市区域占比仍较大，但近年来随着在西部以外区域的拓展力度的加强，其在建项目的区域布局有所分散。

图 4：截至 2016 年 6 月末公司在建项目区域分布



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从项目销售情况来看，近年来凭借较强的区域优势，契合市场需求的产品定位，公司房地产销售面积及销售金额持续保持增长。2013~2015 年公司实现房地产销售面积 193.64 万平方米、217.81 万平方米和 215.68 万平方米，近三年年均复合增长率为 5.54%；同期签约销售金额分别为 162.09 亿元、166.67 亿元和 182.48 亿元，近三年年均复合增长率为 6.10%。从销售区域分布来看，2013~2015 年四川省贡献销售金额占比分别为 85.86%、61.09%和 48.67%，其中成都市贡献销售金额占比分别为 75.13%、52.00%和 43.51%；重庆市贡献销售金额占比分别为 6.87%、14.45%和 7.78%；北京、嘉兴、长沙、合肥、苏州等其他区域销售占比分别为 7.27%、24.47%和 43.54%。总体来看，目前公司来自于四川省和重庆市销售占比逐年下降，区域布局更合理。2016 年 1~6 月，公司销售面积及销售金额分别为 114.53 万平方米和 105.06 亿元。

表 9：2013~2016.H1 公司业务运营情况

单位：亿元、万平方米

指标	2013	2014	2015	2016.H1
销售面积	193.64	217.81	215.68	114.53
销售金额	162.09	166.67	182.48	105.06
结算面积	124.83	161.92	186.40	48.74
结算金额	81.85	135.73	160.77	40.34

注：不含合作项目。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从项目结算来看，得益于待结算资源的持续增长，近年公司结算面积及结算金额保持增长。公司 2013~2015 年结算面积分别为 124.83 万平方米、161.92 万平方米和 186.40 万平方米；结算金额分别为 81.85 亿元、135.73 亿元和 160.77 亿元。从结算项目区域分布来看，由于房地产开发企业项目结算一般滞后于项目销售，且 2013 年以前公司进入其他区域的投资体量不大，故近三年公司结算收入绝大部分仍来自于四川省和重庆市。2013~2015 年四川省及重庆市贡献结算金额占比分别为 96.94%、92.03%和 76.94%，其中成都市贡献结算金额占比分别为 68.30%、83.82%和 52.16%。2016 年 1~6 月，公司结算面积和结算金额分别为 48.74 万平方米和 40.34 亿元。

表 10：2013~2016.6 公司土地储备和新增项目情况

单位：个、万平方米

	2013	2014	2015	2016.6
新增项目数	18	11	15	6
新增土地储备面积	273.08	155.71	279.86	112.78
土地储备总面积	524.47	380.07	425.06	553.63

注：新增土地储备面积为地上规划面积，土地储备面积为未开工的地上规划面积。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备方面，近年公司在继续巩固成都、重庆等西部区域的项目拓展的同时，亦加大了对合肥、苏州、无锡等长三角地区、以北京为中心的环渤海区域、以长沙、武汉为中心的中部区域的项目拓展。截至 2016 年 6 月末，公司合计拥有土地储备项目 19 个，规划建筑面积合计约 553.63 万平方米。从储备项目区域分布来看，公司继续保持在成都、重庆等西部地区的区域优势，成都和重庆期末土地储备项目规划建筑面积占比分别为 42.17%和 12.08%；其他储备项目所在城市分别为昆明、南充、

武汉、南昌、苏州、南京、合肥和北京，储备项目规划建筑面积占比分别为 12.25%、11.87%、7.22%、4.17%、3.65%、2.85%、2.65%和 1.11%。未来公司将在现有全国化布局基础上，继续深耕已进入的成都、重庆、昆明、南充、武汉、南昌、苏州、南京、合肥和北京等重点城市。

此外，公司还将持有部分物业对外出租，主要包括电脑城、高盛、郁金香、时代华章等社区商业，业态包括商铺、写字间、停车场以及商业会所。截至 2016 年 6 月末，公司合计持有经营性物业面积 30.96 万平方米，整体出租率达到 84%。2013~2015 年以及 2016 年 1~6 月公司分别实现物业租赁收入 1.51 亿元、1.65 亿元、1.42 亿元和 0.71 亿元，租金收入较为稳定。公司物业管理业务主要经营主体为四川嘉宝资产管理集团有限公司，其旗下拥有 2 家全国物业管理一级资质的物业公司。截至 2016 年 6 月末，公司物业管理项目有 120 个，物业管理面积达 2,271.2 万平方米，服务的项目区域以成都地区为主。2013~2015 年以及 2016 年 1~6 月，公司物业管理收入分别为 2.12 亿元、2.85 亿元、3.22 亿元和 2.04 亿元。

医药制造

公司医药制造业务主要包括其旗下的成都迪康药业有限公司、重庆迪康长江制药有限公司、成都迪康中科生物医学材料有限公司等子公司生产运营。经过十多年的发展，公司已形成了以药品和生物医用器械为核心的产业基础，并不断加强医药营销渠道下沉以及药品的研发和引入。公司药品安斯菲、安可妥、通窍鼻炎颗粒等 14 个品种以及生物医用材料可吸收医用膜、可吸收螺钉两个品种被列入 2015 年成都市地方名优产品推荐目录。2013~2015 年公司医药板块分别实现营业收入 3.75 亿元、3.96 亿元和 4.47 亿元，收入规模较为稳定。

此外，公司通过旗下控股子公司四川蓝光英诺生物科技股份有限公司（以下简称为“四川英诺”）积极与四川大学华西医院合作探索 3D 生物打印行业。目前四川英诺已与四川大学华西医院就项目研发合作事宜签署了《战略合作框架协议》，并基本确定首期投资用于项目研发涉及的技术开发、软件

开发、产品研发等方面，首期投资金额不超过 5,000 万元。同时，四川英诺引入合伙人制度，实现技术研发和产业化运营的良好互通，并加速推动公司 3D 生物打印开发和产业化进程。

总体来看，作为起步于成都的房地产企业，蓝光发展经过多年发展，在房地产开发规模、年销售金额、品牌效应等方面在成都市内名列前茅，成都本土优势显著。同时，近年来蓝光发展在保持成都地区竞争优势的同时扩大在全国布局，业务规模扩张迅速，销售及结算收入规模持续增长，区域布局进一步分散，更趋合理。但同时，我们也关注到，较大规模的在建及储备项目的持续推进以及未来新增土地储备需求，或将给其带来一定的资金压力。

管 理

治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》等法律和《公司章程》的规定，设立了股东大会、董事会、监事会、管理层等规范的法人治理结构，制定了股东大会、董事会、监事会议事规则及董事长、总裁工作细则，并充分发挥独立董事的监督职能。公司三会之间职责权限清晰，董事会与管理层之间分工明确，股东大会为公司的权利机构，董事会根据其授权履行决策制度，监事会起到了对公司决策层和经营管理层实行监督的职能。

公司现任董事会共 9 名成员组成，其中独立董事 3 名，董事会人数和人员构成符合《公司法》、《证券法》、《公司章程》等法律、法规和规范性文件的要求，董事会下设审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、战略与发展委员会四个专业委员会，各委员会制定了专门的实施细则并严格按此开展工作，为公司的经营管理发挥了专业性作用。监事会由 3 名成员组成，其中职工代表监事 1 名，对公司财务报告、资产情况、高级管理人员履行职责及其他重大事项进行监督并发表意见，发挥监事会监督管理的作用，有效降低了公司的经营风险，维护了公司及股东的合法权益。

内部管理

在内部管理与控制方面，公司在项目开发运营、财务管理、募集资金管理、信息披露及内部审计等方面建立了一系列的规章制度。

在项目开发运营方面，公司制定了《项目投资开发一体化控制体系管理办法》、《招标投标管理制度》、《销售过程管理制度》、《销售回款管理制度》、《工程成本管理》等一系列贯穿项目采购、开发、销售、成本控制等规章制度。

在募集资金管理方面，公司对募集资金存储、使用、变更、监督和责任追究等内容进行明确规定，其中募集资金应当存放于经董事会批准设立的专项账户集中管理，且使用应通过申请、分级审批、风险控制及信息披露等程序，公司董事会应当每半年度全面核查募投项目的进展情况，对募集资金的存放与使用情况出具《公司募集资金存放与实际使用情况的专项报告》。

在财务管理方面，公司贯彻执行国家统一的财务会计制度，加强财务管理和经济核算，按照《会计法》、《企业会计准则》等有关规定，并结合公司实际情况制定了财务管理制度。该制度从公司内部财务管理的基础工作、流动性资产的管理、费用管理、营业收入、利润及利润分配的管理、资产减值准备与财务核销、会计档案管理及会计工作交接管理等几个方面对公司财务进行规范。

在信息披露方面，公司应在规定的时间内、在规定的媒体上、以规定的方式向社会公众公布所有可能对公司股票价格产生较大影响的信息、证券监管部门要求披露的信息、以及公司认为应当披露的信息，并送达证券监管部门。公司董事会秘书负责组织协调公司信息披露事项，包括建立信息披露制度、接待来访、回答咨询、向投资者提供公司公开披露的资料、准备和向上海证券交易所递交信息披露文件、与新闻媒体联系刊登披露的信息等。

在内部控制方面，公司内部控制评价工作由公司董事会、内控小组牵头组织，由公司审计部门、企管部门及其他职能部门、外部独立顾问机构等组成评价工作小组，依据企业内部控制规范及评价指引组织开发内部控制评价工作。

总体看，公司较为全面的规章制度，健全的治理结构和内控体系，能够保证其各项运作更趋规范化和科学化，为公司持续发展奠定良好基础。

战略规划

公司采用“1+2 产业布局”，即打造以房地产开发为核心主业，以现代服务业、生物医药为两大创新支柱产业。

房地产业务未来战略包括以下几个方面：（1）投资聚焦主流城市，深耕高潜力区域。公司将在现有全国化布局基础上，深耕已进入的成都、重庆、昆明、北京、青岛、武汉、长沙、合肥、苏州等重点城市。其中成都大本营将持续保持市场占有率领先地位，新入城市力争进入行业排名前列。（2）以改善型为重心，丰富产品线布局，走差异化竞争路线。基于市场变化，公司着重把握细分客户市场，在原有产品线基础上，研发新的改善型产品，拓展产品及客群覆盖面；实施精装修策略，根据不同产品线配备不同的精装标准，实现产品与客户需求的完美对接，提升差异化竞争能力。（3）把握商业地产发展趋势，形成蓝光商业核心竞争力。在商业地产方面，公司将把握体验式商业、社区商业、商业旅游发展方向，打造具有蓝光特色的商业产品线。

（4）把握地产基金化趋势，探索未来蓝光商业模式；公司以“互联网+地产+金融”为创新方向，推动公司商业模式创新。

现代服务业未来发展战略主要包括：（1）坚决推进“平台化”发展。公司持续构建“双 O2O”平台，以物业服务 O2O 平台形成黏性，改造传统物业服务，提升盈利能力；打造“社区电子商务”O2O 平台，整合全国化社区资源，提供差异化大宗电商服务；整合社区周边一公里商家，线上服务货币化。与此同时，公司计划通过“互联网+”服务模式创新，以物业服务的大数据平台，不断的整合服务资源、金融资源，丰富服务内容，形成独特商业模式。（2）以平台化为基础，有序推进规模化：在规模化发展上，公司将在充分考虑平台的应用和拓展的基础上收购物业项目，整合资源要素，有序推进规模化。

生物医药业务未来发展战略包括以下几点：

（1）加大投入力度，聚焦 3D 生物打印研发，同时

通过并购促进产业发展，打造 3D 生物打印产业链。

（2）引进潜力药品，提升营销核心竞争力，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。（3）巩固现有主力产品市场份额，优化产品结构，保持安斯菲、膜、螺钉等重点产品的稳定业绩并稳步扩大市场份额，逐步淘汰缺乏市场竞争力的产品，从而优化产品结构。

总体看，公司根据其自身经营实际制定的战略规划稳健清晰，其发展战略有望逐步实现。

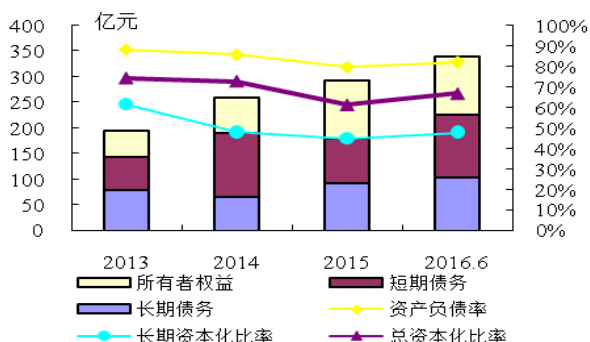
财务分析

下列财务分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所审计的，并出具标准无保留意见的 2013~2014 年度模拟备考财务报表审计报告、2015 年度财务审计报告和未经审计的 2016 年 6 月财务报表。

资本结构

近年来公司资产规模呈快速增长态势，2013~2015 年末公司总资产分别为 428.10 亿元、499.10 亿元和 562.44 亿元，年均复合增长率达 14.62%。同时，业务规模的扩张使得公司外部融资需求显著上升，公司负债规模亦呈快速增长态势，近三年分别为 378.11 亿元、428.31 亿元和 448.93 亿元，年均复合增长率达 8.96%。自有资本方面，受益于股票增发和利润留存等，2013~2015 年末公司所有者权益合计分别为 49.99 亿元、70.79 亿元和 113.51 亿元，年均复合增长率 50.69%。财务杠杆方面，近年公司业务规模快速扩张，对财务杠杆利用较充分，资产负债率处于较高水平。2013~2015 年末，公司资产负债率分别为 88.32%、85.82%和 79.82%；净负债率分别为 270.88%、207.23%和 109.16%，与房地产上市公司相比处于较高水平。

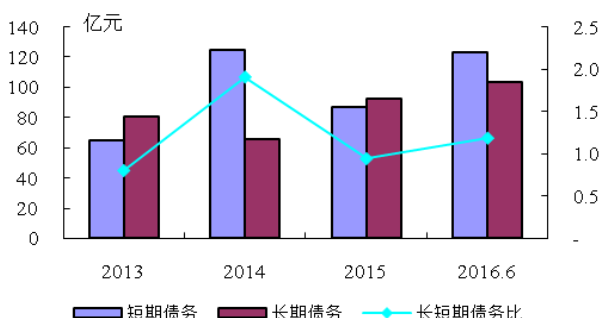
图 5：2013~2016.6 公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从债务规模来看，公司业务发展对外部融资的依赖程度较高，其债务规模呈现一定波动趋势。2013~2015 年公司总债务分别为 169.63 亿元、198.51 亿元和 179.76 亿元，年均复合增长率为 2.94%。债务期限结构方面，2013~2015 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.62 倍、1.70 倍和 0.94 倍，其债务期限结构有待优化。

图 6：2013~2016.6 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

截至 2016 年 6 月末，公司总资产 636.92 亿元，负债总额 524.20 亿元，分别较 2015 年末增长 13.24% 和 16.77%。债务方面，截至 2016 年 6 月末，公司总债务 229.66 亿元，较上年末上升 27.75%，长短期债务比为 1.16 倍。自有资本方面，截至 2016 年 6 月末，公司所有者权益合计为 112.73 亿元，较上年末下降 0.69%。公司财务杠杆比率有所上升，2016 年 6 月末资产负债率和净负债率分别为 82.30% 和 153.64%。

总体来看，近年来公司业务规模的快速扩张使得公司资本支出较大，外部融资需求显著，财务杠杆比率处于行业较高水平。同时，公司目前短期债务占比较高，面临较大的短期偿债压力，公司债务期限结构有待调整。

流动性

2013~2015 年公司非流动资产分别为 65.27 亿元、68.55 亿元和 67.73 亿元，占期末总资产的比重分别为 15.25%、13.73% 和 12.04%。其中投资性房地产为非流动资产的主要构成部分。投资性房地产主要为用于出租的房屋、建筑物，公司对投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量。2013~2015 年公司投资性房地产净额分别为 38.62 亿元、37.64 亿元和 37.82 亿元，其中 2013 年末公司投资性房地产净额较上一年末减少 11.96%，主要由于公司将原作为投资性房地产核算的自持物业对外销售；公司将准备拆除并重新开发的投资性房地产五块石 B 座转为存货核算所致。

在项目开发及储备规模持续扩大的带动下，公司近年来流动资产规模呈快速增长态势。2013~2015 年末，公司流动资产分别为 362.83 亿元、430.56 亿元和 494.71 亿元，年均复合增长率达 16.77%，占同期末资产总额的比重分别为 84.75%、86.27% 和 87.96%。从流动资产的结构来看，公司流动资产主要由存货和货币资金构成，两项合计占流动资产的比重基本保持在 90% 左右，在同行业中处于合理水平。

表 11：2013~2016.6 公司流动资产分析

项目	2013	2014	2015	2016.6
流动资产/总资产	84.75%	86.27%	87.96%	89.29%
存货/流动资产	82.63%	78.25%	79.42%	81.54%
货币资金/流动资产	9.43%	12.03%	11.29%	9.93%
(存货+货币资金)/流动资产	92.06%	90.28%	90.71%	91.47%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

存货方面，近两年公司业务拓展迅速，在建项目的持续推进使其存货余额增长较快。2013~2015 年末公司存货净额分别为 299.80 亿元、336.89 亿元和 392.88 亿元。从存货构成来看，近年在公司快速周转经营策略的带动下，其年末存货中完工项目的开发成本占比相对较低。2015 年末公司存货中完工项目的开发成本和在建项目的开发成本占比分别为 20.42% 和 79.39%。较大规模的在建项目在给公司未来经营业绩的保持提供保障的同时，亦给其后续开发资金提出了较高要求。

表 12：2013~2015 年公司存货结构分析

单位：亿元

	2013	2014	2015
存货	299.80	336.89	392.88
已完工开发产品	37.79	49.93	80.23
已完工开发产品/存货	12.61%	14.82%	20.42%
在建开发产品	261.39	286.33	311.89
在建开发产品/存货	87.19%	84.99%	79.39%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

周转率方面，公司房地产项目以刚需、改善型住房为主，并坚持“快周转”的开发经营策略，其资产周转速度与同行业房地产上市公司相比，处于中等偏上水平。2013~2015 年公司存货周转率分别为 0.32 次、0.33 次和 0.34 次，同期总资产周转率分别为 0.28 次、0.33 次和 0.33 次。公司存货和总资产周转速度均有所上升。

表 13：2013~2015 年公司周转率相关指标

	2013	2014	2015
存货周转率（次/年）	0.32	0.33	0.34
总资产周转率（次/年）	0.28	0.33	0.33

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从现金流来看，2013~2015 年公司经营活动净现金流分别为-43.67 亿元、19.09 亿元和 14.30 亿元。2013 年公司新开工面积大幅增长及新增多个项目地块，资本支出规模较大，使得当年经营活动净现金呈大幅净流出状态，2014~2015 年公司多个在建项目进入预售阶段，同时相对于 2013 年而言新获取土地速度有所放缓，其当年经营性现金流得到大幅改善，可对短期债务的偿还形成一定的保障。

货币资金方面，近年公司年末手持货币资金规模保持增长，2013~2015 年末货币资金分别为 34.23 亿元、51.80 亿元和 55.86 亿元，但受短期债务波动影响，近三年公司货币资金/短期债务呈一定波动趋势，2015 年末为 0.64 倍。考虑到公司较大规模的在建和可售资源以及快周转的经营策略，销售资金的逐步回笼有望进一步提升其年末手持货币资金量对短期债务的覆盖程度。

表 14：2013~2016.6 公司部分流动性指标

单位：亿元

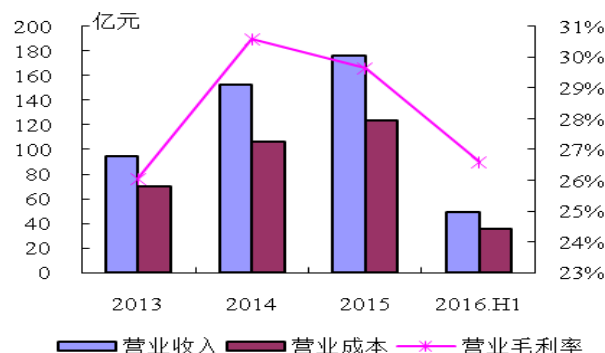
	2013	2014	2015	2016.6
货币资金	34.23	51.80	55.86	56.46
经营活动现金流净额	-43.67	19.09	14.30	-34.29
经营净现金流/短期债务（X）	-0.67	0.15	0.16	-0.56
货币资金/短期债务（X）	0.53	0.41	0.64	0.46

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，受短期债务规模大幅提升影响，公司年末手持货币规模对其短期债务覆盖程度不佳。但考虑到近年公司坚持快周转的经营策略，以及较大规模的在建及可售资源，可对短期债务偿还提供一定保障。

盈利能力

图 7：2013~2016.6 公司收入成本分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司收入主要来自于房地产开发与销售，2013~2015 年分别实现营业收入 94.37 亿元、153.18 亿元和 175.98 亿元，年均复合增长率为 36.56%，呈快速增长态势。营业毛利率方面，受房地产行业利润整体回落，公司产品定位以及结算项目区域分布不同影响，近年公司营业毛利率有所波动。2013~2015 年公司营业毛利率分别为 26.05%、30.59%和 29.65%。2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 48.76 亿元，同比上升 38.92%，期间毛利率为 26.59%，截至 2016 年 6 月末，预收款项为 217.88 亿元，较 2015 年末增长 35.08%，公司待结转资源较为丰富，为其未来经营业绩的提供一定保障。

期间费用方面，随着业务规模的扩大，公司销售及管理费用开支随之增长，2013~2015 年三费合计分别为 9.91 亿元、15.09 亿元和 16.89 亿元。受益于营业收入规模的大幅增长，期间费用占营业收入

入的比重有所下降，近三年分别为 10.50%、9.86% 和 9.60%。

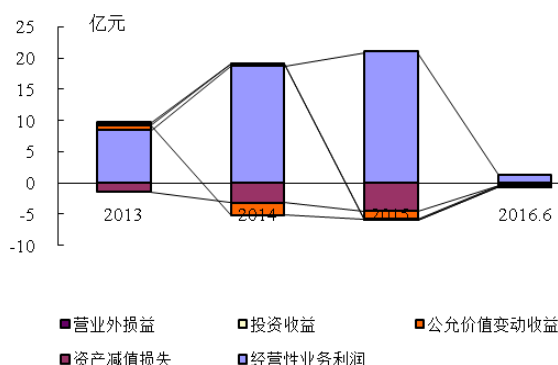
表 15：2013~2016.6 公司三费分析

指标	2013	2014	2015	2016.6
销售费用（亿元）	4.58	6.80	7.51	3.42
管理费用（亿元）	4.00	5.61	6.17	3.32
财务费用（亿元）	1.33	2.68	3.22	0.94
三费合计（亿元）	9.91	15.09	16.89	7.68
营业总收入（亿元）	94.37	153.18	175.98	48.76
三费收入占比（%）	10.50	9.86	9.60	15.76

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润、资产减值损失和公允价值变动收益构成。2013~2015 年公司经营性业务利润分别为 8.46 亿元、18.68 亿元和 20.99 亿元，在营业收入规模扩大及三费收入占比下降的带动下，2015 年公司经营性业务利润大幅提升。公司资产减值损失主要为存货减值损失，2013~2015 年分别为 1.54 亿元、3.20 亿元和 4.52 亿元。公允价值变动收益主要是投资性房地产公允价值变动所致，2013~2015 年分别为 0.72 亿元、-2.00 亿元和 -1.25 亿元。综上，公司 2013~2015 年取得利润总额 8.08 亿元、13.91 亿元和 15.01 亿元；净利润分别为 5.50 亿元、8.91 亿元和 9.54 亿元。同期，公司所有者权益收益率分别为 11.01%、12.59% 和 8.41%。

图 8：2013~2016.6 公司利润总额结构分析



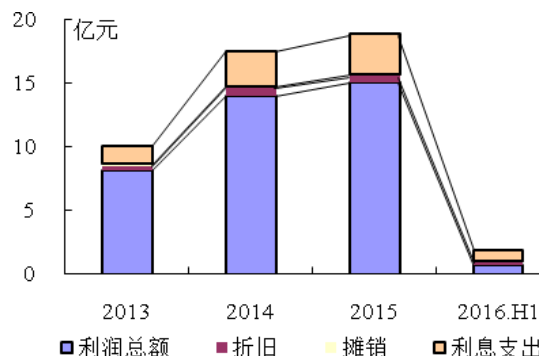
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，尽管受房地产行业利润整体回落，公司产品定位以及结算项目区域分布不同影响，近年营业毛利率有所波动，但公司营业收入持续保持增长，待结算资源规模较大，为其未来经营业绩的保持提供保障。

偿债能力

近年来公司的债务规模呈快速增长态势，截至 2015 年末总债务为 179.77 亿元，近三年年均复合增长率为 2.95%。截至 2016 年 6 月，公司债务升至 229.66 亿元，较上年末上升 27.75%，债务长短期债务比为 1.16 倍，公司债务结构中短期债务占比较大，其债务期限结构有待优化。

图 9：2013~2016.H1 公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从获现能力来看，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2013~2015 年 EBITDA 分别为 10.00 亿元、17.44 亿元和 18.89 亿元，与其利润规模变化趋势基本一致。同期，公司偿债能力指标有所好转，近三年总债务/EBITDA 分别为 16.95 倍、11.38 倍和 9.52 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 0.70 倍、0.75 倍和 1.06 倍，考虑到公司持续增长的收入规模和较大规模的在建及可售项目可对其债务的偿还提供保障。

表 16：2013~2016.6 公司部分偿债指标

指标	2013	2014	2015	2016.6
EBITDA（亿元）	10.00	17.44	18.89	1.93
总债务/EBITDA（X）	16.95	11.38	9.52	59.58
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.26	0.10	0.08	-0.30
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.70	0.75	1.06	0.18
经营活动净现金流利息保障倍数（X）	-3.06	0.82	0.80	-3.19
资产负债率（%）	88.32	85.82	79.82	82.30
总资本化比率（%）	77.24	73.71	61.30	67.08
长期资本化比率（%）	67.73	50.99	44.88	48.59

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，作为 A 股上市公司，公司与多家商业银行，信托、资产管理公司等非银行金融机构保持良好的合作关系，同时可通过股权、发行债

券等方式在资本市场融资。截至 2016 年 6 月末，公司取得银行授信总额为 289.46 亿元，其中未使用授信额度为 190.78 亿元，具备一定的财务弹性。

或有负债方面，截至 2016 年 6 月末，公司对外担保余额为 9.31 亿元，占所有者权益比率为 8.26%，或有负债风险较小。

总体来看，公司高周转的经营模式对财务杠杆依赖程度较高，且随着土地储备及项目开发规模的快速增长，公司未来将面临一定资本支出压力。但考虑到公司持续增长的收入规模、较强的区域优势、逐渐分散的区域布局以及资产重组事项的顺利完成，公司未来经营业绩仍有较大的提升空间，亦可对其债务的偿还形成保障。

结 论

综上，中诚信证评评定四川蓝光发展股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“四川蓝光发展股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第二期）”信用等级为 **AA**。

关于四川蓝光发展股份有限公司 公开发行2016年公司债券（第二期）的跟踪评级安排

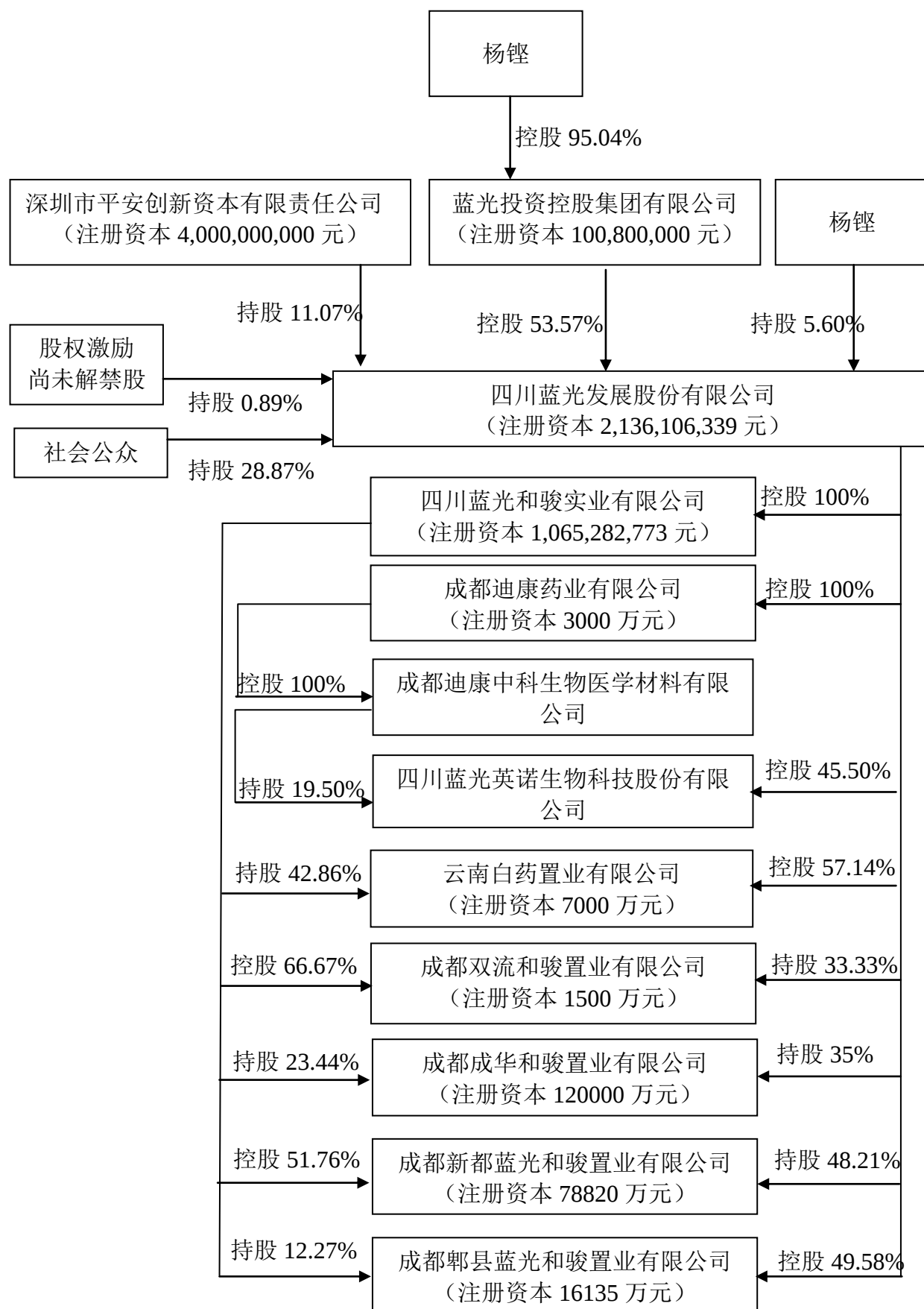
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后2个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

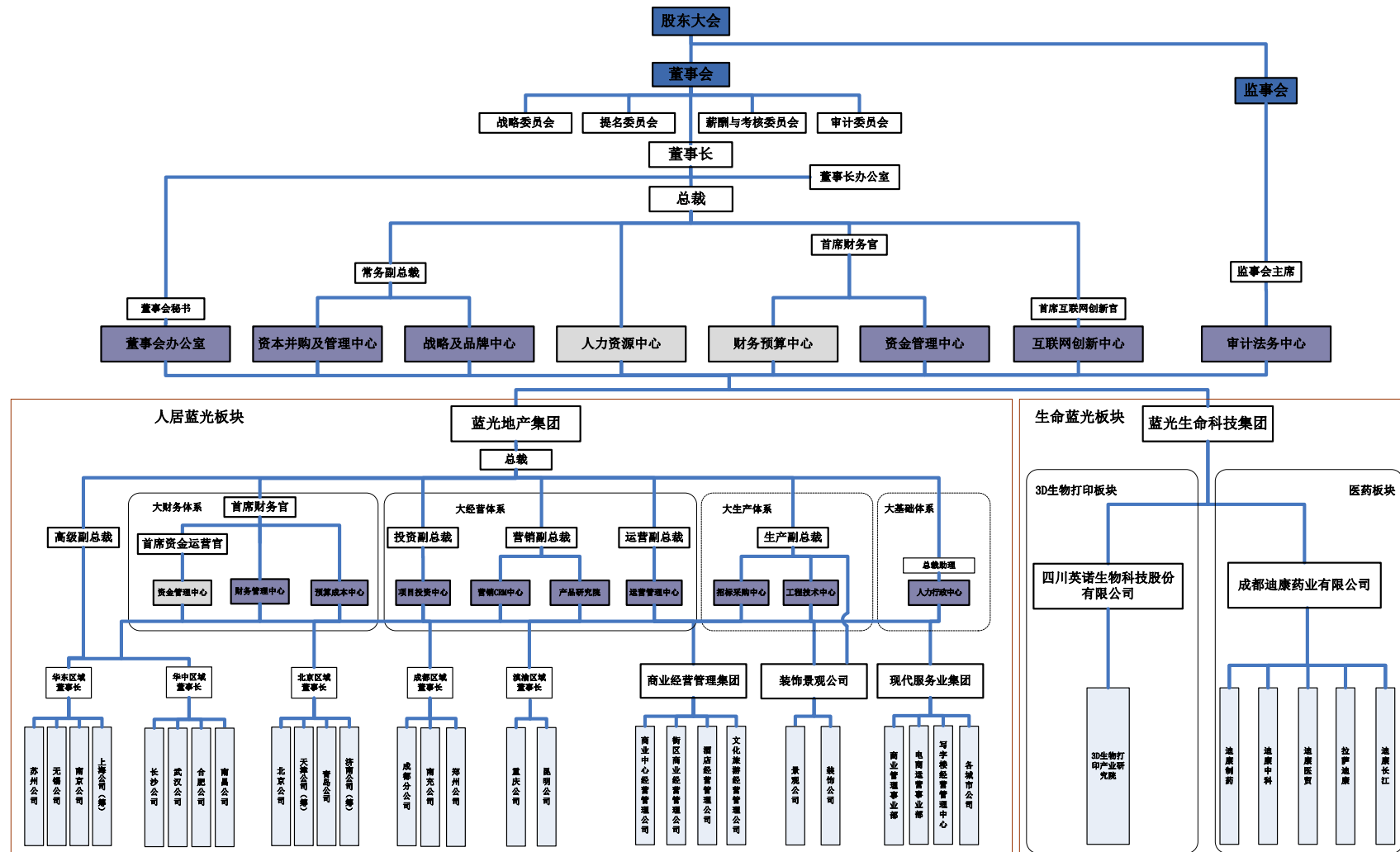
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：四川蓝光发展股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 6 月 30 日）



附二：四川蓝光发展股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 6 月 30 日）



附三：四川蓝光发展股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.6
货币资金	342,260.81	518,019.00	558,573.00	564,624.00
应收账款净额	67,512.04	31,275.35	37,588.28	50,332.86
存货净额	2,998,000.43	3,368,917.64	3,928,811.73	4,637,588.31
流动资产	3,628,281.01	4,305,551.04	4,947,081.88	5,687,256.82
长期投资	42,676.83	43,702.98	46,402.24	42,933.33
固定资产合计	481,621.74	494,845.10	497,678.76	483,572.80
总资产	4,280,991.83	4,991,044.92	5,624,392.99	6,369,217.64
短期债务	647,295.02	1,248,667.42	873,317.00	1,230,958.96
长期债务	1,048,964.47	736,402.51	924,396.18	1,065,625.76
总债务（短期债务+长期债务）	1,696,259.49	1,985,069.93	1,797,713.17	2,296,584.72
总负债	3,781,135.26	4,283,126.47	4,489,281.06	5,241,960.09
所有者权益（含少数股东权益）	499,856.57	707,918.44	1,135,111.93	1,127,257.55
营业总收入	943,727.28	1,531,803.91	1,759,836.12	487,577.22
三费前利润	183,686.55	337,749.01	378,796.01	89,314.56
投资收益	1,767.60	4,232.93	-857.96	-780.09
净利润	55,044.25	89,144.92	95,424.20	1,688.42
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	100,088.34	174,379.07	188,871.27	19,273.04
经营活动产生现金净流量	-436,666.72	190,887.07	143,044.14	-342,937.57
投资活动产生现金净流量	-153,224.69	-31,221.08	-25,460.59	-9,611.81
筹资活动产生现金净流量	645,832.74	6,034.44	-68,183.68	358,403.90
现金及现金等价物净增加额	55,941.33	165,700.43	49,399.87	5,854.52
财务指标	2013	2014	2015	2016.6
营业毛利率（%）	26.05	30.59	29.65	26.59
所有者权益收益率（%）	11.01	12.59	8.41	0.30
EBITDA/营业总收入（%）	10.61	11.38	10.73	3.95
速动比率（X）	0.24	0.27	0.30	0.26
经营活动净现金/总债务（X）	-0.26	0.10	0.08	-0.30
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.67	0.15	0.16	-0.56
经营活动净现金/利息支出（X）	-3.06	0.82	0.80	-3.19
EBITDA 利息倍数（X）	0.70	0.75	1.06	0.18
总债务/EBITDA（X）	16.95	11.38	9.52	59.58
资产负债率（%）	88.32	85.82	79.82	82.30
总债务/总资本（%）	77.24	73.71	61.30	66.78
长期资本化比率（%）	67.73	50.99	44.88	47.88

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、其他非流动负债实为计息债务，故将其调整至长期债务及相关指标计算；

3、2016 年 6 月末经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务、总债务/EBITDA 以及所有者权益收益率经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。