



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪428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已发行的“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）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持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

二零一七年六月二十三日

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）跟踪评级报告（2017）

发行主体	四川蓝光发展股份有限公司		
发行规模	10 亿元		
存续期限	2016/10/18~2021/10/18, 附第 3 年末发行人赎回权、发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。		
上次评级时间	2016/09/30		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA AA	评级展望 稳定

概况数据

蓝光发展	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	70.79	113.51	140.10	152.50
总资产（亿元）	499.10	562.44	733.65	806.78
总债务（亿元）	198.51	179.77	269.24	299.32
营业总收入（亿元）	153.18	175.98	213.29	33.05
营业毛利率（%）	30.59	29.65	24.97	25.87
EBITDA（亿元）	17.44	18.89	18.77	3.44
所有者权益收益率（%）	12.59	8.41	6.35	3.47
资产负债率（%）	85.82	79.82	80.90	81.10
净负债率（%）	207.23	109.16	126.72	119.97
总债务/EBITDA（X）	11.38	9.52	14.34	117.36
EBITDA 利息倍数（X）	0.75	1.06	0.94	0.68

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，2017 年一季度未做调整；
3、2017 年一季度所有者权益收益率已经过年化处理。

分析师

龚天璇 txgong@ccxr.com.cn

张松涛 stzhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 6 月 23 日

基本观点

2016 年，四川蓝光发展股份有限公司（以下简称“蓝光发展”或“公司”）销售业绩大幅增长，区域布局更趋合理，项目储备较为充足。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到公司财务杠杆偏高以及盈利能力不稳定等因素对公司整体经营及信用水平带来的不利影响。

综上，中诚信证评维持蓝光发展主体信用等级 AA，评级展望为稳定；维持“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 AA。

正 面

- 销售业绩大幅增长。得益于房地产市场销售回暖及公司改善型产品的成功推出，2016 年公司销售业绩大幅增长，全年实现签约销售面积 281.60 万平方米，同比增长 30.56%；签约销售金额 301.35 亿元，同比增长 65.14%；签约销售均价亦同比增长 26.48%至 10,701.35 元/平方米。
- 区域布局更趋合理。近年来公司在成都市的销售金额占比持续下降，合肥、苏州、无锡和武汉等重点城市的销售占比逐渐增加；同时，公司强化在成都以外区域的拓展力度，截至 2017 年 3 月末，成都以外重点城市土地储备占比为 60.63%，区域布局逐渐分散且更趋合理。
- 项目储备较为充足。截至 2017 年 3 月末，公司在建项目剩余可售面积为 451.07 万平方米；拟建项目规划建筑面积 470.88 万平方米（权益前），较为充足的项目储备可较好地支持其未来的业务发展。

关 注

- 财务杠杆偏高。公司土地储备规模的增加及项目开发的推进使其外部融资需求较高，2017 年 3 月末公司资产负债率和净负债率分别为 81.10%和 119.97%，财务杠杆比率处于较高水

平。

- 盈利能力不稳定。近年公司营业毛利率呈持续下降态势，2016 年公司营业毛利率同比下降 4.67 个百分点至 24.97%，公司整体盈利能力稳定性欠佳。

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委托方构成委托关系外，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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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。

募集资金使用情况

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）（债券简称为“16 蓝光 02”、债券代码为“136764”，以下简称“本期债券”）于 2016 年 10 月 18 日发行，发行规模为 10 亿元，到期日为 2021 年 10 月 18 日，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。附第 3 年末发行人赎回权、发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。截至 2017 年 4 月 30 日，本期债券募集资金已按募集说明书上列明的用途使用完毕。

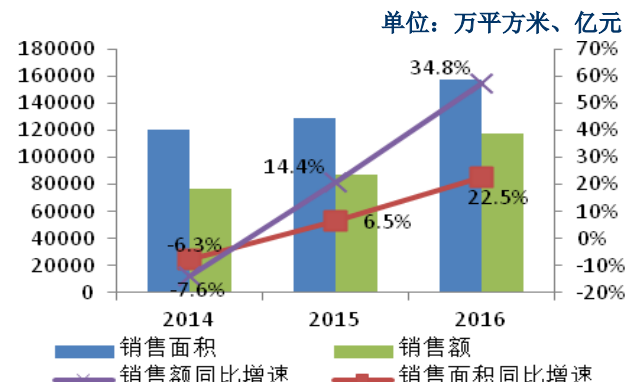
行业分析

受益于宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产投资增速上涨，商品房销售呈现量价齐升态势，待售面积出现近年首次下降，但区域分化更趋明显。

得益于持续宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产市场处于明显上升周期。根据国家统计局数据显示，2016 年房地产企业累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.9%，增速较上年上涨 5.9 个百分点；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元，同比分别增长 22.4% 和 34.8%。从价格来看，2016 年 1~11 月全国百城住宅均价呈现逐月增长的态势，2016 年 11 月全国百城住宅成交均价达 12,938 元/平方米，较年初增长 17.34%；其中一线城市住宅均价达 40,441 元/平方米，较年初增长 20.60%；同期二线城市住宅均价达 11,697 元/平方米，较年初增长 17.03%；三线城市住宅均价达 7,359 元/平方米，较年初增长 8.82%¹。良好的商品房成交使得商品库存出现近年来首次下降，2016 年末全国商品房待售面积 69,539 万平方米，同比减少 3.22%；但需关注到部分二线及三四线城市仍存在去库存压力，价格亦难以上行，不同能级城市的商品住宅市场分化明

显。

图 1：2014~2016 年全国商品房销售情况



土地市场方面，在去库存的大背景下，2016 年全国房地产用地供给继续收紧，但土地成交金额上涨明显，区域亦有所分化。2016 年全国房地产建设用地供应面积为 10,750 万平方米，同比下降 10.19%；同年房企购置的土地面积 22,025 万平方米，同比下降 3.45%，但由于土地均价上升、溢价率持续高位，同期土地成交款约 9,129 亿元，同比上涨 19.77%。其中，一线城市 2016 年的土地成交均价同比增加 15.98%，涨幅较上年增加 1.4 个百分点，平均溢价率约 47.06%；二线城市土地成交均价则同比上涨 70.2%，涨幅较上年提升了 56.2 个百分点，平均溢价率达 52.55%；而三线城市成交土地均价同比增加 13.50%，平均溢价率为 19.85%。

2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导，部分重点城市调控政策升级，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

2016 年全国依旧维持去库存的房地产政策目标，继续落实“分类调控、分地施策”的政策引导。具体来看，2016 年初中国人民银行、银监会宣布降低非限购城市的首付比例，同时财政部、国家税务总局、住房城乡建设部调整契税税率以降低购房成本；6 月国务院办公厅出台《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，促进住房租赁市场健康发展，进一步推动房地产市场的去化进程。在全国层面陆续出台宽松的房地产政策同时，部分重点城市率先推出了严格的楼市调控政策以抑制房价的

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌及福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

过快上涨，一线城市中以上海和深圳最为严厉；而去库存压力较大的部分二线及三四线城市则始终维持宽松的房地产政策。2016年3月，上海及深圳率先提高购房首付比例并提高购房资格要求；十一期间，全国二十多个城市相继出台了限购限贷政策；11月以来，部分重点城市继续加大了调控力度。持续的调控政策使得部分城市短期内购房需求得到抑制，市场成交量收缩明显，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

房地产企业利润空间持续收窄，行业兼并收购的趋势明显，集中度进一步上升，优质资源将向具有规模优势的房地产企业倾斜。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。据不完全统计，2016年销售额在300亿元以上的房企已完成及正在进行中的并购案例已近100起，占行业并购数量的70%以上，资金、项目及资源等逐步向大型房企聚集。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2016年TOP100房企入榜金额门槛从2015年的104亿元提高至157亿元，同比上升51%，销售金额集中度亦提升3.87个百分点至43.92%，占比近一半；TOP20销售门槛提升最快，由2015年的358亿元大幅增至647亿元，同比提升了81%，销售金额集中度则上升1.67个百分点至24.73%；而TOP10房企销售金额门槛达到1,100.2亿元，同比上涨51.73%，占全国销售额的比重达到18.35%，较上年提升1.27个百分点，千亿房企已达12家。

业务运营

近年公司秉承“人居蓝光+生命蓝光”双擎驱动运营模式，构建了以房地产开发为主，医药、3D生物打印和现代服务业务为辅的多元化产业格局，目前其营业收入主要来源于房地产开发业务。公司成立之初以成都市及周边作为其主要布局区域，后于2009年启动全国化布局。截至2017年3月末，公司已进入全国16个主要城市，在全国6大区域

完成布局，包括成都区域（成都、西安、南充）、北京区域（北京、青岛、天津）、华中区域（合肥、长沙、武汉、南昌）、滇渝区域（重庆、昆明）、华东区域（苏州、无锡、南京）和华南区域（惠州）等。2016年受益于房地产市场环境的回暖及公司产品结构调整，公司经营业绩明显增长，全年实现营业收入213.29亿元，同比增长21.20%，其中，房地产开发板块实现营业收入199.80亿元，同比增长24.28%；医药和3D生物打印板块实现营业收入5.53亿元，同比增长24.14%；现代服务板块实现营业收入4.55亿元，同比增长41.30%。

表1：2016年公司主营业务板块营业收入情况

单位：亿元

业务板块	收入	同比变化
房地产开发	199.80	24.28%
医药和3D生物打印	5.53	24.14%
现代服务	4.55	41.30%
合计	209.88	24.59%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016年，得益于房地产市场回暖及公司改善型产品的成功推出，公司销售业绩大幅增长；同时，公司新开工面积明显增长，开发节奏有所加快。

2016年，得益于房地产市场回暖，公司重点布局的合肥、武汉和苏州等热点城市房地产市场表现较好，公司销售面积和销售金额大幅增长。2016年全年公司实现签约销售面积281.60万平方米，同比增长30.56%；实现签约销售金额301.35亿元，同比大幅增长65.14%。销售均价方面，2016年公司签约销售均价同比增长26.48%至10,701.35元/平方米。2017年1~3月，公司实现签约销售面积86.38万平方米，签约销售金额84.91亿元，签约销售均价9,829.82元/平方米。

表2：2014~2017.Q1公司房地产业务运营情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
签约销售面积	217.81	215.68	281.60	86.38
签约销售金额	166.67	182.48	301.35	84.91
签约销售均价	7,652	8,461	10,701	9,830
结算面积	161.92	186.40	234.80	32.75
结算金额	135.73	160.77	195.89	29.37
结算均价	8,383	8,625	8,343	8,966

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售区域来看，2016 年成都市销售面积和销售金额占比分别为 36.04%和 30.73%，虽然目前成都仍是销售贡献最大的城市，但近年其销售面积和销售金额占比均呈持续下降态势。除成都外，公司房地产业务销售主要集中在合肥、苏州、重庆、武汉、昆明、无锡、南充、北京和南京等重点一二线城市，2016 年上述城市销售金额占比分别为 13.06%、12.76%、6.69%、6.27%、5.30%、4.47%、

4.14%、4.13%和 3.42%，公司区域布局更趋合理。另外，2016 年公司成功推出“雍锦系”和“公园系”等具备比较竞争优势的改善型产品，其中，合肥雍锦半岛全年实现销售金额 35 亿元，成为安徽省单项目销售冠军，带动合肥市销售规模大幅增长；苏州雍锦园和武汉林肯公园等项目亦取得了较好的销售业绩，对公司销售规模的提升提供了有力支撑。

表 3：2014~2017.Q1 公司房地产分城市销售情况

单位：万平方米、亿元

城市	2014		2015		2016		2017.Q1	
	销售面积	销售金额	销售面积	销售金额	销售面积	销售金额	销售面积	销售金额
成都	100.92	86.67	93.02	79.39	101.50	92.61	24.70	27.76
合肥	-	-	10.74	11.10	25.12	39.35	4.05	7.37
苏州	3.63	3.54	9.90	11.06	23.58	38.46	4.27	6.22
重庆	34.59	24.08	15.54	14.19	22.17	20.17	13.64	11.6
武汉	1.98	1.47	5.66	4.59	16.22	18.88	3.84	4.83
昆明	26.18	16.61	33.14	24.00	21.11	15.96	16.36	10.63
无锡	10.40	6.73	14.32	9.45	10.08	13.48	2.36	2.57
南充	16.80	11.15	5.66	6.37	28.99	12.49	7.12	4.5
北京	2.22	3.78	4.33	7.70	5.03	12.46	0.63	1.51
南京	-	-	-	-	3.7	10.32	0.4	0.84
长沙	3.98	2.47	11.70	6.50	8.15	8.87	2.54	1.22
南昌	-	-	-	-	6.70	6.19	2.54	2.19
天津	-	-	-	-	4.19	6.01	2.37	2.8
青岛	5.57	5.38	4.36	4.21	1.72	2.73	0.53	0.11
嘉兴	1.34	0.79	1.49	0.84	1.26	1.07	1.02	0.8
峨眉	0.34	0.24	0.93	1.44	0.91	1.13	-0.02	-0.06
自贡	8.03	3.45	4.17	1.55	0.62	0.1	0	0
遂宁	0.70	0.31	0.41	0.07	0.55	1.08	0.03	0.02
合计	217.81	166.67	215.68	182.48	281.60	301.35	86.38	84.91

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

结算方面，2016 年公司结算面积为 234.80 万平方米，同比增长 25.97%；结算金额增加 21.84%至 195.89 亿元；结算均价为 8,342.84 元/平方米，较上年小幅下降。从结算区域来看，成都、无锡、昆明、重庆、苏州和武汉等核心区域结算面积分别为 79.76 万平方米、35.56 万平方米、31.55 万平方米、30.91 万平方米、14.70 万平方米和 12.95 万平方米，占比分别为 33.97%、15.14%、13.44%、13.16%、6.26%和 5.52%，合计占比达 87.49%。2017 年 1~3 月，公司结算面积和结算金额分别为 32.75 万平方米和 29.37 亿元。

项目开发方面，2016 年公司加大项目开发节奏，当年新开工面积 349.45 万平方米，同比增长 31.11%，开发节奏明显加快；同期，公司竣工面积为 315.72 万平方米，同比增长 8.27%。

表 4：2014~2017.Q1 公司开工及竣工情况

单位：万平方米

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
项目数量	25	32	38	40
新开工面积	340.51	266.54	349.45	84.43
竣工面积	230.00	291.61	315.72	39.30
在建面积	577.23	538.44	572.98	633.30

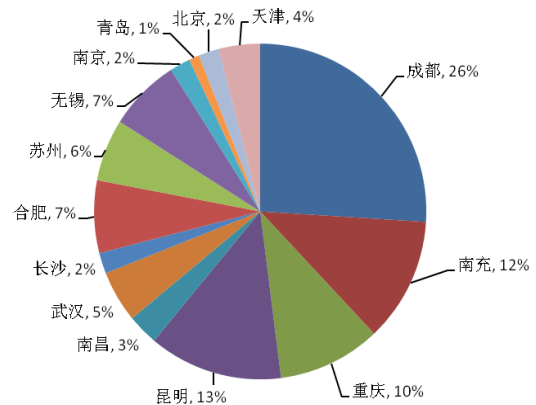
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司加大在成都以外区域的拓展力度，新增土地储备主要集中于重点一二线城市，区域布局更趋合理，较为充足的项目储备可为公司未来的发展提供有力支撑。

在建项目方面，截至 2017 年 3 月末，公司在全国 14 个城市共有 40 个在建项目，合计规划建筑面积 863.20 万平方米，可售面积 788.17 万平方米，剩余可售面积为 451.07 万平方米，可售资源较为充足。具体到城市来看，2017 年 3 月末成都市在建面积占比由 2015 年末的 45.21% 进一步下降至 25.77%，同期末，昆明、南充、重庆、合肥、无锡、苏州、武汉和天津等重点城市在建项目规划建筑面积占比分别为 12.51%、12.05%、9.66%、7.10%、

6.99%、6.19%、4.61% 和 4.20%。

图 2：截至 2017 年 3 月末公司在建项目区域分布情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 5：截至 2017 年 3 月末公司在建项目分布情况

单位：万平方米、%

区域	占地面积	规划建筑面积	总投资金额	已投资金额	可售面积	剩余可售面积
成都	79.30	222.41	145.94	105.29	201.27	82.11
南充	31.71	103.99	40.65	17.42	101.27	64.76
重庆	21.08	83.36	52.1	27.2	80.11	53.97
昆明	24.83	108.02	59.39	27.02	100.13	70.34
南昌	8.89	25.76	19.13	12.43	24.56	15.32
武汉	8.6	39.8	26.99	16.38	36.68	22.20
长沙	5.23	21.12	14.6	11.84	20.69	3.84
合肥	18.14	61.24	58.76	36.66	57.26	22.50
苏州	17.49	53.41	51.33	34.93	44.38	10.13
无锡	19.58	60.34	43.43	20.45	54.01	51.98
南京	4.21	16.09	23.03	15.45	14.19	10.09
青岛	2.32	11.03	17.22	1.48	10.09	10.09
北京	5.89	20.38	25.75	14.51	15.94	12.73
天津	16.12	36.24	30.69	12.46	27.58	21.01
合计	263.40	863.20	609.02	353.51	788.15	451.07

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

新增土地储备方面，2016 年公司在西安、长沙、南京、昆明、成都、南昌、青岛、合肥和无锡等城市新增土地储备项目 15 个，新增土地储备规划建筑面积 281.94 万平方米；2017 年 1~3 月，公司在惠州、合肥和南昌等城市新增土地储备项目 6 个，新增土地储备规划建筑面积 92.76 万平方米。

表 6：2014~2017.Q1 公司土地储备和新增项目情况

单位：个、万平方米

	2014	2015	2016	2017.Q1
新增项目数	11	15	15	6
新增土地储备面积	155.71	279.86	281.94	92.76
新增土地地价总额	57.18	100.20	102.90	35.93
期末土地储备总面积	380.07	425.06	443.26	470.88

注：新增土地储备面积为地上规划建筑面积，土地储备面积为未开工的地上规划建筑面积。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目储备方面，截至 2017 年 3 月末，公司拥有 25 个拟建项目，土地储备总面积 470.88 万平方

米，权益建筑面积 374.37 万平方米。从储备项目区域分布来看，截至 2017 年 3 月末，成都区域土地储备权益建筑面积占比为 39.37%；其他储备项目所在城市分别为合肥、西安、南充、重庆、昆明、长沙、惠州、天津、无锡和南昌等，储备项目权益建筑面积占比分别为 11.17%、10.02%、7.52%、7.05%、5.45%、3.03%、4.57%、4.48%、3.174%和 2.92%，整体土地储备质量较好。较为充足的项目储备可为公司未来的发展提供有力支撑，但同时也对公司项目跨区域管理能力提出了要求。

表 7：截至 2017 年 3 月末公司土地储备分布情况

单位：万平方米

区域	占地面积	规划建筑面积	权益建筑面积	权益建筑面积占比
成都	125.44	165.88	147.38	39.37%
南充	12.77	28.15	28.15	7.52%
西安	22.30	73.53	37.50	10.02%
昆明	13.59	30.61	20.42	5.45%
重庆	13.81	36.9	26.39	7.05%
合肥	15.68	41.82	41.82	11.17%
长沙	13.95	26.98	11.33	3.03%
南昌	3.65	10.95	10.95	2.92%
惠州	6.92	22.79	17.09	4.57%
无锡	6.61	11.86	11.86	3.17%
天津	11.13	16.75	16.75	4.48%
自贡	2.53	3.05	3.05	0.82%
峨眉	2.72	1.67	1.67	0.45%
合计	251.10	470.88	374.37	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年，公司医药业务规模和盈利实现增长，可对公司营业收入形成一定补充。

医药方面，公司医药板块主要运营主体成都迪康药业有限公司（以下简称“成都迪康药业”）2016 年实现销售收入 5.55 万元，同比增长 24.11%；实现净利润 0.79 万元，同比增长 233.62%。截至 2017 年 3 月末，公司生物制药板块已生产品种 249 个，现有药品批准文号 360 个，其中化学药及其制剂 309 个，中成药 51 个，分属 19 个剂型；公司现有 21 条药品生产线，医药业务规模有所增长。医药板块收入可对公司营收形成一定补充。另外，2016 年 12 月，四川蓝光英诺生物科技股份有限公司 3D 生物打印血管植入恒河猴体内

实验取得成功，中诚信证评将关注该项目的进展情况。

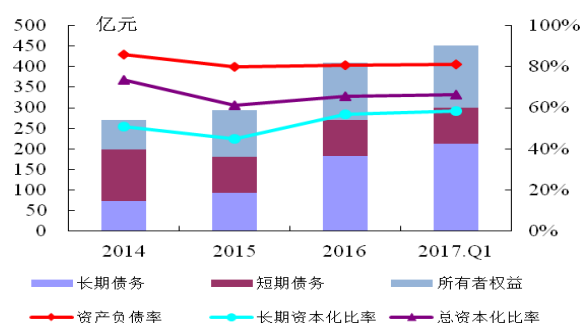
财务分析

下列财务分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014 年度模拟备考财务报表审计报告、2015 年度、2016 年度审计报告以及未经审计的 2017 年一季度财务报告。

资本结构

随着公司各业务板块规模的逐步扩大，近年来公司资产规模呈持续增长态势。截至 2016 年末，公司资产总额 733.65 亿元，同比增长 30.44%；自有资本实力方面，截至 2016 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）为 140.10 亿元，同比增长 23.42%。随着公司业务规模的不断扩大，公司负债亦持续增长，截至 2016 年末，公司负债总额为 593.55 亿元，同比增长 32.21%。财务杠杆方面，2016 年末公司资产负债率和净负债率分别由 2015 的 79.82%和 109.16%增长为 80.90%和 126.72%；2016 年公司取得上海歌斐资产管理有限公司发放的无固定期限贷款 7.8 亿元，若将永续债纳入总债务核算，截至 2016 年末公司资产负债率和净负债率分别为 81.97%和 140.08%，财务杠杆偏高。另截至 2017 年 3 月末，公司资产合计 806.78 亿元，负债合计 654.27 亿元，资产负债率和净负债率分别为 81.10%和 119.97%，永续债调整后资产负债率和净负债率分别为 82.06%和 131.83%。

图 3：2014~2017.Q1 公司资本结构分析



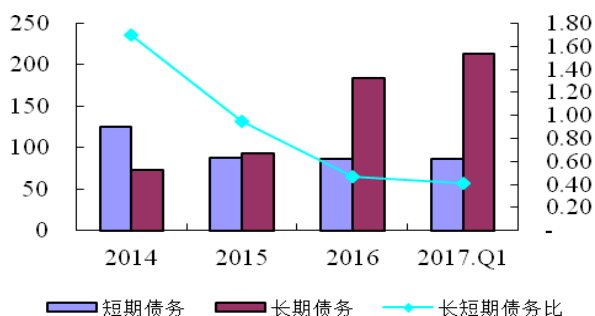
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产构成方面，公司资产以流动资产为主，公司流动资产主要由货币资金、预付款项和存货构成。受益于销售业绩大幅增长且销售回款情况较

好，截至 2016 年末，公司货币资金为 91.71 亿元，同比大幅增长 64.19%；存货账面余额 505.95 亿元，同比增长 28.78%，主要由已完工开发产品和在建开发产品构成。公司非流动资产主要由投资性房地产和递延所得税资产构成。截至 2016 年末，公司投资性房地产账面余额 44.98 亿元，同比增长 18.92%，主要系存货、固定资产和在建工程转入所致，其中受限资产为 25.74 亿元。

负债方面，公司负债主要由预收款项、其他应付款和有息债务构成。截至 2016 年末，公司预收款项 201.81 亿元，系项目预收房款，受益于签约销售金额的增长，公司预收款项同比增长 25.12%；同期，其他应付款为 28.89 亿元，主要为公司内部暂收暂付形成的往来款、为业主办理产权证代收的税费、押金保证金和售房订金等。

图 4：2014~2017.Q1 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

有息债务方面，截至 2016 年末，公司有息债务为 269.24 亿元，同比增长 49.77%，主要系 2016 年公司成功发行 5 年期公司债 40 亿元和 5 年期中期票据 40 亿元所致。债务期限结构方面，2016 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）由 2015 年末的 0.94 倍下降至 0.47 倍，公司以长期债务为主的债务结构与项目开发周期较为匹配。截至 2017 年 3 月末，公司总债务 299.32 亿元，长短期债务比为 0.41 倍，债务期限结构持续优化。

总体来看，近年来随着业务的拓展，公司资产和负债规模均稳步增长，债务结构较为合理且不断优化，但财务杠杆比率处于较高水平。

流动性

截至 2016 年末，公司流动资产为 644.58 亿元，同比增长 30.30%，占同期资产总额的比例为

87.86%。公司流动资产主要由货币资金和存货构成，两项合计占流动资产的比重维持在 90% 以上。

表 8：2014~2017.Q1 公司流动资产分析

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
流动资产/总资产	86.27%	87.96%	87.86%	88.71%
存货/流动资产	78.25%	79.42%	78.49%	77.39%
货币资金/流动资产	12.03%	11.29%	14.23%	16.26%
(存货+货币资金)/流动资产	90.28%	90.71%	92.72%	93.65%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

存货方面，公司业务的拓展以及在建项目的持续推进使其存货余额增长较快，截至 2016 年末，公司存货净额为 505.95 亿元，同比增加 28.78%。从存货结构来看，公司存货主要由已完工开发产品和在建开发产品构成，截至 2016 年末，公司已完工开发产品和在建开发产品占存货的比例分别为 21.01% 和 78.82%，近年已完工开发产品占比持续增长。值得注意的是，成都蓝光东方天地、昆明蓝光天骄城、成都空港总部公园和成都蓝光公馆 1881 等项目已竣工时间长但金额仍较大，应关注上述项目的去化压力。整体来看，较大规模的在建项目是公司持续经营的保障，但同时也对公司后续的开发资金提出了较高要求。

表 9：2014~2016 年公司存货结构分析

单位：亿元			
	2014	2015	2016
存货	336.89	392.88	505.95
已完工开发产品	49.93	80.23	106.32
已完工开发产品/存货	14.82%	20.42%	21.01%
在建开发产品	286.33	311.89	398.77
在建开发产品/存货	84.99%	79.39%	78.82%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至 2016 年末，公司受限制货币资金 1.76 亿元，存货、投资性房地产、固定资产和无形资产中已设立抵押贷款的金额分别为 179.43 亿元、25.74 亿元、1.09 亿元和 0.25 亿元，受限资产合计 208.26 亿元，占同期末总资产的比例为 28.39%。

资产周转效率方面，2016 年公司存货周转率和总资产周转率分别为 0.36 次和 0.33 次，公司整体周转效率仍保持在较高水平。

表 10: 2014~2016 年公司周转率相关指标

	2014	2015	2016
存货周转率（次/年）	0.33	0.34	0.36
总资产周转率（次/年）	0.33	0.33	0.33

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

现金流方面，2016 年公司经营性净现金流为 -26.88 亿元，由 2015 年的净流入状态转为净流出状态，主要系公司新开工面积大幅增长及新增多个项目地块所致；同期，公司投资性现金流为 -21.24 亿元。综上，2016 年公司非筹资性现金流为 -48.12 亿元，无法对债务本息形成保障。

货币资金方面，截至 2016 年末，公司货币资金余额为 91.71 亿元，对短期债务的覆盖程度为 1.07 倍，受益于高周转的经营策略以及销售资金的有效回笼，公司手持货币资金对短期债务的保障程度有所提升。2017 年 1~3 月，公司经营性净现金流 1.84 亿元，期末货币资金 116.36 亿元，经营性现金流及货币资金对短期债务的保障程度分别为 0.02 倍和 1.35 倍，货币资金可以对短期债务形成覆盖。

表 11: 2014~2017.Q1 公司部分流动性指标

	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金（亿元）	51.80	55.86	91.71	116.36
经营活动现金流净额（亿元）	19.09	14.30	-26.88	1.84
经营净现金流/短期债务（X）	0.15	0.16	-0.31	0.02
货币资金/短期债务（X）	0.41	0.64	1.07	1.35

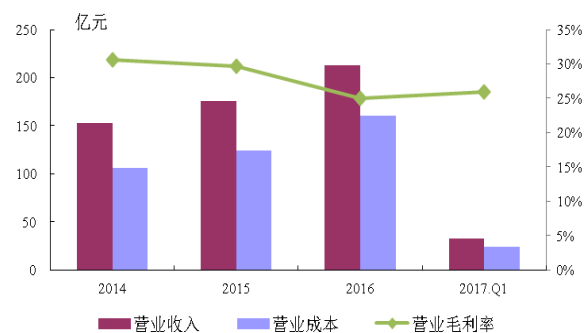
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司周转效率较高，且手持货币资金较为充足，能对短期债务提供良好保障。

盈利能力

2016 年公司实现营业收入 213.29 亿元，同比增长 21.20%。截至 2016 年末，公司预收款项余额为 201.81 亿元，同比增长 25.12%，公司待结转资源较为丰富，可为公司未来经营业绩的增长提供一定的支撑。从毛利水平来看，2016 年公司营业毛利率为 24.97%，较 2015 年下降 4.67 个百分点。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 33.05 亿元，同比增长 207.55%；同期营业毛利率上升至 25.87%。

图 5: 2014~2017.Q1 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

期间费用方面，公司期间费用呈逐年增长趋势，2016 年公司期间费用为 20.25 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的比重进一步下降至 9.49%。

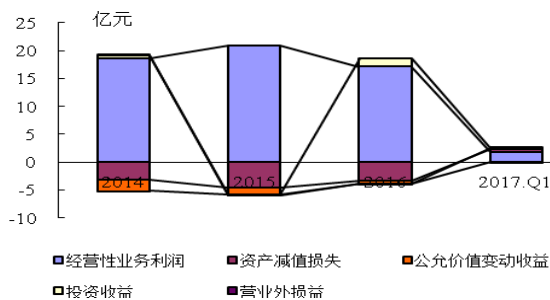
表 12: 2014~2017.Q1 公司三费分析

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用（亿元）	6.80	7.51	9.39	2.40
管理费用（亿元）	5.61	6.17	7.51	1.86
财务费用（亿元）	2.68	3.22	3.35	0.77
三费合计（亿元）	15.09	16.89	20.25	5.04
营业总收入（亿元）	153.18	175.98	213.29	33.05
三费收入占比（%）	9.86	9.60	9.49	15.24

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。具体来看，2016 年公司经营性业务利润为 17.18 亿元，同比下降 18.15%；同期，资产减值损失为 3.37 亿元，同比减少 25.53%。公司公允价值变动收益主要是投资性房地产公允价值变动收益，2016 年公司公允价值变动收益为 -0.48 亿元。综上，2016 年公司利润总额为 14.68 亿元，同比小幅下降 2.18%；净利润为 8.90 亿元，同比下降 6.74%，所有者权益收益率为 6.35%。2017 年 1~3 月，公司利润总额为 2.55 亿元，其中经营性业务利润 1.85 亿元，净利润 1.32 亿元。

图 6：2014~2017.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于公司各业务板块经营业绩均实现显著增长，2016 年公司营业总收入上升明显，此外，丰富的待结算资源可为其未来经营业绩的增长提供支撑；但公司营业毛利率持续下滑，盈利能力有所减弱。

偿债能力

从债务规模来看，公司业务规模的扩大导致其外部融资规模亦相应增长。截至 2016 年末，公司总债务为 269.24 亿元，同比增长 49.77%。截至 2017 年 3 月末，公司债务总额进一步增加至 299.32 亿元。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2016 年 EBITDA 为 18.77 亿元。从主要偿债能力指标表现来看，2016 年公司总债务/EBITDA 为 14.34 倍；同期 EBITDA 利息保障倍数为 0.94 倍，经营所得对债务本息的保障程度有所弱化。但公司持续增长的收入规模以及较大规模的在建及可售项目资源可对其债务的偿还提供保障。

表 13：2014~2017.Q1 公司部分偿债指标

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
EBITDA (亿元)	17.44	18.89	18.77	3.44
总债务/EBITDA (X)	11.38	9.52	14.34	87.13
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.10	0.08	-0.10	0.01
EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.75	1.06	0.94	0.68
经营活动净现金流利息保障倍数 (X)	0.82	0.80	-1.35	0.37
资产负债率 (%)	85.82	79.82	80.90	81.10
净负债率 (%)	207.23	109.16	126.72	119.97
总资本化比率 (%)	73.71	61.30	65.77	66.25

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2017 年 3 月末，公司对外担保余额 0.95 亿元，或有负债风险较小。

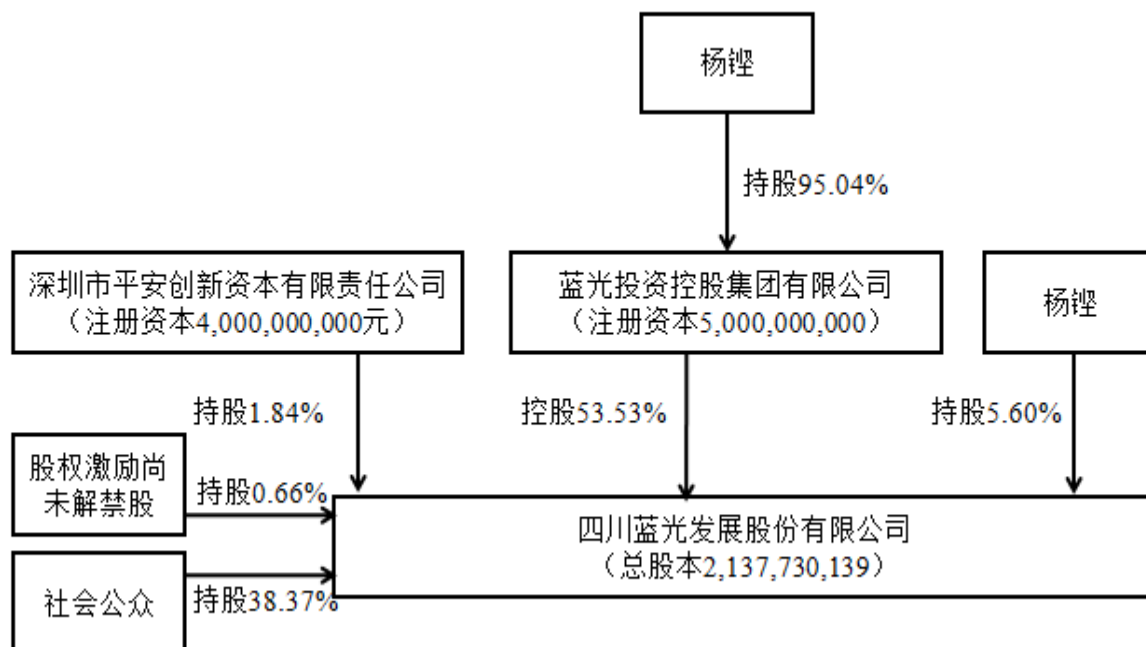
财务弹性方面，作为 A 股上市公司，公司与多家商业银行及非银行金融机构保持良好的合作关系，截至 2017 年 3 月末，公司合并口径下获得主要合作金融机构授信总额约为 318.74 亿元，其中未使用的授信额度约为 191.49 亿元。

总体来看，公司财务杠杆偏高，毛利率持续下降，盈利能力有所减弱。但考虑到公司债务期限结构较为合理，充足的待结算资源可对其未来经营业绩提供较强支撑，同时公司有一定的备用流动性，整体仍具备较强的偿债能力。

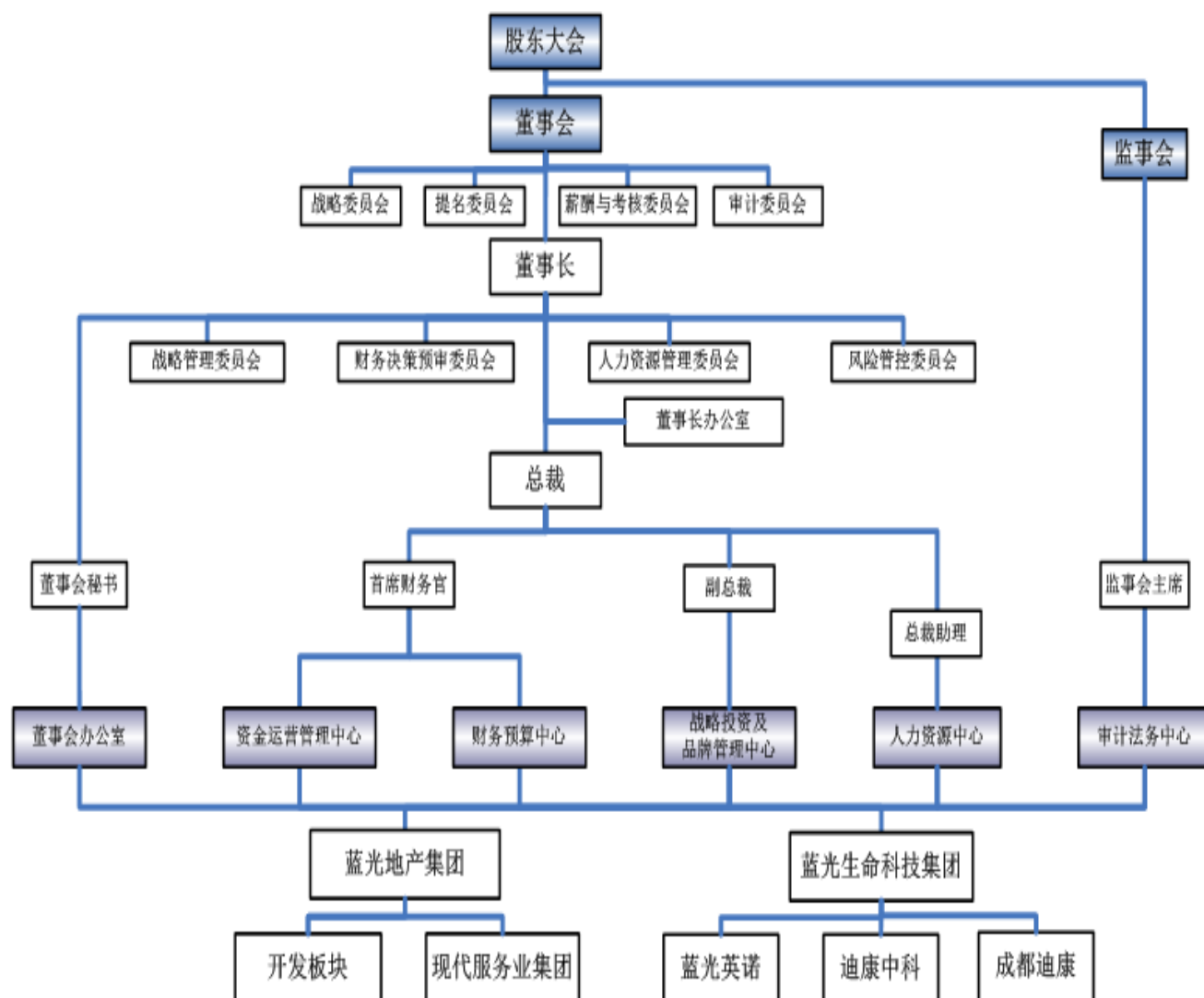
结 论

综上所述，中诚信证评维持四川蓝光发展股份有限公司主体信用等级 **AA**，评级展望为稳定；维持“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）”信用级别为 **AA**。

附一：四川蓝光发展股份有限公司股权结构图（截至2017年3月31日）



附二：四川蓝光发展股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 月 31 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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	518,019.00	558,573.00	917,131.69	1,163,636.70
应收账款净额	31,275.35	37,588.28	51,926.27	64,199.01
存货净额	3,368,917.64	3,928,811.73	5,059,508.62	5,539,111.29
流动资产	4,305,551.04	4,947,081.88	6,445,833.77	7,157,078.12
长期投资	43,702.98	46,402.24	112,949.95	114,604.66
固定资产合计	494,845.10	497,678.76	564,731.31	565,108.63
总资产	4,991,044.92	5,624,392.99	7,336,470.97	8,067,753.57
短期债务	1,248,667.42	873,317.00	858,952.59	864,078.94
长期债务	736,402.51	924,396.18	1,833,478.85	2,129,093.85
总债务（短期债务+长期债务）	1,985,069.93	1,797,713.17	2,692,431.44	2,993,172.79
总负债	4,283,126.47	4,489,281.06	5,935,482.94	6,542,749.24
所有者权益（含少数股东权益）	707,918.44	1,135,111.93	1,400,988.03	1,525,004.33
营业总收入	1,531,803.91	1,759,836.12	2,132,881.24	330,539.94
三费前利润	337,749.01	378,796.01	374,278.65	68,856.96
投资收益	4,232.93	-857.96	13,835.31	2,284.34
净利润	89,144.92	95,424.20	88,988.08	13,236.26
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	174,379.07	188,871.27	187,709.25	34,353.86
经营活动产生现金净流量	190,887.07	143,044.14	-268,811.69	18,385.97
投资活动产生现金净流量	-31,221.08	-25,460.59	-212,430.58	-50,749.86
筹资活动产生现金净流量	6,034.44	-68,183.68	828,086.32	274,846.12
现金及现金等价物净增加额	165,700.43	49,399.87	346,844.05	242,482.23
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	30.59	29.65	24.97	25.87
所有者权益收益率（%）	12.59	8.41	6.35	3.47
EBITDA/营业总收入（%）	11.38	10.73	8.80	10.39
速动比率（X）	0.27	0.30	0.35	0.38
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	0.08	-0.10	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	0.15	0.16	-0.31	0.02
经营活动净现金/利息支出（X）	0.82	0.80	-1.35	0.37
EBITDA 利息倍数（X）	0.75	1.06	0.94	0.68
总债务/EBITDA（X）	11.38	9.52	14.34	87.13
资产负债率（%）	85.82	79.82	80.90	81.10
总资本化比率（%）	73.71	61.30	65.77	66.25
净负债率（%）	207.23	109.16	126.72	119.97

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

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，2017 年一季度未做调整；

3、2017 年一季度所有者权益收益率已经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

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-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

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）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

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=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

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

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。