



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪232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（第一期）”和“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；维持上述债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年五月三十日

四川蓝光发展股份有限公司 公开发行 2016 年公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2018）

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（第一期）		
债券简称	16 蓝光 01		
债券代码	136700		
发行规模	30 亿元		
存续期限	2016/09/14~2021/09/14, 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	2018/02/06		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

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）		
债券简称	16 蓝光 02		
债券代码	136764		
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	2018/02/06		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

蓝光发展	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	113.51	140.10	190.46	204.48
总资产（亿元）	562.44	733.65	952.40	1,021.83
总债务（亿元）	179.77	269.24	308.39	346.92
营业总收入（亿元）	175.98	213.29	245.53	33.26
营业毛利率（%）	29.65	24.97	25.04	32.16
EBITDA（亿元）	18.89	18.77	23.06	4.41
所有者权益收益率（%）	8.41	6.35	6.57	5.71
资产负债率（%）	79.82	80.90	80.00	79.99
净负债率（%）	109.16	126.72	94.69	110.51
总债务/EBITDA（X）	9.52	14.34	13.37	19.67
EBITDA 利息倍数（X）	1.06	0.94	1.05	0.84

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，2018 年一季度未做调整；
3、2018 年一季度所有者权益收益率等指标已经过年化处理。

基本观点

2017 年，四川蓝光发展股份有限公司（以下简称“蓝光发展”或“公司”）持续保持在成都市的竞争优势，其区域布局更趋合理，销售业绩大幅增长，待结算资源较丰富，且债务期限结构改善，流动性指标增强。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水平较高、面临一定的资本支出压力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（第一期）”和“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

- 持续保持在成都市的竞争优势。公司深耕成都市场，拥有较高的市场地位与较强的竞争力。2017 年公司在成都区域实现销售面积 295.52 万平方米，销售排名在成都市处于较为领先的地位，同时公司在成都市的土地储备亦较为充裕，为其在成都市竞争优势的保持提供支撑。
- 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，重庆、昆明、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 2018 年 3 月末，成都以外重点城市土地储备占比为 75.51%，区域布局逐渐分散且更趋合理。
- 销售业绩大幅增长，待结算资源较丰富。得益于产品系列升级和战略布局推进，2017 年公司销售业绩大幅增长，全年实现销售面积 609.27 万平方米，同比增长 116.36%；销售金额 581.52 亿元，同比增长 92.97%。2017 年公司预收账款 314.14 亿元，占营业收入的比例为 127.94%，待结算资源较丰富，为公司未来业绩提供良好的保障。

分析师

应治亚 zhyying@ccxr.com.cn於 娜 nyu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年5月30日

- 债务期限结构改善，流动性指标增强。受益于长期限债务融资工具的发行，2017年公司短期债务与长期债务的比例持续下降，债务期限结构得到优化，同时货币资金对短期债务的覆盖增强，流动性指标进一步改善。

关 注

- 财务杠杆水平较高。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，2018年3月末公司资产负债率和净负债率分别为79.99%和110.51%，财务杠杆比率处于较高水平。
- 资本支出压力。截至2018年3月末，公司在建项目尚需投入204.52亿元，且拟建项目计容建筑面积745.04万平方米，较大规模的在建项目、拟建项目的推进以及土地储备支出需求将使公司未来面临一定的资本支出压力。

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（第一期）（债券简称为“16 蓝光 01”、债券代码为“136700”，以下简称“本期债券”）于 2016 年 9 月 14 日发行，发行规模为 30 亿元，到期日为 2021 年 9 月 14 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。本期债券募集总额为人民币 30 亿元，截至 2017 年 12 月 31 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。

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。本期债券募集总额为人民币 10 亿元，截至 2017 年 12 月 31 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

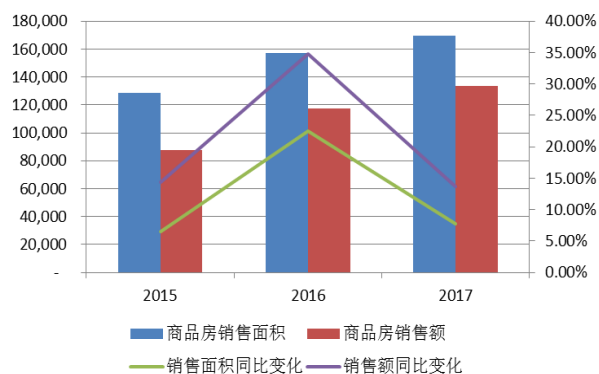
受房地产调控政策持续升级影响，2017 年以来我国房地产行业步入阶段性下行周期，商品房销售增速下滑明显，三四线城市成为新增长点。

自 2016 年 10 月以来，我国房地产市场调控政策持续收紧，房地产市场步入阶段性下行周期。根据国家统计局数据显示，2017 年房地产企业累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.0%，增速与上年基本持平；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.66% 和 13.67%，增速分别较上年下降 14.84 个百分点和 21.13 个百分点。办公楼及商业营业用房销售增长速度高于住宅，其中住宅销售面积及销售额分别同比增长 5.3% 和 11.3%；办公楼销售面积及销售额分别同比增长 24.3% 和 17.5%；商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长

18.7% 和 25.3%。从价格来看，2017 年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然保持向上趋势，12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 13,967 元/平方米，较上年同期增长 7.15%。分城市能级来看，2017 年 12 月末，一线城市住宅均价达 41,202 元/平方米，较上年同期增长 1.43%；同期二线城市住宅均价达 12,684 元/平方米，较上年同期增长 7.70%；而三线城市住宅均价达 8,335 元/平方米，较年初增长 12.48%。受房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017 年三四线热点城市房地产销售增速高于一二线城市。

图 1：2015~2017 年全国商品房销售情况

单位：万平方米、亿元



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，2017 年全国土地成交金额大幅上涨，但不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。2017 年房企购置土地面积 25,508 万平方米，同比上升 15.81%；房地产建设用地成交款约 13,643 亿元，同比上涨 49.45%，成交均价涨至 5,348.52 元/平方米。分城市能级来看，受土拍限价影响，2017 年一线城市土地成交均价涨幅及溢价率均有所回落，同比分别下降 6.49 个百分点和 32.76 个百分点，为 9.49% 和 14.30%；二线城市地成交均价涨幅及溢价率亦有所回落，分别较上年下降 57.43 个百分点和 23.22 个百分点，为 12.33% 和 29.33%；而三四线城市成交土地均价涨幅及溢价率近年来均有所上升，分别为 48.37% 和 37.05%，同比分别上升 35.01 个百分点和 17.20 个百分点。

2017 年房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策的主基调，重点城市调控效果显现，同时长效机制也加速推进。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在此背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线城市周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涿水县、河北省张家口市崇礼区等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。受此影响，2017 年我国房地产销售增速放缓，其中一、二线城市销售增速回落显著。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月，《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中，选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个城市作为住房租赁首批试点。同年 10 月，十九大报告明确坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

2017 年以来房企内外部流动性来源收紧，融资成本上升，资金平衡能力面临更高挑战。同时，行业内的兼并收购现象加剧了行业集中度进一步提升，具有规模优势的房企可获得更多的流动性补充。

受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业销售金额增速有所放缓，2017 年房地产开发资金来源于房产销售的定金预收款及个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，较上年同期增速下降 25.51 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同

时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。从融资成本来看，2017 年以来随着房企融资政策的紧缩，房企融资成本不断被抬高。从房地产信用债到期分布来看，2018~2023 年为房地产债券到期高峰，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

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。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。2017 年 TOP100 房企销售金额集中度提升 11.58 个百分点至 55.50%；TOP20 房企销售金额集中度则上升 7.77 个百分点至 32.50%；而 TOP10 房企销售额的比重达到 24.10%，较上年提升 5.75 个百分点，千亿房企已达 17 家。2017 年以来房地产行业集中度进一步提升，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业凭借较强的销售及筹资能力，可获得更多的流动性补充。

业务运营

近年公司秉承“人居蓝光+生命蓝光”双擎驱动的运营模式，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，营业收入主要由房地产开发业务构成。2017 年受调控政策影响，房地产市场有所降温，公司经营业绩增速较上年有所放缓，但仍然维持高位。全年实现营业收入 245.53 亿元，同比增长 15.12%，其中，房地产开发板块实现营业收入 229.16 亿元，同比增长 14.73%；医药和 3D 生物打印板块实现营业收入 7.82 亿元，同比增长 40.93%；现代服务板块实现营业收入 6.58 亿元，同比增长 43.31%。

表 1：2017 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	229.16	14.73%
医药和 3D 生物打印	7.82	40.93%
现代服务	6.58	43.31%
合计	243.56	16.05%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2017 年，公司持续保持在成都市的竞争优势，且得益于产品系列升级和战略布局推进，其销售业绩大幅增长，区域布局更趋分散；同时，公司开发节奏加快，新开工面积大幅增长。

2017 年，公司以“地产+金融+互联网”为发展方向，坚持一城一标杆战略，推动传统房地产企业向现代房地产企业转型，完善黑钻系（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）的全系产品线，全面推进产品系列升级，同时推进“高价值、高增值、低存量”战略布局，全年公司销售面积和销售金额大幅增长。2017 年全年公司实现销售面积 609.27 万平方米，同比大幅增长 116.36%；实现销售金额 581.52 亿元，同比增长 92.97%。销售均价方面，受 2017 年区域房地产市场限购限价政策及销售区域结构调整影响，公司销售均价同比下降 10.81%至 9,544.54 元/平方米。2018 年 1~3 月，公司实现销售面积 178.11 万平方米，销售金额 171.12 亿元，销售均价 9,607.55 元/平方米。

表 2：2015~2018.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	2015	2016	2017	2018.Q1
销售面积	215.68	281.60	609.27	178.11
销售金额	182.48	301.35	581.52	171.12
销售均价	8,460.68	10,701.35	9,544.54	9,607.55
结算面积	186.40	234.80	262.62	35.76
结算金额	160.77	195.89	220.99	25.99
结算均价	8,625.00	8,342.84	8,414.82	7,267.90

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售区域来看，2017 年公司持续保持在成都市的竞争优势，全年在成都区域实现销售面积 295.52 万平方米，同比增长 122.92%；销售金额

237.76 亿元，同比增长 121.36%。公司深耕成都市场，形成了一定的品牌知名度，拥有较高的市场地位与较强的竞争力，销售排名持续位于成都市房地产企业前列。同时，公司布局杭州、宁波等高价城市价值和西安、昆明等二线机会热点城市，实现一二三四线城市的均衡布局。截至 2017 年末，公司已布局全国六大区域，其中，成都区域和滇渝区域销售金额占比分别为 40.89%和 16.33%，较上年略有提升；华东、华中区域的销售金额占比分别为 17.37%和 18.07%，均较上年有所下降；华南区域销售金额为 3.06 亿元，较上年有所突破，进一步实现公司全国化布局发展战略。具体城市来看，截至 2017 年末，公司已进入全国 18 个主要城市，当年成都市销售面积和销售金额占比分别为 30.89%和 29.89%，虽然目前成都市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。除成都市外，公司房地产业务销售主要集中在重庆、昆明、无锡、武汉、合肥、南充、苏州、西安和天津等重点一二线城市，2017 年上述城市销售金额占比分别为 8.49%、7.83%、7.59%、7.58%、6.70%、6.38%、5.99%、4.59%和 3.90%，公司区域布局更趋分散。结算方面，2017 年公司结算面积为 262.62 万平方米，同比增长 11.85%；结算金额增加 12.81%至 220.99 亿元；结算均价为 8,414.82 元/平方米，较上年小幅上升 0.86%。从结算区域来看，成都、昆明、苏州、重庆、长沙和合肥等核心区域结算面积分别为 114.99 万平方米、23.88 万平方米、23.32 万平方米、22.31 万平方米、17.37 万平方米和 12.15 万平方米，占比分别为 43.79%、9.09%、8.88%、8.50%、6.61%和 4.63%，合计占比达 81.49%。截至 2017 年末，公司已售未结算面积 353.56 万平方米，已售未结算金额 363.35 亿元，较大规模的待结算资源为公司未来业绩提供良好的保障。另 2018 年 1~3 月，公司结算面积和结算金额分别为 35.76 万平方米和 25.99 亿元。

项目开发方面，2017 年公司加大项目开发节奏，当年新开工面积 530.90 万平方米，同比增长 51.92%，开发节奏明显加快；同期，公司竣工面积为 273.07 万平方米，同比减少 13.51%。2018 年，

公司房地产项目计划新开工面积 960.13 万平方米，竣工面积 358.67 万平方米。

表 3：2015~2018.Q1 公司开工及竣工情况

单位：个、万平方米

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
项目数量	32	38	40	41
新开工面积	266.54	349.45	530.90	179.56
竣工面积	291.61	315.72	273.07	36.32
在建面积	538.44	572.98	822.48	847.53

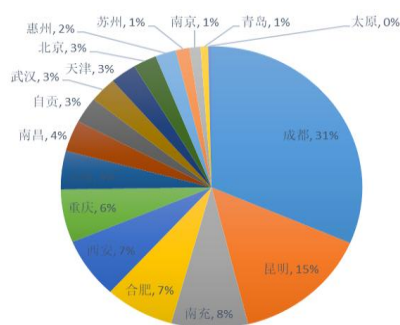
注：在建面积指已取得施工证的在建项目。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年公司拓展多元化的土地获取模式，新增土地储备规模大幅上升，土地储备区域布局更趋分散，有利于规避区域集中度风险。

在建项目方面，截至 2018 年 3 月末，公司在建项目合计 41 个，合计规划总建筑面积 1,368.63 万平方米，可售面积 1,126.30 万平方米，剩余可售面积为 570.29 万平方米。同期末，在建项目预计总投资额为 732.61 亿元，已投资 528.09 亿元，尚需投资 204.52 亿元。具体到城市来看，2018 年 3 月末成都市在建面积占比为 31.45%，昆明、南充、合肥、西安、重庆、无锡和南昌等重点城市在建项目规划建筑面积占比分别为 14.64%、8.23%、7.41%、6.95%、6.09%、4.40%和 3.56%。整体来看，公司在建项目可售资源较多，但随着项目的持续推进，公司亦面临一定的资金和去化压力。

图 2：截至 2018 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

新增土地储备方面，2017 年公司突破传统招拍挂模式，拓展多元化的土地获取模式，通过合作、股权收购、代工代建等多元化方式获取土地资源，非直接招拍挂项目的储备资源占比超过 85%。2017 年公司在合肥、南昌、惠州、重庆、长沙、天津、

昆明和南充等城市新增土地储备项目 30 个，新增土地储备规划建筑面积 799.07 万平方米，新增土地地价总额 200.10 亿元；2018 年 1~3 月，公司在郑州、重庆和温州等城市新增土地储备项目 9 个，新增土地储备规划建筑面积 246.23 万平方米，新增土地地价总额 50.43 亿元。

表 4：2015~2018.Q1 公司土地储备和新增项目情况

单位：个、万平方米、亿元

	2015	2016	2017	2018.Q1
新增项目数	15	15	30	9
新增土地储备面积	279.86	281.94	592.72	201.32
新增土地地价总额	100.20	102.90	200.10	50.43
期末土地储备总面积	425.06	443.26	704.95	745.04

注：新增土地储备面积为地上计容建筑面积，土地储备面积为未开工的地上计容建筑面积。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目储备方面，截至 2018 年 3 月末，公司拥有 34 个拟建项目，土地储备¹总面积 1,015.40 万平方米，权益规划建筑面积 862.15 万平方米。按照 2018 年计划新开工面积来看，公司现有土地储备规模仅能够支撑未来 1~2 年的开发需求，土地储备规模有待提升。从土地储备区域分布来看，截至 2018 年 3 月末，成都区域土地储备规划建筑面积占比为 19.82%，同比下降 15.41 个百分点；成都以外城市土地储备占比为 80.18%，其中郑州、惠州、昆明、泸州、宿迁、佛山、天津、长沙、资阳和杭州储备项目规划建筑面积占比分别为 10.26%、9.36%、8.85%、5.96%、4.19%、3.80%、3.73%、3.61%、3.52%和 3.43%，整体土地储备质量较好。总体来看，较为分散的项目储备有利于公司规避区域集中度风险，但同时也对公司项目跨区域管理能力提出了要求，且公司土地储备规模有待提升。

¹ 土地储备口径为当年及上年新增未开发项目、长期存续项目及在建项目中的未施工部分。

表 5：截至 2018 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 ²	权益建筑面积	规划建筑面积占比
成都	116.93	201.24	201.24	19.82%
郑州	33.85	104.17	104.17	10.26%
惠州	21.40	95.00	59.49	9.36%
昆明	48.07	89.82	83.16	8.85%
泸州	23.33	60.48	43.55	5.96%
宿迁	13.14	42.57	25.54	4.19%
佛山	10.62	38.54	28.01	3.80%
天津	36.70	37.89	37.89	3.73%
长沙	13.95	36.66	36.66	3.61%
资阳	7.97	35.74	28.59	3.52%
杭州	15.97	33.92	14.08	3.34%
苏州	11.97	33.65	28.82	3.31%
嵊州	12.23	29.87	17.92	2.94%
重庆	5.98	28.53	28.53	2.81%
南充	8.81	27.89	24.67	2.75%
西安	10.02	24.28	24.28	2.39%
张家口	7.41	18.83	18.83	1.85%
温州	8.21	18.26	9.31	1.80%
南通	4.80	13.16	3.09	1.30%
湖州	5.48	11.98	11.38	1.18%
余姚	4.37	9.98	9.98	0.98%
烟台	3.13	8.12	8.12	0.80%
太仓	2.59	6.43	6.43	0.63%
青岛	1.33	3.68	3.68	0.36%
自贡	2.53	3.05	3.05	0.30%
峨眉	2.72	1.67	1.67	0.16%
合计	433.51	1,015.40	862.15	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 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，2017 年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”）大力推进 OTC 业务全面发展，完成全国化布局，全年实现销售收入 7.82 亿元，同比增长 40.93%；实现净利润 0.87 亿元，同比增长 10.13%。截至 2017 年末，公司生产各类剂型药品共 23 个专利 363 个品种，国家 863 项目“可吸收骨折内固定螺钉”、“可吸收膜”属国内首创，医药板块收入可对公司营收形成一定补充。另外，四川蓝光英诺生物科技股份有限公司 3D 生物打印项目现处于 FDA 临床申报阶

段，中诚信证评将关注该项目的进展情况。

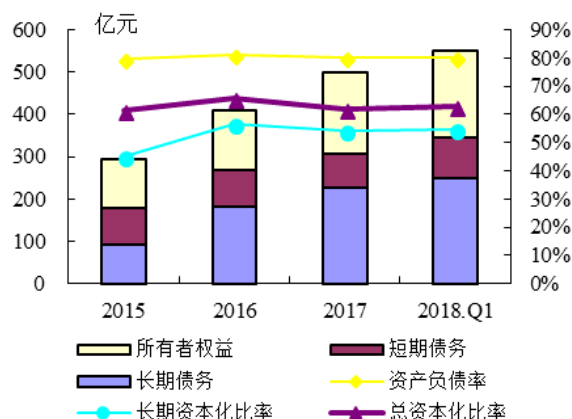
财务分析

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 2015~2017 年度审计报告以及未经审计的 2018 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 2017 年末，公司资产总额 952.40 亿元，同比增长 29.82%；自有资本实力方面，截至 2017 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）为 190.46 亿元，同比增长 35.95%。随着公司业务规模的不断扩大，公司负债亦持续增长，截至 2017 年末，公司负债总额为 761.94 亿元，同比增长 28.37%。财务杠杆方面，2017 年末公司资产负债率和净负债率分别由 2016 的 80.90%和 126.72%下降为 80.00%和 94.69%；2017 年公司取得由芜湖鹏鑫投资中心委托大连银行股份有限公司北京分行发放的无固定期限贷款 8 亿元，公司发行 30 亿元永续中票“17 蓝光 MTN001”，若将永续债纳入总债务核算，截至 2017 年末公司资产负债率和净负债率分别为 84.78%和 155.85%，财务杠杆较高。另截至 2018 年 3 月末，公司资产合计 1,021.83 亿元，负债合计 817.35 亿元，资产负债率和净负债率分别为 79.99%和 110.51%，永续债调整后资产负债率和净负债率分别为 85.42%和 188.93%。

图 3：2015~2018.Q1 公司资本结构分析



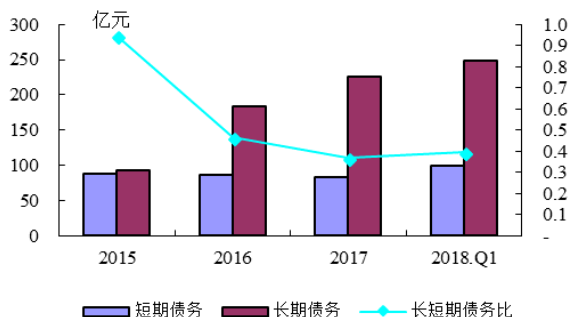
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

² 规划建筑面积口径为计容与非计容建筑面积之和。

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 2017 年末，公司货币资金为 128.04 亿元，同比大幅增长 39.61%；存货账面余额 630.93 亿元，同比增长 24.70%，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 2017 年末，公司投资性房地产账面余额 44.54 亿元，同比小幅下降 0.98%，主要系本期处置投资性房地产 1.59 亿元，其中受限资产为 19.55 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 2017 年末，公司预收款项 314.14 亿元，系项目预收房款，受益于销售金额的增长，公司预收款项同比增长 55.66%；同期，其他应付款为 35.06 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 4：2015~2018.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 2017 年末，公司有息债务为 308.39 亿元，同比增长 14.54%，主要系 2017 年公司长期借款增加 41.95 亿元所致。债务期限结构方面，2017 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）由 2016 年末的 0.47 倍下降至 0.37 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 2018 年 3 月末，公司总债务 346.92 亿元，长短期债务比为 0.40 倍。

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有所优化，但财务杠杆比率较高。

流动性

截至 2017 年末，公司流动资产为 852.20 亿元，同比增长 32.21%，占同期末资产总额的比例为 89.48%。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%左右。

表 6：2015~2018.Q1 公司流动资产分析

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
流动资产/总资产	87.96%	87.86%	89.48%	89.70%
存货/流动资产	79.42%	78.49%	74.04%	75.95%
货币资金/流动资产	11.29%	14.23%	15.03%	13.20%
(存货+货币资金)/流动资产	90.71%	92.72%	89.07%	89.14%

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 2017 年末，公司存货净额为 630.93 亿元，同比增加 24.70%。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 2017 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 18.39%和 81.37%。值得注意的是，成都蓝光东方天地、成都金悦府等项目已竣工时间长但未售货值仍较大，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 7：2015~2017 年公司存货结构分析

单位：亿元

	2015	2016	2017
存货	392.88	505.95	630.93
已完工开发产品	80.23	106.32	116.00
已完工开发产品/存货	20.42%	21.01%	18.39%
在建开发产品	311.89	398.77	513.38
在建开发产品/存货	79.39%	78.82%	81.37%

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 2017 年末，公司受限制货币资金 13.96 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 243.63 亿元、19.55 亿元、5.44 亿元和 1.02 亿元，受限资产合计 284.60 亿元，占同期末总资产的比例为 29.88%。

资产周转效率方面，2017 年公司存货周转率和总资产周转率分别为 0.32 次和 0.29 次，公司整体周转效率仍保持在较高水平。

表 8：2015~2017 年公司周转率相关指标

	2015	2016	2017
存货周转率（次/年）	0.34	0.36	0.32
总资产周转率（次/年）	0.33	0.33	0.29

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

现金流方面，2017 年公司经营性净现金流为 75.54 亿元，由 2016 年的净流出状态转为净流入状态，主要系公司多个在建项目进入预售阶段，其当年经营性现金流得到大幅改善；同期，公司投资性现金流为-95.26 亿元。综上，2017 年公司非筹资性现金流为-19.72 亿元，无法对债务本息形成保障。2018 年 1~3 月，公司经营性净现金流-24.85 亿元，经营净现金流/短期债务为-1.01 倍，无法对短期债务形成覆盖。

货币资金方面，截至 2017 年末，公司货币资金余额为 128.04 亿元，对短期债务的覆盖程度为 1.54 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。2018 年 3 月末，公司货币资金 120.95 亿元，货币资金对短期债务的保障程度为 1.23 倍，货币资金可以对短期债务形成覆盖。

表 9：2015~2018.Q1 公司部分流动性指标

	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金（亿元）	55.86	91.71	128.04	120.95
经营活动现金流净额（亿元）	14.30	-26.88	75.54	-24.85
经营净现金流/短期债务（X）	0.16	-0.31	0.91	-1.01
货币资金/短期债务（X）	0.64	1.07	1.54	1.23

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

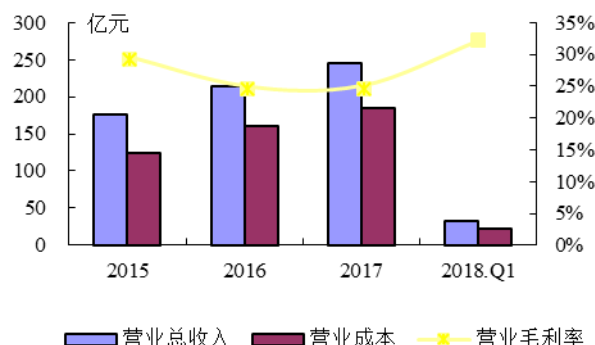
总体来看，2017 年公司周转效率较高，经营活动现金流表现大幅改善，且手持货币资金较为充足，能对短期债务的偿付提供保障。

盈利能力

2017 年公司实现营业收入 245.53 亿元，同比增长 15.12%。截至 2017 年末，公司预收款项余额为 314.14 亿元，同比增长 55.66%，占营业收入的比例为 127.94%。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支撑。从毛利水平来看，2017 年公司营业毛利率为 25.04%，较 2016 年上升 0.07 个百分点。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 33.26 亿元，同比增长 0.62%；同期营业毛

利率上升至 32.16%。

图 5：2015~2018.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，2017 年公司期间费用为 26.29 亿元，同比增长 29.85%，主要系公司销售规模扩大导致本期销售费用上升 3.06 亿元。受此影响，2017 年公司期间费用占营业收入的比重上升至 10.71%。

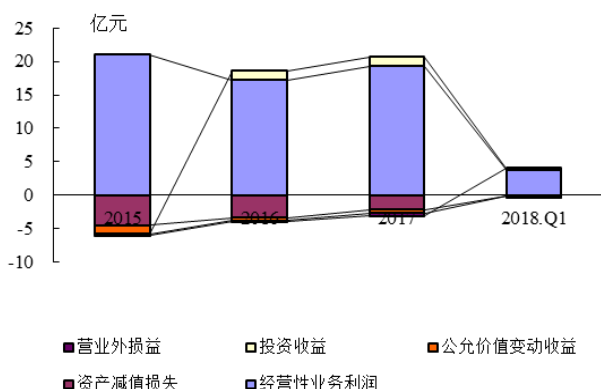
表 10：2015~2018.Q1 公司三费分析

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用（亿元）	7.51	9.39	12.45	2.76
管理费用（亿元）	6.17	7.51	9.68	2.81
财务费用（亿元）	3.22	3.35	4.16	0.20
三费合计（亿元）	16.89	20.25	26.29	5.77
营业总收入（亿元）	175.98	213.29	245.53	33.26
三费收入占比（%）	9.60	9.49	10.71	17.36

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，2017 年公司经营性业务利润为 19.30 亿元，同比上升 12.38%；同期，资产减值损失为 2.16 亿元，同比减少 35.86%。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，2017 年公司公允价值变动收益为-0.50 亿元。综上，2017 年公司利润总额为 17.74 亿元，同比增长 20.84%；净利润为 12.51 亿元，同比上升 40.55%，所有者权益收益率为 6.57%。2018 年 1~3 月，公司利润总额为 3.79 亿元，其中经营性业务利润 3.82 亿元，净利润 2.92 亿元。

图 6: 2015~2018.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, 2017 年公司营收和净利润规模均上升明显, 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。

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 2017 年末, 公司总债务为 308.39 亿元, 同比增长 14.54%。截至 2018 年 3 月末, 公司债务总额进一步增加至 346.92 亿元。

获现能力方面, 公司 EBITDA 主要由利润总额构成, 2017 年 EBITDA 为 23.06 亿元。从主要偿债能力指标表现来看, 2017 年公司总债务/EBITDA 为 13.37 倍; 同期 EBITDA 利息保障倍数为 1.05 倍, 经营所得对债务本息的保障程度有所增强, 公司持续增长的收入规模以及较丰富的待结算资源可对其债务的偿还提供保障。

表 11: 2015~2018.Q1 公司部分偿债指标

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
EBITDA (亿元)	18.89	18.77	23.06	4.41
总债务/EBITDA (X)	9.52	14.34	13.37	19.67
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.08	-0.10	0.24	-0.29
EBITDA 利息保障倍数 (X)	1.06	0.94	1.05	0.84
经营活动净现金流利息保障倍数 (X)	0.80	-1.35	3.45	-4.71
资产负债率 (%)	79.82	80.90	80.00	79.99
净负债率 (%)	109.16	126.72	94.69	110.51
总资本化比率 (%)	61.30	65.77	61.82	62.92

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 2018 年 3 月末, 公司对外担保余额 4.95 亿元, 占期末净资产的比例为

2.60%, 担保对象主要为广州市富晟房地产开发有限公司和重庆钧钊置业有限公司, 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 2018 年 3 月末, 公司合并口径下获得银行授信总额约为 411.60 亿元, 其中未使用的授信额度约为 233.06 亿元。

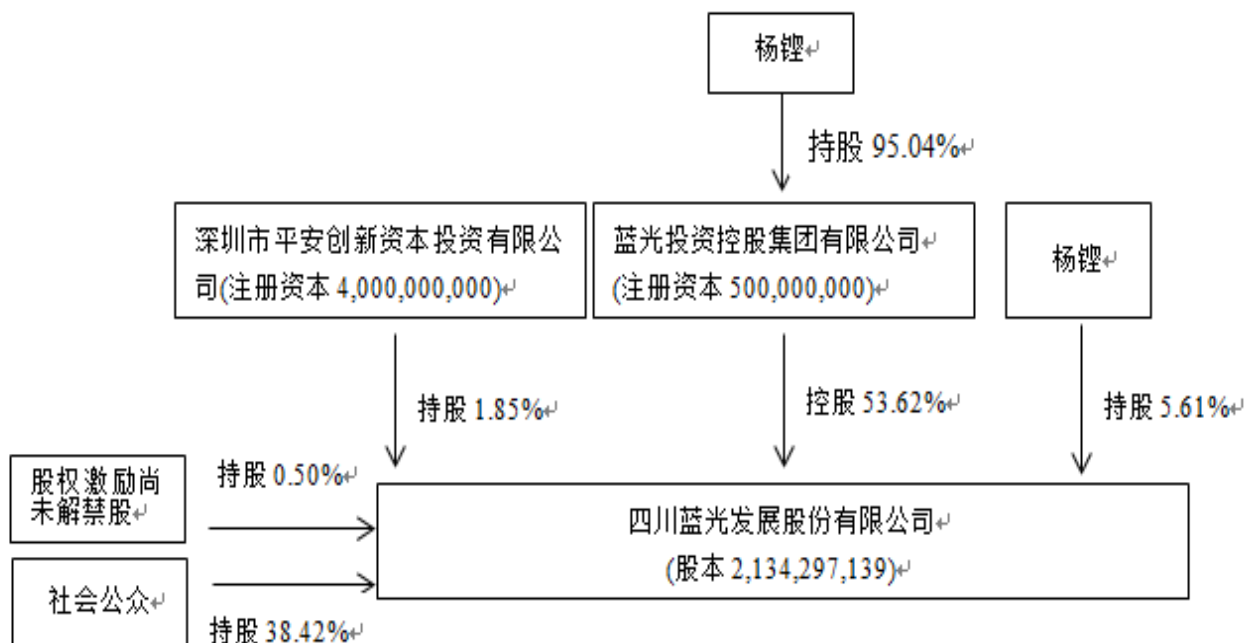
诉讼事项方面, 重庆薪环企业港投资有限公司 (以下简称“重庆薪环”) 因合作框架协议纠纷为由, 起诉公司控股子公司重庆蓝光房地产开发有限公司赔偿其违约金及损失共计 3 亿元。2018 年 4 月 11 日, 四川省高级人民法院一审驳回重庆薪环诉讼请求, 目前重庆薪环已提起上诉。中诚信证评将关注该诉讼的进展情况。

总体来看, 公司债务规模不断攀升, 财务杠杆较高。但考虑到公司债务期限结构较为合理, 营收和利润水平进一步提升, 充足的待结算资源可对其未来经营业绩提供支撑, 同时公司具有一定的备用流动性, 整体仍可对债务偿还形成较好保障。

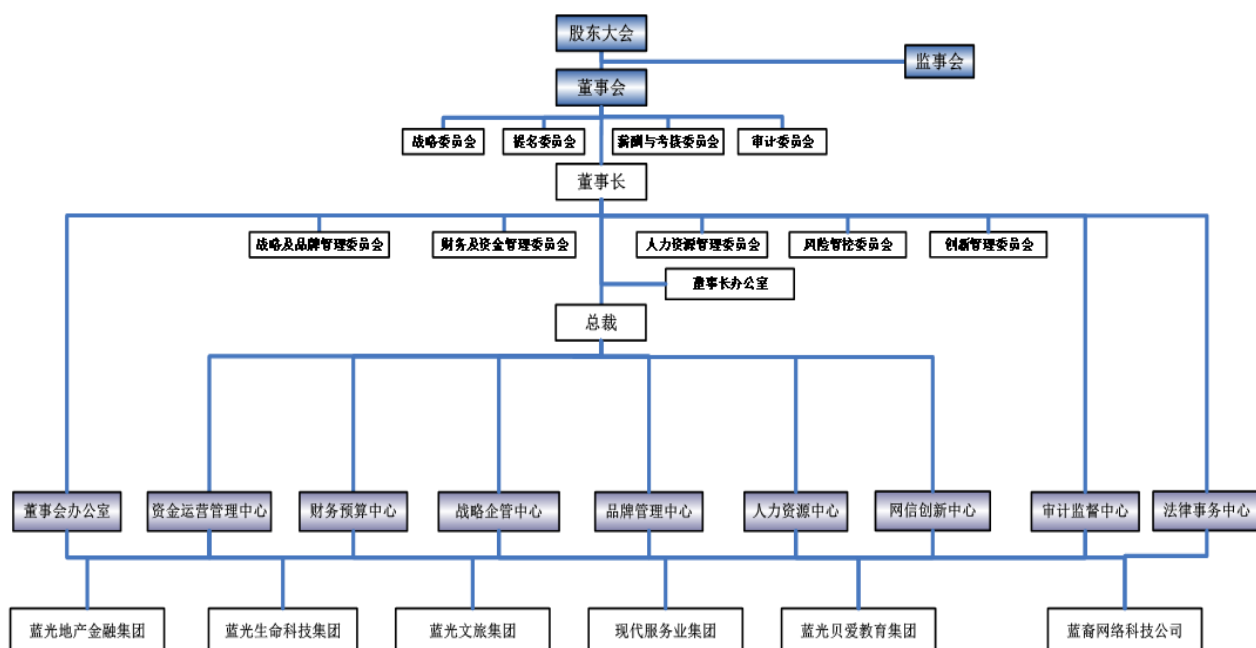
结 论

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 (第一期)”和“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 2018 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 2018 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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	558,573.00	917,131.69	1,280,431.64	1,209,530.78
应收账款净额	37,588.28	51,926.27	80,882.45	90,181.31
存货净额	3,928,811.73	5,059,508.62	6,309,298.63	6,960,987.02
流动资产	4,947,081.88	6,445,833.77	8,521,986.04	9,165,585.01
长期投资	46,402.24	112,949.95	157,307.75	164,529.76
固定资产合计	497,678.76	564,731.31	106,947.47	105,934.19
总资产	5,624,392.99	7,336,470.97	9,523,988.34	10,218,311.81
短期债务	873,317.00	858,952.59	829,522.41	986,075.21
长期债务	924,396.18	1,833,478.85	2,254,346.64	2,483,117.64
总债务（短期债务+长期债务）	1,797,713.17	2,692,431.44	3,083,869.06	3,469,192.85
总负债	4,489,281.06	5,935,482.94	7,619,387.12	8,173,498.12
所有者权益（含少数股东权益）	1,135,111.93	1,400,988.03	1,904,601.33	2,044,813.69
营业总收入	1,759,836.12	2,132,881.24	2,455,303.46	332,591.15
三费前利润	378,796.01	374,278.65	455,989.04	95,959.89
投资收益	-857.96	13,835.31	13,820.85	1,620.52
净利润	95,424.20	88,988.08	125,070.75	29,170.74
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	188,871.27	187,709.25	230,600.62	44,097.39
经营活动产生现金净流量	143,044.14	-268,811.69	755,389.23	-248,501.49
投资活动产生现金净流量	-25,460.59	-212,430.58	-952,577.38	-346,846.69
筹资活动产生现金净流量	-68,183.68	828,086.32	438,473.40	623,847.32
现金及现金等价物净增加额	49,399.87	346,844.05	241,285.25	28,499.14
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	29.65	24.97	25.04	32.16
所有者权益收益率（%）	8.41	6.35	6.57	5.71
EBITDA/营业总收入（%）	10.73	8.80	9.39	11.40
速动比率（X）	0.30	0.35	0.43	0.40
经营活动净现金/总债务（X）	0.08	-0.10	0.24	-0.29
经营活动净现金/短期债务（X）	0.16	-0.31	0.91	-1.01
经营活动净现金/利息支出（X）	0.80	-1.35	3.45	-4.71
EBITDA 利息倍数（X）	1.06	0.94	1.05	0.84
总债务/EBITDA（X）	9.52	14.34	13.37	19.67
资产负债率（%）	79.82	80.90	80.00	79.99
总资本化比率（%）	61.30	65.77	61.82	62.92
净负债率（%）	109.16	126.72	94.69	110.51

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，2018 年一季度未做调整；

3、2018 年一季度所有者权益收益率等指标已经年化处理。

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。