



信用等级通知书

信评委函字[2019]G019-1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其贵公司拟发行的“四川蓝光发展股份有限公司公开发行2019年公司债券（第一期）”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

二零一九年一月八日

四川蓝光发展股份有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第一期）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25亿元（含25亿元），分期发行；其中本期债券发行总规模不超过人民币25亿元（含25亿元）。
债券期限	本期债券期限为3年，其中第2年末发行人拥有调整票面利率选择权和赎回选择权，投资者拥有回售选择权。
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。发行人有权决定是否在本期债券存续期的第2个计息年度末调整本期债券第3个计息年度的票面利率。若发行人未在本期债券存续期第2个计息年度末行使调整票面利率选择权，则本期债券第3个计息年度票面利率仍维持第2个计息年度票面利率不变。
偿还方式	本期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	本次公开发行公司债券的募集资金拟用于偿还到期或行权的公司债券。

概况数据

蓝光发展	2015	2016	2017	2018.Q3
所有者权益（亿元）	113.51	140.10	190.46	246.48
总资产（亿元）	562.44	733.65	952.40	1,334.37
总债务（亿元）	179.77	269.24	308.39	464.81
营业总收入（亿元）	175.98	213.29	245.53	142.78
营业毛利率（%）	29.65	24.97	25.04	31.64
EBITDA（亿元）	18.80	18.77	23.06	20.97
所有者权益收益率（%）	8.41	6.35	6.57	7.00
资产负债率（%）	79.82	80.90	80.00	81.53
净负债率（%）	109.16	126.72	94.69	122.07
总债务/EBITDA（X）	9.56	14.34	13.37	16.62
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、2015~2017 年末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、2018 年 9 月末将应付票据及应付账款科目中的应付票据金额调至短期债务，长期应付款中的计息债务调至长期债务；
4、2018 年三季度所有者权益收益率和总债务/EBITDA 等指标已经过年化处理。

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 2019 年公司债券（第一期）”信用等级为 AA⁺，该级别反映了本期债券的安全性很强，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成都市区域优势明显、区域布局逐渐分散且拥有较为优质的土地储备、销售实现快速增长，债务期限结构改善，流动性指标增强等正面因素对公司信用质量的支持。同时，我们也关注到房地产调控政策持续且行业竞争加剧、蓝光发展财务杠杆比例较高，且未来面临资本支出压力等因素可能对公司信用质量产生的影响。

正 面

- 成都市区域优势明显。作为起步于成都的房地产企业，蓝光发展自成立以来，在成都市区域内积累了丰富的房地产开发经验，其房地产开发面积、年销售金额、土地储备规模、品牌效应等方面在成都市排名居前，成都市本土优势显著。
- 区域布局逐渐分散且拥有较为优质的土地储备。近年来蓝光发展在保持成都地区竞争优势的同时强化成都以外区域的拓展力度，区域布局逐渐分散且拥有较为优质的土地储备，有利于分散单一城市房地产市场及政策风险。
- 销售实现快速增长。近年来在“快周转”经营策略的带动下，凭借较强的区域优势、逐渐分散的城市布局以及契合市场的产品定位，公司销售规模实现快速增长。2017 年，公司实现签约销售金额 581.52 亿元，近三年复合增长率为 78.52%。

分析师

樊春裕 cyfan@ccxr.com.cn

范度青 lijfan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年1月8日

- 债务期限结构改善，流动性指标增强。受益于销售规模的增长以及长期债务融资工具的发行，公司短期债务与长期债务的比例明显下降，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

- 房地产调控政策持续且行业竞争加剧。在宏观经济增速放缓、因城施策等调控政策持续且房地产市场区域分化日益明显的背景下，房地产行业竞争加剧，利润空间不断收窄，行业环境及行业政策的变化或将对公司经营战略的实施提出更高要求。
- 财务杠杆比例较高，且未来面临资本支出压力。公司高周转的经营模式对财务杠杆较为依赖，其资产负债率及净负债率均处于较高水平，未来在建、拟建项目后续推进及新增土地储备需求或进一步推升其负债水平，亦给其带来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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

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。2016 年 1 月 22 日，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。2017 年 4 月和 6 月及 2018 年 5 月，公司分别完成注销回购部分激励股份 251.1 万股、92.2 万股和 256.88 万股。2018 年 6 月 13 日，公司实施完毕 2017 年年度利润分配及资本公积金转增股本方案，共转增 85.27 万股。截至 2018 年 9 月 30 日，公司股本总额为 29.84 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），其持股比例为 53.68%，实际控制人为杨铿，其直接及间接持有公司 56.63% 的股份。

截至 2017 年 12 月 31 日，公司资产总额 952.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）190.46 亿元，资产负债率 80.00%；2017 年公司实现营业收入 245.53 亿元，净利润 12.51 亿元，经营活动净现金

流 75.54 亿元。

截至 2018 年 9 月 30 日，公司资产总额 1,334.37 亿元，所有者权益（含少数股东权益）246.48 亿元，资产负债率 81.53%；2018 年 1~9 月公司实现营业收入 142.78 亿元，净利润 12.94 亿元，经营活动净现金流-38.54 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 2019 年公司债券（第一期）
发行规模	本次债券发行总规模不超过人民币 25 亿元（含 25 亿元），分期发行；其中本期债券发行总规模不超过人民币 25 亿元（含 25 亿元）。
债券期限	本期债券期限为 3 年，其中第 2 年末发行人拥有调整票面利率选择权和赎回选择权，投资者拥有回售选择权。
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。发行人有权决定是否在本期债券存续期的第 2 个计息年度末调整本期债券第 3 个计息年度的票面利率。若发行人未在本期债券存续期第 2 个计息年度末行使调整票面利率选择权，则本期债券第 3 个计息年度票面利率仍维持第 2 个计息年度票面利率不变。
偿还方式	本期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。
募集资金用途	本次公开发行公司债券的募集资金拟用于偿还到期或行权的公司债券。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

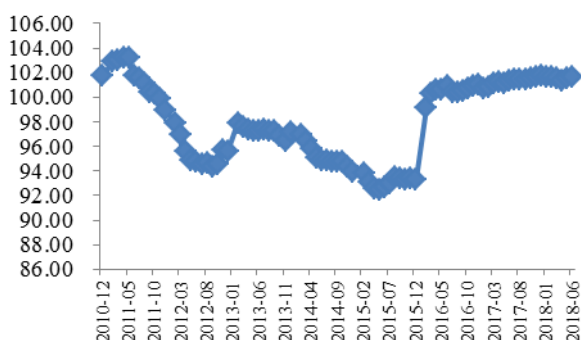
行业分析

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。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升，并于 2007 年 11 月达到历史顶点 106.59 点。此后，受 2008 年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年随着国家信贷宽松政策出台，商品房销售情况有所好转；2010 年以来，为抑制房价过快上涨，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；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，商品房销售开始逐步回升；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，国房景气指数亦随之下降；进入2015年，随着一系列宽松的行业政策出台，国房景气指数自2015年6月开始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至2016年上半年。2016年10月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期有所上升。2017年以来国房景气指数持续上行，于2017年12月达到101.72点，但3月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。进入2018年，各线城市调控政策持续高压，1~4月国房景气度持续回落，但得益于4月份央行定向降准改善外部资金流动性，5~6月期间国房景气度有所回升。

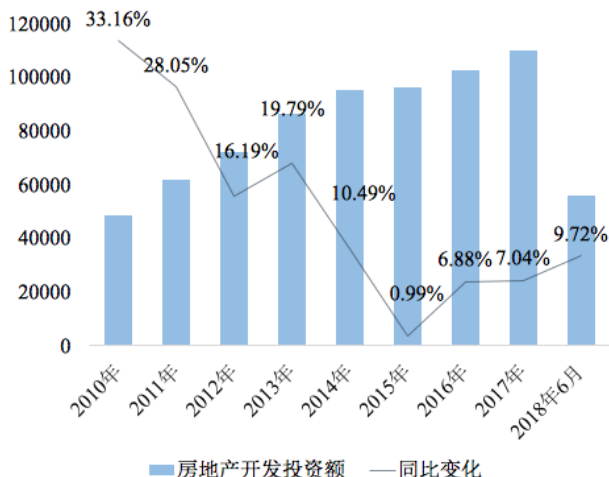
图1：2011~2018.H1 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图2：2010~2018.H1 全国房地产开发投资情况

单位：亿元



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，近年来房地产开发投资额保持增长，但增速有所放缓。受2014年国内经济整体下行、房地产销售疲软的影响，2014年和2015年房地产行业投资增速出现大幅回落；其中，2015年全国房地产开发投资95,979亿元，同比增长仅0.99%。受益于宽松的产业政策，2016年房地产行业全面回暖，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年累计完成房地产开发投资102,581亿元，同比增长6.88%，增速较上年上涨5.89个百分点。自2016年10月以来，各地房地产市场调控政策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平，2017年全国累计完成房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，全年整体增速与上年基本持平。2018年以来，各线城市调控政策持续高压，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼自有资金，加快房地产开发建设节奏，2018年1~6月全国房地产开发投资较上年同期增长9.7%至55,531亿元，增速较上年同期上升1.2个百分点。

房地产开发投资资金的到位情况方面，2015~2017年房地产开发企业到位资金分别为125,203亿元、144,214亿元和156,053亿元，年均复合增长率11.64%；同期增速分别为2.63%、15.18%和8.21%。从资金来源来看，随着房地产市场的回暖，房企资金来源中定金及预收款和个人按揭贷款规模及其占比呈快速上升态势，2015~2017年房企资金来源中定金及预收款和个人按揭贷款合计分别为49,182亿元、66,355亿元和72,600亿元，占比从2015年的39.28%上升至2017年的46.52%；但受按揭贷款利率持续上升影响，2017年定金及预收款和个人按揭贷款增速仅为9.41%，较2016年下降25.51个百分点。2015~2017年房企自筹资金和国内贷款规模呈上升趋势，分别为69,252亿元、70,645亿元和76,114亿元，占比分别为55.31%、48.99%和48.77%。2018年1~6月，房地产开发企业到位资金79,287亿元，较上年同期增长4.6%，增速下降6.6个百分点。其中，受外部资金环境紧缩影响，国内贷款和个人按揭贷款分别为12,292亿元和11,524亿元，同比分别下降7.9%和

4.0%；而自筹资金和定金及预收款同比分别增长9.7%和12.5%至25,541亿元和26,123亿元，占比分别为32.21%和32.95%。在去杠杆的环境下，房企资金压力上升，开发投资资金对其内部流动性资金的依赖性上升。

表 2：2015~2018.H1 房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%

指标	2015	2016	2017	2018.H1
资金来源合计	125,203	144,214	156,053	79,287
同比增长	2.6	15.2	8.2	4.6
其中：				
自筹资金	49,038	49,133	50,872	25,541
占比	39.17	34.07	32.60	32.21
同比增长	-2.7	0.2	3.5	9.7
国内贷款	20,214	21,512	25,242	12,292
占比	16.14	14.92	16.18	15.50
同比增长	-4.8	6.4	17.3	-7.9
利用外资	297	140	168	28
占比	0.24	0.10	0.11	0.00
同比增长	-53.6	-52.6	19.8	-73.1
定金及预收款	32,520	41,952	48,694	26,123
占比	25.97	29.09	31.20	32.95
同比增长	7.5	29.0	16.1	12.5
个人按揭贷款	16,662	24,403	23,906	11,524
占比	13.31	16.92	15.32	14.53
同比增长	21.9	46.5	-2.0	-4.0

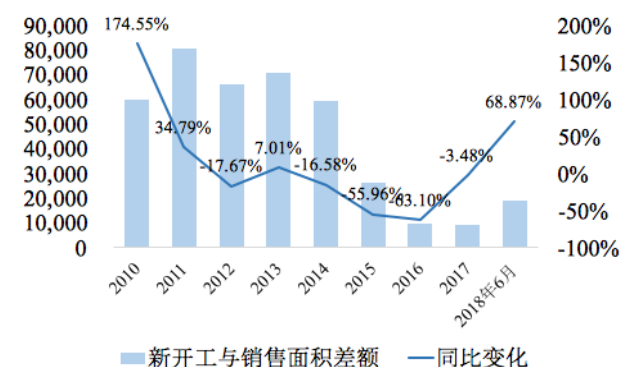
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，近年房地产新开工面积呈现波动下滑态势。具体来看，2015年房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎的态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，当期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导致短期内新增供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。2016年，在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下，房企纷纷加快开发节奏以及及时补充可售货源，全国房地产当年累计新开工面积166,928万平方米，同比上升8.1%。2017年，随着房地产政策的持续收紧，当期房地产开发企业房屋新开工面积为178,654万平方米，增速较

上年回落1.1个百分点至7.0%，同期全国商品房新开工面积与销售面积差额（差额=新开工面积-销售面积）为9,246万平方米，同比下降3.48%，商品房库存去化压力下降。在外部融资环境持续收紧的背景下，基于对内部流动性资金的需求，房企加快了项目新开工进度，2018年上半年房企新开工面积有所提高，当期房地产开发企业房屋新开工面积95,817万平方米，较上年同期增长11.8%；从新开工面积与销售面积的差额来看，2018年1~6月，全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长68.87%至18,674万平方米。

图 3：2010~2018.H1 商品房新开工与销售面积差额

单位：万平方米

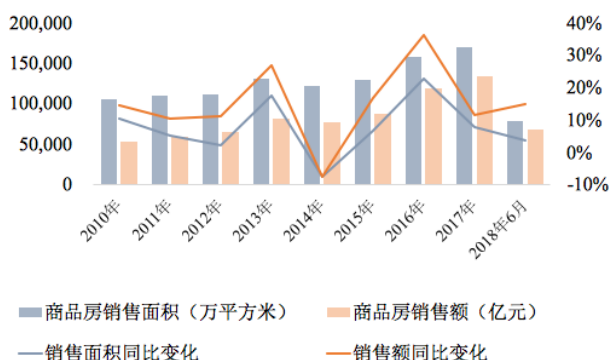


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从销售情况看，得益于频出的利好政策，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%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长6.9%和16.6%。2016年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当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，分别同比增长22.4%和34.8%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长22.4%和36.1%。2017年，全国商品房销售面积和销售额分别为169,408万平方米和133,701亿元，分别同比增长7.66%和13.67%，受2016年10月及2017年3月连续出台的房地产调控政策影响，增速均出现较大幅度放缓。值得注意的是，2017年办公楼及商业营业用房销售增长速度均高于住宅，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%。2018 年 1~6 月，全国商品房销售面积和销售额分别为 77,143 万平方米和 66,945 亿元，同比分别增长 3.3%和 13.2%，在各线城市调控政策持续高压的背景下，增速较上年同期分别下降 12.8%和 8.3%。

图 4：2010~2018.H1 商品房销售情况



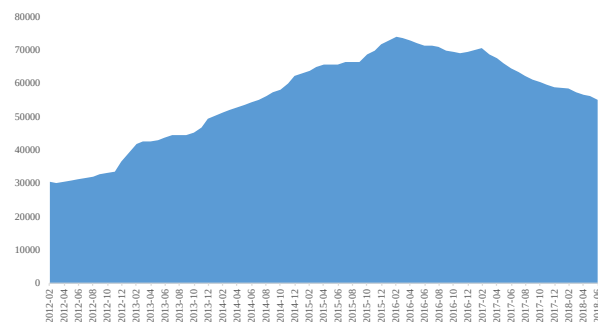
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从不同区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域，2017 年东部地区商品房销售额 74,439 亿元，同比增长 6.2%，销售额占比达 55.68%；同期中部地区商品房销售额 28,665 亿元，同比增长 24.1%；西部地区商品房销售额 25,231 亿元，同比增长 25.9%；东北部地区商品房销售额为 5,367 亿元，同比增长 21.8%。2018 年 1~6 月，东部地区实现商品房销售额 36,034 亿元，同比增长 3.9%，销售额占比达 53.83%；中部地区商品房销售额 14,476 亿元，同比增长 27.0%；西部地区商品房销售额 14,008 亿元，同比增长 28.2%，东部地区增速及占比持续下降。2017 年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售情况明显改善。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持续向上，2017 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2017 年 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%¹。受 2016 年 10 月以来房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017 年三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。2018 年 6 月，全国 100 个城市住宅均价为 12,642 元/平方米，较年初下降 9.49%；其中，一线城市住宅均价 41,644 元/平方米，较年初小幅增长 1.07%；二线城市住宅均价 13,383 元/平方米，较年初增长 5.51%；受益于热点城市调控政策趋严带来购房需求外溢，以及棚改货币化安置等因素的综合影响，三线城市 2018 年 6 月住宅均价较年初大幅增长 25.47%至 10,458 元/平方米。

图 5：2012~2018.H1 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

商品房库存方面，2015 年以来，尽管房地产投资速度有所放缓，同时销售情况有所回升，房地产市场供需差有所收窄，但供过于求的局面继续存在，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。2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房库存出现近年来首次下降；截至 2016 年末，全国商品房待售面积 6.95 亿平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。2017 年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品房库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 5.89 亿平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。

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、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。

截至 2018 年 6 月末，全国商品房待售面积进一步下降至 5.51 亿平方米，较上年末减少 3,800 万平方米。从去化周期来看，以 2018 年 1~6 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较 2017 年末进一步缩短至 4.28 个月；但考虑到 2018 年上半年全国商品房新开工面积有所增长，未来商品房新增供应将有所增加。

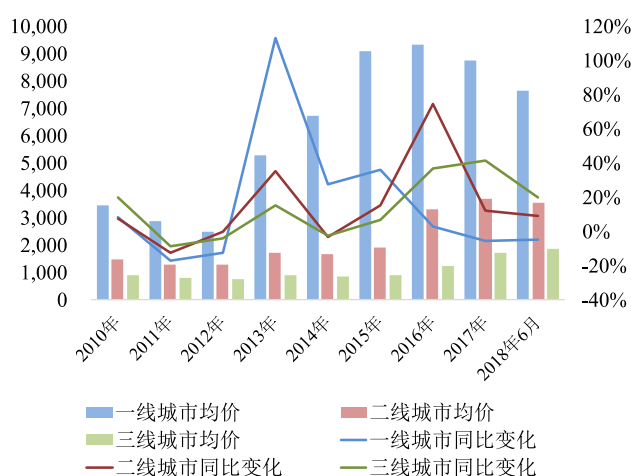
土地市场方面，近三年全国房地产用地供给小幅波动。根据国土资源局数据显示，2015~2017 年全国房地产建设用地供应面积分别为 119,800 万平方米、107,500 万平方米和 115,000 万平方米。土地成交面积受供应波动的影响亦有所波动，房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市，土地成交均价呈现上升趋势。2015~2017 年，我国房地产业开发企业购置土地面积分别为 22,811 万平方米、22,025 万平方米和 25,508 万平方米，同期土地成交价款分别为 7,622 亿元、9,129 亿元和 13,643 亿元。受此影响，2017 年房地产企业土地购置成本涨至 5,348.52 元/平方米，近三年年均复合增长率为 26.52%。2018 年 1~6 月，房地产开发企业土地购置面积和成交价款分别为 11,085 万平方米和 5,265 亿元，分别同比增长 7.2%和 20.3%，增速有所回落；同时受热点城市调控影响，整体地价下降明显，2018 年 1~6 月土地购置成本为 4,749.66 元/平方米。

从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交楼面均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交楼面均价的涨幅在 2013 年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交楼面均价则持续增长至 2016 年到达顶点，平均溢价率较 2015 年提升 15.6 个百分点至 41.94%，受土拍限价影响，2017 年以来一线城市土地成交楼面均价持续回落，2018 年上半年一线城市土地成交楼面均价及溢价率分别为 7,627.20 元/平方米和 8.43%。二线城市土地成交楼面均价于 2013~2015 年间小幅波动增长，而 2016 年二线城市土地成交楼面均价大幅增长 74.18%至 3,270.54 元/平方米，平均溢价率同比上升 35.63 个百分点至 56.26%，同样受土拍限价影响，2017 年以来土地市场热度持续减弱，2018 年上半

年二线城市土地成交楼面均价为 3,500.67 元/平方米，涨幅和溢价率分别回落至 8.71%和 18.80%。三线城市成交土地楼面均价于 2016 年以来维持高位增长，2016 年和 2017 年土地楼面均价涨幅分别达 36.65%和 41.35%，平均溢价率分别为 34.01%和 32.46%，2018 年上半年，三线城市土地成交楼面均价为 1,827.47 元/平方米，涨幅回落至 19.61%，平均溢价率则下降至 22.76%。

图 6：2010~2018.H1 各能级城市土地成交情况

单位：元/平方米



资料来源：WIND 数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大。受 2016 年 10 月份以来国内房地产政策持续收紧及政策区域分化加重的影响，房地产住宅市场销售增速有所放缓，不同能级城市分化明显。

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较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆续出台救市政策，房价止跌并快速回升。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。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公

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。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。2016年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016年8月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等21个城市相继出台了限购限贷政策。

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。从全国层面来看，2017年2月份，中国人民银行、银监会公布通知，在不实施限购措施的城市，家庭首套房的商业性个人住房贷款首付款比例可向下浮动5个百分点；对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，二套房再次申请商业性个人住房贷款的最低首付款比例调整为不低于30%。在国家因城施策、分类调控的背景下，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周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，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、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等；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。就各能级城市而言，一线城市仅广州针对居民家庭施行限售，北京、上海和深圳居民家庭不限售。

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，住房城乡建设部、国家发展改革委、公安部、财政部、国土资源部、人民银行、税务总局、工商总局、证监会等九部门在《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》中指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广州、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。2017年8月，国土资源部和住房城乡建设部印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，确定将在13个城市，开展集体建设用地建设租赁住房试点。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，多层次住房体系的加速推进，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

2018年，房地产行业受相关政策影响持续承压，四限政策依旧从紧执行，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二三线城市，并下沉至阜南、景洪等县级城市。3月，李克强总理在十三届全国人大一次会议《政府工作报告》里明确提出要健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法。7月，习近平主席在中央政治局会议上明确提出了政府下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨，并加快建立促进房地产市场平稳健康发展的长效机制。中央将继续坚持加强和完善宏观调控，同时从供给侧进一步发力，包括加快推进房地产税相关政策举措，加快推进租售同权等一系列配套政策的落实，促进长效机制建设，更好实现“房子是用来住而不是用来炒的”基本定位。

表 3：2017 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
2017.02	中国人民银行、银监会	中国人民银行、中国银监会要求在不实施“限购”的城市，居民家庭购买首套普通住房的商业性个人住房贷款，在最低首付 25% 的基础上可再下浮 5 个百分点；对拥有 1 套住房且房贷未结清的家庭，再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房，最低首付款比例调整为不低于 30%。
2017.03	国务院办公厅	《2017 年两会政府工作报告》指出，因城施策去库存，坚持住房的居住属性，落实地方政府主体责任，加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制；加强房地产市场分类调控，房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地，规范开发、销售、中介等行为。
2017.03~06	南京、广州、青岛、厦门、福州、珠海、惠州、成都等市政府及海南省住建厅	继地方政府相继出台限购、限贷政策后，部分城市出台限售令，规定新购买住房的，取得不动产权证书未满 2 年的，不得上市交易，不得办理转让公证手续；或新购买的住房须在取得不动产权证书满 3 年之后才能上市交易。
2017.07	住房和城乡建设部、国家发展改革委等九部门	《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》指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，以充分发挥国有企业在稳定租金和租期，积极盘活存量房屋用于租赁，增加租赁住房有效供给等方面的引领和带动作用。
2017.08	国土资源部和住房城乡建设部印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》	确定将在 13 个城市（第一批包括北京市，上海市，辽宁沈阳市，江苏南京市，浙江杭州市，安徽合肥市，福建厦门市，河南郑州市，湖北武汉市，广东广州市、佛山市、肇庆市，四川成都市），开展集体建设用地建设租赁住房试点。
2017.08	全国土地利用管理工作会议	大力实施节约集约用地，以盘活利用“批而未供土地、闲置土地、城镇低效用地”为主攻方向，推动节约集约用地向纵深发展。
2017.10	十九大报告	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，让全体人民住有所居。
2017.12	中央经济工作会议	促进房地产市场平稳健康发展。要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。
2018.03	十三届全国人大一次会议 2018 年《政府工作报告》	健全地方税体系，按照“立法先行、充分授权、分步推进”的原则，稳妥推进房地产税立法。
2018.07	中央政治局会议	坚决遏制房价上涨。下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

在房地产行业政策及融资环境趋于收紧的背景下，房地产企业内外部流动性来源收紧，融资成本上升。随着房企信用债到期高峰的来临，其资金平衡能力面临更高挑战。

2016 年，在相对宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，房地产企业签约销售金额增长明显，为其带来了较为充足的内部流动性来源。2016 年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额占比由上年的 39.28% 上升为 46.01%，金额为 66,355.08 亿元，同比增长 34.92%，较上年同期增速上升 22.89 个百分点。但受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约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及预收

款和个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，增速下降 25.51 个百分点；2018 年上半年，房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 37,647 亿元，较上年同期增速下降 6.9 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，一直以来银行贷款是房企融资的主要方式之一，2016 年和 2017 年房地产开发资金来源于银行贷款资金分别为 18,158 亿元和 20,485 亿元，分别同比上升 4.3% 和 12.80%；而受融资环境趋紧影响，2018 年上半年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 9,987.75 亿元，较上年同期下降 10.30%。2016 年前三季度房企公司债发行政策仍相对宽松，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，2016 年融资环境相对宽松，融资成本整体均处于较低水平。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情况来看，2018~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧、融资成本上升及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

近年来房地产企业利润空间不断被压缩，行业内兼并收购现象明显，房地产行业集中度进一步提升，具有规模优势的房地产企业可获得更多的流动性补充。

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，2017 年房地产收购交易数量超过 480 笔，交易金额达 5,000 多亿元，较 2016 年同比增长 31%。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%，占比超过一半；TOP20 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。2018 年 1~6 月，TOP100 房企销售额集中度较上年末上升 13.80 个百分点至 69.30%，在融资及房地产行业调控政策持续收紧背景下，房企规模分化格局将会持续加大，集中度也将进一步提升。

表 4：2015~2018.H1 国内房企销售额集中度

	2015	2016	2017	2018.H1
TOP3	7.67%	8.88%	12.00%	15.40%
TOP10	17.05%	18.35%	24.10%	29.90%
TOP20	23.06%	24.73%	32.50%	40.60%
TOP50	32.07%	34.59%	45.90%	58.20%
TOP100	40.05%	43.92%	55.50%	69.30%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

竞争实力

区域竞争优势明显

作为起步于成都、成长于成都的房地产企业，经过多年发展，蓝光发展在成都区域内成功运作了多个房地产项目，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。根据克而瑞统计的 2015~2017 年数据及中国指数研究院统计的 2018 年 1~9 月数据，蓝光发展分别位列成都市房企销售排名第二、第三、第四、第四。此外，公司在成都区域内拥有较大规模的土地储备，截至 2018 年 9 月末，公司在成都区域合计拥有土地储备可售面积约 657.95 万平方米，为其持续保持成都区域竞争优势奠定基础。

较为优质且分散的土地储备

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，公司不断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加强成都市以外的项目拓展力度。目前公司在全国 6 大区域完成布局，包括成都区域、北京区域、华中区域、滇渝区域、华东区域和华南区域等，已进入成都、重庆、昆明、青岛、北京、苏州、无锡、长沙、合肥、武汉等 55 个城市。截至 2018 年 9 月末，公司土地储备可售面积为 1,969.58 万平方米²，成都区域土地储备占比为 33.41%；成都区域以外地区土地储备占比为 66.59%，其中滇渝、华东、华中、华南和北京区域储备项目可售面积占比分别为 9.41%、19.96%、7.72%、14.46%和 15.04%。总体来看，蓝光发展土地储备资源较为优质，区域布局逐渐分散且更趋合理，抵御单一区域房地产市

² 土地储备可售面积=竣工未售面积+在建未售面积+拟建可售面积

场环境风险的能力趋强。

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。2015~2017 年和 2018 年 1~9 月，公司分别实现营业收入 175.98 亿元、213.29 亿元、245.53 亿元和 142.78 亿元，其中房地产开发收入占营业收入的比重分别为 91.36%、93.68%、93.33%和 86.93%。

表 5：2015~2018.Q3 公司营业收入分板块情况

单位：亿元

业务板块	2015	2016	2017	2018.Q3
房地产销售	160.77	199.80	229.16	124.12
医药	4.47	5.53	7.82	7.70
其他业务收入	10.74	7.96	8.55	10.97
合计	175.98	213.29	245.53	142.78

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、重庆为核心的西部区域，以及华东、华中、华南及北京区域，覆盖成都、重庆、昆明、北京、合肥、西安、长沙、苏州、南昌、惠州等多个城市，形成了刚需住宅产品“COCO”系列和“金悦派”、“公园系”、“雍锦系”改善住宅产品系列，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。近三年公司项目在建面积和新开工面积增长较快。2015~2017 年和 2018 年 1~9 月，公司在建面积分别为 538.44 万平方米、572.98 万平方米、822.48 万平方米和 1,215.31 万平方米，新开工面积分别为 266.54 万平方米、349.45 万平方米、530.90 万平方米和 673.50 万平方米；同期，竣工面积相对稳定，分别为 291.61 万平方米、315.72 万平方米、273.07 万平方米和 145.07 万平方米。较大的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出了更高要求。

表 6：2015~2018.Q3 公司开工及竣工情况

单位：万平方米

指标	2015	2016	2017	2018.Q3
新开工面积	266.54	349.45	530.90	673.50
竣工面积	291.61	315.72	273.07	145.07
在建面积	538.44	572.98	822.48	1,215.31

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

在建项目方面，截至 2018 年 9 月末，公司在建项目合计 76 个，剩余可售面积为 881.99 万平方米³。从投资规模来看，截至 2018 年 9 月末公司在建项目预计总投资额为 1,551.64 亿元，已投资 899.40 亿元，尚需投资 652.24 亿元。区域分布方面，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、合肥、无锡、西安、南昌、武汉、苏州、南京、北京、天津、青岛、太原等城市。截至 2018 年 9 月末，公司在成都区域内在建项目剩余可售面积占比合计为 33.78%，华东、滇渝、北京、华中和华南区域在建项目剩余可售面积占比分别为 28.85%、11.54%、19.84%、4.08%和 1.91%。总体来看，公司目前在建项目中位于成都区域剩余可售面积占比较大，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。

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。2015~2017 年公司分别实现房地产销售面积 215.68 万平方米、281.60 万平方米和 609.27 万平方米，近三年年均复合增长率为 68.07%；销售金额 182.48 亿元、301.35 亿元和 581.52 亿元，近三年年均复合增长率为 78.51%。2018 年 1~9 月公司实现销售面积 600.83 万平方米，销售金额 670.82 亿元。受益于公司高周转的经营策略和充足的可售资源，近年来公司签约销售规模快速上升。

³ 在建项目剩余可售面积=在建项目总可售面积-在建项目已售面积

表 7：2015~2018.Q3 公司业务运营情况

单位：亿元、万平方米

指标	2015	2016	2017	2018.Q3
销售面积	215.68	281.60	609.27	600.83
销售金额	182.48	301.35	581.52	670.82
结算面积	186.40	234.80	262.62	133.60
结算金额	160.77	195.89	220.99	117.27

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售区域分布来看，成都区域对公司经营业绩贡献最大，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月销售金额分别为 88.82 亿元、107.41 亿元、237.76 亿元和 239.26 亿元，分别占总销售金额比重为 48.68%、

35.64%、40.89%和 35.67%。此外，随着公司业务布局扩散，其他地区销售金额均有所上涨。2017 年滇渝、华东、华中和北京地区分别实现销售金额 94.94 亿元、101.00 亿元、105.10 亿元和 39.66 亿元，近三年年均复合增长率分别为 57.67%、117.50%、117.63%和 82.46%，分别占当年销售总额的 16.33%、17.37%、18.07%和 6.82%。公司华南区域项目自 2017 年开始贡献销售金额，当年实现销售金额 3.06 亿元，2018 年 1~9 月实现销售金额 29.29 亿元。

表 8：2015~2018.Q3 公司销售区域分布情况

单位：万平方米、亿元

城市	2015 年		2016 年		2017 年		2018.Q3	
	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
成都区域	104.19	88.82	132.57	107.41	295.52	237.76	263.69	239.26
滇渝区域	48.68	38.19	43.28	36.13	110.95	94.94	98.51	101.86
华东区域	25.71	21.35	38.62	63.33	81.17	101.00	128.50	180.23
华中区域	28.10	22.19	56.19	73.28	92.63	105.10	54.77	64.45
华南区域	0.00	0.00	0.00	0.00	1.76	3.06	18.48	29.29
北京区域	8.69	11.91	10.94	21.20	27.24	39.66	36.87	55.74
合计	215.68	182.48	281.60	301.35	609.27	581.52	600.83	670.82

注：1、成都区域包括成都、西安、峨眉、南充、自贡、泸州、达州和邛崃等城市；滇渝区域包括昆明和重庆等城市；华东区域包括嘉兴、苏州、无锡、南京、杭州、宁波、扬州、宿迁和南通等城市；华中区域包括合肥、南昌、武汉、长沙等城市；华南区域包括广州、佛山和惠州等城市；北京区域包括北京、天津、郑州、太原、青岛、张家口和烟台等城市；

2、上表中部分合计数据的尾差系四舍五入所致。

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 2015~2017 年结算面积分别为 186.40 万平方米、234.80 万平方米和 262.62 万平方米，年均复合增长率为 18.70%；结算金额分别为 160.77 亿元、195.89 亿元和 220.99 亿元，年均复合增长率为 17.24%，主要来自于成都区域、滇渝、华东、华中等区域。

获取土地方面，近年公司在坚持深耕成都区域的同时，继续强化全国化布局战略，成功获取多幅土地资源。近年来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，2015~2017 年，公司分别新增土地储备项目 15 个、15 个和 30 个，新增土地储备面积分别为 279.86 万平方米、281.94 万平方米和 592.72 万平方米。2018 年 1~9 月，公

司加快土地扩张速度，一方面在核心传统优势的成都区域、武汉等华中区域、江阴、徐州等华东区域加大拿地力度，另一方面亦进入余姚、南州、茂名、滁州、晋州等三、四城市，当期新增土地储备项目 73 个，新增土地储备面积 899.36 万平方米。

表 9：2015~2018.Q3 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.Q3
新增项目数	15	15	30	73
新增土地储备建筑面积	279.86	281.94	592.72	899.36
新增土地总金额	100.20	102.90	200.10	199.70

注：新增土地储备面积为计容建筑面积

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 9 月末，公司土地储备可售面积为 1,969.58 万平方米，权益可售面积 1,426.85 万平方米。按照目前销售体量测算，公

司现有土地储备规模可满足其未来2~3年左右的经营需求，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9月末，成都区域土地储备可售面积为657.95万平方米，占总储备面积的33.41%；成都区域以外地区土地储备占比为66.59%，其中滇渝、华东、华中、华南和北京区域储备项目可售面积占比分别为9.41%、19.96%、7.72%、14.46%和15.04%。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。

此外，公司还将持有部分物业对外出租，主要包括金荷花、高盛中心、北京蓝光云鼎、罗马假日C座、世纪电脑城等商业项目，截至2018年9月末，公司对外租赁的物业合计面积31.77万平方米。2015~2017年及2018年1~9月分别实现租金收入1.06亿元、0.99亿元、1.22亿元和1.20亿元。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股份有限公司（以下简称“嘉宝股份”），其旗下拥有2家全国物业管理一级资质的物业公司。截至2017年末，嘉宝股份已进驻全国25个城市，管理和项目超过300个，受托管理面积逾5,000万平方米；生活家联盟企业超过40家，累计签约逾1.2亿平方米。2015~2017年，公司物业管理收入分别为3.22亿元、4.55亿元和6.58亿元，呈现逐年上升态势。

生物医药

公司生物医药板块的业务主要由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。目前迪康药业主要产品有国家“863”项目“可吸收骨折内固定螺钉”及“可吸收医用膜”，国家一类新药“安可妥”（盐酸吡格列酮片）、国家二类新药“安斯菲”（雷贝拉唑钠肠溶片）、鼻炎、小儿系列的中药制剂等。截至2018年6月末，公司生物制药板块已生产品种253个，现有药品批准文号364个，其中化学药及其制剂309个，中成药51个；含国家级新药6个，国家中药保护品种1个，分属19个剂型，公司现有26条药品生产线。

近年来公司生物医药板块的业务结构进行了优化，退出盈利能力整体较差的药品零售终端业务，专注于消化系统用药和生物医学材料器材的生产和销售，主要医药产品的销售规模、市场份额保持增长。其中，雷贝拉唑钠肠溶片和通窍鼻炎颗粒市场占有率位列同类品种前列；可吸收医用膜占据国内固态防粘连产50%以上的市场份额。2015~2017年，公司生物医药板块分别实现营业收入4.47亿元、5.53亿元和7.82亿元，对公司收入贡献度有所提升。

表 10：近年来公司主要产品销售情况

单位：万盒、万张、万枚、万元

产品	2015 年		2016 年		2017 年		2018.H1	
	销售量	销售金额	销售量	销售金额	销售量	销售金额	销售量	销售金额
安斯菲	603.02	13,477.63	898.26	18,777.63	1,022.93	26,941.07	612.59	15,786.19
可吸收医用膜	28.46	3,438.71	33.00	4,007.50	39.06	5,354.66	15.32	2,902.96
可吸收内固定螺钉	1.56	819.52	1.46	920.70	1.32	1,204.81	0.58	545.75
通窍鼻炎颗粒	371.07	3,684.70	542.86	4,520.09	560.97	6,380.52	420.27	5,963.23

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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“蓝光英诺”）致力于以自主研发的核心技术推动3D生物打印技术的应用，目前已经形成医疗影像云平台、生物墨

汁、3D生物打印机和打印后处理系统四大技术体系。2016年5月，蓝光英诺与四川大学华西医院签订《3D生物打印血管体内移植动物实验研究》技术开发委托合同，正式开始3D生物打印血管动物

实验。2016 年 12 月，蓝光英诺 3D 生物打印血管植入恒河猴体内实验取得成功；2017 年，公司启动 3D 生物打印血管项目 FDA 临床试验申报，根据 FDA 技术指导意见，蓝光英诺完成 3D 生物打印血管临床应用标准化并在恒河猴 3D 生物打印血管在体实验成功并持续观察的基础上，开展大动物（猪）体内 3D 生物打印血管移植实验。蓝光英诺针对不同技术突破量身定做专利保护策略，截至 2018 年 6 月末已提交专利申请 145 项（其中 41 项已获授权），获得软件著作权登记证书 7 项，商标证书 103 项。

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快速增长，区域布局进一步分散，更趋合理。但同时，我们也关注到，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标组织开发内部控制评价工作。

股权激励制度方面，公司为充分调动公司高级管理层及核心骨干员工的积极性，结合实际情况确定激励对象，并由公司根据员工职位、任职年限、能力及业绩等因素确定，并报公司股东会批准。激励方式为通过成都蓝享科技有限公司作为普通合伙人，激励对象作为有限合伙人，共同投资成立股权激励持股平台向公司增资，间接持有公司股权。

总体看，公司建立了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

公司顶层战略架构设计为取“人居蓝光+生命蓝光”的双擎驱动，并通过投资创新、产品创新、技术创新和互联网创新实现转型升级。

人居蓝光板块方面，公司将坚持集中化战略、集中资源和精力聚焦于房地产主业的发展，用金融创新和互联网创新变革传统地产业务运作模式：

（1）投资为王战略：坚持聚焦深耕“高价值、高增值、低存量”区域的价值投资理念，抓住行业资源整合、收购兼并机会，把投资能力打造成为蓝光的核心竞争力之一。（2）改善型产品战略：坚持聚焦改善型住宅产品战略，实施“80%标准化复制+20%属地化创新”相结合的产品策略，坚决走绿色健康、科技化、智能化产品路线。与四川嘉宝资产管理集团股份有限公司（以下简称“嘉宝股份”）协同，实施“智能家庭+智慧社区”的双智战略。（3）深度推进地产与金融创新、互联网创新的结合，通过互联网创新实现由传统营销模式向现代营销模式的转型。（4）继续扩张东进，南向全国性战略布局的同时，前瞻性地布局存量房市场。通过打造“文商旅”商业模式，培育商业地产核心竞争力与盈利能力，重在提升资本化运作、资产经营与管理能力。

（5）人力资源战略：清晰支撑公司战略发展的现

代人力资源职能角色定位，包括人才先行战略和蓝光共享机制。（6）现代服务业：坚定走“平台化、规模化、市场化、资本化”发展路径。聚焦“业主、开发商”两大客户，以物业服务为核心、以生活家平台为载体，构建具有云平台特征、智慧化“生活家服务体系”新型商业模式，并以大数据驱动服务升级、消费升级，打造国内领先的社区综合性服务平台。

生命蓝光板块方面，公司以核心技术研发为发展引擎，实现“技术与资本”共同推动，实现 3D 生物血管打印产业与生物医药产业的协同发展。（1）3D 血管打印业务：聚焦研发，尤其是 3D 生物血管打印技术的临床转化及应用，在保持全球技术领先的同时，加快商业化进程；回归到高科技创业企业的运作模式，以干细胞 3D 生物打印血管为突破口，由市场推动型转为技术与资本推动型。（2）医药业务：成都迪康药业依托现有资源拓展市场，紧跟国家政策导向，通过并购与自身发展快速做大营收规模和利润。

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 2015~2017 年度财务报表审计报告和未经审计的 2018 年 9 月财务报表。

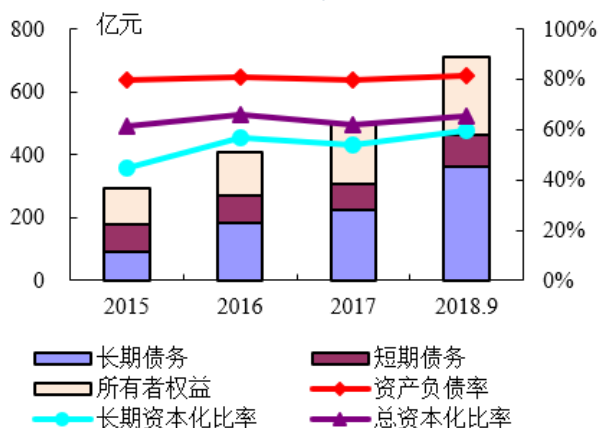
资本结构

近年来公司资产规模呈快速增长态势，2015~2017 年末公司总资产分别为 562.44 亿元、733.65 亿元和 952.40 亿元，年均复合增长率为 30.13%。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 448.93 亿元、593.55 亿元和 761.94 亿元，年均复合增长率达 30.28%。自有资本方面，受益于永续债的发行和利润留存等，2015~2017 年末公司所有者权益合计分别为 113.51 亿元、140.10 亿元和 190.46 亿元，年均复合增长率 29.53%。

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。2015~2017 年末，公司资产负债率分别为 79.82%、80.90% 和 80.00%；净负债率分别为 109.16%、126.72% 和 94.69%；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，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，并发行 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%。

另截至 2018 年 9 月末，公司资产合计 1,334.37 亿元，较上年末增长 40.11%，增长主要来自于业务规模扩张带来存货规模上升，合作项目增多带来其他应收款及长期股权投资规模增长，以及货币资金增长等；负债合计 1,087.89 亿元，较上年末增长 42.78%，增长主要来自于债务规模及预收款项的增长；所有者权益为 246.48 亿元，较上年末增长 29.42%，增长来自于少数股东权益增长；公司资产负债率和净负债率分别为 81.53% 和 122.07%；永续债调整后资产负债率和净负债率分别为 84.50% 和 164.71%。

图 7：2015~2018.Q3 公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产主要由流动资产构成，2015~2017 年末公司流动资产分别为 494.71 亿元、644.58 亿元和 852.20 亿元，年均复合增长率为 31.25%。公司流动资产主要由货币资金、存货、预付款项、其他应收款和其他流动资产构成。受购房回款良好和金融机构借款增加的影响，公司货币资

金大幅增长。2015~2017 年，公司货币资金分别为 55.86 亿元、91.71 亿元和 128.04 亿元，年均复合增长率为 51.40%。其中受限资金分别为 0.34 亿元、1.76 亿元和 13.96 亿元，主要系借款保证金。同期末，公司存货账面价值分别为 392.88 亿元、505.95 亿元和 630.93 亿元。其中，截至 2017 年末，公司存货中开发产品账面价值为 116.00 亿元，开发成本账面价值为 513.38 亿元，分别占存货比重为 18.39% 和 81.37%。预付款项方面，2015~2017 年末分别为 20.35 亿元、19.34 亿元和 35.28 亿元，主要系土地款、土地保证金及预付工程款。受公司房地产业务规模扩大，土地款支付及建设工程款增多影响，2017 年公司预付款项较上年末大幅增长 82.42%。其他应收款方面，2015~2017 年分别为 10.01 亿元、8.97 亿元和 26.16 亿元，主要由往来款、股权转让款和备用金构成。2017 年末其他应收款中往来款为 24.28 亿元，主要为公司与合营、联营企业之间往来款。其他流动资产方面，2015~2017 年末分别为 11.56 亿元、13.16 亿元和 23.23 亿元，主要系按照税法规定预提和预缴的相关税费。

截至 2018 年 9 月末，公司流动资产规模进一步上升至 1,195.32 亿元，较上年末增长 40.26%。其中货币资金为 163.93 亿元，较上年末增长 28.03%，主要系销售回款及筹资性现金流入增多所致；存货余额为 892.33 亿元，较上年末增长 41.43%，主要系公司当期在建项目的持续投入及新增土地储备较多所致；预付款项为 43.52 亿元，较上年末增长 23.35%，主要系预付土地款和工程款增长所致；其他应收款为 51.28 亿元，较上年末增长 96.06%，主要系合联营企业和合作方往来款增长所致；其他流动资产为 32.78 亿元，较上年末增长 41.09%，主要系预提税费增加所致。

非流动资产方面，2015~2017 年公司非流动资产分别为 67.73 亿元、89.06 亿元和 100.20 亿元，占期末总资产的比重分别为 12.04%、12.14% 和 10.52%。其中，投资性房地产、长期股权投资和递延所得税资产为非流动资产的主要构成部分。其中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。2015~2017 年末公司投资性房地产净额分别为 37.82 亿元、44.98 亿元和 44.54 亿元。长期股权投资方面，2015~2017 年末分别为 2.63 亿元、9.53 亿元和 14.11 亿元。2016 年长期股权投资大幅增长 262.40%，主要系公司子公司无锡悦榕投资有限公司对无锡市悦辉房地产发展有限公司投资 9.31 亿元所致，因子公司仅作为财务投资人，故纳入长期股权投资范围；2017 年末长期股权投资同比增长 48.16%，主要系投资合联营企业增多所致。递延所得税资产 2015~2017 年末分别为 7.51 亿元、12.73 亿元和 20.25 亿元，主要为资产减值准备、预售商品房预征所得税和可抵扣亏损所产生的递延所得税资产。2016 年末公司递延所得税资产净额较上一年末增长 69.36%，主要是销售规模扩大预缴所得税增加和本期新成立项目公司较多导致未来公司可抵扣亏损递延增加所致。2017 年末，公司递延所得税资产净额较 2016 年末增长 59.15%，主要是本期公司销售规模扩大，预收房款预计利润对应递延所得税增加。

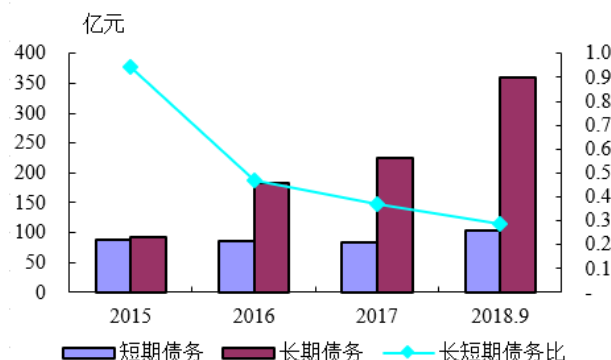
截至 2018 年 9 月末，公司非流动资产增长至 139.05 亿元，较上年末增长 38.77%。其中，同期末公司投资性房地产为 51.56 亿元，较上年末增长 15.77%，主要系存货、固定资产和在建工程转入投资性房地产所致；长期股权投资为 32.98 亿元，较上年末增长 133.65%，主要系公司合作项目增多所致；递延所得税资产为 20.94 亿元，较上年末增长 3.41%。

负债方面，公司负债由预收款项、其他应付款和有息债务构成。2015~2017 年公司预收款项分别为 161.30 亿元、201.81 亿元和 314.14 亿元，年均复合增长率为 39.56%，主要由预收售房款构成，近年来随着公司业务规模扩大，公司预收售房款规模保持上升趋势。2015~2017 年公司其他应付款分别为 22.25 亿元、28.89 亿元和 35.06 亿元，年均复合增长率为 25.53%，主要为各种保证金、往来款项和股权转让款等。另截至 2018 年 9 月末，受益于公司经营规模扩张，预收款项增长至 508.16 亿元，较上年末增长 61.76%。同期末，其他应付款为 47.17 亿元，较 2017 年年末增长 34.54%，主要系往来款

大幅增长所致。

从有息债务规模来看，公司业务发展对外部融资的依赖程度较高，其债务规模呈现上升趋势。2015~2017 年公司总债务分别为 179.77 亿元、269.24 亿元和 308.39 亿元，年均复合增长率为 30.97%。债务期限结构方面，2015~2017 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.94 倍、0.47 倍和 0.37 倍，近年来其债务期限结构有所优化。截至 2018 年 9 月末，公司总债务 464.81 亿元，较上年末上升 50.72%，长短期债务比为 0.29 倍，债务期限结构进一步优化。

图 8：2015~2018.Q3 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

所有者权益方面，公司所有者权益主要由股本、其他权益工具、资本公积、未分配利润和少数股东权益构成。2015~2017 年末公司股本分别为 21.36 亿元、21.35 亿元和 21.32 亿元，保持稳定；其他权益工具金额分别为 0.00 亿元、7.80 亿元和 45.53 亿元。其中，2016 年末其他权益工具系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在本年末余额为 7.8 亿元；2017 年末其他权益工具系公司新增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向发行人发放无固定期限贷款 8 亿元，以及 2017 年 10 月发行总额为 30 亿元的永续中期票据。未分配利润方面，受益于公司规模扩大留存收益累积，近年来未分配利润有所增长，2015~2017 年末分别为 41.23 亿元、47.32 亿元和 56.96 亿元。少数股东权益方面，近年来随着公司规模扩张，合作项目增多，少数股东权益有所增长，2015~2017 年末，少数股东权益分别为 24.60 亿元、40.38 亿元和 45.02 亿元，年均复合增长率为 35.26%。

截至 2018 年 9 月末，公司所有者权益增长至 246.48 亿元，较上年末增长 29.42%。同期末，公司股本为 29.84 亿元，较上年末增长 39.97%，主要系公司资本公积转增股本 85.27 万股所致；其他权益工具为 39.70 亿元，较上年末下降 12.80%，主要系偿还部分永续债所致；未分配利润为 64.17 亿元，较上年末增长 12.66%，主要是公司留存收益增多所致；少数股东权益为 99.02 亿元，较上年末大幅增长 119.97%，主要系公司当期合作项目增多所致。

总体来看，随着近年来公司经营规模快速扩张，资产总额大幅增长。此外，受益于其他权益工具的发行、留存收益的积累以及少数股东权益的增加，公司所有者权益不断增长。但业务规模的快速增长使得公司资本支出较大，外部融资需求显著，其杠杆比率维持在较高水平。

流动性

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。2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司流动资产占同期末资产总额的比重分别为 87.96%、87.86%、89.48%和 89.58%。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。

表 11：2015~2018.Q3 公司流动资产分析

项目	2015	2016	2017	2018.Q3
流动资产/总资产	87.96%	87.86%	89.48%	89.58%
存货/流动资产	79.42%	78.49%	74.04%	74.65%
货币资金/流动资产	11.29%	14.23%	15.03%	13.71%
(存货+货币资金)/流动资产	90.71%	92.72%	89.07%	88.36%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

存货方面，近年来公司业务拓展迅速，在建项目的持续推进使其存货余额增长较快。2015~2017 年末公司存货净额分别为 392.88 亿元、505.95 亿元和 630.93 亿元，其中 2017 年末，公司存货余额同比增加 24.70%。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占比不高。2017 年末公司存货中已完工开发产品和在建项目的开发成本占比分别为 18.39%和 81.37%。值得注意的是，成都蓝光东方天地、无锡 COCO 蜜园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。截至 2018 年 9 月末，公司存货净额为 892.33 亿元，其中开发产品和开发成本分别占存货比重的 15.73%和 83.88%，开发产品主要为东方天地、成都雍景阁、无锡 COCO 蜜园等项目，占比有所下降。整体来看，较大规模的在建项目给公司未来经营业绩提供保障的同时，亦给其后续开发资金提出了较高要求。

表 12：2015~2018.Q3 公司存货结构分析

单位：亿元、%

	2015	2016	2017	2018.Q3
存货	392.88	505.95	630.93	892.33
已完工开发产品	80.23	106.32	116.00	140.37
已完工开发产品/存货	20.42	21.01	18.39	15.73
在建开发产品	311.89	398.77	513.38	748.49
在建开发产品/存货	79.39	78.82	81.37	83.88

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 2018 年 9 月末，公司受限制货币资金 6.25 亿元，存货、投资性房地产、固定资产和在建工程中已设立抵押贷款的金额分别为 397.92 亿元、35.88 亿元、5.33 亿元和 1.29 亿元，受限资产合计 447.67 亿元，占同期末总资产的比例为 33.55%。

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，其资产周转速度保持较好水平。2015~2017 年公司存货周转率分别为 0.34 次、0.36 次和 0.32 次，同期总资产周转率分别为 0.33 次、0.33 次和 0.29 次。

表 13：2015~2017 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

从现金流来看，2015~2017 年公司经营活动净现金流分别为 14.30 亿元、-26.88 亿元和 75.54 亿元。其中 2017 年公司经营性现金流呈现大幅净流入状态，主要系当年公司销售规模大幅提升带来回款的增多所致。2015~2017 年公司投资性净现金流分别为 -2.55 亿元、-21.24 亿元和 -95.26 亿元，净流出量逐年增长，主要系公司在规模扩张过程中股权收购、合作项目增多所致。综上，2015~2017 年公司非筹资性现金流分别为 11.76 亿元、-48.12 亿元和

-19.72 亿元，未能对债务本息形成保障。2018 年 1~9 月，受公司经营规模扩张和拿地增加等影响，当期经营性净现金流呈净流出状态，为-38.54 亿元。同期投资性净现金流为-74.21 亿元，主要系公司当期股权收并购、合作项目投入较多所致。

货币资金方面，近年公司年末手持货币资金规模保持增长，2015~2017 年末，货币资金分别为 55.86 亿元、91.71 亿元和 128.04 亿元，受短期债务下降影响，近三年公司货币资金/短期债务呈改善趋势，2017 年末为 1.54 倍，货币资金能够对短期债务形成覆盖。2018 年 9 月末，公司货币资金为 163.93 亿元，同期末货币资金/短期债务为 1.58 倍。

表 14：2015~2018.Q3 公司部分流动性指标

	2015	2016	2017	2018.Q3
货币资金（亿元）	55.86	91.71	128.04	163.93
经营活动现金流净额（亿元）	14.30	-26.88	75.54	-38.54
经营净现金流/短期债务（X）	0.16	-0.31	0.91	-0.50
货币资金/短期债务（X）	0.64	1.07	1.54	1.58

注：2018 年 9 月经营净现金流/短期债务指标经年化处理。

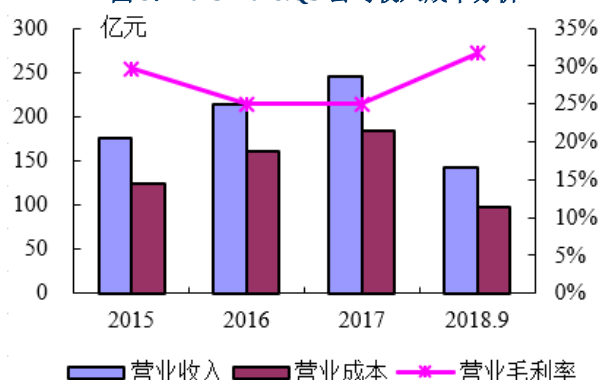
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，受公司在建项目及业务规模扩大影响，经营活动现金流波动幅度较大，但近年公司坚持快周转的经营策略，存货周转速度处于较好水平。同时，随着年末手持货币资金的增加，公司手持货币资金规模对短期债务覆盖程度逐年提升，流动性有所增强。

盈利能力

公司收入主要来自于房地产开发与销售，2015~2017 年分别实现营业收入 175.98 亿元、213.29 亿元和 245.53 亿元，年均复合增长率为 18.12%，持续保持增长。营业毛利率方面，受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呈现波动趋势。2015~2017 年公司营业毛利率分别为 29.65%、24.97%和 25.04%。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 142.78 亿元，同比增长 31.13%；毛利率为 31.64%，同比上升 6.49 个百分点。截至 2018 年 9 月末，公司预收款项为 508.16 亿元，较 2017 年末增长 61.76%，待结转资源较为丰富，为其未来经营业绩提供一定保障。

图 9：2015~2018.Q3 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，随着业务规模的扩大，公司销售及管理费用随之增长，2015~2017 年三费合计分别为 16.89 亿元、20.25 亿元和 26.29 亿元。近三年期间费用占营业收入的比重呈现波动，分别为 9.60%、9.49%和 10.71%，公司期间费用控制能力有待提升。2018 年 1~9 月，公司三费合计为 20.80 亿元，占当期营业收入的比例为 14.57%。

表 15：2015~2018.Q3 公司三费分析

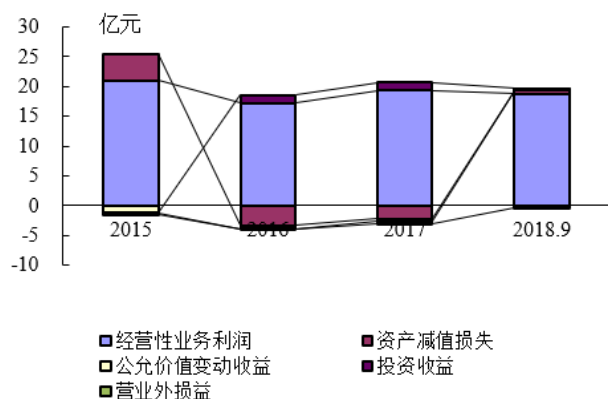
指标	2015	2016	2017	2018.Q3
销售费用（亿元）	7.51	9.39	12.45	10.39
管理费用（亿元）	6.17	7.51	9.68	9.11
财务费用（亿元）	3.22	3.35	4.16	1.30
三费合计（亿元）	16.89	20.25	26.29	20.80
营业总收入（亿元）	175.98	213.29	245.53	142.78
三费收入占比（%）	9.60	9.49	10.71	14.57

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构成。2015~2017 年公司经营性业务利润分别为 20.99 亿元、17.18 亿元和 19.30 亿元，2016 年经营性业务利润受毛利空间下滑影响有所下降，2017 年受益于收入规模的提升，公司经营性业务利润有所回升。公司资产减值损失主要为对存货中车位进行计提减值，2015~2017 年分别为 4.52 亿元、3.37 亿元和 2.16 亿元。综上，公司 2015~2017 年取得利润总额 15.01 亿元、14.68 亿元和 17.74 亿元；净利润分别为 9.54 亿元、8.90 亿元和 12.51 亿元。同期，公司所有者权益收益率分别为 8.41%、6.35%和 6.57%。2018 年 1~9 月，公司经营性业务利润为 18.83 亿元，同比增长 137.38%，主要系当期公司收入和毛利水平大幅提升所致；实现利润总额 18.25 亿元，同比增长 152.72%；同期实现净利润 12.94

亿元，同比增长 147.24%。

图 10：2015~2018.Q3 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，近年来公司营业收入保持持续增长，待结算资源规模较大，为其未来经营业绩提供一定保障。但受公司产品定位以及结算项目区域分布不同影响，营业毛利率呈波动趋势。

偿债能力

近年来公司的债务规模呈快速增长态势，2015~2017 年，公司总债务分别为 179.77 亿元、269.24 亿元和 308.39 亿元，近三年年均复合增长率为 30.97%。截至 2018 年 9 月，公司债务进一步增至 464.81 亿元，较上年末上升 50.72%。其中短期债务为 103.45 亿元，较上年末增长 24.72%，长期债务 361.36 亿元，较上年末增长 60.29%。

从获现能力来看，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，EBITDA 分别为 18.80 亿元、18.77 亿元、23.06 亿元和 20.97 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波动，总债务/EBITDA 分别为 9.56 倍、14.34 倍、13.37 倍和 16.62 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 1.06 倍、0.94 倍、1.05 倍和 0.84 倍。受公司债务规模增长较快和资本支出较多影响，其经营所得及经营性现金流对债务本息的保障能力有待提升。

表 16：2015~2018.Q3 公司部分偿债指标

指标	2015	2016	2017	2018.Q3
EBITDA（亿元）	18.80	18.77	23.06	20.97
总债务/EBITDA（X）	9.56	14.34	13.37	16.62
经营活动净现金流/总债务（X）	0.08	-0.10	0.24	-0.11
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	-1.54
资产负债率（%）	79.82	80.90	80.00	81.53
净负债率（%）	109.16	126.72	94.69	122.07
总资本化比率（%）	61.30	65.77	61.82	65.35

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以及信托、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 2018 年 9 月末，公司合并口径下获得银行授信总额约为 683.30 亿元，其中未使用的授信额度约为 479.52 亿元，具备一定的财务弹性。

或有负债方面，截至 2018 年 9 月末，公司对外担保余额 14.18 亿元，占期末净资产的比例为 5.75%。

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。重庆薪环不服一审判决，已向最高人民法院提起上诉。2018 年 7 月，重庆蓝光房地产开发有限公司于收到最高人民法院的《应诉通知书》。中诚信证评将关注该诉讼的进展情况。

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，且获利水平呈现波动。但考虑到公司债务期限结构较为合理，营业收入规模持续增长，待结算资源规模较大，且具有一定的财务弹性，可对债务偿还形成很好保障。

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 2019 年公司债券（第一期）”信用等级为 AA⁺。

关于四川蓝光发展股份有限公司 公开发行2019年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

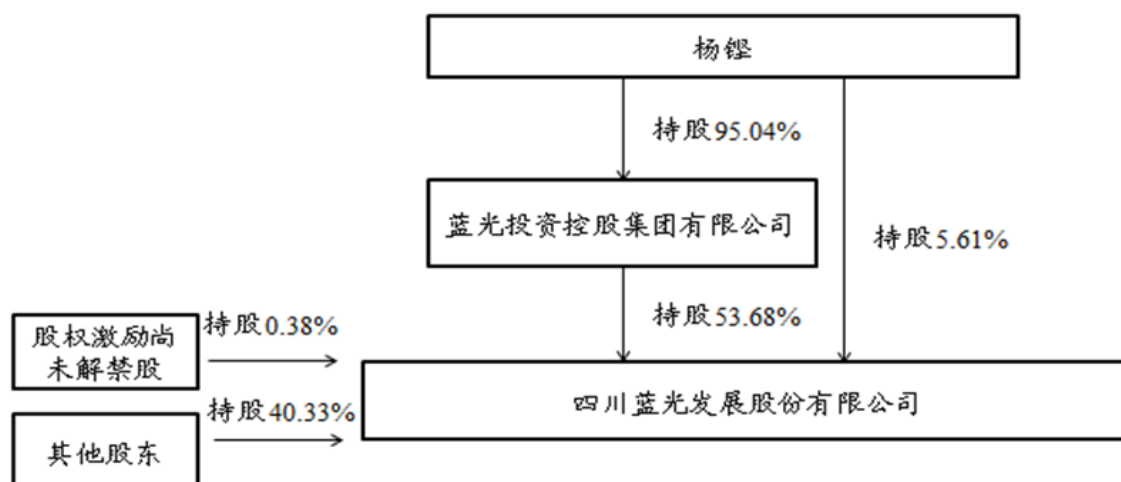
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。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）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期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。

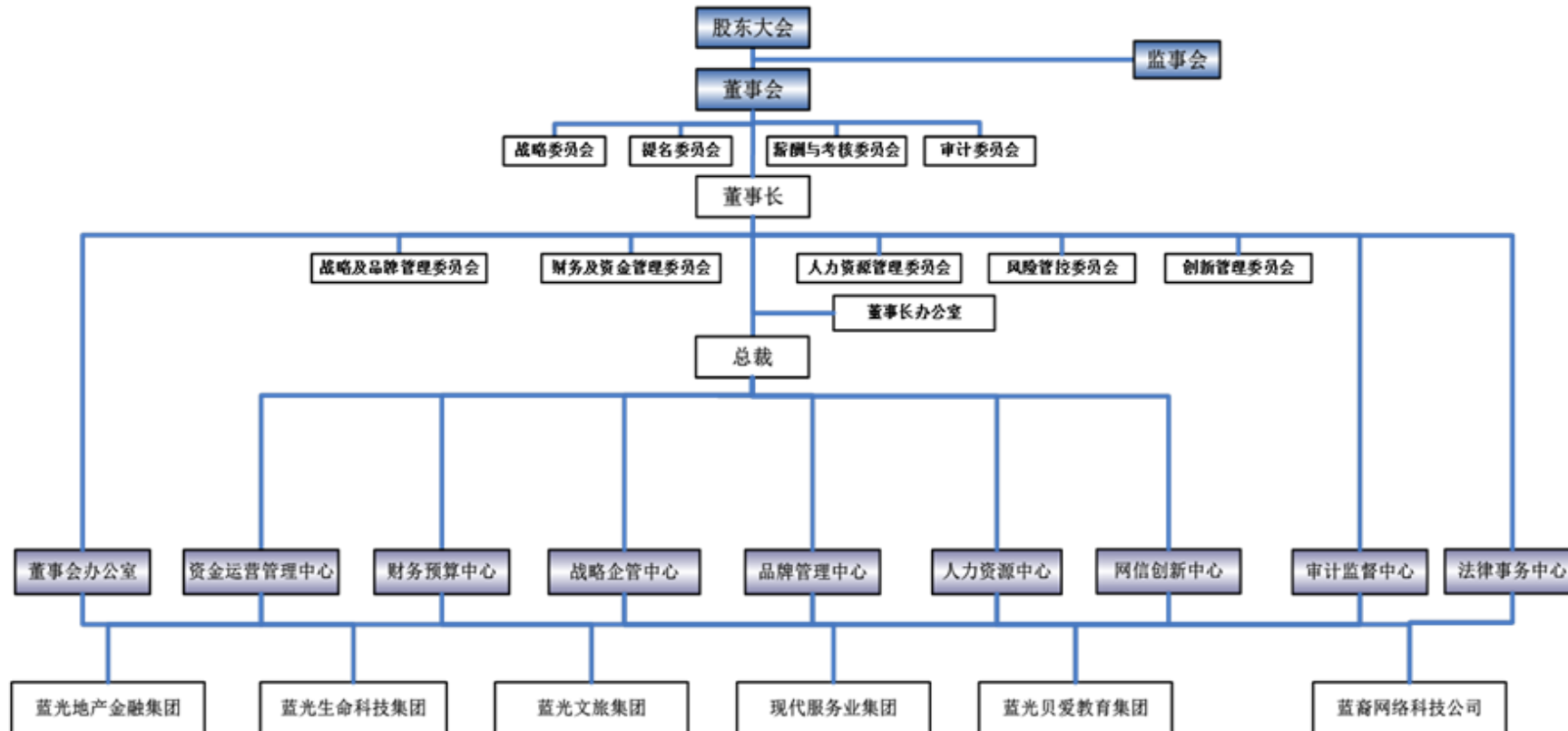
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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 2018 年 9 月 30 日）



附二：四川蓝光发展股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 9 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）	2015	2016	2017	2018.Q3
货币资金	558,573.00	917,131.69	1,280,431.64	1,639,294.52
应收账款净额	37,588.28	51,926.27	80,882.45	112,047.77
存货净额	3,928,811.73	5,059,508.62	6,309,298.63	8,923,285.57
流动资产	4,947,081.88	6,445,833.77	8,521,986.04	11,953,217.69
长期投资	46,402.24	112,949.95	157,307.75	345,948.63
固定资产合计	497,678.76	564,731.31	106,947.47	708,992.86
总资产	5,624,392.99	7,336,470.97	9,523,988.34	13,343,740.38
短期债务	873,317.00	858,952.59	829,522.41	1,034,544.08
长期债务	924,396.18	1,833,478.85	2,254,346.64	3,613,598.06
总债务（短期债务+长期债务）	1,797,713.17	2,692,431.44	3,083,869.06	4,648,142.14
总负债	4,489,281.06	5,935,482.94	7,619,387.12	10,878,892.45
所有者权益（含少数股东权益）	1,135,111.93	1,400,988.03	1,904,601.33	2,464,847.94
营业总收入	1,759,836.12	2,132,881.24	2,455,303.46	1,427,800.31
三费前利润	378,796.01	374,278.65	455,989.04	396,310.73
投资收益	-857.96	13,835.31	13,820.85	2,807.29
净利润	95,424.20	88,988.08	125,070.75	129,360.76
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	187,996.12	187,709.25	230,600.62	209,736.64
经营活动产生现金净流量	143,044.14	-268,811.69	755,389.23	-385,365.61
投资活动产生现金净流量	-25,460.59	-212,430.58	-952,577.38	-742,085.71
筹资活动产生现金净流量	-68,183.68	828,086.32	438,473.40	1,563,361.48
现金及现金等价物净增加额	49,399.87	346,844.05	241,285.25	435,910.15
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q3
营业毛利率（%）	29.65	24.97	25.04	31.64
所有者权益收益率（%）	8.41	6.35	6.57	7.00
EBITDA/营业总收入（%）	10.68	8.80	9.39	14.69
速动比率（X）	0.30	0.35	0.43	0.43
经营活动净现金/总债务（X）	0.08	-0.10	0.24	-0.11
经营活动净现金/短期债务（X）	0.16	-0.31	0.91	-0.50
经营活动净现金/利息支出（X）	0.80	-1.35	3.45	-1.54
EBITDA 利息倍数（X）	1.06	0.94	1.05	0.84
总债务/EBITDA（X）	9.56	14.34	13.37	16.62
资产负债率（%）	79.82	80.90	80.00	81.53
总资本化比率（%）	61.30	65.77	61.82	65.35
净负债率（%）	109.16	126.72	94.69	122.07

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、2015~2017 年末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 年三季度应付账款和应付票据科目中应付票据部分调至短期债务、长期应付款中计息部分调至长期债务；

3、2018 年三季度所有者权益收益率、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 指标已经过年化处理。

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

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，CCC 级（含）以下等级外，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

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。