



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪065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2019年公司债券（第一期）”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

二零一九年四月二十二日

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）跟踪评级报告（2019）

发行主体	四川蓝光发展股份有限公司		
债券简称	19 蓝光 01		
债券代码	155163		
发行年限	3 年期，附第 2 年末发行人赎回权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权		
发行日期	2019/03/19		
发行规模	11 亿元		
上次评级时间	2019/01/08		
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 ⁺	

基本观点

2018 年四川蓝光发展股份有限公司（以下简称“蓝光发展”或“公司”）在保持成都区域竞争优势的同时，持续推进全国化布局，销售业绩大幅增长，区域布局更趋分散，流动性指标进一步改善。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到房地产调控政策持续且行业竞争加剧，新增土地储备需求或给其带来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 2019 年公司债券（第一期）”信用等级 AA⁺。

概况数据

蓝光发展	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	140.10	190.48	270.93
总资产（亿元）	733.65	952.45	1,508.81
总债务（亿元）	269.24	308.39	537.27
营业总收入（亿元）	213.29	245.53	308.21
营业毛利率（%）	24.97	25.04	27.75
EBITDA（亿元）	18.77	23.05	40.71
所有者权益收益率（%）	6.35	6.56	9.21
资产负债率（%）	80.90	80.00	82.04
净负债率（%）	126.72	94.67	105.34
总债务/EBITDA（X）	14.34	13.38	13.20
EBITDA 利息倍数（X）	0.94	1.05	1.35

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、2016-2018 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、2017 年财务数据为 2018 年年初重述数。

正面

- 持续保持在成都区域的竞争优势。作为起步于成都的房地产企业，蓝光发展持续深耕成都市场，在成都区域具有较高的市场地位和较强的竞争优势。2018 年公司在成都市实现签约销售金额 202.91 亿元，位列成都市房企销售排名前列。
- 区域布局更趋分散合理。近年来公司在保持成都区域竞争优势的同时强化成都以外区域的拓展力度。截至 2018 年末，公司在成都以外区域储备项目可售面积占比上升至 80.21%，均衡分布于茂名、宝鸡、重庆、郑州、西安等 58 个城市，区域布局更趋分散合理。
- 销售业绩快速增长。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。2018 年，公司实现签约销售金额 855.39 亿元，较上年增长 47.10%。
- 流动性指标进一步改善。受益于销售规模的增长以及长周期债务融资工具的发行，2018 年公司继续保持合理的债务期限结构，同时货币资金对短期债务的覆盖增强，流动性指标进一步

分析师

樊春裕 cyfan@ccxr.com.cn

周佳伟 jwzhou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年4月22日

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。
- 新增土地储备需求或给其带来一定的资本支出压力。截至 2018 年末，公司土地储备面积为 2,142.52 万平方米，与其目前销售及开工情况相比，其土地储备规模略显不足，未来新增土地储备需求或进一步加大其资本支出压力。

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和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。

募集资金使用情况

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）（债券简称为“19 蓝光 01”、债券代码为“155163”）于 2019 年 3 月 19 日发行，发行规模为 11 亿元，到期日为 2022 年 3 月 19 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 2 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。“19 蓝光 01”募集总额为人民币 11 亿元，截至 2019 年 3 月 31 日，募集资金中已按募集说明书上列明的用途使用完毕的金额为 5.50 亿元，尚余 5.50 亿元资金暂未使用。

行业分析

2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”主基调，继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时完善多层次住房供应体系，构建房地产市场健康发展长效机制。

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，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，并下沉至县级城市，全国约有 50 余个城市根据当地市场情况新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化的调控。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是為了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制的建立也处于加速推进阶段。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，建立租购并举的住房制度。3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场。随后，中国证监会和住房城乡建设部联合发

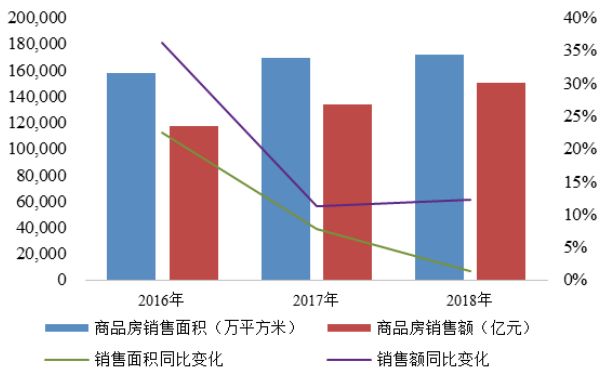
布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》；银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》。12 月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

在房地产调控政策持续的影响下，2018 年行业销售增速持续下滑，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下降。

根据国家统计局数据显示，2018 年全国商品房销售面积与销售额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元，同比分别增长 1.3% 和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.5 个百分点。其中，2018 年全国住宅销售面积和销售金额分别为 147,929 万平方米和 126,393 亿元，同比分别增长 2.2% 和 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，但增速有所下降。2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年同期下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点¹。受房地产调控政策持续及“因城施策”影响，2018 年全国住宅价格增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

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。

图 1：2016~2018 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2018年房企购置土地面积 29,142 万平方米，同比上升 14.25%；土地成交价款 16,102 亿元，同比上涨 18.02%，增速较上年大幅下降 31.43 个百分点，成交均价为 5,525.36 元/平方米，同比增长 3.31%，增速同比下降 25.73 个百分点。分城市能级来看，2018 年一、二线城市土地成交均价同比分别下降 9.18% 和 12.24% 至 7,925.8 元/平方米和 3,189.58 元/平方米；三线城市成交土地均价有所上升但增速放缓，为 1,728.86 元/平方米，同比增长 2.81%，增速同比下降 34.63 个百分点。土地溢价率方面，2018 年土地市场平均溢价程度显著下降，一、二、三线城市溢价率分别为 5.38%、13.60% 和 15.35%，较上年同期分别下降 8.27 个百分点、18.10 个百分点和 15.55 个百分点。总体来看，在融资环境趋紧及销售景气度下降的背景下，房企拿地更为理性，土地成交金额增速及溢价率均有所下降。

房地产企业内外部流动性来源持续收紧，资金平衡能力面临更高挑战。同时，房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。

从内部流动性来源来看，受国内房地产行业政策持续收紧影响，近年来房地产企业签约销售金额增速持续放缓，2018 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 79,124 亿元，同比增长 9.0%，增速下降 0.4 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，2018 年以来银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,026 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.7%，增速同比下滑 37.1 个百分点。债券融资方面，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、深交所严控房企公司债发行条件和审批流程以来，房企交易所市场公司债规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧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。

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。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售金额比重较上年上升 11.20 个百分点至 66.70%；TOP50 房企销售金额占比较上年上升 9.20 个百分点至 55.10%；TOP10 房企销售金额门槛达到超过 2,000 亿元，占全国销售金额的比重为 26.90%，较上年上升 2.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升，房企规模分化格局持续加大。在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

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。2018 年公司经营业绩保持增长，当年实现主营业务收入 305.26 亿元，同比增长 25.34%。其中，房地产开发板块实现营业收入 284.87 亿元，同比增长 24.31%；

医药和 3D 生物打印板块实现收入 10.12 亿元，同比增长 29.44%；物业管理板块实现收入 10.27 亿元，同比增长 56.25%。

表 1：2018 年公司主营业务收入分板块情况

单位：亿元、%		
业务板块	2018	同比变化
房地产销售	284.87	24.31
医药和 3D 生物打印	10.12	29.44
物业管理	10.27	56.25
合计	305.26	25.34

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2018 年，公司在保持成都区域竞争优势的同时，持续推进全国化布局，销售业绩保持较快的增速；同时，公司加快开发节奏，新开工面积及在建面积大幅增长。

公司房地产业务坚持“区域集中-西部领先-全国拓展”的发展战略，聚焦改善型住宅产品，不断丰富和完善产品体系。同时，在“快周转”的经营模式带动下，2018 年公司房地产业务实现签约销售面积为 801.65 万平方米，同比增长 31.58%；签约销售金额为 855.39 亿元，同比增长 47.10%；销售均价为 10,670.37 元/平方米，较上年增长 11.80%。

表 2：2016-2018 年公司业务运营情况

单位：亿元、万平方米			
指标	2016	2017	2018
销售面积	281.60	609.27	801.65
销售金额	301.35	581.52	855.39
结算面积	234.80	262.62	281.84
结算金额	195.89	220.99	284.87

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售区域来看，2018 年公司在成都区域实现销售面积 307.75 万平方米，销售金额 287.47 亿元，分别同比增长 19.25% 和 36.18%。作为起步于成都的房地产企业，公司深耕成都市场多年，在区域内拥有较强的竞争优势和较高的市场地位。根据克而瑞统计数据，2018 年公司在成都房地产市场销售排名位列第二。同时，近年来公司不断加大全国拓展的力度，不断完善全国化布局，已进入全国 50 余个城市。2018 年公司在成都区域以外的城市实现签约销售金额 567.92 亿元，同比增长 53.31%。其中，昆明、南京、重庆、无锡、合肥、西安等前十大城

市销售金额占总签约销售金额的比重为 44.11%，前二十大城市销售金额占比为 59.40%。

表 3：2018 年公司销售金额城市分布情况

城市	2018 年	
	销售面积	销售金额
成都区域	307.75	287.47
其中：成都	183.34	202.91
自贡	0.49	0.3
南充	64.94	40.27
峨眉	-	-
邛崃	-	-
资阳	16.87	10.92
泸州	21.84	15.55
眉山	17.44	15.22
达州	2.84	2.3
遂宁	-	-
其他区域	493.9	567.92
其中：昆明	53.43	56.45
南京	28.62	55.66
重庆	66.8	54.36
无锡	31.86	45.14
合肥	30.71	38.32
西安	38.78	29.75
天津	19.56	29.42
惠州	17.22	25.82
南昌	17.02	22.07
杭州	18.19	20.35
济南	4.99	18.53
苏州	8.23	17.82
长沙	13.71	15.5
青岛	6.06	13.32
南通	9.02	12.76
温州	5.33	11.29
奉化	8.28	11.04
如皋	14.19	11.01
资阳	16.87	10.92
烟台	13.68	8.57
其他	71.35	59.82
合计	801.65	855.39

注：其他城市包括徐州、武汉、开封、南宁、郑州、宝鸡、南沙、诸暨、湖州、宁波、吉安、宁德、达州、江阴、余姚等地。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

结算方面，2018 年公司结算面积为 281.84 万平方米，同比增长 7.32%；结算金额为 284.87 亿元，

同比增长 28.91%；结算均价为 10,107.51 元/平方米，同比增长 20.12%。从结算区域来看，2018 年以成都、南充为主的成都区域实现结算金额 79.56 亿元，占当年结算金额的 27.93%；成都区域以外的城市合计实现结算金额 205.31 亿元，占总结算金额的 72.07%。

表 4：2016~2018 年公司开工及竣工情况

单位：万平方米

指标	2016	2017	2018
新开工面积	349.45	530.90	1,077.27
竣工面积	315.72	273.07	336.98
在建面积	572.98	822.48	1,278.55

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

项目开发方面，2018 年公司进一步加快了项目开发节奏，全年新开工面积 1,077.27 万平方米，同比增长 102.91%；竣工面积 336.98 万平方米，同比增长 23.40%。截至 2018 年末，公司在建项目合计 91 个，剩余可售面积为 1,499.14 万平方米²。从投资规模来看，截至 2018 年末公司在建项目预计总投资额为 1,849.12 亿元，已投资 947.18 亿元，尚需投资 901.94 亿元。区域分布方面，截至 2018 年末，公司在成都区域内在建项目剩余可售面积为 341.84 万平方米，占比为 22.80%，其中成都市内在建项目可售面积为 112.31 万平方米；成都区域以外的 40 个城市在建项目可售面积合计为 1,157.30 万平方米，其中宝鸡、茂名、郑州、西安、徐州等前十大城市合计在建项目可售面积为 752.79 万平方米，占比为 50.22%；前二十大城市合计在建项目可售面积为 990.26 万平方米，占在建项目可售面积比重为 66.07%。总体来看，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日趋分散。

表 5：截至 2018 年末公司在建项目可售面积分布情况

城市	剩余可售面积 (万平方米)	占比
成都区域	341.84	22.80%
其中：成都	112.31	7.49%
南充	22.72	1.52%
自贡	10.14	0.68%
都江堰	9.83	0.66%
泸州	35.74	2.38%
资阳	17.80	1.19%
达州	57.63	3.84%
仁寿	69.70	4.65%
眉山	5.97	0.40%
其他区域	1,157.30	77.20%
其中：宝鸡	143.76	9.59%
茂名	134.36	8.96%
郑州	97.57	6.51%
西安	81.51	5.44%
徐州	62.60	4.18%
昆明	62.16	4.15%
天津	48.03	3.20%
重庆	46.98	3.13%
宁波	40.05	2.67%
南通	35.77	2.39%
济南	29.20	1.95%
武汉	26.70	1.78%
南京	26.39	1.76%
南宁	25.97	1.73%
宿迁	23.80	1.59%
惠州	23.51	1.57%
滁州	23.22	1.55%
杭州	22.61	1.51%
吉安	18.45	1.23%
福州	17.62	1.18%
其他城市	167.04	11.13%
合计	1,499.14	100.00%

注：其他城市包括张家口、嵊州、无锡、长沙、合肥、北京、温州、太原、湖州、余姚、苏州、宁德、太仓、南昌、烟台、江阴等。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年，公司继续保持较高的拿地规模，土地储备区域布局更趋分散，但与目前销售及开工情况相比，其土地储备规模略显不足，未来新增土地储备需求或加大其资本支出压力。

新增土地储备方面，近年来公司突破传统招拍

² 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

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，2018年，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加大拿地力度，另一方面亦进入余姚、湖州、扬州、宝鸡、晋中等三、四城市。当年，公司新增土地储备项目85个，新增土地储备面积1,125.91万平方米，同比增长89.96%，新增土地地价总额289.25亿元。

表6：2016~2018年公司土地储备和新增项目情况

单位：个、万平方米、亿元

	2016	2017	2018
新增项目数	15	30	85
新增土地储备建筑面积	281.94	592.72	1,125.91
新增土地总金额	102.90	200.10	289.25

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

截至2018年末，公司土地储备可售面积为2,142.52万平方米，权益可售面积1,528.91万平方米。按照目前销售及开工情况，公司现有土地储备规模仅可满足其未来2年左右的经营需求，土地储备规模略显不足。从土地储备区域分布来看，截至2018年末，成都区域土地储备可售面积为424.01万平方米，占总储备面积的19.79%，其中成都市内土地储备为163.92万平方米；成都区域以外的48个城市合计拥有土地储备面积1,718.51万平方米，其中茂名、重庆、宝鸡、郑州、西安、昆明等前十大城市合计拥有土地储备面积1,032.08万平方米，占比为48.17%；前二十大城市合计拥有土地储备1,386.21万平方米，占全部土地储备的64.70%。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，但同时也对其项目跨区域管理能力提出了要求，且公司目前土地储备规模略显不足，未来新增土地储备需求或进一步加大其资本支出压力。

表7：截至2018年末公司土地储备城市分布情况

城市	可售面积 (万平方米)	占比
成都区域	424.01	19.79%
其中：成都	163.92	8.78%
南充	30.35	1.63%
邛崃	1.19	0.06%
自贡	10.14	0.54%
都江堰	9.83	0.53%
泸州	49.77	2.67%
资阳	17.80	0.95%
达州	57.63	3.09%
仁寿	69.70	3.74%
眉山	13.67	0.73%
其他区域	1,718.51	80.21%
其中：茂名	197.31	9.21%
重庆	176.12	8.22%
宝鸡	143.76	6.71%
郑州	97.57	4.55%
西安	96.54	4.51%
昆明	68.63	3.20%
宁波	65.82	3.07%
徐州	65.30	3.05%
衡水	61.69	2.88%
天津	59.35	2.77%
惠州	56.94	2.66%
晋中	44.33	2.07%
漯河	43.87	2.05%
杭州	37.51	1.75%
南通	35.77	1.67%
武汉	29.44	1.37%
济南	29.20	1.36%
南京	26.65	1.24%
南宁	25.97	1.21%
福州	24.46	1.14%
其他城市	332.28	15.52%
合计	2,142.52	100.00%

注：其他城市包括合肥、宿迁、滁州、无锡、长沙、张家口、嵊州、南宁、苏州、北京、温州、湖州、太原、余姚、宁德、太仓、南昌、青岛等。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司主要医药产品市场份额保持增长，3D生物打印技术持续推进，物业管理及出租业务稳步增长，对公司营业收入形成一定补充。

医药方面，2018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“迪康药业”）进

一步深入推进 OTC 业务发展，并专注于消化系统用药和生物医学材料器材的生产和销售，其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品 50% 以上的市场份额。2018 年全年公司实现医药板块收入 10.12 亿元，同比增长 29.44%，主要系

安斯菲和可吸收医用膜等各类医药品销售收入增加所致。截至 2018 年末，公司生物制药板块已生产品种 255 个，现有药品批准文号 358 个，其中化学药及其制剂 302 个，中成药 49 个；含国家级新药 3 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。

表 8：2016~2018 年公司主要产品销售情况

单位：万盒、万张、万枚、万元

产品	2016 年		2017 年		2018 年	
	销售量	销售金额	销售量	销售金额	销售量	销售金额
安斯菲	898.26	18,777.63	1,022.93	26,941.07	1,350.87	39,255.33
可吸收医用膜	33.00	4,007.50	39.06	5,354.66	48.36	9,168.25
可吸收内固定螺钉	1.46	920.70	1.32	1,204.81	1.22	1,069.43
通窍鼻炎颗粒	542.86	4,520.09	560.97	6,380.52	684.36	9,812.05

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，公司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”）持续深入 3D 生物打印技术的研究，2018 年蓝光英诺生物砖核心技术（用于生物打印的生物砖及其用途、使用生物砖制备构建体的方法、一种包含内皮细胞的生物砖及其用途）获得国家知识产权局发明专利。截至 2018 年末蓝光英诺已提交专利申请 172 项（其中 56 项已获授权），获得软件著作权登记证书 8 项，商标证书 110 项。同期，公司研发的“3D 生物打印血管”项目的 FDA 临床试验申报根据审评意见，正在补充药理学、药理毒理等相关研究资料，中诚信证评将持续关注项目的进展情况。

物业管理方面，公司物业管理运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”）。截至 2018 年末，嘉宝股份已进驻全国 60 余个城市，管理和项目超过 400 个，受托管理面积逾 6,063 万平方米。2018 年公司物业管理业务实现收入 10.27 亿元，较 2017 年增长 56.25%。

经营性物业方面，2018 年公司自持出租项目合计 29 个，主要包括金荷花、罗马假日 C 座、金悦府和高盛中心等物业。截至 2018 年末，公司对外租赁的物业面积合计 41.56 万平方米，实现租金收入 1.41 亿元，较上年增长 15.57%。

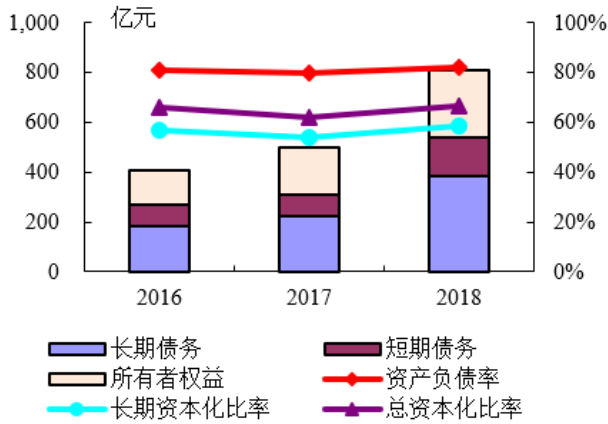
财务分析

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）审计的，并出具标准无保留意见的 2016~2018 年度财务报表审计报告，其中 2017 年财务数据为 2018 年期初数。

资本结构

近年来公司资产规模呈快速增长态势，2018 年末公司总资产为 1,508.81 亿元，同比增长 58.41%。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，2018 年末为 1,237.88 亿元，同比增长 62.46%。自有资本方面，受益于永续债的发行和利润留存等，2018 年末公司所有者权益大幅增长 42.23%，为 270.93 亿元。财务杠杆比率方面，2018 年末，公司资产负债率为 82.04%，较上年末增长 2.04 个百分点；净负债率为 105.34%，较上年增长 10.67 个百分点。若将公司发行的永续债纳入总债务核算，截至 2018 年末公司资产负债率和净负债率分别为 84.67% 和 140.51%。

图 2：2016~2018 年末公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

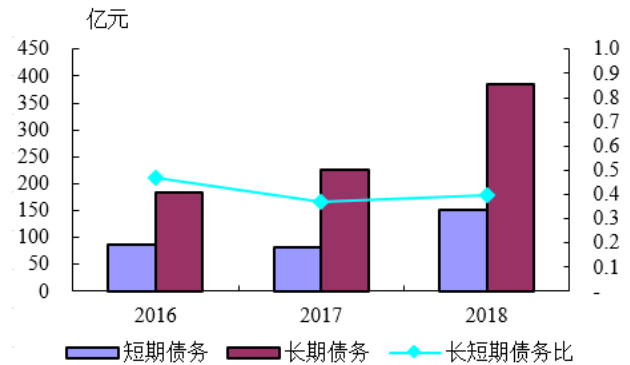
从资产构成来看，2018 年末公司流动资产为 1,359.57 亿元，同比增长 59.53%，占当年资产总额的 90.11%。其中，受益于销售增长和金融机构借款增加，公司年末货币资金为 251.87 亿元，较上年末大幅增长 96.70%；存货账面价值为 904.44 亿元，同比增长 43.35%。存货中开发产品、开发成本分别占存货比重为 14.90% 和 84.78%；预付账款为 73.69 亿元，较上年增长 108.84%，主要系公司房地产业务规模扩大，土地款支付及建设工程款增多所致；其他应收款 69.67 亿元，同比增长 165.75%，主要由应收房产合作方款项和应收合联营款项构成，其中应收房产合作方款项为 44.21 亿元，应收合联营款项为 9.25 亿元。其他流动资产 44.25 亿元，同比增长 90.49%，主要系按照税法规定预提和预缴的相关税费。

非流动资产方面，2018 年末公司非流动资产为 149.23 亿元，占期末总资产的比重为 9.89%。其中，公司投资性房地产净额为 45.84 亿元，同比增长 2.93%，主要为用于出租的房屋、建筑物；长期股权投资 48.99 亿元，同比大幅增长 247.09%，主要系公司房地产项目采用合作开发模式较多，对合联营投资大幅增长所致。

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。近年来随着公司业务规模扩大，公司预收售房款规模增长较快，2018 年末公司预收款项为 509.95 亿元，同比增长 62.33%。同期末公司其他应付款为 70.91 亿元，同比增长 85.45%，主要系往来款和股权转让款大幅增长所致。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。2018 年末公司总债务为 537.27 亿元，同比增长 74.22%。债务期限结构方面，截至 2018 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.39 倍，债务期限结构相对合理。

图 3：2016~2018 年末公司债务结构分析



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。2018 年末公司股本为 29.84 亿元，同比增长 39.95%，主要系公司资本公积转增股本 85.27 万股所致；其他权益工具金额为 39.62 亿元，同比下降 12.99%。2018 年 3 月公司发行总额为 10 亿元的中期票据“18 蓝光 MTN001”，并偿还了部分以前年度发行的永续债；未分配利润 69.86 亿元，同比增长 22.66%，系留存收益累积所致。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，少数股东权益增长较快，2018 年末少数股东权益为 113.34 亿元，同比增长 151.78%。

总体来看，近年来公司业务规模扩张使其外部融资需求较高，债务规模增长迅速。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，亦给其带来一定资本支出压力。

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。2018 年末，公司流动资产占同期末资产总额的比重为 90.11%，较 2017 年末上升 0.63 个百分点。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，2018 年末两项合计占流动资产的比重为 85.05%。

表 9：2016~2018 年末公司流动资产分析

项目	2016	2017	2018
流动资产/总资产	87.86%	89.48%	90.11%
存货/流动资产	78.49%	74.03%	66.52%
货币资金/流动资产	14.23%	15.02%	18.53%
(存货+货币资金)/流动资产	92.72%	89.05%	85.05%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

存货方面，2018 年末公司存货净额为 904.44 亿元，同比增加 43.35%。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逐年下降。2018 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 14.90% 和 84.78%。值得注意的是，成都蓝光东方天地、重庆 COCO 时代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。

表 10：2016~2018 年末公司存货结构分析

	单位：亿元、%		
	2016	2017	2018
存货	505.95	630.93	904.44
已完工开发产品	106.32	116.00	134.77
已完工开发产品/存货	21.01	18.39	14.90
在建开发产品	398.77	513.38	766.78
在建开发产品/存货	78.82	81.37	84.78

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 年末，公司受限制货币资金 19.62 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 474.88 亿元、17.43 亿元、6.87 亿元和 9.93 亿元，受限资产合计 529.77 亿元，占同期末总资产的比例为 35.11%。

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”的经营策略，其资产周转速度保持合理水平。2018 年末公司存货周转率为 0.29 次，总资产周转率为 0.25 次，均呈下降趋势，主要系近年公司加快拿地节奏及新开工规模大幅增长所致。

表 11：2016~2018 年末公司周转率相关指标

	2016	2017	2018
存货周转率（次/年）	0.36	0.32	0.29
总资产周转率（次/年）	0.33	0.29	0.25

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从现金流来看，2018 年公司经营活动净现金流

为 4.62 亿元，较 2017 年大幅减少，主要系公司当年业务规模扩张资本支出大幅增长所致。同期，公司投资性净现金流为-100.11 亿元，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，2018 年公司非筹资性现金流为-95.49 亿元，未能对债务本息形成保障。

货币资金方面，近年公司年末手持货币资金规模保持增长，2018 年末货币资金为 251.87 亿元，同比增长 96.70%。受益于货币资金的增长以及较为合理的债务期限结构，近年公司货币资金对短期债务的覆盖程度持续上升，2018 年末货币资金/短期债务为 1.66 倍。

表 12：2016~2018 年公司部分流动性指标

	2016	2017	2018
货币资金（亿元）	91.71	128.05	251.87
经营活动现金流净额（亿元）	-26.88	75.54	4.62
经营净现金流/短期债务（X）	-0.31	0.91	0.03
货币资金/短期债务（X）	1.07	1.54	1.66

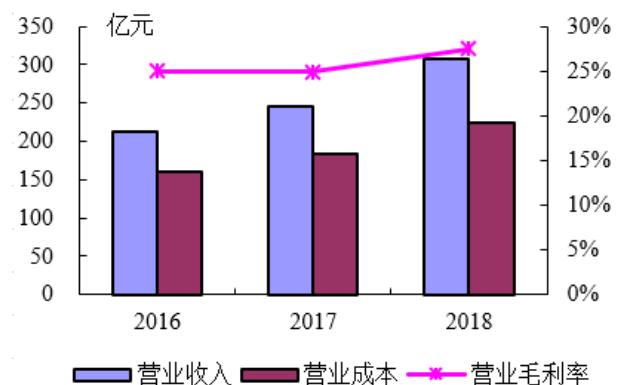
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，受公司土地储备规模的增加及项目开发的推进影响，2018 年经营活动现金净流入量同比收窄。但公司年末手持货币资金规模保持在较高水平，加之债务期限结构合理，其货币资金对短期债务覆盖程度进一步提升。

盈利能力

公司收入主要来自于房地产开发与销售，2018 年实现营业收入 308.21 亿元，同比增长 25.53%，营业毛利率为 27.75%，较上年增加 2.71 个百分点。截至 2018 年末，公司预收款项为 509.95 亿元，较 2017 年末增长 62.33%，待结转资源丰富，为其未来经营业绩提供保障。

图 4：2016~2018 年公司收入成本分析



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，2018年三费合计33.84亿元，同比增长30.52%，占当年营业收入的比重为10.98%，公司期间费用控制能力有待提升。

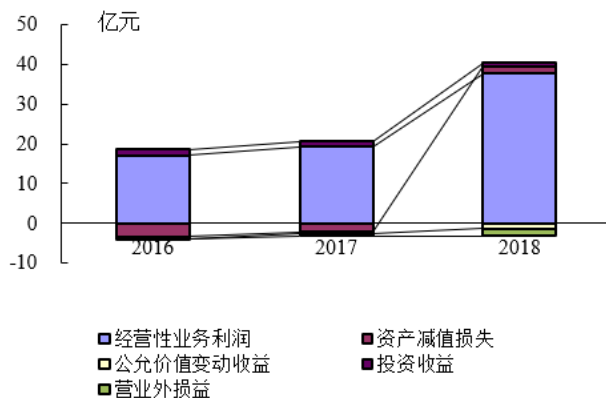
表 13：2016-2018 年公司三费分析

指标	2016	2017	2018
销售费用（亿元）	9.39	12.45	16.03
管理费用（亿元）	7.51	9.31	12.00
财务费用（亿元）	3.35	4.16	5.81
三费合计（亿元）	20.25	25.93	33.84
营业总收入（亿元）	213.29	245.53	308.21
三费收入占比（%）	9.49	10.56	10.98

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。2018年公司经营性业务利润为37.65亿元，受益于收入规模和毛利空间的提升，公司经营性业务利润同比大幅增长95.09%。此外，2018年公司资产减值损失为1.82亿元，主要为对存货中车位进行计提减值。综上，公司2018年取得利润总额33.77亿元，同比增长90.49%；净利润为24.96亿元，同比增长99.68%。同期，公司所有者权益收益率为9.21%。

图 5：2016-2018 年公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，2018年公司营业收入和利润规模大幅增长，盈利能力有所提升。此外，公司待结算资源规模较大，为其未来经营业绩提供保障。

偿债能力

近年来公司的债务规模呈快速增长态势，2018年末，公司总债务为537.27亿元，同比增长74.22%。从债务到期分布来看，截至2018年末，公司1年内、1~2年、2~3年内到期有息债务占比分别为

27.94%、22.82%、40.91%，偿债压力有所加大。

从获现能力来看，公司EBITDA主要由利润总额构成，2018年EBITDA为40.71亿元，与其利润规模变化趋势基本一致。偿债指标方面，2018年末总债务/EBITDA为13.20倍；EBITDA利息保障倍数为1.35倍。受益于公司利润规模增长，公司偿债指标持续优化。

表 14：2016-2018 年末公司部分偿债指标

指标	2016	2017	2018
EBITDA（亿元）	18.77	23.05	40.71
总债务/EBITDA（X）	14.34	13.38	13.20
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.10	0.24	0.01
EBITDA利息保障倍数（X）	0.94	1.05	1.35
经营活动净现金流利息保障倍数（X）	-1.35	3.45	0.15
资产负债率（%）	80.90	80.00	82.04
净负债率（%）	126.72	94.69	105.34
总资本化比率（%）	65.77	61.82	66.48

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年末，公司合并口径下获得银行授信总额约为844.00亿元，其中未使用的授信额度约为585.03亿元，具备一定的财务弹性。

或有负债方面，截至2018年末，公司对外担保余额19.87亿元，占期末净资产的比例为7.33%。主要为对包括南通锦隆置业有限公司、济南香江置业有限公司及重庆新申佳实业有限公司等企业提供的担保。

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（以下简称“重庆蓝光”）赔偿其违约金及损失。2019年1月，重庆蓝光收到最高人民法院（2018）最高法民终661号《民事判决书》，判定重庆蓝光赔偿重庆薪环1.20亿元。中诚信证评将持续关注上述事项后续进展。

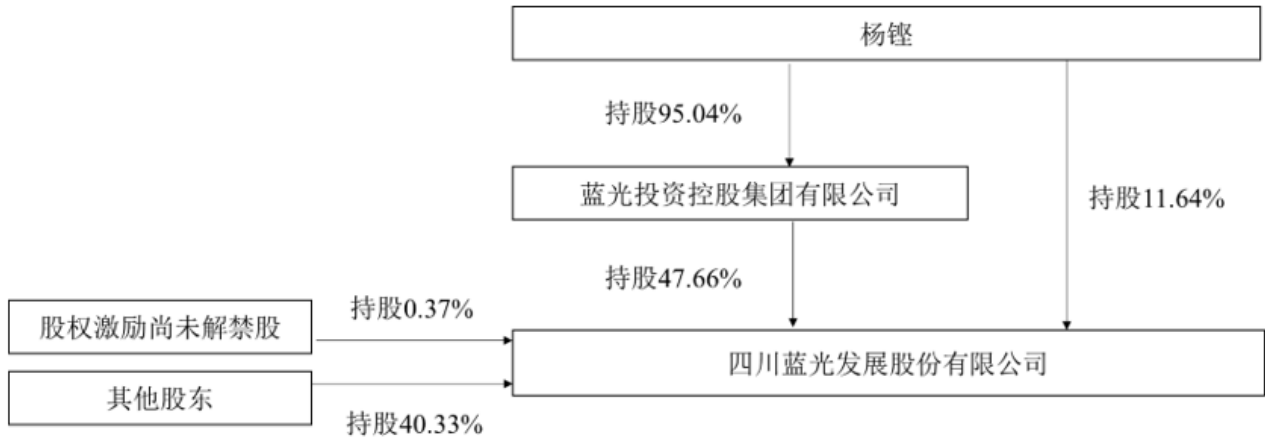
总体来看，公司高周转的经营模式对财务杠杆依赖程度较高，债务规模增长较快，偿债压力有所

加大。但考虑到公司近年销售业绩快速增长，收入规模和利润水平增强，以及具备一定的财务弹性，可对债务的偿还形成很好保障。

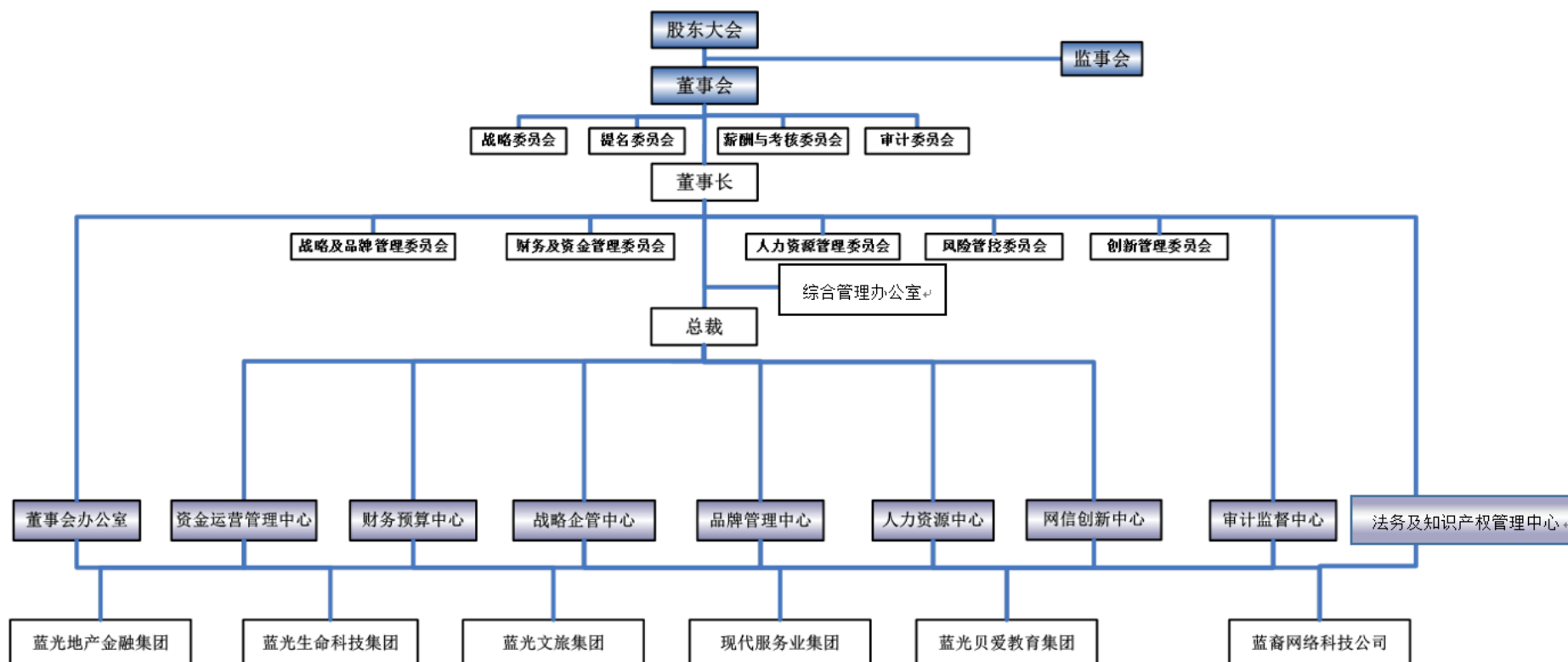
结 论

综上，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 2019 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AA⁺**。

附一：四川蓝光发展股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 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 12 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）	2016	2017	2018
货币资金	917,131.69	1,280,494.32	2,518,680.81
应收账款净额	51,926.27	80,882.45	148,699.10
存货净额	5,059,508.62	6,309,305.85	9,044,402.53
流动资产	6,445,833.77	8,522,465.00	13,595,746.16
长期投资	112,949.95	157,307.75	536,949.96
固定资产合计	564,731.31	565,112.61	729,475.61
总资产	7,336,470.97	9,524,473.71	15,088,067.96
短期债务	858,952.59	829,522.41	1,519,324.54
长期债务	1,833,478.85	2,254,346.64	3,853,362.99
总债务（短期债务+长期债务）	2,692,431.44	3,083,869.06	5,372,687.53
总负债	5,935,482.94	7,619,642.07	12,378,750.10
所有者权益（含少数股东权益）	1,400,988.03	1,904,831.65	2,709,317.86
营业总收入	2,132,881.24	2,455,303.46	3,082,054.09
三费前利润	374,278.65	452,239.07	714,874.42
投资收益	13,835.31	13,820.85	8,257.82
净利润	88,988.08	125,001.17	249,604.92
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	187,709.25	230,531.15	407,138.32
经营活动产生现金净流量	-268,811.69	755,367.95	46,198.41
投资活动产生现金净流量	-212,430.58	-952,992.90	-1,001,100.51
筹资活动产生现金净流量	828,086.32	438,972.88	2,136,628.12
现金及现金等价物净增加额	346,844.05	241,347.93	1,181,535.76
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	24.97	25.04	27.75
所有者权益收益率（%）	6.35	6.56	9.21
EBITDA/营业总收入（%）	8.80	9.39	13.21
速动比率（X）	0.35	0.43	0.55
经营活动净现金/总债务（X）	-0.10	0.24	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.31	0.91	0.03
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.35	3.45	0.15
EBITDA 利息倍数（X）	0.94	1.05	1.35
总债务/EBITDA（X）	14.34	13.38	13.20
资产负债率（%）	80.90	80.00	82.04
总资本化比率（%）	65.77	61.82	66.48
净负债率（%）	126.72	94.67	105.34

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、2016~2018 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、2017 年财务数据为 2018 年期初重述数。

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。