

信用等级通知书

东方金诚债评字【2019】562号

四川蓝光发展股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“四川蓝光发展股份有限公司公开发行2020年公司债券（第一期）”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司
二〇一九年十二月二十七日



信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与四川蓝光发展股份有限公司（以下简称“该公司”）构成委托关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2019年12月27日



四川蓝光发展股份有限公司 公开发行2020年公司债券（第一期）信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AA+	稳定	AA+	2019/12/27	李义	谷建伟

主体概况

四川蓝光发展股份有限公司主营房地产开发业务，辅以医药及3D生物打印和现代服务等业务。控股股东为蓝光投资控股集团有限公司，实际控制人为自然人杨铿。

债券概况

发行总额：不超过29亿元（含29亿元）
本期发行金额：不超过7.5亿元（含7.5亿元）
本期债券期限：3年，附第2年末公司调整票面利率选择权、赎回选择权及投资者回售选择权
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本付息
募集资金用途：偿还到期或行权的公司债券

评级模型

1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
规模和市场地位	资产总额（亿元）	15.00	15.00
	营业收入（亿元）	10.00	8.41
	合同销售金额（亿元）	10.00	10.00
	多样性	20.00	16.25
盈利能力和运营效率	净资产收益率（%）	15.00	11.10
	净利润（亿元）	10.00	6.49
	存货周转率（次）	5.00	3.02
债务负担与保障程度	资产负债率（%）	7.50	5.06
	货币资金/短期有息债务（倍）	7.50	5.96

2.基础模型参考等级

AA+

3.评级调整因素

无

4.主体信用等级

AA+

5.增信措施

无

6.本期债券信用等级

AA+

评级观点

蓝光发展是西南地区最大的房地产开发企业之一，合同销售金额逐年显著增长，未来可售面积较充足，土地成本较低，业务获利能力较有保障；另一方面，公司在建及拟建项目未来投资规模加大且面临资金支出压力，部分位于三四线城市的项目面临一定的销售去化压力，有息债务显著增长且规模较大，2020年至2021年将面临债务集中偿付压力。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本期债券到期不能偿付的风险很低。

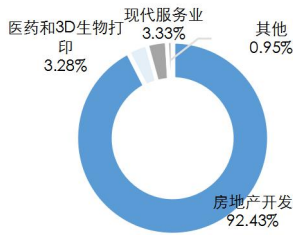
同业比较

项目	蓝光发展	泰禾集团	宝龙实业	滨江房地产	厦门中骏	新希望地产
资产总额（亿元）	1508.81	2431.36	1179.07	875.52	771.96	712.54
营业收入（亿元）	308.21	309.85	170.17	211.15	154.98	152.43
合同销售金额（亿元）	855.39	929.36	389.84	400.90	464.28	316.63
净资产收益率（%）	9.21	12.26	10.19	16.32	18.36	12.78
净利润（亿元）	24.96	39.11	38.43	31.52	31.24	21.29
存货周转率（次）	0.29	0.14	0.35	0.35	0.35	0.31
资产负债率（%）	82.04	86.88	68.02	77.94	77.95	76.62

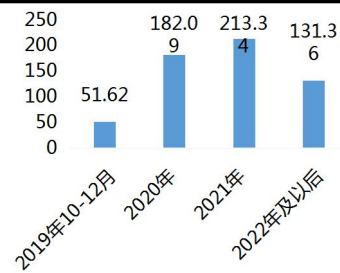
注：以上企业最新主体信用等级均为AA+/稳定，数据来自各企业公开披露的2018年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

2018 年收入构成



2019 年 9 月末债务期限结构 (单位: 亿元)



主要数据和指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	733.65	952.45	1508.81	1827.18
所有者权益(亿元)	140.10	190.48	270.93	357.56
全部债务(亿元)	269.24	308.39	537.24	609.35
营业总收入(亿元)	213.29	245.53	308.21	278.81
利润总额(亿元)	14.68	17.73	33.77	37.60
经营性净现金流(亿元)	-26.88	75.54	4.62	-20.04
营业利润率(%)	17.55	18.57	23.42	21.66
资产负债率(%)	80.90	80.00	82.04	80.43
流动比率(%)	163.31	164.02	162.87	161.65
全部债务/EBITDA(倍)	14.34	13.38	13.20	-
EBITDA 利息倍数(倍)	0.94	1.05	1.35	-

注: 表中数据来源于公司 2016 年~2018 年的审计报告及 2019 年 1~9 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司是西南地区最大的房地产开发企业之一, 房地产项目主要位于成都、昆明、重庆、武汉、合肥和苏州等城市, 在成都区域竞争实力很强;
- 公司房地产合同销售金额、合同销售面积均逐年显著增长, 未来可售面积较充足;
- 近年来公司房地产结转收入逐年增长, 毛利润及毛利率整体有所提升, 土地成本保持较低水平, 业务获利能力较有保障;
- 公司医药制造和现代服务业收入逐年增长, 毛利率水平较高, 对公司收入和利润形成有益补充。

关注

- 公司在建及拟建的部分房地产项目位于三四线城市, 面临一定的销售去化压力;
- 在建和拟建项目未来投资规模较大, 在当前房地产行业融资环境趋紧的背景下, 公司面临资金支出压力;
- 公司有息债务显著增长且规模较大, 2020 年至 2021 年将面临债务集中偿还压力。

评级展望

公司评级展望为稳定。未来随着房地产项目全国化布局的不断推进, 公司仍将保持行业的市场竞争力, 同时, 受益于较低的土地成本, 公司业务获利水平将有望得到保障。

评级方法及模型

《东方金诚房地产企业评级方法及模型 (RTFC010201907) 》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA+/稳定	AA+	2019/7/24	李义、谷建伟	《东方金诚房地产企业评级方法》(2014 年 5 月)	阅读原文
AA+/稳定	AA+	2019/1/9	李义、谷建伟	《东方金诚房地产企业评级方法》(2014 年 5 月)	阅读原文

注: 自 2019 年 1 月 9 日 (首次评级) 至 2019 年 7 月 24 日 (最新评级), 蓝光发展主体信用等级未发生变化, 均为 AA+/稳定。

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”）是一家主营房地产开发，辅以医药和现代服务等业务的民营企业，控股股东为蓝光投资控股集团有限公司（以下简称“蓝光集团”），实际控制人为自然人杨铿。

公司前身系成立于1993年的成都迪康制药公司，于1999年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”），并于2001年挂牌上市（股票代码“600466.SH”）。2015年蓝光集团对迪康药业进行资产重组，置入房地产业务资产，重组后变更为现名，并新增房地产开发业务。截至2019年9月末，控股股东蓝光集团持有公司47.25%的股份，自然人杨铿持有蓝光集团95.04%的股份，同时直接持有公司11.55%的股份，为公司实际控制人。

公司房地产开发以住宅产品为主，房地产项目已布局国内60余个城市，主要位于成都、昆明、重庆、武汉、合肥、苏州和西安等核心二线城市以及三四线城市，2018年公司实现合同销售金额855.39亿元。公司医药和3D生物打印业务主要收入来源为药品生产与销售，截至2019年9月末，公司拥有药品及医疗器械注册批件360个，拥有30条药品生产线；现代服务业主要为物业管理服务，可以与公司房地产开发业务形成一定协同效应，提升项目整体品质。

截至2019年9月末，公司资产总额1827.18亿元，所有者权益357.56亿元，资产负债率为80.43%；纳入合并报表范围直接及间接控股子公司483家。2018年及2019年1~9月，公司实现营业总收入分别为308.21亿元和278.81亿元，利润总额分别为33.77亿元和37.60亿元。

本期债券及募集资金用途概况

本期债券概况

经证监许可【2019】2268号文核准，公司获准发行总额不超过29亿元（含29亿元）的公司债券，采用分期发行的方式。本次公司拟发行“四川蓝光发展股份有限公司公开发行2020年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行金额不超过人民币7.5亿元（含7.5亿元）。本期债券票面金额为100元，按面值平价发行，债券期限为3年，附第2年末公司调整票面利率选择权、赎回选择权及投资者回售选择权。本期债券采用固定利率，单利按年计息，不计复利，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。

本期债券无担保。

募集资金用途

本期公司债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还到期或行权的公司债券。

经营环境

宏观经济与政策环境

前三季度经济下行压力逐步显现，中美经贸摩擦仍需持续关注

1~9月GDP同比增长6.2%，其中三季度降至6.0%，较上季度下滑0.2个百分点，连续两个季度小幅走低，反映5月之后中美经贸摩擦波澜再起，消费、投资及外需等驱动经济增长的“三驾马车”都在不同程度地受到负面影响。不过，9月以来，伴随逆周期调节力度加大，以及中美经贸摩擦趋向缓和，经济运行已开始出现企稳势头。预计四季度GDP增速将保持在6.0%，2019年GDP增速将为6.2%。未来中美经贸谈判进程仍将是影响短期宏观经济走向的关键因素。

四季度逆周期调节力度将进一步加大，货币政策重点是降低企业融资成本，财政政策将在减税降费和基建提速两方面同时发力

前三季度货币政策总体保持边际宽松态势，严监管效应趋缓，社会融资规模及M2增速均现企稳回升势头。新LPR改革将带动市场化、结构性降息持续深化。此外，当前全球货币政策已转入宽松轨道，不排除年底前后央行下调MLF政策利率的可能。财政政策方面，预计四季度还可能针对企业的减税措施出台，全年减税降费规模有望超过2万亿元，专项债资金对基建提速的作用将有明显体现。总体上看，四季度宏观政策在保持定力的同时，将进一步向稳增长方向倾斜。

行业分析

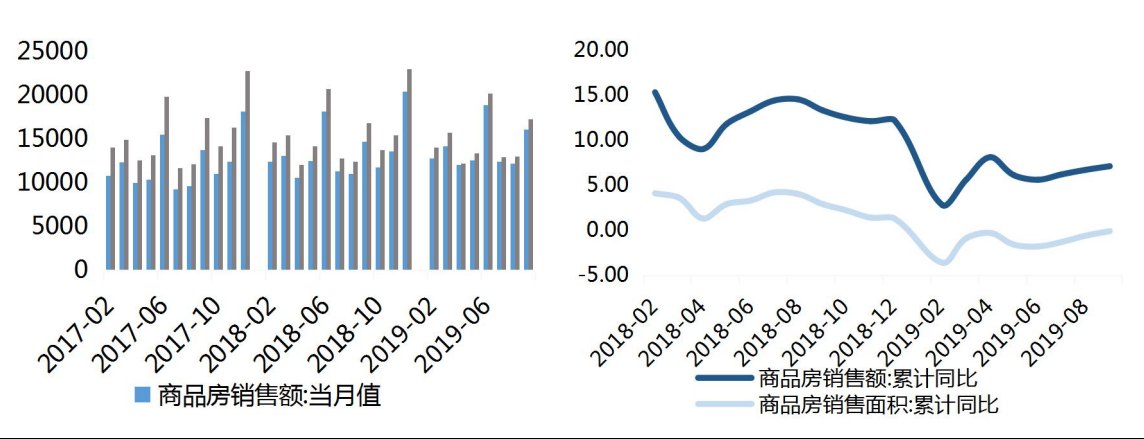
公司主要从事房地产开发业务，所属行业为房地产行业。

受楼市调控政策从严及棚改货币化安置支撑力度减弱影响，预计四季度全国商品房销售将继续承压，但供给推盘下销售增速韧性仍在，全年销售总量趋于稳定

2019年1~9月，国内商品房销售面积和销售额分别为11.92亿平方米和11.15万亿元，其中商品房销售面积始终处于负增长，同比减少0.1%，增速同比下降3.0个百分点；商品房销售金额同比增长7.1%，增速同比下滑6.2个百分点。三季度商品房销售小幅反弹，一方面是去年同期基数逐步走低，另一方面在融资环境趋紧的情况下，随着“金九银十”传统销售旺季来临，房企为加速现金回流加大了推盘销售力度。

预计四季度，全国商品房销售面积增速在居民端和企业端货币政策均边际收紧、棚改力度减弱等因素影响下继续承压，但考虑到前期销售面积基数走低的作用，及业绩冲刺阶段行业整体推盘力度加大，预计不存在大幅回落的空间。在政治局会议明确“不将房地产作为短期刺激经济手段”、经济工作会议重申“房住不炒”的背景下，仍将持续“三稳、因城施策”的基调不变，加上按揭投放趋稳、降息周期启动、业绩冲刺阶段行业整体推盘力度加大等因素，预计全年销售总量将趋于稳定。

图1 全国商品房销售情况（万平方米、亿元、%）



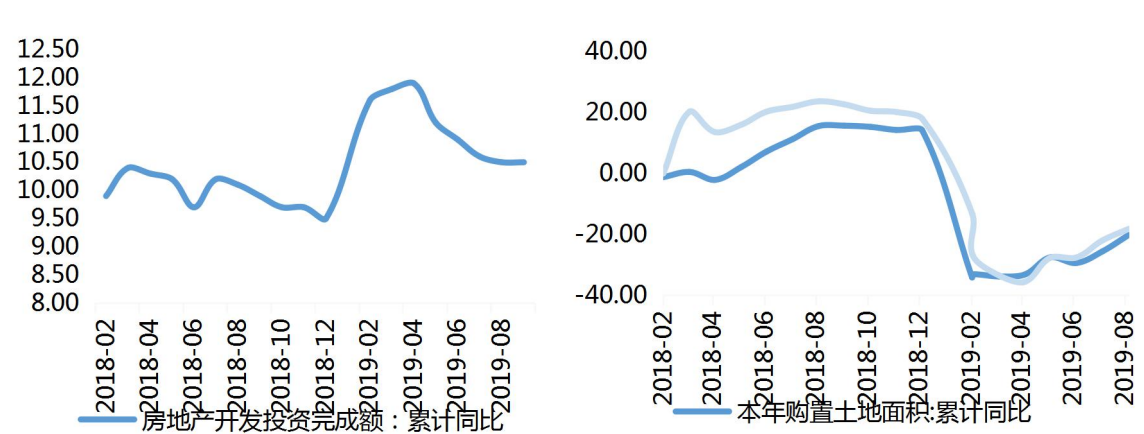
数据来源：国家统计局、Wind

前期高位新开工对施工形成一定支撑，同时土地购置费的下行相对缓慢，预计四季度房地产投资增速将平稳回落

2019年1~9月，房企开发投资增速仍维持高位，全国房地产开发投资完成额为98007.67亿元，同比增长10.5%，增速与1~8月持平，三季度房地产开发投资增速整体呈现下降趋势，主要源于土地投资疲软，新开工增速有所回落。受房地产调控政策持续从严、融资环境收紧等因素影响，房企新开工意愿减弱，同时竣工节奏有所放缓。1~9月，全国房屋新开工面积16.57亿平方米，同比增长8.6%，增速较1~8月回落0.3个百分点；全国房屋竣工面积4.67亿平方米，同比下降8.6%，降幅较1~8月扩大0.1个百分点。土地购置方面，1~9月房企补库存意愿亦有所下降，土地购置面积15454.03万平方米，同比下降20.2%；土地成交价款8185.84亿元，同比下降18.2%。

预计四季度，在房企外部融资受限及调控政策持续从严的情况下，房企债务到期偿付压力加大，资金面依然紧张，虽然前期拿地萎靡，但今年四季度的推盘规模将整体大于去年，新开工面积增速将不会出现较大的波动，前期高位新开工将对施工韧性形成一定支撑，土地购置费的下行节奏也相对缓慢，房地产投资大幅下降的空间有限，预计房地产投资增速将平稳回落。

图2 全国房屋新开工及土地购置情况（%）



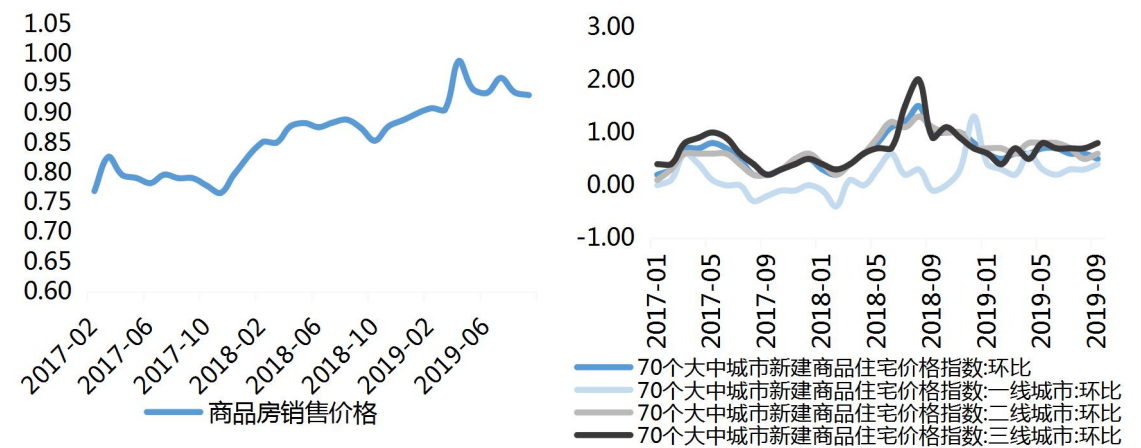
数据来源：国家统计局、Wind

预计 2019 年房价将整体稳定，但棚改货币化安置政策的调整导致其对房价支撑力度减弱，三四线城市房价面临较大压力

2019 年 1~9 月，国内商品房销售均价为 9354.98 元/平方米，同比增长约 7.2%，增速较去年同期下降 3.0 个百分点。2019 年 9 月，70 个大中城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.5%；其中，一线城市受限价政策影响整体较为稳定，新建商品住宅销售价格环比上涨 0.4%，涨幅较上月提升 0.1 个百分点；31 个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.6%，涨幅较上月提升 0.1 个百分点；35 个三线城市新建商品住宅价格环比上涨 0.8%，涨幅较上月提升 0.1 个百分点。

预计四季度随着房屋销售面积增速的放缓，房价上涨的动力减弱，全国房价将保持稳定。一线城市房地产市场仍将保持较强的政策调控力度，同时住房需求仍较为旺盛，房价整体将保持稳定；热点二线城市土地市场较为火热，叠加户籍政策的放松等人才引进政策带来的新增需求，预计房价存在一定上行压力；三四线城市由于人口及资源向外迁移、前期购买力相对透支等因素，依旧面临调整压力，同时棚改开工数量明显缩减及货币化安置走弱或使需求萎缩，对商品住宅销售的拉动作用将减弱，房价持续上涨动力不足，房价涨幅或将出现回落。

图表 3 全国商品房销售价格走势情况（万元/平方米、%）



数据来源：国家统计局、Wind

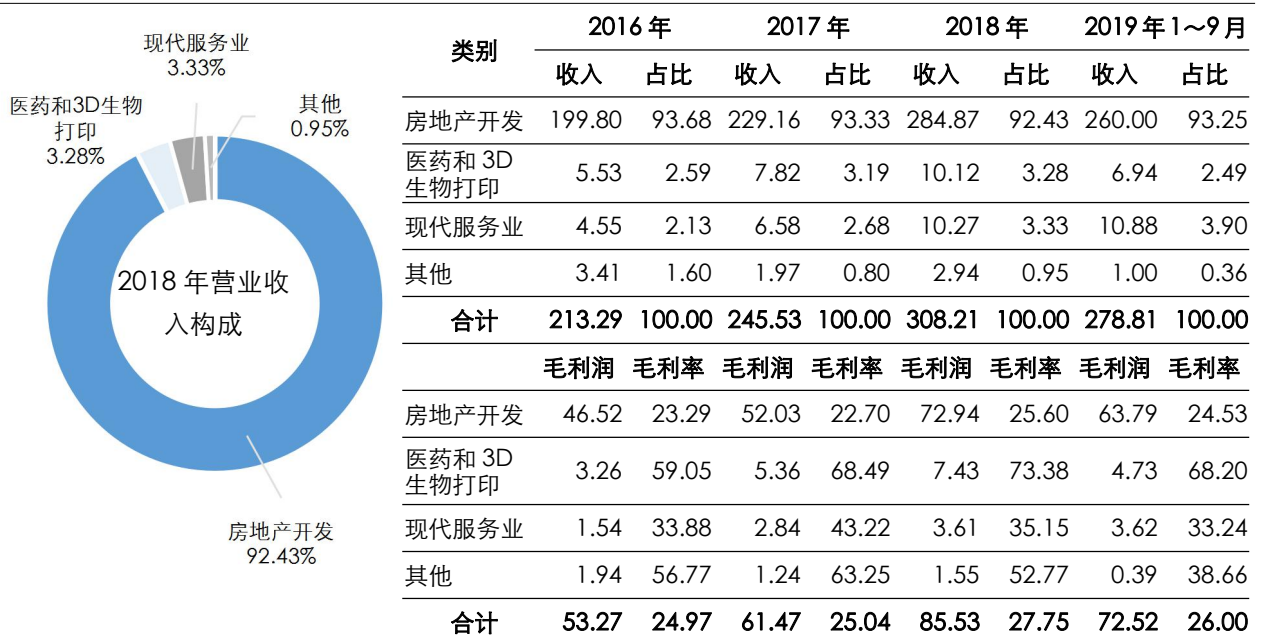
业务运营

经营概况

公司营业收入及毛利润主要来源于房地产开发业务，近年营业收入和毛利润逐年稳定增长，毛利率持续提升

蓝光发展主要从事房地产开发业务，辅以医药及 3D 生物打印和现代服务业等业务，其中房地产开发业务是公司收入和毛利润的最主要来源。近年来，公司营业收入和毛利润均逐年增长，主要是房地产项目结转收入及利润的提升所致；同期，受益于房地产项目结转价格提升，公司毛利率水平稳定提升。

图表4 公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况(单位:亿元、%)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

房地产开发

公司是西南地区最大的房地产开发企业之一, 房地产项目主要位于成都、昆明、重庆、武汉、合肥和苏州等城市, 在成都区域竞争实力很强

公司具有房地产开发一级资质, 拥有较丰富的房地产项目开发经验, 开发产品主要以住宅产品为主, 商业地产为辅, 开发范围以成都区域为主, 近年来逐步向昆明、重庆、武汉、合肥和苏州城市拓展。根据克而瑞研究中心公布的《2018年中国房地产企业销售排行榜》以及《2019年1-11月中国房地产企业销售TOP100》, 蓝光发展销售金额分列第27位和第31位。

公司深耕成都房地产市场, 经过多年的发展已成为西南地区最大的房地产开发企业之一, 在区域内拥有很强的竞争实力。同时, 公司业务区域分布逐步多元, 房地产项目已布局国内60余个城市, 项目主要集中在二线城市。

图表5 公司销售排名及业态说明

区域	2018年排名	数据来源	项目	说明
全国	27	克而瑞研究中心	资质	房地产开发一级资质
成都	2	克而瑞研究中心	城市分布	60余个城市
昆明	6	克而瑞研究中心	开发业态	改善型住宅为主, 商业为辅
无锡	9	克而瑞研究中心		

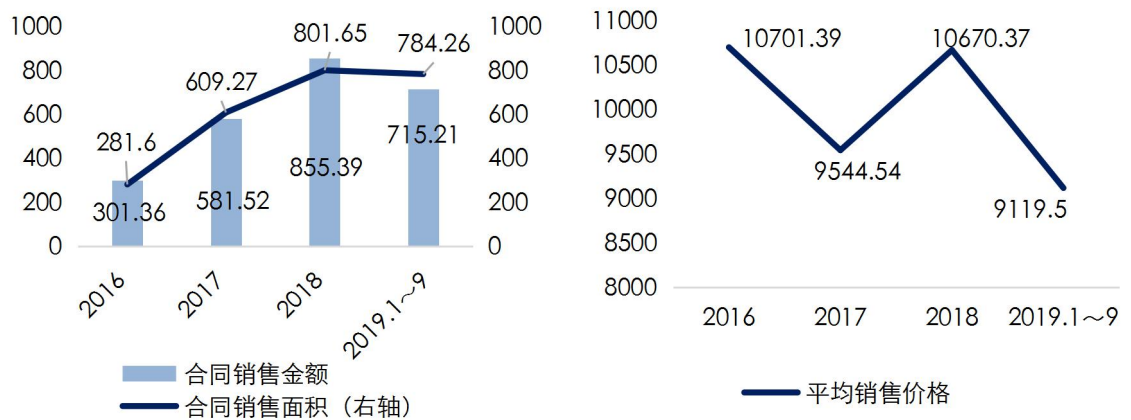
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司房地产开发业务合同销售金额、合同销售面积均逐年显著增长, 未来可售面积充足, 对未来销售提供一定保障, 但部分位于三四线城市的项目面临一定销售去化压力

2016年~2018年, 随着房地产业务全国化布局的持续推进, 公司房地产开盘项目不断增多, 合同销售面积和金额均逐年增长, 平均销售价格有所波动。2019年1~9月, 公司合同销

售金额和销售面积同比分别增长 6.62%和 30.53%，平均销售价格同比有所下降，主要是位于三四线城市的销售金额占比提升所致。

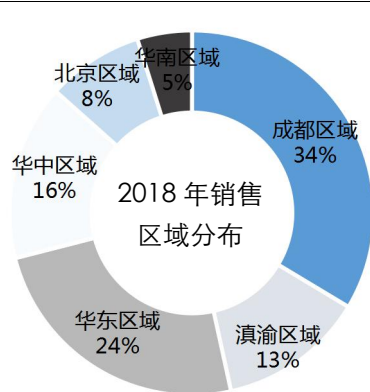
图表 6 公司房地产开发业务合同销售情况（单位：亿元、%、元/平方米）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

分销售区域看，近年来，公司在成都市的销售金额占比最高，但随着公司推进全国化布局，以昆明和重庆为代表的滇渝区域为公司重点布局的地区之一，合同销售金额占比相对较高；以南京、无锡等城市为主的华东区域实现销售额的持续显著增长。

图表 7 公司房地产开发项目分区域销售情况（单位：亿元、%）



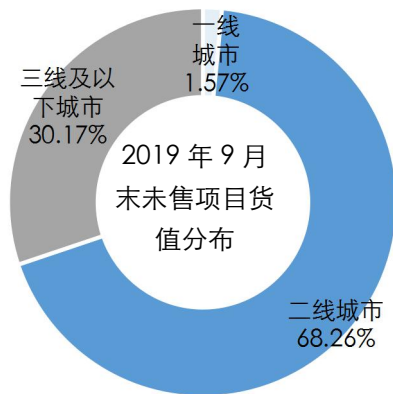
类别	2016年		2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
成都区域	107.41	35.64	237.76	40.89	287.47	33.61
滇渝区域	36.13	11.99	94.94	16.33	110.81	12.95
华东区域	73.28	24.32	101.00	17.37	209.20	24.46
华中区域	63.33	21.02	105.10	18.07	133.33	15.59
北京区域	21.20	7.04	39.66	6.82	73.18	8.56
华南区域	-	-	3.06	0.53	41.40	4.84
合计	301.35	100.00	581.52	100.00	855.39	100.00

数据来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2019 年 9 月末，公司房地产项目合计剩余可售面积 2383.57 万平方米，预估剩余可售货值¹2573.59 亿元，主要位于二线城市。其中在建项目合计 106 个，预估剩余可售货值 1968.27 亿元，分布在国内 55 个城市，以成都、重庆和西安为代表的二线城市剩余可售面积占比 56.25%，以茂名和宝鸡等为代表的三四线及以下城市剩余可售面积占比 42.68%；拟建项目 21 个，预估剩余可售货值 479.78 亿元，分布在 20 个城市，以重庆、昆明和绍兴等为主的二线城市总可售面积占比 68.79%，以咸阳和上饶等为主的三线城市可售面积占比 9.74%，以宝鸡为主的四线城市占比 21.47%。

¹ 公司提供，东方金诚整理。

图表8 公司房地产可售项目情况及开工进度 (单位: 万平方米、亿元)



类别	总可售面积	剩余可售面积	剩余货值
完工项目	954.21	225.22	125.53
在建项目	3010.76	1760.20	1968.27
拟建项目	398.14	398.14	479.78
合计	4363.11	2383.57	2573.59

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1~9月
新开工面积	349.45	530.90	1077.27	713.29
竣工面积	315.75	273.07	336.98	244.92

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

整体来看, 公司在建及拟建项目未来可售面积较为充足, 以成都、重庆和西安为代表的二线城市占比较高, 此外, 近年公司新开工面积逐年大幅增加, 为未来销售的实现提供了一定保障。但部分项目集中在以茂名和宝鸡为主的三四线及以下城市, 未来面临一定销售去化压力。

近年来公司房地产结转收入逐年增长, 毛利润及毛利率整体有所提升, 在建及拟建项目土地成本保持较低水平, 预计短期内业务获利水平将保持稳定

近年来, 公司结转面积和结转收入持续增长, 平均结转价格呈逐年上涨趋势; 房地产开发业务收入和毛利润随着房地产结转项目增加而逐年增长, 2018年实现收入284.87亿元, 同比增长24.31%; 同期, 房地产开发业务毛利率水平整体有所提升, 其中2018年毛利率为25.60%, 同比提升2.90个百分点, 主要是房地产项目结转价格的上涨以及公司较低的土地成本所致。此外, 截至2018年末, 公司预收款项509.95亿元, 预收款项是当期结算收入的1.79倍, 为未来业务收入及利润的实现提供了一定的保障。

图表9 公司房地产开发业务收入及结转情况 (单位: 亿元、万平方米、元/平方米、倍)



	2016年	2017年	2018年	2019年1~9月
结算面积	234.80	262.62	281.84	254.11
结算收入	195.89	220.99	284.87	260.00
平均结算价格	8342.84	8414.82	10107.51	10232.12
期末预收款项	201.81	314.14	509.95	605.37
期末预收款项/结算收入	1.03	1.42	1.79	-

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司近年来土地获取方式以收并购为主, 公开市场招拍挂为辅, 土地成本相对较低。截至

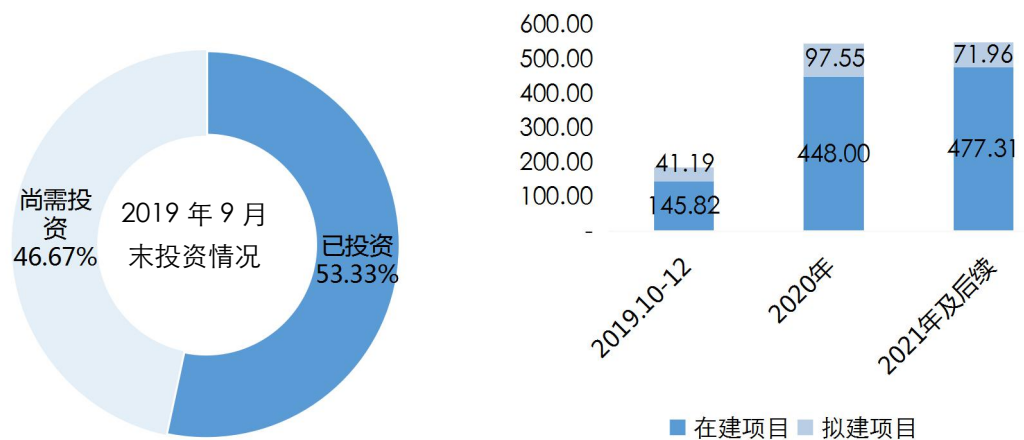
2019年9月末，公司在建及拟建房地产项目平均楼面地价²为3601.79元/平方米，其中在建项目平均楼面地价为3474.97元/平方米，在建项目中已售部分平均销售价格为9113.36元/平方米，楼面地价为历史销售价格的38.13%；此外，公司拟建项目平均楼面地价为4434.17元/平方米。整体来看，公司房地产项目土地成本较低，随着房地产项目的销售结转，预计对项目利润水平提供较强保障，短期内公司业务获利能力将保持稳定。

公司在建及拟建项目未来投资规模较大，同时未来仍将保持一定规模的土地获取，在当前房地产行业融资环境趋紧的背景下，面临资金支出压力

公司在建项目计划总投资额2420.60亿元，截至2019年9月末已累计投入1349.46亿元，尚需投资1071.14亿元，其中2019年10~12月、2020年、2021年及后续公司在建项目分别计划投资145.82亿元、448.00亿元和477.31亿元，投资资金来源主要是借款、自筹资金以及房地产项目的销售回款。

公司拟建项目计划总投资额324.28亿元，截至2019年9月末已累计投入114.41亿元，尚需投资209.88亿元。公司在建及拟建项目未来投资规模较大，同时未来仍将保持一定规模的土地获取，在房地产行业融资环境趋紧的背景下，公司在建及拟建项目未来将面临资金支出压力。

图表 10 截至 2019 年 9 月末公司在建及拟建项目未来投资情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

医药和 3D 生物打印

公司药品种类较丰富，近年主要药品销量和销售金额总体增长，医药制造收入逐年提升且毛利率水平较高；3D 生物打印业务尚处于投入阶段，未来发展面临一定不确定性

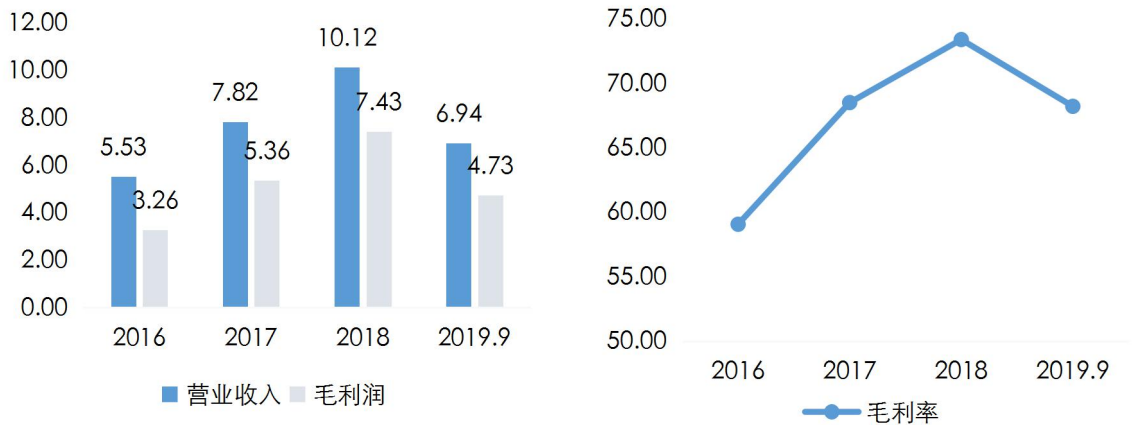
公司医药和 3D 生物打印业务分为医药的生产与销售、3D 生物打印业务，医药生产与销售业务的运营主体为成都迪康药业有限公司，3D 生物打印业务的运营主体为四川蓝光英诺生物科技股份有限公司。公司医药和 3D 生物打印业务收入和毛利润均逐年增长，2018 年，公司医药和 3D 生物打印业务实现收入 10.12 亿元，同比增长 29.41%；毛利润 7.43 亿元，同比增长 38.62%；

² 楼面地价=拿地成本/规划计容面积。

毛利率为 73.38%，同比提高 4.89 个百分点。

截至 2019 年 9 月末，公司拥有药品及医疗器械注册批件 360 个，其中化学药及其制剂 304 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 21 个剂型，拥有 30 条药品生产线。近年来，公司主要医药产品中安斯菲、可吸收医用膜和通窍鼻炎颗粒销售金额均逐年增长。此外，公司 3D 生物打印业务正处于投入阶段，临床研究所需周期较长，未来业务发展存在一定不确定性。

图表 11 公司医药和 3D 生物打印业务收入及毛利率情况 (单位: 亿元、%、万盒、万张、万枚)



项目	2016年		2017年		2018年		2019年1~9月	
	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	898.26	1.88	1022.93	2.69	1350.87	3.93	808.56	2.08
可吸收医用膜	33.00	0.40	39.06	0.54	48.36	0.92	24.55	0.54
可吸收内固定螺钉	1.46	0.09	1.32	0.12	1.22	0.11	0.64	0.06
通窍鼻炎颗粒	542.86	0.45	560.97	0.64	684.36	0.98	521.85	0.76

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

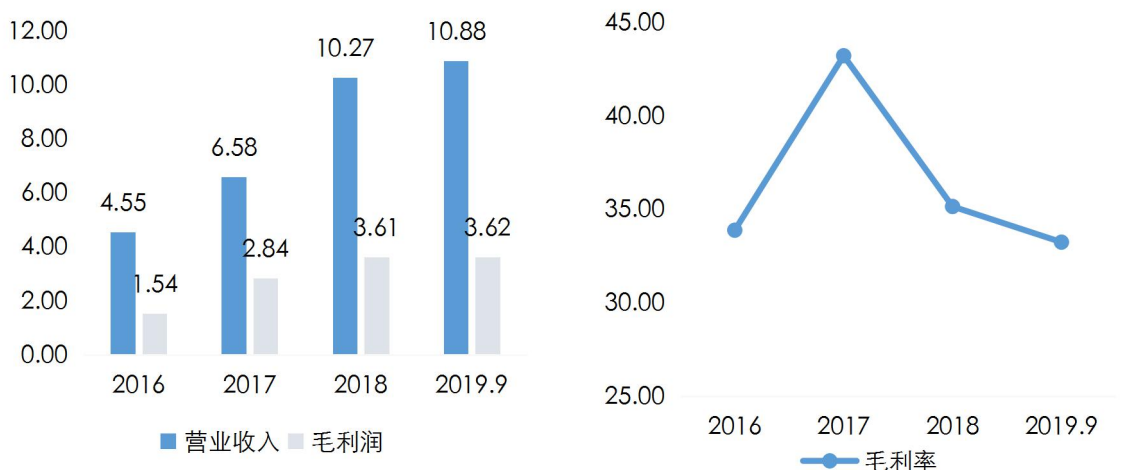
现代服务业

公司现代服务业收入和毛利润均有所增长，对公司收入和利润形成有益补充

公司现代服务业主要为住宅、商业、写字楼、工业园区等业态项目提供专业的物业管理服务与经营增值服务，经营主体主要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”）。2016 年以来，公司现代服务业收入和毛利润均逐年增长，主要是物业管理面积的增加所致。2018 年，公司现代服务业实现收入 10.27 亿元，同比增长 56.25%；毛利润 3.61 亿元，同比增长 27.07%；毛利率为 35.15%，同比下降 8.07 个百分点。

嘉宝股份拥有国家一级物业管理资质，业务范围主要集中在成都区域，辐射四川、重庆、昆明等区域，截至 2019 年 6 月末，嘉宝股份已进驻全国 69 个城市，管理和项目的项目 400 余个，受托管理面积超过 6331 万平方米。根据中国物业管理协会和中国指数研究院共同研究发布的《2018 中国物业服务百强企业研究报告》，嘉宝股份位列全国物业服务百强企业第 14 名。

图表 12 公司现代服务业务收入、毛利润和毛利率情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司治理与战略

公司建立了较为完善的法人治理结构, 管理层级清晰, 发展战略坚持聚焦房地产主业, 加大全国化布局, 并向新一线、二线和强三线回归

公司建立了较为完善的法人治理结构, 建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的治理结构体系。公司设有投资发展中心、经营统筹中心、产品研究院、营销 CRM 中心、供应链管理中心、财务资金中心等经营管理部门, 同时将房地产业务划分为 15 个区域, 对不同区域内的房地产项目子公司进行管理, 各部门各司其职, 并不断完善制度建设。

根据公司 2019 年经营计划, 计划全年实现营业收入 350 亿元, 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 33 亿元, 逐步回归新一线、二线及强三线的战略布局, 全年计划土地投资总额 500 亿元; 自有房地产项目计划开工面积 1800 万平方米, 竣工面积 400 万平方米。公司仍将坚持集中化战略, 集中资源和精力聚焦于房地产主业的发展。投资方面, 公司将继续聚焦深耕“高价值、高增值、低存量”区域的价值投资理念, 努力抓住当前房地产行业资源整合、收购兼并的机会, 不断提升自身的投资能力; 在产品类型方面, 公司仍将坚持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。

财务分析

财务概况

蓝光发展提供了 2016 年~2018 年审计报告和 2019 年 1~9 月财务报表。信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2016 年~2018 年财务报表分别进行了审计, 均出具了标准无保留意见的审计报告, 2019 年 1~9 月财务报表未经审计。2019 年 9 月末, 公司纳入合并报表范围的直接及间接控股子公司共计 483 家, 较 2018 年末增加 93 家。

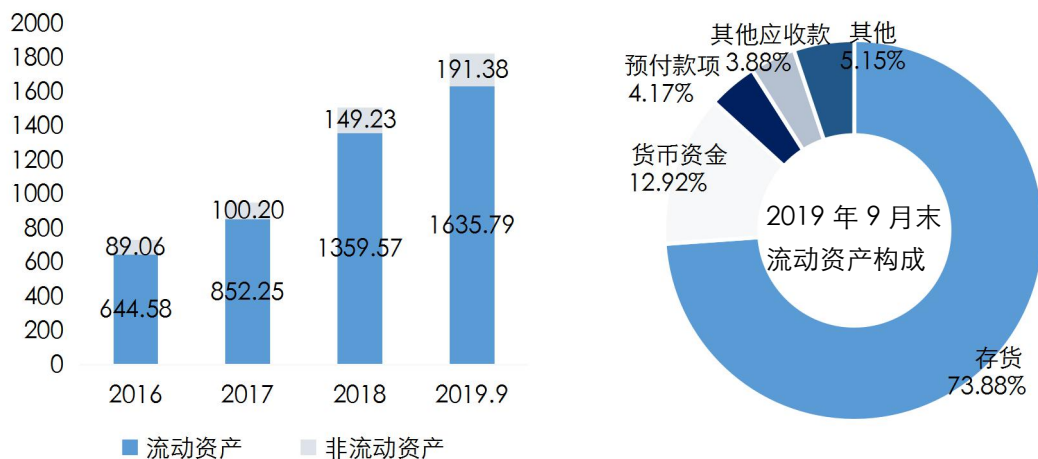
资产构成与资产质量

公司资产持续增长且以流动资产为主，存货规模较大且逐年增长，资产受限比例较高，对资产流动性和再融资能力形成不利影响

近年来，公司资产总额逐年增长，资产构成以流动资产为主。截至2019年9月末，公司资产总额1827.18亿元，较2018年末增长21.10%，其中流动资产占比89.53%。

2019年9月末，公司流动资产1635.79亿元，存货和货币资金占比较高。随着经营规模扩大、房地产开发项目不断增多，公司存货规模逐年增长，2019年9月末存货账面余额为1208.46亿元，主要由房地产在建项目和已完工项目构成，受限比例为66.73%。公司存货周转次数呈下降趋势，2016年~2018年存货周转次数分别为0.36次、0.32次和0.29次。公司货币资金整体增加，2019年9月末为211.28亿元，受限比例2.25%。公司其他应收款主要为关联方往来款，近年整体呈增长趋势，主要是公司合作开发项目增加及往来款增加所致，其中2019年9月末为63.52亿元。

图表 13 公司资产构成情况 (单位: 亿元)



项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
货币资金	91.71	128.05	251.87	211.28
其他应收款	8.97	26.21	69.67	63.52
存货	505.95	630.93	904.44	1208.46
流动资产合计	644.58	852.25	1359.57	1635.79
长期股权投资	9.53	14.11	48.99	61.08
投资性房地产	44.98	44.54	45.84	46.43
非流动资产合计	89.06	100.20	149.23	191.38
资产总额	733.65	952.45	1508.81	1827.18

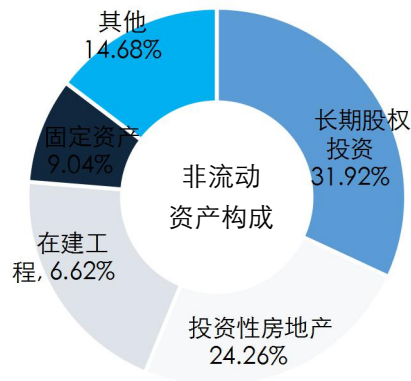
资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司非流动资产逐年增长，2019年9月末非流动资产191.38亿元，主要由长期股权投资和投资性房地产构成。其中长期股权投资主要为对合营企业和联营企业的投资，2019年9月末为61.08亿元。投资性房地产主要为用于对外出租的房屋和建筑物等，均以公允价值的模式计

量,2019年9月末公司投资性房地产账面价值46.43亿元,其中用于抵押的投资性房地产15.02亿元,占比32.35%。

从当前资产受限情况来看,截至2019年9月末,公司受限资产854.55亿元,由存货、投资性房地产、货币资金等构成,占资产总额的比例为46.77%,占净资产的比例为238.99%。公司资产受限比例较高,对资产流动性和再融资能力形成不利影响。

图表14 2019年9月末公司非流动资产构成及资产受限情况(单位:亿元)



项目	账面价值	受限金额
货币资金	211.28	4.76
存货	1208.46	806.36
投资性房地产	46.43	15.02
固定资产	17.29	14.87
在建工程	11.48	10.21
无形资产	5.87	3.33
合计	1500.82	854.55

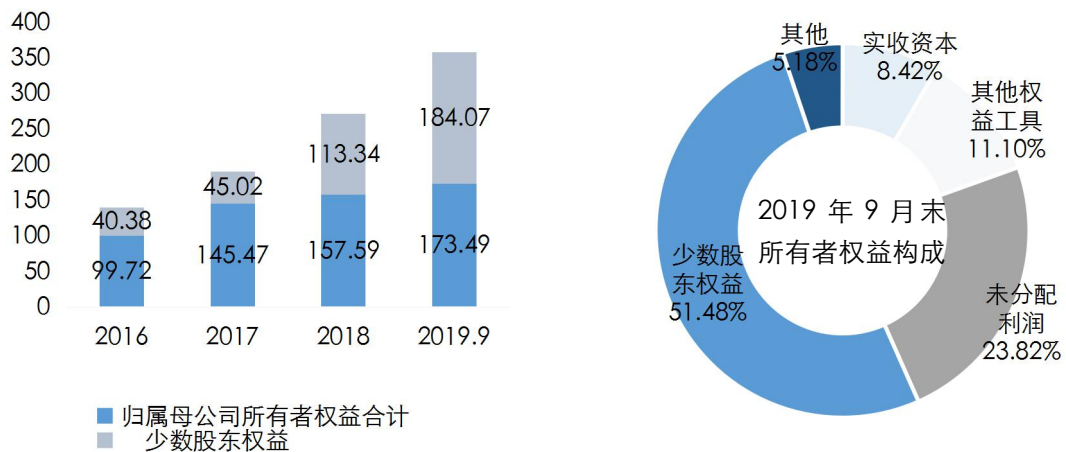
资料来源:公司提供,东方金诚整理

资本结构

受发行永续中票、少数股东权益增加以及经营积累的影响,公司所有者权益保持增长,但合营及联营项目有所增长,2018年以来少数股东权益大幅增长且占所有者权益比重较大

2016年~2018年末及2019年9月末,公司所有者权益保持增长,主要系发行永续中票、少数股东权益增长和未分配利润积累所致,2019年9月末所有者权益357.56亿元,其中少数股东权益和未分配利润占比较高。同期末,公司未分配利润逐年增加;2018年以来少数股东权益显著增长,主要是公司加大项目投资力度,收购和设立的非全资子公司增加所致,其中2019年9月末为184.07亿元;公司其他权益工具2017年末同比大幅增加37.73亿元,主要是公司发行了一期30亿元的永续中票所致,截至2019年9月末,其他权益工具为39.68亿元。

图表 15 公司所有者权益结构情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

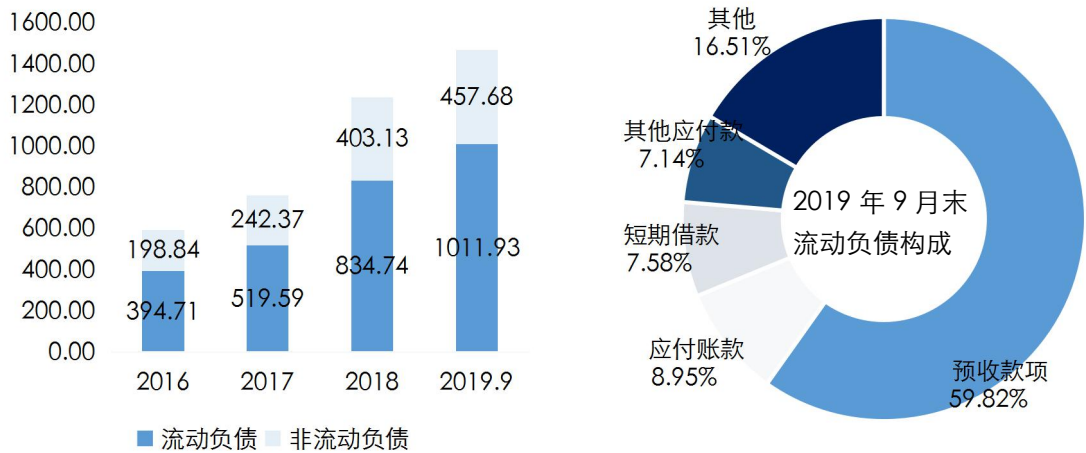
公司有息债务显著增长且规模较大，长期有息债务规模及占比显著提高，2020年至2021年将面临债务集中偿还压力

公司业务规模的快速扩张使得外部融资需求显著上升，近年来公司负债总额逐年增长，负债结构以流动负债为主。2019年9月末，公司负债总额1469.61亿元，其中流动负债占比68.86%。

2019年9月末，公司流动负债中预收款项、应付账款、短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债占流动负债比重较大。公司预收款项主要是已售未结算的房屋预售款，在公司业务及合同销售金额规模扩大下逐年增长，其中2019年9月末为605.37亿元，较2018年末增长18.71%。公司应付账款主要是尚未结算或者支付的工程款，随业务规模扩大近年来有所增长，2019年9月末为90.57亿元；短期借款整体有所增加，2019年9月末为76.71亿元，其中抵押借款、保证借款、质押借款和信用借款分别为25.44亿元、20.91亿元、15.20亿元和15.15亿元，主要用于房地产项目的开发建设；公司其他应付款主要为押金保证金、往来款和代收业主各项税费等，逐年有所增长，系合作开发项目增加导致往来款大幅增长所致，其中2019年9月末其他应付款72.23亿元，较2018年末增长13.01%。2019年9月末，公司一年内到期的非流动负债为60.86亿元，其中一年内到期的长期借款占比99.91%。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，其中长期借款逐年增长，2019年9月末为270.33亿元，较上年末增长20.42%，其中抵押借款、保证借款、信用借款和质押借款分别为194.53亿元、32.33亿元、23.91亿元和19.56亿元，长期借款主要用途为房地产项目获取及项目开发建设。截至2019年9月末，公司应付债券168.58亿元，公司共有9只存续债券附有回售选择权，期末余额合计85.41亿元，行权日期集中于2020年及2021年。

图表 16 公司负债构成情况 (单位: 亿元)



项目	2016年末	2017年末	2018年末	2019年9月末
短期借款	37.43	34.15	83.22	76.71
预收款项	201.81	314.14	509.95	605.37
其他应付款	28.89	35.08	63.92	72.23
一年内到期的非流动负债	45.11	44.79	61.60	60.86
流动负债合计	394.71	519.59	834.74	1011.93
长期借款	100.99	143.95	224.48	270.33
应付债券	79.35	79.48	160.82	168.58
非流动负债合计	198.84	242.37	403.13	457.68
负债总额	593.55	761.96	1237.88	1469.61

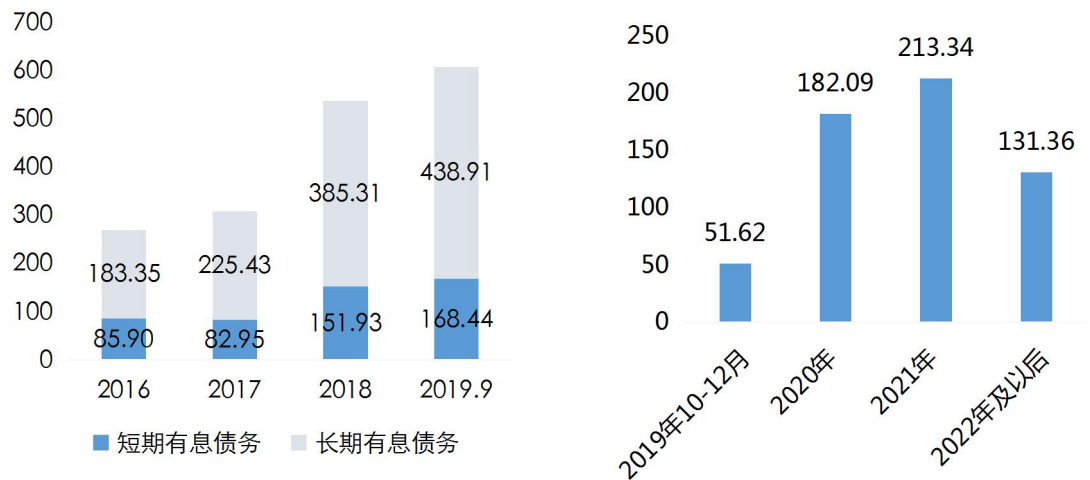
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

有息债务方面, 2016年以来, 公司全部债务规模逐年较快增长, 长期有息债务规模及占比持续增长, 债务结构有所优化。截至2019年9月末, 公司全部债务为609.35亿元, 长期有息债务和短期有息债务占比分别为72.03%和27.97%; 资产负债率和全部债务资本化比率分别为80.43%和63.02%。从债务期限结构来看, 以公司2019年9月末有息债务为基础, 在债券不提提前回售的情况下, 公司的有息债务将主要集中于2020年至2021年到期, 并将于2021年出现偿债高峰; 若考虑债券回售, 公司2021年应偿还有息债务最高为234.81亿元³, 未来两年将面临集中偿付压力。

对外担保方面, 截至2019年9月末, 公司对外担保余额21.50亿元, 担保比率6.01%, 主要是对联营及合营公司提供的担保。

³ 未包含应付票据。

图表 17 公司全部债务构成及期限结构情况 (单位: 亿元、%)



项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
全部债务	269.24	308.39	537.24	609.35
对外担保	0.95	2.05	19.87	21.50
资产负债率	80.90	80.00	82.04	80.43
全部债务资本化比率	65.77	61.82	66.48	63.02
长期债务资本化比率	56.69	54.20	58.71	55.11

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

盈利能力

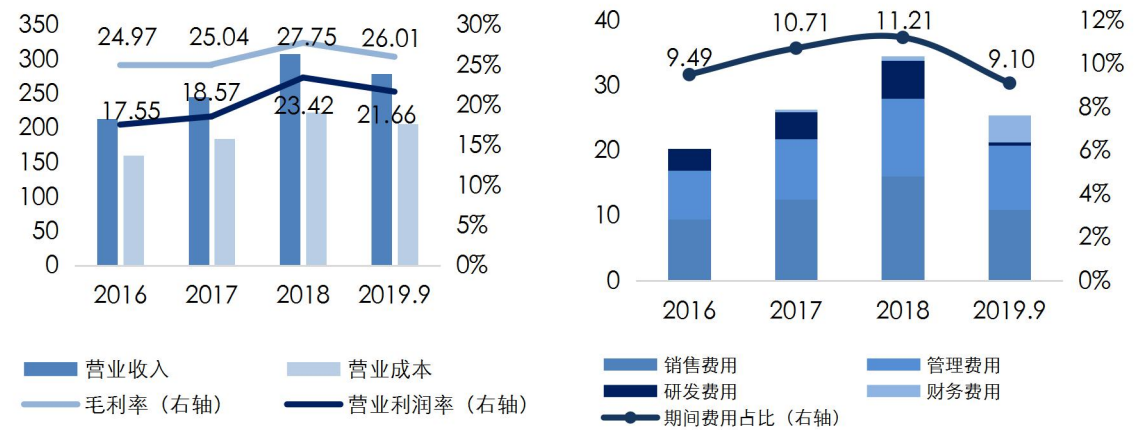
受益于房地产项目结转规模扩大, 公司营业收入和利润总额持续增长, 盈利能力有所增强

2016 年以来, 公司营业收入和利润总额逐年增长, 主要是房地产结转收入及利润增加所致, 营业利润率持续提升, 期间费用率略有提高。2018 年, 公司营业收入 308.21 亿元, 同比增长 25.53%; 利润总额 33.77 亿元, 同比增长 90.49%; 营业利润率、总资本收益率、净资产收益率分别为 23.42%、3.79%和 9.21%, 均同比有所增长, 盈利能力有所增强。

此外, 公司资产减值损失主要为应收账款和其他应收款坏账准备、存货跌价准备, 2016 年~2018 年, 公司资产减值损失分别为 3.37 亿元、2.16 亿元和 1.82 亿元, 逐年减少, 主要是销售价格上涨导致存货跌价准备减少; 同期, 公司投资收益分别为 1.38 亿元、1.38 亿元和 0.83 亿元, 主要来自于权益法核算的长期股权投资收益与处置长期股权投资产生的投资收益。

2019 年 1~9 月, 公司营业收入 278.81 亿元, 利润总额和净利润分别为 37.60 亿元和 25.90 亿元。预计未来随着公司可售面积的不断增长以及推盘力度的加大, 公司房地产开发业务合同销售金额将有望继续稳步增长, 待结转项目增多带动业务收入增长, 公司在建及拟建项目拿地成本较低, 有利于保障房地产业务毛利率水平的稳定。

图表 18 公司收入及盈利能力 (单位: 亿元、%)



项目	蓝光发展	泰禾集团	宝龙实业	滨江房地产	厦门中骏	新希望地产
2018 年营业收入	308.21	309.85	170.17	211.15	154.98	152.43
2018 年毛利率	27.75	30.36	40.21	35.74	35.02	27.81
2018 年利润总额	33.77	50.76	54.89	42.41	42.02	28.36
2018 年净资产收益率	9.21	12.26	10.19	16.32	18.36	12.78

数据来源: 公司提供, Wind、东方金诚整理

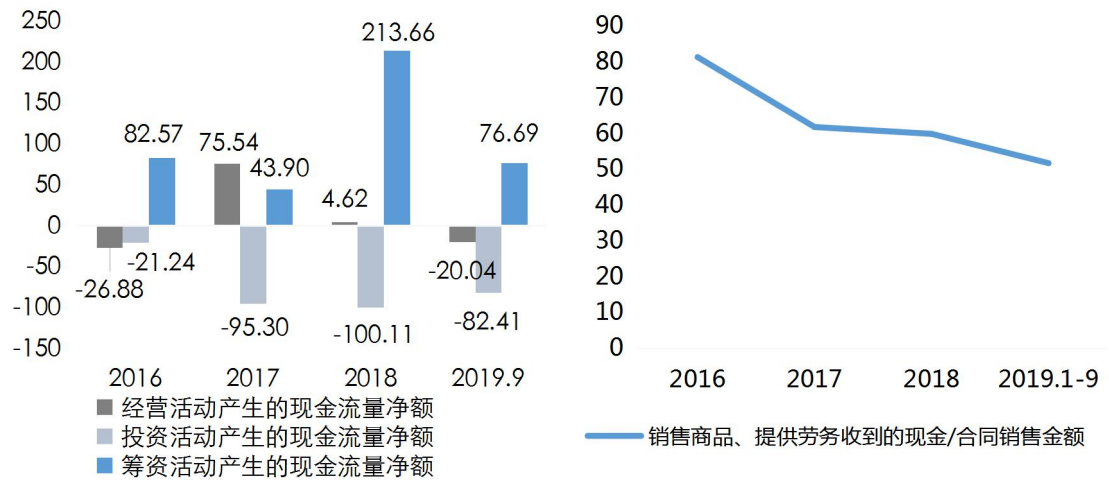
现金流

公司经营性净现金流波动较大, 销售回款速度有所放缓, 股权收并购拿地及合作开发项目增加使得投资活动现金净流出规模持续增长, 对外部融资依赖程度较高

2016 年~2018 年及 2019 年 1~9 月, 公司经营性净现金流分别为-26.88 亿元、75.54 亿元、4.62 亿元和-20.04 亿元, 波动较大, 其中 2017 年经营性现金流同比由净流出转为净流入, 主要是房地产项目销售回款增加, 同时购地支出有所下降所致; 2018 年公司房地产拿地支出有所增加, 导致经营性净现金流大幅减少。销售回款方面, 2016 年以来, 公司销售商品、提供劳务收到的现金与同期合同销售金额的比重呈下降趋势, 销售回款速度有所放缓, 在当前房地产市场融资收紧的政策环境下, 加快资金回笼是公司当前面临的主要问题之一。

公司投资性净现金流持续表现为净流出且规模较大, 主要系公司股权收并购拿地及合作开发项目增加所致。公司业务规模扩大导致融资需求增加, 长短期借款及债券发行规模均有所扩大, 近年来筹资活动净现金流波动增长, 对外部融资依赖程度有所提高。

图表 19 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

偿债能力

从短期偿债能力指标来看, 2016 年以来, 公司流动比率较为稳定, 速动比率波动较大, 2019 年 9 月末为 42.23%, 较 2018 年末下降 12.29 个百分点; 货币资金对短期债务的覆盖程度有所波动, 其中 2019 年 9 月末为 1.24 倍, 较 2018 年末下降 0.42 倍。2016 年~2018 年, 公司经营净现金流对流动负债的保障程度波动较大。

从长期偿债能力指标来看, 公司 EBITDA 利息倍数逐年提升, 2018 年为 1.35 倍; 全部债务/EBITDA 逐年小幅下降, 均有所好转。

图表 20 公司偿债能力主要指标 (单位: %、倍)

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
流动比率	163.31	164.02	162.87	161.65
速动比率	35.12	42.59	54.52	42.23
货币资金/短期债务	1.07	1.54	1.66	1.24
经营现金流流动负债比	-6.81	14.54	0.55	-
EBITDA 利息倍数	0.94	1.05	1.35	-
全部债务/EBITDA	14.34	13.38	13.20	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

同业比较

与行业对比组企业进行对比, 公司资产规模和营业收入处于较好水平, 盈利能力和运营效率较对比企业处于较低水平, 债务负担处于平均水平。

图表 21 同行业主要指标对比 (亿元、%、次)

项目	蓝光发展	泰禾集团	宝龙实业	滨江房地产	厦门中骏	新希望地产
资产总额	1508.81	2431.36	1179.07	875.52	771.96	712.54
营业收入	308.21	309.85	170.17	211.15	154.98	152.43
合同销售金额	855.39	929.36	389.84	400.90	464.28	316.63
净资产收益率	9.21	12.26	10.19	16.32	18.36	12.78
净利润	24.96	39.11	38.43	31.52	31.24	21.29
存货周转率	0.29	0.14	0.35	0.35	0.35	0.31
资产负债率	82.04	86.88	68.02	77.94	77.95	76.62

注：以上企业最新主体信用等级均为 AA+/稳定，数据来自各自企业公开披露的 2018 年数据，东方金诚整理。

总体来看，公司资产流动性一般，有息债务规模逐年增长，未来两年将面临集中偿付压力；但公司销售情况较好，土地储备充足且拿地成本较低，将有助于未来营业收入及盈利能力的提升。

过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2019 年 11 月 25 日，公司在银行贷款履约方面不存在不良信用记录。截至本报告出具日，公司存续期债券付息正常。

本期债券偿债能力

本期债券发行金额不超 7.5 亿元 (含 7.5 亿元)，发行金额若按 7.5 亿元计算，为公司 2019 年 9 月末全部债务和负债总额的 1.23% 和 0.51%，对公司现有资本结构产生一定影响。

截至 2019 年 9 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 80.43% 和 63.02%。本期债券发行后，发行金额若按 7.5 亿元计算，公司的负债总额将上升至 1477.11 亿元，资产负债率将上升至 80.84%，全部债务资本化比率上升至 63.30%，由于本期债券募集资金拟全部用于偿还到期或行权的公司债券，在不考虑其他因素情况下，本期债券发行后公司新增有息债务风险可控。

以公司 2018 年的财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司 EBITDA、经营活动现金流入、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本期债券的保护倍数分别为 5.43 倍、71.02 倍、0.62 倍和 -12.73 倍。

图表 22 本期债券偿债能力指标 (倍)

项目	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA/本期债券发债额度	2.50	3.07	5.43
经营活动现金流入偿债倍数	33.28	49.69	71.02
经营活动现金流量净额偿债倍数	-3.58	10.07	0.62
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-6.42	-2.63	-12.73

资料来源：公司提供，东方金诚整理

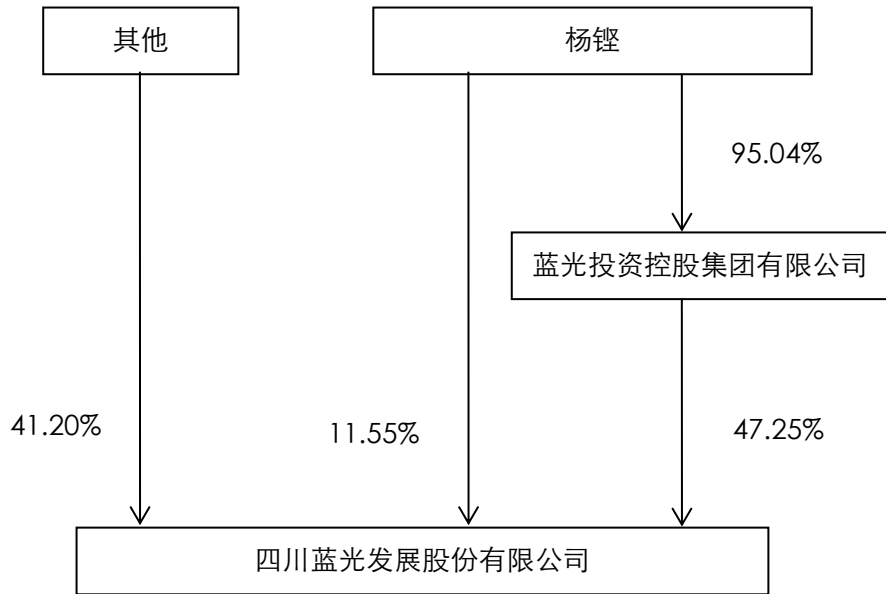
综合评价

蓝光发展是西南地区最大的房地产开发企业之一，房地产项目主要位于成都、昆明、重庆、武汉、合肥和苏州等城市，在成都区域竞争实力很强；公司房地产合同销售金额、合同销售面积均逐年显著增长，未来可售面积较充足；近年来公司房地产结转收入逐年增长，毛利润及毛利率整体有所提升，土地成本保持较低水平，业务获利能力较有保障；公司医药制造和现代服务业收入逐年增长，毛利率水平较高，对公司收入和利润形成有益补充。

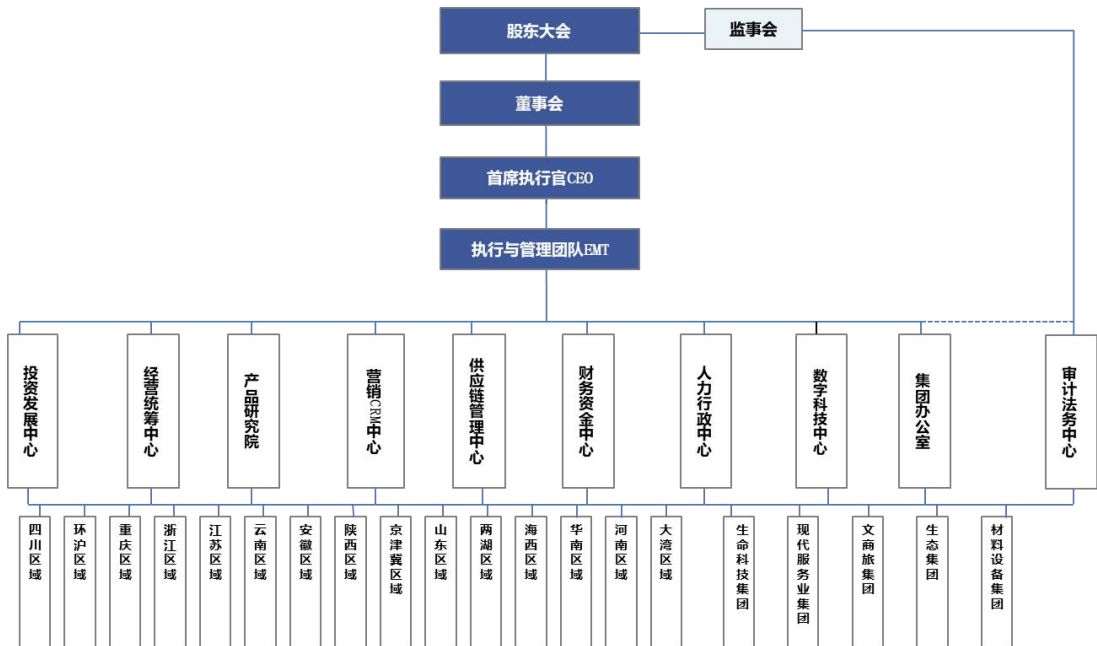
同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建的部分房地产项目位于三四线城市，面临一定的销售去化压力；在建和拟建项目未来投资规模较大，在当前房地产行业融资环境趋紧的背景下，公司面临资金支出压力；公司有息债务显著增长且规模较大，2020年至2021年将面临债务集中偿还压力。

综上所述，东方金诚评定蓝光发展主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为AA+。

附件一：截至 2019 年 9 月末公司股权结构图



附件二：截至2019年9月末公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年9月
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	733.65	952.45	1508.81	1827.18
所有者权益 (亿元)	140.10	190.48	270.93	357.56
负债总额 (亿元)	593.55	761.96	1237.88	1469.61
短期债务 (亿元)	85.90	82.95	151.93	170.44
长期债务 (亿元)	183.35	225.43	385.31	438.91
全部债务 (亿元)	269.24	308.39	537.24	609.35
营业收入 (亿元)	213.29	245.53	308.21	278.81
利润总额 (亿元)	14.68	17.73	33.77	37.60
净利润 (亿元)	8.90	12.50	24.96	25.90
EBITDA (亿元)	18.77	23.05	40.71	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	-26.88	75.54	4.62	-20.04
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-21.24	-95.30	-100.11	-82.41
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	82.57	43.90	213.66	76.69
毛利率 (%)	24.97	25.04	27.75	26.01
营业利润率 (%)	17.55	18.57	23.42	21.66
销售净利率 (%)	4.17	5.09	8.10	9.29
总资本收益率 (%)	3.00	3.38	3.79	-
净资产收益率 (%)	6.35	6.56	9.21	-
总资产收益率 (%)	1.21	1.31	1.65	-
资产负债率 (%)	80.90	80.00	82.04	80.43
长期债务资本化比率 (%)	56.69	54.20	58.71	55.11
全部债务资本化比率 (%)	65.77	61.82	66.48	63.02
货币资金/短期债务 (%)	106.77	154.37	165.78	123.96
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-17.87	-6.41	-17.77	-
流动比率 (%)	163.31	164.02	162.87	161.65
速动比率 (%)	35.12	42.59	54.52	42.23
经营现金流动负债比 (%)	-6.81	14.54	0.55	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.94	1.05	1.35	-
全部债务/EBITDA (倍)	14.34	13.38	13.20	-
应收账款周转率 (次)	-	36.98	26.85	-
销售债权周转率 (次)	-	36.03	25.94	-
存货周转率 (次)	-	0.32	0.29	-
总资产周转率 (次)	-	0.29	0.25	-
现金收入比 (%)	114.86	146.28	166.13	132.55

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 全部债务=长期债务+短期债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

评级方法为《房地产企业信用评级方法及模型 (RTFC010201907)》

附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

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

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“四川蓝光发展股份有限公司公开发行2020年公司债券（第一期）”的存续期内密切关注四川蓝光发展股份有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在四川蓝光发展股份有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后10个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向四川蓝光发展股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，四川蓝光发展股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如四川蓝光发展股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站(<http://www.dfratings.com>)和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。



东方金诚国际信用评估有限公司

2019年12月27日

权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。