



信用等级通知书

信评委函字[2020]G023-F1-X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）”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

二零二零年二月十一日

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

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29亿元（含29亿元），分期发行；其中本期债券发行总规模不超过人民币7.50亿元（含7.50亿元）。
债券期限	本期债券为3年期固定利率债券，附第2年末发行人调整票面利率选择权、赎回选择权及投资者回售选择权。
债券利率	本期债券采用固定利率形式，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。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扣除发行费用后，拟全部用于偿还到期或行权的公司债券。

概况数据

蓝光发展	2016	2017	2018	2019.Q3
所有者权益（亿元）	140.10	190.48	270.93	357.56
总资产（亿元）	733.65	952.45	1,508.81	1,827.18
总债务（亿元）	269.24	308.39	537.27	609.35
营业总收入（亿元）	213.29	245.53	308.21	278.81
营业毛利率（%）	24.97	25.04	27.75	26.01
EBITDA（亿元）	18.77	23.05	40.71	41.51
所有者权益收益率（%）	6.35	6.56	9.21	9.66
资产负债率（%）	80.90	80.00	82.04	80.43
净负债率（%）	126.72	94.67	105.34	111.33
总债务/EBITDA（X）	14.34	13.38	13.20	11.01
EBITDA 利息倍数（X）	0.94	1.05	1.35	1.12

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中计息部分已调整至长期债务，2019年三季度末其他流动负债中计息部分已调整至短期债务；
3、2019年三季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA等指标已经年化处理；
4、2017年财务数据为2018年年初重述数。

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2020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、销售实现快速增长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、蓝光发展债务规模增长较快，财务杠杆比率有所上升以及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、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。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，有利于分散单一区域房地产市场及政策风险。
- 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，近三年复合增长率为68.48%。

关注

- 房地产调控政策持续且行业竞争加剧。在宏观

分析师

张丽华 lhzhang@ccxr.com.cn

周佳伟 jwzhou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2020年2月11日

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。

- 债务规模增长较快，财务杠杆比率有所上升。随着公司在建项目持续推进及拿地支出，其债务规模增长较快，截至 2019 年 9 月末，公司债务规模为 609.35 亿元，较上年末增长 13.42%；同期末，公司资产负债率为 80.43%，净负债率为 111.33%，财务杠杆比率持续上升。
- 新增土地储备需求或给其带来一定的资本支出压力。截至 2019 年 9 月末，公司土地储备面积为 2,383.57 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。

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 1,908.83 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 2019 年 9 月末，公司股本总额为 30.10 亿元，控股股东为蓝光投资控股集团有限公司（原名为“蓝光实业集团有限公司”，2015 年 6 月 16 日更为现名，以下简称“蓝光集团”），其持股比例为 47.25%，实际控制人为杨铿，其直接或间接持有公司 56.46% 的股份。

截至 2018 年 12 月 31 日，公司资产总额 1,508.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益）270.93 亿元，资产负债率 82.04%；2018 年公司实现营业收入 308.21 亿元，净利润 24.96 亿元，经营活动净现金

流 4.62 亿元。

截至 2019 年 9 月 30 日，公司资产总额 1,827.18 亿元，所有者权益（含少数股东权益）357.56 亿元，资产负债率 80.43%；2019 年 1~9 月公司实现营业收入 278.81 亿元，净利润 25.90 亿元，经营活动净现金流 -20.04 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 2020 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 29 亿元（含 29 亿元）；其中本期债券发行总规模不超过人民币 7.50 亿元（含 7.50 亿元）。
债券期限	本期债券为 3 年期固定利率债券，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权、赎回选择权及投资者回售选择权。
债券利率	本期债券采用固定利率形式，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。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扣除发行费用后，拟全部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

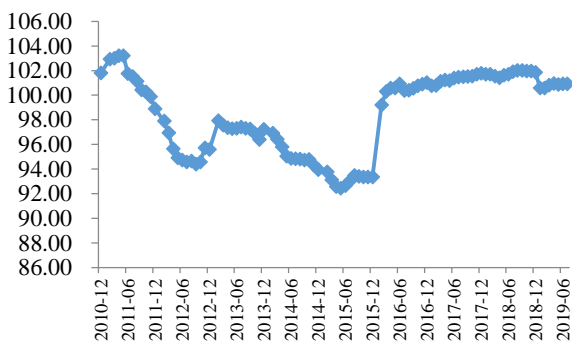
行业分析

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

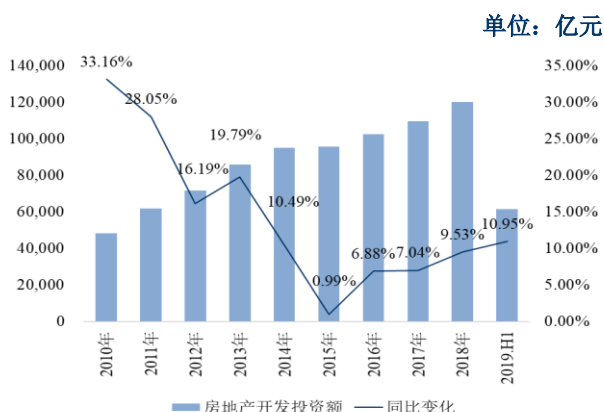
府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升；2014年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入2015年，随着一系列宽松的行业政策出台，国房景气指数自2015年6月开始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至2016年上半年。2016年10月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期有所上升。2017年以来国房景气指数持续上行，于2017年12月达到101.72点，但3月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。进入2018年，各线城市调控政策持续高压，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，5~9月期间国房景气度有所回升，9月份上涨至102.01点。9~12月，国房景气指数小幅回落，12月为101.85点，比9月份下降0.16点。2019年1月国房指数降至100.57点，2~6月小幅波动上升，于6月达到100.90点。

图 1：2011~2019.H1 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图 2：2010~2019.H1 全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，受益于宽松的行业政策，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，各线城市调控政策未出现明显放松，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼资金，加快房地产开发建设节奏，2018年全国房地产开发投资较上年同期增长9.53%至120,264亿元，增速较上年同期上升2.49个百分点。2019年1~6月全国房地产开发投资较上年同期增长10.9%至61,609亿元，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，2016~2018年房地产开发企业到位资金分别为144,214亿元、156,053亿元和165,963亿元，年均复合增长率7.3%；同期增速分别为15.2%、8.2%和6.4%。从资金来源来看，房企资金来源中自筹资金规模呈上升趋势，分别为49,133亿元、50,872亿元和55,831亿元，占比分别为34.1%、32.6%和33.6%；定金及预收款规模及其占比呈快速上升态势，2016~2018年房企资金来源中定金及预收款规模为41,952亿元、48,694亿元和55,418亿元，占比从2016年的29.1%上升至2018年的33.4%；同期国内贷款分别为21,512亿元、25,242亿元和24,005亿元，个人按揭贷款分别为24,403亿元、23,906亿元和23,706亿元，受外部资金环境紧缩影响，2018年国内贷款和个人按揭贷款同比分别下降4.9%和0.8%。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提高。2019年1~6月，房地产开发企业到位资金84,966亿元，较上年同期增长7.2%，增速提高2.6个百分点。其中，自筹资金和定金及预收款同比分别增长4.7%和9.0%至26,731亿元和28,465亿元，增速有所放缓，占比分别为31.5%和33.5%；国内贷款和个人按揭贷款分

别为 13,330 亿元和 12,806 亿元, 同比分别增长 8.4% 和 11.1%。

表 2: 2016~2019.H1 房地产开发投资资金来源

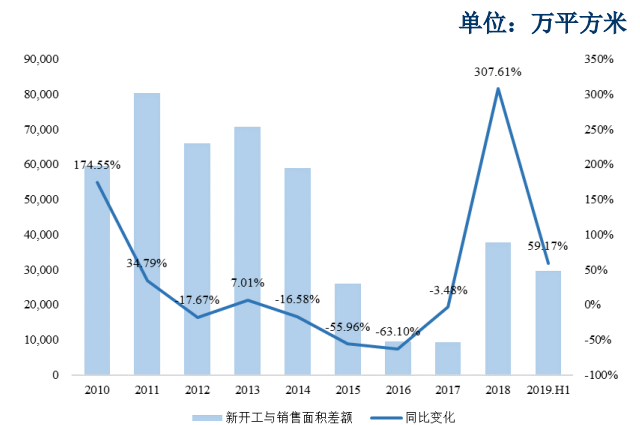
单位: 亿元、%				
指标	2016	2017	2018	2019.H1
资金来源合计	144,214	156,053	165,963	84,966
同比增长	15.2	8.2	6.4	7.2
其中:				
自筹资金	49,133	50,872	55,831	26,731
占比	34.1	32.6	33.6	31.5
同比增长	0.2	3.5	9.7	4.7
国内贷款	21,512	25,242	24,005	13,330
占比	14.9	16.2	14.5	15.7
同比增长	6.4	17.3	-4.9	8.4
利用外资	140	168	108	43
占比	0.1	0.1	0.1	0.1
同比增长	-52.6	19.8	-35.8	51.8
定金及预收款	41,952	48,694	55,418	28,465
占比	29.1	31.2	33.4	33.5
同比增长	29.0	16.1	13.8	9.0
个人按揭贷款	24,403	23,906	23,706	12,806
占比	16.9	15.3	14.3	15.1
同比增长	46.5	-2.0	-0.8	11.1

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稳步增长态势。具体来看, 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 3.5%, 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 年商品房新开工面积完成 209,342 万平方米, 同比增长 17.2%, 增速比 2017 年提高 10.2 个百分点。从新开工面积与销售面积的差额来看, 2018 年, 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 307.6% 至 37,688 万

平方米。2019 年上半年房地产开发企业房屋新开工面积为 105,509 万平方米, 较上年同期增长 10.12%, 新开工面积量处于较高水平但增速有所回落; 从新开工面积与销售面积的差额来看, 2019 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 59.17% 至 29,723 万平方米。

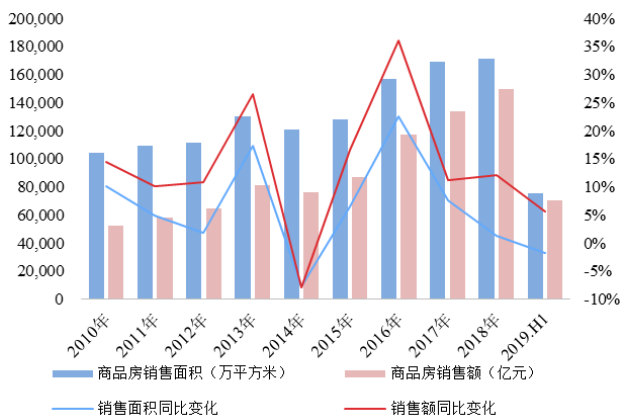
图 3: 2010~2019.H1 商品房新开工与销售面积差额



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

从销售情况看, 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 22.5% 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 7.7% 和 13.7%。2018 年, 全国商品房销售面积和销售额分别为 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 1.47 个百分点, 受房地产调控政策持续的影响, 房地产销售增速放缓明显。其中, 2018 年住宅销售面积同比增长 2.2%, 销售额同比增长 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%。2019 年 1~6 月, 全国商品房销售面积和销售额分别为 75,786 万平方米和 70,698 亿元, 同比分别下降 1.8% 和增长 5.6%, 销售额增速同比下降 7.6 个百分点, 随着“因城施策”贯彻落实, 房地产销售显著降温。

图 4: 2010~2019.H1 商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

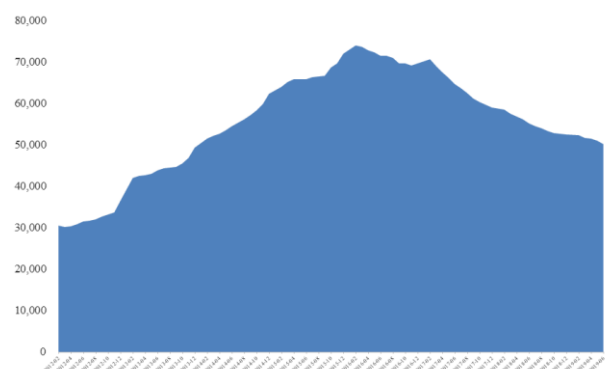
从不同区域的销售情况来看，2018 年东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域。2018 年，东部地区商品房销售额 79,258 亿元，同比增长 6.5%；中部地区商品房销售额 33,848 亿元，同比增长 18.1%；西部地区商品房销售额 31,127 亿元，同比增长 23.4%；东北地区商品房销售额 5,740 亿元，同比增长 7.0%。2018 年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售增速高于东部地区。2019 年 1~6 月，东部地区实现商品房销售额 37,716 亿元，同比增长 4.7%；中部地区商品房销售额 15,353 亿元，同比增长 6.1%；西部地区商品房销售额 15,178 亿元，同比增长 8.4%；东北地区商品房销售额 2,451 亿元，同比增长 0.9%，各区域销售额增速均呈回落趋势。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，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。2019 年 1~6 月全国 100 个城市住宅

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。

均价持续呈现逐月增长的态势，2019 年 6 月全国 100 个城市住宅均价为 14,891 元/平方米，较年初小幅增长 1.45%；其中，一线城市住宅均价 41,486 元/平方米，较年初小幅增长 0.29%；二线城市住宅均价 13,859 元/平方米，较年初增长 2.04%；三线城市住宅均价 9,279 元/平方米，较年初增长 2.40%。总体来看，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，近年来全国住宅房价增速有所下降。

图 5: 2012~2019.H1 全国商品房待售情况

单位：万平方米



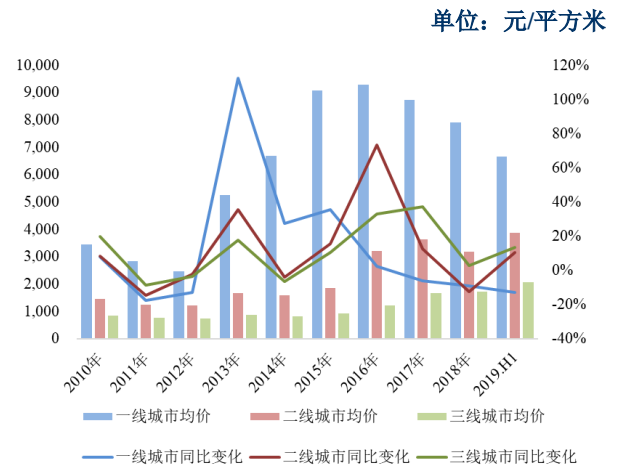
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

商品房库存方面，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 69,539 万平方米，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 58,923 万平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。2018 年以来全国商品房待售面积进一步下降，截至 2018 年末为 52,414 万平方米，较上年末减少 6,510 万平方米。从去化周期来看，以 2018 年 1~12 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 年进一步缩短至 3.7 个月。截至 2019 年 6 月末，全国商品房待售面积进一步下降至 50,162 万平方米，较上年末减少 2,252 万平方米。从去化周期来看，以 2019 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为 3.97 个月，受房地产销售景气度下降影响，库存商品房去化周期有所上升。

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，2016~2018年我国房地产业开发企业购置土地面积分别为22,025万平方米、25,508万平方米和29,142万平方米，同比增速分别为-3.45%、15.81%和14.25%；同期土地成交价款分别为9,129亿元、13,643亿元和16,102亿元，增速分别为19.77%、49.45%和18.02%，2018年增速较上年大幅下降31.43个百分点。土地购置成本增速亦有回调，2016~2018年房地产企业土地购置成本分别为4,144.84元/平方米、5,348.52元/平方米和5,525.36元/平方米，同比分别增长24.05%、29.04%和3.31%，2018年增速较上年大幅下降25.73个百分点，表明在融资环境紧缩及销售景气度下降的背景下，房企拿地回归理性。2019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8,035万平方米和3,811亿元，分别同比下降27.5%和27.6%；同期土地购置成本为4,743.00元/平方米，同比下降0.14%，2019年以来房企拿地投资意愿降低，土地投资整体较为低迷。从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交均价的涨幅在2013年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交均价则持续增长至2016年到达顶点，2017年以来一线城市土地成交均价持续回落，2018年一线城市土地成交均价及溢价率分别为7,925.80元/平方米和5.38%，2019年上半年，一线城市土地成交均价持续下降至6,661.95元/平方米，而溢价率则回升至11.79%。二线城市土地成交均价于2013~2015年间小幅波动增长，而2016年二线城市土地成交均价大幅增长73.67%至3,221.65元/平方米，平均溢价率同比上升35.57个百分点至56.08%，2017年以来土地市场热度持续减弱，2018年二线城市土地成交均价为3,189.58元/平方米，同比下降12.24%，溢价率回落至13.60%。2019年上半年，二线城市土地成交楼面均价为3,874.71元/平方米，同比增长18.47%，溢价率为18.92%。三线城市成交土地均价于2016年以来维持高位增长，2016年和2017年土地均价涨幅分别达33.05%和37.44%，

平均溢价率分别为30.58%和30.90%，而2018年以来亦出现回落，三线城市土地成交均价为1,728.86元/平方米，涨幅下滑至2.81%，平均溢价率则下降至15.35%，房企拿地更趋审慎。2019年上半年三线城市土地成交楼面均价为2,073.46元/平方米，同比增长13.46%，平均溢价率增长至19.56%。

图6：2010~2019.H1各能级城市土地成交情况



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，受国内房地产调控政策持续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，房企拿地更趋理性。

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，9月杭州、南京、天津亦重启限购政策，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。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、河北省保定市涞水县、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。

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，并下沉至阜南、景洪等县级城市，全国约有50余城市根据当地市场情况从多维度新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化调控。2018年6月，北京、上海等30个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击。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情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是为了落实分类调控、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、深圳等12个城市作为住房租赁首批试点。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、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。同年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，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。同年4月，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》，支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。同年5月银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》明确表明支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道。同年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。

2019年上半年，房地产市场整体的政策基调仍为坚持“房住不炒”，4月中央政治局会议再次强调“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”。同期住建部明确将房地产长效机制考核目标落实到年度、季度甚至月度，并对一季度

房价、地价波动幅度较大的城市进行了预警提示。5月，住建部又对近3个月新建商品住宅、二手住宅价格指数累计涨幅较大的佛山、苏州、大连、南宁4个城市进行了预警提示。7月中央政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，定调下半年房地产调控政策。

总体来看，2018年以来房地产调控政策延续“房住不炒”的主基调，各线城市继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的房地产制度，短期调控和长效机制的衔接更为紧密。

表 3：2018 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
2018.01	国土资源部和住房城乡建设部办公厅	同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，坚持按照区域协调发展和乡村振兴的要求，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。
2018.03	中国人民银行、银保监会	要努力抑制居民杠杆率，重点控制居民杠杆率的过快增长，严控个人贷款违规流入股市和房市，继续遏制房地产泡沫化，严肃查处各类违规房地产融资行为。
2018.03	十三届全国人大一次会议 2018 年《政府工作报告》	更好解决群众住房问题，进一步强调“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018.04	中国证监会和住房城乡建设部《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。
2018.05	银保监会《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》	支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道，有利于发挥保险资金长期、稳定的优势，助推国家房地产调控长效机制的建设，加快房地产市场供给侧结构性改革。
2018.06	北京、上海等 30 个城市	北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击，表明了政府坚决整治市场秩序，遏制房价上涨的决心。市场监管的方向和重心也从过去的控需求、管供给转向整秩序、治乱象。
2018.07	住房城乡建设部	公布 20 家违法违规房企及中介黑名单，直指哄抬房价、“黑中介”、捂盘惜售、虚假宣传等房地产市场乱象。
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。
2018.08	住房城乡建设部座谈会	要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任，明确提出两点要求：其一，加快制定住房发展规划，调整住房和用地供应结构，大力发展住房租赁市场等。其二，坚决遏制投机炒房，并引入问责机制，对工作不力、市场波动大、未能实现调控目标的城市坚决问责。
2018.12	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。
2019.02-05	中国人民银行	加强房地产金融审慎管理，落实房地产市场平稳健康发展长效机制；坚持房地产金融政策的连续性、稳定性。
2019.02-05	银保监会	继续紧盯房地产金融风险，对房地产开发贷款、个人按揭贷款继续实行审慎的贷款标准；对投机性房地产贷款严格控制，防止资金通过影子银行渠道进入房地产市场，房地产金融仍是防范风险的重点领域；继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长；严查房地产违规。
2019.03	两会政府工作报告	落实地方主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系；推进保障性住房建设和城镇棚户区改造。
2019.04	中央政治局会议	坚持房住不炒定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任长效调控机制。
2019.07	中央政治局会议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

在延续“房住不炒”为主基调的房地产调控政策影响下，房地产企业内外部流动性来源持续收紧，加之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。

从内部流动性来源来看，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。2016~2018年，全国商品房销售金额为117,627.05亿元、133,701.31亿元和149,973.00亿元，同比增速为34.77%、13.67%和12.17%，增速呈逐年放缓趋势；同期住宅销售金额为99,064.17亿元、110,239.51亿元和126,393.00亿元，同比增速为36.13%、11.28%和14.65%。另外从开发资金到位情况来看，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%，增速同比下降25.51个百分点；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8.99%，增速同比下降0.43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，目前房地产企业外部流动性来源主要来自于银行贷款、非银行金融机构贷款、债券等债权融资所产生的现金流。2018年以来，《银行金融机构联合授信管理办法（试行）》、《商业银行委托贷款管理办法》等系列政策出台，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。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%；来源于非银行金融机构贷款金额分别为3,354亿元和4,756亿元，同比分别增长19.84%和

41.81%。而受融资环境趋紧影响，2018年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为19,025.96亿元，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4.67%，增速大幅下滑。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。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。2019年以来融资渠道进一步收紧，2019年5月银保监会发布《中国银保监会关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号）对银行、保险、信托、金融租赁公司、财务公司等银保监回辖内机构逐一点名，将房地产融资业务监管作为工作重点之一。2019年7月国家发改委发布《对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》对房企海外发债用途进行限制，仅能用于偿还一年内到期的海外债，同时加强了信息披露要求。与此同时，央行表示加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率。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。

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。

随着房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，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，房企规模分化格局持续加大。2018年TOP100房企权益销售金额占全国销售额比重较上年上升7.60个百分点至53.70%；TOP50房企权益销售金额占比较上年上升

6.10 个百分点至 43.40%；TOP20 房企权益销售额占比达到 29.40%，较上年提升 3.30 个百分点；TOP10 房企权益销售金额占全国销售金额的比重为 21.30%，较上年上升 1.80 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。2019 年 1~6 月，TOP100 房企权益销售额集中度较上年末上升 0.8 个百分点至 54.50%。在行业增速放缓且面临不确定因素背景下，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。

表 4：2017~2019.H1 国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019.H1
TOP3	9.40%	9.80%	10.50%
TOP10	19.50%	21.30%	22.70%
TOP20	26.10%	29.40%	31.20%
TOP50	37.30%	43.40%	45.00%
TOP100	46.10%	53.70%	54.50%

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。2016~2018 年公司在成都市分别实现签约销售面积 99.88 万平方米、188.18 万平方米、183.34 万平方米；销售金额 91.77 亿元、173.79 亿元、202.91 亿元，根据克而瑞统计，蓝光发展分别位列成都市房企销售排名第三、第四和第二。

土地储备日趋分散

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。目前公司在完善核心成都区域布局的同时，已进入全国 60 余个城市。截至 2019 年 9 月末，公司土地储备面积为 2,383.57 万平方米²，其中成都区域土地储备可售面积为 489.70 万平方米，占比为 20.54%；成都区域以外的城市合计拥有土地储备面积 1,893.87 万平方米，占比为 79.46%，分布于全国 52 个城市。其中宝鸡、茂名、重庆、天津、昆明等前十大城市合计拥有土地储备面积 1,219.96 万平方米，占比为 51.18%；前二十大城市合计拥有土地储备 1,546.49 万平方米，占全部土地储备的 64.88%。总体来看，蓝光发展土地储备区域布局逐渐分散且更趋合理，抵御单一区域房地产市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。2016~2018 年，公司分别实现营业收入 213.29 亿元、245.53 亿元和 308.21 亿元，其中房地产开发收入占营业收入的比重分别为 93.68%、93.33%和 92.43%。此外，2019 年 1~9 月，公司实现营业收入 278.81 亿元，其中房地产开发收入为 260.00 亿元，占当期收入比重为 93.25%。

表 5：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司营业收入分板块情况

单位：亿元				
业务板块	2016	2017	2018	2019.Q3
房地产销售	199.80	229.16	284.87	260.00
医药和 3D 生物打印	5.53	7.82	10.12	6.94
其他业务收入	7.96	8.55	13.21	11.87
合计	213.29	245.53	308.21	278.81

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

房地产开发运营

公司房地产业务范围主要布局于以成都、重庆

² 土地储备面积=竣工未售面积+在建未售面积+拟建可售面积

为核心的西部区域，经过多年发展，蓝光发展已进入了合肥、西安、长沙、苏州、南昌、惠州等 60 余个城市，形成了刚需住宅产品“COCO”系列和“金悦派”、“公园系”、“雍锦系”、“黑钻系”等改善住宅产品系列，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。近三年公司项目新开工面积增长较快。2016~2018 年，公司新开工面积分别为 349.45 万平方米、530.90 万平方米和 1,077.27 万平方米；同期，竣工面积相对稳定，分别为 315.72 万平方米、273.07 万平方米和 336.98 万平方米。此外，2019 年 1~9 月公司新开工面积为 713.29 万平方米，竣工面积为 244.92 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 6：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司开工及竣工情况

单位：万平方米				
指标	2016	2017	2018	2019.Q3
新开工面积	349.45	530.90	1,077.27	713.29
竣工面积	315.72	273.07	336.98	244.92

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 2019 年 9 月末，公司在建项目合计 106 个，在建项目可售建筑面积为 1,760.20 万平方米。从投资规模来看，截至 2019 年 9 月末公司在建项目预计总投资额为 2,420.60 亿元，已投资 1,349.46 亿元，尚需投资 1,071.14 亿元。区域分布方面，近年来公司在坚持深耕成都、重庆等西部区域的同时，亦加大了全国拓展的步伐，进入包括宝鸡、茂名、郑州、徐州、西安、南昌、武汉、苏州、南京、天津等城市。截至 2019 年 9 月末，公司在成都区域内在建项目可售建筑面积为 354.09 万平方米，占比为 20.12%，其中成都市内在建项目可售建筑面积为 187.60 万平方米；成都区域以外的 46 个城市在建项目可售面积合计为 1,406.11 万平方米，其中茂名、宝鸡、天津、郑州、西安等前十大城市合计在建项目可售建筑面积为 954.02 万平方

米，占比为 54.18%；前二十大城市合计在建项目可售建筑面积为 1,204.39 万平方米，占在建项目可售面积比重为 68.40%。总体来看，近年来随着公司在成都区域以外城市拓展力度的加强，其在建项目的区域布局有所分散。

表 7：截至 2019 年 9 月末公司在建项目可售建筑面积分布情况

城市	可售建筑面积 (万平方米)	占比
成都区域	354.09	20.12%
其中：成都	187.60	10.66%
眉山	59.99	3.41%
泸州	35.52	2.02%
达州	32.54	1.85%
南充	18.35	1.04%
资阳	14.10	0.80%
自贡	5.98	0.34%
其他区域	1,406.11	79.88%
其中：茂名	204.43	11.61%
天津	149.74	8.51%
宝鸡	126.09	7.16%
郑州	102.87	5.84%
重庆	76.80	4.36%
西安	72.05	4.09%
昆明	60.23	3.42%
宁波	58.04	3.30%
衡水	53.20	3.02%
徐州	50.57	2.87%
晋中	40.54	2.30%
惠州	36.68	2.08%
福州	33.69	1.91%
漯河	26.88	1.53%
洛阳	23.49	1.33%
武汉	22.92	1.30%
北京	18.84	1.07%
贵阳	16.12	0.92%
南宁	15.62	0.89%
滁州	15.59	0.89%
其他城市	201.72	11.48%
合计	1,760.20	100.00%

注：其他城市包括宿迁、南通、合肥、杭州、张家口、长沙、淄博、苏州、佛山等。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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。2016~2018 年公司分别实现房地产销售面积 281.60 万平方米、609.27 万平方米和 801.65 万平方米，近三年年均复合增长率为 68.72%；销售金额 301.35 亿元、581.52 亿元和 855.39 亿元，近三年年均复合增长率为 68.48%。2019 年 1~9 月公司实现销售面积 784.26 万平方米，同比增长 30.53%；销售金额 715.21 亿元，同比增长 6.62%。

表 8：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司业务运营情况

单位：亿元、万平方米、元/平方米

指标	2016	2017	2018	2019.Q3
销售面积	281.60	609.27	801.65	784.26
销售金额	301.35	581.52	855.39	715.21
销售单价	10,701.35	9,544.54	10,670.37	9,119.50
结算面积	234.80	262.62	281.84	254.11
结算金额	195.89	220.99	284.87	260.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售区域分布来看，2016~2018 年成都区域对公司经营业绩贡献最大，该区域销售金额分别为 107.41 亿元、211.09 亿元和 287.47 亿元，分别占销

售总额比重为 35.64%、36.30%和 33.61%。其中，成都市实现签约销售金额分别为 91.77 亿元、173.79 亿元和 202.91 亿元，位列成都市房企销售排名前列。同期，公司在成都区域以外的城市分别实现签约销售金额 193.94 亿元、370.43 亿元和 567.92 亿元，年均复合增长率为 71.12%。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比为 44.11%，前二十大城市销售金额占比为 59.40%。2019 年以来，受益于前期布局的杭州、绍兴、南通等华东区域、西安、洛阳等华中区域项目进入大规模推盘阶段，公司前三季度成都以外区域实现签约销售规模 579.71 亿元，占公司签约销售总额的比重提升至 81.05%。同期，公司成都区域实现签约销售金额 135.50 亿元，占比下降至 18.95%。

总体来看，近年来公司在成都区域持续保持较强的区域优势的同时，随着业务布局扩散，公司成都区域以外的城市销售呈较快增长趋势，对公司销售贡献度提升明显。

表 9：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司销售金额城市分布情况

单位：万平方米、亿元

城市	2016 年		2017 年		2018 年		2019.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	132.57	107.41	258.08	211.09	307.75	287.47	194.60	135.50
其中：成都	99.88	91.77	188.18	173.79	183.34	202.91	127.03	85.50
自贡	0.62	0.1	-	-	0.49	0.3	3.06	1.58
南充	28.99	12.49	69.6	37.09	64.94	40.27	14.95	8.02
峨眉	0.91	1.13	0.3	0.21	-	-	-	-
邛崃	1.62	0.84	-	-	-	-	-	-
资阳	-	-	-	-	16.87	10.92	5.64	3.02
泸州	-	-	-	-	21.84	15.55	11.54	9.12
眉山	-	-	-	-	17.44	15.22	25.23	22.78
达州	-	-	-	-	2.84	2.30	7.15	5.48
遂宁	0.55	1.08	-	-	-	-	-	-
其他区域	149.03	193.94	351.19	370.43	493.9	567.92	589.66	579.71
其中：昆明	21.11	15.96	56.69	45.55	53.43	56.45	27.63	27.17
南京	3.7	10.32	8.45	17.22	28.62	55.66	5.17	13.27
重庆	22.17	20.17	54.26	49.39	66.8	54.36	41.78	33.87
无锡	10.08	13.48	33.1	44.16	31.86	45.14	15.01	14.47
合肥	25.12	39.35	29.33	38.99	30.71	38.32	12.78	10.32
西安	-	-	37.43	26.68	38.78	29.75	55.26	50.05
天津	4.19	6.01	14.99	22.66	19.56	29.42	39.43	38.37

惠州	-	-	0.97	1.08	17.22	25.82	13.18	16.91
南昌	6.7	6.19	18	19.93	17.02	22.07	4.18	4.79
杭州	-	-	6.1	4.77	18.19	20.35	14.82	26.92
济南	-	-	-	-	4.99	18.53	0.55	1.77
苏州	23.58	38.46	33.53	34.85	8.23	17.82	7.51	11.93
长沙	8.15	8.87	1.87	2.11	13.71	15.50	15.95	14.10
青岛	1.72	2.73	5.06	11.61	6.06	13.32	3.16	4.78
南通	-	-	-	-	9.02	12.76	24.34	25.99
温州	-	-	-	-	5.33	11.29	8.04	14.92
奉化	-	-	-	-	8.28	11.04	-	-
如皋	-	-	-	-	14.19	11.01	-	-
烟台	-	-	-	-	13.68	8.57	2.36	0.89
徐州	-	-	-	-	13.62	6.94	2.51	1.29
绍兴	-	-	-	-	-	-	23.76	27.44
洛阳	-	-	-	-	-	-	19.55	19.81
南宁	-	-	-	-	5.60	5.84	16.80	18.29
宁波	-	-	-	-	3.60	3.14	17.73	18.23
衡水	-	-	-	-	-	-	11.78	16.22
其他	22.51	32.40	13.97	51.43	62.15	50.84	206.38	167.91
合计	281.60	301.35	609.27	581.52	801.65	855.39	784.26	715.21

注：其他城市包括武汉、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

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2016~2018年及2019年1~9月结算面积分别为234.80万平方米、262.62万平方米、281.84万平方米和254.11万平方米，近三年年均复合增长率为9.56%；结算金额分别为195.89亿元、220.99亿元、284.87亿元和260.00亿元，近三年年均复合增长率为20.59%。从区域分布来看，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%；2019年1~9月成都区域实现结算金额107.78亿元，占当期结算金额比重为41.45%，成都以外区域实现结算金额152.22亿元，占比为58.55%。

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，2016~2018年，公司分别新增土地储备项目15个、30个和85个，新增土地储备面积分别为281.94万平方米、592.72

万平方米和1,125.91万平方米。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，当年新增土地储备面积同比增长89.96%。2019年以来，公司加大了二线及强三线城市项目的获取力度，前三季度新增土地储备项目36个，建筑面积合计827.80万平方米，其中位于成都区域项目新增建筑面积90.08万平方米，均位于成都市内；成都区域以外的项目占比为89.12%，主要分布于天津、重庆、昆明、绍兴、常州等城市。

表 10：2016~2019.Q3 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	2019.Q3
新增项目数	15	30	85	36
新增土地储备建筑面积	281.94	592.72	1,125.91	827.80
新增土地总金额	102.90	200.10	289.25	288.19

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2019年9月末，公司土

地储备可售面积为 2,383.57 万平方米³，权益可售面积 1,874.78 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可满足其未来 2~3 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 2019 年 9 月末，公司成都区域土地储备可售面积为 489.70 万平方米，占比为 20.54%，其中成都市内土地储备为 291.41 万平方米；成都区域以外的 52 个城市合计拥有土地储备面积 1,893.87 万平方米，其中宝鸡、茂名、重庆、天津、昆明等前十大城市合计拥有土地储备面积 1,219.96 万平方米，占比为 51.18%；前二十大城市合计拥有土地储备 1,546.49 万平方米，占全部土地储备的 64.88%。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 11：截至 2019 年 9 月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	489.70	20.54%
其中：成都	291.41	12.23%
眉山	67.69	2.84%
南充	37.65	1.58%
泸州	35.52	1.49%
达州	32.54	1.37%
资阳	14.10	0.59%
自贡	5.98	0.25%
邛崃	4.80	0.20%
其他区域	1,893.87	79.46%
其中：宝鸡	211.57	8.88%
茂名	204.43	8.58%
重庆	195.21	8.19%
天津	149.74	6.28%
昆明	117.76	4.94%
郑州	102.87	4.32%
西安	72.05	3.02%
宁波	58.04	2.44%
徐州	55.09	2.31%
衡水	53.20	2.23%
福州	46.03	1.93%
晋中	40.54	1.70%

³ 可售面积=已竣工未售面积+在建未售面积+拟建可售面积

绍兴	38.68	1.62%
惠州	36.68	1.54%
南宁	30.37	1.27%
常州	29.40	1.23%
杭州	27.18	1.14%
漯河	26.88	1.13%
无锡	26.05	1.09%
贵阳	24.72	1.04%
其他城市	347.38	14.57%
合计	2,383.57	100.00%

注：其他城市包括合肥、洛阳、武汉、北京、苏州、南通、南昌、宿迁、张家口、长沙、佛山、武汉、温州、太原、青岛、烟台、湖州、南京等。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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 2019 年 9 月末，公司对外租赁的物业合计面积 35.33 万平方米。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月分别实现租金收入 1.10 亿元、1.08 亿元、1.41 亿元和 1.33 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 2019 年 6 月末，嘉宝股份已进驻全国 69 个城市，管理和项目超过 400 个，受托管理面积逾 6,331 万平方米。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司物业管理收入分别为 4.55 亿元、6.58 亿元、10.27 亿元和 10.88 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 2019 年 9 月末，公司生物制药板块已生产品种 257 个，现有药品批准文号 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，公司现有 30 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品 50% 以上的市场份额。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司生物医药板块分别实现营业收入 5.53 亿元、7.82 亿元、10.12 亿元和 6.94 亿元，对公司收入贡献度有所提升。

表 12: 2016~2018 年及 2019 年 1~9 月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		2019.Q3	
	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
阿斯菲	898.26	18,777.63	1,022.93	26,941.07	1,350.87	39,255.33	808.56	20,775.59
可吸收医用膜	33.00	4,007.50	39.06	5,354.66	48.36	9,168.25	24.55	5,375.58
可吸收内固定螺钉	1.46	920.70	1.32	1,204.81	1.22	1,069.43	0.64	562.14
通窍鼻炎颗粒	542.86	4,520.09	560.97	6,380.52	684.36	9,812.05	521.85	7,568.88

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。蓝光英诺针对不同类型技术突破量身定做专利保护策略，截至 2019 年 9 月末已提交专利申请 196 项（其中 65 项已获授权），获得软件著作权登记证书 8 项，商标证书 125 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引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。

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房地产业务运作模式：

(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。

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以及未经审计的 2019 年三季度财务报告，其中 2017 年财务数据为 2018 年期初重述数。

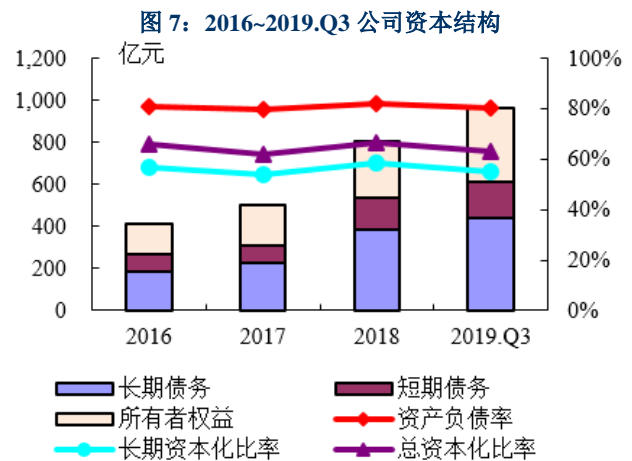
资本结构

近年来公司资产规模呈快速增长态势，2016~2018 年末公司总资产分别为 733.65 亿元、952.45 亿元和 1,508.81 亿元，年均复合增长率为 43.41%。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，近三年末分别为 593.55 亿元、761.96 亿元和 1,237.88 亿元，年均复合增长率达 44.41%。自有资本方面，受益于永续债的发行、利润留存以及少数股东权益增长等，2016~2018 年末公司所有者权益合计分别为 140.10 亿元、190.48 亿元和 270.93 亿元，年均复合增长率为 39.06%。

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。2016~2018 年末，公司资产负债率分别为 80.90%、80.00% 和 82.04%；净负债率分别为 126.72%、94.67% 和 105.34%；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”，2018 年发行 10 亿元永续中票“18 蓝光 MTN001”。若将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%。

另截至 2019 年 9 月末，公司资产总额为 1,827.18 亿元，负债总额为 1,469.61 亿元，所有者权益为 357.56 亿元；公司资产负债率为 80.43%，净负债率为 111.33%，若将永续债纳入总债务核算，则公司资产负债率为 82.60%，净负债率为 137.71%。



从资产构成来看，公司资产主要由流动资产构成，2016~2018 年末公司流动资产分别为 644.58 亿元、852.25 亿元和 1,359.57 亿元，年均复合增长率为 45.23%。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。2016~2018 年末，公司货币资金分别为 91.71 亿元、128.05 亿元和 251.87 亿元，年均复合增长率为 65.72%。其中受限资金分别为 1.76 亿元、13.96 亿元和 19.62 亿元，主要系借款保证金。同期末，公司存货账面价值分别为 505.95 亿元、630.93 亿元和 904.44 亿元。其中，截至 2018 年末，公司存货中开发产品账面价值为 134.77 亿元，开发成本账面价值为 766.78 亿元，分别占存货比重为 14.90% 和 84.78%。预付款项方面，2016~2018 年末分别为 19.34 亿元、35.28 亿元和 73.69 亿元，主要系土地款、土地保证金及预付工程款。受公司房地

产业规模扩大，土地款支付及建设工程款增多影响，2018年末公司预付款项较上年末大幅增长108.84%。其他应收款方面，2016~2018年末分别为8.97亿元、26.21亿元和69.67亿元，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。其他流动资产方面，2016~2018年末分别为13.16亿元、23.23亿元和44.25亿元，主要系按照税法规定预提和预缴的相关税费。另截至2019年9月末，公司流动资产为1,635.79亿元，占总资产比重为89.53%，其中货币资金为211.28亿元，较上年末减少19.21%；存货为1,208.46亿元，较上年末增长33.61%，主要系工程进度不断推进及新获取土地所致；其他应收款为63.52亿元；预付款项为68.28亿元，其他流动资产为61.30亿元。

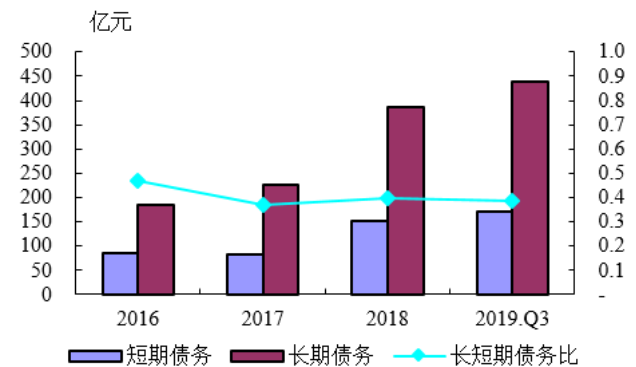
非流动资产方面，2016~2018年末公司非流动资产分别为89.06亿元、100.20亿元和149.23亿元，占期末总资产的比重分别为12.14%、10.52%和9.89%。其中，投资性房地产、长期股权投资和递延所得税资产为非流动资产的主要构成部分。其中投资性房地产主要为用于出租的房屋、建筑物，公司对投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量。2016~2018年末公司投资性房地产净额分别为44.98亿元、44.54亿元和45.84亿元。长期股权投资方面，2016~2018年末分别为9.53亿元、14.11亿元和48.99亿元。2018年末长期股权投资同比大幅增长247.09%，主要系公司房地产项目采用合作开发模式较多，对合联营投资大幅增长所致。递延所得税资产2016~2018年末分别为12.73亿元、20.25亿元和12.48亿元，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。另截至2019年9月末，公司非流动资产为191.38亿元，其中投资性房地产为46.43亿元，长期股权投资为61.08亿元，递延所得税资产为38.49亿元。

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。2016~2018年末公司预收款项分别为201.81亿元、314.14亿元和509.95亿元，年均复合增长率为58.96%，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。2016~2018年末公司其他应付款分别为28.89亿元、38.23亿元和70.91亿元，年均复合增长率为56.66%，主要为各种保证金、往来款项、股权转让款和应付利息等。2018年末其他应付款大幅增长85.45%，主要系往来款和股权转让款大幅增长所致。另截至2019年9月末，公司预收款项为605.37亿元，较上年末增长18.71%；其他应付款为81.35亿元，较上年末增长14.73%，主要系与合、联营企业及子公司往来款增加所致。

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。2016~2018年末公司总债务分别为269.24亿元、308.39亿元和537.27亿元，年均复合增长率为41.26%。债务期限结构方面，2016~2018年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为0.47倍、0.37倍和0.39倍，债务期限结构相对合理。截至2019年9月末，公司债务规模进一步上升至609.35亿元，较上年末增长13.42%，长短期债务比为0.39倍。

图 8：2016~2019.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。2016~2018年末公司股本分别为21.35亿元、21.32亿元和29.84亿元，2018年末股本增长39.95%，主要系公司资本公积转增股本85.27万股所致；其他权益工具金额分别为7.80亿元、45.53亿元和39.62亿元。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；2018 年末其他权益工具新增 2018 年 3 月发行总额为 10 亿元的中期票据，同期偿还上海歌斐资产管理有限公司和芜湖鹏鑫投资中心委托大连银行股份有限公司北京分行全额永续债务。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，2016~2018 年末分别为 47.32 亿元、56.95 亿元和 69.86 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，2016~2018 年末，少数股东权益分别为 40.38 亿元、45.02 亿元和 113.34 亿元，年均复合增长率为 67.53%。另截至 2019 年 9 月末，得益于股票期权激励计划，公司股本增至 30.10 亿元，其他权益工具为 39.68 亿元，未分配利润为 85.18 亿元，少数股东权益为 184.07 亿元。

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。但同时，公司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，其杠杆比例持续高位运行。此外，合作项目的增多使得公司少数股东权益增长较快，需关注合作项目资金调拨及统筹管理情况。

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。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司流动资产占同期末资产总额的比重分别为 87.86%、89.48%、90.11% 和 89.53%。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 85% 以上。

表 13：2016~2019.Q3 公司流动资产分析

项目	2016	2017	2018	2019.Q3
流动资产/总资产	87.86%	89.48%	90.11%	89.53%
存货/流动资产	78.49%	74.03%	66.52%	73.88%
货币资金/流动资产	14.23%	15.02%	18.53%	12.92%
(存货+货币资金)/流动资产	92.72%	89.05%	85.05%	86.80%

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。2016~2018

年末及 2019 年 9 月末公司存货净额分别为 505.95 亿元、630.93 亿元、904.44 亿元和 1,208.46 亿元，其中 2018 年末，公司存货余额同比增加 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。2019 年 9 月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 13.77% 和 86.09%。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。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 14：2016~2019.Q3 公司存货结构分析

	单位：亿元、%			
	2016	2017	2018	2019.Q3
存货	505.95	630.93	904.44	1,208.46
已完工开发产品	106.32	116.00	134.77	165.68
已完工开发产品/存货	21.01	18.39	14.90	13.77
在建开发产品	398.77	513.38	766.78	1,035.55
在建开发产品/存货	78.82	81.37	84.78	86.09

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 2019 年 9 月末，公司受限制货币资金 4.76 亿元，存货、投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产中已设立抵押贷款的金额分别为 806.36 亿元、15.02 亿元、14.87 亿元、10.21 亿元和 3.33 亿元，受限资产合计 854.55 亿元，占同期末总资产的比例为 46.77%。

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，其资产周转速度较为合理。但近两年受公司拿地节奏的加快及新开工规模的大幅增长影响，公司存货周转速度有所下降。2016~2018 年公司存货周转率分别为 0.36 次、0.32 次和 0.29 次，同期总资产周转率分别为 0.33 次、0.29 次和 0.25 次。

表 15：2016~2018 年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，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司经营活动净现金流分别为 -26.88 亿元、75.54

亿元、4.62 亿元和-20.04 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为 244.99 亿元、359.16 亿元、512.01 亿元和 369.56 亿元。受销售回款、拿地和项目建设资本支出等因素影响，近年来公司经营活动净现金流呈较大波动趋势。同期公司投资性净现金流分别为-21.24 亿元、-95.30 亿元、-100.11 亿元和-82.41 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，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司非筹资性现金流分别为-48.12 亿元、-19.76 亿元、-95.49 亿元和-102.45 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，2016~2018 年末，货币资金分别为 91.71 亿元、128.05 亿元和 251.87 亿元。受益于货币资金的增长及较为合理的债务期限结构，近三年公司货币资金对短期债务的覆盖程度逐步上升，2018 年末为 1.66 倍。此外，受拿地及在建项目逐步推进等资本支出影响，截至 2019 年 9 月末，公司货币资金下降 7.85% 至 211.28 亿元，货币资金/短期债务下降至 1.24 倍。

表 16: 2016~2019.Q3 公司部分流动性指标

	2016	2017	2018	2019.Q3
货币资金（亿元）	91.71	128.05	251.87	211.28
经营活动现金流净额（亿元）	-26.88	75.54	4.62	-20.04
经营净现金流/短期债务（X）	-0.31	0.91	0.03	-0.16
货币资金/短期债务（X）	1.07	1.54	1.66	1.24

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

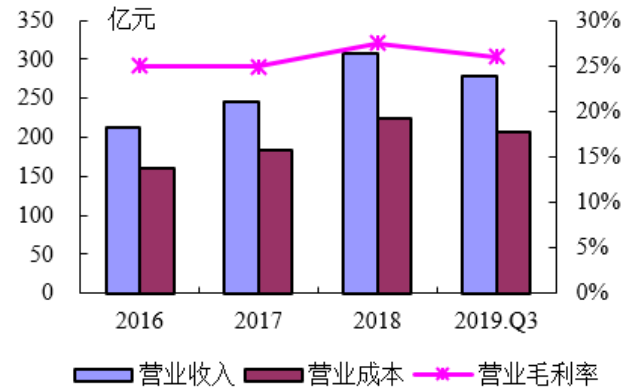
总体来看，受公司在建项目及业务规模扩大影响，经营活动现金流波动幅度较大，存货周转速度有所下滑。但公司年末货币资金相对充裕，仍可对短期债务形成覆盖。

盈利能力

公司收入主要来自于房地产开发与销售，2016~2018 年分别实现营业收入 213.29 亿元、245.53 亿元和 308.21 亿元，年均复合增长率为 20.21%，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。2016~2018 年公司营业毛利率分别为 24.97%、25.04% 和 27.75%。另 2019 年 1~9

月，公司实现营业收入 278.81 亿元，同比增长 95.27%；毛利率为 26.01%，同比减少 5.63 个百分点。截至 2019 年 9 月末，公司预收款项为 605.37 亿元，较 2018 年末增长 18.71%，待结转资源较为丰富，为其未来经营业绩提供保障。

图 9: 2016~2019.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⁴随之增长，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月三费合计分别为 20.25 亿元、25.93 亿元、33.84 亿元和 25.37 亿元。近三年期间费用占营业收入的比重呈上升趋势，分别为 9.49%、10.56%、10.98% 和 9.10%，公司期间费用控制能力有待提升。

表 17: 2016~2019.Q3 公司三费分析

指标	2016	2017	2018	2019.Q3
销售费用（亿元）	9.39	12.45	16.03	10.87
管理费用（亿元）	7.51	9.31	12.00	10.41
财务费用（亿元）	3.35	4.16	5.81	4.10
三费合计（亿元）	20.25	25.93	33.84	25.37
营业总收入（亿元）	213.29	245.53	308.21	278.81
三费收入占比（%）	9.49	10.56	10.98	9.10

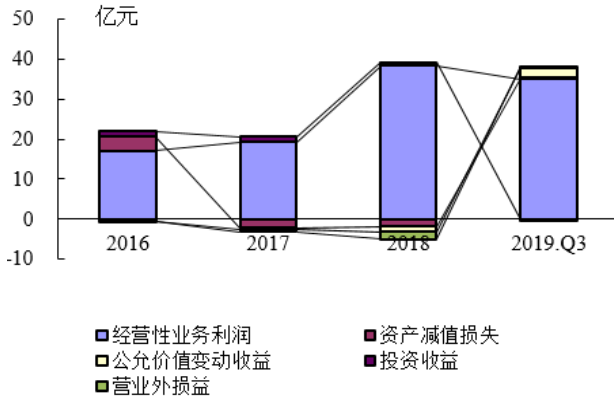
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2016~2018 年公司经营性业务利润分别为 17.18 亿元、19.30 亿元和 37.65 亿元，2018 年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%。公司资产减值损失主要为对存货中车位进行计提减值，2016~2018 年分别为 3.37 亿元、2.16 亿元和 1.82 亿元。综上，公司 2016~2018 年取得利润总额 14.68 亿元、17.73 亿元和 33.77 亿元；净利润分别为 8.90 亿元、12.50

⁴ 为与前两年口径保持一致，2018 年度及 2019 年三季度管理费用中均包含研发费用。

亿元和 24.96 亿元。同期，公司所有者权益收益率分别为 6.35%、6.56%和 9.21%。另 2019 年 1~9 月，公司经营业务利润为 35.01 亿元，同比增长 85.93%；利润总额为 37.60 亿元，同比增长 106.09%；净利润为 25.90 亿元，同比增长 100.24%。

图 10：2016~2019.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和利润空间持续增长，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，截至 2019 年 9 月末，公司总债务为 609.35 亿元，较上年末增长 13.42%。从债务到期分布来看，公司 1 年内、1~2 年、2~3 年内到期有息债务占比分别为 26.03%、47.00%、20.26%，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，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，EBITDA 分别为 18.77 亿元、23.05 亿元、40.71 亿元和 41.51 亿元，与其利润规模变化趋势基本一致。同期，公司总债务/EBITDA 分别为 14.34 倍、13.38 倍、13.20 倍和 11.01 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 0.94 倍、1.05 倍、1.35 倍和 1.12 倍。

表 18：2016~2019.Q3 公司部分偿债指标

指标	2016	2017	2018	2019.Q3
EBITDA (亿元)	18.77	23.05	40.71	41.51
总债务/EBITDA (X)	14.34	13.38	13.20	11.01
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.10	0.24	0.01	-0.04
EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.94	1.05	1.35	1.12
经营活动净现金流利息保障倍数 (X)	-1.35	3.45	0.15	-0.54
资产负债率 (%)	80.90	80.00	82.04	80.43
净负债率 (%)	126.72	94.67	105.34	111.33
总资本化比率 (%)	65.77	61.82	66.48	63.02

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 2019 年 9 月末，公司合并口径下获得银行授信总额约为 1,157.40 亿元，其中未使用的授信额度约为 847.52 亿元，具备一定的财务弹性。

股权质押方面，截至 2019 年 12 月 13 日，公司控股股东蓝光集团合计持有公司 47.21% 的股份，共计 14.22 亿股，其中质押股份 8.54 亿股，占其持有公司股份的比重为 60.06%。蓝光集团及公司实际控制人杨铿合计持有公司股份 58.75%，累计质押股份总数为 8.54 亿股，占其持有公司股份的比重为 48.27%。

或有负债方面，截至 2019 年 9 月末，公司对外担保余额 21.50 亿元，占期末净资产的比例为 6.01%，主要为对包括海门乐邦置业有限公司、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。

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。但考虑到公司近年销售业绩快速增长，待结算资源较为丰富，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 2020 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2020年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

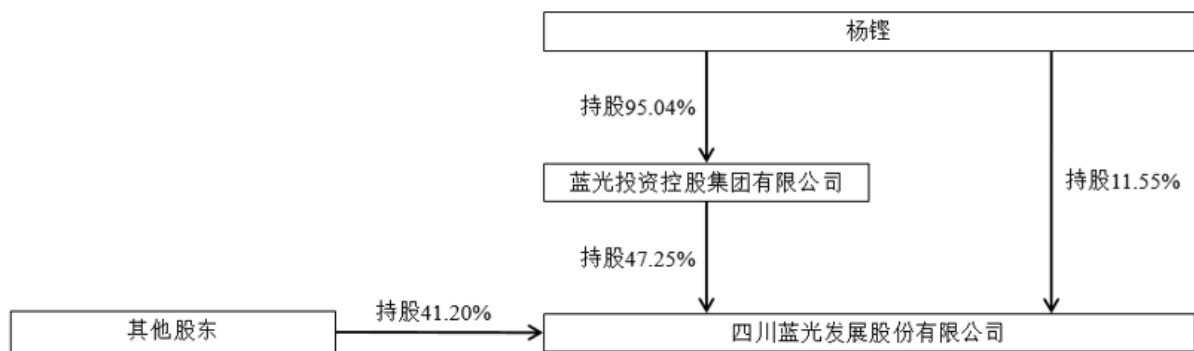
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

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。

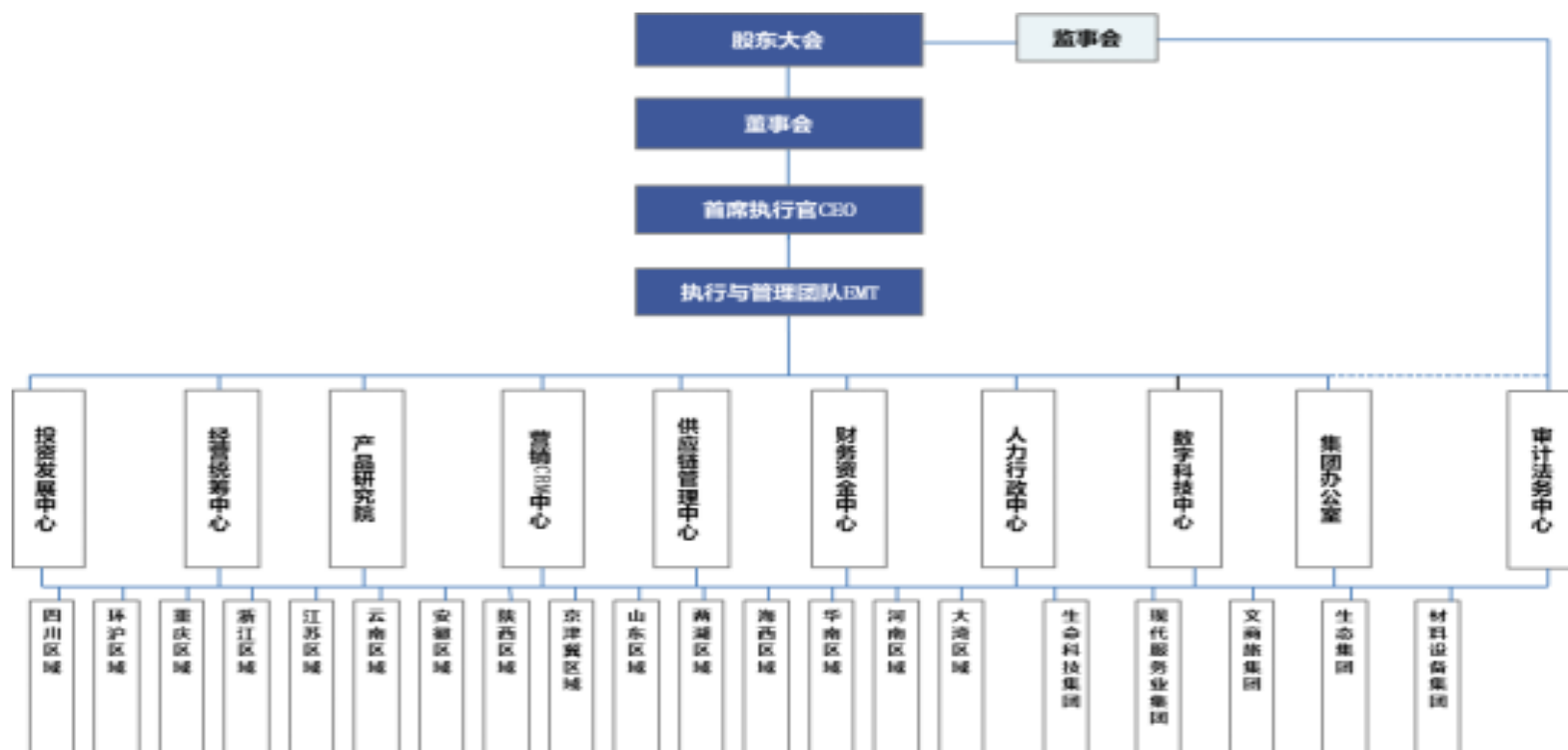
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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 2019 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 2019 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）	2016	2017	2018	2019.Q3
货币资金	917,131.69	1,280,494.32	2,518,680.81	2,112,783.32
应收账款净额	51,926.27	80,882.45	148,699.10	198,940.71
存货净额	5,059,508.62	6,309,305.85	9,044,402.53	12,084,643.84
流动资产	6,445,833.77	8,522,465.00	13,595,746.16	16,357,937.20
长期投资	112,949.95	157,307.75	536,949.96	668,444.02
固定资产合计	564,731.31	565,112.61	729,475.61	752,069.59
总资产	7,336,470.97	9,524,473.71	15,088,067.96	18,271,758.94
短期债务	858,952.59	829,522.41	1,519,324.54	1,704,403.66
长期债务	1,833,478.85	2,254,346.64	3,853,362.99	4,389,066.69
总债务（短期债务+长期债务）	2,692,431.44	3,083,869.06	5,372,687.53	6,093,470.35
总负债	5,935,482.94	7,619,642.07	12,378,750.10	14,696,130.18
所有者权益（含少数股东权益）	1,400,988.03	1,904,831.65	2,709,317.86	3,575,628.76
营业总收入	2,132,881.24	2,455,303.46	3,082,054.09	2,788,111.38
三费前利润	374,278.65	452,239.07	714,874.42	603,850.57
投资收益	13,835.31	13,820.85	8,257.82	-1,440.98
净利润	88,988.08	125,001.17	249,604.92	259,026.72
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	187,709.25	230,531.15	407,138.32	415,098.31
经营活动产生现金净流量	-268,811.69	755,367.95	46,198.41	-200,408.70
投资活动产生现金净流量	-212,430.58	-952,992.90	-1,001,100.51	-824,080.43
筹资活动产生现金净流量	825,656.32	438,972.88	2,136,628.12	766,874.16
现金及现金等价物净增加额	344,414.05	241,347.93	1,181,535.76	-257,251.66
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q3
营业毛利率（%）	24.97	25.04	27.75	26.01
所有者权益收益率（%）	6.35	6.56	9.21	9.66
EBITDA/营业总收入（%）	8.80	9.39	13.21	14.89
速动比率（X）	0.35	0.43	0.55	0.42
经营活动净现金/总债务（X）	-0.10	0.24	0.01	-0.04
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.31	0.91	0.03	-0.16
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.35	3.45	0.15	-0.54
EBITDA 利息倍数（X）	0.94	1.05	1.35	1.12
总债务/EBITDA（X）	14.34	13.38	13.20	11.01
资产负债率（%）	80.90	80.00	82.04	80.43
总资本化比率（%）	65.77	61.82	66.48	63.02
净负债率（%）	126.72	94.67	105.34	111.33

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中计息部分已调整至长期债务，2019 年三季度其他流动负债中计息部分已调整至短期债务；

3、2019 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 等指标已年化处理；

4、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。