大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

CREDIT RATING REPORT

报告名称

四川蓝光发展股份有限公司 2021年度第一期中期票据信用评级报告

目录

评定等级及主要观点

发债情况及发债主体

偿债环境

财富创造能力

偿债来源与负债平衡

偿债能力

联系电话：+86-10-67413300　客服电话：+ 86-4008-84-4008 传真：+86-10-67413555　Email：dagongratings@dagongcredit.com
地址：中国北京市海淀区西三环北路 89 号外文大厦 A 座 3 层　公司网站：www.dagongcredit.com

信用等级公告

大公报D【2020】207-1号

大公国际资信评估有限公司通过对四川蓝光发展股份有限公司主体及其拟发行的四川蓝光发展股份有限公司2021年度第一期中期票据的信用状况进行分析和评估，确定四川蓝光发展股份有限公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，四川蓝光发展股份有限公司2021年度第一期中期票据的信用等级为AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇二一年一月七日

评定等级

发债主体：四川蓝光发展股份有限公司
债项信用等级：**AAA**
主体信用等级：**AAA**
评级展望：**稳定**

债项概况

注册总额：人民币15.5亿元
本期发债额度：基础发行规模人民币5.0亿元，发行规模上限人民币10.0亿元
本期票据期限：2年
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本
发行目的：9.16亿元用于偿还公司有息债务，0.84亿元用于置换公司兑付"16蓝光MTN001"时的自有资金

主要财务数据和指标（单位：亿元、%）

项目	2020.9	2019	2018	2017
总资产	2,329.62	2,018.90	1,509.61	952.45
所有者权益	468.24	391.21	271.53	190.48
总有息债务	751.18	609.04	576.89	353.92
营业收入	313.76	391.94	308.21	245.53
净利润	28.65	41.59	24.96	12.50
经营性净现金流	-98.50	38.33	4.62	75.54
毛利率	24.20	28.33	27.75	25.04
总资产报酬率	1.91	3.07	2.61	2.32
资产负债率	79.90	80.62	82.01	80.00
债务资本比率	61.60	60.89	68.00	65.01
EBITDA利息保障倍数（倍）	-	1.19	1.35	1.05
经营性净现金流/总负债	-5.65	2.68	0.46	11.15

注：公司提供了2017～2019年审计报告及2020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2017～2019年财务报表分别进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告；公司2018年数据采用2019年审计报告中期初追溯调整数据，2020年1～9月财务报表未经审计。

评级小组负责人：王思明
评级小组成员：贾月华
电话：010-67413300
传真：010-67413555
客服：4008-84-4008
Email：dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

四川蓝光发展股份有限公司（以下简称"蓝光发展"或"公司"）主要从事房地产开发、医药制造、现代服务业和其他业务。本次评级结果表明公司严密的数字化风控体系及远程视频监控系统，提高公司管理能力和运营效率；销售规模持续增长，销售区域全国化布局不断完善；2020年1～9月，公司一二线城市尤其是华东、华中区域城市项目占比提高，土地储备规模较为充足，为未来项目持续开发提供支持；现代服务业对公司收入和利润形成补充，子公司四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司（以下简称"蓝光嘉宝服务"）在香港联合交易所(以下简称"香港联交所")主板上市，进一步拓宽公司融资渠道；公司利润水平逐年大幅提升，盈利能力不断增强；同时，2020年1～9月，公司经营性现金流大幅净流出，在三线及以下城市项目货值占比较高，其他应收款中往来款对资金形成一定占用，受限资产规模较大，截至2020年9月末，短期有息债务规模及占比均有所提高，公司面临一定短期集中偿付压力，且对外担保存在一定或有风险。

优势与风险关注

主要优势/机遇：

- 公司在成都地区拥有较高的品牌认可度和较强的竞争实力，严密的数字化风控体系及远程视频监控系统，提高公司管理能力及运营效率；
- 2017～2019年，公司销售规模持续增长，销售区域分布不断分散，全国化布局不断完善，为未来结算收入提供保证；
- 2020年1～9月，公司保持较大的土地获取力度，一二线城市尤其是华东、华中区域城市项目占比提高，公司土地储备规模较为充足，能够为未来项目的持续开发提供支持；
- 2017年以来，现代服务业营业收入规模及占比不断提升，对公司收入和利润形成补充，且子公司蓝光嘉宝服务在香港

联交所主板上市，进一步拓宽公司融资渠道；

- 2017～2019年，受房地产项目结算规模增加以及毛利率提升的影响，公司利润水平逐年大幅提升，盈利能力不断增强。

主要风险/挑战：

- 2020年1～9月，因拿地及开发支出增加，公司经营性现金流大幅净流出；截至2020年9月末，公司在三线及以下城市货值占比较高，需关注其后续销售和回款情况；
- 公司其他应收款中往来款占比较大，对资金形成一定占用；存货及应收账款周转效率有所下降，受限资产规模较大，对资产流动性产生一定不利影响；
- 2017年以来，公司总有息债务规模不断扩大，截至2020年9月末，短期有息债务规模及占比均有所提高，货币资金无法形成有效覆盖，公司面临一定短期集中偿付压力；
- 公司对关联企业提供的担保规模较大，行业集中度较高，且部分被担保企业涉诉较多，公司对外担保存在一定或有风险。

展望

公司房地产在建及拟建项目较充足，预收款项规模较大，为经营业务的发展和营业收入的结转提供保证；预计未来，公司将聚焦住宅地产开发和现代服务业，业务模式将保持稳定。综合考虑，大公对未来1～2年蓝光发展的信用评级展望为稳定。

评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《房地产企业信用评级方法》，版本号为 PF-FDC-2020-V.3.1，该方法已在大公官网公开披露。本次主体信用等级评级模型及结果如下表所示：

评级要素（权重）	分数
要素一：偿债环境（12%）	**5.51**
（一）宏观环境	5.03
（二）行业环境	4.50
（三）区域环境	7.00
要素二：财富创造能力（58%）	**6.03**
（一）产品与服务竞争力	6.16
（二）盈利能力	5.77
要素三：偿债来源与负债平衡（30%）	**4.45**
（一）债务状况	6.56
（二）流动性偿债来源	4.69
（三）清偿性偿债来源	1.00
调整项	**0.16**
主体信用等级	**AAA**

注：大公对上述每个指标都设置了 1～7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形
评级模型所用的数据根据公司提供资料整理

评级历史关键信息

主体评级	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	-	2020/11/23	王思明、贾月华	大公房地产企业信用评级方法（V.3.1）	点击阅读全文
AAA/稳定	-	2020/03/11	王思明、贾月华	大公房地产企业信用评级方法（V.3）	点击阅读全文
AA+/稳定	-	2017/10/16	王晶晶、宋莹莹、王梦晗	房地产行业信用评级方法（V.1）	点击阅读全文

评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、除因本次评级事项构成的委托关系外，发债主体与大公及其关联公司、控股股东、控股股东控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。大公评级人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至本期票据到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

发债情况

（一）本期票据情况

蓝光发展已于 2020 年在银行间市场交易商协会注册了总额为人民币 15.5 亿元的中期票据（中市注协【2020】MTN【1417】号），本期为第一期（2021 年度第一期），基础发行规模人民币 5.0 亿元，发行规模上限人民币 10.0 亿元，发行期限 2 年，票据面值 100 元，采取集中簿记建档、集中配售的方式发行，到期按面值兑付。本期票据每年付息一次，到期一次还本。

本期票据无担保。

（二）募集资金用途

本期票据拟基础发行规模人民币 5.0 亿元，发行规模上限人民币 10.0 亿元，募集资金中 9.16 亿元用于偿还公司有息债务，0.84 亿元用于置换公司兑付“16 蓝光 MTN001”时的自有资金。

发债主体

（一）主体概况

蓝光发展前身系四川迪康科技药业股份有限公司（以下简称“迪康药业”），成立于 1993 年 5 月，原为成都迪康制药公司。2001 年，经股份制改组后的迪康药业在上海证券交易所挂牌上市，股票代码：600466.SH；2008 年 6 月，蓝光投资控股集团有限公司（以下简称“蓝光集团”）通过司法拍卖获得迪康药业 29.90%的股份，成为公司控股股东。2015 年，公司通过非公开发行股份的方式，分别购买了控股股东蓝光集团、深圳市平安创新资本投资有限公司和杨铿持有的蓝光集团控股子公司四川蓝光和骏实业有限公司（以下简称“蓝光和骏”）75.31%、16.44%和 8.25%的股份，并通过非公开发行人民币普通股（A 股）募集重组配套资金，此次资产重组完成后，迪康药业更名为蓝光发展，蓝光和骏实现借壳上市。截至 2020 年 9 月末，公司注册地址在四川省成都市高新区（西区），法定代表人为迟峰。

公司 2018 年股票期权激励计划首次授予股票期权第一个行权期可行权股票期权数量为 4,989.60 万份，行权方式为自主行权，行权期自 2019 年 6 月 19 日至 2020 年 5 月 8 日；第一次预留授予股票期权第一个行权期可行权股票期权数量为 264 万份，行权方式为自主行权，行权期自 2019 年 11 月 13 日至 2020 年 5 月 8 日；第二次预留授予股票期权第一个行权期可行权股票期权数量为 383.04 万份，行权方式为自主行权，行权期自 2020 年 1 月 14 日至 2020 年 5 月 8 日。截至 2020 年 9 月末，公司累计行权且完成股份过户登记 5,082.24 万股，行权后公司总股本由 3,016,166,035 股变更为 3,034,930,435 股。蓝光集团持有公司股

份 1,422,143,043 股，占公司总股本的 46.86%，为公司控股股东，杨铿持有蓝光集团 95.04%股权，并直接持有公司 11.45%股权，为公司实际控制人。公司股权结构清晰稳定，控股股东及实际控制人对公司管理和控制能力较强。

根据公司 2020 年 12 月 8 日公布的《关于控股股东股份解除质押的公告》，公司控股股东蓝光集团持有公司股份 1,422,143,043 股，占公司总股本的 46.86%，累计质押股份总数为 633,440,000 股，占其所持公司股份总数的 44.54%，占公司总股本的 20.87%；蓝光集团及杨铿先生合计持有公司股份 1,769,642,241 股，占公司总股本的 58.31%，蓝光集团及杨铿先生累计质押股份总数为 633,440,000 股，占其所持公司股份总数的 35.79%，占公司总股本的 20.87%。

2020 年 10 月 23 日，公司公布《关于下属子公司股权转让的进展公告》，公司及成都蓝迪共享企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“蓝迪共享”）拟将合计持有的成都迪康药业股份有限公司（以下简称“迪康有限”）100%的股权转让给汉商集团股份有限公司（以下简称“汉商集团”）和汉商大健康产业有限公司（以下简称“汉商大健康”）。本次股权转让交易作价为 9 亿元。经交易各方有权机构批准及国家市场监督管理局经营者集中审查，本次交易已取得必要的授权和批准，协议的生效条件已全部实现。2020 年 10 月 20 日，公司、蓝迪共享已将其持有的迪康有限 100%股份转移至汉商集团及其子公司汉商大健康名下，迪康有限股份交割已经完成。公司当期损益增加约 2.47 亿元。

（二）公司治理结构

2020 年 12 月 1 日，公司召开了四川蓝光发展股份有限公司 2020 年第六次临时股东大会，会议审议通过了《关于增补公司董事的议案》，同意选举陈磊先生为第七届董事会董事，原董事孟宏伟不再担任公司董事职务。现公司董事会成员由 9 名董事组成，分别为杨铿、迟峰、欧俊明、余驰、杨武正、唐小飞、逯东、王晶、陈磊，因公司整体工作安排或董事个人原因等因素，张巧龙、孟宏伟不再担任公司董事职务，新增迟峰、杨武正和陈磊为公司董事会成员。公司于一个自然年度内三分之一以上董事发生了变动。

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《企业内部控制基本规范》等法律法规及规范性文件的要求，结合公司的经营管理特点，建立了高效、务实和健全的法人治理结构。公司建立了股东大会、董事会、监事会的“三会”及经营管理层的法人治理结构，董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 名，副董事长 1 名，独立董事 3 名，董事的选聘程序规范、透明，董事会向股东大会负责。公司监事会由 3 名监事组成，其中职工代表监事 1 名，监事会人数和人员构成符合法律、法规的要求。公司治理结构清晰，经营管理层权责明确，运作规范，为公司健康、快速发展提供了保障，切实保障了公司和股东的合法权

益。

（三）征信信息

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至2020年12月17日，公司本部存在1笔关注类已结清短期借款和3笔不良类已结清短期借款，涉及金额分别为0.15亿元、0.45亿元、0.30亿元和0.10亿元，均为2008年以前产生[1]。公司关注类、不良/违约类已结清贷款均是在公司借壳上市之前发生。截至本报告出具日，公司本部在公开市场发行的各类债务融资工具均按时偿还到期本息。

偿债环境

我国经济增速不断放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，经济中长期高质量发展走势不会因此改变；房地产市场融资渠道收紧，行业集中度逐年提升，中小型房企未来或将面临着一定的压力；受新冠肺炎疫情的影响，2020年一季度房地产市场成交压力较大，二季度以来销售和新开工面积不断回升。

（一）宏观环境

近几年中国经济由高速发展转向高质量发展，经济增速不断放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；2020年，我国经济逐步克服新冠肺炎疫情带来的不利影响，主要指标恢复性增长，经济总量首次突破百万亿元，并成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体，预计在新发展格局下我国经济中长期高质量发展走势不会改变。

近几年来，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，经济增速有所放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化。2017～2019年，我国国内生产总值（以下简称“GDP”）增速分别为6.8%、6.6%和6.1%。2020年，面对突如其来的新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）和复杂多变的国内外环境，全国上下统筹推进疫情防控和经济社会发展各项工作，在一系列宏观调控政策作用下，我国经济运行先降后升、稳步复苏，全年经济实现正增长，并成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。根据国家统计局初步核算，2020年我国GDP达到101.60万亿元，经济总量首次突破百万亿元大关，按可比价格计算，同比增长2.3%。其中，一季度同比下降6.8%，二季度同比增长3.2%，三季度同比增长4.9%，四季度同比增长6.5%。分三次产业看，2020年，农业增加值同比增长3.0%，粮食生产再获丰收，生猪产能快速恢复，经济“压舱石”作用稳固；规模以上工业增加值同比增长2.8%，高技术制造业和装备制造业增长较快；服务业增加值同比增长2.1%，以新技术为引领的现代服务业领域增势较好。2020年，

[1] 公司未提供相关说明。

我国三次产业结构为 7.7:37.8:54.5，第三产业占比较上年提高 0.2 个百分点，产业结构更趋优化。从需求端看，2020 年，全国固定资产投资同比增长 2.9%，高技术产业和社会领域投资增长较快；社会消费品零售总额同比下降 3.9%，降幅比前三季度收窄 3.3 个百分点，在市场销售逐季恢复的同时消费升级类商品销售快速增长；货物进出口同比增长 1.9%，一般贸易和民营企业进出口占外贸总额比重上升，机电产品和防疫物资出口增长较快。

2020 年，针对疫情防控和经济社会形势变化，我国加大了宏观政策跨周期调节力度，实施更加积极有为的财政政策和更加灵活适度的货币政策，并注重与就业、产业、投资、消费、区域等政策紧密配合，形成合力。2020 年，在财政政策方面：适当提高赤字率，向市场传递积极信号；加大政府债券发行规模（包括 1 万亿元抗疫特别国债和 3.75 万亿元地方政府专项债），发挥政府投资引领带动作用，扩大内需；加大减税降费规模，对冲市场主体经营困难；建立特殊转移支付机制，资金直达市县基层，直接惠企利民；加强预算平衡，应对疫情造成的减收增支影响。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.9%；全国一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.8%，随着经济持续稳定恢复，财政收入逐季好转，重点领域支出得到保障。货币政策方面，2020 年，人民银行根据内外部环境变化及时调整政策方向：上半年为应对疫情冲击和支持复工复产，货币政策整体明显宽松；下半年随着疫情得到有效控制和经济企稳复苏，货币政策边际收敛，强调防控金融风险。总量上，人民银行综合运用降准、再贷款再贴现等工具，保持市场流动性合理充裕，解决实体经济融资难问题。2020 年末，广义货币供应量（M2）同比增长 10.1%，比上年末高 1.4 个百分点，社会融资规模存量同比增长 13.3%，比上年末高 2.6 个百分点。价格上，2020 年以来人民银行多次调降各类政策利率，包括两次下调中期借贷便利（MLF）利率，成功引导贷款市场报价利率（LPR）下行，并推动存量贷款定价基准转换工作，切实降低实体经济融资成本。此外，人民银行还创设了两个直达工具，即普惠小微企业贷款延期支持工具和信用贷款支持计划，进一步增强帮扶中小微企业的效率和效果。

整体来看，2020 年我国疫情防控和复工复产走在世界前列，全年经济实现正增长，充分彰显了我国经济的强大韧性和显著制度优势。2021 年，疫情发展变化以及外部环境的不确定性仍将对经济复苏形成一定制约，但在科学精准的宏观调控政策支持下，预计我国 GDP 增速将达到 8%。与此同时，世界经济正经历百年未有之大变局，我国发展仍处于重要战略机遇期，在此重要时刻，党的十九届五中全会提出加快构建以“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展格局，这是党中央在全面统筹国内国际两个大局基础上作出的重大部署，

也将成为“十四五”期间经济转型的重要战略。这种以创新驱动发展、激发内需潜力、提升有效供给、扩大高水平对外开放为重点的中长期发展模式，同以扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务的短期跨周期模式有序结合，将共同推动我国经济的高质量发展。

（二）行业环境

房地产行业受宏观调控政策及部分城市调控政策的影响较大；近年来，房地产行业融资渠道不断收紧，房企面临一定的融资压力。

房地产行业属于政策敏感性行业，其受宏观调控及部分城市调控政策的影响较大。近年来，中央及地方密集出台各类政策以促进房地产市场平稳健康发展。2018 年 3 月，两会政府工作报告强调“房住不炒”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。2019 年 12 月，中央经济工作会议提出，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。2020 年 8 月 20 日，住房城乡建设部、人民银行在北京联合召开房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制。根据 8 月 23 日住房城乡建设部官网披露，为进一步落实房地产长效机制，实施好房地产金融审慎管理制度，增强房地产企业融资的市场化、规则化和透明度，人民银行、住房城乡建设部会同相关部门在前期广泛征求意见的基础上，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则。尽管市场盛传的“三道红线”等措施在官方文件中并未得到直接证实，但会议释放出较强的行业融资政策边际收紧信号，房企降负债压力进一步增加。

融资方面，2019 年 7 月 12 日，国家发展和改革委员会发布的《国家发展改革委办公厅关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》明确，房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，海外债资金用途受限。2019 年，国内房地产企业发行海外债共 239 支，同比增加 94 只，融资规模约 781.42 亿美元，同比上升 63.85%，平均利率为 8.85%，同比增加 1.18 个百分点，其中票面利率超过 10.00%的有 86 支。2020 年 3 月以来，国内外疫情不断蔓延，在全球流动性收紧、风险偏好下行的背景下，美元债展期或新增融资将面临一定困难。整体来看，房地产企业融资渠道不断收紧，融资成本不断上升，未来仍将面临一定的融资压力，2020 年受疫情影响，部分房企可能由境外融资转为境内融资，但房企仍将面临一定的融资压力。

随着房地产行业调控政策趋严，2019 年，全国商品房销售面积和销售金额增速均有所下滑。受疫情的影响，2020 年一季度房地产市场成交压力较大，二季度以来销售和新开工不断回升；疫情对房企开工和销售带来一定影响，需加强关注现阶段高杠杆房企的债务偿还风险。

随着中央坚持“房住不炒”的定位，以及各地密集出台的限购限售等政策，2019 年，全国商品房销售面积 171,558 万平方米，销售金额 159,725 亿元，销售面积同比由上升 1.30%转为下降 0.10%，销售金额同比增长 6.50%，增速同比减少 5.70 个百分点。

开发投资方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，同比增长 9.90%，其中新开工面积同比增长 8.50%，土地购置面积累计同比下降 11.40%，土地成交价款累计同比下降 8.70%。新开工面积增速同比有所下降，土地购置端增速由上升转为下降。

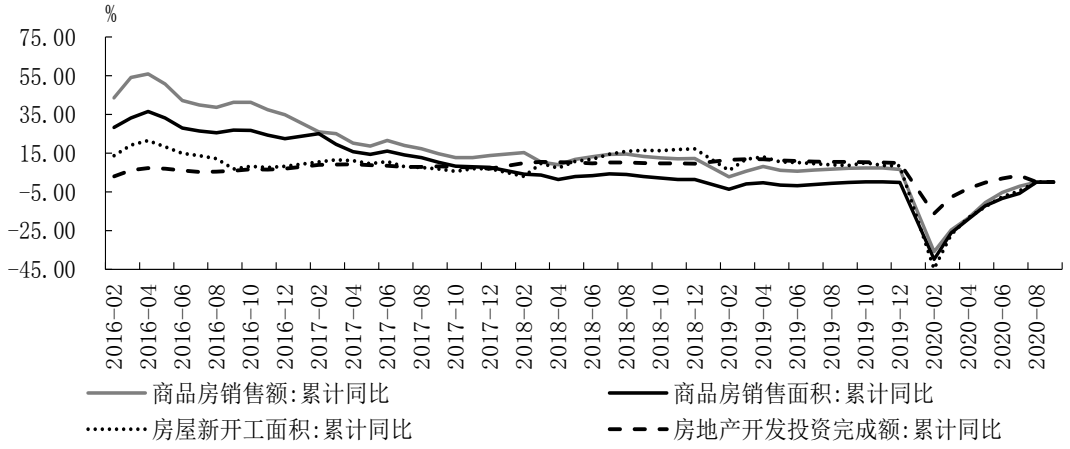


图 1　2016 年 2 月至 2020 年 9 月我国房地产市场商品房销售面积等变化情况（单位：%）

数据来源：Wind

受疫情影响，截至 2020 年 2 月 3 日，有超过 110 个城市发布了应对疫情关于房地产方面的政策，主要内容为建议或要求商品房售楼部和房产中介门店暂停营业和建筑工地不早于 2 月 9 日复工或新开工。随着售楼处的关闭、中介机构的暂停营业，2020 年一季度房地产市场成交压力较大，但鉴于历史上一季度的销售和开工占比较小，伴随疫情的结束以及购房需求的延后，二季度以来销售和新开工不断回升。2020 年 1～9 月，商品房销售面积 11.71 亿平方米，同比下降 1.8%，降幅较上半年收窄 6.6 个百分点；销售金额 11.56 万亿元，同比增长 3.7%，增速回正。同期，全国房地产开发投资 10.35 万亿元，同比增长 5.6%，增速较上半年增加 3.7 个百分点，其中，住宅投资 7.66 万亿元，住宅投资占房地产开发投资的比重为 73.98%；房屋新开工面积 16.01 万平方米，同比下降 3.4%，降幅较上半年收窄 4.2 个百分点。

对于房企而言，本次疫情对房企销售回款产生影响，而销售回款是房企最重要的开发资金来源，短期内充足的货币资金最为重要，销售及回款的走弱意味流动性紧张，房企拿地及新开工将更为谨慎，或将影响全年可售资源。此外，2020 年，房企到期需要偿还的信用债规模超过 3,500 亿元，较为集中的债务期限，以及较大的偿债规模，使得 2020 年房企整体偿债压力较大，行业处于偿债高峰期，本次疫情对房企一季度的开工和销售带来一定影响，需加强关注现阶段可售资源较少、高杠杆房企债务偿还风险。

我国房地产行业集中度逐年提升，领军企业竞争优势愈发明显，大型房地产企业议价能力较强，中小型房企未来或将面临着一定的压力。

随着行业成熟度的不断提升，我国房地产企业经营业绩逐步呈现两极分化，领军企业竞争优势也愈发明显。从行业集中度来看，2017 年以来，房地产企业销售金额集中度和销售面积集中度逐步提升。2019 年，品牌房地产企业业绩规模继续增长，碧桂园控股、万科地产和恒大地产仍位于前三强，其中碧桂园以 7,715.30 亿元位居销售金额第一位，同比上升 5.88%；销售金额过千亿的房地产企业数量达到 34 家，同比增加 3 家。

表 1　2017～2019 年末及 2020 年 6 月末中国房地产企业权益销售金额集中度情况[2]（单位：%）

级别	2020 年 6 月末	2019 年末	2018 年末	2017 年末
TOP10 企业	23.60	21.43	21.27	19.58
TOP30 企业	38.10	35.65	35.09	31.00
TOP50 企业	46.00	43.47	43.27	37.35
TOP100 企业	54.90	52.97	53.55	46.17

数据来源：克而瑞研究中心

在项目建设方面，大型房地产企业在供应链谈判中享有较大议价权和批量采购折扣，同时部分企业向房屋建筑领域的延伸有助于进一步降低建安成本，提升产品质量。由于大型房地产企业在项目选择、销售和建设方面均有较强的控制力，具备良好的业务发展基础。因此，预计未来 3～5 年，强者恒强的竞争格局将进一步提升行业集中度，中小型房企未来或将面临着一定的压力。

财富创造能力

房地产开发业务是公司收入和利润的主要来源，现代服务业对收入和利润形成一定补充；随着经营规模的扩大，2017～2019 年，公司营业收入和毛利润均逐年增加，毛利率水平不断提升；2020 年 1～9 月，营业收入同比增长，毛利率有所下降。

公司主要从事房地产开发、医药制造、现代服务业和其他业务，其中房地产

[2] 金额集中度=企业销售金额/统计局公布的全国商品房销售金额。

开发业务板块收入和利润占比均维持在 80%以上，是公司收入和利润的主要来源；医药制造业务主要是医药制造和 3D 生物打印业务；现代服务业主要是物业服务，在营业收入中占比不断提升，对公司营收及利润形成补充；其他业务收入主要是商业地产的处置收益[3]。2017～2019 年，随着经营规模的扩大，公司营业收入和毛利润逐年增加，因房地产开发板块毛利率逐年增加，带动公司整体综合毛利率水平不断提升。

表 2　2017～2019 年及 2020 年 1～9 月公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年 1～9 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**313.76**	**100.00**	**391.94**	**100.00**	**308.21**	**100.00**	**245.53**	**100.00**
房地产开发[4]	293.37	93.50	364.15	92.91	284.87	92.43	229.16	93.33
医药制造	5.95	1.90	10.66	2.72	10.12	3.28	7.82	3.19
现代服务业	13.51	4.31	15.73	4.01	10.27	3.33	6.58	2.68
其他	0.93	0.30	1.39	0.35	2.94	0.95	1.97	0.80
毛利润	**75.91**	**100.00**	**111.03**	**100.00**	**85.53**	**100.00**	**61.47**	**100.00**
房地产开发	67.67	89.15	97.12	87.47	72.94	85.28	52.03	84.64
医药制造	3.45	4.54	7.31	6.58	7.43	8.69	5.36	8.72
现代服务业	4.43	5.84	5.97	5.38	3.61	4.22	2.84	4.62
其他	0.36	0.47	0.63	0.57	1.55	1.81	1.25	2.02
毛利率		**24.20**		**28.33**		**27.75**		**25.04**
房地产开发		23.07		26.67		25.60		22.70
医药制造		57.98		68.54		73.38		68.49
现代服务业		32.79		37.96		35.15		43.22
其他		38.71		44.94		52.77		63.25

数据来源：根据公司提供资料整理

从具体业务来看，2017～2019 年，受结转的房地产项目规模增加影响，公司房地产开发营业收入和毛利润逐年增加，毛利率逐年提升；公司医药制造业务营业收入逐年增加，主要是公司加大市场开发、拓展销售渠道，部分产品销量增加所致，毛利润和毛利率有所波动，其中 2019 年毛利润同比下降 1.62%，毛利率同比降低 4.84 个百分点，主要是受医药行业集中采购政策影响，公司主要药品销售价格降低所致；现代服务业营业收入和毛利润逐年增长，主要是公司物业管理多元化业务扩张模式取得成效，在管理项目增加所致，毛利率有所波动，其中 2018 年毛利率同比减少 8.07 个百分点，主要是新收购公司的物业管理费毛利率较低所致，2019 年毛利率同比增加 2.81 个百分点；同期，公司其他业务营业收入和毛利润有所波动，主要是随着公司商业地产处置规模变动而有所波动，毛

[3] 公司在 2004 年以前近 10 年时间内主要从事商业地产开发，积累了较多的商业自持物业，自 2013 年开始，出于资金需求及商业资产价值周期，公司加大对处于商业价值周期高点的商业资产的处置。
[4] 包括商业地产收入。

利率较高，但对收入和毛利润的贡献较小。

2020年1～9月，公司营业收入同比增长12.53%，毛利润略有增加，其中，房地产开发营业收入同比增长12.83%至293.37亿元，毛利润略有增加，主要是进入二季度以后结算规模同比增加所致；现代服务业营业收入同比增长24.17%至13.51亿元，毛利润同比增长22.38%至4.43亿元，主要是物业经营管理规模提升所致；医药制造板块营业收入同比下降14.27%至5.95亿元，毛利润同比下降27.06%至3.45亿元，主要是受疫情影响一季度销售活动难以开展，以及公司药品销售价格下降所致；其他业务板块营业收入及毛利润同比均有所下降，主要是商业地产处置规模减少所致。同期，公司毛利率同比下降1.81个百分点，其中房地产开发毛利率同比下降1.46个百分点；医药制造业务毛利率同比下降10.22个百分点，主要是药品销售价格下降所致。

2020年10月20日，公司已将医药制造业务板块的经营主体迪康有限的股权全部转让，转让完成后，医药制造板块营业收入将有所下降；预计未来1～2年，公司将聚焦住宅地产开发和现代服务业，业务模式将保持稳定。

（一）房地产开发

公司以改善型住宅地产开发为主，产品体系较为丰富，在成都地区拥有较高的品牌认可度和较强的竞争实力；公司严密的数字化风控体系助推管控模式的变革，支撑公司战略及核心经营目标的实现，远程视频监控系统打破监管地域和时间限制，提高公司管理能力和运营效率。

公司以改善型住宅地产开发为主，商业地产开发为辅，商业地产主要为住宅地产配套的临街商铺销售及出租业务等，规模相对较小。公司拥有房地产开发一级资质，房地产开发模式保持以独立开发为主，辅以合作开发。公司位列“2019中国房地产百强企业”名单第21位，2019中国房地产百强企业“成长性TOP10”名单第4位[5]。根据克而瑞研究中心发布的房地产企业销售排名榜，公司2019年全口径销售金额位列第33位，权益销售金额位列第32位；2020年1～9月，全口径销售金额位列39位，权益销售金额位列40位，排名均有所下降。公司已积累丰富的房地产开发经验，通过不断深耕成都主城区及周边区县，公司在成都地区拥有较高的品牌认可度和较强的竞争实力。

公司不断完善房地产项目的区域布局和产品结构，产品体系较为丰富，能够根据政策及市场需求变化不断进行调整，以提高市场适应性。公司产品体系主要为改善型产品，拥有“芙蓉系”、“雍锦系”、“黑钻系”、“林肯系”和“长岛系”等品牌。其中“芙蓉系”收获“2019中国房地产企业产品品牌TOP1”和“2019年度中国房地产优秀原创产品品牌第一”，“雍锦系”荣获“2020中国

[5] 由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院组成的“中国房地产TOP10研究组”发布。

房地产企业人文典范产品系品牌五强”，“黑钻系”荣获“2020 中国房地产企业城市高端产品系TOP1”，公司房地产项目产品具有较高品牌价值。

公司建立了智慧风控平台，平台包括数字化风控系统、智能审计与反舞弊模型系统，其中数字化风控系统能够实现重大业务全流程风险可视化管控以及核心数据归集分析与实时应用；智能审计系统通过构建大数据分析平台，实现数据实时调取、多样化报表组合、可视化展示；反舞弊模型系统围绕招采、营销构建舞弊模型，实现舞弊风险实时监控、及时拦截、前置预警。2019 年，公司智慧风控平台荣获数字化建设IDC“数字化转型年度领军人物”和“数字化转型综合领军者”两项奖，同时公司在2019年9月主办“中国企业反舞弊联盟”数字化风控审计交流大会，并在行业内外获得高度评价。费用投入方面，智慧风控平台从2018年开始构建，截止2019年末共计投入1,009万元，2019年，公司智慧风控平台间接为公司节约管理成本逾1,850万。公司严密的数字化风控体系，助推管控模式的变革，支撑公司战略及核心经营目标的实现。

此外，公司针对房地产项目建立了远程视频监控系统，该系统于2013年12月建成，目前已做到所有在建项目的全覆盖。远程视频监控可以实现从进场开工到竣工交付的全工期管理的可视化，现场人员、区域管理人员、总部领导等可通过手机、桌面电脑、总部指挥中心进行项目管理，同时该套系统也可以监督销售现场销售人员工作的准确性和规范性等。远程视频监控通过扩展监管方式、打破监管地域和时间限制，实现监管追溯，提高公司管理能力和运营效率。

2017～2019 年，公司在建面积及竣工面积逐年增加，销售规模保持大幅增长，为未来结算收入提供有力保证；销售区域不断扩大，全国化布局不断完善；2020年1～9月，公司新开工面积和竣工面积均实现同比增长，签约销售金额同比下降，但降幅收窄。

2017～2019年，公司各年并表口径项目新开工面积有所波动，其中2019年新开工面积同比减少 19.53%，主要是公司根据市场及行业情况进一步加大了项目的合作开发；公司业务不断拓展，在建面积及竣工面积逐年增加；结算面积和结算金额逐年增长，但结算均价有所波动，其中 2018 年结算均价为 10,169.32元/平方米，同比增长20.85%，一方面是由于结算项目中高端产品占比提高，另一方面，受行情的影响 2016 年房价涨幅较大，公司 2016 年销售的项目大多在2018年进行结转，2019年结算均价同比下降5.56%。

表 3　2017～2019 年及 2020 年 1～9 月公司房地产开发及销售情况

项目	2020 年 1～9 月	2019 年	2018 年	2017 年
新开工面积（万平方米）	834.69	866.93	1,077.27	530.90
在建面积（万平方米）	2,186.82	1,629.66	1,278.55	822.47
竣工面积（万平方米）	277.53	515.82	336.98	273.07
结算面积（万平方米）	290.48	379.17	268.27	262.62
结算金额[6]（亿元）	293.37	364.15	272.81	220.99
结算均价（元/平方米）	10,099.59	9,603.94	10,169.32	8,414.82
销售面积（万平方米）	794.96	1,095.30	801.66	609.27
销售金额（亿元）[7]	662.13	1,015.37	855.40	581.52
销售均价（元/平方米）	8,329.10	9,270.25	10,670.36	9,544.54

数据来源：根据公司提供资料整理

销售方面，公司按照专业集权的总体思路强化运营管理并优化授权体系，对地产项目进行动态管控，从而调整全集团项目的运营节奏，保持快进快出的高周转率，项目从拿地到首期开盘平均时间是 6～9 个月。公司坚持深耕城市，做好每个城市及地区的市场调研，营销团队会全程参与项目投资和定位等环节的，充分重视客户需求。2017～2019 年，公司销售面积和销售金额均逐年增长，为未来结算收入提供了有力保障；销售均价有所波动，其中 2019 年销售均价同比下降 13.12%，主要是三四线项目销售占比提升所致。

国内疫情得到有效控制后，房地产企业不断加快项目开发建设，2020 年 1～9 月，公司新开工面积为 834.69 万平方米，同比增长 17.02%；在建面积不断增加；竣工面积 277.53 万平方米，同比增长 13.31%。销售方面，公司实现销售面积 794.96 万平方米，同比略有增长，实现销售金额 662.13 亿元，同比下降 7.42%，主要是受疫情影响一季度购房需求较低，以及前三季度销售的三四线项目占比较高导致销售单价降低所致，但销售金额同比降幅不断收窄[8]；同期，公司销售项目回款 409.52 亿元。结算方面，公司结算项目面积及金额同比有所增加，但结算均价因项目差异同比有所下降。2020 年 1～11 月，公司实现销售金额 910 亿元，权益销售金额 615 亿元，回款金额 440 亿元，2020 年全年预计销售金额约 1,000 亿元。

[6] 2017～2018 年结算金额与表 2 中房地产开发板块收入存在差异，主要由于表 2 中房地产开发板块收入包含商业地产收入。

[7] 2019 年及 2020 年 1～9 月，公司权益销售金额分别为 715.40 亿元和 471.37 亿元，权益销售面积分别为 798.44 万平方米和 607.84 万平方米。

[8] 2020 年 1～3 月，公司实现销售金额 108.45 亿元，实现销售面积 117.58 万平方米，同比分别下降 42.50%和 43.30%；2020 年 1～6 月，公司实现销售金额 380.58 亿元，实现销售面积 417.68 万平方米，同比分别下降 18.21%和 18.87%。

表 4　2017～2019 年及 2020 年 1～9 月公司商品房销售地区构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年 1～9 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东区域	203.96	30.80	260.96	25.70	209.20	24.46	101.00	18.07
华中区域	144.67	21.85	220.25	21.69	133.33	15.59	105.10	17.37
成都区域	104.01	15.71	189.26	18.64	287.47	33.61	237.76	40.89
华南地区	60.95	9.21	125.65	12.37	41.40	4.84	3.06	0.53
滇渝区域	79.16	11.96	111.33	10.96	110.81	12.95	94.94	16.32
华北区域[9]	69.38	10.48	107.92	10.63	73.18	8.56	39.66	6.82
合计	**662.13**	**100.00**	**1,015.37**	**100.00**	**855.39**	**100.00**	**581.52**	**100.00**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司在坚持深入经营成都地区的基础上，积极拓展外埠业务，已在全国布局 60 余个城市，形成成都、华东、华中、滇渝、华北和华南六大区域[10]，实现全国化的战略布局。随着外埠地区项目逐步销售，公司销售区域不断完善，2017 年以来，公司在成都区域销售金额占比逐年下降，华东和华中区域销售金额占比波动上升，并成为公司主要两大销售区域，公司全国化布局效果显现。

公司拿地方式多样，以收并购与合作开发为主，2020 年 1～9 月，公司保持较大的土地获取力度，投入资金规模较大，其中一二线城市尤其是华东、华中区域城市项目占比提高；公司土地储备规模较为充足，能够为未来项目的持续开发提供支持；但公司在三线及以下城市货值占比仍较高，需关注后续销售和回款情况。

公司拿地方式多样，包括股权收购、合作开发、产业拿地、代工代建以及招拍挂等形式。当前限售、限购、限贷的政策对土地成本与后期开发进度均有影响，公司新增项目多以收并购与合作项目为主，在公开招拍挂的土地获取中则以机会型参与为主，2019 年公司 60%以上项目储备是收并购和股权合作方式获取的。

从拿地策略来讲，公司聚焦于未来人口增长高地，坚持“高价值、高增值”的投资布局，坚持“东进南下”和“1+3+N”战略（1 以成都为核心大本营，进行周边城市深耕；3 是重点发展京津冀城市群、杭州湾为代表的华东地区、粤港澳大湾区经济带；N 即绝大部分省会城市及计划进入城市），通过深耕及拓展，不断强化对新一线、二级及强三线城市投资占比，其中强三线城市布局重点是核心板块及周边外溢区域，强四线城市则全部是核心板块并且比较谨慎。

[9] 华北区域即为原北京区域。

[10] 成都区域主要包括成都、南充、达州、乐山、眉山、资阳和泸州等城市；滇渝区域主要包括昆明、重庆和贵阳；华中区域包括开封、洛阳、合肥、南昌、武汉、郑州、西安、宝鸡和长沙等城市；华东区域包括余姚、如皋、苏州、嵊州、无锡、南京、杭州、宁波、扬州、徐州、温州、南通、江阴、常州、湖州、金华和南通等城市；华北区域包括北京、天津、太原、烟台、张家口、济南、衡水和青岛等城市；华南区域包括佛山、玉林、南宁、泉州、惠州、福州、福安、茂名等城市。

表 5　2017～2019 年及 2020 年 1～9 月公司土地获取情况

项目	2020 年 1～9 月	2019 年	2018 年	2017 年
数量（个）	47	48	50	30
全口径计容建筑面积（万平方米）	575.29	832.27	1,125.91	592.72
全口径土地投入金额（亿元）	325.97	372.26	340.76	200.10
楼面均价（元/平方米）	5,666	4,473	3,027	3,376

数据来源：根据公司提供资料整理

2017～2019 年，公司每年保持较大的土地获取力度，土地投入金额逐年增加，同期，新增土地楼面均价有所波动，其中 2018 年楼面均价同比下降，主要是由于公司在拓展市场区域过程中，城市有所下沉，2019 年楼面均价同比大幅提升，主要是公司拿地策略有所调整，在基本实现全国化布局背景下，公司增强对一二线城市土地获取力度。2020 年 1～9 月，公司进一步加大投资力度，土地投入金额 325.97 亿元，资金投入规模较大；同期，新增项目 47 个，总建筑面积 774.78 万平方米，计容建筑面积 575.29 万平方米，其中 66.55%分布于华东和华中地区，主要拿地城市包括昆明、西安、常州、南阳、咸阳、武汉、郑州和阜阳等；楼面均价大幅提升，主要是一二线城市项目尤其是华东、华中区域城市占比增加所致。

土地储备方面，截至 2020 年 9 月末，公司土地储备平均权益占比约为 76%。其中在建房地产项目合计 146 个，总可售面积 3,845.39 万平方米，剩余可售面积 2,045.50 万平方米，总可售货值 3,948.24 亿元，未售货值 2,173.84 亿元，主要分布在天津、重庆、成都、茂名、昆明、宝鸡、郑州和福州等城市；拟建房地产项目 29 个，预计总可售面积为 444.62 万平方米，预计总体可售金额 602.81 亿元，主要分布在常州、重庆、西安、宁波、南宁和武汉等城市。截至 2020 年 9 月末，公司在建项目剩余可售面积和拟建项目预计可售面积合计 2,490.12 万平方米，是 2019 年签约面积的 2.27 倍，土地储备规模有所增加[11]，公司土地储备较为充足，能够为未来项目的持续开发提供支持。土地储备城市布局方面，2020 年 9 月末，公司新一线、二线、三线及以下城市房地产项目货值占比分别为 40.73%、28.06%和 31.20%[12]，土地储备面积占比分别为 37.41%、23.63%和 38.96%，三线及以下城市货值占比有所下降，但占比仍较高，仍需关注公司三线及以下城市项目后续销售和回款情况。

[11] 截至 2020 年 3 月末，公司在建项目剩余可售面积和拟建项目预计可售面积合计 2,337.53 万平方米，是 2019 年签约面积的 2.13 倍。截至 2020 年 6 月末，公司在建项目剩余可售面积和拟建项目预计可售面积合计 2,467.71 万平方米，是 2019 年签约面积的 2.25 倍。

[12] 2019 年末，公司新一线和二线城市房地产项目货值占比分别为 38%和 23%，三线及以下城市货值占比 39%。

（二）医药制造

公司已将医药制造业务板块经营主体迪康有限的股权全部转让，交易完成后，公司医药制造板块营业收入将有所下降；3D 生物打印业务尚处于研发阶段，未形成利润，但创新能力较强，未来具有一定发展前景。

公司医药制造业务板块的经营主体为迪康有限和四川蓝光英诺生物科技股份有限公司（以下简称“英诺科技”），截至 2020 年 9 月末，公司对迪康有限和英诺科技持股比例分别为 91.41%和 45.50%。其中迪康有限主要为医药产品制造，英诺科技主要经营 3D 生物打印业务，后者目前尚处于研发阶段，资金投入较多，净资产为负，且处于亏损状态。

医药业务盈利模式是通过采购药品原材料、生产医药产品、在市场销售获取盈利。公司医药制造业务采购的主要原材料为阿莫西林、对乙酰氨基酚、贝诺酯和安乃近（口服）等，2017～2019 年，原材料贝诺酯采购数量有所波动，其他主要原材料采购数量基本稳定，采购价格方面，2017 年以来，对乙酰氨基酚和氯霉素不断上涨，其他原材料价格有所波动。2019 年和 2020 年 1～9 月，原材料采购前五名供应商采购金额合计占比分别为 26.93%和 37.36%。

表 6　2019 年及 2020 年 1～9 月公司医药制造经营主体财务情况（单位：亿元、%）

年份	企业简称	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	毛利率	经营性净现金流
2019 年	迪康有限	10.77	55	10.69	1.36	68	0.96
	英诺科技	0.86	210	-	-0.39	-	-0.38
2020 年 1～9 月	迪康有限	11.90	58	6.03	0.17	57	-1.82
	英诺科技	0.88	231	-	-0.21	-	-0.23

数据来源：根据公司提供资料整理

公司药品主要分为化学药及其制剂和中成药，种类主要涉及消化系统、呼吸系统、医疗器械、儿科、皮肤科、妇科等，产品种类较为丰富，其中核心产品包括国家一类新药“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）、国家中药保护品种“通窍鼻炎颗粒”等和国家“863”项目“可吸收骨折内固定螺钉”、“可吸收医用膜”等，其中，“可吸收骨折内固定螺钉”、“可吸收医用膜”达国际先进水平。

表 7　2017～2019 年及 2020 年 1～9 月公司医药制造业务原材料采购情况（单位：元/千克、千克）

主要原材料	2020 年 1～9 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	采购单价	采购数量	采购单价	采购数量	采购单价	采购数量	采购单价	采购数量
阿莫西林	154	172,650	157	352,375	153	219,725	133	133,810
贝诺酯	68	49,600	69	165,600	68	75,500	67	143,300
对乙酰氨基酚	48	97,700	39	227,475	31	277,525	22	257,975
安乃近(口服)	58	141,500	58	126,000	59	91,000	54	90,225
氯霉素	461	15,900	438	15,000	328	17,500	352	14,000
雷贝拉唑钠	3,664	1,226	3,664	2,229	3,655	2,025	3,768	2,047

数据来源：根据公司提供资料整理

公司具有较完善的营销网络，2017～2019 年，各生产药品均保持较高的产销率；安斯菲和通窍鼻炎颗粒的销量均保持增长，可吸收医用膜和可吸收内固定螺钉的销量略有波动；销售价格方面，受医药行业集中采购政策影响，2019 年公司生产各药品销售价格均同比有所下降。截至 2019 年末，安斯菲、通窍鼻炎颗粒市场占有率位列同类品种前三，可吸收医用膜占据国内固态防粘连产品 30%以上的市场份额；前五大销售客户销售金额合计占比 11.70%。2020 年 1～9 月，公司药品产销率维持在较高水平，除可吸收内固定螺钉外，其他产品销售价格不断下降，同期，前五大销售客户销售金额合计占比 15.82%。

表 8　2017～2019 年及 2020 年 1～9 月公司主要药品产销情况（单位：万元）

项目	指标	2020 年 1～9 月	2019 年	2018 年	2017 年
安斯菲	销量（万盒）	713	1,391	1,351	1,023
	产销率（%）	116.72	105.49	94.87	97.43
	销售价格（元/盒）	23.84	25.82	29.06	26.34
	销售金额（万元）	16,984	35,916	39,255	26,941
通窍鼻炎颗粒	销量（万盒）	382	867	684	561
	产销率（%）	101.37	108.36	95.40	93.97
	销售价格（元/盒）	13.40	14.12	14.35	11.37
	销售金额（万元）	5,114	12,235	9,812	6,381
可吸收医用膜	销量（万张）	14	47	48	39
	产销率（%）	111.15	98.46	97.96	102.63
	销售价格（元/张）	151.83	177.28	191.00	137.31
	销售金额（万元）	2,106	8,352	9,168	5,355
可吸收内固定螺钉	销量（万枚）	0.64	0.98	1.22	1.00
	产销率（%）	107.44	102.18	103.39	98.51
	销售价格（元/枚）	918.35	821.43	876.23	1,205.00
	销售金额（万元）	590	805	1,069	1,205

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 10 月 20 日，公司、蓝迪共享已将其持有的迪康有限 100%股份转移至汉商集团及其子公司汉商大健康名下，迪康有限股份交割已经完成。交易完成后，公司医药制造板块营业收入将有所下降。

3D 生物打印业务为公司“生命蓝光”主题的核心产业之一，公司建立了包括医疗影像云平台、生物墨汁、3D 生物打印机和打印后处理系统四大核心技术体系，发展前景广阔。在研发方面，公司依托现有资源基础上，通过内部培育和外部并购加大投入，积极探索“互联网+医疗”模式创新，并重点在消化道领域、大病种特效新药等方向持续引进新产品，通过自主研发和产品引进，打造以大消化系统为主的核心产品群，使公司成为集研发、生产、销售为一体的消化领域产品专业制造商；在高分子材料方面，公司充分利用现有核心专利及技术，联合国内大专院校及科研机构进行新产品开发，并积极推动高分子材料在医疗器械方面的运用。

（三）现代服务业[13]

公司现代服务业经营主体蓝光嘉宝服务行业地位较高，其于 2019 年 10 月在香港联交所主板上市交易，进一步拓宽公司融资渠道；2017 年以来，现代服务业营业收入规模及占比不断提升，对公司收入和利润形成一定补充；现代服务业与房地产开发业务相互配合，能够发挥协同发展作用。

公司现代服务业经营主体主要为子公司蓝光嘉宝服务，蓝光嘉宝服务成立于 2000 年 12 月，2015 年 12 月成功挂牌新三板，2018 年 7 月 26 日起终止新三板挂牌后于 2019 年 10 月 18 日在香港联交所主板上市交易，股票代码为 02606.HK，股票简称为蓝光嘉宝服务，蓝光嘉宝服务共发行 4,291.62 万股，每股定价 37 港元，公司进一步拓宽融资渠道。截至 2020 年 6 月末，公司对蓝光嘉宝服务的持股比例为 65.04%。2020 年 1～6 月，蓝光嘉宝服务实现营业收入 11.67 亿元，同比增长 24.99%，实现净利润 2.35 亿元，同比增长 30.60%，毛利率较高，资产负债率处于较低水平。

表 9　2019 年及 2020 年 1～6 月嘉宝股份财务情况（单位：亿元、%）

年份	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	净利润	经营性净金流
2019 年	34.82	35.45	21.02	36.20	4.30	4.22
2020 年 1～6 月	36.24	35.76	11.67	34.96	2.35	1.97

数据来源：根据公司提供资料整理

蓝光嘉宝服务主要为住宅、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，通过收取物业管理费、物业经营服务费获取盈

[13] 蓝光嘉宝服务为港股上市公司，未披露 2020 年三季度报表及数据。

利。蓝光嘉宝服务拥有国家一级物业管理资质，所辖业务范围主要集中在成都区域，辐射四川、重庆、昆明等区域。蓝光嘉宝服务主要提供传统物业管理服务和新型物业增值服务，传统物业管理服务主要为物业提供秩序维护、保洁、绿化、设备维修等，新型物业增值服务主要是充分利用社区物业资源、业主资源、商家资源，开展房屋经纪业务、拎包入住业务、团购业务、社区 O2O 经营业务，以及广告位、公共资源、附属资源等社区经营服务。蓝光嘉宝服务已进驻全国 70 余个城市，在管项目 400 余个，截至 2020 年 6 月末，在管理建筑面积约 8,988 万平方米，较 2019 年末增长 25.32%；合约面积约 14,066 万平方米，较 2019 年末增长 20.29%，物业经营管理规模持续提升。蓝光嘉宝服务行业地位较高，根据中国指数研究院发布的《2019 中国物业服务百强企业名单》，蓝光嘉宝服务分别名列四川省第 1 位及全国第 11 位。

2017 年以来，公司现代服务业营业收入规模及占比不断提升，对公司收入和利润形成重要补充；公司现代服务业与房地产开发业务相互配合，能够发挥协同发展作用。

偿债来源与负债平衡

2017～2019 年，公司利润规模逐年大幅增加，盈利能力不断增强，对利息形成有效覆盖；融资渠道丰富，银行授信总额不断提高，对偿债来源形成一定补充；可变现资产中存货占比较高且规模逐年扩大，但其他应收款中往来款占比较大，存货及应收账款周转效率有所下降，受限资产规模较大，均对资产流动性产生一定不利影响。

（一）偿债来源

1、盈利

2017～2019 年，随着房地产项目结算规模的增加以及毛利率的提升，公司营业收入逐年增加，利润水平逐年大幅提升，盈利能力不断增强；2020 年 1～9 月，营收和利润水平同比略有增长。

2017～2019 年，受房地产项目结算规模增加影响，公司营业收入逐年增加，毛利率分别为 25.04%、27.75%和 28.33%，保持平稳增长。

2017～2019 年，公司期间费用逐年大幅增加，主要是随着销售规模逐年扩大，市场宣传推广费、销售和经营服务费增加导致销售费用逐年增加；公司不断拓展项目分布区域，人工费用、办公及差旅费用等管理费用逐年增加；以及公司融资规模不断扩大带动财务费用逐年增加。同期，公司期间费用率有所波动，受营业收入增加影响，2019 年期间费用率同比下降 1.70 个百分点。

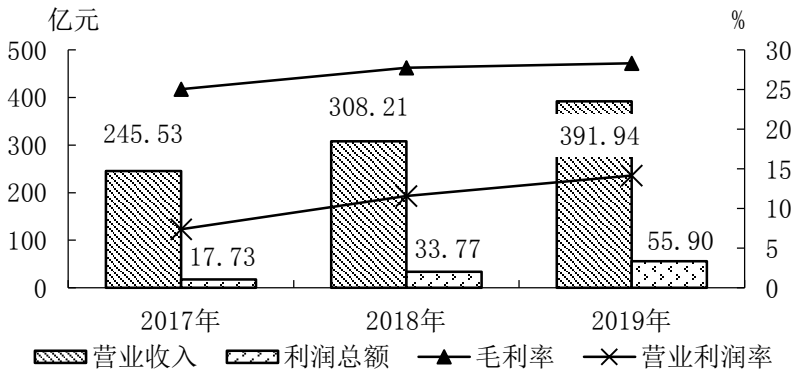


图 2　2017～2019 年公司收入和盈利情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2017～2019 年，公司资产减值损失分别为 2.16 亿元、1.82 亿元和 3.28 亿元[14]，其中 2018 年资产减值损失中存货跌价损失 1.20 亿元[15]，坏账损失 0.62 亿元；2019 年存货跌价损失为 3.28 亿元[16]。公允价值变动收益分别为-0.50 亿元、-1.25 亿元和 1.37 亿元，其中 2017～2018 年公允价值变动收益为负，均是原投资性房地产转入存货重新开发，并销售结转收入，对应的前期公允价值变动收益转出所致；2019 年公允价值变动收益主要来源于衍生金融工具。同期，公司投资收益分别为 1.38 亿元、0.83 亿元和 1.09 亿元，其中 2018 年投资收益同比下降 40.25%，主要是处置长期股权投资产生的投资收益同比下降 0.49 亿元所致；2019 年投资收益中来源于权益法核算的长期股权投资收益为 0.56 亿元。

表 10　2017～2019 年及 2020 年 1～9 月公司期间费用及占营业收入比重（单位：亿元、%）

项目	2020 年 1～9 月	2019 年	2018 年	2017 年
销售费用	10.04	16.06	16.03	12.45
管理费用	10.64	12.88	12.00	9.31
财务费用	3.58	7.60	5.81	4.16
研发费用	0.50	0.72	0.70	0.37
期间费用	**24.75**	**37.26**	**34.54**	**26.30**
期间费用/营业收入	**7.89**	**9.51**	**11.21**	**10.71**

数据来源：根据公司提供资料整理

2017～2019 年，公司营业利润分别为 18.18 亿元、35.69 亿元和 55.56 亿元，逐年大幅增加；营业外收支净额分别为-0.45 亿元、-1.91 亿元和 0.35 亿元，对利润水平影响不大，其中 2017 年主要是公司支付土地滞纳金所致，2018 年主要是子公司重庆蓝光房地产开发有限公司（以下简称“重庆蓝光”）的 1.20 亿元

[14] 2019 年坏账损失-0.17 亿元计入信用减值损失科目。
[15] 主要是对车位以及部分药业产品计提跌价准备。
[16] 主要是因部分项目交付不久入住率不高，车位销售不佳，以及部分项目处于新兴区域，售价尚处于较低水平。

赔偿金[17]所致；同期，利润总额分别为17.73亿元、33.77亿元和55.90亿元，净利润分别为12.50亿元、24.96亿元和41.59亿元，随着公司营业收入不断增加以及毛利率的平稳增长，公司净利润水平逐年大幅提升，其中归属于母公司所有者净利润占比分别为109.22%、89.10%和83.17%；同期，公司总资产报酬率分别为2.32%、2.61%和3.07%；净资产收益率分别为6.56%、9.19%和10.63%，整体盈利能力不断增强。

2020年1～9月，公司实现营业收入313.76亿元，因结算规模扩大而同比增长12.53%；毛利率为24.20%，同比下降1.81个百分点；期间费用为24.75亿元，同比略有减少，财务费用同比下降12.68%，但其中利息费用因融资规模增加而同比增加3.43亿元至6.12亿元；公司期间费用率为7.89%，同比下降1.21个百分点。同期，公司投资收益同比由-0.14亿元转为1.31亿元，主要是合联营企业交房结算导致的投资收益增加；公允价值变动损益同比由2.62亿元转为-1.50亿元，主要是美元债锁汇随美元汇率变动而收益减少，以及处置投资性房地产所致；营业利润和利润总额分别为38.10亿元和38.46亿元，同比略有增加，净利润为28.65亿元，同比增长10.61%。

总体来看，2017～2019年，随着房地产项目结算规模的增加以及毛利率的提升，公司营业收入逐年增加，利润水平逐年大幅提升，盈利能力不断增强；2020年1～9月，公司营收和利润水平同比略有增长。

2、现金流

2017～2019年，公司经营性净现金流保持净流入，投资性现金流持续净流出；2020年1～9月，因拿地及开发支出增加，经营性现金流大幅净流出；公司较大规模的在建及拟建项目使得公司未来面临一定的资金支出压力。

2017～2019年，公司经营性净现金流保持净流入，但净流入规模有所波动，其中2018年净流入规模同比减少70.92亿元，主要由于房地产业务投入大幅增加所致，2019年净流入规模同比增加33.71亿元，主要是销售规模扩大以及票据支付增加。同期，投资性净现金流持续大规模净流出，主要是公司股权收并购拿地增加以及合作开发项目投资增加所致。

[17] 2017年8月，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重庆蓝光，涉诉金额合计约3亿元。2018年4月11日，公司收到四川省高级人民法院（2017）川民初74号《民事判决书》，判决结果为驳回重庆薪环的诉讼请求。重庆薪环不服一审判决，向最高人民法院提起上诉。2019年1月，公司收到最高人民法院（2018）最高法民终661号《民事判决书》，判决重庆蓝光赔偿重庆薪环1.2亿元；负担本案涉及的受理费、保全费123.544万元。本期判决为终审判决。重庆蓝光不服（2018）最高法民终661号判决，向最高人民法院提起了再审申请，最高人民法院于2019年3月29日受理了再审申请。重庆薪环已向法院申请执行判决，重庆市第一中级人民法院于2020年3月下达了（2019）渝01执520号之三《执行裁定书》，划拨重庆蓝光银行存款274.49万元。

表 11　2017～2019 年及 2020 年 1～9 月公司现金流及偿债指标情况

项目	2020 年 1～9 月	2019 年	2018 年	2017 年
经营性净现金流（亿元）	-98.50	38.33	4.62	75.54
投资性净现金流（亿元）	-36.90	-96.52	-100.11	-95.30
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-2.03	0.72	0.15	3.45
经营性净现金流/流动负债（%）	-7.32	3.68	0.68	16.52
经营性净现金流/总负债（%）	-5.65	2.68	0.46	11.15

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 1～9 月，公司经营性现金净流出 98.50 亿元，净流出规模同比增加 78.46 亿元，主要是公司拿地及项目建设支出增加所致；投资性净现金流仍为净流出，净流出额同比减少 45.51 亿元，主要是股权并购减少所致。

截至 2020 年 9 月末，公司在建项目计划总投资 2,790.93 亿元，未来尚需投资 1,172.95 亿元，拟建项目预计总投资 685.96 亿元，未来尚需投资 452.68 亿元，随着公司新增项目规模扩大，公司未来面临一定的建设开发资金压力。

3、债务收入

2017 年以来，公司筹资性净现金流保持净流入，银行授信额度不断提高，融资渠道丰富，为公司偿还债务、获取土地及开发项目提供资金支持。

2017～2019 年，公司筹资性净现金流保持净流入，其中 2018 年筹资性净现金流同比大幅增加 169.77 亿元，主要是公司借款和发行债券收到的现金增加所致；2019 年筹资性净现金流入同比减少 144.00 亿元，主要是偿还到期债务资金支出较多所致。2020 年 1～9 月，公司筹资性净现金流入同比增长 68.20%，主要是融资规模增加所致。

表 12　2017～2019 年及 2020 年 1～9 月公司融资变化情况（单位：亿元）

财务指标	2020 年 1～9 月	2019 年	2018 年	2017 年
筹资性现金流入	560.98	579.18	549.08	272.55
借款所收到的现金	474.52	298.77	364.69	206.25
发行债券收到的现金	0.00	105.45	96.63	30.00
筹资性现金流出	431.99	509.52	335.42	228.65
偿还债务所支付的现金	309.63	385.46	260.94	159.64
筹资性净现金流	**128.99**	**69.66**	**213.66**	**43.90**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司债务融资渠道主要为银行借款、发行债券、信托借款、资产证券化和海外融资等，以及作为上市公司进行股权融资，此外，子公司蓝光嘉宝服务在香港联交所主板上市，进一步拓宽公司融资渠道。2017～2019 年，公司整体平均融资成本分别为 7.19%、7.54%和 8.65%，逐年有所提升，其中 2019 年融资成本有所提高，一方面是受地产市场调控及金融降杠杆影响，2019 年以来市场整体融

资成本走高，另一方面是公司发行7.5亿美元债券，票面利率11%～12.63%，新发债券票面利率较高，一定程度上拉高公司当年融资成本。截至2020年9月末，公司银行借款、直接债务融资、信托借款和其他融资余额占比分别为38.73%、31.17%、15.13%和14.96%，银行借款占比较2020年3月末略有下降；同期，公司平均融资成本8.04%，较2019年下降0.61个百分点[18]。2020年10月，公司发行金额为15.00亿元的“20蓝光MTN003”，期限2年，票面利率7.0%；2020年10月，公司发行金额为3亿美元的海外债，期限2.25年，票面利率10.4%。

银行授信方面，公司建立了包括中国民生银行股份公司、中信银行股份有限公司、招商银行股份有限公司和中国农业银行股份有限公司等在内的多家总行级的战略合作，截至2020年9月末，公司获得银行授信总额为1,159.90亿元，已使用351.97亿元，剩余未使用807.93亿元，授信总额不断提高[19]。

综上所述，2017年以来，公司筹资性净现金流保持净流入，授信额度不断提高，融资渠道丰富，主要包括银行借款、发行债券、信托借款、资产证券化、海外融资以及股权融资等，为公司偿还债务、获取土地及开发项目提供资金支持。

4、外部支持

公司获得的政府补助金额较小，对偿债来源贡献较弱；控股股东蓝光集团能够给与公司一定外部支持。

2017～2019年，公司获得政府补助分别为0.25亿元、0.41亿元和0.54亿元，政府补助金额较小，对偿债来源的贡献较弱。截至2020年9月末，蓝光集团及其下属控股公司向公司提供借款余额为4.27亿元；蓝光集团及其下属控股公司为公司提供担保余额为15.89亿元[20]。综合来看，公司可获得一定的股东支持。

5、可变现资产

2017年以来，公司资产规模逐年扩大，资产构成以流动资产为主，其中存货占比较高且逐年增加，但其他应收款中往来款占比较大，存货及应收账款周转效率有所下降，受限资产规模较大，均对资产流动性产生一定不利影响。

2017年以来，随着业务规模的扩张，公司资产规模逐年扩大，其中流动资产为主要组成部分。截至2020年9月末，公司总资产为2,329.62亿元，较2019年末增长15.39%；流动资产为2,161.28亿元，占比92.77%。

---

[18] 截至2020年3月末，公司银行借款、直接债务融资、信托借款及其他融资占比分别为42.21%、32.68%和25.10%。2019年，公司整体平均融资成本为8.65%。

[19] 截至2018年末，公司获得银行总授信为844.00亿元，未使用银行授信585.03亿元。截至2019年末，公司获得银行授信总额为1,157.40亿元，未使用银行授信844.55亿元。

[20] 蓝光集团及其控股子（孙）公司向公司及公司下属控股子（孙）公司提供的新增借款总额不超过50亿元，单笔借款期限不超过12月，借款利息不得超过公司同类型同期平均借款利率成本；向公司及公司下属控股子（孙）公司对外融资提供的新增担保总额上限不超过50亿元，公司每次按不高于单次担保金额1.5%的费率向蓝光集团及其控股子公司支付担保费。

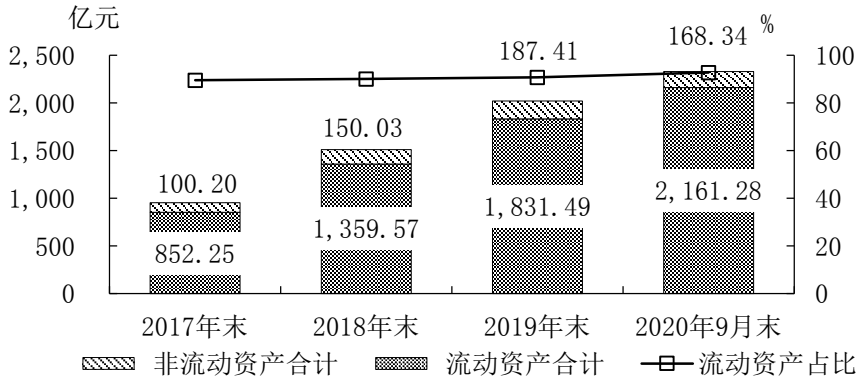


图 3　2017～2019 年末及 2020 年 9 月末公司资产结构

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款等构成。2017～2019 年末，存货分别为 630.93 亿元、904.44 亿元和 1,287.37 亿元，逐年大幅增加，主要是公司规模扩大所带来的在建开发项目增多所致，其中 2019 年末，存货中在建开发项目及已完工开发项目分别为 1,107.17 亿元和 176.61 亿元；公司计提存货跌价准备 3.28 亿元，主要是因部分项目交付不久入住率不高，车位销售不佳，以及部分项目处于新兴区域，售价尚处于较低水平；公司存货中受限部分为 673.20 亿元，占比为 52.29%，受限比例较高，主要为借款提供抵押。

2017～2019 年末，公司货币资金分别 128.05 亿元、251.87 亿元和 259.53 亿元，逐年增加，其中 2018 年末同比大幅增长 96.70%，主要是房地产项目销售回款增加以及筹资规模增加所致；2019 年末公司货币资金中受限部分为 15.76 亿元，占比为 6.07%，受限原因是按揭保证金、质押存单以及银行存款冻结。

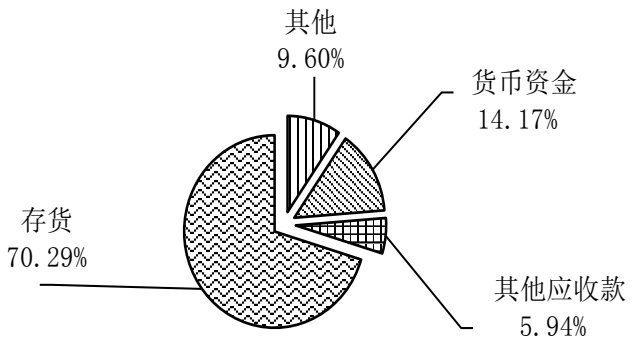


图 4　截至 2019 年末公司流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2017～2019 年末，公司其他应收款分别为 26.20 亿元、69.67 亿元和 108.82

亿元，逐年大幅增加，主要是合作方经营往来款[21]以及应收合联营企业款[22]增加所致；2019 年末，一年以内其他应收款余额占比 69.87%，坏账准备余额为 1.62 亿元，其中按账龄组合计提金额为 1.47 亿元；期末余额前五名金额合计为 34.61 亿元，全部为合作方经营往来款，占其他应收款余额比例 31.35%，部分款项账龄较长，均未计提坏账准备；其他应收款中应收合联营企业余额合计 13.71 亿元，占比 12.41%。公司其他应收款对公司资金形成一定占用。

表 13　截至 2019 年末公司其他应收款期末余额前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	余额	账龄	占其他应收款余额比例
深圳安创投资管理有限公司	合作方经营往来款	12.79	2 年以内	11.58
河南炀玖置业有限公司[23]	合作方经营往来款	6.07	2 年以内	5.50
浩成地产有限公司	合作方经营往来款	5.65	1 年以内	5.12
天阳地产有限公司	合作方经营往来款	5.46	2 年以内	4.94
美的置业集团有限公司	合作方经营往来款	4.65	3 年以内	4.21
合计	-	**34.61**	-	**31.35**

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2020 年 9 月末，公司存货 1,595.30 亿元，较 2019 年末增长 23.92%，主要是新增土地以及项目规模增加；其他应收款 102.06 亿元，较 2019 年末下降 6.22%，期末余额前五名合计占比 42.68%，全部为合作方经营往来款；其他流动资产为 88.68 亿元，较 2019 年末增长 41.58%，主要是公司销售规模扩大，预缴税金及预缴企业所得税相应增加所致；应收账款为 27.21 亿元，较 2019 年末增长 34.52%，主要是分期收房款及应收物业费增加；流动资产其他主要科目较 2019 年末变动均不大。

表 14　截至 2020 年 9 月末公司其他应收款期末余额前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	余额	账龄	占其他应收款余额比例
深圳安创投资管理有限公司	合作方经营往来款	17.54	3 年以内	17.19
成都德商置业有限公司	合作方经营往来款	8.03	1 年以内	7.87
浩成地产有限公司	合作方经营往来款	7.11	2 年以内	6.97
天阳地产有限公司	合作方经营往来款	6.22	2 年以内	6.09
深圳市鹏跃投资发展有限公司	合作方经营往来款	4.65	2 年以内	4.56
合计	-	**43.55**	-	**42.68**

数据来源：根据公司提供资料整理

[21] 根据项目合作协议，资金流转正后的富余资金股东双方可按持股比例提取富余资金调拨使用，其他应收款是因公司子公司合作方调拨使用而形成。
[22] 在项目前期开发阶段，公司需要按照股权比例垫付房地产开发款项，故形成对公司合联营企业其他应收款。
[23] 公司控股超过 50%，但无实际控制权。

2017～2019 年，公司存货及应收账款周转效率均逐年下降，存货周转天数分别为1,111.83天、1,241.10天和1,404.47天，应收账款周转天数分别为9.74天、13.41 天和 16.12 天。2020 年 1～9 月，存货和应收账款周转天数分别为1,636.21天和20.41天，周转效率同比亦均有所下降。

公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产、递延所得税资产和在建工程等构成。2017～2019 年末，因增加对合营、联营企业投资，公司长期股权投资规模逐年扩大，分别为14.11亿元、48.99亿元和65.59亿元，公司合营、联营企业主要是房地产开发企业；2017～2019 年末，投资性房地产分别为44.54亿元、45.84亿元和47.95亿元，规模较为稳定，主要是用于出租的房屋、建筑物等，公司采用公允价值进行后续计量，2019 年末投资性房地产受限金额为 17.85 亿元，占比 37.22%，主要用于长期借款、短期借款抵押；公司固定资产分别为10.70亿元、16.26亿元和31.16亿元，其中2018年末，固定资产同比增长 52.01%，主要是都江堰水果侠主题世界项目竣工，从存货转入固定资产5.76亿元所致，2019年末，固定资产同比增长91.66%，主要是新增办公大楼；递延所得税资产分别为20.25亿元、12.48亿元和16.13亿元，其中2018年末同比下降 38.40%，主要是按照税法相关规定，将预售收入预计利润缴纳的企业所得税作为预缴税金列在其他流动资产科目所致，2019年同比增长29.22%，主要是可抵扣亏损同比增加所致；同期，公司在建工程分别为1.27亿元、10.84亿元和11.53亿元，其中2018年末在建工程同比大幅增加9.57亿元，主要是新增8.62亿元世纪商业广场项目所致，2019年末在建工程同比略有增长。

2020年9月末，公司长期股权投资54.03亿元，较2019年末下降17.63%，主要是部分合作项目竣工结算退出所致；固定资产19.75亿元，较2019年末下降 36.63%，主要是公司部分办公楼做 reits 出表所致；递延所得税资产 21.02亿元，较2019年末增长30.35%，主要是可抵扣亏损增加所致；商誉3.89亿元，较2019年末增长45.62%，主要是现代服务业板块扩大并购规模所致；非流动资产其他主要科目较2019年末均变动不大。

受限资产方面，截至2020年9月末，公司受限资产总额685.94亿元，占总资产的比重为29.44%，是净资产的1.46倍。其中，受限货币资金11.97亿元，主要为按揭保证金、质押借款、银行冻结[24]等，存货受限 631.57 亿元、投资性房地产受限27.71亿元、固定资产受限7.21亿元、在建工程受限5.82亿元以及无形资产受限1.66亿元，均用于借款抵押。公司受限资产占比虽有所下降，但规模仍较大[25]，对资产流动性产生一定不利影响。

综合来看，2017 年以来，公司资产规模逐年扩大，资产构成以流动资产为

[24] 涉诉引起的资金冻结，规模约0.2亿元。
[25] 截至2019年末，公司受限资产总额732.27亿元，占总资产的比重为36.27%，是净资产的1.87倍。

主，其中存货占比较高且规模逐年扩大，但其他应收款中合作方往来款占比较大，对资金形成一定占用，存货及应收账款周转效率有所下降，受限资产规模较大，对资产流动性产生一定不利影响。

公司偿债来源多样，2017～2019 年，公司利润水平逐年大幅提升，经营性净现金流和筹资性净现金流保持净流入，授信额度不断提高，同时资产规模逐年扩大，存货占比较高且逐年增加。

公司偿债来源主要包括盈利、现金流、债务收入及可变现资产。2017～2019 年，公司营业收入逐年增加，利润水平逐年大幅提升；经营性净现金流保持净流入，投资性现金流持续净流出；2020 年 1～9 月，公司营收和利润水平同比略有增长，经营性净现金流大幅净流出，在建及拟建房地产项目较多，未来仍将有较大规模资金支出；2017 年以来，公司筹资性净现金流保持净流入，授信额度不断提高，融资渠道丰富，对公司偿债来源形成一定补充；控股股东蓝光集团能够给与公司一定外部支持；可变现资产方面，2017 年以来，公司资产规模逐年扩大，存货占比较高且逐年增加，但存货及应收账款周转效率降低，其他应收款中往来款占比较大，受限资产规模较大，均对资产变现产生一定不利影响。

（二）债务及资本结构

2017 年以来，公司负债总额逐年扩大，以流动负债为主；其中预收款项规模较大且逐年大幅增加，为未来可持续性收入提供保障。

2017 年以来，公司负债规模逐年扩大，以流动负债为主要构成。截至 2020 年 9 月末，公司总负债为 1,861.38 亿元，较 2019 年末增长 14.36%，流动负债 1,444.44 亿元，占比 77.60%。

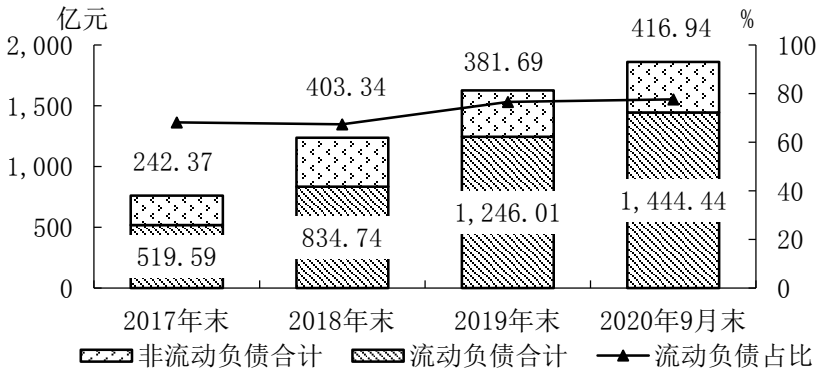


图 5　2017～2019 年末及 2020 年 9 月末公司负债结构

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由预收款项、一年内到期的非流动负债、其他应付款、应付账款和短期借款等构成。2017～2019 年末，公司预收款项分别为 314.14 亿元、509.95 亿元和 681.59 亿元，主要为预收房款，规模逐年大幅扩大，为未来可持

续性收入提供保障；一年内到期的非流动负债分别为 44.79 亿元、61.60 亿元和 143.56 亿元，其中 2019 年末同比增加 81.96 亿元，主要是一年内长期借款及应付债券转入所致；其他应付款分别为 35.08 亿元、63.92 亿元和 133.79 亿元，主要是合作方往来款、合联营企业往来款、股权转让款等，其中 2018 年末同比大幅增长 82.21%，2019 年末同比大幅增长 109.32%，均是由于合作开发项目增加导致的往来款大幅增加；应付账款分别为 56.36 亿元、67.34 亿元和 128.14 亿元，主要为应付房地产开发工程款和材料款等，其中 2019 年末应付账款同比增长 90.28%，主要是房地产项目开发工程款大幅增加所致；同期，短期借款分别为 34.15 亿元、83.22 亿元和 62.46 亿元，其中 2018 年末同比大幅增加 49.07 亿元，主要是由于公司规模扩大，融资大幅增加；2019 年末，因部分款项到期偿还，短期借款同比下降 24.94%，其中抵押借款、保证借款、质押借款和信用借款分别为 39.80 亿元、9.51 亿元、6.89 亿元和 6.26 亿元。

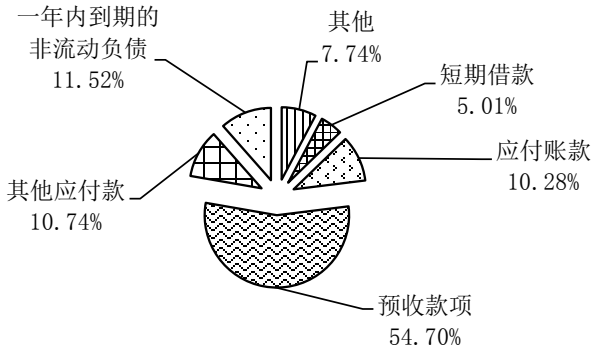


图 6　截至 2019 年末公司流动负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 9 月末，公司预收款项 60.35 亿元，按照新收入准则执行重分类到合同负债 677.50 亿元，合计 737.85 亿元，主要为预收房款，较 2019 年末增长 8.26%；一年内到期的非流动负债 230.64 亿元，较 2019 年末增长 60.66%，主要是一年内到期的长期负债转入所致；其他应付款 173.63 亿元，较 2019 年末增长 29.78%，主要是合作开发项目增加；应付账款 96.10 亿元，较 2019 年末下降 25.00%，主要是应付工程款和材料款减少所致；同期，随着公司融资规模扩大，短期借款较 2019 年末增长 25.09%至 78.13 亿元；应交税费 71.85 亿元，较 2019 年末增长 58.41%，主要是销售规模扩大所致；公司流动负债其余主要科目较 2019 年末均变化不大。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2017～2019 年末，公司长期借款分别为 143.95 亿元、224.48 亿元和 238.27 亿元，逐年增加，主要是

公司项目拓展增加，融资需求相应增加，其中 2019 年末，长期借款[26]中抵押借款 317.64 亿元，保证借款 13.66 亿元，质押借款为 9.25 亿元[27]；应付债券分别为 79.48 亿元、160.82 亿元和 124.59 亿元，其中 2018 年末同比大幅增加 81.34 亿元，主要是因为公司新发行 50.00 亿元非公开公司债、11.00 亿元资产支持票据、4.30 亿元资产专项支持计划和 16.86 亿元美元债，2019 年末，因部分债券到期偿还以及转入一年内到期，应付债券同比下降 22.53%。2020 年 9 月末，公司长期借款为 306.17 亿元，较 2019 年末增长 28.50%；应付债券 91.58 亿元，较 2019 年末下降 26.50%，主要是部分债券重分类到一年内到期；非流动负债其他主要科目较 2019 年末均变化不大。

资产负债率方面，2017～2019 年末以及 2020 年 9 月末，公司资产负债率分别为 80.00%、82.01%、80.62%和 79.90%；扣除预收款项的资产负债率[28]分别为 70.16%、72.84%、70.75%和 70.58%。

2017 年以来，公司总有息债务规模不断扩大，债务构成中虽以长期有息债务为主，但短期有息债务占比不断提升；截至 2020 年 9 月末，公司短期有息债务规模及占比均有所提高，货币资金无法形成有效覆盖，公司面临一定短期集中偿付压力。

2017～2019 年末以及 2020 年 9 月末，随着经营规模的扩大导致所需资金增多，公司总有息债务规模不断扩大，但在总负债中占比保持在 50%以下。债务构成中虽以长期有息债务为主，但短期有息债务占比不断提升。2020 年 9 月末，短期有息债务较 2019 年末增长 30.74%，主要是短期借款增加以及长期债务转为一年内到期所致；长期有息债务较 2019 年末增长 18.65%，主要是长期借款增加所致。

表 15　2017～2019 年末及 2020 年 9 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项　目	2020 年 9 月末	2019 年末	2018 年末	2017 年末
短期有息债务[29]	308.69	236.11	151.93	82.95
长期有息债务[30]	442.49	372.94	424.95	270.96
总有息债务	**751.18**	**609.04**	**576.89**	**353.92**
短期有息债务占比	41.09	38.77	26.34	23.44
长期有息债务占比	58.91	61.23	73.66	76.56
总有息债务在总负债中占比	40.36	37.42	46.60	46.45

数据来源：根据公司提供资料整理

[26] 包括一年内到期的长期借款。
[27] 质押借款的利率为 12%，抵押借款的利率区间为 4.75%～12%。质押借款是以部分子公司股权进行质押。
[28] 扣除预收款项的资产负债率=（总负债-预收款项）/（总资产-预收款项）。2020 年 9 月末预收款项取预收款项和合同负债合计数 737.85 亿元。
[29] 2019 年末及 2020 年 9 月末，有息债务中不包括应付票据。
[30] 长期有息债务中包括计入其他权益工具的永续债。

期限结构方面，截至 2020 年 9 月末，公司长期有息债务主要集中在未来 1～3 年内到期，短期有息债务 308.69 亿元，占比 41.09%，货币资金对短期有息债务的覆盖倍数较 2019 年末有所下降，且无法实现有效覆盖；短期有息债务规模及占比提高，公司面临一定短期集中偿付压力。

表 16　截至 2020 年 9 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1，2]年	(2，3]年	(3，4]年	(4，5]年	>5 年	合计
金额	308.69	185.55	185.02	18.31	5.47	48.14	**751.18**
占比	41.09	24.70	24.63	2.44	0.73	6.41	**100.00**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司对外担保金额较大，主要为商品房购买人提供按揭贷款担保；被担保企业行业集中度较高，且部分被担保企业涉诉较多，公司对外担保存在一定或有风险。

截至 2020 年 9 月末，公司对外担保金额合计为 435.63 亿元，金额较大，其中为商品房购买人向银行申请按揭贷款提供阶段性担保余额为 409.87 亿元，其余 25.76 亿元是对企业提供担保，公司扣除按揭贷款担保后的担保比率为 5.50%。被担保企业主要为公司关联房地产项目公司，行业集中度较高，利润规模较小，且部分被担保企业涉诉较多[31]，公司对外担保存在一定或有风险。

表 17　2019 年公司主要被担保企业财务情况（单位：亿元、%）

被担保企业	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净金流
重庆新申佳实业有限公司	22.54	78.70	0.03	-0.65	-0.22
常州御盛房地产开发有限公司	14.66	46.13	0.00[32]	-0.10	-0.68
重庆市申佳房地产开发有限公司	7.84	31.18	1.33	0.07	-0.77

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年以来，公司所有者权益逐年增长，主要是少数股东权益和未分配利润增加所致；公司少数股东权益规模及占比较大，对净资产的稳定性产生一定影响。

2017～2019 年末，公司所有者权益分别为 190.48 亿元、271.53 亿元和 391.21 亿元，逐年增加，主要是少数股东权益和未分配利润增加所致，其中股

[31] 被担保企业重庆新申佳实业有限公司于 2020 年 10 月 21 日被常熟市人民法院纳入被执行人名单；济南香江置业有限公司于 2020 年 10 月 9 日被济南市市中区人民法院纳入被执行人名单；重庆宏西吉房地产开发有限公司和重庆泽通房地产开发有限公司均于 2020 年 11 月 3 日被重庆市第一中级人民法院纳入被执行人名单；达州市天赋花荟农业科技有限公司于 2020 年 4 月 8 日被达州市中级人民法院纳入被执行人名单；河南诚宸建设工程有限公司于 2020 年 7 月 28 日被渑池县人民法院纳入被执行人名单；宁波住宅建设集团股份有限公司于 2020 年 10 月 15 日被开封市金明区人民法院纳入被执行人名单。

[32] 0.48 万元。

本分别为21.32亿元、29.84亿元和30.13亿元，其中2018年末同比增加8.52亿元，主要是公司以资本公积转增股本8.53亿元所致；2019年末同比增加0.28亿元，主要是2018年股票期权激励计划第一个行权期于本年实际行权新增股份所致；资本公积分别为13.97亿元、6.51亿元和15.80亿元，其中2018年末资本公积同比下降53.43%，主要是资本公积转增股本所致，2019年末同比增加9.29亿元，主要是下属子公司在H股发行股票及超额配售募集资金，公司按持股比例享有资本溢价8.74亿元，以及公司高管股票期权本年行权增加股本溢价1.61亿元；其他权益工具均为永续债，分别为45.53亿元、39.62亿元和39.68亿元，其中2018年末同比下降12.99%，主要是偿还两笔无固定期限贷款所致，2019年末公司永续债为发行总额30.00亿元的“17蓝光MTN001”和发行总额10.00亿元的“18蓝光MTN001”，2019年末其他权益工具增加是调整2018年发行永续债的承销费用所致；未分配利润分别为56.95亿元、69.86亿元和93.59亿元[33]，逐年增加，主要是归属于母公司所有者净利润逐年增加所致；同期，少数股东权益分别为45.02亿元、113.34亿元和199.07亿元，逐年大幅增加，主要是公司通过股权收并购拿地并通过合作开发方式开发项目增多所致，少数股东权益占所有者权益的比重分别为23.63%、41.74%和50.89%，占比较高，对公司净资产的稳定性产生一定影响。

2020年9月末，公司所有者权益为468.24亿元，较2019年末增长19.69%，其中股本为30.35亿元，较2019年末增加0.22亿元，主要是股票期权激励计划行权新增股份所致；未分配利润为110.07亿元，较2019年末增长17.61%；其他权益工具44.74亿元，较2019年末增长12.76%，主要是因公司通过百瑞信托有限责任公司新发行永续债券[34]所致，截至2020年9月末，其他权益工具包括“17蓝光MTN001”、“18蓝光MTN001”和百瑞信托有限责任公司新发行的永续债；少数股东权益为256.03亿元，较2019年末增长28.61%，主要是收并购项目所致，少数股东权益占所有者权益比重为54.68%，占比不断上升。

2017～2019年，公司净利润逐年增加，盈利对利息形成有效覆盖；融资渠道丰富，银行授信总额保持增长，流动性偿债能力较强；总资产中存货占比较高且规模逐年扩大，受限资产规模较大，清偿性偿债能力一般。

2017～2019年，公司净利润逐年大幅增加，盈利能力不断增强，EBITDA对利息的保障倍数分别为1.05倍、1.35倍和1.19倍，公司盈利对利息形成有效覆盖；公司经营性净现金流保持净流入，经营现金流利息保障倍数分别为3.45

[33] 根据公司2019年年度报告，公司拟以利润分配实施股权登记日总股本为基数，向全体股东每10股派发现金红利2.87元（含税），分红总额预计8.66亿元。

[34] 2+N年期，利率8.8%，第二年末投资者无回售选择权，公司有回购选择权，如不回购，则利率跳升至11.8%，即从第二年后开始，以后每年利率上升3%，但最高不超过15%。

倍、0.15 倍和 0.72 倍。2020 年 1～9 月，利润水平同比略有增长，EBIT 利息保证倍数 0.92 倍；经营性净现金流转为净流出。

公司流动性偿债来源主要包括盈利、现金流和债务收入等。2017～2019 年及 2020 年 1～9 月，经营性净现金流比流动负债分别为 16.52%、0.68%、3.68%和-7.32%，筹资性净现金流保持净流入，融资渠道丰富，银行授信总额不断提高。整体来看，公司流动性偿债能力较强。

公司清偿性偿债来源主要为可变现资产，其中可变现资产中以流动资产为主，存货占比较高且规模逐年扩大，但公司存货及应收账款周转效率降低，受限资产规模较大，对资产流动性产生一定不利影响；2017～2019 年末及 2020 年 9 月末，公司流动比率分别为 1.64 倍、1.63 倍、1.47 倍和 1.50 倍，速动比率分别为 0.43 倍、0.55 倍、0.44 倍和 0.39 倍，均波动下降；债务资本比率分别为 65.01%、68.00%、60.89%和 61.60%，整体来看，公司清偿性偿债能力一般。

偿债能力

综合来看，公司抗风险能力极强，偿债能力极强，本期票据到期不能偿付的风险极小。公司主要从事房地产开发、医药制造、现代服务业和其他业务，房地产开发业务是公司收入和利润的主要来源，现代服务业对收入和利润形成补充。公司以改善型住宅开发为主，产品体系丰富，在成都地区拥有较高品牌认可度和较强竞争实力；2017～2019 年，公司在建面积及竣工面积逐年增加，销售规模保持大幅增长，销售区域全国化布局不断完善；2020 年 1～9 月，公司签约金额同比减少，主要是受疫情影响一季度购房需求较低，以及前三季度销售的三四线项目占比较高导致销售单价降低所致。2020 年 1～9 月，公司保持较大的土地获取力度，一二线城市尤其是华东、华中区域城市项目占比提高，土地储备规模较为充足，能够为未来项目的持续开发提供支持，但需关注三线及以下城市后续销售和回款情况。财务方面，2017～2019 年，公司净利润规模逐年大幅增加，盈利能力不断增强，对利息形成有效覆盖；融资渠道丰富，银行授信总额不断提高，对偿债来源形成一定补充；可变现资产中存货占比较高且规模逐年扩大，但其他应收款中往来款占比较大，存货及应收账款周转效率有所下降，受限资产规模较大，均对资产流动性产生一定不利影响；公司总有息债务规模不断扩大，截至 2020 年 9 月末，短期有息债务规模及占比均有所提高，货币资金无法形成有效覆盖，公司面临一定短期集中偿付压力；此外，公司对外担保金额较大，部分被担保企业涉诉较多，公司对外担保存在一定或有风险。

公司在建及拟建房地产项目较充足，预收款项规模较大，为经营业务的发展和营业收入的结转提供保证；公司已将迪康有限股权全部转让，股权转让完成后，医药制造板块营业收入将有所下降，预计未来 1～2 年，公司将聚焦住宅地产开

发和现代服务业，业务模式将保持稳定。因此，大公对蓝光发展的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对四川蓝光发展股份有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1）跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期票据存续期内，在每年发债主体发布年度报告后 3 个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

2）跟踪评级程序安排

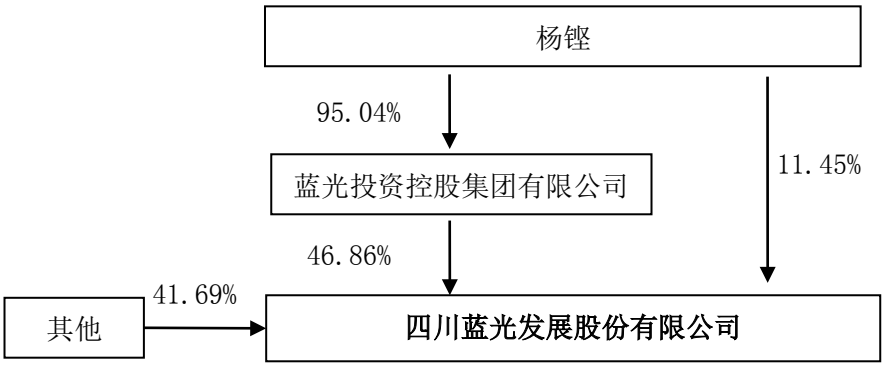
跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会上会评审、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

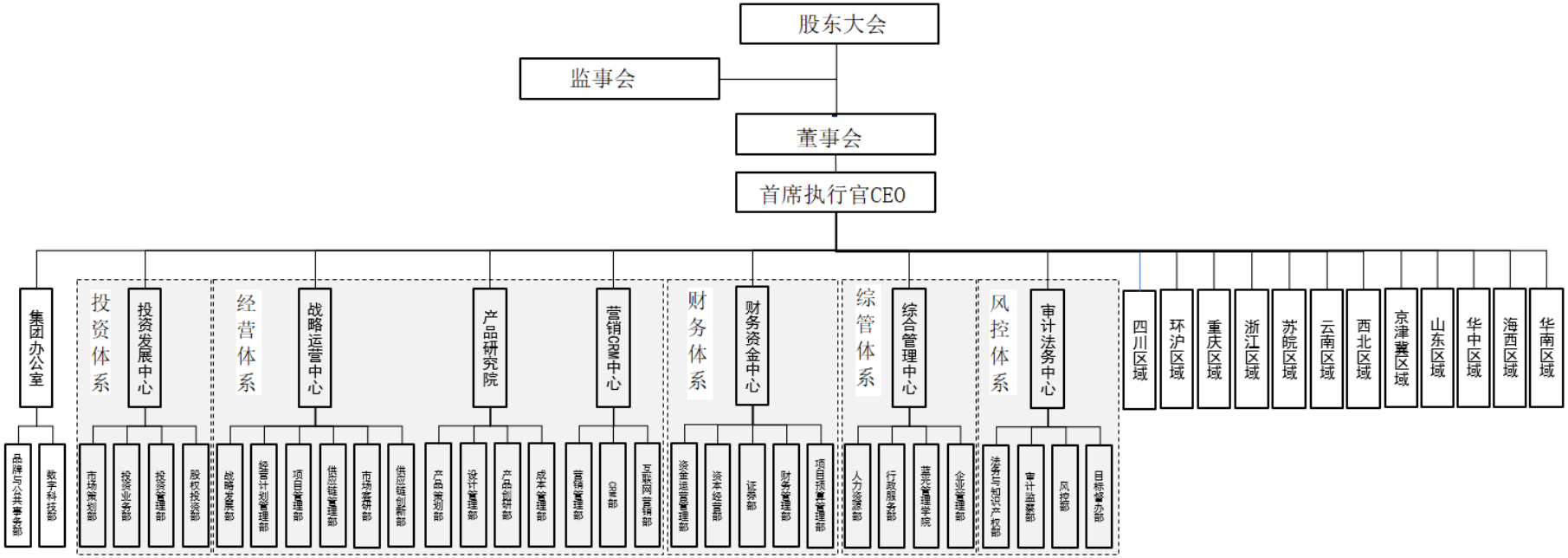
3）如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布评级报告所公布的信用等级暂时失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1 公司治理

1-1 截至 2020 年 9 月末四川蓝光发展股份有限公司股权结构图



1-2　截至 2020 年 9 月末四川蓝光发展股份有限公司组织结构图



附件 2 经营指标

截至 2020 年 9 月末四川蓝光发展股份有限公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保企业	担保类型	担保余额	到期日	是否反担保	关联关系
重庆新申佳实业有限公司	连带责任	3.44	2021 年 11 月 27 日	是	其他
		1.25	2021 年 07 月 26 日		
		0.45	2021 年 07 月 30 日		
济南香江置业有限公司	一般担保	4.91	2020 年 12 月 28 日[35]	否	其他
常州御盛房地产开发有限公司	连带责任	3.68	2022 年 12 月 31 日	是	联营公司
重庆宏西吉房地产开发有限公司、重庆泽通房地产开发有限公司	连带责任	0.14	2022 年 08 月 15 日	是	其他
		2.47	2022 年 08 月 23 日		
郑州唐达圣银置业有限公司、郑州蓝光和骏置业有限责任公司	连带责任	2.10	2022 年 09 月 07 日	否	合营公司
江阴中奥房地产开发有限公司	连带责任	1.39	2023 年 03 月 30 日	是	联营公司
重庆市申佳房地产开发有限公司	连带责任	1.50	2021 年 12 月 22 日	是	其他
仁寿蜀峰置业有限公司	一般担保	1.05	2021 年 07 月 30 日	否	合营公司
智慧绿谷建设管理（玉环）有限公司	连带责任	0.92	2023 年 06 月 04 日	否	联营公司
仁寿蜀恒置业有限公司	一般担保	0.48	2021 年 07 月 30 日	否	合营公司
达州市天赋花荟农业科技有限公司	一般担保	0.46	2022 年 06 月 05 日	否	其他
仁寿蜀润置业有限公司	一般担保	0.38	2021 年 07 月 30 日	否	合营公司
天津和创房地产开发有限公司	连带责任	0.24	2022 年 08 月 28 日	否	其他
开平市敬军建筑劳务有限公司	连带责任	0.23	2021 年 10 月 22 日	否	其他
天津博瑞房地产开发有限公司	连带责任	0.19	2020 年 10 月 12 日[36]	否	联营公司
河南诚宸建设工程有限公司	连带责任	0.16	2021 年 09 月 08 日	否	其他
仁寿兴合置业有限公司	连带责任	0.14	2022 年 03 月 12 日	否	合营公司
开平住宅建筑工程集团有限公司	连带责任	0.07	2020 年 12 月 26 日[37]	否	其他
四川盛昌建筑劳务有限公司	连带责任	0.06	2021 年 08 月 10 日	否	其他
宁波住宅建设集团股份有限公司	连带责任	0.05	2021 年 09 月 18 日	否	其他
河南华之丽实业有限公司	连带责任	0.01	2023 年 01 月 14 日	否	联营公司
四川匠神建筑劳务有限公司	连带责任	0.01	2021 年 04 月 08 日	否	其他
合计	-	25.76	-	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

[35] 已到期偿还。
[36] 已到期偿还。
[37] 已到期偿还。

附件 3 主要财务指标

3-1 四川蓝光发展股份有限公司主要财务指标

（单位：万元）

项目	2020 年 1～9 月（未经审计）	2019 年	2018 年（追溯调整）	2017 年（追溯调整）
资产类				
货币资金	2,493,265	2,595,267	2,518,681	1,280,494
其他应收款	1,020,581	1,088,235	696,659	261,957
预付款项	970,636	903,495	736,856	352,835
存货	15,952,986	12,873,739	9,044,403	6,309,306
其他流动资产	886,769	626,349	442,534	232,309
流动资产合计	21,612,827	18,314,946	13,595,746	8,522,465
长期股权投资	540,274	655,906	489,881	141,140
投资性房地产	442,252	479,451	458,442	445,413
固定资产	197,469	311,603	162,585	106,956
在建工程	116,504	115,286	108,449	12,743
递延所得税资产	210,196	161,255	124,791	202,525
非流动资产合计	1,683,364	1,874,086	1,500,337	1,002,009
总资产	**23,296,191**	**20,189,032**	**15,096,083**	**9,524,474**
占资产总额比（%）				
货币资金	10.70	12.85	16.68	13.44
其他应收款	4.38	5.39	4.61	2.75
预付款项	4.17	4.48	4.88	3.70
存货	68.48	63.77	59.91	66.24
其他流动资产	3.81	3.10	2.93	2.44
流动资产合计	92.77	90.72	90.06	89.48
长期股权投资	2.32	3.25	3.25	1.48
投资性房地产	1.90	2.37	3.04	4.68
固定资产	0.85	1.54	1.08	1.12
在建工程	0.50	0.57	0.72	0.13
递延所得税资产	0.90	0.80	0.83	2.13
非流动资产合计	7.23	9.28	9.94	10.52

3-2 四川蓝光发展股份有限公司主要财务指标

（单位：万元）

项目	2020 年 1～9 月（未经审计）	2019 年	2018 年（追溯调整）	2017 年（追溯调整）
负债类				
短期借款	781,302	624,600	832,174	341,491
预收款项	603,503	6,815,864	5,099,549	3,141,420
应付票据	402,736	361,387	71,149	40,139
应付账款	961,000	1,281,350	673,406	563,579
一年内到期的非流动负债	2,306,417	1,435,579	616,001	447,892
其他应付款	1,736,335	1,337,909	639,158	350,773
流动负债合计	14,444,418	12,460,113	8,347,421	5,195,938
长期借款	3,061,706	2,382,654	2,244,820	1,439,497
应付债券	915,771	1,245,887	1,608,243	794,849
非流动负债合计	4,169,377	3,816,852	4,033,356	2,423,704
负债合计	**18,613,795**	**16,276,965**	**12,380,777**	**7,619,642**
占负债总额比（%）				
短期借款	4.20	3.84	6.72	4.48
预收款项	3.24	41.87	41.19	41.23
应付票据	2.16	2.22	0.57	0.53
应付账款	5.16	7.87	5.44	7.40
一年内到期的非流动负债	12.39	8.82	4.98	5.88
其他应付款	9.33	8.22	5.16	4.60
流动负债合计	77.60	76.55	67.42	68.19
长期借款	16.45	14.64	18.13	18.89
应付债券	4.92	7.65	12.99	10.43
非流动负债合计	22.40	23.45	32.58	31.81
权益类				
实收资本（股本）	303,493	301,252	298,411	213,222
资本公积	144,401	157,986	65,077	139,662
盈余公积	69,200	69,200	68,504	33,166
未分配利润	1,100,732	935,891	698,567	569,499
其他权益工具	447,400	396,785	396,168	455,300
归属于母公司所有者权益	2,122,050	1,921,335	1,581,917	1,454,676
少数股东权益	2,560,346	1,990,732	1,133,389	450,156
所有者权益合计	**4,682,396**	**3,912,067**	**2,715,306**	**1,904,832**

3-3 四川蓝光发展股份有限公司主要财务指标

（单位：万元）

项目	2020 年 1～9 月（未经审计）	2019 年	2018 年（追溯调整）	2017 年（追溯调整）
损益类				
营业收入	3,137,574	3,919,368	3,082,054	2,455,303
营业成本	2,378,429	2,809,084	2,226,781	1,840,556
营业税金及附加	125,802	181,077	133,384	158,758
销售费用	100,388	160,627	160,269	124,481
管理费用	106,351	128,791	120,001	93,129
财务费用	35,786	76,039	58,120	41,649
资产减值损失	43	32,796	18,193	21,599
公允价值变动收益	-15,035	13,716	-12,547	-5,039
投资收益	13,096	10,881	8,258	13,821
营业利润	380,969	555,570	356,888	181,847
利润总额	384,595	559,048	337,739	177,297
所得税	98,085	143,164	88,134	52,296
净利润	286,510	415,884	249,605	125,001
归属于母公司所有者的净利润	267,052	345,907	222,407	136,525
少数股东损益	19,458	69,977	27,198	-11,524
占营业收入比（%）				
营业成本	75.80	71.67	72.25	74.96
营业税金及附加	4.01	4.62	4.33	6.47
销售费用	3.20	4.10	5.20	5.07
管理费用	3.39	3.29	3.89	3.79
财务费用	1.14	1.94	1.89	1.70
资产减值损失	0.00	0.84	0.59	0.88
公允价值变动收益	-0.48	0.35	-0.41	-0.21
投资收益	0.42	0.28	0.27	0.56
营业利润	12.14	14.17	11.58	7.41
利润总额	12.26	14.26	10.96	7.22
所得税	3.13	3.65	2.86	2.13
净利润	9.13	10.61	8.10	5.09
归属于母公司所有者的净利润	8.51	8.83	7.22	5.56
少数股东损益	0.62	1.79	0.88	-0.47
现金流量表				
经营活动产生的现金流量净额	-984,993	383,335	46,198	755,368
投资活动产生的现金流量净额	-368,990	-965,202	-1,001,101	-952,993
筹资活动产生的现金流量净额	1,289,883	696,590	2,136,628	438,973

3-4 四川蓝光发展股份有限公司主要财务指标

（单位：万元）

项目	2020 年 1～9 月（未经审计）	2019 年	2018 年（追溯调整）	2017 年（追溯调整）
主要财务指标				
EBIT	445,825	620,632	394,171	220,879
EBITDA	-	638,775	407,138	230,531
总有息债务	7,511,776	6,090,440	5,768,855	3,539,169
毛利率（%）	24.20	28.33	27.75	25.04
营业利润率（%）	12.14	14.17	11.58	7.41
总资产报酬率（%）	1.91	3.07	2.61	2.32
净资产收益率（%）	6.12	10.63	9.19	6.56
资产负债率（%）	79.90	80.62	82.01	80.00
债务资本比率（%）	61.60	60.89	68.00	65.01
长期资产适合率（%）	525.84	412.41	449.81	431.99
流动比率（倍）	1.50	1.47	1.63	1.64
速动比率（倍）	0.39	0.44	0.55	0.43
保守速动比率（倍）	0.17	0.21	0.30	0.25
存货周转天数（天）	1,636.21	1,404.47	1,241.10	1,111.83
应收账款周转天数（天）	20.41	16.12	13.41	9.74
经营性净现金流/流动负债（%）	-7.32	3.68	0.68	16.52
经营性净现金流/总负债（%）	-5.65	2.68	0.46	11.15
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-2.03	0.72	0.15	3.45
EBIT 利息保障倍数（倍）	0.92	1.16	1.30	1.01
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	1.19	1.35	1.05
现金比率（%）	17.27	20.83	30.17	24.64
现金回笼率（%）	114.83	141.61	166.13	146.28
担保比率（%）[38]	93.04	123.94	136.24	133.56

[38] 包含房屋按揭贷款担保的担保比率。

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
3. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
4. EBITDA 利润率（%）＝ EBITDA/营业收入×100%
5. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
6. 净资产收益率（%）＝净利润/年末净资产×100%
7. 现金回笼率（%）＝销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
8. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/（总有息债务＋所有者权益）×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据+其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券+长期应付款（付息项）
13. 担保比率（%）＝担保余额/所有者权益×100%
14. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%
15. 经营性净现金流/总负债（%）＝经营性现金流量净额/[（期初负债总额＋期末负债总额）/2] ×100%
16. 存货周转天数[39]＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
17. 应收账款周转天数[40]＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
18. 流动比率＝流动资产/流动负债
19. 速动比率＝（流动资产-存货）/ 流动负债
20. 保守速动比率＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
21. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
22. 扣非净利润= 净利润-公允价值变动收益-投资收益-汇兑收益-资产处置收益-其他收益-（营业外收入-营业外支出）

[39] 前三季度取 270 天。
[40] 前三季度取 270 天。

23. 可变现资产= 总资产-在建工程-开发支出-商誉-长期待摊费用-递延所得税资产

24. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

25. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

27. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/非流动资产×100%

附件 5 中期票据及主体信用等级符号和定义

信用等级		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。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公中期票据及主体信用等级符号和定义相同；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，表示略高或略低于本等级。