



# 四川蓝光发展股份有限公司

## 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1900 号

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 28 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	<b>四川蓝光发展股份有限公司</b>	<b>C</b>
---------------------	---------------------	----------

<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“16 蓝光 MTN003”、“19 蓝光 MTN001”、“20 蓝光 MTN001”、“16 蓝光 01”、“19 蓝光 01”、“19 蓝光 02”、“19 蓝光 04”、“20 蓝光 02”	<b>C</b>
--------------------	---	----------

	“20 蓝光 CP001”	<b>D</b>
--	---------------	----------

**评级观点**

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于四川蓝光发展股份有限公司（以下简称“蓝光发展”或“公司”）具有丰富的房地产项目开发经验的优势。同时中诚信国际也关注到公司经营困难连续出现大额亏损，逾期债务规模大，公司股票被终止上市暨摘牌；公司被出具了无法表示意见的 2022 年度审计报告和否定意见的内部控制审计报告；公司涉及重大未决诉讼，存在或有负债风险等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

**调级因素**

**可能触发评级上调因素：**生产经营逐渐恢复，经营能力持续改善，债务未能偿还情况得到解决。

**可能触发评级下调因素：**不适用。

正面	
■	公司具有丰富的房地产开发经验
关注	
■	2022年以来公司债务危机持续发酵，截至2023年5月15日公司累计到期未能偿还的有息债务本金达到425.56亿元
■	公司连续两年出现大额亏损，净资产规模大额为负，持续经营能力存在重大不确定性
■	公司业绩持续承压，股价连续20个交易日收盘价低于1元，6月6日被终止上市暨摘牌
■	公司被出具带了无法表示意见的2022年度审计报告和否定意见的内部控制审计报告
■	公司跟踪期内涉及重大未决诉讼，存在或有负债风险

项目负责人：白 茹 rbai@ccxi.com.cn  
项目组成员：李佳荫 jyli01@ccxi.com.cn

评级总监：  
电话：(010)66428877  
传真：(010)66426100

## 财务概况

蓝光发展（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	2,582.64	1,745.96	1,323.27	1,284.77
所有者权益合计（亿元）	463.96	69.72	-204.02	-211.01
负债合计（亿元）	2,118.68	1,676.24	1,527.29	1,495.78
总债务（亿元）	768.21	598.30	556.28	551.09
营业总收入（亿元）	429.57	201.16	193.04	45.04
净利润（亿元）	36.76	-143.51	-261.60	-7.16
EBITDA（亿元）	59.23	-112.27	-213.21	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-61.27	-1.08	-10.01	-0.53
营业毛利率（%）	22.58	-4.41	4.87	7.16
净负债率（%）	103.30	803.19	-264.85	-254.11
总债务/EBITDA（X）	12.97	-5.33	-2.61	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.86	-1.69	-3.94	--

注：1、中诚信国际根据蓝光发展提供的其经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具保留意见的 2021 年度审计报告、无法表示意见的 2022 年度审计报告和未经审计的 2023 年一季度审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司调整至应付账款的应付票据、其他应付款中的带息债务。

## 评级历史关键信息

四川蓝光发展股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
C	16 蓝光 MTN003（C） 19 蓝光 MTN001（C） 20 蓝光 MTN001（C） 20 蓝光 CP001（D）	2022/6/28	蒋滕、李佳萌	<a href="#">中诚信国际房地产住宅开行业评级方法与模型</a> <a href="#">C200100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
	16 蓝光 MTN003（C/撤出可能降级的观察名单）	2021/8/13	--	--	<a href="#">阅读全文</a>
	20 蓝光 MTN001（C/撤出可能降级的观察名单）	2021/8/3	--	--	<a href="#">阅读全文</a>
	20 蓝光 CP001（D/撤出可能降级的观察名单）	2021/8/2	--	--	<a href="#">阅读全文</a>
C/撤出可能降级的观察名单	16 蓝光 MTN003（CC/继续列入可能降级的观察名单） 19 蓝光 MTN001（C/撤出可能降级的观察名单） 20 蓝光 MTN001（CCC/继续列入可能降级的观察名单） 20 蓝光 CP001（C/继续列入可能降级的观察名单）	2021/7/12	--	--	<a href="#">阅读全文</a>
	16 蓝光 MTN003（B） 19 蓝光 MTN001（B） 20 蓝光 MTN001（B） 20 蓝光 CP001（C）	2021/7/8	--	--	<a href="#">阅读全文</a>
	16 蓝光 MTN003（A） 19 蓝光 MTN001（A） 20 蓝光 MTN001（A） 20 蓝光 CP001（A-2）	2021/7/5	--	--	<a href="#">阅读全文</a>
	16 蓝光 MTN003（AA） 19 蓝光 MTN001（AA） 20 蓝光 MTN001（AA） 20 蓝光 CP001（A-1）	2021/6/3	蒋滕、白茹、王钰莹	<a href="#">中诚信国际房地产住宅开行业评级方法与模型</a> <a href="#">C200100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>

AA+/稳定	20 蓝光 CP001 (A-1)	2020/06/22	白茹、战宇迪	<a href="#">中诚信国际房地产住宅开行业评级方法与模型 C200100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	16 蓝光 MTN003 (AA+) 19 蓝光 MTN001 (AA+) 20 蓝光 MTN001 (AA+)	2020/06/15	石烁、白茹、战宇迪	<a href="#">中诚信国际房地产住宅开行业评级方法与模型 C200100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	20 蓝光 MTN001 (AA+)	2020/03/30	白茹、王钰莹、战宇迪、王超凡	<a href="#">中诚信国际房地产住宅开行业评级方法与模型 C200100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	16 蓝光 MTN003 (AA+) 19 蓝光 MTN001 (AA+)	2019/06/07	陈言一、李博伦	<a href="#">中诚信国际房地产住宅开行业评级方法 100100_2017_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	19 蓝光 MTN001 (AA+)	2019/06/19	陈言一、王超凡、李博伦	<a href="#">中诚信国际房地产住宅开行业评级方法 100100_2017_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	16 蓝光 MTN003 (AA+)	2018/05/24	王鹏、陈言一、洪少育	<a href="#">中诚信国际房地产住宅开行业评级方法 100100_2017_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	16 蓝光 MTN003 (AA)	2016/08/03	刘卫华、肖爽	<a href="#">中诚信国际房地产住宅开行业评级方法 100100_2017_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：中诚信国际口径

## 同行业比较（2022 年数据）

2022 年部分房地产开发企业主要指标对比表

公司名称	全口径签约销售金额 (亿元)	总资产 (亿元)	净负债率 (%)	非受限货币资金/短期债务(X)	营业总收入 (亿元)	净利润率 (%)	存货周转率 (X)	总债务/销售商品提供劳务收到的现金 (X)
正荣地控	335	1,838.88	0.86	0.14	238.99	-54.40	0.17	1.83
蓝光发展	49	1,323.27	-264.85	0.03	193.04	-135.52	0.17	20.89

中诚信国际认为，蓝光发展具有丰富的房地产开发经验，于可比企业类似；但由于公司已无法正常经营，盈利能力，财务杠杆及偿债指标恶化程度更高。

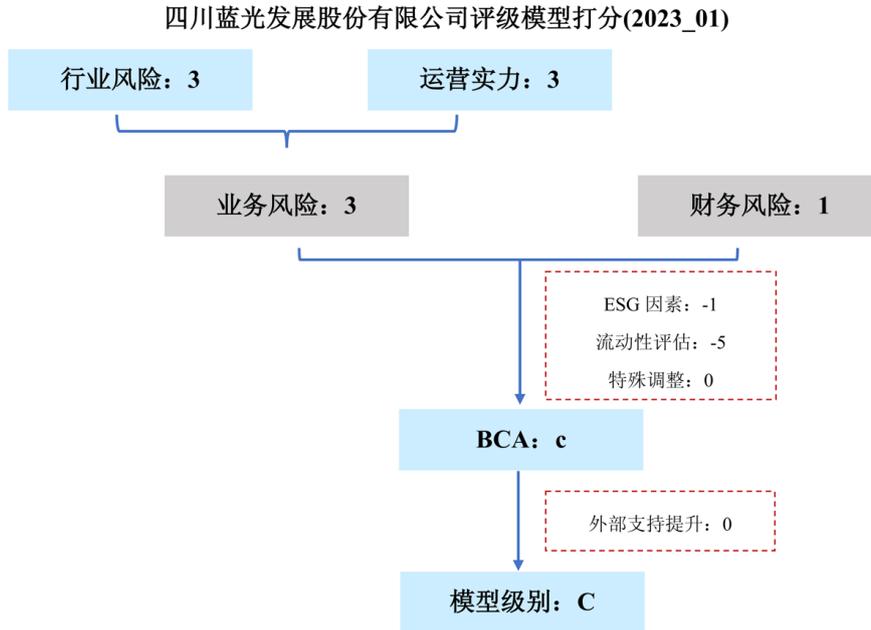
注：“正荣地控”为“正荣地产控股股份有限公司”简称。

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	未偿还金额
16 蓝光 01	C	C	2022/6/28	30.00	11.81	2016/09/14 ~2021/7/28	11.81
16 蓝光 MTN003	C	C	2022/6/28	13.00	2.80	2016/08/12 ~2021/8/12	2.80
19 蓝光 01	C	C	2022/6/28	11.00	7.23	2019/03/19 ~2021/7/28	7.23
19 蓝光 02	C	C	2022/6/28	11.00	11.00	2019/07/23 ~2022/7/23	9.93
19 蓝光 04	C	C	2022/6/28	3.00	3.00	2019/08/06 ~2021/7/28	3.00
19 蓝光 MTN001	C	C	2022/6/28	9.00	9.00	2019/07/11 ~2021/7/12	9.00
20 蓝光 02	C	C	2022/6/28	7.50	7.50	2020/03/16 ~2021/7/28	7.50
20 蓝光 CP001	D	D	2022/6/28	7.00	7.00	2020/07/29 ~2021/7/29	7.00
20 蓝光 MTN001	C	C	2022/6/28	5.00	5.00	2020/05/11 ~2021/7/28	5.00

注：“16 蓝光 01”、“19 蓝光 01”、“19 蓝光 04”、“20 蓝光 02”于 2021 年 7 月 28 日因加速清偿到期，尚未兑付；“19 蓝光 02”已回售部分于 2021 年 7 月 23 日行权日到期，尚未兑付，未回售部分于 2022 年 7 月 23 日到期，尚未兑付；“16 蓝光 MTN003”于 2021 年 8 月 12 日到期，尚未兑付；“19 蓝光 MTN001”于 2021 年 7 月 12 日到期，尚未兑付；“20 蓝光 MTN001”于 2021 年 7 月 28 日因加速清偿到期，尚未兑付；“20 蓝光 CP001”于 2021 年 7 月 29 日因加速清偿到期，尚未兑付。

## 评级模型



## 方法论

中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100\_2022\_05

### ■ 业务风险：

蓝光发展属于房地产行业，行业风险评估为中等；蓝光发展受债务危机影响，公司再融资渠道严重受阻，经营持续困难，经营稳健度显著恶化，未来规模优势亦将逐步减弱，公司业务风险高。

### ■ 财务风险：

蓝光发展盈利能力和经营获现能力极弱，由于大部分货币资金处于受限状态，非受限货币资金对短期债务没有保障能力，财务风险评估为极高。

### ■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，蓝光发展具有 c 个体基础信用等级，反映了其业务风险和财务风险高。此外，上述模型还反映了 ESG 和流动性评估对其产生的不利影响。

### ■ 外部支持：

公司实际控制人为杨铿，控股股东为蓝光投资控股集团有限公司（以下简称“蓝光集团”）。公司作为实控人及控股股东的核心产业，实控人及控股股东对其支持意愿极强；然而，实控人及控股股东除去本公司外其余资源对蓝光发展支撑能力极为有限，实际公司可获取的外部支持不足。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

四川蓝光发展股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）（债券简称为“16 蓝光 01”、债券代码为“136700”）起息日 2016 年 9 月 14 日，发行规模为 30 亿元，已于 2021 年 7 月 28 日加速到期，截至 2022 年末未偿还金额 11.8122 亿元。

四川蓝光发展股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）（债券简称为“19 蓝光 01”、债券代码为“155163”）起息日 2019 年 3 月 19 日，发行规模为 11.00 亿元，已于 2021 年 7 月 28 日加速到期，截至 2022 年末未偿还金额 7.23 亿元。

四川蓝光发展股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第二期）（品种一）（债券简称为“19 蓝光 02”、债券代码为“155484”）起息日 2019 年 7 月 23 日，发行规模 11.00 亿元，已于 2021 年 7 月 23 日加速到期，截至 2022 年末未偿还金额 11.00 亿元。

四川蓝光发展股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第三期）（债券简称为“19 蓝光 04”、债券代码为“155592”）起息日 2019 年 8 月 6 日，已于 2021 年 7 月 28 日加速到期，截至 2022 年末未偿还金额 3.0 亿元。

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）（债券简称为“20 蓝光 02”、债券代码为“163275”）起息日 2020 年 3 月 16 日，发行规模为 7.5 亿元，已于 2021 年 7 月 28 日加速到期，截至 2022 年末未偿还金额 7.5 亿元。

## 宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现

代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

## 近期关注

**中诚信国际认为，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升。长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。**

2022 年以来，积极的政策环境助力房地产市场筑底，8 月以来全国商品房销售额累计同比降幅持续收窄，但由于市场下行具有较大惯性，全年商品房销售金额同比大幅回落 26.7%。房地产投资方面，受行业持续下行影响，2022 年房地产行业投资活动减弱，全年房地产新开工面积及房地产开发投资金额分别同比下降约 39% 和 10%，房地产开发投资额自 2020 年首次出现同比下降并回落至近 5 年的低点。**中诚信国际认为**，房地产政策频出有效引导需求合理释放，2023 年房地产销售及投资活动有望触底回升，行业景气度有望复苏。行业竞争格局方面，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致行业竞争格局发生改变，不同企业性质间销售业绩分化明显，国央企普遍能保持较强的规模优势，当年销售金额同比降幅优于行业平均水平；但民营企业对外部不利因素抵御能力普遍偏弱，当年销售金额同比降幅高于行业平均水平。此外，目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，叠加行业利润空间收窄，未来房地产行业投资活动有望回归理性。融资方面，为了满足房地产合理融资需求，目前已形成支持房企融资的“三支箭”格局，“三箭齐发”对房地产行业再融资环境改善起到重要作用，随着政策效果不断释放，行业融资环境有望得到改善。**中诚信国际认为**，目前行业信用风险出清已进入尾声，行业信用基本面触底，房企信用质量进一步恶化以及信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，短期内房地产行业处于底部修复期；长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望，2023 年 3 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9852?type=1>

**中诚信国际认为，跟踪期内，公司经营持续困难，债务化解进展缓慢，销售业绩大幅下滑，规模优势被显著削弱，外部融资渠道枯竭使得公司资金平衡及持续经营面临极大不确定性。**

*跟踪期内蓝光发展规模优势在债务危机中持续受挫，债务化解不及预期叠加销售业绩持续下滑，经营可持续性面临严峻挑战。*

跟踪期内公司债务化解进度不及预期，经营仍以“保交付”为主，但持续面临项目停工、逾期交

付及诉讼等问题，公司经营持续困难。2022 年公司销售业绩仅为上年同期的 10.60%，新开工面积亦同比减少近 90%。2023 年以来，公司销售业绩仍延续下滑趋势，6 月 6 日起公司股票终止上市。

从销售区域来看，2022 年公司各区域销售金额均较上年同比下滑超过 80%，销售业绩主要来自于成都地区，华中及华东地区占比下滑严重。“保交付”策略下，公司根据区域市场环境及单体项目货量决定推盘及销售计划，项目资金封闭运营管理。

表 1：近年来公司房地产开发运营情况（万平方米、亿元、元/平方米）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
销售面积（全口径）	1,205.07	505.80	74.73	12.79
销售金额（全口径）	1,035.36	465.62	49.36	9.54
销售均价（全口径）	8,592	9,206	6,605.11	7,458.95
新开工面积	1,236.04	362.25	44.36	0
竣工面积	507.32	402.81	381.52	81.78

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 2：2022 年公司房地产分区域销售情况（亿元、万平方米）

区域	销售金额	销售面积	销售金额占比
成都区域	11.10	22.27	22.49%
华北区域	9.08	11.68	18.40%
华中区域	8.58	16.19	17.38%
华东区域	8.57	8.98	17.36%
滇渝区域	6.98	11.33	14.14%
华南区域	5.05	4.28	10.23%
合计	49.36	74.73	100.00%

**考虑到公司债务出现实质性违约对公司品牌及经营的负面影响，公司土地储备对后续业绩支撑很弱。**

截至 2022 年末公司所持项目储备规划建筑面积为 3,525.63 万平方米，以华中地区占比最高；虽然公司项目储备规模较大，但公司债务出现违约对公司经营及产品品牌产生不利冲击，其土地储备对后续项目开发及销售支撑力弱，后续项目开发及销售仍与单体项目现金流平衡能力紧密相关。

表 3：近年来公司规划建筑面积变化情况（万平方米）

区域	2021 年		2022 年		
	占地面积	规划建筑面积	占地面积	规划建筑面积	规划建筑面积占比
成都区域	203.55	593.17	142.07	437.60	12.41%
滇渝区域	275.37	824.38	252.97	768.61	21.80%
华中区域	353.62	1,252.55	315.30	1,132.45	32.12%
华东区域	195.9	535.43	151.32	400.13	11.35%
华北区域	191.78	462.45	171.75	410.18	11.63%
华南区域	114.16	386.86	110.72	376.66	10.68%
合计	1,334.38	4,054.84	1,144.13	3,525.63	100.00%

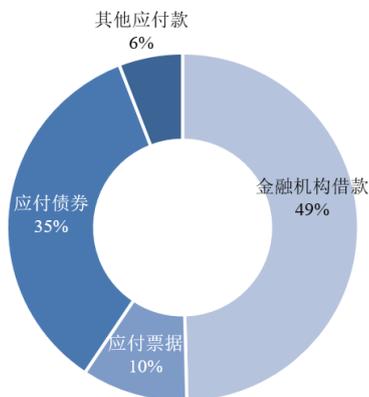
资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

**2021 年以来公司未获取土地，外部融资渠道持续受阻，债务逾期规模持续上升。**

2021 年以来公司因流动性枯竭未新增土地储备，预计公司未来土地投资仍将停滞。融资渠道方

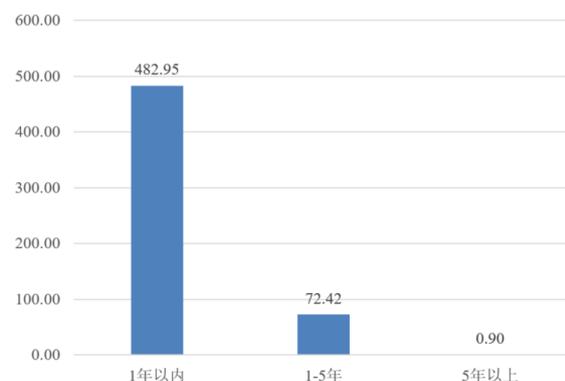
面，公司存量债务以金融机构借款和债券为主，两者合计占比约 85%。截至 2022 年末，公司累计到期未能偿还的有息债务本金合计 331.22 亿元，其中包括公司债券 157.52 亿元、金融机构借款 151.54 亿元；2022 年约 75.22 亿元存量债务获得金融机构的展期，公司债务化解进展缓慢。

图 1：截至 2022 年末公司债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司债务期限结构（亿元）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

**中诚信国际认为，跟踪期内公司债务大规模逾期使其经营困境加剧，房地产开发规模下降、计提大额资产减值损失以及偿还到期债务导致公司资产大幅收缩；大额减值亦对当期利润形成严重侵蚀，2022 年公司所有者权益转负，处于资不抵债的状况，整体盈利及偿债能力极弱。**

*跟踪期内公司经营困境加剧，大额资产减值损失导致亏损幅度进一步扩大，盈利能力极弱。*

跟踪期内，公司仍以房地产开发为主营业务，2022 年营业总收入同比变动不大，虽然毛利率由负转正，但仍处于低位。2022 年公司销售及管理费用因业务收缩、组织机构及人员优化等原因明显下降，但项目停工使得费用化利息支出增多，以及债务逾期导致融资成本调升，当期公司财务费用同比上升 57.76%，期间费用结构发生较大改变，但整体期间费用率同比变化不大。

跟踪期内公司经营性业务利润延续上年大额亏损态势，主营业务盈利能力极弱；债务危机导致公司品牌价值受损，存量项目去化困难，因预计售价不及预期，公司对存货计提减值准备 158.22 亿元；此外，公司因其他应收款预期信用风险增加计提坏账损失 26.45 亿元，减值损失对利润造成严重侵蚀，2022 年公司利润总额和净利润亏损幅度分别同比扩大 64.28%和 82.29%，净利润率为 -261.60%，2023 年以来亏损仍在延续。根据 2022 年审计报告，连续两年严重亏损是与公司持续经营相关的重大不确定性之一，中诚信国际将对公司后续持续经营情况保持关注。

表 4：近年来公司收入和毛利率情况（亿元、%）

收入	2020	2021	2022
房地产开发	397.74	192.87	188.66
其他	31.83	8.29	4.38
合计	429.57	201.16	193.04
毛利率	2020	2021	2022
房地产开发	21.06	-5.50	5.13
其他	41.66	20.75	-6.62

合计	22.58	-4.41	4.87
----	-------	-------	------

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2020	2021	2022	2023.1-3
期间费用率	7.35	24.81	25.53	13.30
经营性业务利润	48.55	-62.54	-47.73	-5.75
投资收益	6.66	-8.94	0.78	0.01
公允价值变动收益	-2.52	-0.63	-0.85	--
资产减值损失	1.66	65.76	162.73	--
信用减值损失	1.35	4.24	27.51	--
EBITDA	59.23	-112.27	-213.21	--
利润总额	49.47	-149.16	-245.05	-7.28
净利润	36.76	-143.51	-261.60	-7.16
净利润率	8.56	-71.34	-135.52	-15.90

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**2022 年公司资产规模大幅下滑，货币资金严重不足；所有者权益因巨额亏损呈负值，公司资不抵债，持续经营能力面临挑战。**

2022 年，主要由于公司开发规模下降、计提大额资产减值损失以及偿还到期债务，公司资产同比下降，从构成来看，公司流动资产仍占总资产的 90% 以上。公司货币资金余额随销售回款弱化、偿还存量债务延续下行态势，于 2023 年一季度末降至 23.61 亿元，考虑到公司预售监管资金和受限资金<sup>1</sup>规模很大，账面货币资金中能实际用于偿债公开市场债务的部分极为有限。跟踪期内公司开发规模下降，计提大额存货减值损失，2022 年存货同比下降 29.52%，公司存量项目销售缓慢，开发产品占比快速上升，存货周转率同比上升。2022 年公司其他应收款规模同比增长 20.43%，新增的应收其他关联方往来款 42.30 亿元及应收合联营企业往来款 29.47 亿元，主要系部分项目清算导致合并范围变化，往来款调整列报科目所致。公司非流动资产主要以投资性房地产和长期股权投资为主，跟踪期内公司投资性房地产因处置导致账面余额下降约 17%；同期末长期股权投资规模因合联营项目亏损有所收缩。

2022 年公司总负债主要由有息债务、预收款项（含合同负债）、应付账款及其他应付款构成。2022 年公司再融资仍未恢复，债务余额随项目交付有所下降。债务期限结构来看，2021 年下半年出现违约事件以来，公司债务加速到期，跟踪期内公司短期债务占比进一步上升，截至 2023 年 3 月末短期债务占比达到 89.66%。公司应付账款以应付工程款为主，值得注意的是，公司逾期应付票据转入应付账款核算，截至 2022 年末公司已到期未支付的票据规模为 53.96 亿元。2022 年以来预收款项（含合同负债）在销售回款急剧降低及结算影响下，同比大幅下滑。2022 年由于公司流动性压力大，项目交付规模大幅下降，预收类款项（含合同负债）对收入的覆盖倍数尚可，但为了满足项目达到竣工结算要求，公司仍需后续投入，未来收入的结算仍与各项目现金流情况密切相关。跟踪期内公司其他应付款仍以往来款为主，其规模亦因合并范围变化大幅升高。

跟踪期内公司亏损幅度扩大导致当期未分配利润由-27.43 亿元进一步下降至-276.8 亿元，所有者权益转负，公司处于资不抵债状态，净负债率亦为负值。

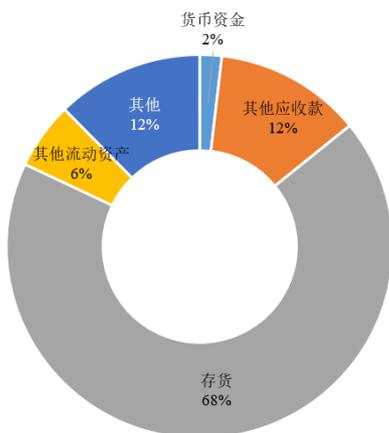
<sup>1</sup>截至 2022 年 12 月 31 日，公司货币资金余额为 27.47 亿，其中：可自由动资金仅为 0.41 亿元，各类受限或者限定用途的资金 27.06 亿元，其中：项目预售监管资金 7.98 亿元、与合作方共管资金 6.69 亿元、司法冻结资金 10.28 亿元、外币/发行美元债开立账户资金 0.85 亿元、各类保证金及其他受限资金 1.26 亿元，上述各类受限或者限定用途资金均无法由公司自由动用或者归还金融机构债务。

表 6: 近年来公司资产质量相关指标 (亿元、%)

	2020	2021	2022	2023.3/1~3
货币资金	297.43	55.24	27.47	23.61
存货	1,696.32	1,284.18	905.08	872.46
开发成本/存货	0.11	0.14	0.21	--
存货周转率	0.20	0.14	0.17	0.19*
其他应收款	178.57	132.96	160.12	158.13
投资性房地产	45.69	41.00	33.85	33.85
长期股权投资	67.45	23.99	20.30	20.27
<b>资产总计</b>	<b>2,582.64</b>	<b>1,745.96</b>	<b>1,323.27</b>	<b>1,284.77</b>
应付账款	158.90	201.58	211.48	214.57
其他应付款	235.98	119.21	187.66	186.14
预收款项 (含合同负债)	790.19	650.83	437.98	399.63
<b>负债合计</b>	<b>2,118.68</b>	<b>1,676.24</b>	<b>1,527.29</b>	<b>1,495.78</b>
总债务	768.21	598.30	556.28	551.09
短期债务/总债务	44.21%	79.38%	86.82%	89.66%
净负债率 (%)	103.30	803.19	-264.85	-254.11
未分配利润	114.17	-27.43	-276.85	-283.57
少数股东权益	278.64	56.15	34.68	34.22
<b>所有者权益</b>	<b>463.96</b>	<b>69.72</b>	<b>-204.02</b>	<b>-211.01</b>

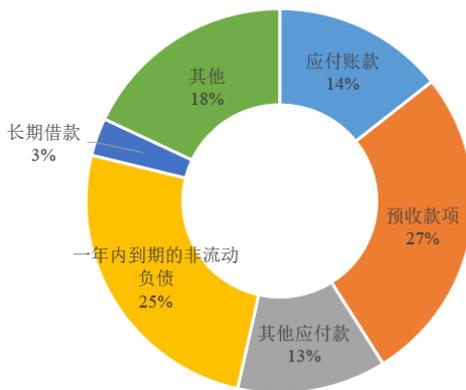
资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

图 3: 截至 2023 年 3 月末公司总资产构成



资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

图 4: 截至 2023 年 3 月末公司负债构成



资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

**跟踪期内公司经营获现急剧弱化, 债务化解进度不及预期, 流动性危机发酵中公司到期未能兑付规模持续上升。**

2022 年公司经营持续困难, 销售回款大幅下滑, 加之合并范围收缩, 公司销售商品、提供劳务收到的现金仅为上期 10.13%, 经营活动净现金流呈流出状态; 2022 年以来, 公司投资活动较少, 主要因处置子公司收到的现金净额负数重分类导致投资活动呈现小幅净流出。因外部融资渠道枯竭, 公司筹资活动流入现金少, 而随着项目公司层面随销售进度偿还到期债务, 筹资活动现金流持续净流出。

2022 年公司盈利及获现能力持续恶化, EBITDA 呈现负值, 对债务没有覆盖能力; 公司货币资金保有量低加之预售监管资金受限规模大, 实际可用于偿还债务的货币资金极低, 无法对短期债务

形成保障。跟踪期内公司累计到期未能偿还的有息债务规模持续升高，2023 年 5 月 15 日达到 425.56 亿元，较 2022 年末增加 94.34 亿元。

表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3/1~3
经营活动净现金流	-61.27	-1.08	-10.01	-0.53
销售商品、提供劳务收到的现金	616.19	262.84	26.63	2.97
投资活动净现金流	-47.90	26.39	-1.77	0.02
筹资活动净现金流	155.35	-275.92	-10.70	-0.52
非受限货币资金/短期债务	0.85	0.08	0.03	0.03
总债务/EBITDA	12.97	-5.33	-2.61	--
EBITDA 利息保障倍数	0.86	-1.69	-3.94	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.25	2.28	20.89	46.40*

注：带\*经已经年化处理

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

因公司股票连续 20 个交易日收盘价低于人民币 1 元，触及交易类强制退市情形，公司于 2023 年 5 月 30 日收到上海证券交易所《关于四川蓝光发展股份有限公司股票终止上市的决定》（上海证券交易所自律监管决定书（2023）115 号），上交所决定终止公司股票上市，公司股票于 2023 年 6 月 6 日终止上市暨摘牌。

截至 2022 年末，公司受限资产合计为 631.51 亿元，其中受限货币资金、存货、长期股权投资分别为 11.54 亿元、489.84 亿元和 73.64 亿元，受限资产占当期末总资产的 47.72%。此外，公司控股股东仍为蓝光集团，实控人为杨铿，截至 2023 年 3 月末，蓝光集团对公司持股比例为 11.86%，所持股份中被冻结和质押的比例高<sup>2</sup>。

或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保余额（不包括对子公司的担保）合计 27.11 亿元；公司为商品房承购人因银行抵押贷款提供的阶段性担保余额为 388.11 亿元。

截至 2022 年末，公司重大诉讼及仲裁事项一审已判决涉诉金额合计 27.63 亿元，一审进行中涉诉金额合计 45.36 亿元；未决诉讼中之重大诉讼（或仲裁）涉案金额 69.71 亿元。

**过往债务履约情况：**截至 2023 年 5 月末，公司累计到期未能偿还的有息债务本金为 425.56 亿元，到期未能偿还债券本金为 113.27 亿元。

## 假设与预测<sup>3</sup>

### 假设

- 2023 年，预计蓝光发展全年销售金额同比持平。
- 2023 年，预计蓝光发展仍无土地投资支出。
- 2023 年，预计蓝光发展开发进度趋缓，房地产结算规模同比下降约 30%。

### 预测

<sup>2</sup> 截至 2023 年 3 月末，蓝光集团持有公司的股份分数为 360,063,985 股份，其中冻结数量为 348,022,785 股，质押数量为 214,002,200 股。

<sup>3</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

表 8：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
净负债率(%)	803.19	-264.85	-172~156
总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	2.28	20.89	18~20

资料来源：中诚信国际整理

## 调整项

### 流动性评估

**中诚信国际认为，蓝光发展流动性紧张，未来一年流动性来源十分有限。**

2023 年以来公司销售业绩颓势延续，经营获现能力很弱，再融资持续受阻，除部分项目可能获取纾困资金外，其余再融资可能性极低；此外，目前公司货币资金中实际可动用资金极少，因此公司流动性来源少。

公司资金流出主要为保障交付的项目建设资金、项目层面的债务本息支付义务、各项税费和员工工资。目前公司全部公开市场债券均已违约，且有大规模债务逾期未付。综合以上因素，公司当前流动性极为紧张。

### ESG 分析<sup>4</sup>

**中诚信国际认为，跟踪期内蓝光发展组织架构发生调整，员工稳定性较弱；考虑到蓝光发展因负面舆情、资金压力等问题导致品牌形象及信用受损，其战略实施和持续经营面临较大挑战，公司 ESG 表现对信用风险存在负面影响。**

跟踪期内公司进行组织架构调整，人员流失率较高，员工及高管团队稳定性弱。公司已经按照《公司法》等法律法规的相关要求，建立了包括董事会、监事和高级管理人员在内的健全有效的法人治理结构。根据公司 2022 年年度报告，目前公司董事会实际成员 9 人，包括董事长 1 人，独立董事 3 人。董事会依照法律规定的职责、权限对公司运行状况实施监督，依法维护公司和公司股东的合法权益，对股东负责并报告工作。高级管理人员为公司总经理，总经理负责主持公司全面日常经营、管理工作。

战略方面，公司首要任务是“保交付”，所有经营活动围绕这一目标而开展。财务方面，公司将致力于化解债务问题及流动性风险。考虑到公司因负面舆情、资金压力等问题导致品牌形象及信用受损，其战略实施和持续经营面临较大的挑战。

### 会计标准与报表质量

**会计师事务所出具了无法表示意见的 2022 年度审计报告和否定意见的内部控制审计报告，需对公司流动性压力和盈利能力保持关注。**

信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）会计师事务所因对以下事项无法获取充分、适当的审计证据，对公司出具了无法表示意见的 2022 年度审计报告：（一）存在多个不确定性事项，这些不确定性

<sup>4</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

事项之间存在相互影响，并可能对其财务报表产生累积影响<sup>5</sup>；（二）执行函证程序时，因受外部客观原因等影响我们无法实施函证或虽已独立对外发出函证但未回函金额较大<sup>6</sup>；（三）公司对全资控股的重要组成部分四川蓝光和骏实业有限公司相关债权及长期股权投资存在减值迹象，账面金额合计占母公司个别报表资产总额的 90% 以上，审计程序无法就相关债权预期信用损失计量及长期股权投资减值准备的会计估计合理性获取充分、适当的审计证据。

综上，审计师考虑到多个不确定事项之间存在相互影响，并可能对财务报表产生累积影响，以及实施函证审计程序及对母公司主要资产减值金额会计估计合理性受限所产生的影响，无法对合并及母公司财务报表整体形成审计意见获取充分、适当审计证据。

## 外部支持

**公司实控人对其支持意愿极强，但考虑到实控人可调配的除公司外的其余资源较少，公司可获得的外部支持不足。**

公司实际控制人为杨铿先生，虽然公司是实控人核心产业，实控人对其支持意愿极强；然而，实控人除去蓝光发展外其余资源对公司支撑能力极为有限，实际公司可获取的外部支持不足。

## 同行业比较

中诚信国际选取了“正荣地产控股股份有限公司”（以下简称“正荣地控”）作为蓝光发展的可比公司。

**中诚信国际认为，蓝光发展具有丰富的房地产开发经验，由于市场下行叠加融资渠道受阻，公司深陷经营困境，销售规模大幅下滑，相较可比企业财务杠杆水平及盈利能力恶化更为显著。**

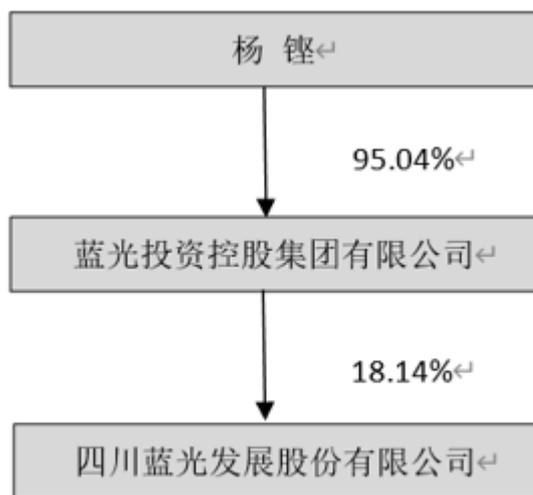
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持四川蓝光发展股份有限公司的主体信用等级 **C**；维持“16 蓝光 MTN003”、“19 蓝光 MTN001”、“20 蓝光 MTN001”、“16 蓝光 01”、“19 蓝光 01”、“19 蓝光 02”、“19 蓝光 04”、“20 蓝光 02”的信用等级为 **C**，维持“20 蓝光 CP001”的信用等级为 **D**。

<sup>5</sup>多个不确定事项包括 1、连续两年严重亏损，截至 2022 年末资不抵债，大量债务违约引发诉讼，多个银行账户被司法冻结，其正常生产经营受到重大影响。截至 2022 年 12 月 31 日，蓝光发展公司短期有息债务本息合计 504.57 亿元，其中逾期的有息债务本金为 331.22 亿元，而公司的货币资金账面余额 27.47 亿元（其中使用受限或者限定用途的资金 27.06 亿元），这些情况表明存在可能导致对蓝光发展公司持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性；2、蓝光发展公司因流动性困境引发经营困难与债务违约进而导致（1）大量诉讼与仲裁案件，这些诉讼事项的结果及其对财务报表的影响仍存在重大不确定性；（2）部分法院强制执行扣划款项与法院执行的具体案件及债务事项之间因缺乏直接对应的证据链条，公司难以在相应会计报表项目中准确列报；（3）部分原子公司因 2022 年破产清算或破产重整引起公司对其相关债权和股权投资的减值，对财务报表的影响仍存在重大不确定性；（4）蓝光发展公司 2022 年度房地产业务出现大幅亏损，相关存货及对外投资的房地产相关资产均出现收益不及预期而减值的情形，这些业务是否能在 2023 年及以后年度实现预期的经营成果，存在重大不确定性。

<sup>6</sup>该部分涉及公司 2022 年度财务报表所列银行存款余额 3.23 亿元、金融机构借款余额 87.73 亿元，及应付账款余额 88.69 亿元（含因涉诉原因难以发出或回函的往来款项）

### 附一：四川蓝光发展股份有限公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

## 附二：四川蓝光发展股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	2,974,274.66	552,385.81	274,697.29	236,074.95
其他应收款	1,785,730.87	1,329,566.72	1,601,173.86	1,581,347.53
存货	16,963,189.92	12,841,845.94	9,050,844.48	8,724,570.46
长期投资	698,004.07	257,032.61	213,952.31	213,691.15
固定资产	177,216.89	149,770.47	145,986.26	144,012.48
在建工程	130,727.74	111,782.40	107,669.53	107,671.77
无形资产	82,965.68	40,070.58	32,947.73	32,383.66
投资性房地产	456,877.66	410,032.28	338,474.02	338,474.02
资产总计	25,826,412.83	17,459,565.23	13,232,662.75	12,847,720.38
预收款项	7,901,858.03	6,508,250.87	4,379,750.61	3,996,263.88
其他应付款	2,359,825.64	1,192,117.72	1,876,568.86	1,861,376.22
短期债务	3,396,213.63	4,749,239.49	4,829,611.05	4,940,990.95
长期债务	4,285,874.10	1,233,805.26	733,158.55	569,925.05
总债务	7,682,087.73	5,983,044.75	5,562,769.61	5,510,916.01
净债务	4,792,785.81	5,599,784.47	5,403,458.57	5,361,963.55
负债合计	21,186,806.44	16,762,370.14	15,272,878.22	14,957,835.08
所有者权益合计	4,639,606.40	697,195.09	-2,040,215.48	-2,110,114.69
利息支出	692,505.38	666,116.91	541,149.62	--
营业总收入	4,295,737.60	2,011,583.35	1,930,407.97	450,397.58
经营性业务利润	485,451.02	-625,376.24	-477,275.14	-57,453.66
投资收益	66,590.21	-89,363.37	7,808.76	95.52
净利润	367,597.74	-1,435,077.06	-2,616,015.55	-71,613.62
EBIT	565,410.59	-1,139,404.47	-2,146,979.94	--
EBITDA	592,267.07	-1,122,668.40	-2,132,070.32	--
销售商品、提供劳务收到的现金	6,161,925.14	2,628,402.12	266,311.13	29,692.58
经营活动产生的现金流量净额	-612,701.16	-10,777.84	-100,134.41	-5,312.40
投资活动产生的现金流量净额	-478,977.79	263,949.69	-17,700.16	158.66
筹资活动产生的现金流量净额	1,553,481.26	-2,759,213.48	-107,004.07	-5,204.84
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率 (%)	22.58	-4.41	4.87	7.16
期间费用率 (%)	7.35	24.81	25.53	13.30
EBITDA 利润率	13.79	-55.81	-110.45	--
净利润率 (%)	8.56	-71.34	-135.52	-15.90
净资产收益率 (%)	7.92	-53.78	389.57	13.80
存货周转率 (X)	0.20	0.14	0.17	0.19*
资产负债率 (%)	82.04	96.01	115.42	116.42
总资本化比率 (%)	62.35	89.56	157.92	162.05
净负债率 (%)	103.30	803.19	-264.85	-254.11
短期债务/总债务 (%)	44.21	79.38	86.82	89.66
非受限货币资金/短期债务 (X)	0.85	0.08	0.03	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务 (X)	-0.17	-0.08	-0.04	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务 (X)	-0.38	-0.11	-0.04	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	-0.88	-0.02	-0.19	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.25	2.28	20.89	46.40*
总债务/EBITDA (X)	12.97	-5.33	-2.61	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.17	-0.24	-0.44	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.86	-1.69	-3.94	--

注：1、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项	
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项	
总债务	长期债务+短期债务	
资本结构	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	净债务	总债务-非受限货币资金
	资产负债率	负债总额/资产总额
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	净负债率	净债务/经调整的所有者权益
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入	
盈利能力	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	净资产收益率	净利润/所有者权益合计平均值
净利润率	净利润/营业收入	
现金流	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
偿债能力	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
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出	

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

基础信用评估等级符号	含义
aaa	无外部特殊支持下，受评对象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	无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	无外部特殊支持下，受评对象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	无外部特殊支持下，受评对象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	无外部特殊支持下，受评对象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	无外部特殊支持下，受评对象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	无外部特殊支持下，受评对象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	无外部特殊支持下，受评对象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	无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）66428877

传真：+86（10）66426100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No. 2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）66428877

Fax: +86（10）66426100

Web: www.ccxi.com.cn