

联合资信评估有限公司

承诺书

联合资信评估有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《深圳前海汇天国际商业保理有限公司 2019 年度第二期资产支持票据信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。



信用等级公告

联合[2019] 449 号

联合资信评估有限公司通过对“深圳前海汇天国际商业保理有限公司 2019 年度第二期资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“深圳前海汇天国际商业保理有限公司 2019 年度第二期资产支持票据”的信用等级为 AAA_{SF}。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年三月一日



深圳前海汇天国际商业保理有限公司2019年度 第二期资产支持票据信用评级报告

评级结果

	本期发行金额 (万元)	占比 (%)	信用 级别
资产支持票据	55900.00	100.00	AAA _{sf}

注：1.上述评级结果成立的假设前提是保理公司已支付保理款项，且债务人已出具付款确认书；

2.上述评级结果仅在资产支持票据预期收益率不超过 6.20%的情况下有效。

交易概览

预计存续期限：不超过 12 个月
载体形式：信托型资产支持票据
基础资产：由委托人信托予受托人的委托人对债务人享有的应收账款债权及其附属担保权益
委托人/发起机构/保理商：深圳前海汇天国际商业保理有限公司
受托人/发行载体管理人：中建投信托股份有限公司
资产服务机构：深圳前海汇天国际商业保理有限公司
资金保管银行：兴业银行股份有限公司广州分行
牵头主承销商/簿记管理人：兴业银行股份有限公司
联席主承销商：中信建投证券股份有限公司
债务人：碧桂园控股有限公司、碧桂园地产集团有限公司、深圳碧盛发展有限公司及碧桂园下属公司

评级时间

2019 年 3 月 1 日

分析师

屈晓灿 刘畅 叶广志

电话：010-85679696

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素、有关参与方履约能力及操作风险等因素进行综合考量，确定“深圳前海汇天国际商业保理有限公司 2019 年度第二期资产支持票据”的信用等级为 AAA_{sf}。

上述资产支持票据的评级结果反映了该票据预期收益获得及时支付和本金于信托终止日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

优势

1. 本交易制定了较为严格的基础资产合格标准，所有入池资产所涉应收账款均需取得债务人对其到期应付义务的书面确认，且债务人不享有任何扣减、减免、抵销全部或部分已经债务人确认的应付款的权利。
2. 本交易每笔应收账款均获得由碧桂园控股有限公司、碧桂园地产集团有限公司和深圳碧盛发展有限公司（以下分别简称“碧桂园控股”、“碧桂园地产”和“深圳碧盛发展”）及碧桂园下属公司出具的《付款确认书》，联合资信给予碧桂园控股及碧桂园地产的主体长期信用等级为 AAA，信用水平极高，从而本交易基础资产信用质量良好，面临的违约风险极低。

关注及风险缓释

1. 本交易债务人之一碧桂园控股是外国企业法人，根据其注册地法律，由其出具的《付款确认书》涉及境外主体的债务加入问题，目前中国法律及国家外汇管理制度并未明确境外主体以债务加入方式履行付款义务时如何使用境外合法取得资金付款并办理

结汇，因此，在碧桂园控股履约过程中可能面临操作风险。

风险缓释：根据境外律所出具的法律意见书，碧桂园控股签署及履行《付款确认书》项下义务不违反章程或与适用于碧桂园控股的开曼群岛现行法律法规相冲突。根据碧桂园控股的董事会会议纪要，《付款确认书》的签署及履行经过碧桂园控股内部有效授权，构成对于碧桂园控股的合法、有效、有约束力并可根据有关条款强制执行的义务。此外，除碧桂园控股本部外，碧桂园地产、深圳碧盛发展及碧桂园控股下属公司及均在境内，都有义务按照《付款确认书》的约定履行还款义务，碧桂园控股可通过其内部资金调拨和管理，在境外资金无法办理结汇时，通过境内的其他主体进行付款。因此，碧桂园控股债务加入虽在实操层面或存在风险，预计不会对应收账款的付款产生重大影响。

2. 本交易入池资产全部是无利息收入的应收账款，而资产支持票据需到期支付预期收益，存在资产端无利息收入而票据端有预期收益支出的情况。

风险缓释：本交易资产池应收账款余额为 59596.16 万元，资产支持票据发行规模为 55900.00 万元，联合资信对资产支持票据预期收益率进行压力测试，测试表明在票据预期收益率不超过 6.20% 的情况下资产池回收款可以覆盖资产支持票据本息支出。联合资信将对发行时的预期收益率保持持续关注。

3. 本交易入池资产部分供应商与债务人碧桂园地产和/或碧桂园控股存在关联关系，关联应收账款余额占比为 53.27%，且部分作为债务人的碧桂园下属公司未纳入碧桂园地产和碧桂园控股的合并报表范围，本票据的发行将会增加碧桂园地产和碧桂园控股的债务水平。

风险缓释：碧桂园控股及碧桂园地产财务实力雄厚，并拥有极高的主体信用级别，违约风险极低，联合资信将对其债务水平保持持续关注。

4. 本交易基础资产债务人均为房地产企业，我国房地产行业目前属于宏观调控行业，受国家政策影响较大，未来发展面临一定的不确定性。

风险缓释：碧桂园控股及碧桂园地产是国内房地产行业的龙头企业，经营管理情况良好，财务实力雄厚，并拥有极高的主体信用级别，违约风险极低。联合资信将对房地产行业政策以及行业发展情况保持持续关注。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构深圳前海汇天国际商业保理有限公司和受托人中建投信托股份有限公司提供，联合资信对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二、除因本次评级事项联合资信与深圳前海汇天国际商业保理有限公司/中建投信托股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与深圳前海汇天国际商业保理有限公司/中建投信托股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因深圳前海汇天国际商业保理有限公司/中建投信托股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本期信用评级结果的有效期为“深圳前海汇天国际商业保理有限公司 2019 年度第二期资产支持票据”的存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期资产支持票据的信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

1. 交易结构

本交易的委托人/发起机构深圳前海汇天国际商业保理有限公司（以下简称“汇天保理”）将债权人因申请保理服务而转让予发起机构并同意发起机构以其设立资产支持票据信托的应收账款债权及其附属担保权益作为基础资产，采用特殊目的载体机制，将基础资产委托给中建投信托股份有限公司（以下简称“中建投信托”）并设立“深圳前海汇天国际商业保理有限公司 2019 年度第二期资产支持票据信托”，中建投信托以受托的基础资产所产生的现金流为支持在全国银行间债券市场发行资产支持票据，投资者通过购买并持有该资产支持票据取得

得财产权信托项下相应的信托受益权。

表 1 交易参与机构

委托人/发起机构/保理商：深圳前海汇天国际商业保理有限公司
受托人/发行载体管理人：中建投信托股份有限公司
资产服务机构：深圳前海汇天国际商业保理有限公司
资金保管银行：兴业银行股份有限公司广州分行
牵头主承销商/簿记管理人：兴业银行股份有限公司
联席主承销商：中信建投证券股份有限公司
登记托管机构/代理支付机构：银行间市场清算所股份有限公司
法律顾问：北京大成律师事务所
评级机构：联合资信评估有限公司
债务人：碧桂园控股有限公司、碧桂园地产集团有限公司、深圳碧盛发展有限公司及碧桂园下属公司

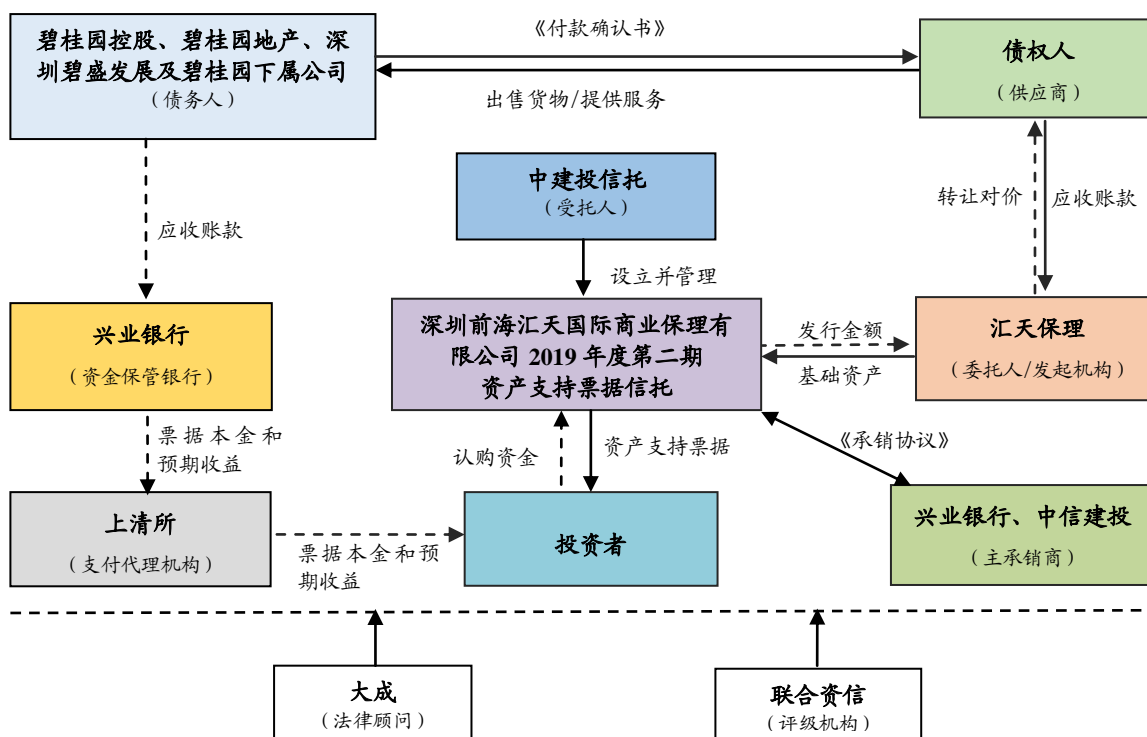


图 1 交易安排

2. 资产支持票据

本资产支持票据（以下简称“票据”）拟注册额度30.00亿元，本期发行规模为5.59亿元。

票据采用固定预期收益率，票据预计存续期限不超过12个月，还本付息方式为到期一次性还本付息。本资产支持票据信托募集资金用途为

偿还金融机构借款。

表 2 本期资产支持票据概况 单位: 万元/%

名称	信用级别	目标发行规模	总量占比	还本付息方式	收益率类型	预计存续期限
资产支持票据	AAA _{sf}	55900.00	100.00	到期一次性还本付息	固定	不超过 12 个月

3. 基础资产

本交易基础资产为委托人信托予受托人的委托人对债务人享有的应收账款债权及其附属担保权益。

根据本交易约定，就每一笔作为基础资产的应收账款债权而言，在信托生效日及信托财产交付日应当满足以下全部条件：(1)债权人及债务人均系根据中国法律在中国境内设立且合法存续的法人或其他机构；但碧桂园控股属外国法人不受此限；(2)碧桂园控股系根据注册地法律合法设立并有效存续的主体；(3)基础交易合同项下债权人具有签订基础交易合同所需的资质、许可、批准和备案（如适用法律规定为必需）；(4)债权人与债务人之间的基础交易真实、合法、有效，债权人与债务人双方签署的基础交易合同及其他相关法律文件适用法律为中国法律，且在适用法律下均合法及有效；并且，债权人在向保理商转让其享有的应收账款债权前，真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权；(5)保理商已根据保理合同的约定自行或委托第三方向债权人支付应收账款转让对价；(6)债权人已经完全、适当履行基础交易合同项下的在先义务且债务人已通过碧桂园确认函确认其对基础交易合同项下的应付款负有到期支付义务，并且不享有商业纠纷抗辩权；(7)债务人在基础交易合同项下不享有任何抗辩的权利（为避免疑义，前述抗辩的权利包括但不限于商业纠纷、债务人因债权人提供的产品或服务不符合约定的产品或服务要求而对付款主张扣减、减免或抵销的权利）；(8)保理商为债权人提供的保理服务真实、合法、有效，保理商与债权人双方签署的保理合同及其他相关法律文件在适用法律下均合法及有效；

并且，保理商向债权人受让其享有的应收账款债权后，真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权；(9)该笔应收账款债权的债权到期日应早于资产支持票据信托到期日，但晚于资产支持票据信托设立日；(10)该笔应收账款债权上未设定抵押、质押等担保权利，亦无其他权利负担，但发起机构因提供保理服务受让应收账款债权而通过中登网转让登记至其名下除外；(11)基础交易合同及适用法律未对债权人转让应收账款债权作出禁止性或限制性约定；或者，在基础交易合同对债权人转让该债权作出限制性约定的情况下，转让条件已经成就；(12)保理合同及适用法律未对保理商受让应收账款债权后再行转让作出禁止性或限制性约定；或者，在保理合同对保理商再行转让该债权作出限制性约定的情况下，转让条件已经成就；(13)债权人已就其向保理商转让应收账款债权并最终将由保理商出售予资产支持票据信托的事宜向债务人发出书面通知并已取得债务人出具的《回执》和《付款确认书》；(14)由碧桂园集团出具的碧桂园确认函在适用法律下均合法、有效且可执行；(15)基础资产不涉及国防、军工或其他国家机密。

本交易资产池概况如下：

表 3 资产池概况

应收账款余额总计（万元）	59596.16
应收账款笔数（笔）	100
碧桂园下属公司债务人户数（户）	77
单笔应收账款最小余额（万元）	7.31
单笔应收账款最大余额（万元）	6998.48

二、基础资产概况

1. 应收账款类型分布

从应收账款形成的来源来看，资产池的应收账款全部为供应商/债权人因向碧桂园下属公司提供境内工程承包/分包服务等形成的工程款。

2. 应收账款债务人分布

本交易资产池共涉及 77 户碧桂园下属公司作为债务人，单户债务人涉及的应收账款余额最大为 14994.21 万元，占比 25.16%；前五大债务人应收账款余额共计 29960.22 万元，占比 50.27%，债务人集中度较高。具体分布见表 4。

表 4 资产池前五大债务人 单位：笔/万元/%

债务人	笔数	应收账款余额	金额占比
湛江市麻章区碧桂园房地产开发有限公司	4	14994.21	25.16
南京市高淳区碧桂园房地产开发有限公司	3	4964.38	8.33
宝应碧桂园房地产开发有限公司	1	3629.96	6.09
潮州市碧桂园房地产开发有限公司	1	3254.78	5.46
汕尾市弘扬碧桂园房地产开发有限公司	1	3116.89	5.23
合计	10	29960.22	50.27

3. 应收账款债权人分布

本交易资产池共涉及 68 户债权人，单户债权人涉及的应收账款余额最大为 21846.38 万元，占比 36.66%；前五大债权人应收账款余额共计 41331.43 万元，占比 69.35%，具体分布见表 5。

表 5 资产池前五大债权人 单位：笔/万元/%

债权人	笔数	应收账款余额	金额占比
沈阳腾越建筑工程有限公司	9	21846.38	36.66

南京市第六建筑安装工程有限公 司	2	7886.43	13.23%
广东腾越建筑工程有限公司	7	6531.66	10.96%
江苏金土木建设集团有限公司	2	3124.81	5.24%
广东龙越建筑工程有限公司	1	1942.15	3.26%
合计	21	41331.43	69.35

涉及关联应收账款债权人有 6 户，涉及关联应收账款 26 笔，关联应收账款余额 31747.30 万元，占比为 53.27%。因本交易入池资产部分债权人与债务人碧桂园地产和/或碧桂园控股存在关联关系，且部分作为债务人的碧桂园下属公司未纳入碧桂园地产和/或碧桂园控股的合并报表范围，本债项的发行将会增加碧桂园地产和碧桂园控股的债务水平，联合资信将保持持续关注。

4. 应收账款债务人所在区域分布

从债务人所在区域分布情况来看，债务人分布在 29 个区域，应收账款余额占比最高的三个区域为江苏区域、江中区域和粤东区域，合计占 69.42%，应收账款地区集中度较高。具体分布见表 6。

表 6 资产池债务人所在区域分布

单位：笔/万元/%

债务人所在区域	笔数	应收账款余额	占比
江苏区域	14	16694.29	28.01
江中区域	5	15311.23	25.69
粤东区域	13	9363.90	15.71
川北区域	6	3594.22	6.03
宁波区域	3	2379.23	3.99
肇庆区域	6	1934.56	3.25
河南区域	7	1799.01	3.02
陕西区域	1	1315.95	2.21
北京区域	4	1198.31	2.01
佛肇区域	9	1079.11	1.81

莞深区域	5	691.80	1.16
福建区域	2	674.64	1.13
赣州区域	1	452.94	0.76
沪浙区域	2	429.85	0.72
河北区域	3	420.88	0.71
鲁东区域	1	398.81	0.67
安徽区域	3	320.16	0.54
辽宁区域	3	283.80	0.48
豫北区域	1	262.42	0.44
湖南	1	252.16	0.42
长哈区域	1	239.67	0.40

川东区域	2	132.64	0.22
惠南区域	1	119.75	0.20
京南区域	1	80.40	0.13
广清区域	1	63.42	0.11
四川区域	1	30.74	0.05
河北-沧州片区	1	25.98	0.04
内蒙古区域	1	23.28	0.04
苏南区域	1	23.00	0.04
总计	100	59596.16	100.00

三、交易结构分析

1. 账户设置及资金划转

在信托生效日之前，受托人中建投信托应根据《资金保管合同》的约定以受托机构的名义在资金保管银行开立一个独立的人民币资金账户，作为本信托的信托账户，用以记录货币类信托财产的收支活动。

在信托存续期内的任一日，如发生不合格基础资产及/或争议基础资产赎回，债权人或委托人应将赎回价款付至信托账户；资产服务机构汇天保理在应收账款债权到期前一个月、10天、5天分别向债务人提示各笔应收账款债权的到期付款时间，通知其按《付款确认书》中确定的时间将足额的债权回收款项直接付至信托账户；若应收账款债权到期日的前一个工作日，碧桂园下属公司未向信托账户支付等额于该笔应收账款债权本金的资金，则碧桂园控股及/或碧桂园地产及/或深圳碧盛发展公司应在应收账款债权到期日向信托账户划付等额于碧桂园下属公司未能足额偿付的应收账款债权本金之和的资金。

2. 现金流支付机制

在信托存续期间，受托人于支付日¹根据基

础资产现金流回收情况，按照下列顺序和金额进行信托利益分配：(a)以现金形式缴纳到期应纳的信托税费（如有）；(b)以现金形式支付登记托管机构、支付代理机构收取的资产支持票据登记、票据收益支付等相关手续费用；(c)以现金形式支付到期应付的受托人的管理费、资金保管费及其他应付信托费用；(d)以现金形式，向资产支持票据持有人分配资产支持票据的当期预期收益；(e)以现金形式，向资产支持票据持有人分配资产支持票据的本金。

在交易到期分配时，受托人于支付日根据基础资产现金流回收情况进行分配，分配顺序同期间分配，如分配后仍有剩余的，剩余信托资金留存于信托账户，待信托进入清算程序后进行分配。

经清算的剩余信托财产于支付日按下列顺序分配（同一分配顺序下如有不足，则按比例分配）：(a)缴纳到期应纳的信托税费；(b)支付清算费用；(c)支付到期应付的信托费用（除上述 b)项所列费用外）；(d)支付存续资产支持票据持有人应付未付预期收益；(e)支付存续资产支持票据持有人的未偿投资本金，直至支付资产支持票据的未偿投资本金全部支付完毕；(f)

¹ 在信托期限内，为资产支持票据的预期到期日或提前到期日；在信托终止日后，为信托财产按照生效的清算方案清收后，由受

托人确定的信托财产分配日。

支付发起机构垫付的其他费用(如有);(g)如经清算的信托财产在满足上述(a)-(f)项分配后仍有剩余的, 剩余信托财产全部支付给资产服务机构作为其浮动服务费。

3. 交易结构风险分析

(1) 债务人履约风险

根据交易结构安排, 若碧桂园下属公司未将全部应收账款划付至信托账户, 碧桂园控股、碧桂园地产及深圳碧盛发展应向信托账户划付等额于碧桂园下属公司未能足额偿付的应收账款债权本金账面价值之和的资金。碧桂园控股是外国企业法人, 根据其注册地法律出具的《付款确认书》涉及境外主体的债务加入问题, 目前中国法律及国家外汇管理制度并未明确境外主体以债务加入方式履行付款义务时如何使用境外合法取得资金付款并办理结汇, 因此, 在碧桂园控股履约过程中可能面临操作风险。

根据境外律所出具的法律意见书, 碧桂园控股签署及履行《付款确认书》项下义务不违反章程或与适用于碧桂园控股的开曼群岛现行法律法规相冲突。根据碧桂园控股的董事会会议纪要, 《付款确认书》的签署及履行经过碧桂园控股内部有效授权, 构成对于碧桂园控股的合法、有效、有约束力并可根据有关条款强制执行义务。此外, 除碧桂园控股本部外, 碧桂园地产、深圳碧盛发展及碧桂园控股下属公司及均在境内, 都有义务按照《付款确认书》

的约定履行还款义务, 碧桂园控股可通过其内部资金调拨和管理, 在境外资金无法办理结汇时, 通过境内的其他主体进行付款。因此, 碧桂园控股债务加入虽在实操层面或存在风险, 预计不会对应收账款的付款产生重大影响。

(2) 利率风险

本交易入池资产均为无利息收入的应收账款, 且票据发行预期收益率尚不确定, 存在因预期收益率上升而导致资产池现金流入不足以覆盖票据本金及预期收益的风险。

本交易资产池应收账款余额为 59596.16 万元, 资产支持票据发行规模为 55900.00 万元, 联合资信测试了在不同预期收益率情景下, 票据的兑付情况, 测试结果表明在票据预期收益率不超过 6.20% 的情况下资产池回收款可以覆盖票据的本息支出。

(3) 再投资风险

本信托存续期间, 受托人可以将信托账户内待分配的信托资金用于合格投资, 这将使信托财产面临一定的再投资风险。

针对这一风险, 本交易制定了合格投资标准, 约定合格投资范围为银行存款等低风险、高流动性金融产品。且规定在合格投资过程中, 受托人应合理安排合格投资期限, 最迟应在票据收益支付日前的第 5 个工作日将合格投资形成的资产变现, 以保证票据的收益支付。较为严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

四、定量分析

本交易基础资产的直接还款来源为碧桂园下属子公司, 若碧桂园下属子公司未将全部应收账款划付至信托账户, 则由碧桂园控股、碧桂园地产和深圳碧盛发展向信托账户划付等额于碧桂园下属公司未能足额偿付的应收账款债权本金之和的资金。联合资信给予碧桂园控股及碧桂园地产的主体长期信用等级为 AAA, 与票据的预设信用等级一致。鉴于此, 现金流分

析重点关注正常情况下基础资产现金流是否能满足票据本金和预期收益的支付。

联合资信根据本交易规定的现金流偿付顺序构建了现金流分析模型, 根据交易要素测定不同预期收益率下, 应收账款偿付安排对票据到期预期支出的保障程度。本交易票据预计存续期限不超过 12 个月, 假定票据预期收益率分别为下表中所设值, 存续期限为 365 天, 测算

的票据保障倍数如下表所示：

表 7 不同预期收益率下票据保障倍数

单位：%/万元/倍

票据预期收益率	预期支出	票据保障倍数
5.70	59271.67	1.0055
5.80	59327.57	1.0045
5.90	59383.47	1.0036
6.00	59439.37	1.0026
6.10	59495.27	1.0017
6.20	59551.17	1.0008

6.30	59607.07	0.9998
------	----------	--------

注：预期支出为为预计从信托账户支出的费用与票据本金和预期收益之和。其中，从信托账户支出的费用包括增值税、发行登记费、簿记建档费、0.1%/年的信托管理费和 0.005%*兑付本息的兑付服务费。

从压力测试的结果来看，在票据预期收益率不超过 6.20%的情况下，基础资产预期现金流对票据预期支出的保障程度可以达到 1.0008 倍以上；在票据预期收益率超过 6.20%的情况下，基础资产预期现金流不足以保障票据预期总支出。

五、主要参与方履约能力

1. 委托人/发起机构/资产服务机构

本交易的委托人/发起机构/资产服务机构为深圳前海汇天国际商业保理有限公司，汇天保理成立于 2014 年 7 月 7 日，注册资本为 1.5 亿元人民币。佛山市顺德区健实企业资产管理有限公司、深佛山市顺德区众实企业资产管理有限公司（以下简称“众实资产”）分别占股 10%、90%。众实资产成立于 2015 年 3 月 31 日，注册资本为 5000 万元，有两个自然人股东，分别是陈建平和战玉芬，出资比例分别为 90% 和 10%。经营范围为企业资产管理、咨询。

汇天保理以碧桂园为核心企业，根据碧桂园与上游供应商企业的交易特点和行业特点制定整体融资方案，打通上下游融资瓶颈，围绕核心企业开展上下游企业的融资，开展的业务主要分为两类：一类是碧桂园下游的政府平台企业或大型国企的应付账款。该类企业没有资金进行土地的一级开发的资金，与碧桂园签署土地投资合同、土地开发合同等类似合同，由碧桂园进行土地一级开发。在完成招拍挂取得收入后，加算市场正常水平的投资回报率后，将该笔资金归还碧桂园，形成碧桂园的应收账款。汇天保理对该类碧桂园的应收账款进行保理，截至 2018 年 9 月，汇天保理完成该类型保理业务约 225 亿元；另一类业务为碧桂园上游

各供应商、施工单位的应收账款。即碧桂园在进行房地产开发的过程中，与上游各施工单位、供应商签署施工合同，根据工程进度及工程完成质量情况按约定付款，形成施工单位及供应商对碧桂园的应收账款。因部分供应商和施工单位对资金时效性要求高，汇天保理对该类应收账款进行保理，业务模式为碧桂园下属公司向供应商开具商业承兑汇票，供应商将此类商业承兑汇票转让给汇天保理，获取应收账款。截至 2018 年 9 月底，汇天保理完成该类保理业务业务总量约 94 亿元。

在行业内，汇天保理与行业内大部分保理公司类似，均属于凭借与大型核心企业的良好关系，批量获得有保理需求的供应商的业务模式。因为碧桂园体量大，上游供应商和下游企业数量众多，保理需求量非常大，计划未来围绕碧桂园开展业务，进行深耕细作。

汇天保理内设四个职能部门，分别为业务部、产品及风险管理部、法务及合规部和行政部。业务部负责保理客户拓展，推荐保理产品等；产品及风险管理部负责拟订并完善保理业务的规章制度和操作规程，负责保理业务风控标准和操作模式的确立和修订，负责保理业务营销政策风险偏好的确立，负责对保理客户的早期预警，及时向风控部和客户部门通报业务

核算和执行的异常情况，负责监督客户经理保后检查报告进行审查与分析等；法务及合规部对公司的规章制度进行合法性与合规性审查，对公司经营决策和制度制定提供法律意见，参与公司所涉法律纠纷的协商、听证、公证、仲裁、诉讼、复议等法律事务等；行政部负责各职能部门的关系协调，建立各项规章制度并检查实施情况，公司会议组织、记录及记录归档工作，发文制度及行文程序的拟定和实施等。

截至 2018 年 9 月底，汇天保理资产总额为 96801.10 万元，负债总额为 81444.25 万元，所有者权益总额为 15356.85 万元。2018 年前三季度，汇天保理实现营业收入 16821.24 万元，净利润 251.85 万元。

总体来看，汇天保理运营时间较短，资产规模较小，尚处于业务发展初期，联合资信对其作为资产服务机构的履约能力将保持关注。

2. 碧桂园控股

碧桂园控股有限公司（以下简称“公司”）于 2006 年 11 月在开曼群岛注册，杨斌先生为公司唯一股东，历经多次股权变更，截至 2016 年底注册资本 100 亿港元。2007 年 4 月，公司在香港交易所主板上市，股票代码 02007.HK。2015 年 4 月，公司以每股 2.816 港元的价格向中国平安人寿保险股份有限公司发售 22.36 亿股新股（交易总金额约 62.97 亿港元），截至 2017 年底，公司股本及溢价余额 244.61 亿港元，其中杨惠妍女士通过旗下控股公司 Concrete Win Limited、Golden Value Investments Limited 和 Genesis Capital Global Limited 合计持有碧桂园 57.93% 的股权，为公司控股股东；杨惠妍女士为公司最终控制人。

公司主要从事房地产开发、物业管理、物业投资、酒店开发和管理等业务。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 10496.69 亿港元，所有者权益总额 1166.12 亿港元（非控制股东权益 229.41 亿港元）。2017 年，公

司实现营业收入 2269.00 亿港元，除税前溢利 465.22 亿港元。

作为中国领先的住宅开发商，公司经过多年的发展，逐步形成以住宅为主、商业地产为辅的业务结构。截至 2017 年底，公司经营项目合计 1468 个，覆盖中国大陆地区 30 个省份、220 个市、768 个县/镇区。与此同时，公司进一步挖掘商业物业的价值，推动旗下酒店开发与经营。

公司具有房地产开发一级资质，公司围绕国内一二线城市及经济增速较高的三四线城市构建业务布局，开发区域更加多元化。从开发业态来看，公司主要以住宅为主，涵盖高层、多层、联排、别墅、洋房等多种类型，同时辅以完善的商业配套以及高品质的星级酒店以提升物业价值，较为全面的开发业态也确保了公司能够根据不同市场的需求提供符合当地特色的开发方案。得益于公司开发区域多元化及较为丰富的住宅开发经验，公司物业销售稳居国内同行业前列，并取得了较好的市场口碑及品牌效应。

2.1 经营概况

公司主要从事房地产开发业务，并覆盖了建筑及装修、物业管理等上下游服务，同时通过项目内商业及酒店物业的开发管理等提升项目的整体价值。此外，公司也投资经营独立的酒店地产项目。

从收入构成来看，房地产开发业务始终是公司收入的主要来源，2015~2017 年公司房地产开发收入占当期收入总额的比重分别为 96.68%、96.79% 和 97.03%，2017 年房地产开发业务实现营业收入 2201.57 亿港元，同比增长 48.57%，主要系会计政策变更导致确认收入时点提前以及大量项目销售结转带动所致；同期，建筑、装修及装饰业务、物业投资业务、物业管理业务和酒店经营业务收入规模相对较小，占比合计低于 4%。

表 8 公司营业额构成情况 单位：亿元/%

板块	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房地产开发	1094.60	96.68	1481.80	96.79	2201.57	97.03
建筑、装修及装饰	7.46	0.66	11.43	0.75	23.05	1.02
物业投资	0.92	0.08	0.97	0.06	1.08	0.05
物业管理	14.69	1.30	19.59	1.28	26.56	1.17
酒店经营	14.55	1.28	17.08	1.12	16.74	0.74
合计	1132.23	100.00	1530.87	100.00	2269.00	100.00

资料来源：公司财务报告

注：尾差主要系数据四舍五入所致。

公司自创立以来，即立足于房地产开发业务，并根据中国的经济发展阶段及国内房地产行业的成长进程，逐步从广东省向国内其他经济高速增长地区拓展，并形成了以广东地区为核心、其他一二线城市以及经济发展潜力较高的三四线城市有序延伸的开发局面；2011年，公司正式涉足海外地产市场，进一步扩展地产业务版图。经过多年的发展，公司已经构建了集中和标准化的运营模式，开发业态包括普通住宅、联排住宅、别墅、洋房、商业、酒店等，使得其能够根据不同地域的市场需求特点提供多元化的产品组合，并将成功的商业模式复制至新的目标区域，从而实现快速开发、加快资产周转效率。目前，公司已经成长为国内最知名的大型房地产开发企业之一。

项目开发方面，随着公司投资项目的增加，其在建项目相应增加。2015~2017年公司当期开工面积分别为1819万平方米、4520万平方米和8606万平方米，同期竣工面积分别为2000万平方米、2438万平方米和2389万平方米，期末在建面积分别为4351万平方米、6046万平方米和11990万平方米，整体开发规模呈现快速增长态势。

公司进入2018年以来，进一步加快项目周转速度，全国推广自主研发的SSGF建造体系，缩短施工周期，并通过操盘过程的工作前置、提前介入和各环节无缝衔接等管理措施，提高项目周转能力。但同时，联合资信也关注到，公司近期频繁出现项目施工坍塌事故以及由于

施工质量问题引发业主维权的负面新闻事件，对公司产品品质的社会认可度造成一定影响，联合资信将持续关注事件对公司造成的不利影响及后续处理情况。

表 9 公司房地产主要经营指标

单位：万平方米/亿元/元/平方米

	2015 年	2016 年	2017 年
开工面积	1819	4520	8606
竣工面积	2000	2438	2389
期末在建面积	4351	6046	11990
合同销售面积	2153	3747	6066
合同销售金额	1402	3088	5508
销售均价	6512	8242	9080

资料来源：公司提供

2.2 财务分析

公司提供了2015~2017年合并财务报告，普华永道会计师事务所对财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论（报表根据香港财务报告准则编制，并以人民币计数），公司提供的2018年半年度财务报表未经审计。

从合并范围来看，2017年底，公司境内控股子公司1884家，因设立或投资新纳入合并范围的一级子公司共12家，因股权变化或注销不再纳入合并范围的一级子公司共9家。总体看，公司合并范围的增加主要受公司房地产项目快速增长的影响，其变化对财务数据可比性影响不大，财务数据可比性较强。

截至2017年底，公司合并资产总额

10496.69亿元，所有者权益总额1166.12亿元（非控制股东权益229.41亿元）。2017年，公司实现营业收入2269.00亿元，除税前溢利465.22亿元。

截至2018年6月底，公司合并资产总额14030.43亿元，所有者权益总额1424.47亿元（非控制股东权益375.03亿元）。2018年1~6月，公司实现营业收入1318.94亿元，除税前溢利268.57亿元。

2.2.1 资产质量

2015~2017年，随着房地产开发业务板块经营规模不断扩张，公司资产总额快速增长，年均复合增长70.29%。截至2017年底，公司资产总额10496.69亿元，其中流动资产占比为82.68%，非流动资产占比为17.32%，资产构成以流动资产为主，符合房地产企业特点。

流动资产

2015~2017年，公司流动资产快速增长，年均复合增长78.62%。截至2017年底，公司流动资产8679.15亿元，以在建物业（占41.58%）、贸易及其他应收款（占31.17%）和现金及现金等价物（占15.79%）为主。

在建物业是公司资产最主要构成部分，主要包括公司在建项目的建造成本、土地使用权和借款成本。在财务报表中在建物业分别于流动资产与非流动资产中列示预计能够按期竣工交付的在建项目开发成本和超过正常营运周期落成的在建项目开发成本。2015~2017年，随着项目储备的增加以及在开发项目持续投入，公司在建物业呈较快增长趋势，计入流动资产中的在建物业年均复合增长63.44%。截至2017年底，在建物业3609.22亿元，未计提跌价准备。

2015~2017年，贸易及其他应收款主要包括销售物业应收账款、土地竞买保证金、预付土地款以及为外包建筑商、设计方的代垫款。随着公司物业销售的增长以及土地储备的持续补充，贸易及其他应收款快速增长，年均复合增长153.07%。截至2017年底，贸易及其他应收款金额为2759.13亿元（计入流动资产部分为2705.41亿元、计入非流动资产部分为53.72亿

元），同比大幅增长主要系来自土地预付款的增加。联合资信关注到，公司贸易及其他应收款项和应付款项金额均较大。

非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产年均复合增长42.16%。截至2017年底，公司非流动资产为1817.54亿元，同比增长70.28%；从构成来看，主要由在建物业（占54.38%）、于联营/合营公司之投资（占17.02%）和物业、厂房及设备（占11.90%）构成。

非流动资产中的在建物业主要为实际开发周期较计划期限延长的在建项目开发成本，2015~2017年，该部分在建物业波动增长，年均复合增长36.91%。截至2017年底，在建物业金额为998.40亿元。

2015~2017年，公司物业、厂房及设备不断增长，年均复合增长3.94%，主要由于楼宇不断增加所致。截至2017年底，公司物业、厂房及设备216.28亿元。

2015~2017年，由于房地产开发规模扩大，且以合营/联营方式投资的发展模式占比增加，公司新增合营/联营投资大幅增长。截至2017年底，公司于合营公司之投资金额为193.46亿元；于联营公司之投资金额为115.85亿元。

截至2018年6月底，公司资产总额14030.43亿元，较2017年底增长33.67%，主要由于公司房地产项目的持续推进，在建物业规模大幅增长所致。从构成来看，流动资产占比为82.42%，非流动资产占比为17.58%，资产构成情况较2017年底没有明显变化。在建物业共计6536.79亿元（其中计入流动资产部分为5129.74亿元，计入非流动资产部分为1408.05亿元），占资产总额的46.59%；贸易及其他应收款共计3624.16亿元（其中计入流动资产部分为3511.86亿元，计入非流动资产部分为112.30亿元），占资产总额的25.83%。

整体看，随着房地产业务板块项目储备增加及在开发项目持续投入，公司资产规模快速增长，以流动资产为主，资产构成稳定。流动

资产中，现金类资产充裕，在建物业占比大；非流动资产以在建物业为主。总体看，公司整体资产质量良好，但在建物业的变现能力受房地产市场波动及开发进度影响，存在一定不确定性，公司贸易及其他应收款项和应付款项金额均较大。

2.2.2 负债及所有者权益

权益

2015~2017年，公司权益总额波动增长，年均复合增长14.25%，主要来自利润积累。截至2017年底，公司权益总额为1166.12亿元，归属母公司的权益为936.71亿元。归属母公司的权益中，股本及溢价占26.11%，留存收益占67.54%，其他储备占6.35%。非控制股东权益为229.41亿元。

截至2018年6月底，公司权益总额为1424.47亿元，归属母公司的权益为1049.44亿元。归属母公司的权益中，股本及溢价占28.76%，留存收益占66.11%，其他储备占5.13%。

整体看，公司权益中留存收益占比较大，权益结构稳定性一般。

负债

2015~2017年，公司负债总额快速增长，年均复合增长85.00%。截至2017年底，公司负债总额9330.57亿元，同比增长82.97%，主要系随着房地产业务的不断扩大，公司因房屋销售预收的款项大幅增加，同时由于在建项目的增加，资本投入的需求带动公司债务规模快速增长。从负债结构来看，公司流动负债占比基本稳定，2017年底流动负债和非流动负债占比分别为82.47%和17.53%，负债结构以流动负债为主。

2015~2017年，公司流动负债快速增长，年均复合增长95.38%。截至2017年底，公司流动负债7695.37亿元，主要以合同负债（占45.06%）和贸易及其他应付款（占43.00%）为主。

根据香港财务报告准则，公司在履约过程中所产出的商品具有不可替代用途，按投入法计量的履约进度确认收入，公司对会计政策进行变更，将房产销售过程中向客户累计收取的

款项超过计入损益的累计确认收入的差额确认为合同负债。截至2017年底，公司合同负债金额为3467.47亿元。

2015~2017年，公司贸易及其他应付款快速增长，年均复合增长112.34%。截至2017年底，公司贸易及其他应付款3308.84亿元。联合资信关注到，公司贸易及其他应收款项和应付款项金额均较大。

2015~2017年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长51.74%。截至2017年底，公司非流动负债1635.21亿元，构成以银行及其他借款（占53.72%）、优先票据（占17.20%）和应付债券（占18.66%）为主。

2015~2017年，公司长期的银行及其他借款快速增长，年均复合增长68.80%。截至2017年底，公司长期的银行及其他借款金额为878.45亿元。2015~2017年，优先票据规模波动增长，年均复合增长16.05%，金额分别为208.78亿元、292.64亿元和281.18亿元。公司应付债券主要为公司本部及子公司在境内外发行的长期债券。截至2017年底，公司应付债券账面余额为473.34亿元（含一年内到期的公司债券）。

截至2018年6月底，公司负债总额12605.96亿元，较2017年底增长35.10%，主要由于房屋销售和在建项目的持续推进，带动经营性负债、贸易及其他应付款和各类有息债务快速增长。从负债结构来看，公司流动负债占比为83.19%，较2017年底仍保持稳定。从构成来看，截至2018年6月底，公司合同负债金额为4694.94亿元，占负债总额的37.24%，较2017年底增长35.40%；贸易及其他应付款金额为4423.91亿元，占负债总额的35.09%，较2017年底增长35.09%。

从有息债务看，2015~2017年，随着房地产板块投资需求增长，公司债务规模快速增长，有息债务年均复合增长40.19%；截至2017年底，公司全部债务2147.65亿元，其中短期债务占比为31.79%，长期债务占比为68.21%，债务期限结构较为合理。从发行币种看，公司有息债务以人民币债务为主，其次为美元和港币债务，

美元债务占比较大。截至2018年6月底，公司全部债务2993.45亿元，其中短期债务占比为37.93%，长期债务占比为62.07%，短期债务占比较2017年底有所增大，但仍以长期债务为主。债务指标方面，近三年，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均不断提升，三者均值分别为53.10%、60.79%和83.47%，2017年分别为55.68%、64.81%和88.89%。2018年6月底，三项债务指标分别为56.61%、67.76%和89.85%，均较2017年底小幅上升。随着公司业务规模的快速扩大，资金需求快速上升，债务负担快速提升。

总体看，随着公司房地产开发业务的不断发展，资本性支出需求不断增大，带动债务规模快速增长。从债务结构来看，有息债务以长期债务为主，债务结构与主业匹配。与此同时，联合资信关注到公司美元计息债务占比较高，汇率波动将对公司融资成本产生一定影响。

2.2.3 盈利能力

2015~2017年，公司营业额保持较快增长，年均复合增长41.56%。2017年，公司实现营业收入2269.00亿元，同比增长48.22%，主要系会计政策变更导致确认收入时点提前以及房地产发展板块销售结转带动所致。同期，公司销售成本增速低于营业额，三年年均复合增长率为36.40%，2017年，公司销售成本为1681.14亿元。受益于主营业务板块的快速发展，以及期间良好的成本控制，公司营业利润快速增长，年均复合增长率为64.16%，2017年公司实现营业利润435.98亿元。

2015~2017年，公司除税前溢利大幅增长，年均复合增长77.10%；2017年，公司实现除税前溢利465.22亿元，同比增长117.49%，主要来自自主业商品房销售的大幅增长。

2018年1~6月，公司完成营业额1318.94亿元，同比增长69.66%；除税前溢利268.57亿元，持续保持快速增长态势。

盈利指标方面，2015~2017年，公司净资产收益率持续增长，三年均值为17.42%；2017年

为24.66%。公司整体盈利能力较强。

近年来，受益于物业发展板块保持良好发展态势，公司营业额和年度溢利均保持快速增长，成本费用控制能力较强。总体看，公司盈利能力较强。

2.2.4 现金流分析

2015年，公司开发规模及土地投资持续扩大，经营活动所用之现金净额为负；2016年，受益于国内房地产市场好转，商品房预售规模大幅增加，经营活动所用之现金净额转负为正；2017年，受所交付所得税及利息金额大幅增加的影响，经营活动所用之现金净额同比下降明显。近三年分别为-175.90亿元、412.63亿元和240.84亿元。其中，扣除利息和所得税之前，经营活动产生的现金净额分别为-64.89亿元、573.03亿元和540.01亿元。

2015~2017年，公司投资活动所用之现金净额分别为-66.66亿元、-204.57亿元和-443.85亿元，投资现金流出规模持续增加，2017年主要系对合营/联营企业的投资支出（166.82亿元）和购买交易性金融资产（183.89亿元）。投资活动现金流入规模较小，主要以回收利息为主，2015~2017年已收利息金额分别为2.21亿元、5.33亿元和16.20亿元。

2015~2017年，公司筹资活动产生之现金流量净额分别为416.70亿元、274.54亿元和728.22亿元。公司筹资活动现金流入主要以发行债券和取得银行及其他借款为主；筹资活动现金流出主要用于偿还银行及其他借款和永续资本工具资本返还。2017年，公司主要筹资渠道包括发行债券106.64亿元和取得银行及其他借款871.06亿元。

2018年1~6月，公司经营活动产生之现金净额为31.67亿元，投资活动所用之现金净额为-69.71亿元，筹资活动产生之现金净额为630.79亿元。

总体看，公司房地产业务板块开发持续投

入，拿地成本大幅提升，近年来资本支出保持较大规模，对外筹资压力较大。

2.2.5 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率持续下降，近三年分别为134.93%、119.62%和112.78%；速动比率逐年提升，近三年分别为44.24%、55.15%和60.24%。2015~2017年，公司现金类资产分别为362.41亿元、846.47亿元和1370.84亿元。2018年6月底，公司流动比率和速动比率分别为110.27%和56.53%，均较2017年小幅下降；现金类资产为1964.27亿元，较2017年底有所增加。总体看，公司短期偿债指标表现一般，但考虑到货币资金较为充裕且流动负债中存在较大规模预收客户款无需实际偿还，公司实际短期偿债能力强于指标值。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA持续增长，年均复合增幅74.79%，分别为154.97亿元、223.11亿元和473.46亿元。2015~2017年，公司EBITDA利息倍数分别为3.06倍、3.24倍和4.29倍；全部债务/EBITDA分别为7.05倍、6.10倍和4.54倍。整体看，公司整体偿债能力较强。

截至2017年底，公司获得银行的综合授信额度为6114.50亿元，其中未使用的授信额度约为2485.10亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司为香港交易所主板上市公司，具备直接融资渠道。

截至2017年底，公司按照房地产行业的惯例，在购房者以银行按揭方式购买商品房的情况下，购房者支付首期房款并将所购商品房抵押给银行以取得按揭贷款。在未办妥产权证前，银行还要求开发商提供购房者按揭融资担保，该部分对外担保金额为2149.09亿元，或有负债风险低。此外，公司为关联公司提供担保金额为318.57亿元，担保金额占公司权益总额的

27.32%，担保比例较高。

2.2.6 过往债务履约情况

根据公开资料显示，公司维持良好信用记录，无违约记录及不良贷款。

2.2.7 抗风险能力

公司作为大型房地产开发上市企业，行业内地位显著，土地储备规模大、成本控制能力较强，公司整体抗风险能力极强。

综合来看，碧桂园控股经营情况良好，财务状况稳健，联合资信给予碧桂园控股的主体长期信用等级为AAA。

3. 碧桂园地产

碧桂园地产是由佛山市顺德区宙华投资咨询有限公司（以下简称“宙华投资”）于2015年4月20日出资设立的有限责任公司，设立时注册资本为人民币50000.00万元，初始名称为佛山市顺德区碧桂园地产有限责任公司，2017年5月27日，更名为现名。碧桂园地产成立之后，碧桂园控股、宙华投资及碧桂园地产自身进行了一系列的增资和架构重组，截至2018年6月底，公司实收资本132.93亿元，宙华投资持有公司100%股权，最终控股公司为碧桂园控股，实际控制人为杨惠妍女士。

公司主要从事房地产开发及销售、物业租赁、房地产投资咨询、房地产经营管理咨询业务。

截至2017年底，公司合并资产总额7850.74亿元，所有者权益合计653.23亿元（含少数股东权益162.17亿元）。2017年，公司实现营业收入1224.18亿元，实现利润总额175.62亿元。

截至2018年6月底，公司合并资产总额10325.68亿元，所有者权益合计817.94亿元（含少数股东权益240.57亿元）。2018年1~6月，公司实现营业收入851.38亿元，实现利润总额141.36亿元。

公司定位于碧桂园控股的境内房地产业务运营平台，公司成立以来，碧桂园控股通过宙华投资多次将项目注入公司，公司规模快速扩

大。碧桂园控股具有房地产开发一级资质，重点围绕国内一二线城市及经济增速较高的三四线城市构建业务布局，开发区域多元化。近年来碧桂园控股物业销售稳居国内同行业前列，并取得了较好的市场口碑及品牌效应。

碧桂园地产作为碧桂园控股的境内房地产业务运营平台，未来碧桂园控股将持续整合境内房地产业务，公司新开发项目及新注入项目有望持续扩大。同时，作为行业领先企业，公司在房地产行业具备丰富的开发运营经验，竞争实力非常强。

3.1 经营分析

3.1.1 经营概况

公司作为碧桂园控股房地产业务的境内平台，主要从事房地产开发业务。2015~2017年，公司分别实现主营业务收入 568.35 亿元、888.19 亿元和 1219.00 亿元，其中物业出售收入占比分别为 99.72%、99.73% 和 99.74%，为公司收入的最主要来源；公司物业出租业务主要为小区配套商业的出租，酒店服务业务主要为在建地产项目的配套酒店，未来项目销售完成后，将交于碧桂园下属酒店业务平台统一运营；目前，公司物业出租和酒店服务收入规模均较小，对公司盈利贡献很小。公司其他业务收入主要来自投资性物业的出售，规模较小。

表 10 公司主营业务收入构成情况 单位：亿元/%

板块	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
物业出售	566.75	99.72	21.98	885.78	99.73	22.96	1215.90	99.74	25.34
物业出租	0.05	0.01	95.22	0.40	0.05	77.85	0.43	0.04	56.93
酒店服务	1.55	0.27	35.69	2.01	0.23	40.52	2.67	0.02	47.86
合计	568.35	100.00	22.06	888.19	100.00	23.03	1219.00	100.00	25.41

资料来源：公司提供

从盈利能力方面看，2015~2017 年，公司主营业务综合毛利率分别为 22.06%、23.03% 和 25.41%，其中物业出售业务毛利率分别为 21.98%、22.96% 和 25.34%。2017 年毛利率提升，主要是受 2016 年以来房地产市场景气度提升的影响。公司 2016 年预售的平均单价较 2015 年明显增加，进而使得 2017 年度确认收入部分的结算均价有较大幅度的提高。

3.1.2 房地产开发业务

公司作为碧桂园控股的境内房地产业务运营主体，立足于房地产开发业务，业务范围形成了以广东地区为核心、其他一二线城市以及经济发展潜力较高的三四线城市有序延伸的开发局面。经过多年的发展，公司已经构建了集中和标准化的运营模式，开发业态包括普通住宅、联排住宅、别墅、洋房、商业、酒店等，

使得其能够根据不同地域的市场需求特点提供多元化的产品组合，并将成功的商业模式复制至新的目标区域，从而实现快速开发、加快资产周转效率。

近年来，公司房地产开发业务发展迅速，经济效益显著。最近两年公司房地产开发业务情况如下表所示。

表 11 公司房地产主要经营指标

项目	2016 年	2017 年
净新增土地储备（万平方米）	1644	5175
土地储备总面积（万平方米）	7575	12749
其中：一、二线城市（注）	2966	5048
三、四线城市	4609	7701
项目	2016 年	2017 年
竣工面积（万平方米）	1316	1519
合同销售面积（万平方米）	2027	3647

合同销售金额（亿元）	1531	3054
合同销售均价（元每平方米）	7552	8375
结算面积（万平方米）	1455	1578
结算金额（亿元）	886	1216
结算销售均价（元每平方米）	6088	7706

资料来源：公司提供

注：上述土地储备为按目标城市区分。

土地储备方面，截至 2017 年底，公司土地储备合计 12749.43 万平方米，其中已竣工项目面积为 271.75 万平方米，处于在建状态项目的面积为 6715.23 万平方米，处于拟建状态的土地储备面积为 5762.45 万平方米。

表 12 截至 2017 年底公司土地储备情况

单位：万平方米/%

	开发阶段	建筑面积	占比
竣工	已预售未交付	153.96	1.21
	待售	117.79	0.92
在建	已获预售证（已预售）	3357.04	26.33
	已获预售证（未预售）	626.40	4.91
	未获预售证	2731.79	21.43
待开发	预期建筑面积	3616.17	28.36
	已摘牌（土地证待办）	2146.28	16.83
合计		12749.43	100.00

资料来源：公司提供

注：小数点差异系四舍五入造成。

从土地储备区域布局来看，截至 2017 年底公司土地储备主要集中在华南地区，大部分位于广东省内，江苏和安徽等省亦具备较多的项目储备，其中广东省占 27.24%、江苏省占 10.09%、安徽省占 7.36%、河南省占 6.13%、湖南省占 5.96%。整体来看，公司作为房地产开发龙头企业，项目区域遍布全国，项目储备以三四线城市为主，目前去化情况良好，考虑到近年来房地产调控政策频出，区域市场分化升级，公司部分项目未来或将面临一定的去化压力。

3.2 财务分析

3.2.1 财务质量及财务概况

公司提供了 2016~2017 年度合并财务报告，

普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年上半年财务数据未经审计。

2016 年公司进行架构重组，并于 2016 年 12 月 31 日完成同一控制下企业合并。基于同一控制下企业合并的会计处理，被合并公司视同 2015 年 1 月 1 日起纳入公司合并范围，并对公司 2015 年度财务数据进行了相应重列。本报告所用 2015 年度公司财务数据为 2016 年度合并财务报表中期初数据。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 7850.74 亿元，所有者权益合计 653.23 亿元（含少数股东权益 162.17 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 1224.18 亿元，实现利润总额 175.62 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额 10325.68 亿元，所有者权益合计 817.94 亿元（含少数股东权益 240.57 亿元）。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 851.38 亿元，实现利润总额 141.36 亿元。

3.2.2 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 7850.74 亿元，其中流动资产占 86.49%，非流动资产占 13.51%，资产构成以流动资产为主，符合房地产企业特点。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产 6790.06 亿元，同比增长 127.90%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致。构成方面，以存货（占 44.76%）、其他应收款（占 21.55%）、货币资金（占 13.23%）和预付款项（占 14.34%）为主。

2015~2017 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 129.03%，主要系公司业务规模持续扩大，预收房款增加所致。截至 2017 年底，公司货币资金为 898.21 亿元，同比增长 152.85%，公司货币资金规模大，这将为未来业务的开展提供支持保障。随着业务规模的扩张，货币资金也相应地增加以满足业务的需

要。

截至 2017 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 141.21 亿元，同比大幅增长，全部为公司对商业银行发行的金融产品的投资，属于非保本浮动收益型理财产品。

截至 2017 年底，公司应收账款账面余额 106.92 亿元，同比增长 47.29%，主要为账龄在一年以内的应收第三方售楼款，公司认为款项回收风险较低，未对应收账款计提减值准备。

截至 2017 年底，公司预付款项为 973.64 亿元，同比增长 837.79%，主要为账龄在一年以内的预付土地款、预付第三方建筑商工程款和预付材料款等。

2015~2017 年，公司其他应收款快速增长，三年分别为 113.17 亿元、801.24 亿元和 1463.48 亿元。近年来公司其他应收款大幅增长，主要系与关联方的往来款、土地竞买及其他保证金增加所致。公司与关联方往来款主要为关联方之间的拆借款、与按照合作协议对联营、合营企业投入的除实收资本金外的项目发展金，该等开发资金在项目开发过程或者项目开发完毕时陆续收回。由于公司合作模式项目增多导致与关联方的往来款金额增加。土地竞买保证金是指在招拍挂出让活动中，由参加招拍挂出让活动的投标人或竞买人向作为出让方的市县国土部门缴纳的履约保证金。公司业务规模扩张，参与竞拍的土地增多，土地竞买及其他保证金相应增加。从账龄上看，公司其他应收款中账龄 1 年以内的占 92.52%，1~2 年的占 5.71%，2 年以上的占 1.77%。公司其他应收款无逾期情况，公司认为款项未来可回收风险较小，未计提坏账准备。

存货是公司资产最主要构成部分，主要包括公司在建开发项目和已完工开发项目。2015~2017 年，随着土地储备与开发项目的持续增长，公司存货呈快速增长趋势，年均复合增长 84.23%。截至 2017 年底，公司存货为 3039.40 亿元，同比增长 101.24%，主要系公司

房地产开发业务规模持续扩大，房地产项目工程款投入增加所致。其中，在建开发产品和已完工开发产品分别占 95.53% 和 4.44%。公司对存货计提跌价准备 0.04 亿元。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 85.56%。截至 2017 年底，公司非流动资产为 1060.68 亿元，同比增长 127.37%。从构成看，主要由其他非流动资产（占 66.36%）、长期股权投资（占 21.99%）、固定资产（占 4.35%）和投资性房地产（占 2.40%）构成。

2015~2017 年，公司长期股权投资快速增长，三年分别为 11.23 亿元、65.40 亿元和 233.29 亿元。近年来公司长期股权投资大幅增长主要系公司房地产开发规模扩大，对多个合营企业和联营企业追加投资所致。近年来，公司采用与第三方公司合作开发的模式拓展项目。在该模式下，公司与第三方共同持有项目公司的股权。截至 2017 年底，公司联营及合营公司的数量分别为 94 家和 240 家，合作开发模式项目的增加使得公司长期股权投资余额快速增长。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 703.82 亿元，同比增长 117.25%，主要系公司获取的土地储备增加所致。公司其他非流动资产为尚未开始正常营运周期的待开发物业项目的前期开发成本，以及晚于正常营运周期预期完成的在建项目的开发成本。由于公司前期拿地多为大地块并进行分期开发，从而存在很多尚未进入开发计划、未启动办理开工许可证的地块，此类土地由于不具有流动资产的属性，因此公司将其划归为其他非流动资产。

截至 2017 年底，公司受限资产 341.61 亿元，占资产总额比例为 4.35%，占净资产比例为 52.30%。受限制资产主要系为银行借款设定的担保与抵押资产，主要包括公司及下属子公司开发项目的土地使用权、在建工程、已经完工建筑物和持有的货币资金等。

截至 2018 年 6 月底，公司资产总额 10325.68 亿元，较上年底增长 31.52%；其中流

流动资产 8787.66 亿元，主要来自货币资金和存货的增加，分别为 1414.01 亿元和 4065.64 亿元，较上年底增长 57.43% 和 33.76%。非流动资产 1538.02 亿元，主要来自长期股权投资和其他非流动资产的增加，分别为 328.85 亿元和 1037.81 亿元，主要系公司房地产项目开发扩大所致。

整体看，随着房地产业务板块项目储备增加及在开发项目持续投入，公司资产规模快速增长，以流动资产为主，符合房地产开发企业资产结构特征，资产构成稳定。流动资产中，存货占比大且存货主要位于三四线城市，存在一定的去化压力与跌价风险。总体看，公司资产质量一般。

3.3.3 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益规模快速增长，年均复合增长 49.09%，主要来自未分配利润的增长。截至 2017 年底，公司所有者权益总额为 653.23 亿元，同比增长 47.72%，主要系未分配利润增长所致。归属母公司的权益为 491.06 亿元，其中，股本占 27.07%，资本公积占 0.09%，未分配利润占 70.97%，其他综合收益占 1.85%；少数股东权益为 162.17 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司所有者权益 817.94 亿元，较上年底增长 25.21%，主要来自未分配利润和少数股东权益的增加；权益构成变动不大。

整体看，公司未分配利润规模较大，利润分配政策将影响公司权益稳定性。

负债

2015~2017 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 127.69%。截至 2017 年底，公司负债总额 7197.51 亿元，同比增长 139.62%，主要系伴随房地产业务的不断扩大，公司预收客户款项大幅增加；同时，由于在建项目的增加，资本投入的需求带动公司债务规模快速增长所致。从负债结构来看，公司流动负债占比基本稳定，2017 年底流动负债和非流动负债占比分别为 90.59% 和 9.41%，负债结构以流动负债为

主。

2015~2017 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 130.23%。截至 2017 年底，公司流动负债 6519.90 亿元，主要以预收款项（占 46.17%）、其他应付款（占 25.38%）和应付账款（占 17.43%）为主。

2015~2017 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 80.88%。截至 2017 年底，公司应付账款为 1136.52 亿元，同比增长 103.00%，主要系公司房地产项目不断增多，应付工程款增加所致。公司的应付账款主要为应付工程款、应付关联方款项和应付土地款，应付关联方款项占比较高。

预收款项主要为已收但尚未达到收入确认条件的预售楼款，2015~2017 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长 130.86%，主要系公司物业预售规模增大所致。截至 2017 年底，公司预收款项为 3010.40 亿元。公司预收款项规模大，待工程完工达到交房条件后可结转为营业收入，对公司未来收入形成较强保障。

2015~2017 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 243.61%，截至 2017 年底为 1654.51 亿元，同比增长 160.61%，主要系应付关联方往来款增长所致。公司其他应付款主要由关联方往来款和第三方代垫款项及往来款构成。

非流动负债方面，2015~2017 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 106.88%。截至 2017 年底，公司非流动负债 677.60 亿元，由长期借款（占 87.38%）和递延所得税负债（占 8.63%）构成。

公司长期借款主要为向境内金融机构的借款，截至 2017 年底为 592.12 亿元，同比增长 184.49%，主要系公司扩大房地产开发规模，所需资金持续增加所致。

有息债务方面，2015~2017 年，随着房地产板块投资需求增长，公司债务规模快速增长，年均复合增长 86.37%。截至 2017 年底，公司全部债务 980.10 亿元，其中短期债务占比为

36.83%，长期债务占比为 63.17%，债务期限结构较为合理。债务指标方面，截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 91.68%、60.01% 和 48.66%。随着公司业务规模的快速扩大，资金需求快速上升，债务负担快速增长。

截至 2018 年 6 月底，公司合并负债规模 9507.74 亿元，较上年底增长 32.10%；其中流动负债 8566.17 亿元，主要来自应付账款和预收款项的增加，分别为 1553.53 亿元和 4102.79 亿元，主要系公司项目开发和销售进度加快所致。非流动负债 941.57 亿元，主要来自长期借款的增加，为 831.70 亿元。截至 2018 年 6 月底，公司有息债务规模 1364.74 亿元，较上年底增长 39.25%，其中短期债务占 37.08%，长期债务占 62.92%，债务结构变动不大。从债务指标看，长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 51.22%、62.53% 和 92.08%，均较上年底持续提升。

总体看，随着公司房地产业务规模的扩大，预收款项增长，带动公司整体负债规模快速增长。同时，伴随公司房地产开发业务发展，资本性支出需求不断增大，带动债务规模快速增长。从债务结构来看，有息债务以长期债务为主，期限结构与项目开发周期相匹配。

3.3.4 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 46.71%。2017 年，公司实现营业收入 1224.18 亿元，同比增长 37.61%，主要系公司房地产项目竣工、交楼面积持续快速增长，带动收入结转增加所致。同期，公司营业成本增速低于收入，三年年均复合增长率为 43.32%，2017 年，公司营业成本为 910.65 亿元。公司近三年营业利润率分别为 15.85%、17.30% 和 20.02%。

期间费用方面，2015~2017 年，随房地产销售规模持续扩张，近三年公司期间费用占营业收入比分别为 4.30%、5.89% 和 6.84%。2017 年，公司期间费用合计 83.70 亿元；其中，销

售费用为 54.97 亿元，同比增长 47.96%，主要系公司在售项目和销售规模逐年扩大，相应的广告费用、宣传活动费等增加所致；管理费用为 31.94 亿元，同比增长 84.38%，主要系随着公司经营规模和在建项目持续增加，公司加强了管理团队的建设与投入，管理人员薪酬、管理部分折旧费用和税费等相应增加所致；财务费用从上年-2.04 亿元下降至-3.20 亿元，主要系公司将利息资本化，以及货币资金增加，产生较大金额的存款利息收入所致。

2017 年，公司投资收益为-6.23 亿元，为权益法核算的长期股权投资收益-6.79 亿元和处置子公司产生的投资收益 0.57 亿元。

公司营业外收入主要为收购合营及联营企业产生的负商誉、非同一控制下企业合并产生的负商誉、没收定金收入、与收益相关的政府补助以及固定资产处置利得。2017 年，公司营业外收入为 25.92 亿元，较上年大幅增长 31.32%，主要系公司非同一控制下企业合并产生的负商誉增加所致。公司营业外收入对公司利润水平影响较大。

2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 851.38 亿元，利润总额 141.36 亿元，营业利润率 22.82%。

总体看，受益于房地产开发业务的良好发展态势，公司营业收入快速增长，收入规模大，公司对全部利息进行资本化对其利润水平有一定影响，期间费用控制能力较强；未来随着公司在建项目实现销售和已售项目竣工交房结转收入，公司收入及利润水平有望持续增长。总体看，公司盈利能力较强。

3.3.5 现金流分析

经营活动方面，近三年公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长 105.72%。2017 年，公司经营活动现金流入量为 3289.03 亿元，其中公司销售商品、提供劳务收到的现金为 2616.49 亿元，同比大幅增长 74.25%，主要系公司房地产业务签约金额大幅增加，同时销售回笼率保持较高水平所致。现金流出方面，近

三年公司经营活动现金流出量快速增长，2017年，公司经营活动现金流出量为3289.03亿元，同比增长107.53%，主要系公司房地产业务扩张，购地及相关工程款、原材料支出增幅较大所致。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-162.72亿元、66.19亿元和215.10亿元。2017年，公司现金收入比213.73%，收入实现质量较上年进一步提高。

投资活动方面，2015~2017年，公司投资活动现金流净额分别为-89.69亿元、-802.29亿元和-1052.83亿元。近三年公司投资活动现金流入主要为处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额，规模较小；2015~2017年，投资活动现金流出分别为90.59亿元、802.72亿元和1055.86亿元，呈快速增长趋势，主要系为关联方提供资金，使得支付其他与投资活动有关的现金大幅增加所致。公司投资活动现金支出较大，投资活动现金流呈净流出状态。

筹资活动方面，近三年公司筹资活动现金流入量与现金流出量均快速增长，分别系公司取得借款、收到关联方提供的资金大幅增加；同时，偿还债务和支付分红款增加所致。2017年，公司筹资活动产生的资金流入量同比增长36.76%至1794.49亿元。同期，公司筹资活动现金流出423.85亿元，同比增长9.86%。2015~2017年，公司筹资活动表现均为现金流净流入，三年分别为302.15亿元、926.36亿元和1370.63亿元。

2018年1~6月，公司经营活动体现为净流入，流入量和净流量分别为2699.95亿元和25.48亿元；受向关联方提供资金规模较大影响，投资活动现金流体现为净流出，为-551.81亿元；公司筹资活动现金净流量为1011.90亿元，对外部融资依赖较大。

总体看，公司经营活动产生的现金流入规模较大。但伴随公司房地产业务板块开发持续投入，拿地成本大幅提升，近年来投资活动现金净流出规模大。公司融资规模较大，未来随

着在建项目的推进，公司仍有较大的融资缺口，筹资压力较大。

3.3.6 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率逐年下降，速动比率逐年提升，2017年底分别为104.14%和57.53%。截至2018年6月底，上述指标分别为102.59%和55.12%。2015~2017年，公司经营现金流流动负债比分别为-13.23%、2.39%和3.30%。总体看，公司流动比率较高，但剔除存货后的速动资产对流动负债的保障一般。公司短期偿债指标表现一般，但考虑到公司流动负债中存在较大规模预收售楼款无需实际偿还，实际短期偿债能力强于指标值。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA规模持续增长，分别为68.07亿元、117.74亿元和178.34亿元。2015~2017年，公司EBITDA利息倍数分别为4.82倍、5.70倍和3.43倍；全部债务/EBITDA分别为4.15倍、3.17倍和5.50倍。整体看，公司整体偿债能力较强。

截至2017年底，碧桂园控股共获取综合银行授信额度6114.5亿元，未使用额度2485.1亿元。公司根据资金支出需要向碧桂园控股申请授信支持。总体看，公司间接融资渠道畅通。

截至2017年底，公司对外担保余额2217.52亿元，其中1881.32亿元系公司为客户购房按揭贷款提供的阶段性担保，336.20亿元系为联营及合营公司按持股比例提供担保，公司或有负债风险较低。

3.3.7 抗风险能力

公司作为大型房地产开发企业，行业地位显著，土地储备规模大、成本控制能力很强，公司整体抗风险能力极强。

综合来看，碧桂园地产经营情况良好，财务状况稳健，联合资信给予碧桂园地产的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

4. 深圳碧盛发展

深圳碧盛发展成立于 2015 年 11 月 19 日，设立时注册资本 1000 万元。截至目前，公司认缴的注册资本 6250 万元，实收资本 6250 万元，由深圳顺碧投资有限公司 100% 持股，实际控制人为杨惠妍。

截至 2018 年 9 月末，深圳碧盛发展资产总额 119.91 亿元，负债合计 113.32 亿元，所有者权益 6.59 亿元。2018 年前三季度深圳碧盛发展实现营业收入 33.13 亿元，净利润 3.49 亿元。2016 年至 2018 年 9 月深圳碧盛发展主要财务指标见表 13：

表 13 深圳碧盛发展主要财务指标 单位：亿元

科目	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
资产总额	139.91	297.47	119.91
所有者权益	0.31	2.81	6.59
负债总额	139.60	294.66	113.32
营业收入	3.16	14.12	33.13
净利润	0.21	2.09	3.49
经营活动现金流量净额	137.23	135.16	—
金及现金等价物净增加额	137.51	41.16	—

数据来源：联合资信根据深圳碧盛发展财务报表整理。

(1) 经营分析

深圳碧盛发展是碧桂园下属公司集中采购的主要平台，为碧桂园下属公司采购物资，从而提高物资采购的集中程度，形成规模效益，降低采购成本。2017 年，深圳碧盛发展国内销售收入 14.12 亿元，国内销售收入即深圳碧盛发展采购物资金额，毛利率为 1.14%；2018 年前三季度深圳碧盛发展国内销售收入 33.13 亿元，国内销售收入即深圳碧盛发展采购物资金额，毛利率为 1.96%。

(2) 财务分析

资产质量方面。截至 2017 年底，货币资金 145.47 亿元，全部为银行存款，深圳碧盛发展为碧桂园下属公司提供资金归集和调拨服务，

每日需归集碧桂园下属公司的资金，因此货币资金占比较大；截至 2017 年底，交易性金融资产 135.93 亿元，全部为理财产品。截至 2018 年 9 月末，深圳碧盛发展资产总额为 119.91 亿元，主要由货币资金（占比 34.15%）和存货（占比 24.69%）构成。总体看，深圳碧盛发展的资产结构主要以易变现的资产为主，流动性较强。

负债及所有者权益方面。截至 2017 年底，深圳碧盛发展负债总额为 294.66 亿元，全部为流动负债，主要由其他应付款（占比 93.19%）和应付账款（占比 4.36%）构成。其中，其他应付款为 274.61 亿元，主要为归集的碧桂园下属公司的资金；截至 2017 年底，深圳碧盛发展应付账款 12.87 亿元，主要为应付材料供应商的货款。截至 2018 年 9 月末，深圳碧盛发展负债总额为 113.32 亿元，全部为流动负债，主要由其他应付款（占比 52.61%）和应付账款（占比 27.35%）构成。截至 2018 年 9 月末，深圳碧盛发展所有者权益 6.59 亿元。总体看，深圳碧盛发展负债全部由流动负债构成；所有者权益以未分配利润为主，所有者权益结构稳定性一般。

盈利能力方面。2017 年，深圳碧盛发展营业收入 14.12 亿元，净利润 2.09 亿元。2018 年前三季度深圳碧盛发展营业收入 33.13 亿元，净利润 3.49 亿元。2017 年，深圳碧盛发展投资收益 1.87 亿元，主要为银行理财产品收益，对利润的贡献度较大，2017 年深圳碧盛发展财务费用为 -0.87 亿元，主要为银行存款利息收入。从盈利指标看，2017 年深圳碧盛发展净资产收益率为 74.56%。总体看，其他业务利润和投资收益对深圳碧盛发展营业利润的贡献较高，符合深圳碧盛发展作为集中采购平台和资金归集与调拨平台的定位。

总体来看，深圳碧盛发展成立时间较短，主要为碧桂园下属公司集中采购物资，各项管理制度有待进一步完善，经营能力有待进一步提高。联合资信对此将保持持续关注。

5. 资金保管银行

本交易的资金保管银行为兴业银行股份有限公司（以下简称“兴业银行”）广州分行。兴业银行成立于1988年8月，是经国务院和中国人民银行批准组建的股份制商业银行。2007年，兴业银行在上海证券交易所成功上市。

截至2018年9月末，兴业银行股本总额为207.74亿元；其中，福建省财政厅持股达18.78%。资产总额6.54万亿元，2018年前三季度实现营业收入1146.19亿元，归属于母公司股东的净利润506.01亿元。

近年来，兴业银行持续加强治理制度建设，明晰董事会、监事会建设的目标和方向，确立可持续发展的治理理念，形成股东大会、董事会、监事会和管理层各司其职、有效运作的现代公司治理运行机制。

风险管理方面，兴业银行制订了业务运营与风险管理并重的发展战略，建立了以风险资产管理为核心的风险控制系统，健全了各项业务的风险管理制度和操作规程，完善了风险责任追究与处罚机制，将各类业务、各种客户承担的信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险及其他风险纳入全面风险管理范畴，形成了明确、清晰、有效的全面风险管理体系。在日常风险管理工作中，建立了由业务部门、风险管理职能部门和内部审计部门组成的风险管理“三道防线”，致力于风险管理目标的实现。

总体而言，兴业银行作为全国性股份制商业银行之一，公司治理完善、内控严密、风险管理能力强。联合资信认为本交易中因资金保管银行引起的操作和履约风险极低。

6. 受托人

本交易的受托人及发行人是中建投信托。中建投信托前身是浙江省国际信托投资公司。浙江省国际信托投资公司创建于1979年8月，1983年12月经中国人民银行批准成为非银行金融机构，是国内最早经营信托投资业务的公司之一。2002年6月25日，公司更名为“浙江省国际信托投资有限责任公司”，成为浙江省首家获准重新登记的信托公司。2018年4月17日，经中国银行业监督管理委员会浙江监管局批复同意，公司正式更名为“中建投信托股份有限公司”，目前中建投信托注册资本72.46亿元人民币。

截至2018年9月末，中建投信托合并报表资产总额2003.95亿元，所有者权益487.53亿元。2018年前三季度，中建投信托实现营业收入78.11亿元，净利润21.99亿元。

中建投信托治理结构完善，建立了各项决策、执行、监管和激励约束机制，实现股东会、董事会、监事会、经营层“三会一层”的治理体系规范运作。内部机构设置健全，前、中、后台各部门权责明晰，已建立风险管理部、法律合规部、运营部、内审稽核部等多部门联动的内部控制格局和风险隔离机制，有效防范各类风险。

总体来看，中建投信托拥有较为丰富的信托业务经验、稳健的财务实力以及比较健全的内控及风险管理制度，本交易因受托人尽职能力或意愿而引发风险的可能性相对较小。

六、法律要素分析

联合资信收到北京大成律师事务所出具的法律意见书表明：本次资产支持票据信托交易结构符合《信托法》及《资产支持票据指引》，合法有效；汇天保理具备担任本次资产支持票据信托资产服务机构的主体资格，汇天保理作

为本次资产支持票据信托的发起机构、委托人及资产服务机构参与本次资产支持票据信托已获得合法、有效的内部授权；资产支持票据信托发行载体及相关中介机构具备相关资质及权限，与发起机构汇天保理不存在关联关系；碧

桂园控股、碧桂园地产和深圳碧盛发展具有完全的权力、授权和合法的权利签署《付款确认书》及按《付款确认书》的约定履行其作为共同债务人的付款义务；关于资产支持票据的发行文件符合法律法规有关规定，一经生效即对协议各方具有法律约束力；拟作为基础资产的应收账款债权符合适用法律所规定的条件，且应满足基础资产合格标准中除“保理商已根据保理合同的约定自行或委托第三方向债权人支付应收账款转让对价”外的其他要求；作为资产支持票据基础资产的应收账款债权系可产生独立、可预测现金流的且可特定化的财产权利，符合特定化的要求；基础资产转让通知安排符合《合同法》和《资产支持票据指引》的规定，合法、有效；《募集说明书》规定的分配期间的现金流归集流程及措施符合法律法规规定，不存在违反法律、行政法规的强制性规定，损害社会公共利益及国家、集体或者第三人利益的情形，应能对基础资产产生的现金流进行有效控制；《募集说明书》规定的投资者保护机制合法有效，符合《非金融企业资产支持票据指引》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程（2013年版）》的规定；基础资产转让通知安排符合《合同法》和《资产支持票据指引》的规定，合法、有效；基础资产的交付、信托专户的设立等安排在适用法律项下合法、有效，通过在信托文件中作出上述安排，实现资产支持票据信托与委托人之间的风险隔离；资产支持票据信托基础资产可以实现与受托人、保管银行、承销商自有资产的有效隔离；本次资产支持票据的信用增级安排不违背相关法律、法规及规范性文件的规定，该等信用增级措施合法、有效；本次资产支持票据基础资产池中入池基础资产对应的供应商中，广东腾

安机电安装工程有限公司、肇庆市现代筑美家居有限公司、沈阳腾越建筑工程有限公司、广东腾越建筑工程有限公司与债务人之间存在关联关系；本次资产支持票据基础资产池中入池基础资产对应的供应商与发起机构之间不存在关联关系；募集资金用途符合国家产业政策以及《资产支持票据规则指引》；发起机构持续经营，债权人系根据中国法律在中国境内设立且合法存续的法人或其他机构，基础交易合同项下债权人具有签订基础交易合同所需的资质、许可、批准和备案，债务人系根据中国法律在中国境内设立且合法存续的法人或其他机构。

综上所述，北京大成律师事务所律师认为，基础资产符合适用法律所规定的条件，在汇天保理根据保理合同的约定向债权人支付应收账款转让对价后，即满足《信托合同》和《主定义表》等信托文件约定的合格标准；基础资产转让行为合法有效；在满足信托文件约定的设立前提后，本次资产支持票据可依法、有效设立。

关于碧桂园控股的主体资格，根据 Ogier 律师事务所于 2018 年 6 月依据开曼群岛法律出具的法律意见书，北京大成律师事务所律师援引陈述其主要法律意见如下：碧桂园控股为根据开曼群岛合法成立、有效存续、声誉良好的有限公司；根据碧桂园控股现行的章程，碧桂园控股有权签署及履行《付款确认书》项下的义务；碧桂园控股签署及履行《付款确认书》项下义务不违反章程或与适用于碧桂园控股的开曼群岛现行法律法规相冲突；根据碧桂园控股的董事会会议纪要，《付款确认书》的签署及履行经过碧桂园控股内部有效授权，构成对于碧桂园控股的合法、有效、有约束力并可依据有关条款强制执行的义务。

七、评级结论

联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素、有关参与方履约

能力及操作风险等因素进行综合考量，确定“深圳前海汇天国际商业保理有限公司 2019

年度第二期资产支持票据”的信用等级为AAA_{sf}。

上述资产支持票据的评级结果反映了该票据预期收益获得及时支付和本金于信托终止日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附件 1 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持票据具体评级方法参见联合资信官方网站 (www.lhratings.com)。联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}、C_{sf}。除 AAA_{sf} 级、CCC_{sf} 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。各等级含义如下表所示：

等级	含义	
投资级	AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低。
	A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低。
	BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
违约级	C _{sf}	不能偿还债务。

附件 2 碧桂园控股有限公司主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	362.41	846.47	1370.84	1964.27
资产总额(亿元)	3619.56	5915.72	10496.69	14030.43
权益总额(亿元)	893.40	816.15	1166.12	1424.47
短期债务(亿元)	227.78	387.20	682.81	1135.28
长期债务(亿元)	864.94	974.77	1464.84	1858.17
全部债务(亿元)	1092.72	1361.97	2147.65	2993.45
营业额(亿元)	1132.23	1530.87	2269.00	1318.94
除税前溢利(亿元)	148.33	213.91	465.22	268.57
EBITDA(亿元)	154.97	223.11	473.46	--
经营性净现金流(亿元)	-175.90	412.63	240.84	31.67
财务指标				
毛利率(%)	20.19	21.06	25.91	26.52
净资产收益率(%)	10.87	16.74	24.66	--
全部债务资本化比率(%)	55.02	62.53	64.81	67.76
资产负债率(%)	75.32	86.20	88.89	89.85
流动比率(%)	134.93	119.62	112.78	110.27
速动比率(%)	44.24	55.15	60.24	56.53
经营现金流动负债比(%)	-8.73	10.18	3.13	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.06	3.24	4.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.05	6.10	4.54	--

注：公司 2018 年半年报财务数据未经审计。

附件 3 碧桂园地产集团有限公司主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	171.24	356.13	1039.43	1429.00
资产总额(亿元)	1682.29	3445.92	7850.74	10325.68
所有者权益(亿元)	293.90	442.20	653.23	817.94
短期债务(亿元)	128.66	164.94	360.98	506.04
长期债务(亿元)	153.51	208.13	619.12	858.70
全部债务(亿元)	282.17	373.07	980.10	1364.74
营业收入(亿元)	568.72	889.63	1224.18	851.38
利润总额(亿元)	66.36	115.58	175.62	141.36
EBITDA(亿元)	68.07	117.74	178.34	--
经营性净现金流(亿元)	-162.72	66.19	215.10	25.48
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.63	12.60	13.64	--
存货周转次数(次)	0.57	0.57	0.40	--
总资产周转次数(次)	0.38	0.35	0.22	--
现金收入比(%)	99.59	168.78	213.73	243.85
营业利润率(%)	15.85	17.30	20.02	22.82
总资本收益率(%)	8.63	11.10	8.21	--
净资产收益率(%)	16.91	20.47	20.53	--
长期债务资本化比率(%)	34.31	32.00	48.66	51.22
全部债务资本化比率(%)	48.98	45.76	60.01	62.53
资产负债率(%)	82.53	87.17	91.68	92.08
流动比率(%)	111.72	107.42	104.14	102.59
速动比率(%)	38.92	52.96	57.53	55.12
经营现金流动负债比(%)	-13.23	2.39	3.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.82	5.70	3.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.15	3.17	5.50	--

注：公司 2015 年财务数据采用 2016 年年初数；2018 年 1-6 月财务数据未经审计。

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

联合资信评估有限公司关于 深圳前海汇天国际商业保理有限公司 2019 年度第二期 资产支持票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在“深圳前海汇天国际商业保理有限公司 2019 年度第二期资产支持票据”的信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

深圳前海汇天国际商业保理有限公司/中建投信托股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料，包括但不限于贷款服务报告、受托人报告、年度财务报告以及影响信托财产或“深圳前海汇天国际商业保理有限公司 2019 年度第二期资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“深圳前海汇天国际商业保理有限公司 2019 年度第二期资产支持票据”信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

基础资产如发生重大变化，或发生可能对“深圳前海汇天国际商业保理有限公司 2019 年度第二期资产支持票据”信用状况产生较大影响的突发事件，受托人/发起机构应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注“深圳前海汇天国际商业保理有限公司 2019 年度第二期资产支持票据”相关信息，如发现“深圳前海汇天国际商业保理有限公司 2019 年度第二期资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“深圳前海汇天国际商业保理有限公司 2019 年度第二期资产支持票据”信用等级产生较大影响事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如深圳前海汇天国际商业保理有限公司/中建投信托股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“深圳前海汇天国际商业保理有限公司 2019 年度第二期资产支持票据”信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与深圳前海汇天国际商业保理有限公司/中建投信托股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。