

# 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 年度第三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。

联合资信评估有限公司

二〇一九年十月二十九日



# 信用等级公告

联合〔2019〕3107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 年度第三期资产支持票据”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 年度第三期资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇一九年十月二十九日



# 深圳前海汇天国际商业保理有限公司2019年度 第三期资产支持票据信用评级报告

## 评级结果

票据名称	金额 (万元)	资产池规模 占比 (%)	发行规模 占比 (%)	信用等级
优先级	52700.00	93.76	99.81	AAA <sub>sf</sub>
次级	100.00	0.18	0.19	NR
<b>票据合计</b>	<b>52800.00</b>	<b>93.94</b>	<b>100.00</b>	—
初始超额抵押	3408.90	6.06	—	—
<b>资产池合计</b>	<b>56208.90</b>	<b>100.00</b>	—	—

注：1.NR-未予评级，下同；  
2.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；  
3.上述评级结果仅在资产支持票据预期收益率不超过 6.40%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

## 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司单一债务人应收账款（供应链）证券化评级方法	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

## 评级时间

2019 年 10 月 29 日

## 分析师

张红军 范雅欣 朱聪

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”）对本交易所涉及的基础资产、交易结构以及相关参与机构等多方因素进行了信用分析，并对基础资产进行了现金流分析及测试。

本次交易资产池包含 191 笔应收账款债权，碧桂园控股有限公司（以下简称“碧桂园控股”，长期主体信用等级为 AAA）和碧桂园地产集团有限公司（以下简称“碧桂园地产”，长期主体信用等级为 AAA）均作为债务人出具《付款确认书》，对应收账款到期日之前一个工作日尚未偿还的差额部分承担补足付款义务，是优先级资产支持票据的主要信用支撑。

同时，联合资信通过现金流模型分析得出，当优先级资产支持票据在发行利率不超过 6.40%的情况下，基础资产预期现金流对优先级资产支持票据到期本息及由信托财产承担的其他预期支出的覆盖能够达到 1 倍以上。故本报告的评级结论仅适用于优先级资产支持票据发行利率不高于 6.40%的情形。

综合上述因素，联合资信评定“深圳前海汇天国际商业保理有限公司 2019 年度第三期资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

## 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、碧桂园地产和深圳碧盛发展有限公司（以下简称“深圳碧盛发展”）及其下属公司出具的《付款确认书》，对应收账款承担付

款义务。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均为 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，但预计不会对应收账款的付款产生重大影响。

2. 本交易入池资产均为无利息收入的应收账款，且优先级资产支持票据发行利率尚不确定，存在因利率上升而导致资产池现金流入不足以覆盖优先级资产支持票据本金

及利息的风险。

风险缓释：本交易资产池应收账款余额为 56208.90 万元，优先级资产支持票据发行规模为 52700.00 万元，资产池对优先级资产支持票据本金形成超额覆盖。联合资信对优先级资产支持票据发行利率进行压力测试，测试表明在优先级资产支持票据发行利率不超过 6.40% 的情况下资产池回收款可以覆盖优先级资产支持票据本息及由信托财产承担的其他预期支出。此外，联合资信将对发行利率保持持续关注。

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 21.79%，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，本资产支持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，主体长期信用等级均为 AAA，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，联合资信评估有限公司（以下简称“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，符合真实性、准确性、完整性要求。
- 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、本次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 年度第三期资产支持票据”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 年度第三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优先级资产支持票据（以下简称“优先级票据”）和次级资产支持票据（以下简称“次级票据”），投

资者通过购买并持有该资产支持票据取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

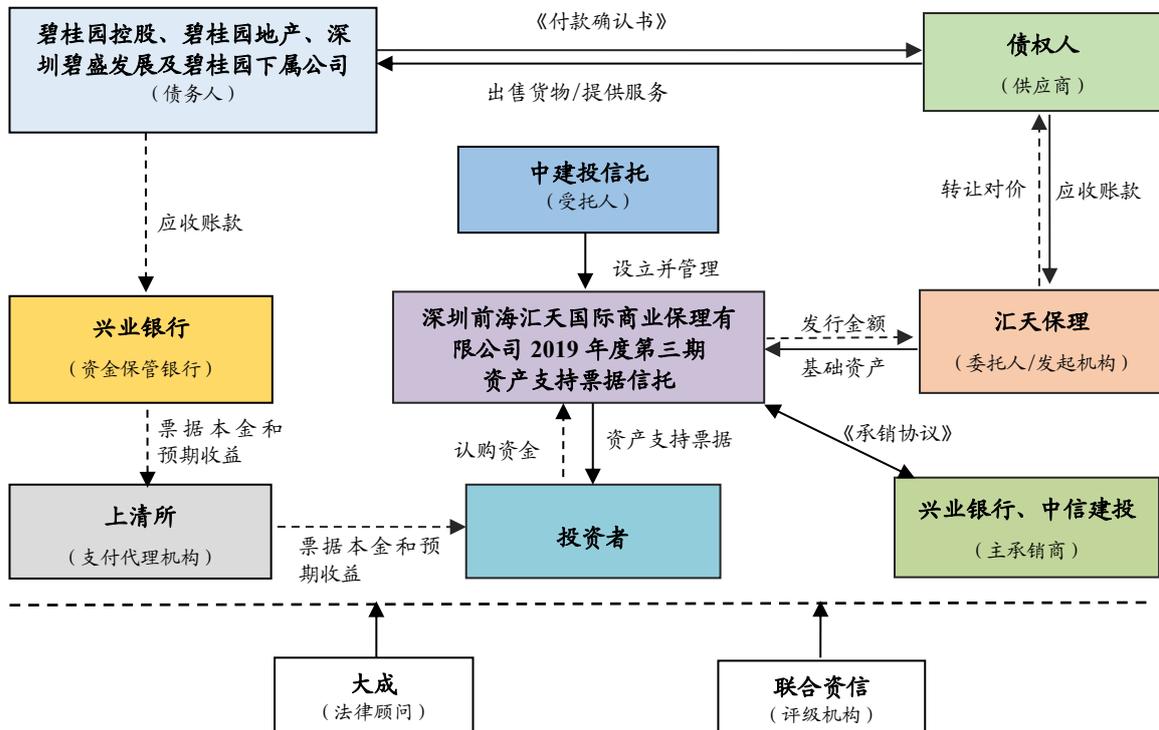


图 1 交易安排

### 2. 资产支持票据

本期资产支持票据发行规模为52800.00万

元，其中，优先级票据发行规模为52700.00万元，次级票据100.00万元。本交易采用优先/次

级的顺序偿付结构，次级票据为优先级票据提供信用支持。优先级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；次级票据不设票面利率，享有最终剩余收益。

表2 本期资产支持票据概况 单位：万元、%

票据名称	发行金额	资产池规模占比	发行规模占比	还本付息方式	利率类型	预计存续期限
优先级	52700.00	93.76	99.81	到期一次性还本付息	固定利率	不超过 12 个月
次级	100.00	0.18	0.19	到期获得剩余收益	—	不超过 12 个月
<b>票据合计</b>	<b>52800.00</b>	<b>93.94</b>	<b>100.00</b>	—	—	—
超额抵押	3408.90	6.06	—	—	—	—
<b>资产池合计</b>	<b>56208.90</b>	<b>100.00</b>	—	—	—	—

### 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生效日；(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）	56208.90
应收账款笔数（笔）	191
碧桂园下属公司债务人户数（户）	134

债权人户数（户）	138
单笔应收账款最小余额（万元）	5.09
单笔应收账款最大余额（万元）	2001.72

## 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，资产池的应收账款共 191 笔，其中 187 笔为供应商/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，4 笔为供应商/债权人向碧桂园下属公司境内项目提供规划设计、造价咨询及监理服务形成的设计费、咨询费及监理费。

表4 资产池应收账款类型分布

单位：笔、万元、%

应收账款类型	笔数	应收账款余额	金额占比
工程款	187	56048.67	99.71
其他	4	160.22	0.29
<b>合计</b>	<b>191</b>	<b>56208.90</b>	<b>100.00</b>

注：加总不等于合计系四舍五入所致，下同

### 2. 应收账款余额分布

从应收账款余额分布来看，入池资产的应收账款余额大部分在 100 万以下，笔数占整体入池应收账款笔数的 43.75%，即入池资产中相对小额的应收账款数量占比较高。具体分布见表 5。

表5 资产池应收账款余额分布

单位：笔、万元、%

余额	笔数	应收账款余额	金额占比
100 万以下	84	4693.74	8.35
100 万（含）-500 万	69	15551.02	27.67
500 万（含）-1000 万	25	18196.48	32.37
1000 万（含）以上	13	17767.65	31.61
<b>合计</b>	<b>191</b>	<b>56208.90</b>	<b>100.00</b>

### 3. 应收账款债务人分布

本交易资产池共涉及 134 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 3887.67 万元，占比 6.92%；前五大债务人应收账款余额共计 9873.16 万元，占比 17.57%，债务人集中度不高。具体分布见表 6。

表6 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
东莞市一信碧桂园房地产开发有限公司	2	3887.67	6.92
惠州碧科科学城发展有限公司	1	1685.70	3.00
泰州市碧桂园房地产开发有限公司	1	1470.59	2.62
东莞市大朗碧桂园实业投资有限公司	1	1438.20	2.56
海东市碧盈房地产开发有限公司	2	1391.00	2.47
<b>合计</b>	<b>7</b>	<b>9873.16</b>	<b>17.57</b>

### 4. 应收账款债权人分布

本交易资产池共涉及 138 户债权人，单户债权人涉及的应收账款余额最大为 6540.05 万元，占比 11.64%；前五大债权人应收账款余额共计 18879.27 万元，占比 33.59%，具体分布见表 7。

表7 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
中天建设集团有限公司	10	6540.05	11.64
湖南雷锋建设有限公司	2	3887.67	6.92
沈阳腾越建筑工程有限公司	5	3165.00	5.63
广东腾越建筑工程有限公司	6	2990.98	5.32
广东龙越建筑工程有限公司	4	2295.56	4.08

合计	27	18879.27	33.59
----	----	----------	-------

### 5. 关联资产分布

从资产池关联资产分布来看，涉及关联应收账款债权人有6户，涉及关联应收账款30笔，笔数占整体入池应收账款笔数的15.71%，关联应收账款余额12248.73万元，占比为21.79%，具体分布见表8。

表8 资产池关联资产分布

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	5	3165.00	5.63
广东腾越建筑工程有限公司	6	2990.98	5.32
广东龙越建筑工程有限公司	4	2295.56	4.08
肇庆市现代筑美家居有限公司	2	2236.09	3.98
广东腾安机电安装工程有限公司	11	1168.67	2.08
广东诚加装饰设计工程有限公司	2	392.42	0.70
<b>合计</b>	<b>30</b>	<b>12248.73</b>	<b>21.79</b>

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，本期票据的发行将会提高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。

### 6. 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50个区域，应收账款余额占比最高的五个区域为莞深区域、沪苏区域、湖南区域、佛肇区域和青藏区域，合计占34.35%，应收账款地区集中度不高。具体分布见表9。

表9 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
莞深区域	16	7667.62	13.64
沪苏区域	3	3447.89	6.13
湖南区域	4	2841.15	5.05
佛肇区域	14	2829.79	5.03
青藏区域	4	2578.27	4.59
豫北区域	8	2146.11	3.82
沪浙区域	9	1947.49	3.46
川东区域	8	1929.59	3.43
江苏区域	6	1927.54	3.43
辽宁区域	9	1687.04	3.00
产城区域	1	1685.70	3.00
贵州区域	9	1417.08	2.52
江西区域	1	1370.64	2.44
重庆区域	11	1217.44	2.17
豫西南区域	1	1213.45	2.16
新疆区域	1	1128.76	2.01
川北区域	1	1125.01	2.00
粤东区域	6	1123.65	2.00
其他区域	79	16924.68	30.11
<b>总计</b>	<b>191</b>	<b>56208.90</b>	<b>100.00</b>

## 三、交易结构分析

### 1. 账户设置及资金划转

在信托生效日当天或之前，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本，如触发不合格

基础资产及/或争议基础资产赎回事件，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日前一个月、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<sup>1</sup>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，向各优先级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，向各优先级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。若因债务人发生违约事件等原因无法满足到期分配的，应召开有表决权的资产支持票据<sup>2</sup>持有人会议，对债务人发生的违约事件作出处理决议并落实，并应按照信托合同约定开展清算程序并按照约定的清算分配顺序进行分配。

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)**支付存续优先级票据

持有人应付未付预期收益（如有）；**(e)**支付存续优先级票据持有人的未偿投资本金（如有），直至优先级票据的未偿投资本金全部支付完毕；**(f)**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，剩余信托财产全部按原状分配给次级票据持有人。

## 3. 信用支持

### (1) 优先/次级结构

本次交易采用优先级/次级偿付结构实现内部增信，次级票据为优先级票据提供信用损失保护。具体而言，优先级票据获得次级票据0.19%的信用支持。

### (2) 不合格基础资产及争议基础资产赎回机制

本交易设置有不合格基础资产及争议基础资产的赎回机制。在信托存续期内，受托人发现基础资产池中出现不合格基础资产及/或争议基础资产的，应立即通知委托人，要求委托人赎回该笔不合格基础资产，且最迟不晚于该笔不合格基础资产及/或争议基础资产的应收账款到期日前2个工作日或分配基准日前2个工作日的12:00前（以孰早日为准）将赎回价款支付至信托账户。该笔不合格基础资产的赎回价款=该笔应收账款债权本金。

本交易触发机制的设置在一定程度上缓解了事件风险的影响。

## 4. 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

<sup>1</sup> 就期间分配，为资产支持票据的预期到期日或提前到期日；就到期分配，指信托计划预期到期日或提前到期日；就清算分配指在信托计划到期并进入清算期后，受托机构将经清算的剩余信托财产向票据持有人进行分配之日。

<sup>2</sup> 在优先级票据全部偿付完毕之前，系指在资产支持票据持有人会议召开当日仍然存续的优先级票据；在优先级票据全部偿付完毕之后，系指在资产支持票据持有人会议召开当日仍然存续的次级票据。

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，且优先级票据发行利率尚不确定，存在因

利率上升而导致资产池现金流入不足以覆盖优先级资产支持票据本金及利息的风险。

本交易资产池应收账款余额为 56208.90 万元，优先级票据发行规模为 52700.00 万元，资产池对优先级票据本金形成超额覆盖。联合资信对优先级票据发行利率进行压力测试，测试表明在优先级票据发行利率不超过 6.40% 的情况下资产池回收款可以覆盖优先级资产支持票据本息及由信托财产承担的其他预期支出。此外，联合资信将对发行利率保持持续关注。

#### (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公司，若碧桂园下属公司未将全部等额于应收账款本金的资金划付至信托账户，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均为 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税费、优先级票据本金及预期收益的支付。

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税费、优先级票据本金及预期收益的保障程度。

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，测算的优先级票据保障倍数如下表所示：

表 10 不同预期收益率下优先级票据保障倍数  
单位：%、万元、倍

票据预期收益率	预期支出	票据保障倍数
5.80	55872.50	1.0060
5.90	55925.20	1.0051
6.00	55977.90	1.0041
6.10	56030.60	1.0032
6.20	56083.30	1.0022
6.30	56136.00	1.0013
6.40	56188.70	1.0004

注：预期支出为预计从信托账户支出的税费与优先级票据本金和预期收益之和

从压力测试的结果来看，在优先级票据预期收益率不超过 6.40%的情况下，基础资产预

期现金流对预期支出的保障程度可以达到 1 倍以上。

## 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/资产服务机构为汇天保理。汇天保理成立于 2014 年 7 月 7 日，初始注册资本为 1.50 亿元人民币，佛山市顺德区健实企业资产管理有限公司、佛山市顺德区众实企业资产管理有限公司分别占股 10%、90%。截至 2019 年 9 月底，汇天保理实收资本 1.50 亿元，佛山市顺德区众实企业资产管理有限公司持股 90%，佛山市顺德区健实企业资产管理有限公司持股 10%。

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三类：一类是碧桂园对下游的政府平台企业或大型国企的应收账款保理业务。该类企业没有进行土地一级开发的资金，与碧桂园签署土地投资合同、土地开发合同等类似合同，由碧桂园提供资金进行土地一级开发。在完成招拍挂取得收入，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。汇天保理对该类碧桂园的应收账款进行保理。截至 2019 年 9 月底，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、施工单位对碧桂园的应收账款。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。截至 2019 年 9 月底，汇天保理完成该类保理业务业务总量约 115 亿元。第三类业务是碧桂园应收售楼款保理业务。即碧桂园在楼盘销售过程中，由于购房客户需要办理购房按揭贷款，在签订购房合同并支付首付款

后，剩余售楼尾款需要在完成房产按揭贷款后 方能收回，汇天保理对该类应收账款进行保理。截至 2019 年 9 月底，汇天保理累计完成该类保理业务业务总量约 82 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，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，发文制度及行程序的拟定和实施等。

截至 2018 年底，汇天保理资产总额为 48648.27 万元，负债总额为 33327.72 万元，所有者权益总额为 15220.56 万元。2018 年，汇天保理实现营业收入 26846.74 万元，净利润 115.55 万元。

截至 2019 年 9 月底，汇天保理资产总额为 38609.54 万元，负债总额为 23451.31 万元，所有者权益总额为 15158.24 万元。2019 年 1—9

月，汇天保理实现营业收入 35243.60 万元，净利润 168.92 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

碧桂园控股于 2006 年 11 月在开曼群岛注册，法定代表人为杨国强先生。2007 年 4 月，碧桂园控股在香港交易所主板上市，股票代码 02007.HK。2015 年 4 月，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 2018 年底，碧桂园控股股本及溢价余额 278.81 亿元，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 合计持有碧桂园控股 57.23% 的股权，为控股股东；杨惠妍女士为碧桂园控股最终控制人。

碧桂园控股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。

碧桂园控股财务报表根据香港会计准则列报<sup>3</sup>，截至 2018 年底，碧桂园控股合并资产总额 16296.94 亿元，所有者权益总额 1734.08 亿元（非控制股东权益 520.78 亿元）。2018 年，碧桂园控股实现营业收入 3790.79 亿元，除税前溢利 795.63 亿元。

截至 2019 年 6 月底，碧桂园控股合并资产总额 17467.30 亿元，所有者权益总额 1863.35 亿元（非控制股东权益 554.75 亿元）。2019 年 1—6 月，碧桂园控股实现营业收入 2020.06 亿元，除税前溢利 394.88 亿元。

作为中国领先的住宅开发商，碧桂园控股经过多年的发展，逐步形成以住宅为主、商业地产为辅的业务结构。截至 2018 年底，碧桂园控股在国内 31 个省/直辖市/自治区拥有 2148

个处于不同阶段的房地产开发项目，同时在海外投资 17 个项目。与此同时，进一步挖掘商业物业的价值，推动旗下酒店开发与经营。

### (1) 经营分析

#### (a) 经营概况

碧桂园控股自创立以来，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，碧桂园控股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，碧桂园控股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，碧桂园控股已经成长为国内最知名的大型房地产开发企业之一。

碧桂园控股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（其中物业管理业务已在 2018 年 6 月分拆上市），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，碧桂园控股也投资经营独立的酒店地产项目。

近三年，碧桂园控股收入保持快速增长，年均复合增长 57.36%。2018 年，碧桂园控股实现营业总收入 3790.79 亿元，同比增长 67.07%。其中，房地产开发收入 3694.05 亿元，占营业收入的 97.45%。

从收入构成来看，房地产开发业务始终是碧桂园控股收入的主要来源，2016—2018 年碧桂园控股房地产开发收入占当期收入总额的比重分别为 96.79%、97.03% 和 97.45%，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%。

<sup>3</sup> 本报告中涉及的碧桂园控股财务资料，如无特殊说明，均采用香港会计准则列示，以人民币为记账本位币。

2019年1—6月，碧桂园控股实现主营业务收入2020.06亿元，同比增长53.16%；收入构成上看依然以房地产开发业务为主，由于物业管理业务已经拆分上市，2019年1—6月无来自物业管理业务的营业收入。

总体看，2016—2018年，碧桂园控股经营规模整体呈现快速上升态势，2018年，碧桂园控股营业收入较上年大幅增长，以房地产开发收入的增长为主。

表 11 2016—2019 年 6 月碧桂园控股主营业务收入构成情况 单位：亿元/%

板块	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房地产开发	1481.80	96.79	2201.57	97.03	3694.05	97.45	1966.78	97.36
建筑、装修及装饰	11.43	0.75	23.05	1.02	52.65	1.39	34.59	1.71
物业投资	0.97	0.06	1.08	0.05	2.27	0.06	1.43	0.07
物业管理	19.59	1.28	26.56	1.17	16.32	0.43	--	--
酒店经营	17.08	1.12	16.74	0.74	25.50	0.67	17.26	0.85
<b>合计</b>	<b>1530.87</b>	<b>100.00</b>	<b>2269.00</b>	<b>100.00</b>	<b>3790.79</b>	<b>100.00</b>	<b>2020.06</b>	<b>100.00</b>

资料来源：碧桂园控股提供

#### (b) 土地储备

2016—2018年，碧桂园控股土地储备总建筑面积逐年增长。截至2018年底，碧桂园控股于中国内地的土地储备建筑面积约24064万平方米，碧桂园控股土地储备规模较大，在一定程度上保障了碧桂园控股未来的项目开发来源。

2016年以来，受益于房地产市场的整体回暖，碧桂园控股拿地节奏加快，净新增土地储备建筑面积增长速度快。如下表所示，碧桂园控股近三年净新增的土地储备建筑面积分别为3065万平方米、6345万平方米和5208万平方米，虽然增速有所波动，但净新增规模均处于较高水平。2018年，碧桂园控股净新增土地储备建筑面积出现下降，主要原因是，截至2017年底碧桂园控股已有较大规模的土地储备，且碧桂园控股2019年以稳中有升为业绩发展目标，故减少了拿地规模。2018年，碧桂园控股新获取土地储备建筑面积8648万平方米，较2017年下降14.76%。

表 12 碧桂园控股于中国内地的土地储备情况

单位：万平方米

项目	2016 年	2017 年	2018 年
净新增土地储备建筑面积	3065	6345	5208

土地储备建筑面积	12511	18856	24064
----------	-------	-------	-------

资料来源：碧桂园控股提供

从碧桂园控股2018年获取的土地储备区位分布来看，按所在城市划分，一、二线城市面积占比21%，三、四线城市面积占比79%，主要分布在广东、湖南和河南等地。新获取的土地储备以三四线城市为主，未来可能存在一定的库存去化压力。

2019年1—6月，碧桂园控股于中国内地净新增土地储备建筑面积2250万平方米。截至2019年6月底，碧桂园控股于中国内地土地储备建筑面积26414万平方米，较年初增加9.77%。

总体看，碧桂园控股土地储备规模较大，能够支撑未来一段时间的发展；碧桂园土地储备区域分布较为分散，2018年新获取土地储备主要分布在三、四线城市，未来可能面临一定的去库存风险。

#### (c) 项目建设开发情况

从新增项目数量上来看，截至2016—2018年底，碧桂园控股存续项目数量分别较上年底增加344个、740个和697个，波动增长。2017年增幅很大主要系碧桂园聚焦城市化红利、扩张业务规模所致。

从项目区域分布来看，截至2018年底，碧桂园控股在国内31个省/直辖市/自治区拥有2148个处于不同阶段的房地产开发项目，大部分位于广东、江苏、浙江和安徽等地。同时，碧桂园控股在海外投资17个项目。整体来看，碧桂园控股开发区域较为分散。

表 13 碧桂园控股开工、竣工及期末在建情况

单位：万平方米

项目类型	2016年	2017年	2018年
开工面积	4699	8606	7706
竣工面积	2514	2389	3103
期末在建面积	6536	12753	12864

注：上表中，2016、2017年的数据为合并口径，2018年的数据为权益口径

资料来源：碧桂园控股提供

从开工面积来看，2018年，碧桂园控股新开工面积7706万平方米，与2018年末时点碧桂园控股的土地储备面积约24064万平方米相比，碧桂园控股土地储备面积能够支持未来项目开发需求。从竣工面积来看，2018年权益口径的竣工面积达到3103万平方米，处于较高水平。总体看，碧桂园控股每年竣工面积较大，为碧桂园控股未来收入实现形成了有力支撑。

从在建项目情况看，截至2018年底，碧桂园控股在建面积约为12864万平方米，已预售约6225万平方米，为碧桂园控股未来收入提供了有力支撑。考虑到在建面积中，有6639万平方米尚未销售，未来可能存在一定的去库存压力。截至2018年底，碧桂园控股在建项目规模较大，存在一定的资金需求。

总体看，碧桂园控股在建项目较多，在建面积较大，能够保证未来销售的需要，但对开发资金的需求规模较大，同时，可能存在一定的库存压力。

#### (d) 项目销售情况

从近三年销售情况看，碧桂园控股的合同销售金额呈逐年上升趋势，近三年年均复合增长46.20%，2018年实现合同销售金额5019亿元；2018年，碧桂园控股实现合同销售面积5416万

平方米。碧桂园项目销售金额快速增长，主要原因是碧桂园凭借多年的成功经验，产品竞争力强、品牌优势明显，且货值在各线城市均有合理分布，兼具一二线城市的定价弹性和三四线城市的高周转，可根据市场情况灵活调整推货节奏，得以有效把握各线市场机会，从而在销售基数已经较高的情况下保持较高增速。从销售价格上看，近三年，碧桂园控股合同销售均价分别为7882元/平方米、8689元/平方米和9267元/平方米。2017年，销售均价增长10.24%，主要系碧桂园控股为客户提供高附加值产品，以及拿地时关注三、四线城市核心地段改善型需求，选择较优质地块，导致价格有所上升所致。2018年销售均价增长6.65%，增幅较低，主要系碧桂园控股位于三、四线城市的销售比重增加所致。

表 14 碧桂园控股销售情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

销售指标	2016年	2017年	2018年
合同销售面积	2979	4401	5416
合同销售金额	2348	3824	5019
销售均价	7882	8689	9267

资料来源：碧桂园控股提供

2019年1—6月，碧桂园控股合同销售面积3129万平方米，合同销售金额2820亿元，销售均价9012元/平方米。

总体看，近年来碧桂园控股业务规模持续扩大，销售情况良好，预售房屋款将随项目竣工进行结转，有利于营业收入的稳步实现，预计未来销售量及回款将继续保持增长态势；需要关注碧桂园控股存货规模较大、去化时间相对较长带来的不确定性。

#### (2) 财务分析

碧桂园控股提供了2016—2018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），2019年半年度财务报表未经审计。

截至2018年底，碧桂园控股合并资产总额16296.94亿元，所有者权益总额1734.08亿元（非控制股东权益520.78亿元）。2018年，碧桂园控股实现营业收入3790.79亿元，除税前溢利795.63亿元。

截至2019年6月底，碧桂园控股合并资产总额17467.30亿元，所有者权益总额1863.35亿元（非控制股东权益554.75亿元）。2019年1—6月，碧桂园控股实现营业收入2020.06亿元，除税前溢利394.88亿元。

#### （a）资产质量

2016—2018年，碧桂园控股资产规模快速增长，年均复合增长65.98%，主要系碧桂园控股经营规模扩张，同时项目不断增加所致。截至2018年底，碧桂园控股资产总额达16296.94亿元，较上年末增长55.26%，主要系流动资产增长所致；流动资产和非流动资产分别占比85.89%和14.11%，资产结构以流动资产为主，符合房地产开发企业的特征。

#### 流动资产

2016—2018年，碧桂园控股流动资产逐年增长，年均复合增长69.91%。截至2018年底，碧桂园控股流动资产合计13997.50亿元，较上年末增长61.28%，主要系在建物业、贸易及其他应收款和现金及现金等价物增加所致。截至2018年底，碧桂园控股流动资产以在建物业（占比44.79%）、贸易及其他应收款（占比30.46%）、现金及现金等价物（占比16.31%）为主。

2016—2018年，碧桂园控股在建物业（在正常营运周期内落成并列作流动资产）逐年增长，年均复合增长70.22%。截至2018年底，碧桂园控股在建物业合计6269.37亿元，较上年末增长73.70%，主要系碧桂园控股经营规模扩大所致。

2016—2018年，碧桂园控股贸易及其他应收款逐年增长，年均复合增长90.64%。截至2018年底，碧桂园控股贸易及其他应收款净额为4263.97亿元，较上年末增长56.40%，主要系碧桂园控股经营规模扩大、与合营联营公司等关

联方的往来款及子公司及联营合营合作方股东的往来款增多所致。截至2018年底，贸易及其他应收款主要由应收账款（占比9.52%）、其他应收款项（占比58.91%）和预付土地款（占比25.72%）构成。截至2018年底，碧桂园控股应收账款主要为物业销售款，购买物业的客户信用期一般为1~6个月。截至2018年底，碧桂园控股应收账款账面余额为407.24亿元，其中，六个月以内的应收账款账面余额为388.68亿元（占比95.44%），碧桂园控股对应收账款确认了1.27亿元的减值准备，应收账款账面净额为405.97亿元。截至2018年底，碧桂园控股其他应收款项账面余额为2530.87亿元，账面净额为2511.82亿元。其中，土地竞买及其保证金账面余额617.05亿元（占比24.38%），较上年末增加87.20%，主要系碧桂园控股有意向待获取的土地不断增长所致；截至2018年底，碧桂园控股其他应收合营企业、联营公司及其他关联方款项账面余额为833.87亿元（占比32.95%），存在一定的资金占用；剩余其他应收款项主要是应收附属公司、合营企业和联营公司的其他股东的若干款项，截至2018年底，账面余额1079.95亿元（占比42.67%），数额较大，存在一定的资金占用。碧桂园控股预付土地款主要是收购土地使用权所预支付的款项，该项合计1096.70亿元，较上年末增加13.02%，截至2018年底，相关土地使用权证尚未获得。

2016—2018年，现金及现金等价物方面，碧桂园控股库存现金及现金等价物（包括受限制现金）逐年增长，年均复合增长58.54%，主要由于碧桂园控股经营规模不断增长销售回款增加。截至2018年底，碧桂园控股库存现金及现金等价物（包括受限制现金）合计2425.43亿元，主要为库存现金及银行存款，存在多币种形式，以人民币为主（占比95.67%），外币主要包括港币、美元、林吉特及其他货币，外币合计为104.99亿元，规模较大，可能存在一定的汇兑风险。截至2018年底，碧桂园控股受限制货币资金合计142.00亿元，主要系根据地方国

有土地资源管理局的有关文件，碧桂园控股若干房地产开发公司需于指定账户存放若干数额的预售物业所得款项，作为相关物业建筑项目的担保存款。该项存款仅在获得地方国有土地资源管理局批准时用于支付有关物业项目的建筑费用。未使用的担保存款只会于相关已预售物业竣工后得以解除。

总体看，碧桂园控股在建物业规模较大，现金类资产充足。但联合资信注意到，碧桂园控股贸易及其他应收款规模较大，主要为应收客户或关联方款项，以及项目代垫或预付土地所有权资金等，存在较大的资金占用，部分款项可能存在一定的回收风险。

#### 非流动资产

2016—2018年，碧桂园控股非流动资产逐年增长，年均复合增长46.78%，主要系在建物业、于合营企业之投资、于联营企业之投资和递延所得税资产增加所致。截至2018年底，碧桂园控股非流动资产合计2299.44亿元，主要为在建物业（占比46.89%），物业、厂房及设备（占比10.19%）和于合营企业之投资（占比12.13%）。

2016—2018年，碧桂园控股物业、厂房及设备年均复合增长5.92%，截至2018年底，碧桂园控股物业、厂房及设备原值合计296.61亿元，累计折旧62.40亿元，账面净值234.21亿元，成新率78.96%，成新率较高。

2016—2018年，碧桂园控股在建物业（超过正常营运周期落成并列作非流动资产，碧桂园控股物业开发的正常营运周期为一至两年）年均复合增长43.52%。截至2018年底，碧桂园控股在非流动资产中的在建物业合计1078.12亿元，较上年末增长9.08%。

2016—2018年，碧桂园控股于合营企业之投资年均复合增长95.32%，截至2018年底，碧桂园控股于合营企业之投资为278.91亿元，较上年末增长44.17%，2018年新增的合营企业主要包括收购入股的房地产公司和与第三方公司合作新设的房地产公司。

截至2019年6月底，碧桂园控股资产总计

17467.30亿元，较年初增长7.18%；流动资产占比84.28%，非流动资产占比15.72%，与年初相比变动不大。在建物业共计7891.44亿元（其中计入流动资产部分为6621.74亿元，计入非流动资产部分为1269.70亿元），占资产总额的45.18%；贸易及其他应收款共计5118.40亿元（其中计入流动资产部分为4850.62亿元，计入非流动资产部分为267.78亿元），占资产总额的29.30%。

总体看，碧桂园控股资产结构以流动资产为主，现金类资产较为充足；流动资产和非流动资产均以在建物业为主，规模较大，符合房地产开发企业的特征。整体看，碧桂园控股的资产质量较好。

#### (b) 负债及所有者权益

##### 权益

2016—2018年，碧桂园控股所有者权益年均复合增长45.76%。截至2018年底，碧桂园控股所有者权益合计1734.08亿元，其中归属于母公司所有者权益1213.30亿元，占所有者权益合计的69.97%；归属于母公司所有者权益中，留存收益占比70.22%，股本及溢价占比22.98%，其他储备占比6.80%，以留存收益为主，所有者权益稳定性较弱。

截至2019年6月底，碧桂园控股所有者权益合计1863.35亿元，较年初增长7.45%；所有者权益中归属于母公司所有者权益1308.60亿元，占所有者权益合计的70.23%；归属于母公司所有者权益中，留存收益占比72.26%，股本及溢价占比21.42%，其他储备占比6.33%，与年初相比变动不大，所有者权益稳定性仍较弱。

整体看，碧桂园控股权益中留存收益占比较大，权益结构稳定性一般。

##### 负债

2016—2018年，碧桂园控股负债规模逐年增长，年均复合增长68.99%。截至2018年底，碧桂园控股负债总额为14562.86亿元，较上年末增长56.08%，主要基于原因为碧桂园控股经营规模扩大，项目不断增加，融资需求随规模

扩大而增加。流动负债和非流动负债分别占比83.73%和16.27%，负债结构以流动负债为主。

2016—2018年，碧桂园控股流动负债快速增长，年均复合增长73.45%，主要系合同负债、贸易及其他应付款、银行及其他借款增长所致。截至2018年底，碧桂园控股流动负债合计12194.06亿元，较上年末增长58.46%，以合同负债（占比46.15%）和贸易及其他应付款（占比40.91%）为主。

碧桂园控股按照合同约定的付款安排从购房者处收到款项为合同负债。截至2018年底，碧桂园控股确认的合同负债为5628.00亿元，较上年末增长62.31%。

2016—2018年，碧桂园控股贸易及其他应付款快速增长，年均复合增长81.28%。截至2018年底，碧桂园控股贸易及其他应付款合计4988.21亿元，主要为应付账款（占比51.13%），从账龄来看主要为90天以内的应付账款（占比82.39%）。

2016—2018年，碧桂园控股非流动负债年均复合增长50.46%，主要系碧桂园控股经营规模不断扩大融资需求增加所致。截至2018年底，碧桂园控股非流动负债合计2368.80亿元，以银行及其他借款（占比59.03%）优先票据（占比16.67%）和递延所得税负债（占比13.60%）为主。

2016—2018年，碧桂园控股优先票据年均复合增长16.15%。截至2018年底，碧桂园控股优先票据合计394.78亿元，主要为碧桂园控股在海外发行的美元优先票据，实际利率在4.75%到8.00%之间，偿付期集中于2019—2026年之间，其中2019年2.50亿美元，2020年9.00亿美元，2021年7.50亿美元和9.50亿人民币，2022年11.25亿美元，2023年12.75亿美元，2024年5.50亿美元，2025年7.50亿美元，2026年3.50亿美元。考虑到汇率波动，未来可能对碧桂园控股优先票据偿付带来一定风险。

2016—2018年，碧桂园控股递延所得税负债年均复合增长115.66%。截至2018年底，碧桂

园控股递延所得税负债为322.24亿元，较上年末增长95.91%，其中将于12个月内清偿的递延所得税负债为54.82亿元，将于超过12个月后清偿的递延所得税负债为267.42亿元，短期内递延所得税负债偿债压力尚可。

2016—2018年，碧桂园控股非流动负债中的银行及其他借款年均复合增长90.06%。截至2018年底，碧桂园控股非流动负债中的银行及其他借款合计1398.39亿元，主要包括有抵押和无抵押两类。从偿付集中度来看，1~2年内须偿付的合计729.00亿元，2~5年内须偿付的合计601.63亿元，超过5年须偿付的合计67.76亿元，偿付压力集中于1~5年内，与碧桂园控股应付债券、优先票据等债务的偿付集中时间重合，存在一定的集中偿付风险。

2016—2018年，碧桂园控股全部债务总额快速增长，年均复合增长51.62%。截至2018年底，碧桂园控股有息债务合计3292.69亿元，其中短期债务占比38.54%，长期债务占比61.46%，以长期债务为主，债务结构较为合理。截至2018年底，碧桂园控股资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为89.36%、65.50%和53.85%，资产负债率和全部债务资本化比率较上年末均有所上升，主要系碧桂园控股规模不断扩大债务配置增加所致，长期债务资本化比率较上年末有所下降。整体看，碧桂园控股债务负担较重。

截至2019年6月底，碧桂园控股负债总额15603.95亿元，较年初增长7.15%，其中流动负债占84.10%，非流动负债占15.90%，与年初相比变动不大；全部债务3324.39亿元，较年初增加0.96%，其中短期债务占比34.43%，长期债务占比65.57%，长期债务占比增加，债务结构有所优化。截至2019年6月底，碧桂园控股资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为89.33%，64.08%和53.91%，资产负债率和全部债务资本化比率分别较年初下降0.03个百分点和1.42个百分点，长期债务资本化比率较年初提高0.06个百分点，债务负担仍处

于较重水平。

总体看，近年来碧桂园控股债务总额快速上升，债务结构以长期债务为主，符合房地产项目建设周期长的特点。同时，联合资信关注到碧桂园控股债务偿付集中于2019—2023年，可能存在一定的集中偿付压力。

#### (c) 盈利能力

近三年，碧桂园控股营业收入保持快速增长，年均复合增长57.36%。2018年，碧桂园控股实现营业收入3790.79亿元，同比增长67.07%，主要系房地产开发收入大幅增长所致。期间费用方面，2016—2018年，碧桂园控股期间费用逐年上升，年均复合增长46.87%。2018年，碧桂园控股期间费用总额为290.10亿元，同比上升97.51%，其中销售费用125.33亿元，同比上升25.30%；管理费用166.01亿元，同比上升128.38%；2018年，碧桂园控股100.00%的利息费用被资本化，利息资本化金额为191.29亿元；2018年，碧桂园控股财务收益高于财务费用，净财务收益为13.48亿元。2016—2018年，碧桂园控股费用收入比分别为8.79%、6.17%和7.33%。总体看，碧桂园控股期间费用控制能力尚可。2018年碧桂园控股实现利润总额为795.63亿元，实现净利润485.42亿元，同比增长68.83%，其中归属于母公司所有者的净利润346.18亿元

2016—2018年，碧桂园控股其他收入及收益占当年利润总额的比重逐年下降，分别为7.15%、5.61%和5.46%，投资物业之公允价值变动及转至投资物业之收益占当年利润总额的比重波动下降，分别为3.33%、1.09%和2.18%，利润总额中其他收入及收益和投资物业之公允价值变动及转至投资物业之收益所占比重较低，如果未来房地产市场景气度有所波动，可能存在利润总额下降的风险。

2019年1—6月，碧桂园控股实现营业收入2020.06亿元，同比增长53.16%，净利润230.57亿元，同比增长41.29%，归属于母公司股东的净利润156.35亿元，同比增长20.84%。

从盈利指标来看，2018年，碧桂园控股总资产报酬率为5.94%，较上年上升了0.27个百分点；净资产收益率33.47%，较上年上升了4.47个百分点。

总体看，2018年碧桂园控股盈利能力有所提升。碧桂园控股收入和净利润增长较快，其他收入及收益对利润总额的贡献逐年下降；近几年，碧桂园控股经营规模不断增长，期间费用增长较快，2018年整体盈利能力有所提高。

#### (d) 现金流分析

从经营活动来看，2016—2018年，碧桂园控股经营活动产生的现金流量净额分别为412.63亿元、240.84亿元和293.81亿元。2018年，碧桂园控股经营活动产生的现金流量呈大额净流入状态，主要系碧桂园控股推行稳健的现金流管理制度销售回款高所致，自2016年起碧桂园控股销售回款扣除支付土地款、工程款等经营性现金支出后，一直保持经营性现金流净额为正的态势。

从投资活动来看，2016—2018年，碧桂园控股投资活动产生的现金净额分别为-204.57亿元、-443.85亿元和-122.69亿元。2018年，碧桂园控股投资支出净额较上年下降72.36%，主要系碧桂园控股处置了以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产，收回的金额相比上年增加241.02亿元，导致2018年总体的投资活动流出资金减少。

从筹资活动来看，2016—2018年，碧桂园控股筹资活动产生的现金净额分别为274.54亿元、728.21亿元和738.32亿元，筹资活动现金流入规模持续上升；2018年较上年增长1.39%，变动不大。

2019年1—6月，碧桂园控股经营活动产生的现金流量净额18.08亿元，净流入规模同比减少42.91%；投资活动产生的现金流量净额-378.88亿元，净流出规模同比增加443.51%；筹资活动产生的现金流量净额160.01亿元，净流入规模同比减少74.63%。

总体看，2016—2018年，碧桂园控股经营

活动呈净流入状态，筹资规模逐年上升，投资活动持续净流出，考虑到碧桂园控股的在建项目较多，未来仍然存在一定的融资需求。

#### 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，碧桂园控股流动比率分别为1.20倍、1.13倍和1.15倍，波动下降；现金短期债务比分别为2.27倍、2.47倍和2.01倍，波动下降。整体看，碧桂园控股短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，碧桂园控股EBITDA分别为223.11亿元、473.47亿元和806.07亿元，呈持续快速增长态势，年均复合增长90.08%，2018年较上年上升70.25%。2016~2018年，碧桂园控股EBITDA利息倍数分别为3.24倍和4.29倍和4.21倍，波动上升；碧桂园控股EBITDA全部债务比分别为0.16倍、0.22倍和0.24倍，逐年增长。整体看，碧桂园控股债务负担较重，长期偿债能力有待提高。

截至2018年底，碧桂园控股获得银行授信额度为6037.00亿元，其中已使用授信额度为3020.00亿元，尚未使用的授信额度为3017.00亿元，间接融资渠道畅通。同时，碧桂园控股为香港交易所主板上市公司，具备直接融资渠道。

碧桂园控股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条件下，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，截至2019年6月底，该部分对外担保金额为3893.76亿元，或有负债风险低。此外，截至2019年6月底，碧桂园控股为关联公司提供担保金额为709.22亿元，担保金额占公司权益总额的38.06%，担保比例较高。

#### (e) 过往债务履约情况

根据公开资料显示，碧桂园控股维持良好信用记录，无违约记录及不良贷款。

#### (f) 抗风险能力

碧桂园控股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2019年6月底，碧桂园地产实收资本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。

碧桂园地产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2018年底，碧桂园地产合并资产总计12596.30亿元，负债合计11547.35亿元，所有者权益（含少数股东权益）1048.95亿元，其中归属于母公司所有者权益为735.23亿元。2018年，碧桂园地产实现营业收入2584.99亿元，净利润（含少数股东损益）331.39亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为246.81亿元；经营活动现金流量净额为250.66亿元，现金及现金等价物净增加额755.81亿元。

截至2019年6月底，碧桂园地产合并资产总计13983.61亿元，负债合计12742.05亿元，所有者权益（含少数股东权益）1241.57亿元，其中归属于母公司所有者的权益为858.35亿元。2019年1—6月，碧桂园地产实现营业收入1403.82亿元，净利润（含少数股东损益）182.55亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为122.94亿元；经营活动现金流量净额为28.90亿元，现金及现金等价物净增加额-188.99亿元。

碧桂园地产定位于碧桂园控股的境内房地产业务运营平台，自成立以来，碧桂园控股通过宙华投资多次将项目注入碧桂园地产，碧桂园地产规模快速扩大。未来碧桂园控股将持续整合境内房地产业务，碧桂园地产作为碧桂园控股的境内房地产业务运营平台，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，碧桂园地产在房地产行业具备丰富的开发运营经验，竞争实力非常强。

(1) 经营分析

(a) 经营概况

碧桂园地产主要从事房地产开发及销售、物业出租及酒店经营业务，营业收入包括主营业务收入和其他业务收入。其中，主营业务收入主要包括销售物业、租金收入和提供酒店服务收入，其他业务收入包括品牌管理服务、销售建材物资和其他收入。2018年，碧桂园地产实现营业收入2584.99亿元，同比增长107.44%，主要系碧桂园地产房地产项目竣工交付面积持续快速增长，带动结转收入增加所致。2018年，碧桂园地产实现净利润331.39亿元，同比增长147.23%，增长幅度高于营业收入增长幅度，主要系全年交付确收的均价较2017年上升，而成本控制增长较为平稳，带动营业收入增长幅度

超过营业成本增长幅度所致。

从碧桂园地产主营业务收入的构成来看，销售物业板块是主要收入来源，2016—2018年，占碧桂园地产主营业务收入的比例均在99.50%以上。2018年，碧桂园地产实现销售物业收入2543.23亿元，占当年主营业务收入的99.76%。此外，主营业务收入构成中还包括租金收入和提供酒店服务收入，2016—2018年，占主营业务收入的比重均在0.50%以下，占比很小。2018年，碧桂园地产实现租金收入1.66亿元，提供酒店服务收入4.34亿元，分别占当年主营业务收入的0.07%和0.17%，对收入的贡献很小。

从毛利率情况来看，2016—2018年，碧桂园地产主营业务毛利率分别为23.03%、25.35%和28.40%，呈逐年上升态势，其中2018年较2017年毛利率增加3.05个百分点，主要系全年交付确收的均价较2017年上升，而成本控制增长较为平稳，带动主营业务收入增长幅度超过主营业务成本增长幅度所致。碧桂园地产重点关注存在有效需求的地区和有利于其快速发展的地区，与国内大型房地产上市公司相比，盈利能力处于一般水平。

表 15 碧桂园地产主营业务收入构成情况 单位：亿元、%

板块	2016年			2017年			2018年			2019年1-6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
销售物业	885.78	99.73	22.96	1225.04	99.75	25.29	2543.23	99.76	28.36	1373.42	99.77	28.65
租金收入	0.40	0.05	77.85	0.43	0.04	56.94	1.66	0.07	57.97	1.02	0.07	81.37
酒店服务	2.01	0.23	40.52	2.67	0.22	47.86	4.34	0.17	45.38	2.21	0.16	42.08
合计	888.19	100.00	23.03	1228.14	100.00	25.35	2549.23	100.00	28.40	1376.65	100.00	28.71

资料来源：碧桂园地产提供

2019年1—6月，碧桂园地产实现主营业务收入1376.65亿元，其中销售物业收入占比99.77%，主营业务收入构成与2018年基本保持一致；主营业务毛利率28.71%，与2018年相比变动不大。

总体看，2016—2018年，碧桂园地产收入规模快速增长，主营业务毛利率持续增长，经

营处于稳定快速发展态势。

(b) 土地储备

碧桂园地产在土地储备上重点关注存在有效需求的地区和有利于碧桂园地产快速发展的地区。存在有效需求的地区主要指大城市周边地区、欠开发的中小城市以及地价和房价差距大的地区；有利于碧桂园地产快速开发的地区

主要指相关政策能够提供快速开工、快速销售和资金快速回笼条件的地区。

截至 2018 年底，碧桂园地产土地储备总面积为 18998.11 万平方米，较 2017 年底增长 50.61%，主要系碧桂园地产业务不断扩张，获取新增土地所致。按城市分类<sup>4</sup>来看，一、二线城市的土地储备面积为 5359.53 万平方米，较 2017 年底增长 34.46%；三、四线城市的土地储备为 13638.58 万平方米，较 2017 年底增长 58.07%。碧桂园地产一贯关注大城市周边地区以及欠开发的中小城市，土地储备在三、四线城市占有较大比例，2018 年底占比为 71.79%。

从土地储备地区分布来看，碧桂园地产土地储备分布于广东、江苏、湖南、河南、安徽、广西等多个地区。截至 2018 年底，广东省土地储备面积为 4089.92 万平方米，较上年底增长 22.14%，占土地储备总面积的 21.53%，占比最高。

从新增土地储备来看，2016—2018 年，碧桂园地产新拓展项目分别为 271 个、490 个和 618 个，新获取土地储备面积分别为 3875.57 万平方米、5681.54 万平方米、6393.88 万平方米，净新增土地储备面积分别为 1724.55 万平方米、4959.25 万平方米和 6383.87 万平方米。

从土地储备的均价来看，2016—2018 年，碧桂园地产平均楼面价格分别为 2043.54 元/平方米、2866.98 元/平方米和 2268.45 元/平方米，拿地均价波动增长。2017 年拿地均价较 2016 年增长 40.29%，主要系全国土地市场价格行情有所上涨，以及碧桂园地产为优化土地储备的质量，拿地时关注三、四线城市核心地段改善型需求，选择较优质地块，导致价格有所上升；2018 年拿地均价较 2017 年下降 20.88%，主要系三、四线城市拿地占比增加所致。

表 16 碧桂园地产新增土地储备情况

<sup>4</sup>一线城市包括：北京、上海、广州、深圳；二线城市包括：西安、郑州、珠海、福州、佛山、南宁、苏州、成都、沈阳、温州、宁波、唐山、南京、杭州、贵阳、兰州、济南、武汉、无锡、中山、东莞、长沙、合肥、重庆；其余为三四线城市。

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新拓展项目	271	490	618
新获取土地储备面积	3875.57	5681.54	6393.88
净新增土地储备	1724.55	4959.25	6383.87
土地储备总面积	7654.99	12614.25	18998.11
其中：一、二线城市	2516.93	3986.11	5359.53
三、四线城市	5138.06	8628.13	13638.58
新获取地价总额	791.99	1628.89	1450.42
平均楼面价格	2043.54	2866.98	2268.45

资料来源：碧桂园地产提供

截至 2018 年底，碧桂园地产处于各开发阶段的土地储备面积共计 18998.11 万平方米；其中竣工面积占比 1.40%、在建面积占比 56.29%、待开发土地建筑面积占比 42.31%。

表 17 截至 2018 年底碧桂园地产土地储备情况

单位：万平方米、%

	开发阶段	建筑面积	占比
竣工	已预售未交付	132.58	0.70
	待售	132.53	0.70
在建	已获预售证（已预售）	5225.34	27.50
	已获预售证（未预售）	1195.16	6.29
	未获预售证	4274.56	22.50
待开发	已摘牌未获施工证	8037.94	42.31
合计		18998.11	100.00

资料来源：碧桂园地产提供

从待开发土地储备情况看，截至 2018 年底，碧桂园地产在 30 个省拥有 1752 个项目的待开发土地储备，待开发土地储备对应建筑面积共计 18998.11 万平方米；其中，广东省的待开发土地储备占比最大，合计 4089.92 万平方米，占比 21.53%。

截至 2019 年 6 月底，碧桂园地产土地储备建筑面积 20948.58 万平方米，其中位于一、二线城市的占比 28.60%，位于三、四线城市的占比 71.40%，已经竣工的占 1.49%，在建的占 55.11%，待开发的占 43.40%。2019 年 1—6 月，碧桂园地产新拓展项目 142 个，新获取土地储

备面积 1710.07 万平方米，净新增土地储备 1950.46 万平方米，新获取地价总额 619.98 亿元，平均楼面价格为 3625.47 元/平方米。

总体看，碧桂园地产土地储备规模较大，能够支撑碧桂园地产未来一段时间的发展；碧桂园地产土地储备区域分布较为分散，其中集中度相对较高的区域为广东省，广东省良好的经济发展情况对当地房地产市场形成良好支撑；同时考虑到碧桂园地产项目中三、四线城市占比较大，未来市场前景仍存在一定不确定性。

#### (c) 项目建设开发情况

碧桂园地产深植于“项目公司、区域公司、总公司”的三层管理架构中，房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，日常管理主要由区域公司完成，总部对区域公司及下属项目的建设、销售等制定计划、进行管控指导，并组织考核。

从碧桂园地产房地产开发建设情况来看，2016—2018 年，碧桂园地产当期开复工面积分别为 2140.57 万平方米、4193.07 万平方米和 6958.60 万平方米，逐年增长。同时，碧桂园地产继续优化项目管理、加快周转速度，当期竣工面积波动增长，2016—2018 年分别为 1294.73 万平方米、1199.27 万平方米和 2400.46 万平方米。由于每年的竣工面积小于当年开复工面积，2016~2018 年，碧桂园地产期末在建面积逐年增长，分别为 3143.13 万平方米、6136.93 万平方米和 10695.06 万平方米。

表 18 碧桂园地产开工、竣工及期末在建情况

单位：万平方米

项目	2016 年	2017 年	2018 年
开复工面积（新开工面积）	2140.57	4193.07	6958.60
竣工面积	1294.73	1199.27	2400.46
期末在建面积	3143.13	6136.93	10695.06

资料来源：碧桂园地产提供

2019 年 1—6 月，碧桂园地产开复工面积为 2037.78 万平方米，竣工面积 1187.09 万平方米，期末在建面积 11545.75 万平方米。

由于碧桂园地产在建面积规模较大，预计碧桂园地产未来的资金投入将持续扩大，存在一定的资本支出压力。

#### (d) 签约销售情况

从碧桂园地产的销售情况看，2016—2018 年，签约销售面积逐年增长，分别为 1905.56 万平方米、3184.66 万平方米和 4504.47 万平方米，年均复合增长 53.75%，主要系业务规模扩张所致；签约销售均价方面，2016~2018 年分别为 7416.52 元/平方米、8482.58 元/平方米和 9141.64 元/平方米，年均复合增长 11.02%。2018 年销售均价较 2017 年上涨 7.77%，2017 年销售均价较 2016 年上涨 14.37%，主要系房地产市场持续升温，全国各地房价快速上涨所致。受量、价两方面影响，2016—2018 年，碧桂园地产签约销售金额逐年增长，分别为 1413.27 亿元、2701.41 亿元和 4117.82 亿元，年均复合增长 70.70%。

随着签约销售面积的逐年增长及竣工面积的波动增长，碧桂园地产 2016—2018 年结转收入面积和结转收入均逐年增长，结转收入面积分别为 1454.95 万平方米、1578.32 万平方米和 3008.89 万平方米，结转收入分别为 885.75 亿元、1215.90 亿元和 2543.23 亿元。

表 19 碧桂园地产房地产销售和结转情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

项目	2016 年	2017 年	2018 年
签约销售面积	1905.56	3184.66	4504.47
签约销售金额	1413.27	2701.41	4117.82
签约销售均价	7416.52	8482.58	9141.64
结转收入面积	1454.95	1578.32	3008.89
结转收入	885.75	1215.90	2543.23
结算均价	6087.84	7703.76	8452.40
平均楼面价格	1905.56	3184.66	4504.47

注：结转收入面积、结转收入和结算均价采用合并口径，其余数据为权益口径

资料来源：碧桂园地产提供

从碧桂园地产可售项目情况来看，碧桂园地产已竣工未预售建筑面积及在建中未预售建

筑面积规模仍然较大，截至 2018 年底尚余可售面积合计 5602.25 万平方米，碧桂园地产可售面积主要分布在三、四线城市。从碧桂园地产近三年的销售情况看，碧桂园地产可售项目充足，能够满足未来一年的销售需求。但同时联合资信也关注到，碧桂园地产可售项目规模较大，且多处于三、四线城市，面临一定去化压力。

2019 年 1—6 月，碧桂园地产签约销售面积 2635.47 万平方米，签约销售金额 2306.41 亿元，签约销售均价 8751.43 元/平方米。

总体看，近年来碧桂园地产销售情况良好，签约销售金额快速增长，为碧桂园地产未来收入结转提供支撑，但碧桂园地产存货规模较大且以三、四线城市居多，存在一定的去化压力。

## (2) 财务分析

### (a) 财务概况

碧桂园地产提供了 2016—2018 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，2019 年上半年财务数据未经审计。

截至 2018 年底，碧桂园地产纳入合并报表范围的子公司超过 2100 家，因碧桂园地产主营业务一直是房地产开发与经营，并未发生重大变化，财务数据具有一定的可比性。2018 年，碧桂园地产合并范围发生了较大变化，在 2018 年财务报告中对 2017 年年初和年末资产负债表情况进行了重列，对 2017 年利润表和现金流量表进行了重列，因此以下分析中，资产质量和负债及所有者权益部分分析 2016—2018 年情况，盈利能力、现金流和偿债能力分析 2017—2018 年情况。

截至 2018 年底，碧桂园地产合并资产总额 12596.30 亿元，所有者权益合计 1048.95 亿元（含少数股东权益 313.72 亿元）。2018 年，碧桂园地产实现营业收入 2585.99 亿元，利润总额 451.03 亿元。

截至 2019 年 6 月底，碧桂园地产合并资产

总额 13983.61 亿元，所有者权益合计 1241.57 亿元（含少数股东权益 383.22 亿元）。2018 年 1—6 月，碧桂园地产实现营业收入 1403.82 亿元，利润总额 240.39 亿元。

### (b) 资产质量

2016—2018 年，碧桂园地产资产规模迅速增长，年均复合增长 69.41%。截至 2018 年底，碧桂园地产资产总额为 12590.30 亿元，较年初增长 50.21%。其中，流动资产和非流动资产分别占比 89.59% 和 10.41%。资产构成以流动资产为主，符合房地产开发企业的特征。

#### 流动资产

2016—2018 年，流动资产年均复合增长 69.76%。截至 2018 年底，碧桂园地产流动资产总额达 11284.52 亿元，较年初增长 54.19%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致。截至 2018 年底，流动资产主要由货币资金（占比 16.73%）、预付款项（占比 8.57%）、其他应收款（占比 20.51%）和存货（占比 48.78%）构成。

2016—2018 年，碧桂园地产货币资金逐年增长，年均复合增长 98.20%，主要系房地产销售回笼资金增加所致。截至 2018 年底，碧桂园地产货币资金为 1887.65 亿元，主要包括银行存款和其他货币资金。其中，银行存款占比 94.02%；其他货币资金为受限制资金，占比 5.98%，主要是预售物业的建设保证金，将于相关已售物业竣工后得以解除。

2016—2018 年，碧桂园地产预付款项逐年增长，年均复合增长 202.11%，主要系预付土地款及工程款增加所致。截至 2018 年底，碧桂园地产预付款项 966.66 亿元，主要为预付土地款及工程款，其中，账龄在一年以内的预付款项占比 95.95%，账龄超过一年的预付款项占比 4.05%。

2016—2018 年，碧桂园地产其他应收款逐年增长，年均复合增长 21.39%。截至 2018 年底，碧桂园地产其他应收款 2313.99 亿元，主要包括关联方往来款（占比 39.65%）、对第三

方代垫款项和往来款（占比 35.55%）、土地竞买及其他保证金（占比 20.83%）。从账龄看，一年以内的其他应收款占比 93.89%；账龄超过 1 年的其他应收款主要为土地竞买保证金、其他保证金和关联方往来款，截至 2018 年底，未计提减值准备。总体看，碧桂园地产其他应收款数额较大，存在一定的资金占用。

2016—2018 年，随着碧桂园地产房地产开发项目的增加，存货规模逐年增加，年均复合增长 89.50%，主要系在建开发产品增加所致。存货构成主要包括在建开发产品和已完工开发产品。截至 2018 年底，碧桂园地产存货账面价值为 6225.34 亿元，其中，在建开发产品和已完工开发产品分别占比 94.65%和 4.47%，碧桂园地产对已完工开发产品计提存货跌价准备 3.15 亿元。截至 2018 年底，在建开发产品中的账面价值 591.21 亿元的土地使用权，是部分短期借款、长期借款和一年内到期的非流动负债的抵押物，属于所有权受限的资产。

#### 非流动资产

2016—2018 年，碧桂园地产非流动资产年均复合增长 66.54%，主要系长期股权投资、投资性房地产和其他非流动资产增长所致。截至 2018 年底，碧桂园地产非流动资产为 1311.78 亿元，较年初增长 22.90%。截至 2018 年底，非流动资产主要由长期股权投资（占比 29.38%）、投资性房地产（占比 5.27%）、固定资产（占比 4.22%）、其他非流动资产（占比 54.93%）和递延所得税资产（占比 5.08%）构成。

2016—2018 年，碧桂园地产长期股权投资年均复合增长 142.77%，主要系对合营企业和联营企业的投资大幅增加所致。截至 2018 年底，碧桂园地产长期股权投资 385.44 亿元，其中，对合营企业投资和联营企业投资分别占比 58.18%和 41.82%。

2016—2018 年，碧桂园地产投资性房地产年均复合增长 78.32%，主要系存货转入和转入资产重估增值所致。截至 2018 年底，碧桂园地

产投资性房地产 69.09 亿元，其中，已完工开发产品和在建开发产品公允价值占比分别为 91.76%和 8.24%。

碧桂园地产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之前期开发成本及预期超过正常营运周期完成的在建开发产品项目之开发成本。2016—2018 年，其他非流动资产年均复合增长 48.90%。截至 2018 年底，碧桂园地产其他非流动资产 720.60 亿元，较年初增长 54.93%，主要系项目公司数量大幅增长，前期开发成本随之增加所致。

截至 2018 年底，碧桂园地产受限资产合计 731.71 亿元，占总资产规模的 5.81%，占净资产 69.76%，整体资产受限程度较低。

截至 2019 年 6 月底，碧桂园地产资产总额 13983.61 亿元，其中流动资产和非流动资产占比分别为 88.65%和 11.35%，资产构成较年初变动不大。

总体看，碧桂园地产资产规模逐年快速增长，资产结构以流动资产为主，流动资产中存货占比较高，符合房地产开发企业的特征。碧桂园地产的资产受限程度较低，存在一定的资金占用，整体资产质量较好。

#### (c) 负债及所有者权益

##### 所有者权益

2016—2018 年，碧桂园地产所有者权益年均复合增长 53.29%。截至 2018 年底，所有者权益 1048.95 亿元，较年初增长 59.48%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益为 735.23 亿元，少数股东权益为 313.72 亿元。碧桂园地产所有者权益中实收资本和未分配利润占比分别为 12.67%和 55.67%，所有者权益稳定性较低。

总体看，碧桂园地产所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益的稳定性较低。

##### 负债

2016—2018 年，碧桂园地产负债规模快速增长，年均复合增长 71.14%。截至 2018 年底，碧桂园地产负债合计 11547.35 亿元，其中流动

负债占比 90.90%，非流动负债占比 9.10%，以流动负债为主。

2016—2018 年，碧桂园地产流动负债规模不断上升，年均复合增长 68.22%。截至 2018 年底，碧桂园地产流动负债总额达 10496.54 亿元，较年初增长 48.90%，主要由应付账款（占比 18.85%）、预收款项（占比 49.88%）、应交税费（占比 5.06%）和其他应付款（占比 19.60%）构成。

截至 2018 年底，碧桂园地产应付账款较上年增长 69.88%，主要系房地产开发项目增多，应付工程款、应付材料款、应付土地款和应付关联方增加所致。截至 2018 年底，碧桂园地产应付账款为 1978.45 亿元，主要包括应付工程款（占比 77.17%）、应付关联方（占比 14.87%）、应付材料款（占比 5.44%）和应付土地款（占比 1.84%），应付关联方款项占比较高。截至 2018 年底，账龄超过 1 年的应收账款 24.60 亿元，主要为应付工程款。

碧桂园地产预收款项主要为已收但尚未达到收入确认条件的房款，该款项待工程完工达到交付条件后结转为营业收入。2016—2018 年，预收账款逐年增加，年均复合增长 104.11%，主要系碧桂园地产房地产开发业务急速扩张，预收售楼款增加所致。截至 2018 年底，预收账款 5236.10 亿元，较年初增长 72.89%。

2016—2018 年，碧桂园地产其他应付款呈波动上升态势，年均复合增长 15.36%。截至 2018 年底，碧桂园地产其他应付款 2056.94 亿元，较年初下降 2.29%，其他应付款主要包括关联方往来款（占比 57.22%）、第三方代垫款项及往来款（占比 33.18%），其他包括应付保证金及押金、应付债券利息、应付借款利息等，合计占比 9.60%。

非流动负债方面，2016—2018 年，碧桂园地产非流动负债年均复合增长 112.37%。截至 2018 年底，非流动负债合计 1050.81 亿元，较年初增长 54.83%，主要系长期借款和递延所得税负债增长所致。碧桂园地产非流动负债主要

由长期借款（占比 90.34%）构成。

2016—2018 年，碧桂园地产长期借款年均复合增长 112.05%，主要系碧桂园地产经营规模扩大，所需资金增加所致。截至 2018 年底，长期借款 949.34 亿元，较年初增长 60.05%，由抵押/质押借款（占比 53.28%）和信用借款（占比 46.72%）构成。截至 2018 年底，碧桂园地产抵押借款 505.81 亿元，其中，480.89 亿元的长期借款由若干物业、土地使用权和房屋及建筑物作抵押，抵押物账面价值为 437.61 亿元；9.56 亿元的长期借款由碧桂园地产若干成员公司股权质押；15.36 亿元的长期借款由碧桂园地产以若干截止 2018 年 12 月 31 日长租物业的将来的应收租金款作为抵押。从融资成本来看，长期借款加权平均利率为 6.47%。

截至 2018 年底，碧桂园地产全部债务为 1641.66 亿元，其中，短期债务和长期债务占比分别为 40.53%和 59.47%，仍以长期债务为主。截至 2018 年底，碧桂园地产资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 91.67%、61.01%和 48.21%，较年初分别上升 -0.48 个百分点、0.31 个百分点和 -0.32 个百分点，资产负债率水平仍较高。若剔除流动负债中的预收账款及资产中相对应金额后，碧桂园地产资产负债率为 88.49%，较剔除前下降 3.18 个百分点。

截至 2019 年 6 月底，碧桂园地产合并负债规模 12742.05 亿元，其中流动负债 11692.93 亿元，非流动负债 1049.12 亿元。截至 2019 年 6 月底，碧桂园地产全部债务为 1619.57 亿元，其中短期债务占 39.51%，长期债务占 60.49%，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 44.10%、56.61%和 91.12%，均较上年底小幅下降。

总体看，近年来，随着碧桂园地产业务规模的扩大，整体负债规模快速增长，负债结构以流动负债为主，债务负担持续加重，碧桂园地产或将面临一定的偿债压力。

#### (d) 盈利能力

2017—2018年，碧桂园地产营业收入快速增长，分别为1246.14亿元和2584.99亿元，增长107.44%，主要系碧桂园地产近年来持续扩大房地产开发业务，结转收入规模逐年增加所致。房地产开发销售是碧桂园地产营业收入的主要来源，2017~2018年，其在营业收入的占比均超过99.00%。租金收入、提供酒店服务收入以及其他业务收入占营业收入的比重较小，合计不超过1.00%。

2017—2018年，碧桂园地产营业成本呈快速增长，分别为930.79亿元和1847.04亿元，增长98.44%。2017—2018年，碧桂园地产营业利润率呈逐年上升态势，分别为19.81%和24.10%，营业利润增加主要系全年交付确收的均价较2017年上升，而成本控制增长较为平稳，带动营业收入增幅高于营业成本增幅所致。2017—2018年，碧桂园地产利润总额分别为175.51亿元和451.03亿元，增长156.99%；净利润分别为134.04亿元和331.39亿元，增长147.23%。

从期间费用来看，2017—2018年，碧桂园地产费用总额快速，增长率为105.09%，主要源于销售费用和管理费用的大幅增长。2018年，碧桂园地产销售费用为91.94亿元，同比增长63.89%；管理费用为103.56亿元，同比增长196.49%。销售费用和管理费用的大幅增长主要系碧桂园地产业务规模的扩张、人才储备的增长所致，且有部分管理费用（如薪酬激励、相关税费等）与结算相关，随着确收的增长而增长。2017—2018年，碧桂园地产财务费用分别为-2.52亿元、和-13.99亿元，呈负值，主要系利息支出全部资本化，财务费用主要由利息收入构成所致。2017—2018年，碧桂园地产费用收入比分别为7.10%和7.02%，呈下降态势。总体看，碧桂园地产费用控制能力尚可。

从净利润规模来看，2018年，碧桂园地产实现净利润331.39亿元，同比增长147.23%。净利润增幅超过营业收入增幅，主要系碧桂园

地产业务扩张，且全年交付确收的均价较2017年上升，而成本控制增长较为平稳，带动营业收入增长幅度超过营业成本增长幅度所致。联合资信将持续关注碧桂园地产的净利润变动趋势。

从各项盈利指标来看，2017—2018年，碧桂园地产营业利润率逐年上升，分别为19.81%和24.10%。2018年，碧桂园地产净资产收益率为38.83%，较上年增长14.55个百分点。与国内大型房地产上市公司相比，碧桂园地产盈利能力处于行业一般水平。

2019年1—6月，碧桂园地产实现营业收入1403.82亿元，利润总额240.39亿元。

总体看，碧桂园地产盈利规模较大，盈利能力较强。未来，随着在建项目实现销售以及预售项目竣工交付结转收入，碧桂园地产有望保持收入和利润规模。联合资信将持续关注各项调控政策可能对碧桂园地产的收入规模和盈利水平带来的影响。

#### (e) 现金流分析

从经营活动情况来看，2018年，碧桂园地产经营活动产生的现金流入为5046.04亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为4317.44亿元，较上年大幅增长61.68%，主要系碧桂园地产合同销售、交付确收均有所增长所致；收到其他与经营活动有关的现金为728.60亿元，较上年增长7.97%，主要系第三方代垫款及往来款和收取保证金及按金大幅增长所致。2018年，碧桂园地产经营活动产生的现金流量净额为250.66亿元，保持净流入状态，较上年增幅为24.60%。

从投资活动情况来看，碧桂园地产投资活动现金流入为收回投资收到的现金和处置固定资产、无形资产和处置投资收益收到的现金净额，2018年，投资活动现金流入为244.49亿元，较2017年呈大幅增长态势，主要系碧桂园地产业务扩张所致。2018年，碧桂园地产投资活动产生的现金流量净额为-565.19亿元，较上年净流出额有所下降，但因投资活动现金支出较大，

投资活动现金流呈净流出状态。

从筹资活动情况来看，2018年，碧桂园地产筹资活动现金流入为1491.10亿元，较上年下降16.24%，主要系经营现金流回笼较强，筹资需求相对下降所致。2018年，碧桂园地产筹资活动产生的现金流量净额为1070.35亿元，较上年下降21.87%，筹资活动现金流仍呈净流入状态。

2019年1—6月，碧桂园地产经营活动体现为净流入，流入量和净流量分别为2711.75亿元和2682.85亿元；投资活动现金流体现为净流出，现金流量净额为-593.03亿元；筹资活动现金净流量为375.13亿元，对外部融资依赖较大。

总体看，碧桂园地产经营活动现金流呈净流入状态，由于投资活动资金需求较大，筹资规模较大，考虑到碧桂园地产的在建项目较多，随着项目推进，筹资压力较大。

#### (f) 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2018年，碧桂园地产流动比率为1.08倍，较2017年的1.04倍有所上升；碧桂园地产速动比率为0.55倍，较2017年的0.60倍有所下降。2017—2018年，现金短期债务比有所下降，由3.34倍降至3.01倍；2018年经营现金流动负债比率为2.39%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保障程度较弱。

从长期偿债能力指标来看，2018年，碧桂园地产EBITDA为454.54亿元，较上年大幅增长154.78%，主要来自利润总额的增长。2018年，EBITDA利息倍数为4.80倍，EBITDA对利息的保障能力尚可；EBITDA全部债务比为0.28倍，EBITDA对全部债务的保障水平较上年提升57.68%；经营现金债务保护倍数为0.15倍，经营活动产生的现金流量净额对全部债务的保障能力较弱。整体看，碧桂园地产的长期偿债能力尚可。

截至2018年底，碧桂园地产对外担保合计3052.35亿元。其中，2387.81亿元系碧桂园地

产提供予部分购房者的按揭融资担保，664.54亿元系为关联方借款提供担保。联合资信认为，若未来三、四线城市房价大幅走低，碧桂园地产仍将面临一定的或有负债风险。

截至2018年底，碧桂园地产未决诉讼涉案金额合计11.79亿元（仅1000万元以上重大案件），相对碧桂园地产的收入规模不大，预计不会对碧桂园地产的正常经营产生较大影响。

根据碧桂园地产提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至2019年9月9日，碧桂园地产无已结清和未结清不良类业务和关注类业务信息，过往债务履约情况良好。

截至2018年底，碧桂园控股获得银行授信额度为6037.00亿元，其中已使用授信额度为3020.00亿元，尚未使用的授信额度为3017.00亿元。碧桂园地产作为碧桂园控股的子公司，间接融资渠道较为畅通。

#### (g) 抗风险能力

碧桂园地产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，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2018年底，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年底，深圳碧盛发展资产总额544.42亿元，负债合计543.23亿元，所有者权益1.18亿元。2018年深圳碧盛发展实现营业收入43.79亿元，净利润3.83亿元。

### (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。2018年，深圳碧盛商品实现销

售收入 43.79 亿元，毛利率为 2.44%。

## （2）财务分析

资产质量方面。截至 2018 年底，深圳碧盛发展资产总额为 544.42 亿元，较年初上升 83.01%，主要系货币资金（占比 86.93%）和存货（占比 8.15%）大幅上升所致。截至 2018 年底，货币资金 473.26 亿元，其中银行存款为 367.55 亿元，其他货币资金为 105.71 亿元，深圳碧盛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 2018 年底，深圳碧盛存货 44.37 亿元，全部为原材料。其中，流动资产 544.41 亿元，占比接近 100.00%。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 2018 年底，深圳碧盛发展负债总额为 543.23 亿元，较年初上升 84.36%，主要系应付账款和其他应付款大幅上升所致。深圳碧盛发展的负债全部为流动负债，主要由其他应付款（占比 81.64%）和应付账款（占比 17.35%）构成。截至 2018 年底，深圳碧盛发展其他应付款为 443.51 亿元，主要为归集的碧桂园下属公司的资金中产生的负债；截至 2018 年底，深圳碧盛发展应付账款 69.58 亿元，主要为应付保理融资款和应付材料供应商的货款。截至 2018 年底，深圳碧盛发展所有者权益 1.18 亿元，较年初下降 57.92%，主要源于未分配利润的大幅下降。未分配利润 0.24 亿元，较年初下降 88.22%，占比从 73.98% 下降至 20.71%。总体看，深圳碧盛发展负债全部由流动负债构成；所有者权益中未分配利润虽大幅下降，占比仍较高，所有者权益结构稳定性一般。

盈利能力方面。2018 年，深圳碧盛发展实现营业收入、净利润分别为 43.79 亿元、3.83 亿元，分别较上年同比增长 210.03% 和 82.93%，主要系深圳碧盛发展随着碧桂园地产的发展业务不断增加所致。2018 年，深圳碧盛发展实现投资收益 2.81 亿元，主要为银行理财产品收益

及证券投资基金投资收益，占净利润的比例为 56.92%。2018 年，深圳碧盛发展财务费用为 -2.02 亿元，主要为银行存款利息收入。从盈利指标看，2018 年，深圳碧盛发展净资产收益率和营业利润率分别为 191.99% 和 2.41%，较上年均有所增加。总体看，伴随着碧桂园地产业务的发展，深圳碧盛发展的盈利能力逐步抬升，盈利能力尚可。

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。兴业银行秉持“真诚服务，相伴成长”的经营理念，以服务实体经济为己任，致力于提供全面、多元、优质、高效的金融服务。截至 2018 年底，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%。

截至 2018 年底，兴业银行资产总额 67116.57 亿元，其中本外币各项贷款余额 29340.82 亿元；负债总额 62390.73 亿元，其中本外币各项存款余额 33035.12 亿元。不良贷款余额 461.40 亿元，不良贷款率 1.57%。按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率 12.20%，一级资本充足率 9.85%，核心一级资本充足率 9.30%。2018 年实现营业收入 1582.87 亿元，归属于母公司股东的净利润 606.20 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。

兴业银行创新托管业务发展思路，持续推进业务转型优化，以“托管+”的思维加强集团联动，促进托管业务发展，并通过产品运营和系统能力建设，提高服务水平。截至2018年末，兴业银行资产托管业务规模116065.78亿元，较期初增加3738.49亿元，增长3.33%。

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、风险管理能力强、托管经验丰富。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年末，中建投信托资产总额86.06亿元，所有者权益73.97亿元。2018年，中建投信托实现营业收入18.93亿元，净利润9.16亿元。截至2018年末，中建投信托信托资产总计为1693.89亿元，信托权益合计1684.77亿元；2018年中建投信托信托项目收入合计128.27亿元，信托净利润112.22亿元。

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，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》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，实现资产支持票据与委托人之间的风险隔离；资产支持票据的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，广东龙越建筑工程有限公司、肇庆市现代筑美家居有限公司、广东腾越建筑工程有限公司、沈阳腾越建筑工程有限公司、广东诚加装饰设计工程有限公司、广东腾安机电安装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 年度第三期资产支持票据”项下优先级票据

的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

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](http://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<sub>sf</sub>、AA<sub>sf</sub>、A<sub>sf</sub>、BBB<sub>sf</sub>、BB<sub>sf</sub>、B<sub>sf</sub>、CCC<sub>sf</sub>、CC<sub>sf</sub>、C<sub>sf</sub>。除 AAA<sub>sf</sub> 级、CCC<sub>sf</sub> 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 <sub>sf</sub>	还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA <sub>sf</sub>	还本付息能力很强，违约风险很低。
	A <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC <sub>sf</sub>	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
违约级	C <sub>sf</sub>	不能偿还债务。

## 附件 2-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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，违约风险较高
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

## 附件 2-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

### 附件3 碧桂园控股有限公司主要财务数据及指标

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-6月
资产总额（亿元）	5915.72	10496.69	16296.94	17467.30
所有者权益（亿元）	816.15	1166.12	1734.08	1863.35
短期债务（亿元）	457.64	700.86	1268.91	1144.67
长期债务（亿元）	974.77	1464.83	2023.78	2179.72
全部债务（亿元）	1432.40	2165.69	3292.69	3324.39
营业收入（亿元）	1530.87	2269.00	3790.79	2020.06
净利润（亿元）	136.63	287.52	485.42	230.57
EBITDA（亿元）	223.11	473.47	806.07	--
经营性净现金流（亿元）	412.63	240.84	293.81	180.80
总资产周转次数（次）	0.32	0.28	0.28	0.14
总资本收益率（%）	6.84	10.30	11.61	5.41
总资产报酬率（%）	4.52	5.67	5.94	2.82
净资产收益率（%）	15.98	29.01	33.47	15.22
费用收入比（%）	8.79	6.17	7.33	8.79
资产负债率（%）	86.20	88.89	89.36	89.33
全部债务资本化比率（%）	63.70	65.00	65.50	64.08
长期债务资本化比率（%）	54.43	55.68	53.85	53.91
EBITDA 利息倍数（倍）	3.24	4.29	4.21	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.22	0.24	--
流动比率（倍）	1.20	1.13	1.15	--
现金短期债务比（倍）	2.27	2.47	2.01	--

注：2019年6月财务数据未经审计。

#### 附件 4 碧桂园地产集团有限公司主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额 (亿元)	4388.84	8385.76	12596.30	13983.61
所有者权益 (亿元)	446.40	657.75	1,048.95	1241.57
短期债务 (亿元)	744.56	395.83	665.31	639.96
长期债务 (亿元)	211.13	620.17	976.34	979.61
全部债务 (亿元)	955.69	1016.00	1641.66	1619.57
营业收入 (亿元)	--	1246.14	2584.99	1403.82
净利润 (亿元)	--	134.04	331.39	182.55
EBITDA (亿元)	--	230.36	549.18	--
经营性净现金流 (亿元)	--	201.17	250.66	28.90
应收账款周转次数 (次)	--	22.84	13.08	--
存货周转次数 (次)	--	0.40	0.43	--
总资产周转次数 (次)	--	0.20	0.25	0.11
现金收入比率 (%)	--	214.29	167.02	161.11
总资本收益率 (%)	--	8.72	15.19	--
总资产报酬率 (%)	--	2.75	4.30	--
净资产收益率 (%)	--	24.28	38.83	--
营业利润率 (%)	--	19.81	24.10	24.02
费用收入比 (%)	--	7.10	7.02	8.18
资产负债率 (%)	89.83	92.16	91.67	91.12
全部债务资本化比率 (%)	68.16	60.70	61.01	56.61
长期债务资本化比率 (%)	32.11	48.53	48.21	44.10
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	3.43	4.80	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	--	0.18	0.28	0.15
流动比率 (倍)	1.06	1.04	1.08	1.06
速动比率 (倍)	0.64	0.60	0.55	0.53
现金短期债务比 (倍)	0.77	3.34	3.01	2.90
经营现金流动负债比率 (%)	--	2.85	2.39	0.25

注：1、2019 年 6 月财务数据未经审计。

2、因 2018 年碧桂园地产合并范围发生了较大变化，在 2018 年财务报告中对 2017 年年初和年末资产负债表进行了重列，且仅对 2017 年利润表和现金流量表进行了重列，故上述表格对 2016 年营业收入和净利润未予列示。

## 附件 5 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 年度第三期 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 年度第三期资产支持票据”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 年度第三期资产支持票据”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 年度第三期资产支持票据”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 年度第三期资产支持票据”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 年度第三期资产支持票据”相关信息，如发现“深圳前海汇天国际商业保理有限公司 2019 年度第三期资产支持票据”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 年度第三期资产支持票据”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 年度第三期资产支持票据”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。