

# 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 2020 年跟踪评级报告》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

二〇二〇年七月二十四日



# 信用等级公告

联合〔2020〕2639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”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“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“19 前海汇天 ABN003 优先”的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇二〇年七月二十四日



# 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 2020 年跟踪评级报告

## 评级结果

资产支持 票据	存续规模 (亿元)		占比 (%)		评级结果	
	本次	首次	本次	首次	本次	首次
19 前海汇天 ABN003 优先	5.27	5.27	93.76	93.76	AAA <sub>sf</sub>	AAA <sub>sf</sub>
19 前海汇天 ABN003 次	0.01	0.01	0.18	0.18	NR	NR
<b>票据合计</b>	<b>5.28</b>	<b>5.28</b>	<b>93.94</b>	<b>93.94</b>	—	—
超额抵押	0.34	0.34	6.06	6.06	—	—
<b>资产池合计</b>	<b>5.62</b>	<b>5.62</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	—	—

## 跟踪评级相关日期

信托设立日：2019 年 11 月 28 日  
 票据预计到期日：2020 年 11 月 20 日  
 本次跟踪期间：2019 年 11 月 28 日—2020 年 6 月 30 日  
 跟踪基准日：2020 年 6 月 30 日

## 本次评级使用的评级方法、模型

名称	版本
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

## 跟踪评级报告日

2020 年 7 月 24 日

## 分析师

张红军 范雅欣 朱 聪

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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 9 层（100022）

网址：http://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“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”进行了持续的跟踪，对本交易项下基础资产的信用表现、票据兑付情况、交易结构的稳健性、参与机构履职情况等进行了持续的跟踪和监测。

根据受托人提供的资产池等相关信息，联合资信测算了预计信托现金流回款对本期票据预期支出的覆盖情况；同时，对共同债务人碧桂园控股有限公司（以下简称“碧桂园控股”）、碧桂园地产集团有限公司（以下简称“碧桂园地产”）及深圳碧盛发展有限公司（以下简称“深圳碧盛发展”）的信用状况进行了分析。碧桂园控股及碧桂园地产盈利能力强，整体偿债能力极强，联合资信维持其 AAA 的主体信用等级。碧桂园控股及碧桂园地产的主体信用等级依然决定了资产支持票据的最终评级结果。

经过跟踪评级测算和分析，联合资信确认维持“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“19 前海汇天 ABN003 优先”的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

## 优势

1. **共同债务人碧桂园控股和碧桂园地产整体偿债能力极强。**跟踪期内，本交易基础资产的共同债务人碧桂园控股和碧桂园地产盈利能力强，整体偿债能力极强，联合资信维持其 AAA 的主体长期信用等级，对“19 前海汇天 ABN003 优先”本息的偿付仍起到主要信用支撑作用。

## 关注

1. **共同债务人或面临一定的去库存风险且债务负担仍较重。**碧桂园控股和碧桂园地产

土储规模较大，但布局三四线城市占比仍较高，或面临较大的去库存风险。2019年以来，碧桂园控股和碧桂园地产债务规模继续增长，债务负担仍较重。

2. **本交易存在一定的操作风险。**本交易共同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。

## 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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至“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到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内本期优先级资产支持票据的信用等级有可能发生变化。

## 一、交易概要及票据兑付

跟踪期内，未触发对信托财产产生重大不利影响的事项。截至跟踪基准日，资产支持票据尚未兑付。

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信托项下相应的信托受益权。

## 二、参与机构分析

1. 发起机构/委托人/保理商/资产服务机构  
跟踪期内，汇天保理履职情况稳定。考虑到汇天保理资产规模较小，盈利能力较弱，联合资信将对其作为资产服务机构的履约能力保持关注。

本交易的委托人/发起机构/资产服务机构为汇天保理。截至2019年底，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%。

截至2019年末，汇天保理资产总额为40649.94万元，负债合计25212.43万元，所有者权益总额为15437.51万元。2019年，汇天保理实现营业收入42828.86万元，净利润221.68万元。

截至2020年3月末，汇天保理资产总额为36565.47万元，负债合计21400.98万元，所有

者权益总额为15164.49万元。2019年，汇天保理实现营业收入8536.98万元，净利润24.45万元。

本交易共设置两档资产支持票据，分为优先级资产支持票据(票据简称“19前海汇天ABN003优先”)和次级资产支持票据(票据简称“19前海汇天ABN003次”)，已于2019年11月26日发行，并于2019年11月29日起在全国银行间债券市场流通。其中，“19前海汇天ABN003优先”采用固定利率，实际发行利率为6.00%，还本付息方式为到期一次性还本付息，预期到期日为2020年11月20日；“19前海汇天ABN003次”在“19前海汇天ABN003优先”本息完成兑付后，获得剩余收益。

截至跟踪基准日，资产池尚未开始回款，资产支持票据尚未开始兑付。

跟踪期内，未触发“回购事件”“赎回事件”“资产服务机构解任事件”“权利完善事件”等对信托财产产生重大不利影响的事项，本交易整体表现良好。

### 2. 受托人/发行载体管理人

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，跟踪期内，履职情况稳定。

本交易的受托人/发行载体管理人是中建投信托。截至2019年底，中建投信托注册资本50.00亿元人民币，第一大股东为中国建银投资有限责任公司，持股比例90.05%；第二大股东为建投控股有限责任公司，持股比例9.95%。

截至2019年底，中建投信托资产总额106.33亿元，所有者权益83.27亿元。2019年，中建投信托实现营业收入24.23亿元，净利润8.80亿元。截至2019年底，中建投信托信托资



产总计为 1800.96 亿元，信托权益合计 1791.90 亿元；2019 年中建投信托信托项目收入合计 138.31 亿元，信托净利润 114.53 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。

### 3. 资金保管银行/保管银行

兴业银行作为全国性股份制商业银行之一，财务实力稳健、风险管理能力强、托管经验丰富，跟踪期内，履职情况稳定。

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”）。截至 2019 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 2019 年底，兴业银行资产总额 71456.81 亿元，其中发放贷款及垫款 33451.80 亿元；负债总额 65960.29 亿元，其中吸收存款 37948.32 亿元；所有者权益合计 5496.52 亿元。截至 2019 年底，兴业银行不良贷款余额 530.22 亿元，不良贷款率 1.54%，拨备覆盖率 199.13%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率 13.36%，一级资本充足率 10.56%，核心一级资本充足率 9.47%。2019 年实现营业收入 1813.08 亿元，净利润 667.02 亿元。

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体系，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 2019 年末，兴业银行资产托管业务规模 123840.40 亿元，较年初增加 7774.62 亿元。

### 4. 共同债务人——碧桂园控股

碧桂园控股作为本交易的共同债务人之一，跟踪期内，经营规模保持增长，盈利能力强，融资渠道畅通，联合资信维持其主体长期信用等级 AAA，偿债能力极强，违约风险极低。

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。截至 2019 年底，碧桂园控股股本及溢价余额 297.51 亿元，其中杨惠妍女士通过旗下控股公司必胜有限公司持有碧桂园控股 57.68% 的股权，为控股股东；杨惠妍女士为碧桂园控股最终控制人。

碧桂园控股财务报表根据香港会计准则列报<sup>1</sup>，截至 2019 年底，碧桂园控股合并资产总额 19071.52 亿元，所有者权益总额 2186.08 亿元（非控制股东权益 666.69 亿元）。2019 年，碧桂园控股实现营业收入 4859.08 亿元，除税前溢利 989.39 亿元。

跟踪期内，作为中国领先的住宅开发商，碧桂园控股继续保持以住宅为主、商业地产为辅的业务结构。截至 2019 年底，碧桂园控股在国内 31 个省/直辖市/自治区拥有 2512 个处于不同阶段的房地产开发项目，同时在海外投资 24 个项目。与此同时，碧桂园控股进一步挖掘商业物业的价值，推动旗下酒店开发与经营。

#### 经营分析

##### (a) 经营概况

跟踪期内，碧桂园控股营业收入保持增长，

<sup>1</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。

以房地产开发收入的增长为主。

2019年，碧桂园控股实现营业总收入4859.08亿元，同比增长28.18%。其中，房地产开发收入4750.12亿元，占营业收入的97.76%，同比增长25.89%。

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，2019年碧桂园控

股房地产开发收入占当期收入总额的比重为97.76%，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3.00%。2019年，由于物业管理业务已经拆分上市，无来自物业管理业务的营业收入。

表1 2017—2019年碧桂园控股主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

板块	2017年		2018年		2019年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房地产开发	2201.57	97.03	3694.05	97.45	4750.12	97.76
建筑、装修及装饰	23.05	1.02	52.65	1.39	62.19	1.28
物业投资	1.08	0.05	2.27	0.06	4.12	0.08
物业管理	26.56	1.17	16.32	0.43	--	--
酒店经营	16.74	0.74	25.50	0.67	42.65	0.88
合计	<b>2269.00</b>	<b>100.00</b>	<b>3790.79</b>	<b>100.00</b>	<b>4859.08</b>	<b>100.00</b>

注：1.2017年碧桂园控股将其收入分拆为房地产开发、建筑、物业投资、物业管理及酒店经营五个分部，物业管理分部在2018年6月分拆上市后，碧桂园控股对收入分拆方式进行了调整，分为房地产开发、建筑、其他三个分部，其中其他分部主要包括物业投资、分拆上市前的物业管理、酒店经营及其他；2.加总之和与合计不等为四舍五入所致，下同  
资料来源：联合资信根据碧桂园控股年度报告整理

### （b）土地储备<sup>2</sup>

碧桂园控股土地储备总建筑面积呈现增长趋势，土地储备规模仍较大，新获取的土地储备仍集中在三四线城市，能够支撑未来一段时间的发展，但可能面临一定的去库存风险。

截至2019年底，碧桂园控股位于中国内地的土地储备建筑面积约25856万平方米，较上年底增长7.45%，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。

2019年，碧桂园控股净新增的土地储备建筑面积为1792万平方米，较2018年有所下降，主要原因是截至2018年初碧桂园控股已有较大规模的土地储备，2018年起碧桂园控股强调项目质量管控，更加重视项目利润，根据市场情况调整发展经营策略审慎获取项目，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。

从土地储备区位分布来看，截至2019年底，碧桂园控股于中国内地的土地储备79%分布在广东省以外，地域分布较为多元，以三、四线城市为主，未来可能存在一定的库存去化压力。

截至2019年底，碧桂园控股处于各开发阶段的土地储备面积共计25856万平方米；其中，竣工面积占比2.47%、在建面积占比58.43%、待开发土地建筑面积占比39.10%。

表2 截至2019年底碧桂园控股土地储备情况

（单位：百万平方米、%）

	开发阶段	建筑面积	占比
竣工	已预售未交付	3.7	1.43
	待售	2.7	1.04
在建	已获预售证（已预售）	82.6	31.94
	已获预售证（未预售）	21.0	8.12
	未获预售证	47.5	18.37
待开发	已摘牌未获施工证	101.1	39.10
合计		<b>258.6</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据碧桂园控股年度报告整理

<sup>2</sup>本部分提及的碧桂园控股土地储备等相关数据，如无特别说明，均为权益口径。



(c) 项目建设开发情况

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。

从新增项目数量上来看,截至2019年底,碧桂园控股存续项目数量较上年底仅增加371个,2018年底较上年底增加数量为697个,增幅下降,主要系2018年起碧桂园控股更加强调项目质量管控,调整发展经营策略,重视项目利润,根据市场情况审慎获取项目所致。

从项目区域分布来看,截至2019年底,碧桂园控股在国内31个省/直辖市/自治区拥有2512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24个项目。整体来看,碧桂园控股开发区域较为分散,较上年变化不大。

从在建项目情况看,截至2019年底,碧桂园控股在国内土地储备中在建面积约为15107万平方米,已预售约8257万平方米,为碧桂园控股未来收入提供了有力支撑。碧桂园控股在建面积项目规模较大,存在一定的资金需求。考虑到在建面积中,有6850万平方米尚未销售,未来可能存在一定的去库存压力。

(d) 项目销售情况<sup>3</sup>

跟踪期内,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。

从销售情况看,2019年,碧桂园控股实现合同销售金额为5522亿元,同比增长10.02%;合同销售面积6237万平方米,同比增长15.16%;合同销售均价为8854元/平方米,同比下降4.46%。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

<sup>3</sup> 本部分提及的碧桂园控股合同销售金额等相关数据,如无特别说明,均为权益口径。

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。碧桂园控股定位为客户提供高附加值产品,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,销售均价变动不大。

财务分析

碧桂园控股提供了2019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)。

截至2019年底,碧桂园控股合并资产总额19071.52亿元,负债总额16885.44亿元,所有者权益(含少数股东权益)2186.08亿元,其中归属于母公司所有者的权益1519.39亿元;2019年,碧桂园控股实现营业收入4859.02亿元,净利润(含少数股东损益)612.02亿元,归属于母公司所有者的净利润395.50亿元;经营活动产生的现金流量净额146.66亿元,现金及现金等价物净增加额208.32亿元。

(a) 资产质量

碧桂园控股资产结构以流动资产为主;流动资产和非流动资产均以在建物业为主,规模较大。整体看,资产质量良好。

截至2019年底,碧桂园控股资产总额达19071.52亿元,较上年末增长17.03%,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85.55%和14.45%,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

截至2019年底,碧桂园控股流动资产合计16315.17亿元,较上年末增长16.56%,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2019年底,碧桂园控股流动资产以在建物业(占比49.67%)、贸易及其他应收款(占比26.86%)、现金及现金等价物(占

比15.26%)为主。

截至2019年底,碧桂园控股在建物业合计8103.00亿元,较上年末增长29.25%,主要系碧桂园控股经营规模扩大所致。

截至2019年底,碧桂园控股贸易及其他应收款净额为4381.95亿元,较上年末增长2.77%。截至2019年底,贸易及其他应收款主要由应收账款(占比9.10%)、其他应收款项(占比67.75%)、预付土地款(占比11.32%)和其他预付款项(占比11.83%)构成。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2019年底,碧桂园控股应收账款账面余额为400.34亿元,碧桂园控股对应收账款确认了1.71亿元的减值准备,应收账款账面净额为398.63亿元。截至2019年底,碧桂园控股其他应收款项账面余额为3002.67亿元,账面净额为2968.84亿元。其中,土地竞买及其保证金账面余额143.57亿元(占比4.78%);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1144.74亿元(占比38.12%),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2019年底,账面余额1714.36亿元(占比57.09%),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495.97亿元(占比11.32%),截至2019年底,相关土地使用权证尚未获得。截至2019年底,碧桂园控股的其他预付款项主要是购买建筑材料及服务的预付款,合计518.37亿元(占比11.83%)。

截至2019年底,碧桂园控股现金及现金等价物合计2489.85亿元,较上年末增长9.04%。截至2019年底,碧桂园控股库存现金及银行存款和短期银行存款(包括受限制现金)合计2683.48亿元,较上年末增长10.64%,主要为库存现金及银行存款(占比99.05%),存在多币种形式,以人民币为主(占比96.59%),外币主要包括港币、美元、林吉特及其他货币,外币合

计为91.55亿元(占比3.41%),可能存在一定的汇兑风险。截至2019年底,碧桂园控股受限制货币资金合计193.63亿元,主要是存放在银行账户中的以人民币和林吉特计价的预售物业的建设保证金。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。该项存款可仅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

截至2019年底,碧桂园控股非流动资产合计2756.35亿元,较上年末增长19.87%,主要为在建物业(占比48.67%),物业、厂房及设备(占比8.79%),于合营企业之投资(占比12.68%)和递延所得税资产(9.81%)。

截至2019年底,碧桂园控股在非流动资产中的在建物业合计1341.50亿元,较上年末增长24.43%,主要系碧桂园控股经营规模扩大所致。

截至2019年底,碧桂园控股物业、厂房及设备原值合计316.79亿元,累计折旧74.39亿元,账面净值242.40亿元,成新率76.52%,成新率较高。

截至2019年底,碧桂园控股于合营企业之投资为349.54亿元,较上年末增长25.32%。2019年新增的合营企业主要包括收购入股的房地产公司以及与第三方公司合作新设的房地产公司。

#### (b) 负债及所有者权益

**2019年,碧桂园控股负债总额上升,债务结构以长期债务为主,可能存在一定的集中偿**

付压力。2019年，碧桂园控股所有者权益大幅增长，权益稳定性较弱。

截至2019年底，碧桂园控股负债总额为16885.44亿元，较上年末增长15.95%，主要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82.84%和17.16%，负债结构以流动负债为主。

#### 流动负债

截至2019年底，碧桂园控股流动负债合计13987.52亿元，较上年末增长14.71%，主要因为碧桂园控股经营规模扩大，融资需求随规模扩大而增加。流动负债以合同负债（占比46.26%）和贸易及其他应付款（占比42.51%）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，主要是出售物业相关的合同。截至2019年底，碧桂园控股确认的合同负债为6469.96亿元，较上年末增长14.96%。

截至2019年底，碧桂园控股贸易及其他应付款合计5945.48亿元，较上年末增长19.19%，主要为应付账款（占比55.39%）及其他应付款（占比34.22%）；从账龄来看，贸易及其他应付款主要为90天以内的应付账款（占比46.20%）。

#### 非流动负债

截至2019年底，碧桂园控股非流动负债合计2897.02亿元，较上年末增长22.34%，以银行及其他借款（占比59.61%）、优先票据（占比19.86%）和递延所得税负债（占比11.31%）为主，主要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。

截至2019年底，碧桂园控股优先票据合计575.50亿元，较上年末增长45.78%，主要为碧桂园控股在海外发行的美元优先票据，加权平均利率为7.45%。优先票据偿付期主要为未来的2~5年之间，合计310.09亿元（占比53.88%）。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。

截至2019年底，碧桂园控股递延所得税负债为327.63亿元，较上年末增长1.67%，递延所得税负债基本保持稳定。

截至2019年底，碧桂园控股非流动负债中的银行及其他借款合计1727.36亿元，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1215.90亿元，2~5年内须偿付的合计484.99亿元，超过5年须偿付的合计26.47亿元，偿付压力集中于1~5年内，存在一定的集中偿付风险。

截至2019年底，碧桂园控股有息债务合计3698.82亿元，较上年末增长12.33%，其中短期债务占比31.51%，长期债务占比68.49%，以长期债务为主，长期债务占比较上年末增加7.03个百分点，债务结构较为合理。截至2019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88.54%、62.85%和53.62%，资产负债率和全部债务资本化比率较上年末均有所下降，长期债务资本化比率较上年末基本持平。整体看，碧桂园控股债务负担较重。

#### 所有者权益

截至2019年底，碧桂园控股所有者权益合计2186.08亿元，较上年末增长26.07%，其中归属于母公司所有者权益1519.39亿元，较上年末增长25.23%，占所有者权益合计的69.50%；归属于母公司所有者权益中，留存收益占比72.21%，主要来源于本年利润的增加及留存收益；股本及溢价占比19.58%；其他储备占比8.21%。

#### (c) 盈利能力

**2019年，碧桂园控股营业收入和净利润保持增长，盈利能力强。**

2019年，碧桂园控股实现营业收入4859.08亿元，同比增长28.18%，主要系房地产开发收入大幅增长所致。2019年，碧桂园控股期间费用总额为339.03亿元，同比上升16.37%，其中销售费用163.65亿元，同比上升30.58%；管理费用175.38亿元，同比上升5.64%；2019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244.89亿元；2019年，碧桂园控股财务收益高于财务费用，净财务收益为11.71亿元。2019年，碧桂园控股费用收入比为6.74%，同比下降0.59个百分点。总体看，碧桂园控股期间费用控制能力尚可。

2019年碧桂园控股实现利润总额为989.39亿元，实现净利润612.02亿元，同比增长26.08%，其中归属于母公司所有者的净利润395.50亿元，主要系碧桂园控股营业收入大幅增长所致。

2019年，碧桂园控股其他收入及收益占当年利润总额的比重为3.32%，较2018年有所下降；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为0.13%，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。

从盈利指标来看，2019年，碧桂园控股总资产报酬率为6.69%，较上年上升了0.75个百分点；净资产收益率36.51%，较上年上升了3.04个百分点。

总体看，2019年碧桂园控股盈利能力有所提升，收入和净利润增长较快。

#### (d) 现金流分析

**2019年，碧桂园控股经营活动现金流处于净流入状态，投资活动现金流出显著增加，筹资活动现金流净额显著减少。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。**

从经营活动来看，2019年，碧桂园控股经营活动产生的现金流量净额为146.66亿元。2019年，碧桂园控股经营活动产生的现金流量较上年减少50.08%，主要系已付所得税和已付利息的增加所致。

从投资活动来看，2019年，碧桂园控股投资活动产生的现金净额为-190.91亿元。2019年，碧桂园控股投资支出净额较上年增长55.60%，

主要系碧桂园控股处置附属公司的净现金流出大幅增长所致。

从筹资活动来看，2019年，碧桂园控股筹资活动产生的现金净额为252.57亿元。2019年，碧桂园控股筹资活动产生的现金净流入较上年减少65.79%，主要系银行和其他借款归还的大幅减少所致。

#### (e) 偿债能力

**碧桂园控股债务负担较重，短期偿债能力一般，长期偿债能力有待提高。考虑到碧桂园控股资产规模大，作为中国最知名的房地产企业之一、香港联交所上市公司，融资渠道畅通，对其偿债能力提供了一定保障，综合来看，其整体偿债能力极强。**

从短期偿债能力指标看，2019年，碧桂园控股流动比率为1.17倍；现金短期债务比为2.37倍。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，2019年，碧桂园控股EBITDA为1001.55亿元，较2018年大幅增长(由806.07亿元增长至1001.55亿元)。2019年，碧桂园控股EBITDA利息倍数为4.09倍，较2018年有所下降(由4.21倍降至4.09倍)；碧桂园控股EBITDA全部债务比为0.27倍，较2018年有所增长(由0.24倍增长至0.27倍)。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2019年底，碧桂园控股对外担保余额4213.93亿元。其中，碧桂园控股提供予若干物业买家的按揭融资担保合计3481.54亿元，为合营企业、联营公司及若干第三方借款提供担保合计732.39亿元。若未来三、四线城市房价大幅走低，碧桂园控股将面临一定的或有负债风险。

截至2019年底，碧桂园控股获得的银行授信总额为6151.00亿元；其中碧桂园控股获得工商银行、招商银行、民生银行、中国银行和农业银行综合授信合计2090.00亿元，上述银行授信额度已使用1833.00亿元。整体看，碧桂园控

股间接融资渠道通畅。

#### 5. 共同债务人二—碧桂园地产

碧桂园地产作为本交易的共同债务人之一，跟踪期内，经营规模保持增长，盈利能力强，融资渠道畅通，联合资信维持其主体长期信用等级 AAA，偿债能力极强，违约风险极低。

碧桂园地产初始注册资本为人民币 5.00 亿元，经多次增资和架构重组，截至 2019 年底，碧桂园地产实收资本为 132.93 亿元，母公司为宙华投资，最终控股公司为碧桂园控股，实际控制人为杨惠妍女士。

截至 2019 年底，碧桂园地产合并资产总额 15435.71 亿元，负债合计 13839.59 亿元，所有者权益 1596.12 亿元，其中归属于母公司所有者权益 1114.12 亿元。2019 年，碧桂园地产实现营业收入 3775.40 亿元，净利润 535.45 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 375.72 亿元；经营活动产生的现金流量净额 124.14 亿元，现金及现金等价物净增加额 213.62 亿元。

## 经营分析

### (a) 经营概况

跟踪期内，碧桂园地产收入规模快速增长，主营业务毛利率提高，整体经营呈现快速发展态势。

碧桂园地产主要从事房地产的开发与销售，2019 年，随着结转收入不断增长，碧桂园地产营业收入较 2018 年同比增长 46.05%；营业成本增幅小于营业收入增幅；净利润有所增长，2019 年净利润较 2018 年同比增长 61.67%，主要系碧桂园地产经营性业务收入和投资收益增加所致。

从主营业务收入的构成来看，销售物业板块是主要收入来源，2019 年，碧桂园地产实现销售物业收入 3711.11 亿元，较 2018 年同比增长 45.92%；销售物业收入占主营业务收入的比重在 99% 以上，主营业务突出。碧桂园地产租金收入和提供酒店服务收入规模和占比不大。

表 3 碧桂园地产主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

板块	2017 年			2018 年			2019 年		
	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	1225.04	99.75	25.29	2543.23	99.76	28.36	3711.11	99.82	28.84
租金收入	0.43	0.04	56.94	1.66	0.07	57.97	1.80	0.05	56.53
酒店服务	2.67	0.22	47.86	4.34	0.17	45.38	4.87	0.13	36.03
合计	1228.14	100.00	25.35	2549.23	100.00	28.40	3717.77	100.00	28.86

资料来源：碧桂园地产提供

从毛利率情况来看，2019 年，碧桂园地产主营业务毛利率为 28.86%，较 2018 年略有提升，主要系销售物业毛利率提升所致。2019 年，碧桂园地产销售物业毛利率为 28.84%，较 2018 年略有提升。

### (b) 土地储备

碧桂园地产土地储备规模较大，项目储备充足，土地储备区域分布多元，未来发展有保障；2019 年以来，随着控制负债率以及采取更为审慎的土地储备策略，碧桂园地产项目获取节奏有所放缓。

拿地策略上，碧桂园地产坚持全国化的均

衡区域布局，市场纵深广阔，城市选择上侧重当地经济总量、人口流入情况和居民消费能力。从拿地情况看，2019 年，碧桂园地产新拓展项目为 347 个，新获取土地储备面积为 4514.08 万平方米，新获取土地地价总额为 1357.77 亿元，2019 年以来，随着控制负债率以及采取更为审慎的土地储备策略，碧桂园地产项目获取节奏有所放缓。从拿地成本来看，2019 年，碧桂园地产新获取土地平均楼面价格为 3007.85 元/平方米，较 2018 年上升（由 2268.45 元/平方米上升至 3007.85 元/平方米），主要系新增土地储备中一二线城市占比有所波动所致。



从碧桂园地产新增土地储备所在的城市分布来看，2019年，一二线城市的新增土地储备面积占当年新增土地储备的比重为30.58%，三四线城市的新增土地储备占比为69.42%，碧桂园地产新获取土地面积以三四线居多。

截至2019年底，碧桂园地产土地储备总建筑面积20930.24万平方米，较上年末增长10.17%，项目储备充足。按发展阶段划分，已竣工面积占比2.34%，在建面积占比62.42%，待开发面积占比35.24%；按销售情况划分，已预售面积占比36.03%，未售面积占比63.97%。

表4 截至2019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	291.41	1.39
	待售	198.80	0.95
在建	已获预售证(已预售)	7249.77	34.64
	已获预售证(未预售)	1833.19	8.76
	未获预售证	3980.86	19.02
待开发	已摘牌未获施工证	7376.22	35.24
合计		20930.24	100.00

资料来源: 碧桂园地产提供

从省份划分分布看，截至2019年底，碧桂园地产土地储备面积80.00%分布于广东省以外，地域分布较为多元。从城市能级来看，一二线城市土地储备面积占比30.12%，三四线城市占比69.88%。

表5 截至2019年底碧桂园地产土地储备按省份划分分布(单位: 万平方米、%)

项目	建筑面积	占比
广东省	4186.05	20.00
河南省	1657.24	7.92
湖南省	1619.86	7.74
江苏省	1500.94	7.17
广西省	1231.43	5.88
山东省	1162.53	5.55
安徽省	1095.65	5.23
浙江省	956.79	4.57
贵州省	949.98	4.54

四川省	833.46	3.98
其他	5736.32	27.41
合计	20930.24	100.00

注: 统计口径为权益口径  
资料来源: 碧桂园地产提供

### (c) 项目建设开发情况

**碧桂园地产整体项目开发规模增长较快，期末在建面积较大，为后续收入来源提供了保障，但也带来了较大的开发建设支出压力。**

碧桂园地产提供多元化的产品以切合不同市场的需求，所开发产品包括单体住宅、连体住宅、洋房、车位及商铺等。碧桂园地产采用集中及标准化的运营模式，以实现项目的快速开发与销售。2019年，碧桂园地产期末在建面积为13063.82万平方米，较2018年增长22.15%，整体开发规模呈较快增长态势；碧桂园地产在建项目规模较大，为后续收入来源提供了保障，但也带来了较大的开发建设支出压力。

### (d) 签约销售情况

**碧桂园地产项目销售规模持续扩大，整体销售表现良好；签约销售区域来源广阔，区域分布均衡。**

从碧桂园地产销售情况看，伴随拿地和供货力度的加快以及对三四线城镇化进程和房地产市场需求的把握，碧桂园地产销售规模呈现较快增长态势，2019年，碧桂园地产签约销售面积为5414.75万平方米，同比增长20.21%。2019年，签约销售均价为8689.26元/平方米，同比下降4.95%。2019年，碧桂园地产签约销售金额为4705.02亿元，同比增长14.26%，碧桂园地产整体销售表现持续较好。

从签约销售区域分布来看，伴随碧桂园地产全国化布局的深入，碧桂园地产广东省签约销售占比有所下降；2019年，碧桂园地产签约销售额占比前五大区域分别为广东省、江苏省、浙江省、河南省和安徽省，占当期签约销售金额的比重分别为18.85%、10.42%、7.66%、6.95%和6.24%，碧桂园地产签约销售区域来源较为广阔，区域分布均衡。

## 财务分析

### (a) 财务概况

碧桂园地产提供的2019年度审计报告经普华永道中天会计师事务所审计，出具了标准无保留审计意见。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，财务数据可比性较强。

截至2019年底，碧桂园地产合并资产总额15435.71亿元，负债合计13839.59亿元，所有者权益1596.12亿元，其中归属于母公司所有者权益1114.12亿元。2019年，碧桂园地产实现营业收入3775.40亿元，净利润535.45亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润375.72亿元；经营活动产生的现金流量净额124.14亿元，现金及现金等价物净增加额213.62亿元。

### (b) 资产质量

**2019年，碧桂园地产资产规模增长，资产受限比例很低，货币资金较充裕；其他应收款规模较大，对资金形成一定占用，位于三四线城市的存货面临一定的跌价风险。整体看，资产质量良好。**

截至2019年底，碧桂园地产合并资产总额15435.71亿元，较年初增长22.47%，主要系流动资产增加所致；其中，流动资产占88.66%，非流动资产占11.34%。碧桂园地产资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

### 流动资产

截至2019年底，碧桂园地产流动资产13685.18亿元，较年初增长21.20%，主要系存货增加所致。

截至2019年底，碧桂园地产货币资金2162.33亿元，较年初增长14.55%，主要系销售回款增加所致；货币资金中受限部分为173.84亿元，占货币资金比例为8.04%，受限比例较低，主要为预售物业的建设保证金。

截至2019年底，碧桂园地产预付款项696.36亿元，较年初下降27.96%，主要系预付土地款减少所致。

截至2019年底，碧桂园地产存货账面价值

7876.74亿元，较年初增长42.97%，主要系在建开发产品增加所致；存货主要由在建开发产品（占95.88%）构成，存货计提跌价准备8.86亿元。碧桂园地产位于三四线城市的项目规模较大，随着区域市场分化加剧，面临一定的存货跌价风险。

截至2019年底，碧桂园地产其他应收款2411.30亿元，较年初增长4.10%，主要系对第三方代垫款项及往来款增加所致；共计提坏账准备5.47亿元。从账龄来看，1年以内占90.00%，1~2年占6.00%，2~3年占2.00%，3年以上占2.00%。碧桂园地产其他应收款主要由对第三方代垫款项及往来款（占50.58%）和关联方往来款（占38.98%）构成，规模较大，对资金形成一定占用。

### 非流动资产

截至2019年底，碧桂园地产非流动资产1750.52亿元，较年初增长33.42%，主要系其他非流动资产增加所致。

截至2019年底，碧桂园地产长期股权投资418.93亿元，较年初增长8.69%，主要系追加对合营企业的投资所致。2019年，碧桂园地产权益法核算的长期股权投资收益43.41亿元，同比增长698.80%。

截至2019年底，碧桂园地产递延所得税资产为105.01亿元，较年初增长57.49%，主要应收款项坏账准备、存货跌价准备等产生的可抵扣暂时性差异和可抵扣亏损增多所致。

截至2019年底，碧桂园地产其他非流动资产1097.67亿元，较年初增长52.33%，主要系碧桂园地产将未进入开发计划和未办理开工许可证的地块划入此科目所致。

截至2019年底，碧桂园地产所有权或使用权受限制的资产合计882.11亿元，包括货币资金、土地使用权、在建开发产品和房屋及建筑物，占资产总额的5.71%，受限比例很低。

表 6 截至 2019 年底碧桂园地产资产受限情况  
(单位: 亿元、%)

科目	金额	占资产总额的比例	受限原因
货币资金	173.84	1.13	预售物业的建设保证金
土地使用权	683.60	4.43	抵押借款
在建开发产品	2.57	0.02	抵押借款
房屋及建筑物	22.10	0.14	抵押借款
合计	882.11	5.71	--

资料来源: 碧桂园地产审计报告

截至 2019 年底, 碧桂园地产子公司存在股权被碧桂园地产质押的情况, 主要子公司的股权质押情况具体如下表所示。

表 7 截至 2019 年底碧桂园地产主要子公司股权质押情况 (单位: %)

子公司名称	股权质押比例
贵阳观山湖碧桂园物业发展有限公司	100.00
郑州中贯新城置业有限公司	51.00
郑州名兴置业有限公司	100.00
长沙碧泓置业有限公司	100.00
深圳市银德汇投资发展有限公司	100.00
苏州广坤房地产开发有限公司	97.83
云南碧清房地产开发有限公司	94.00
鹤山市共和碧桂园房地产开发有限公司	100.00
江苏宝华碧桂园置业有限公司	76.50
广州粤东碧桂园投资有限公司	80.10

资料来源: 碧桂园地产提供, 联合资信整理

### (c) 负债及所有者权益

**2019 年, 受业务规模扩大的影响, 碧桂园地产负债规模增长, 整体债务负担较合理, 债务结构以长期债务为主。2019 年, 碧桂园地产所有者权益大幅增长, 但权益结构中未分配利润和少数股东权益占比较大, 稳定性较弱。**

#### 负债

截至 2019 年底, 碧桂园地产负债总额 13839.59 亿元, 较年初增长 19.79%, 主要系流动负债增加所致; 其中, 流动负债占 90.24%, 非流动负债占 9.76%。碧桂园地产负债以流动负债为主, 负债结构较年初变化不大。

截至 2019 年底, 碧桂园地产流动负债

12488.40 亿元, 较年初增长 18.93%, 主要系应付账款和预收款项增加所致。

截至 2019 年底, 碧桂园地产应付账款 2930.85 亿元, 较年初增长 48.12%, 主要系应付工程款增加所致; 应付账款账龄以 1 年内的为主。

截至 2019 年底, 碧桂园地产预收款项 6387.00 亿元, 较年初增长 21.88%, 主要系签约销售规模扩大, 预收售楼款增加所致; 预收款项主要由预收售楼款 (占 99.65%) 构成。

截至 2019 年底, 碧桂园地产其他应付款 1826.65 亿元, 较年初下降 11.15%, 主要系关联方往来款减少所致。

截至 2019 年底, 碧桂园地产应交税费为 648.26 亿元, 较年初增长 21.96%, 主要系应交土地增值税增加所致。

截至 2019 年底, 碧桂园地产非流动负债 1351.19 亿元, 较年初增长 28.35%, 主要系长期借款增加所致。碧桂园地产非流动负债由长期借款 (占 86.04%)、应付债券 (占 6.07%) 和递延所得税负债 (占 7.90%) 构成。

截至 2019 年底, 碧桂园地产长期借款 1162.51 亿元, 较年初增长 22.21%, 主要系碧桂园地产融资需求增加, 抵押/质押借款增加所致; 长期借款由信用借款 (占 27.57%) 和抵押/质押借款 (占 72.43%) 构成。

截至 2019 年底, 碧桂园地产应付债券 81.99 亿元, 较年初增长 2.04 倍, 主要系碧桂园地产于 2019 年新发行“19 碧地 01” (发行规模 5.90 亿元, 票面利率 5.03%) “19 碧地 02” (发行规模 22.10 亿元, 票面利率 5.14%) “19 碧地 03” (发行规模 30.00 亿元, 票面利率 4.98%) “19 碧桂 01” (发行规模 5.67 亿元, 票面利率 5.95%) 和 “19 碧桂 02” (发行规模 18.50 亿元, 票面利率 6.80%) 所致。

截至 2019 年底, 碧桂园地产递延所得税负债 106.69 亿元, 较年初增长 43.28%, 主要由非同一控制下企业合并产生的公允价值与账面价值差额等产生的应纳税暂时性差异增多所致。

截至 2019 年底，碧桂园地产全部债务 1916.29 亿元，较年初增长 16.55%，主要系长期借款增加所致；其中，短期债务占 35.06%，长期债务占 64.94%，债务结构较好。从债务指标看，2019 年，碧桂园地产资产负债率为 89.66%，较 2018 年有所下降（由 91.67% 下降至 89.6%）；全部债务资本化比率为 54.56%，较 2018 年有所下降（由 61.02% 下降至 54.46%）；长期债务资本化比率为 43.81%，较 2018 年有所下降（由 48.23% 下降至 43.81%）。整体看，碧桂园地产债务负担一般。

#### 所有者权益

截至 2019 年底，碧桂园地产所有者权益为 1596.12 亿元，较年初增长 52.00%，主要系未分配利润增加所致；其中，归属于母公司所有者权益占比为 69.80%，少数股东权益占比为 30.20%。碧桂园地产归属于母公司所有者权益 1114.12 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 11.93%、0.42%、1.42% 和 86.04%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

#### (d) 盈利能力

**2019 年，碧桂园地产营业收入和净利润持续增长，合联营公司产生的投资收益对利润形成一定补充，整体盈利能力强。**

2019 年，随着碧桂园地产结转收入不断增长，碧桂园地产营业收入较 2018 年增长 46.05%。2019 年，碧桂园地产营业成本较 2018 年增长 45.73%，增幅小于营业收入增幅。2019 年，碧桂园地产净利润较 2018 年增长 61.67%，主要系碧桂园地产经营性业务收入和投资收益增加所致。

从盈利指标看，2019 年，碧桂园地产总资产收益率为 17.25%，总资产报酬率为 5.12%，净资产收益率 40.47%，较 2018 年均有所提升。碧桂园地产盈利能力指标处于较高水平，整体盈利能力强。

#### (e) 现金流分析

**跟踪期内，碧桂园地产销售和回款情况良**

**好，经营活动现金流持续净流入；收并购拿地及合作开发的规模较大，投资活动现金流持续净流出；筹资活动前净现金流持续为负，对筹资活动较为依赖，筹资活动现金流持续净流入；2019 年碧桂园地产控制债务杠杆，净流入规模显著下降。**

从经营活动来看，2019 年，碧桂园地产经营活动现金流入为 5397.82 亿元，较 2018 年增长 6.92%，主要系签约销售金额不断增长所致。2019 年，碧桂园地产销售商品、提供劳务收到的现金为 4937.39 亿元，占碧桂园地产权益口径签约销售金额的 104.94%，碧桂园地产销售回款情况良好。2019 年，碧桂园地产经营活动现金流出为 5273.68 亿元，较 2018 年增长 9.88%，主要系开发规模增加，支付土地款和工程款增加所致。受上述因素影响，2019 年，碧桂园地产经营活动现金流量净额为 124.14 亿元。

从投资活动来看，2019 年，碧桂园地产投资活动现金流入为 283.53 亿元，较 2018 年增长 15.91%，主要系收回投资收到的现金增加所致。2019 年，碧桂园地产投资活动现金流出为 582.65 亿元，其收并购拿地及合作开发较多，投资支付的现金与支付其他与投资活动有关的现金支出较大。综上，2019 年，碧桂园地产投资活动现金流量净额为 -299.11 亿元。

2019 年，碧桂园地产经营活动和投资活动产生的现金流量净额合计为 -174.97 亿元，碧桂园地产筹资活动前净现金流持续为负，对筹资活动较为依赖。

从筹资活动来看，2019 年，碧桂园地产筹资活动现金流入为 1147.21 亿元，较 2018 年下降 23.12%，主要系碧桂园地产融资借款规模减少所致。2019 年，碧桂园地产筹资活动现金流出为 758.61 亿元，较 2018 年增长 80.30%，主要系到期债务波动增长所致。2019 年，碧桂园地产筹资活动现金流量净额为 388.60 亿元。2019 年碧桂园地产控制债务杠杆，筹资活动现金流净流入规模显著下降。



(f) 偿债能力

碧桂园地产短期和长期偿债能力均很强，融资渠道畅通；同时考虑到碧桂园地产作为房地产行业龙头企业碧桂园控股在境内的重要开发运营主体和融资平台，业务规模大、盈利能力强，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2019年，碧桂园地产流动比率为1.10倍，较2018年有所增长（由1.08倍增长至1.10倍），主要系存货增加所致。2019年，碧桂园地产速动比率为0.47倍。2019年，碧桂园地产现金短期债务比为3.33倍，现金类资产对短期债务的保障程度很强。整体看，碧桂园地产短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2019年，碧桂园地产EBITDA为721.31亿元，较2018年大幅增长（由454.28亿元增长至721.31亿元）。2019年，碧桂园地产EBITDA中，利润总额占99.48%。2019年，碧桂园地产EBITDA利息倍数为5.17倍，EBITDA对利息的覆盖程度很高。2019年，碧桂园地产EBITDA全部债务比为0.38倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度较高。整体看，碧桂园地产长期偿债能力很强。

截至2019年底，碧桂园地产获得的银行授信总额为6151.00亿元；其中碧桂园地产获得工商银行、招商银行、民生银行、中国银行和中国农业银行综合授信合计2090.00亿元，上述银行授信额度已使用1833.00亿元。同时，碧桂园地产控股股东碧桂园控股和部分金融机构签订总对总综合授信协议，碧桂园地产可在综合授信额度范围内根据资金需求灵活使用。整体看，碧桂园地产间接融资渠道通畅。

截至2019年底，碧桂园地产尚未履行及未履行完毕的对外担保总额为3824.84亿元（占净资产的239.63%），其中为商品房承购人提供的阶段性连带担保余额为2886.43亿元、为关联方等的借款提供的担保余额为938.40亿元；碧桂园地产面临一定或有负债风险。

截至2019年底，碧桂园地产无重大未决诉讼情况。

6. 共同债务人三一深圳碧盛发展

深圳碧盛发展本交易的共同债务人之一，跟踪期内，营业收入和利润增长，考虑到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，盈利能力有待增强。联合资信对此将保持持续关注。

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2019年底，深圳碧盛发展注册资本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2019年底，深圳碧盛发展资产总额383.62亿元，负债合计375.48亿元，所有者权益8.14亿元。2019年深圳碧盛发展实现营业收入104.82亿元，净利润6.87亿元。

截至2020年3月底，深圳碧盛发展资产总额308.95亿元，负债合计300.19亿元，所有者权益8.76亿元。2020年1—3月深圳碧盛发展实现营业收入23.69亿元，净利润0.31亿元。

(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。2019年，深圳碧盛商品实现销售收入104.82亿元，较2018年增长139.37%，毛利率为1.96%。

(2) 财务分析

资产质量方面。截至2019年底，深圳碧盛发展资产总额为383.62亿元，较年初下降29.53%，主要系货币资金（占比60.43%）和存货（占比9.63%）大幅下降所致。截至2019年底，货币资金231.84亿元，其中银行存款为230.64亿元，其他货币资金为1.20亿元，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2019年底，深圳碧盛存货36.94亿元，全部为原材料。流动资产383.62亿元，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 2019 年底，深圳碧盛发展负债总额为 375.48 亿元，较年初下降 30.88%，主要系应付账款和其他应付款大幅下降所致。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 75.36%）和应付账款（占比 11.90%）构成。截至 2019 年底，深圳碧盛发展其他应付款为 282.98 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 2019 年底，深圳碧盛发展应付账款 44.67 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 2019 年底，深圳碧盛发展所有者权益 8.14 亿元，较年初上升 588.53%，主要源于未分配利润的大幅上升。未分配利润 7.20 亿元，较年初上升 2841.43%，占比从

20.71% 上升至 88.48%。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大幅上升，占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

盈利能力方面。2019 年，深圳碧盛发展实现营业收入、净利润分别为 104.82 亿元、6.87 亿元，分别较上年同比增长 139.38% 和 79.27%，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。2019 年，深圳碧盛发展实现投资收益 2.03 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 29.51%。2019 年，深圳碧盛发展财务费用为 -4.56 亿元，主要为银行存款利息收入。从盈利指标看，2019 年，深圳碧盛发展净资产收益率和营业利润率分别为 84.39% 和 1.93%，较上年均有所下降。

### 三、资产池表现

跟踪期内，基础资产信用表现良好。截至跟踪基准日，除应收账款剩余期限缩短外，资产池其他统计特征较信托设立日未发生变化。

截至跟踪基准日，除应收账款剩余期限缩短（由 355 天缩短至 140 天）之外，资产池其

他统计特征较信托设立日未发生变化。跟踪期内，每笔基础资产未发生提前还款、逾期情况，且未出现争议应收账款或不合格基础资产。资产池情况如下表所示。

表 8 资产池概况

资产池特征	跟踪基准日	信托设立日
应收账款余额总计（万元）	56208.90	56208.90
应收账款笔数（笔）	191	191
碧桂园下属公司债务人户数（户）	134	134
债权人户数（户）	138	138
单笔应收账款最小余额（万元）	5.09	5.09
单笔应收账款最大余额（万元）	2001.72	2001.72
应收账款剩余期限（天）	140	355

注：剩余期限是指自信托设立日起或跟踪基准日至应收账款到期日的的时间区间，剩余期限=应收账款到期日-信托设立日或跟踪基准日

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

### 四、定量分析

本交易中碧桂园控股及碧桂园地产均作为债务人出具《付款确认书》，对应收账款到

期日前尚未偿还的差额部分承担补足付款义务，考虑到碧桂园控股及碧桂园地产极强的

偿付能力和极高的主体信用水平（AAA），本交易基础资产的信用质量极高。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预期本息的支付。

联合资信根据本交易规定的现金流偿付

顺序，构建了专用于本交易的现金流分析模型，测算了本信托回款现金流对“19前海汇天ABN003优先”预期支出的保障程度，测算结果如下表所示：

表9 “19前海汇天ABN003优先”保障比率（单位：万元、倍）

现金流入端		现金流出端		保障比率
信托账户余额	0.00	票据利息	3101.36	
资产池预计回款	56372.10	票据本金	52700.00	
		其他支出	119.32	
<b>现金流入合计</b>	<b>56372.10</b>	<b>现金流出合计</b>	<b>55920.68</b>	

注：1.截至跟踪基准日，信托账户余额为0.00元；2.其他支出包含交易文件中约定由信托财产承担的相关税费、参与机构费用等资料来源：联合资信整理

从结果来看，“19前海汇天ABN003优先”保障比率为1.0080倍，即其本息可以及时、足

额兑付。

## 五、结论

联合资信对“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”交易项下基础资产的信用表现、交易结构的稳健性、参与机构履职情况等进行了持续的跟踪和监测。经过跟踪评级测算和分析，联合资信认为截至跟踪基准日，“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”的基础资产信用状况良好，共同债务人碧桂园控股及碧桂园地产整体偿债能力极强，主要参与机构履职能力稳定，确定维持“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“19前海汇天ABN003优先”的信用等级为AAA<sub>sf</sub>。

## 附件 1 碧桂园控股有限公司主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	10496.69	16296.94	19071.52
所有者权益 (亿元)	1166.12	1734.08	2186.08
短期债务 (亿元)	700.86	1268.91	1165.51
长期债务 (亿元)	1464.83	2023.78	2533.31
全部债务 (亿元)	2165.69	3292.69	3698.82
营业收入 (亿元)	2269.00	3790.79	4859.08
净利润 (亿元)	287.52	485.42	612.02
EBITDA (亿元)	473.47	806.07	1001.55
经营性净现金流 (亿元)	240.84	293.81	146.66
应收账款周转次数 (次)	10.61	10.87	14.07
存货周转次数 (次)	0.42	0.43	0.72
总资产周转次数 (次)	0.28	0.28	0.33
总资本收益率 (%)	10.30	11.61	13.28
总资产报酬率 (%)	5.67	5.94	6.69
净资产收益率 (%)	29.01	33.47	36.51
营业利润率 (%)	25.91	27.03	26.06
费用收入比 (%)	6.17	7.33	6.74
资产负债率 (%)	88.89	89.36	88.54
全部债务资本化比率 (%)	65.00	65.50	62.85
长期债务资本化比率 (%)	55.68	53.85	53.68
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.29	4.21	4.09
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.22	0.24	0.27
流动比率 (倍)	1.13	1.15	1.17
速动比率 (倍)	1.12	1.14	1.16
现金短期债务比 (倍)	2.47	2.01	2.37
经营现金流动负债比率 (%)	3.13	2.41	1.05

## 附件 2 碧桂园地产集团有限公司主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	8385.76	12603.73	15435.71
所有者权益 (亿元)	657.75	1050.09	1596.12
短期债务 (亿元)	395.83	665.89	671.80
长期债务 (亿元)	620.17	978.27	1244.50
全部债务 (亿元)	1016.00	1644.16	1916.29
营业收入 (亿元)	1246.14	2584.99	3775.40
净利润 (亿元)	134.04	331.19	535.45
EBITDA (亿元)	178.40	454.28	721.31
经营性净现金流 (亿元)	201.17	249.35	124.14
应收账款周转次数 (次)	22.84	0.28	0.30
存货周转次数 (次)	0.40	0.43	0.40
总资产周转次数 (次)	0.20	0.25	0.27
现金收入比率 (%)	214.29	167.72	130.78
总资本收益率 (%)	8.72	15.16	17.25
总资产报酬率 (%)	2.75	4.30	5.12
净资产收益率 (%)	24.28	38.78	40.47
营业利润率 (%)	19.81	24.10	24.17
费用收入比 (%)	7.10	7.03	6.24
资产负债率 (%)	92.16	91.67	89.66
全部债务资本化比率 (%)	60.70	61.02	54.56
长期债务资本化比率 (%)	48.53	48.23	43.81
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.43	4.79	5.17
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.18	0.28	0.38
流动比率 (倍)	1.04	1.08	1.10
速动比率 (倍)	0.60	0.55	0.47
现金短期债务比 (倍)	3.34	3.01	3.33
经营现金流动负债比率 (%)	2.85	2.37	0.99

### 附件 3 深圳碧盛发展有限公司主要财务指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
资产总额 (亿元)	544.41	383.62	308.95
所有者权益 (亿元)	1.18	8.14	8.76
短期债务 (亿元)	31.43	49.61	47.78
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00
全部债务 (亿元)	31.43	49.61	47.78
营业收入 (亿元)	43.79	104.82	23.69
净利润 (亿元)	3.83	6.87	0.31
经营性净现金流 (亿元)	194.55	-187.12	--
应收账款周转次数 (次)	3.20	2.60	0.37
存货周转次数 (次)	1.49	2.53	1.26
总资产周转次数 (次)	0.10	0.23	0.07
现金收入比率 (%)	74.22	83.67	--
净资产收益率 (%)	191.99	147.37	--
营业利润率 (%)	2.41	1.93	1.96
费用收入比 (%)	-3.36	-3.70	0.70
资产负债率 (%)	99.78	97.88	97.17
流动比率 (倍)	1.00	1.02	1.03
速动比率 (倍)	0.92	0.92	0.95

注：深圳碧盛 2020 年 1-3 月财务报表未经审计



## 附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> ]-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	
<b>经营效率指标</b>	
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
现金收入比	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+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%
<b>债务结构指标</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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<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×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+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

## 附件 5-1 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 5-2 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 6 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<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：

级别设置	含义
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
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
C <sub>sf</sub>	不能偿还债务