

信用等级公告

联合[2017] 688 号

联合资信评估有限公司通过对碧桂园控股有限公司及其拟发行的 2018 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

碧桂园控股有限公司
主体长期信用等级为
AAA

碧桂园控股有限公司
2018 年度第一期中期票据的信用等级为
AAA

特此公告。



碧桂园控股有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AAA

本期中期票据发行额度：人民币 18 亿元

本期中期票据期限：3 年

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还金融机构借款及补充流动资金

评级时间：2017 年 11 月 29 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	187.61	362.41	846.47
资产总额(亿元)	2680.32	3619.56	5915.72
权益总额(亿元)	624.42	893.40	816.15
短期债务(亿元)	149.29	227.78	387.20
长期债务(亿元)	492.29	864.94	974.77
全部债务(亿元)	641.59	1092.72	1361.97
营业额(亿元)	845.49	1132.23	1530.87
除税前溢利(亿元)	163.69	148.33	213.91
EBITDA(亿元)	169.45	154.97	223.11
经营性净现金流(亿元)	-43.32	-175.90	412.63
毛利率(%)	26.09	20.19	21.06
净资产收益率(%)	16.99	10.87	16.74
长期债务资本化比率(%)	44.08	49.19	54.43
全部债务资本化比率(%)	50.68	55.02	62.53
资产负债率(%)	76.70	75.32	86.20
流动比率(%)	122.98	134.93	119.62
经营现金流流动负债比(%)	-2.77	-8.73	10.18
EBITDA 利息倍数(倍)	3.47	3.06	3.18
全部债务/EBITDA(倍)	3.79	7.05	6.11

分析师

韩家麒 王兴萍

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

碧桂园控股有限公司（以下简称“公司”）是从事房地产开发业务的大型上市公司。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其作为中国领先的住宅开发商，在行业地位、全国化区域布局、品牌影响力、项目储备等方面具备的显著竞争优势。同时，联合资信也关注到，房地产行业受调控政策影响景气度有所波动、区域环境出现分化、汇率波动对外币债务影响等因素对其经营及发展可能带来的不利影响。

公司分别于 2014 年和 2015 年以配股方式发行股份，募集资金金额 31.80 亿港元和 62.95 亿港元，两次配股有效补充了公司的营运资金，提升了公司整体实力。未来随着公司房地产项目的推进，以及一线城市新布局的逐步完成，营业额有望保持稳定增长，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 公司是中国领先的住宅开发商，目前已进入全国 185 个城市及 6 个海外城市，品牌知名度高，综合竞争实力强。
2. 公司房地产开发板块销售业绩逐年提升，项目及土地储备充足，为未来收入持续增长提供有力支撑。
3. 公司分别于 2014 年和 2015 年以配股方式发行股份，有效提升公司整体资产实力。
4. 公司盈利能力强，现金类资产充裕，EBITDA 规模大，对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 房地产行业受政府政策调控影响，行业景气度有所波动，区域市场出现分化，公司目前业务布局仍以三四线城市为主，部分区域房地产发展或将面临一定经营压力。
2. 随着公司战略转型，逐步增加一二线城市土地储备，公司未来面临的资本支出压力或将增大。
3. 公司外币债务占比高，汇率波动将对融资成本产生一定影响。

声 明

一、本报告引用的资料主要由碧桂园控股有限公司（以下简称“该公司”）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该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该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，未因该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本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

碧桂园控股有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

本期中期票据无担保。

碧桂园控股有限公司（以下简称“碧桂园”或“公司”）于 2006 年 11 月在开曼群岛注册，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 2016 年底，公司总股本为人民币 256.77 亿元，其中杨惠妍女士通过旗下控股公司 Concerete Win Limited、Golden Value Investments Limited 和 Genesis Capital Global Limited 合计持有碧桂园 56.63% 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 2016 年底，公司合并资产总额 5915.72 亿元，所有者权益总额 816.15 亿元（非控制股东权益 114.87 亿元）。2016 年，公司实现营业额 1530.87 亿元，除税前溢利 213.91 亿元。

公司注册地址：Cricket Square Hutchins Drive P.O. Box 2681 Grand Cayman KY1-1111 Cayman Islands；授权代表人：莫斌。

二、本期中期票据概况

公司已于 2017 年注册总额度为 95 亿元的中期票据，本期计划发行 2018 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度 18 亿元，期限 3 年，还本付息方式为按年付息，到期一次还本。本期中期票据募集资金将归集至公司开设的 NRA 账户，拟用作公司及境内子公司偿还金融机构借款及补充流动资金。本期中期票据的本金及利息将由公司通过 NRA 账户进行支付。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡

献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益

进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

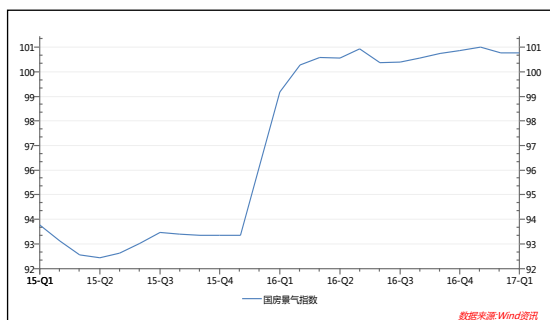
展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业及区域环境分析

1. 房地产行业分析

2015 年末以来，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，2016 年 9 月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图1 2015年以来国房景气指数



资料来源: Wind资讯

2016年, 房地产开发投资增速大幅增长, 全年房地产开发投资10.26万亿元, 同比增长6.90%; 其中住宅投资6.46万亿元, 同比增长6.40%。全国房屋新开工面积16.69亿平方米, 同比增长8.38%, 其中住宅新开工面积11.59亿平方米, 同比增长8.32%。

房地产销售方面, 2016年销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年, 在利好政策的刺激下, 全国房地产销售规模快速增长, 2016年10月以来, 在政策从紧的影响下, 销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米, 同比增长22.41%, 共实现销售额11.76万亿元, 同比增长34.80%。价格方面, 根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示, 2016年百城住宅价格累计上涨18.71%, 较2015年全年扩大14.56个百分点, 创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台, 市场运行环境趋紧, 10~12月百城均价环比涨幅分别收窄1.18个、0.13个和0.21个百分点。

分类来看, 与2015年全年相比, 2016年一线城市商品房销售面积与2015年基本持平, 但价格涨幅持续扩大, 代表城市1-11月房价累计涨幅达22.95%; 二线城市销售规模显著增长, 价格方面增幅较大, 二线代表城市1-11月房价累计涨幅13.34%, 四季度随调控政策出台, 增幅有所回落; 三线城市成交规模差异显著, 核心城市周边区域成交大幅增长, 普通三线城市成交量呈稳定增长态势, 代表城市2016年1~11月房价累计增长10.15%, 价格变化相对一二线

城市较为稳定。

土地供给与信贷环境

在全国去库存政策的指导下, 地方政府继续减少土地推出量, 2016年全国300个城市共推出各类用地18.2亿平方米, 同比下降11.0%, 降幅较2015年收窄7.8个百分点, 整体仍处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比持续下滑, 共成交15.0亿平方米, 同比下降5.7%。虽然成交量下滑, 土地价格却快速攀升, 各类土地成交出让金2.9万亿元, 同比增长30.3%。2016年全国300个城市2016年各类用地成交楼面均价为1904元/平方米, 同比上涨38.7%, 平均溢价率为43.13%, 较2015年提高26.91个百分点, 热点一二线城市地王频出。地价高企伴随限购、限贷政策, 为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战; 另一方面, 在政策引导下, 一线及重点二线城市2017年住宅土地供应量将稳步增加, 为前期审慎拿地企业提供一定空间。此外, 三四线城市去库存压力犹存, 土地供需仍会维持低位水平。

从房地产开发资金来源来看, 2016年房地产开发企业(单位)实际拨入用于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长, 分别占房地产开发资金来源的14.92%、29.09%和16.92%, 其中房地产贷款占比有所下降, 定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来, 房地产贷款规模持续上升, 保障房信贷支持力度加大: 2015年, 全国主要金融机构房地产贷款余额(含外资, 主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性住房开发贷款构成)为21.0万亿元, 同比增长21.0%, 增速提升; 全年新增房地产贷款3.60万亿元, 较上年增加0.84万亿元, 占各项贷款新增额的30.6%, 较上年有所扩大。2016年, 全国主要金融机构(含外资)房地产贷款余额为26.68万亿元, 同比增长27.00%, 增速进一步上涨; 全年新增房地产贷款5.67万亿元, 较上年增加2.07万亿元, 新增规模进一步扩大。保障房信贷方面, 截至2015年底, 全国保障性住房

开发贷款余额为1.8万亿元，同比增长59.5%（增速提升2.3个百分点）。截至2016年底，全国保障性住房开发贷款余额为2.52万亿元，同比增长38.30%，增速有所回落。进入2017年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制定金、个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭重压。

政策环境

2016年9月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过22个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至11月末调控政策仍在持续加码中。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。以深圳为例，楼市新政主要包括①限购：深圳市户籍单身（含离异）限购1套房，非深圳市户籍要满五年社保，限购一套；②限贷：无房无贷款记录首套首付比例最低30%，有房二套贷款首付比例不低于70%；③加大住房用地供应力度：加快落实“十三五”期间800公顷商品住房、人才住房和保障性住房用地供应目标，尽快完成2016年137公顷各类住房供地任务；④加强监督指导：房地产开发企业应当接受主管部门对商品住房和商务公寓项目销售价格的指导；对超出备案价格、擅自提价且不接受价格指导的企业，立即停止网签并责令整改。其他城市中合肥、无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦门、佛山、合肥。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月以来，已经有18个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策，且从政策力度来看，基本上与其他城市相同，而部分近期价格上涨幅度不大的二线城市，虽然也收紧了政策口径，但力度变化不大。

行业竞争

2016年，销售额超过百亿元的房企达到131家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016年百强房企的市场占有率为40.8%，销售额增速为52.5%，行业集中度加速提升，而其中top30的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业

经营模式转型已成为趋势,与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

总体看,2016年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升,房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市,一定程度上减轻了三四线城市的库存压力,但部分三四线城市库存压力仍较大。2016年9月末后,随着房地产调控政策的不断升级,热点城市销售情况或将出现回落,价格可能有小幅回调,三四线城市未来市场表现有望保持平稳,行业整体面临一定下行压力,开发商竞争加剧。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势,同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来,宏观调控将逐步回归市场化,长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间,但中长期需求仍面临结构性调整。

2. 区域经济环境

目前公司房地产项目以广东省为核心,同时江苏等区域亦对公司的销售起到了较好的支撑作用。

广东省区域经济环境

2016年,广东省实现地区生产总值(GDP)79512.05亿元,较上年增长7.5%。其中,第一产业增加值3693.58亿元,增长3.1%;第二产业增加值34372.46亿元,增长6.2%;第三产业增加值41446.01亿元,增长9.1%。三次产业结构为4.7:43.2:52.1。全年固定资产投资33008.86亿元,比上年增长10.0%。

广东省全年房地产开发投资10307.80亿元,比上年增长20.7%。按地区分,珠三角地区8601.17亿元,增长21.6%;东翼478.40亿元,增长28.9%;西翼434.43亿元,增长12.4%;山区793.80亿元,增长12.6%。按用途分,商品住宅开发投资6977.66亿元,增长18.5%;办公楼和商业营业用房投资853.07亿元和1390.28亿元,分别增长15.1%和28.0%。

房地产销售方面,2016年广东商品房销售

面积共计1.46亿平方米,同比增长25.10%;销售金额1.62万亿元,同比增长41.7%;销售均价11096元/平方米,同比增长13.3%。按区域来看,广东商品房销售主要以珠三角地区为主,珠三角地区销售面积占广东省销售面积的73.3%。2016年,珠三角地区实现销售面积为1.07亿平方米,同比增长22.8%。

进入2017年以来,全国热点城市不断加强对住宅市场的调控,珠三角地区商品住宅市场整体有所降温,而粤东西北地区及非住宅类商品房的销售量同比大幅增长,成为带动房地产市场的主要支撑力量。2017年1~3月,广东商品房销售面积和销售金额分别为3011.06万平方米和3484.35亿元,同比增长6.2%和15.3%。从区域市场来看,珠三角地区商品房销售面积2038.29万平方米,同比下降5.2%,销售均价14453元/平方米,同比增长15.9%;粤东西北销售面积538.37万平方米,同比增长41.9%,销售均价5534元/平方米,同比增长10.8%。

江苏省区域经济环境

2016年,江苏省全年实现地区生产总值(GDP)76086.2亿元,比上年增长7.8%。其中,第一产业增加值4078.5亿元,增长0.7%;第二产业增加值33855.7亿元,增长7.1%;第三产业增加值38152亿元,增长9.2%。三次产业增加值比例调整为5.4:44.5:50.1。

固定资产投资方面,持续保持较快增长。全年完成固定资产投资(不含农户)49370.9亿元,比上年增长7.5%。分类型看,完成项目投资40414.5亿元,比上年增长7.1%;房地产开发投资8956.4亿元,增长9.8%。投资结构持续调优,第一产业投资293.1亿元,比上年增长26.2%;第二产业投资24673.8亿元,增长7.8%;第三产业投资24403.9亿元,增长7.1%。第二产业投资中,工业投资24544.4亿元,增长7.9%,其中制造业投资22869.7亿元,增长7.7%。技术改造投资14570亿元,增长14.8%,占全部投资比重达29.5%;其中工业技改投资13603.9亿元,增长10.2%,占工业投资比重达55.4%。

高新技术产业投资 8010.8 亿元，增长 6.3%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016年底，公司股本256.77亿元，其中杨惠妍女士通过旗下控股公司Concerete Win LImite、Golden Value Investments Limited和Genesis Capital Global Limited合计持有碧桂园56.63%的股权，为公司控股股东；杨惠妍女士为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

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2016年底，公司在国内28个省/直辖市/自治区拥有722个房地产开发项目，同时在海外投资6个项目（马来西亚4个，澳大利亚1个，印度尼西亚1个）。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。

随着开发项目及区域的增加，公司开发业态不断丰富，从单一的住宅逐步向集住宅、社区商业和酒店等于一体的城市综合体发展；同时，得益于开发区域的多元化，公司拥有了一套基于全国不同区域、地理位置、气候条件等因素的地产项目开发数据库，使得公司能够根据不同市场提供契合的项目方案，并实现复制

与快速开发。此外，公司还积极整合地产开发的上下游产业链，实现设计、材料供应、建造、装饰、营销、物业管理及综合配套等全产业链覆盖，并逐步形成了目前“垂直化+标准化”的开发模式，从而达到降低开发成本、缩短开发周期的目的。

营销方面，公司建立了以“产品、广告、拓客、销售手段”为核心的“四位一体”销售推广模式，根据不同的产品、推盘节点、市场定位等因素，通过多个媒介实施内容投放，2014年又进一步借助网络渠道以完善广告及销售平台；同年10月，公司推出合伙人计划，其中员工可跟投开发项目（比例不超过15%），上述制度的实施进一步加强了员工激励，同时实现了风险共担、成果共享，有助于提升经营效率及资金管理。

总体看，公司作为行业内领先的全国大型房地产上市公司，在房地产开发业务积累了丰富的运作经验及资源，具备很强的竞争实力和抗风险能力。

3. 人员素质

截至2016年底，公司高级管理人员21人，包括总裁1人，联席总裁1人，副总裁15人，首席财务官1人，首席战略官1人，公司秘书2人。

杨国强先生，1954年出生；1992年至1997年担任顺德三和公司总经理；1986年到1997年任北滘建筑工程公司总经理及董事长；1997年至2003年担任公司总经理；2006年12月获委任为主席及执行董事、提名委员会、企业管治委员会及执行委员会主席和薪酬委员会成员；自2007年起一直担任公司董事会主席。

莫斌先生，1967年出生，研究生学历，教授级高级工程师，毕业于中南财经政法大学。1989年至2010年任职中建地产集团，离职前为董事及总经理；2010年7月至今，担任公司的总裁及执行董事。

伍碧君女士，1973年出生，本科学历，毕

业于中南财经政法大学。曾任职于中国建设银行、佛山市智信会计事务所有限公司、顺德区财税局企财科。2005年加入集团，主要负责集团财务及资本管理，曾任公司副总裁。2017年4月1日起委任财务委员会主席及首席财务官。

截至2016年底，公司及其子公司共拥有在职员工94450人，其中营销中心和区域房产人数占比较高。公司员工学历以本科以上为主，占比超过50%。按年龄划分，主要集中在40岁以下。

总体看，公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验；公司职工队伍文化素质较高，能够满足日常经营需求。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《开曼群岛公司法》的要求，建立了较为完善的公司法人治理结构，并制定了《公司组织章程》及组织章程细则。

股东大会为公司最高决策机构，股东大会根据《开曼群岛公司法》、香港联交所证券上市规则及相关规定设立董事会，并遵照权责分明、规范运作、科学管理的要求不断完善治理体系。

董事会为公司日常管理及经营机构，截至2016年12月31日，公司设有执行董事13名，非执行董事1名，独立非执行董事7名。董事会根据《公司组织章程》及相关细则在授予的职权范围内行使职权，决定公司的重大事项，制定公司的发展规划及经营方案。董事会设立审核委员会、薪酬委员会、提名委员会、企业管治委员会、执行委员会、财务委员会等专门委员会。

公司的日常经营和管理由总裁和副总裁组成的高级管理人员团队执行。目前公司设有总裁1名，联席总裁1名，副总裁若干名，由董事会聘任或解聘，其中，总裁负责执行董事会各项决议，组织和领导公司的全面工作；副总

裁分管各部门的具体业务协助总裁工作，确保业务发展及公司的稳健运营。

总体看，公司已建立了较为规范的法人治理结构。

2. 管理水平

截至2016年底，公司设立了运营中心、投资策划中心、财务资金中心、人力资源管理中心、成本管理中心、工程管理中心、采购中心、营销中心、信息管理中心、风控审计监察中心、客户关系管理中心、研发设计中心等17个职能部门。

从管理制度建设来看，针对公司总部化运营涉及的设计、采购、成本、工程、营销、财务等多个条线，公司先行确定了审批流程设计的基本原则，包括跨层级流转原则、同层级流转原则、精简原则、基于预算原则等7条，并制定了《集团综合管理类制度手册》等各项内部控制制度，明确了管理条线、权责人、节点设置等多个方面，实现了对公司运营的各层面和环节的有效覆盖。

财务管理制度方面，公司制定了《公司财务管理制度》，明确了财务会计机构设置及财务会计人员的岗位职责，由财务经理负责组织公司财务管理工作，组织财务会计人员根据账簿记录如实编制会计报表上报总经理及相关部门，并制定了相应的内部稽核、审计制度，保证公司正常开展经营活动。

货币资金管理制度方面，公司制定了《货币资金管理制度》，以加强对公司货币资金的内部控制和管理，保证货币资金的安全，降低资金的使用成本。在此制度下，公司实行统一领导、分级授权的资金管理体制。资金管理包括资金计划、账户管理、资金统筹、资金调拨、结算管理等。公司财务部是资金管理的主体，负责所有下属公司的资金统筹、调拨、计划、账户及结算管理，并监督各公司资金管理及相关制度的执行情况。

为强化集团化管理，公司依据对控股子公

司资产控制和规范运作要求，行使对控股子公司重大事项管理，同时负有对控股子公司指导、监督和相关服务的义务。控股子公司在公司总体方针目标框架下，独立经营，自主管理，合法有效地运作企业法人资产，同时应当执行公司对控股子公司的各项制度规定。

子公司财务管理方面，控股子公司财务运作由公司财务部归口管理，控股子公司财务部门应接受公司财务部的业务指导、监督，财务负责人由公司委派。控股子公司应当根据当地规定，定期向公司报送财务报表和相关资料，主要包括资产负债表、损益报表、现金流量报表、财务分析报告、营运报告、向他人提供资金及提供担保报表等，参股子公司应当定期向公司定期报送财务报表和财务分析报告。

总体看，公司法人治理结构完善，管理制度较为健全。

七、重大事项

公司于 2014 年 10 月 13 日以配股方式发行股份，以每股 2.50 港元的认购价，实际新发行

股票 12.72 亿股，取得募集资金净额 31.80 亿港元。公司于 2015 年 4 月 20 日以配股方式发行股份，以每股 2.82 港元的认购价，实际新发行股票 22.36 亿股，取得募集资金净额 62.97 亿港元。

总体看，两次配股有效补充公司的营运资金，有助于公司整体资产实力的提升。

八、经营分析

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，2014~2016 年公司房地产开发收入占当期收入总额的比重分别为 96.86%、96.68%和 96.79%；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也对公司的收入规模相对较小，占比合计低于 4%。

表 1 公司营业额构成情况（单位：亿元、%）

板块	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	818.98	96.86	26.48	1094.60	96.68	19.79	1481.80	96.79	20.74
建筑、装修及装饰	4.68	0.55	23.00	7.46	0.66	24.93	11.43	0.75	19.94
物业投资	0.87	0.10	100.00	0.92	0.08	100.00	0.97	0.06	100.00
物业管理	9.64	1.14	4.85	14.69	1.30	42.72	19.59	1.28	33.93
酒店经营	11.32	1.35	11.60	14.55	1.28	19.96	17.08	1.12	29.75
合计	845.49	100.00	26.09	1132.23	100.00	20.19	1530.87	100.00	21.06

资料来源：公司提供

从盈利能力方面看，2014~2016 年，公司综合毛利率分别为 26.09%、20.19%和 21.06%。受房地产开发业务毛利率波动下降的影响，公司综合毛利率同向波动下降。房地产开发方面，由于公司前期土地储备成本较低，该板块毛利率保持在行业领先水平。2015 年，受二线城市房地产市场低迷影响，公司销售均价有所下降，

加之工程成本不断上升，房地产开发业务毛利率有所下滑；进入 2016 年以来，受益于全国房地产市场景气度提升，房地产开发板块毛利率有所回升。建筑、装修及装饰板块工程主要来源于公司的部分房地产开发项目，由于该板块以对内业务为主、第三方业务为辅，近年来毛利率波动下降；酒店经营业务方面，随着公司

酒店运营的逐步成熟，毛利率水平稳步提升。物业管理方面，2015 年毛利率大幅增长，主要系由于创新的引入多项增值服务，具有竞争力的服务有效提升了物业管理的收入规模及毛利率水平。物业投资板块主要系对大型商业物业以及社区商业管理所得收入。

1. 房地产开发业务

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。2014~2016 年公司当期开工面积分别为 2213 万平方米、1819 万平方米和 4520 万平方米，同期竣工面积分别为 1301 万平方米、2000 万平方米和 2438 万平方米，期末在建面积分别为 4242 万平方米、4061 万平方米和 6143 万平方米，整体开发规模呈现快速增长态势。

表 2 公司房地产主要经营指标
(单位：万平方米、亿元、元/平方米)

	2014 年	2015 年	2016 年
开工面积	2213	1819	4520
竣工面积	1301	2000	2438
期末在建面积	4242	4061	6143
合同销售面积	1928	2153	3747
合同销售金额	1288	1402	3088
销售均价	6680	6512	8242

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司房地产开发业务主要在开发项目区域布局较为分散，其中广东地区占比相对较高；开发模式以自主开发模式为主，部分项目采用合作开发模式，在建项目如下表所示。

表 3 截至 2016 年底公司主要在建房地产项目情况 (单位：平方米、万元)

项目名称	城市	经营模式	项目总可售面积	预计总投资金额	已投资金额	预计竣工时间
碧桂园·十里银滩(含小径海岸城)	惠州	自主开发	5809980	2166421	1083210	2021 年第四季
碧桂园·凤凰城	镇江	自主开发	7131306	2532440	759732	2024 年第四季
碧桂园·珊瑚宫殿	陵水	合作开发	1646312	1997659	998830	2020 年第四季
南京碧桂园	南京	合作开发	717649	319864	271884	2018 年第四季
兰州碧桂园	兰州	自主开发	2630352	1006175	503087	2020 年第四季
亚运城	广州	合作开发	4380000	2772058	831618	2025 年第四季
碧桂园凤凰城(含凤凰名苑)	广州	自主开发	5040629	3375871	2869491	2018 年第二季
松湖碧桂园	东莞	自主开发	361305	236207	200776	2018 年第二季
碧桂园生态城·左岸	武汉	合作开发	331038	158750	134937	2018 年第二季
石家庄碧桂园	石家庄	合作开发	735452	270344	162206	2019 年第二季

资料来源：公司提供

项目销售方面，近年来公司房地产开发规模持续扩大，整体销售规模逐年增长。2014~2016 年公司合同销售面积分别为 1928 万

平方米、2153 万平方米和 3747 万平方米，呈快速增长态势；同期合同销售金额分别为 1288 亿元、1402 亿元和 3088 亿元，2016 年同比大

幅增长 120.26%；合同销售均价分别为 6680 元/平方米、6512 元/平方米和 8242 元/平方米，受益于 2016 年全国房地产市场良好态势，销售均价大幅上升，带动了公司全年合同销售金额的快速增长。

从项目销售的区域分布来看，目前公司销售收入的约 48%来自于三四线城市。2016 年，

公司项目销售前四大区域分别为广东省（占 29%）、江苏省（占 17%）、安徽省（占 7%）和浙江省（占 5%）。整体来看，广东区域仍居于公司房地产销售的核心地位，同时江苏、安徽、湖北等区域亦对公司的销售起到了较好的支撑作用。

表 4 公司房地产销售区域分布情况

区域	2014 年	区域	2015 年	区域	2016 年
广东	33%	广东	33%	广东	29%
江苏	12%	江苏	13%	江苏	17%
安徽	8%	安徽	8%	安徽	7%
湖北	7%	福建	5%	浙江	5%
湖南	5%	湖南	4%	湖北	4%
福建	5%	湖北	4%	河北	4%
辽宁	4%	河北	4%	湖南	4%
山东	3%	海南	4%	福建	3%
甘肃	3%	甘肃	3%	河南	3%
其他	20%	其他	22%	其他	24%
合计	100%	合计	100%	合计	100%

注：其他地区包括辽宁、河南、浙江、山东、马来西亚、江西、重庆、贵州、广西、四川、天津、澳大利亚、陕西、内蒙古、云南、山西、黑龙江、吉林、海南。

资料来源：公司提供

结算方面，得益于公司持续的开发节奏及销售增长态势，近年来公司房地产业务结算情况较好。2014~2016 年公司房地产结算面积分别为 1218 万平方米、1767 万平方米和 2394 万平方米，2016 年同比增长 35.48%；同期结算金额分别为 819 亿元、1094 亿元和 1482 亿元，2016 年同比增长 35.47%；结算平均售价分别为 6724 元/平方米、6194 元/平方米和 6191 元/平方米。

表 5 公司房地产业务结算情况

（单位：万平方米、亿元）

	2014 年	2015 年	2016 年
结算面积	1218	1767	2394
结算金额	819	1094	1482
结算平均售价	6724	6194	6191

资料来源：公司提供

随着国内居民生活水平的提高以及城镇化建设的不断深化，一二线城市城区内优质土地资源需求迅速升温，三四线城市改善性需求逐步释放。有鉴于此，自 2015 年起，公司在立足于原有目标城市的同时，进一步增加天津、上海、广州和深圳等一二线城市城区优质土地资源储备，并推动原有产品线升级。2014~2016 年公司净新增土地储备面积分别为 380 万平方米、1771 万平方米和 5625 万平方米。

表 6 公司土地储备及新增项目情况

	2014 年	2015 年	2016 年
土地储备总面积（万平方米）	9208	10979	16604
净新增土地储备面积（万平方米）	380	1771	5625

资料来源：公司提供

从项目储备来看，2014~2016 年公司拥有处于各开发阶段的土地建筑总面积分别为 9208 万平方米、10979 万平方米和 16604 万平方米。具体来看，2016 年底公司的土地储备中，已竣工面积（未交付或待售）约 552 万平方米，占期末土地储备总面积的 3.32%；在建面积约 6046 万平方米（其中已预售约 2750 万平方米），占 36.41%；待开发面积约 10006 万平方米，占 60.27%。

表 7 截至 2016 年底公司土地储备情况（按开发阶段）
（单位：万平方米，%）

	开发阶段	建筑面积	占比
竣工	已预售未交付	58	0.35
	待售	494	2.97
在建	已获预售证（已预售）	2750	16.56
	已获预售证（未预售）	1490	8.97
	未获预售证	1806	10.88
待开发	施工证审批中	824	4.96
	图纸设计中	6806	40.99
	已摘牌（土地证待办）	2376	14.31
合计		16604	100.00

资料来源：公司提供

从开发区域布局来看，截至 2016 年底，公司拥有 728 个处于不同开发阶段的项目，其中 722 个项目位于中国、4 个项目位于马来西亚、1 个项目位于澳大利亚、1 个项目位于印度尼西亚。国内项目分布在全国 28 个省/自治区/直辖市的 185 个地级市，按区域划分主要集中在华南地区，大部分位于广东省内。整体来看，公司开发区域较为多元化，而随着一二线城市土地储备的增加，拿地成本或将进一步增长，对其开发模式亦将提出更高的要求。

2. 建筑、装修及装饰

公司建筑、装修及装饰业务是其纵向一体化产业链上的关键组成部分，通过该业务与物业开发的高效协调与配合，进一步增强公司在进度管控、资源配置优化等方面的能力，从而提升物业开发的核心竞争力。

2014~2016 年公司建筑、装修及装饰业务分别实现收入 4.68 亿元、7.46 亿元和 11.43 亿元，该业务以对内业务为主、第三方业务为辅。

3. 物业管理

为提升旗下开发物业的内在品质，打造统一的“碧桂园”品牌，公司通过子公司广东碧桂园物业管理有限公司（以下简称“碧桂园物业”）为项目住户提供综合的售后物业管理和物业服务，涉及公共安全和公共秩序的协助管理、公共设施保养、公共区域清洁、家居助理、园艺和景观、区内巴士运营等服务。碧桂园物业拥有国家建设部颁发的物业管理一级资质。

随着公司开发项目的持续增加，碧桂园物业承担的物业管理项目亦相应增长，物业管理业务逐步成为公司收入及利润新的增长点。2014~2016 年公司物业管理收入分别为 9.64 亿元、14.69 亿元和 19.59 亿元，年均复合增长 42.55%。截至 2016 年底，碧桂园物业签约管理面积达 2.10 亿平方米，共覆盖全国 27 个省的 223 个城市，服务全国约 100 万户业主和居民，整体为公司利润形成良好补充。

4. 投资物业业务

为挖掘旗下商业物业的价值，公司于 2013 年底设立全资子公司广州碧桂园商业管理公司（以下简称“碧桂园商业”），负责公司集中的大型商业物业以及社区商业的商业规划及管理。2016 年公司投资性物业建筑面积约 119.84 万平方米，公允价值约人民币 97.70 亿元，全年投资物业业务实现收入 0.97 亿元。公司的投资物业由独立专业合资格估值师威格斯资产评估及顾问有限公司在转换日及每一会计年度进行评估。对于已竣工投资物业，主要采用收益法（考虑未来可能实现的租金收入）和直接比较法（考虑周边市场价值）进行估值；对于在建投资物业主要采用剩余法（物业现有市场价值与后续需要开发投入成本的差额）进行估值。

表 8 2016 年底公司前十大投资物业项目情况（单位：万平方米）

项目	城市(区域)	总建筑面积	已竣工			在建	
			社区商业	大型商业中心	公寓	社区商业	大型商业中心
碧桂园·凤凰城	镇江(句容)	157943	2365	-	-		155578
碧桂园·银河城	潘阳(于洪)	99483	15916	76724	-	6843	-
顺德碧桂园 (含碧桂园西苑)	佛山(顺德)	84206	50604	-	-	33602	-
碧桂园壹中心	天津(武清)	78825	--	--	--	78825	--
肇庆蓝领公寓	肇庆(高新)	58136	-	-	58136	--	--
新会碧桂园	江门(新会)	42151	42151	-	--	--	--
泰州碧桂园	泰州(海陵)	36043	36043	--	--	--	--
韶关碧桂园	韶关(浚江)	35115	35115	--	--	--	--
鹤山碧桂园	江门(鹤山)	34360	34360	--	--	--	--
碧桂园*华府	佛山(南海)	32771	11721	--	--	21050	--
合计		659033	228275	76724	58136	140320	155578

资料来源：公司提供

5. 酒店物业业务

公司酒店物业业务主要是投资及经营旗下多家高级酒店。截至 2016 年底，公司拥有 8 家五星级酒店、2 家四星级酒店，以及按照《旅游饭店星级的划分与评定》的五星级标准开发并经营的酒店 38 家、按照四星级标准开发经营的酒店 3 家。2014~2016 年该业务分别实现收入 11.32 亿元、14.55 亿元和 17.08 亿元，年均复合增长 22.83%，已成为公司收入的重要补充之一。

6. 经营效率

2014~2016 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数加权平均值分别为 2.11 次、3.07 次和 0.29 次；2016 年上述指标分别为 1.30 次、3.65 次和 0.26 次。

7. 未来发展

针对国内宏观经济环境变化及房地产行业发展状况，公司以现有业务及运营模式为基础，进一步提出了“稳中求变”的战略布局，凭借现有的竞争优势及成功的开发经验，继续围绕一二线城市及高经济增速的三四线城市进行业务拓展。一二线城市方面，公司将更多的参与城区内优质土地资源的开发，通过灵活的拿地

手段、创新的产品系列寻求投资机会，并逐步由住宅为主向商业地产、工业地产等多用途地产项目延伸；三四线城市方面，公司将通过进阶式产品实现差异化营销，满足自住需求及改善性需求，以提升投资回报。

总体来看，公司房地产开发立足于广州地区，并不断向一二线城市及经济发展较快的三四线城市渗透，开发业态较为丰富，运营模式成熟，整体开发规模居于国内同业领先地位，具备明显的品牌效应及竞争优势。此外，公司通过深挖项目价值以及酒店业务经营等亦进一步拓展了房地产业务的整体效益链。同时，考虑到公司目前在三四线城市土地储备规模较大，需关注相关地区的市场风险状况；而随着公司增加一二线城市的土地储备，其面临的资本支出压力将相应加大。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2014~2016 年合并财务报告，普华永道会计师事务所对该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）。

从合并范围来看，2016 年公司纳入合并范

围子公司共958家。2014年公司合并范围新增子公司17家，减少子公司4家；2015年，公司合并范围新增子公司169家，减少子公司4家；2016年，公司合并范围新增子公司409家，减少子公司21家。总体看，公司合并范围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2016年底，公司合并资产总额5915.72亿元，所有者权益总额816.15亿元（非控制股东权益114.87亿元）。2016年，公司实现营业收入1530.87亿元，除税前溢利213.91亿元。

2. 资产质量

2014~2016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48.56%。截至2016年底，公司资产总额5915.72亿元，其中流动资产占81.96%，非流动资产占18.04%，资产构成以流动资产为主，符合房地产企业特点。

流动资产

2014~2016年，公司流动资产快速增长，年均复合增长58.65%。截至2016年底，公司流动资产4848.36亿元，以在建物业（占44.63%）、贸易及其他应收款（占24.20%）、现金及现金等价物（占17.46%）和持作销售的已落成物业（占6.37%）为主。

2014~2016年，公司现金及现金等价物快速增长，剔除受限制现金的影响，年均复合增长112.41%。截至2016年底，公司现金及现金等价物总计为964.91亿元，其中受限资金118.44亿元，主要系预收物业的建设保证金，受限比例12.27%。整体看，公司现金类资产充裕，流动性好。

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。2014~2016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42.88%。截至2016年底，在建物业2163.83亿元，未计提跌价准备。

随着在建物业的不断完工，公司持作销售的已落成物业近三年快速增长，年均复合增长15.37%。截至2016年底，持作销售的已落成物业为308.85亿元，未计提跌价准备。

2014~2016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115.09%。截至2016年底，贸易及其他应收款金额为1173.77亿元（计入流动资产部分为1173.22亿元、计入非流动资产部分为0.56亿元），同比大幅增长主要系来自土地预付款的增加。贸易及其他应收款中，物业销售产生的应收账款金额为136.73亿元，土地竞买保证金142.92亿元，预付土地款68.21亿元，其他主要为往来款及其他应收关联方款项。

截至2016年底，公司以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产73.21亿元，主要系①2015年，公司以11.88亿元对价取得深圳天圆投资管理有限公司5197.73万股（占9.16%股权），2016年底，该金融资产根据市场所报的买方报价计算公允价值为11.88亿元；②2016年公司新增期限3-181天的理财产品61.33亿元。

2014~2016年，公司存货金额占比较小，主要为用于公司建筑业务板块的建筑材料及配件，截至2016年底，存货金额为22.04亿元。预付税金主要系由于公司房地产楼盘预售，预收客户账款的同时产生的预付税金。随着房地产预收款项规模的增加，2014~2016年公司预付税金快速增长，截至2016年底，预付税金金额为140.42亿元。

非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产年均复合增长18.97%。截至2016年底，公司非流动资产为1067.36亿元，同比增长18.67%；从构成

来看，主要由在建物业（占 49.04%）、投资物业（占 9.16%）和物业、厂房及设备（占 19.56%）构成。

记入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，2014~2016 年，该部分在建物业波动增长，年均复合增长 8.29%。截至 2016 年底，在建物业金额为 523.42 亿元。

截至 2016 年底，记入流动资产和非流动资产的在建物业合计金额为 2687.26 亿元，其中 199.54 亿元的对建物业用于抵押，受限制的士地使用权占全部在建物业的 3.37%，受限比例较小。

2014~2016 年，公司物业、厂房及设备不断增长，年均复合增长 5.82%，主要由于楼宇不断增加所致。截至 2016 年底，公司物业、厂房及设备 208.77 亿元，其中 27.20 亿元的楼宇用于抵押。

公司投资物业系为获得长期租金收益而持有的物业。2014~2016年，公司投资物业快速增长，年均复合增长17.86%。截至2016年底，投资物业金额为97.73亿元，其中已竣工投资物业82.77亿元，在建投资物业14.96亿元。公司投资物业采用公允价值法计量，并经独立专业评估机构威格斯资产评估及顾问有限公司评估。

2014~2016年，公司土地使用权有所增长，年均复合增长11.26%，全部位于中国境内并为自主经营使用，租期在10~50年。截至2016年底，土地使用权25.36亿元，其中14.78亿元用于抵押。其他无形资产占比较小，截至2016年底金额为2.39亿元，主要为商誉和电脑软件。

2014~2016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2016年底，公司于合营公司之投资金额为73.11亿元；于联营公司之投资金额为38.73亿元。

2014~2016年，公司可供出售金融资产占比较低，主要系对非上市投资基金公司的权益性投资，截至2016年底，该投资金额为8.71亿元。

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。

3. 负债及权益总额

权益

2014~2016年，公司权益总额波动增长，年均复合增长14.33%，主要来自利润积累和近年来的股票增发。2014年，公司新发行股票12.72亿股，取得募集资金净额31.54亿港元；2015年，公司配股发行22.36亿股，取得募集资金净额62.95亿港元，股本得到有效扩充。截至2016年底，公司权益总额为816.15亿元，归属母公司的权益为701.28亿元。归属母公司的权益中，股本及溢价占36.61%，留存收益占56.99%，其他储备占6.39%。非控制股东权益为114.87亿元。整体看，公司权益结构稳定性一般。

负债

2014~2016年，公司负债总额快速增长，年均复合增长57.49%。截至2016年底，公司负债总额5099.56亿元，同比增长87.06%，主要系随着房地产业务的不断扩大，公司预收客户账款大幅增加，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，2016年底流动负债和非流动负债占比分别为79.48%和20.52%，负债结构以流动负债为主。

2014~2016年，公司流动负债快速增长，年均复合增长60.87%。截至2016年底，公司流动负债4053.14亿元，主要以预收客户账款（占47.47%）、贸易及其他应付款（占37.45%）和银行及其他借款（占7.53%）为主。

预收客户账款主要为预售所收房屋款，2014~2016年，公司预收客户款快速增长，年均复合增长44.78%，主要系公司物业预售规模增

大所致。2014~2016年，公司预收客户账款分别为917.92亿元、965.16亿元和1924.09亿元，占当期收入比重分别为108.57%、85.24%和125.69%。预收客户账款规模大，对未来收入保障性较强。

2014~2016年，公司贸易及其他应付款快速增长，年均复合增长92.59%。截至2016年底，公司贸易及其他应付款1517.89亿元，主要包括应付账款760.74亿元（占50.12%）和其他应付款项614.23亿元（占40.47%），公司应付账款采用账龄法分析，其中90日以内的占比为83.49%，90~180日的占比为12.37%，180~365日的占比为2.47%，超过365日以上的占比为1.67%，综合账龄较短。

2014~2016年，公司一年内需要偿还的银行及其他借款快速增长，年均复合增长56.93%，主要系公司扩大借款规模所致。截至2016年底，公司一年内需要偿还的银行及其他借款总额为305.13亿元，其中境内公司借款257.17亿元，境外公司借款47.96亿元。

2014~2016年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长46.19%。截至2016年底，公司非流动负债1046.42亿元，构成以银行及其他借款（占36.99%）、优先票据（占27.97%）和应付债券（占28.19%）为主。

2014~2016年，公司长期的银行及其他借款快速增长，年均复合增长21.08%。截至2016年底为387.10亿元。

2014~2016年，公司优先票据规模波动增长，年均复合增长14.62%，金额分别为222.74亿元、208.78亿元和292.64亿元，其中计入非流动负债的优先票据金额分别为197.35亿元、208.78亿元和292.64亿元，年均复合增长21.77%，呈快速增长趋势。

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2016年底，公司应付债券账面余额为377.10亿元（含一年内到期的公司债券），主要系公司本部在上海证券交易所非公开发行公司债券本金合计200亿元、

子公司增城市碧桂园物业发展有限公司公开发行公司债券本金60亿元及非公开发行公司债券本金80亿元、子公司广东腾越建筑工程有限公司发行公司债券本金30亿元、子公司马来西亚碧桂园房产有限公司发行的公司债券本金1.74亿元。

从有息债务看，2014~2016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45.70%；截至2016年底，公司全部债务1361.97亿元，其中短期债务占比为28.43%，长期债务占比为71.57%，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。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不断提升，资产负债率波动提升，三者均值分别为50.79%、57.91%和81.04%，2016年分别为54.43%、62.53%和86.20%。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，但整体债务负担可控。

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，但整体债务负担可控。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高，汇率波动将对公司融资成本产生一定影响。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业额保持较快增长，年均复合增长34.56%。2016年，公司实现营业收入1530.87亿元，同比大幅增长35.21%，主要系房地产发展板块销售结转带动所致。同期，在房地产市场景气度波动、土地成本攀升等多重因素影响下，公司销售成本增速高于营业额，三年年均复合增长率为39.06%，2016年，公司销售成本为1208.51亿元。受销售成本增速高于同期营业额增速影响，公司毛利分别为220.55亿元、228.63亿元和322.36亿元，毛利率水平呈

下降趋势，2014~2016年分别为26.09%、21.09%和20.06%，略高于行业平均水平。

2014~2016年，随房地产销售规模持续扩张，公司期间费用年均复合增长32.06%，主要系①2015年外币融资带来的汇兑损失致使当年财务费用迅速增加，②2016年房地产销售规模快速增加导致营销及市场推广成本迅速增加。2016年，期间费用为134.49亿元，其中营销及市场推广成本73.84亿元；行政开支49.70亿元；财务费用净额10.95亿元（其中融资活动汇兑净亏损27.48亿元）。近三年，公司期间费用占营业额比重分别为9.12%、8.13%和8.79%，期间费用综合占比较低。截至2016年底，公司有息债务中外币债务占比高，汇率波动风险对公司融资成本造成一定影响。

公司投资物业以公允价值计量，2014~2016年投资物业之公允价值增加及转至投资物业之收益分别为18.80亿元、8.10亿元和7.12亿元；其他收入及收益净额主要由土地使用税返还和廉价收购收益构成。2014~2016年其他收入及收益净额分别为1.86亿元、4.24亿元和15.30亿元。整体看，非经常性损益对公司利润的贡献程度较低，除税前溢利主要来自于主营业务产生的毛利。

2014~2016年，公司除税前溢利波动增长，年均复合增长14.31%；其中2016年除税前溢利为213.91亿元，同比增长44.21%，主要来自自主业商品房销售的大幅增长。

盈利指标方面，2014~2016年，公司总资本收益率和净资产收益率均波动下降，三年均值分别为6.31%和15.03%；2016年上述两项指标分别为6.34%和16.74%。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波动增长，期间费用控制能力较强。近年来受房地产行业景气度波动和市场环境变动影响，公司毛利率波动下滑，但受益于快速周转带动，资金效率有所提升。总体看，公司盈利能力较强。

5. 现金流

2014~2015年，公司开发规模及土地投资大幅增长持续扩大，经营活动所用之现金净额均为负数，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，近三年分别为-43.32亿元、-175.90亿元和412.63亿元。其中，扣除利息和所得税之前，经营活动产生的现金金额分别为65.43亿元、-64.89亿元和573.03亿元。

2014~2016年，公司投资活动所用之现金净额分别为-46.87亿元、-66.66亿元和-204.57亿元，2016年投资活动现金支出规模较大，主要系用于购买交易性金融资产（61.33亿元）、收购附属公司（31.22亿元）、关联方及第三方贷款（52.95亿元）、对联营/合营企业的投资支出（69.55亿元）大幅增加所致。2016年公司房地产业务规模的快速扩大，导致当期对关联方投资增加，收购境内多家房地产开发公司以及收购合营企业和联营公司新增的股权以扩大规模；同时充裕的现金类资产用于购买银行短期理财产品；投资活动现金流入规模较小，主要以回收利息为主，2014~2016年已收利息金额分别为2.55亿元、2.21亿元和5.33亿元。

2014~2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为89.13亿元、416.70亿元和274.54亿元。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。2015年，公司筹资方式有所增加且筹资规模大幅上涨，除取得银行及其他借款外，债券发行现金流入151.12亿元，非控制性权益出资（永续债券）取得现金净额179.93亿元。2016年，公司融资渠道变动不大，发行债券规模增至219.01亿元，银行及其他借款规模增至365.36亿元；筹资活动现金支出主要为永续资本工具资本返还195.28亿元和偿还银行及其他借款205.07亿元。

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。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016年，公司流动比率波动下降，近三年分别为122.98%、134.93%和119.62%；速动比率逐年提升，近三年分别为33.76%、44.24%和55.15%。2014~2016年，公司经营现金流动负债比分别为-2.77%、-8.73%和10.18%。总体看，公司流动比率较高，但剔除存货、在建项目、已建成待售房地产与受限资金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，短期偿债能力强于指标值。

从长期偿债能力指标看，2014~2016年公司EBITDA波动增长，年均复合增幅14.70%，分别为169.45亿元、154.97亿元和223.11亿元。2014~2016年，公司EBITDA利息倍数分别为3.47倍、3.06倍和3.18倍；全部债务/EBITDA分别为3.79倍、7.05倍和6.11倍。整体看，公司整体偿债能力较强。

截至2016年底，公司合并口径下获得主要合作金融机构授信总额为2849亿元，其中未使用的授信额度约为1628亿元，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2016年底，公司对外担保余额1461.20亿元，其中1275.03亿元系公司为客户购房按揭贷款提供的阶段性担保，186.17亿元系为联营及合营公司提供担保，扣除对客户购房按揭贷款提供的阶段性担保后的担保比率为2.28%，公司或有负债风险低。

7. 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。

8. 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、成本控制能力很强，公司整体抗风险能力极强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期拟发行中期票据18亿元人民币，占2016年底公司长期债务和全部债务的比重分别为1.85%和1.32%，对公司现有债务结构及规模影响不大。

截至2016年底，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分别为54.43%、62.53%和86.20%。本期中期票据发行后，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将分别上升至54.88%、62.84%和86.25%，公司债务负担基本保持不变。考虑到本期中期票据募集资金部分用于偿还金融机构借款，实际债务负担或将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016年，公司经营活动产生的现金流分别为65.43亿元、-64.89亿元和573.03亿元，分别为本期中期票据的3.64倍、-3.61倍和31.84倍；公司扣除已付所得税和已付利息之后的经营活动现金净流量分别为-43.32亿元、-175.90亿元和412.63亿元，分别为本期中期票据的-2.41倍、-9.77倍和22.92倍；公司物业销售回流规模对本期中期票据保障能力较好。

2014~2016年，公司EBITDA波动上升，三年分别为本期中期票据发行额度的9.41倍、8.61倍和12.40倍。EBITDA对本期中期票据的保障能力强。

总体看，本期中期票据的发行对公司债务影响不大，公司EBITDA规模大，对本期中期票据保障程度强。

十一、结论

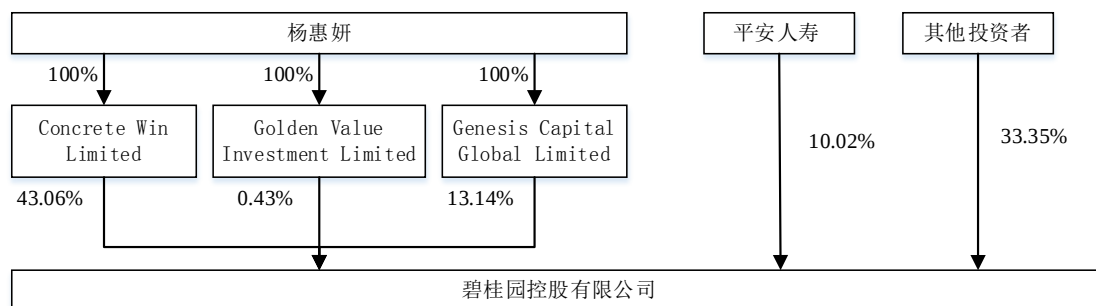
作为中国大型房地产开发上市企业，公司自成立以来凭借长期品牌积累与专业化管理，

已构建住宅为主、商业地产为辅的业务结构，在行业地位、全国化区域布局、品牌影响力、项目储备等方面具备显著竞争优势。公司业务拓展至内地主要城市以及部分海外地区，项目区域布局合理。

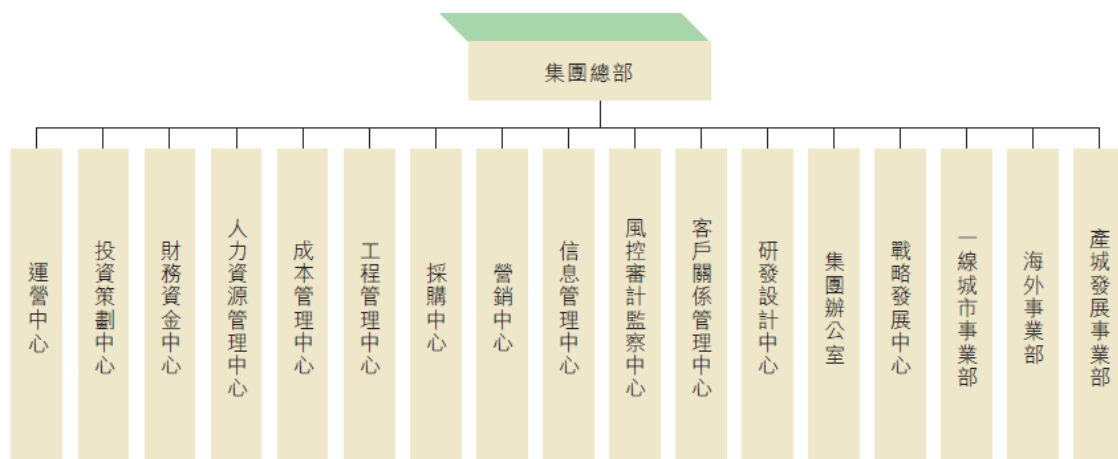
近年来，公司房地产业务板块销售业绩逐年提升，项目及土地储备充足，为未来收入持续增长提供有力支持。公司资产规模快速增长，资产质量良好，债务结构合理。公司目前在开发项目较多，未来开发投资规模较大。

本期中期票据的发行对公司现有债务影响不大，公司EBITDA对本期中期票据保障程度强。结合公司主体长期信用状况以及对本期中期票据偿还能力分析，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2016 年底公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	187.61	362.41	846.47
资产总额(亿元)	2680.32	3619.56	5915.72
权益总额(亿元)	624.42	893.40	816.15
短期债务(亿元)	149.29	227.78	387.20
长期债务(亿元)	492.29	864.94	974.77
全部债务(亿元)	641.59	1092.72	1361.97
营业额(亿元)	845.49	1132.23	1530.87
除税前溢利(亿元)	163.69	148.33	213.91
EBITDA(亿元)	169.45	154.97	223.11
经营性净现金流(亿元)	-43.32	-175.90	412.63
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.33	2.64	1.30
存货周转次数(次)	2.47	2.50	3.65
总资产周转次数(次)	0.32	0.31	0.26
毛利率(%)	26.09	20.19	21.06
总资本收益率(%)	8.38	4.89	6.34
净资产收益率(%)	16.99	10.87	16.74
长期债务资本化比率(%)	44.08	49.19	54.43
全部债务资本化比率(%)	50.68	55.02	62.53
资产负债率(%)	76.70	75.32	86.20
流动比率(%)	122.98	134.93	119.62
速动比率(%)	33.76	44.24	55.15
经营现金流动负债比(%)	-2.77	-8.73	10.18
EBITDA 利息倍数(倍)	3.47	3.06	3.18
全部债务/EBITDA(倍)	3.79	7.05	6.11

附件 3 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	
营业额年复合增长率	
除税前溢利年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业额/贸易及其他应收款
存货周转次数	营业成本/ (存货+持作销售的已落成物业)
总资产周转次数	营业额/资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(年度溢利+费用化利息支出) / (权益总额+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	年度溢利/权益总额×100%
毛利率	毛利/营业额×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+权益总额) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+权益总额) ×100%
担保比率	担保余额/权益总额×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-存货持作销售的已落成物业-在建物业-受限制现金) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动产生的现金净额/流动负债合计×100%

注: 公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制

现金类资产=现金及现金等价物

短期债务=计入流动负债的银行及其他借款+计入流动负债的优先票据+计入流动负债的公司债券

长期债务=计入非流动负债的银行及其他借款+计入非流动负债的优先票据+计入非流动负债的应付债券+永续资本工具

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=除税前溢利+费用化利息支出+折旧及摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 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 4-2 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 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 碧桂园控股有限公司 2018年度第一期中期票据跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项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。

碧桂园控股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。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后3个月内发布跟踪评级报告。

碧桂园控股有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对碧桂园控股有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，碧桂园控股有限公司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碧桂园控股有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现碧桂园控股有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对碧桂园控股有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如碧桂园控股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碧桂园控股有限公司或本期债项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碧桂园控股有限公司联系，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。