

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《弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第二期资产支持票据信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司

二〇二〇年八月十三日



信用等级公告

联合〔2020〕2892号

联合资信评估有限公司通过对“弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第二期资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第二期资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年八月十三日



弘基商业保理（深圳）有限公司2020年度第二期 资产支持票据信用评级报告

评级结果

票据名称	金额 (万元)	资产占比 (%)	票据占比 (%)	信用等级
优先级	29200.00	95.53	99.66	AAA _{sf}
次级	100.00	0.33	0.34	NR
票据合计	29300.00	95.86	100.00	—
初始超额抵押	1266.40	4.14	—	—
资产池合计	30566.40	100.00	—	—

注：1.上述评级结果成立的假设前提是保理公司已支付保理款项，且债务人已出具付款确认书；2.上述评级结果仅在优先级资产支持票据发行利率不超过 4.30%的情况下有效；3.NR-未予评级

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：由委托人为设立财产权信托而根据《信托合同》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/资产服务机构：弘基商业保理（深圳）有限公司
受托人/发行载体管理人：光大兴陇信托有限责任公司
资金保管银行：中国农业银行股份有限公司顺德分行
牵头主承销商/簿记管理人：中国农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及碧桂园下属公司
共同债务人：碧桂园控股有限公司、碧桂园地产集团有限公司

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

评级时间

2020 年 8 月 13 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、法律要素、相关参与机构履约能力及操作风险等因素进行了综合分析，并结合上述要素对资产支持票据进行了现金流分析及压力测试。

本次交易资产池包含 127 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”，主体长期信用等级为 AAA）和碧桂园地产集团有限公司（以下简称“碧桂园地产”，主体长期信用等级为 AAA）均作为共同债务人，并出具《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。因此，碧桂园控股和碧桂园地产的主体信用水平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，在优先级资产支持票据发行利率不超过 4.30%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 4.30%的情形。

综合上述因素，联合资信评定“弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第二期资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

- 入池资产合格标准较为严格。**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。
- 共同债务人碧桂园控股及碧桂园地产信用**

水平极高。本交易每笔应收账款均获得由共同债务人碧桂园控股和碧桂园地产出具的《付款确认书》，承诺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。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. **共同债务人或面临一定的去库存风险，且债务负担较重。**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较高，或面临较大的去库存风险。近年来，碧桂园控股和碧桂园地产债务规模持续增长，债务负担较重。

风险缓释：碧桂园控股和碧桂园地产在开发规模、区域分布、开发经验、品牌知名度、行业竞争力等方面具备很强优势，其业务发展快速，销售规模持续扩大，盈利能力强，融资渠道畅通，整体偿债能力极强。此外，联合资信将对碧桂园控股和碧桂园地产的债务情况保持持续关注。

2. **境外债务人履约风险。**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，碧桂园地产及碧桂园下属公司均在境内，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。

3. **本交易存在一定的利率风险。**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30566.40万元，优先级资产支持票据发行规模为29200.00万元，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4.30%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。

4. **存在一定的行业风险。**本交易基础资产债务人均均为房地产企业，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弘基商业保理（深圳）有限公司和受托人光大兴陇信托有限责任公司提供，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弘基商业保理（深圳）有限公司/光大兴陇信托有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与弘基商业保理（深圳）有限公司/光大兴陇信托有限责任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，未因弘基商业保理（深圳）有限公司/光大兴陇信托有限责任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“弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第二期资产支持票据”项下优先级资产支持票据的存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期优先级资产支持票据的信用等级有可能发生变化。

2. 资产支持票据

本期资产支持票据发行规模为 30566.40 万元，其中，优先级票据发行规模为 29200.00 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。优先级资产支持票据采用固定利

率，票面利率根据簿记建档结果确定，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 本期发行资产支持票据概况（单位：万元、%）

票据名称	金额	资产占比	票据占比	利率类型	预计存续期限	还本付息方式
优先级	29200.00	95.53	99.66	固定利率	不超过 12 个月	到期一次性还本付息
次级	100.00	0.33	0.34	—	不超过 12 个月	到期获得剩余收益
票据合计	29300.00	95.86	100.00	—	—	—
超额抵押	1266.40	4.14	—	—	—	—
资产池合计	30566.40	100.00	—	—	—	—

资料来源：联合资信整理

3. 基础资产

本交易制定了较为明确、严格的基础资产合格标准。

本交易基础资产系指《基础资产清单》所列的，由委托人为设立财产权信托而根据《信托合同》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；但碧桂园控股有限公司（以下简称“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³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应付款主张扣减、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；

³碧桂园/碧桂园集团系指碧桂园控股有限公司、碧桂园地产集团有限公司和碧桂园下属公司的统称，下同。

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）债权人向保理商转让应收账款债权及保理商将基础资产信托予资产支持票据信托的事宜均已向债务人发出书面通知，债务人已出具《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；（16）该笔应收账款债权可特定化，应收账款债权金额和付款时间明确，不存在属于预付款的情形；（17）基础资产池中有不少于10家相互之间不存在关联关系的供应商，且同一供应商入池的目标应收账款债权的合计未偿余额占基础资产池应收账款余额的比例不超过20%；（18）关联交易所产生的目标应收账款债权的未偿余额占基础资产池应收账款余额的比例不超过30%。前述“关联交易”指关联方之间的交易，此处的关联方系指在股权关系上直接或间接控制该主体、被该主体在股权关系上直接或间接控制或与该主体在股权关系上直接或间接地被共同控制的任何公司、合伙或其他非自然人实体。前述“控制”系指依据公开信息，一方对另一方控制权超过50%。

本交易设置不合格基础资产⁴及争议基础资产⁵赎回机制，机制一旦触发将引致相应基础资产的赎回。

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-截至赎回日前一日（含该日）24:00时该笔应收账款债权已偿还金额（如有）。

4. 现金流安排

（1）账户设置及资金划转

本交易现金流主要来自于应收账款在信托存续期内的回收款，相关交易文件对账户设置、现金流归集及划付做出了明确安排。

在信托生效日当天或之前，受托人光大信托应根据《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。

资产服务机构弘基保理在应收账款债权到期日⁶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，则共同债务人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（如需）。在信托存续期内的任一日，如触发赎回⁷事件，债权人或委托人应将赎回价款付至信托账户。

（2）现金流支付机制

本交易对信托财产的分配顺序做出了明确约定。

在信托存续期间，受托人于支付日⁸根据基

⁴不合格基础资产系指在信托生效日或信托财产交付日不符合合格标准、或委托人在信托生效日及信托财产交付日对该等基础资产做出的资产保证不真实、不完整、不准确的基础资产。

⁵就每一笔基础资产而言，争议基础资产系指在信托期限内，碧桂园以书面形式或其他方式向弘基保理、受托人及/或资金保管银行表明其与债权人之间就该笔基础资产存在争议或主张其享有商业纠纷抗辩权，或者弘基保理或受托人及/或资金保管银行通过债权人或其他任何途径得知基础资产存在争议或碧桂园主张其

商业纠纷抗辩权的基础资产。

⁶应收账款债权到期日系指根据《应收账款转让通知书》及《应收账款转让通知书回执》的约定，债务人或共同债务人应履行应收账款项下还款义务的最晚日期。

⁷赎回系指发起机构根据受托人发出的《不合格资产/争议基础资产赎回通知》向资产支持票据信托购买相应基础资产。

⁸就信托每次分配而言，支付日系指预期代理支付机构向资产支持票据持有人划转其信托收益分配款项之日。具体而言，（a）

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（同一分配顺序下如有不足，则按比例分配）：（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⁹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。

二、交易结构分析

1. 信用支持

本交易通过优先/次级结构安排为优先级票据提供了一定的信用支持。

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 0.34% 的信用支持。

2. 交易结构风险分析

（1）债务人履约风险

碧桂园控股是外国企业法人，履约过程中可能面临操作风险。

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、

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

根据境外律所出具的法律意见书，碧桂园控股签署及履行《付款确认书》项下义务不违反章程或与适用于碧桂园控股的开曼群岛现行法律法规相冲突。根据碧桂园控股的董事会会议纪要，《付款确认书》的签署及履行经过碧桂

就期间分配而言，在资产支持票据正常到期的情况下，指资产支持票据预期到期日；或在发生任一资产支持票据终止事件导致该档资产支持票据提前到期的情况下，指资产支持票据提前到期日。若前述资产支持票据到期日为非工作日，则支付日为该日后的第一个工作日。（b）就到期分配而言，在信托正常到期的情况下，指信托计划预期到期日；或在发生任一信托计划终止事件导致信托计划提前到期的情况下，指信托计划提前到期日。若前

述信托到期日为非工作日，则支付日为该日后的第一个工作日。

（c）就清算分配而言，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资产支持票据持有人进行分配之日。

⁹ 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；在优先级资产支持票据本息全部偿付完毕后系指次级资产支持票据持有人。

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

本交易存在一定的利率风险。

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 30566.40 万元，优先级票据发行规模为 29200.00 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 4.30% 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

本交易存在一定的再投资风险。

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。

3. 主要参与方履约能力

（1）委托人/发起机构/资产服务机构

弘基保理建立了比较健全的保理业务运营

流程和工作制度，作为本交易的发起机构和资产服务机构履职能力较好，但由于弘基保理运营时间较短，尚处于业务发展初期，联合资信对其将保持关注。

本交易的委托人/发起机构/资产服务机构为弘基保理。弘基保理成立于 2017 年 9 月 19 日，注册资本人民币 5000 万元。截至 2020 年 3 月底，弘基保理注册资本人民币 10000.00 万元，实收资本 1000.00 万元，智明国际有限公司（以下简称“智明国际”）持股 90%，天津盛业投资管理有限公司（以下简称“天津盛业”）持股 10%。智明国际、天津盛业、盛业商业保理有限公司（以下简称“盛业保理”）及弘基保理于 2018 年 4 月签署《委托服务协议》，弘基保理的控股股东智明国际将弘基保理的日常管理委托给盛业保理。盛业保理为天津盛业的母公司，成立于 2013 年 12 月，注册资本 20000.00 万美元，为中国服务贸易协会商业保理专业委员会副主任单位、深圳市商业保理协会副会长单位及天津市商业保理协会副会长单位。

弘基保理主营业务为应收账款保理，目标客户为各类大型央企及上市公司的供应商，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。因为碧桂园上游供应商数量众多，保理需求量大，未来弘基保理将围绕碧桂园开展业务，并进行业务深耕。从成立至 2020 年 3 月底，弘基保理已累计办理保理业务 795 笔，累计受让应收账款（不含订单融资）62.14 亿元，累计发放保理融资金额 42.16 亿元。

截至 2019 年底，弘基保理资产总额为 30399.66 万元，负债总额为 19225.30 万元，所有者权益总额为 11174.36 万元。2019 年，弘基保理实现营业收入 2809.78 万元，净利润 12.50 万元。截至 2020 年 3 月底，弘基保理资产总额为 125852.06 万元，负债总额为 114950.05 万元，所有者权益总额为 10902.00 万元。2020 年 1—3 月，弘基保理实现营业收入 2629.60 万元，净利润-272.36 万元。

弘基保理建立了一套较为齐全的保理业务管理制度和风险控制制度，包括《业务流程及风险管理制度》《业务板块准入要求及操作要点》《授信管理办法》《贷后管理办法》《资产分类及准备金计提管理办法》等一系列规章制度，以控制交易真实性风险、客户信用风险、操作风险等。根据相关制度要求，在保理业务开展前，弘基保理需经过约一个月的内部审核、尽职调查及资信评估、交易评估等工作，对客户财务信息、经营状况及应收账款对应贸易的真实性等因素进行评估，进而对客户给予融资限额。在保理款发放后，根据保理业务的模式不同，弘基保理会定期获取被保理应收账款对应基础交易的买方或卖方的财务报表，并通过电话访谈、资料审查和现场检查等方式进行贷后检查。

(2) 共同债务人 1—碧桂园控股

作为本交易共同债务人之一的碧桂园控股，经营规模持续增长，盈利能力强，融资渠道畅通，联合资信给予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。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，碧桂园控股以每股 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 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¹⁰，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。

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 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，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¹¹

(a) 经营概况

2017—2019 年，碧桂园控股经营规模整体呈现上升态势，以房地产开发收入的增长为主。

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增速地区拓展，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。

2017—2019 年，碧桂园控股收入保持快速

¹⁰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。

¹¹本部分提及的碧桂园控股土地储备、合同销售金额等相关数据，如无特别说明，均为权益口径。

增长，年均复合增长46.34%。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%。

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，2017—2019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97.03%、97.45%和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4%。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3 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	2269.00	100.00	3790.79	100.00	4859.08	100.00

注：2017年碧桂园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。

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

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，主要分布在三、四线城市，未来可能面临一定的去库存风险。

2017—2019年，受益于房地产市场的整体回暖，碧桂园控股拿地节奏加快，碧桂园控股土地储备总建筑面积逐年增长。截至2019年底，碧桂园控股于中国内地的土地储备建筑面积约25856万平方米，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。

2017—2019年，碧桂园控股净新增的土地储备建筑面积分别为6345万平方米、5208万平方米和1792万平方米，逐年下降，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，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。

表4 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	2017年	2018年	2019年
净新增土地储备建筑面积	6345	5208	1792
土地储备建筑面积	18856	24064	25856

资料来源：联合资信根据碧桂园控股年度报告整理

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5 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		258.6	100.00

资料来源：联合资信根据碧桂园控股年度报告整理

（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2017—2019年底，碧桂园控股存续项目数量分别较上年底增加740个、697个和371个，逐年下降。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。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。

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。

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

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。

从销售情况看，2017—2019年，碧桂园控股实现合同销售金额分别为3824亿元、5019亿元和5522亿元，呈逐年上升趋势，年均复合增

长20.17%；2019年，碧桂园控股实现合同销售面积6237万平方米。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，2017—2019年，碧桂园控股合同销售均价分别为8689元/平方米、9267元/平方米和8854元/平方米，波动提高。近年来，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。

表6 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	2017年	2018年	2019年
合同销售面积	4401	5416	6237
合同销售金额	3824	5019	5522
销售均价	8689	9267	8854

资料来源：联合资信根据碧桂园控股年度报告整理

财务分析

碧桂园控股提供了2017—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12月底，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，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。

2017—2019年，碧桂园控股资产规模快速增长，年均复合增长34.79%，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

2017—2019年，碧桂园控股流动资产逐年增长，年均复合增长37.11%。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。

2017—2019年，碧桂园控股在建物业（在正常营运周期内落成列作流动资产）逐年增长，年均复合增长49.84%。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。

2017—2019年，碧桂园控股贸易及其他应收款逐年增长，年均复合增长26.78%。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%）。

2017—2019年，碧桂园控股现金及现金等价物逐年增长，年均复合增长34.77%，主要系碧桂园控股经营规模不断增长销售回款增加所致。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，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。

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

2017—2019年，碧桂园控股非流动资产逐年增长，年均复合增长23.15%，主要系在建物业、于合营企业之投资、贸易及其他应收款和递延所得税资产增加所致。截至2019年底，碧桂园控股非流动资产合计2756.35亿元，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%）。

2017—2019年，碧桂园控股在建物业（超过正常营运周期落成列作非流动资产，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16.50%。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。

2017—2019年，碧桂园控股物业、厂房及设备年均复合增长5.87%。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。

2017—2019年，碧桂园控股于合营企业之投资年均复合增长34.42%，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，碧桂园控股债务总额呈上升趋势，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未来的五年内，可能存在一定的集中偿付压力。

2017—2019年，碧桂园控股所有者权益年均复合增长36.92%，归属于母公司所有者权益年均复合增长27.36%。2017—2019年，碧桂园

控股负债规模逐年增长，年均复合增长34.52%。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82.84%和17.16%，负债结构以流动负债为主。

流动负债

2017—2019年，碧桂园控股流动负债逐年增长，年均复合增长34.82%，主要系合同负债、贸易及其他应付款增长所致。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%，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。

2017—2019年，碧桂园控股合同负债逐年增长，年均复合增长36.60%。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%。

2017—2019年，碧桂园控股贸易及其他应付款逐年增长，年均复合增长34.05%。截至2019年底，碧桂园控股贸易及其他应付款合计5945.48亿元，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

2017—2019年，碧桂园控股非流动负债年均复合增长33.12%，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2019年底，碧桂园控股非流动负债合计2897.02亿元，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。

2017—2019年，碧桂园控股优先票据年均复合增长43.06%。截至2019年底，碧桂园控股优先票据合计575.50亿元，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。

2017—2019年，碧桂园控股递延所得税负债年均复合增长41.14%。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。

2017—2019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40.23%。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，存在一定的集中偿付风险。

2017—2019年，碧桂园控股全部债务总额年均复合增长30.69%。截至2019年底，碧桂园控股有息债务合计3698.82亿元，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，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53.68%。整体看，碧桂园控股债务负担较重。

所有者权益

2019年来碧桂园控股所有者权益及归属于母公司所有者权益均呈长趋势，但归属于母公司所有者权益中留存收益占比较高，权益稳定性较弱。

截至2019年底，碧桂园控股所有者权益合计2186.08亿元，较上年底增长26.07%，其中归属于母公司所有者权益1519.39亿元，较上年底增长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年以来碧桂园控股的营业收入和净利润均快速增长，盈利能力较强。

2017—2019年，碧桂园控股营业收入保持快速增长，年均复合增长46.34%。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。2017—2019年，碧桂园控股费用收入比分别为6.17%、7.33%和6.74%。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。

2017—2019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5.61%、5.46%和3.32%；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1.09%、2.18%和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呈大额净流入状态，投资活动现金流显著减少，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，2017—2019年，碧桂园控股经营活动产生的现金流量净额分别为240.84亿元、283.81亿元和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。自2017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，2017—2019年，碧桂园控股投资活动产生的现金净额分别为-443.85亿元、-122.69亿元和-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，2017—2019年，碧桂园控股筹资活动产生的现金净额分别为728.21亿元、738.32亿元和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，其整体偿债能力极高。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，碧桂园控股流动比率分别为1.13倍、1.15倍和1.17倍，连续增长；现金短期债务比分别为2.47倍、2.01倍和2.37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，2017—2019年，碧桂园控股EBITDA分别为473.47亿元、806.07亿元和1001.55亿元，逐年大幅增长。2017—2019年，碧桂园控股EBITDA利息倍数分别为4.29倍和4.21倍和4.09倍，波动下降；碧桂园控股EBITDA全部债务比分别为0.22倍、0.24倍和0.27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2019年12月底，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12月底，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。

(3) 共同债务人 2—碧桂园地产

碧桂园地产作为碧桂园控股境内最大的房地产开发经营主体和融资平台公司，其项目储备充足，经营业绩持续增长，整体财务状况良好，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。

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日以货币形式出资设立的有限责任公司，设立时注册资本为人民币5.00亿元，初始名称为佛山市顺德区公司有限责任公司，2017年5月27日更名为现名。碧桂园地产成立之后，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。

碧桂园地产经营范围：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。

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。

截至 2020 年 3 月底，碧桂园地产合并资产总额 15793.45 亿元，负债合计 14160.10 亿元，所有者权益 1633.35 亿元，其中归属于母公司所有者权益 1128.30 亿元。2020 年 1—3 月，碧桂园地产实现营业收入 322.69 亿元，净利润 18.65 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 13.44 亿元；经营活动产生的现金流量净额-216.32 亿元，现金及现金等价物净增加额-314.96 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。

经营分析

(a) 经营概况

2017—2019 年，碧桂园地产收入规模快速增长，主营业务毛利率逐年提高，整体经营呈现稳定快速发展态势。

碧桂园地产主要从事房地产的开发与销售，2017—2019 年，随着结转收入不断增长，碧桂园地产营业收入逐年增长，年均复合增长 74.06%；营业成本连续增长，年均复合增长 70.06%，增幅小于营业收入增幅；净利润不断增长，年均复合增长 99.87%，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，2017—2019 年，碧桂园地产分别实现销售物业收入 1225.04 亿元、2543.23 亿元和 3711.11 亿元，逐年增长，年均复合增长 74.05%；销售物业收入占主营业务收入的比重均在 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 7 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，联合资信整理

从毛利率情况来看，2017—2019 年，碧桂园地产主营业务毛利率分别为 25.35%、28.40% 和 28.86%，呈逐年上升态势，主要系销售物业毛利率提升所致。2017—2019 年，碧桂园地产销售物业毛利率分别为 25.29%、28.36% 和 28.84%，逐年提高。

(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，2017—2019 年，碧桂园地产新拓展项目分别为 490 个、618 个和 347 个，新获取土地储备面积分别为 5681.54 万平方米、6393.88 万平方米和 4514.08 万平方米，新获取土地地价总额分别为 1628.89 亿元、1450.42 亿元和 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，2017—2019年，碧桂园地产新获取土地平均楼面价格分别为2866.98元/平方米、2268.45元/平方米和3007.85元/平方米，波动上升，主要系新增土地储备中一二线城市占比有所波动所致。

表8 碧桂园地产新增土地储备情况
(单位：个、万平方米、亿元、元/平方米)

项目	2017年	2018年	2019年
新拓展项目	490	618	347
新获取土地储备面积	5681.54	6393.88	4514.08
土地储备总面积	12614.25	18998.11	20930.24
新获取地价总额	1628.89	1450.42	135776.58
平均楼面价格	2866.98	2268.45	3007.85

注：统计口径为权益口径

资料来源：碧桂园地产提供，联合资信整理

从碧桂园地产新增土地储备所在的城市分布来看，2017—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分别为31.29%、18.07%和30.58%，三四线城市的新增土地储备占比分别为68.71%、81.93%和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，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9 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，联合资信整理

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10 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，联合资信整理

(c) 项目建设开发情况

近年来，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。从房地产开发建设情况来看，近年来碧桂园地产整体施工规模有所扩大，2017—2019年，碧桂园地产开复工面积波动增长；竣工面积逐年提升。由于每年的竣工面积小于当年开复工面积，2017—2019年，碧桂园地产期末在建面积逐年增长，分别为6136.93万平方米、10695.06万平方米和13063.82万平方米，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。

表 11 碧桂园地产开工、竣工及期末在建情况
(单位: 万平方米)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
开工面积 (新开工面积)	4193.07	6958.60	6240.46
竣工面积	1199.27	2400.46	3871.70
期末在建面积	6136.93	10695.06	13063.82

资料来源: 碧桂园地产提供, 联合资信整理

(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。

从近年来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良好把握, 碧桂园地产销售规模呈现较快增长态势, 2017—2019 年, 碧桂园地产签约销售面积分别为 3184.66 万平方米、4504.47 万平方米和 5414.75 万平方米, 年均复合增长 30.39%。2017—2019 年, 签约销售均价分别为 8482.58 元/平方米、9141.64 元/平

方米和 8689.26 元/平方米, 波动提高。综上, 2017—2019 年, 碧桂园地产签约销售金额分别为 2701.41 亿元、4117.82 亿元和 4705.02 亿元, 碧桂园地产整体销售表现持续较好。

表 12 碧桂园地产房地产销售情况
(单位: 万平方米、亿元、元/平方米)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
签约销售面积	3184.66	4504.47	5414.75
签约销售金额	2701.41	4117.82	4705.02
签约销售均价	8482.58	9141.64	8689.26

注: 统计数据为权益口径

资料来源: 碧桂园地产提供, 联合资信整理

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, 近三年碧桂园地产广东省签约销售占比逐年下降; 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。

表 13 2019 年碧桂园地产签约销售区域分布情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	签约销售金额	占比	签约销售金额	占比	签约销售金额	占比
广东省	802.71	29.71	887.82	21.56	886.69	18.85
江苏省	411.67	15.24	424.66	10.31	490.36	10.42
浙江省	170.52	6.31	424.20	10.30	360.38	7.66
河南省	131.20	4.86	179.38	4.36	326.92	6.95
安徽省	178.21	6.60	285.99	6.95	293.83	6.24
山东省	45.22	1.67	188.02	4.57	284.50	6.05
湖南省	90.82	3.36	203.82	4.95	249.18	5.30
广西省	95.55	3.54	201.50	4.89	220.34	4.68
湖北省	117.90	4.36	139.21	3.38	198.93	4.23
贵州省	111.70	4.13	180.86	4.39	162.58	3.46
其他	545.91	20.21	1002.36	24.34	1231.32	26.17
合计	2701.41	100.00	4117.82	100.00	4705.02	100.00

资料来源: 碧桂园地产提供, 联合资信整理

财务分析

(a) 财务概况

碧桂园地产提供的2017—2019年度审计报告经普华永道中天会计师事务所审计, 均出具

了标准无保留审计意见。碧桂园地产财务报表按照财政部于2006年2月15日及以后期间颁布的《企业会计准则——基本准则》、各项具体会计准则及相关规定编制。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。碧桂园地产2020年第一季度财务报表未经审计。

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。

截至2020年3月底，碧桂园地产合并资产总额15793.45亿元，负债合计14160.10亿元，所有者权益1633.35亿元，其中归属于母公司所有者权益1128.30亿元。2020年1—3月，碧桂园地产实现营业收入322.69亿元，净利润18.65亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润13.44亿元；经营活动产生的现金流量净额-216.32亿元，现金及现金等价物净增加额-314.96亿元。

(b) 资产质量

近年来，碧桂园地产资产规模不断增长，资产受限比例较低，货币资金较充裕；碧桂园地产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，碧桂园地产资产质量良好。

2017—2019年，碧桂园地产合并资产总额连续增长，年均复合增长35.67%。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

2017—2019年，碧桂园地产流动资产连续

增长，年均复合增长36.75%。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。碧桂园地产流动资产主要构成如下图所示。

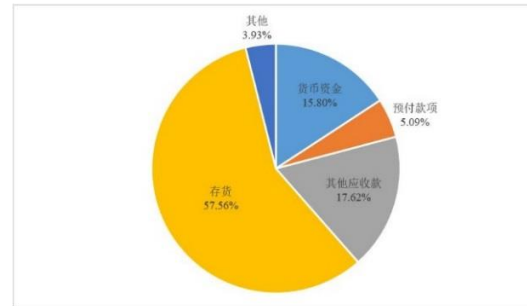


图2 截至2019年底碧桂园地产流动资产构成

资料来源：碧桂园地产审计报告

2017—2019年，碧桂园地产货币资金逐年增长，年均复合增长41.09%。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。

碧桂园地产预付款项主要为预付土地款、预付工程款及预付材料等。2017—2019年，碧桂园地产预付款项逐年减少，年均复合下降15.52%。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。

2017—2019年，碧桂园地产存货账面价值逐年增长，年均复合增长60.22%。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%，主要系在建项目增加所致；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。

碧桂园地产其他应收款包括关联方往来款、对第三方代垫款项及往来款、土地竞买及其他保证金等；其中，关联方往来款不计息也不计

提减值准备。2017—2019 年，碧桂园地产其他应收款逐年增长，年均复合增长 20.06%。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

2017—2019 年，碧桂园地产非流动资产连续增长，年均复合增长 28.06%。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。碧桂园地产非流动资产主要构成如下图所示。

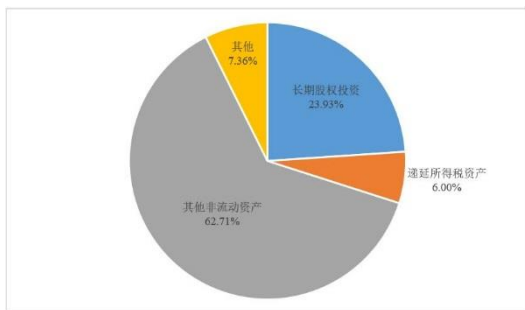


图3 截至2019年底碧桂园地产非流动资产构成

资料来源：碧桂园地产审计报告

碧桂园地产长期股权投资为对合联营企业的投资。2017—2019 年，碧桂园地产长期股权投资逐年增长，年均复合增长 34.01%。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%。

2017—2019 年，碧桂园地产递延所得税资产逐年增长，年均复合增长 72.90%。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。

碧桂园地产其他非流动资产主要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、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及股权收购预付款。2017—2019 年，碧桂园地产其他非流动资产逐年增长，年均复合增长 24.88%。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 14 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 15 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：碧桂园地产债券年报

截至 2020 年 3 月底，碧桂园地产资产总额 1579.34 亿元，其中流动资产和非流动资产占比分别为 89.48% 和 10.52%，资产构成较年初变动不大。

(c) 负债及所有者权益

负债

近年来，受业务规模扩大的影响，碧桂园地产负债规模逐年增长，整体债务负担较合理，债务结构以长期债务为主。碧桂园地产是碧桂园控股在境内最大的开发运营主体和融资平台，整体债务负担较稳健。

2017—2019 年，碧桂园地产负债总额连续增长，年均复合增长 33.82%。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。

2017—2019 年，碧桂园地产流动负债连续增长，年均复合增长 33.10%。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。碧桂园地产流动负债主要构成如下图所示。

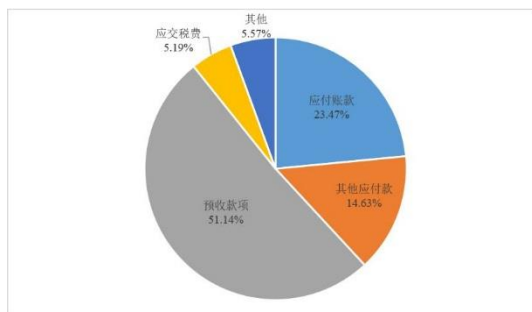


图 4 截至 2019 年底碧桂园地产流动负债构成

资料来源：碧桂园地产审计报告

碧桂园地产应付账款包括应付工程款、应

付关联方款项、应付材料款和应付土地款等。2017—2019 年，碧桂园地产应付账款逐年增长，年均复合增长 58.64%。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。

2017—2019 年，碧桂园地产预收款项逐年增长，年均复合增长 45.22%。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。

2017—2019 年，碧桂园地产其他应付款逐年减少，年均复合下降 6.85%。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。

2017—2019 年，碧桂园地产应交税费逐年增长，年均复合增长 38.46%。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。

2017—2019 年，碧桂园地产非流动负债连续增长，年均复合增长 41.10%。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。

2017—2019 年，碧桂园地产长期借款逐年增长，年均复合增长 39.99%。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。

2017—2019 年，碧桂园地产应付债券有所增长，年均复合增长 74.26%。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。

2017—2019 年,碧桂园地产递延所得税负债逐年增长,年均复合增长 35.06%,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。

2017—2019 年,随着业务规模的不断扩大,碧桂园地产全部债务连续增长,年均复合增长 37.34%。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,2017—2019 年,碧桂园地产资产负债率分别为 92.16%、91.67%和 89.66%,呈逐年下降态势;全部债务资本化比率分别为 60.70%、61.02%和 54.56%,波动下降;长期债务资本化比率分别为 48.53%、48.23%和 43.81%,连续下降。整体看,碧桂园地产债务负担一般。

从碧桂园控股层面债务负担来看,截至 2019 年底,碧桂园控股借贷净额(银行及其他借款、优先票据、公司债券和可换股债券减去可动用现金)约 1012.55 亿元,净借贷比率(借贷净额除以总权益)约 46.3%,较年初下降 3.3 个百分点;碧桂园控股债务负担合理。

所有者权益

碧桂园地产所有者权益逐年增长,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。

2017—2019 年,碧桂园地产所有者权益连续增长,年均复合增长 55.78%。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。

截至 2020 年 3 月底,碧桂园地产合并负债规模 14160.10 亿元,其中流动负债 12772.73 亿元,占比 90.20%;非流动负债 1387.37 亿元,占比 9.80%;所有者权益合计 1633.35 亿元,其中归属于母公司所有者权益 1128.30 亿元。

(d) 盈利能力

近年来,碧桂园地产营业收入和净利润不断增长,合联营公司产生的投资收益对利润形成一定补充,碧桂园地产整体盈利能力强。

2017—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逐年增长,年均复合增长 74.06%。2017—2019 年,碧桂园地产营业成本连续增长,年均复合增长 70.06%,增幅小于营业收入增幅。2017—2019 年,碧桂园地产净利润不断增长,年均复合增长 99.87%,主要系碧桂园地产经营性业务收入和投资收益增加所致。

从期间费用来看,2017—2019 年,碧桂园地产期间费用连续增长,年均复合增长 63.19%。从构成看,近三年,碧桂园地产销售费用不断增长,年均复合增长 40.62%,主要系销售规模扩大,宣传推广费增加所致。碧桂园地产管理费用逐年增长,年均复合增长 100.47%,主要系职工薪酬、差旅费及其他运营费用增加所致。碧桂园地产财务费用持续为负值,主要系贷款利息支出大部分资本化所致,财务费用主要为存款利息收入和汇兑损益。

2017—2019 年,碧桂园地产投资收益分别为-3.09 亿元、11.06 亿元和 57.18 亿元,主要系增加对合联营公司的投资所致;近三年碧桂园地产投资收益分别占当期营业利润的-1.96%、2.44%和 7.86%,对碧桂园地产利润形成一定补充。碧桂园地产营业外收入主要为非同一控制

下企业合并产生的负商誉。2017—2019 年，碧桂园地产营业外收入分别为 25.92 亿元、11.82 亿元和 9.04 亿元，分别占当年利润总额的 14.77%、2.62%和 1.26%，对碧桂园地产利润影响逐年减轻。

从盈利指标看，2017—2019 年，碧桂园地产总资产收益率分别为 10.77%、15.16%和 17.25%，总资产报酬率分别为 2.97%、4.30%和 5.12%，净资产收益率分别为 24.37%、38.78%和 40.47%，均呈现逐年提高态势。碧桂园地产盈利能力指标处于较高水平，整体盈利能力强。

2020 年 1—3 月，碧桂园地产实现营业收入 322.69 亿元，净利润 18.65 亿元。

(e) 现金流分析

近年来，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；碧桂园地产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；碧桂园地产筹资活动前净现金流持续为负，其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，2017—2019 年，碧桂园地产经营活动现金流入分别为 3345.16 亿元、5048.67 亿元和 5397.82 亿元，连续增长，年均复合增长 27.03%，主要系签约销售金额不断增长所致。2017—2019 年，碧桂园地产销售商品、提供劳务收到的现金分别为 2670.36 亿元、4335.65 亿元和 4937.39 亿元，占碧桂园地产权益口径签约销售金额的 98.85%、105.29%和 104.94%，碧桂园地产销售回款情况良好。2017—2019 年，碧桂园地产经营活动现金流出分别为 3143.99 亿元、4799.32 亿元和 5273.68 亿元，连续增长，年均复合增长 29.51%，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，2017—2019 年，碧桂园地产经营活动现金流量净额分别为 201.17 亿元、249.35 亿元和 124.14 亿元。

从投资活动来看，2017—2019 年，碧桂园地产投资活动现金流入分别为 4.03 亿元、

244.61 亿元和 283.53 亿元，连续增长，年均复合增长 738.36%，主要系收回投资收到的现金增加所致。2017—2019 年，碧桂园地产投资活动现金流出分别为 959.71 亿元、809.81 亿元和 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，2017—2019 年，碧桂园地产投资活动现金流量净额分别为-955.67 亿元、-565.20 亿元和-299.11 亿元。

2017—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分别为-754.51 亿元、-315.85 亿元和-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，2017—2019 年，碧桂园地产筹资活动现金流入分别为 1793.79 亿元、1492.18 亿元和 1147.21 亿元，连续下降，年均复合下降 20.03%，主要系碧桂园地产融资借款规模减少所致。2017—2019 年，碧桂园地产筹资活动现金流出分别为 423.85 亿元、420.76 亿元和 758.61 亿元，波动增长，年均复合增长 33.78%，主要系到期债务波动增长所致。2017—2019 年，碧桂园地产筹资活动现金流量净额分别为 1369.93 亿元、1071.42 亿元和 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。

2020 年 1—3 月，碧桂园地产经营活动体现为净流出，流入量和净流量分别为 903.36 亿元和 1119.68 亿元；投资活动现金流体现为净流出，现金流量净额为-179.00 亿元；筹资活动现金净流量为 80.36 亿元。

(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，碧桂园地产整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，碧桂园地产流动比率分别为 1.04 倍、1.08 倍和

1.10 倍，连续增长，主要系存货增加所致。2017—2019 年，碧桂园地产速动比率分别为 0.60 倍、0.55 倍和 0.47 倍。2017—2019 年，碧桂园地产现金短期债务比分别为 3.34 倍、3.01 倍和 3.33 倍，波动下降，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，2017—2019 年，碧桂园地产 EBITDA 分别为 178.40 亿元、454.28 亿元和 721.31 亿元，逐年大幅增长。2019 年，碧桂园地产 EBITDA 中，利润总额占 99.48%。2017—2019 年，碧桂园地产 EBITDA 利息倍数分别为 3.43 倍、4.79 倍和 5.17 倍，连续增长，EBITDA 对利息的覆盖程度很高。2017—2019 年，碧桂园地产 EBITDA 全部债务比分别为 0.18 倍、0.28 倍和 0.38 倍，连续增长，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。

（4）资金保管银行

农业银行财务状况优良、风险控制能力较强。联合资信认为，作为本次交易资金保管机构，农业银行拥有良好的运营能力，本交易因

农业银行丧失履约能力而发生违约的风险很小。

本交易的资金保管银行为中国农业银行股份有限公司顺德分行。中国农业银行股份有限公司（以下简称“农业银行”）的前身最早可追溯至 1951 年成立的农业合作银行，2009 年 1 月，农业银行整体改制为股份有限公司；2010 年 7 月，分别在上海证券交易所和香港联合交易所挂牌上市（股票代码：601288.SH 和 01288.HK）。截至 2019 年底，农业银行股本总额 3499.83 亿元，其中第一大股东为中央汇金投资有限责任公司，持股比例为 40.03%；第二大股东为中华人民共和国财政部，持股比例为 35.29%。

截至 2019 年底，农业银行总资产 248782.88 亿元，其中发放贷款和垫款 128196.10 亿元；负债总额 229185.26 亿元，其中吸收存款 185428.61 亿元。2019 年，农业银行实现营业收入 6272.68 亿元，净利润 2129.24 亿元，经营活动现金流净额为 3525.71 亿元。截至 2019 年底，农业银行不良贷款率为 1.40%，拨备覆盖率为 288.75%，核心一级资本充足率 11.24%，一级资本充足率 12.53%，资本充足率 16.13%，均满足监管要求。

农业银行是国内首批获得证券投资基金托管业务资格的商业银行之一，十多年来，始终保持托管业务零差错的记录，获得了监管层和业内的一致好评。农业银行在业务实践中，积累了丰富的托管经验，形成一套完善的业务营销体系，利用自身丰富的客户资源和系统优势，在做好资产保管、资金清算和资产估值等基础服务的同时，为客户提供市场信息、收益代收、现金管理、代理投票、绩效评估、风险分析等多种增值服务。截至 2019 年底，农业银行托管资产规模 98838.59 亿元，较上年末增长 7.2%。

农业银行针对客户资金托管业务面临的操作风险、信誉风险、合规性风险以及系统风险制定了明确的风险管理制度。业务经办行应根据开办客户资金托管业务的实际需要落实场地、设备及人员安排。在业务办理过程中确立双人

控制制度和人员备份制度；各类操作流程必须具备可操作性。业务经办行须在总行授权的范围内开展客户资金托管业务，不得擅自越权办理；签署的托管协议中涉及托管人义务和职责的各项条款要符合法律法规的规定。

（5）受托人/发行载体管理机构

光大信托拥有稳健的财务实力以及较好的风险内控制度，本交易因受托人尽职能力或意愿而引发风险的可能性很小。

本交易的受托人/发行载体管理机构为光大信托。光大信托是在原甘肃省信托有限责任公司（以下简称“原甘肃信托”）基础上重组后成立的。原甘肃信托是 1980 年 2 月经甘肃省人民政府批准成立、1981 年 6 月经中国人民银行和财政部批准续办的甘肃省第一家具有金融业务资格的省属金融机构。历经多次股权变更，截至 2019 年底，光大信托注册资本为 64.18 亿元，前两大股东为中国光大集团股份公司和甘肃省国有资产投资集团有限公司，持股比例分别为 51.00% 和 43.98%。

截至 2019 年底，光大信托合并资产总额为 139.55 亿元，合并负债总额 32.44 亿元，合并所有者权益总额 107.11 亿元。2019 年，光大信托实现营业收入 41.85 亿元，净利润 20.78 亿元。截至 2019 年末，光大信托信托资产合计为 7506.17 亿元，信托负债合计为 86.48 亿元，信托权益合计为 7506.17 亿元。2019 年，光大信托实现信托项目营业收入 518.86 亿元，净利润 460.58 亿元。

光大信托建立了分工明确、权责对应、合理制衡的“三会一层”法人治理结构，股东会、董事会、监事会和经营层依照相关法律法规和《光大兴陇信托有限责任公司章程》行使职责，形成了权力机构、决策机构、监督机构和执行机构之间相互制衡、相互协调的运行机制。光大信托通过优化决策机制、调整组织架构、加强制度建设和流程管理等多种方式，建立了多层次、全方位的内控体系，形成了点面结合的内控机制，并根据业务发展及时做出调整，确保

规范经营，稳健发展。

4. 法律要素分析

北京大成律师事务所和 Ogier 律师事务所为本交易出具法律意见书。

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；弘基保理已获得合法、有效的内部授权，具备担任本次资产支持票据资产服务机构的主体资格；资产支持票据发行载体及相关中介机构具备相关资质及权限，与发起机构弘基保理不存在关联关系；碧桂园控股有权签署及履行《付款确认书》项下的义务，碧桂园地产具有完全的权力、授权和合法的权利签署《付款确认书》及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；《付款确认书》《应收账款转让通知书》及《应收账款转让通知书回执》中记载的内容均未违反中国境内的强制性法律法规、规定，一经有权主体确认并签署生效后，即对相关主体具有法律约束力；通过抽样调查，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《主定义表》约定的基础资产入池合格标准中除第（5）条即“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”外的其他相关要求；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；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措施合法、有效；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》。

关于碧桂园控股的主体资格，根据 Ogier 律师事务所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、声誉良好的豁免公司；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；《付款确认书》的签署及履行经过碧桂园控股内部有效授权，《付款确认书》经被授权人士签署并由碧桂园控股发出后，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。

三、基础资产分析

资产池应收账款类型全部为工程应收账款债权，债务人全部为碧桂园下属公司，关联性非常高。

本交易资产池应收账款共计 127 笔，涉及 85 户债务人，应收账款余额共计 30566.40 万元，资产池概况如下：

表 16 资产池概况

应收账款余额总计（万元）	30566.40
应收账款笔数（笔）	127
碧桂园下属公司债务人户数（户）	85
债权人户数（户）	103
单笔应收账款最小余额（万元）	3.59
单笔应收账款最大余额（万元）	1889.11

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

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 127 笔，全部为供应商/债权人因向碧桂园下属公司提供境内工程承包/分包服务等形成的工程款。

2. 应收账款余额分布

从应收账款余额分布来看，入池资产中应收账款余额在 100 万元以下的基础资产笔数占

比最高，笔数占整体入池应收账款笔数的 45.67%；应收账款余额在 100 万元（含）至 500 万元区间的基础资产金额占比最高，占应收账款总余额的 36.85%。具体分布见表 17。

表 17 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	58	2842.47	9.30
100 万（含）~500 万	51	11262.74	36.85
500 万（含）~1000 万	11	7407.17	24.23
1000 万（含）以上	7	9054.02	29.62
合 计	127	30566.40	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

3. 应收账款债务人分布

资产池共涉及 85 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 1889.11 万元，占比 6.18%；前五大债务人应收账款余额共计 8086.06 万元，占比 26.45%，债务人集中度一般。具体分布见表 18。

表 18 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
大连港龙地产有限公司	1	1889.11	6.18
韶关市碧祥房地产开发有限公司	2	1857.20	6.08
郑州高新碧桂园房地产开发有限公司	5	1724.69	5.64
南通上岛置业有限公司	2	1402.86	4.59
遵化碧唐房地产开发有限公司	2	1212.20	3.97
合 计	12	8086.06	26.45

注: 加总不等于合计系四舍五入所致, 下同

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

4. 应收账款债权人分布

资产池共涉及 103 户债权人, 单户债权人涉及的应收账款余额最大为 2406.68 万元, 占比 7.87%; 前五大债权人应收账款余额共计 8254.46 万元, 占比 27.01%, 债权人集中度一般。具体分布见表 19。

表 19 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
大连金广建设集团有限公司	2	2406.68	7.87
佛山市顺德区顺茵绿化设计工程有限公司	3	1990.94	6.51
恒洲建设集团有限公司	1	1478.09	4.84
郑州铭建建筑工程有限公司	1	1255.32	4.11
云南通墨建设工程有限公司	1	1123.44	3.68
合 计	8	8254.46	27.01

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

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 2 户, 涉及关联应收账款 8 笔, 笔数占整体入池应收账款笔数的 6.30%, 关联应收账款余额 1127.49 万元, 占比为 3.69%, 关联资产占比很低。具体分布见表 20。

表 20 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
广东博意建筑设计院有限公司	7	977.60	3.20
广东博意建筑设计院有限公司珠海分公司	1	149.89	0.49
合 计	8	1127.49	3.69

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

因入池资产部分债权人与债务人碧桂园地产集团有限公司(以下简称“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, 资产支持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, 联合资信将在资产支持票据真实发行时保持持续关注。

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 37 个区域, 应收账款余额占比最高的五个区域为辽宁区域、河南区域、广清区域、江苏区域和赣西区域, 合计占 45.53%, 应收账款地区集中度较高。具体分布见表 21。

表 21 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
辽宁区域	9	4174.87	13.66
河南区域	16	3579.50	11.71
广清区域	8	2790.97	9.13
江苏区域	7	1780.17	5.82
赣西区域	4	1591.29	5.21
沪苏区域	2	1402.86	4.59
湘北区域	4	1228.16	4.02
天津区域	2	1212.20	3.97
厦门区域	3	1128.25	3.69
云南区域	1	1123.44	3.68
豫南区域	4	968.80	3.17
豫北区域	7	916.83	3.00
皖东区域	8	852.78	2.79

江西区域	4	803.30	2.63
惠州区域	6	731.70	2.39
苏北区域	1	686.80	2.25

其他区域	41	5594.50	18.30
合 计	127	30566.40	100.00

注：应收账款余额占比不超过 2% 的区域计入其他区域

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

四、定量分析

在优先级票据发行利率不超过 4.30% 的情况下，基础资产预期现金流能够覆盖优先级票据预期支出，票据的兑付有保障。

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发行利率下，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

票据发行利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 22 不同发行利率下优先级票据保障倍数
(单位：%、万元、倍)

票据发行利率	预期支出	票据保障倍数
3.80	30389.64	1.0058
3.90	30418.84	1.0049
4.00	30448.05	1.0039
4.10	30477.25	1.0029
4.20	30506.45	1.0020
4.30	30535.65	1.0010

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

资料来源：联合资信整理

从压力测试的结果来看，在优先级票据发行利率不超过 4.30% 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、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“弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第二期资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

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

附件 1 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	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	8385.76	12603.73	15435.71	15793.45
所有者权益（亿元）	657.75	1050.09	1596.12	1633.35
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	322.69
净利润（亿元）	134.04	331.19	535.45	18.65
EBITDA（亿元）	178.40	454.28	721.31	--
经营性净现金流（亿元）	201.17	249.35	124.14	-216.32
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	263.89
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	18.69
费用收入比（%）	7.10	7.03	6.24	11.99
资产负债率（%）	92.16	91.67	89.66	47.20
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	1.11
速动比率（倍）	0.60	0.55	0.47	0.46
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	--

注：2020 年一季度财务报表未经审计

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	
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%
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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-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%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (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
短期偿债能力指标	
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

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 5 资产支持票据信用等级设置及含义

联合资信资产支持票据具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和C_{sf}。除AAA_{sf}级、CCC_{sf}级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务

联合资信评估有限公司关于弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第二期资产支持票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在“弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第二期资产支持票据”项下优先级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。

弘基商业保理（深圳）有限公司/光大兴陇信托有限责任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，包括但不限于资产服务报告、受托人报告、年度财务报告以及影响信托财产或“弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第二期资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第二期资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级有效期内，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“弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第二期资产支持票据”信用状况产生较大影响的突发事件，受托人/发起机构应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注“弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第二期资产支持票据”相关信息，如发现“弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第二期资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第二期资产支持票据”项下优先级资产支持票据的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。

如弘基商业保理（深圳）有限公司/光大兴陇信托有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第二期资产支持票据”项下优先级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弘基商业保理（深圳）有限公司/光大兴陇信托有限责任公司联系，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。