

信用评级公告

联合〔2021〕7119号

联合资信评估股份有限公司通过对“弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 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“弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第三期资产支持票据”项下“20 弘基保理 ABN003 优先”的信用等级为 AAA_{sf} 。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十七日

弘基商业保理（深圳）有限公司2020年度第三期 资产支持票据2021年跟踪评级报告

评级结果

资产支持票据 简称	金额 (亿元)		票据占比 (%)		信用等级	
	本次	首次	本次	首次	本次	首次
20 弘基保理 ABN003 优先	10.86	10.86	99.91	99.91	AAA _{sf}	AAA _{sf}
20 弘基保理 ABN003 次	0.01	0.01	0.09	0.09	NR	NR
合 计	10.87	10.87	100.00	100.00	--	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. NR-未予评级

跟踪评级相关信息

起息日：2020 年 12 月 11 日

预期到期日：2021 年 11 月 24 日

跟踪期间：2020 年 11 月 6 日—2021 年 7 月 27 日

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

跟踪评级时间

2021 年 7 月 27 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

分析师

马 莉 姜 源 欧阳睿 于会涛

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

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第三期资产支持票据”所涉及的基础资产信用表现、应收账款兑付情况、交易结构稳健性、法律要素以及参与机构履职状况进行了持续的关注，根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、履职能力等因素考虑后，联合资信确定维持“弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第三期资产支持票据”项下“20 弘基保理 ABN003 优先”的信用等级为 AAA_{sf}，该评级结果反映了“20 弘基保理 ABN003 优先”预期收益获得及时支付和本金在信托终止日或以前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

优势

共同债务人碧桂园控股有限公司和碧桂园地产集团有限公司资信水平仍极高。本交易共同债务人为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_{pi}¹，评级展望为稳定）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，评级展望为稳定）。跟踪期内，碧桂园控股和碧桂园地产的资信水平稳定，其对本交易涉及的应收账款的到期偿付提供差额补足的付款义务对优先级资产支持票据仍具有重要信用支持作用。

关注

需关注共同债务人碧桂园控股与碧桂园地产的相关运营风险。碧桂园控股与碧桂园地产部分三四线城市项目存在一定的去化风

¹ “pi”代表本评级结果为主动评级（公开评级）结果，评级资料主要来源于公开信息或相关方提供，与委托评级相比评级调查工作和评级信息存在一定局限性。主动评级（公开评级）信用等级设置及含义详见本报告附件。

共同债务人主要财务数据：

碧桂园控股有限公司（合并口径）			
项目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	2403.62	2569.18	1737.49
资产总额（亿元）	16296.94	19071.52	20158.09
权益总额（亿元）	1734.08	2186.08	2570.03
短期债务（亿元）	1268.91	1165.51	962.41
长期债务（亿元）	2023.78	2533.31	2302.44
全部债务（亿元）	3292.69	3698.82	3264.85
收入（亿元）	3790.79	4859.08	4628.56
税前利润（亿元）	795.63	989.39	855.29
EBITDA（亿元）	806.07	1004.87	875.96
经营活动（所用）/产生之现金净额（亿元）	293.81	146.66	-216.31
营业利润率（%）	--	--	--
净资产收益率（%）	27.99	28.00	21.06
资产负债率（%）	89.36	88.54	87.25
全部债务资本化比率（%）	65.50	62.85	55.95
流动比率（%）	114.79	116.64	116.69
经营现金流动负债比（%）	2.41	1.05	-1.45
现金短期债务比（倍）	1.89	2.20	1.81
EBITDA 利息倍数（倍）	4.21	4.10	3.76
全部债务/EBITDA（倍）	4.08	3.68	3.73
碧桂园地产集团有限公司（合并口径）			
项目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	2003.61	2237.18	1548.53
资产总额（亿元）	12603.73	15435.92	16706.60
所有者权益（亿元）	1050.09	1596.21	1917.45
短期债务（亿元）	665.89	671.80	627.90
长期债务（亿元）	978.27	1244.50	992.18
全部债务（亿元）	1644.16	1916.29	1620.08
营业收入（亿元）	2584.99	3775.40	3978.04
利润总额（亿元）	450.76	717.56	636.32
EBITDA（亿元）	454.28	721.30	640.35
经营性净现金流（亿元）	249.35	124.04	-172.04
营业利润率（%）	24.10	24.17	19.11
净资产收益率（%）	31.54	33.54	25.23
资产负债率（%）	91.67	89.66	88.52
全部债务资本化比率（%）	61.02	54.56	45.80
流动比率（%）	107.53	109.58	108.91
经营现金流动负债比（%）	2.37	0.99	-1.26
现金短期债务比（倍）	3.01	3.33	2.47
EBITDA 利息倍数（倍）	4.79	5.17	5.89
全部债务/EBITDA（倍）	3.62	2.66	2.53

注：本报告附件 1-1、附件 2-1 中数据不加特别注明均为合并口径

险。碧桂园控股与碧桂园地产开发建设规模大，且采取“高周转”策略，面临一定的资本支出和项目管理压力。碧桂园控股与碧桂园地产对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由本交易相关方提供，联合资信评估股份有限公司（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委托方构成委托关系外，联合资信、评级人员与委托方及本交易其他相关方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尽职调查和诚信义务，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，未因委托方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本期债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内受评对象信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

本交易的发起机构弘基商业保理（深圳）有限公司（以下简称“弘基保理”）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，采用特殊目的信托载体机制，将基础资产委托给光大兴陇信托有限责任公司（以下简称“光大信托”）并设立“弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第三期资产支持票据信托”，光大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“20 弘基

保理 ABN003 优先”）和次级资产支持票据（以下简称“20 弘基保理 ABN003 次”），投资者通过购买并持有该资产支持票据取得财产权信托项下相应的信托受益权。前述所涉标的应收账款债权的付款义务已获得共同债务人碧桂园控股有限公司（以下简称“碧桂园控股”）和碧桂园地产集团有限公司（以下简称“碧桂园地产”）出具的《付款确认书》予以确认。

本交易以基础资产形成的属于信托的全部资产和收益，按约定向本期优先级资产支持票据持有人还本付息。

二、票据兑付情况

截至本报告出具日，本交易尚未到兑付期。
截至本报告出具日，本交易存续期内发行的

优先级资产支持票据如下表所示：

表1 截至本报告出具日本交易存续期内发行优先级资产支持票据情况（单位：%、万元）

证券代码	证券简称	票面利率	起息日	预期到期日	还本付息方式	发行规模
082001015	20 弘基保理 ABN003 优先	4.50	2020/12/11	2021/11/24	到期一次性还本付息	108600.00

资料来源：联合资信整理

三、基础资产池及现金流分析

1. 基础资产池分析

本交易基础资产符合入池合格标准，基础资产状况较首评无重大变化。

基础资产方面，截至本报告出具日，本交易基础资产所涉及419笔应收账款尚未到期，基础资产涉及的债务人、债权人、应收账款合同性质等较设立日均未发生变化。基础资产所涉应收账款均已取得共同债务人碧桂园控股和碧桂园地产对其到期差额补足付款义务的书面确认，且债务人已经确认其对基础合同项下的应收账款负有到期偿付的义务，并确认对账款不存在任何扣减、减免或抵销的情形，不以任何理由（包括但不限于商业纠纷）抗辩。

2. 资产池现金流分析

基础资产所涉应收账款金额能够覆盖优先级资产支持票据的到期支出。

本交易“20弘基保理ABN003优先”的票面利率为4.50%，在考虑了信托税费（增值税及附加费，对增值部分计算3.00%的增值税，除了增值税本身外，还需要承担附加税费，包括7%的城市维护建设税，3%的教育费附加和2%的地方教育费附加）、应由信托财产承担的综合费率为0.102%（包括资金保管费、付息兑付服务费、信托管理费、集中簿记建档费、发行登记费）及资产支持票据预期到期日为2021年11月24日等因素的基础上，联合资信测算了应收账款偿付安排对优先级资产支持票据到期支出的保障程度，结果如下：

表2 基础资产回收现金流对优先级资产支持票据预期支出的保障程度（单位：%、万元、倍）

优先级资产支持票据票面利率	预期支出	保障比率
4.50	113773.73	1.0027

注：保障比率=（应收账款规模-增值税及附加-其他费用）/〔优先级资产支持票据本金*（1+票面利率）〕；增值税及附加=（应收账款转让规模-资产支持票据发行规模）/1.03*3%*（1+7%+3%+2%）

资料来源：联合资信整理

以上测试结果表明，基础资产所涉应收账款金额能够覆盖优先级资产支持票据到期支出。

四、共同债务人信用风险分析

本交易的共同债务人为碧桂园控股和/或碧桂园地产，联合资信经综合评估确认碧桂园控股的主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望稳定；碧桂园地产的主体长期信用等级为 AAA，评级展望稳定。跟踪期内，碧桂园控股和碧桂园地产资信水平稳定，其对本交易涉及的应收账款的到期偿付提供差额补足的付款义务对优先级资产支持票据仍具有重要信用支持作用。

1. 碧桂园控股主体信用评价

截至2020年底，碧桂园控股股本及溢价余额314.95亿元。必胜有限公司持有碧桂园控股57.68%的股权，为碧桂园控股控股股东；杨惠妍女士为碧桂园控股实际控制人。

截至2020年底，碧桂园控股合并资产总额20158.09亿元，权益总额2570.03亿元（含非控制性权益819.01亿元）；2020年，碧桂园控股实现收入4628.56亿元，税前利润855.29亿元。

碧桂园控股作为从事房地产开发的龙头上市公司，行业地位显著，开发经验丰富，品牌知名度高，综合竞争力强。2020年，碧桂园控股业务保持快速发展态势，项目销售规模持续扩大，整体销售表现良好，盈利能力强，流动性较充裕；碧桂园控股项目储备充足，土地储备区域分布多元，未来发展有保障。同时，联合资信也关注到碧桂园控股项目布局中三四线城市项目占比较高、在建项目尚需投资规模较大、碧桂园控股对外担保规模较大等因素对碧桂园控股信用水平造成的不利影响。

碧桂园控股土地储备和在建项目规模很大，未来随着项目的陆续销售，碧桂园控股经营状况将保持良好。

优势

（1）**碧桂园控股行业地位领先**。碧桂园控股行业地位领先，2020年以来，碧桂园控股销售金额和面积仍位列全国房地产企业排行前三。

（2）**碧桂园控股项目储备充足，区域分布多元**。碧桂园控股项目储备充足，未来发展有保障。作为全国性大型房企，碧桂园控股项目区域分布多元，有利于分散风险。

（3）**碧桂园控股经营业绩继续增长，整体财务状况良好**。2020年，碧桂园控股销售业绩保持增长，整体盈利能力强。2020年，碧桂园控股控制财务杠杆，债务负担有所下降；碧桂园控股整体债务负担适中，融资结构合理，融资成本相对较低。

关注

（1）**部分三四线城市项目存在一定的去化风险**。碧桂园控股有较大规模的三四线城市项目，近年来随着区域市场需求情况分化的加剧，部分三四线城市项目将面临一定的去化风险。

（2）**碧桂园控股开发建设规模大，且采取“高周转”策略，面临一定的资本支出和项目管理压力**。随着在建项目的增多、区域布局的拓展，碧桂园控股期末在建面积大，且采取“高周转”策略，项目管理、资金管理难度相应加大，对碧桂园控股项目运营管理能力提出更高的要求。

（3）**碧桂园控股对外担保规模较大，面临一定或有负债风险**。截至2020年底，碧桂园控股对外担保余额4459.05亿元。其中向若干物业买家提供的按揭融资担保3813.02亿元，为合营企业及联营公司等提供担保646.03亿元。若非并表地产项目去化和售价情况不及预期，碧桂园

园控股将面临一定的或有负债风险。

2. 碧桂园地产主体信用评价

碧桂园地产成立之后，经多次增资和架构重组，截至2020年底，碧桂园地产实收资本为132.93亿元，控股股东为佛山市顺德区宙华投资咨询有限公司（以下简称“宙华投资”），实际控制人为杨惠妍女士。

截至2020年底，碧桂园地产合并资产总额16706.60亿元，所有者权益1917.45亿元（含少数股东权益640.20亿元）；2020年，碧桂园地产实现营业收入3978.04亿元，利润总额636.32亿元。

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，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。2020年，碧桂园地产业务保持快速发展态势，项目销售规模持续扩大，整体销售表现良好，盈利能力强，流动性较充裕；碧桂园地产项目储备充足，土地储备区域分布多元，未来发展有保障。同时，联合资信也关注到碧桂园地产项目布局中三四线城市项目占比较高、在建项目尚需投资规模较大、碧桂园地产对外担保规模较大等因素对碧桂园地产信用水平造成的不利影响。

碧桂园地产土地储备和在建项目规模很大，未来随着项目的陆续销售，碧桂园地产经营状况将保持良好。

优势

（1）碧桂园地产股东实力强。碧桂园控股行业地位领先，销售金额和面积常年位列全国房地产企业排行前三；碧桂园地产作为碧桂园控股境内最大融资平台公司将受益于此。

（2）碧桂园地产项目储备充足。碧桂园地产项目储备充足，未来发展有保障。作为全国性大型房企，碧桂园地产项目区域分布多元，有利于分散风险。

（3）碧桂园地产经营业绩持续增长，整体财务状况良好。2020年，碧桂园地产签约销售和营业收入保持增长，整体盈利能力强。碧桂园地产销售和回款情况良好，账面货币资金充足，债务负担合理，现金类资产对短期债务覆盖程度高。

关注

（1）部分三四线城市项目存在一定的去化风险。碧桂园地产有较大规模的三四线城市项目，近年来随着区域市场需求情况分化的加剧，部分三四线城市项目将面临一定的去化风险。

（2）碧桂园地产开发建设规模大，面临一定的资本支出压力，且“高周转”策略面临较大工程进度管理和质量管理压力。随着碧桂园地产在建项目的增多、区域布局的拓展，项目管理、资金管理难度相应加大，对碧桂园地产项目运营管理能力提出更高的要求；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。碧桂园地产采取“高周转”策略，工程进度管理和质量管理压力较大。

（3）碧桂园地产对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。截至2020年底，碧桂园地产尚未履行及未履行完毕的对关联方等的借款提供的对外担保总额为4175.50亿元。其中为商品房承购人提供的阶段性连带担保余额为3250.35亿元；为关联方等的负债提供的担保余额为925.15亿元（占净资产48.25%）。碧桂园地产对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。

五、其他参与方尽职能力分析

跟踪期间，发起机构、受托人、资金保管机

构均未发生替换，履职情况稳定。

六、评级结论

联合资信对本交易所涉及的基础资产信用表现、资产支持票据兑付情况、交易结构稳健性、法律要素以及参与机构履职状况进行了持续的关注，根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、履职能力等因素考虑后，联合资信确定维持本交易

“20 弘基保理 ABN003 优先”的信用等级为 AAA_{sf}，该评级结果反映了“20 弘基保理 ABN003 优先”预期收益获得及时支付和本金在信托到期日或以前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附件 1-1 共同债务人碧桂园控股有限公司信用分析

一、主体概况

碧桂园控股有限公司（以下简称“碧桂园控股”）于 2006 年 11 月在开曼群岛注册成立。2007 年 4 月，碧桂园控股在香港交易所主板上市，股票代码 2007.HK。截至 2020 年底，碧桂园控股股本及溢价余额 314.95 亿元。必胜有限公司持有碧桂园控股 57.68% 的股权，为碧桂园控股控股股东；杨惠妍女士为碧桂园控股实际控制人。

碧桂园控股主要从事房地产开发、建筑、物业投资及酒店经营业务。

截至 2020 年底，碧桂园控股合并资产总额 20158.09 亿元，权益总额 2570.03 亿元（含非控制性权益 819.01 亿元）；2020 年，碧桂园控股实现收入 4628.56 亿元，税前利润 855.29 亿元。

碧桂园控股注册地址为：Cricket Square Hutchins Drive P.O. Box 2681 Grand Cayman KY1-1111 Cayman Islands。

二、经营分析

1. 经营现状

碧桂园控股主营业务为房地产开发，2020 年受新冠肺炎疫情的影响，施工进度有所减缓，收入结转规模有所下滑。

2020 年，碧桂园控股实现收入 4628.56 亿元，同比下降 4.74%，主要系房地产开发收入减少所致。

从收入构成来看，房地产开发收入始终是碧桂园控股收入的主要来源，2020 年，碧桂园控股房地产开发收入仍占当期收入总额的比重在 97% 以上。2020 年，碧桂园控股房地产开发收入 4493.41 亿元，同比有所减少主要系受新冠疫情影响部分项目工程进度及楼盘交付放缓所致。碧桂园控股提供建筑服务收入、租金收入、提供酒店服务及其他等规模相对较小，占比合计低于 4%。

表 1 2018—2020 年碧桂园控股收入构成情况（单位：亿元、%）

板块	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房地产开发	3694.05	97.45	4750.12	97.76	4493.41	97.08
提供建筑服务	52.65	1.39	62.19	1.28	87.79	1.90
租金收入	2.27	0.06	4.12	0.08	5.26	0.11
提供物业管理服务	16.32	0.43	--	--	--	--
提供酒店服务及其他	25.50	0.67	42.65	0.88	42.10	0.91
合计	3790.79	100.00	4859.08	100.00	4628.56	100.00

资料来源：联合资信根据碧桂园控股年度报告整理

2. 土地储备

碧桂园控股土地储备规模较大，项目储备规模合理，为碧桂园控股未来发展提供有力保障。

截至 2020 年底，碧桂园控股连同其合营企业及联营公司已签约或已摘牌中国内地权益建筑面积约为 27515 万平方米，项目储备规模合理，其中 80% 分布于广东省以外，地域分布较为多元。按发展阶段划分，已竣工面积占 2.5%，在建面积占 60.2%，待开发面积占 37.3%；按销售

情况划分，已预售面积占比 34.1%，未售面积占比 65.9%。

表 2 截至 2020 年底碧桂园控股土地储备情况
（单位：百万平方米、%）

类型	开发阶段	权益建筑面积	占比
竣工	已预售未交付	3.5	1.3
	待售	3.4	1.2
在建	已获预售证（已预售）	90.4	32.8
	已获预售证（未预售）	24.7	9.0

	未获预售证	50.5	18.4
待开发	已摘牌未获施工证	102.7	37.3
合计		275.2	100.0

资料来源：联合资信根据碧桂园控股年度报告整理

3. 项目开发情况

碧桂园控股在建项目较多，在建面积较大，业务区域分布多元，有助于分散风险，为后续收入来源提供保障，但也带来了较大的开发建设支出压力；且“高周转”运营模式面临一定项目管理及施工进度压力。

碧桂园控股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。碧桂园控股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。

从新增项目数量上来看，截至2020年底，碧桂园控股存续项目数量较上年底增加451个。

从项目区域分布来看，截至2020年底，碧桂园控股在中国内地拥有2958个处于不同阶段的房地产开发项目，业务遍布中国内地31个省/自治区/直辖市、289个地级市、1350个县/镇区。同时，碧桂园控股拥有29个项目位于中国内地以外。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2020年底，碧桂园控股在国内土地储备中在建面积约为16566万平方米，碧桂园控股在建项目规模较大，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，且“高周转”运营模式面临一定项目管理及施工进度压力。

4. 房产销售情况

2020年，碧桂园控股项目销售规模保持扩大态势，整体销售表现良好；签约销售区域分布城市能级来看以三四线城市居多，近三年碧桂园控股销售均价持续下降。

从销售情况看，2020年碧桂园控股合同销售金额和合同销售面积均保持增长，同比分别增长3.35%和7.95%。从销售价格上看，2020年，碧桂园控股合同销售均价有所下降。从碧桂园控股2020年项目销售区位分布来看，中国内地权益合

同销售额按城市类型划分，位于三四线城市目标三四线城市的约占54%，位于二线城市目标二线城市的占32%，其余占14%。

表3 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	2018年	2019年	2020年
合同销售面积	5416	6237	6733
合同销售金额	5019	5522	5707
销售均价	9267	8854	8477

注：统计口径为碧桂园控股连同其合营企业及联营公司归属于碧桂园控股股东的权益口径

资料来源：联合资信根据碧桂园控股年度报告整理

三、财务分析

1. 财务概况

罗兵咸永道会计师事务所对碧桂园控股2019—2020年财务报表进行了审计，并出具了无保留意见的审计报告。

截至2020年底，碧桂园控股合并资产总额20158.09亿元，权益总额2570.03亿元（含非控制性权益819.01亿元）；2020年，碧桂园控股实现收入4628.56亿元，税前利润855.29亿元。

2. 资产质量

随着业务规模扩张，碧桂园控股资产规模保持较快增长态势。碧桂园控股资产构成以流动资产为主，符合房地产开发企业资产结构特征；贸易及其他应收款规模较大，对资金形成一定占用。碧桂园控股资产规模大，货币资金充裕，整体资产质量良好。

截至2020年底，碧桂园控股合并资产总额20158.09亿元，较上年底增长5.70%，主要系流动资产增多所致。其中，流动资产占86.42%，非流动资产占13.58%。碧桂园控股资产以流动资产为主。

截至2020年底，碧桂园控股流动资产17421.56亿元，较上年底增长6.78%，主要系在建物业增多所致。碧桂园控股流动资产主要由现金及现金等价物（占9.59%）、贸易及其他应收款（列作流动资产）（占23.59%）和在建物业（预期将在一个营运周期内落成并列作流动资产）（占

59.39%)构成。

截至2020年底,碧桂园控股现金及现金等价物1671.53亿元,较上年底下降32.87%,主要系房地产开发业务持续投入以及偿还到期债务所致。截至2020年底,碧桂园控股现金及现金等价物与受限制现金合计1836.23亿元,较上年底下降31.57%。

截至2020年底,碧桂园控股贸易及其他应收款(列作流动资产)4109.37亿元,较上年底下降6.22%,主要系其他应收合营企业、联营公司及其他关联方款项和预付增值税以及购买建筑材料和服务的预付款减少所致。

截至2020年底,碧桂园控股在建物业(预期将在一个营运周期内落成并列作流动资产)10346.64亿元,较上年底增长27.69%,主要系经营规模扩大所致。

截至2020年底,碧桂园控股非流动资产2736.53亿元,较上年底下降0.72%,碧桂园控股非流动资产主要由贸易及其他应收款(列作非流动资产)(占5.10%)、于联营公司之投资(占8.20%)、于合营企业之投资(占14.99%)、投资物业(占5.72%)、物业、厂房及设备(占9.63%)、在建物业(预期超过一个营运周期落成并列作非流动资产)(占38.99%)和递延所得税资产(占13.33%)构成。

截至2020年底,碧桂园控股贸易及其他应收款(列作非流动资产)139.68亿元,较上年底下降0.63%,主要系预付股权款减少所致。

截至2020年底,碧桂园控股于联营公司之投资224.30亿元,较上年底增长30.72%。2020年新增的联营公司主要包括收购入股的房地产公司和与第三方公司合作新设的房地产公司。

截至2020年底,碧桂园控股于合营企业之投资410.11亿元,较上年底增长17.33%。2020年新增的合营公司主要包括收购入股的房地产公司和与第三方公司合作新设的房地产公司。

碧桂园控股投资物业按公允价值计量。截至2020年底,碧桂园控股投资物业156.59亿元,较上年底增长21.17%,主要系由在建物业及持作销售的已落成物业转入所致。

截至2020年底,碧桂园控股物业、厂房及设备263.45亿元,较上年底增长8.68%,主要系收购附属公司及增添机器、在建工程等所致。物业、厂房及设备主要由楼宇及土地(占77.40%)构成。

截至2020年底,碧桂园控股在建物业(预期超过一个营运周期落成并列作非流动资产)1066.96亿元,较上年底下降20.47%。

截至2020年底,碧桂园控股递延所得税资产364.66亿元,较上年底增长34.90%。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2020年,碧桂园控股权益总额保持增长,但权益结构中留存收益和非控制性权益占比偏高,权益稳定性较弱。

截至2020年底,权益总额2570.03亿元,较上年底增长17.56%,主要系留存收益和非控制性权益增长所致。其中,股本及溢价占12.25%,其他储备占6.79%,留存收益占49.09%,非控制性权益占31.87%。权益结构中留存收益和非控制性权益占比偏高,权益稳定性较弱。

(2) 负债

2020年,碧桂园控股控制财务杠杆,债务负担有所下降;碧桂园控股整体债务负担适中,融资结构合理,融资成本相对较低。

截至2020年底,碧桂园控股负债总额17588.06亿元,较上年底增长4.16%,主要系流动负债增多所致。其中,流动负债占84.88%,非流动负债占15.12%。碧桂园控股负债以流动负债为主。

截至2020年底,碧桂园控股流动负债14929.59亿元,较上年底增长6.74%,主要系贸易及其他应付款和合同负债增多所致。碧桂园控股流动负债主要由贸易及其他应付款(占44.23%)和合同负债(占46.59%)构成。

截至2020年底,碧桂园控股贸易及其他应付款6602.93亿元,较上年底增长11.06%,主要系应付账款增多所致。

截至2020年底,碧桂园控股合同负债6956.14亿元,较上年底增长7.51%,主要系预收

房款增多所致。

截至2020年底，碧桂园控股非流动负债2658.47亿元，较上年底下降8.26%，主要系列作非流动负债的银行及其他借款减少所致。碧桂园控股非流动负债主要由列作非流动负债的银行及其他借款（占52.33%）、列作非流动负债的优先票据（占26.78%）和递延所得税负债（占12.21%）构成。

截至2020年底，碧桂园控股列作非流动负债的银行及其他借款1391.05亿元。

截至2020年底，碧桂园控股列作非流动负债的优先票据711.91亿元，较上年底增长23.70%。

截至2020年底，碧桂园控股递延所得税负债324.72亿元，较上年底下降0.89%，较上年底变化不大。

截至2020年底，碧桂园控股全部债务3264.85亿元，较上年底下降11.73%，主要系碧桂园控股控制债务规模及财务杠杆所致。债务结构方面，短期债务占29.48%，长期债务占70.52%，以长期债务为主。融资渠道方面，优先票据占22.48%，碧桂园控股债券占12.40%，银行及其他借款占63.50%，可换股债券占1.61%。融资成本方面，截至2020年底，碧桂园控股加权平均借贷成本为5.56%，较上年底下降78个基点。债务指标方面，截至2020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87.25%、55.95%和47.25%，均较上年底有所下降。整体看，截至2020年底，碧桂园控股债务负担适中，融资结构合理，融资成本相对较低。

4. 盈利能力

碧桂园控股收入规模较大，整体盈利能力强；2020年，受新冠肺炎疫情的影响，碧桂园控股施工进度有所减缓，收入结转规模有所下滑。

2020年，碧桂园控股实现营业收入4628.56亿元，同比下降4.74%，主要系房地产开发收入减少所致。2020年，碧桂园控股归属于碧桂园控股股东应占利润为350.22亿元。

利润构成方面，碧桂园控股非经常性损益占税前利润的比重不大。

盈利指标方面，2020年，碧桂园控股总资产收益率和净资产收益率分别为9.27%和21.06%，碧桂园控股盈利能力指标处于较高水平，整体盈利能力强。

表4 房地产开发类上市公司2020年盈利指标

（单位：%）

证券简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
万科企业	28.77	20.13	6.25
融创中国	20.99	34.16	5.67
中国恒大	24.17	5.52	3.57
碧桂园	21.80	21.42	4.36

注：为了便于对比，上表公司相关数据均来自 Wind
资料来源：Wind

5. 现金流

2020年，碧桂园控股经营活动现金流由净流入转为净流出；受合作开发往来款和对外投资等因素影响，碧桂园控股投资活动现金流持续净流出；伴随碧桂园控股降杠杆，筹资活动现金流净流入规模持续减少，并于2020年由净流入转为净流出。

2020年，碧桂园控股经营活动（所用）/产生之现金净额为-216.31亿元，由净流入转为净流出。2020年，碧桂园控股投资活动所用之现金净额为-59.17亿元，受合作开发往来款和对外投资等因素影响持续净流出。2020年，碧桂园控股融资活动（所用）/产生的现金净额为-541.36亿元，伴随碧桂园控股降杠杆由净流入转为净流出。

6. 偿债能力

碧桂园控股短期和长期偿债能力均很强，融资渠道畅通；同时考虑到碧桂园控股作为房地产行业龙头企业，业务规模大、盈利能力较强，碧桂园控股整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2019—2020年末，碧桂园控股流动比率分别为116.64%和116.69%，速动比率分别为58.71%和47.39%。2019—2020年末，碧桂园控股现金短期债务比分别为2.20倍和1.81倍，现金类资产对短期债务的保障程度良好。整体看，碧桂园控股短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2019—2020年，碧桂园控股EBITDA分别为1004.87亿元和875.96

亿元。2019—2020 年，碧桂园控股 EBITDA 利息倍数分别为 4.10 倍和 3.76 倍，持续下降但保障倍数较大，EBITDA 对利息的覆盖程度良好；全部债务/EBITDA 分别为 3.68 倍和 3.73 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度良好。整体看，碧桂园控股长期债务偿债能力很强。

截至 2020 年底，碧桂园控股对外担保余额 4459.05 亿元。其中向若干物业买家提供的按揭融资担保 3813.02 亿元，为合营企业及联营公司等的负债提供担保 646.03 亿元。若非并表地产项目去化和售价情况不及预期，碧桂园控股将面临一定的或有负债风险。

截至2020年底，碧桂园控股无重大未决诉讼情况。

截至2020年底，碧桂园控股未使用授信额度为3400亿元。

四、结论

碧桂园控股作为从事房地产开发的龙头上市公司，行业地位显著，开发经验丰富，品牌知名度高，土地储备规模大，整体抗风险能力极强。综合评估，联合资信确定碧桂园控股的主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定。

附件 1-2 碧桂园控股有限公司主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	2403.62	2569.18	1737.49
资产总额（亿元）	16296.94	19071.52	20158.09
权益总额（亿元）	1734.08	2186.08	2570.03
短期债务（亿元）	1268.91	1165.51	962.41
长期债务（亿元）	2023.78	2533.31	2302.44
全部债务（亿元）	3292.69	3698.82	3264.85
收入（亿元）	3790.79	4859.08	4628.56
税前利润（亿元）	795.63	989.39	855.29
EBITDA（亿元）	806.07	1004.87	875.96
经营活动（所用）/产生之现金净额（亿元）	293.81	146.66	-216.31
财务指标			
流动资产周转次数（次）	0.33	0.32	0.27
存货周转次数（次）	0.52	0.46	0.37
总资产周转次数（次）	0.28	0.27	0.24
现金收入比（%）	--	--	--
营业利润率（%）	--	--	--
总资本收益率（%）	9.66	10.40	9.27
净资产收益率（%）	27.99	28.00	21.06
长期债务资本化比率（%）	53.85	53.68	47.25
全部债务资本化比率（%）	65.50	62.85	55.95
资产负债率（%）	89.36	88.54	87.25
流动比率（%）	114.79	116.64	116.69
速动比率（%）	63.38	58.71	47.39
经营现金流流动负债比（%）	2.41	1.05	-1.45
现金短期债务比（倍）	1.89	2.20	1.81
EBITDA 利息倍数（倍）	4.21	4.10	3.76
全部债务/EBITDA（倍）	4.08	3.68	3.73

资料来源：碧桂园控股年报，联合资信搜集整理

附件 1-3 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1] ×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
流动资产周转次数	营业收入/平均流动资产
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%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 1-4 主体公开信用评级等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。除AAA_{pi}级，CCC_{pi}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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	不能偿还债务

附件 1-5 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 2-1 共同债务人碧桂园地产集团有限公司信用分析

一、主体概况

碧桂园地产集团有限公司（以下简称“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碧桂园地产有限公司，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 2020 年底，碧桂园地产实收资本为 132.93 亿元，控股股东为宙华投资，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 2020 年底，碧桂园地产合并资产总额 16706.60 亿元，所有者权益 1917.45 亿元（含少数股东权益 640.20 亿元）；2020 年，碧桂园地产实现营业收入 3978.04 亿元，利润总额 636.32 亿元。

碧桂园地产注册地址：广东省佛山市顺德区北滘镇碧桂园大道 1 号碧桂园中心七楼 705 室；法定代表人：杨文杰。

二、规模与竞争力

碧桂园地产股东背景雄厚，碧桂园控股行业地位领先，销售金额和面积常年位列全国房地产企业排行前三；碧桂园地产作为碧桂园控股境内最大融资平台公司，其品牌知名度及经营综合实力高。

碧桂园地产是港股上市公司碧桂园控股有限公司的境内最大融资平台公司。碧桂园控股是全国规模领先的房地产开发企业，销售金额和面积常年位列全国房地产企业排行前三。

2020 年，碧桂园控股连同其合营企业及联营公司实现了归属碧桂园地产股东权益的合同

销售金额约人民币 5706.6 亿元，销售规模稳居行业龙头地位。截至 2020 年底，碧桂园控股连同其合营企业及联营公司已签约或已摘牌中国内地权益建筑面积约为 27515 万平方米，其中 80% 分布于广东省以外。截至 2020 年底，碧桂园控股业务遍布中国内地 31 个省/自治区/直辖市、289 个地级市、1350 个县/镇区。2020 年，碧桂园控股实现收入约人民币 4628.6 亿元，毛利约人民币 1009.1 亿元，净利润约人民币 541.2 亿元，碧桂园地产股东应占净利润约人民币 350.2 亿元。自 2017 年起，碧桂园控股连续 4 年入选《财富》杂志世界 500 强企业。

三、经营分析

1. 经营概况

2020 年，碧桂园地产收入规模保持增长，主营业务毛利率有所下降，碧桂园地产经营整体呈现稳健快速发展态势。

碧桂园地产主要从事房地产的开发与销售。碧桂园地产为“高周转”典型房企，构建了“高周转”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。碧桂园地产重点布局三四线区域，聚焦于城镇化进程带来的三四线城市及广大县镇居民改善居住环境的相关需求。

2020 年，碧桂园地产收入规模保持增长。2020 年碧桂园地产净利润同比下降 9.66% 主要系结转项目毛利率下降所致；其中归属于母公司所有者的净利润 320.11 亿元。

从碧桂园地产主营业务收入的构成来看，销售物业板块仍然是主要收入来源，2020 年，碧桂园地产销售物业收入保持增长；销售物业收入占主营业务收入的比重仍在 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。

从毛利率情况来看, 2020 年, 碧桂园地产主营业务毛利率有所下降, 主要系销售物业毛利率

有所下降所致。2020 年, 碧桂园地产销售物业毛利率分别为 23.38%, 2020 年受行业调控及土地市场竞争等因素影响下降较多。

表 1 碧桂园地产主营业务收入与毛利率情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年			2019 年			2020 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	2543.23	99.76	28.36	3711.11	99.82	28.84	3907.92	99.78	23.38
租金收入	1.66	0.07	57.97	1.80	0.05	56.53	4.85	0.12	68.41
提供酒店服务	4.34	0.17	45.38	4.87	0.13	36.03	3.83	0.10	37.41
合计	2549.23	100.00	28.40	3717.77	100.00	28.86	3916.60	100.00	23.45

资料来源: 碧桂园地产审计报告

2. 土地储备

碧桂园地产土地储备规模大, 项目储备充足, 碧桂园地产土地储备区域分布多元, 未来发展有保障。但碧桂园地产土地储备中位于三四线城市的比例较高, 未来去化存在一定不确定性。

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较强的地区。2020 年, 碧桂园地产新拓展项目 439 个, 新获取土地储备面积有所增多, 但平均楼面价有所下降, 整体新获取土地地价总额有所增长, 碧桂园地产 2020 年整体拿地力度有所加大。

表 2 碧桂园地产新增土地储备情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
新拓展项目 (个)	618	347	439
新获取土地 (万平方米)	6393.88	4514.08	6045.02
期末土地储备总面积 (万平方米)	18998.11	20930.24	23011.07
新获取地价总额 (百万元)	145042.07	135776.58	176317.02
平均楼面价格 (元/平方米)	2268.45	3007.85	2916.73

注: 统计口径为权益口径
资料来源: 碧桂园地产提供

从碧桂园地产新增土地储备所在的城市分布来看, 2019—2020 年, 一二线城市占比分别为 30.58%和 21.75%, 三四线城市占比分别为 69.42%和 78.25%, 碧桂园地产新获取土地面积以三四线居多。

截至 2020 年底, 碧桂园地产土地储备总建

筑面积 23011.07 万平方米, 项目储备充足。按发展阶段划分, 已竣工面积占比 2.49%, 在建面积占比 63.36%, 待开发面积占比 34.16%; 按销售情况划分, 已预售面积占比 36.90%, 未售面积占比 63.11%。

表 3 截至 2020 年底碧桂园地产土地储备按发展阶段划分分布 (单位: 万平方米、%)

项目	开发阶段	建筑面积	占比
竣工	已预售未交付	294.30	1.28
	待售	277.51	1.21
小计		571.81	2.49
在建	已获预售证 (已预售)	8197.48	35.62
	已获预售证 (未预售)	2236.08	9.72
	未获预售证	4145.48	18.02
小计		14579.04	63.36
待开发	已摘牌未获施工证	7860.23	34.16
小计		7860.23	34.16
合计		23011.07	100.00

注: 统计口径为权益口径
资料来源: 碧桂园地产提供

从省份划分分布看, 截至 2020 年底, 碧桂园地产土地储备面积 83.52%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 28.54%, 三四线城市占比 71.46%。

3. 项目开发情况

2020 年, 碧桂园地产维持较大规模开复工面积, 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。碧桂园地产采取“高周转”策略，工程进度管理和质量管理压力较大。

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。从碧桂园地产房地产开发建设情况来看，2020年，碧桂园地产开复工面积和竣工面积均有所增长。截至2020年底，碧桂园地产期末在建面积为14579.04万平方米，整体开发规模呈增长态势；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，且“高周转”运营模式面临一定工程进度管理和质量管理压力。

表4 碧桂园地产项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2018年	2019年	2020年
开复工面积	6958.60	6240.46	6273.48
竣工面积	2400.46	3871.70	4758.26
期末在建面积	10695.06	13063.82	14579.04

注：统计口径为权益口径
资料来源：碧桂园地产提供

4. 房产销售情况

碧桂园地产项目销售规模保持扩大，整体销售表现良好；部分三四线城市去化难度提升，碧桂园地产销售难度有提高的压力。

从碧桂园地产销售情况看，伴随碧桂园地产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2020年销售规模保持较快增长态势。2019—2020年，签约销售均价分别为8689.26元/平方米和8337.52元/平方米，2020年有所下降。综上，2020年，碧桂园地产签约销售金额保持稳定增长，整体销售表现较好。

表5 碧桂园地产房地产销售情况

项目	2018年	2019年	2020年
签约销售面积（万平方米）	4504.47	5414.75	5854.45
签约销售金额（亿元）	4117.82	4705.02	4881.16
签约销售均价（元/平方米）	9141.64	8689.26	8337.52

注：统计口径为权益口径
资料来源：碧桂园地产提供

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，2020年碧桂园地产广东省签约销售占比进一步下降；2019—2020年，碧桂园地产广东省签约销售金额占比分别为18.85%和15.91%。此外，碧桂园地产江苏省签约销售占比延续上升态势；2019—2020年，碧桂园地产江苏省签约销售金额占比分别为10.42%和11.55%。碧桂园地产整体签约销售区域来源较为广阔，区域分布均衡。

四、财务分析

1. 财务概况

碧桂园地产提供的2019—2020年度审计报告经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计机构均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2020年底，碧桂园地产合并资产总额16706.60亿元，所有者权益1917.45亿元（含少数股东权益640.20亿元）；2020年，碧桂园地产实现营业收入3978.04亿元，利润总额636.32亿元。

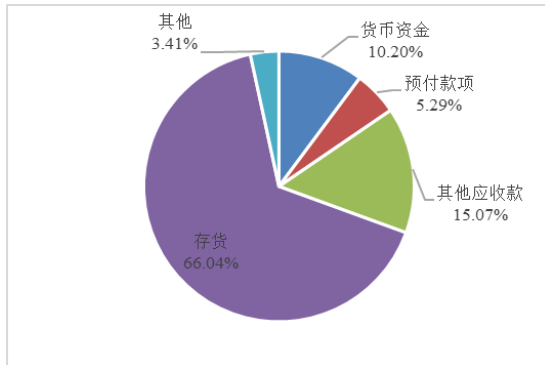
2. 资产质量

2020年，碧桂园地产资产规模保持增长，资产受限比例很低，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。

截至2020年底，碧桂园地产合并资产总额16706.60亿元，较上年底增长8.23%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占89.21%，非流动资产占10.79%。碧桂园地产资产以流动资产为主。

截至2020年底，碧桂园地产流动资产14903.85亿元，较上年底增长8.90%，主要系存货增加所致。碧桂园地产流动资产构成如下图所示。

图1 截至2020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

截至2020年底，碧桂园地产货币资金1520.15亿元，较上年底下降29.70%，主要系销售回款减少及偿还到期债务所致。货币资金中有127.97亿元受限资金，受限比例为8.42%，主要为预售物业的建设保证金。

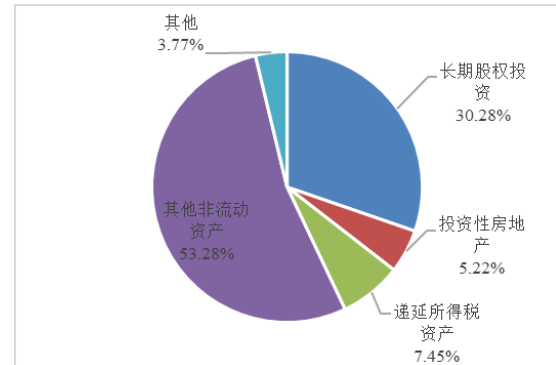
截至2020年底，碧桂园地产预付款项787.68亿元，较上年底增长13.11%。其中账龄超过一年的预付款项为人民币27.22亿元，主要为预付土地款。

截至2020年底，碧桂园地产其他应收款2246.30亿元，较上年底下降6.85%，主要系对关联方的其他应收款和土地竞买及其他保证金减少所致。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，规模较大，对碧桂园地产资金形成一定占用。

截至2020年底，碧桂园地产存货9841.81亿元，较上年底增长24.95%，主要系房地产开发持续投入所致。存货主要由在建开发产品构成（占95.77%），累计计提跌价准备31.16亿元；考虑到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2020年底，碧桂园地产非流动资产1802.75亿元，较上年底增长2.98%，碧桂园地产非流动资产构成如下图所示。

图2 截至2020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

截至2020年底，碧桂园地产长期股权投资545.85亿元，较上年底增长30.30%，主要系对合营企业投资增多所致。

碧桂园地产其他非流动资产主要为尚未开始营运周期的待开发物业项目之前期开发成本、预期超过一个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。截至2020年底，碧桂园地产其他非流动资产960.47亿元，较上年底下降12.50%。

截至2020年底，碧桂园地产受限资产合计830.64亿元，其中受限制资金127.97亿元，在建开发产品684.82亿元，固定资产17.85亿元；受限资产占总资产的4.97%，受限比例较低。截至2020年底，部分碧桂园地产下属子公司的股权处于质押状态，其中主要受限子公司情况如下表所示。

表6 截至2020年底碧桂园地产主要受限子公司情况

(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
东莞市合和实业投资有限公司	100.00
甘肃康桥房地产开发有限公司	94.00
长沙碧泓置业有限公司	100.00
梅州市新心房地产开发有限公司	100.00
青岛黑卓博林置地有限公司	95.00
东莞市巨安物业管理有限公司	100.00
江门市新会区文清碧桂园房地产开发有限公司	100.00
重庆市璧山碧桂园房地产开发有限公司	100.00
常州碧华房地产开发有限公司	100.00

资料来源：碧桂园地产债券年报

3. 负债及所有者权益

(1) 所有者权益

碧桂园地产所有者权益保持增长,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。

截至 2020 年底,碧桂园地产所有者权益 1917.45 亿元,较上年底增长 20.12%,主要系未分配利润和少数股东权益增多所致。在所有者权益中,实收资本、资本公积、其他综合收益、未分配利润和少数股东权益分别占 6.93%、0.27%、0.99%、57.34%和 33.39%。所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较大,权益结构稳定性较弱。

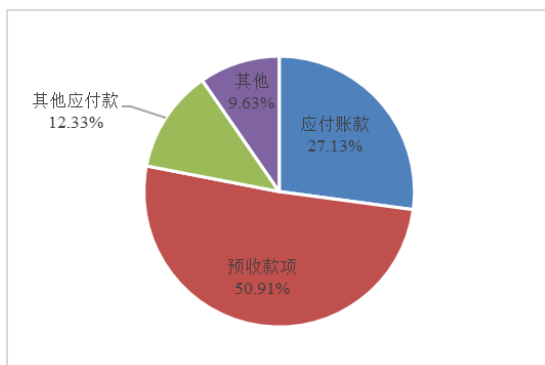
(2) 负债

2020 年,碧桂园地产负债规模保持增长;受益于碧桂园地产控制财务杠杆,碧桂园地产 2020 年末债务规模下降明显,整体债务负担和债务结构较合理。

截至 2020 年底,碧桂园地产负债总额 14789.15 亿元,较上年底增长 6.86%,主要系流动负债增长所致。其中,流动负债占 92.53%,非流动负债占 7.47%。碧桂园地产负债以流动负债为主。

截至 2020 年底,碧桂园地产流动负债 13684.16 亿元,较上年底增长 9.57%,主要系应付账款和预收款项增长所致。碧桂园地产流动负债构成如下图所示。

图 3 截至 2020 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。截至 2020 年底,碧桂园地产应付账款 3712.60 亿元,

较上年底增长 26.67%,主要系应付工程款增多所致。其中部分应付账款债权人已以碧桂园地产应付账款作为底层资产发行供应链 ABS 产品。

截至 2020 年底,碧桂园地产预收款项 6966.97 亿元,较上年底增长 9.08%,主要系预收售楼款增多所致。

截至 2020 年底,碧桂园地产其他应付款 1686.82 亿元,较上年底下降 7.66%,主要系第三方代垫款项及往来款减少所致。

截至 2020 年底,碧桂园地产非流动负债 1105.00 亿元,较上年底下降 18.22%,主要系长期借款减少所致。碧桂园地产非流动负债由长期借款(占 81.56%)、应付债券(占 8.23%)和递延所得税负债(占 10.21%)构成。

截至 2020 年底,碧桂园地产长期借款 901.19 亿元,较上年底下降 22.48%。其中信用借款占比 19.56%,抵押/质押/保证借款占比 80.44%。截至 2020 年底,碧桂园地产长期借款的加权平均利率为 5.59%,较年初下降 1.15 个百分点。

截至 2020 年底,碧桂园地产应付债券 90.99 亿元,较上年底增长 10.98%,主要系新发行碧桂园地产债券所致。

截至 2020 年底,碧桂园地产递延所得税负债 112.82 亿元,较上年底增长 5.74%。

截至 2020 年底,碧桂园地产全部债务 1620.08 亿元,较上年底下降 15.46%,主要系碧桂园地产控制财务杠杆所致。债务结构方面,短期债务占 38.76%,长期债务占 61.24%,以长期债务为主。从债务指标看,2019—2020 年末,碧桂园地产资产负债率分别为 89.66%和 88.52%,全部债务资本化比率分别为 54.56%和 45.80%,长期债务资本化比率分别为 43.81%和 34.10%,2020 年均有所下降。整体看,碧桂园地产债务负担一般。但考虑到碧桂园地产为较大规模的关联方项目和供应链 ABS 提供担保,碧桂园地产实际债务压力大于测算值。

4. 盈利能力

2020 年,碧桂园地产收入保持增长,但因

毛利率波动影响，净利润规模有所下降，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。

2020 年，随着碧桂园地产业地产销售结转收入不断增长，碧桂园地产业营业收入保持增长。2020 年，碧桂园地产净利润 2020 年同比下降 9.66% 主要系结转项目毛利率下降所致；其中归属于母公司所有者的净利润分别为 320.11 亿元。

期间费用方面，2020 年，碧桂园地产期间费用 183.35 亿元，同比下降 22.21%，主要系管理费用下降所致；其中销售费用占比 59.80%，管理费用占比 50.19%，财务费用占比 9.99%。2020 年，碧桂园地产销售费用和管理费用有所减少，主要系职工薪酬费用和广告及推广费等减少所致。碧桂园地产财务费用持续为负值，主要系利息支出资本化所致。

利润构成方面，2019—2020 年，碧桂园地产投资收益分别为 57.18 亿元和 94.37 亿元，2020 年有所增多，主要系权益法核算的长期股权投资收益增多所致；投资收益分别占当期营业利润的 7.86% 和 14.79%。合作开发产生的投资收益未来有望持续为碧桂园地产利润形成一定补充。

盈利指标方面，2019—2020 年，碧桂园地产总资产收益率分别为 15.24% 和 13.67%；净资产收益率分别为 33.54% 和 25.23%。碧桂园地产盈利能力指标处于较高水平，整体盈利能力强。

表7 房地产开发类上市公司2020年盈利指标

(单位: %)

证券简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
万科企业	28.77	20.13	6.25
融创中国	20.99	34.16	5.67
中国恒大	24.17	5.52	3.57
碧桂园地产	23.48	26.77	3.85

注：为了便于对比，上表公司相关数据均来自 Wind
资料来源：Wind

5. 现金流

碧桂园地产整体销售回款情况良好，但 2020 年受销售回款减少而支付工程款及土地款金额较大等因素影响经营活动现金流由净流入

转为净流出。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。2020 年碧桂园地产控制财务杠杆，筹资活动现金流转为净流出。

表8 碧桂园地产 2018—2020 年现金流情况

(单位: 亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入量	5048.67	5397.99	4886.01
经营活动产生的现金流量净额	249.35	124.04	-172.04
投资活动产生的现金流量净额	-565.20	-299.11	-169.74
筹资活动前现金流净额	-315.85	-175.07	-341.78
筹资活动产生的现金流量净额	1071.42	388.70	-254.52

资料来源：碧桂园地产财务报告，联合资信整理

从经营活动来看，2020 年，碧桂园地产经营活动现金流入同比减少 9.48%，主要系销售回款减少所致。2019—2020 年，碧桂园地产经营活动现金净额分别为 124.04 亿元和 -172.04 亿元，2020 年净流出主要系销售回款减少而支付工程款及土地款金额较大所致。

从投资活动来看，2019—2020 年，碧桂园地产投资活动现金流入有所波动，主要系收回投资收到的现金波动所致。2020 年，碧桂园地产投资活动现金流出同比减少 26.95%，主要系投资支付的现金减少所致。2019—2020 年，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。

从筹资活动来看，2019—2020 年，碧桂园地产筹资活动现金净额分别为 388.70 亿元和 -254.52 亿元，2020 年碧桂园地产控制财务杠杆，筹资活动现金流转为净流出。

6. 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，2019—2020 年末，碧桂园地产流动比率分别为 109.58% 和 108.91%，速动比率分别为 46.51% 和 36.99%。2019—2020

年末,碧桂园地产现金短期债务比分别为 3.33 倍和 2.47 倍,2020 年有所下降,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,2020 年,碧桂园地产 EBITDA 为 640.35 亿元,同比下降 11.22%。从构成看,碧桂园地产 EBITDA 主要由利润总额(占 99.37%)构成。2019—2020 年,碧桂园地产 EBITDA 利息倍数分别为 5.17 倍和 5.89 倍,EBITDA 对利息的覆盖程度很强;全部债务/EBITDA 分别为 2.66 倍和 2.53 倍,EBITDA 对全部债务的覆盖程度很强。整体看,碧桂园地产长期债务偿债能力很强。

部分金融机构与碧桂园地产控股股东碧桂园控股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使用;截至 2020 年底,碧桂园控股未使用授信额度为人民币 3400 亿元。

截至 2020 年底,碧桂园地产尚未履行及未履行完毕的对关联方等的借款提供的对外担保总额为 4175.50 亿元。其中为商品房承购人提供的阶段性连带担保余额为 3250.35 亿元;为关联方等的负债提供的担保余额为 925.15 亿元(占净资产 48.25%)。碧桂园地产对外担保规模较大,面临一定或有负债风险。

截至 2020 年底,碧桂园地产及其子公司涉案金额逾 5000 万元的未决诉讼涉案金额为 510615.32 万元。

7. 母公司财务分析

母公司利润来源主要为投资收益,资产主要由其他应收款和长期股权投资组成,整体资产负债率一般。

截至 2020 年底,母公司资产总额 1369.25 亿元,较年初增长 18.43%,主要系流动资产增加所致。母公司资产主要由其他应收款(912.29 亿元)和长期股权投资(384.23 亿元)构成。

截至 2020 年底,母公司负债总额 1078.72 亿元,较年初增长 18.95%,主要系流动负债增加所致。从构成看,母公司负债主要由其他应付

款(826.33 亿元)构成。截至 2020 年底,母公司资产负债率为 78.78%,较年初上升 0.34 个百分点。

截至 2020 年底,母公司所有者权益为 290.52 亿元,较年初增长 16.56%,主要系盈余公积和未分配利润增加所致;其中,以实收资本(占 45.76%)和资本公积(占 32.72%)为主,所有者权益稳定性较好。

2020 年,母公司实现营业收入为 1.72 亿元,同比增长 54.28%;净利润为 185.57 亿元,同比增长 1542.14%,主要系投资收益增加所致。

2020 年,母公司经营活动产生的净现金流为-174.67 亿元,投资活动产生的净现金流为 140.76 亿元,筹资活动产生的净现金流为-11.54 亿元。

五、结论

综合评估,联合资信确定维持碧桂园地产主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

附件 2-2 碧桂园地产集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	2003.61	2237.18	1548.53
资产总额（亿元）	12603.73	15435.92	16706.60
所有者权益（亿元）	1050.09	1596.21	1917.45
短期债务（亿元）	665.89	671.80	627.90
长期债务（亿元）	978.27	1244.50	992.18
全部债务（亿元）	1644.16	1916.29	1620.08
营业收入（亿元）	2584.99	3775.40	3978.04
利润总额（亿元）	450.76	717.56	636.32
EBITDA（亿元）	454.28	721.30	640.35
经营性净现金流（亿元）	249.35	124.04	-172.04
财务指标			
销售债权周转次数（次）	13.08	15.42	18.37
存货周转次数（次）	0.43	0.40	0.34
总资产周转次数（次）	0.25	0.27	0.25
现金收入比（%）	167.72	130.78	113.87
营业利润率（%）	24.10	24.17	19.11
总资本收益率（%）	12.29	15.24	13.67
净资产收益率（%）	31.54	33.54	25.23
长期债务资本化比率（%）	48.23	43.81	34.10
全部债务资本化比率（%）	61.02	54.56	45.80
资产负债率（%）	91.67	89.66	88.52
流动比率（%）	107.53	109.58	108.91
速动比率（%）	55.06	46.51	36.99
经营现金流流动负债比（%）	2.37	0.99	-1.26
现金短期债务比（倍）	3.01	3.33	2.47
EBITDA 利息倍数（倍）	4.79	5.17	5.89
全部债务/EBITDA（倍）	3.62	2.66	2.53

资料来源：碧桂园地产财务报表，联合资信搜集整理

附件 2-3 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	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
流动资产周转次数	营业收入/平均流动资产
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%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 2-4 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 2-5 评级展望设置及其含义

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

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

附件 3 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。