

联合资信评估股份有限公司

承诺书

联合资信评估股份有限公司（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 年度第三期资产支持票据信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年十一月五日



信用评级公告

联合〔2020〕4080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 年度第三期资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年十一月五日



弘基商业保理（深圳）有限公司2020年度第三期 资产支持票据信用评级报告

评级结果

票据名称	金额（万元）	占比（%）	信用等级
优先级	108600.00	99.91	AAA _{sf}
次级	100.00	0.09	NR
合计	108700.00	100.00	—

注：1. 本报告的评级结论为联合资信基于 2020 年 11 月 5 日前获得的评级资料所评定，若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致，评级报告的结论可能会相应调整；2. 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；3. NR-未予评级

交易概览

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

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¹

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

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

基础资产：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

优先级票据还本付息方式：到期一次性还本付息

优先级票据预计存续期限：不超过 12 个月

评级时间

2020 年 11 月 5 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

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、交易结构、法律要素以及相关参与机构履约能力等多方因素进行了信用分析，并结合上述要素对资产支持票据进行了现金流分析。

本次交易基础资产池包含 419 笔应收账款债权，直接债务人为碧桂园下属公司。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”）作为共同债务人出具《付款确认书》，承诺对应收账款的到期兑付承担差额补足付款义务，有效保障了基础资产信用质量，从而对优先级资产支持票据的信用等级起到主要信用支撑作用。

同时，联合资信通过现金流模型分析得出，当优先级资产支持票据在发行利率不超过 4.70% 的情况下，基础资产预期现金流对优先级资产支持票据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 4.70% 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 年度第三期资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。该评级结果反映了优先级资产支持票据预期收益获得及时支付和本金在信托到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

优势

1. **基础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

¹碧桂园下属公司系指基础资产项下作为债务人的碧桂园控股直接或间接持有股权的公司或其他机构，具体以发起机构和受托机构共同签章确认的《基础资产清单》中所列明的“碧桂园下属公司”为准。

共同债务人主要财务指标:

碧桂园控股有限公司（合并口径）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	10496.69	16296.94	19071.52	19632.69
所有者权益（亿元）	1166.12	1734.08	2186.08	2349.96
全部债务（亿元）	2165.69	3292.69	3698.82	5782.64
营业收入（亿元）	2269.00	3790.79	4859.08	1857.59
除税前溢利（亿元）	465.22	795.63	989.39	358.87
资产负债率（%）	88.89	89.36	88.54	88.03

碧桂园地产集团有限公司（合并口径）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	8385.76	12603.73	15435.71	16308.58
所有者权益（亿元）	657.75	1050.09	1596.12	1758.55
全部债务（亿元）	1016.00	1644.16	1916.29	1564.56
营业收入（亿元）	1246.14	2584.99	3775.40	1535.27
利润总额（亿元）	175.62	451.03	717.57	276.01
资产负债率（%）	92.16	91.67	89.66	89.22

分析师

张红军 范雅欣 朱 聪

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

减、减免、抵销全部或部分已经债务人确认的应付款的权利。

2. **共同债务人信用水平极高。**碧桂园控股和碧桂园地产作为大型房地产开发企业，行业地位显著，土地储备规模大、盈利能力很强，信用水平极高，其对应应收账款尚未偿还的差额部分承担的补足付款义务对优先级资产支持票据具有很强的信用支持作用。

关注

1. **存在一定的利率风险。**若本期优先级资产支持票据发行利率高于4.70%，基础资产现金流可能不足以覆盖优先级资产支持票据本息。
2. **境外债务人的履约风险。**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。
3. **房地产行业风险。**本交易债务人为碧桂园控股、碧桂园地产及碧桂园下属公司，关联度高且均属房地产行业，风险较为集中。
4. **需对共同债务人相关运营风险保持关注。**碧桂园控股和碧桂园地产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。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由委托人/受托方提供，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人/受托方构成委托关系外，联合资信、评级人员与委托人/受托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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内受评对象信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

1. 交易结构

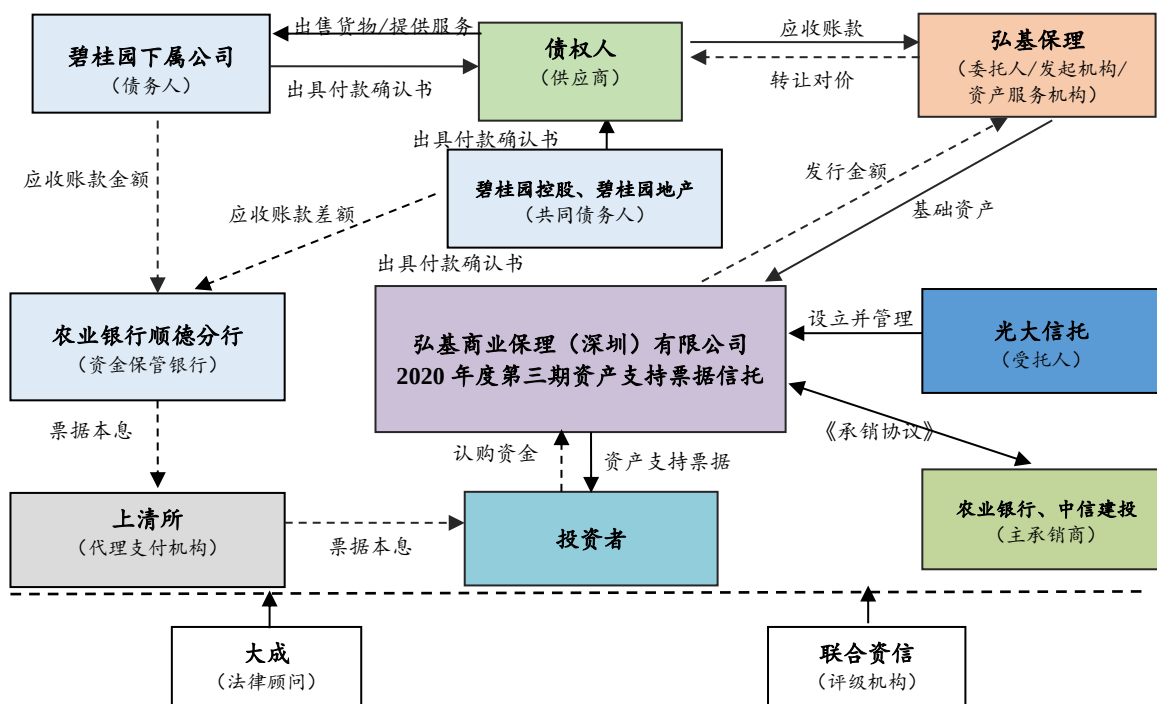
本交易的委托人/发起机构弘基商业保理（深圳）有限公司（以下简称“弘基保理”）将债权人因申请保理服务而转让予发起机构并同意发起机构以其设立资产支持票据信托的应收账款债权及其附属担保权益²作为基础资产，采用特殊目的载体机制，将基础资产委托给受托人光大信托有限责任公司（以下简称“光大信托”）并设立“弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第三期资产支持票据信托”，光大信托以受托的基础资产所产生的现金流为支持在全国银行间债券市场发行优先级资产支持票据（以下简称“优先级票据”）和次级

资产支持票据（以下简称“次级票据”），投资者通过购买并持有该资产支持票据取得财产权信托项下相应的信托受益权。

前述应收账款债权的付款义务均已获得碧桂园下属公司及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财产的全部资产和收益，按约定向本期资产支持票据持有人还本付息。本交易结构图如下所示：

图 1 交易安排



资料来源：联合资信整理

2. 资产支持票据

本期资产支持票据发行规模为108700.00

万元，其中，优先级票据发行规模为108600.00

²就每一笔应收账款债权而言，附属担保权益系指基础交易合同及/或相关担保合同、担保条款就该笔债权的实现而设定的或依适用法律规定取得的

任何担保或具有债权保障作用的权益。

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 1 本期发行资产支持票据概况（单位：万元、%）

票据名称	金额	占比	利率类型	存续期限	还本付息方式
优先级	108600.00	99.91	固定利率	不超过 12 个月	到期一次性还本付息
次级	100.00	0.09	—	不超过 12 个月	到期获得剩余收益

资料来源：受托人提供，联合资信整理

3. 基础资产合格标准

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；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）

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。

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. 现金流收付机制

（1）现金流归集

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。

本交易设立有信托账户，用以记录货币类信托财产的收支情况。

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）分配资金划付

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

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）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。

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. 债务加入

共同债务人碧桂园控股、碧桂园地产信用水平极高，其作为基础资产共同债务人对优先级票据本息的偿付起到极强的信用支撑作用。

本交易每笔应收账款均获得由共同债务人碧桂园控股、碧桂园地产出具的付款确认书，确认对碧桂园下属公司尚未偿还的应收账款差额部分承担补足付款义务，且不存在任何扣减、减免或抵销的情形，不得以任何理由（包括但不限于商业纠纷）抗辩，直至该等账款获得全部清偿。

碧桂园控股、碧桂园地产在行业地位、品牌影响力、项目储备等方面具备的显著竞争优势，联合资信给予其主体长期信用等级为 AAA，信用水平极高，其作为基础资产共同债务人对优先级资产支持票据本息的偿付起到极强的信用支撑作用。

2. 利率风险

本交易通过折价购买及优先级/次级受偿顺序来保障基础资产现金流对优先级票据本

息预期支出及相关税费的覆盖，但从现金流测算情况来看，存在一定利率风险。

本期提取的基础资产池所对应的应收账款余额合计为本交易募集资金总额的 105.05%，通过应收账款的折价购买来保障优先级票据预期收益的支付。同时本交易通过设定优先级/次级受偿顺序的交易结构来进一步提高基础资产现金流对优先级票据本息的保障程度。

假设本期票据存续期为 365 天，优先级票据到期一次性还本付息，在发行利率不超过 4.70%、同时考虑本交易应支付的各项税费的情况下，基础资产回收现金流可以实现对优先级票据本息的足额覆盖。

3. 境外债务人履约风险

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

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。

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。

三、基础资产分析

基础资产涉及部分关联方债权人，债权人集中度一般，涉及的债务人均均为碧桂园下属公司，涉及的行业集中于房地产开发业，行业集中度高，债务人集中度一般。

1. 基础资产概况

基础资产池涉及的基础资产均为供应商与碧桂园下属公司在日常经营活动中形成的应收账款，本交易资产池应收账款共计 419 笔，应收账款余额共计 114083.39 万元，共涉及 295 户供应商，235 户债务人。295 户供应商中 2 户为碧桂园地产关联方。资产池概况如下：

表 2 资产池概况

应收账款余额总计（万元）	114083.39
应收账款笔数（笔）	419
碧桂园下属公司债务人户数（户）	235
债权人户数（户）	295
单笔应收账款最小余额（万元）	5.32
单笔应收账款最大余额（万元）	3184.29

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

2. 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 419 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。

3. 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 45.82%；应收账款余额在 1000 万元以上的基础资产金额占比最高，占应收账款总余额的 34.13%。具体分布见表 3。

表 3 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	192	9894.10	8.67
100 万（含）~500 万	149	30928.30	27.11
500 万（含）~1000 万	51	34326.11	30.09
1000 万（含）以上	27	38934.88	34.13
合 计	419	114083.39	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

4. 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 49 个区域，应收账款余额占比最高的五个区域为河南区域、鲁东区域、陕西区域、豫南区域和辽宁区域，合计占 29.49%，应收账款地区集中度一般。具体分布见表 4。

表 4 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
河南区域	23	8400.44	7.36
鲁东区域	46	7387.82	6.48
陕西区域	25	6516.39	5.71
豫南区域	15	5716.20	5.01
辽宁区域	16	5625.70	4.93
兰州区域	10	5529.57	4.85
陕北区域	9	4532.11	3.97
湘西区域	14	4238.67	3.72
青藏区域	10	4073.06	3.57
河北区域	15	3650.16	3.20
福州区域	4	3576.53	3.14
梅河区域	25	3462.24	3.03
江苏区域	4	3417.11	3.00
苏南区域	6	3256.35	2.85
鲁南区域	14	2913.14	2.55
赣南区域	11	2877.97	2.52
粤西区域	9	2786.48	2.44
广清区域	13	2720.37	2.38
湘北区域	6	2667.02	2.34
苏北区域	4	2566.41	2.25
其他区域	140	28169.67	24.69
合 计	419	114083.39	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

5. 应收账款债务人分布

资产池共涉及 235 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 4568.72 万元, 占比 4.00%; 前五大债务人应收账款余额共计 16347.32 万元, 占比 14.33%, 债务人集中度一般。具体分布见表 5。

表 5 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
兰州碧桂园房地产开发有限公司	5	4568.72	4.00
咸阳碧浩房地产开发有限公司	3	3951.38	3.46
句容碧桂园房地产开发有限公司	1	3184.29	2.79

南平市碧桂园房地产开发有限公司	2	2398.46	2.10
郑州海昌碧海置业有限公司	4	2244.47	1.97
合 计	15	16347.32	14.33

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

6. 应收账款债权人分布

资产池共涉及 295 户债权人, 单户债权人涉及的应收账款余额最大为 11841.06 万元, 占比 10.38%; 前五大债权人应收账款余额共计 26456.12 万元, 占比 23.19%, 债权人集中度一般。具体分布见表 6。

表 6 资产池前五大债权人
(单位: 笔、万元、%)

债权人	笔数	应收账款余额	金额占比
中天建设集团有限公司	13	11841.06	10.38
江苏中南建筑产业集团有限责任公司	4	4908.49	4.30
福建诺顺建筑工程有限公司	3	3500.11	3.07
中建五局华东建设有限公司	1	3184.29	2.79
佛山市顺德区顺茵绿化设计工程有限公司	6	3022.17	2.65
合 计	27	26456.12	23.19

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

7. 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 2 笔, 笔数占整体入池应收账款笔数的 0.48%, 关联应收账款余额 1921.77 万元, 占比为 1.68%, 关联资产占比很低。具体分布见表 7。

表 7 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
江西腾昌建筑工程有限公司	1	1320.56	1.16
安徽省恒创建设工程有限公司	1	601.21	0.53
合 计	2	1921.77	1.68

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 4.70% 的情况下，基础资产预期现金流能够覆盖优先级票据本息及由信托财产承担的其他预期支出，优先级票据的兑付有保障。

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。

在费用测算方面，本交易信托税费税率为 3.26%。此外，根据交易文件的约定，联合资信在测算过程中计入应由信托财产承担的支出

的综合费率为 0.132%（包括信托管理费、资金保管费、兑付服务等费用）。

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 8 不同发行利率下优先级票据保障倍数
(单位：%、万元、倍)

优先级票据发行利率	预期支出	优先级票据保障倍数
4.10	113371.92	1.0063
4.20	113480.53	1.0053
4.30	113589.13	1.0044
4.40	113697.74	1.0034
4.50	113806.34	1.0024
4.60	113914.95	1.0015
4.70	114023.55	1.0005

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

从测试的结果来看，在优先级票据发行利率不超过 4.70%、存续期限不超过 365 天的情况下，基础资产预期现金流对优先级票据本息及由信托财产承担的其他预期支出的保障程度可以达到 1 倍以上。

五、共同债务人信用分析

1. 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情况良好，财务状况稳健，联合资信给予碧桂园控股的主体长期信用等级为 AAA。

(1) 企业概况

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

¹⁰本报告中所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。

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。

截至 2020 年 6 月底，碧桂园控股合并资产总额 19632.69 亿元，所有者权益总额 2349.96 亿元（非控制股东权益 765.08 亿元）。2020 年 1—6 月，碧桂园控股实现营业收入 1849.57 亿元，除税前溢利 358.87 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。

（2）经营分析¹¹

（A）经营概况

碧桂园控股主营业务为房地产开发，近年来收入规模稳步增长，2020年上半年，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。

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%。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。

2020 年 1—6 月，碧桂园控股收入仍主要来源于房地产开发业务，2020 年初新冠肺炎疫情对房地产开发及建筑业务的施工进度均造成一定影响，收入结转规模均较去年同期有所下滑。2020 年 1—6 月，碧桂园控股房地产开发板块实现收入 1799.49 亿元，同比下降 8.51%；建筑、装修及装饰板块实现收入 32.19 亿元，同比下降 6.94%。

表 9 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		2020 年 1—6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房地产开发	2201.57	97.03	3694.05	97.45	4750.12	97.76	1799.49	97.29
建筑、装修及装饰	23.05	1.02	52.65	1.39	62.19	1.28	32.19	1.74

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。

物业投资	1.08	0.05	2.27	0.06	4.12	0.08	2.21	0.12
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	15.68	0.85
合计	2269.00	100.00	3790.79	100.00	4859.08	100.00	1849.57	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，需关注未来可能面临的去化压力。

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 10 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地域分布较为多元，广东省内约占21%，其余地区主要分布在江苏、河南、湖南、山东、安徽、广西等地，从城市能级来看，以三、四线城市为主，需关注未来可能存在的去化压力。

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 11 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

注：数据为按权益比例折算口径

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。

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。

(D) 项目销售情况

近年来，碧桂园控股业务规模持续扩大，销售面积和销售金额均稳步增长，2019年以来销售均价持续下滑，从销售区位来看，三、四线城市项目占比高，需关注未来去化情况。

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，年均复合增长率为20.17%；合同销售面积分别为4401万平方米、5416万平方米和6237万平方米，年均复合增长率为19.05%。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，2019年销售均价较2018年下降4.46%。2020年1—6月，碧桂园控股合同销售金额为2670亿元，销售均价为8383元/平方米，较2019年有所下降。从项目区位分布来看，碧桂园控股近年来项目主要位于三、四线城市，2020年上半年三、四线城市的销售额贡献占比为55%，二线城市占比为33%。

表 12 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	2020 年 1—6 月
合同销售面积	4401	5416	6237	3185
合同销售金额	3824	5019	5522	2670
销售均价	8689	9267	8854	8383

注：数据为包含合营、联营公司按权益比例折算口径
资料来源：碧桂园控股提供

(3) 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），2020年半年报财务数据未经审计。

碧桂园控股财务报表根据香港会计准则列报，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。

截至2020年6月底，碧桂园控股合并资产总额19632.69亿元，所有者权益总额2349.96亿元（非控制股东权益765.08亿元）。2020年1—6月，碧桂园控股实现营业收入1849.57亿元，除税前溢利358.87亿元。

(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，其变现能力受房地产市场影响较大；与关联方的往来款项规模较大，存在较大的资金占用，或将存在一定的回收风险。

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2018年底增长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2018年底增长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（预计将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2018年底增长29.25%，主要系碧桂园控股经营规模扩大所致。公司在建物业中三、四线城市占比较高，面临一定市场调整压力。

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2018年底增长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2018年底增长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。

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（预计将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2018年底增长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2018年底增长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。

截至2020年6月底，碧桂园控股资产总额

19632.69亿元，较2019年底增长2.94%，资产规模基本保持稳定。从构成来看，流动资产占比86.93%，较2019年底提升1.38个百分点，主要系随着房地产项目施工的持续进行，部分在建物业由非流动资产转入流动资产所致。

总体看，碧桂园控股在建物业规模较大，现金类资产充足。但联合资信注意到，碧桂园控股贸易及其他应收款规模较大，主要为应收客户或关联方款项，以及项目代垫或预付土地所有权资金等，存在较大的资金占用，部分款项可能存在一定的回收风险。同时，碧桂园控股持有部分外币资产，或将面临一定汇兑风险。

（B）负债及所有者权益

2017—2019年，碧桂园控股有息债务快速增长，债务结构以长期债务为主，总体债务规模大，债务负担尚可，未来两年内存在一定集中偿付压力。碧桂园控股存在较大规模美元优先票据，若未来美元升值，或将造成融资成本的上升。碧桂园控股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。

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2018年底增长15.95%，主要由于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2018年底增长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2018年底增长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，主要包括银行及其他借款（占比59.61%）、优先票据（占比19.86%）和递延所得税负债（占比11.31%）。

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%）。碧桂园控股美元优先票据规模较大，若未来美元升值，或将造成融资成本的上升。

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，偿付压力集中于1~5年内，存在一定的集中偿付风险。

2017—2019年，碧桂园控股有息债务规模

持续增长，年均复合增长率为31.18%。截至2019年底，碧桂园控股全部债务合计金额为3736.55亿元，其中短期债务占比31.27%，长期债务占比68.73%，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%、63.09%和54.02%。

截至2020年6月底，碧桂园控股负债总额为17282.73亿元，较2019年底增长2.35%，基本保持稳定，流动负债占比为84.13%，较2019年底增加1.29个百分点，负债构成变化不大。其中，合同负债金额为6858.18亿元，较2019年底增长6.00%；贸易及其他应付款金额为6205.80亿元，较2019年底增长4.38%。截至2020年6月底，碧桂园控股全部债务金额为3445.36亿元，较2019年底下降7.79%；其中短期债务占比30.78%，长期债务占比69.22%，债务结构较2019年底变化不大。截至2020年6月底，碧桂园控股资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为88.03%、59.45%和50.37%，债务负担较2019年底有所减轻。

所有者权益

截至2019年底，碧桂园控股所有者权益合计2186.08亿元，较2018年底增长26.07%，其中归属于母公司所有者权益1519.39亿元，较2018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%。

截至2020年6月底，碧桂园控股所有者权益合计2349.96亿元，较2019年底增长7.50%，其中归属于母公司所有者权益1584.88亿元，构成较2019年底变化不大。

(C) 盈利能力

2017—2019年，碧桂园控股收入保持快速增长，盈利能力较强；2020年上半年，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。

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。

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。

2020年1—6月，碧桂园控股实现营业收入1849.57亿元，同比下降8.44%，受2020年初新冠肺炎疫情的影响，施工进度有所减缓，导致收入结转有所减少；同期，碧桂园控股实现税前利润358.87亿元，同比下降9.12%。

(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，投资活动现金流出显著减少，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。

2020年1—6月，碧桂园控股经营活动现金流量净额为-160.72亿元，投资活动现金流量净额为-78.74亿元，筹资活动现金流量净额为-363.53亿元。

（E）偿债能力

碧桂园控股债务负担尚可，短期偿债能力指标和长期偿债能力指标表现均较好。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，持续增长；现金短期债务比分别为2.47倍、2.01倍和2.37倍，波动下降。2020年1—6月，碧桂园控股流动比率为1.17倍，现金短期债务比为1.94倍。

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；碧桂园控股全部债务EBITDA比分别为4.58倍、4.13倍、3.69倍，逐年下降。

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。

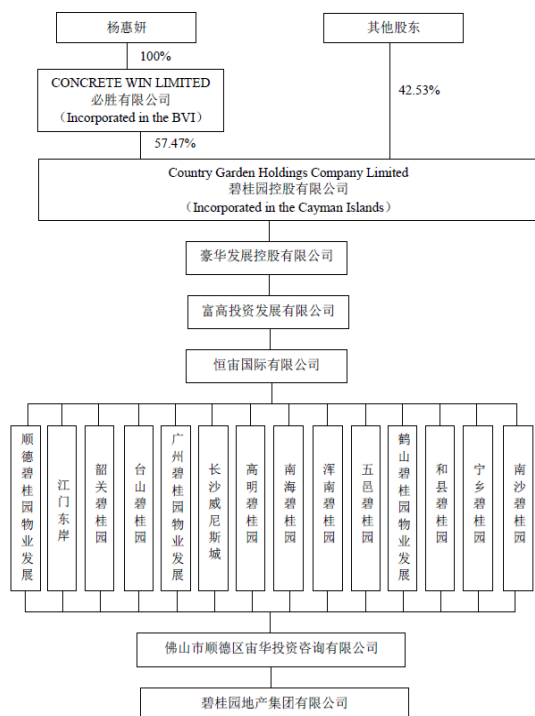
2. 共同债务人 2—碧桂园地产

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。

（1）企业概况

碧桂园地产是由佛山市顺德区宙华投资咨询有限碧桂园地产（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，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6月底，碧桂园地产实收资本为132.93亿元，控股股东为宙华投资，最终控股股东为碧桂园控股，实际控制人为杨惠妍女士。

图 2 截至 2019 年底碧桂园地产权结构图



资料来源：碧桂园地产债券年报

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，所有者权益（含少数股东权益 482.00 亿元）合计 1596.12 亿元；2019 年，碧桂园地产实现营业收入 3775.40 亿元，利润总额 717.57 亿元。

截至 2020 年 6 月底，碧桂园地产合并资产总额 16308.58 亿元，所有者权益（含少数股东权益 561.28 亿元）合计 1758.55 亿元；2020 年 1—6 月，碧桂园地产实现营业收入 1535.27 亿元，利润总额 276.01 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。

（2）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升，整体经营呈现稳定发展态势。

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%；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；利润总额持续增长，年均复合增长 102.20%，主要系碧桂园地产经营性业务收入和投资收益增加所致。

从碧桂园地产主营业务收入的构成来看，销售物业板块是主要收入来源，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酒店服务收入规模和占比不大。

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。

2020 年 1—6 月，碧桂园地产实现营业收入 1535.27 亿元，主营业务收入 1507.77 亿元。其中，销售物业实现收入 1504.91 亿元，同比增长 9.57%，主要系项目竣工交付面积增长带动收入结算增加所致。2020 年 1—6 月，碧桂园地产销售物业毛利率为 26.01%，较 2019 年小幅下降 2.83 个百分点，带动综合毛利率下降至 26.06%。

表 13 碧桂园地产近年主营业务收入与毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
销售物业	1225.04	99.75	25.29	2543.23	99.76	28.36	3711.11	99.82	28.84	1504.91	99.81	26.01

租金收入	0.43	0.04	56.93	1.66	0.07	57.97	1.80	0.05	56.53	1.55	0.10	74.84
提供酒店服务	2.67	0.22	47.86	4.34	0.17	45.38	4.87	0.13	36.03	1.31	0.09	29.55
合计	1228.14	100.00	25.35	2549.23	100.00	28.40	3717.77	100.00	28.86	1507.77	100.00	26.06

资料来源：碧桂园地产财务报告

(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，为未来发展提供有力保障。2019 年以来，伴随控制资产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。碧桂园地产新获取土地面积以三四线居多，土储布局或面临一定去化风险及市场调整压力。

拿地策略上，碧桂园地产坚持全国化的均衡区域布局。从近三年碧桂园地产拿地情况看，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。从碧桂园地产拿地成本来看，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。2020 年 1—6 月，碧桂园地产新拓展项目 122 个，期末土地储备总面积为 21308.09 万平方米，碧桂园地产土地储备规模仍较大，项目储备充足。

表 14 2017—2019 年碧桂园地产新增土地储备情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
新拓展项目（个）	490	618	347	122
新获取土地（万平方米）	5681.54	6393.88	4514.08	1778.79
期末土地储备总面积（万平方米）	12614.25	18998.11	20930.24	21308.09
新获取地	1628.899	1450.42	1357.77	558.60

价总额（亿元）				
平均楼面价格（元/平方米）	2866.98	2268.45	3007.85	3140.34

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，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、四线城市居多。

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 15 截至 2019 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	291.41	1.39
	待售	198.80	0.95
小计		490.20	2.34
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
小计		13063.82	62.42
待开发	已摘牌未获施工证	7376.22	35.24
小计		7376.22	35.24
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

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%。截至 2020 年 6 月底，碧桂园地产位于广东省土地储备面积合计 3942 万平方米，占土地储备总面积 18.50%。从城市能级来看，一二线城市土地储备面积占比 35.80%，较上年底小幅提升。

表 16 截至 2019 年底碧桂园地产土地储备按省份划分分布（单位：万平方米、%）

项目	建筑面积	占比
广东省	4186.05	20.00
河南省	1657.24	7.92
湖南省	1619.86	7.74
江苏省	1500.94	7.17
广西省	1231.43	5.88
山东省	1162.53	5.55
安徽省	1095.65	5.23
浙江省	956.79	4.57
贵州省	949.98	4.54
四川省	833.46	3.98
其他	5736.32	27.41
合计	20930.24	100.00

注：统计口径为权益口径
资料来源：碧桂园地产提供

（C）项目建设开发情况

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保障，但同时面临较大开发建设资金支出压力。

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。从碧桂园地产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、10695.07 万平方米和 13063.83 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。2020 年 1—6 月，受疫情影响，碧桂园地产复工面积同比下降至 1868.40 万平方米；截至 2020 年 6 月底，期末在建面积为 13311.73 万平方米，项目后续开发建设仍有较大资本支出压力。

表 17 碧桂园地产近年项目开发情况

（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
复工面积	4193.07	6958.60	6240.46	1868.40
竣工面积	1199.27	2400.46	3871.70	1620.49
期末在建面积	6136.93	10695.07	13063.83	13311.73

注：统计口径为权益口径
资料来源：碧桂园地产提供

（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。2020 年 1—6 月，碧桂园地产实现签约销售金额 2278.54 亿元，为 2019 年整体销售金额的 48.43%。整体看，碧桂园地产销售表现持续较好。

表 18 碧桂园地产近年房地产销售情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
签约销售面积（万平方米）	3184.66	4504.47	5414.75	2739.33
签约销售金额（亿元）	2701.41	4117.82	4705.02	2278.54

签约销售均价 (元/平方米)	8482.58	9141.64	8689.26	8317.85
-------------------	---------	---------	---------	---------

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，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%。2020 年 1—6 月，碧桂园地产签约销售额占比前五大区域较上年无变化，广东省和江苏省销售占比仍较高，分别为 16.26%和 11.21%。整体看，碧桂园地产签约销售区域来源较为广阔，区域分布均衡。

表 19 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	285.99	6.95	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	1,140.57	27.70	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

（3）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。

截至 2019 年底，碧桂园地产合并资产总额 15435.71 亿元，所有者权益（含少数股东权益 482.00 亿元）合计 1596.12 亿元；2019 年，碧桂园地产实现营业收入 3775.40 亿元，利润总额 717.57 亿元。

截至 2020 年 6 月底，碧桂园地产合并资产总额 16308.58 亿元，所有者权益（含少数股

东权益 561.28 亿元）合计 1758.55 亿元；2020 年 1—6 月，碧桂园地产实现营业收入 1535.27 亿元，利润总额 276.01 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。

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。

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，对碧桂园地产资金形成一定占用。

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 20 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	2.57	0.02	抵押借款

品			
房屋及建筑物	22.10	0.14	抵押借款
合计	882.11	5.71	--

资料来源：碧桂园地产财务报告

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如表 21 所示。

表 21 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 6 月底，碧桂园地产合并资产总额 16308.58 亿元，较上年底增长 5.65%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 89.09%，非流动资产占 10.91%。碧桂园地产资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。截至 2020 年 6 月底，碧桂园地产流动资产 14528.54 亿元，较上年底增长 6.16%，主要系存货增长所致；同期，碧桂园地产货币资金 1683.02 亿元，较上年底下降 22.17%；其他应收款较上年底增长 5.79%至 2551.01 亿元；存货较上年底增长 12.53%至 8864.04 亿元。

截至 2020 年 6 月底，碧桂园地产所有权或使用权受限制的资产合计 813.20 亿元，包括受限货币资金、在建开发产品、固定资产和土地使用权，受限合计占资产总额的 4.99%，整体受限比例很低。

(C) 负债及所有者权益

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 6 月底，碧桂园地产所有者权益合计 1758.55 亿元，较上年底增长 10.18%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 68.08%，少数股东权益占比为 31.92%。归属于母公司所有者权益 1197.27 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 11.10%、0.25%、1.43%和 87.03%。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。

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，资产负债率高，但有息债务负担较合理，债务结构以长期债务为主。

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；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主要由长期借款（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；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。

截至 2020 年 6 月底，碧桂园地产负债总额 14550.03 亿元，较上年底增长 5.13%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 92.66%，非流动负债占 7.34%。碧桂园地产负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。有息债务方面，截至 2020 年 6 月底，碧桂园地产全部债务 1564.56 亿元，较上年底下降 18.35%。其中，短期债务 617.53 亿元（占 39.47%），较上年底下降 8.08%；长期债务 947.03 亿元（占 60.53%），较上年底下降 23.90%，主要系长期借款下降所致。截至 2020 年 6 月底，碧桂园地产资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 89.22%、47.08%和 35.00%，较上年底分别下降 0.44 个

百分点、7.48 个百分点和 8.81 个百分点。

(D) 盈利能力

近年来，碧桂园地产营业收入和利润总额不断增长，合联营碧桂园地产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，主要系碧桂园地产贷款利息支出大部分资本化所致，碧桂园地产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。

受结转项目情况影响，2020 年 1—6 月，碧桂园地产实现营业总收入 1535.27 亿元，同比增长 9.36%；同期实现利润总额 276.01 亿元，同比增长 14.82%。2020 年 1—6 月，碧桂园地产营业利润率为 21.57%，同比变化不大。

(E) 现金流分析

2017—2019 年，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。碧桂园地产近年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，对筹资活动依赖程度高。碧桂园地产持续控制债务杠杆，近年筹资活动净流入规模显著下降。2020 年上半年，受偿还借款及融资承压影响，碧桂园地产筹资活动转为现金净流出且规模很大，未来或面临较大融资压力。

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，碧桂园地产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—6 月，碧桂园地产经营活动现金转为净流出 49.38 亿元，同比大幅下降主要系新冠疫情影响销售商品、提供劳务收到的现金流入；投资活动现金净流出规模较上年同期下降至 144.84 亿元；同期，碧桂园地产根据经营情况与发展战略，偿还借款规模较上年同期有所增加，致筹资活动现金净流出 239.72 亿元。2020 年 1—6 月，碧桂园地产现金及现金等价物净增加额为-433.94 亿元。

表 22 碧桂园地产近年现金流量概况

(单位：亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
经营活动现金流入量	3345.16	5048.67	5397.82	2305.46
经营活动现金流出量	3143.99	4799.32	5273.68	2354.84
经营活动现金净流量	201.17	249.35	124.14	-49.38

现金收入比	214.29	167.72	130.78	145.80
投资活动现金净流量	-955.67	-565.20	-299.11	-144.84
筹资活动前现金净流量	-754.51	-315.85	-174.97	-194.22
筹资活动现金净流量	1369.93	1071.42	388.60	-239.72

资料来源：联合资信根据碧桂园地产财务报告整理

(F) 偿债能力

碧桂园地产短期和长期偿债能力均强，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 103.82%、107.53% 和 109.58% 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 60.29%、55.06% 和 46.51%。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，现金类资产对短期债务的保障程度很高。截至 2020 年 6 月底，碧桂园地产流动比率与速动比率分别为 107.76% 和 42.02%，现金短期债务比为 2.89 倍。整体看，碧桂园地产短期偿债能力强。

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，碧桂园地产全部债务/EBITDA 比分别为 5.70 倍、3.62 倍和 2.66 倍，逐年下降，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 2020 年 6 月底，碧桂园控股未使用授信额度为人民币 3288 亿元。

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。截至 2020 年 6 月底，碧桂园地产为关

联方等的借款提供的担保余额为 956.92 亿元，碧桂园地产面临一定或有负债风险。

（G）抗风险能力

碧桂园地产作为大型房地产开发企业，行业地位显著，土地储备规模大、盈利能力很强，整体抗风险能力极强。

综合来看，碧桂园地产经营情况良好，财务状况稳健，联合资信给予碧桂园地产的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

六、其他参与机构尽职能力分析

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 6 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 6 月底，弘基保理已累计办理保理业务 1151 笔，累计受让应收账款（不含订单融资）70.05 亿元，累计发放保理融资金额 53.16 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 6 月底，弘基保理资产总额为 58954.46 万元，负债总额为 47701.71 万元，所有者权益总额为 11251.75 万元。2020 年 1—6 月，弘基保理实现营业收入 5308.27 万元，净利润 270.29 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. 资金保管银行

农业银行财务状况优良、风险控制能力强。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极小。

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业务操作风险、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。

3. 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 and 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。

七、法律风险分析

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。

八、评级结论

联合资信本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构等多方因素进行了信用分析,并对基础资产进行了现金流分析。

碧桂园控股、碧桂园地产作为大型房地产开发企业,行业地位显著,土地储备规模大,盈利能力很强,信用水平极高,两者作为本交易的共同债务人有效保障了基础资产质量,从

而对优先级资产支持票据本息的偿付起到重要的信用支撑作用。

综合考虑上述因素,联合资信确定本次优先级资产支持票据信用等级为 AAA_{sf},该评级结果反映了本次优先级资产支持票据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 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	2020 年 6 月
财务数据				
资产总额（亿元）	10496.69	16296.94	19071.52	19632.69
所有者权益（亿元）	1166.12	1734.08	2186.08	2349.96
短期债务（亿元）	700.86	1268.91	1165.51	3420.41
长期债务（亿元）	1464.83	2023.78	2533.31	2362.23
全部债务（亿元）	2165.69	3292.69	3698.82	5782.64
营业收入（亿元）	2269.00	3790.79	4859.08	1857.59
净利润（亿元）	287.52	485.42	612.02	141.32
EBITDA（亿元）	473.47	806.07	1001.55	--
经营性净现金流（亿元）	240.84	293.81	146.66	-160.72
财务指标				
销售债权周转次数（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	--
总资产收益率（%）	10.30	11.61	13.28	--
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	6.26
资产负债率（%）	88.89	89.36	88.54	88.03
全部债务资本化比率（%）	65.00	65.50	62.85	59.28
长期债务资本化比率（%）	55.68	53.85	53.68	50.13
流动比率（倍）	1.13	1.15	1.17	1.17
速动比率（倍）	1.12	1.14	1.16	0.49
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	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.29	4.21	4.09	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.58	4.13	3.69	--

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 6 月
财务数据				
资产总额（亿元）	8385.76	12603.73	15435.71	16308.58
所有者权益（亿元）	657.75	1050.09	1596.12	1758.55
短期债务（亿元）	395.83	665.89	671.80	617.53
长期债务（亿元）	620.17	978.27	1244.50	947.03
全部债务（亿元）	1016.00	1644.16	1916.29	1564.56
营业收入（亿元）	1246.14	2584.99	3775.40	1535.27
净利润（亿元）	134.04	331.19	535.45	209.43
EBITDA（亿元）	178.40	454.28	721.31	--
经营性净现金流（亿元）	201.17	249.35	124.14	-49.38
财务指标				
销售债权周转次数（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	145.80
总资本收益率（%）	8.72	15.16	17.25	--
净资产收益率（%）	24.28	38.78	40.47	--
营业利润率（%）	19.81	24.10	24.17	21.57
费用收入比（%）	7.10	7.03	6.24	--
资产负债率（%）	92.16	91.67	89.66	89.22
全部债务资本化比率（%）	60.70	61.02	54.56	47.08
长期债务资本化比率（%）	48.53	48.23	43.81	35.00
流动比率（倍）	1.04	1.08	1.10	1.08
速动比率（倍）	0.60	0.55	0.47	0.42
现金短期债务比（倍）	3.34	3.01	3.33	--
经营现金流流动负债比率（%）	2.85	2.37	0.99	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.43	4.79	5.17	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.70	3.62	2.66	--

注：2020 年半年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	
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	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注： 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 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 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

联合资信评估股份有限公司关于 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 年度第三期资产支持票据”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 年度第三期资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“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 年度第三期资产支持票据”信用状况产生较大影响的突发事件，受托人/发起机构应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注“弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第三期资产支持票据”相关信息，如发现“弘基商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第三期资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“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 年度第三期资产支持票据”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。