

信用评级公告

联合〔2021〕4570号

联合资信评估股份有限公司通过对广东腾越建筑工程有限公司及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持广东腾越建筑工程有限公司主体长期信用等级为 AA，“21 腾越建筑 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十三日

广东腾越建筑工程有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
发行人	AA	稳定	AA	稳定
21 腾越建筑 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行 规模	债券 余额	到期 兑付日
21 腾越建筑 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/05/06

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2021 年 7 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
建筑与工程企业信用评级方法	V3.0.201907
建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表）	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

广东腾越建筑工程有限公司（以下简称“公司”）是碧桂园控股有限公司（以下简称“碧桂园控股”）下属最重要的房建施工企业，主要承接碧桂园控股下属房地产开发项目的工程施工。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其在业务来源、施工资质和项目储备等方面具备的优势。同时，联合资信也关注到，房地产行业波动、应收类款项对资金形成一定占用以及集中偿付压力大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

碧桂园控股为公司发行的“21 腾越建筑 MTN001”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，碧桂园控股的主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定，其担保可显著提升“21 腾越建筑 MTN001”如期偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“21 腾越建筑 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 业务来源稳定。**公司业务主要来源于实际控制人方碧桂园控股下属项目公司的房地产开发项目，其中来自于上述项目的营业收入占比达 90%以上，受益于碧桂园控股房地产业务的不断发展，公司业务规模保持稳定增长。
- 具有一定的竞争优势。**公司施工资质较齐全，具有较丰富的施工经验，品牌知名度较高，具有一定竞争优势。
- 业务收入快速增长，项目储备充足。**2020 年，公司新签合同额和营业收入均有所增长，分别为 581.55 亿元和 442.68 亿元。截至 2021 年 3 月底，公司房建工程类在手合同总额为 833.58 亿元，公司项目储备充足，为其稳定经营提供了有力支撑。
- 外部担保提升了债券的偿付安全性。**“21 腾越建筑 MTN001”由碧桂园控股提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了“21 腾越建筑 MTN001”的偿付安全性。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		2
			偿债能力	2
调整因素和理由				调整子级
外部支持				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：谢 晨

汪宜徽

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

关注

- 房地产行业波动风险。**公司房建业务属于房地产行业上游业务，房地产行业波动对公司经营业绩有一定影响。
- 资金占用较大。**公司资产中应收类款项和存货占比较高，建筑施工业务回款时间存在一定不确定性。
- 营业外支出对公司利润侵蚀较大。**2020 年，公司因进行应收账款保理融资产生了一定规模的贴现损失，对利润造成较大侵蚀。
- 债务负担较重且集中偿付压力大，债务结构有待改善。**截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.45%、52.02% 和 33.42%；全部债务 173.09 亿元，其中短期债务占比较高，达 92.93 亿元；公司债务负担较重且集中偿付压力大，债务结构有待改善。
- 碧桂园控股对外担保规模较大，存在或有负债风险。**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。

公司主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	136.51	158.24	120.73	127.59
资产总额（亿元）	496.17	592.43	628.78	601.46
所有者权益（亿元）	151.42	154.75	158.21	159.66
短期债务（亿元）	26.66	80.36	97.32	92.93
长期债务（亿元）	158.91	150.05	60.21	80.16
全部债务（亿元）	185.58	230.41	157.53	173.09
营业收入（亿元）	292.83	415.10	442.68	123.77
利润总额（亿元）	3.89	5.79	4.73	2.00
EBITDA（亿元）	12.00	18.85	16.79	--
经营性净现金流（亿元）	2.23	-11.63	30.59	-17.87
营业利润率（%）	8.68	8.55	8.03	6.99
净资产收益率（%）	1.90	2.84	2.09	--
资产负债率（%）	69.48	73.88	74.84	73.45
全部债务资本化比率（%）	55.07	59.82	49.89	52.02
流动比率（%）	266.00	204.08	151.98	164.84
经营现金流负债比（%）	1.20	-4.04	7.46	--
现金短期债务比（倍）	5.12	1.97	1.24	1.37
EBITDA 利息倍数（倍）	1.55	1.49	1.45	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.46	12.23	9.38	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	435.33	463.42	497.92	520.70
所有者权益（亿元）	141.82	141.88	142.78	143.37
全部债务（亿元）	166.80	207.71	131.28	146.89
营业收入（亿元）	140.37	184.21	205.38	59.91
利润总额（亿元）	1.76	1.17	1.07	0.70
资产负债率（%）	67.42	69.38	71.32	72.47
全部债务资本化比率（%）	54.05	59.41	47.90	50.61
流动比率（%）	303.09	254.44	159.22	165.67
经营现金流负债比（%）	16.02	-3.85	14.66	--
现金短期债务比（倍）	11.84	1.75	0.91	1.04

注：公司 2021 年一季度财务报表未经审计；本报告已将长期应付款中有息部分调整至长期债务中计算；公司未提供 2018—2020 年资本化利息支出金额，故计算 EBITDA 利息倍数指标时利息支出仅指费用化利息支出

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 腾越建筑 MTN001	AAA	AA	稳定	2021/01/15	唐立倩 吕泽峰	建筑与工程企业主体信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告引用的资料主要由广东腾越建筑工程有限公司（以下简称“该公司”）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该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

广东腾越建筑工程有限公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于广东腾越建筑工程有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司经营范围未发生变化；截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 52.00 亿元。

跟踪期内，公司股权结构有所变化。截至 2021 年 3 月底，公司直接控股股东为广东耀康投资有限公司（以下简称“广东耀康”），碧桂园控股有限公司（以下简称“碧桂园控股”）通过豪华发展控股有限公司 SMART WORLD DEVELOPMENT HOLDINGS LTD、永柏集团有限公司 IMPREZA GROUP LIMITED、伊东发展有限公司 Estonia Development Ltd 间接控股广东耀康。碧桂园控股以间接方式持有公司 100% 股权，为公司的实际控制人；杨惠妍女士通过 Concrete Win Ltd（必胜有限公司）间接持有碧桂园控股的股权由 57.68% 上升至 58.72%，为公司的实际控制人。

截至 2021 年 3 月底，公司本部内设财务资金中心、生产运营中心、市场拓展中心、科技信息中心、物资设备中心、质量技术中心、成本管理中心、采购部等 13 个职能部门；拥有纳入合并范围内的一级子公司 9 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 628.78 亿元，所有者权益 158.21 亿元（含少数股东权益 -37.32 万元）；2020 年，公司实现营业收入 442.68 亿元，利润总额 4.73 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 601.46 亿元，所有者权益 159.66 亿元（含少数股东权益 -41.58 万元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 123.77 亿元，利润总额 2.00 亿元。

公司地址：佛山市顺德区北滘镇工业大道 18 号；法定代表人：杨宝坚。

三、跟踪评级债券及其募集资金使用情况

截至 2021 年 6 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，“21 腾越建筑 MTN001”募集资金均已按指定用途使用完毕。上述存续债券尚未至首个付息日。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	期限	票面利率
21 腾越建筑 MTN001	10.00	10.00	2021/05/06	2+2	4.70%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业

恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程

中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比

较计算的几何平均增长率，下同。

费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高

速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有

望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业发展环境

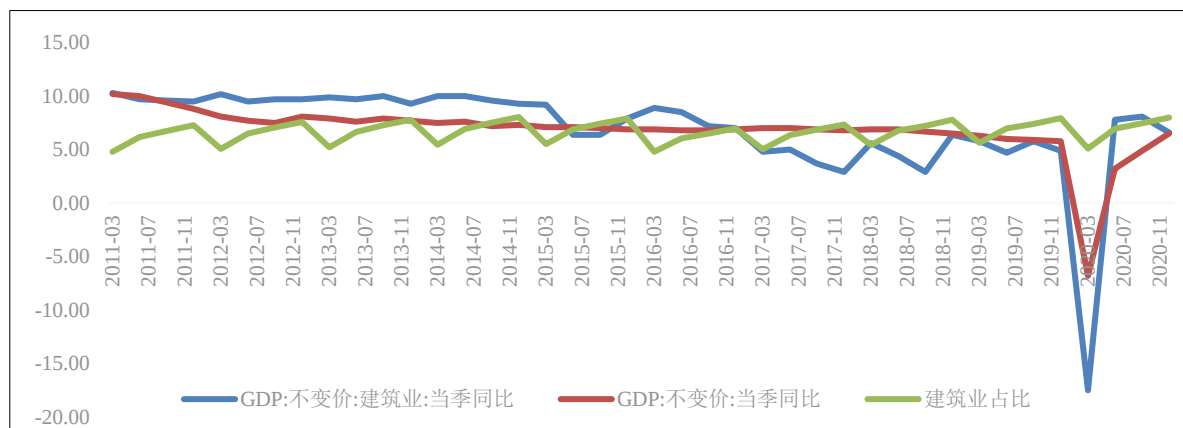
1. 建筑业发展概况

建筑行业作为国民经济的重要支柱产业之一，其发展与固定资产投资密切相关。近年

来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓，同时受 2020 年“新冠”疫情冲击，经济下行压力显著加大，2020 年建筑业对国民生产总值累计同比的贡献度为 8.01%，比重较 2019 年进一步提升，建筑业在国民经济中的重要性持续提升。整体看，随着经济下行压力持续加大，短期内建筑业对国民经济的提振作用将更加显著。

2021 年一季度，全国建筑业实现总产值 47333 亿元，同比增长 31.80%。同期，全国建筑业新签订单量较 2020 年一季度大幅增长 31.90%，增速同比上升 46.66 个百分点。截至 2021 年 3 月底，全国建筑业签订合同总额（在手）34.50 万亿元，累计同比增长 12.05%，增速较上年同期上升 7.29 个百分点。总体来看，在 2020 年一季度“新冠”疫情所造成的“低基数效应”影响下，2021 年一季度全国建筑业总产值及新签订单量同比增长强势。

图 1 建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

2. 上游原材料供给及下游需求

2020 年以来，受“新冠”疫情影响，全国水泥价格指数及螺纹钢价格中枢较上年有所下降，但随着复产复工带动下下游需求逐步恢复，以及赶工需求支撑，水泥价格逐步回暖，螺纹钢价格震荡回升。考虑到建筑业上游持续供给端改革，以及后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

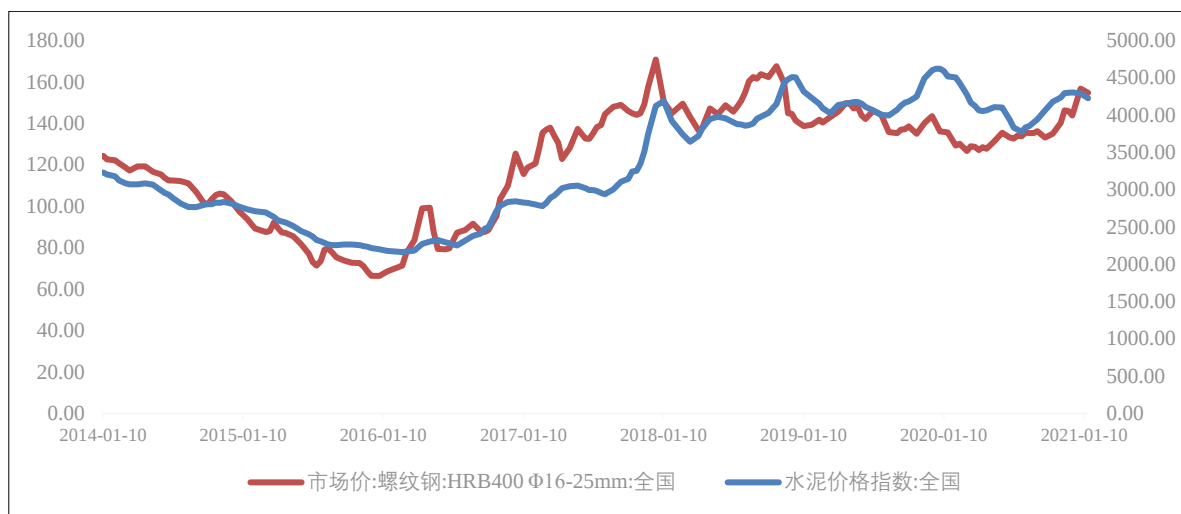
水泥价格方面，随着 2018 年水泥行业协会主导的错峰生产措施等供给端改革的持续推进，水泥价格逐步上行。2020 年 1—4 月，受“新冠”疫情影响，下游需求较弱导致水泥价格持续下降。2020 年 5—10 月，受企业复工复产叠加库存释放的影响，下游需求加快修复，水泥价格逐步回暖。2020 年 11—12 月，北方降温以及重污染天气导致停工对水泥需求影响较

大，市场供应总体减少，但大部分地区在赶工需求支撑下，水泥需求仍维持较高景气度，水泥价格保持平稳。

钢材价格方面，受钢铁企业内部的“降本增效”“产品结构优化”等供给侧改革政策的传导，钢材价格自 2018 年以来维持在高位。2020 年 1—4 月，受“新冠”疫情影响，钢铁下游需求减弱，螺纹钢价格持续下降。2020 年 5

月以来，随着国内疫情得到有效控制，在新签订订单量增加及赶工需求的支撑下，建筑钢材需求增长，螺纹钢价格震荡回升。截至 2020 年 12 月底，螺纹钢价格为 4358.40 元/吨，较上年同期增长 15.27%。总体来看，随着后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

图 2 水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

房建领域，2020 年初“新冠”疫情的爆发对房地产行业造成较大冲击，但随着疫情逐步稳定，房地产行业整体呈现良好的恢复态势。房地产开发投资成为拉动固定资产投资快速修复的主要力量；基建方面，政策导向仍以严控地方政府债务风险为主旋律，预计短期内基建投资将保持温和增长态势。

2020 年，全国完成房地产开发投资 141443 亿元，同比增长 7.00%，超过固定资产投资整体增速 4.10 个百分点。分季度来看，2020 年一至四季度房地产开发投资分别同比增长-7.70%、7.96%、11.83%和 6.73%，二、三季度房地产投资增长态势强劲。2021 年一季度，全国完成房地产开发投资 27575.82 亿元，同比增长 25.6%；全国商品房销售面积 36007 万平方米，同比增长 63.80%。随着“新冠”疫情逐步得到有效控制，2020 年以来房地产投资、销售及施工情况均呈现良好的恢复态势，维

持了较高的行业景气度。

2020 年，全国基础设施建设投资（不含电力）14.00 万亿，累计同比实现正增长，同比增长 0.90%。其中，受疫情影响，一季度基建投资（不含电力）同比下降 19.70%。其后，基建投资在二、三、四季度实现稳步增长，主要是由于政策资金的带动以及放宽专项债券作为资本金的范围等政策红利的影响，资金面的边际宽松有效助力基建投资的稳定增长。2021 年一季度，全国基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长 29.70%。

从政策角度来看，2020 年 7 月财政部发布的相关通知中虽然指出“赋予地方一定的自主权，对因准备不足短期内难以建设实施的项目，允许省级政府及时按程序调整用途”使得专项债支出灵活性得以提高，但国家发展和改革委员会在 9 月初例行发布会上表示，要引导地方尽力而为、量力而行，严防地方政府债务风险，严防“大水漫灌”，

在引导地方政府理性投资的同时，进一步强调稳增长与地方政府债务风险之间的再平衡。整体看，2020 年政策导向仍以严控地方政府债务风险为基调，预计短期内基建投资增速将保持温和增长态势。

2021 年一季度，全国固定资产投资 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，固定资产投资持续修复。具体来看，2021 年一季度，房地产开发投资两年平均增长 7.67%，与 1-2 月（7.60%）基本持平，对固定投资起到主要支撑作用；一季度基建投资两年平均增长 2.05%，不及 2019 年同期水平，主要是受到专项债推迟发行的影响。

3. 建筑施工行业竞争态势分析

近年来我国经济结构逐步调整，投资对经济的拉动作用有所下降。在经济增速长期下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业下行压力持续加大，建筑业集中度加速提升，进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

近年来我国经济结构逐步调整，2011 年以来，消费超越投资成为我国经济增长的主要拉动力，过去高度依赖于基建和房地产投资拉动的经济结构不再。2021 年一季度，我国经济修复有所放缓，三大需求中消费拉动作用显著提升，投资拉动垫底，净出口创近几年新高，经济增长动能有所增强，

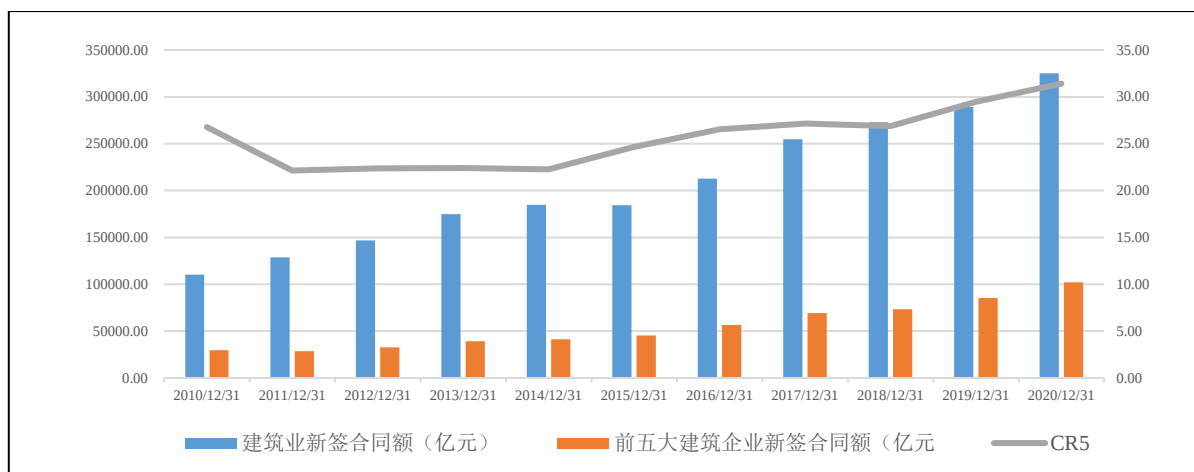
经济结构进一步改善。

作为一个由需求驱动的行业，在经济增速长期下行的压力下，建筑业整体下行压力加大，加速了资质和融资能力相对较弱的建筑施工企业出清。2020 年下半年，基建投资受地方政府债务管控等政策的影响而呈收敛态势，建筑业整体需求端有所萎缩；同时叠加对建筑业企业整体负债水平严控的政策影响，建筑施工企业融资空间有所收窄。整体看，2020 年，受疫情冲击叠加需求端和资金端的双重收紧，建筑业集中度加速提升，从而进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

从公开发债企业新签合同数据来看，不同所有制企业新签订单增速分化加剧，国有企业订单持续高速增长，民企则有所下滑。从细分行业来看，2020 年新签合同 CR5（前五大企业新签合同在全行业占比）由 2019 年的 29.46% 上升至 2020 年的 31.41%，集中度进一步提升。受房地产行情影响，装饰装修行业中抗风险能力偏弱的小规模企业在项目遴选方面受订单盈利空间、订单体量等限制较多，订单向龙头企业靠拢；另外，园林等细分行业同样出现类似分化情况，小规模企业新签合同增速稳定性较弱。

总体来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的国有企业及细分领域的龙头民企有望维持业绩的稳定增长，从而进一步提高市场占有率。

图 3 2010—2020 年前五大建筑企业新签合同占比情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

4. 建筑施工行业发展趋势

2020 年以来,建筑业继续在国民经济中扮演重要角色。短期来看,基建和房地产投资增速陆续转正,下游行业需求逐步修复,对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。长期来看,在国内经济结构逐步调整、经济增速长期下行的压力下,建筑业作为由需求驱动的行业下行压力持续加大,行业集中度加速提升,建筑业未来增速或将长期放缓,进入中低速增长阶段。整体看,建筑业行业风险为中等,行业展望为稳定。

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内,公司股权结构有所变化。截至 2021 年 3 月底,公司直接控股股东为广东耀康,碧桂园控股以间接方式持有公司 100% 股权,为公司的实际控股方;杨惠妍女士通过 Concrete Win Ltd 必胜有限公司间接持有碧桂园控股股权上升至 58.72%,为公司的实际控制人。

2. 企业规模及竞争优势

公司是碧桂园控股下属最重要的房建施工企业,业务主要分布于华南、华东等区域;公司建筑施工资质较齐全,具有较丰富的施工经验,市场布局合理,品牌知名度较高,在中国建筑市场上具有一定的竞争优势。

公司作为碧桂园控股下属最重要的房建施工企业,业务涵盖住宅类房建工程和机电安装、安防设备安装等重要配套业务。公司建筑工程施工资质较为齐全,截至 2021 年 3 月底,公司及下属子公司拥有建筑工程施工总承包一级、机电工程施工总承包一级、市政公用工程施工总承包一级、电子与智能化工程专业承包一级、消防设施工程专业承包一级、建筑幕墙工程专业承包一级、建筑机电安装工程专业承包一级、起重设备安装工程专业承包三级等多项资质。从市场网络方面看,公司已在全国绝大多数省会城市和中心城市布局,通过建立市场网络,形成了梯度合理的核心市场、中心市场和后备市场,为有效地拓展业务、扩大规模、均衡发展提供了基础。截至 2021 年 3 月底,公司在东北、湖南、湖北、安徽、江苏等地设有区域分公司增加至 39 家。

公司品牌知名度较高,得益于碧桂园控股的快速发展,公司不断深化改革,创新项目管理模式,在市场上树立了良好的企业形象,先后获得了“中国建筑业百强”“广东省最具竞争力建筑企业”“广东省高新技术企业”等省部级奖项 57 个、市级奖项 100 余个。

跟踪期内,公司经营规模不断扩大,并产生了较好的规模经济效应,在中国建筑市场上具有一定的竞争优势。同行业公司 2020 年经营规模、经营效率及盈利能力情况如下表所示。

表3 同行业公司2020年(底)经营规模、经营效率及盈利能力情况(单位:亿元、次)

公司名称	经营规模				经营效率			盈利能力		
	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数	营业利润率	总资本收益率	净资产收益率
重庆市中科创控股有限公司	211.07	67.16	44.13	2.67	3.42	0.52	0.23	15.11%	1.17%	2.52%
江苏中南建筑产业集团有限责任公司	643.68	108.35	221.97	5.61	1.67	3.22	0.38	8.39%	1.01%	3.26%
龙元建设集团股份有限公司	625.38	125.18	177.87	11.23	2.55	2.21	0.29	10.46%	2.25%	6.65%
广东腾越建筑工程有限公司	628.78	158.21	442.68	4.73	2.08	1.79	0.72	8.03%	4.72%	2.09%

资料来源:联合资信整理

3. 外部支持

公司实际控制方碧桂园控股综合实力雄厚，跟踪期内，依托于强大的控股方背景，公司业务规模稳定增长。

公司实际控制方碧桂园控股是中国城镇化住宅开发商，专注于国内一二线城市的近郊及经济发展潜力高的三四线城市的物业开发，在 2020 年度克而瑞和中指房企销售排行榜中均位列全口径销售金额及销售面积第一位，在 2020 年《财富》世界 500 强排名中位列 147 位。

公司业务主要来源于碧桂园控股下属公司的房地产开发项目，来自于碧桂园系统内的收入在公司营业收入中占比在 90%以上。在与集团外其他竞争对手共同参与碧桂园项目招投标时，公司具有在相同条件下优先中标的竞争优势。跟踪期内，随着碧桂园控股房地产开发业务的快速扩张，公司新签合同额及主营业务收入快速增长，2020 年分别为 581.55 亿元和 439.41 亿元。

2020 年，公司无偿受让广东博越智慧建造科技有限公司持有的河北碧越建筑工程有限公司 100%的股权，为同一控制下企业合并，使公司资本公积增加 0.20 亿元。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司有重大不良信用记录。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91440606231927946T），截至 2021 年 5 月 18 日，公司本部无未结清和已结清的不良和关注类信贷信息记录，公司过往信贷记录良好。

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：4401840000994672），截至 2021 年 5 月 18 日，公司二级子公司广东龙越建筑工程有限公司无未结清和已结清的不良和关注类信贷信息记录，过往信贷记录良好。

截至本评级报告出具日，联合资信未发现公司及其子公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事会成员发生变更；职能部门进行了调整；公司法人治理结构、管理制度及高级管理人员等未发生重大变化。

跟踪期内，因业务需要，公司董事会成员有所调整，张进锐不再担任公司董事，同时新增王增瑞为董事。

王增瑞，1982 年出生，本科学历，毕业于中山大学；2008 年入职碧桂园控股，历任沪苏区域法务审计部、法务部总经理；2021 年 1 月至今任公司董事。

跟踪期内，因业务需要，公司对部门设置进行了调整，现有财务资金中心、生产运营中心、市场拓展中心、科技信息中心、物资设备中心、质量技术中心、成本管理中心、采购部等 13 个职能部门。

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度及高级管理人员等无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司业务来源稳定，以建筑施工业务为主，主要分布在华南、华东等地区。跟踪期内，受益于碧桂园控股房地产业务的发展，公司主营业务收入规模有所增长；同时，受施工成本增长等因素影响，公司主营业务毛利率有所下降。

2020 年，公司实现主营业务收入 439.41 亿元，同比上升 6.75%，其中来源于碧桂园控股内部的收入占比达到 90%以上。2020 年，公司建筑施工收入为 381.96 亿元，同比增长 9.18%，占比为 86.93%；同期，装修装饰收入、机电安装收入和安防设备安装收入分别为 21.29 亿元、31.93 亿元和 2.86 亿元，同比均有所下降，主要系受疫情影响业务有所减少所致，但仍对公司收入形成较好的补充。

2021 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 123.17 亿元，相当于 2020 年全年的 28.03%；其中，建筑施工收入为 109.47 亿元，占 88.88%。

表4 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建筑施工	349.86	85.00%	7.22%	381.96	86.93%	7.10%	109.47	88.88%	6.48%
装修装饰	23.46	5.70%	24.44%	21.29	4.84%	20.31%	3.09	2.51%	20.41%
机电安装	33.02	8.02%	14.64%	31.93	7.27%	15.26%	9.74	7.91%	12.86%
安防设备安装	3.77	0.92%	16.83%	2.86	0.65%	17.30%	0.68	0.55%	18.87%
其他	1.50	0.36%	31.43%	1.38	0.31%	18.33%	0.18	0.15%	15.59%
合计	411.61	100.00%	8.97%	439.41	100.00%	8.43%	123.17	100.00%	7.41%

注：表中各数相加与合计数不一致系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告及公司提供

毛利率方面，2020 年公司主营业务综合毛利率为 8.43%，建筑施工毛利率为 7.10%，同比均有所下降，主要系建筑成本、人工成本增长及行业内竞争激烈所致。2021 年 1—3 月，主营业务毛利率下降至 7.41%，主要系建筑施工业务毛利率进一步下滑所致。

2. 业务经营分析

公司施工资质较齐全，施工经验较丰富；但项目业主方主要为碧桂园控股合并范围内的房地产开发企业，其工程款回收期限或受到碧桂园控股房地产生现金流周转效率影响，存在一定的不确定性。

公司业务主要包括建筑施工（房屋建筑、地基与基础工程）、建筑安装（机电安装、安防设备安装）和装修装饰等。公司建筑工程施工资质覆盖房屋建筑、机电安装和市政公用工程等多个领域，在承接超十万平方米以上群体工程、大型建筑工程等方面具有较强的竞争实力。

作为碧桂园控股下属最重要的建筑施工企业，公司先后承建了碧桂园控股旗下的各大楼盘，如碧桂园总部大楼、碧桂园凤凰城项目、马来西亚森林城市等大型知名建筑工程，积累了较丰富的施工经验。

业务模式方面，公司以总承包的形式承接工程，不论承接的工程是碧桂园控股内部或外部工程，主要通过公开招标和议标两种方式³。

公司内部制定有严格的合同评审制度，投标阶段分为招标文件评审、投标文件评审、参与投标；中标后对总包合同进行评审和签订。公司承接工程后，通过公开招标或议标确定分包单位，确定中标分包单位后进入分包合同评审及合同签订阶段。公司对所承接工程实行全流程管理，对工程质量、施工安全、资金结算等统筹安排，组织实施。公司已对所有分公司银行账户实行统一管理，工程款结算的付款条件按合同约定。

采购管理方面，公司统一采购钢材、水泥、木材等主要原材料。为提高议价能力、保证大宗建材及其他原材料采购的质量，公司建立了采购供货商系统，购买材料均在该系统内的供货商中选择。该系统内的供货商名单为滚动制，当出现质量问题时，公司将其逐出供货商名单且永不再用。为统一采购质量标准，提高材料采购质量，控制采购成本，2016 年以来，公司工程施工所需的钢材、水泥等原材料开始通过关联方深圳碧盛发展有限公司（以下简称“碧盛发展”，曾用名“深圳碧桂园供应链管理有限公司”）集中采购。2020 年，公司为自主定价，公司及下属子公司减少向碧盛发展采购的原材料金额，自主与供应商签订采购合同，自行采购原材料。2020 年，公司通过前五大供应商采购的金额为 41.28 亿元，占比 11.45%。

³ 在业务开展初期，碧桂园总部将建筑施工项目划分至各区域内的项目公司，再由公司向总部或项目公司申请承接或碧桂园总部指定具体项目，合同价格由碧桂园总部、项目公司和公司议标确定。随着业务能力的提升和施工经验的丰富，公司不断完善管理制度，于 2014 年 9 月 30 日变更了业务

承揽模式，与集团外其他竞争对手一同参与碧桂园的公开招标流程，但具有相同条件下优先中标的内部优势。

表5 2020年公司前五大供应商情况
(单位: 亿元)

单位名称	采购金额	业务种类	占总采购金额的比例
深圳碧盛发展有限公司	26.69	材料款	7.40%
深圳市华达成建筑装饰劳务有限公司	4.41	工程款	1.22%
福州常红建筑劳务有限公司	3.57	工程款	0.99%
佛山市海旭建筑劳务有限公司	3.46	工程款	0.96%
佛山市滔业贸易有限公司	3.15	材料款	0.87%
合计	41.28	-	11.45%

注: 以上2020年采购金额为含税金额; 尾差系四舍五入所致
资料来源: 公司提供

项目结算方面, 公司工程项目一般按月结算, 结算后收入计入应收账款, 主要以转账方式结算, 部分使用银行承兑汇票方式结算。公司进场施工, 依据合同和项目的要求, 一般每月月末上报当月完工量, 报业主方审核, 业主方确认产值和应付进度款, 一般情况下, 业主方会在结算后的3~4个月内支付工程款。

2020年, 公司前五大客户业务量金额合计30.61亿元, 占公司营业收入的比重为6.91%, 集中度低。但考虑到公司实际业务主要来源于碧桂园控股下属的房地产开发项目, 业务来源单一且较为集中, 与碧桂园控股议价能力较弱, 其工程款回收期限或受到碧桂园控股房地产开发现金流周转效率影响, 存在一定的不确定性, 且对其分散经营风险造成一定压力。

经营区域方面, 公司业务仍然以华南、华东等地区为核心, 在全国范围内开展业务。随着碧桂园控股业务区域的扩大, 公司业务区域范围逐渐增加。截至2021年3月底, 公司已在东北、湖南、湖北、安徽、江苏等地设有39家区域分公司。2020年, 公司来自华南地区的主营业务收入占比有所下降, 为39.63%; 来自华东地区的主营业务收入占比有所提升, 为21.96%。2021年1-3月, 公司主营业务收入区域结构较2020年变化不大。

表6 公司主营业务收入分地区情况 (单位: 亿元)

项目	2019年		2020年		2021年1-3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
华南地区	188.94	45.90%	174.15	39.63%	48.75	39.58%
华东地区	80.54	19.57%	96.50	21.96%	28.86	23.43%
华中地区	35.14	8.54%	46.33	10.54%	15.32	12.44%
西南地区	57.36	13.94%	52.27	11.89%	15.80	12.83%
华北地区	13.65	3.32%	26.31	5.99%	5.53	4.49%
东北地区	5.68	1.38%	9.90	2.25%	2.51	2.04%
西北地区	30.29	7.36%	33.95	7.73%	6.41	5.20%
合计	411.61	100.00%	439.41	100.00%	123.17	100.00%

注: 表中各数相加与合计数不一致系四舍五入所致
资料来源: 公司审计报告及公司提供

跟踪期内, 受益于碧桂园控股项目开发规模的扩大, 公司新签合同总额有所增长, 房建业务在手合同规模与在施工面积规模较大, 充足的项目储备为其稳定经营提供了有力支撑。

2020年, 受益于碧桂园控股房地产项目较大的建设需求, 公司新签合同额保持快速增长。同期, 房建工程业务新签合同额为536.48亿元同比增长12.99%, 占新签合同总额的比重为92.25%。由于碧桂园控股以住宅类房地产开发项目为主, 因此公司房建工程中住宅类工程施工业务新签合同占比保持在95%左右; 非住宅

类工程主要包括学校、社区用房、工业厂房等, 2020年, 新签合同额同比小幅下降。2021年1-3月, 公司新签合同金额为63.56亿元, 同比上升35.81%, 相当于2020年全年新签合同金额的10.93%。

表7 公司新签合同情况 (单位: 亿元)

项目	2019年	2020年	2021年1-3月
房建工程	474.81	536.48	53.59
其中: 住宅类	451.51	517.82	48.65
非住宅类	23.30	18.67	4.94
建筑安装	39.52	35.58	8.73

装饰装修	13.26	9.48	1.24
合计	527.59	581.55	63.56

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司房建工程类在手合同规模较大，为 833.58 亿元，较上年底增长 1.78%，为未来业绩增长奠定了基础。

表8 公司房建业务施工情况
(单位：万平方米)

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
新开工面积	2982.15	3474.64	312.95
竣工面积	2285.52	1983.18	262.28

表9 截至2021年3月底公司主要在建及拟建房建项目情况 (单位：亿元)

项目名称	合同造价金额	预计竣工日期
在建项目		
容桂凤凰湾项目	43.23	2022 年 12 月
郑州管城区百姓北、振兴路东、安置房 4#(E-03-02)地块总承包工程	21.99	2022 年 4 月
碧桂园盛世名门花园 4 栋幼儿园、6-10 栋住宅楼、19 栋住宅楼及地块一地下室、地块二地下室二期	15.36	2024 年 3 月
江畔花园（中区）1 号商业、住宅楼，2 号门楼，3 号商业楼，4 号商业、公建配套楼，5-28、33、34 号住宅楼，29 号公交首末站，30 号电房，31 号垃圾收集站，32 号地下室	13.06	2022 年 12 月
惠东碧桂园十里银滩六期一区 A 地块低层住宅（共 45 栋），1#-3#、5#-6#高层住宅、88#配套用房及地下室施工总承包工程	8.82	2022 年 6 月
新圩梅龙湖智能制造产业新城一期（一区）总承包工程	8.17	2022 年 12 月
南站新城北区四期	6.47	2022 年 6 月
泰州周山河碧桂园首期二标段总承包工程	5.60	2021 年 12 月
碧桂园映象北城二期谷雨苑	5.25	2022 年 11 月
碧桂园茶马古镇四期总承包工程	4.25	2022 年 12 月
小计	132.20	--
拟建项目		
碧桂园峰境小区	1.47	2023 年 10 月
红鼎高尔夫社区（二期）6-2#地块	4.26	2023 年 4 月
碧桂园凤凰源著项目二期工程	1.21	2023 年 12 月
碧悦花园项目 8#、9#、10#、11#、12#、13#及地下车库总承包工程	1.12	2024 年 3 月
金平区大港河西侧房地产开发项目（新宸湾）（一期）	1.48	2022 年 5 月
小计	9.53	--
合计	141.73	--

注：尾差系四舍五入所致；部分在建项目合同造价金额有调整；郑州管城区百姓北、振兴路东、安置房 4#(E-03-02)地块总承包工程即为碧桂园时代城润园项目
资料来源：公司提供

除房建工程外，公司承接的建筑安装和装修设计项目单体合同金额均较小。截至 2021 年 3 月底，公司前十大在施的建筑安装项目合同造价总额 2.17 亿元，前十大装修设计项目合同造价总额 1.83 亿元。

在施工面积	4158.02	5649.48	5700.16
-------	---------	---------	---------

注：统计口径不含广东诚加装饰设计工程有限公司部分

资料来源：公司提供

从房建业务施工情况来看，2020 年，公司新开工面积有所增长，施工规模明显提升。截至 2021 年 3 月底，公司在施工面积为 5700.16 万平方米，为其未来收入增长提供了有力保障。

截至 2021 年 3 月底，公司前十大在建房建项目主要来源于碧桂园控股，主要包括容桂碧桂园、碧桂园盛世名门花园、江畔花园、惠东碧桂园十里银滩等项目，合同金额总计为 132.20 亿元。

3. 经营效率

2020 年，公司经营效率一般，处于行业偏低水平。

2020 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 2.08 次、1.79

次和 0.72 次。从同行业公司经营效率的对比情况看，公司销售债权周转次数和存货周转次数低于行业中位数，经营效率处于行业偏低水平（见表 3）。

4. 未来发展

未来，公司将推进项目管理模式的转变，加大对科技进步和科技创新的投入，加大客户战略实施力度，完善并优化市场网络，提升经营能力，增加碧桂园控股之外业务的承接能力。

公司未来业务发展目标如下：一是以降本增效、满足客户需求、培养人才为目的，改进项目管理模式，提升项目管理能力，完善项目目标责任制，加强自营项目、合作项目和股份制项目管理模式创新；二是加大对科技进步和科技创新的投入，加强施工技术的研发和总结，加大技术成果的推广和应用，如铝模板、方钢代木枋；三是加强大客户战略实施力度，与战略合作伙伴，建立信任、稳定、长期的资源共享、合作共赢关系；四是完善并优化市场网络，合理调整市场布局，做到核心市场有地位，中心市场有作为，后备市场有潜力；五是提升经营能力，提高公共建筑项目、政府投资项目、高端项目、标志性项目的竞争力，增加对碧桂园控股之外的业务承接能力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年度合并财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年 1—3 月财务报告未经审计。

截至 2021 年 3 月底，公司有纳入合并范围一级子公司 9 家。2020 年，公司合并范围新增 1 家一级子公司，系公司新设。公司合并范围变动子公司规模不大，财务数据可比性较强。

截至 2020 年底，公司资产总额 628.78 亿元，所有者权益 158.21 亿元（含少数股东权益 -37.32 万元）；2020 年，公司实现营业收入 442.68 亿元，利润总额 4.73 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 601.46 亿元，所有者权益 159.66 亿元（含少数股东权益 -41.58 万元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 123.77 亿元，利润总额 2.00 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模稳定增长，以流动资产为主，其中应收类款项及存货占比较高，资产流动性受建筑施工业务回款情况影响较大，公司整体资产质量一般。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 628.78 亿元，较上年底增长 6.14%。其中，流动资产占 99.19%，非流动资产占 0.81%，以流动资产为主。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	134.04	22.63%	72.98	11.61%	70.55	11.73%
应收账款	172.74	29.16%	181.31	28.83%	114.76	19.08%
应收票据	24.19	4.08%	47.75	7.59%	57.03	9.48%
其他应收款	25.53	4.31%	45.37	7.22%	47.29	7.86%
存货	201.67	34.04%	251.63	40.02%	283.19	47.08%
流动资产	586.99	99.08%	623.66	99.19%	596.12	99.11%
非流动资产	5.44	0.92%	5.12	0.81%	5.34	0.89%
资产总额	592.43	100.00%	628.78	100.00%	601.46	100.00%

资料来源：根据公司审计报告及 2021 年一季度整理

2020 年底,公司流动资产 623.66 亿元,较上年底增长 6.25%,主要由货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款及存货构成。

2020 年底,公司货币资金 72.98 亿元,较上年底下降 45.56%,主要系业务规模增加及债券到期兑付所致。其中,受限货币资金 13.86 亿元,主要为保证金及劳动纠纷冻结资金。

2020 年底,公司应收票据 47.75 亿元,较上年底增长 97.38%,主要系商业承兑汇票(占比 98.65%)增加所致。其中,关联应收票据 46.72 亿元,占比 97.84%。

2020 年底,公司应收账款 181.31 亿元,较上年底增长 4.96%。应收账款账龄以一年以内为主,累计计提坏账 0.22 亿元。公司因应收账款保理,而终止确认的应收账款为 62.80 亿元,相关损失为 4.57 亿元。公司应收账款中应收碧桂园关联方 174.21 亿元,占应收账款期末余额(包含累计计提坏账准备)95.97%,由于同属于碧桂园控股集团,回收风险相对较小,公司未计提坏账准备。应收账款前五大欠款方合计金额为 16.13 亿元,集中度较低。

2020 年底,公司其他应收款 45.37 亿元,较上年底增长 77.68%,主要系非关联方应收款项增加所致。公司其他应收款主要由非关联方应收款(41.51 亿元)和保证金(5.02 亿元)构成;账龄主要在 2 年以内,账龄较短。公司其他应收款共计提坏账准备 1.81 亿元,计提比例为 3.84%。从集中度看,公司其他应收款前五名单位欠款金额合计 24.35 亿元,占比 51.62%,集中度一般。

2020 年底,公司存货 251.63 亿元,较上年底增长 24.77%,主要为建造合同形成的已完工未结算资产,累计计提跌价准备 0.54 亿元。

2020 年底,公司非流动资产 5.12 亿元,较上年底下降 5.81%,主要由固定资产、递延所得税资产、其他非流动资产(预付购房款)构成。

2021 年 3 月底,公司资产总额 601.46 亿元,较 2020 年底基本稳定,资产构成仍以流动资产为主(占 99.11%)。

2021 年 3 月底,公司受限资产 14.54 亿元,主要为因业务需要的保证金及因劳动纠纷冻结的资金,受限比例为 2.42%。

3. 资本结构

跟踪期内,公司所有者权益有所增长,以实收资本和未分配利润为主,所有者权益稳定性一般;同期,公司债务规模有所下降,其中短期债务占比快速上升,未来集中偿付压力大,债务结构有待改善,公司整体债务负担较重。

所有者权益

2020 年底,公司所有者权益 158.21 亿元,较上年底变化不大。公司所有者权益中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 32.87%、0.13%和 60.32%。跟踪期内,公司实收资本未发生变化,为 52.00 亿元;同期,资本公积有所增加,主要系无偿受让河北碧越建筑工程有限公司股权所致;未分配利润有所增长,2020 年底为 95.44 亿元。

2021 年 3 月底,公司所有者权益 159.66 亿元,较上年底增长 0.92%,权益结构较 2020 年底变化不大。

负债

2020 年底,公司负债总额 470.57 亿元,较上年底增长 7.51%。其中,流动负债占 87.20%,非流动负债占 12.80%。公司负债以流动负债为主,流动负债占比快速上升。

2020 年底,公司流动负债 410.36 亿元,较上年底增长 42.67%,主要系应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2020 年底,公司短期借款 16.46 亿元,全部为质押借款,质押项目为应收账款及商业承兑汇票。

2020 年底,公司应付票据 33.24 亿元,较上年底增长 24.78%,主要系应付银行承兑汇票增长所致。公司应付票据主要用于支付供应商

的工程款和材料款。其中，关联应付票据为 18.62 亿元，占比 13.50%。

2020 年底，公司应付账款 143.00 亿元，较上年底增长 31.08%，主要为生产经营活动中应付材料款、设备款和工程款。公司应付账款账龄较短，一年以内应付账款占比 82.10%。

2020 年底，公司其他应付款 140.59 亿元，较上年底增长 98.88%，主要系业务规模增加导致应付关联方公司往来款大幅增加所致。公司其他应付款主要分为三类：①由于公司承接的项目主要为碧桂园控股内关联公司项目，在建设过程中，存在实际的结算金额超过合同金额的情况，关联公司仍会支付该部分款项，公司将超过合同金额的这部分结算款项计入其他应付款；②由于工程进度要求，部分项目存在先施工后签合同的情况，公司将无合同支持的情况下收到的工程款计入其他应付款；③公司与关联方的往来款。

2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 47.62 亿元，较上年底增长 25.73%，主要为一年内到期的应付债券。

2020 年底，公司非流动负债 60.21 亿元，较上年底下降 59.87%，主要系应付债券（占 99.42%）金额大幅下降所致。2020 年底，公司应付债券 59.86 亿元，较上年底下降 60.00%，主要系公司因回售条款兑付部分债券所致。

有息债务方面，2020 年底，公司全部债务 157.53 亿元，较上年底下降 31.63%。其中，短期债务 97.32 亿元，占 61.78%，长期债务 60.21 亿元，占 38.22%，公司债务结构有待改善。

从债务指标看，2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.84%、49.89%和 27.57%，较 2019 年底分别上升 0.96 个百分点，下降 9.93 个百分点和下降 21.66 个百分点。

表 11 公司债务情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期债务	80.36	97.32	92.93

长期债务	150.05	60.21	80.16
全部债务	230.41	157.53	173.09
资产负债率	73.88%	74.84%	73.45%
全部债务资本化比率	59.82%	49.89%	52.02%
长期债务资本化比率	49.23%	27.57%	33.42%

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2021 年一季度整理

2021 年 3 月底，公司负债总额 441.80 亿元，较 2020 年底下降 6.11%。其中，流动负债占 81.86%，非流动负债占 18.14%，流动负债占比有所下降。

2021 年 3 月底，公司全部债务 173.09 亿元，较上年底增长 9.88%。债务结构方面，短期债务占 53.69%，长期债务占 46.31%，债务结构相对均衡；从债务指标来看，2021 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.45%、52.02%和 33.42%，较上年底分别下降 1.38 个百分点、上升 2.12 个百分点和上升 5.86 个百分点。

从债务期限结构看，2021 年 3 月底，公司短期债务 92.93 亿元，公司集中偿付压力大。

表 12 截至报告出具日公司存续债务融资工具情况

债券简称	到期日	债券余额（亿元）
21 腾越建筑 MTN002	2023/07/21	12.70
21 腾越建筑 MTN001	2023/05/06	10.00
21 腾越 01	2023/01/08	20.00
20 腾越 02	2022/11/23	20.00
20 腾越 01	2022/09/15	20.00
16 腾越 02	2021/10/21	20.00

注：上述债券均附带回售条款，所列到期日均为回售日

资料来源：Wind

截至评级报告出具日，公司存续债券共 6 支，金额合计 102.70 亿元，均附设公司票面利率调整选择权和投资者回售选择权。若投资者集中行权，公司将会在 2022 年及 2023 年面临的债券本金单年待偿余额分别为 40.00 亿元和 42.70 亿元，公司未来可能面临的集中偿付压力大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，但应收债权保理贴现产生一定损失，对公司利润造成较大侵蚀。

2020 年，公司实现营业收入 442.68 亿元，同比增长 6.64%，收入主要来自建筑施工、装修装饰及机电安装等业务；营业成本 405.58 亿元，同比增长 7.25%，略高于营业收入增速；同期，营业利润率 8.03%，同比下降 0.52 个百分点。

从期间费用来看，2020 年，公司期间费用为 26.43 亿元，其中管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 26.78%、27.67%和 43.40%。2020 年，公司期间费用率为 5.97%，费用控制能力较好。

表 13 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
营业收入	415.10	442.68	123.77
营业成本	378.16	405.58	114.60
营业外支出	2.82	4.77	0.14
利润总额	5.79	4.73	2.00
营业利润率	8.55%	8.03%	6.99%
总资本收益率	4.42%	4.72%	--
净资产收益率	2.84%	2.09%	--

资料来源：联合资信据公司审计报告和 2021 年一季报整理

2020 年，公司利润总额为 4.73 亿元，同比下降 18.29%。非经常性损益方面，2020 年，公司营业外支出 4.77 亿元，主要为公司应收债权保理损失，对公司利润造成较大侵蚀。

盈利指标方面，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.72%和 2.09%，同比分别上升 0.30 个百分点和下降 0.76 个百分点。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 123.77 亿元，同比增长 46.14%，相当于 2020 年全年收入的 27.96%；实现利润总额 2.00 亿元，营业利润率为 6.99%。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流量净额由负转正，工程回款情况尚可；公司兑付部分债

券，筹资活动现金流量净额由正转负，随着公司业务的不断扩展，公司仍存在一定的筹资需求。

经营活动方面，2020 年，公司经营活动现金流入量为 599.96 亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 448.99 亿元（主要为工程款，其中关联交易发生额为 405.49 亿元），收到其他与经营活动有关的现金 150.92 亿元（主要为碧桂园控股内资金往来 140.21 亿元、代收款 7.51 亿元和押金及保证金 2.26 亿元）。2020 年，公司经营活动现金流出量为 569.37 亿元。其中，购买商品、接受劳务支付的现金 332.36 亿元（主要为支付的材料款、工程款、分包款），支付其他与经营活动有关的现金 103.07 亿元（主要为工程代垫款 94.73 亿元、研发费用 4.99 亿元和押金及保证金 1.36 亿元）。2020 年，公司经营活动现金净流入 30.59 亿元，同比由净流出转为净流入。2020 年，公司现金收入比为 101.43%，收入实现质量良好。

投资活动方面，2020 年，公司投资活动现金流入量为 7.04 亿元，主要为收回投资收到的现金；同期，公司投资活动现金流出量为 6.26 亿元，主要为投资支付的资金。2020 年，公司投资活动现金净流入 0.78 亿元，同比增长 24.17%。

筹资活动方面，2020 年，公司筹资活动现金流入量为 106.71 亿元，同比上升 50.34%。其中，取得借款收到的现金 98.86 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金 7.84 亿元（全部为票据保证金）。公司筹资活动现金流出量为 200.12 亿元，同比上升 287.82%。其中，支付的有息债务本金和利息 191.10 亿元（主要系 2020 年偿还 3 支到期债券及兑付 5 支具有回售选择权债券），支付其他与筹资活动有关的现金 9.02 亿元（主要为票据保证金，占比 97.25%）。2020 年，公司筹资活动现金流量净流出 93.41 亿元，同比由净流入转为净流出。

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净流出 17.87 亿元，投资活动现金流量净流出

0.36 亿元，筹资活动现金流量净流入 15.12 亿元。

表14 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	596.15	599.96	185.74
经营活动现金流出小计	607.78	569.37	203.60
经营活动现金流量净额	-11.63	30.59	-17.87
投资活动现金流量净额	0.63	0.78	-0.36
筹资活动现金流量净额	19.38	-93.41	15.12
现金收入比	98.39%	101.43 %	145.79%

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2021 年一季报整理

6. 偿债能力

公司长短期偿债能力指标均尚可，考虑到碧桂园控股持续对公司提供有力支持，公司整体竞争力较强，间接融资渠道相对畅通，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2020 年底，公司流动比率和速动比率分别为 151.98%和 90.66%，均有所下降。2021 年 3 月底，公司流动比率与速动比率分别为 164.84%和 86.53%，较上年底分别上升 12.86 个百分点和下降 4.13 个百分点。2020 年底，公司经营现金流动负债比率为 7.46%，经营活动现金流量净额对流动负债保障能力弱。2020 年底，公司现金短期债务比为 1.24 倍。2021 年 3 月底，公司现金短期债务比为 1.37 倍。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 16.79 亿元，同比下降 10.92%；EBITDA 利息倍数下降至 1.45 倍；全部债务/EBITDA 下降至 9.38 倍。整体来看，公司长期债务偿债能力指标尚可。

截至 2021 年 3 月底，公司已获授信额度 88.47 亿元，未使用额度 51.24 亿元，公司间接融资渠道相对畅通。

截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保。

7. 母公司财务分析

母公司资产总额占合并口径比例较高，业务收入主要来自子公司，母公司债务负担较重，偿债能力尚可。

2020 年底，母公司资产总额 497.92 亿元，较上年底增长 7.45%。其中，流动资产占比 94.42%，非流动资产占比 5.58%。从构成看，流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成；非流动资产主要由长期股权投资构成。2020 年底，母公司资产总额占合并口径的 79.19%。

2020 年底，母公司所有者权益 142.78 亿元，较上年底增长变动不大。母公司所有者权益主要由实收资本（52.00 亿元）、资本公积（18.99 亿元）和未分配利润（66.18 亿元）构成。

2020 年底，母公司负债总额 355.14 亿元，较上年底增长 10.45%。其中，流动负债占比 83.14%，非流动负债占比 16.86%。2020 年底，母公司全部债务 131.28 亿元。其中，短期债务占 54.40%，长期债务占 45.60%。2020 年底，母公司资产负债率 71.32%，全部债务资本化比率 47.90%，母公司债务负担较重。

2020 年，母公司营业收入 205.38 亿元，占合并口径营业收入的 46.39%；实现利润总额 1.07 亿元。

偿债能力方面，2020 年底，母公司流动比率和速动比率分别为 159.22%和 112.94%，现金短期债务比为 0.91 倍。

2021 年 3 月底，母公司资产总额 520.70 亿元，所有者权益为 143.37 亿元。2021 年 1—3 月，母公司营业收入 59.91 亿元，利润总额 0.70 亿元。

十、跟踪评级债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值的保障能力强，EBITDA 和经营活动现金流净额对待偿债券本金峰值的保障能力较弱，公司仍面临集中兑付压力。碧桂园控股对“21

“腾越建筑 MTN001”提供担保，可显著提升其如期偿付的安全性。

截至评级报告出具日，公司存续债券余额合计 102.70 亿元；若“16 腾越 02”投资者行使回售选择权，则公司 2021 年到期债券本金余额为 20.00 亿元。2021 年 3 月底，公司现金类资产为 127.59 亿元，为 2021 年到期债券余额的 6.38 倍。公司存续债券合计单年待偿本金峰值为 42.70 亿元。2020 年，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 599.96 亿元、30.59 亿元、16.79 亿元，为公司存续债券合计单年待偿本金峰值的 14.05 倍、0.72 倍和 0.39 倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表 15 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	指标值
2021 年到期债券余额	20.00
未来待偿债券本金峰值	42.70
2021 年 3 月底现金类资产/2021 年到期债券余额	6.38
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	14.05
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.72
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.39

注：2021 年到期债券余额为假设投资者于 2021 年行权的金额
资料来源：联合资信整理

碧桂园控股为“21 腾越建筑 MTN001”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保可显著提升“21 腾越建筑 MTN001”如期偿付的安全性。

十一、 担保人担保能力分析

1. 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 02007.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 58.72% 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。

2. 经营分析

（1）经营概况

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收入规模相对较小，占比合计低于 4%。

表 16 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了有力保障。

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 17 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 18 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

3. 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

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。

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年末，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19 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。

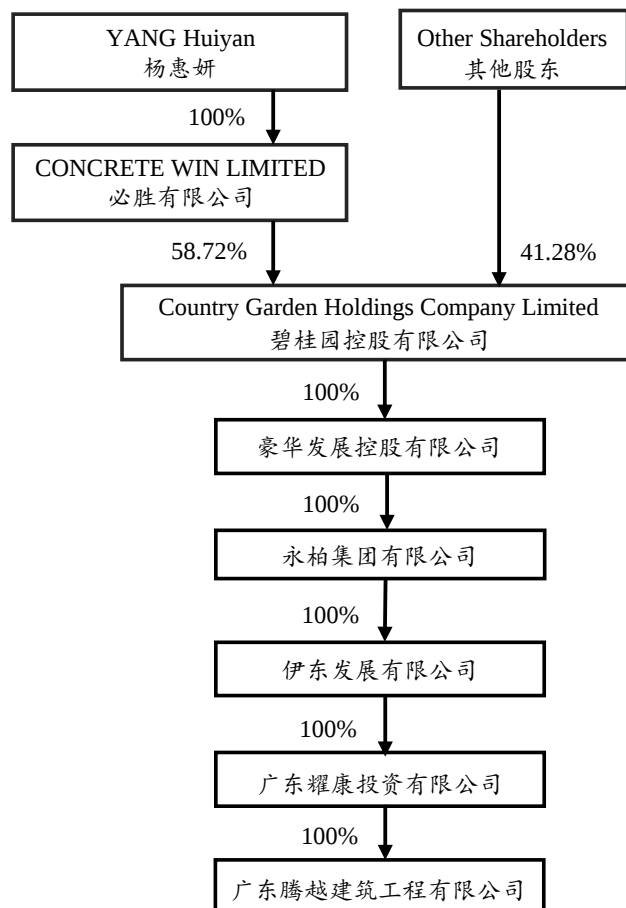
4. 结论

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AAApi，评级展望为稳定。

十二、 结论

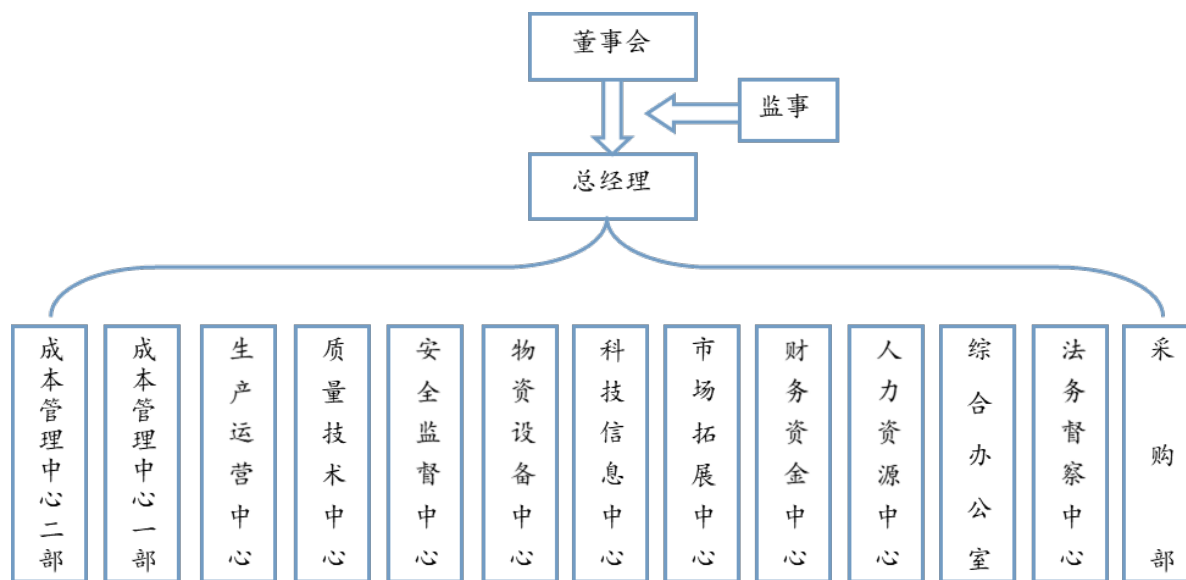
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“21 腾越建筑 MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底公司纳入合并范围一级子公司情况

企业名称	持股比例 (%)	业务范围
广东腾安机电安装工程有限公司	100.00	机电安装
沈阳腾越建筑工程有限公司	100.00	建筑工程施工
池州腾越建筑工程有限公司	100.00	建筑工程施工
荆州龙腾建筑工程有限公司	100.00	建筑工程施工
安徽腾越建筑工程有限公司	100.00	建筑工程施工
广东诚加装饰设计工程有限公司	100.00	建筑装饰装修工程设计与施工
惠州美腾项目管理有限公司	90.00	建筑工程项目投资、运营与管理、信息咨询
广东碧兴建设有限责任公司	100.00	建筑施工
广东腾越装饰工程有限公司	100.00	建筑装饰装修工程设计与施工

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	136.51	158.24	120.73	127.59
资产总额（亿元）	496.17	592.43	628.78	601.46
所有者权益（亿元）	151.42	154.75	158.21	159.66
短期债务（亿元）	26.66	80.36	97.32	92.93
长期债务（亿元）	158.91	150.05	60.21	80.16
全部债务（亿元）	185.58	230.41	157.53	173.09
营业收入（亿元）	292.83	415.10	442.68	123.77
利润总额（亿元）	3.89	5.79	4.73	2.00
EBITDA（亿元）	12.00	18.85	16.79	--
经营性净现金流（亿元）	2.23	-11.63	30.59	-17.87
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.16	2.38	2.08	--
存货周转次数（次）	2.00	2.06	1.79	--
总资产周转次数（次）	0.65	0.76	0.72	--
现金收入比（%）	96.49	98.39	101.43	145.79
营业利润率（%）	8.68	8.55	8.03	6.99
总资本收益率（%）	3.15	4.42	4.72	--
净资产收益率（%）	1.90	2.84	2.09	--
长期债务资本化比率（%）	51.21	49.23	27.57	33.42
全部债务资本化比率（%）	55.07	59.82	49.89	52.02
资产负债率（%）	69.48	73.88	74.84	73.45
流动比率（%）	266.00	204.08	151.98	164.84
速动比率（%）	177.10	133.97	90.66	86.53
经营现金流动负债比（%）	1.20	-4.04	7.46	--
现金短期债务比（倍）	5.12	1.97	1.24	1.37
EBITDA 利息倍数（倍）	1.55	1.49	1.45	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.46	12.23	9.38	--

注：公司 2021 年一季度财务报表未经审计；本报告已将长期应付款中有息部分调整至长期债务中核算；公司未提供 2018—2020 年资本化利息支出金额，故计算 EBITDA 利息倍数指标时利息支出仅指费用化利息支出

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	98.91	101.73	65.08	69.69
资产总额（亿元）	435.33	463.42	497.92	520.70
所有者权益（亿元）	141.82	141.88	142.78	143.37
短期债务（亿元）	8.36	58.06	71.42	67.07
长期债务（亿元）	158.45	149.65	59.86	79.83
全部债务（亿元）	166.80	207.71	131.28	146.89
营业收入（亿元）	140.37	184.21	205.38	59.91
利润总额（亿元）	1.76	1.17	1.07	0.70
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	21.64	-6.61	43.27	-17.00
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.65	1.87	1.65	--
存货周转次数（次）	1.66	1.67	1.55	--
总资产周转次数（次）	0.34	0.41	0.43	--
现金收入比（%）	102.64	98.28	91.51	97.25
营业利润率（%）	9.16	8.51	8.09	7.62
总资本收益率（%）	2.95	3.76	4.44	--
净资产收益率（%）	1.29	0.80	0.63	--
长期债务资本化比率（%）	52.77	51.33	29.54	35.76
全部债务资本化比率（%）	54.05	59.41	47.90	50.61
资产负债率（%）	67.42	69.38	71.32	72.47
流动比率（%）	303.09	254.44	159.22	165.67
速动比率（%）	232.23	193.03	112.94	113.35
经营现金流动负债比（%）	16.02	-3.85	14.66	--
现金短期债务比（倍）	11.84	1.75	0.91	1.04
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：母公司 2021 年一季度财务报表未经审计；公司未提供母公司现金流量表补充资料，故不计算母公司 EBITDA 等相关数据

附件 3 担保方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：公司年报，联合资信搜集整理

附件 4 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	
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+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	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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%
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

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 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

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；并非且不应被视为购买、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。