

信用评级公告

联合〔2022〕6881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的信用等级为AA，“21腾越建筑MTN001”“21腾越建筑MTN002”和“21腾越建筑MTN003”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

二〇二二年七月二十六日

广东腾越建筑工程有限公司 2022 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
广东腾越建筑工程有限公司	AA	稳定	AA	稳定
21 腾越建筑 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
21 腾越建筑 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
21 腾越建筑 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

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
21 腾越建筑 MTN002	12.70 亿元	12.70 亿元	2025/07/21
21 腾越建筑 MTN003	8.00 亿元	8.00 亿元	2025/08/12

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；上表所列债券期限均为 2+2 年，所列到期兑付日未考虑展期

评级时间：2022 年 7 月 26 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

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	企业管理	3
			经营分析	3
			基础素质	3
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

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及获得碧桂园控股在项目获取、债券担保方面的支持。同时，联合资信也关注到，公司经营易受房地产行业波动影响、公司资金存在较大占用以及或将面临较大的集中偿付压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

“21 腾越建筑 MTN001”“21 腾越建筑 MTN002”和“21 腾越建筑 MTN003”均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。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，其担保可提升上述债券到期偿付的安全性。

未来，公司加强产业链建设、进行业务结构调整并加大科技投入，同时得益于碧桂园控股领先的行业地位，公司业务有望保持稳定发展。

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”“21 腾越建筑 MTN002”和“21 腾越建筑 MTN003”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 股东对公司支持力度大。**碧桂园控股行业地位领先，销售金额和面积仍位列全国房地产企业排行前三；公司业务主要来源于实际控股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收入占比达 90% 以上。
- 业务收入快速增长，项目储备充足。**公司施工资质较齐全，具有较丰富的施工经验。2021 年，公司营业总收入 591.53 亿元，同比增长 33.63%。截至 2022 年 3 月底，公司在手合同总额为 1096.31 亿元，公司项目储备充足。
- 外部担保提升债券的偿付安全性。**“21 腾越建筑 MTN001”“21 腾越建筑 MTN002”和“21 腾越建

分析师：谢晨 赵思羽

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

筑 MTN003”均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，提升了上述债券的偿付安全性。

关注

- 公司经营易受房地产行业波动影响。**公司房建业务属于房地产行业的上游业务，2021年下半年以来房地产市场出现较大波动，长期来看房地产行业高速增长阶段已经结束，伴随行业调控政策趋于长期化，未来房地产市场运行存在一定不确定性；碧桂园控股存在较大规模的三四线城市项目，近年来随着区域市场需求情况分化的加剧，部分三四线城市项目将面临一定的去化风险。上述因素或将对公司经营业绩产生影响。
- 资金占用较大。**公司资产中应收类款项和已履约未结算工程项目占比较高，建筑施工业务回款时间存在一定不确定性。
- 债券占比较高，且跟踪期内债券价格多次异常波动，若投资者均在债券回售期行权，公司或将面临较大的集中偿付压力。**截至2022年3月底，公司应付债券95.62亿元，占全部债务的79.86%，跟踪期内，公司存续债券价格出现多次异常波动。公司存续债券中于2022年及2023年到达回售期或到期的债券规模分别为40.00亿元和55.62亿元，若投资者均选择在回售期行权，公司或将面临较大的集中偿付压力。
- 筹资性净现金流持续净流出。**跟踪期内，公司筹资活动规模有所缩减，筹资性净现金流持续净流出，再融资情况有待持续关注
- 碧桂园控股对外担保规模较大，存在或有负债风险。**截至2021年底，碧桂园控股对外担保余额4264.38亿元。其中向若干物业买家提供的按揭融资担保3832.17亿元，为合营企业及联营公司等负债提供担保432.21亿元。碧桂园控股对外担保规模较大，同时考虑到其发行了较大规模供应链产品，碧桂园控股实际债务压力大于测算值。
- 碧桂园控股资产以境内资产居多，但融资结构中优先票据等境外融资占比相对偏高。**碧桂园控股资产以境内资产居多，但碧桂园控股融资结构中优先票

据等境外融资占比相对偏高，易受到境外融资环境波动的影响。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	158.24	120.73	92.90	53.40
资产总额（亿元）	592.43	726.83	673.16	758.40
所有者权益（亿元）	154.75	197.50	199.81	202.19
短期债务（亿元）	80.36	97.32	28.32	24.12
长期债务（亿元）	150.05	60.21	95.68	95.62
全部债务（亿元）	230.41	157.53	123.99	119.74
营业总收入（亿元）	415.10	442.68	591.53	142.33
利润总额（亿元）	5.79	4.73	4.12	2.90
EBITDA（亿元）	18.85	16.79	9.87	--
经营性净现金流（亿元）	-11.63	30.59	34.72	-15.42
营业利润率（%）	8.55	8.03	5.98	6.99
净资产收益率（%）	2.84	1.67	1.18	--
资产负债率（%）	73.88	72.83	70.32	73.37
全部债务资本化比率（%）	59.82	44.37	38.29	37.20
流动比率（%）	204.08	154.02	177.18	163.98
经营现金流动负债比（%）	-4.04	6.53	9.20	--
现金短期债务比（倍）	1.97	1.24	3.28	2.21
EBITDA 利息倍数（倍）	1.49	1.45	1.99	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.23	9.38	12.56	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	463.42	552.47	568.97	658.49
所有者权益（亿元）	141.88	170.47	171.66	172.46
全部债务（亿元）	207.71	131.28	116.04	114.74
营业总收入（亿元）	184.21	205.38	325.90	70.17
利润总额（亿元）	1.17	1.07	1.91	0.88
资产负债率（%）	69.38	69.14	69.83	73.81
全部债务资本化比率（%）	59.41	43.51	40.33	39.95
流动比率（%）	254.44	162.98	179.03	161.28
经营现金流动负债比（%）	-3.85	13.44	6.83	--

注：1. 尾差系四舍五入所致；2. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；3. 2020 年数据采用 2021 年期初数据分析

资料来源：公司财务报表及公司提供资料，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	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 MTN003	AAA	AA	稳定	2021/08/02	谢晨 汪宜徽	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 (V3.0.201907)	阅读全文
21 腾越建筑 MTN001	AAA	AA	稳定	2021/07/23	谢晨 汪宜徽	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
21 腾越建筑 MTN002	AAA	AA	稳定	2021/06/25	谢晨 汪宜徽	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 (V3.0.201907)	阅读全文
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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受广东腾越建筑工程有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

广东腾越建筑工程有限公司 2022 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”)及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内,公司注册资本及经营范围未发生变化。截至 2022 年 3 月底,公司注册资本和实收资本均为 52.00 亿元;公司直接控股股东仍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”)通过控股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。碧桂园控股仍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的股权比例上升至 61.25%,为公司的实际控制人。

截至 2022 年 3 月底,公司拥有纳入合并范围子公司 48 家,其中一级子公司 16 家。

截至 2021 年底,公司资产总额 673.16 亿元,所有者权益 199.81 亿元(少数股东权益 44.58 万元);2021 年,公司实现营业总收入 591.53 亿元,利润总额 4.12 亿元。

截至 2022 年 3 月底,公司资产总额 758.40 亿元,所有者权益 202.19 亿元(少数股东权益 55.47 万元);2022 年 1—3 月,公司实现营业总收入 142.33 亿元,利润总额 2.90 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、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 6 月底,公司由联合资信评级的存续债券为“21 腾越建筑 MTN001”“21 腾越建筑 MTN002”和“21 腾越建筑 MTN003”,上述债券募集资金均已按指定用途使用完毕,其中,“21 腾越建筑 MTN001”和“21 腾越建筑 MTN002”均已在付息日按时付息,“21 腾越建筑 MTN003”尚未至首个付息日。

上述债券均附有公司调整票面利率选择权、投资者回售选择权及投资人保护条款。其中,投资人保护条款包含交叉保护、事先承诺和控制权变更条款。

交叉保护条款:①担保人交叉保护条款:担保人碧桂园控股及其合并范围内子公司未能清偿到期应付的其他债务融资工具、公司债、企业债或境外债券的本金或利息;或未能清偿本期债务融资工具利息;或碧桂园控股及其合并范围内子公司未能清偿到期应付的任何银行贷款本金或利息,单独或累计的总金额达到或超过人民币 10000 万元。②发行人交叉保护条款:公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付的其他债务融资工具、公司债、企业债或境外债券的本金或利息;或未能清偿本期债务融资工具利息;或公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付的任何银行贷款本金或利息,单独或累计的总金额达到或超过人民币 5000 万元。若上述触发情形发生,则立即启动保护机制。

事先承诺条款(财务指标承诺):在上述债券存续期间,公司合并口径的其他应收款的年度余额承诺不超过最近一期经审计总资产(合并口径)的 30%。若公司未满足上述指标承诺或未在《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》规定的应当披露财务报表截止日后的两个自然月内披露财务报表(视为违反上述财务指标承诺),则立即启动保护机制。

控制权变更条款：公司实际控制人为杨惠妍女士，若在上述债券存续期内出现实际控制人发生变更的情形，则立即启动保护机制。

“21 腾越建筑 MTN001”“21 腾越建筑 MTN002”和“21 腾越建筑 MTN003”均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。

表 1 截至 2022 年 6 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限 (年)
21 腾越建筑 MTN001	10.00	10.00	2021/05/06	2+2
21 腾越建筑 MTN002	12.70	12.70	2021/07/21	2+2
21 腾越建筑 MTN003	8.00	8.00	2021/08/12	2+2
合计	30.70	30.70	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预

期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30 (4.95)	7.90 (5.47)	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50 (6.79)	15.90 (6.95)	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60 (2.90)	12.60 (4.40)	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60 (7.60)	15.00 (8.20)	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70 (2.30)	7.80 (2.40)	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80 (-2.0)	19.20 (2.00)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90 (4.14)	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30

¹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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何

平均增长率，下同

城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70 (4.53)	12.00 (5.14)	9.70 (5.05)	8.10 (5.06)	5.10

注: 1.GDP 数据为当季值, 其他数据均为累计同比增速; 2.GDP 总额按现价计算, 同比增速按不变价计算; 3.出口增速、进口增速均以美元计价统计; 4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值; 5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速; 6.2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源: 联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端, 消费市场受到疫情冲击较大, 固定资产投资增速处于相对高位, 出口仍保持较高景气度。消费方面, 2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元, 同比增长 3.27%, 不及上年同期两年平均增速水平 (4.14%), 主要是 3 月疫情对消费, 特别是餐饮等聚集型服务消费, 造成了较大冲击。投资方面, 2022 年一季度全国固定资产投资 (不含农户) 10.49 万亿元, 同比增长 9.30%, 处于相对高位。其中, 房地产开发投资继续探底; 基建投资明显发力, 体现了“稳增长”政策拉动投资的作用; 制造业投资仍处高位, 但 3 月边际回落。外贸方面, 出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元, 同比增长 13.00%。其中, 出口 8209.20 亿美元, 同比增长 15.80%; 进口 6579.80 亿美元, 同比增长 9.60%; 贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳, PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%, 猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%, 各月同比增速回落幅度有所收敛; PPI 环比由降转升, 上行动力增强, 输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动, 带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张, 财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元, 比上年同期多增 1.77 万亿元; 3 月末社融规模存量同比增长 10.60%, 增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看, 财政前置带动政府债券净融资大幅增长, 是支撑社融扩张的主要动力, 一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳, 民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度, 全国一般公共预算收入 6.20 万亿元, 同比增长 8.60%, 财政收入运行总体平稳。其中, 全国税收收入 5.25 万亿元, 同比增长 7.70%, 主要是受工业企业利润增长带动, 但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面, 2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元, 同比增长 8.30%, 为全年预算的 23.80%, 进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障, 科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大, 居民收入稳定增长。2022 年一季度, 城镇调查失业率均值为 5.53%, 其中 1 月、2 月就业情况总体稳定, 调查失业率分别为 5.30%、5.50%, 接近上年同期水平, 环比小幅上升, 符合季节性变化规律; 而 3 月以来局部疫情加重, 城镇调查失业率上升至 5.80%, 较上年同期上升 0.50 个百分点, 稳就业压力有所增大。2022 年一季度, 全国居民人均可支配收入 1.03 万元, 实际同比增长 5.10%, 居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置, 保持经济运行在合理区间, 实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月, 国务院常务会议指出, 要把稳增长放在更加突出的位置, 统筹稳增长、调结构、推改革, 切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间: 部署促进消费的政策举措, 助力稳定经济基本盘和保障改善民生; 决定进一步加大出口退税等政策支持力度, 促进外贸平稳发展; 确定加大金融支持实体经济的措施, 引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定: 着力通过稳市场主体来保就业; 综合施策保物流畅通和产业

链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

(1) 建筑业发展概况

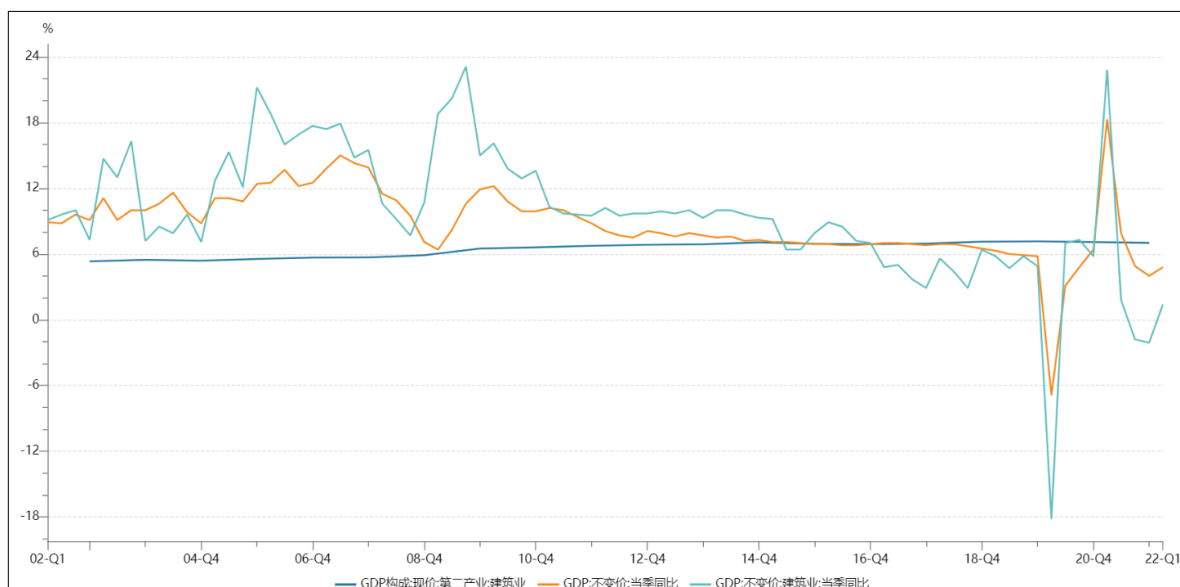
建筑业周期性明显，在经济下行期间，建筑业受到的冲击较大。未来，在经济增速下行的背

景下，建筑业增速或将持续放缓。

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，其变动趋势与宏观经济走势大致相同。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。受 2020 年“新冠”疫情冲击，经济下行压力显著加大。2021 年以来，建筑业增加值单季增速持续下降，一季度、二季度、三季度及四季度增速分别为 22.80%、1.80%、-1.80% 和 -2.10%，三季度和四季度增速同比均呈现负增长。2022 年一季度增速由负转正，为 1.40%，但仍未回到疫情前增长态势，建筑业增速或将持续放缓。

从建筑业对 GDP 增长的贡献情况来看，自 2011 年以来，建筑业增加值占 GDP 的比例始终保持在 6.75% 以上，2020 年创历史新高，为 7.18%，2021 年为 7.01%。2022 年一季度，建筑业实现增加值 13029.00 亿元，占 GDP 比例下降至 4.82%。

图 1 建筑业增速及在国民经济中的占比情况



资料来源：wind 数据

(2) 上游原材料供给及下游需求

2021 年，随着复产复工带动下游需求逐步恢复，水泥和钢铁价格快速回升，但 10 月底以来价格均出现回落。未来，水泥及钢材价格或将高位波动。

建筑施工企业的上游原材料主要为各类建材，其中钢筋和水泥一般对建筑总造价的影响超过 30%，因此钢筋和水泥的价格波动对建筑施工企业成本的影响较大。

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。2021 年初水泥价格整体季节性下降，3 月下旬开始随需求上涨价格有所回升，5 月后进入淡季，价格进入了较长的下行区间；8 月后需求上涨，但供给受能耗双控等政策性因素影响而下降，同时叠加煤炭价格大幅上涨，水泥价格上涨至历史新高；10 月底以来，受需求下降及煤炭价格大幅下调影响，水泥价格持续下降。

钢材价格方面，受钢铁企业内部的“降本增效”和“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。2021 年，钢铁供需两端均呈现先增后降态势，钢材价格呈现先升后降、大幅波动态势。具体来看，一

季度钢材价格开启上涨态势；二季度环保限产，同时叠加下游用钢需求和投机需求旺盛，供需紧张推动钢材价格持续上涨；此后，随着国家出台一系列调控政策以及下游需求放缓，钢材价格有所回落，但由于原材料焦炭价格快速攀升至历史高位，对钢材价格形成一定支撑；10 月底以来，焦炭价格在政府干预下明显下降，同时叠加用钢需求下降，钢材价格大幅回落，但仍高于上年同期水平。

总体来看，水泥、钢铁价格波动较大，2021 年以来随着经济及建筑业复苏带动需求的稳步提升，水泥、钢铁价格快速回暖，但 10 月底以来价格均出现回落。未来，水泥及钢材价格或将高位波动。

图 2 水泥价格指数和钢材价格指数波动情况



资料来源：wind 数据

2021 年，房地产开发投资和基建投资增速均有所回落。房地产开发投资和拿地支出继续下降，回落趋势受政策调控影响或将延续；基建投资作为“稳增长”的重要抓手，投资增速或将保持较高水平。

2021 年，全国完成房地产开发投资 147602.08 亿元，同比增长 4.40%，增速较上年下降 2.6 个百分点，增速低于固定资产投资整体增速 0.5 个百分点，增速下降明显，创 2016 年以来增速新低。2022 年一季度，房地产开发投资增速进一步下降至 0.70%，增速低于固定资产投资整体增速 8.6 个百分

点，房地产开发投资对固定资产投资的拉动作用明显弱化。同时，房地产新开工面积增速出现负增长，2021 年和 2022 年一季度增速分别为-11.40%和-17.50%，增速进一步下降。从拿地情况来看，2021 年购置土地面积同比下降 15.50%，2022 年一季度同比下降 41.80%，房企拿地热情继续低迷。从销售情况来看，2021 年商品房销售面积和销售额分别同比增长 1.90%和 4.80%，增速较上年分别下降 0.7 个百分点和 3.9 个百分点，2022 年一季度商品房销售面积和销售额增速均由正转负，增速分别为-13.80%和-22.70%。

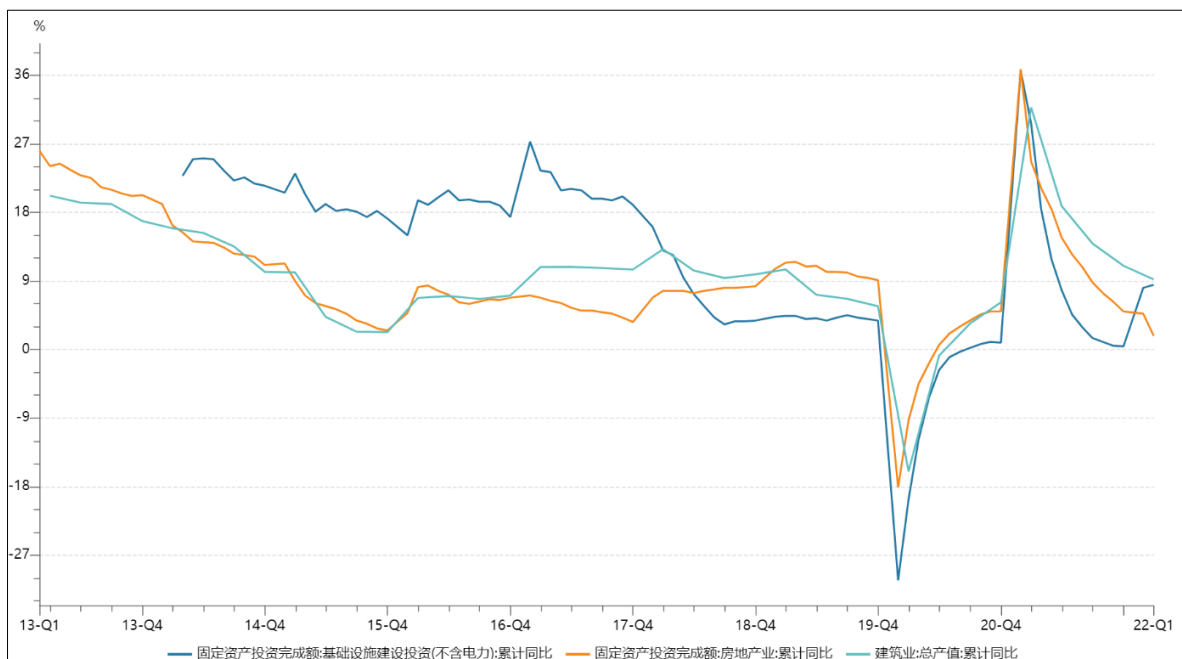
2021 年以来，房地产开发行业出现基本面明显弱化的情况，虽然 2021 年底调控政策有所松动，但高债务压力使得房地产行业流动性仍然承压，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足的问题，并

且拿地和销售数据继续走弱对未来新开工面积形成较大抑制，房地产开发投资或将延续下行趋势。

2021 年，全国基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长 0.40%，增速较上年小幅下降 0.5 个百分点；2022 年一季度增速回升明显，为 8.50%，主要由于“稳增长”政策发力，财政支持资金到位。2022 年宏观政策定调为稳健有效，国民经济稳字当头，实施积极的财政政策和稳健的货币政策。2022 年一季度人民贷款增加值为 8.34 万亿元，同比增加 6636.00 亿元；一季度社会融资规模量累计为 12.06 万亿元，累计增速为 18.00%，其中政府债券累计增速为 140.00%。

受益于资金面回暖及政策支持，2022 年基建投资将成为“稳增长”的重要抓手，投资增速或将保持较高水平。

图 3 基础设施建设、房地产投资和建筑业总产值增速情况



资料来源: wind 数据

(3) 建筑施工行业竞争态势分析

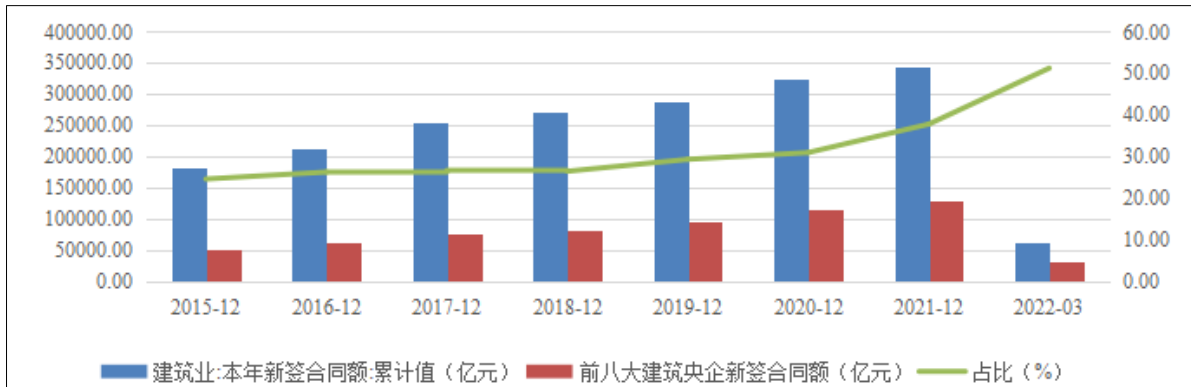
在经济增速持续下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业，将持续面临整体下行的压力。“稳增长”行情将围绕建筑央企展开，未来行业集中度将进一步提升，市场份额将继续向央企集中。

在国内面临三重压力，国际环境更趋复杂严峻和不确定性增加的背景下，2021 年下半年以来，我国经济显著下行，三大需求均呈现收缩态势。政府工作报告提出 2022 年 GDP 增长 5.5% 左右的目标，为近 30 年来最低的预期目标。

在经济增速持续下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业，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。从全国建筑企业新签合同数据来看，行业集中持续提升。近年来，前八大建筑施工央企新签合同额占全国建筑业新签合同额比重持续提升，2021 年比重为

37.88%，2022 年一季度进一步上升至 51.30%。未来，“稳增长”行情将依旧围绕建筑央企展开，建筑央企经营呈现较强韧性。2022 年一季度，央企新签订单在基建投资回暖的带动下有所改善，也侧面反应了基建需求的改善，预计未来建筑业市场份额将继续向央企集中。

图 4 前八大建筑央企新签合同额占比情况



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

2021 年以来，全国经济在受到疫情冲击之后持续修复但整体下行压力不减，建筑业增速继续走低，行业增加值占国内生产总值的比重有所下降。短期来看，房地产投资回落趋势或将延续，基建投资作为“稳增长”重要抓手增速或将保持较高水平，基建领域将为建筑行业的下游需求和资金来源提供有力支撑。长期来看，在经济增速持续下行的压力下，建筑行业集中度将进一步提升，但建筑业未来增速或将持续放缓。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2022 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 52.00 亿元；广东耀康为公司的直接控股股东，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）间接控股碧桂园控股，为公司的实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司仍是碧桂园控股下属最重要的房建施工企业；公司建筑施工资质较齐全，具有较丰富的施工经验，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 2022 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等多项资质。市场网络方面，公司已在全国绝大多数省会城市和中心城市布局，为拓展业务、扩大规模、均衡发展提供了基础。

公司品牌知名度较高，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”等奖项。2021 年以来，公司新增省部级奖项 43 个、市级奖项 86 个。

2021年，公司研发费用15.15亿元，同比大幅增长107.11%，主要系公司对合并范围内高

新科技企业的投入及对新工艺新技术新工法以及质量管理课题、专利、BIM技术等投入所致。

表3 同行业企业2021年（底）经营规模、经营效率及盈利指标对比情况（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	营业总收入	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(%)
中天建设集团有限公司	718.74	198.98	1078.56	30.81	9.75	7.03	1.54	4.19	8.79	11.57
龙元建设集团股份有限公司	670.28	131.70	195.48	9.42	4.44	0.78	0.30	16.07	5.40	5.23
公司	673.16	199.81	591.53	4.12	2.86	1.66	0.85	5.98	2.26	1.18

注：将合同资产并入存货计算存货周转次数
资料来源：联合资信根据公开资料整理

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司债务履约情况良好，联合资信未发现公司有重大不良信用记录。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91440606231927946T），截至2022年6月10日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，公司过往信贷记录良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：914401015721876084），截至2022年6月10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信贷信息记录，过往信贷记录良好。

截至2022年7月4日，公司存在多条被执行记录，被执行总金额较小；联合资信未发现公司本部及广东龙越建筑工程有限公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事会成员变更，部门设置发生变化；法人治理结构、管理制度均未发生重大变化。

跟踪期内，公司董事会成员中吕晓继变更为陈嘉佳，董事长仍为杨惠妍。

陈嘉佳先生，本科学历，毕业于中山大学；2013年入职碧桂园控股，先后担任津晋冀区域、河北区域、安徽区域财务部总经理，现任公司董事、副总经理兼总会计师。

跟踪期内，公司部门设置由13个职能中心，变更为9个职能部门，包括商务管理部、安全生产部、质量技术部、采购物资部、科技建造部、市场拓展部、财务资金部等。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司主营业务收入保持增长，收入来源仍以建筑施工业务为主，施工项目获取对碧桂园控股房地产业务的依赖仍大；公司主营业务毛利率继续下降。

2021年，公司实现主营业务收入同比增长33.89%，主要来源于建筑施工收入，主营业务收入中来源于碧桂园控股内部的收入占比约93%（2020年为93.3%）。2021年，受收入确认模式变更为履约进度确认模式影响，公司建筑施工收入同比增长44.88%。同期，公司装修装饰收入、机电安装收入和安防设备安装收入均呈不同程度下降，其中装修装饰业务板块部分收入重新分类至建筑施工业务板块；其他业务收入规模小。

毛利率方面，受原材料和人工成本较高，行业内竞争激烈等因素影响，公司建筑施工业务毛利率同比继续下降；除装修装饰业务毛利率有所上升外，其余业务毛利率均有所下降。2021年，公司主营业务毛利率同比下降2.10个百分点。

表4 公司主营业务收入构成及毛利率情况

项目	2020年			2021年			2022年1-3月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
建筑施工	381.96	86.93	7.10	553.40	94.06	6.02	129.84	92.93	8.17
装修装饰	21.29	4.84	20.31	1.91	0.32	24.19	2.75	1.97	8.61
机电安装	31.93	7.27	15.26	27.20	4.62	9.43	5.73	4.10	10.63
安防设备安装	2.86	0.65	17.30	1.31	0.22	13.62	0.29	0.21	12.32
其他	1.38	0.31	18.33	4.51	0.77	16.89	1.11	0.80	54.53
合计	439.41	100.00	8.43	588.32	100.00	6.33	139.73	100.00	8.66

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告及公司提供资料，联合资信整理

2022年1-3月，公司实现主营业务收入相当于2021年全年的23.75%，仍以建筑施工收入为主；主营业务毛利率有所提升。

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司仍以总承包的形式承接工程，采购集中度进一步下降；公司业务主要来源于华南及华东区域，各地区收入对主营业务收入贡献程度保持稳定；项目业主方绝大部分为碧桂园控股合并范围内的房地产开发企业，公司工程款回收情况受碧桂园控股房地产业务资金周转效率影响存在一定的不确定性。

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。业务模式方面，公司仍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²。

采购方面，公司及下属子公司原主要通过向关联方深圳碧盛发展有限公司（以下简称“碧盛发展”）集中采购，2020年公司自主商定定价与供应商签订采购合同采购原材料。2021年，公司通过碧盛发展的采购金额进一步下降，公司整体采购集中度进一步降低。

表5 2021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
碧盛发展	13.83	钢筋等材料	2.62%
佛山市滔业贸易有限公司	6.08	钢筋等材料	1.15%
沈阳金盛商贸有限公司	4.56	钢筋等材料	0.87%
深圳市华达成建筑装饰劳务有限公司	3.84	劳务	0.73%
广州中粤新材料有限公司	3.74	钢筋等材料	0.71%
合计	32.05	--	6.08%

注：以上采购金额为含税金额

资料来源：公司提供

收入确认方面，跟踪期内，根据新收入准则，公司收入确认模式变更为投入法，根据发生的成本确定提供服务的履约进度，按照履约进度确认收入；项目结算方面，公司工程项目一般按月结算，业主方在结算后的3~4个月内支付工程款，主要以现金转账方式结算，部分使用银行承兑汇票方式结算。

经营区域方面，公司业务仍以华南、华东等地区为核心，在全国范围内开展业务。跟踪期内，公司主营业务收入区域结构保持稳定。

2021年，公司前五大客户业务量金额合计22.62亿元，占公司主营业务收入的比重为3.84%，集中度低，但均为公司关联方。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，公司与碧桂园控股议价能力较弱，其工程款回收期限或受到碧

² 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。

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。

跟踪期内,受新冠肺炎疫情及房地产市场波动较大影响,公司新签合同额有所下降;公司房建业务在手合同规模与在施面积规模较大,为其稳定经营提供了支撑。

2021年,受新冠肺炎疫情及房地产市场波动较大影响,公司房建工程业务新签合同额(在公司新签合同额中占比89.43%)同比下降5.42%,导致公司整体新签合同额同比下降2.44%;建筑安装及装修装饰新签合同额较2020年有所增长。由于碧桂园控股以住宅类房地产开发项目为主,2021年公司房建工程中住宅类工程新签合同占比为96.98%;非住宅类工程主要包括学校、社区用房、工业厂房等。2022年1-3月,公司新签合同金额同比略有增长,相当于2021年全年新签合同额的11.34%。

表6 公司新签合同情况(单位:亿元)

项目	2020年	2021年	2022年1-3月
房建工程	536.48	507.40	47.83
其中:住宅类	517.82	492.10	44.19

表8 截至2022年3月底公司主要在建房建项目情况(单位:亿元)

项目名称	合同造价金额	预计竣工日期
容桂凤凰湾项目	46.69	2025年2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	22.24	2022年4月
五华区下马村城中村改造项目A5地块	17.02	2023年6月
红鼎高尔夫社区(二期)7#地块	15.19	2023年6月
碧桂园盛世名门花园1-3栋、5栋、11-14栋及地块地下室一期	12.24	2024年3月
SN广场南侧地块项目一标段、二标段总承包工程	9.20	2024年2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
重汽翡翠雅郡小区(地块A)三期2#楼、3#楼、8#楼、9#楼、3#车库二标段	6.98	2024年11月
罗定碧桂园珑悦一期(1-4号楼、18-22号楼及地下室)。	5.24	2024年12月
高要碧桂园龙熹山58号楼、59号楼、60号楼、61号楼、3#地下车库	4.33	2023年7月
合计	147.29	--

注:尾差系四舍五入所致;在建项目变化较大系统口径变更所致,原未至竣工期限项目均未完工,建设进度正常;部分在建项目合同造价金额有调整,且预计实际竣工日期受新冠肺炎疫情影响有所推迟;容桂凤凰湾项目因签订新业务合同故工期延长
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装饰项目单体合同金额均较小。截至2022年3月底,公司前十大在施的建筑安装项目合同造

非住宅类	18.67	15.29	3.63
建筑安装	35.58	49.05	13.74
装修装饰	9.48	10.90	2.79
合计	581.55	567.35	64.36

注:尾差系四舍五入所致
资料来源:公司提供

截至2022年3月底,公司在手合同总额1096.31亿元,整体规模较大。其中,房建工程类在手合同规模为998.10亿元,为公司稳定经营提供了有力支撑。

表7 公司房建业务施工情况

(单位:万平方米)

项目	2020年	2021年	2022年1-3月
新开工面积	3474.64	2917.88	276.99
竣工面积	1983.18	2427.05	345.85
在施面积	5649.48	6140.32	6071.46

注:在施面积为当期末时点数据
资料来源:公司提供

从房建业务施工情况来看,2021年,公司新开工面积有所下降;2021年底公司在施规模较上年底有所提升。

截至2022年3月底,公司主要在建房建项目主要来源于碧桂园控股。

价总额2.27亿元,前十大装修装饰项目合同造价总额1.49亿元。

3. 经营效率

2021年，公司整体经营效率一般。

2021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 2.86 次、1.66 次和 0.85 次，较 2020 年均有所上升。

4. 未来发展

未来，公司将加强产业链建设、进行业务结构调整并加大科技投入，目标及规划符合公司业务现状及定位。

公司未来将创新项目管理模式，提升项目管理能力，打造和谐、平安、绿色项目；加强工程总承包、集团外部业务、注重大项目运作，实现业务、技术与投资的互动；加快业务结构优化，进一步完善分公司市场网络布局；建立与优质客户的战略合作关系，创新客户关系管理，深入推进大客户战略；发挥审计监督、法律监察职能，加强财务及资金管理。公司将强化产业链建设，进行业务结构调整，加大科技投入，在业务质量和项目管理方面争取新突破。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报表，中瑞诚会计师事务所(特殊普通合伙)对上述报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年一季度财务报表未经审计。

截至 2022 年 3 月底，公司拥有合并范围内一级子公司 16 家。2021 年，公司新增 5 家一级子公司，其中 4 家为投资新设，1 家为收购；2022 年 1—3 月，公司投资新设 2 家一级子公司。整体看，公司合并范围变动子公司规模相对较小，对公司财务数据影响不大。

受执行新收入准则影响，公司对在 2021 年 1 月 1 日尚未完成的合同的累计影响数进行调整；上述累计影响金额对 2021 年期初的留存收益及财务报表其他相关项目金额进行调整。上述调整对公司 2021 年期初数据影响较大，2020 年期末数据与 2021 年期末数据可比性较小，本报告 2020 年数据采用 2021 年期初数。

表9 公司受新收入准则影响变更科目情况（单位：亿元）

报表项目	2020年12月31日（变更前）金额		2021年1月1日（变更后）金额	
	合并口径	母公司	合并口径	母公司
合同资产	0.00	0.00	346.02	191.01
存货	251.63	136.66	3.65	0.26
预收账款	20.74	12.54	0.00	0.00
合同负债	0.00	0.00	77.19	38.16
其他流动负债	0.00	0.00	1.75	1.06
未分配利润	95.44	66.18	134.73	93.87

注：公司审计报告

截至 2021 年底，公司资产总额 673.16 亿元，所有者权益 199.81 亿元（少数股东权益 44.58 万元）；2021 年，公司实现营业总收入 591.53 亿元，利润总额 4.12 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 758.40 亿元，所有者权益 202.19 亿元（少数股东权益 55.47 万元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 142.33 亿元，利润总额 2.90 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所下降，其中应收类款项及已履约未结算工程项目占比大，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2021年底，公司资产总额较2021年年初下降 7.38%，主要系应收票据、应收账款及合同资产有所下降所致。公司资产仍以流动资产为主。

表10 公司主要资产构成情况

科目	2021年初		2021年底		2022年3月底	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动资产	721.71	99.30	668.24	99.27	754.74	99.52
货币资金	72.98	10.04	78.59	11.68	46.32	6.11
应收票据	47.75	6.57	14.31	2.13	7.08	0.93
应收账款	181.31	24.94	170.52	25.33	232.37	30.64
其他应收款	45.37	6.24	56.70	8.42	56.51	7.45
合同资产	346.02	47.61	317.31	47.14	340.45	44.89
非流动资产	5.12	0.70	4.92	0.73	3.66	0.48
资产总额	726.83	100.00	673.16	100.00	758.40	100.00

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

2021年底，公司货币资金较年初增长7.70%，其中银行存款62.67亿元、其他货币资金15.93亿元。公司其他货币资金全部受限，主要为各类保证金及劳动纠纷冻结资金，受限比例为20.26%。

2021年底，公司应收票据较年初下降70.03%，主要系商业承兑汇票回收所致。其中，关联应收票据为14.05亿元，占比为98.20%。

2021年底，公司应收账款较年初下降5.95%，主要系公司加强工程款的清收工作所致。其中，应收关联方147.86亿元，占比为86.36%，由于同属于碧桂园控股集团，公司未计提坏账准备。公司应收账款账龄以1年以内为主，按账龄组合计提坏账准备的应收账款合计23.35亿元，累计计提坏账0.68亿元，计提比例为0.40%；应收账款前五大欠款方合计金额为15.25亿元，占比为8.91%，集中度低。整体看，公司应收关联方款项规模较大，坏账计提比例低，应收账款存在一定的回收风险。

2021年底，公司其他应收款较年初增长24.97%，主要系关联方资金往来增加所致。其中，关联方资金往来8.93亿元，非关联方应收款39.49亿元，其余为保证金及押金。公司其他应收款以1年以内和1~2年为主，累计计提坏账准备1.67亿元，计提比例较低。公司其他应收款前五大欠款方合计金额为19.26亿元，占比为32.99%，均为非关联方应收款，其中沈阳双兴建设集团有限公司、山东奥华建筑安装工程有限公司及惠州市太东地产有限公司存在多笔

被执行记录。公司其他应收款集中度有所降低，存在一定的回收风险。

受收入准则调整影响，公司合同资产全部为存货中已履约但尚未结算的合同的累计影响数。2021年底，公司合同资产较年初下降8.30%，主要系新签合同额有所下降且结算金额较大所致。

2021年底，公司非流动资产较年初下降4.00%，主要系其他非流动资产下降所致，主要由固定资产2.94亿元(房屋建筑物及各类设备)和其他非流动资产1.09亿元(预付购房款)构成。

2022年3月底，公司资产总额较2021年底增长12.66%，主要系应收账款、预付款项及合同资产增加所致，仍以流动资产为主。

截至2022年3月底，公司受限资产16.23亿元，全部为货币资金，主要为各类保证金及因劳动纠纷冻结的资金，受限比例为2.14%。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益变化不大，其中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

2021年底，公司所有者权益199.81亿元，较年初增长1.17%，主要系未分配利润增加所致。其中，实收资本和未分配利润分别占26.02%和68.52%，未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

2022年3月底，公司所有者权益202.19亿元，规模及结构较2021年底变化均不大。

(2) 负债

跟踪期内，公司债务规模持续下降，以债券融资为主，且跟踪期内债券价格存在异动；若存续债券回售，公司或将面临较大的集中偿付压力。

付压力。

2021年底，公司负债总额较年初下降10.58%，主要系短期借款、其他应付款及一年内到期的非流动负债大幅下降所致。公司负债结构以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

表11 公司负债主要构成情况

科目	2021年初		2021年底		2022年3月底	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动负债	468.57	88.52	377.16	79.68	460.25	82.71
短期借款	16.46	3.11	0.20	0.04	0.50	0.09
应付票据	33.24	6.28	28.12	5.94	23.62	4.25
应付账款	143.00	27.02	178.08	37.62	203.06	36.49
其他应付款	140.59	26.56	69.40	14.66	70.08	12.59
合同负债	77.19	14.58	88.02	18.59	137.64	24.74
一年内到期的非流动负债	47.62	9.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债	60.76	11.48	96.18	20.32	96.19	17.29
应付债券	59.86	11.31	95.39	20.15	95.62	17.18
负债总额	529.33	100.00	473.34	100.00	556.45	100.00

注：2021年底一年内到期的非流动负债为3.14万元
资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

2021年底，公司流动负债较年初下降19.51%，主要由应付票据、应付账款、其他应付款和合同负债构成。

2021年底，公司短期借款较年初下降98.80%，主要系公司应收账款及商业承兑汇票资金回收后偿还短期借款所致。公司短期借款全部为附追索权的应收账款保理融资。

2021年底，公司应付票据较年初下降15.40%，主要系商业承兑汇票有所下降所致，期末应付票据主要为商业承兑汇票20.84亿元和银行承兑汇票7.28亿元。

2021年底，公司应付账款较年初增长24.53%，主要为应付材料款、设备款和工程款，账龄主要在1年以内。

2021年底，公司其他应付款较年初下降50.64%，主要系结清应付关联方往来款所致。其中，应付关联方往来款30.05亿元、应付非关联方往来款16.33亿元、代收款12.26亿元，其余均为押金及保证金。

受收入准则调整影响，公司预收款项全部调整至合同负债（2021年初数据包含调整未履行合同义务累计数），2021年底，公司合同负债较年初增长14.02%，全部为未履行合同义务。

2021年底，公司一年内到期的非流动负债较年初大幅下降，系一年内到期的应付债券47.62亿元到期兑付所致；期末余额为3.14万元。

2021年底，公司非流动负债较年初增长58.30%，主要系应付债券大幅增加所致。2021年底，公司应付债券较年初增长59.34%，主要系公司发行“21腾越01”“21腾越建筑MTN001”“21腾越建筑MTN002”和“21腾越建筑MTN003”（合计50.70亿元）所致。2021年，“20腾越建筑（疫情防控债）SCP001”“20腾越建筑SCP002”“20腾越建筑SCP003”和“19腾越01”到期兑付，“16腾越02”部分回售，合计偿还62.73亿元（包含一年内到期部分）。

2022年3月底，公司负债总额较2021年底增长17.56%，主要系应付账款及合同负债增加所致，结构较2021年底变化不大。

表12 公司债务情况

项目	2021年初	2021年底	2022年3月底
短期债务（亿元）	97.32	28.32	24.12
长期债务（亿元）	60.21	95.68	95.62
全部债务（亿元）	157.53	123.99	119.74
资产负债率（%）	72.83	70.32	73.37
全部债务资本化比率（%）	44.37	38.29	37.20
长期债务资本化比率（%）	23.36	32.38	32.11

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司审计报告、财务报表及公司提供，联合资信整理

2021年底，公司全部债务较年初下降21.29%，主要系公司债务到期偿还所致。其中，短期债务占22.84%，长期债务占77.16%，以长期债务为主。2022年3月底，公司全部债务较2021年底下降3.43%，主要系应付票据下降所致，债务结构较2021年底变化不大。整体看，公司债务规模缩减，以应付债券为主，且跟踪期内债券价格存在异常波动，公司再融资情况有待持续关注。

从债务指标来看，2021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较年初分别下降2.51个、下降6.08个和上升9.02个百分点，公司债务负担有所减轻。2022年3月底，公司上述指标较2021年底分别上升3.05个、下降1.09个和下降0.27个百分点。

从债务期限分布来看，考虑到公司于2022年和2023年到达回售期的债券分别为40.00亿元和50.70亿元，2022年4—12月及2023年到期债务分别为59.36亿元和60.38亿元。考虑到公司债券回售存在较大的不确定性，公司或将面临较大的集中偿付压力。

表13 截至2022年6月底公司存续债券情况

（单位：亿元）

债券简称	到期日	债券余额
16 腾越 02	2023/10/21	4.92
20 腾越 01	2022/09/15	20.00

20 腾越 02	2022/11/23	20.00
21 腾越 01	2023/01/08	20.00
21 腾越建筑 MTN001	2023/05/06	10.00
21 腾越建筑 MTN002	2023/07/21	12.70
21 腾越建筑 MTN003	2023/08/12	8.00
合计	--	95.62

注：除“16 腾越 02”所示到期日为实际到期日外，其余债券到期日均为回售日

资料来源：Wind，联合资信整理

4. 盈利能力

2021年，公司收入规模保持增长，费用控制能力较好。

2021年，公司实现营业总收入同比增长33.63%；营业成本同比增长36.64%，增速略高于营业总收入，导致营业利润率同比下降2.05个百分点。

表14 公司盈利能力情况

项目	2020年	2021年	2022年1—3月
营业总收入（亿元）	442.68	591.53	142.33
营业成本（亿元）	405.58	554.18	131.79
费用总额（亿元）	26.43	30.36	7.20
其他收益（亿元）	0.11	0.24	0.14
营业外支出（亿元）	4.77	1.00	0.00
利润总额（亿元）	4.73	4.12	2.90
营业利润率（%）	8.03	5.98	6.99
总资本收益率（%）	4.20	2.26	--
净资产收益率（%）	1.67	1.18	--

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

2021年，受公司研发投入及进行管理系统优化影响，公司费用总额同比增长14.85%。其中，管理费用、研发费用和财务费用占比分别为32.51%、49.90%和15.60%；受公司对合并范围内高新科技企业投入及加强对新工艺的研发，公司研发费用大幅增长；受债务规模及成本有所下降影响，公司财务费用大幅下降（2021年公司综合融资成本4.14%）。2021年，公司期间费用率为5.13%，同比下降0.84个百分点，公司费用控制能力较好。

2021年，公司利润总额同比下降12.81%。非经常性损益方面，受公司应收债权保理损失同比减少影响，公司营业外支出大幅下降；公司

其他收益主要为与企业日常活动相关的政府补助。

2021年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降1.94个和0.49个百分点。公司各盈利指标表现有所下滑。

2022年1-3月，公司营业总收入和利润总额分别相当于2021年全年的24.06%和70.25%。

5. 现金流

2021年，公司加强款项回收，收入实现质量好，经营活动现金净流入规模有所扩大，收入实现质量好；公司投资活动规模较小，筹资活动规模有所缩减，筹资性净现金流持续净流出，再融资情况有待持续关注。

表 15 公司现金流量情况

项目	2020年	2021年	2022年1-3月
经营活动现金流入小计（亿元）	599.96	749.03	437.30
经营活动现金流出小计（亿元）	569.37	714.31	452.72
经营现金流量净额（亿元）	30.59	34.72	-15.42
投资活动现金流入小计（亿元）	7.04	0.01	0.00
投资活动现金流出小计（亿元）	6.26	1.05	0.19
投资活动现金流量净额（亿元）	0.78	-1.04	-0.19
筹资活动现金流入小计（亿元）	106.71	54.89	0.50
筹资活动现金流出小计（亿元）	200.12	85.01	1.24
筹资活动现金流量净额（亿元）	-93.41	-30.13	-0.74
现金收入比（%）	101.43	116.25	82.52

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入量有所增长，其中，销售商品、提供劳务收到的现金687.68亿元，同比增长53.16%，主要为公司各项业务回款及预收部分项目款项；收到其他与经营活动有关的现金61.35亿元，主要为收到往来款35.90亿元、代收款18.70及押金保证金、利息收入、政府补助等。2021年，公司现金收入比同比上升14.82个百分点，收入实现质量好。2021年，公司经营活动现金流出量有所增长，其中，购买商品、接受劳务支付的现金515.85亿元，同比增长55.21%，主要系劳

务成本现金流出由支付给职工以及为职工支付的现金调整至此科目所致；支付其他与经营活动有关的现金144.55亿元，主要为代垫及往来款114.52亿元、押金及保证金14.71亿元、研发费用8.17亿元等。2021年，公司经营活动现金净流入规模有所增加。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入及流出量均小。其中，投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金1.01亿元。2021年，公司投资活动现金由净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入量同比下降48.56%，全部为取得借款及发行债券收到的现金。同期，公司筹资活动现金流出量同比下降57.52%，主要为偿还债务本息支付的现金84.75亿元。2021年，公司筹资活动现金净流出规模有所减少。

2022年1-3月，公司经营活动现金、投资活动现金及筹资活动现金均呈净流出状态。

6. 偿债指标

2021年，公司短期偿债能力指标表现较好，长期偿债能力指标表现一般；公司无对外担保，间接融资渠道有待拓宽。

表 16 公司偿债能力指标

项目	2020年	2021年	2022年3月	
短期偿债能力指标	流动比率（%）	154.02	177.18	163.98
	速动比率（%）	79.40	92.36	89.45
	经营现金流动负债比（%）	6.53	9.20	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.31	1.23	--
	现金短期债务比（倍）	1.24	3.28	2.21
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	16.79	9.87	--
	全部债务/EBITDA（倍）	9.38	12.56	--
	EBITDA利息倍数（倍）	1.45	1.99	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.19	0.28	--
	经营现金/利息支出（倍）	2.64	7.01	--

注：经营现金为经营活动现金流量净额

资料来源：公司审计报告及公司提供，联合资信整理

从短期偿债能力指标看,2021年及2022年1—3月,公司流动比率、速动比率均有所波动;现金短期债务比有所波动,公司现金类资产对短期债务的覆盖能力较好。2021年,公司经营现金流动负债比及经营现金短期债务比较2020年均有所上升。整体看,公司短期偿债能力指标表现较好。

从长期偿债能力指标看,2021年,公司EBITDA较2020年大幅下降,主要系费用化利息大幅减少所致;全部债务/EBITDA及EBITDA利息倍数同比均有所上升;经营现金/全部债务及经营现金/利息支出较2020年均有所上升。整体看,公司长期偿债能力指标一般。

截至2022年3月底,公司无对外担保。

截至2022年3月底,公司共计获得银行授信额度62.98亿元,已使用额度34.63亿元,尚未使用额度28.36亿元,公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 公司本部(母公司)财务分析

公司资产、权益及债务主要集中在母公司;母公司资产流动性较弱,权益稳定性一般,债务负担一般,短期偿债能力指标表现较好。

2021年底,母公司资产总额568.97亿元,较年初变化不大,占合并口径的84.52%。其中,流动资产占94.86%,非流动资产占5.14%,主要由货币资金、应收账款、其他应收款、合同资产和长期股权投资构成。

2021年底,母公司所有者权益171.66亿元,较年初变化不大,占合并口径的85.91%。其中,实收资本、资本公积和未分配利润分别占比为30.29%、11.06%和55.30%,权益结构稳定性一般。

2021年底,母公司负债总额397.32亿元,较年初增长4.01%,占合并口径的83.94%。其中,流动负债占75.88%,非流动负债占24.12%,主要由应付账款、其他应付款、合同负债和应付债券构成;母公司全部债务116.04亿元,占合并口径的93.59%,以长期债务为主。2021年底,

母公司资产负债率为69.83%,全部债务资本化比率为40.33%,母公司债务负担一般。

2021年,母公司营业总收入为325.90亿元,占合并口径的55.09%;利润总额为1.91亿元,占合并口径的46.36%。

2021年底,母公司流动比率和速动比率分别为179.03%和123.31%;现金短期债务比为2.96倍。

十、外部支持

公司实际控制方碧桂园控股综合实力强,公司在业务获取、债务担保方面获得碧桂园控股支持力度大;公司持续收到政府补助。

公司实际控股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2021年度克而瑞和中指房企销售排行榜中均维持全口径销售金额及销售面积第一位,在2021年《财富》世界500强排名中上升至139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,2021年来自于碧桂园系统内的收入在公司营业总收入中占比在93%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。截至2022年6月底,公司存续期债券(余额合计95.62亿元)均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。

2021年及2022年1—3月,公司收到税收优惠、研发费用补助资金、企业扶持基金、稳岗补贴等政府补助0.27亿元和0.14亿元,分别计入“其他收益”及“营业外收入”。

十一、债券偿还能力分析

“21 腾越建筑 MTN001”“21 腾越建筑 MTN002”和“21 腾越建筑 MTN003”合计余额为30.70亿元,均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,能有效提升上述债券本息到期偿还的安全性。

碧桂园控股信用状况分析

1. 碧桂控股主体概况

碧桂园控股于2006年11月在开曼群岛注册成立。2007年4月，碧桂园控股在香港交易所主板上市，股票代码2007.HK。截至2021年底，碧桂园控股股本及溢价余额387.87亿元。必胜有限公司持有碧桂园控股61.25%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2021年底，碧桂园控股资产总额19483.65亿元，权益总额3006.27亿元（含非控制性权益1018.91亿元）；2021年，碧桂园控股实现收入5230.64亿元，税前利润689.49亿元。

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. 碧桂控股经营分析

(1) 经营概况

碧桂园控股收入来源仍以房地产开发收入为主，2021年收入规模有所增长，综合毛利率有所下降。

2021年，碧桂园控股实现收入5230.64亿元，同比增长13.01%，主要系房地产开发收入增多所致。

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，2021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。碧桂园控股提供建筑服务收入、租金收入等规模相对较小，占比合计低于4%。

毛利率方面，受行业调控及土地市场竞争激烈等因素影响，2021年，碧桂园控股综合毛利率为17.74%，同比下降4.06个百分点。

表 17 2019 - 2021 年碧桂园控股收入构成情况

板块	2019 年		2020 年		2021 年	
	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)
房地产开发	4750.12	97.76	4493.41	97.08	5074.78	97.02
提供建筑服务	62.19	1.28	87.79	1.90	93.60	1.79
租金收入	4.12	0.08	5.26	0.11	8.40	0.16
提供酒店服务及其他	42.65	0.88	42.10	0.91	--	--
其他	--	--	--	--	53.86	1.03
合计	4859.08	100.00	4628.56	100.00	5230.64	100.00

资料来源：联合资信根据碧桂园控股年度报告整理

(2) 土地储备

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

截至2021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25313万平方米，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。按销售情况划分，已预售面积占比36.9%，未售面积占比63.1%。

(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。

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。

从在建项目情况看，截至2021年底，碧桂园控股在国内土地储备中在建面积约为15755万平方米，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。

(4) 房产销售情况

2021年，受行业增速放缓等因素影响碧桂园控股销售规模虽小幅下降，仍保持行业领先地位；三四线贡献销售额占比有所提升，碧桂园控股签约销售均价有所下降。

从销售情况看，2021年，受行业增速放缓等因素影响，碧桂园控股合同销售金额和合同销售面积虽小幅下降，仍保持行业领先地位。从销售价格上看，2021年，碧桂园控股合同销售均价为8402元/平方米，延续下降态势。从碧桂园控股2021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64%（同比上升10个百分点），位于二线城市目标二线城市的占25%（同比下降7个百分点），其余占11%（同比下降3个百分点）。

表 18 碧桂园控股销售情况

(单位：万平方米、亿元、元/平方米)

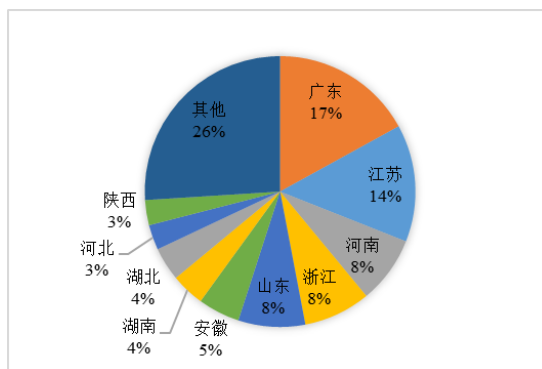
销售指标	2019年	2020年	2021年
合同销售面积	6237	6733	6641
合同销售金额	5522	5707	5580
销售均价	8854	8477	8402

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

从销售区域来看，碧桂园控股整体签约销售区域来源较为广阔，区域分布均衡，能够降低区域集中度对碧桂园控股经营的影响。

图5 2021年碧桂园控股合同销售地区分布情况
(按权益金额)



资料来源：联合资信根据碧桂园控股年度报告整理

3. 碧桂园控股财务分析

(1) 财务概况

罗兵咸永道会计师事务所对碧桂园控股2021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2021年底，碧桂园控股资产总额19483.65亿元，权益总额3006.27亿元（含非控制性权益1018.91亿元）；2021年，碧桂园控股实现收入5230.64亿元，税前利润689.49亿元。

(2) 资产质量

2021年，碧桂园控股资产规模小幅下降。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，可能面临回收风险。碧桂园控股资产规模大，货币资金充裕，整体资产质量好。

截至2021年底，碧桂园控股资产总额19483.65亿元，较上年底下降3.35%。其中，流动资产占87.97%，非流动资产占12.03%。碧桂园控股资产以流动资产为主。

截至2021年底，碧桂园控股流动资产17139.37亿元，较上年底下降1.62%，较上年底变化不大。碧桂园控股流动资产主要由现金及现金等价物（占8.57%）、贸易及其他应收款（列作流动资产）（占23.73%）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58.82%）构成。

截至2021年底，碧桂园控股现金及现金等价物1469.54亿元，较上年底下降12.08%；包含在现金及现金等价物的预售监管资金余额约为551.45亿元。截至2021年底，碧桂园控股现金及现金等价物与受限制现金合计1813.00亿元，较上年底下降1.27%。

截至2021年底，碧桂园控股贸易及其他应收款（列作流动资产）4067.98亿元，较上年底下降1.01%，较上年底变化不大。

截至2021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）10081.46亿元，较上年底下降2.56%，较上年底变化不大。

截至2021年底，碧桂园控股非流动资产2344.28亿元，较上年底下降14.33%，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5.72%）、于联营公司之投资（占9.89%）、于合营企业之投资（占21.19%）、投资物业（占6.95%）、物业、厂房及设备（占11.56%）、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20.54%）和递延所得税资产（占17.09%）构成。

（3）资本结构

① 所有者权益

2021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2021年底，权益总额3006.27亿元，较上年底增长16.97%，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12.90%，其他储备占7.55%，留存收益占45.66%，非控制性权益占33.89%。权益结构中留存收益和非控制性权益占比偏高，权益稳定性较弱。

② 负债

2021年，碧桂园控股继续控制财务杠杆，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。但考

虑到对外担保等因素，碧桂园控股存在一定的或有负债风险。

截至2021年底，碧桂园控股负债总额16477.38亿元，较上年底下降6.31%，主要系流动负债下降所致。其中，流动负债占83.68%，非流动负债占16.32%。碧桂园控股负债以流动负债为主。

截至2021年底，碧桂园控股流动负债13789.05亿元，较上年底下降7.64%，主要系贸易及其他应付款下降所致。碧桂园控股流动负债主要由贸易及其他应付款（占39.93%）和合同负债（占51.44%）构成。

截至2021年底，碧桂园控股贸易及其他应付款5505.91亿元，较上年底下降16.61%，主要系应付账款减少所致。

截至2021年底，碧桂园控股合同负债7092.55亿元，较上年底增长1.96%，较上年底变化不大。

截至2021年底，碧桂园控股非流动负债2688.33亿元，较上年底增长1.12%，较上年底变化不大。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52.87%）、列作非流动负债的优先票据（占24.84%）和递延所得税负债（占10.46%）构成。

截至2021年底，碧桂园控股列作非流动负债的银行及其他借款1421.43亿元，较上年底增长2.18%。

截至2021年底，碧桂园控股全部债务³3186.14亿元，较上年底下降2.61%，较上年底变化不大。融资渠道方面，优先票据占23.56%，碧桂园控股债券占10.72%，银行及其他借款占64.82%，可换股债券占0.68%，租赁负债占0.22%。债务结构方面，短期债务占24.86%，长期债务占75.14%，以长期债务为主。债务指标方面，截至2021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84.57%、51.45%和44.33%，较上年底分别下降

³ 全部债务包括银行及其他借款、优先票据、公司债券、可换股债券和租赁负债

2.68个百分点、下降4.55个百分点和下降2.97个百分点。融资成本方面，截至2021年底，碧桂园控股加权平均借贷成本为5.20%，较上年底下降36个基点。整体看，截至2021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。但考虑到碧桂园控股发行了较大规模供应链产品以及为较大规模的合营企业及联营公司等提供担保，碧桂园控股实际债务压力大于测算值。

(4) 盈利能力

2021年，碧桂园控股收入规模有所增长，利润规模有所下降；整体盈利能力虽然有所下滑，但与同行业上市公司对比，碧桂园控股整体盈利指标仍强。

2021年，碧桂园控股实现收入5230.65亿元，同比增长13.01%，主要系房地产开发收入增多所致。2021年，碧桂园控股归属于碧桂园控股股东应占利润为267.97亿元，同比下降23.49%，主要结转项目毛利率下降所致。

盈利指标方面，2021年，碧桂园控股总资产收益率和净资产收益率分别为6.62%和13.63%，同比分别下降2.65个百分点和7.43个百分点。与主要房地产上市公司盈利指标比较来看，碧桂园控股盈利能力处于中上水平，整体盈利指标强。

表19 房地产开发类上市公司2021年盈利指标

证券简称	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
新城控股	20.45	3.59	22.93
招商蛇口	25.47	3.10	9.88
华润置地	26.97	6.64	4.31
万科 A	21.82	2.96	9.78
金地集团	21.18	3.78	15.62
碧桂园控股	17.74	3.48	14.34

注：为了便于对比，上表碧桂园控股相关数据均来自 Wind 资料来源：Wind

(5) 现金流

2021年，碧桂园控股经营活动现金流由净流出转为净流入；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，筹资活动现金流延续净流出。

2021年，碧桂园控股经营活动（所用）/产生之现金净额为108.55亿元，由净流出转为净流入。2021年，碧桂园控股投资活动所用之现金净额为-71.87亿元，受合作开发往来款和对外投资等因素影响持续净流出。2021年，碧桂园控股融资活动所用之现金净额为-129.04亿元，伴随碧桂园控股降杠杆延续净流出。

(6) 偿债能力

碧桂园控股短期和长期偿债能力指标均很强，融资渠道畅通，整体偿债能力指标表现极强。

从短期偿债能力指标看，截至2021年底，碧桂园控股流动比率为124.30%，现金短期债务比为2.03倍，较上年底均有提升。整体看，碧桂园控股短期偿债能力指标很强。

从长期偿债能力指标看，2021年，碧桂园控股EBITDA为713.36亿元，同比下降18.56%。2021年，碧桂园控股EBITDA利息倍数由上年的3.76倍提高至3.94倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA由上年的3.73倍提高至4.47倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，碧桂园控股长期债务偿债能力指标很强。

截至2021年底，碧桂园控股对外担保余额4264.38亿元。其中向若干物业买家提供的按揭融资担保3832.17亿元，为合营企业及联营公司等提供担保432.21亿元。碧桂园控股对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。

截至2021年底，碧桂园控股不存在争议标的本金金额占碧桂园控股最近一年（期）净资产5%以上或者可预见的重大诉讼、仲裁。

截至2021年底，碧桂园控股未使用授信额度为2615亿元。

4. 结论

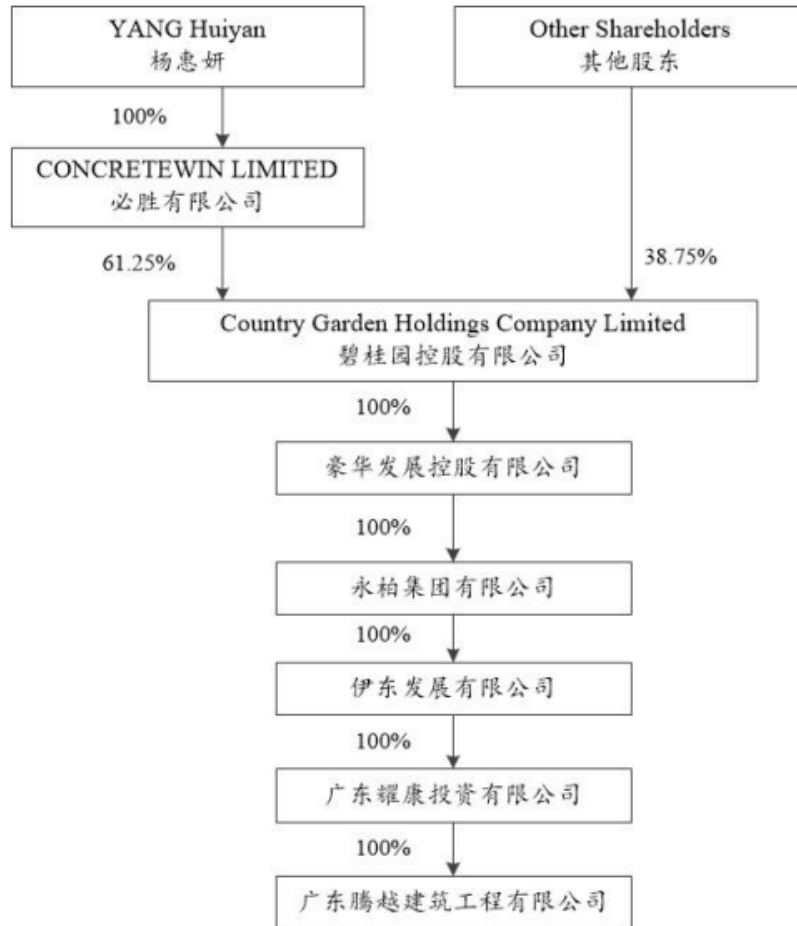
基于对碧桂园控股经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定碧桂园控

股主体长期信用等级为AAA_{pi}，评级展望为稳定。其担保可提升“21腾越建筑MTN001”“21腾越建筑MTN002”和“21腾越建筑MTN003”到期兑付的安全性。

十二、结论

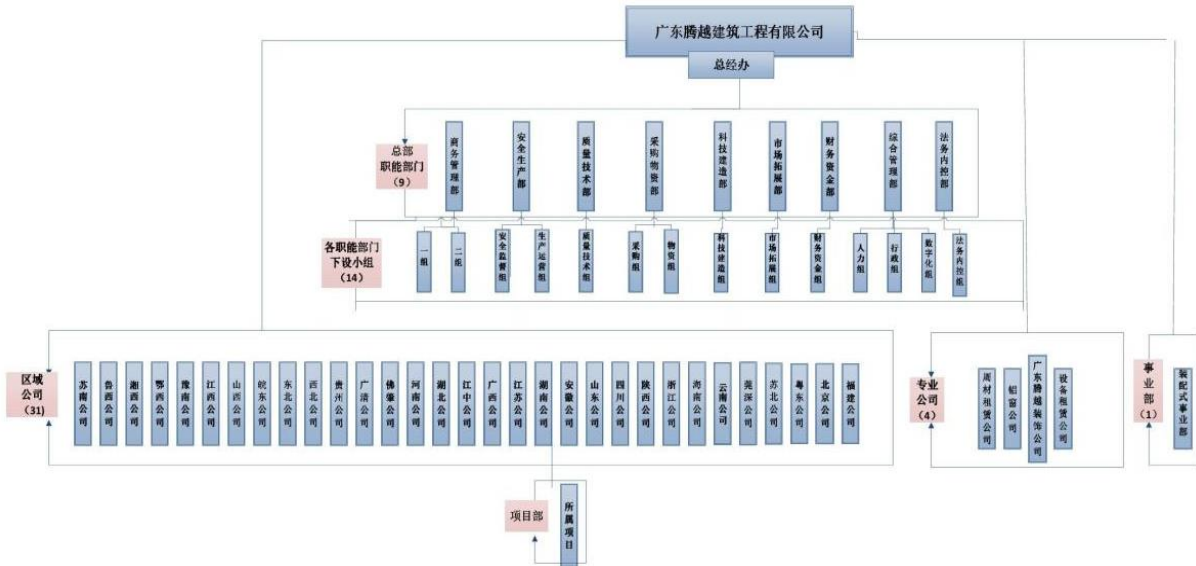
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“21腾越建筑MTN001”“21腾越建筑MTN002”和“21腾越建筑MTN003”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 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 2022 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底公司合并范围内一级子公司情况

序号	一级子公司名称	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
1	沈阳腾越建筑工程有限公司	建筑工程施工	100.00	投资新设
2	佛山鼎力混凝土有限公司	建筑材料	100.00	投资新设
3	广东顺越机械设备租赁有限公司	设备租赁	100.00	投资新设
4	广东恒达建筑工程科技有限公司	建筑工程施工	100.00	投资新设
5	黑龙江碧腾建筑工程有限公司	建筑工程施工	100.00	投资新设
6	龙里腾越建筑工程有限公司	建筑工程施工	100.00	投资新设
7	广东腾越装饰工程有限公司	建筑装修工程	100.00	投资新设
8	广东碧越装饰工程有限公司	建筑装修工程	100.00	收购
9	荆州龙腾建筑工程有限公司	建筑工程施工	100.00	投资新设
10	池州腾越建筑工程有限公司	建筑工程施工	100.00	投资新设
11	广东腾安机电安装工程有限公司	机电安装	100.00	投资新设
12	惠州美腾项目管理有限公司	建筑工程施工	90.00	投资新设
13	安徽腾越建筑工程有限公司	建筑工程施工	100.00	投资新设
14	广东诚加装饰设计工程有限公司	建筑装修工程	100.00	同一控制下企业合并
15	广东碧兴建设有限责任公司	建筑工程施工	100.00	投资新设
16	惠州市博翰居新型建材有限公司	建筑材料	100.00	收购

注：佛山鼎力混凝土有限公司已将股权转让至佛山筑固混凝土有限公司和珠海鸿业企业管理有限公司
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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	158.24	120.73	92.90	53.40
资产总额 (亿元)	592.43	726.83	673.16	758.40
所有者权益 (亿元)	154.75	197.50	199.81	202.19
短期债务 (亿元)	80.36	97.32	28.32	24.12
长期债务 (亿元)	150.05	60.21	95.68	95.62
全部债务 (亿元)	230.41	157.53	123.99	119.74
营业总收入 (亿元)	415.10	442.68	591.53	142.33
利润总额 (亿元)	5.79	4.73	4.12	2.90
EBITDA (亿元)	18.85	16.79	9.87	--
经营性净现金流 (亿元)	-11.63	30.59	34.72	-15.42
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	2.38	2.08	2.86	--
存货周转次数 (次)	2.06	1.47	1.66	--
总资产周转次数 (次)	0.76	0.67	0.85	--
现金收入比 (%)	98.39	101.43	116.25	82.52
营业利润率 (%)	8.55	8.03	5.98	6.99
总资本收益率 (%)	4.42	4.20	2.26	--
净资产收益率 (%)	2.84	1.67	1.18	--
长期债务资本化比率 (%)	49.23	23.36	32.38	32.11
全部债务资本化比率 (%)	59.82	44.37	38.29	37.20
资产负债率 (%)	73.88	72.83	70.32	73.37
流动比率 (%)	204.08	154.02	177.18	163.98
速动比率 (%)	133.97	79.40	92.36	89.45
经营现金流动负债比 (%)	-4.04	6.53	9.20	--
现金短期债务比 (倍)	1.97	1.24	3.28	2.21
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.49	1.45	1.99	--
全部债务/EBITDA (倍)	12.23	9.38	12.56	--

注：将合同资产并入存货计算速动比率、存货周转次数；尾差系四舍五入所致；2022 年一季度财务报表未经审计
资料来源：公司审计报告、财务报表及公司提供的资料，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	101.73	65.08	61.04	44.76
资产总额 (亿元)	463.42	552.47	568.97	658.49
所有者权益 (亿元)	141.88	170.47	171.66	172.46
短期债务 (亿元)	58.06	71.42	20.65	19.36
长期债务 (亿元)	149.65	59.86	95.39	95.39
全部债务 (亿元)	207.71	131.28	116.04	114.74
营业总收入 (亿元)	184.21	205.38	325.90	70.17
利润总额 (亿元)	1.17	1.07	1.91	0.88
EBITDA (亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-6.61	43.27	20.59	-0.52
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	1.87	1.65	2.61	--
存货周转次数 (次)	1.67	1.27	1.69	--
总资产周转次数 (次)	0.41	0.40	0.58	--
现金收入比 (%)	98.28	91.51	112.36	43.25
营业利润率 (%)	8.51	8.09	6.38	4.49
总资本收益率 (%)	3.76	4.04	2.19	--
净资产收益率 (%)	0.80	0.53	0.69	--
长期债务资本化比率 (%)	51.33	25.99	35.72	35.61
全部债务资本化比率 (%)	59.41	43.51	40.33	39.95
资产负债率 (%)	69.38	69.14	69.83	73.81
流动比率 (%)	254.44	162.98	179.03	161.28
速动比率 (%)	193.03	103.58	123.31	112.29
经营现金流动负债比 (%)	-3.85	13.44	6.83	--
现金短期债务比 (倍)	1.75	0.91	2.96	2.31
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	/

注：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；将合同资产并入存货计算速动比率、存货周转次数；尾差系四舍五入所致；2022 年一季度财务报表未经审计

资料来源：公司审计报告、财务报表及公司提供的资料，联合资信整理

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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%
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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 4-4 主体主动评级（公开评级）长期信用等级设置及含义

联合资信主体主动评级或公开评级长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。除 AAA_{pi} 级、CCC_{pi} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA _{pi}	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{pi}	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{pi}	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB _{pi}	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{pi}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{pi}	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{pi}	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC _{pi}	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C _{pi}	不能偿还债务