

信用评级公告

联合〔2021〕458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其拟发行的2021年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定广东腾越建筑工程有限公司主体长期信用等级为AA，广东腾越建筑工程有限公司2021年度第一期中期票据信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年一月十五日



广东腾越建筑工程有限公司

2021 年度第一期中期票据信用评级报告



评级结果：

主体长期信用等级：AA

担保方主体长期信用等级：AAA_{pi}

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：基础发行规模 0 元，发行上限 10.00 亿元

本期中期票据期限：2+2 年，第 2 个计息年度末附设公司票面利率调整选择权和投资者回售选择权

增信方式：本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保

担保方：碧桂园控股有限公司

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：置换前期已归还债券的自有资金

评级时间：2021 年 1 月 15 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、公司盈利能力有待提升、应收类款项对资金形成一定占用以及公司可能面临很大的集中偿付压力等因素可能对其信用基本面带来的不利影响。

本期中期票据发行金额对公司现有债务影响较小；公司经营活动现金流入量对本期中期票据本金的保障能力强。

碧桂园控股为本期中期票据提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期中期票据偿付的安全性。

公司业务主要分布在华南、华东等区域，近年来新签合同额受碧桂园控股项目开发规模的扩大影响迅速增长，项目整体储备较充足，预计未来公司营业收入有望提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况、担保方担保实力和本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体长期偿债风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

- 业务来源稳定。**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营业收入占比达90%以上，受益于碧桂园控股房地产业务发展，公司业务规模保持稳定增长。

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	4
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	4
		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：唐立倩 吕泽峰

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

- 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，项目储备较为充足。近年来公司新签合同额持续增长，营业收入由 2017 年的 190.81 亿元增长至 2019 年的 415.10 亿元。截至 2019 年底，公司在手合同总额 698.79 亿元，项目储备较为充足，为其稳定经营提供了有力支撑。
- 担保的设置提升了本期中期票据偿付安全性。碧桂园控股有限公司对本期中期票据提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期中期票据的偿付安全性。

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。
- 整体盈利能力有待提升。2017—2019 年，公司主营业务毛利率不断下降，整体盈利能力一般，且处于同业较低水平。同时，公司期间费用规模大，因进行应收账款保理融资产生了一定规模的贴现损失，对利润形成较大侵蚀，其盈利能力有待提升。
- 债务规模持续增长，可能面临很大的集中偿付压力。近年来，公司有息债务规模持续增长；截至 2020 年 6 月底，公司全部债务 230.95 亿元，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 72.74%、59.76% 和 43.79%，债务负担较重。截至 2020 年 6 月底，公司短期债务规模为 109.80 亿元，公司可能面临很大的集中偿付压力。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年6月
现金类资产(亿元)	86.85	136.51	158.24	103.92
资产总额(亿元)	406.59	496.17	592.43	570.50
所有者权益(亿元)	150.68	151.42	154.75	155.49
短期债务(亿元)	47.38	26.66	80.36	109.80
长期债务(亿元)	110.17	158.91	150.05	121.15
全部债务(亿元)	157.54	185.58	230.41	230.95
营业收入(亿元)	190.81	292.83	415.10	174.36
利润总额(亿元)	5.05	3.89	5.79	1.20
EBITDA(亿元)	9.68	12.00	18.85	--
经营性净现金流(亿元)	-88.04	2.23	-11.63	-45.85
营业利润率(%)	8.86	8.68	8.55	9.83
净资产收益率(%)	2.33	1.90	2.84	--
资产负债率(%)	62.94	69.48	73.88	72.74
全部债务资本化比率(%)	51.11	55.07	59.82	59.76
流动比率(%)	277.91	266.00	204.08	192.34
经营现金流动负债比(%)	-60.41	1.20	-4.04	--
现金短期债务比(倍)	1.83	5.12	1.97	0.95
EBITDA 利息倍数(倍)	2.24	1.55	1.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.28	15.46	12.23	--
公司本部(母公司)				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年6月
资产总额(亿元)	380.48	435.33	463.42	491.81
所有者权益(亿元)	142.55	141.82	141.88	141.33
全部债务(亿元)	151.67	166.80	207.71	206.65
营业收入(亿元)	128.83	140.37	184.21	78.86
利润总额(亿元)	3.79	1.76	1.17	-0.64
资产负债率(%)	62.53	67.42	69.38	71.26
全部债务资本化比率(%)	51.55	54.05	59.41	59.39
流动比率(%)	276.27	303.09	254.44	202.71
经营现金流动负债比(%)	-31.80	16.02	-3.85	--

注: 公司2020年半年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2017-2019年资本化利息支出金额, 计算EBITDA利息倍数指标时利息支出仅指费用化利息支出

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2020/8/4	唐立倩 吕泽峰	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

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

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 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

广东腾越建筑工程有限公司(以下简称“腾越建筑”或“公司”)前身为顺德市碧桂园建筑工程有限公司,成立于1997年3月25日,初始注册资本1780万元,初始股东为杨国强(出资额比例为52.00%)、苏汝波(出资额比例为12.00%)、杨貳珠(出资额比例为12.00%)、区学铭(出资额比例为12.00%)和张耀垣(出资额比例为12.00%)。2001年3月,公司更名为“顺德市腾越建筑工程有限公司”。2003年4月9日,公司变更为现名。2006年6月,根据广东省对外贸易经济合作厅核发的《关于股权并购设立外资企业广东腾越建筑工程有限公司的批复》(粤外经贸资字〔2006〕389号),公司变更为外商投资企业。历经多次增资及股权转让,截至2020年6月底,公司注册资本和实收资本均为52.00亿元;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”)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57.68%股权,为公司的实际控制人。公司与控股股东及实际控制人的股权关系详见附件1-1。

公司经营范围:房屋建筑工程的施工,各类地基与基础工程的施工,建筑机械安装维修(不含特种设备);生产、销售商品混凝土(经营范围中涉及行政许可的项目凭有效许可证或资质证书经营)。

截至2020年6月底,公司本部内设招标合约部、生产运营部、质量技术部、安全监督部、财务资金部、外拓项目管理部和劳务管理部等共18个职能部门;合并范围内子公司8家。

截至2019年底,公司合并资产总额592.43亿元,所有者权益合计154.75亿元(其中少数

股东权益-178.64万元);2019年,公司实现营业收入415.10亿元,利润总额5.79亿元。

截至2020年6月底,公司合并资产总额570.50亿元,所有者权益155.49亿元;2020年1-6月,公司实现营业收入174.36亿元,利润总额1.20亿元。

公司住所:佛山市顺德区北滘镇工业大道18号;法定代表人:杨宝坚。

二、本期中期票据概况

公司计划于2021年注册总金额为30.70亿元的中期票据,本期计划发行2021年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”),基础发行规模0元,发行上限10.00亿元,期限2+2年,第2个计息年度末附设公司票面利率调整选择权和投资者回售选择权。本期中期票据采用固定利率,每年付息一次,到期一次还本。本期中期票据募集资金全部用于置换前期已归还债券的自有资金。碧桂园控股为本期中期票据提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020年三季度,我国经济进一步复苏,供需全面回暖,物价涨幅有所回落,就业压力有所缓解,财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散,疫情对世界经济的冲击将继续发展演变,外部风险挑战明显增多,国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。

由于我国疫情控制迅速,经济在2020年一季度出现暂时性大幅下滑后,二季度即开始复苏,前三季度实现正增长,GDP累计同比增长

0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第

二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017—2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

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. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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

经济结构改善，消费贡献提升。

2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的-2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。

2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月

份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。

进出口逐季回稳，出口韧性较强。

2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8

个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9月，规模以上工业增加值累计同比增长1.2%；分季度看，一季度下降8.4%，二季度增长4.4%，三季度增长5.8%。1—9月工业企业利润总额同比下降2.4%，较1—3月下降36.7%、1—6月下降12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。

2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨3.3%，涨幅较上半年回落0.5个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降2.0%，降幅较上半年扩大0.1个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。

2020 年9月末，社会融资规模存量280.1万亿元，较上年同期增长13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模29.6万亿元，比上年同期多增9.0万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为11.1万亿元、9.8万亿元和8.8万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9月末M2余额216.4万亿元，较上年同期增长10.9%，较6月末增速（11.1%）略有下降。同期M1余额60.2万亿元，较上年同期增长8.1%，较6月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降，收支缺口更趋扩大。

2020 年前三季度，全国一般公共预算收入14.1万亿元，同比下降6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入11.9万亿元，同比下降6.4%；非税收入2.2万亿元，同比下降6.7%。同期全国政府性基金收入5.5万亿元，同比增长3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共

预算支出17.5万亿元，同比下降1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出2.5万亿元，同比下降2.1%；地方本级累计支出15.1万亿元，同比下降1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6万亿元）、卫生健康支出（1.4万亿元）、农林水支出（1.6万亿元）和债务付息支出（7351.0亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口3.4万亿元，较二季度缺口（2.0万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。

2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9月城镇调查失业率5.4%，较6月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入3.3万元，比上年同期名义增长2.8%，名义增速比上年回升1.3个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。

2020 年前三季度，全国实现减税降费累计2.09万亿元。其中，新增减税降费1.37亿元，翘尾新增减税降费7265亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，

全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。

2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1-9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11%和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议

（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。

2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济

增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。

冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及GDP增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。

一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测2020年第四季度全球贸易同比增长将下降3%，较三季度收窄4个百分点；从主要发达经济体制造业PMI来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

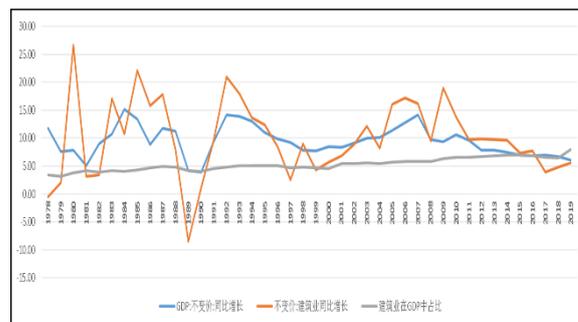
四、行业及区域经济环境

1. 建筑业概况

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，建筑业对国民生产总值的占比在2009年突破6%，2019年达到7.16%。建筑业变动趋势与宏观经济走势大致相同，但由于投资往往是我国调控经济的重要手段，因而也存在一定的逆周期特征，建筑业对经济增长的托底作用表现明显。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。但随着经济下行压力的加大，其逆周期特征有所显现，

2019年建筑业增速及其在国民经济中的占比均出现明显上升，建筑业对国民生产总值的贡献比重再次出现明显上升势头。

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

2019年，全国水泥价格指数中枢较上年继续上移；受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及钢铁企业内部的“降本增效”的成效显现，钢铁价格维持平稳状态。2020年以来，受“新冠”疫情影响，短期内钢铁、水泥价格受到压制；但考虑到政府日趋严格的错峰生产措施，以及后期赶工影响，钢铁、水泥价格有望企稳。

建筑企业的上游“原材料”主要为各类建材。其中钢筋一般占建筑总造价的15%~18%，水泥占15%~16%，因此钢筋和水泥的价格波动对建筑企业成本的影响很大。水泥价格方面，2018年以来，由于行业协会主导的错峰生产使得水泥行业供给端有效压缩，使得水泥价格正式步入上行通道，2019年全国水泥价格指数中枢较2018年继续上移。受“新冠”疫情影响，2020年的下游需求启动有所延迟，企业自发延长停产时间的概率较大，短期内水泥价格受到一定压制，但伴随政府日趋严格的错峰生产措施，水泥价格趋势有望企稳。钢材价格方面，2018年以来，钢材价格较为平稳，主要受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及2016年以来钢铁企业内部“降本

增效”以及“产品结构优化”的成效开始显现。同样受“新冠”疫情影响，物流运输受限，不断增大的库存压力已倒逼部分钢厂减产停产，同时由于下游需求尚在缓慢启动的过程中，钢材价格短期内受到压制，但随着复工进度的加快，长期来看钢材价格有望企稳。

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

2019年，房地产行业投资仍保持一定韧性，全国基建投资表现低迷。2020年以来，受“新冠”疫情影响，房企融资环境有望进一步宽松；在基建支持政策持续加码带动之下，基建投资增速可能会有所回升。

2019年，全国房地产开发投资132194亿元，同比增长9.9%，增速较上年加快0.4个百分点。从房地产开发投资的分项看，依赖于土地购置费以及建安成本的交错带动，2019年投资增速仍保持一定韧性。但考虑到2019年以来土地成交价款出现明显回落将逐渐传导至土地购置费，以及土地成交面积下降导致建安投资增速边际减弱，短期内投资增速仍有一定下行压力。

2019年12月，央行和银保监会房地产融资表态首次将房地产融资纳入“逆周期调节”范畴，不再突出强调防范、抑制房地产金融化。2020年以来，受“新冠”疫情影响，房地产逆周期调节力度有望进一步加大，房企融资环境有望进一步宽松，房地产行业未来逆周期调节而导致建筑业需求的变化值得进一步关注。

基建投资方面，2019年，地方政府主导的部分项目受制于隐性债务核查，相应配套

资金受限；中央政府主导的部分项目受下游需求放缓以及建设进度已基本完成影响，投资需求较少。全国基建投资表现低迷。全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长3.8%，增速较上年同期持平。从细分领域来看，水利、环境和公共设施管理业投资同比增长2.9%，增速较2019年1—11月回落0.1个百分点，仍然处于较低水平；交通运输、仓储和邮政业投资同比增长3.4%，增速自2019年以来持续回落，其中道路运输业投资同比增长9.00%，铁路运输业投资同比下降0.1%。

2019年下半年以来，促进基础设施建设投资政策频出，如《交通强国建设纲要》发布、南水北调会议要求重大水利项目紧急启动、中央提出加快新基建的建设、国务院降低部分基础设施项目最低资本金比例、财政部提前下达2020年部分新增专项债务限额等。该类政策组合将利好未来基建投资，基建投资将成为“逆周期调节”主要抓手，交通、水利基础设施以及新基建等领域项目也将成为基建投资重点。此外，面对“新冠”疫情对国民经济造成的冲击，政府或将进一步加大逆周期调节力度，基建投资增速可能会有所回升。

3. 建筑行业竞争态势分析

2019年，在资金端和需求端共同影响下，建筑业集中度加速提升。长期来看，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大型国有企业及细分领域的龙头企业有望维持市场占有率的扩张。

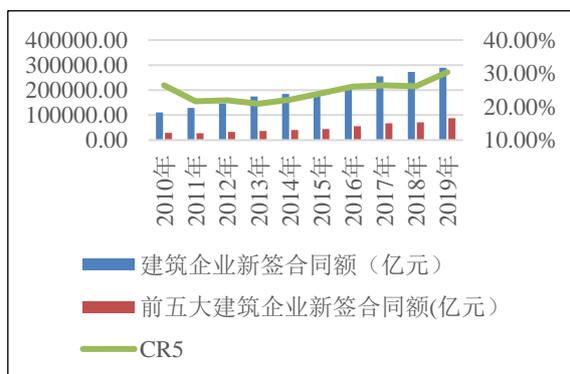
从需求端来看，2016—2017年，随着棚改以及PPP项目的大力推行，建筑业的需求较为旺盛，中小企业获取工程承包项目相对容易；而从资金端来看，市场流动性相对宽松导致企业之间融资能力差异体现不明显，资质较弱的施工企业可通过较大比例的垫资获取项目。2019年，由于地产面临周期性下行，基建投资增速受项目储备不足以及政府债务管控

力度加大的影响延续了2018年以来的低迷态势，建筑行业需求端有所萎缩；此外，2018年以来投资者风险偏好降低，叠加资管新规等金融政策的推行导致建筑施工企业资金端有所收紧。总体看，2019年以来需求和资金端加速了资质和融资能力相对较弱的施工企业的出清，进而导致建筑业集中度的提升。

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。2019年，央企、地方国企以及民企新签合同增速分别为17.49%、13.52%和-12.36%。从细分行业来看，2019年新签合同CR5（前五大企业新签合同在全行业占比）由2018年的26.11%上升至2019年的30.38%，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—2019年前五大建筑企业新签合同占比情况



注：前五大企业分别为中国建筑股份有限公司、中国中铁股份有限公司、中国铁建股份有限公司、中国交通建设股份有限公司和中国冶金科工股份有限公司

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4. 建筑行业发展趋势

2019年，建筑业继续在国民经济中扮演重要角色；但随着经济向中低增长阶段过渡，建筑业未来增速或将长期放缓，进入中低速增长阶段。短期来看，基建和房地产逆周期调节力度持续加码，资金面保持相对宽松状态，对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。整体看，建筑业行业风险为中等，行业展望为稳定。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2020年6月底，公司注册资本和实收资本均为52.00亿元；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57.68%股权，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。

公司是国内规模较大的施工企业，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2020年6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二级、建筑机电安装工程专业承包三级、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 2020 年 6 月底，公司已在东北、湖南、湖北、安徽、江苏等地设有 36 家区域分公司。

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；在广东云浮、茂名、韶关、广州、河南周口、江苏句容、湖北武汉、马来西亚等地的多个项目，相继成为地方政府主管部门指定的观摩工地。

近年来，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。

表2 同行业企业2019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	债权销售周转次数	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
重庆市中科控股有限公司	177.25	55.09	52.49	3.23	4.04	0.58	0.30	16.29	3.26	5.25
江苏中南建筑产业集团有限责任公司	539.39	101.87	221.77	6.24	1.58	2.07	0.48	8.76	3.22	4.44
龙元建设集团股份有限公司	594.45	117.23	214.27	14.78	2.10	1.42	0.39	9.74	3.94	8.81
广东腾越建筑工程有限公司	592.43	154.75	415.10	5.79	2.38	2.06	0.76	8.55	4.42	2.84

资料来源：联合资信整理

3. 人员素质

公司现有高管人员从业经验丰富，专业技术人才储备较为充足，员工年龄、学历、专业结构合理，可基本满足公司的日常经营需求。

截至 2020 年 6 月底，公司高级管理人员包括董事长、总经理、执行总经理、常务副总经理、副总经理、总会计师、总经济师和总工程师等共 13 人。

杨惠妍女士，1981 年生，硕士学历；历任碧桂园控股采购部经理、执行董事、副主席；2006 年至今任公司董事长。

杨宝坚先生，1963 年生，中专学历；历任公司园艺部经理；2011 年至今任公司总经理兼法定代表人。

吕晓继先生，1977 年生，本科学历，中共党员、中国注册会计师；历任美的集团股份有限公司电机事业部财务总监、洗涤电器事业

部财务总监，威灵控股有限公司（HK.00382）CFO，碧桂园控股沪苏区域财务总监、融资管理部总经理；2016 年至今任公司总会计师。

截至 2020 年 6 月底，公司共有员工 8672 人，员工年龄、学历、专业结构合理，按照年龄、学历、职称分类构成情况如下表所示。

表3 员工构成情况（单位：人、%）

分类	人数	占比
按年龄分类		
20~30 岁	4841	55.82
31~40 岁	2554	29.45
41~50 岁	920	10.61
50 岁以上	357	4.12
按学历分类		
本科及以上学历	3177	36.64
大专	3605	41.57
大专以下	1890	21.79
按职称分类		
一级建造师	711	8.20
二级建造师	509	5.87

高级工程师	165	1.90
初中级工程师及其他	7287	84.03

资料来源：公司提供

4. 外部支持

公司实际控股方碧桂园控股综合实力雄厚，依托于强大的控股方背景，公司业务规模稳定增长；此外，碧桂园控股通过公司直接股东广东耀康向公司注资，进一步提升了公司的资本实力。

公司实际控股方碧桂园控股是中国领先的城镇化住宅开发商，专注于国内一、二线城市的近郊及经济发展潜力高的三、四线城市的高质量物业开发，在 2019 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第一位，在 2019 年《财富》世界 500 强排名中位列 177 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超 90%。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。近年来，随着碧桂园控股房地产开发业务的快速扩张，公司新签合同额及营业收入快速增长，新签合同额由 2017 年的 279.23 亿元增至 2019 年的 527.59 亿元，主营业务收入由 188.91 亿元增至 411.61 亿元。

2017 年 1 月，公司股东广东耀康以货币出资的形式向公司注资 40.00 亿元，使公司注册资本及实收资本增加至 49.00 亿元；2017 年 4 月，广东耀康将广东诚加装饰设计工程有限公司的股权共 3.00 亿元转让给公司，使公司注册资本及实收资本增加至 52.00 亿元。

5. 企业信用记录

公司过往信贷记录良好，未发现公司有其他不良信用记录。

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

2020 年 12 月 11 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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构清晰，机构设置合理，且执行情况良好。

公司依据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定，制定了《公司章程》。

公司不设股东会，股东决议以股东决定的形式出具。

公司设立了董事会，董事会由 3 名成员组成，其中设董事长 1 名；董事由投资者委派及撤换，每届任期三年，经继续委派可以连任。

公司不设监事会，设置 1 名监事，任期三年，可以连选连任。同时规定董事、高级管理人员不得兼任监事。

公司设总经理 1 名、执行总经理 1 名、常务副总经理 1 名、副总经理 6 名、总工程师 1 名、总经济师 1 名及总会计师 1 名，以上管理人员由董事会聘任或解聘，对董事会负责，负责执行董事会的各项决议，组织和领导公司的日常生产建设和经营管理等。

目前，公司已按章程规定配备相关人员，董事会及管理层等运行情况良好。

2. 管理水平

公司结合自身实际业务经营情况，制定了详细且具体的管理制度，部门职责划分明确，能够满足日常经营的需要。

公司为加强治理和内部控制机制建设，形成了以财务管理，投融资管理，担保管理，安全生产管理，对子公司资产、人员、财务的

管理等为主要内容的较为完善的内部控制体系。

财务管理方面，公司根据《企业会计准则》，结合经营状况及有关行业规定，制定了《广东腾越建筑工程有限公司财务资金部标准化手册》《广东腾越建筑工程有限公司财务资金部会计核算规范》《广东腾越建筑工程有限公司财务内控检查制度》等一系列财务管理办法，全面指导和规范公司及下属企业的会计核算、财务资金运营等工作，对公司资金进行集中管理和监控，降低公司的资金风险。

投融资管理方面，公司制定了《广东腾越建筑工程有限公司债务债权管理制度》，规范公司投资及融资的决策、运作、管理、回报考核等，以降低投资成本，提高投资效率，规范融资管理。

安全生产管理方面，公司建立了质量、环境、职业健康安全三大整合型管理体系文件，使公司的安全管理能力有所提高。但联合资信亦关注到，2020年5月16日，公司所负责建设的玉林市碧桂园凤凰城5期A1标段1#、2#、5#楼项目发生一起施工电梯坠落事故，造成6人死亡。随着公司所承建的项目数量不断增加，其项目管理难度增大，其施工安全及工程质量相关制度的执行情况有待观察。

对外担保方面，为规范公司对外担保行为，控制和降低担保风险，保证公司资产安全，公司制定了对外担保管理制度。该制度对公司的对外担保的申请及对象审核、对外担保的审批、担保合同及反担保合同的订立、对外担保的日常管理和风险控制、对外担保的信息披露与责任追究等事项进行了规定，严格控制担保风险。

对子公司的管控方面，公司明确了对控股子公司的重大事项监督管理，对子公司对外投资、向银行贷款、对外担保、财务管理等做了相应的规定。控股子公司原则上不具备

对外投资、向银行贷款、对外担保的权限，如有特殊情况必须由公司本部授权批准。在财务管理方面，公司与各子公司实行统一财务管理制度，各子公司独立核算后，再纳入公司整体核算。

七、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。近年来，受益于碧桂园控股房地产业务发展，公司主营业务收入规模快速增长；同时，受施工成本增长等因素影响，公司主营业务毛利率不断下降。

公司是碧桂园控股下属最重要的房建施工企业，业务收入主要来源于碧桂园控股集团内的房地产开发项目。近年来，公司主营业务收入快速增长，其中来源于碧桂园控股内部的收入金额占比均达到90%以上。建筑施工业务为公司收入的主要来源，近年来收入快速增长，占主营业务收入的比重为85%左右；同时，装修装饰和机电安装业务对公司收入形成较好的补充。2017—2019年，公司主营业务收入年均复合增长47.61%，一方面系碧桂园控股房地产板块业务发展较快，对建筑工程的需求增长较快，另一方面系公司积极拓展集团外业务所致。

盈利水平方面，2017—2019年，公司主营业务毛利率不断下降，三年分别为9.33%、9.11%和8.97%，主要系建筑成本、人工成本增长等因素影响所致。其中，建筑施工业务毛利率不断下降，2019年为7.22%。

2020年1—6月，公司实现主营业务收入172.83亿元，相当于2019年全年的41.99%，主营业务毛利率上升至10.22%。

表4 公司主营业务收入及毛利率情况 (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
建筑施工	162.45	85.99	7.80	243.73	84.03	7.52	349.86	85.00	7.22	150.64	87.16	8.59
装修装饰	13.05	6.91	20.28	18.70	6.45	21.20	23.46	5.70	24.44	7.84	4.54	29.79
机电安装	10.90	5.77	15.06	24.11	8.31	13.87	33.02	8.02	14.64	12.59	7.29	16.71
安防设备安装	1.68	0.89	18.74	2.23	0.77	13.41	3.77	0.92	16.83	1.19	0.69	15.62
其他	0.84	0.44	41.68	1.28	0.44	37.91	1.50	0.36	31.43	0.56	0.32	19.20
合计	188.91	100.00	9.33	290.05	100.00	9.11	411.61	100.00	8.97	172.83	100.00	10.22

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

2. 业务经营分析

公司施工资质较齐全, 施工经验较丰富, 采购管理水平较高; 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开发现金流周转效率影响, 存在一定的不确定性。

公司的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。

从业务模式看, 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¹。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, 物资设备部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。2017年, 碧桂园控股进一步强调将碧盛发展作为集团统一集采平台, 公司通过碧盛发展集中采购原材料规模显著增加。公司与碧盛发展就原材料采购签订了框架协议, 协议约定公司可依据实际经营及自行评估市场动态, 预付材料款给碧盛发展, 并获取价格优惠权和优先供货权。2019年, 公司及下属子公司

¹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投标流程, 但具有相同条件下优先中标的内部优势。

向碧盛发展采购的原材料金额(含税)为 27.84 亿元, 占总采购金额的比例为 7.11%。

表5 2019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	27.84	采购材料	7.11
海阳市恒华建筑劳务分包有限公司	11.66	采购劳务	2.98
深圳市华达成建筑装饰劳务有限公司	6.23	采购劳务	1.59
佛山市海旭建筑劳务有限公司	5.34	采购劳务	1.36
深圳市润和建筑劳务有限公司	4.15	采购劳务	1.06
合计	55.22	--	14.10

注: 以上2019年采购金额为含税金额
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程量, 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。

表6 公司业务收入分地区情况 (单位: 亿元、%)

项目	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
华南地区	104.90	55.53	149.24	51.45	188.94	45.90	66.02	38.20
华东地区	24.62	13.03	38.11	13.14	80.54	19.57	42.42	24.54
华中地区	23.41	12.39	54.16	18.67	35.14	8.54	18.92	10.95
西南地区	17.98	9.52	27.22	9.38	57.36	13.94	19.98	11.56
华北地区	12.09	6.40	14.37	4.96	13.65	3.32	7.81	4.52
东北地区	3.36	1.78	0.51	0.17	5.68	1.38	3.89	2.25
西北地区	2.55	1.35	6.45	2.22	30.29	7.36	13.79	7.98
合计	188.91	100.00	290.05	100.00	411.61	100.00	172.83	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

近年来, 受益于碧桂园控股项目开发规模的扩大, 公司新签合同总额快速增长, 施工面积不断增加, 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

2019年, 公司前五大客户业务量金额合计 31.74 亿元, 占公司营业收入的比重为 7.65%, 集中度低。但考虑到公司实际业务主要来源于碧桂园控股集团内的房地产开发项目, 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构成一定压力。

从经营区域来看, 公司业务以华南、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 2020 年 6 月底, 公司已在东北、湖南、湖北、安徽、江苏等地设有 36 家区域分公司。2017-2019 年及 2020 年 1-6 月, 公司来自华南地区的主营业务收入分别为 104.90 亿元、149.24 亿元、188.94 亿元和 66.02 亿元, 占同期主营业务收入的比例不断下降, 分别为 55.53%、51.45%、45.90%和 38.20%; 华东地区主营业务收入占比有所提升, 2019 年为 19.57%, 2020 年 1-6 月为 24.54%。

供了有力支撑。

公司业务承揽规模与碧桂园控股房地产开发项目的推进程度密切相关。2017-2019 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。其中，房建工程业务新签合同额年均复合增长37.46%，占新签合同总额的比重超过85%。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%以上；非住宅类工程主要包括学校、社区用房、工业厂房等，近年来新签合同额较小。建筑安装是公司房建工程的重要配套业务，包括机电安装和安防设备安装等，主要服务于碧桂园控股各大房地产楼盘以及自主经营的酒店、会馆等高端建筑，近年来新签合同金额波动增长。此外，2017年公司将其控股子公司广东诚加装饰设计工程有限公司纳入合并范围内，2017—2019年装修装饰项目新签合同额持续增长。2020年1—6月，受疫情影响，公司新签合同金额较少，为155.59亿元，相当于2019年全年新签合同金额的29.49%。

表7 公司新签合同情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
房建工程	253.42	403.18	474.81	137.58
其中：住宅类	247.11	399.94	451.51	133.01
非住宅类	6.31	3.24	23.30	4.57
建筑安装	18.72	46.48	39.52	15.53
装修装饰	7.10	12.14	13.26	2.48
合计	279.23	461.80	527.59	155.59

资料来源：公司提供

截至2020年6月底，公司在手合同总额708.71亿元，较上年底增长1.42%，规模较大，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	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
新开工面积	1959.52	3178.64	2982.15	752.18
竣工面积	1086.40	1635.70	2285.52	643.60
在施工面积	2226.04	3768.98	4158.02	4266.60

注：2019年及以后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，2017—2019年，公司新开工面积波动增长，施工规模明显提升。截至2020年6月底，公司在施工面积为4266.60万平方米，为其未来收入增长提供了有力保障。

截至2020年6月底，公司前十大在建房建项目均来源于碧桂园控股，主要包括容桂凤凰湾项目、碧桂园时代城润园、西樵碧桂园工程以及翁源碧桂园等项目，合同金额总计为111.15亿元。

表9 截至2020年6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	合同金额	预计竣工日期
在建项目		
容桂凤凰湾项目	43.00	2022/12/30
碧桂园时代城润园	18.83	2022/04/20
西樵碧桂园工程	9.44	2020/12/30
翁源碧桂园	7.82	2021/09/30
泰州碧桂园林湖郡276#(15#)、277#(16#)、278#(17#)、279#(18#)楼及1号车库（C区三期）	6.85	2020/09/24
肇庆端州碧桂园一期1区	5.44	2020/12/23
郑州高新区西流湖百炉屯R6、R7地块及郑州中学第二附属小学设计施工总承包工程	5.25	2021/02/05
陕西宝鸡凤凰城一期一标段	4.94	2020/07/15
龙城府一期	4.81	2021/01/30
车创置业广场	4.77	2020/12/30
小计	111.15	--
拟建项目		
碧悦广场二期17栋及地下室三区	3.16	2023/01/09
高隆湾海湾汇项目	1.62	2022/11/15
碧桂园楚悦台项目一期（5#、6#、13#、15#、19-20#、25-28#、31-35#、1#、2#地下室）	1.67	2022/04/30
长沙项目	1.62	2022/05/31
岳阳项目	1.54	2022/05/31
小计	9.61	--
合计	120.76	--

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2020年6月底，公司前十大在建的建筑安装项目合同造价总额约2.83亿元，前十大装修设计项目合同造价总额约1.41亿元。

3. 经营效率

近年来,公司经营效率一般,处于行业偏低水平。

2017—2019年,公司销售债权周转次数分别为1.95次、2.16次和2.38次;存货周转次数分别为2.15次、2.00次和2.06次;总资产周转次数分别为0.53次、0.65次和0.76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

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,增加对集团外业务的承接能力。

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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2018年度合并财务报告,瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)对上述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。公司提供了2019年度合并财务报告,大信会计师事务所(特殊普通合伙)对该财务报告进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年1—6月财务报告未经审计。

从合并范围来看,2017年公司合并范围新增1家子公司,为碧桂园控股协议转让;2018年公司合并范围减少1家子公司,系股权转让划出;2019年,公司合并范围新增1家子公司,系公司新设;2020年1—6月,公司合并范围未发生变动。截至2020年6月底,公司纳入合并范围子公司8家。总体看,公司合并范围变动子公司规模不大,财务数据可比性较强。

2. 资产质量

近三年,公司资产总额不断增长,构成以流动资产为主,其中货币资金、应收类款项及存货占比大,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。

2017—2019年末,公司资产规模持续增长,年均复合增长20.71%。截至2019年底,公司资产总额592.43亿元,较上年底增长19.40%。其中,流动资产占99.08%,非流动资产占0.92%。公司资产以流动资产为主,资产结构较上年底变化不大。

表10 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

科目	2017年		2018年		2019年		2020年6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	83.87	20.63	123.49	24.89	134.04	22.63	77.16	13.52
应收账款	116.64	28.69	138.22	27.86	172.74	29.16	166.36	29.16
预付款项	34.01	8.37	18.58	3.75	16.51	2.79	21.94	3.84
其他应收款	60.44	14.86	26.26	5.29	25.53	4.31	32.93	5.77

存货	100.65	24.76	165.21	33.30	201.67	34.04	226.18	39.65
流动资产	405.04	99.62	494.32	99.63	586.99	99.08	565.21	99.07
非流动资产	1.55	0.38	1.85	0.37	5.44	0.92	5.29	0.93
资产总额	406.59	100.00	496.17	100.00	592.43	100.00	570.50	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2020年半年报整理

2017—2019年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长20.38%。截至2019年底，公司流动资产586.99亿元，较上年底增长18.75%，主要系存货及应收账款增长所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。

截至2019年底，公司货币资金134.04亿元，较上年底增长8.54%。其中受限货币资金12.89亿元，主要为保证金及劳动纠纷冻结资金。

公司应收账款主要为应收工程款。2017—2019年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长21.69%。截至2019年底，公司应收账款172.74亿元，较上年底增长24.98%，主要系业务规模增长所致。应收账款账龄相对较短，一年以内的占78.87%，1~2年占11.45%。从集中度来看，公司应收账款欠款方前五名占公司期末应收账款余额的9.55%，集中度相对较低。公司应收账款计提坏账0.24亿元。

表 11 截至 2019 年底公司应收账款前五名情况
(单位：亿元、%)

单位	账面余额	占余额比例
韶关市碧桂园房地产开发有限公司	6.25	3.61
韶关市顺宏房地产开发有限公司	3.11	1.80
惠州市旭晓置业有限公司	2.71	1.57
清远碧桂园物业发展有限公司	2.23	1.29
贵州中泰置业有限公司	2.22	1.26
合计	16.52	9.55

资料来源：公司年度报告

公司预付款项主要为预付材料款、工程款及分包款。2017—2019年末，公司预付款项持续下降，年均复合下降30.32%。截至2019年底，公司预付款项16.51亿元，较上年底下降11.13%。

公司其他应收款主要为工程项目保证金、代垫工程款以及往来款。2017—2019年末，公

司其他应收款快速下降，年均复合下降35.00%，主要系公司收回前期其他应收款所致。截至2019年底，公司其他应收款25.53亿元，较上年底变化不大。公司其他应收款账龄在一年以内的占61.88%，1~2年的占17.72%，2~3年的占12.40%，三年以上的占8.00%，账龄相对较短；从集中度方面看，其他应收款前五名欠款方合计占期末余额的46.88%，集中度一般。公司其他应收款期末计提坏账余额1.87亿元。

表 12 截至 2019 年底公司其他应收款前五名情况
(单位：亿元、%)

单位	款项性质	期末余额	占余额比例
沈阳双兴建设集团有限公司	非关联方资金往来	8.33	30.38
广东大城建设集团有限公司	非关联方资金往来	2.03	7.42
海阳市恒华建筑劳务分包有限公司	非关联方资金往来	1.13	4.14
陕西星丰工程建设有限公司	非关联方资金往来	0.76	2.77
广东金辉华集团有限公司	非关联方资金往来	0.59	2.17
合计	--	12.85	46.88

资料来源：公司年度报告

公司存货主要为已经投入建设但未结转收入的在建项目。2017—2019年末，公司存货快速增长，年均复合增长41.55%。截至2019年底，公司存货201.67亿元，较上年底增长22.07%，主要系工程投入增长所致。2019年公司计提存货跌价准备920.77万元。

2017—2019年末，公司非流动资产规模快速增长，年均复合增长87.18%，占总资产比例小。截至2019年底，公司非流动资产5.44亿元，较上年底增长194.71%，主要系当年新增其他非流动资产3.50亿元所致（主要为预付购房款）。公司非流动资产主要由固定资产、递延所得税

资产和其他非流动资产构成。

截至2020年6月底，公司资产总额570.50亿元，较上年底下降3.70%。其中，流动资产占99.07%，非流动资产占0.93%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。同期，公司货币资金77.16亿元，较上年底下降42.44%，主要系业务资金支出及偿还往来款所致。其余科目较2019年底变动不大。

截至2020年6月底，公司资产受限情况如下表所示，总体看公司资产受限比例不高。

表13 截至2020年6月底公司资产受限情况

受限制资产类别	账面价值(亿元)	占资产总额比例(%)	受限原因
银行承兑汇票保证金	10.13	1.78	业务需要
工人工资保证金	2.01	0.35	业务需要
劳动纠纷冻结	1.28	0.22	案件纠纷，法院保全资产冻结部分资金

表14 公司主要所有者权益构成情况(单位:亿元、%)

项目	2017年		2018年		2019年		2020年6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	52.00	34.58	52.00	34.34	52.00	33.60	52.00	33.44
未分配利润	85.27	56.71	87.97	58.09	92.25	59.60	92.98	59.80
专项储备	7.88	5.24	6.08	4.01	5.01	3.24	5.01	3.22
盈余公积	5.21	3.46	5.39	3.56	5.50	3.56	5.50	3.54
所有者权益	150.68	100.00	151.42	100.00	154.75	100.00	155.49	100.00

资料来源:根据公司审计报告及2020年半年报整理

2017—2019年末，公司实收资本和资本公积未发生变化；截至2019年底，公司实收资本和资本公积分别为52.00亿元和0.01亿元。

2017—2019年末，公司未分配利润持续增长；截至2019年底为92.25亿元，较上年底增长4.86%。

截至2020年6月底，公司所有者权益155.49亿元，较2019年底变动不大。

近年来，公司负债总额快速增长，构成以

文明施工保证金	1.11	0.19	业务需要
信用证保证金	0.04	0.01	业务需要
社保专户	0.04	0.01	业务需要
保函保证金	0.01	0.00	业务需要
其他	0.01	0.00	业务需要
合计	14.63	2.56	--

资料来源:公司提供

3. 资本结构

近三年，公司所有者权益有所增长，构成以实收资本和未分配利润为主，所有者权益稳定性一般。

2017—2019年末，公司所有者权益有所增长，年均复合增长1.34%。截至2019年底，公司所有者权益合计154.75亿元，较上年底增长2.20%。其中，实收资本和未分配利润分别占33.60%和59.60%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

流动负债为主；有息债务规模快速增长，以长期债务为主，公司整体债务负担较重，可能面临很大的集中偿付压力。

2017—2019年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长30.78%。截至2019年底，公司负债总额437.68亿元，较上年底增长26.96%。其中，流动负债占65.72%，非流动负债占34.28%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

表15 公司主要负债构成情况(单位:亿元、%)

科目	2017年		2018年		2019年		2020年6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.50	2.40	11.86	6.38	15.85	5.51	16.65	4.01

应付票据	43.77	30.03	14.71	7.92	26.64	9.26	35.63	8.58
应付账款	60.28	41.36	97.10	52.25	109.09	37.93	107.03	25.79
预收款项	11.96	8.20	12.41	6.68	18.51	6.44	21.90	5.28
其他应付款	10.04	6.89	42.72	22.99	70.69	24.58	44.65	10.76
一年内到期的非流动负债	0.12	0.08	0.09	0.05	37.87	13.17	57.52	13.86
流动负债	145.74	56.95	185.84	53.91	287.63	65.72	293.86	70.81
应付债券	109.55	99.44	158.45	99.71	149.65	99.73	120.77	29.10
非流动负债	110.17	43.05	158.91	46.09	150.05	34.28	121.15	29.19
负债总额	255.91	100.00	344.75	100.00	437.68	100.00	415.01	100.00

注：“其他应付款”不包含“应付利息”和“应付股利”

资料来源：根据公司审计报告及2020年半年报整理

2017—2019年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长40.48%。截至2019年底，公司流动负债287.63亿元，较上年底增长54.77%，主要系其他应付款和一年到期的非流动负债增长所致。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。

截至2019年底，公司短期借款15.85亿元，均为质押借款，质押物为应收账款及商业承兑汇票。

公司应付票据主要为商业承兑汇票和银行承兑汇票，主要用于支付材料供应商的工程款和材料款。2017—2019年末，公司应付票据波动下降，年均复合下降21.99%。截至2019年底，公司应付票据26.64亿元，较上年底增长81.07%，主要系银行承兑汇票增长所致。

公司应付账款主要系生产经营活动中应付材料、设备款和应付工程款。2017—2019年末，公司应付账款快速增长，年均复合增长34.53%。截至2019年底，公司应付账款109.09亿元，较上年底增长12.35%。公司应付账款账龄较短，一年以内占78.21%。

公司预收款项主要为预收工程款。2017—2019年末，公司预收款项持续增长，年均复合增长24.42%。截至2019年底，公司预收款项18.51亿元，较上年底增长49.19%，主要系公司新承接工程项目，预收款增加所致。

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。2017—2019年末，公司其他应付款快速增长，年均复合增长165.36%。截至2019年底，公司其他应付款70.69亿元，较上年底增长65.49%，主要系与关联方的往来款增长所致。

截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债37.87亿元，较上年底增加37.78亿元，均为一年内到期的应付债券。

2017—2019年末，公司非流动负债波动增长，年均复合增长16.71%。截至2019年底，公司非流动负债150.05亿元，较上年底下降5.57%。公司非流动负债主要由应付债券构成。

2017—2019年末，公司应付债券波动增长，年均复合增长16.88%。截至2019年底，公司应付债券149.65亿元，较上年底下降5.55%。

2017—2019年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长20.93%。截至2019年底，公司全部债务230.41亿元，较上年底增长24.16%；其中短期债务占34.88%，长期债务占65.12%，以长期债务为主。2017—2019年末，公司资产负债率持续增长，分别为62.94%、69.48%和73.88%；全部债务资本化比率持续增长，分别为51.11%、55.07%和59.82%；长期债务资本化比率波动增长，分别为42.23%、51.21%和49.23%。

截至2020年6月底，公司负债总额415.01亿元，较上年底下降5.18%。其中，流动负债占70.81%，非流动负债占29.19%。截至2020年6月底，公司其他应付款44.65亿元，较上年底下降36.85%，主要系公司偿还了部分往来款所致；同时，公司应付债券120.77亿元，较上年底下降19.30%，主要系部分应付债券根据到期时间重分类至一年内到期的非流动负债所致。

截至2020年6月底，公司全部债务230.95亿元，较2019年底变化不大。债务结构方面，短期债务占47.54%，长期债务占52.46%，结构相对均衡。从债务指标来看，截至2020年6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72.74%、59.76%和43.79%，较2019年底分别下降1.13个百分点、0.06个百分点和5.44个百分点。

从债务期限结构看，公司短期债务规模为109.80亿元，公司将面临很大的集中兑付压力。

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入快速增长，但期间费用及应收债权保理贴现损失规模大，对公司利润造成较大侵蚀，公司整体盈利能力一般。

2017—2019年，公司营业收入快速增长，年均复合增长47.50%；2019年，公司实现营业收入415.10亿元，同比增长41.75%。2017—2019年，公司营业成本快速增长，年均复合增长47.76%；2019年，公司营业成本378.16亿元，同比增长42.07%。2017—2019年，公司营业利润率持续下降，分别为8.86%、8.68%和8.55%。

从期间费用看，2017—2019年，公司费用总额持续增长，年均复合增长61.12%。2019年，公司期间费用总额为27.02亿元，同比增长50.76%，主要系财务费用和研发费用增长所致；从构成来看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为0.50%、30.64%、23.06%和45.79%，以财务费用和管理费用为主。2017—2019年，公司期间费用占营业收入比例分别为5.46%、6.12%和6.51%，公司费用规模大，

对整体利润侵蚀较大。

非经常性损益方面，近年来公司应收债权保理损失等营业外支出对公司利润造成较大侵蚀。2019年，公司营业外支出2.82亿元，其中应收债权保理融资产生贴现损失2.73亿元。2017—2019年，公司利润总额波动增长，分别为5.05亿元、3.89亿元和5.79亿元。

从盈利指标看，2017—2019年，公司总资产收益率持续增长，分别为2.54%、3.15%和4.42%；净资产收益率波动增长，分别为2.33%、1.90%和2.84%。总体来看，公司整体盈利能力一般，处于行业较低水平（见表2）。

2020年1—6月，公司实现营业收入174.36亿元，相当于2019年全年收入的42.00%，营业利润率为9.83%，实现利润总额1.20亿元。

5. 现金流分析

近三年，随着业务经营的扩张，公司经营活动现金流入量不断增长，工程回款情况尚可；投资活动现金流量净额波动较大；筹资活动现金流量净额不断下降。随着公司业务的不扩展，公司存在一定的筹资需求。

表16 公司现金流量情况

(单位：亿元、%)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1—6月
经营活动现金流入小计	197.56	484.47	596.15	196.15
经营活动现金流出小计	285.60	482.24	607.78	241.99
经营现金流量净额	-88.04	2.23	-11.63	-45.85
投资活动现金流入小计	5.63	21.25	4.04	2.40
投资活动现金流出小计	0.28	24.06	3.42	2.26
投资活动现金流量净额	5.35	-2.82	0.63	0.15
筹资活动前现金流量净额	-82.69	-0.59	-11.00	-45.70
筹资活动现金流入小计	104.28	138.47	70.98	27.51
筹资活动现金流出小计	49.40	94.75	51.60	40.44
筹资活动现金流量净额	54.88	43.72	19.38	-12.93
现金收入比	87.80	96.49	98.39	109.39

资料来源：根据公司审计报告及2020年半年报整理

公司经营活动现金流主要为业务收支和关联方往来款等。2017—2019年，公司经营活动现金流入持续增长，分别为197.56亿元、484.47亿元和596.15亿元，主要为收到的工程款。2017

—2019年，公司经营活动现金流出持续增长，分别为285.60亿元、482.24亿元和607.78亿元，主要为支付的材料款、工程款、分包款和职工薪酬。2017—2019年，公司经营活动现金流量净额分别为-88.04亿元、2.23亿元和-11.63亿元。2017—2019年，公司现金收入比持续增长，分别为87.80%、96.49%和98.39%，收入实现质量尚可。

公司投资活动主要为理财产品的投资及赎回。2017—2019年，公司投资活动现金流入分别为5.63亿元、21.25亿元和4.04亿元，公司投资活动现金流出分别为0.28亿元、24.06亿元和3.42亿元。2018年，公司投资活动现金流入及流出规模均较大，主要系当年理财产品收支规模较大所致。2017—2019年，公司投资活动现金净额分别为5.35亿元、-2.82亿元和0.63亿元。

筹资活动方面，2017—2019年，公司筹资活动现金流入波动下降，分别为104.28亿元、138.47亿元和70.98亿元，主要为取得借款及发行债券收到的现金。2017—2019年，公司筹资活动现金流出波动增长，分别为49.40亿元、94.75亿元和51.60亿元，主要为支付的有息债务本金和利息、票据保证金。2017—2019年，公司筹资活动现金流量净额不断下降，分别为54.88亿元、43.72亿元和19.38亿元。

2020年1—6月，公司经营活动现金流量净额为-45.85亿元，投资活动现金流量净额为0.15亿元，筹资活动现金流量净额为-12.93亿

元。

6. 偿债能力

公司长、短期偿债能力均尚可；考虑到公司整体竞争力较强，间接融资渠道相对畅通，整体偿债风险很小。

从短期偿债指标看，2017—2019年末，公司流动比率持续下降，分别为277.91%、266.00%和204.08%。同期，公司速动比率持续下降，分别为208.85%、177.10%和133.97%。截至2020年6月底，公司流动比率与速动比率分别为192.34%和115.37%，较2019年底分别下降11.74%和下降18.60%。2017年和2019年，公司经营活动现金流量净额均为负，对公司流动负债无保障能力。2018年，公司经营现金流动负债比为1.20%。2017—2019年末，公司现金短期债务比分别为1.83倍、5.12倍和1.97倍；截至2020年6月底，公司现金短期债务比为0.95倍。总体来看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA快速增长，分别为9.68亿元、12.00亿元和18.85亿元。2019年，公司EBITDA主要由计入财务费用的利息支出（占66.98%）和利润总额（占30.71%）构成。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数持续下降，分别为2.24倍、1.55倍和1.49倍；同期，公司全部债务/EBITDA持续下降，分别为16.28倍、15.46倍和12.23倍。整体来看，公司长期债务偿债能力尚可。

表 17 公司偿债能力指标

项目	项目	2017年	2018年	2019年	2020年6月
短期偿债能力指标	流动比率（%）	277.91	266.00	204.08	192.34
	速动比率（%）	208.85	177.10	133.97	115.37
	经营现金流动负债比（%）	-60.41	1.20	-4.04	--
	现金类资产/短期债务（倍）	1.83	5.12	1.97	0.95
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	9.68	12.00	18.85	--
	全部债务/EBITDA（倍）	16.28	15.46	12.23	--
	EBITDA利息倍数（倍）	2.24	1.55	1.49	--

资料来源：根据公司审计报告及2020年半年报整理

截至2020年6月底,公司已获授信额度85.26亿元,未使用额度45.25亿元,公司间接融资渠道相对畅通。

截至2020年6月底,公司无对外担保。

7. 母公司财务概况

母公司短期偿债能力较强,资产总额占合并口径比例较高,业务收入主要在子公司实现。

截至2019年底,母公司资产总额463.42亿元,较上年底增长6.45%。其中,流动资产437.36亿元(占比94.38%),非流动资产26.06亿元(占比5.62%)。从构成看,流动资产主要由货币资金(占20.58%)、应收票据及应收账款(占24.79%)、其他应收款(占26.97%)和存货(占24.14%),非流动资产主要由长期股权投资(占97.25%)构成。截至2019年底,母公司资产总额占合并口径的78.22%,占比较高。

截至2019年底,母公司所有者权益为141.88亿元,较上年底变动不大。其中,实收资本为52.00亿元(占36.65%)、资本公积18.99亿元(占13.38%)、未分配利润65.37亿元(占46.07%)、盈余公积5.53亿元(占3.90%)。

截至2019年底,母公司负债总额321.54亿元,较上年底增长9.55%。其中,流动负债171.89亿元(占比53.46%),非流动负债149.65亿元(占比46.54%)。截至2019年底,母公司全部债务207.71亿元,较上年底增长24.53%。2019年底,母公司资产负债率69.38%,全部债务资本化比率59.41%,债务负担较重。

2019年,母公司营业收入为184.21亿元,占合并口径营业收入的44.38%,利润总额为1.17亿元。

现金流方面,2019年,母公司经营活动现金流由净流入转为净流出,为流出6.61亿元;母公司投资活动现金净流入0.96亿元;母公司筹资活动现金净流入6.05亿元。

偿债能力方面,2019年底,母公司流动比率和速动比率均较上年底有所下降,分别为254.44%和193.03%;同期,母公司现金短期债

务比为1.75倍。总来看,短期偿债能力较强。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小。

本期中期票据基础发行规模0元,发行上限10.00亿元,以发行上限计算,相当于2019年底公司长期债务的6.66%、全部债务的4.34%,本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小。

以2019年底财务数据为基础,本期中期票据发行后(以发行上限计算),在其他因素不变的情况下,公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由73.88%、59.82%和49.23%上升至74.31%、60.84%和50.84%,公司负债水平有所上升,债务负担有所加重。

2. 本期中期票据偿还能力分析
公司经营活动现金流入量对本期中期票据本金的保障能力强。

2017—2019年,公司经营活动产生的现金流入分别为197.56亿元、484.47亿元和596.15亿元,分别为本期中期票据发行上限的19.76倍、48.45倍和59.62倍;同期,公司经营活动现金流量净额分别为-88.04亿元、2.23亿元和-11.63亿元,对本期中期票据无保障能力。2017—2019年,公司EBITDA分别为9.68亿元、12.00亿元和18.85亿元,分别为本期中期票据发行上限的0.97倍、1.20倍和1.88倍。

3. 本期中期票据担保措施
本期中期票据由碧桂园控股提供本息全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保。保证范围包括本期中期票据的本金及利息,以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的合理费用。保证期间为本期中期票据存续期及本期中期票据到期之日起两年。

碧桂园控股

(1) 企业基本情况

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²，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。

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³

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%。

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

² 本报告中涉及的碧桂园控股财务资料，如无特殊说明，均采用香港会计准则列示，以人民币为记账本位币。

³ 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。

源于房地产开发业务，2020年初新冠肺炎疫情对碧桂园控股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 18 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
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及 2020 年半年报整理

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 19 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 20 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

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年末,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。

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,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 21 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。

① 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年末,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。

2017—2019年末，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年末，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、四线城市占比比较高，面临一定市场调整压力。

2017—2019年末，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，该款项合计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年末，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。该项存款仅可在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。

2017—2019年末，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年末,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年末,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年末,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。

② 负债及所有者权益

2017—2019年末,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年末,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。

2017—2019年末,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年末,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年末,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%)。

2017—2019年末,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年末,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年末,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年末，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年内须偿付的合计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年末，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。

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。

③ 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除税前溢利的比重逐年下降，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除税前溢利的比重波动下降，分别为1.09%、2.18%和0.13%，除税前溢利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，可能存在除税前溢利下降的风险。

从盈利指标来看，2019年，碧桂园控股净资产收益率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，碧桂园控股实现除税

前溢利358.87亿元，同比下降9.12%。

④ 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，投资活动现金流净额及筹资活动现金流净额均显著减少。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、293.81亿元和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。

2017—2019年，碧桂园控股筹资活动前净现金流分别为-203.01亿元、161.12亿元和-44.25亿元，波动较大。

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。

⑤ 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，其整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年末，碧桂园控股流动比率分别为112.78%、114.79%和116.64%，速动比率分别为112.23%、114.07%和115.80%，均持续增长；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6月底，碧桂园控股流动比率为117.37%，速动比率为49.20%，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、4.21倍和4.09倍，全部债务/EBITDA分别为4.58倍、4.13倍和3.69倍，均逐年下降。

截至2019年底，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。

碧桂园控股作为从事房地产开发的大型上市公司，行业地位显著，开发经验丰富，品牌知名度高，土地储备规模大，整体抗风险能力极强。综合评估，联合资信确定碧桂园控股的主体长期信用等级为AAA_{pi}，评级展望为稳定。碧桂园控股担保实力极强，其为本期中期票据提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期中期票据偿付的安全性。

十、结论

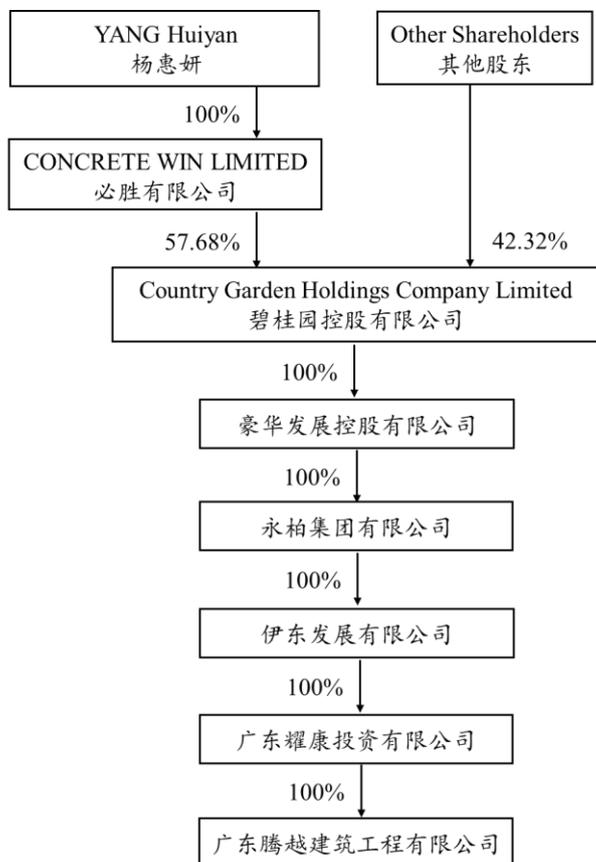
公司是碧桂园控股下属最重要的房建施工企业，主要承接其下属房地产开发项目的工程施工，项目来源较为稳定。公司施工资质较为齐全、施工经验丰富、新签合同增长较快、在手项目储备充足，综合竞争实力较强。

近三年，公司资产总额持续增长，整体资产质量一般；公司收入规模快速增长，但业务毛利率较低，且营业外支出对公司利润造成较大侵蚀，整体盈利能力有待提升。公司整体债务负担较重，可能面临很大的集中偿付压力；考虑到公司整体竞争力较强，间接融资渠道相对畅通，整体偿债风险很低。

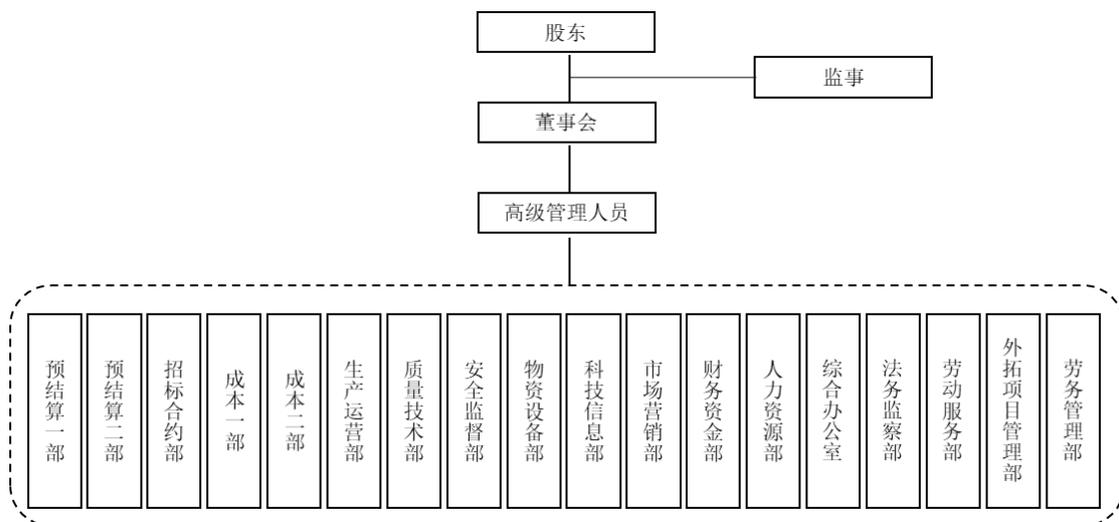
本期中期票据发行金额对公司现有债务影响较小；公司经营活动现金流入量对本期中期票据本金的保障能力强。碧桂园控股为本期中期票据提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期中期票据的偿付安全性。

基于对公司主体长期信用状况、担保方担保能力和本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 6 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 6 月底公司主要子公司情况

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	建筑公司施工

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	86.85	136.51	158.24	103.92
资产总额(亿元)	406.59	496.17	592.43	570.50
所有者权益(亿元)	150.68	151.42	154.75	155.49
短期债务(亿元)	47.38	26.66	80.36	109.80
长期债务(亿元)	110.17	158.91	150.05	121.15
全部债务(亿元)	157.54	185.58	230.41	230.95
营业收入(亿元)	190.81	292.83	415.10	174.36
利润总额(亿元)	5.05	3.89	5.79	1.20
EBITDA(亿元)	9.68	12.00	18.85	--
经营性净现金流(亿元)	-88.04	2.23	-11.63	-45.85
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.95	2.16	2.38	--
存货周转次数(次)	2.15	2.00	2.06	--
总资产周转次数(次)	0.53	0.65	0.76	--
现金收入比(%)	87.80	96.49	98.39	109.39
营业利润率(%)	8.86	8.68	8.55	9.83
总资本收益率(%)	2.54	3.15	4.42	--
净资产收益率(%)	2.33	1.90	2.84	--
长期债务资本化比率(%)	42.23	51.21	49.23	43.79
全部债务资本化比率(%)	51.11	55.07	59.82	59.76
资产负债率(%)	62.94	69.48	73.88	72.74
流动比率(%)	277.91	266.00	204.08	192.34
速动比率(%)	208.85	177.10	133.97	115.37
经营现金流动负债比(%)	-60.41	1.20	-4.04	--
现金短期债务比(倍)	1.83	5.12	1.97	0.95
EBITDA 利息倍数(倍)	2.24	1.55	1.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.28	15.46	12.23	--

注：公司 2020 年半年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；公司未提供近三年资本化利息支出金额，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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	55.77	98.91	101.73	69.49
资产总额(亿元)	380.48	435.33	463.42	491.81
所有者权益(亿元)	142.55	141.82	141.88	141.33
短期债务(亿元)	42.12	8.36	58.06	85.88
长期债务(亿元)	109.55	158.45	149.65	120.77
全部债务(亿元)	151.67	166.80	207.71	206.65
营业收入(亿元)	128.83	140.37	184.21	78.86
利润总额(亿元)	3.79	1.76	1.17	-0.64
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-40.82	21.64	-6.61	-22.93
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.78	1.65	1.87	--
存货周转次数(次)	2.37	1.66	1.67	--
总资产周转次数(次)	0.42	0.34	0.41	--
现金收入比(%)	91.49	102.64	98.28	96.29
营业利润率(%)	8.55	9.16	8.51	10.17
总资本收益率(%)	1.14	0.59	0.32	--
净资产收益率(%)	2.34	1.29	0.80	--
长期债务资本化比率(%)	43.46	52.77	51.33	46.08
全部债务资本化比率(%)	51.55	54.05	59.41	59.39
资产负债率(%)	62.53	67.42	69.38	71.26
流动比率(%)	276.27	303.09	254.44	202.71
速动比率(%)	231.66	232.23	193.03	150.30
经营现金流动负债比(%)	-31.80	16.02	-3.85	--
现金短期债务比(倍)	1.32	11.84	1.75	0.81
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：母公司 2020 年半年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 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 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 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 4-3 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

附件 4-4 主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级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。详见下表：

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

联合资信评估股份有限公司关于 广东腾越建筑工程有限公司 2021 年度第一期中期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，联合资信将在本期债项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。

广东腾越建筑工程有限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。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

广东腾越建筑工程有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对广东腾越建筑工程有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，广东腾越建筑工程有限公司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广东腾越建筑工程有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现广东腾越建筑工程有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对广东腾越建筑工程有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，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。

如广东腾越建筑工程有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对广东腾越建筑工程有限公司或本期债项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广东腾越建筑工程有限公司联系，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。