

广东腾越建筑工程有限公司公开发行 2018 年公司 债券（第一期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：石 烁 sshi@ccxi.com.cn

项目组成员：林灿鸿 chlin@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 11 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0635 号

广东腾越建筑工程有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“18 腾越 01” 的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十一日

评级观点：中诚信国际维持广东腾越建筑工程有限公司（以下简称“腾越建筑”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持碧桂园控股有限公司（以下简称“碧桂园控股”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 腾越 01”的债项信用等级为 **AAA**；上述债项级别充分考虑了碧桂园控股提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中诚信国际肯定了腾越建筑稳定的业务来源和较为充足的项目储备等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产行业政策、腾越建筑盈利能力有待提升、担保方碧桂园控股对外担保金额较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

腾越建筑	2017	2018	2019	2020.Q1
总资产（亿元）	406.59	496.17	592.43	581.76
所有者权益合计（亿元）	150.68	151.42	154.75	154.88
总负债（亿元）	255.91	344.75	437.68	426.88
总债务（亿元）	167.54	185.58	230.41	227.24
营业总收入（亿元）	190.81	292.83	415.10	84.69
净利润（亿元）	3.50	2.88	4.40	0.14
EBIT（亿元）	9.36	11.62	18.41	-
EBITDA（亿元）	9.68	12.00	18.85	-
经营活动净现金流（亿元）	-88.04	2.23	-11.63	-17.41
营业毛利率（%）	9.23	9.10	8.90	8.88
总资产收益率（%）	2.61	2.57	3.38	-
资产负债率（%）	62.94	69.48	73.88	73.38
总资本化比率（%）	52.65	55.07	59.82	59.47
总债务/EBITDA（X）	17.32	15.46	12.23	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.24	1.55	1.49	-

碧桂园控股	2017	2018	2019
总资产（亿元）	10,496.69	16,296.94	19,071.52
所有者权益（亿元）	1,166.12	1,734.08	2,186.08
总负债（亿元）	9,330.57	14,562.86	16,885.44
总债务（亿元）	2,167.82	3,293.80	3,699.14
营业总收入（亿元）	2,269.00	3,790.79	4,859.08
净利润（亿元）	287.52	485.42	612.02
EBITDA（亿元）	473.46	806.07	1,004.87
经营活动净现金流（亿元）	240.84	293.81	146.66
营业毛利率（%）	25.91	27.03	26.06
净负债率（%）	58.64	50.08	46.46
总债务/EBITDA（X）	4.58	4.09	3.68
EBITDA 利息倍数（X）	4.29	4.21	4.10

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表整理。

正面

■ **业务来源稳定。**腾越建筑所承接业务主要来源于控股股东碧桂园控股下属项目公司的房地产开发项目，其中来自于碧桂园控股的营业收入占比达 90% 以上，受益于碧桂园控股城镇化业务稳步推进，腾越建筑业务规模保持稳定增长。

■ **项目储备较为充足。**依托碧桂园控股强大的房地产开发能力，近年来腾越建筑新签合同额持续增长，截至 2019 年末，腾越建筑在手合同总额 698.79 亿元，较为充足的项目储备对其稳定经营提供了重要支撑。

■ **控股股东实力雄厚，具有很强的担保实力。**碧桂园控股是全国领先的城镇化住宅开发商，2019 年持续位列房地产企业销售金额排名首位，并保持了稳健的财务政策，其提供的连带责任保证担保对本期债券本息的偿还形成有力的保障。

关注

■ **房地产行业政策。**在宏观经济增速放缓叠加新冠肺炎疫情影响的背景下，因城施策等房地产行业调控政策仍在持续，行业竞争加剧，利润空间不断收窄，环境及政策的变化或将对碧桂园控股及腾越建筑经营战略的实施提出更高要求。

■ **腾越建筑盈利能力有待提升。**受房地产行业进入门槛较低的影响，在高度分散的行业结构下，房建业务盈利水平较低，同时腾越建筑期间费用较高，加之应收账款保理产生了一定规模的贴现损失，对利润产生较大程度的侵蚀，其盈利能力有待提升。

■ **碧桂园控股对外担保金额较大。**截至 2019 年末，碧桂园控股为合营企业、联营公司及第三方等借款提供担保余额为人民币 732.39 亿元，占净资产的比重为 33.50%，面临一定的或有负债风险。

评级展望

中诚信国际认为，广东腾越建筑工程有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**股东支持力度明显提升；经营及业务承揽规模大幅增长；盈利能力显著改善。

■ **可能触发评级下调因素。**股东背景及支持力度发生重大不利变化；经营及业务承揽规模大幅下降；工程回款明显弱化；债务过度扩张且投资回报率未及预期。

同行业比较

2019 年部分房地产开发企业主要指标对比表								
公司名称	全口径签约销售金额 (亿元)	总资产 (亿元)	净负债率 (%)	货币资金/短期债务(X)	总债务/销售商品提供劳务收到的现金 (X)	营业总收入 (亿元)	净利润率 (%)	存货周转率(X)
中国恒大	6,011	22,065.77	212.57	0.61	-	4,775.61	7.02	0.28
万科企业	6,308	17,299.29	33.87	1.77	0.60	3,678.94	14.99	0.28
保利地产	4,618	10,332.09	60.32	1.88	0.99	2,359.81	15.91	0.29
融创中国	5,562	9,606.49	172.26	0.93	-	1,693.16	16.63	0.31
碧桂园控股	5,522*	19,071.52	46.46	2.30	-	4,859.08	12.60	0.40

注：1、“中国恒大”为“中国恒大集团”简称，证券代码 03333.HK；“万科企业”为万科企业股份有限公司简称，证券代码 000002.SZ；“保利地产”为“保利发展控股集团股份有限公司”简称，证券代码 600048.SH；“融创中国”为“融创中国控股有限公司”简称，证券代码 01918.HK。2、碧桂园控股签约销售金额为权益口径数据。3、由于港股上市公司未披露销售商品提供劳务收到的现金，故表中相关指标无法计算。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期
18 腾越 01	AAA	AAA	30	30	2018/10/26~2021/10/26

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

广东腾越建筑工程有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）（债券简称为“18 腾越 01”、债券代码为“143863.SH”，以下或简称“本期债券”）于 2018 年 10 月 25 日发行，发行规模为 30 亿元，发行利率为 6.80%，发行期限为 3 年，附第 1 年末和第 2 年末腾越建筑调整票面利率选择权和投资者回售选择权。2019 年 10 月 26 日，腾越建筑将利率下调至 6.40%，投资者回售规模为 0.20 亿元，全部实现转售，截至 2019 年 12 月 31 日，本期债券存续规模仍为 30 亿元。公司对于募集资金的使用符合募集说明书和《广东腾越建筑工程有限公司公司债券募集资金使用管理制度》的要求。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供

求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续

出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

我国城镇化建设释放的内需能量，为建筑业发展提供持续动力

多年来，我国城镇化建设释放出巨大的内需能量，成为经济发展的重要源动力。国家统计局数据显示，截至 2019 年末我国常住人口城镇化率已升至 60.60%，但仍明显低于发达国家 80%的水平，也低于许多同等发展阶段国家的水平，未来一段时期我国的城镇化率仍有较大的提升空间。2019 年 12 月，中共中央、国务院印发《关于促进劳动力和人才社会性流动体制机制改革的意见》，落户政策的放松有望加速我国城镇化率的提升，并促使人口进一步向中心城市和核心城市群流动。

中诚信国际注意到，近年来国家推动实施“以

促进人的城镇化为核心、提高质量为导向”的新型城镇化战略，在加快农业转移人口市民化、优化城镇化布局形态、推动城市高质量发展、加快推进城乡融合发展的过程中，能够产生大量的城市基础设施建设需求，为建筑企业提供广阔的市场空间。除旧城改造以外，新型城镇化所要避免的交通拥堵、环境恶化、设施短缺、住房紧张等问题，会衍生出广阔的新兴建筑市场。整体来看，伴随着我国新型城镇化进程的推进，必然大量催生对住宅、公共建筑的新建和改造以及城市综合交通网络、地下管网、海绵城市、环境治理等建设的需求，为今后一段时期我国建筑企业的发展带来有力支撑。

房地产市场从多维度实施精准化、差异化调控，参与调控的城市范围继续扩大，未来政策调控的大方向预计将保持不变，但地方政府或根据当地市场情况对相关调控政策进行调整，市场及企业分化格局不断加剧

2019 年房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主线，各城市延续通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控。本轮调控力度严厉、参与调控的城市范围不断扩大且表现出很强的政策延续性。2019 年 7 月中央首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”；12 月中央经济会议再次重申“要坚持房住不炒，保持定力”、“坚持因城施策，落实城市政府主体责任，紧紧围绕稳地价、稳房价、稳预期的目标，完善长效管理调控机制，做好重点区域房地产市场调控工作”。展现了本轮楼市调控的决心，更加明确城市政府在房地产调控中的主体责任，城市政府在调控政策上或将拥有更大的灵活性。从坚持住房居住属性的政策大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续，但部分地方政府或将根据当地市场情况对调控政策进行调整。

在加强短期调控的同时，房地产市场调控的长效机制也在加速推进，住房租赁市场为其中重要组成部分。2018 年 3 月，政府工作报告再次明确提出：建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展；

培育住房租赁市场，发展共有产权住房；加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。受益于政府从土地、金融、政策等方面的大力支持，主流房企纷纷加大对长租公寓市场的布局。中诚信国际也将持续关注后续住房租赁政策的推出，及其对未来商品房住宅购置需求的影响情况。

2018年以来房地产融资政策处于收紧态势，弱资质企业外部融资难度显著加大，融资成本同比明显上升，2019年随着银保监会[2019]23号文、发改办外资[2019]778号文等政策出台，房地产行业通过信托、海外债等渠道开展融资进一步收紧。在政策调控以及竞争加剧的大环境下，行业集中度将继续提升，在销售规模、开发运营等方面具备优势的企业能更好地抵御市场波动以及再融资风险，企业间信用风险分化日益明显。

新冠肺炎疫情短期内将对建筑业产值、盈利、新签合同等产生较大影响，长期影响有限

2020年初，受新冠疫情影响，各地政府陆续出台了关于春节后建筑企业延迟复工或新开工时间的相关要求。从实际情况来看，国内大部分工程施工项目受制于农民工返程受限、地方复工政策等因素，复工时间较往年明显延后，一季度建筑业产值面临较大冲击。同时，人员返工隔离、防疫物资采购、增强日常监测监控等防控措施将导致建筑业成本费用的增加；而疫情结束后的集中开工或使得上游建筑材料和机械设备供给偏紧，叠加“用工荒”问题，亦将抬升工程成本。虽然部分地方政府出台政策明确将防疫成本列入工程造价予以追加，但疫情带来的建筑业盈利承压问题仍值得关注。此外，疫情带来的房地产销售承压、基建新项目的招标发包进度滞后等亦将对短期内建筑业新签合同产业一定影响。

从长期来看，一季度为建筑施工的传统淡季，受此次疫情影响的项目可通过赶工期弥补，全年建筑业产值仍有望保持较强韧性。同时，2020年对投资稳增长的要求更为紧迫，后续通过基建等投资逆周期调节的力度有望加大，进而提振建筑业需求。

整体来看，本次疫情对我国建筑业及建筑企业信用水平带来的长期影响有限。

公司业务仍主要来源于股东碧桂园控股，新签合同总额继续增长，年末在手合同总额规模较大，为未来业绩增长奠定了基础

公司是碧桂园控股下属主要的房建施工企业，跟踪期内业务收入仍主要来源于碧桂园控股集团内的房地产开发项目。受益于碧桂园控股房地产业务的扩张，2019年，公司营业收入继续增长，其中来源于碧桂园控股内部的营业收入金额占比仍达到90%以上。

项目承揽方面，受益于碧桂园控股地产项目规模的扩张及公司向集团外拓展业务，2019年公司新签合同额继续增长，增速为14.25%。截至2019年末，公司在手合同总额698.79亿元，同比增长26.33%，充足的项目储备为其稳定经营提供了重要支撑。2020年一季度，受疫情影响，公司新签合同金额较少。

表 1：公司新签合同额按业务结构分类

单位：亿元				
	2017	2018	2019	2020.Q1
房建工程	253.42	403.18	474.81	39.97
其中：住宅类	247.11	399.94	451.51	39.68
非住宅类	6.31	3.24	23.30	0.29
建筑安装	18.72	46.48	39.52	6.56
装修设计	7.10	12.14	13.26	0.28
合计	279.23	461.80	527.59	46.80

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务区域方面，公司业务前期以承接碧桂园控股位于广东省内的房地产开发项目为主，随着碧桂园控股全国性市场布局的开启，自身施工经验的积累以及业务规模的扩大，公司于2009年开始逐步向省外扩展，截至2020年3月31日已在东北、湖南、湖北、安徽、江苏等地设有17家区域分公司。2019年公司收入区域分布中，华南地区、华东地区、西南地区、华中地区、西北地区、华北地区和东北地区占比分别为45.90%、19.57%、13.94%、8.54%、7.36%、3.32%和1.38%。

业务构成方面，公司建筑施工业务由房建工程、

建筑安装及装修设计构成，房建工程是其核心主业。2019 年公司房建工程业务新签合同额同比增长 17.77%；在新签合同总额中的比重约为 90%，是拉动公司新签合同总额上升的主要驱动力。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，2019 年新签合同金额略有下降。此外，自 2017 年公司将碧桂园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以来，装修设计新签合同额持续增长，2019 年增速为 9.23%。

公司施工资质齐全，2019 年末在施工面积进一步增加，同时对施工项目形成一套较为严格的管理体系，但其制度执行情况仍待观察

建筑施工是公司的核心业务，截至 2019 年末，公司建筑工程施工资质较为齐全，覆盖了房屋建筑、机电安装、市政公用工程等多个领域，其中房屋建筑工程施工总承包为壹级施工资质。作为碧桂园控股下属主要的建筑施工企业，公司先后承建了碧桂园控股旗下的各大楼盘，例如碧桂园总部大楼、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，积累了丰富的施工经验。

表 2：公司房建业务施工情况

	单位：万平方米			
	2017	2018	2019	2020.Q1
新开工面积	1,959.52	3,178.64	2,982.15	243.74
竣工面积	1,086.40	1,635.70	2,285.52	206.67
在施工面积	2,226.04	3,768.98	4,158.02	4,195.08

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从房建施工情况来看，由于碧桂园控股开发规模的增长，公司在施工规模进一步增长。截至 2020 年 3 月末，公司在施工面积达到 4,195.08 万平方米，能够为其未来收入及回款的提升提供有力的支撑。公司依托碧桂园控股的品牌地位及自身的经营能

力，未来新开工面积和竣工面积仍将保持在较高水平。

截至 2019 年末，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、潼湖凤凰花园、科技小镇以及西樵碧桂园工程等项目，合同造价总额为 104.33 亿元。

表 3：截至 2019 年末公司前十大在建房建项目情况

单位：亿元		
项目	合同造价	预计竣工日期
容桂凤凰湾项目	43.00	2021-12-31
潼湖凤凰花园、科技小镇	9.53	2020-6-5
西樵碧桂园工程	9.44	2020-12-30
碧桂园时代城润园	7.86	2020-10-20
翁源碧桂园	7.75	2020-10-15
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)	6.79	2020-9-24
肇庆端州碧桂园一期 1 区	5.44	2020-9-30
陕西宝鸡凤凰城一期一标段	4.94	2020-7-15
龙城府一期	4.81	2020-10-30
车创置业广场	4.77	2020-12-30
合计	104.33	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

除传统的房建工程外，公司施工业务逐步向建筑安装等领域拓展，主要包括住宅、酒店及会所的消防、冷水系统改造、客房监控系统、电子巡更系统等部分，同时亦承接装修设计项目，但单体合同金额均较小。截至 2019 年末，公司前十大在建的建筑安装项目合同造价总额约 2.95 亿元，前十大装修设计项目合同造价总额约 1.93 亿元。

由于项目储备充足，项目承揽难度较小，因此公司近年来重点加强对工程施工的管理。公司以承接碧桂园的大型、优质项目为主，制定了总部、区域（分/子公司）和项目三级权责关系。公司对施工过程实行精细化管理，并将成本控制量化为十项具体指标，对工程成本实现了较好的管控，保证利润水平。在安全管理方面，公司建立了安全保证体系，成立了由中高级管理人员组成的安全委员会，建立了企业应急救援预案。同时，建立了质量、环境、职业健康安全三大整合型管理体系文件，编制了

《安全生产标准化制度》、《安全生产规划制度》、《安全生产监督管理制度》、《安全生产事故责任追究制度》、《安全生产奖励制度》、《安全生产费用提取使用制度》、《高危行业安全生产监督制度》、《安全生产相关人员考核合格制度》等，从而确保安全管理能力的持续提高。公司总部每季度、分/子公司每月、项目负责人每周均对各个工程项目的安全及质量进行检查和测评。同时，公司对分包商制定了预警制度，并不定期对合格分包商名录进行更新，近年来整体保证了施工的高质量。但中诚信国际亦关注到，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。

财务分析

下列财务分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年、2018年审计报告，经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告，以及未经审计的2020年一季度财务报表，其中2017年和2018年财务数据均为后一期财务报表期初数，2019年财务数据为当期财务报表期末数。公司财务报表均按照新会计准则编制。

盈利能力

公司毛利率水平基本稳定，但较高的期间费用和较大金额的应收账款保理贴现损失对利润产生较大程度的侵蚀，公司盈利能力有待提升

2019年公司收入占比最大的建筑施工业务毛利率基本保持稳定，装修装饰业务毛利率持续提升，机电安装业务毛利率有所回升，整体营业毛利率水平基本稳定。

表 4：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

业务	2017	2018	2019
建筑施工	7.80	7.52	7.22
装修装饰	20.28	21.20	24.44
机电安装	15.06	13.87	14.64
安防设备安装	18.74	13.41	16.83
其他	41.68	37.91	31.43
主营业务毛利率	9.33	9.11	8.97
营业毛利率	9.23	9.10	8.90

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司期间费用主要由管理费用（含研发费用）和财务费用构成。随着业务规模的扩大和流程工艺、系统研发的投入，公司管理费用增长较快。受债务规模扩大的影响，公司的财务费用亦呈增长态势。尽管营业总收入有所提升，但公司期间费用率继续上升，对公司毛利形成较大的侵蚀，费用控制情况有待改善。

由于营业收入规模快速增长，2019年公司经营性业务利润继续增长，是公司利润的最主要来源。但由于公司进行应收账款保理融资时产生的贴现损失金额较大，公司营业外净损失较高，对利润造成一定程度的侵蚀。综上，公司利润总额有所增长。从盈利指标来看，公司净利润率及净资产收益率整体仍较低，盈利能力有待提升。

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.Q1
销售费用	0.42	0.14	0.14	0.00
管理费用（含研发费用）	4.65	10.05	14.51	2.74
财务费用	5.34	7.74	12.38	3.44
期间费用合计	10.41	17.93	27.02	6.18
期间费用率（%）	5.46	6.12	6.51	7.30
经营性业务利润	6.50	7.53	8.61	1.05
资产减值损失	0.14	0.99	0.17	-0.15
投资收益	-	-0.04	0.03	-0.00
营业外损益	-1.28	-2.60	-2.68	-1.14
利润总额	5.05	3.89	5.79	0.16
净利润率（%）	1.84	0.98	1.06	0.16
净资产收益率（%）	2.35	1.91	2.88	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资本结构

公司资产规模保持增长，但总债务增长较快，财务杠杆水平进一步上升；此外，公司营业周期虽有所

缩短,但仍需进一步改善

随着业务规模的扩大,2019年末公司资产总额继续增长。具体来看,公司资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货等流动资产构成。其中,2019年末货币资金余额保持增长趋势,受限资金占比为9.62%,可动用资金较为充足。随着业务规模的增长,2019年末应收账款余额继续增长,因公司客户主要为碧桂园控股下属项目公司,所以应收账款主要为关联方应收款。同时,存货余额亦保持增长,主要由于业务规模的扩张,建造合同形成的已完工未结算资产持续增加。2019年公司营业周期有所缩短,但仍偏长,经营效率有待继续提升。公司其他应收款主要为非关联方应收款,2019年末余额略有下降。

公司负债总额亦呈增长态势,负债主要由应付账款、其他应付款和有息债务构成。其中2019年末应付账款保持增长,主要系业务扩张导致应付材料、设备款的增长。其他应付款年末余额快速增长,主要系应付关联方往来款大幅增加所致。此外,2019年公司发行一期本金为29亿元的私募债券,有息债务规模进一步增长。

公司所有者权益呈小幅增长态势,所有者权益主要由实收资本和未分配利润构成,2019年末实收资本和未分配利润占所有者权益的比重分别为33.60%和59.61%。其中,公司的利润积累不断夯实其自有资本。

财务杠杆方面,随着债务规模的增长,2019年末公司资产负债率和总资本化比率均呈上升趋势,财务杠杆水平持续上升。

表 6: 公司主要资产负债表科目及相关指标情况 (亿元)

	2017	2018	2019	2020.Q1
总资产	406.59	496.17	592.43	581.76
货币资金	83.87	123.49	134.04	116.45
应收账款	116.64	138.22	172.74	154.28
其他应收款	60.44	26.26	25.53	23.39
存货	100.65	165.21	201.67	221.79
营业周期(天)	355.93	336.44	309.47	-
总负债	255.91	344.75	437.68	426.88
应付账款	60.28	97.10	109.09	104.37

其他应付款	10.04	42.72	70.69	65.78
总债务	167.54	185.58	230.41	227.24
所有者权益	150.68	151.42	154.75	154.88
实收资本	52.00	52.00	52.00	52.00
未分配利润	85.27	87.97	92.25	92.38
资产负债率(%)	62.94	69.48	73.88	73.38
总资本化比率(%)	52.65	55.07	59.82	59.47

注:其他应付款不包含应收利息。

资料来源:公司财务报表,中诚信国际整理

现金流及偿债能力

由于债务规模较大,公司 EBITDA 对债务本息的保障程度较低,但经营活动现金流入对短期债务的覆盖能力较强,且货币资金可对短期债务提供充足的保障,短期偿债压力较小

经营活动方面,由于施工项目规模不断增加,公司购买商品、接受劳务支付的现金以及工程代垫款金额较大,2019年经营活动现金流呈净流出状态(2018年呈小幅净流入状态主要因关联方偿还了其他应收款)。

投资活动方面,公司投资活动主要为闲置资金的理财投资,总体流动金额较小。

筹资活动方面,近年来业务规模的快速发展,经营周转资金的需求增加,使得公司对债务融资的需求保持高位,融资渠道以银行贷款和发行债券为主;其中银行贷款多为短期借款,而长期资金来源主要为债券融资,近年来为公司重要的资金来源,在碧桂园控股的信用背书下,近年来筹资活动现金持续净流入。其中,2019年由于资金较为充裕,公司主动缩减融资规模,导致筹资活动净现金流同比减少55.68%。

2019年末公司有息债务进一步增长,其中短期债务在总债务中占比有所回升,主要因一年内到期的非流动负债较多。从债务资金来源来看,公司债务以债券融资为主,且所发行债券均由碧桂园控股提供担保,碧桂园控股在融资方面给予公司大力支持。

由于债务规模较大,公司 EBITDA 对债务本息

的保障程度较低。2019 年经营活动现金流入对短期债务的覆盖能力有所下降，但整体覆盖能力仍较强。此外，公司货币资金充裕，2019 年末货币资金可完全覆盖短期债务。

表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.Q1
经营活动净现金流	-88.04	2.23	-11.63	-17.41
投资活动净现金流	5.35	-2.82	0.63	0.31
筹资活动净现金流	54.88	43.72	19.38	1.60
总债务	167.54	185.58	230.41	227.24
短期债务/总债务 (%)	34.25	14.37	34.88	33.95
货币资金/短期债务	1.46	4.63	1.67	1.51
经营活动现金流入/短期债务	3.44	18.17	7.42	-
总债务/EBITDA	17.32	15.46	12.23	-
EBITDA 利息倍数	2.24	1.55	1.49	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司具有一定的备用流动资源，受限资产比例低，或有负债风险低

截至 2019 年末公司共获得银行授信额度 76.20 亿元，其中未使用额度为 40.73 亿元，具有一定的备用流动资源。

截至 2020 年 3 月末，公司受限资产合计为 12.46 亿元，仅占当期末总资产的 2.14%，受限比例很低。

截至 2019 年末，公司不存在尚未履行及未履行完毕的对外担保情况。此外，截至 2020 年 4 月 27 日，公司合并范围内合计存在 131 项未决诉讼，合计标的金额约 2.61 亿元，主要为建设工程分包合同纠纷和施工合同纠纷等，但单项诉讼金额均较小，不存在重大诉讼或仲裁事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 3 月 31 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

偿债保障措施

碧桂园控股有限公司（本节或简称“公司”）为本期债券提供全额无条件且不可撤销的连带责任

保证担保。

2019 年，公司继续保持行业领先地位，合同销售面积和销售金额继续保持增长，结算规模大幅提升，同时丰富的已售待结算资源为公司未来经营业绩提供较好保障

碧桂园控股是全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、四线城市发展配套完善的高质量物业项目的开发，凭借其高效、成熟及可复制的开发模式，其开发的房地产项目已遍布全国 31 个省/直辖市/自治区的 282 个地级市。公司在 2019 年度克而瑞和中指房企销售排行榜中均排在全口径销售金额第一位，行业领先地位持续巩固。公司于 2020 年连续第四年进入《财富》世界五百强，综合实力雄厚。

房地产销售方面，尽管销售均价略有下降，但 2019 年公司商品房销售规模仍保持行业领先水平，合同销售面积和合同销售金额分别同比增长 15.16%和 10.02%。根据公司公布的经营简报，受疫情影响，2020 年 1~4 月，公司签约销售面积和签约销售金额同比分别下降 4.84%和 10.36%，需持续关注疫情对公司后续经营业绩的影响。

从销售区域来看，2019 年公司房地产销售区域已遍布中国境内 31 个省/直辖市/自治区和马来西亚、澳洲、泰国、印度尼西亚、香港等部分境外地区，销售区域来源广泛。2019 年，公司在广东省的权益合同销售金额占比为 22%，仍居于公司房地产销售区域的核心地位；江苏省销售额占比为 11%，持续作为公司签约销售金额的第二大贡献区域。此外，2019 年公司销售区域中浙江省和河南省贡献较大，权益销售金额占比分别为 8%和 7%，其余地区占比较为均衡。按城市类型划分，由于公司近年来坚持以三四线城市为主的拓展及深耕战略，2019 年公司权益合同销售额来自于三四线城市的占比为 61%，高于一二线城市占比 22 个百分点。

表 8：2018~2019 年公司业务运营情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

	2018	增速	2019	增速
销售面积（权益口径）	5,416	23.06%	6,237	15.16%

销售金额（权益口径）	5,019	31.25%	5,522	10.02%
销售均价（权益口径）	9,267	6.66%	8,854	-4.46%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：2018~2019 年公司销售区域分布情况

	单位：%	
	2018	2019
广东	24	22
江苏	12	11
浙江	9	8
河南	4	7
安徽	7	6
山东	4	6
湖南	5	5
广西	4	4
湖北	4	4
贵州	4	3
其他*	23	24
合计	100	100

注：“其他”包含山西、四川、云南、河北、江西、福建、重庆、海南、辽宁、天津、山西、香港、甘肃、青海、新疆、马来西亚、宁夏、上海、北京、内蒙古、澳洲、吉林、泰国、印度尼西亚、西藏、黑龙江等。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

结算方面，得益于较强的工程节点管控能力，2019 年公司确认的出售物业收入同比增长 28.59%。从已售未结算情况看，2019 年末公司合同负债为 6,469.96 亿元，为 2019 年营业收入的 133.15%，充足的已售未结算资源对公司未来的经营业绩形成了较好的保障。

2019 年，公司拿地节奏有所放缓，新增项目中一二线城市项目占比虽有所增加，但其三四线城市为主的发展战略仍持续执行；期末项目储备充足，区域分布广泛且均衡，为其未来经营业绩的保持提供支持

2019 年，碧桂园控股项目获取力度有所减小，新增项目 398 个，新增土地储备权益建筑面积 5,272 万平方米，同比减少 39.04%。同时，虽然对于一二线城市项目的拿地占比有所上升，但公司继续坚持以三四线城市为主的拿地策略，位于三四线城市的土地权益建筑面积占比为 70%（上年 79%），目标三四线城市的土地权益建筑面积占比为 67%（上年 76%）。2019 年公司新增权益土地投资额为 1,606 亿元，同比减少 15.74%；占同期权益合同销售金额的 29.08%，同比下降 8.9 个百分点；平均权益拿地成

本为 3,046 元/平方米，同比增长 38.26%，由于一二线城市拿地占比提升，拿地成本亦有所上升，但仍处于较低水平。

表 10：2017~2019 年公司新增土地储备情况

	单位：万平方米、亿元、元/平方米		
	2017	2018	2019
新增土地个数	881	797	398
新增土地建筑面积（权益口径）	10,145	8,648	5,272
新增土地投资金额（权益口径）	3,271	1,906	1,606
新增土地均价（权益口径）	3,225	2,203	3,047
期末土地储备建筑面积（权益口径）	18,860	24,064	25,856

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从项目储备来看，截至 2019 年末公司在中国大陆拥有 2,512 个处于不同开发阶段的项目，权益可建建筑总面积达 25,856 万平方米，同比增加 7.45%。其中权益已竣工面积（含已竣工已预售未交付及已竣工未销售）、权益在建面积（含已获预售证（已预售）、已获预售证（未预售）和未获预售证在建面积）和权益待开发项目面积占比分别为 1.74%、53.45%和 44.80%，在建未售及待开发部分面积较大，项目储备充足。区域方面，公司已在中国内地所有的 31 个省/直辖市/自治区均拥有项目。截至 2019 年末，公司在其大本营广东省的开发项目权益建筑面积占比仍最突出，其余省份占比进一步均衡化。随着公司全国化战略进一步巩固，公司项目区域布局分散且较为平衡。

表 11：截至 2019 年末公司土地储备情况（按开发阶段）

竣工/在建/待开发	开发阶段	单位：百万平方米、%	
		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	39.40
合计		258.6	100.00

注：表中数据为权益口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 12：截至 2018 年末和 2019 年末公司土地储备情况
 （按省份划分）

	单位：%	
	2018	2019
广东	24	21
江苏	10	9
湖南	7	8
河南	6	7
山东	5	6
安徽	6	5
广西	5	5
湖北	5	4
贵州	4	4
浙江	4	4
其他*	24	27
合计	100	100

注 1：其他*包括四川、河北、陕西、江西、福建、云南、辽宁、海南、重庆、山西、内蒙古、天津、甘肃、青海、新疆、北京、宁夏、上海、吉林、黑龙江、西藏；

注 2：表中数据为权益口径。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

公司在巩固住宅开发主业优势基础上，建筑施工、酒店运营及物业出租业务运营情况稳中有升，对公司营业收入形成较好补充

腾越建筑是公司负责建筑施工业务的经营主体，建筑工程施工资质较为齐全，覆盖了房屋建筑、机电安装、市政公用工程等多个领域，其中房屋建筑工程施工总承包为壹级施工资质。腾越建筑除主要为碧桂园控股的房地产项目提供建筑施工服务以外，近年来对外拓展项目的力度不断加大，因此公司提供建筑服务收入逐年增长。2019 年公司提供建筑服务收入为 62.19 亿元，同比增长 18.12%，为公司提供了较好的收入补充。

此外，公司在以开发、销售住宅物业为主的基础上，亦运营管理部分酒店和投资性物业。2019 年，公司提供酒店服务及其他收入和租金收入分别为 42.65 亿元和 4.12 亿元，分别同比增长 67.25%和 81.50%，可为公司贡献较为稳定的现金流。

财务分析

下列财务分析基于公司提供的经普华永道会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年度审计报告¹，2017 年、2018 年财务数据均为后一期财务报表期初数，2019 年财务数据为当期财务报表期末数。公司财务报表均按照香港审计准则编制，并以人民币计数。

2019 年，公司毛利率略有下滑，期间费用把控情况较好，盈利指标基本保持稳定，整体仍保持很强的盈利能力

随着前期销售规模的快速增长，公司营业收入大幅增加。近年来公司毛利率基本保持在小幅度波动范围内，2019 年营业毛利率略有下降，主要因房地产项目结算均价略有下降。

2019 年，受业务规模扩大及销售金额上升的影响，公司的管理费用和销售费用呈增长态势；财务费用方面，公司贷款利息支出全部实现资本化，因此财务费用主要体现为存款利息收入和融资带来的汇兑损益。同时，受益于营业总收入提升，公司期间费用率有所下降，费用把控情况依然保持在较好水平。

得益于快速增长的业务规模及较好的期间费用控制能力，2019 年公司经营性业务利润继续增长，仍为公司利润的最主要来源。同时，由于公司到达结转阶段的合联营项目较多，2019 年公司于合营企业及联营公司经营成果所占份额大幅增长。此外，公司其他收入及收益净额有所减少，主要因品牌管理收入及在收购项目公司及合、联营公司新增股权时所产生的负商誉收益有所下降。综上，2019 年公司利润总额保持增长态势，但增速放缓。从盈利指标来看，由于利润增速放缓，公司 EBITDA 利润率、净利润率及净资产收益率都有所下滑，但仅有小幅波动，总体仍保持在较高水平。

¹ 公司于 2017 年开始采用香港财务报告准则第 15 号，房地产开发项目收入确认原则由原来的交付物业所有权特定时点一次性确认收入，改为认定为某一时段内履行履约义务的房地产项目采用按照履约进度确认收入。

表 13: 近年来公司盈利能力相关指标 (亿元)

	2017	2018	2019
营业收入	2,269.00	3,790.79	4,859.08
毛利率 (%)	25.91	27.03	26.06
销售费用	100.02	125.33	163.65
管理费用 (含研发费用)	79.62	178.25	195.11
财务费用	-32.76	-13.48	-11.71
期间费用合计	146.88	290.10	347.05
期间费用率 (%)	6.47	7.65	7.14
经营性业务利润	440.97	734.66	919.32
于合营企业及联营公司 经营成果所占份额	-3.52	11.97	51.08
其他收入及收益净额	26.11	43.44	32.88
利润总额	465.22	795.63	989.39
净利润率 (%)	12.67	12.81	12.60
EBITDA 利润率 (%)	20.87	21.26	20.68
净资产收益率 (%)	29.01	33.47	31.22

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

2019 年, 公司在整体规模增长的同时, 净负债率进一步降低, 债务期限结构保持良好, 整体财务结构稳健

2019 年, 随着业务规模的扩大, 公司资产总额进一步增长。具体来看, 公司资产主要由货币资金、存货、贸易及其他应收款和于合营企业及联营公司之投资构成。其中, 受益于良好的回款情况及畅通的融资渠道, 2019 年末公司货币资金同比增长 10.64%。随着公司土地获取及项目的投入, 2019 年末公司存货余额同比增长 27.17%。公司贸易及其他应收款主要由应收账款、其他应收合营企业、联营公司及其他关联方款项、预付土地款、其他预付款项等构成, 2019 年末该科目余额同比增长 2.77%, 主要因应收合营企业、联营公司及其他关联方款项有所增长。此外, 随着合联营项目投入的增加, 2019 年末公司于合营企业及联营公司之投资同比增长 11.69%。

2019 年公司负债总额亦有所增长, 主要由合同负债、贸易及其他应付款和有息债务构成。其中随着销售规模的增加, 公司合同负债进一步增长,

2019 年末同比增长 14.96%。公司贸易及其他应付款主要由应付账款 (账龄主要在 90 天以内)、其他应付款项² (免息、无抵押及根据合同条款归还) 等构成, 随着项目开发规模及合作项目的增多, 该科目余额同比提升 19.19%。此外, 2019 年末公司债务规模同比增长 12.31%, 长短期债务比 (短期债务/长期债务) 为 0.46 倍, 债务期限结构良好。

所有者权益构成方面, 得益于公司业务很强的盈利能力, 其利润积累进一步夯实自有资本; 此外, 受合作开发增多, 并表项目少数股东持续投入, 公司非控制性权益亦有所提升。

财务杠杆方面, 公司重视回款与投资、运营支出的平衡性, 对财务杠杆水平的控制取得较好成效, 2019 年末公司净负债率同比下降 3.62 个百分点至 46.46%, 保持在较低水平, 财务结构稳健。

表 14: 近年来公司主要资产负债表科目情况 (亿元)

	2017	2018	2019
总资产	10,496.69	16,296.94	19,071.52
货币资金	1,484.02	2,425.43	2,683.48
贸易及其他应收款	2,705.41	4,263.97	4,381.95
存货	4,919.00	7,879.09	10,020.12
于合营企业及联营公司 之投资	309.30	466.59	521.13
总负债	9,330.57	14,562.86	16,885.44
贸易及其他应付款	3,308.84	4,988.21	5,945.48
合同负债	3,467.47	5,628.00	6,469.96
总债务	2,167.82	3,293.80	3,699.14
所有者权益	1,166.12	1,734.08	2,186.08
留存收益	632.67	852.02	1,097.16
非控制性权益	229.41	520.78	666.69
资产负债率 (%)	88.89	89.36	88.54
净负债率 (%)	58.64	50.08	46.46

注: 货币资金包含现金及现金等价物和受限制现金; 存货包含流动资产中的在建物业、持作销售的已落成物业、存货及非流动资产中的在建物业。

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

公司流动资产主要由货币资金、存货和应收关联方款项构成, 其中货币资金受限比例小, 存货去化及周转情况良好, 资产流动性较强

公司将部分在建物业计入非流动资产, 为便于

² 主要包括购房者预付保证金、应付若干合营企业及联营公司及对附属公司、合营企业及联营公司其他股东的款项, 以及收购附属公司、合营企业及联营公司的尚未支付对价。

与其他房地产上市公司比较分析，本报告将此部分调整至流动资产。以调整后口径统计，2019年末，公司资产负债表中流动资产占比为92.58%，同比基本持平。截至2019年末货币资金和存货合计占流动资产比重达71.95%，同比提升3.60个百分点。

表 15：近年来公司主要流动资产分析

	2017	2018	2019
流动资产/总资产	92.10%	92.51%	92.58%
存货/流动资产	50.88%	52.26%	56.75%
货币资产/流动资产	15.35%	16.09%	15.20%
贸易及其他应收款/流动资产	27.98%	28.28%	24.82%
(存货+货币资金)/流动资产	66.23%	68.35%	71.95%
持作销售的已落成物业(亿元)	278.86	443.38	457.81
持作销售的已落成物业/存货	5.67%	5.63%	4.57%
在建物业(亿元)	4,687.34	7,347.49	9,444.50
在建物业/存货	95.29%	93.25%	94.26%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

货币资金包含现金及现金等价物和受限制现金，主要为库存现金及银行存款，近年来受限比例持续较低，2019年末货币资金中受限货币资金占比仅为7.22%，可动用资金较为充足。

公司贸易及其他应收款主要由应收账款、应收合营企业、联营公司及其他关联方款项、预付土地款、其他预付款项等构成，其中应收合营企业、联营公司及其他关联方款项为其最主要组成部分。

公司存货主要由持作销售的已落成物业和在建物业构成，其中持作销售的已落成物业占比较低，同时公司存货周转率保持在较高水平，存货去化及周转情况良好。

表 16：近年来公司周转率相关指标

	2017	2018	2019
存货周转率(次/年)	0.42	0.43	0.40
总资产周转率(次/年)	0.28	0.28	0.27

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 对债务本息的保障程度维持在较好区间，同时货币资金可对短期债务提供充足的保障，偿债能力指标表现良好

2019年末公司总债务规模有所增长，但短期债务在总债务中占比有所下降，债务期限结构进一步优化。由于融资渠道较为多元，公司债务资金来源包括境内贷款、境外贷款、境外优先票据、公司债券以及可换股债券，其中境内贷款占比超过50%，境外贷款、境外优先票据和公司债券占比相当，可换股债券占比很小。从融资成本来看，2019年公司加权平均借贷成本为6.34%，同比上升23个基点，主要因下半年开发贷融资成本有一定的提升。

2019年，随着销售业绩和回款的增长，公司经营现金流继续保持净流入状态，但由于年内项目开发规模较大，经营活动净现金流同比有所减少，其对债务本息的保障程度有所下降。

受益于很强的盈利能力，2019年公司 EBITDA 对债务的保障能力进一步提升，EBITDA 利息保障倍数亦保持在较高水平，EBITDA 对债务本息的支持能力较强。同时，公司货币资金充足，对短期债务的覆盖能力很强。

表 17：近年来公司现金流及偿债指标情况(亿元)

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	240.84	293.81	146.66
货币资金/短期债务(X)	2.11	1.91	2.30
总债务	2,167.82	3,293.80	3,699.14
短期债务/总债务(%)	32.43	38.56	31.52
总债务/EBITDA	4.58	4.09	3.68
经营活动净现金/总债务(X)	0.11	0.09	0.04
EBITDA 利息倍数(X)	4.29	4.21	4.10
经营活动净现金/利息支出(X)	2.18	1.54	0.60

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的资本市场融资渠道能够对公司流动性提供支持，同时受限资产比例较低，但需关注其或有负债风险

截至2019年末公司未使用额度为3,167.90亿元，备用流动性充足；同时，公司作为港股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。

截至 2019 年末，公司受限资产合计为 1,197.03 亿元，其中受限存货、货币资金、于合营企业之投资、于联营公司之投资和固定资产账面价值分别为 867.36 亿元、193.63 亿元、54.48 亿元、31.64 亿元和 33.38 亿元。受限资产仅占当期末总资产的 6.28%，受限比例较低。

截至 2019 年末，公司及控股子公司为合营企业、联营公司及第三方等借款提供担保余额为人民币 732.39 亿元，占净资产的比重为 33.50%，面临一定的或有负债风险。

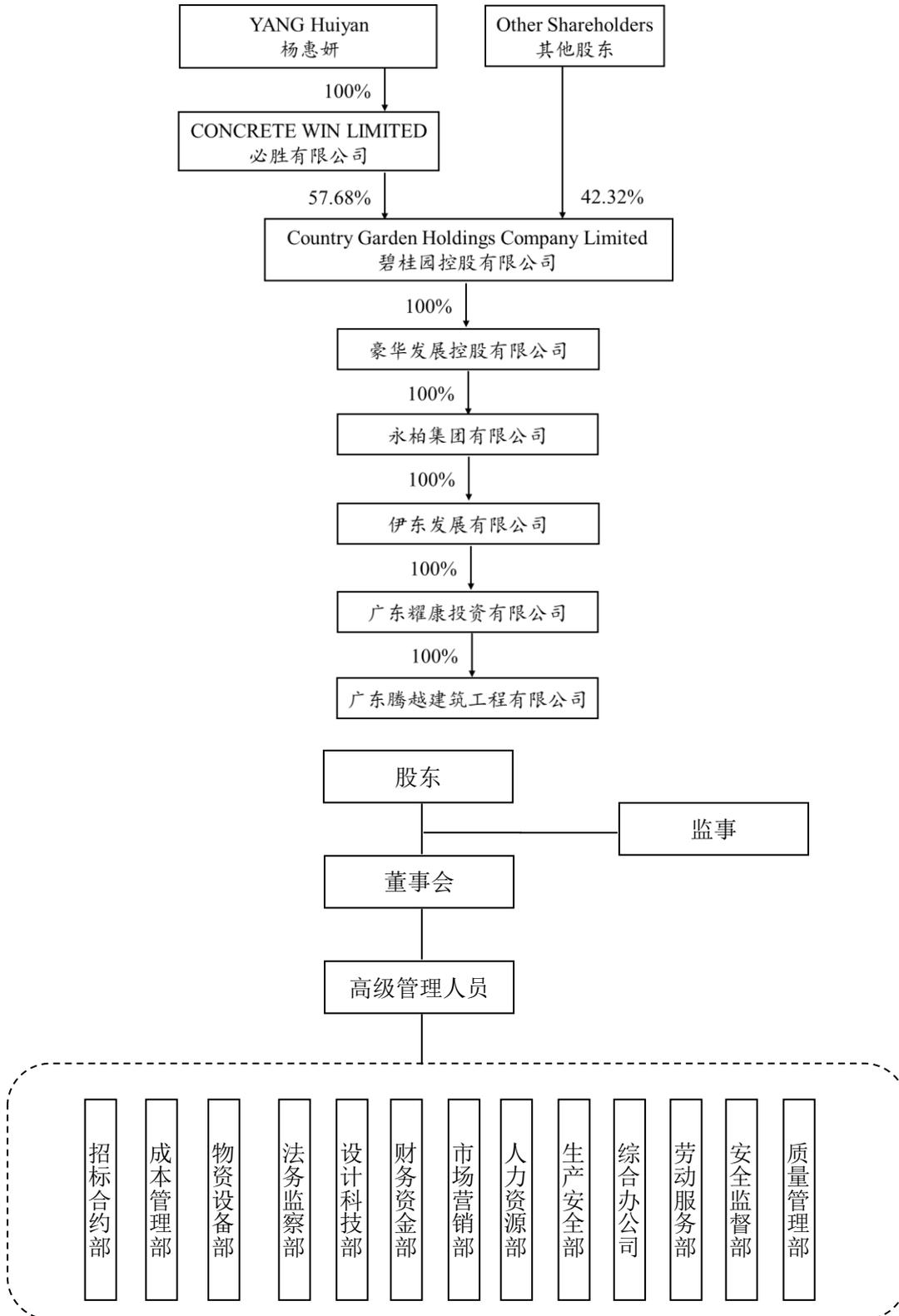
过往债务履约情况：根据公司提供的相关资料，截至 2019 年 12 月 31 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

综合来看，中诚信国际维持碧桂园控股有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，中诚信国际认为碧桂园控股具备极强的综合竞争实力及财务实力，能够为本期债券的按期偿还提供有力的保障。

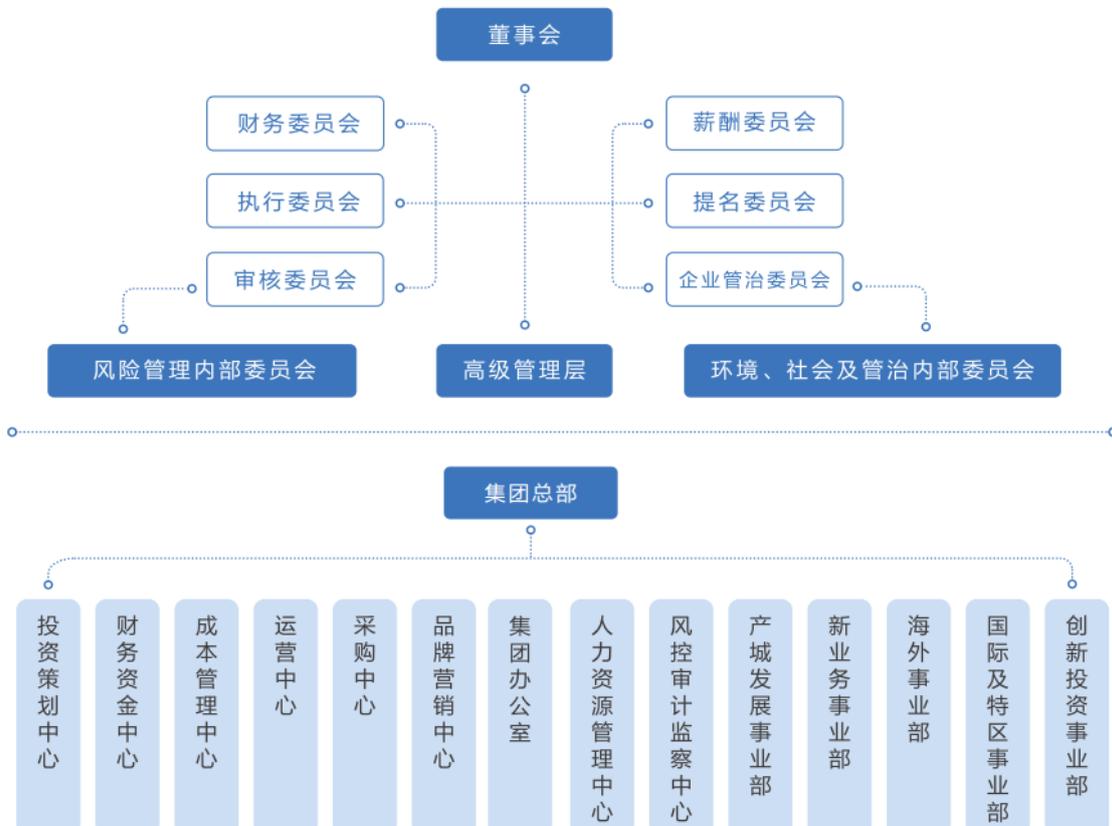
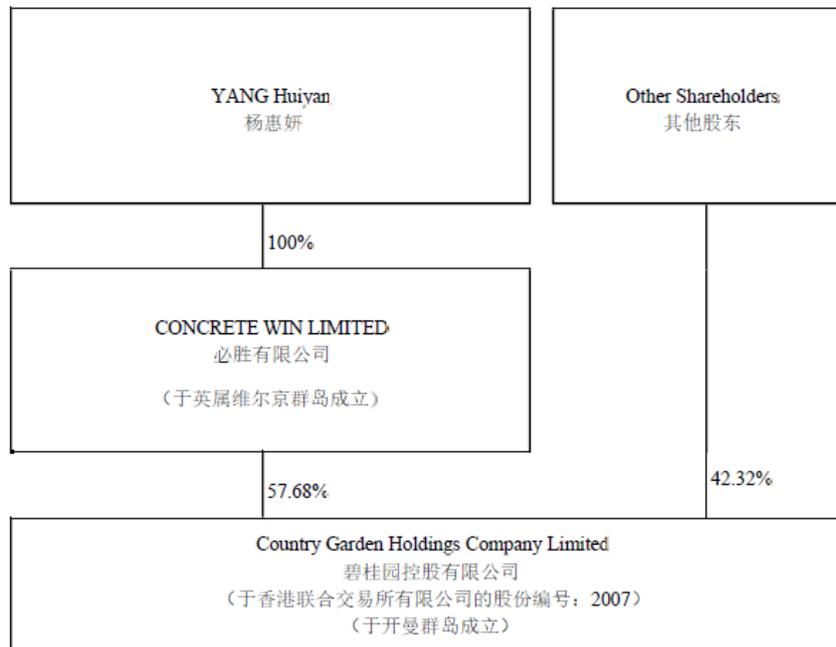
评级结论

综上所述，中诚信国际维持广东腾越建筑工程有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“18 腾越 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：广东腾越建筑工程有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



附二：碧桂园控股有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



附三：广东腾越建筑工程有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.Q1
货币资金	838,684.83	1,234,906.13	1,340,418.74	1,164,465.84
应收账款净额	1,166,428.43	1,382,195.766	1,727,406.159	1,542,845.114
其他应收款	604,358.28	262,554.37	255,338.31	233,884.21
存货净额	1,006,537.07	1,652,092.05	2,016,682.06	2,217,877.93
长期投资	200.00	0.00	292.27	439.41
固定资产	8,557.16	9,134.14	9,958.65	18,327.03
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	747.01	1,808.66	1,833.86	1,861.11
总资产	4,065,869.82	4,961,684.56	5,924,287.14	5,817,636.19
其他应付款	100,393.24	427,177.27	706,927.48	657,830.67
短期债务	573,743.58	266,646.30	803,567.51	771,537.17
长期债务	1,101,653.09	1,589,121.55	1,500,547.45	1,500,861.11
总债务	1,675,396.67	1,855,767.85	2,304,114.96	2,272,398.28
净债务	836,711.85	620,861.72	963,696.22	1,107,932.44
总负债	2,559,095.48	3,447,494.89	4,376,815.65	4,268,791.50
费用化利息支出	43,098.17	77,274.34	126,238.48	0.00
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	1,506,774.34	1,514,189.67	1,547,471.49	1,548,844.69
营业总收入	1,908,089.09	2,928,334.70	4,151,006.18	846,876.13
经营性业务利润	65,014.70	75,286.04	86,142.80	10,460.35
投资收益	0.00	-405.00	258.28	-11.76
净利润	35,036.33	28,787.50	44,013.98	1,372.87
EBIT	93,640.96	116,195.41	184,120.71	-
EBITDA	96,750.03	120,046.74	188,465.10	-
经营活动产生现金净流量	-880,391.82	22,257.85	-116,269.97	-174,124.07
投资活动产生现金净流量	53,481.99	-28,171.63	6,260.81	3,062.12
筹资活动产生现金净流量	548,784.08	437,215.02	193,778.87	15,982.74
资本支出	2,798.17	5,643.85	5,870.71	765.49
财务指标	2017	2018	2019	2020.Q1
营业毛利率(%)	9.23	9.10	8.90	8.88
期间费用率(%)	5.46	6.12	6.51	7.30
EBITDA 利润率(%)	5.07	4.10	4.54	-
总资产收益率(%)	2.61	2.57	3.38	-
净资产收益率(%)	2.35	1.91	2.88	-
流动比率(X)	2.78	2.66	2.04	2.08
速动比率(X)	2.09	1.77	1.34	1.28
存货周转率(X)	2.08	2.00	2.06	-
应收账款周转率(X)	1.97	2.30	2.67	-
资产负债率(%)	62.94	69.48	73.88	73.38
总资本化比率(%)	52.65	55.07	59.82	59.47
短期债务/总债务(%)	34.25	14.37	34.88	33.95
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.53	0.01	-0.05	-0.31
经营活动净现金流/短期债务(X)	-1.53	0.08	-0.14	-0.90
经营活动净现金流/利息支出(X)	-20.43	0.29	-0.92	-
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	-0.54	-0.03	-0.40	-0.08
总债务/EBITDA(X)	17.32	15.46	12.23	-
EBITDA/短期债务(X)	0.17	0.45	0.23	-
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.24	1.55	1.49	-
EBIT 利息保障倍数(X)	2.17	1.50	1.46	-

注：1、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的计息部分调整至短期债务，将计入长期应付款科目的计息部分调整至长期债务；

2、2020.Q1 经营活动净现金流/短期债务、经营活动净现金流/短期债务和经调整的经营活动净现金流/总债务指标经年化处理。

附四：碧桂园控股有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	14,840,212.20	24,254,300.00	26,834,800.00
贸易及其他应收款	27,054,132.80	42,639,700.00	43,819,500.00
存货净额	49,190,030.30	78,790,900.00	100,201,200.00
长期投资	3,244,739.70	4,845,500.00	5,539,500.00
物业、厂房及设备	2,162,808.10	2,342,100.00	2,424,000.00
在建工程	0.00	0.00	0.00
无形资产	281,701.10	316,600.00	74,500.00
投资物业	833,811.40	1,643,500.00	1,292,300.00
总资产	104,966,925.80	162,969,400.00	190,715,200.00
合同负债	34,674,725.70	56,280,000.00	64,699,600.00
贸易及其他应付款	33,088,383.30	49,882,100.00	59,454,800.00
短期债务	7,029,859.00	12,700,200.00	11,658,300.00
长期债务	14,648,355.40	20,237,800.00	25,333,100.00
总债务	21,678,214.40	32,938,000.00	36,991,400.00
净债务	6,838,002.20	8,683,700.00	10,156,600.00
总负债	93,305,732.90	145,628,600.00	168,854,400.00
费用化利息支出	0.00	0.00	0.00
资本化利息支出	1,104,056.10	1,912,900.00	2,448,900.00
所有者权益（含少数股东权益）	11,661,192.90	17,340,800.00	21,860,800.00
营业总收入	22,689,978.60	37,907,900.00	48,590,800.00
经营性业务利润	4,409,706.80	7,346,600.00	9,193,200.00
于合营企业及联营公司经营成果所占份额	-35,230.40	119,700.00	510,800.00
净利润	2,875,181.30	4,854,200.00	6,120,200.00
EBIT	4,652,197.70	7,956,300.00	9,893,900.00
EBITDA	4,734,647.90	8,060,700.00	10,048,700.00
销售商品、提供劳务收到的现金	-	-	-
经营活动产生现金净流量	2,408,361.40	2,938,100.00	1,466,600.00
投资活动产生现金净流量	-4,438,462.10	-1,226,900.00	-1,909,100.00
筹资活动产生现金净流量	7,282,167.60	7,383,200.00	2,525,700.00
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率（%）	25.91	27.03	26.06
期间费用率（%）	6.47	7.65	7.14
EBITDA 利润率（%）	20.87	21.26	20.68
净利润率（%）	12.67	12.81	12.60
净资产收益率（%）	29.01	33.47	31.22
存货周转率(X)	0.42	0.43	0.40
资产负债率（%）	88.89	89.36	88.54
总资本化比率（%）	65.02	65.51	62.85
净负债率（%）	58.64	50.08	46.46
短期债务/总债务（%）	32.43	38.56	31.52
经营活动净现金流/总债务（X）	0.11	0.09	0.04
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.34	0.23	0.13
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.18	1.54	0.60
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	-	-	-
总债务/EBITDA（X）	4.58	4.09	3.68
EBITDA/短期债务（X）	0.67	0.63	0.86
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.29	4.21	4.10
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	5.21	5.16	5.04

注：货币资金包含现金及现金等价物和受限现金；存货包含流动资产中的在建物业、持作销售的已落成物业、存货及非流动资产中的在建物业。

附五：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	现金及其等价物/货币等价物	货币资金(现金)+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	营业周期-应付账款平均净额×360天/年采购成本 营业周期=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本)/营业总收入
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
盈利能力	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT(息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	EBITDA(息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	净利润率	=净利润/营业总收入
现金流	RCF	经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	经营活动净现金流-(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)-(分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出)
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营净现金流	经营活动净现金流(CFO)-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附六：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。