

# 广东腾越建筑工程有限公司 2020 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

---

项目负责人：石 烁 [sshi@ccxi.com.cn](mailto:sshi@ccxi.com.cn)

项目组成员：林灿鸿 [chlin@ccxi.com.cn](mailto:chlin@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 11 月 9 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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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](http://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]4430D 号

## 广东腾越建筑工程有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“广东腾越建筑工程有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年十一月九日

**发行要素**

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
广东腾越建筑工程有限公司	不超过 20 亿元（含 20 亿元）	4（2+2）年期	每年付息一次，到期一次还本付息	偿还公司借款

**评级观点：**中诚信国际评定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；评定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；评定“广东腾越建筑工程有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）”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.H1
总资产（亿元）	406.59	496.17	592.43	570.50
所有者权益合计（亿元）	150.68	151.42	154.75	155.49
总负债（亿元）	255.91	344.75	437.68	415.01
总债务（亿元）	167.54	185.58	230.41	230.95
营业总收入（亿元）	190.81	292.83	415.10	174.36
净利润（亿元）	3.50	2.88	4.40	0.73
EBIT（亿元）	9.36	11.62	18.41	7.69
EBITDA（亿元）	9.68	12.00	18.85	7.91
经营活动净现金流（亿元）	-88.04	2.23	-11.63	-45.85
营业毛利率（%）	9.23	9.10	8.90	10.18
总资产收益率（%）	2.61	2.57	3.38	-
资产负债率（%）	62.94	69.48	73.88	72.74
总资本化比率（%）	52.65	55.07	59.82	59.76
总债务/EBITDA（X）	17.32	15.46	12.23	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.24	1.55	1.49	1.22

碧桂园控股	2017	2018	2019	2020.H1
总资产（亿元）	10,496.69	16,296.94	19,071.52	19,632.69
所有者权益（亿元）	1,166.12	1,734.08	2,186.08	2,349.96
总负债（亿元）	9,330.57	14,562.86	16,885.44	17,282.73
总债务（亿元）	2,167.82	3,293.80	3,699.14	3,420.42
营业总收入（亿元）	2,269.00	3,790.79	4,859.08	1,849.57
净利润（亿元）	287.52	485.42	612.02	219.26
EBITDA（亿元）	473.46	806.07	1,004.87	367.25
经营活动净现金流（亿元）	240.84	293.81	146.66	-160.72
营业毛利率（%）	25.91	27.03	26.06	24.27
净负债率（%）	58.64	50.08	46.46	58.09
总债务/EBITDA（X）	4.58	4.09	3.68	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.29	4.21	4.10	2.96

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

**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 2020 年 6 月末，腾越建筑在手合同总额 708.71 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，近年来签约销售金额位居全国房地产开发企业前列，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 2020 年 6 月末，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 691.21 亿元，占净资产的比重为 29.41%，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**

部分房地产开发企业主要指标对比表

公司名称	2020 年 6 月末总资产（亿元）	2020 年 6 月末净负债率（%）	2020 年 6 月末货币资金/短期债务(X)	2019 年全口径签约销售金额（亿元）	2019 年总债务/销售商品提供劳务收到的现金（X）	2019 年营业总收入（亿元）	2019 年净利润率（%）	2019 年存货周转率(X)
中国恒大	22,990.97	263.45	0.34	6,011	-	4,775.61	7.02	0.28
万科企业	18,061.87	27.02	2.01	6,308	0.60	3,678.94	14.99	0.28
保利地产	10,951.65	73.73	1.84	4,618	0.99	2,359.81	15.91	0.29
融创中国	9,964.01	149.00	0.86	5,562	-	1,693.16	16.63	0.31
碧桂园控股	19,632.69	58.09	1.94	5,522*	-	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

## 发行主体概况

广东腾越建筑工程有限公司（以下简称“腾越建筑”或“公司”）前身为佛山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1,780万元。2001年3月，公司更名为“佛山市腾越建筑工程有限公司”。2003年4月9日，经广东省工商行政管理局下发《企业冠省名称预先核准通知书》（粤名预私冠字【2003】第88号）批准，公司名称变更为现名。公司业务主要包括建筑施工、装修装饰、机电安装、安防设备安装等，具备房屋建筑工程总承包壹级资质。

产权结构：截至2020年6月末，公司注册资本为52亿元，直接控股股东为广东耀康投资有限公司，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，为公司实际控股方。杨惠妍女士通过全资控股公司必胜有限公司持有碧桂园控股57.60%的股份，是碧桂园控股的实际控制人，因此亦为公司实际控制人。

## 本期债券概况

公司债券注册额度为60亿元（含60亿元），分期发行，目前已发行20亿元。本期公司债券拟发行不超过20亿元（含20亿元），期限为4年期，并附第2年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期发行的募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还公司借款。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**虽然在新冠肺炎疫情冲击下一季度GDP同比大幅负增长，但随着疫情防控和复工复产成效的显现，二季度GDP当季同比由负转正，上半年GDP降幅收窄至-1.6%。后续中国经济有望延续复苏势头，但内外风险及结构性问题的存在仍将对经济回暖带来一定制约，复苏的节奏或边际放缓。

二季度以来，随着国内疫情防控取得成效、复工复产推进，中国经济持续修复。从生产侧来看，工业生产恢复较快，二季度各月工业增加值同比持

续正增长。从需求侧来看，基建与房地产投资回升带动投资底部反弹；随着大部分区域居民活动趋于正常化消费略有改善；出口虽然上半年累计同比负增长，但在疫情全球蔓延而中国率先复工复产背景下仍显著好于预期。但需要关注的是，宏观数据回暖主要是政策性因素带动，市场化的修复力量依然偏弱。具体来看，服务业恢复相对较慢，服务业生产指数虽由负转正但依然低位运行；制造业投资、民间投资疲弱，消费修复相对较为缓慢等等。从价格水平来看，随着疫情冲击缓解和“猪周期”影响的弱化，CPI高位回落；需求不足PPI持续低迷但后续降幅或有望小幅收窄，全年通胀通缩压力或仍可控。

**宏观风险：**当前中国经济运行依然面临多重挑战。首先，尽管中国经济在全球率先从疫情冲击中复苏，但疫情海外蔓延持续，疫情依然是需要关注的重要风险：一方面，疫情之下全球经济衰退在所难免，中国经济依然面临外部需求疲弱的压力；另一方面，国内疫情防控既要防外部输入，又要妥善处置疫情在个别区域的二次爆发，对国内生产生活仍有一定的影响。第二，大国博弈与疫情冲击、国际政治角力等多重因素交织下，以美国为首的西方国家对中国挑畔行为增多，地缘政治风险加剧。第三，当前国内经济供给面与需求面的恢复并不同步，经济下行期微观主体行为也趋于保守，企业自发投资动力不足，居民部门消费倾向向下移，结构性问题的存在使得后续经济进一步复苏的难度加大。第四，国内宏观政策逐步向常态化过度，信用或边际略为收紧，叠加疫情冲击、经济下行背景下的企业经营压力加大，信用风险有可能加速释放；此外，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。

**宏观政策：**“两会”政府工作报告明确提出，加大“六稳”工作力度，以保促稳，下半年宏观政策将继续坚持底线思维，统筹考虑稳增长、防风险工作。考虑到政府工作报告并未提出全年经济增速具体目标，且当前我国经济复苏势头较好，继续通过强刺激

保经济总量增长的必要性降低，宏观政策或逐步从对冲疫情冲击的应急政策向常态化政策转变，更加注重结构调整。在具体政策措施上，货币政策延续稳健灵活适度、更趋常态化，重心或向直达实体倾斜；政府工作报告明确财政赤字率按 3.6% 以上安排，新增专项债额度大幅提升，并发行一万亿元特别国债，积极财政在更加积极同时，支出结构也将进一步优化，重点投向民生及新基建等领域。值得一提的是，政府工作报告将稳就业、保民生置于优先位置，考虑到中小企业在稳就业方面发挥的重大作用，对中小企业的政策支持仍有望进一步加大。

**宏观展望：**考虑到内外风险和结构性矛盾制约以及宏观政策刺激力度的边际弱化，相比于二季度经济的快速反弹，下半年经济修复的节奏和力度或边际放缓。但在国内疫情防控得力、稳增长政策持续发挥作用的背景下，经济将有望保持复苏态势。

**中诚信国际认为，**得益于中国强有力的疫情防控和宏观调控政策，2020 年中国经济有望实现正增长，是疫情之下全球难得的全年 GDP 依旧能保持增长的经济体，但仍需关注疫情全球蔓延及地缘政治风险给中国经济带来的冲击。从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深持续释放制度红利，中国经济中长期增长韧性持续存在。

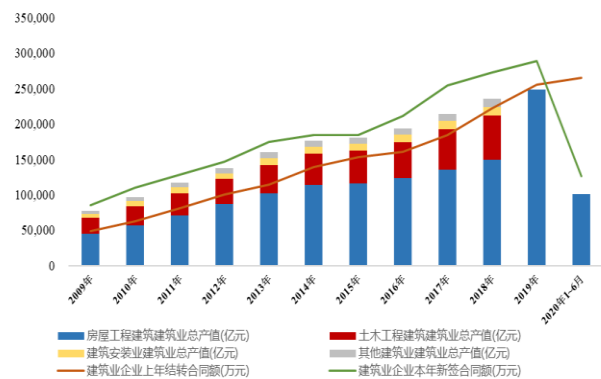
## 行业

**新型城镇化、交通强国、一带一路等政策利好能够为建筑业带来持续需求，行业逐步由高速发展转为高质量发展**

建筑业是国民经济的支柱产业之一，其发展与房地产开发、基础设施等固定资产投资保持着密切的关系。多年来我国建筑业整体保持了较好的发展态势，近五年（2014~2019）总产值实现了 7.1% 的年均增长。2019 年，我国建筑业完成新签合同额 28.92 万亿元，实现总产值 24.84 万亿元，从订单保障情况来看，随着固定资产投资增长趋缓，新订单保障系数（当年新签合同/当年产值）指标自 2017 年达到峰值后有所回落，而考虑上年结转合同因素后

的总订单保障系数仍不断提升，2019 年为 2.19 倍。2020 年上半年，我国建筑业企业实现新签合同额 12.60 万亿元，较上年同期增长 4.73%，疫情冲击下我国建筑业平稳发展的基本面未发生改变。

图 1：近年来我国建筑业整体发展情况



资料来源：国家统计局、中国建筑业协会，中诚信国际整理

近年来我国固定资产投资受到供给侧结构性改革、经济去杠杆、房地产调控等宏观政策影响，增速呈持续下降态势。特别是 2018 年在基建投资增速断崖式下跌的拖累下，固定资产投资增长压力进一步加大。2019 年，全国固定资产投资（不含农户）增速延续下探态势至 5.4%，较上年减少 0.5 个百分点，其中制造业投资受内外需不确定性等因素的影响同比明显走低；基础设施投资逐步企稳但维持低位，稳增长效果仍显不足；房地产业投资在前期拿地项目逐步进入开工期的带动下保持较强韧性，成为固定资产投资增速的重要支撑，但在严调控政策和融资收紧的双重约束下，年内增速呈现前高后低的走势。**中诚信国际注意到，**近年全社会固定资产投资虽然继续保持增长态势，但增速逐年回落，势必对建筑行业形成一定压力，而随着工程总承包模式的推行，以及建筑产业化、精细化管理和 BIM 技术的逐步普及应用，我国建筑业的发展质量仍在不断提升。

随着建筑业总产值和增加值屡创新高，中国已成为全球规模最大的建筑市场，行业龙头的业务体量稳居世界前列，在美国《工程新闻记录》(ENR) 杂志发布的“2019 年度全球承包商 250 强”排行榜中，中国大陆共有 57 家企业入围，排名靠前的以大

型央企和省属建工为主。此外，随着“一带一路”倡议的不断落地，中资企业国际工程承揽规模亦不断扩大，在美国《工程新闻记录》(ENR)杂志发布的“2019年度国际承包商250强”排行榜中，中国大陆共有76家企业入围。整体来看，多年来中国建筑行业快速增长的市场容量和激烈的竞争环境催生出了一批具有国际竞争力的建筑企业，并成为了中国企业“走出去”的先行者。

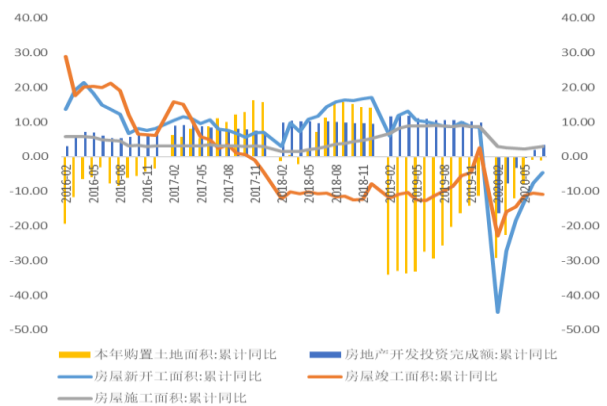
中诚信国际认为，国内新型城镇化和旧城改造等城市建设、更新需求仍将不断释放，交通强国等国家战略推进亦将为基础设施建设的长期发展提供有力支撑，加之“一带一路”倡议为行业发展带来的支撑，在未来一段时期我国建筑业发展不会出现大幅度减速的状况，但行业内企业仍将持续处于激烈的市场竞争之中，具备技术、人才、精细化管理和投融资优势的建筑企业有望在行业演进的过程中持续受益。

### 受调控影响，房地产新开工增速承压，但在建项目加速竣工、存量房改造和保障性住房建设等仍能为房建行业提供支撑；行业集中度或进一步提升

房屋建筑市场发展与房地产行业密切相关。2016年，国内房地产市场出现回暖，房地产开发投资增速触底反弹，全年增长8.1%至16.69亿平方米；2017年，国内商品房销售进一步好转，开发商补货意愿较强，全国土地成交面积恢复增长，当期房地产新开工面积同比上升7.0%至17.87亿平方米；2018年，在房企“高周转”的推动下，全年新开工面积大幅增长17.2%。2019年以来，房地产行业融资政策持续收紧，房企资金到位情况弱化使得新开工面积增长面临较大压力，全年房屋新开工面积累计增长8.5%，较上年同期下降明显，而竣工面积增速则快速回升，房地产新开工和竣工面积增速之间存在的缺口呈现收窄态势。2020年上半年，受疫情影响房屋新开工面积近年来首次出现负增长，后续房地产新开工回升情况值得关注，考虑到2019年来土地购置已出现明显减缓，土地投资的滞后效应或将在中期对房地产建安投资产生一定影响。此外，

目前房地产行业市场份额和土地储备的集中度持续提升，未来一段时期与大型龙头房企保持良好战略合作且具备较强合同履约能力的房建产业链企业能够在订单获取方面得到更好保障，房建产业链集中度亦有望趋于集中。

图2：近年来我国房地产施工及投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

随着国家对房地产市场，尤其是商品房住宅市场的深度与持久地调控，房屋建筑市场形势渐趋复杂。近年来，在国家各级政府政策的支持下，保障性住房成为拉动房屋建筑市场发展的新增长点。2018年，全国棚户区改造开工626万套、基本建成511万套，顺利完成年度目标任务，建设规模进一步扩大。2019年6月，国务院常务会议部署开展城镇老旧小区改造试点，并提出建立小区后续长效管理机制，中诚信国际认为，未来一段时期存量房改造和保障房建设的推进一定程度上能够抵消商品房住宅市场下滑给房屋建筑行业带来影响。此外，工业扩大再生产和各地大型工业企业“退城进园”等依然能够带来大量厂房、办公用房的建设需求；同时，在城镇化进程推进下，大中城市新建大型文体场馆、公共交通枢纽等城市公共设施的需求也将维持较高水平，将在一定程度上平滑房屋建筑市场的波动。

## 业务运营

建筑施工业务为公司收入的主要来源，近年来占主营业务收入比重均为85%左右；同时，装饰装修和机电安装业务对公司收入形成较好的补充。

表 1：公司主营业务收入结构及占比（亿元）

收入	2017	2018	2019	2020.H1
建筑施工	162.45	243.73	349.86	150.64
装修装饰	13.05	18.70	23.46	7.84
机电安装	10.90	24.11	33.02	12.59
安防设备安装	1.68	2.23	3.77	1.19
其他	0.84	1.28	1.50	0.56
<b>合计</b>	<b>188.91</b>	<b>290.05</b>	<b>411.61</b>	<b>172.83</b>
占比	2017	2018	2019	2020.H1
建筑施工	85.99%	84.03%	85.00%	87.16%
装修装饰	6.91%	6.45%	5.70%	4.54%
机电安装	5.77%	8.31%	8.02%	7.29%
安防设备安装	0.89%	0.77%	0.92%	0.69%
其他	0.44%	0.44%	0.36%	0.32%
<b>合计</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

注：本表所列业务为公司主营业务。

资料来源：公司年报

### 公司业务来源稳定，受益于碧桂园控股项目开发规模的扩大，公司新签合同总额有较大幅度的增长，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，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。

从目前情况来看，公司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。近年来公司业务规模增长充分受益于碧桂园控股房地产业务不断拓展带来的契机，2017~2019年，公司营业收入快速上升，其中来源于碧桂园控股内部的营业收入金额占比均达到90%以上。但公司作为项目承揽方，业务来源单一且较为集中，与碧桂园控股议价能力较弱，其工程款回收期限或受到碧桂园控股房地产开发现金流周转效率影响，具有一定不确定性，且对其分散经营风险构成一定压力。根据公司战略规划，未来在以碧桂园内部项目为主的同时，也将逐渐向外部市场拓展，不断提升公司的市场竞争力

和品牌知名度。

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，受益于近年来碧桂园控股房地产项目每年维持较高的施工规模，公司新签合同额持续增长。2020年上半年，受疫情影响，公司新签合同金额同比减少14.32%。截至2020年6月末，公司在手合同总额708.71亿元，较年初增长1.42%，充足的项目储备为其稳定经营提供了重要支撑。

表 2：公司新签合同额按业务结构分类

单位：亿元

	2017	2018	2019	2020.H1
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
装修设计	7.10	12.14	13.26	2.48
<b>合计</b>	<b>279.23</b>	<b>461.80</b>	<b>527.59</b>	<b>155.59</b>

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6月30日已在东北、湖南、湖北、安徽、江苏等地设有36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。2017~2019年公司房建工程业务新签合同额年均复合增长率达37.46%；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，近年来新签合同金额亦有所增长。此外，2017年公司完成一笔同一控制下的合并，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，2017~2019年装修设计新签合同额持续增长。

### 公司施工资质齐全，近年来施工面积不断增加，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2020年6月末，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，机电工程施工总承包和市政公用工程施工总承包亦为一级资质。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 3：公司房建业务施工情况

单位：万平方米

	2017	2018	2019	2020.H1
新开工面积	1,959.52	3,178.64	2,982.15	752.18
竣工面积	1,086.40	1,635.70	2,285.52	643.60
在施工面积	2,226.04	3,768.98	4,158.02	4,266.60

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大增，公司施工规模大幅提升。截至2020年6月末，公司在施工面积达到4,266.60万平方米，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2020年6月末，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、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，合同造价总额为111.15亿元。

表 4：截至2020年6月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	2022-12-30
碧桂园时代城润园	18.83	2022-4-20
西樵碧桂园工程	9.44	2020-12-30
翁源碧桂园	7.82	2021-9-30
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	2020-9-24
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	2021-2-5
陕西宝鸡凤凰城一期一标段	4.94	2020-7-15
龙城府一期	4.81	2021-01-30
车创置业广场	4.77	2020-12-30
<b>合计</b>	<b>111.15</b>	

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2020年6月末，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。

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。

## 战略规划及管理

**公司将加大科技投入，加大工程总承包、集团外部业务、海外市场拓展力度，进一步完善市场网络布局，并加强内部管理**

公司将顺应行业发展要求，加大科技投入，强化产业链建设，加大产业化、工业化、信息化方面的投入，加强绿色施工新技术研究，提高技术服务支撑能力。

同时，公司将对业务结构进行调整，加大工程总承包、集团外部业务、海外市场拓展力度，注重重大项目运作，实现业务、技术与投资的互动，同时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。

在内部管理方面，公司将发挥审计监督、法律监察职能，加强财务及资金管理，加大风险资产管理力度；创新项目管理模式，提升项目管理能力。

### 法人治理结构完善，内部控制制度体系健全

公司已根据《公司法》等相关法律法规的有关要求，建立了较为健全的法人治理结构。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，其中董事长1人；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，同时规定董事、高级管理人员不得兼任监事。

公司在其住所设立经营管理机构，负责公司的日常经营管理，并实行董事会领导下的总经理负责制，管理层对董事会负责。目前，公司设置了招标合约部、成本管理部、物资设备部、法务监察部、设计科技部、财务资金部、市场营销部、人力资源部、生产安全部、安全监督部、质量管理部、综合办公室等职能部门，具体负责公司日常运营等事宜，保证公司高效运转。

此外，公司为加强治理和内部控制机制建设，形成了以预算管理，财务管理，重大投、融资管理，对外担保管理，关联交易管理，对分、子公司管理，内部审计，安全生产，招投标管理，信息披露管理等为主要内容的较为完善的内部控制体系。

## 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年半年度财务报表，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**

近年来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在小范围内波动，整体营业毛利率水平较为稳定。

**表 5：近年来公司主要板块毛利率构成(%)**

业务	2017	2018	2019	2020.H1
建筑施工	7.80	7.52	7.22	8.59
装修装饰	20.28	21.20	24.44	29.79
机电安装	15.06	13.87	14.64	16.71
安防设备安装	18.74	13.41	16.83	15.62
其他	41.68	37.91	31.43	19.20
<b>主营业务毛利率</b>	<b>9.33</b>	<b>9.11</b>	<b>8.97</b>	<b>10.22</b>
<b>营业毛利率</b>	<b>9.23</b>	<b>9.10</b>	<b>8.90</b>	<b>10.18</b>

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，但公司期间费用率持续上升，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，近三年一期公司经营业务利润持续增长，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，对利润造成较大程度的侵蚀。综上，公司利润总额有所波动。从盈利指标来看，公司净利润率及净资产收益率整体较低，盈利能力有待提升。

**表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.H1
销售费用	0.42	0.14	0.14	0.10
管理费用（含研发费用）	4.65	10.05	14.51	6.32
财务费用	5.34	7.74	12.38	6.42
期间费用合计	10.41	17.93	27.02	12.84
期间费用率（%）	5.46	6.12	6.51	7.36
经营性业务利润	6.50	7.53	8.61	4.39
资产减值损失	0.14	0.99	0.17	-0.09
投资收益	-	-0.04	0.03	0.01
营业外损益	-1.28	-2.60	-2.68	-3.39
利润总额	5.05	3.89	5.79	1.20
净利润率（%）	1.84	0.98	1.06	0.42
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

**公司资产规模呈增长态势，但总债务增长较快，财务杠杆水平不断上升；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，公司资产总额呈增长态势。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，年末货币资金余额持续增长，2019 年末受限资金占比为 9.62%，可动用资金较为充足。随着业务规模的增长，年末应收账款余额不断增长，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，存货余额不断增长，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。近年来公司营业周期持续缩短，但仍偏长，经营效率有待继续提升。公司其他应收款持续下降，主要系 2018 年公司关联方偿还了之前的往来款，同时非关联方往来款亦有所减少。；2020 年 6 月末，由于经营活动现金流出金额较大，且公司偿还部分到期债务，导致货币资金较 2019 年末有较明显的减少，使得公司总资产有所下降。

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。其中年末应付账款不断增长，主要系业务扩张导致应付材料、设备款大幅增长。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，近年来公司发行债券较多，有息债务规模亦保持增长态势。2020 年 6 月末，由于应付非集团内关联方公司往来款的减少，其他应付款余额较 2019 年末较明显下降，使得总负债有所下降。

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，2020 年 6 月末实收资本和未分配利润占所有者权益的比重分别为 33.44%和 59.80%。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，2017~2019 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。2020 年 6 月末，公司财务杠杆水平与 2019 年末相比变化不大。

**表 7：公司主要资产负债表科目及相关指标情况（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.H1
总资产	406.59	496.17	592.43	570.50
货币资金	83.87	123.49	134.04	77.16
应收账款	116.64	138.22	172.74	166.36
其他应收款	60.44	26.26	25.53	32.93
存货	100.65	165.21	201.67	226.18
营业周期（天）	355.93	336.44	309.47	-
总负债	255.91	344.75	437.68	415.01
应付账款	60.28	97.10	109.09	107.03
其他应付款	10.04	42.72	70.69	44.65
总债务	167.54	185.58	230.41	230.95
所有者权益	150.68	151.42	154.75	155.49
实收资本	52.00	52.00	52.00	52.00
未分配利润	85.27	87.97	92.25	92.98
资产负债率（%）	62.94	69.48	73.88	72.74
总资本化比率（%）	52.65	55.07	59.82	59.76

注：其他应付款不包含应付利息。

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，且随着一年内到期的非流动负债的增长，公司的短期偿债压力增大**

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，经营活动现金流整体呈净流出状态（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流持续净流入。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%。2020 年上半年，由于公司偿还部分到期债务，同时借款现金流入减少，导致筹资活动净现金流为负，但净流出规模同比缩小。

近年来公司有息债务呈增长态势，其中 2019 年末短期债务在总债务中占比有所回升，2020 年 6 月末继续上升，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，各年末公司货币资金充裕，可以完全覆盖短期债务；但 2020 年 6 月末，货币资金对短期债务的覆盖倍数降至 0.70 倍，短期偿债压力有所增加。

**表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2017	2018	2019	2020.H1
经营活动净现金流	-88.04	2.23	-11.63	-45.85
投资活动净现金流	5.35	-2.82	0.63	0.15
筹资活动净现金流	54.88	43.72	19.38	-12.93
总债务	167.54	185.58	230.41	230.95
短期债务/总债务（%）	34.25	14.37	34.88	47.54
货币资金/短期债务	1.46	4.63	1.67	0.70
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	1.22

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 2020 年 6 月末公司共获得银行授信额度 85.26 亿元，其中未使用额度为 45.25 亿元，具有一定的备用流动资源。

截至 2020 年 6 月末，公司受限资产合计为 16.85 亿元，为票据保证金、施工保证金、工人工资保证金等及贴现的应收票据，仅占当期末总资产的 2.95%，受限比例很低。

截至 2020 年 6 月末，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 6 月 30 日，公司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7月23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。

## 担保主体概况

碧桂园控股有限公司（本节或简称“公司”）成立于2006年11月，注册地为开曼群岛。2007年4月，公司在香港交易所主板上市（简称“碧桂园”，证券代码 02007.HK）。公司主要从事房地产开发、物业投资、酒店开发和管理等业务，是国内领先的城镇化住宅开发商，截至2020年6月末，公司业务已进入国内全部省/直辖市/自治区，同时在部分海外地区拥有房地产项目。

**产权结构：**截至2020年6月末，公司已发行股份总数为218.73亿股，主要股东包括杨惠妍女士、平安人寿等，实际控制人为杨惠妍女士，其通过全资控股公司必胜有限公司持有碧桂园控股57.60%的股份。

## 业务运营

出售物业业务为公司收入的主要来源，近年来收入占营业总收入比重均为97%左右；同时，提供建筑服务、租金收入和提供酒店服务及其他业务对公司收入形成一定的补充。

表9：公司营业收入结构及占比（亿元）

收入	2017	2018	2019	2020.H1
出售物业	2,201.57	3,694.05	4,750.12	1,799.49
提供建筑服务	23.05	52.65	62.19	32.19
租金收入	1.08	2.27	4.12	2.21
提供物业管理服务	26.56	16.32	-	-
提供酒店服务及其他	16.74	25.50	42.65	15.68
合计	2,269.00	3,790.79	4,859.08	1,849.57

占比	2017	2018	2019	2020.H1
出售物业	97.03	97.45	97.76	97.29
提供建筑服务	1.02	1.39	1.28	1.74
租金收入	0.05	0.06	0.08	0.12
提供物业管理服务	1.17	0.43	-	-
提供酒店服务及其他	0.74	0.67	0.88	0.85
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：2018年6月，碧桂园控股分拆下属物业管理业务运营主体碧桂园服务控股有限公司并以介绍方式在联交所主板上市，短期内碧桂园控股将不再经营物业管理业务。

资料来源：公司年报

## 公司保持行业领先地位，合同销售面积和销售金额持续增长，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288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，公司商品房销售规模保持行业领先水平，合同销售面积和合同销售金额持续增长。销售均价有所波动，主要因2019年公司签约销售的毛坯房占比提升所致。受疫情影响，2020年1~6月，公司权益签约销售金额同比下降5.30%，但从公司公布的最新业绩来看，2020年1~9月，权益签约销售金额已同比上升5.65%，疫情影响逐渐消除。

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 10：2017~2020.H1 公司业务运营情况**

单位：万平方米、亿元、元/平方米

	2017	2018	2019	2020.H1
销售面积	4,401	5,416	6,237	3,185
销售金额	3,824	5,019	5,522	2,670
销售均价	8,689	9,267	8,854	8,381

注：以上数据均为权益口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 11：2018~2020.H1 公司销售区域分布情况**

单位：%

2018		2019		2020.H1	
省份	占比	省份	占比	省份	占比
广东	24	广东	22	广东	19
江苏	12	江苏	11	江苏	13
浙江	9	浙江	8	浙江	9
河南	4	河南	7	河南	7
安徽	7	安徽	6	山东	7
山东	4	山东	6	安徽	5
湖南	5	湖南	5	湖南	5
广西	4	广西	4	四川	4
湖北	4	湖北	4	广西	4
贵州	4	贵州	3	陕西	3
其他	23	其他	24	其他	24
合计	100	合计	100	合计	100

注：“其他”包含中国大陆所有其他省份及香港、马来西亚、澳洲、泰国、印度尼西亚等。

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，2017~2019 年公司确认的出售物业收入大幅增长，年均复合增长率达 46.89%。2020 年上半年，由于疫情影响了工程进度，公司确认的出售物业收入同比下降 8.51%。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%，2020 年 6 月末合同负债进一步增长至 6,858.18 亿元，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。

**近年来公司拿地节奏有所放缓，并持续执行以三四线城市为主的项目获取战略；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

2017~2019 年，碧桂园控股项目获取力度逐年减小。其中，2019 年公司新增土地储备权益建筑面积同比减少 39.04%，同时，年内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%）。从拿地金额和均价来看，公司新增权益土地投资额逐年减少，其占当期签约销售金额的比重亦逐年降低，2019 年仅为 29.08%，同比下降 8.9 个百分点；平均权益拿地成本随着一二线与三四线城市项目占比的变化而有所波动，但总体处于较低水平。

**表 12：2017~2020.H1 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	2020.H1
新增土地个数	881	797	398	167
新增土地建筑面积（权益口径）	10,145	8,648	5,272	2,335
新增土地投资金额（权益口径）	3,271	1,906	1,606	771
新增土地均价（权益口径）	3,225	2,203	3,047	3,304
期末土地储备建筑面积（权益口径）	18,860	24,064	25,856	26,580

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从项目储备来看，截至 2020 年 6 月末公司在中国大陆拥有 2,662 个处于不同开发阶段的项目，权益可建建筑总面积达 26,580 万平方米，近年来持续增长。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 2.56%、59.37% 和 38.07%，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 2020 年 6 月末，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 13: 截至 2020 年 6 月末公司土地储备情况 (按开发阶段)

单位: 百万平方米、%

竣工/在建/待开发	开发阶段	建筑面积	占比
竣工	已预售未交付	3.9	1.47
	待售	2.9	1.09
在建	已获预售证 (已预售)	89.9	33.82
	已获预售证 (未预售)	15.2	5.72
	未获预售证	52.7	19.83
待开发	已摘牌未获施工证	101.2	38.07
合计		265.8	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 14: 2018~2020 年 6 月末公司土地储备情况 (按省份划分)

单位: %

2018		2019		2020.H1	
省份	占比	省份	占比	省份	占比
广东	24	广东	21	广东	20
江苏	10	江苏	9	江苏	8
湖南	7	湖南	8	河南	7
河南	6	河南	7	湖南	7
山东	5	山东	6	山东	7
安徽	6	安徽	5	安徽	5
广西	5	广西	5	广西	5
湖北	5	湖北	4	湖北	4
贵州	4	贵州	4	河北	4
浙江	4	浙江	4	贵州	4
其他	24	其他	27	其他	29
合计	100	合计	100	合计	100

注 1: 其他包括中国大陆的所有其他省份。

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。2017~2019 年公司提供建筑服务收入年均复合增长率为 64.26%, 为

公司提供了较好的收入补充。2020 年上半年, 受疫情影响, 公司提供建筑服务收入同比下降 6.94%。

此外, 公司在以开发、销售住宅物业为主的基础上, 亦运营管理部门酒店和投资性物业。2017~2019 年, 公司提供酒店服务及其他收入和租金收入均实现稳定增长, 可为公司贡献较为稳定的现金流。2020 年上半年, 受疫情影响, 提供酒店服务及其他收入同比下降 9.15%; 但租金收入仍稳定增长。

### 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<sup>1</sup>以及未经审计的 2020 年半年度财务报告, 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。

### 公司毛利率水平尚可, 期间费用把控情况较好, 盈利指标表现较好且基本保持稳定, 整体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。2020 年上半年, 公司营业收入受疫情影响同比下降 8.44%; 由于所结转项目受限价等调控政策影响毛利率下降, 因此公司整体营业毛利率有所下滑。

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, 受益于营业总收入的同步提升, 公司期间费用率基本稳定, 费用把控情况保持在较好水

<sup>1</sup> 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。

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，公司经营性业务利润持续增长，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逐渐增多，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主要包括品牌管理收入、负商誉产生的收益及处置附属公司收益等，该科目于2019年有所减少，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，公司利润总额保持增长态势。从盈利指标来看，公司EBITDA利润率、净利润率及净资产收益率都仅有小幅波动，总体保持在较高水平。

**表 15：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.H1
营业收入	2,269.00	3,790.79	4,859.08	1,849.57
毛利率（%）	25.91	27.03	26.06	24.27
销售费用	100.02	125.33	163.65	68.94
管理费用（含研发费用）	79.62	178.25	195.11	76.04
财务费用	-32.76	-13.48	-11.71	-18.86
期间费用合计	146.88	290.10	347.05	126.12
期间费用率（%）	6.47	7.65	7.14	6.82
经营性业务利润	440.97	734.66	919.32	322.75
于合营企业及联营公司经营成果所占份额	-3.52	11.97	51.08	25.83
其他收入及收益净额	26.11	43.44	32.88	18.80
利润总额	465.22	795.63	989.39	358.87
净利润率（%）	12.67	12.81	12.60	11.85
EBITDA 利润率（%）	20.87	21.26	20.68	19.86
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

### 公司在整体规模增长的同时，净负债率保持在合理水平，债务期限结构保持良好，整体财务结构稳健

随着业务规模的扩大，公司资产总额不断增长。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，公司货币资金保持充裕。随着公司土地获取及项目的投入，公司存货余额年均复合增长率达42.72%，2020年6月末余额进一步增长。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，该科目余额呈增长态势，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，公司于合营企业及联营公司之投资持续增长。

公司负债总额亦处于增长趋势，负债主要由合同负债、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，公司合同负债不断增长，近三年年均复合增长率为36.60%，2020年6月末余额进一步增长。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<sup>2</sup>（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，该科目余额持续增加。此外，随着项目开发规模的扩大，2017~2019年末公司债务规模有所增长，但增速有所放缓，且2020年6月末债务余额有所下降；截至2020年6月末，长短期债务比（短期债务/长期债务）为0.45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，其利润积累不断夯实自有资本；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提升较快。

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，净负债率持续处于合理水平，财务结构稳健。

**表 16：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.H1
总资产	10,496.69	16,296.94	19,071.52	19,632.69
货币资金	1,484.02	2,425.43	2,683.48	2,055.22
贸易及其他应收款	2,705.41	4,263.97	4,381.95	4,466.48

<sup>2</sup>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。



存货	4,919.00	7,879.09	10,020.12	10,971.85
于合营企业及联营公司之投资	309.30	466.59	521.13	554.53
总负债	9,330.57	14,562.86	16,885.44	17,282.73
贸易及其他应付款	3,308.84	4,988.21	5,945.48	6,205.80
合同负债	3,467.47	5,628.00	6,469.96	6,858.18
总债务	2,167.82	3,293.80	3,699.14	3,420.42
所有者权益	1,166.12	1,734.08	2,186.08	2,349.96
留存收益	632.67	852.02	1,097.16	1,164.47
非控制性权益	229.41	520.78	666.69	765.08
资产负债率 (%)	88.89	89.36	88.54	88.03
净负债率 (%)	58.64	50.08	46.46	58.09

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，公司资产负债表中流动资产占比约 92%，为资产的最主要组成部分。其中，截至 2020 年 6 月末货币资金和存货合计占流动资产比重达 71.87%。

表 17：近年来公司主要流动资产分析

	2017	2018	2019	2020.H1
流动资产/总资产	92.10%	92.51%	92.58%	92.32%
存货/流动资产	50.88%	52.26%	56.75%	60.54%
货币资产/流动资产	15.35%	16.09%	15.20%	11.34%
贸易及其他应收款/流动资产	27.98%	28.28%	24.82%	24.64%
(存货+货币资金)/流动资产	66.23%	68.35%	71.95%	71.87%
持作销售的已落成物业(亿元)	278.86	443.38	457.81	494.17
持作销售的已落成物业/存货	5.67%	5.63%	4.57%	4.50%
在建物业(亿元)	4,687.34	7,347.49	9,444.50	10,387.39
在建物业/存货	95.29%	93.25%	94.26%	94.67%

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，2020 年 6 月末货币资金中受限货币资金占比仅为 8.15%，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 18：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

公司总债务规模有所增长，但短期债务在总债务中占比合理，债务期限结构符合房地产开发周期较长、资金需求量较大的特点。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，截至 2020 年 6 月末，公司综合融资成本为 5.85%，较 2019 年末下降 49 个基点。

随着销售业绩和回款<sup>3</sup>的增长，公司经营现金流保持净流入状态，但由于 2019 年项目开发规模较大，当期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。2020 年上半年，由于疫情影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比有所减少，导致经营活动净现金流为负。

<sup>3</sup> 2018 年、2019 年公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 5,535.35 亿元和 6,032.79 亿元。

受益于很强的盈利能力，公司 EBITDA 对债务的保障能力持续提升，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 19：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.H1
经营活动净现金流	240.84	293.81	146.66	-160.72
总债务	2,167.82	3,293.80	3,699.14	3,420.42
短期债务/总债务 (%)	32.43	38.56	31.52	30.94
货币资金/短期债务 (X)	2.11	1.91	2.30	1.94
总债务/EBITDA (X)	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	2.96
经营活动净现金/利息支出 (X)	2.18	1.54	0.60	-1.29

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 2020 年 6 月末公司未使用额度为 3,288 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 2020 年 6 月末，公司受限资产合计为 1,096.34 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 831.33 亿元、167.43 亿元、38.07 亿元、28.57 亿元和 15.69 亿元。受限资产仅占当期末总资产的 5.58%，受限比例较低。

截至 2020 年 6 月末，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 691.21 亿元，占净资产的比重为 29.41%，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 2020 年 6 月 30 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，中诚信国际评定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，中诚信国际评定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；评定“广东腾越建筑工程有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）”的债项信用等级为 **AAA**。

## 中诚信国际关于广东腾越建筑工程有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

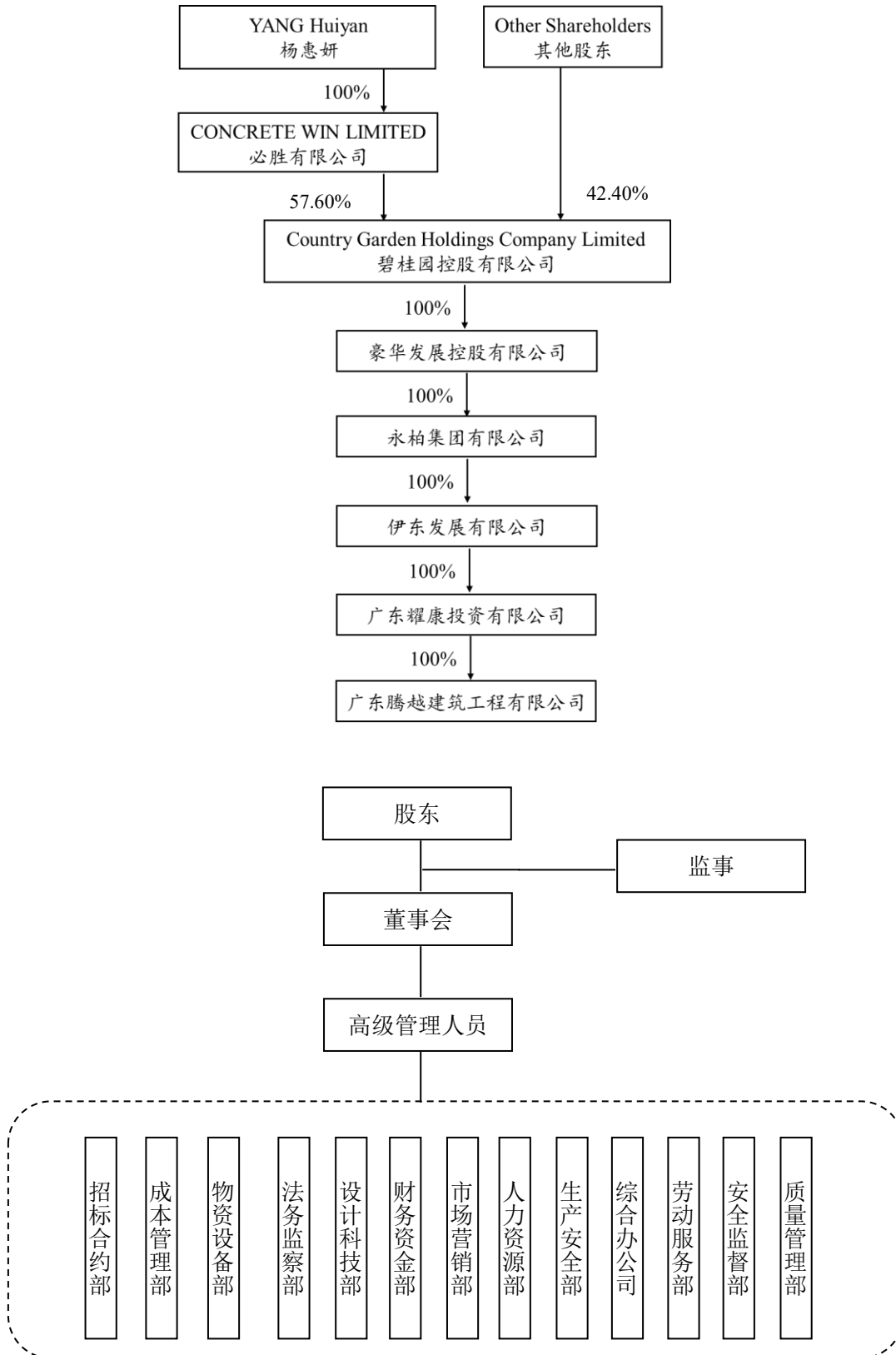
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

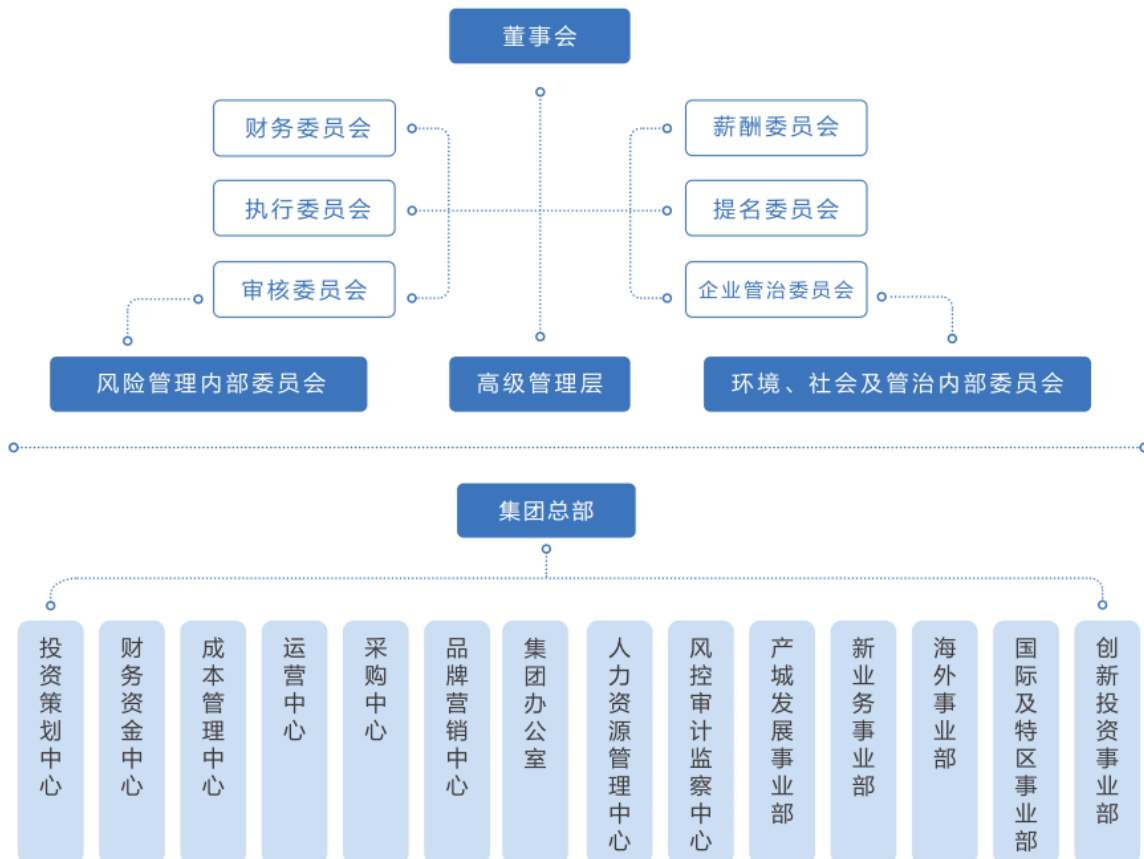
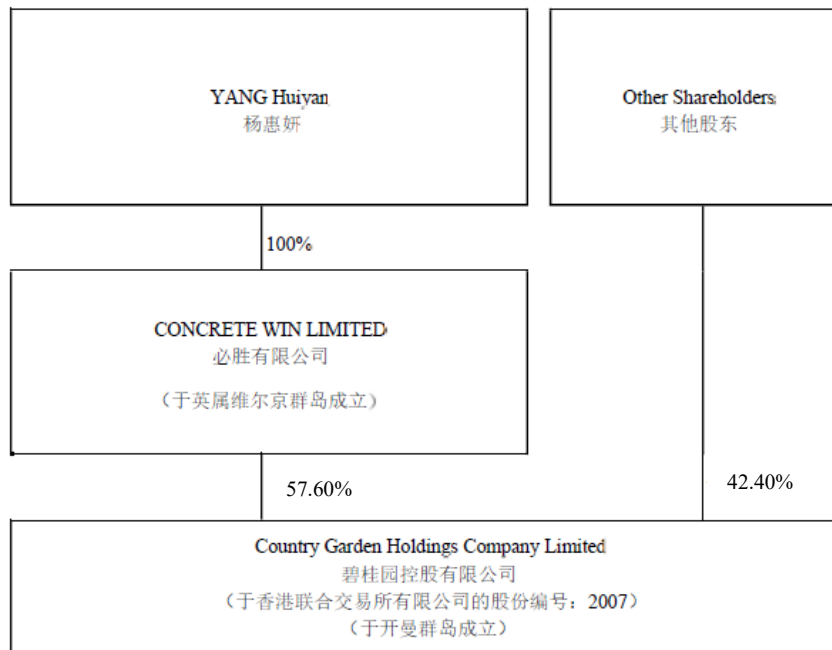
中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 11 月 9 日

### 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 2020 年 6 月末）



## 附二：碧桂园控股有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 6 月末）



### 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.H1
货币资金	838,684.83	1,234,906.13	1,340,418.74	771,557.43
应收账款净额	1,166,428.43	1,382,195.766	1,727,406.159	1,663,603.40
其他应收款	604,358.28	262,554.37	255,338.31	329,269.56
存货净额	1,006,537.07	1,652,092.05	2,016,682.06	2,261,849.75
长期投资	200.00	0.00	292.27	439.43
固定资产	8,557.16	9,134.14	9,958.65	18,982.87
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	747.01	1,808.66	1,833.86	1,759.75
总资产	4,065,869.82	4,961,684.56	5,924,287.14	5,704,967.68
其他应付款	100,393.24	427,177.27	706,927.48	446,458.90
短期债务	573,743.58	266,646.30	803,567.51	1,097,963.81
长期债务	1,101,653.09	1,589,121.55	1,500,547.45	1,211,493.36
总债务	1,675,396.67	1,855,767.85	2,304,114.96	2,309,457.16
净债务	836,711.85	620,861.72	963,696.22	1,537,899.74
总负债	2,559,095.48	3,447,494.89	4,376,815.65	4,150,076.09
费用化利息支出	43,098.17	77,274.34	126,238.48	64,853.55
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	1,554,891.60
营业总收入	1,908,089.09	2,928,334.70	4,151,006.18	1,743,552.62
经营性业务利润	65,014.70	75,286.04	86,142.80	43,919.09
投资收益	0.00	-405.00	258.28	58.89
净利润	35,036.33	28,787.50	44,013.98	7,311.16
EBIT	93,640.96	116,195.41	184,120.71	76,863.12
EBITDA	96,750.03	120,046.74	188,465.10	79,070.16
经营活动产生现金净流量	-880,391.82	22,257.85	-116,269.97	-458,454.09
投资活动产生现金净流量	53,481.99	-28,171.63	6,260.81	1,469.66
筹资活动产生现金净流量	548,784.08	437,215.02	193,778.87	-129,281.89
资本支出	2,798.17	5,643.85	5,870.71	2,421.55
财务指标	2017	2018	2019	2020.H1
营业毛利率(%)	9.23	9.10	8.90	10.18
期间费用率(%)	5.46	6.12	6.51	7.36
EBITDA 利润率(%)	5.07	4.10	4.54	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	1.92
速动比率(X)	2.09	1.77	1.34	1.15
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	72.74
总资本化比率(%)	52.65	55.07	59.82	59.76
短期债务/总债务(%)	34.25	14.37	34.88	47.54
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.53	0.01	-0.05	-
经营活动净现金流/短期债务(X)	-1.53	0.08	-0.14	-
经营活动净现金流/利息支出(X)	-20.43	0.29	-0.92	-7.07
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-0.54	-0.03	-0.40	-
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	1.22
EBIT 利息保障倍数(X)	2.17	1.50	1.46	1.19

注：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。

## 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	2020.H1
货币资金	14,840,212.20	24,254,300.00	26,834,800.00	20,552,200.00
贸易及其他应收款	27,054,132.80	42,639,700.00	43,819,500.00	44,664,800.00
存货净额	49,190,030.30	78,790,900.00	100,201,200.00	109,718,500.00
长期投资	3,244,739.70	4,845,500.00	5,539,500.00	5,858,500.00
物业、厂房及设备	2,162,808.10	2,342,100.00	2,424,000.00	2,467,600.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	281,701.10	316,600.00	74,500.00	123,600.00
投资物业	833,811.40	1,643,500.00	1,292,300.00	1,262,100.00
总资产	104,966,925.80	162,969,400.00	190,715,200.00	196,326,900.00
合同负债	34,674,725.70	56,280,000.00	64,699,600.00	68,581,800.00
贸易及其他应付款	33,088,383.30	49,882,100.00	59,454,800.00	62,058,000.00
短期债务	7,029,859.00	12,700,200.00	11,658,300.00	10,581,900.00
长期债务	14,648,355.40	20,237,800.00	25,333,100.00	23,622,300.00
总债务	21,678,214.40	32,938,000.00	36,991,400.00	34,204,200.00
净债务	6,838,002.20	8,683,700.00	10,156,600.00	13,652,000.00
总负债	93,305,732.90	145,628,600.00	168,854,400.00	172,827,300.00
费用化利息支出	0.00	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	1,242,100.00
所有者权益（含少数股东权益）	11,661,192.90	17,340,800.00	21,860,800.00	23,499,600.00
营业总收入	22,689,978.60	37,907,900.00	48,590,800.00	18,495,700.00
经营性业务利润	4,409,706.80	7,346,600.00	9,193,200.00	3,227,500.00
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	258,300.00
净利润	2,875,181.30	4,854,200.00	6,120,200.00	2,192,600.00
EBIT	4,652,197.70	7,956,300.00	9,893,900.00	3,588,700.00
EBITDA	4,734,647.90	8,060,700.00	10,048,700.00	3,672,500.00
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	-1,607,200.00
投资活动产生现金净流量	-4,438,462.10	-1,226,900.00	-1,909,100.00	-787,400.00
筹资活动产生现金净流量	7,282,167.60	7,383,200.00	2,525,700.00	-3,635,300.00
财务指标	2017	2018	2019	2020.H1
营业毛利率（%）	25.91	27.03	26.06	24.27
期间费用率（%）	6.47	7.65	7.14	6.82
EBITDA 利润率（%）	20.87	21.26	20.68	19.86
净利润率（%）	12.67	12.81	12.60	11.85
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	88.03
总资本化比率（%）	65.02	65.51	62.85	59.28
净负债率（%）	58.64	50.08	46.46	58.09
短期债务/总债务（%）	32.43	38.56	31.52	30.94
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	-1.29
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	2.96
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	5.21	5.16	5.04	3.89

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
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
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
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
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
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：信用等级的符号及定义

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。