



# 碧桂园地产集团有限公司

## 2019 年公司债跟踪评级报告（2023）

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1246 号

---

## 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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2023 年 6 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	碧桂园地产集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“19 碧地 02”、“19 碧地 03”	AAA
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于碧桂园地产集团有限公司（以下简称“碧桂园地产”或“公司”）突出的规模优势使其具有更强的抗风险能力、领先的行业地位亦有助于其在不利环境中的恢复，经营获现能力较强以及项目储备较为充足且区域布局分散等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司住宅项目销售的恢复情况、公司及控股股东须于 2023 年内偿还的信用类债务达到一定规模以及合联营项目运营和资金管理情况等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，碧桂园地产集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	可能触发评级上调因素：不适用。 可能触发评级下调因素：业务规模及行业地位大幅下降，公司及控股股东融资渠道恶化，盈利能力严重下滑且无法改善，现金流平衡能力显著弱化。	
正面		
<div>■ 突出的规模优势使其具有更强的抗风险能力，领先的行业地位亦有助于其在不利环境中的恢复</div> <div>■ 严格执行以销定产的项目开发策略，经营获现能力较强</div> <div>■ 项目储备较为充足，且区域布局分散</div>		
关注		
<div>■ 住宅项目销售的恢复情况</div> <div>■ 公司及控股股东须于2023年内偿还的信用类债务达到一定规模</div> <div>■ 合联营项目运营和资金管理情况</div>		

项目负责人：蒋 骥 tjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：杜乃婧 njdu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

碧桂园地产（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	16,724.74	16,078.54	13,936.58	13,993.13
所有者权益合计（亿元）	1,920.29	2,305.34	2,418.13	2,447.27
总负债（亿元）	14,804.44	13,773.20	11,518.45	11,545.86
总债务（亿元）	1,621.89	1,642.74	1,236.21	1,211.35
营业总收入（亿元）	3,978.70	4,527.35	3,726.92	594.15
净利润（亿元）	483.95	414.16	110.54	28.58
EBITDA（亿元）	621.28	537.66	157.01	--
经营活动净现金流（亿元）	-178.25	84.38	260.14	67.66
营业毛利率(%)	23.48	19.91	13.64	11.25
净负债率(%)	11.86	18.97	9.93	9.15
总债务/EBITDA(X)	2.61	3.06	7.87	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.71	6.42	1.73	--

注：1、中诚信国际根据碧桂园地产提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，2020 年、2021 年财务数据均为后一期财务报表期初数，2022 年和 2023 年一季度财务数据为当期财务报表期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 同行业比较（2022 年数据）

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（%）	非受限货币资金/短期债务(X)	营业总收入（亿元）	净利润率（%）	存货周转率（X）	总债务/销售商品提供劳务收到的现金（X）
重庆龙湖	2,016	6,844.69	47.79	2.67	2,377.46	13.02	0.54	0.96
新城控股	1,160	4,579.07	70.29	0.57	1,154.57	1.37	0.41	0.94
美的置业	792	2,717.47	31.65	1.79	766.46	6.00	0.41	0.95
碧桂园地产	3,108*	13,936.58	9.93	1.66	3,726.92	2.97	0.39	0.41

**中诚信国际认为，碧桂园地产业务规模和资产规模方面处于行业领先水平，销售回款对总债务的保障指标、财务杠杆水平均处于行业较优水平，存货周转率虽略低于对比企业但仍属行业较高水平，非受限货币资金可对短期债务形成覆盖，但盈利能力较弱。**

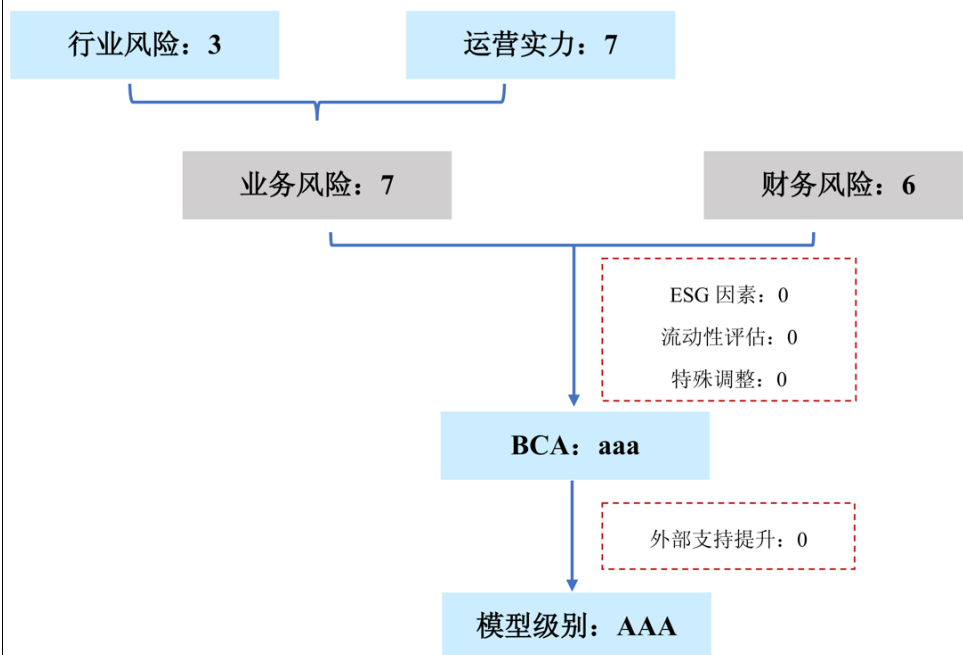
注：“重庆龙湖”为“重庆龙湖企业拓展有限公司”简称，“新城控股”为“新城控股集团股份有限公司”简称，“美的置业”为“美的置业集团有限公司”简称；碧桂园地产签约销售金额为权益口径。

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
19 碧地 02	AAA	AAA	2022/6/23	22.10	22.09	2019/8/1~2023/8/1	附第 2 年发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
19 碧地 03	AAA	AAA	2022/6/23	30.00	9.93	2019/11/20~2023/11/20	附第 2 年发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

## ● 评级模型

碧桂园地产集团有限公司评级模型打分(2023\_01)



## ● 方法论

中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100\_2022\_05

### ■ 业务风险：

碧桂园地产属于房地产行业，行业风险评估为中等；碧桂园地产规模优势突出，项目储备较为充足且区域布局分散，领先的行业地位有助于其融资渠道的恢复，经营较为稳健，业务风险评估为极低。

### ■ 财务风险：

碧桂园地产盈利能力较弱，但财务杠杆水平较低，经营获现能力较强，非受限货币资金可覆盖短期债务，财务风险评估为很低。

### ■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，碧桂园地产具有 aaa 的个体基础信用等级，反映了其极低的业务风险和很低的财务风险。

### ■ 外部支持：

公司是自然人杨惠妍女士控股的最大上市公司碧桂园控股的核心子公司，杨惠妍女士对其支持意愿很强；公司与碧桂园控股在人员、业务及财务等方面一体化程度较高，外部支持因素对公司信用水平的影响较小。

## 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

碧桂园地产集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第二期）（债券简称为“19 碧地 02”、债券代码为“155569.SH”，本段简称“本期债券”）由碧桂园地产于 2019 年 7 月 30 日完成发行，发行规模为人民币 22.1 亿元，期限为 4 年，附第 2 年发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券最终发行票面利率为 5.14%。2021 年 8 月，公司将本期债券票面利率下调至 4.50%，投资者回售 10.77 亿元，其中 10.76 亿元完成转售，行权后债券余额为 22.09 亿元。跟踪期内本期债券余额不变。

碧桂园地产集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第三期）（债券简称为“19 碧地 03”、债券代码为“163015.SH”，本段简称“本期债券”）由碧桂园地产于 2019 年 11 月 19 日完成发行，发行规模为人民币 30.0 亿元，期限为 4 年，附第 2 年发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券最终发行票面利率为 4.98%。2021 年 11 月，公司未调整本期债券票面利率，投资者回售 26.77 亿元，其中 6.70 亿元完成转售，行权后债券余额为 9.93 亿元。跟踪期内本期债券余额不变。

根据碧桂园地产 2022 年公司债券年度报告，上述债券募集资金实际用途与募集说明书中所披露用途一致。

## 宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政



策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

## 近期关注

中诚信国际认为，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升。长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

2022 年以来，积极的政策环境助力房地产市场筑底，8 月以来全国商品房销售额累计同比降幅持续收窄，但由于市场下行具有较大惯性，全年商品房销售金额同比大幅回落 26.7%。房地产投资方面，受行业持续下行影响，2022 年房地产行业投资活动减弱，全年房地产新开工面积及房地产开发投资金额分别同比下降约 39%和 10%，房地产开发投资额自 2020 年首次出现同比下降并回落至近 5 年的低点。中诚信国际认为，房地产政策频出有效引导需求合理释放，2023 年房地产销售及投资活动有望触底回升，行业景气度有望复苏。行业竞争格局方面，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致行业竞争格局发生改变，不同企业性质间销售业绩分化明显，国央企普遍能保持较强的规模优势，当年销售金额同比降幅优于行业平均水平；但民营企业对外部不利因素抵御能力普遍偏弱，当年销售金额同比降幅高于行业平均水平。此外，目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，叠加行业利润空间收窄，未来房地产行业投资活动有望回归理性。融资方面，为了满足房地产合理融资需求，目前已形成支持房企融资的“三支箭”格局，“三箭齐发”对房地产行业再融资环境改善起到重要作用，随着政策效果不断释放，行业融资环境有望得到改善。中诚信国际认为，目前行业信用风险出清已进入尾声，行业信用基本面触底，房企信用质量进一步恶化以及信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，短期内房地产行业处于底部修复期；长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望，2023 年 3 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9852?type=1>

中诚信国际认为，公司目前以三四线城市为主的项目分布对其销售恢复及存货价值的稳定性带来不利影响，但公司土地储备较为充足，突出的规模优势使其具有更强的抗风险能力，领先的行业地位有助于其融资渠道的恢复，且土地投资策略较为谨慎，以销定产的项目开发策略增强其在不利市场环境下的抗风险能力，

经营较为稳健。

公司房地产开发经验丰富，具有突出的规模优势，区域布局分散；但在行业景气度较低的情况下，较低能级城市市场恢复较缓，需关注后续公司住宅项目销售的恢复情况。

公司控股股东碧桂园控股有限公司（以下简称“碧桂园控股”）房地产开发经验丰富，自成立以来专注于国内一、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。2022 年碧桂园控股全口径和权益口径销售金额均排名行业第一位，公司作为碧桂园控股境内房地产业务最主要的运营平台及最主要的融资平台，具有突出的规模优势和领先的行业地位。由于市场景气度明显下滑，2022 年公司新开工大幅放缓，竣工规模亦大幅降低。截至 2022 年末，公司权益在建建筑面积合计约 9,507.01 万平方米，需关注其未来工程款支付及交房义务的履行情况。

表 1：公司房地产业务开竣工情况（万平方米）

	2020	2021	2022
新开工面积	6,273.48	5,235.66	1,415.28
竣工面积	4,758.26	5,458.78	2,118.71
在建面积	14,579.04	13,931.19	9,507.01

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产销售方面，受行业景气度下降的影响，2022 年公司商品房销售规模有所下降，合同销售面积同比减少 32.60%，销售均价亦有所下降，合同销售金额同比减少 34.42%。

表 2：近年来公司销售及结算情况（万平方米、亿元、元/平方米）

	2020	2021	2022
销售面积（权益口径）	5,854.45	5,782.27	3,897.53
销售金额（权益口径）	4,881.16	4,739.47	3,108.12
销售均价（权益口径）	8,337.52	8,196.55	7,974.58

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域来看，随着公司全国化战略的完成及区域深耕战略的推进，合同销售区域已覆盖中国境内所有省份，且形成以广东省及长三角为主、其他区域较为分散且平衡的销售区域布局。在行业景气度较低的情况下，低能级城市市场需求恢复较缓，由于目前公司三四线城市项目占比仍较大，因此销售恢复较慢，2023 年 1~5 月，公司控股股东碧桂园控股签约销售金额同比下降 25.11%，仍处于下降趋势，行业销售排名亦有所下降，需关注后续公司住宅项目销售的恢复情况。

表 3：近年来公司销售金额区域分布情况（%）

	2020	2021	2022
广东省	15.91%	15.98%	17.31%
江苏省	11.55%	11.53%	8.90%
河南省	8.10%	9.02%	8.46%
山东省	6.09%	7.59%	8.01%
陕西省	3.74%	3.25%	5.71%
浙江省	9.20%	9.13%	5.68%
安徽省	4.80%	5.02%	4.89%
湖南省	4.55%	3.71%	4.06%
广西壮族自治区	3.51%	3.12%	2.61%
四川省	3.55%	2.89%	2.60%



其他	29.00%	28.77%	31.77%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

注：“其他”包含中国内地其他省/直辖市/自治区。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司项目储备较为充足，区域布局分散，但分布的城市能级以三四线为主，需关注较为低迷的市场环境下存货的去化压力及减值风险。**

截至 2022 年末，公司在中国境内拥有处于各开发阶段的项目权益建筑面积合计 13,946.58 万平方米，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 3%、68%和 29%，在建未售及待开发部分面积较大，项目储备规模较为充足。从项目储备区域布局来看，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，而其余省份占比呈现均衡化，有助于其分散区域房地产市场风险。从项目所处城市能级来看，公司土地储备中位于一、二线城市和三、四线城市的占比分别为 21.94%和 78.06%，位于三、四线城市的项目占比仍较大，在较为低迷的市场环境下需关注公司项目的去化压力及减值风险。

表 4：近年来公司土地储备情况（%）

	2020	2021	2022
广东省	16.48%	17.20%	18.14%
河南省	8.99%	10.10%	12.71%
湖南省	7.86%	7.06%	7.50%
山东省	6.68%	6.38%	6.97%
河北省	4.17%	4.52%	5.54%
湖北省	4.44%	4.81%	4.99%
江苏省	7.00%	7.00%	4.81%
安徽省	4.83%	4.57%	4.42%
广西壮族自治区	5.35%	4.59%	3.98%
浙江省	3.89%	3.83%	1.78%
其他	30.30%	29.95%	29.15%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

注 1：“其他”包含中国境内其他省/直辖市/自治区。

注 2：表中数据为权益口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司土地投资策略较为保守，在不利的市场环境下严格执行以销定产的项目开发策略以增强其抗风险能力，此外领先的行业地位有助于公司融资渠道的恢复，经营较为稳健。**

近年来，公司保持较为审慎的拿地策略，量入为出，2020~2022 年公司权益拿地金额占权益签约销售金额的比重均不超过 40%，其中 2022 年公司大幅收紧投资力度，仅以一二级熟化或收并购方式获取 7 个项目，且以一二线城市项目为主。公司计划继续加大一二线城市项目获取力度，使一二线城市项目与三四线城市项目占比更趋均衡。此外，公司严格执行以销定产的项目开发策略，将建设资金优先用于预计销售情况较好、能产生正向现金流贡献的项目，以增强其在不利市场环境下的抗风险能力。

表 5：近年来公司新获取土地储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）

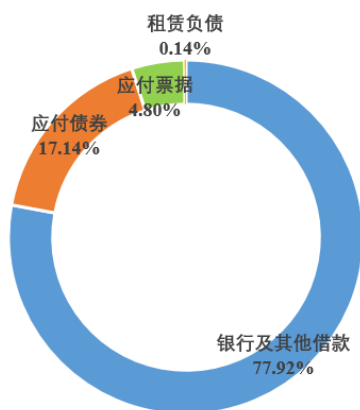
	2020	2021	2022
新增土地个数	439	255	7
新增土地建筑面积（权益口径）	6,045.02	2,965.71	84.33

新增土地均价（权益口径）	2,916.73	3,146.04	6,473.14
新增土地投资金额（权益口径）	1,763.17	933.03	54.59
期末土地储备建筑面积（权益口径）	23,011.07	21,361.53	13,946.58

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

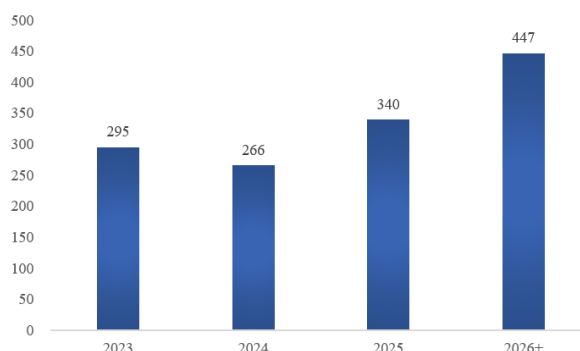
融资渠道方面，公司主要通过银行借款和发行债券进行债务筹资，其中债券融资于 2022 年末占比约为 17.14%。2022 年，公司主要通过控股股东碧桂园控股在金融机构所获授信进行融资，由于美国加息带动部分以浮动利率计价的境外存量融资的计息成本上行，碧桂园控股加权平均借贷成本由上年的 5.20% 升至 5.73%。在行业信用逐渐修复的环境下，碧桂园控股在行业内的领先地位将有助于其融资渠道的恢复。碧桂园控股作为港股上市公司，具备股权融资渠道<sup>1</sup>，且其大股东于 2022 年 12 月 27 日向其提供 50.55 亿港元的免息贷款，均可为公司补充资金来源。2022 年 9 月以来，公司通过增加保证担保或附带信用保护工具的方式完成 4 期中期票据及 1 期公司债的发行，累计融资 52 亿元。从信用类债务到期压力来看，公司及碧桂园控股境内外债券、境外银团贷款等信用类债务存续金额较大，其中须于 2023 年 12 月 31 日前（自本报告出具日起算）偿还的部分达到一定的规模。

图 1：截至 2022 年末公司总债务构成



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：碧桂园控股境外银团贷款及境内外信用债到期（含回售）分布情况（单位：人民币亿元<sup>2</sup>）



资料来源：公开渠道及公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内公司营业收入减少、毛利率下滑、资产减值计提金额大，盈利能力较弱，EBITDA 对债务本息的保障指标明显弱化。公司拥有很大的资产规模，杠杆水平较低，非受限货币资金可覆盖短期债务，但应收往来款及代垫款金额较大，非受限货币资金中仍有部分不可自由动用，需关注在当前市场状况下往来款的回收风险以及销售恢复的不确定性对其资金平衡能力的考验。

**建设减缓导致公司营业收入减少，行业下行导致公司毛利率下滑、投资收益下降、资产及信用减值损失计提大幅增加，盈利能力较弱。**

公司主营业务突出，销售物业收入占营业总收入比重保持在 98% 左右。由于公司房地产项目建设减缓，结转规模下降，2022 年公司营业收入同比减少 17.68%。受行业下行的影响，公司整体

<sup>1</sup> 2022 年以来碧桂园控股共完成 3 次新股配售，累计融资净额共计约 114 亿港元。

<sup>2</sup> 以中国人民银行官网 2023 年 6 月 26 日汇率中间价计算。

毛利率下滑至较低水平。

期间费用方面，公司贷款利息支出全部资本化，因此财务费用主要体现为存款利息收入等，且管理费用和销售费用控制较好，期间费用率持续较低。盈利方面，公司利润主要来源于经营性业务利润，投资收益为其次。营业收入及毛利率下降使得公司 2022 年经营性业务利润大幅下滑，行业下行亦导致公司于合营企业及联营公司的投资收益有所下降，并计提了 170.15 亿元存货跌价损失和 31.68 亿元信用减值损失，综合导致公司利润总额大幅下滑，盈利能力较弱。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.Q1
营业收入	3,978.70	4,527.35	3,726.92	594.15
毛利率	23.48	19.91	13.64	11.25
期间费用率	4.61	4.21	3.62	4.74
经营性业务利润	578.27	571.07	315.57	33.32
投资收益	94.37	72.40	30.99	2.38
资产/信用减值损失	30.09	100.08	201.82	-1.94
EBITDA	621.28	537.66	157.01	--
利润总额	636.62	535.83	133.94	37.36
净利润率	12.16	9.15	2.97	4.81

注：计算 EBITDA 时剔除非经常性损益

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**公司资产规模在行业中较为领先，财务杠杆维持于较低水平，但短期债务占比有所上升，存货跌价金额较高，应收往来款及代垫款金额较大，需关注在当前市场状况下存货价值的稳定性及变现能力和往来款及代垫款的回收风险。**

公司总资产规模在行业中较为领先。从资产结构来看，存货、其他应收款、长期股权投资和货币资金是其主要构成。具体来看，由于公司拿地较少，2022 年存货规模有所下降，已完工开发产品占比小幅上升，但存货周转率仍较高；2022 年公司对存货计提了大额的跌价准备，年末累计计提的存货跌价准备达 254.60 亿元，在当前房地产市场景气度较低的环境下，需关注公司存货价值的稳定性及可变现能力。其他应收款金额较大，其中关联方往来款<sup>3</sup>和对第三方代垫款项及往来款<sup>4</sup>占比较大；截至 2022 年末，其他应收款主要为经营性应收款，累计坏账准备为 88.82 亿元，占账面余额的 3.10%，需关注在当前市场状况下往来款及代垫款的回收风险。由于年内股权处置有所增加，2022 年末长期股权投资余额有所减少。主要由于年内净偿还债务的规模较大，货币资金余额有较明显的减少。

负债方面，预收款项（含合同负债）、其他应付款项和债务是公司负债的最主要构成。由于销售规模下降，2022 年末预收款项余额较上年末有所下降，截至 2022 年末，公司预收款项为当年营业收入的 1.64 倍，对未来收入结转提供了较好储备，但亦带来一定的交付压力。公司其他应付款有所减少，主要因合作项目减少导致应付关联方及子公司应付少数股东的往来款减少。由于年内偿债较多，2022 年末债务规模有所下降，但短期债务占比有所上升。

所有者权益构成方面，由于年内少数股东增资及利润积累，公司所有者权益有所增长。财务杠

<sup>3</sup> 主要为按照合作协议对联营、合营企业投入的除实收资本金外的项目发展金，该等开发资金在项目开发过程或者项目开发完毕时陆续收回。

<sup>4</sup> 主要是为外包建筑商的代垫款和对子公司的合作方股东的往来款。

杆方面，2022 年末净负债率有所下降，控制在较低水平。

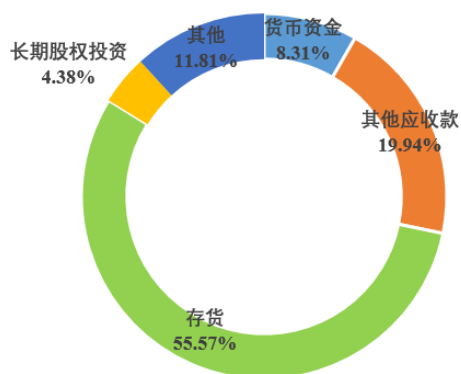
表 7：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.Q1
货币资金	1,522.11	1,485.48	1,157.51	1,149.30
其他应收款	2,255.48	2,675.83	2,778.49	2,794.60
存货	9,846.64	8,952.00	7,743.88	7,789.11
已完工开发产品/存货	4.14	4.27	4.82	--
存货周转率（次/年）	0.34	0.34	0.39	--
长期股权投资	545.85	639.83	610.32	595.51
流动资产占比	89.21	90.79	90.64	90.83
总资产	16,724.74	16,078.54	13,936.58	13,993.13
其他应付款	1,693.40	1,639.51	1,200.82	1,194.12
预收款项	6,969.46	6,538.06	6,094.07	6,185.50
总债务	1,621.89	1,642.74	1,236.21	1,211.35
短期债务/总债务	38.71	31.94	48.55	50.38
少数股东权益	641.30	844.10	873.42	879.20
所有者权益	1,920.29	2,305.34	2,418.13	2,447.27
净负债率	11.86	18.97	9.93	9.15

注：计算净负债率所使用的货币资金余额为非受限货币资金余额；预收款项含合同负债。

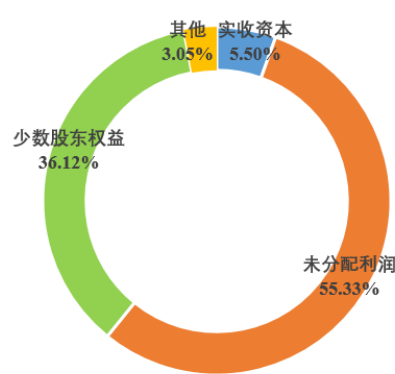
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2022 年末公司总资产构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**公司经营获现能力较强，非受限货币资金可覆盖短期债务，但其非受限货币资金中仍有部分不可自由动用，销售恢复的不确定性对公司资金平衡能力提出更高要求。**

公司经营获现能力较强，2022 年经营活动净现金流为大额净流入状态。2022 年由于销售下滑，回款减少，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 29.92%，对总债务的覆盖度有所降低，但仍处于较好水平。公司支付其他与投资活动有关的现金较多，投资活动现金流呈净流出状态。由于债务净偿还量较大，筹资活动现金流为大额净流出状态。

由于盈利能力大幅下滑，公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数指标明显弱化。2022 年末公司非受限货币资金规模有所下降，虽仍能覆盖短期债务，但值得注意的是公司期末非受限货币资金中尚有部分存放于监管资金账户及合作项目账户中，该部分资金不可立即用于集团层面的信用债偿付，因此销售恢复的不确定性将对公司资金平衡能力提出更高要求。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.Q1
经营活动净现金流	-178.25	84.38	260.14	67.66
销售商品、提供劳务收到的现金	4,532.94	4,326.64	3,032.03	605.53
投资活动净现金流	-166.01	-329.64	-95.32	4.42
筹资活动净现金流	-250.10	53.48	-374.14	-80.85
总债务/EBITDA	2.61	3.06	7.87	--
EBITDA 利息倍数	5.71	6.42	1.73	--
非受限货币资金/短期债务	2.22	2.30	1.66	1.62
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	0.36	0.38	0.41	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 其他事项

截至 2022 年末，公司受限资产合计为 882.24 亿元，其中受限的存货、货币资金<sup>5</sup>账面价值分别为 709.99 亿元和 161.34 亿元，受限资产占当期末总资产的 6.33%。

或有负债方面，截至 2022 年末，公司及控股子公司对控股股东、实际控制人和其他关联方提供担保余额为人民币 438.69 亿元<sup>6</sup>，占净资产的比重为 18.14%，具有一定的或有负债风险；无影响正常经营的重大未决诉讼。

**过往债务履约情况：**根据公司 2023 年 4 月 20 日提供的《企业信用报告》，公司本部各类借款还款记录未见异常。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。

## 假设与预测<sup>7</sup>

### 假设

——2023 年，预计碧桂园地产全年销售规模同比减少 24%左右。

——2023 年，公司重启拿地，预计土地投资金额同比有所增长，但仍会严控投资规模。

——2023 年，预计公司到达结转阶段的项目规模与上年基本持平，但结转项目中的并表项目占比上升，营业收入规模将略有增长，全年毛利率与 2022 年基本持平。

### 预测

表 9：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
净负债率(%)	18.97	9.93	3.0-7.0
总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	0.38	0.41	0.3-0.5

资料来源：中诚信国际整理

## 调整项

<sup>5</sup> 公司受限货币资金主要为存放在指定银行账户中的暂未被解除限制的预售物业的监管资金。此外，公司未包含在前述受限资金的预售监管资金余额约 351.23 亿元。

<sup>6</sup> 其中对受同一最终股东、若干董事及/或其关系亲密之家属成员控制的公司提供的担保余额为 199.49 亿元，对最终控股公司的合营及联营企业提供的担保余额为 239.20 亿元。

<sup>7</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。



## 流动性评估

**中诚信国际认为，碧桂园地产未来一年流动性来源预计可覆盖其流动性需求。**

公司经营获现能力较强，销售回款率保持在较高水平；但较低能级城市的房地产市场恢复较缓，对公司 2023 年销售规模的回升造成不利影响，经营资金流入预计难有回升。截至 2022 年末，公司非受限货币资金余额为 996.17 亿元，可对公司经营及偿债提供较大支持。此外，公司在行业内的领先地位有助于其融资渠道的恢复，使其具备一定的再融资能力。

公司资金流出主要用于偿付债务本息、获取土地、项目工程建设及各项税费支出。债务方面，公司及控股股东碧桂园控股年内到期境外银团贷款及到期或到回售期的境内外公开市场债务规模较大。经营方面，2023 年公司土地投资力度虽将有所加大但预计投资金额仍相对较小；交付规模虽与上年相当，但交付项目整体进度较上年处于更后期阶段，需付出的建设资金将有所减少；在以销定产的策略下，公司优先选择销售预计较好的项目开工建设，以增大经营现金流净流入的可能性。鉴于公司在 2022 年销售大幅下降的情况下仍能取得大额的非筹资性净现金流入，预计其 2023 年非筹资活动产生的现金流净额加上在手非受限货币资金及一定的再融资能力可对债务的偿还形成支撑，未来一年流动性来源预计可覆盖其流动性需求。

## ESG 分析<sup>8</sup>

**中诚信国际认为，公司注重环保投入与安全建设，并积极履行企业社会责任，治理结构较为健全，内控制度较为完善，ESG 表现尚可。**

公司控股股东碧桂园控股于 2020 年 5 月设立由董事会监督的 ESG 委员会，由三名执行董事与三名独立非执行董事组成，主要负责集团环境、社会及管治层面的策略及政策制定，加强集团与利益相关方的沟通及环境、社会及管治方面相关风险和机遇的识别等工作，并每年召开不少于 2 次会议向董事会汇报工作进展。

环境方面，作为房地产开发企业，公司面临着建设施工可能发生环境污染和建筑材料浪费等问题。对此，碧桂园控股遵循环境保护方面的法律法规，在集团内部完善《环境保护管理办法》，对节能、节水、污染防治、垃圾分类、环境绿化、生物多样性保护等环境议题均做出了指引；大力倡导绿色施工，推行数字化、智能化的智慧工地管理，提高了作业效率，大幅度减少施工的返工率，减少建筑材料的浪费，有效降低建筑业碳排放及污染物排放。

社会方面，碧桂园控股设置了合理的员工激励机制和培养体系，但在行业下行的影响下，员工人数有较明显的减少；于 2018 年设立由集团总裁担任主任的安全生产委员会，并设立集团总部、区域、项目层层安全管理职能部门，定期组织全员安全培训，进行多维度、常态化的安全检查，推行管理精细化的智慧工地，落实安全生产责任。

企业管治方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策

<sup>8</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。



和公司经营目标。

## 外部支持

**公司是自然人杨惠妍女士控股的最大上市公司的核心子公司，杨惠妍女士对其支持意愿很强；公司与碧桂园控股在人员、业务及财务等方面一体化程度较高，外部支持因素对公司信用水平的影响较小。**

公司间接控股股东为碧桂园控股，实际控制人为杨惠妍女士。碧桂园控股是杨惠妍女士控股的最大上市公司，而公司在人员、业务、财务等方面与碧桂园控股一体化程度较高，是碧桂园控股的核心子公司，战略地位高，杨惠妍女士对公司具有很强的实际控制力和支持意愿，但其对公司提供的额外支持对公司信用水平的影响较小。

## 同行业比较

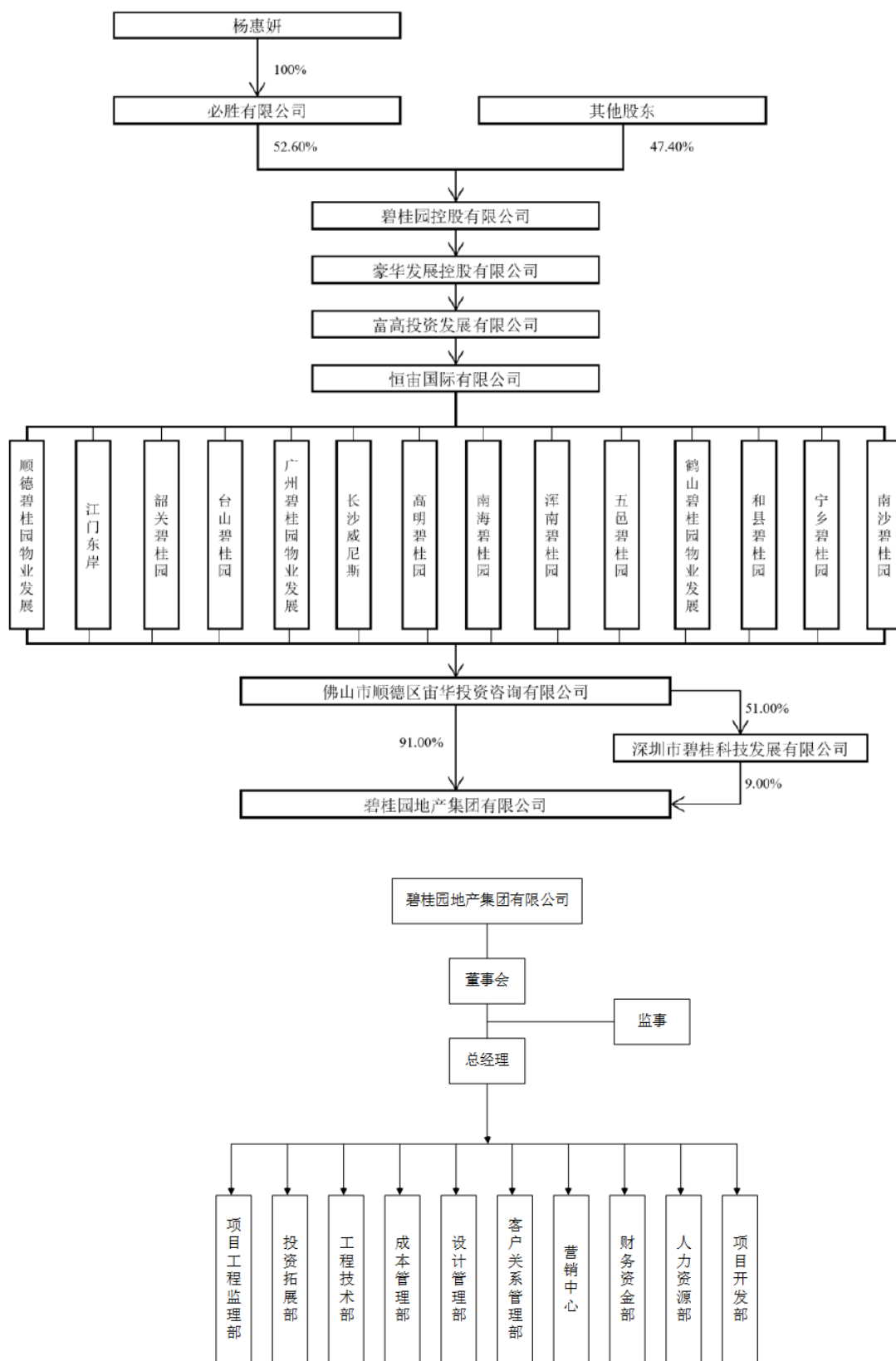
中诚信国际选取了重庆龙湖企业拓展有限公司、新城控股集团股份有限公司和美的置业集团有限公司作为碧桂园地产的可比公司，上述三家企业与公司在业务、财务和股东背景方面均具有较高的可比性。

**中诚信国际认为，碧桂园地产业务规模和资产规模方面处于行业领先水平，土地储备较为充足且区域布局分散，但三四线城市市场需求恢复情况有待进一步观察；销售回款对总债务的保障指标、财务杠杆水平均处于行业较优水平，存货周转率虽略低于对比企业但仍属行业较高水平，非受限货币资金可对短期债务形成覆盖，但盈利能力较弱。**

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持碧桂园地产集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 碧地 02”、“19 碧地 03”的信用等级为 **AAA**。

## 附一：碧桂园地产集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）



## 附二：碧桂园地产集团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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	15,221,104.10	14,854,782.00	11,575,124.90	11,492,967.00
其他应收款	22,554,843.70	26,758,327.90	27,784,868.70	27,946,017.00
存货	98,466,449.00	89,520,004.40	77,438,771.30	77,891,063.00
长期投资	5,458,499.70	6,398,268.70	6,103,150.50	5,955,133.00
固定资产	553,084.60	527,767.60	479,002.70	465,680.00
在建工程	32,831.10	18,509.90	38,025.40	37,646.00
无形资产	50,428.50	49,321.90	40,910.30	40,493.00
投资性房地产	941,004.20	994,523.00	845,220.00	844,748.00
资产总计	167,247,360.70	160,785,372.20	139,365,823.60	139,931,261.00
预收款项	69,694,564.50	65,380,609.40	60,940,710.70	61,855,011.00
其他应付款	16,933,981.70	16,395,123.80	12,008,183.30	11,941,173.00
短期债务	6,279,096.40	5,246,271.30	6,001,196.20	6,103,146.00
长期债务	9,939,782.00	11,181,083.30	6,360,892.50	6,010,333.00
总债务	16,218,878.40	16,427,354.60	12,362,088.70	12,113,479.00
净债务	2,277,520.00	4,372,501.00	2,400,400.20	2,239,488.00
负债合计	148,044,415.20	137,731,995.50	115,184,533.20	115,458,576.00
所有者权益合计	19,202,945.50	23,053,376.70	24,181,290.40	24,472,685.00
利息支出	1,088,026.40	836,968.30	905,807.70	--
营业总收入	39,786,953.20	45,273,485.30	37,269,235.40	5,941,458.00
经营性业务利润	5,782,658.10	5,710,698.90	3,155,654.50	333,199.00
投资收益	943,657.30	724,025.60	309,910.10	23,825.00
净利润	4,839,519.20	4,141,649.00	1,105,445.90	285,769.00
EBIT	6,172,505.00	5,329,342.60	1,525,598.80	--
EBITDA	6,212,822.60	5,376,636.70	1,570,066.20	--
销售商品、提供劳务收到的现金	45,329,447.40	43,266,375.70	30,320,276.90	6,055,304.00
经营活动产生的现金流量净额	-1,782,476.70	843,789.90	2,601,377.40	676,632.00
投资活动产生的现金流量净额	-1,660,084.20	-3,296,356.30	-953,191.30	44,217.00
筹资活动产生的现金流量净额	-2,500,970.60	534,794.20	-3,741,351.20	-808,547.00
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	23.48	19.91	13.64	11.25
期间费用率（%）	4.61	4.21	3.62	4.74
EBITDA 利润率（%）	15.62	11.88	4.21	--
净利润率（%）	12.16	9.15	2.97	4.81
净资产收益率（%）	27.52	19.60	4.68	--
存货周转率（X）	0.34	0.39	0.39	--
资产负债率（%）	88.52	85.66	82.65	82.51
总资本化比率（%）	45.79	41.61	33.83	33.11
净负债率（%）	11.86	18.97	9.93	9.15
短期债务/总债务（%）	38.71	31.94	48.55	50.38
非受限货币资金/短期债务（X）	2.22	2.30	1.66	1.62
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.18	0.00	0.14	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.46	0.00	0.28	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-1.64	1.01	2.87	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	0.36	0.38	0.41	--
总债务/EBITDA（X）	2.61	3.06	7.87	--
EBITDA/短期债务（X）	0.99	1.02	0.26	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.71	6.42	1.73	--

注：1、中诚信国际计算净债务和净负债率时所使用的货币资金余额为非受限货币资金余额，计算 EBIT 和 EBITDA 时使用的利润总额为扣除非经常性损益后的利润总额；2、将合同负债计入预收款项。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	净债务	总债务-非受限货币资金
	资产负债率	负债总额/资产总额
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	净负债率	净债务/经调整的所有者权益
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	净资产收益率	净利润/所有者权益合计平均值
现金流	净利润率	净利润/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
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	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
EBITDA 利息保障倍数		EBITDA/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）66428877

传真：+86（10）66426100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No. 2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）66428877

Fax: +86（10）66426100

Web: www.ccxi.com.cn