



广东腾越建筑工程有限公司

2023 年度跟踪评级报告

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 1250 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）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	广东腾越建筑工程有限公司	AA/稳定
本次跟踪担保主体及评级结果	碧桂园控股有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“16 腾越 02”	AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于广东腾越建筑工程有限公司（以下简称“腾越建筑”或“公司”）作为碧桂园控股有限公司（以下简称“碧桂园控股”）旗下最主要的房建施工企业，可得到较强的股东支持等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司盈利能力进一步弱化、跟踪期内呈亏损状态，经营回款效率降低、应收账款规模大幅增长，公司及碧桂园控股须于 2023 年内偿还的信用类债务达到一定规模等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。本次债项信用等级充分考虑了碧桂园控股提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债项还本付息的保障作用。

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。

调级因素

可能触发评级上调因素：业务承揽规模大幅增长，行业地位显著提升；盈利能力显著改善；现金周转效率大幅提升。

可能触发评级下调因素：股东信用状况发生重大不利变化；经营及业务承揽规模大幅下降；资金平衡能力严重弱化；债务过度扩张且投资回报率未及预期。

正面

- 作为碧桂园控股旗下最主要的房建施工企业，公司可得到较强的股东支持
- 碧桂园控股提供的保证担保对本期债项起到信用提升作用

关注

- 盈利能力进一步弱化，跟踪期内呈亏损状态
- 经营回款效率降低，应收账款规模大幅增长
- 公司及碧桂园控股须于2023年内偿还的信用类债务达到一定规模

项目负责人：蒋 膺 tjjiang@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

腾越建筑（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	726.83	673.16	794.36	769.47
所有者权益合计（亿元）	197.50	199.81	196.55	193.81
负债合计（亿元）	529.33	473.34	597.81	575.66
总债务（亿元）	157.53	123.99	78.18	61.50
营业总收入（亿元）	442.68	591.53	379.83	84.70
净利润（亿元）	3.30	2.36	-3.91	-2.73
EBIT（亿元）	20.66	9.90	-0.05	--
EBITDA（亿元）	21.12	10.70	0.65	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	30.59	34.72	-6.99	18.59
营业毛利率（%）	8.38	6.32	5.24	0.01
总资产收益率（%）	3.13	1.41	-0.01	--
EBIT 利润率（%）	4.67	1.67	-0.01	--
资产负债率（%）	72.83	70.32	75.26	--
总资本化比率（%）	44.37	38.29	28.46	24.09
总债务/EBITDA（X）	7.46	11.59	119.88	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.82	2.16	0.15	--
FFO/总债务（X）	0.02	0.03	-0.03	--

注：1、中诚信国际根据腾越建筑提供的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 2020 年审计报告、经中瑞诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 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。

担保主体财务概况

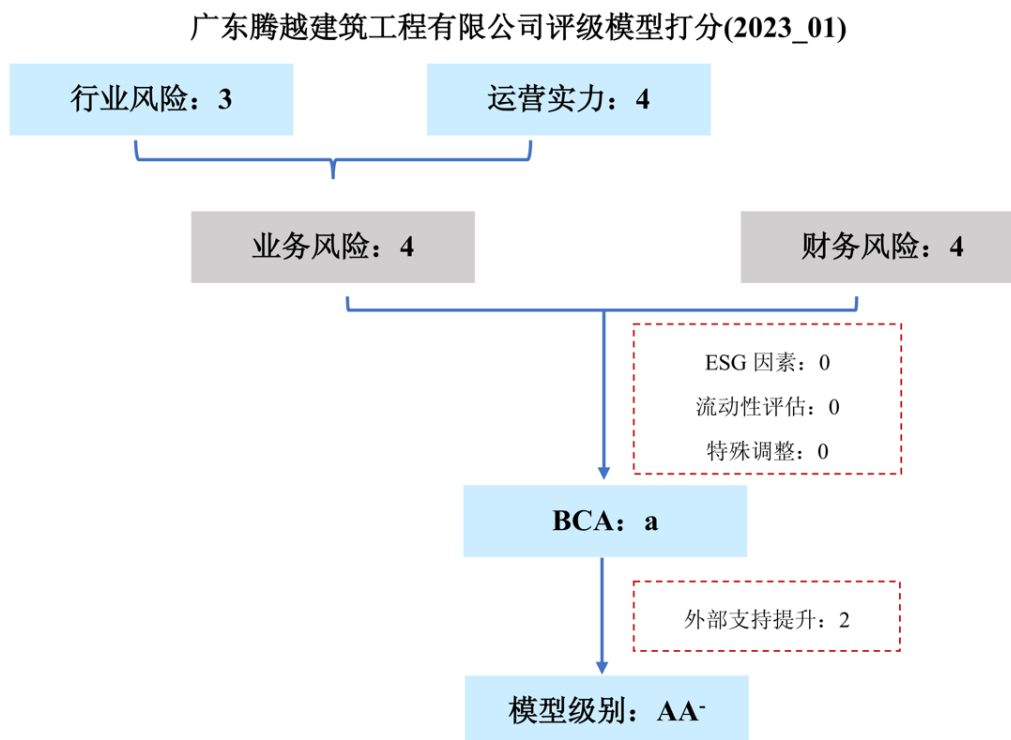
碧桂园控股（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	20,158.09	19,483.65	17,444.67
所有者权益合计（亿元）	2,570.03	3,006.27	3,095.73
负债合计（亿元）	17,588.06	16,477.38	14,348.94
总债务（亿元）	3,307.56	3,203.93	2,722.27
营业总收入（亿元）	4,628.56	5,230.64	4,303.71
净利润（亿元）	541.18	409.82	-29.62
EBITDA（亿元）	847.67	699.26	91.09
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-216.31	108.55	356.21
营业毛利率（%）	21.80	17.74	7.64
净负债率（%）	63.66	57.69	46.50
总债务/EBITDA（X）	3.90	4.58	29.89
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.64	3.86	0.53

注：1、中诚信国际根据碧桂园控股提供的其经罗兵咸永道会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告整理，各期财务数据均为该期财务报表期末数。2、本报告中的债务统计口径包含银行及其他借款、优先票据、公司债券、可换股债券、租赁负债及衍生金融工具；非经常性损益包括投资物业之公允价值变动及转至投资物业之损失和其他收入及（损失）/收益净额。3、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，特此说明。

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
16 腾越 02	AAA	AAA	2022/6/23	20	4.92	2016/10/21~2023/10/21	附第 5 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权

● 评级模型



● 方法论

中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000_2022_05

■ 业务风险:

腾越建筑属于建筑行业，行业风险评估为中等；公司业务进入壁垒较高，行业排名较为靠前，从集团获取项目的来源较有保障，合同转化率较高，施工经验丰富，资质种类较为齐全，业务区域多元化程度很高，但项目储备对其营业收入回升的保障较弱，在高等级资质、奖项方面仍有不足，业务类型及客户集中度很高，业务风险评估为中等。

■ 财务风险:

公司财务杠杆降至较低水平，但盈利能力弱，叠加经营回款减缓，导致偿债能力指标亦明显弱化，财务风险评估为中等。

■ 模型级别:

模型级别仅作为信用评级委员会评定最终信用等级的重要参考，模型级别与最终级别之间可能存在差异。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，腾越建筑具有 a 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持:

公司控股股东碧桂园控股综合实力雄厚，对公司的支持意愿极强，可提供的支持能力较强。

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

广东腾越建筑工程有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）分为品种一和品种二，其中品种一（债券简称为“16 腾越 01”、债券代码为“136779.SH”）已于 2020 年 10 月 20 日到期兑付。本期债券品种二（债券简称为“16 腾越 02”、债券代码为“136780.SH”）于 2016 年 10 月 20 日发行，发行规模为 20 亿元，发行利率为 3.90%，发行期限为 7 年，附第 5 年末腾越建筑上调票面利率选择权及投资者回售选择权。2021 年 10 月，公司将“16 腾越 02”票面利率上调至 4.50%，投资者选择回售其中的 15.08 亿元，剩余存续规模为 4.92 亿元。

根据《广东腾越建筑工程有限公司公司债券年度报告（2022 年）》，上述债券募集资金的使用与募集说明书的相关约定一致，并且跟踪期内利息兑付情况正常。

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持续提升，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，经济稳增长政策基调下，预计 2023 年我国建筑业新签合同额和总产值仍将保持增长，但增速或将小幅回调；在房地产市场下行趋势尚未发生根本性改变的情况下，建筑企业商品房订单仍将承压；下游客户资金压力加大的背景下，建筑企业的垫资压力、工程回款风险以及计提相关减值情况仍值得关注。

按产值构成来看，房屋建筑业¹和土木工程建筑业产值占比分别约为 60%和 30%左右。从房建方面来看，2021 年下半年以来房地产行业流动性承压，市场信心不足、烂尾项目增多等不确定因素影响使得房地产市场复苏进程缓慢，对建筑业需求端贡献度有所弱化。且相关流动性风险进一步传导至建筑行业，加速了弱资质建筑企业出清。2022 年 7 月以来，“保交楼”、“金融 16 条”等房地产利好政策陆续出台，房地产行业政策环境得到阶段性改善，但市场调整仍在持续，短期内行业下行趋势很难发生根本性改变，大部分房企的拿地和新开工意愿仍较低，预计建筑企业商品房项目新签合同额的增长仍将承压。

从基础设施建设来看，2022 年我国稳增长政策持续发力，专项债发行规模扩大和进度前置，加之适度超前开展的基础设施建设，共同带动基建投资同比大幅增长。中诚信国际认为，我国基础设施虽然总量全球领先，但人均不足问题依旧突出，且基建结构分布不均衡，以长三角、粤港澳大湾区、京津冀、成渝等国家战略城市群区域为核心的城际轨道交通网建设以及城市内部各地之间的信息基础设施和各类公共设施建设仍存在较大结构性投资机会。但需要关注的是，房地产行业下行导致地方政府土地出让金收入下降，加之严控隐性债务等要求，地方政府资金压力加大，2022 年以来已陆续有部分省市地方政府平台公司出现非标和商票违约等现象，亦存在部分建筑企业在财政实力相对较弱地区的工程款结算和回款进度延后的情况。

整体来看，房地产行业下行对建筑业需求形成一定冲击，2022 年建筑业总产值增速有所下降；考虑到房地产需求和投资端依旧疲软，短期内房地产行业下行趋势很难发生根本性改变，预计 2023 年建筑企业房建新签合同额增速仍将呈下降态势。同时，部分地方政府资金压力加大导致建筑企业政府类项目回款压力有所增加。在下游客户资金压力加大的背景下，建筑企业的垫资压力、工程回款风险以及计提相关减值情况仍值得关注。

详见《中国建筑行业展望，2023 年 2 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9736?type=1>

中诚信国际认为，公司业务进入壁垒较高，行业排名较为靠前，从集团获取项目的来源较有保障，合同转化率较高，施工经验丰富，资质种类较为齐全，业务区域多元化程度很高，但项目储备对其营业收入回升的保障较弱，在高等级资质及奖项方面仍有不足，业务类型及客户集中度很高，此外需关注公司整体经营回款情况。

公司业务进入壁垒较高，在行业中的排名较为靠前。

公司是国内领先的民营房地产企业碧桂园控股有限公司（以下简称“碧桂园控股”或“集团”）

¹ 房屋建筑业主要包括住宅、厂房和商品及服务用房等的建设；土木工程建筑业中主要包括公路、铁路和水利等的建设。

下属最主要的房建施工企业，核心主业为建筑工程承包业务，亦从事机电安装、装修装饰等配套业务，业务准入壁垒较高。行业地位方面，公司是国内大型民营建筑企业之一，在《建筑时报》和美国《工程新闻记录》（ENR）合作评选的 2022 年度“中国承包商 80 强”中排名第 26 位，在行业中的排名较为靠前。

公司从集团获取项目的来源较有保障，合同转化率较高，但跟踪期内受集团大幅减少开工规模的影响，公司新签合同额与当年营业收入的比值进一步减少，项目储备对其营业收入回升的保障较弱；此外，需关注公司整体经营回款情况。

项目承揽方面，公司在参与碧桂园控股的公开招投标流程中具有相同条件下优先中标的内部优势，受益于集团整体较大的项目开发规模，公司在业务来源方面较有保障，且集团项目开发节奏较快，合同转化率较高。但受房地产行业下行的影响，碧桂园控股大幅减少开工规模，因此 2022 年公司新签合同金额大幅减少，对营业总收入的覆盖倍数进一步下降。截至 2023 年 3 月末，公司在手合同总额 1,204.61 亿元，自 2021 年来新签合同金额均低于当年营业收入，因此合同储备对其营业收入回升的保障较弱。尽管公司近年来加大拓展外部项目力度，但其目前在手合同仍主要来自于集团的房地产开发项目，**中诚信国际认为**，当前房地产行业景气度仍未发生根本性转变，且建筑企业项目推进过程中面临的垫资压力依旧突出，需对公司整体经营回款情况保持关注。

表 1：近年来公司项目承揽情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.Q1
建筑工程新签合同额	536.48	507.40	233.09	46.96
其中：住宅类	517.82	492.10	196.51	44.76
非住宅类	18.67	15.29	36.58	2.20
建筑安装新签合同额	35.58	49.05	52.54	6.68
装修设计新签合同额	9.48	10.90	29.05	5.65
新签合同额合计	581.55	567.35	314.69	59.29
营业总收入	442.68	591.53	379.83	84.70
新签合同额/营业总收入	1.31	0.96	0.83	0.70

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司施工经验丰富，资质种类较为齐全，但在高等级资质及奖项方面仍有不足，整体资质及技术实力一般。

公司跟随碧桂园控股的发展，已积累了 20 余年的施工经验，先后参与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。此外，近年来公司加大外拓力度，承建了学校、医院、工业厂房、市政道路等。公司业务资质种类较为齐全，覆盖了房屋建筑、机电安装、市政公用工程、建筑装饰工程等多个领域，能够满足其当前业务开展的需要，但尚未获得特级资质，目前公司正在申请建筑工程施工总承包特级资质。

表 2：截至 2023 年 3 月末公司主要经营资质情况

级别	施工业务资质名称
特级资质	无

一级资质	建筑工程施工总承包、机电工程施工总承包、市政公用工程施工总承包、建筑机电安装工程专业承包等 10 项
甲级资质	建筑装饰工程设计专项

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年，公司共获得詹天佑奖 1 项、国家级建设工程绿色施工工程 1 个、省级优质工程奖 19 个、省级绿色施工示范工程 5 个和省级示范项目 15 个，尚未获得鲁班奖或国家优质工程奖，高等级奖项积累较少。此外，截至 2022 年末，公司累计获得有效专利 159 项，参与国家标准制定 159 项，无省部级科学技术奖、工法等。

公司业务类型及客户集中度很高，但区域多元化程度很高，整体多元化程度尚可。

公司业务以建筑施工为主，此外亦开展与建筑施工配套的机电安装和装修装饰业务，其中建筑施工收入占总收入的比重在 90%左右。尽管公司近两年加大对碧桂园控股集团以外项目的开拓力度，但目前公司收入仍主要来源于集团内的项目施工，2022 年来源于集团内部的营业收入金额为 318.80 亿元，占当期收入比重为 83.93%。公司业务类型及客户集中度很高。

区域方面，公司跟随集团的脚步，拥有全国化的区域布局，截至 2023 年 3 月 31 日已在东北、湖南、湖北、安徽、江苏等地设有 26 家区域分公司。2022 年主营业务收入区域分布中，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 30.36%、27.20%、16.66%、9.27%、8.05%、2.36%和 6.10%，区域布局多元化程度很高。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内公司营业收入减少，毛利率水平较低，信用减值损失增加，盈利能力弱；工程回款减缓导致应收账款大幅增长，货币资金有所减少，集团划拨大量资金以保障公司正常运营及偿还债务，财务杠杆降至较低水平；经营回款减缓及盈利能力下滑导致偿债能力指标明显弱化，且公司剩余的公开市场债券将于年内全部到期或回售，中诚信国际将持续关注其应收账款的回收及集团的资金支持情况。

上游行业市场下行，导致施工大幅减缓，公司营业收入减少，毛利率水平较低，叠加信用减值损失增加，公司呈亏损状态，盈利能力弱。

2022 年由于房地产市场下行，整体施工大幅减缓，公司营业总收入下降明显。毛利率方面，由于工期延长，施工成本的产出率下降，2022 年占比最大的建筑施工业务毛利率进一步下滑，导致公司营业毛利率较低。

表 3：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
建筑施工	381.96	7.10	553.40	6.02	339.86	4.17
装修装饰	21.29	20.31	1.91	24.19	12.43	9.24
机电安装	31.93	15.26	27.20	9.43	19.99	16.40
安防设备安装	2.86	17.30	1.31	13.62	0.90	30.70
其他	1.38	18.33	4.51	16.89	3.53	30.10
主营业务收入/主营业务毛利率	439.41	8.43	588.32	6.33	376.71	5.29
营业总收入/营业毛利率	442.68	8.38	591.53	6.32	379.83	5.24

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司最主要的期间费用为管理费用、研发费用及财务费用，2022 年均有所下降，但期间费用相对毛利来说仍较高，期间费用率超过毛利率，因此经营性业务利润为负，此外上游行业市场下行导致账期拉长，信用减值损失增加，导致利润总额为-4.03 亿元。公司处于亏损状态，盈利能力弱。

表 4：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.Q1
销售费用	0.57	0.60	0.91	0.05
管理费用	7.08	9.87	5.08	0.85
研发费用	7.32	15.15	11.15	0.96
财务费用	11.47	4.74	4.05	0.62
期间费用率	5.97	5.13	5.58	2.92
经营性业务利润	9.24	5.25	-2.15	-2.63
资产减值损失	0.26	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-0.07	0.31	2.35	0.00
投资收益	0.05	-0.05	0.37	0.01
利润总额	4.73	4.12	-4.03	-2.59
EBIT	20.66	9.90	-0.05	--
EBIT 利润率	4.67	1.67	-0.01	--

注：计算 EBIT 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

跟踪期内公司工程回款减缓，导致应收账款大幅增长，货币资金有所减少，集团划拨大量资金以保障公司正常运营及偿还债务，总债务逐渐减少，财务杠杆降至较低水平。

跟踪期内公司总资产规模有所增加。具体来看，在上游项目公司流动性趋紧的背景下，公司工程回款减缓，应收账款于 2022 年末大幅增长，而货币资金有所减少。由于上游项目公司对已完工产值的确认亦有所减缓，公司合同资产有所增长，总金额较大。

负债方面，跟踪期内其他应付款大幅增长导致公司负债总额有所增长。其他应付款大幅增长主要因上游项目公司付款减缓的情况下，集团划拨资金以保障公司正常运营及偿还债务。因公司债务主要为公开市场债券，随着债券逐步到期或回售且无新发行，总债务规模逐步下降。

由于年内产生亏损，公司 2022 年末未分配利润减少，使得所有者权益同比略有下降。随着债务的不断减少，公司财务杠杆比率已降至较低水平。

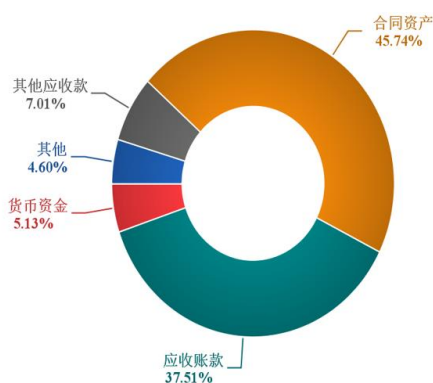
表 5：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.Q1
货币资金	72.98	78.59	40.77	31.12
应收账款	181.31	170.52	297.99	251.53
其他应收款	45.37	56.70	55.67	62.63
合同资产	346.02	317.31	363.37	380.59
总资产	726.83	673.16	794.36	769.47
应付账款	143.00	178.08	162.41	141.63
其他应付款	140.59	69.40	243.46	261.59
合同负债	77.19	88.02	106.88	105.02
总负债	529.33	473.34	597.81	575.66
短期债务	97.32	28.32	77.44	60.79
长期债务	60.21	95.68	0.73	0.72
总债务	157.53	123.99	78.18	61.50

实收资本	52.00	52.00	52.00	52.00
未分配利润	134.73	136.92	133.00	130.27
所有者权益合计	197.50	199.81	196.55	193.81
资产负债率	72.83	70.32	75.26	74.81
总资本化比率	44.37	38.29	28.46	24.09

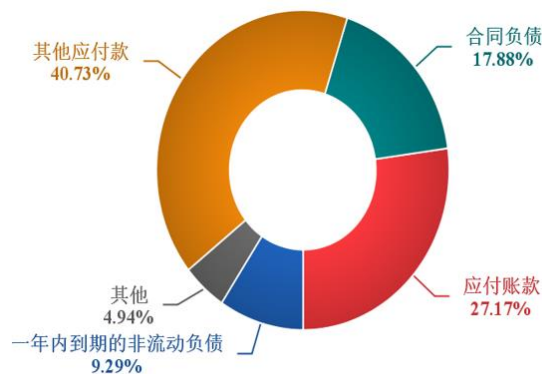
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：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 2：截至 2022 年末公司负债构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司经营回款减缓及盈利能力下滑导致偿债能力指标均明显弱化，非受限货币资金对短期债务的覆盖程度较低，且公司剩余的公开市场债券将于年内全部到期或回售，中诚信国际将持续关注其应收账款的回收及集团的资金支持情况。

由于工程回款减缓，2022 年经营活动现金流为净流出状态。投资活动主要为构建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金，总体现金流金额较小。由于公开市场债券逐步到期或回售且无新发行，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及经营回款的大幅减缓，公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数及 FFO/总债务指标均明显弱化。2023 年 3 月末公司非受限货币资金对短期债务的覆盖程度较低，且公司剩余的公开市场债券将于年内全部到期或回售，因此中诚信国际将持续关注其应收账款的回收及集团的资金支持情况。

表 6：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	30.59	34.72	-6.99	18.59
投资活动净现金流	0.78	-1.04	-1.30	-0.09
筹资活动净现金流	-93.41	-30.13	-33.18	-20.80
非受限货币资金/短期债务	0.70	2.51	0.27	0.31
总债务/EBITDA	7.46	11.59	119.88	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.82	2.16	0.15	--
FFO/总债务	0.02	0.03	-0.03	--

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，公司受限资产为受限的货币资金，金额为 19.58 亿元，受限资产占当期末总资产

产的 2.46%。

或有负债方面，截至 2022 年末，公司及控股子公司不存在对外担保；公司涉及诉讼较多，主要为日常经营过程中的合同纠纷，但不存在重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公司提供的相关资料，2020~2023 年 4 月 14 日，公司本部各类借款未见异常。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²

假设

——2023 年，预计腾越建筑新签合同额与上年基本持平。

——2023 年，预计公司生产经营类和股权类等资本支出仍很小。

——2023 年，随着公开市场债务全部到期及回售，以及短期银行借款到期偿还，公司总债务将下降至很小规模。

预测

表 7：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	38.29	28.46	5.0~6.0
总债务/EBITDA（X）	11.59	119.88	2.4~2.8

资料来源：中诚信国际整理

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，腾越建筑未来一年流动性来源对流动性需求的覆盖依赖于集团旗下项目公司施工款项的支付效率及集团对公司的资金支持力度。

2022 年公司经营获现能力明显下降，应收账款大幅增长，碧桂园控股通过集团调拨资金的方式保障公司正常运营，公司非受限货币资金存量已减少至较低水平。2023 年，碧桂园控股的施工规模或将进一步减小，影响公司业务规模，公司将协调集团促使项目公司加快应付账款支付速度，以增加公司的经营现金流入。

公司资金流出主要用于偿付债务本息、项目施工建设及各项税费支出。其中项目施工建设支出以及税费支出由于业务规模的减小将有所减少，但公司债务主要来自于公开市场融资，且年内将全部到期（含回售），面临集中偿付压力。综上所述，公司未来一年流动性来源对流动性需求的覆盖主要依赖于集团旗下项目公司施工款项的支付效率及集团对公司的资金支持力度。

² 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。

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司注重环保，并积极履行企业社会责任，内控及治理结构较健全，ESG 表现尚可。

环境方面，作为建筑施工类企业，公司在业务开展过程中需解决的主要环境问题是减少扬尘、节能节水及建筑垃圾处理。公司重视环保方面的工作，在项目施工过程中要求绿色施工，采用其独有的 SSGF 工业化建造体系，降低扬尘影响，提高材料的使用效率，并做到建筑垃圾不出场、循环使用。公司已获得 1 项国家级建设工程绿色施工工程和 5 项省级绿色施工示范工程。

社会方面，公司在碧桂园控股的统筹下，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，人员稳定性一般。公司重视施工质量及安全管理工作，跟踪期内未发生重大质量事故及安全事故。

治理方面，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。跟踪期内，1 名董事发生变更，董事人数未发生变化，由于业务规模收缩，两名副总经理辞任，管理层稳定性有所下降。在管理上，进一步发挥审计监督、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。在发展战略上，公司将继续加大工程总承包项目以及集团外部业务的拓展力度，并加大科技投入，强化产业链建设。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和公司经营目标。

外部支持

控股股东对公司的支持意愿极强，可提供的支持能力较强。

公司间接控股股东为碧桂园控股。作为碧桂园控股旗下最主要的房建施工企业以及智能建造板块的重要组成部分，公司在碧桂园控股体系中具有很高的战略地位。碧桂园控股具有突出的规模优势和领先的行业地位，综合实力雄厚。截至 2022 年末碧桂园控股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 20,154 万平方米，公司在其招投标流程中具有相同条件下优先中标的内部优势，项目来源较有保障。此外，碧桂园控股为公司的所有公开市场融资提供保证担保，且将公司的还款安排纳入集团整体偿债资金计划中。综上，碧桂园控股对公司的支持意愿极强，可提供的支持能力较强。

偿债保障措施

碧桂园控股（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。

碧桂园控股房地产开发经验丰富，2022 年其全口径和权益口径销售金额均排名行业第一位，具有突出的规模优势和领先的行业地位。但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，合同销售金额同比减少 35.93%。截至 2022 年末，公司在建未售及待开发部分面积较大，项目储备规模较为充足，区域布局分散，但分布的城市能级仍以三四线为主，而低能级城市市场需求恢复较缓，对公司销售造成影响，因此 2023 年 1~5 月公司签约销售金额继续同比

³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。

下降 25.11%，行业销售排名亦有所下降，需关注公司项目销售的恢复情况及存货的减值风险。

碧桂园控股保持较为审慎的拿地策略，量入为出，其中 2022 年公司大幅收紧投资力度，仅以一二级熟化及收并购方式获取 9 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，经营获现能力较强。融资渠道方面，碧桂园控股主要通过银行借款和发行债券进行债务筹资，且作为港股上市公司，其具备股权融资渠道。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。但目前碧桂园控股境内外债券、境外银团贷款等信用类债务存续规模较大，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。

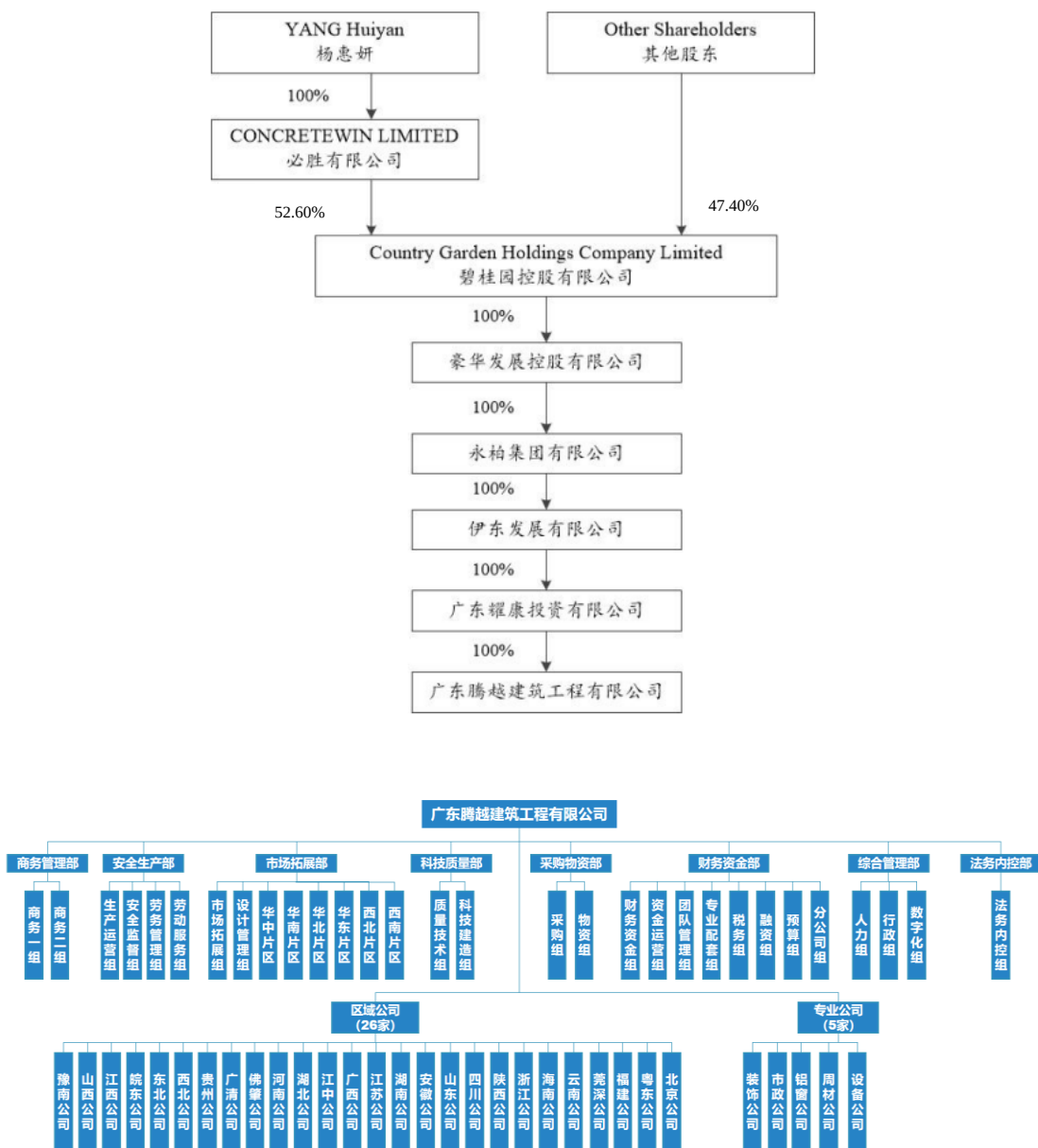
财务方面，行业下行导致碧桂园控股 2022 年营业收入减少、毛利率明显下滑、资产减值计提较大，进而致使公司呈亏损状态，EBITDA 对债务本息的保障指标明显弱化。公司拥有行业领先的资产规模，杠杆水平较低，非受限货币资金可覆盖短期债务，但其他应收款项金额较大，非受限货币资金中仍有部分不可自由动用，需关注在当前市场状况下往来款的回收风险以及销售恢复的不确定性对其资金平衡能力的考验。

综合来看，中诚信国际维持碧桂园控股主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。其提供的不可撤销连带责任保证担保对本期债项起到信用提升作用。

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的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“16 腾越 02”的信用等级为 **AAA**。

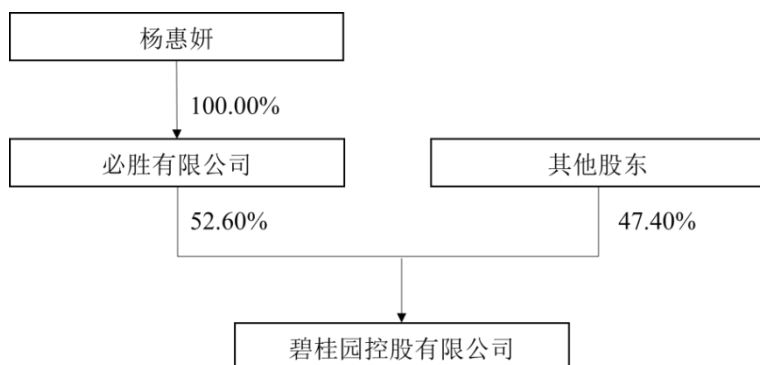
附一：广东腾越建筑工程有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）



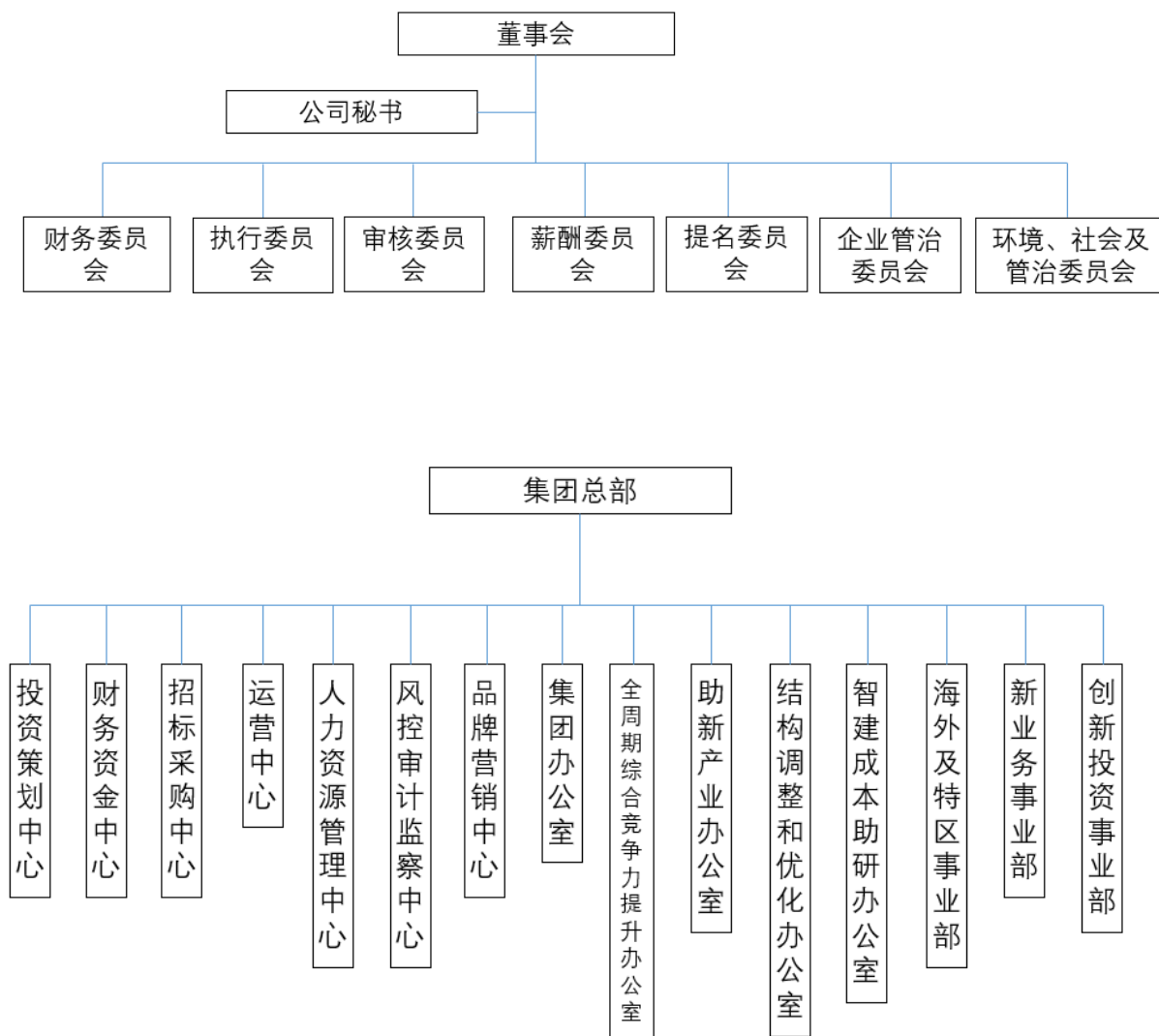
资料来源：公司提供

附二：碧桂园控股有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）

股权结构图



组织架构图



资料来源：公司提供

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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	729,758.37	785,919.77	407,692.48	311,225.99
应收账款	1,813,056.76	1,705,245.14	2,979,942.64	2,515,298.04
其他应收款	453,678.44	566,950.28	556,712.67	626,336.95
存货	36,496.67	25,872.21	46,597.08	51,048.45
长期投资	472.55	660.65	936.64	1,138.14
固定资产	20,255.06	29,408.68	30,601.65	29,682.24
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2,163.53	3,026.18	3,476.55	3,286.88
资产总计	7,268,275.93	6,731,556.73	7,943,588.33	7,694,689.67
其他应付款	1,405,938.84	694,023.29	2,434,589.51	2,615,949.09
短期债务	973,169.80	283,159.98	774,442.02	607,869.33
长期债务	602,115.22	956,778.31	7,315.79	7,171.06
总债务	1,575,285.01	1,239,938.29	781,757.81	615,040.39
净债务	896,412.65	529,308.92	569,846.35	426,119.45
负债合计	5,293,286.46	4,733,430.84	5,978,117.56	5,756,561.32
所有者权益合计	1,974,989.47	1,998,125.88	1,965,470.77	1,938,128.35
利息支出	115,954.77	49,533.41	44,517.06	--
营业总收入	4,426,820.32	5,915,339.36	3,798,258.32	847,014.52
经营性业务利润	92,441.80	52,523.37	-21,493.70	-26,285.58
投资收益	452.46	-522.55	3,683.90	55.84
净利润	33,016.92	23,637.67	-39,140.87	-27,342.43
EBIT	206,569.39	99,000.04	-469.14	--
EBITDA	211,203.86	106,950.94	6,520.93	--
经营活动产生的现金流量净额	305,947.20	347,167.57	-69,864.14	185,922.54
投资活动产生的现金流量净额	7,773.99	-10,405.79	-13,041.24	-934.37
筹资活动产生的现金流量净额	-934,126.71	-301,255.87	-331,842.91	-207,978.70
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	8.38	6.32	5.24	0.01
期间费用率（%）	5.97	5.13	5.58	2.92
EBIT 利润率（%）	4.67	1.67	-0.01	--
总资产收益率（%）	3.13	1.41	-0.01	--
流动比率（X）	1.54	1.77	1.32	1.33
速动比率（X）	1.53	1.76	1.32	1.32
存货周转率（X）	--	177.71	99.33	--
应收账款周转率（X）	2.50	3.36	1.62	--
资产负债率（%）	72.83	70.32	75.26	74.81
总资本化比率（%）	44.37	38.29	28.46	24.09
短期债务/总债务（%）	61.78	22.84	99.06	98.83
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.11	0.24	-0.15	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.18	1.04	-0.15	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	2.64	7.01	-1.57	--
总债务/EBITDA（X）	7.46	11.59	119.88	--
EBITDA/短期债务（X）	0.22	0.38	0.01	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.82	2.16	0.15	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.78	2.00	-0.01	--
FFO/总债务（X）	0.02	0.03	-0.03	--

注：1、中诚信国际根据腾越建筑提供的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 2020 年审计报告、经中瑞诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 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。

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）	2020	2021	2022
货币资金	18,362,300.00	18,130,000.00	14,755,000.00
贸易及其他应收款	41,093,700.00	40,679,800.00	38,001,700.00
存货	120,185,400.00	111,233,500.00	97,084,200.00
长期投资	6,742,600.00	8,273,500.00	7,759,700.00
物业、厂房及设备	2,634,500.00	2,709,900.00	2,560,100.00
在建工程	—	—	—
无形资产	142,300.00	498,500.00	155,800.00
投资物业	1,565,900.00	1,630,200.00	1,425,000.00
资产总计	201,580,900.00	194,836,500.00	174,446,700.00
合同负债	69,561,400.00	70,925,500.00	66,816,200.00
贸易及其他应付款	66,029,300.00	55,059,100.00	43,735,500.00
短期债务	9,753,300.00	7,989,900.00	9,397,300.00
长期债务	23,322,300.00	24,049,400.00	17,825,400.00
总债务	33,075,600.00	32,039,300.00	27,222,700.00
净债务	16,360,300.00	17,343,900.00	14,394,600.00
负债合计	175,880,600.00	164,773,800.00	143,489,400.00
所有者权益合计	25,700,300.00	30,062,700.00	30,957,300.00
利息支出	2,327,800.00	1,811,100.00	1,730,500.00
营业总收入	46,285,600.00	52,306,400.00	43,037,100.00
经营性业务利润	7,789,100.00	6,413,700.00	617,600.00
于合营企业及联营公司经营成果所占份额	625,800.00	505,300.00	372,600.00
净利润	5,411,800.00	4,098,200.00	-296,200.00
EBIT	8,270,000.00	6,753,900.00	684,300.00
EBITDA	8,476,700.00	6,992,600.00	910,900.00
销售商品、提供劳务收到的现金	53,537,000.00	53,437,000.00	35,609,400.00
经营活动产生的现金流量净额	-2,163,100.00	1,085,500.00	3,562,100.00
投资活动产生的现金流量净额	-591,700.00	-1,804,200.00	440,600.00
筹资活动产生的现金流量净额	-5,413,600.00	-1,290,400.00	-5,868,800.00
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率（%）	21.80	17.74	7.64
期间费用率（%）	4.97	5.48	6.21
EBITDA 利润率（%）	18.31	13.37	2.12
净利润率（%）	11.69	7.83	-0.69
净资产收益率（%）	22.76	14.70	-0.97
存货周转率（X）	0.33	0.37	0.38
资产负债率（%）	87.25	84.57	82.25
总资本化比率（%）	56.27	51.59	46.79
净负债率（%）	63.66	57.69	46.50
短期债务/总债务（%）	29.49	24.94	34.52
非受限货币资金/短期债务（X）	1.71	1.84	1.37
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.07	0.03	0.13
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.22	0.14	0.38
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-0.93	0.60	2.06
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.62	0.60	0.76
总债务/EBITDA（X）	3.90	4.58	29.89
EBITDA/短期债务（X）	0.87	0.88	0.10
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.64	3.86	0.53

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；债务统计口径包含银行及其他借款、优先票据、公司债券、可换股债券、租赁负债及衍生金融工具；非经常性损益包括投资物业之公允价值变动及转至投资物业之损失和其他收入及（损失）/收益净额。

附五：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
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+经调整的所有者权益)
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
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
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 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) ×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
现金周转天数	
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
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
EBIT 利润率	EBIT/营业收入
净利润率	净利润/营业收入
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/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
FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(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)
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
EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出
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

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

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