

信用评级公告

联合〔2023〕6730号

联合资信评估股份有限公司通对广东腾越建筑工程有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持广东腾越建筑工程有限公司主体长期信用等级为 AA，“21 腾越建筑 MTN003”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年七月二十六日

广东腾越建筑工程有限公司 2023 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
广东腾越建筑工程有限公司	AA	稳定	AA	稳定
21 腾越建筑 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 腾越建筑 MTN003	8.00 亿元	8.00 亿元	2023/08/12

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；上表所列债券期限均为 2+2 年，所列到期兑付日为下一个行权日

评级时间：2023 年 7 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
建筑与工程企业信用评级方法	V4.0.202208
建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	4
		自身竞争力	企业管理	3
			经营分析	3
			基础素质	3
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		4
指示评级				bbb
个体调整因素：--				--
个体信用等级				bbb
外部支持调整因素：公司在项目获取、债券担保等方面获得实际控制人碧桂园控股的有力支持				+6
评级结果				AA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

广东腾越建筑工程有限公司（以下简称“公司”）是碧桂园控股有限公司（以下简称“碧桂园控股”）下属最重要的房建施工企业，主要承接碧桂园控股下属房地产开发项目的工程施工。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其在施工资质和项目储备等方面具备的优势及获得碧桂园控股在项目获取、债券担保等方面的有力支持。同时，联合资信也关注到，跟踪期内公司收入和新签合同规模大幅下降且处于亏损状态、资金存在较大占用且面临回收风险、存在短期偿债压力、筹资活动现金持续净流出等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

“21 腾越建筑 MTN003”由碧桂园控股提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，碧桂园控股的主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定，其担保可提升上述债券到期偿付的安全性。

未来，公司将加强产业链建设和进行业务结构调整，同时得益于碧桂园控股的品牌知名度，公司业务有望保持稳定发展。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“21 腾越建筑 MTN003”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 股东对公司支持力度大。**公司实际控制人碧桂园控股作为主要布局三四线城市的房地产开发上市公司，品牌知名度高，保持较大规模土地储备，并在项目获取、债券担保方面给予公司大力支持。公司业务主要来源于碧桂园控股下属项目公司的房地产开发项目，2022 年来自于上述项目收入占比为 83.93%；“21 腾越建筑 MTN003”由碧桂园控股提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，提升了“21 腾越建筑 MTN003”的偿付安全性。
- 跟踪期内，公司施工资质提升且项目储备充足。**跟踪期内，公司获得建筑工程施工总承包特级资质，资质水平进一步提升且较为齐全，公司亦具有较丰

同业比较:

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
最新信用等级	AA	AA	AA	AA
数据时间	2022 年底/2022 年			
资产总额 (亿元)	794.36	511.56	274.01	47.09
所有者权益 (亿元)	196.55	55.47	93.14	22.04
营业总收入 (亿元)	379.83	116.58	79.01	63.22
营业利润率 (%)	4.95	16.14	17.80	7.63
利润总额 (亿元)	-4.03	1.67	4.87	-0.86
资产负债率 (%)	75.26	89.16	66.01	53.20
全部债务/EBITDA (倍)	69.82	24.46	10.88	16.89
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.25	0.90	1.77	0.58

注: 公司 1 为新疆北新路桥集团股份有限公司, 公司 2 为河南省路桥建设集团有限公司, 公司 3 为中煤长江地质集团有限公司
资料来源: 联合资信根据公开资料整理

分析师: 张丽 谢晨

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

富的施工经验。截至 2023 年 3 月底, 公司在手未完工合同额 1204.61 亿元, 项目储备充足。

关注

1. **跟踪期内, 公司收入和新签合同规模大幅下降且处于亏损状态。**2022 年, 受房地产行业下行和碧桂园控股项目开发规模减少影响, 公司营业总收入和新签合同总额同比分别下降 35.79%和 44.53%; 同期, 公司信用减值损失大幅增加, 受上述因素综合影响, 公司利润总额为-4.03 亿元。
2. **资金占用较大且存在回收风险。**公司资产中应收类款项及已履约未结算工程项目占比大, 对公司资金形成较大占用。跟踪期内, 公司工程回款减缓, 应收账款大幅增长, 考虑到房地产市场仍低迷, 公司应收账款回收情况有待关注; 公司部分其他应收款欠款对象存在失信被执行和被执行记录, 相关款项存在较大回收风险。
3. **公司存在短期偿债压力。**截至 2023 年 3 月底, 公司短期债务 60.79 亿元, 占全部债务的 98.83%; 公司剔除受限后的现金类资产为 20.06 亿元, 对短期债务的覆盖倍数仅为 0.33 倍。跟踪期内, 公司债券价格出现多次异常波动。
4. **筹资活动现金持续净流出。**跟踪期内, 公司筹资活动规模大幅缩减; 2022 年和 2023 年 1—3 月, 公司筹资活动现金分别净流出 33.18 亿元和 20.80 亿元, 再融资情况有待关注。
5. **跟踪期内, 公司存在失信被执行、被执行及法定代表人被限制高消费的情况。**
6. **碧桂园控股三四线城市项目存在跌价与去化风险,**在建项目规模较大, 面临较大的项目交付和资金支出压力, 且碧桂园控股合作开发存在一定规模, 需关注行业下行期合作方风险。2022 年, 房地产市场持续低迷, 碧桂园控股收入规模有所下降, 受毛利率大幅降低影响出现亏损。碧桂园控股有较大规模的三四线城市项目, 未来仍面临去化压力, 2022 年碧桂园控股毛利率大幅下降至较低水平, 未来存货仍有跌价风险。截至 2022 年底, 碧桂园控股国内土地储备中在建面积约为 12777 万平方米, 开发建设资金支出压力大。截至 2022 年底, 碧桂园控股为合

营企业及联营公司等负债提供担保 241.78 亿元，对外担保规模较大，考虑到碧桂园控股合作开发存在一定规模，需关注行业下行期合作方风险。

7. 碧桂园控股资产以境内资产居多，但融资结构中优先票据等境外融资占比相对偏高。碧桂园控股资产以境内资产居多，但融资结构中优先票据等境外融资占比相对偏高，易受到境外融资环境波动及汇率波动的影响。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	120.73	92.90	40.93	31.20
资产总额（亿元）	726.83	673.16	794.36	769.47
所有者权益（亿元）	197.50	199.81	196.55	193.81
短期债务（亿元）	97.32	28.32	77.44	60.79
长期债务（亿元）	60.21	95.68	0.73	0.72
全部债务（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
利润总额（亿元）	4.73	4.12	-4.03	-2.59
EBITDA（亿元）	16.79	9.87	1.12	--
经营性净现金流（亿元）	30.59	34.72	-6.99	18.59
营业利润率（%）	8.03	5.98	4.95	-0.23
净资产收益率（%）	1.67	1.18	-1.99	--
资产负债率（%）	72.83	70.32	75.26	74.81
全部债务资本化比率（%）	44.37	38.29	28.46	24.09
流动比率（%）	154.02	177.18	132.37	133.17
经营现金流动负债比（%）	6.53	9.20	-1.17	--
现金短期债务比（倍）	1.24	3.28	0.53	0.51
EBITDA 利息倍数（倍）	1.45	1.99	0.25	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.38	12.56	69.82	--
公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	552.47	568.97	519.30	452.85
所有者权益（亿元）	170.47	171.66	167.51	166.88
全部债务（亿元）	131.28	116.04	70.86	52.77
营业总收入（亿元）	205.38	325.90	199.04	40.04
利润总额（亿元）	1.07	1.91	-4.20	-0.63
资产负债率（%）	69.14	69.83	67.74	63.15
全部债务资本化比率（%）	43.51	40.33	29.73	24.02
流动比率（%）	162.98	179.03	139.37	148.25
经营现金流动负债比（%）	13.44	6.83	1.81	--

注：1. 尾差系四舍五入所致；2. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；3. 2020 年数据采用 2021 年年初数据补分析

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 腾越建筑 MTN003	AAA	AA	稳定	2022/07/26	谢 晨 赵思羽	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
21 腾越建筑 MTN003	AAA	AA	稳定	2021/08/02	谢 晨 汪宜徽	建筑与工程企业信用评级方法（V3.0.201907） 建筑与工程企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受广东腾越建筑工程有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

广东腾越建筑工程有限公司 2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于广东腾越建筑工程有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司注册资本和股权结构发生变更。2023 年 7 月，公司注册资本增加 2.00 亿元至 54.00 亿元，其中广东耀康投资有限公司（以下简称“广东耀康”）和佛山市碧玥贸易有限公司（以下简称“碧玥贸易”）分别认缴出资 52.38 亿元和 1.62 亿元，分别持有公司 97.00% 和 3.00% 股权。截至本报告出具日，公司注册资本 54.00 亿元，实收资本 52.00 亿元；公司直接控股股东仍为广东耀康，碧桂园控股有限公司（以下简称“碧桂园控股”）通过控股豪华发展控股有限公司 SMART WORLD DEVELOPMENT HOLDINGS LTD、永柏集团有限公司 IMPREZA GROUP LIMITED、伊东发展有限公司 Estonia Development Ltd 间接控股广东耀康。碧桂园控股仍以间接方式持有公司 100% 股权¹，为公司的实际控股方；杨惠妍女士通过 Concrete Win Ltd（必胜有限公司）间接持有碧桂园控股 52.60% 股权，仍为公司的实际控制人。

截至 2023 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围一级子公司 16 家。

截至 2022 年底，公司资产总额 794.36 亿元，所有者权益 196.55 亿元（少数股东权益 37.16 万元）；2022 年，公司实现营业总收入 379.83 亿元，利润总额-4.03 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司资产总额 769.47 亿元，所有者权益 193.81 亿元（少数股东权益 31.13 万元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总

收入 84.70 亿元，利润总额-2.59 亿元。

公司地址：佛山市顺德区北滘镇工业大道 18 号；法定代表人：杨宝坚。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券为“21 腾越建筑 MTN003”，“21 腾越建筑 MTN003”募集资金已按指定用途使用完毕并在付息日按时付息。

上述债券均附有公司调整票面利率选择权、投资者回售选择权及投资人保护条款。其中，投资人保护条款包含交叉保护、事先承诺和控制权变更条款。

交叉保护条款：①担保人交叉保护条款：担保人碧桂园控股及其合并范围内子公司未能清偿到期应付的其他债务融资工具、公司债、企业债或境外债券的本金或利息；或未能清偿上述债券利息；或碧桂园控股及其合并范围内子公司未能清偿到期应付的任何银行贷款本金或利息，单独或累计的总金额达到或超过人民币 10000 万元。②发行人交叉保护条款：公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付的其他债务融资工具、公司债、企业债或境外债券的本金或利息；或未能清偿上述债券利息；或公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付的任何银行贷款本金或利息，单独或累计的总金额达到或超过人民币 5000 万元。若上述触发情形发生，则立即启动保护机制。

事先承诺条款（财务指标承诺）：在上述债券存续期间，公司合并口径的其他应收款的年度余额承诺不超过最近一期经审计总资产（合并口径）的 30%。若公司未满足上述指标要求或未在《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》规定的应当披露财务报表

¹ 碧桂园控股间接持有碧玥贸易 100.00% 股权

截止日后的两个自然月内披露财务报表（视为违反上述财务指标承诺），则立即启动保护机制。

控制权变更条款：公司实际控制人为杨惠妍女士，若在上述债券存续期内出现实际控制人发生变更的情形，则立即启动保护机制。

“21 腾越建筑 MTN003”由碧桂园控股提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

表 1 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续
债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限 (年)
21 腾越建筑 MTN003	8.00	8.00	2021/08/12	2+2

注：根据《关于广东腾越建筑工程有限公司2021年度第三期中期票据投资人回售选择权行权结果公告》，“21腾越建筑MTN003”将于2023年8月12日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日，顺延期间不计息）全额回售

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠

加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2023 年一季度）](#)》。

五、行业分析

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，其变动趋势与宏观经济走势大致相同，受国家宏观调控影响两者走势也将产生一定偏离。近年来，随着经济增速放缓，建筑业增速随之下降；在国家大力推进基建的政策背景下，2022 年二、三和四季度，建筑业总产值同比增速高于 GDP 增速。从产业链上游看，钢材和水泥作为建筑业重要原材料，其价格波动对建筑施工企业成本的影响较大；近年来受供给侧结构改革影响，钢材和水泥价格整体呈上涨趋势；2022 年，受下游市场需求疲软等因素影响，水泥和钢材价格整体出现回落；未来，在基础设施建设持续发力和房建市场需求不及预期双重影响下，水泥和钢材价格或将高位波动。从产业链下游看，2022 年，随着国家加大基础设施建设力度，基建投资增速明显回升；受居民购房需求回落影响，房地产开发投资和拿地支出降幅明显。2023 年，基建投资作为“稳增长”的重要抓手，投资增速将保持较高水平。从行业竞争情况看，在经济增长承压的背景下，建筑业作为需求驱动型行业，或将持续承受整体下行的压力；“稳增长”行情将围绕建筑央企展开，未来行业集中度将进一步提升，市场份额将继续向央企集中。

未来短期来看，房地产投资不及预期，基建投资作为“稳增长”重要抓手将为建筑行业的下游需求和资金来源提供有力支撑。长期来看，在经济增长承压的背景下，建筑行业集中度将进一步提升，建筑业或将长期保持中低速温和增长态势。完整版行业分析详见《[2023 年建筑业行业分析](#)》。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至本报告出具日，广东耀康和碧玥贸易分别持有公司 97.00%和 3.00%股权；广东耀康为公司的直接控股股东，碧桂园控股以间接方式持有公司 100%股权，为公司的实际控股方；杨惠妍女士通过 Concrete Win Ltd（必胜有限公司）间接控股碧桂园控股，仍为公司的实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司仍是碧桂园控股下属最重要的房建施工企业；公司建筑施工资质有所提升，具有较丰富的施工经验，在中国建筑市场上具有一定的竞争优势。

公司作为碧桂园控股下属最重要的房建施工企业，业务涵盖住宅类房建工程和机电安装、安防设备安装等重要配套业务。公司建筑施工资质较为齐全，截至本报告出具日，公司及下属子公司拥有建筑工程施工总承包特级²、机电工程施工总承包一级、市政公用工程施工总承包一级和多项专业承包资质。市场布局方面，公司已在全国大多数省会城市和中心城市布局业务，为拓展业务、扩大规模、均衡发展提供了基础。

公司施工经验较为丰富，先后参与承建了碧桂园控股旗下的多个楼盘，包括碧桂园总部大楼、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。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。

2022 年，公司研发费用 11.15 亿元，占当年营业总收入的比重为 2.94%，主要包括对高新科技企业、新工艺新技术新工法以及质量管理课题、专利、BIM 技术等方面投入。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司本部信贷记录良好，但存在失信被执行、被执行及法定代表人被限制高消费的情况。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91440606231927946T），截至 2023 年 7 月 11 日，公司本部无未结清和已结清的不良类或关注类信贷信息记录，公司过往信贷记录良好。

截至 2023 年 7 月 19 日，公司存在 3 条失信被执行记录，其中，案号为（2023）粤 12 执 279 号的失信被执行记录，涉案金额 7146.15 万元，系公司与分包商结算纠纷所致，公司不服二审判决，已提再审及执行异议；案号为（2023）粤 0784 执 1936 号的失信被执行记录，涉案金额 156.75 万元，系公司对娄底市鹏远建筑劳务有限公司相关债务承担共同清偿责任所致，未履行金额为 15.83 万元；案号为（2023）鄂 0902 执 1451 号的失信被执行记录，涉案金额 8.65 万元，系买卖合同纠纷所致。公司存在 70 条被执行记录，被执行总金额 1.74 亿元，主要系结算纠纷和合同纠纷所致；公司存在 6 条法定代表人限制高消费记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司股权结构发生变化，公司章程相应变更；公司管理制度等未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2022 年，受房地产行业下行和碧桂园控股项目开发规模减少影响，公司主营业务收入同比明显下降，收入来源仍以建筑施工业务为主，施工项目获取对碧桂园控股房地产业务的依赖仍大；公司主营业务毛利率继续下降。

2022 年，公司主营业务收入同比下降 35.97%，主要来源于建筑施工收入。受房地产

² 2023 年 7 月，根据《住房城乡建设部关于核准 2023 年度第六批建设工程企业资质名单的公告》，住房和城乡建设部核准公司建筑工程施工总承包特

级资质

行业下行和碧桂园控股项目开发规模减少影响，2022 年，公司建筑施工收入同比下降 38.59%；同期，机电安装收入和安防设备安装收入均不同程度下降；公司当年装修装饰收入中工程施工收入未重新分类至建筑施工板块，导致装修装饰板块收入同比大幅增长；其他业务收入规模小。

毛利率方面，2022 年，公司主营业务毛利率同比下降 1.04 个百分点。其中，受工期延长导致单位施工成本产出率下降以及行业竞争激烈等因素影响，公司建筑施工业务毛利率同比下降 1.85 个百分点；同期，公司加强经营和成本管理，机电安装和安防设备安装业务毛利率均有所提升；装修装饰业务板块因包含毛利率较低的工程施工收入，导致毛利率明显下降。

表 2 公司主营业务收入构成及毛利率情况

项 目	2021 年			2022 年			2023 年 1—3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
建筑施工	553.40	94.06	6.02	339.86	90.22	4.17	68.74	81.50	0.20
机电安装	27.20	4.62	9.43	19.99	5.31	16.40	8.72	10.34	2.21
装修装饰	1.91	0.32	24.19	12.43	3.30	9.24	3.40	4.03	-2.91
安防设备安装	1.31	0.22	13.62	0.90	0.24	30.70	0.04	0.05	-197.62
其他	4.51	0.77	16.89	3.53	0.94	30.10	3.43	4.07	-0.60
合计	588.32	100.00	6.33	376.71	100.00	5.29	84.34	100.00	0.14

注：尾差系四舍五入所致；其他业务收入主要包括租赁收入、建材销售收入和二手房销售收入等
资料来源：公司审计报告及公司提供资料，联合资信整理

2023 年 1—3 月，公司实现主营业务收入相当于 2022 年全年的 22.30%，仍以建筑施工收入为主；主营业务毛利率受房地产市场持续低迷和季节性因素影响大幅下降。

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司仍以总承包的形式承接工程，原材料采购集中度低；业务收入主要来源于华南、华东和华中地区；公司施工项目业主方主要为碧桂园控股合并范围内的房地产开发企业，工程款回收情况受碧桂园控股房地产业务资金周转效率影响大。

公司建筑工程施工资质覆盖房屋建筑、机电安装和市政公用工程等多个领域，在承接超十万平方米以上群体工程、大型建筑工程等方面具有较强的竞争实力。业务模式方面，公司仍以总承包的形式承接工程，不论承接的工程是碧桂园控

股内部或外部工程，主要通过公开招标和议标两种方式³获取项目。

采购方面，公司统一采购钢材、水泥、木材等主要原材料。为提高议价能力和保证材料质量，公司采购物资部建立了采购供货商系统，公司购买主要原材料均在该系统内的供货商中选择，并采用招标制确定最终供应商。上述系统内的供货商名单均为滚动制，若出现质量问题，公司将其逐出供货商名单并永不再用。其他材料经批准后可由各分公司就近自行采购。2022 年，公司前五大供应商采购金额合计 16.63 亿元，占比 4.77%，集中度低。

表 3 2022 年公司前五大供应商情况（单位：亿元）

单位名称	采购金额	业务种类	占总采购金额的比例
深圳市华达成建筑装饰劳务有限公司	5.24	劳务	1.50%
深圳市玉雕建筑工程劳务有限公司	4.31	劳务	1.24%

³ 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/项目公司申请承接或由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。随着公司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。

福州常红建筑劳务有限公司	2.59	劳务	0.74%
佛山市滔业贸易有限公司	2.25	钢材	0.64%
东莞市民兴电缆有限公司	2.24	电缆	0.64%
合计	16.63	--	4.77%

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

收入确认方面，跟踪期内，公司按照投入法，根据发生的成本确定提供服务的履约进度，按照履约进度确认收入；项目结算方面，公司工程项目一般按月结算，业主方（主要为碧桂园控股合并范围内的房企）按公司申报工程量进行审批支付，主要以现金转账方式结算，部分使用银行承兑汇票方式结算。

经营区域方面，截至 2023 年 3 月底，公司在广西、湖南、湖北、安徽、江苏等地设有 26 家区域分公司。跟踪期内，公司以华南、华东和华中地区为核心，在全国范围内开展施工业务；主营业务收入区域结构变化不大，华东和华中地区收入对营业总收入的贡献程度上升。

表4 公司主营业务收入分地区情况

地区	2021 年		2022 年		2023 年 1—3 月	
	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)
华南地区	233.17	39.63	114.38	30.36	28.35	33.61
华东地区	129.20	21.96	102.48	27.20	20.74	24.59
华中地区	62.03	10.54	62.76	16.66	13.31	15.78
西南地区	69.98	11.89	34.93	9.27	9.57	11.35
华北地区	35.22	5.99	30.33	8.05	5.66	6.71
西北地区	45.46	7.73	22.96	6.10	5.08	6.02
东北地区	13.26	2.25	8.87	2.36	1.63	1.93
合计	588.32	100.00	376.71	100.00	84.34	100.00

资料来源：公司审计报告及公司提供资料，联合资信整理

2022 年，公司来自于碧桂园控股内部的营业收入为 318.80 亿元，占当年营业总收入的比重为 83.93%，公司业务来源单一且集中。此外，公司与碧桂园控股议价能力较弱，其工程款回收期限受到碧桂园控股房地产开发现金流周转效率影响大，且对公司分散经营风险造成一定压力。

跟踪期内，公司新签合同额大幅下降，仍以房建工程新签合同为主；在手合同规模与在施面积规模较大，能够为公司持续经营提供支撑，但公司实际开工情况有所不足。

2022 年，受房地产市场下行和碧桂园控股项目开发规模减少影响，公司房建工程业务新签合同额同比大幅下降 54.06%，导致公司新签合同总额亦同比显著下降；公司当年房建工程新签合同额占比为 74.07%，较 2021 年有所下降（2021 年为 89.43%）。同期，公司建筑安装及装修装饰新签合同额均有所增长。由于碧桂园控股以住宅类房地产开发项目为主，2022 年公司房建工程仍以住宅类项目新签合同为主，非住宅类工程（主要包括学校、社区用房、工业厂房等）新签合同额占比随着业务不断拓展有所提升。2023 年 1—3 月，公司新签合同金额同比下降 7.88%，相当于 2022 年全年新签合同额的 18.84%。

表5 公司新签合同额情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
房建工程	507.40	233.09	46.96
其中：住宅类	492.10	196.51	44.76
非住宅类	15.29	36.58	2.20
建筑安装	49.05	52.54	6.68
装修装饰	10.90	29.05	5.65
合计	567.35	314.69	59.29

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

截至 2023 年 3 月底，公司在手未完工合同额 1204.61 亿元，整体规模较大，能够为公司持续经营提供支撑。其中，房建工程类在手合同规模为 1085.82 亿元，较 2022 年 3 月底上升，考虑到公司跟踪期内新签合同额大幅下降，未来收入可能存在波动风险。

表6 公司房建业务施工情况（单位：万平方米）

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
新开工面积	2917.88	1708.60	266.15
竣工面积	2427.05	1552.91	192.74
在施面积	6140.32	6296.00	6369.41

注：在施面积为当期期末时点数据；尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

从房建业务施工情况来看，2022 年，公司新开工和竣工面积均明显下降，公司实际开工情况有所不足且存在工程延期情况；2022 年底公司在施工规模较上年底有所增长。

截至 2023 年 3 月底，公司前十大在建房建项目主要来源于碧桂园控股，合同造价金额合计 183.68 亿元。

表7 截至2023年3月底公司前十大在建房建项目情况（单位：亿元）

项目名称	合同造价金额	预计竣工时间
信阳美好生活未来社区项目 1 区	29.41	2026 年 11 月
郑州管城区百姓北、振兴路东、安置房 4#（E-03-02）地块总承包工程	22.25	2023 年 12 月
容桂凤凰湾项目 O 地块芳邻苑	19.88	2023 年 12 月
兰州碧桂园东区 G2124#地块项目一期 1 区	18.89	2026 年 12 月
云南昆明五华下马村龙腾世家 A5 地块 5 区	17.26	2023 年 12 月
碧溪园（8#-11#）	15.90	2023 年 12 月
广东韶关星悦十八期项目	15.58	2024 年 12 月
红鼎高尔夫社区（二期）7#地块	15.19	2023 年 12 月
潼湖凤鸣湾花园二期（A4-A6 号楼、A12 号楼、B10 号楼、2#电房、A 区地下室二期）	14.88	2024 年 6 月
海南博鳌碧桂园东海岸项目四期五、六批次总承包工程	14.44	2025 年 9 月
合计	183.68	--

注：部分在建项目合同造价金额有调整，且预计竣工时间根据实际情况有所调整；容桂凤凰湾项目 O 地块芳邻苑系容桂凤凰湾项目尚未完工的子项目
资料来源：公司提供

除房建工程外，公司承接的建筑安装和装饰装修项目单体合同金额均较小。截至 2023 年 3 月底，公司前十大在施的建筑安装项目合同造价总额 2.38 亿元，前十大装饰装修项目合同造价总额 2.56 亿元。

3. 经营效率

2022 年，公司整体经营效率一般。

2022 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 1.57 次、1.05 次和 0.52 次，较 2021 年均有所下降。

表 8 2022 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
销售债权周转次数（次）	1.57	4.93	4.22	3.83
存货周转次数（次）	1.05	2.26	2.07	6.54
总资产周转次数（次）	0.52	0.24	0.30	1.29

注：公司 1 为新疆北新路桥集团股份有限公司，公司 2 为河南省路桥建设集团有限公司，公司 3 为中煤长江地质集团有限公司；将合同资产并入存货计算存货周转次数

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4. 未来发展

公司发展目标及规划符合业务现状及自身定位。

公司未来将创新项目管理模式，提升项目管理能力，打造和谐、平安、绿色项目；加强工程

总承包、集团外部业务、注重大项目运作，实现业务、技术与投资的互动；加快业务结构优化，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；发挥审计监督、法律监察职能，加强财务及资金管理。公司将强化产业链建设，进行业务结构调整，加大科技投入，在业务质量和项目管理方面争取新突破。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2022 年度财务报表，中瑞诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2023 年一季度财务报表未经审计。

截至 2023 年 3 月底，公司拥有合并范围内一级子公司 16 家。2022 年，公司新增 2 家一级子公司（均系投资新设），减少 2 家一级子公司（1 家系股权转让，1 家系注销减少）；2023 年 1—3 月，公司合并范围无变化。整体看，公司合并范围变动一级子公司规模相对较小，对公司财务数据可比性影响不大。

截至 2022 年底,公司资产总额 794.36 亿元,所有者权益 196.55 亿元(少数股东权益 37.16 万元);2022 年,公司实现营业总收入 379.83 亿元,利润总额-4.03 亿元。

截至 2023 年 3 月底,公司资产总额 769.47 亿元,所有者权益 193.81 亿元(少数股东权益 31.13 万元);2023 年 1-3 月,公司实现营业总收入 84.70 亿元,利润总额-2.59 亿元。

2. 资产质量

2022 年底,公司资产规模有所增长,其中应收类款项及已履约未结算工程项目占比大,考虑到房地产市场仍低迷,公司应收账款回收情况有待关注;公司部分其他应收款欠款对象存在失信被执行和被执行记录,相关款项存在较大回收风险。整体看,公司资产流动性较弱,资产质量一般。

2022 年底,公司资产总额较 2021 年底增长 18.01%,主要系应收账款和合同资产增加所致。公司资产仍以流动资产为主。

表9 公司主要资产构成情况

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动资产	668.24	99.27	789.63	99.40	764.95	99.41
货币资金	78.59	11.68	40.77	5.13	31.12	4.04
应收票据	14.31	2.13	0.16	0.02	0.08	0.01
应收账款	170.52	25.33	297.99	37.51	251.53	32.69
其他应收款	56.70	8.42	55.67	7.01	62.63	8.14
合同资产	317.31	47.14	363.37	45.74	380.59	49.46
非流动资产	4.92	0.73	4.73	0.60	4.52	0.59
资产总额	673.16	100.00	794.36	100.00	769.47	100.00

资料来源:公司审计报告及财务报表,联合资信整理

2022 年底,公司流动资产较 2021 年底增长 18.17%,主要由货币资金、应收账款、其他应收款和合同资产构成。

2022 年底,公司货币资金较 2021 年底大幅下降 48.13%,主要系偿还到期债券所致;其中银行存款 21.19 亿元、其他货币资金 19.58 亿元。公司其他货币资金全部受限,主要为工人工资保证金、劳动纠纷冻结资金及文明施工保证金等,受限比例较高(48.02%)。

2022 年底,公司应收票据较 2021 年底大幅下降 98.85%,主要系商业承兑汇票回收所致。

2022 年底,公司应收账款较 2021 年底大幅增长 74.75%,主要系上游房企流动性趋紧,对公司工程回款减缓所致。其中,应收关联方款项 271.63 亿元,占比为 90.70%,由于同属于碧桂园控股,公司未计提坏账准备;按账龄组合计提坏账准备的应收账款合计 27.86 亿元,累计计提坏账 1.49 亿元,计提比例为 5.35%,账龄主

要集中在 2 年以内。整体看,公司应收账款坏账准备计提规模随着账龄延长有所增加,其中应收关联方款项规模较大且未计提坏账准备,考虑到房地产市场仍低迷,公司应收账款回收情况有待关注。

2022 年底,公司其他应收款较 2021 年底下降 1.81%。其中,关联方资金往来 10.72 亿元,非关联方应收款 40.85 亿元,其余为保证金及押金。从账龄看,1 年以内的占 41.71%,1~2 年的占 36.07%,2~3 年的占 16.56%,3~4 年的占 2.21%,4~5 年的占 1.07%,5 年以上的占 2.38%。公司按账龄组合累计计提坏账准备 3.21 亿元,坏账计提比例较低。公司其他应收款前五大欠款方合计占比为 53.58%,主要为非关联方应收款,其中沈阳双兴建设集团有限公司和江苏中昶信建设集团有限公司均存在失信被执行记录(涉案金额分别为 689.31 万元和 3.93 亿元,前者主要系建设工程合同纠纷所致,后者主要系

金融借款合同纠纷、民间借贷纠纷和买卖合同纠纷所致)和多起被执行记录以及法定代表人被限制高消费记录,山东奥华建筑安装工程有限公司存在多起被执行和法定代表人被限制高消费记录。整体看,公司其他应收款存在较大回收风险,同时随着账龄拉长,信用减值损失增加,对公司利润形成较大侵蚀。

表 10 截至 2022 年底公司其他应收款前五名情况

单位名称	款项性质	账面余额 (亿元)	占比 (%)	坏账准备 期末余额 (亿元)
沈阳双兴建设集团有限公司	非关联方 应收款	12.79	21.73	0.31
广东省产权交易集团投资开发有限公司	关联方 资金往来	10.00	16.98	0.00
山东奥华建筑安装工程有限公司	非关联方 应收款	3.51	5.97	0.22
江苏中昶信建设集团有限公司	非关联方 应收款	2.72	4.62	0.03
福建省长汀县第一建筑工程有限公司	非关联方 应收款	2.52	4.28	0.14
合计	--	31.55	53.58	0.71

注:尾差系四舍五入所致

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

2022 年底,公司合同资产较 2021 年底增长 14.52%,主要由于上游房企对公司已完工产值的确认有所减缓;公司合同资产主要为已经履约未结算工程款。

2022 年底,公司非流动资产较 2021 年底下降 3.78%,主要系其他非流动资产(预付购房款)减少所致;公司非流动资产主要为固定资产 3.06 亿元(房屋建筑物及各类设备等)。

2023 年 3 月底,公司资产总额较 2022 年底下降 3.13%,主要系公司于一季度积极回笼工程款以满足项目支付需求,进而使得应收账款减少所致;公司资产仍以流动资产为主。

2023 年 3 月底,公司受限资产 11.14 亿元,全部为货币资金,主要为各类保证金及因劳动纠纷冻结的资金,受限比例为 1.45%。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内,受未分配利润减少影响,公司所有者权益持续下降,所有者权益稳定性一般。

2022 年底,公司所有者权益 196.55 亿元,较 2021 年底下降 1.63%,主要系未分配利润减少所致。其中,实收资本和未分配利润分别占 26.46%和 67.67%,未分配利润占比较高,所有者权益稳定性一般。

2023 年 3 月底,公司所有者权益 193.81 亿元,较 2022 年底下降 1.39%,主要系未分配利润继续下降所致;所有者权益结构较 2022 年底变化不大。

(2) 负债

跟踪期内,公司债务规模大幅下降,以债券融资为主,且债券价格存在异动;公司整体债务负担有所减轻但短期债务占比很高,再融资情况有待关注;公司 2023 年集中偿付压力大。

2022 年底,公司负债总额较 2021 年底增长 26.30%,主要系其他应付款大幅增加所致。公司负债结构以流动负债为主,且流动负债占比快速上升。

表 11 公司负债主要构成情况

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动负债	377.16	79.68	596.54	99.79	574.42	99.79
短期借款	0.20	0.04	11.50	1.92	11.70	2.03
应付票据	28.12	5.94	10.43	1.74	13.51	2.35
应付账款	178.08	37.62	162.41	27.17	141.63	24.60
合同负债	88.02	18.59	106.88	17.88	105.02	18.24
其他应付款	71.51	15.11	245.05	40.99	262.78	45.65
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	55.51	9.29	35.58	6.18

非流动负债	96.18	20.32	1.27	0.21	1.24	0.21
应付债券	95.39	20.15	0.00	0.00	0.00	0.00
负债总额	473.34	100.00	597.81	100.00	575.66	100.00

注：2021年底一年内到期的非流动负债为3.14万元
资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

2022 年底，公司流动负债较 2021 年底增长 58.17%，主要由应付账款、合同负债、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2022 年底，公司短期借款较 2021 年底增加 11.30 亿元，全部为保证借款。

2022 年底，公司应付票据较 2021 年底大幅下降 62.91%，主要系商业承兑汇票下降所致；期末应付票据主要为商业承兑汇票 2.04 亿元和银行承兑汇票 8.39 亿元。

2022 年底，公司应付账款较 2021 年底下降 8.80%，主要为应付材料款、设备款和工程款，账龄主要在 1 年以内（占 78.90%）。

2022 年底，公司合同负债较 2021 年底增长 21.43%，全部为已结算未完工项目。

2022 年底，公司其他应付款较 2021 年底大幅增加 173.55 亿元，主要系在上游房企工程

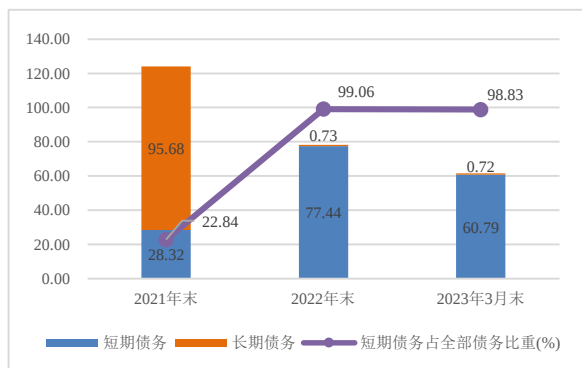
款支付减缓的情况下，碧桂园控股划拨资金以保障公司正常运营及偿还债务。其中，应付关联方往来款 197.46 亿元、应付非关联方往来款 23.83 亿元、押金及保证金 11.65 亿元、代收款 10.52 亿元。

2022 年底，公司一年内到期的非流动负债较 2021 年底大幅增加 55.51 亿元，系一年内到期的应付债券转入所致。

2022 年底，公司非流动负债较 2021 年底下降 98.68%，主要系应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。

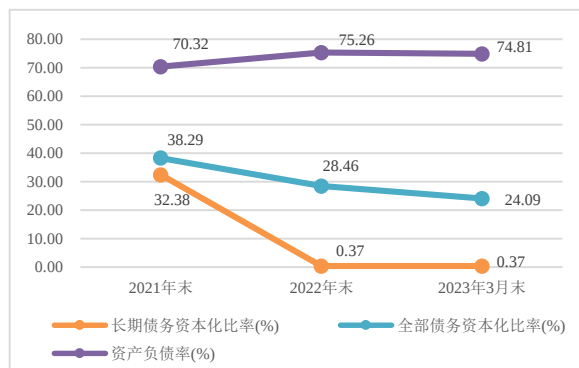
2023 年 3 月底，公司负债总额较 2022 年底下降 3.71%，主要系应付账款及一年内到期的非流动负债下降所致；负债结构较 2022 年底变化不大。

图 1 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告及提供资料，联合资信整理

图 2 公司债务杠杆水平



资料来源：公司审计报告及提供资料，联合资信整理

2022 年底，公司全部债务较 2021 年底大幅下降 36.95%，主要系公司债务到期偿还所致；有息债务基本为短期债务。2023 年 3 月底，公司全部债务较 2022 年底下降 21.33%，主要系“21 腾越 01”到期兑付所致；债务结构较 2022 年底变化不大。整体看，公司债务规模大幅缩减，以应付债券为主（2023 年 3 月底占 57.85%），

且跟踪期内债券价格存在异常波动；短期债务占比很高，公司再融资情况有待持续关注。

从债务指标来看，2022 年底，公司资产负债率较 2021 年底上升 4.94 个百分点；全部债务资本化比率和长期债务资本化比比较 2021 年底分别下降 9.83 个和 32.01 个百分点，公司债务负担有所减轻。2023 年 3 月底，公司资产负

债率和全部债务资本化比率较2022年底分别下降0.45个和4.37个百分点。

从债务期限分布看，2023年3月底，公司将于2023年4—12月、2024年和2025年到期债务规模分别为60.63亿元⁴、7578.95万元和578.95万元，公司2023年集中偿付压力大。

4. 盈利能力

2022年，公司收入规模明显下降，信用减值损失大幅增加，公司处于亏损状态。

2022年，公司实现营业总收入同比下降35.79%；营业成本同比下降35.05%；同期，营业利润率同比下降1.03个百分点。

表 12 公司盈利能力情况

项目	2021 年	2022 年
营业总收入（亿元）	591.53	379.83
营业成本（亿元）	554.18	359.94
费用总额（亿元）	30.36	21.19
其他收益（亿元）	0.24	0.22
信用减值损失（亿元）	-0.31	-2.35
投资收益（亿元）	-0.05	0.37
利润总额（亿元）	4.12	-4.03
营业利润率（%）	5.98	4.95
总资本收益率（%）	2.26	0.20
净资产收益率（%）	1.18	-1.99

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

2022年，公司期间费用总额同比下降30.21%，主要系受房地产行业下行影响，公司压降管理费用和研发费用所致。其中，管理费用、研发费用和财务费用占比分别为23.98%、52.62%和19.10%。2022年，公司期间费用率为5.58%，同比上升0.45个百分点。

非经常性损益方面，2022年，公司信用减值损失同比大幅增长，全部来自应收账款和其他应收款的坏账损失；同期，公司实现投资收益0.37亿元，主要系公司处置长期股权投资产生的投资收益；公司收到各类政府补助0.23亿元，分别计入“其他收益”和“营业外收入”。

2022年，受收入下降、信用减值损失大幅增加等因素影响，公司处于亏损状态。

2022年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降2.06个和3.17个百分点。公司各盈利指标表现大幅下滑。

2023年1—3月，公司营业总收入相当于2022年全年的22.30%；利润总额-2.59亿元。

5. 现金流

2022年，受工程项目回款大幅减少影响，公司经营活动现金转为净流出，收入实现质量亦明显下降；公司投资活动现金流规模较小，筹资活动现金流大幅缩减且持续净流出，公司再融资情况有待关注。

表 13 公司现金流量情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计（亿元）	749.03	544.23	226.82
经营活动现金流出小计（亿元）	714.31	551.22	208.23
经营现金流量净额（亿元）	34.72	-6.99	18.59
投资活动现金流入小计（亿元）	0.01	0.06	0.00
投资活动现金流出小计（亿元）	1.05	1.36	0.09
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.04	-1.30	-0.09
筹资活动现金流入小计（亿元）	54.89	12.50	0.20
筹资活动现金流出小计（亿元）	85.01	45.68	21.00
筹资活动现金流量净额（亿元）	-30.13	-33.18	-20.80
现金收入比（%）	116.25	70.82	138.88

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

从经营活动来看，2022年，公司经营活动现金流入量同比下降27.34%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金269.00亿元，主要为公司各项业务回款及预收部分项目款项；收到其他与经营活动有关的现金275.23亿元，主要包括往来款（主要为碧桂园控股划拨资金）、押金保证金和代收款等。同期，公司现金收入比同比下降45.43个百分点，收入实现质量明显下降。2022年，公司经营活动现金流出量同比下降22.83%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金

⁴ “21 腾越建筑 MTN001”和“21 腾越建筑 MTN002”已分别于2023年5月6日和2023年7月21日行权后兑付

409.72 亿元，主要为工程款、材料款等各类工程项目支出；支付其他与经营活动有关的现金 111.22 亿元，主要为代垫及往来款、研发费用、押金及保证金等。2022 年，公司经营活动现金转为净流出。

从投资活动来看，2022 年，公司投资活动现金流入及流出量均小。其中，投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 1.12 亿元（主要系购置房产和机器设备）。2022 年，公司投资活动现金持续净流出。

从筹资活动来看，2022 年，公司筹资活动现金流入量同比下降 77.23%，全部为取得借款收到的现金。同期，公司筹资活动现金流出量同比下降 46.26%，主要为偿还债务本息支付的现金。2022 年，公司筹资活动现金持续大额净流出。

2023 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入 18.59 亿元，投资活动现金净流出 0.09 亿元，筹资活动现金净流出 20.80 亿元。

6. 偿债指标

2022 年，公司长、短期偿债能力指标表现均显著弱化；公司无对外担保，涉诉较多；间接融资渠道有待拓宽。

表 14 公司偿债能力指标

项目		2021 年	2022 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	177.18	132.37
	速动比率（%）	92.36	70.67
	经营现金/流动负债（%）	9.20	-1.17
	经营现金/短期债务（倍）	1.23	-0.09
	现金短期债务比（倍）	3.28	0.53
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	9.87	1.12
	全部债务/EBITDA（倍）	12.56	69.82
	经营现金/全部债务（倍）	0.28	-0.09
	EBITDA/利息支出（倍）	1.99	0.25
	经营现金/利息支出（倍）	7.01	-1.57

注：经营现金为经营活动现金流量净额
资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从短期偿债能力指标看，2022 年底，公司流动比率和速动比率均较 2021 年底有所下降；

现金短期债务比较 2021 年底大幅下降。2022 年，公司经营活动现金流量净额为负，对流动负债和短期债务无保障能力。2023 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 133.17%和 66.02%，分别较 2022 年底上升 0.80 个和下降 4.65 个百分点；现金短期债务比为 0.51 倍，较 2022 年底进一步下降；若剔除受限货币资金 11.14 亿元，则现金短期债务比将降至 0.33 倍。公司短期偿债能力指标表现显著弱化。

从长期偿债能力指标看，2022 年，公司 EBITDA 及 EBITDA 利息倍数同比大幅下降，全部债务/EBITDA 大幅上升；经营活动现金流量净额对全部债务和利息支出无保障能力。整体看，公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2023 年 3 月底，公司无对外担保。

公司涉诉情况较多，主要由于建设工程施工合同纠纷和买卖合同纠纷所致，截至 2022 年底，公司因劳动纠纷冻结资金 9.24 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 43.00 亿元，已使用额度 27.37 亿元，尚未使用额度 15.63 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 公司本部（母公司）财务分析

公司资产、权益及债务主要集中在公司本部；公司本部资产流动性较弱，权益稳定性一般，债务负担较轻，但短期偿债压力较大。

2022 年底，公司本部资产总额 519.30 亿元（占合并口径的 65.37%），较 2021 年底下降 8.73%。其中，流动资产占 94.38%，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和合同资产构成；非流动资产占 5.62%，主要为长期股权投资。

2022 年底，公司本部所有者权益 167.51 亿元（占合并口径的 85.23%），较 2021 年底下降 2.41%。其中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占比为 31.04%、11.33%和 54.20%，权益结构稳定性一般。

2022 年底，公司本部负债总额 351.79 亿元（占合并口径的 58.85%），较 2021 年底下降 11.46%。其中，流动负债占 99.96%，主要由应

付账款、合同负债、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成；非流动负债占 0.04%；公司本部全部债务 70.86 亿元，占合并口径的 90.65%，全部为短期债务。2022 年底，公司本部资产负债率为 67.74%，全部债务资本化比率为 29.73%，公司本部债务负担较轻。

2022 年，公司本部营业总收入为 199.04 亿元，占合并口径的 52.40%；利润总额为 -4.20 亿元。

2022 年底，公司本部流动比率和速动比率分别为 139.37% 和 83.35%；现金短期债务比为 0.31 倍，短期偿债压力较大。

十、外部支持

公司实际控制方碧桂园控股综合实力强，公司在项目获取、债券担保方面获得碧桂园控股支持力度大；公司持续收到政府补助。

1. 支持能力

公司实际控制方碧桂园控股是主要布局三四线城市的房地产开发上市公司，开发规模大，品牌知名度高。截至 2022 年底，碧桂园控股连同其合营企业及联营公司已签约或已摘牌中国内地权益建筑面积约为 20154 万平方米，保持较大规模土地储备。公司实际控制方碧桂园控股综合实力强，具体分析详见下文。

2. 支持可能性

公司实际控制方碧桂园控股在项目获取和债券担保等方面对公司提供了有力支持。公司业务主要来源于碧桂园控股下属公司的房地产开发项目，2022 年来自于碧桂园控股内部的收入占公司当年营业总收入的比重为 83.93%。此外，在与集团外其他竞争对手共同参与碧桂园项目招投标时，公司具有在相同条件下优先中标的竞争优势。截至本报告出具日，“21 腾越建筑 MTN003”由碧桂园控股提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2022 年，公司收到各类政府补助 0.23 亿元，分别计入“其他收益”和“营业外收入”。

十一、债券偿还能力分析

“21 腾越建筑 MTN003”由碧桂园控股提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

碧桂园控股信用状况分析

1. 碧桂园控股主体概况

碧桂园控股于 2006 年 11 月在开曼群岛注册成立。2007 年 4 月，碧桂园控股在香港交易所主板上市，股票代码 2007.HK。截至 2022 年底，碧桂园控股股本及溢价余额 505.36 亿元。必胜有限公司持有碧桂园控股 52.60% 的股权，为碧桂园控股控股股东；杨惠妍女士为碧桂园控股实际控制人。

碧桂园控股主要从事房地产开发、建筑、物业投资及酒店经营业务。

截至 2022 年底，碧桂园控股合并资产总额 17444.67 亿元，权益总额 3095.73 亿元（含非控制性权益 1059.50 亿元）；2022 年，碧桂园控股实现收入 4303.71 亿元，税前利润 53.61 亿元。

碧桂园控股注册地址为：Cricket Square Hutchins Drive P.O. Box 2681 Grand Cayman KY1-1111 Cayman Islands。

2. 碧桂园控股经营分析

(1) 经营概况

碧桂园控股收入来源仍以房地产开发收入为主，2022 年收入规模与毛利率均有所下降。

2022 年，碧桂园控股实现收入 4303.71 亿元，同比下降 17.72%，主要系房地产开发收入下降所致。

从收入构成来看，房地产开发收入仍是碧桂园控股收入的主要来源，2022 年，碧桂园控股房地产开发收入占当期收入总额的 96.96%。碧桂园控股提供建筑服务收入、租金收入等规模相对较小。

毛利率方面，受行业下行等因素影响，2022 年，碧桂园控股综合毛利率为 7.64%，同比下降 10.10 个百分点。

表 15 2020 - 2022 年碧桂园控股收入构成情况

板块	2020 年		2021 年		2022 年	
	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)
房地产开发	4493.41	97.08	5074.78	97.02	4172.96	96.96
提供建筑服务	87.79	1.90	93.60	1.79	75.68	1.76
租金收入	5.26	0.11	8.40	0.16	9.15	0.21
提供酒店服务及其他	42.10	0.91	--	--	--	--
其他	--	--	53.86	1.03	45.92	1.07
合计	4628.56	100.00	5230.64	100.00	4303.71	100.00

资料来源：联合资信根据碧桂园控股年度报告整理

(2) 土地储备

碧桂园控股土地储备规模较大，项目储备规模合理，可为碧桂园控股未来发展提供保障。

2022年，碧桂园控股收缩投资力度，拿地规模大幅减少，截至2022年底，碧桂园控股连同其合营企业及联营碧桂园控股已签约或已摘牌中国内地权益建筑面积约为20154万平方米，较2021年底下降约20.38%；碧桂园控股仍保持较大规模土地储备，项目储备规模合理，其中79%分布于广东省以外，地域分布较为多元。按销售情况划分，已预售面积占比43.6%，未售面积占比56.4%。

(3) 项目开发情况

碧桂园控股在建面积较大，为后续收入来源提供保障，但也带来了较大的开发建设支出压力。

从在建项目情况看，截至2022年底，碧桂园控股国内土地储备中在建面积约为12777万平方米，碧桂园控股在建项目规模较大，为后续收入来源提供了保障，但也带来了较大的开发建设支出压力。

(4) 房产销售情况

2022年，伴随行业调整，碧桂园控股销售规模与销售均价均有所下降。

2022年，伴随行业调整，碧桂园控股合同销售金额和合同销售面积大幅下降。从销售价格上看，2022年，碧桂园控股合同销售均价为8033元/平方米，延续下降态势。从碧桂园控股2022年项目销售区位分布来看，中国内地权益合同销售额按城市类型划分，位于三四线城市

目标三四线城市的约占60%，位于二线城市目标二线城市的占26%，其余占14%。

表 16 碧桂园控股销售情况

(单位：万平方米、亿元、元/平方米)

销售指标	2020 年	2021 年	2022 年
合同销售面积	6733	6641	4450
合同销售金额	5707	5580	3575
销售均价	8477	8402	8033

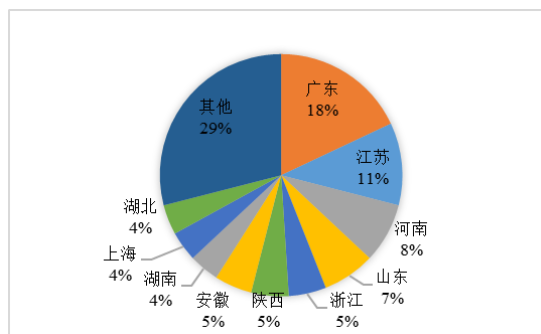
注：统计口径为碧桂园控股连同其合营企业及联营公司归属于碧桂园控股股东的权益口径

资料来源：联合资信根据碧桂园控股年度报告整理

从销售区域来看，碧桂园控股整体签约销售区域来源较为广阔，区域分布均衡，有助于降低区域集中度对碧桂园控股经营的影响。

图3 2022年碧桂园控股合同销售地区分布情况

(按权益金额)



资料来源：联合资信根据碧桂园控股年度报告整理

3. 碧桂园控股财务分析

(1) 财务概况

罗兵咸永道会计师事务所对碧桂园控股2022年财务报表进行了审计，并出具了无保留意见的审计报告。

截至2022年底,碧桂园控股合并资产总额17444.67亿元,权益总额3095.73亿元(含非控制性权益1059.50亿元);2022年,碧桂园控股实现收入4303.71亿元,税前利润53.61亿元。

(2) 资产质量

2022年,碧桂园控股资产规模有所下降,资产构成仍以流动资产为主;贸易及其他应收款规模较大,可能面临回收风险。碧桂园控股资产规模大,货币资金充裕,整体资产质量良好。

截至2022年底,碧桂园控股合并资产总额17444.67亿元,较上年底下降10.47%,主要系流动资产下降所致。其中,流动资产占88.11%,非流动资产占11.89%,碧桂园控股资产仍以流动资产为主。

截至2022年底,碧桂园控股流动资产15370.82亿元,较上年底下降10.32%,主要系在建物业减少所致。碧桂园控股流动资产主要由现金及现金等价物(占8.35%)、贸易及其他应收款(占24.72%)和在建物业(占57.50%)构成。

截至2022年底,碧桂园控股现金及现金等价物与受限制现金合计1475.50亿元,较上年底下降18.62%,主要系偿还到期债务所致。截至2022年底,碧桂园控股受限制现金192.69亿元,主要为存放在指定银行账户中的以人民币和林吉特计价的暂未被解除限制的预售物业的监管资金。截至2022年底,碧桂园控股现金及现金等价物1282.81亿元,较上年底下降12.71%,主要系偿还到期债务所致;除了包含在受限制现金中的暂未被接触限制的预售物业的监管资金外,包含在现金及现金等价物的预售监管资金余额约为406.70亿元。

截至2022年底,碧桂园控股列作流动资产的贸易及其他应收款3800.17亿元,较上年底下降6.58%,主要系预付土地款下降所致。

截至2022年底,碧桂园控股预期将在一个营运周期内落成并列作流动资产的在建物业8838.87亿元,较上年底下降12.33%,主要系2022年新增土储减少等因素所致。

截至2022年底,碧桂园控股非流动资产2073.85亿元,较上年底下降11.54%,碧桂园控股非流动资产主要由贸易及其他应收款(占24.72%)、于联营公司之投资(占10.91%)、于合营企业之投资(占21.86%)、投资物业(占6.87%)、物业、厂房及设备(占12.34%)、在建物业(占57.50%)和递延所得税资产(占20.63%)构成。

(3) 资本结构

① 所有者权益

2022年,碧桂园控股权益总额保持增长,但权益结构中留存收益和非控制性权益占比偏高,权益稳定性较弱。

截至2022年底,碧桂园控股权益总额3095.73亿元,较上年底增长2.98%,主要系股本及溢价和非控制性权益增长所致。其中,股本及溢价占16.32%,其他储备占7.70%,留存收益占41.75%,非控制性权益占34.22%。权益结构中留存收益和非控制性权益占比偏高,权益稳定性较弱。

② 负债

2022年,碧桂园控股新增借贷减少,债务规模压降,负债规模和债务指标有所下降。

截至2022年底,碧桂园控股负债总额14348.94亿元,较上年底下降12.92%,流动负债与非流动负债均有所下降。其中,流动负债占85.80%,非流动负债占14.20%,碧桂园控股负债仍以流动负债为主。

截至2022年底,碧桂园控股流动负债12312.09亿元,较上年底下降10.71%。碧桂园控股流动负债主要由贸易及其他应付款(占35.52%)和合同负债(占54.27%)构成。

截至2022年底,碧桂园控股贸易及其他应付款4373.55亿元,较上年底下降20.57%,主要系应付账款下降所致。

截至2022年底,碧桂园控股合同负债6681.62亿元,较上年底下降5.79%,主要系收入确认以及新增销售回款下降所致。

截至2022年底,碧桂园控股非流动负债2036.85亿元,较上年底下降24.23%,主要系列

作非流动负债的银行及其他借款与公司债券下降所致。碧桂园控股非流动负债主要由银行及其他借款（占49.75%）、优先票据（占32.81%）和递延所得税负债（占12.39%）构成。

截至2022年底，碧桂园控股全部债务⁵2717.18亿元，较上年底下降14.72%，主要系新增融资减少所致。融资渠道方面，优先票据占26.00%，公司债券占11.89%，银行及其他借款占59.82%，可换股债券占2.13%，租赁负债占0.15%。债务结构方面，短期债务占34.52%，长期债务占65.48%，以长期债务为主。债务指标方面，截至2022年底，碧桂园控股资产负债率、调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为82.25%、71.24%、46.74%和36.50%，较上年底分别下降2.32个百分点、下降4.50个百分点、下降4.71个百分点和下降7.84个百分点。

表 17 碧桂园控股优先票据与公司债券偿还期情况
(单位：亿元)

偿还期	优先票据	公司债券	优先票据与 公司债券合计
1 年以内	38.25	260.81	299.06
1 至 2 年	104.31	30.96	135.27
2 至 5 年	415.68	31.42	447.10
超过 5 年	148.31	0.00	148.31
合计	706.55	323.19	1029.74

资料来源：联合资信根据碧桂园控股年度报告整理

(4) 盈利能力

2022 年，碧桂园控股收入规模有所下降，受毛利率大幅降低等因素影响出现亏损，当期盈利指标为负。

2022年，碧桂园控股实现收入4303.71亿元，同比下降17.72%，主要系房地产开发收入下降所致；实现税前利润53.61亿元，同比下降92.22%，主要系毛利率大幅降低及外汇波动造成汇兑净损失等因素所致。2022年碧桂园控股

损失29.62亿元，其中归属于公司股东应占损失60.52亿元。

2022年，碧桂园控股加强对销售及管理费用的管控，营销及市场推广成本和行政费用共计197.36亿元，同比下降31.55%；占收入比例同比下降0.93个百分点至4.59%。

2022年，碧桂园控股净汇兑亏损83.79亿元，金融资产和合同资产减值损失净额30.59亿元，对碧桂园控股利润造成侵蚀。

2022年，碧桂园控股总资产收益率和净资产收益率分别为-0.51%和-0.96%，同比均转负，受亏损影响，当期盈利指标为负。

(5) 现金流

2022年，碧桂园控股经营活动现金净流入规模有所扩大；投资活动现金流转为净流入；伴随新增借款减少，筹资活动现金流大幅净流出。

为保障现金安全，碧桂园控股压降拿地等支出，2022年，碧桂园控股经营活动现金流量净额为356.21亿元，同比增长228.15%。

2022年，碧桂园控股投资活动现金流量净额为44.06亿元，由净流出转为净流入。

2022年，碧桂园控股筹资活动前活动产生的现金流量净额400.27亿元，由净流出转为净流入。

2022年，碧桂园控股融资活动现金流量净额为-586.88亿元，延续净流出态势，受新增借款减少等因素影响净流出规模有所扩大。

(6) 偿债能力

2022 年，碧桂园控股整体偿债指标有所下降。

从短期偿债指标看，2022 年，碧桂园控股流动比率和速动比率变化不大，现金类资产对短期债务的覆盖倍数有所下降。

从长期偿债指标看，2022 年，伴随碧桂园控股 EBITDA 大幅下降，EBITDA 对利息与全部债务的覆盖倍数大幅降低。

⁵ 全部债务包括银行及其他借款、优先票据、公司债券、可换股债券和租赁负债。

表 18 碧桂园控股偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年
短期偿债能力指标	流动比率 (%)	116.69	124.30	124.84
	速动比率 (%)	43.34	47.12	48.29
	经营现金流动负债比 (%)	-1.45	0.79	2.89
	现金短期债务比 (倍)	1.97	2.47	1.69
长期偿债能力指标	EBITDA (亿元)	875.96	713.36	76.27
	全部债务/EBITDA (倍)	3.73	4.47	35.63
	EBITDA 利息倍数 (倍)	3.76	3.94	0.44

资料来源：联合资信根据碧桂园控股财务报告整理

截至 2022 年底，碧桂园控股对外担保余额 4260.65 亿元。其中向若干物业买家提供的按揭融资担保 4018.87 亿元，为合营企业及联营公司等负债提供担保 241.78 亿元。碧桂园控股对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。

截至 2022 年底，碧桂园控股不存在争议标的本金金额占最近一年（期）净资产 5% 以上或者可预见的重大诉讼、仲裁。

截至 2022 年底，碧桂园控股未使用授信余额 2663 亿元。

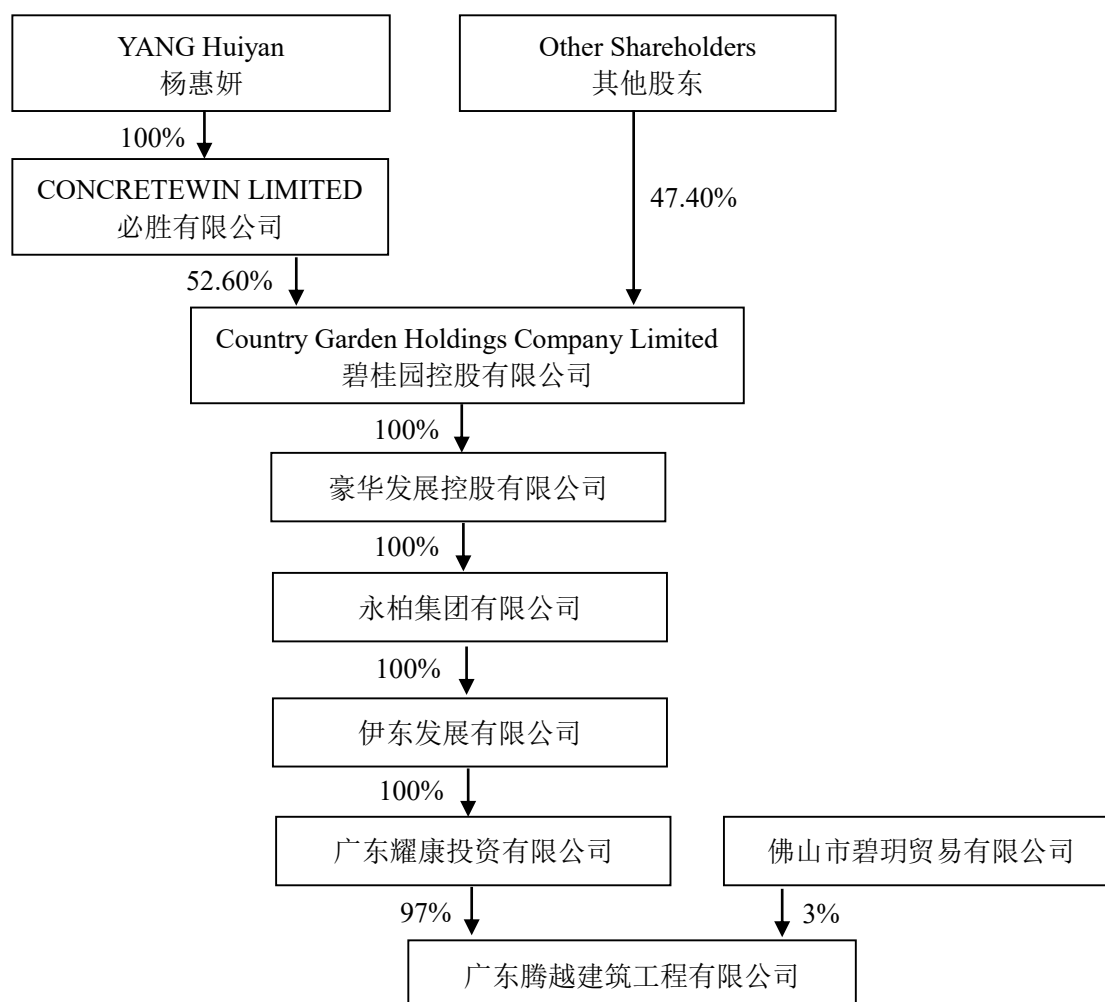
4. 结论

基于对碧桂园控股经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定碧桂园控股主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定。其担保可提升“21 腾越建筑 MTN003”到期兑付的安全性。

十二、结论

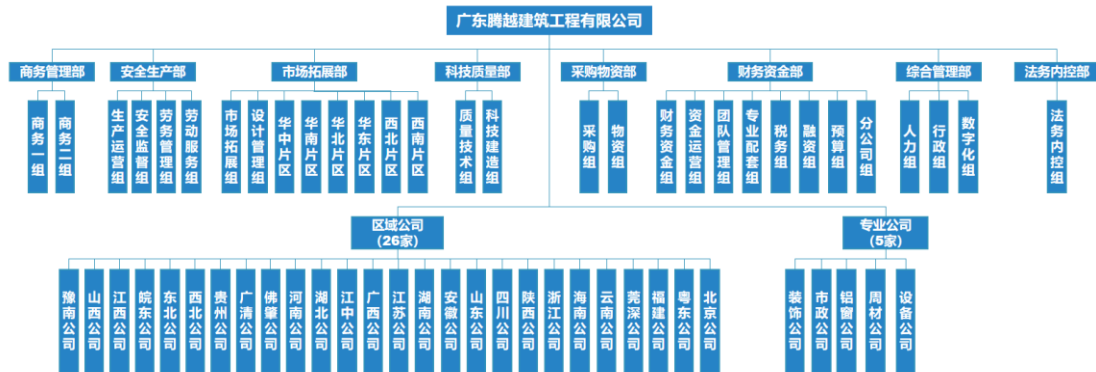
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析和评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“21 腾越建筑 MTN003”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至本报告出具日公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 3 月底公司合并范围内一级子公司情况

序号	公司名称	业务性质	持股比例（%）	取得方式
1	池州腾越建筑工程有限公司	建筑工程施工	100.00	投资新设
2	沈阳腾越建筑工程有限公司	建筑工程施工	100.00	投资新设
3	广东腾安机电安装工程有限公司	机电安装	100.00	投资新设
4	惠州美腾项目管理有限公司	建筑工程施工	90.00	投资新设
5	安徽腾越建筑工程有限公司	建筑工程施工	100.00	投资新设
6	广东诚加装饰设计工程有限公司	建筑装饰工程	100.00	同一控制下企业合并
7	广东碧兴建设有限责任公司	建筑工程施工	100.00	投资新设
8	广东腾越装饰工程有限公司	建筑装饰工程	100.00	投资新设
9	广东顺越机械设备租赁有限公司	设备租赁	100.00	投资新设
10	广东恒达建筑工程科技有限公司	建筑工程施工	100.00	投资新设
11	惠州市博翰居新型建材有限公司	建筑材料	100.00	收购
12	广东碧越装饰工程有限公司	建筑装饰工程	100.00	投资新设
13	黑龙江碧腾建筑工程有限公司	建筑工程施工	100.00	投资新设
14	荆州龙腾建筑工程有限公司	建筑工程施工	100.00	投资新设
15	龙里碧腾建设工程有限公司	建筑工程施工	100.00	投资新设
16	安徽碧腾建筑工程有限公司	建筑工程施工	100.00	投资新设

注：广东恒达建筑工程科技有限公司于 2023 年 6 月 28 日完成注销；荆州龙腾建筑工程有限公司于 2023 年 7 月 11 日完成注销
资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	120.73	92.90	40.93	31.20
资产总额（亿元）	726.83	673.16	794.36	769.47
所有者权益（亿元）	197.50	199.81	196.55	193.81
短期债务（亿元）	97.32	28.32	77.44	60.79
长期债务（亿元）	60.21	95.68	0.73	0.72
全部债务（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
利润总额（亿元）	4.73	4.12	-4.03	-2.59
EBITDA（亿元）	16.79	9.87	1.12	--
经营性净现金流（亿元）	30.59	34.72	-6.99	18.59
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.08	2.86	1.57	--
存货周转次数（次）	1.47	1.66	1.05	--
总资产周转次数（次）	0.67	0.85	0.52	--
现金收入比（%）	101.43	116.25	70.82	138.88
营业利润率（%）	8.03	5.98	4.95	-0.23
总资本收益率（%）	4.20	2.26	0.20	--
净资产收益率（%）	1.67	1.18	-1.99	--
长期债务资本化比率（%）	23.36	32.38	0.37	0.37
全部债务资本化比率（%）	44.37	38.29	28.46	24.09
资产负债率（%）	72.83	70.32	75.26	74.81
流动比率（%）	154.02	177.18	132.37	133.17
速动比率（%）	79.40	92.36	70.67	66.02
经营现金流动负债比（%）	6.53	9.20	-1.17	--
现金短期债务比（倍）	1.24	3.28	0.53	0.51
EBITDA 利息倍数（倍）	1.45	1.99	0.25	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.38	12.56	69.82	--

注：将合同资产并入存货计算速动比率、存货周转次数；尾差系四舍五入所致；2023 年一季度财务报表未经审计；2020 年数据采用 2021 年期初数据分析
 资料来源：公司审计报告、财务报表及公司提供资料，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	65.08	61.04	21.79	16.52
资产总额（亿元）	552.47	568.97	519.30	452.85
所有者权益（亿元）	170.47	171.66	167.51	166.88
短期债务（亿元）	71.42	20.65	70.86	52.77
长期债务（亿元）	59.86	95.39	0.00	0.00
全部债务（亿元）	131.28	116.04	70.86	52.77
营业总收入（亿元）	205.38	325.90	199.04	40.04
利润总额（亿元）	1.07	1.91	-4.20	-0.63
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	43.27	20.59	6.37	17.05
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.65	2.61	1.38	--
存货周转次数（次）	1.27	1.69	1.05	--
总资产周转次数（次）	0.40	0.58	0.37	--
现金收入比（%）	91.51	112.36	65.69	139.87
营业利润率（%）	8.09	6.38	3.62	1.24
总资本收益率（%）	4.04	2.19	-0.54	--
净资产收益率（%）	0.53	0.69	-2.47	--
长期债务资本化比率（%）	25.99	35.72	0.00	0.00
全部债务资本化比率（%）	43.51	40.33	29.73	24.02
资产负债率（%）	69.14	69.83	67.74	63.15
流动比率（%）	162.98	179.03	139.37	148.25
速动比率（%）	103.58	123.31	83.35	74.45
经营现金流动负债比（%）	13.44	6.83	1.81	--
现金短期债务比（倍）	0.91	2.96	0.31	0.31
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：未获取公司本部折旧、摊销数据，故 EBITDA 及相关指标无意义，用“/”表示；将合同资产并入存货计算速动比率、存货周转次数；2023 年一季度财务报表未经审计；2020 年数据采用 2021 年年初数据分析
 资料来源：公司审计报告、财务报表及公司提供资料，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 4-4 主体主动评级（公开评级）长期信用等级设置及含义

联合资信主体主动评级或公开评级长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。除 AAA_{pi} 级、CCC_{pi} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA _{pi}	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{pi}	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{pi}	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB _{pi}	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{pi}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{pi}	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{pi}	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC _{pi}	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C _{pi}	不能偿还债务