

# 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（第一期、第二期）及 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2021）

---

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

项目组成员：李 昂 [ali@ccxi.com.cn](mailto:ali@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 28 日

## 声 明

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

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

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

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

■ 本跟踪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。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1788 号

## 广东腾越建筑工程有限公司：

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

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“20 腾越 01”、“20 腾越 02”、“21 腾越 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十八日

**评级观点：**中诚信国际维持广东腾越建筑工程有限公司（以下简称“腾越建筑”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持碧桂园控股有限公司（以下简称“碧桂园控股”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 腾越 01”、“20 腾越 02”、“21 腾越 01”的债项信用等级为 **AAA**；上述债项级别充分考虑了碧桂园控股提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中诚信国际肯定了腾越建筑稳定的业务来源和较为充足的项目储备等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到腾越建筑盈利能力有待提升以及担保方碧桂园控股对外担保金额较大等因素对本次债券信用状况造成的影响。

#### 概况数据

腾越建筑	2018	2019	2020	2021.Q1
总资产（亿元）	496.17	592.64	628.78	601.46
所有者权益合计（亿元）	151.42	154.93	158.21	159.66
总负债（亿元）	344.75	437.71	470.57	441.80
总债务（亿元）	185.58	230.41	157.53	173.09
营业总收入（亿元）	292.83	415.11	442.68	123.77
净利润（亿元）	2.88	4.39	3.30	1.45
EBIT（亿元）	11.62	18.41	16.33	-
EBITDA（亿元）	12.00	18.84	16.79	-
经营活动净现金流（亿元）	2.23	-11.62	30.59	-17.87
营业毛利率（%）	9.10	8.90	8.38	7.41
总资产收益率（%）	2.57	3.38	2.67	-
资产负债率（%）	69.48	73.86	74.84	73.45
总资本化比率（%）	55.07	59.79	49.89	52.02
总债务/EBITDA（X）	15.46	12.23	9.38	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.55	1.49	1.45	-

碧桂园控股	2018	2019	2020
总资产（亿元）	16,296.94	19,071.52	20,158.09
所有者权益（亿元）	1,734.08	2,186.08	2,570.03
总负债（亿元）	14,562.86	16,885.44	17,588.06
总债务（亿元）	3,293.80	3,699.14	3,275.69
营业总收入（亿元）	3,790.79	4,859.08	4,628.56
净利润（亿元）	485.42	612.02	541.18
EBITDA（亿元）	806.07	1,004.87	875.96
经营活动净现金流（亿元）	293.81	146.66	-216.31
营业毛利率（%）	27.03	26.06	21.80
净负债率（%）	50.08	46.46	56.01
总债务/EBITDA（X）	4.09	3.68	3.74
EBITDA 利息倍数（X）	4.21	4.10	3.76

注：中诚信国际根据腾越建筑 2018 年~2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表和碧桂园控股 2018 年~2020 年审计报告整理，2018 年、2019 年财务数据均为后一期财务报表期初数，2020 年财务数据为当期财务报表期末数。

#### 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 2021 年 3 月末，腾越建筑在手合同总额 911.75 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，2020 年持续位列房地产企业销售金额排名首位，并保持了稳健的财务政策，其提供的连带责任保证担保对本债券本息的偿还形成有力的保障。

#### 关注

■ **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 年末，公司为合营企业、联营公司及第三方等借款提供的担保余额为 646.03 亿元，占公司净资产比重为 25.14%，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**

2020年部分房地产开发企业主要指标对比表							
公司名称	全口径签约销售金额 (亿元)	总资产 (亿元)	净负债率 (%)	货币资金/短期 债务(X)	营业总收入 (亿元)	净利润率 (%)	存货周转 率(X)
中国恒大*	7,233	23,011.59	227.81	0.30	5,072.48	6.19	0.28
万科企业	7,042	18,691.77	18.09	2.35	4,191.12	14.15	0.31
保利地产	5,028	12,513.75	62.15	1.84	2,432.08	16.47	0.25
融创中国*	5,753	11,084.05	108.97	1.16	2,305.87	17.15	0.35
碧桂园控股*	5,707	20,158.09	56.01	1.89	4,628.56	11.69	0.33

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、带“\*”企业均为港股上市公司，财务报表采用香港会计准则编制。

资料来源：中诚信国际整理

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时 间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 腾越 01	AAA	AAA	2020/6/11	20	20	2020/9/15~2024/9/15	附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 腾越 02	AAA	AAA	2020/11/9	20	20	2020/11/23~2024/11/23	附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
21 腾越 01	AAA	AAA	2020/12/21	20	20	2021/1/8~2025/1/8	附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

## 跟踪评级原因

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

## 募集资金使用情况

广东腾越建筑工程有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称为“20 腾越 01”、债券代码为“175139.SH”）于 2020 年 9 月 14 日发行，发行规模为 20 亿元，发行利率为 4.28%，发行期限为 4 年，附第 2 年末腾越建筑调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

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）（债券简称为“20 腾越 02”、债券代码为“175433.SH”）于 2020 年 11 月 20 日发行，发行规模为 20 亿元，发行利率为 4.64%，发行期限为 4 年，附第 2 年末腾越建筑调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

广东腾越建筑工程有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称为“21 腾越 01”、债券代码为“175606.SH”）于 2021 年 1 月 7 日发行，发行规模为 20 亿元，发行利率为 4.27%，发行期限为 4 年，附第 2 年末腾越建筑调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

根据《广东腾越建筑工程有限公司公司债券年度报告（2020 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

**宏观经济：**2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比

增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。



**宏观政策:** 2021 年政府工作报告再次强调,“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”,政策不会出现急转弯,但如我们之前所预期,随着经济修复,出于防风险的考虑,宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧,但积极力度仍超疫情前,减税降费支持微观主体,财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显;总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧,强调灵活精准、合理适度,在转弯中力求中性,继续强调服务实体经济。值得一提的是,3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出,“要保持宏观杠杆率基本稳定,政府杠杆率要有所降低”,这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后,第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路,显示了中央对地方政府债务风险的高度重视,相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望:** 即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下,但中国经济总体仍处在持续修复过程中,基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势,剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为,2021 年中国经济仍将以修复为主线,宏观政策将兼顾风险防范与经济修复,注重对微观主体修复的呵护,并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看,中国市场潜力巨大,畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅,扩大内需的基础更加广泛,中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

### 新型城镇化的深入推进为建筑业发展提供持续动力

多年来,我国城镇化建设释放出巨大的内需能量,成为经济发展的重要源动力。国家统计局数据显示,截至 2020 年末我国常住人口城镇化率超过 60%,但仍明显低于发达国家 80%的水平,也低于

许多同等发展阶段国家的水平,未来一段时期我国的城镇化率仍有较大的提升空间。

为进一步提高我国城镇化水平,2021 年 4 月,国家发展改革委印发《2021 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》,在促进农业转移人口有序融入城市、提升城市群和都市圈承载能力、促进大中小城市和小城镇协调发展、加快建设现代化城市、提升城市治理水平、加快推进城乡融合发展、组织实施七个方面提出 24 条措施。同时,《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中亦提出“坚持走中国特色新型城镇化道路,深入推进以人为核心的新型城镇化战略”。

**中诚信国际认为**,新型城镇化战略的推进有望加速我国城镇化率的提升,并促使人口进一步向中心城市和核心城市群流动,在加快农业转移人口市民化、完善城镇化空间布局、全面提升城市品质的过程中,能够产生大量的城市基础设施建设需求,为建筑企业提供市场空间。除旧城改造以外,新型城镇化所要避免的交通拥堵、环境恶化、设施短缺、住房紧张等问题,会衍生出广阔的新兴建筑市场。整体来看,伴随着我国新型城镇化进程的推进,会催生对住宅、公共建筑的新建和改造以及城市综合交通网络、地下管网、海绵城市、环境治理等建设的需求,为今后一段时期我国建筑企业的发展带来支撑。

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

公司是碧桂园控股下属主要的房建施工企业,跟踪期内业务收入仍主要来源于碧桂园控股集团内的房地产开发项目。受益于碧桂园控股房地产业务的扩张,2020 年,公司营业收入继续增长,其中来源于碧桂园控股内部的营业收入金额占比仍达到 90%以上。

项目承揽方面,受益于碧桂园控股地产项目规模的扩张及公司向集团外拓展业务,2020 年公司新

签合同额继续增长，增速为 10.23%。2021 年一季度，公司新签合同金额同比增长 35.81%。截至 2021 年 3 月末，公司在手合同总额 911.75 亿元，充足的项目储备为其稳定经营提供了重要支撑。

**表 1：公司新签合同额按业务结构分类**

单位：亿元				
	2018	2019	2020	2021.Q1
房建工程	403.18	474.81	536.48	53.59
其中：住宅类	399.94	451.51	517.82	48.65
非住宅类	3.24	23.30	18.67	4.94
建筑安装	46.48	39.52	35.58	8.73
装修设计	12.14	13.26	9.48	1.24
<b>合计</b>	<b>461.80</b>	<b>527.59</b>	<b>581.55</b>	<b>63.56</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 2021 年 3 月 31 日已在东北、湖南、湖北、安徽、江苏等地设有 39 家区域分公司。2020 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 39.63%、21.96%、11.89%、10.54%、7.73%、5.99%和 2.25%。

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。2020 年公司房建工程业务新签合同额同比增长 12.99%；在新签合同总额中的比重约为 92%，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，2020 年新签合同金额略有下降。此外，自 2017 年公司将碧桂园控股子公司广东诚加装饰设计工程有限公司纳入合并范围内以来，装修设计业务亦持续贡献收入，但规模较小。

## 公司施工资质齐全，同时对施工项目形成一套较为严格的管理体系，2021 年 3 月末在施工面积进一步增加

建筑施工是公司的核心业务，截至 2021 年 3 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均为壹级施工资质。作为碧桂园控股下属主要的建筑施工企业，公司先后承建了碧桂园控股旗下的各大楼盘，例如碧桂园总部大楼、碧桂园凤凰城项目、马来西亚森林城市等大型知名建筑工程，积累了丰富的施工经验。

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。

**表 2：公司房建业务施工情况**

单位：万平方米				
	2018	2019	2020	2021.Q1
新开工面积	3,178.64	2,982.15	3,474.64	312.95
竣工面积	1,635.70	2,285.52	1,983.18	262.28
在施工面积	3,768.98	4,158.02	5,649.48	5,700.16

资料来源：公司提供，中诚信国际整理



从房建施工情况来看，由于碧桂园控股开发规模的增长，公司在施工规模进一步增长。截至 2021 年 3 月末，公司在施工面积达到 5,700.16 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 2021 年 3 月末，公司前十大在建房建项目均为住宅项目，来源于碧桂园控股，主要包括容桂凤凰湾项目，郑州管城区总承包工程项目，碧桂园盛世名门花园项目以及江畔花园等项目，合同造价总额为 132.20 亿元。

**表 3：截至 2021 年 3 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	43.23	2022 年 12 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	21.99	2022 年 4 月
碧桂园盛世名门花园 4 栋幼儿园、6-10 栋住宅楼、19 栋住宅楼及地块一地下室、地块二地下室二期	15.36	2024 年 3 月
江畔花园（中区）1 号商业、住宅楼，2 号门楼，3 号商业楼，4 号商业、公建配套楼，5-28、33、34 号住宅楼，29 号公交首末站，30 号电房，31 号垃圾收集站，32 号地下室。	13.06	2022 年 12 月
惠东碧桂园十里银滩六期一区 A 地块低层住宅（共 45 栋），1#-3#、5#-6# 高层住宅、88#配套用房及地下室施工总承包工程	8.82	2022 年 6 月
新圩梅龙湖智能制造产业新城一期（一区）总承包工程	8.17	2022 年 12 月
南站新城北区四期	6.47	2022 年 6 月
泰州周山河碧桂园首期二标段总承包工程	5.60	2021 年 12 月
碧桂园映象北城二期谷雨苑	5.25	2022 年 11 月
碧桂园茶马古镇四期总承包工程	4.25	2022 年 12 月
<b>合计</b>	<b>132.20</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 2021 年 3 月末，公司前十大在

施工的建筑安装项目合同造价总额约 2.17 亿元，前十大装修设计项目合同造价总额约 1.83 亿元。

## 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 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、2020 年审计报告，以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，其中 2018 年和 2019 年财务数据均为后一期财务报表期初数，2020 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。

### 公司毛利率水平有所下降，同时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

2020 年公司收入占比最大的建筑施工业务毛利率基本保持稳定，机电安装和安防设备安装业务毛利率有所上升，但装修装饰和其他业务毛利率有所下降，导致整体营业毛利率水平有所下降。

**表 4：近年来公司主要板块毛利率构成(%)**

业务	2018	2019	2020
建筑施工	7.52	7.22	7.10
装修装饰	21.20	24.44	20.31
机电安装	13.87	14.64	15.26
安防设备安装	13.41	16.83	17.30
其他	37.91	31.43	18.33
<b>主营业务毛利率</b>	<b>9.11</b>	<b>8.97</b>	<b>8.43</b>
<b>营业毛利率</b>	<b>9.10</b>	<b>8.90</b>	<b>8.38</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。由于公司加强费用管控，2020 年管理费用略有下降。由于年内偿还了较大金额的债券，公司的财务费用亦有所减少。因此，公司期间费用率有所下降，但期间费用仍对公司毛利形成较大的侵蚀。

由于营业收入规模有所增长，2020 年公司经营

性业务利润继续增长，是公司利润的最主要来源。但由于公司进行应收账款保理融资时产生的贴现损失金额较大，公司营业外净损失进一步增加，对利润造成较大程度的侵蚀。综上，公司利润总额有所下降。从盈利指标来看，公司净利润率及净资产收益率整体仍较低，盈利能力有待提升。

**表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2018	2018	2020	2021.Q1
销售费用	0.14	0.14	0.57	0.20
管理费用（含研发费用）	10.05	14.52	14.39	4.96
财务费用	7.74	12.38	11.47	1.43
期间费用合计	17.93	27.03	26.43	6.59
期间费用率（%）	6.12	6.51	5.97	5.33
经营性业务利润	7.53	8.61	9.24	2.18
资产减值损失	0.99	0.17	0.19	0.06
投资收益	-0.04	0.03	0.05	0.00
营业外损益	-2.60	-2.68	-4.48	-0.12
利润总额	3.89	5.78	4.73	2.00
净利润率（%）	0.98	1.06	0.75	1.17
净资产收益率（%）	1.91	2.87	2.11	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2020 年末公司资产规模保持增长，且由于债券到期偿还金额较大，财务杠杆水平有所下降；但公司营业周期较长，经营效率有待改善

随着业务规模的扩大，2020 年末公司资产总额继续增长。具体来看，公司资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货等流动资产构成。其中，2020 年末货币资金余额有所下降，主要因年内偿还债券金额较大所致。随着业务规模的增长，2020 年末应收账款余额继续增长，因公司客户主要为碧桂园控股下属项目公司，所以应收账款主要为关联方应收款。同时，存货余额亦保持增长，主要由于业务规模的扩张，建造合同形成的已完工未结算资产持续增加。2020 年公司营业周期仍偏长，经营效率有待提升。公司其他应收款主要为非关联方应收款，2020 年末余额有所增长。

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 2020 年末应付账款保持增长，主要系业务扩张导致应付材

料、设备款的增长。其他应付款年末余额大幅增长，主要系业务规模增加以及碧桂园控股集团内拨款增加，应付关联方往来款大幅增加所致。此外，2020 年公司偿还了较大金额的债券，有息债务规模有较明显的下降。

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 年末实收资本和未分配利润占所有者权益的比重分别为 32.87%和 60.32%。其中，公司的利润积累不断夯实其自有资本。

财务杠杆方面，随着债务规模的下降，2020 年末公司总资本化比率有较明显的下降，财务杠杆水平有所下降。

**表 6：公司主要资产负债表科目及相关指标情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.Q1
总资产	496.17	592.64	628.78	601.46
货币资金	123.49	134.05	72.98	70.55
应收账款	138.22	172.74	181.31	114.76
其他应收款	26.26	25.54	45.37	47.29
存货	165.21	201.67	251.63	283.19
营业周期（天）	336.44	309.46	345.13	-
总负债	344.75	437.71	470.57	441.80
应付账款	97.10	109.09	143.00	120.33
其他应付款	42.72	70.72	140.59	132.70
总债务	185.58	230.41	157.53	173.09
所有者权益	151.42	154.93	158.21	159.66
实收资本	52.00	52.00	52.00	52.00
未分配利润	87.97	92.23	95.44	96.84
资产负债率（%）	69.48	73.86	74.84	73.45
总资本化比率（%）	55.07	59.79	49.89	52.02

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

## 由于债券于 2020 年及 2021 年内回售或到期规模较大，公司总债务规模下降，但短期债务规模增加，货币资金对短期债务已无法完全覆盖

经营活动方面，由于回款规模较大，公司 2020 年经营活动现金流呈净流入状态。

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，由于年内到期兑付的债券规模较大，2020年公司筹资活动净现金流为-93.41亿元。

由于公司发行的债券于2020年及2021年回售或到期的规模较大，2020年末公司有息债务下降，但短期债务有所增长。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仅能对利息支出形成覆盖，对债务本金的保障程度较低。2020年经营活动现金流入对短期债务的覆盖能力亦有所下降。此外，2020年末及2021年3月末公司货币资金对短期债务已无法完全覆盖<sup>1</sup>。

表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.Q1
经营活动净现金流	2.23	-11.62	30.59	-17.87
投资活动净现金流	-2.82	0.63	0.78	-0.36
筹资活动净现金流	43.72	19.38	-93.41	15.12
总债务	185.58	230.41	157.53	173.09
短期债务/总债务 (%)	14.37	34.88	61.78	53.69
货币资金/短期债务	4.63	1.67	0.75	0.76
经营活动现金流入/短期债务	18.17	7.42	6.17	-
总债务/EBITDA	15.46	12.23	9.38	-
EBITDA 利息倍数	1.55	1.49	1.45	-

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年末公司共获得银行授信额度82.17亿元，其中未使用额度为44.86亿元，具有一定的备用流动资源。

截至2020年末，公司受限资产合计为16.29亿元，仅占当期末总资产的2.59%，受限比例很低。

截至2021年3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2021年3月末，公司合并范围内涉及若干尚未了结的诉讼标

的金额在1,000万元以上的主要重大诉讼、仲裁案件，合计标的金额约5.53亿元，主要为建设工程分包合同纠纷和施工合同纠纷等，但单项诉讼金额均较小，预计对公司影响较小。

**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2021年5月18日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 偿债保障措施

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

## 2020年，公司仍保持行业领先地位，合同销售面积和销售金额持续增长，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289个地级市。公司在2020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，持续处于行业领先地位。

房地产销售方面，尽管在年初时受到了疫情影响，但2020年公司商品房销售规模仍保持行业领先水平，权益合同销售面积和合同销售金额分别同比增长7.95%和3.35%，保持增长态势。另根据公司公布的经营简报，2021年1~4月，公司签约销售面积和签约销售金额同比分别增长21.16%和28.36%，继续保持增长。

从销售区域来看，2020年公司房地产销售区域已遍布中国境内31个省/直辖市/自治区和泰国、马来西亚、美国、澳洲、新西兰、香港等部分境外地

<sup>1</sup> 公司已于2021年4-5月期间按期兑付其中57亿元公开市场债券，年内仅存一笔本金20亿元的公司债将到达回售期，公开市场债券偿还压力有所减小。



区，销售区域来源广泛。2020年，公司在广东省的权益合同销售金额占比为19%，仍居于公司房地产销售区域的核心地位，但近年来处于下降趋势；江苏省销售额占比为14%，持续作为公司签约销售金额的第二大贡献区域。此外，2020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9%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，2020年公司权益合同销售额来自于三四线城市的占比为61%，高于一二线城市占比22个百分点。

**表 8：2018-2020 年公司业务运营情况**

单位：万平方米、亿元、元/平方米

	2018	2019	2020
销售面积（权益口径）	5,416	6,237	6,733
销售金额（权益口径）	5,019	5,522	5,707
销售均价（权益口径）	9,267	8,854	8,476

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 9：2018-2020 年公司权益口径销售区域分布情况**

单位：%

地区	2018年	2019年	2020年
广东	24	22	19
江苏	12	11	14
浙江	9	8	9
河南	4	7	7
山东	4	6	6
安徽	7	6	5
湖南	5	5	4
其他	35	35	36
合计	100	100	100

注：“其他”包含中国境内其他省/直辖市/自治区及泰国、马来西亚、美国、澳洲、新西兰、香港、印度、印度尼西亚。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

结算方面，受疫情影响，部分工程进度有所延缓，2020年公司确认的出售物业收入同比减少5.40%。从已售未结算情况看，2020年末公司合同负债为6,956.14亿元，为2020年营业收入的1.50倍，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。

**2020年，公司加大拿地力度，新增项目仍偏重于三四线城市；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**

2020年，碧桂园控股抓住下半年拿地窗口期，加大项目获取力度，全年新增土地储备511幅，较上年增加113幅，新增土地储备权益建筑面积7,049万平方米，同比增加33.71%；年内新增权益土地投资额为2,092亿元，同比增加30.26%，占同期权益合同销售金额的36.66%，同比上升7.58个百分点。2020年公司平均权益拿地成本为2,968元/平方米，同比下降2.59%，仍严控拿地成本。2020年，碧桂园控股土地投资策略仍然为“聚焦三四线，巩固一二线”，按权益拿地金额计算，新增项目中约65%位于三四线城市，其余均位于二线城市。

**表 10：2018-2020 年公司新增土地储备情况**

单位：万平方米、亿元、元/平方米

	2018	2019	2020
新增土地个数	797	398	511
新增土地建筑面积（权益口径）	8,648	5,272	7,049
新增土地投资金额（权益口径）	1,906	1,606	2,092
新增土地均价（权益口径）	2,203	3,047	2,968
期末土地储备建筑面积（权益口径）	24,064	25,856	27,515

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年末公司在中国大陆拥有2,958个处于不同开发阶段的项目，权益可建建筑总面积达27,515万平方米，同比增加6.42%。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2.51%、60.18%和37.32%，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，各省份占比进一步均衡化。随着公司全国化战略的不断推进，公司项目区域布局分散且较为平衡。

**表 11：截至 2020 年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	3.5	1.27
	待售	3.4	1.24
在建	已获预售证（已预售）	90.4	32.85
	已获预售证（未预售）	24.7	8.98
	未获预售证	50.5	18.35
待开发	已摘牌未获施工证	102.7	37.32
合计		275.2	100.00

注：表中数据为权益口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 12：2018~2020 年末公司土地储备情况**  
 （按省份划分）

地区	单位：%		
	2018 年权益面积占比	2019 年权益面积占比	2020 年权益面积占比
广东	24	21	20
江苏	10	9	9
湖南	7	8	8
河南	6	7	8
山东	5	6	7
安徽	6	5	5
广西	5	5	5
湖北	5	4	4
其他	32	35	34
合计	100	100	100

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一定补充

广东腾越建筑工程有限公司（以下简称“腾越建筑”）是公司负责建筑施工业务的经营主体，建筑施工工资质较为齐全，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。2020 年公司提供建筑服务收入为 87.79 亿元，同比增长 41.16%，为公司提供了一定的收入补充。

此外，公司在以开发、销售住宅物业为主的基础上，亦运营管理部分酒店和投资性物业。2020 年，受疫情影响，公司提供酒店服务及其他收入为 42.10 亿元，同比略有下降。此外，2020 年租金收入为 5.26 亿元，同比增长 1.14 亿元。

## 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 2018~2020 年度审计报告<sup>2</sup>，各期财务数据均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。

### 2020 年，公司营业收入和毛利率均有所下降，期间费用把控能力进一步增强，利润虽有所减少但金额仍较大，盈利指标虽有所下滑但仍处于较好水平，整体仍表现出很强的盈利能力

由于新冠肺炎疫情延迟了部分房地产项目的建设 and 交付，2020 年公司营业收入同比减少 4.74%。由于若干低售价项目进入交付期，2020 年公司毛利率同比下降 4.26 个百分点至 21.80%。

2020 年，得益于有效的费用管控，公司管理费用（含研发费用）和销售费用均有所下降；财务费用方面，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和融资带来的汇兑损益。2020 年公司期间费用率进一步下降，费用把控能力保持在较强水平。

由于营业收入和毛利率均下降，2020 年公司经营性业务利润同比减少 15.27%，但仍为公司利润的最主要来源。同时，由于公司到达结转阶段的合联营项目较多，2020 年公司于合营企业及联营公司经营成果所占份额同比增长 22.51%。此外，公司其他收入及收益净额有所减少，主要因衍生金融工具公允价值变动由上年净收益状态转变为净亏损。综

<sup>2</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。



上，2020 年公司利润总额同比减少 13.55%。从盈利指标来看，由于利润的下降，公司 EBITDA 利润率、净利润率及净资产收益率都有所下滑，但总体仍保持在较好水平。

**表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2018	2019	2020
营业收入	3,790.79	4,859.08	4,628.56
毛利率（%）	27.03	26.06	21.80
销售费用	125.33	163.65	137.52
管理费用（含研发费用）	178.25	195.11	165.68
财务费用	-13.48	-11.71	-73.06
期间费用合计	290.10	347.05	230.14
期间费用率（%）	7.65	7.14	4.97
经营性业务利润	734.66	919.32	778.91
于合营企业及联营公司 经营成果所占份额	11.97	51.08	62.58
其他收入及收益净额	43.44	32.88	28.16
利润总额	795.63	989.39	855.29
净利润率（%）	12.81	12.60	11.69
EBITDA 利润率 （%）	21.26	20.68	18.93
净资产收益率（%）	33.47	31.22	22.76

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2020 年，公司在整体规模增长的同时，净负债率保持在较低水平，债务期限结构保持良好，整体财务结构稳健

2020 年，随着业务规模的扩大，公司资产总额进一步增长。具体来看，公司资产主要由货币资金、存货、贸易及其他应收款和于合营企业及联营公司之投资构成。由于拿地力度加大且买地支出主要集中在下半年，以及主动调整债务结构、降低债务规模，2020 年末公司货币资金同比减少 31.57%。随着公司土地获取及项目的投入，2020 年末公司存货余额同比增长 19.94%。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，2020 年末该科目余额同比减少 6.22%，主要因应收合营企业、联营公司及其他关联方款项有所减少。此外，随着合联营项目的增加以及经营成果的积

累，2020 年末公司于合营企业及联营公司之投资同比增长 21.74%。

2020 年公司负债总额亦有所增长，主要由合同负债、贸易及其他应付款和有息债务构成。随着销售规模的增加，公司合同负债进一步增长，2020 年末同比增长 7.51%。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>3</sup>（免息、无抵押及根据合同条款归还）等构成，主要因年末应付账款的增长，该科目余额同比上升 11.06%。2020 年公司主动调整债务结构、降低债务规模，年末债务余额同比下降 11.45%；长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.42 倍，债务期限结构良好。

所有者权益构成方面，截至 2020 年末，股本及溢价、留存收益和非控制性权益占所有者权益的比重分别为 12.25%、49.09%和 31.87%，与上年末相比变化较小。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，随着并表项目少数股东持续投入及利润的积累，公司非控制性权益亦有所提升。

财务杠杆方面，公司重视回款与投资、运营支出的平衡性，对财务杠杆水平的控制取得较好成效，2020 年末公司净负债率为 56.01%，保持在较低水平，财务结构稳健。

**表 14：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）**

	2018	2019	2020
总资产	16,296.94	19,071.52	20,158.09
货币资金	2,425.43	2,683.48	1,836.23
贸易及其他应收款	4,263.97	4,381.95	4,109.37
存货	7,879.09	10,020.12	12,018.54
于合营企业及联营公司 之投资	466.59	521.13	634.41
总负债	14,562.86	16,885.44	17,588.06
贸易及其他应付款	4,988.21	5,945.48	6,602.93
合同负债	5,628.00	6,469.96	6,956.14
总债务	3,293.80	3,699.14	3,275.69
所有者权益	1,734.08	2,186.08	2,570.03
留存收益	852.02	1,097.16	1,261.50

<sup>3</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。

非控制性权益	520.78	666.69	819.01
资产负债率 (%)	89.36	88.54	87.25
净负债率 (%)	50.08	46.46	56.01

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，其中货币资金较为充裕且受限比例小，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，2020年末，公司资产负债率为91.72%，同比基本持平。截至2020年末货币资金和存货合计占流动资产比重达74.94%，同比提升2.99个百分点。

表 15：近年来公司主要流动资产分析

	2018	2019	2020
流动资产/总资产	92.51%	92.58%	91.72%
存货/流动资产	52.26%	56.75%	65.01%
货币资金/流动资产	16.09%	15.20%	9.93%
贸易及其他应收款/流动资产	28.28%	24.82%	22.23%
(存货+货币资金)/流动资产	68.35%	71.95%	74.94%
持作销售的已落成物业(亿元)	443.38	457.81	495.87
持作销售的已落成物业/存货	5.63%	4.57%	4.13%
在建物业(亿元)	7,347.49	9,444.50	11,413.60
在建物业/存货	93.25%	94.26%	94.97%

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，2020年末金额虽有所下降，但存量仍较为充裕。此外，近年来受限比例持续较低，2020年末货币资金中受限货币资金占比仅为8.97%，可动用资金较为充足。

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。受年内疫情影响导致建设及交付进度延缓，公司存货周转率有所下降，但仍保持在较好水平。整体来看公司存货去化及周转情况良好。

表 16：近年来公司周转率相关指标

	2018	2019	2020
存货周转率(次/年)	0.43	0.40	0.33
总资产周转率(次/年)	0.28	0.27	0.24

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良好水平，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

2020年末公司总债务规模有所下降，短期债务在总债务中占比亦有所下降，债务期限结构进一步优化。由于融资渠道较为多元，公司债务资金来源包括境内贷款、境外贷款、境外优先票据、公司债券以及可换股债券，其中境内贷款占比在50%左右，其次为境外优先票据，再次为境外贷款和公司债券。从融资成本来看，2020年公司加权平均借贷成本为5.56%，同比下降78个基点，融资成本控制较好。

2020年，公司加大拿地力度，拿地支出增加，同时受疫情影响回款率有所下降，导致经营活动现金流为净流出状态。

由于盈利规模下降，2020年公司总债务/EBITDA及EBITDA利息保障倍数指标均略有弱化，但仍保持在良好水平。同时，公司货币资金充足，对短期债务的覆盖能力很强。

表 17：近年来公司现金流及偿债指标情况(亿元)

	2018	2019	2020
经营活动净现金流	293.81	146.66	-216.31
货币资金/短期债务(X)	1.91	2.30	1.89
总债务	3,293.80	3,699.14	3,275.69
短期债务/总债务(%)	38.56	31.52	29.71
总债务/EBITDA	4.09	3.68	3.74
经营活动净现金/总债务(X)	0.09	0.04	-0.07
EBITDA利息倍数(X)	4.21	4.10	3.76
经营活动净现金/利息支出(X)	1.54	0.60	-0.93

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 年末公司未使用额度为人民币 3,400 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 年末，公司受限资产合计为 1,090.48 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 830.00 亿元、164.70 亿元、42.93 亿元、11.86 亿元和 25.89 亿元。受限资产仅占当期末总资产的 5.41%，受限比例较低。

截至 2020 年末，公司及控股子公司为合营企业、联营公司等的负债提供担保余额为人民币 646.03 亿元，占净资产的比重为 25.14%，面临一定的或有负债风险。

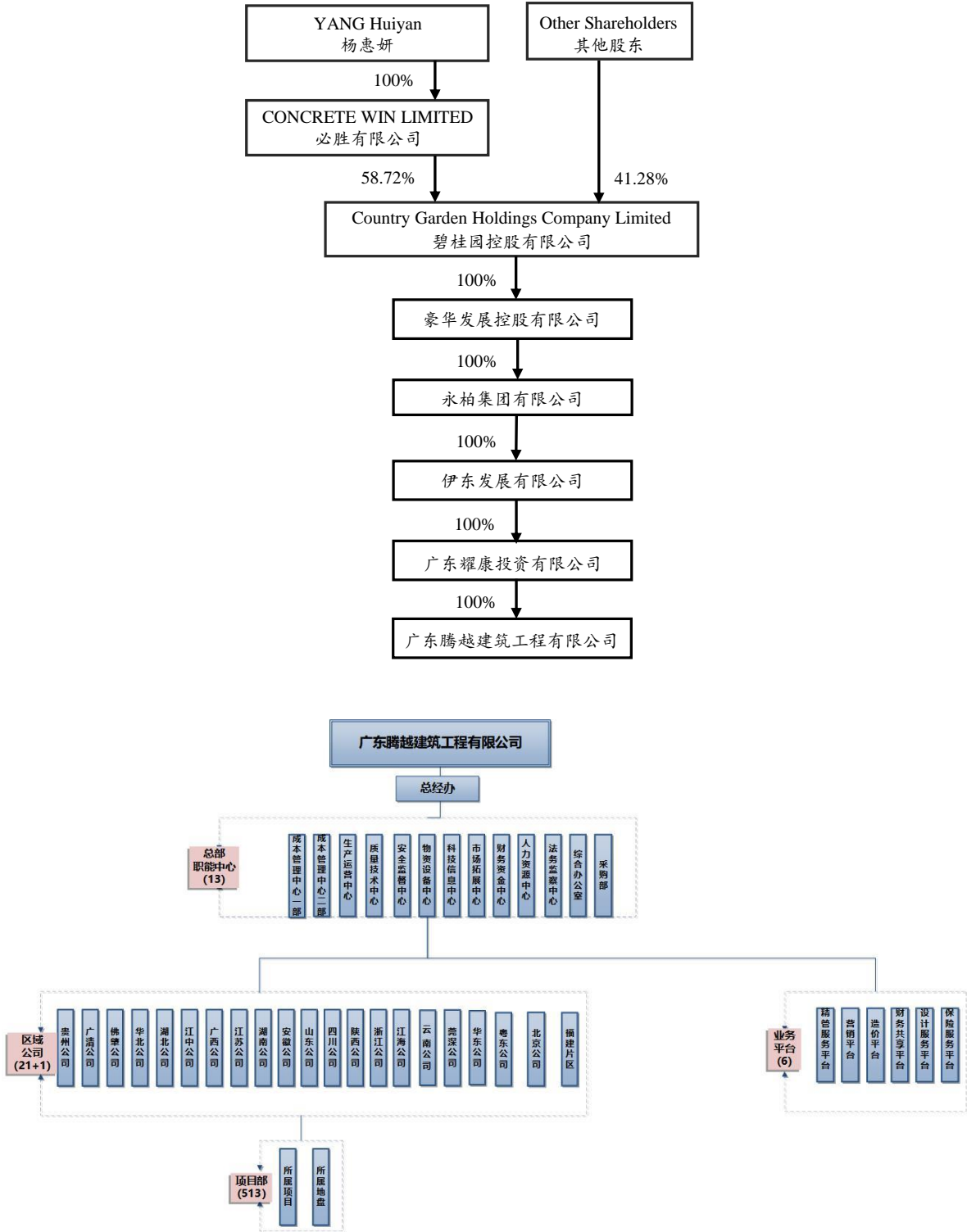
**过往债务履约情况：**根据公司提供的相关资料，截至 2020 年 12 月 31 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

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

## 评级结论

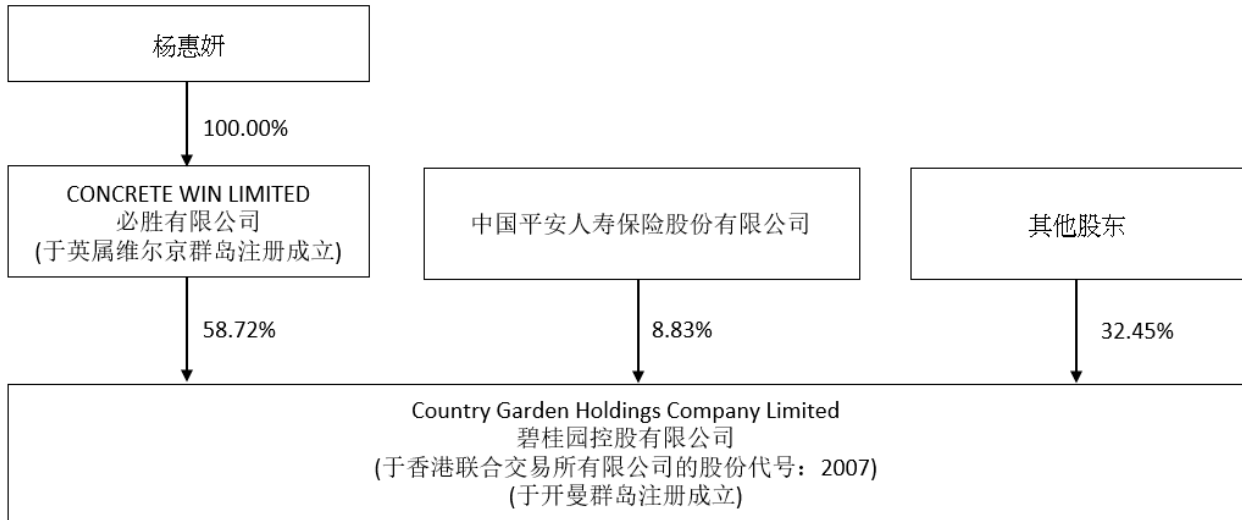
综上所述，中诚信国际维持广东腾越建筑工程有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“20 腾越 01”、“20 腾越 02”、“21 腾越 01”的债项信用等级为 **AAA**。

## 附一：广东腾越建筑工程有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



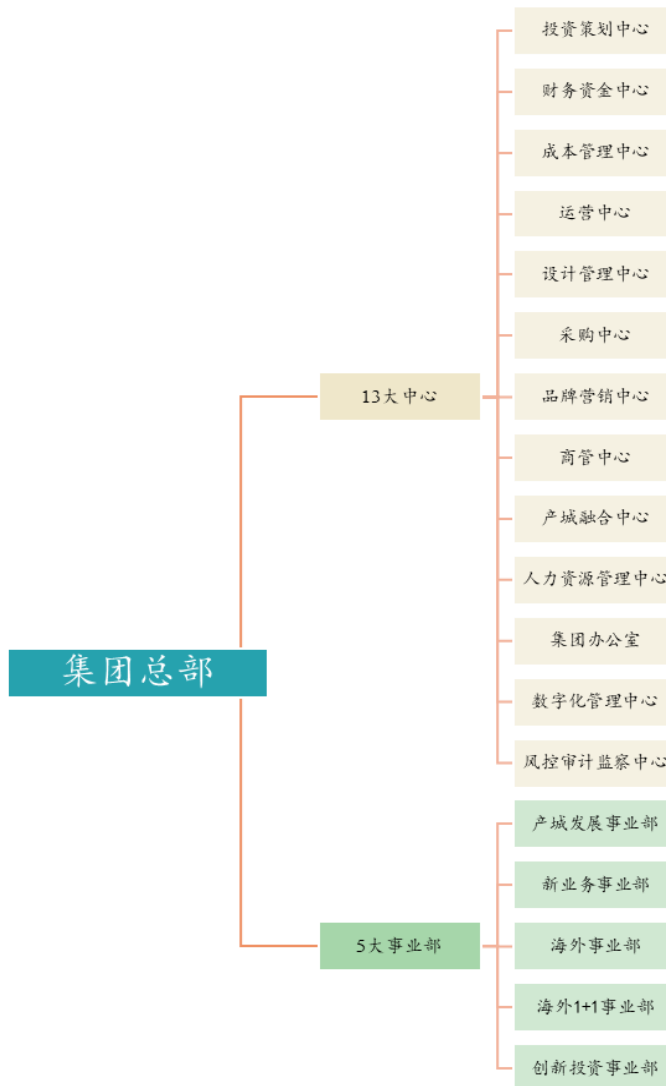
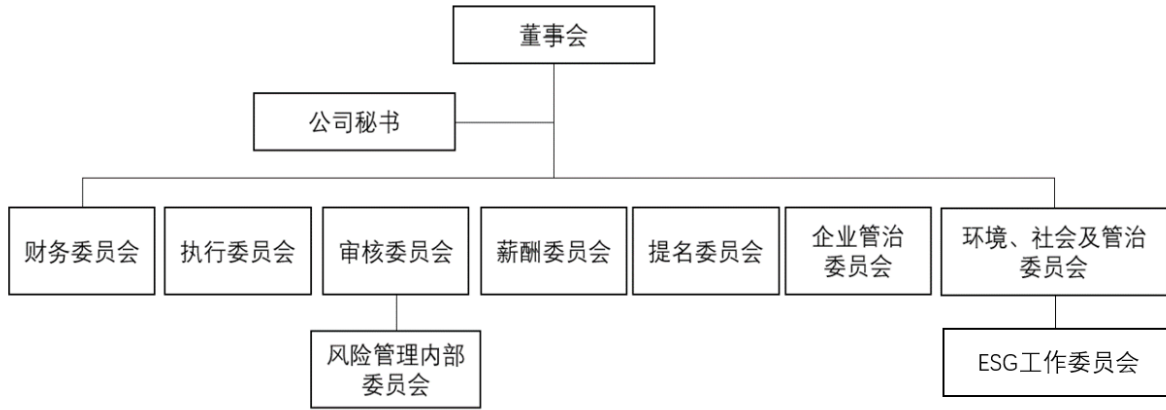
## 附二：碧桂园控股有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）

股权结构图：





组织架构图:



### 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）	2018	2019	2020	2021.Q1
货币资金	1,234,906.13	1,340,455.36	729,758.37	705,548.67
应收账款净额	1,382,195.77	1,727,406.16	1,813,056.76	1,147,622.41
其他应收款	262,554.37	255,378.35	453,678.44	472,935.58
存货净额	1,652,092.05	2,016,682.06	2,516,296.41	2,831,857.79
长期投资	0.00	292.27	472.55	628.45
固定资产	9,134.14	9,958.65	20,255.06	20,588.14
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,808.66	1,833.86	2,163.53	2,188.32
总资产	4,961,684.56	5,926,388.58	6,287,834.94	6,014,625.53
其他应付款	427,177.27	707,188.66	1,405,938.84	1,327,028.10
短期债务	266,646.30	803,567.51	973,169.80	929,262.87
长期债务	1,589,121.55	1,500,547.45	602,115.22	801,598.77
总债务	1,855,767.85	2,304,114.96	1,575,285.01	1,730,861.64
净债务	620,861.72	963,659.60	845,526.64	1,025,312.97
总负债	3,447,494.89	4,377,100.92	4,705,715.42	4,417,977.75
费用化利息支出	77,274.34	126,238.48	115,954.77	-
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	-
所有者权益合计	1,514,189.67	1,549,287.66	1,582,119.52	1,596,647.78
营业总收入	2,928,334.70	4,151,131.66	4,426,820.32	1,237,653.37
经营性业务利润	75,286.04	86,074.96	92,441.80	21,846.56
投资收益	-405.00	258.28	452.46	5.90
净利润	28,787.50	43,946.07	33,016.92	14,528.26
EBIT	116,195.41	184,052.80	163,250.97	-
EBITDA	120,046.74	188,397.19	167,885.44	-
经营活动产生现金净流量	22,257.85	-116,233.37	305,947.20	-178,656.49
投资活动产生现金净流量	-28,171.63	6,260.81	7,773.99	-3,585.23
筹资活动产生现金净流量	437,215.02	193,778.87	-934,126.71	151,218.28
资本支出	5,643.85	5,870.71	6,195.54	3,441.01
财务指标	2018	2019	2020	2021.Q1
营业毛利率(%)	9.10	8.90	8.38	7.41
期间费用率(%)	6.12	6.51	5.97	5.33
EBITDA 利润率(%)	4.10	4.54	3.79	-
总资产收益率(%)	2.57	3.38	2.67	-
净资产收益率(%)	1.91	2.87	2.11	-
流动比率(X)	2.66	2.04	1.52	1.65
速动比率(X)	1.77	1.34	0.91	0.87
存货周转率(X)	2.00	2.06	1.79	-
应收账款周转率(X)	2.30	2.67	2.50	-
资产负债率(%)	69.48	73.86	74.84	73.45
总资本化比率(%)	55.07	59.79	49.89	52.02
短期债务/总债务(%)	14.37	34.88	61.78	53.69
经营活动净现金流/总债务(X)	0.01	-0.05	0.19	-
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.08	-0.14	0.31	-
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.29	-0.92	2.64	-
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	-3.01	-9.92	11.53	-
总债务/EBITDA(X)	15.46	12.23	9.38	-
EBITDA/短期债务(X)	0.45	0.23	0.17	-
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.55	1.49	1.45	-
EBIT 利息保障倍数(X)	1.50	1.46	1.41	-

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）	2018	2019	2020
货币资金	24,254,300.00	26,834,800.00	18,362,300.00
贸易及其他应收款	42,639,700.00	43,819,500.00	41,093,700.00
存货净额	78,790,900.00	100,201,200.00	120,185,400.00
长期投资	4,845,500.00	5,539,500.00	6,742,600.00
物业、厂房及设备	2,342,100.00	2,424,000.00	2,634,500.00
在建工程	-	-	-
无形资产	316,600.00	74,500.00	142,300.00
投资物业	1,643,500.00	1,292,300.00	1,565,900.00
总资产	162,969,400.00	190,715,200.00	201,580,900.00
合同负债	56,280,000.00	64,699,600.00	69,561,400.00
贸易及其他应付款	49,882,100.00	59,454,800.00	66,029,300.00
短期债务	12,700,200.00	11,658,300.00	9,732,500.00
长期债务	20,237,800.00	25,333,100.00	23,024,400.00
总债务	32,938,000.00	36,991,400.00	32,756,900.00
净债务	8,683,700.00	10,156,600.00	14,394,600.00
总负债	145,628,600.00	168,854,400.00	175,880,600.00
费用化利息支出	0.00	0.00	0.00
资本化利息支出	1,912,900.00	2,448,900.00	2,327,800.00
所有者权益（含少数股东权益）	17,340,800.00	21,860,800.00	25,700,300.00
营业总收入	37,907,900.00	48,590,800.00	46,285,600.00
经营性业务利润	7,346,600.00	9,193,200.00	7,789,100.00
于合营企业及联营公司经营成果所占份额	119,700.00	510,800.00	625,800.00
净利润	4,854,200.00	6,120,200.00	5,411,800.00
EBIT	7,956,300.00	9,893,900.00	8,552,900.00
EBITDA	8,060,700.00	10,048,700.00	8,759,600.00
销售商品、提供劳务收到的现金	-	-	-
经营活动产生现金净流量	2,938,100.00	1,466,600.00	-2,163,100.00
投资活动产生现金净流量	-1,226,900.00	-1,909,100.00	-591,700.00
筹资活动产生现金净流量	7,383,200.00	2,525,700.00	-5,413,600.00
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率（%）	27.03	26.06	21.80
期间费用率（%）	7.65	7.14	4.97
EBITDA 利润率（%）	21.26	20.68	18.93
净利润率（%）	12.81	12.60	11.69
净资产收益率（%）	33.47	31.22	22.76
存货周转率(X)	0.43	0.40	0.33
资产负债率（%）	89.36	88.54	87.25
总资本化比率（%）	65.51	62.85	56.04
净负债率（%）	50.08	46.46	56.01
短期债务/总债务（%）	38.56	31.52	29.71
经营活动净现金流/总债务（X）	0.09	0.04	-0.07
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.23	0.13	-0.22
经营活动净现金流/利息支出（X）	1.54	0.60	-0.93
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	-	-	-
总债务/EBITDA（X）	4.09	3.68	3.74
EBITDA/短期债务（X）	0.63	0.86	0.90
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.21	4.10	3.76
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	5.16	5.04	4.67

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

## 附五：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
现金及其等价物/货币等价物	=货币资金(现金)+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据	
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	=营业周期-应付账款平均净额×360天/年采购成本 营业周期=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
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	
现金流	RCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)-(分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出)
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营净现金流	=经营活动净现金流(CFO)-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

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

## 附六：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：每一个信用等级均不进行微调。