

广州市时代控股集团有限公司 15 时代债

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020)100144】

评级对象: 广州市时代控股集团有限公司 15 时代债

15 时代债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 5 日

前次跟踪: AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 25 日

首次评级: AA/稳定/AA/2015 年 4 月 22 日

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	3.80	36.06	16.37
刚性债务	98.96	147.37	145.68
所有者权益	21.68	29.63	53.44
经营性现金净流入量	-3.78	2.32	6.85
合并口径数据及指标:			
总资产	991.93	1259.95	1539.69
总负债	647.80	859.90	1095.66
刚性债务	246.20	327.03	318.43
所有者权益	344.13	400.05	444.04
营业收入	234.64	345.60	425.51
净利润	43.31	57.54	62.28
经营性现金净流入量	-24.64	61.48	94.36
EBITDA	61.52	87.77	95.39
资产负债率[%]	65.31	68.25	71.16
权益资本与刚性债务比率[%]	139.77	122.33	139.45
流动比率[%]	195.62	189.21	148.55
现金比率[%]	36.22	44.71	27.54
利息保障倍数[倍]	4.09	3.68	2.95
净资产收益率[%]	15.42	15.46	14.76
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-6.42	11.70	12.53
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-18.63	-1.00	-6.75
EBITDA/利息支出[倍]	4.18	3.74	3.06
EBITDA/刚性债务[倍]	0.31	0.31	0.30

注: 根据时代控股经审计的 2017~2019 年财务数据整理、计算。

分析师

覃斌 qb@shxsj.com

杨亿 yangyi@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对广州市时代控股集团有限公司(简称“时代控股”、“该公司”或“公司”)及其发行的 15 时代债跟踪评级反映了 2019 年以来时代控股在业务布局、经营情况及资本实力等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在刚性债务扩张、后续资金支出等方面继续面临压力。

主要优势:

- **区域开发经验丰富。**时代控股具备多年房地产开发经验,在粤港澳大湾区具有较高的市场地位和知名度,区域市场竞争力较强。
- **经营情况良好。**跟踪期内,通过持续实施聚焦区域、聚焦住宅产品和聚焦刚性需求以及改善型需求的策略,通过高周转及高去化的方式,时代控股主业保持了较快发展。近年公司销售规模及销售金额持续提升。
- **后续项目储备充足。**时代控股在建项目和土地储备较为充足,能够为其未来 3-4 年的业务发展提供较好保障。
- **资本实力持续增强。**时代控股盈利状况良好,每年均有较大规模的未分配利润留存。同时股东连续三年增资,进一步增强了公司的资本实力。

主要风险:

- **外部环境及行业政策变化风险。**时代控股的经营状况易受房地产行业政策环境变化的影响,尤其是开发项目的销售去化情况易受外部政策调控的影响。近期新冠肺炎疫情对经济冲击大,或将影响房地产行业的发展。
- **土地储备和在建项目规模较大,刚性债务规模扩张。**时代控股土地储备规模较大,在建项目数量较多,未来面临一定的资金支出压力。公

司项目开发对外部融资的依赖度较高，随着项目的增加，整体债务规模或将持续扩大。

- 城市更新项目开发进度及投资回报不确定性较大。时代控股的城市更新项目受城市规划影响较大，开发周期较长，开发进度及投资回报具有一定不确定性。
- 合作开发项目风险。时代控股部分开发项目采取合作模式，公司按权益比例投入开发资金和对项目融资提供担保，存在一定的关联往来和担保，面临一定的关联账款回收风险和代偿风险。

➤ 未来展望

通过对时代控股及其发行的上述债券主要信用风险要素的跟踪分析与评估，本评级机构维持公司AA+主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很高，并维持上述债券AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



广州市时代控股集团有限公司 15 时代债

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照广州市时代控股集团有限公司 15 时代债信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据时代控股提供的经审计的 2019 年财务报表及相关经营数据，对时代控股的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2015 年 7 月公开发行了本金 20 亿元人民币的 15 时代债（简称“本期债券”），债券期限为 5 年，票面利率 6.75%，附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。2018 年 7 月公司将本期债券票面利率上调至 7.5%，部分债券（1.8439 亿元）回售，目前债券本金余额为 18.1561 亿元。

2015 年以来，该公司发行了多期债券，截至 2020 年 5 月末已发行债券待偿还本金余额为 182.3061 亿元，到期还款及付息正常，具体情况如图表 1 所示。另外，公司还发行了多期资产证券化产品，截至 2020 年 5 月末存续余额为 25.93 亿元。以行权计，公司一年内到期的债券本金余额合计 95.1561 亿元。

图表 1. 截至 2020 年 5 月末公司尚在存续期的债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	期限 (年)	当期利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
15 时代债	20.00	18.1561	3+2	7.50	2015 年 7 月	本息兑付正常
17 时代 01	5.00	5.00	2+1	7.20	2017 年 9 月	付息正常
17 时代 02	11.00	11.00	3+2	8.20	2017 年 9 月	付息正常
18 时代 09	22.00	22.00	2+1	8.40	2018 年 8 月	付息正常
18 时代 11	17.00	17.00	2+1	8.40	2018 年 10 月	付息正常
18 时代 13	11.00	11.00	2+1	7.50	2018 年 12 月	付息正常
18 时代 14	19.00	19.00	3+2	8.10	2018 年 12 月	付息正常
19 时代 01	11.00	11.00	2+1	7.50	2019 年 1 月	付息正常
19 时代 04	5.00	5.00	5	6.80	2019 年 6 月	未到付息期
20 时代 01	5.75	5.75	5+2	6.20	2020 年 2 月	未到付息期
20 时代 02	7.40	7.40	3+2	5.00	2020 年 2 月	未到付息期
20 时代 04	9.50	9.50	5+2	6.30	2020 年 3 月	未到付息期
20 时代 05	15.50	15.50	3+2	5.10	2020 年 3 月	未到付息期
20 时代 07	25.00	25.00	3+2	5.24	2020 年 5 月	未到付息期

资料来源：时代控股

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再

贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

2019 年我国房地产开发投资增速保持不减，但各地市场分化较为明显。随着行业融资环境趋紧，资金及项目资源进一步向优势房企集聚，行业集中度继续提升。短期看，新冠肺炎疫情对房企销售资金回笼影响大，部分经营风格激进且债务到期较集中的房企信用风险将加大。

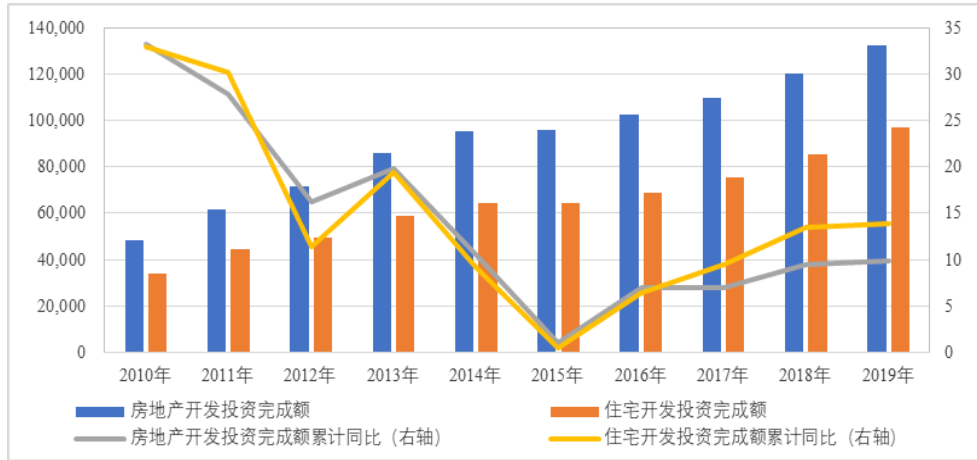
A. 行业概况

经过多年发展，房地产业已成为我国经济的主要支柱性产业之一。2010-2018 年，我国房地产开发投资完成额从 4.83 万亿元升至 12.03 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 3.40 万亿元升至 8.52 万亿元，占比保持在 70% 上下。2019 年我国房地产开发投资完成额为 13.22 万亿元，同比增长 9.9%，增速同比提升 0.4 个百分点，保持在较高水平。其中住宅开发投资完成额为 9.71 万亿元，同比增长 13.9%，增速同比略有提升。同时，各地区¹投资增速分化较为明显，其中，东部地区增长 7.7%，中部地区增长 9.6%，西部地区增长 16.1%，

¹ 各地区分区如下：东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南等 10 个省份（直辖市）；中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南等 6 个省份；西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆等 12 个省份（直辖市、自治区）；东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江等 3 个省份。

东北地区增长 8.2%。

图表 2. 2010-2019 年我国房地产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：国家统计局

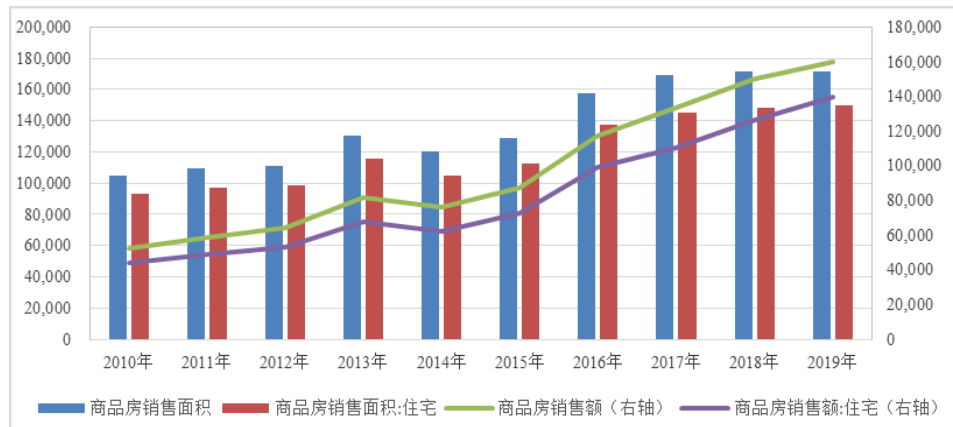
2016 年以来我国商品房销售面积持续增长，但增速逐年收窄。2016-2018 年我国商品房销售面积分别为 15.72 亿平方米、16.94 亿平方米和 17.17 亿平方米，增速分别为 22.5%、7.7%和 1.3%。2019 年我国商品房销售面积出现负增长，但销售均价小幅提升，销售额仍有所增长。2019 年我国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%；其中住宅销售面积增长 1.5%，办公楼销售面积下降 14.7%，商业营业用房销售面积下降 15.0%。同期我国商品房销售额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%；其中住宅销售额增长 10.3%，办公楼销售额下降 15.1%，商业营业用房销售额下降 16.5%。根据 Wind 数据显示，2019 年百城²住宅均价为 14,922 元/平方米，同比上涨 3.90%；其中一线城市住宅均价 41,526 元/平方米，二线城市住宅均价 13,868 元/平方米，三线城市住宅均价 9,297 元/平方米，同比分别上涨 0.6%、5.3%和 6.1%，涨幅分别增加 0.1 个百分点、-1.9 个百分点和-4.6 个百分点。一线城市房价稳中略涨，二三线城市涨幅有所回落。从市场走势看，4 月份以来调控政策进一步收紧，行业经营压力逐步加大。

受新冠肺炎疫情影响，房地产行业运行受到较大冲击。2020 年第一季度，全国房地产开发投资 21,963 亿元，同比下降 7.7%，其中住宅投资 16,015 亿元，下降 7.2%；商品房销售面积 21,978 万平方米，同比下降 26.3%，其中住宅销售面积下降 25.9%；商品房销售额 20,365 亿元，下降 24.7%，其中住宅销售额下降 22.8%。3 月份行业陆续复工，投资、销售的降幅均比 1-2 月份收窄，行

² 一线城市北京、上海、广州、深圳，共 4 个；二线城市天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州，共 22 个；三线城市邯郸、菏泽、湘潭、呼和浩特、廊坊、湖州、洛阳、潍坊、连云港、扬州、昆山、常州、昆明、徐州、日照、烟台、新乡、镇江、泉州、营口、东莞、桂林、南宁、金华、马鞍山、东营、株洲、无锡、德州、西宁、赣州、保定、常熟、银川、泰州、盐城、威海、乌鲁木齐、宿迁、贵阳、湛江、鞍山、衡水、鄂尔多斯、包头、南通、珠海、济南、嘉兴、石家庄、中山、聊城、秦皇岛、淮安、柳州、温州、惠州、绵阳、唐山、海口、北海、淄博、江阴、宝鸡、芜湖、张家港、兰州、台州、江门、绍兴、宜昌、佛山、三亚、汕头，共 74 个。

业经营逐步回升。短期内，房地产市场面临的不确定因素显著增多，市场分化或将更趋明显。

图表 3. 2010-2019 年我国商品房销售情况（单位：万平方米，亿元）



资料来源：国家统计局

土地市场方面，2019 年我国住宅用地供应量同比略增。根据 CREIS 中指数据显示，当年全国 300 个城市共推出各类建设用地 13.30 亿平方米，同比增长 0.15%，其中住宅建设用地推出 5.47 亿平方米，同比增长 4.90%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅推地 1,700.24 万平方米，同比增长 20.11%，比上年增速提升 28.97 个百分点；二线城市住宅推地 21,651.01 万平方米，同比增长 13.34%，比上年增速下降 6.72 个百分点；三四线城市住宅推地 31,395.57 万平方米，同比减少 0.87%，比上年增速下降 34.44 个百分点。为缓解土地供应不足，一线城市加大供应力度，二、三四线城市受市场降温影响供应增速明显下降。

2020 年第一季度，疫情因素影响下部分房地产开发企业拿地计划后延。1-3 月份，房企土地购置面积 1969 万平方米，同比下降 22.6%；土地成交价款 977 亿元，下降 18.1%。4 月份，多地政府加大推地力度，土地供应量明显增多。多重因素作用下，资金充裕的房企将获得良好的投资机遇。

图表 4. 2017~2019 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积 (亿平方米)	10.94	8.15%	13.28	21.37%	13.30	0.15%
其中: 住宅用地推出面积 (亿平方米)	4.12	21.58%	5.22	26.75%	5.47	4.90%
各类用地成交面积 (亿平方米)	9.47	10.05%	11.04	16.55%	10.99	-0.49%
其中: 住宅用地成交面积 (亿平方米)	3.64	26.47%	4.09	12.47%	4.40	7.52%
各类用地成交出让金 (万亿元)	4.10	40.35%	4.26	3.87%	5.07	19.06%
其中: 住宅用地出让金 (万亿元)	3.36	47.84%	3.46	3.03%	4.27	23.39%
各类用地成交楼面均价 (元/平方米)	2,391.88	24.96%	2,110.45	-11.77%	2,459.84	16.56%
住宅用地成交楼面均价 (元/平方米)	4,020.21	21.03%	3,697.50	-8.03%	4,264.02	15.32%
各类用地成交溢价率		28.95%		13.14%		13.02%
住宅用地成交溢价率		33.92%		14.74%		14.42%

资料来源：CREIS 中指数据

B. 政策环境

2019年以来我国房地产政策主体基调是“房住不炒”，以“稳”为主，房地产市场健康发展长效机制进一步完善。围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标，落实城市主体责任，“一城一策”调控逐步推进，各地落实“因材施教”，有收有放。国家相关管理部门主要从市场监测预警、货币闸门管控、资金通道监管三个方面加强风险防范，下半年融资限制政策密集出台，房企融资渠道全方位收紧，不同规模房企融资成本进一步分化。市场秩序维护方面，各地加大市场监管力度，包括专项整治房产经纪机构乱象、严禁商品房捆绑销售、打击捂盘惜售和变相收取价外价、严审购房资格等。全年房地产政策调控呈前稳后严的特点。一季度部分城市利率上浮水平有所下降、少部分城市放松限价及摇号等政策、多城落户政策放宽。但4月开始，政策收紧力度加大，部分城市利率上浮水平止降回升，公积金贷款政策有所收紧，部分城市收紧土拍政策，个别城市税费减免政策退场。

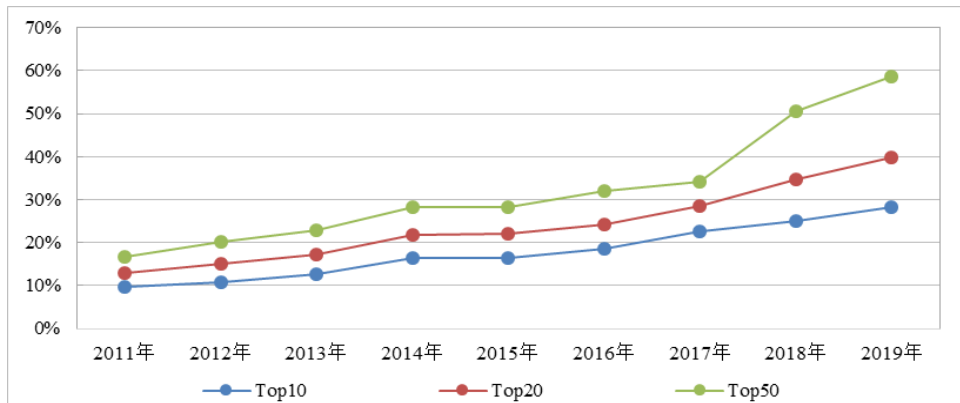
2019年国家积极推进集体经营性建设用地入市，一方面可以进一步增加土地供应，一方面可以缩减土地交易过程中出现的明显价差，促进土地价格理性回归。土地管理法的修订则从立法角度破除农村集体建设用地进入市场的法律障碍。

针对新冠肺炎疫情对经济运行的影响，国家出台一系列逆周期调节政策，加大货币信贷投放、保障流动性合理充裕。同时，部分省市出台房地产行业扶持政策，内容主要包括还款困难的贷款可适度展期、预售条件放宽、部分税收减免、工期顺延、土地出让金可延期交付、简化审批程序等方面，可部分对冲疫情影响。预计疫情影响下我国房地产市场调控基本政策不会明显松动，但融资环境的宽松有助于房企债务滚续与资金成本控制，优势房企将在融资及土地购置等方面受益。

C. 竞争格局/态势

房地产开发行业是典型的资金密集型产业，债务融资依赖度高。持续多年的政策调控加速了资金更多地流向优势房企，行业集中度不断提升。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在多轮调控中表现出更为突出的控风险能力；而中小房企则因项目布局过于集中或融资受限等因素而不断遭受市场挤压。据CREIS中指数据，2018年全国前50强房企销售占比首次超过50%，2019年继续提升至59%。预计未来行业集中度仍将进一步提升。

图表 5. 规模房企市场占有率



资料来源：WIND、CREIS 中指数据

D. 风险关注

中小型房企面临挑战。近年土地出让条件严苛，大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、较强的融资能力和销售策略等优势，在多轮调控中表现出更为突出的抗风险能力，进而进一步强化了其在债务融资渠道与融资成本控制，以及土地购置等方面的优势。中小房企则受制于项目布局过于集中或融资受限等因素，经营愈加困难。而部分虽然具备一定规模优势，但债务融资成本持续高企且难以有效降低的大中型房企，同样面临挑战。

业务运营面临的不确定因素增多。受新冠疫情因素影响，一方面政府出台了各项应对政策，尤其是货币政策进一步宽松，或将推动房地产市场需求；另一方面，经济增长显著放缓，居民投资与消费能力及意愿弱化，则会制约房地产市场需求的释放。短期内，房地产市场面临的不确定因素显著增多，市场分化或将更趋明显，教育与医疗服务等基础设施相对薄弱的城市，尤其是三四线城市，或将面临更大的压力。

短期流动性压力上升。新冠肺炎疫情对房地产开发与经营企业的影响主要体现为阶段性销售停滞，销售资金回笼急速放缓将显著加大房企的流动性压力。短期内，优势房企可借助更为宽松的融资环境获得资金补充与债务滚续，但行业整体的流动性压力仍将趋于上升。

(3) 区域市场因素

2019 年，受政策调控长效化影响，广东省商品房销售面积及销售金额均有所下降，但开发投资增速回升。2019 年资金面持续收紧，行业面临偿债高峰期，企业资金链压力逐步增大。

2019 年，广东省委省政府坚持“房住不炒”的定位，落实房地产长效管理机制。全年房地产投资持续增长，但幅度比上年收窄；销售呈现量跌价涨的态势，整体保持平稳发展。根据广东省统计局披露数据，全年商品房销售面积 1.38 亿平方米，比上年下降 3.4%；商品房销售额为 1.97 万亿元，增长 5.4%。其中商品住宅销售面积 1.19 亿平方米，下降 1.7%；商品住宅销售额 1.68 万亿

元，增长 7.5%。

投资方面，2019 年全省房地产开发投资 15,852.16 亿元，比上年增长 10.0%，增幅较上年回落 9.3 个百分点。按地区分，珠三角核心区 12,849.54 亿元，增长 11.8%；东翼 773.21 亿元，增长 1.3%；西翼 971.18 亿元，增长 2.5%；北部生态发展区 1,258.23 亿元，增长 5.7%。按用途分，商品住宅投资 10,852.77 亿元，比上年增长 11.2%；办公楼投资 1,314.96 亿元，增长 11.5%；商业营业用房投资 1,473.20 亿元，增长 4.0%。

土地市场方面，根据广东房协土地与产业研究中心披露的数据，2019 年广东省经营性建设用地成交面积 9768.65 万平方米，成交金额 5588.78 亿元，同比分别增长 24.0% 和 22.0%。其中，居住用地成交面积 3183 万平方米，占比为 32.6%，同比减少 2 个百分点；可建建筑面积 8769.16 万平方米，同比增长 14.7%；成交金额 4370 亿元，溢价率 14.4%；商服用地成交 294 宗，成交面积 842 公顷，占比 8.6%，同比增加 2.5 个百分点；成交金额 711 亿元，溢价率 4.6%。从各类用地平均成交金额溢价率走势看，第二季度溢价率环比明显提高，第三季度则明显回落，第四季度总体延续回落态势，下半年土地市场明显降温。

广东省是近年人口净流入排名靠前的省份。随着《粤港澳大湾区发展规划纲要》的推进，未来粤港澳大湾区仍将产生大量的就业机会，人口聚集效应持续增强，新增人口住房需求会不断释放。同时，在住房消费升级、城市更新改造需求增加的影响下，商品房的刚性需求和改善性需求仍有较大的发展空间。总体看，广东省房地产市场的发展空间仍较大。

2. 业务运营

该公司以物业开发与销售为主业，在粤港澳大湾区具有较高的市场地位和知名度。公司通过多渠道扩展项目来源，目前可售项目货源充足，能够为未来业务发展提供保障。近年公司营业收入稳步增长，主业盈利能力较强。但是公司后续在建项目数量较多，资金投入的需求量大，对运营管理能力要求较高。

该公司自 2001 年进入中国房地产行业，以住宅开发为主业，具有房地产开发壹级资质，拥有较为丰富的房地产开发经验。公司的业务范围主要分布在广东省内的经济发达城市，是区域内较为领先的房地产开发企业之一。

该公司核心驱动因素为规模、资本及区域市场地位。通过有特色的品牌定位，并持续实施聚焦区域、聚焦住宅产品和聚焦刚需以及改善型需求的策略，公司实现了稳步发展。2020 年，公司在国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院公共组成的“中国房地产 TOP10 研究组”发布的“2020 中国房地产百强企业研究成果”中位列“2020 中国房地产百强企业”第 32 名；在中国房地产业协会、中国房地产测评中心联合主持的“2020 中国房地产开发企业 500 强测评成果”中位列“2020 中国房地产开发企业 50 强”第 35 位、“2020 中国房地产开发企业综合发展 10 强”、“2020 年

中国房地产开发企业城市更新 10 强”。

图表 6. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
房地产开发与销售	粤港澳大湾区、湖南长沙、四川成都、浙江杭州、湖北武汉	横向规模化	规模、资本、区域市场地位

资料来源：时代控股

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计	234.64	345.60	425.51
其中：核心业务营业收入（亿元）	234.64	345.42	421.01
在营业收入中所占比重（%）	100	99.95	98.94
其中：（1）物业开发（亿元）	228.19	309.37	390.50
在核心业务收入中所占比重（%）	97.25	89.56	92.75
（2）城市更新（亿元）	-	27.76	21.70
在核心业务收入中所占比重（%）	-	8.04	5.15
（2）物业租赁（亿元）	2.93	3.32	4.66
在核心业务收入中所占比重（%）	1.25	0.96	1.11
（3）物业管理（亿元）	3.52	4.97	4.16
在核心业务收入中所占比重（%）	1.50	1.44	0.99
综合毛利率（%）	32.01	33.21	31.03
其中：物业开发（%）	32.07	30.56	30.04
城市更新（%）	-	64.61	50.13
物业租赁（%）	44.41	42.21	54.39
物业管理（%）	17.62	17.75	30.11

资料来源：时代控股

注：物业管理板块由原子公司广州市时代邻里企业管理有限公司（“广州邻里”）及其子公司运营。公司与关联方 Peace Power Limited 于 2019 年 7 月签订股权转让协议，转让公司持有的广州邻里的全部股权（即 40% 股权）。故自 2019 年 7 月 31 日起，公司不再将广州邻里及其子公司纳入合并范围。

2017-2019 年该公司营业收入分别为 234.64 亿元、345.60 亿元和 425.51 亿元，近年呈快速增长趋势。公司收入以物业开发与销售为主业，同期物业开发与销售收入分别为 228.19 亿元、309.37 亿元和 390.50 亿元。2018 年起公司将城市更新业务收入单独列示，2018-2019 年城市更新业务收入分别为 27.76 亿元和 21.70 亿元。此外，公司还从事物业租赁与物业管理业务，但收入和利润贡献均较小。公司主业盈利能力较强且稳定，综合毛利率水平较高。

A. 物业开发

近年来，该公司保持了较快的开发节奏，2017-2019 年新开工面积分别为 443.00 万平方米、517.00 万平方米和 717.32 万平方米。随着公司规模的扩张

和运营项目的增多，竣工面积随之增加，2019 年公司房地产项目竣工面积达 517.62 万平方米，比 2018 年增长 59.76%。公司 2019 年合同销售面积同比增长 43.24%至 534.70 万平方米，合同销售收入同比增长 29.32%至 783.60 亿元。总体而言，跟踪期内公司经营态势稳定，销售规模及金额快速提升，后续业绩较有保障。

图表 8. 公司物业开发板块运营情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积（万平方米）	443.00	517.00	717.32
竣工面积（万平方米）	248.00	324.00	517.62
期末在建面积（万平方米）	901.47	1,347.04	1,675.87
合同销售面积（万平方米）	282.20	373.30	534.70
合同销售收入（亿元）	416.29	605.95	783.60
结转销售面积（万平方米）	198.87	228.40	293.90
结转销售收入（亿元）	228.19	309.37	390.50

资料来源：时代控股

目前，该公司项目分布在广东省的广州、佛山、珠海、清远、中山、江门、惠州、东莞、肇庆等及广东省外的长沙、成都、杭州和武汉，以粤港澳大湾区的广州、佛山和珠海为主。2019 年在佛山、广州及珠海的销售金额分别为 227.60 亿元、216.41 亿元及 78.78 亿元，合计占公司销售总额的 66.72%，但相比于 2018 年的 77.46%，占比下降。截至 2019 年末，公司已完工未清盘项目共 32 个，去化率基本达到 85%以上，总体看，公司开发项目销售去化情况良好。公司实施区域深耕战略，在区域内具有较好的品牌形象和销售业绩。未来，公司仍继续深耕粤港澳大湾区，大力提升所在区域市场份额；同时逐步布局广东省其他经济发达城市，以及中国其他高增长潜力的区域。

图表 9. 2019 年公司分区域商品房销售情况

指标	合同销售面积（万平方米）	合同销售面积占比（%）	合同销售金额（亿元）	合同销售金额占比（%）
广州	110.50	20.67	216.41	27.62
佛山	145.70	27.25	227.60	29.05
江门	24.80	4.64	19.93	2.54
珠海	37.70	7.05	78.78	10.05
中山	36.60	6.84	42.68	5.45
清远	50.20	9.39	47.16	6.02
长沙	57.30	10.72	50.49	6.44
惠州	26.50	4.96	26.63	3.40
东莞	28.10	5.26	55.53	7.09
肇庆	5.50	1.03	5.01	0.64
成都	2.80	0.52	3.44	0.44
汕头	9.00	1.68	9.94	1.27
合计	534.70	100.00	783.60	100.00

资料来源：时代控股

截至 2019 年末，该公司在建项目 73 个，规划总建筑面积 1675.87 万平方米，预计总投资约 1427.42 亿元，已完成投资额 694.36 亿元，已销售面积为 406.24 万平方米（部分合作项目的相关数据由合作方负责统计，未包含在内）。从在建项目的区域分布来看，清远、佛山、广州、长沙和江门的规划建筑面积占在建项目总规划建筑面积的比例分别为 22.20%、12.32%、10.34%、10.30% 和 12.55%，其他地方的项目占比相对较小。

图表 10. 截至 2019 年末公司在建项目情况（单位：个、万平方米、亿元）

地区	项目个数	总建筑面积	权益建筑面积	投资总额	累计投资额	已销售面积
广州	10	173.30	115.39	248.99	173.01	40.21
佛山	8	206.54	161.27	240.45	171.20	94.35
珠海	6	69.87	33.18	106.53	17.33	1.11
东莞	5	82.76	31.24	99.27	19.23	12.08
惠州	3	123.89	76.11	77.21	11.20	9.46
江门	8	210.28	145.58	116.60	30.17	25.32
清远	11	372.06	343.28	194.67	112.19	92.04
汕头	1	18.70	18.70	16.29	7.30	8.10
肇庆	2	45.95	23.20	34.56	13.78	5.22
中山	7	125.67	81.07	77.53	33.77	33.23
长沙	7	172.69	144.93	128.66	65.92	82.46
成都	2	27.99	22.23	41.48	20.84	2.65
河源	1	20.91	12.54	15.07	6.20	0.00
汕尾	1	15.99	15.99	12.65	1.44	0.00
杭州	1	9.26	7.41	17.46	10.79	0.00
合计	73	1,675.87	1,232.13	1,427.42	694.36	406.24

资料来源：时代控股

该公司通过多种渠道获取土地储备，包括参与城市更新改造、合作开发、股权收购以及公开市场招拍挂。2017-2019 年，公司新增土地储备规划建筑面积分别为 498.53 万平方米、319.75 万平方米和 491.96 万平方米³。2019 年新增 28 个项目，土地投资权益金额为 233.97 亿元，新增土地楼面均价 4755.99 元/平方米。截至 2019 年末，公司土地储备总建筑面积达 688.71 万平方米，主要分布在广州、清远、佛山和江门等城市。公司在清远的土地储备面积较大，清远房产市场状况对公司后续经营影响较大。公司土地储备较为充足，可满足未来 3-4 年的开发需要。

图表 11. 2019 年末公司土地储备情况（单位：个、万平方米）

项目所在地	项目数量	占地面积	规划总建筑面积
广州	10	60.27	232.42
清远	3	92.85	205.85
佛山	3	23.10	96.44
江门	2	21.00	68.22

³ 2019 年新增土地储备规划建筑面积为权益建筑面积。

项目所在地	项目数量	占地面积	规划总建筑面积
惠州	1	6.20	19.85
长沙	1	6.40	14.99
肇庆	1	5.94	22.27
武汉	1	7.80	28.67
合计	22	223.57	688.71

资料来源：时代控股

总体来看，经过多年的累积，该公司在粤港澳大湾区已经形成了一定的房地产开发规模，并在区域内拥有较高的知名度。公司通过多渠道获取项目资源，目前在建和拟建项目资源充足，未来房地产开发业务具有较好的资源保障。但为维持较大的开发规模，公司后续土地储备及项目建设计划支出大，面临较大资金支出压力。

B. 城市更新

多年前，该公司在政府“三旧改造”政策指导下积极参与城市更新，采取合作或收购的方式在土地整理期间提前进入项目，完成土地转性后挂牌或协议出让，赚取土地一级开发收益或以低价取得项目土地。公司参与的项目主要涉及广州、佛山等核心城区的更新项目。经过 10 多年的持续深耕，公司先后完成了时代花生 II、时代水岸、国际单位文化创意园、广州丰鼎项目、佛山太平项目、中山神湾镇宥南村项目、广州萝岗红卫村项目、广州天河金融城旧厂项目、佛山里水洲村、江门建豪项目以及佛山市禅城区水泵厂项目等城市更新项目，在当地城市更新市场积累了较丰富的城市更新项目运作经验，形成了突出的竞争优势。

2018 年起该公司将城市更新业务单独列示。2018 年广州丰鼎项目、佛山太平项目和佛山塘虹项目完成整理后挂牌或协议出让，实现收入 27.76 亿元，毛利率为 64.61%。2019 年广州天河区金融城项目、佛山里水洲村项目和佛山市禅城区水泵厂项目等 10 个项目完成整理后挂牌或协议出让，8 个项目公司继续做二级开发，2 个项目被其他开发商摘牌，当年实现收入 21.70 亿元，毛利率为 50.13%。总体看，公司城市更新业务利润空间较大。

截至 2019 年末，该公司储备有约 50 个城市更新项目进展较快，主要分布在广州、佛山、珠海和东莞等地。虽然城市更新项目收益较好，但项目周期较长且前期投入较大，项目开发进度存在更多不确定性。

C. 物业租赁

该公司物业租赁业务主要包括自持物业的对外出租以及转租独立第三方拥有的商业物业。2017-2019 年公司分别实现物业租赁收入 2.93 亿元、3.32 亿元和 4.66 亿元，呈逐年增长趋势，主要系租赁面积增加所致。

自持物业方面，该公司自持物业主要系时代地产中心和时代倾城（中山）第 26 栋购物中心。时代地产中心位于广东省广州市越秀区东风中路，大厦共 38 层，其中 1-5 层为商业用房，6-38 层为办公用房。截至 2019 年底，时代地

产中心可租（用）面积 4.61 万平方米，其中 3.15 万平方米自用，1.46 万平方米可租赁给独立第三方，出租率 89.23%。时代倾城（中山）第 26 栋购物中心可租面积 3.64 万平方米，因购物中心部分改造升级，2019 年末出租率仅为 56.00%。

转租方面，该公司通过子公司广州市时代商业管理有限公司（简称“广州时代商业”）进行转租业务，即通过广州时代商业从独立第三方租入楼宇，翻新后转租。为保证长期运营，广州时代商业通常与出租人签订 6 个月至 20 年不等的租赁协议。同时，公司与租户订立为期一至三年的短期租约，可在租约到期后能够根据现行市场情况灵活调整租金。截至 2019 年末，广州时代商业可以用作转租的建筑面积约为 47.30 万平方米。

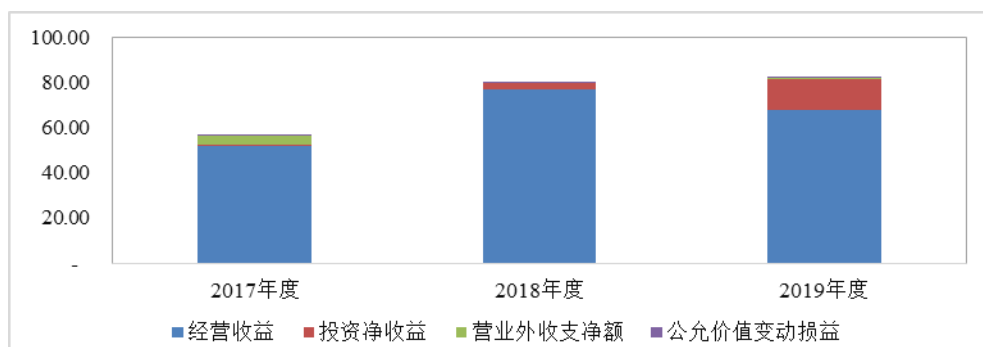
D. 物业管理

该公司将物业管理服务作为向客户提供高品质体验的重要组成部分，主要通过广州市邻里企业管理有限公司（简称“广州邻里”）及其子公司广州市时代物业管理有限公司（简称“时代物业”）管理公司开发的物业。时代物业是国家物业管理一级资质专业公司、广东省物业管理协会副会长单位和中国物业管理协会理事单位，管理的物业项目多次获得政府和行业的表彰。于 2019 年，时代物业获评“2019 中国物业服务百强企业”第 13 名。

时代物业针对于“成长型”和“成熟型”物业推出不同种类的物业管理服务，为住户的日常需求提供全方位服务，服务项目覆盖住宅小区、商业物业、停车场等多种物业类型。2019 年 7 月，公司将持有的广州邻里的全部股权（即 40% 股权）转让予关联方 Peace Power Limited，自 2019 年 7 月 31 日起，公司不再将广州邻里及其子公司时代物业纳入合并范围。2017-2019 年，公司物业管理收入分别为 3.52 亿元、4.97 亿元和 4.16 亿元，2019 年收入减少主要系仅包含时代邻里 7 个月的收入。

(2) 盈利能力

图表 12. 公司盈利来源结构



资料来源：根据时代控股所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司主业突出，利润主要来自营业毛利，公允价值变动净收益和营业外

收入相对较小。近年来，受益于收入结转增加，公司营业毛利持续增长，2017-2019 年分别为 75.11 亿元、114.77 亿元和 132.05 亿元。受销售策略和结转项目结构变化的影响，公司综合毛利率总体维持在较好水平，近三年分别为 32.01%、33.21% 和 31.03%。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计（亿元）	234.64	345.60	425.51
毛利（亿元）	75.11	114.77	132.05
期间费用率（%）	5.90	6.52	7.44
其中：财务费用率（%）	0.75	1.41	1.48
全年利息支出总额（亿元）	14.73	23.48	31.16
其中：资本化利息数额（亿元）	11.42	17.16	21.26

资料来源：根据时代控股所提供数据整理。

该公司期间费用主要为销售费用和管理费用，由于业务拓展较快，公司销售费用和管理费用呈上升趋势；受债务规模和融资成本变动影响，公司财务费用亦持续增长。2017-2019 年公司期间费用分别为 13.84 亿元、22.54 亿元和 31.68 亿元，期间费用率分别为 5.90%、6.52% 和 7.44%。2019 年，主要系销售费用和管理费用增长幅度较大，公司期间费用率同比上升 0.92 个百分点。此外，随着结转项目的增多，每年营业税金及附加亦逐年快速增加，2017-2019 年分别为 9.65 亿元、14.94 亿元和 28.86 亿元。同期，公司经营收益分别为 51.61 亿元、76.78 亿元和 67.86 亿元。

图表 14. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年
投资净收益	0.88	3.04	13.32
其中：理财产品	0.12	0.06	0.01
权益法核算的长期股权投资收益	2.24	-2.68	12.10
重新计算原合营公司的既有权益的收益	-	3.31	0.16
处置合营/联营公司产生的投资收益	-	2.35	
购买合营公司股权形成企业合并产生的投资收益	-0.59	-	-
统借统还利息收入	-	-	0.81
处置子公司产生的投资收益	-0.89	-	0.48
以摊余成本计量的金融资产终止确认损失	-	-	-0.24
营业外净收入	3.99	-0.07	0.53
公允价值变动损益	0.46	0.26	0.18
其中：投资性房地产	0.46	0.26	0.18

资料来源：根据时代控股所提供数据整理。

该公司非经常性损益相对较小，对利润影响有限。2017-2019 年公司投资净收益分别为 0.88 亿元、3.04 亿元和 13.32 亿元，2018 年重新计算原合营企业的既有权益并确认收益 3.31 亿元，带动当年度投资收益大幅增长；2019 年

投资收益主要来源于权益法核算的长期股权投资收益。公司其他收益规模很小，同期营业外净收入分别为 3.99 亿元、-0.07 亿元和 0.53 亿元。2017 年，公司取得合营企业江门银雁房地产开发有限公司的投资成本小于取得投资时应享有被投资单位可辨认净资产公允价值，从而产生营业外收入 3.53 亿元。

该公司净利润增长较快，2017-2019 年分别为 43.31 亿元、57.54 亿元和 62.28 亿元，净资产收益率分别 15.42%、15.46% 和 14.76%，资产盈利能力尚可。

(3) 运营规划/经营战略

未来，该公司将继续坚持聚焦区域、聚焦住宅开发、聚焦刚需及改善型客户的策略，通过高周转及高去化的方式，实现稳定健康的规模化增长。土地储备方面，未来公司将采用收购和城市更新改造为主，招拍挂为辅的拿地策略，以期获得位置优、低成本土地。业务发展方面，公司将凭借以往的经验、对当地的了解以及优良的市场声誉，计划通过继续在现有及未来住宅项目开发中运用标准化运营程序，增强在广东省多个城市的领先地位。公司在西南都市圈核心城市成都、华东都市圈杭州获取了新项目，业务布局取得新突破。未来公司计划继续深耕粤港澳大湾区，同时逐步布局广东省其他经济发达城市，以及中国其他高增长潜力的区域。同时，公司将继续增强“时代中国”品牌，提升优质开发项目价值，以具竞争力的成本增加在具有高增长潜力地区的土地储备，以标准化的运作程序实现健康增长及运营扩张，积极探索并推动地产延伸业务的快速发展，培育未来新的增长点。

管理

该公司股权结构较为稳定，法人治理结构相对完善，运营管理及财务具有较强的独立性。公司关联往来金额较大，存在一定的关联账款回收风险。

跟踪期内，该公司在产权结构、法人治理结构及内部规章制度等管理体系方面没有重大变动。香港时代投资有限公司仍为公司唯一股东，时代中国控股有限公司（简称“时代中国”）仍为公司最终控股股东，岑钊雄和李一萍夫妇为公司实际控制人。公司产权状况详见附录一。

该公司是时代中国境内业务的主要运营主体。时代中国作为投资控股公司，主要通过附属公司在我国境内从事物业开发、物业租赁及物业管理等业务。截至 2019 年末，时代中国经审计的合并口径资产总额为 1,610.98 亿元，所有者权益为 357.04 亿元（其中归属于母公司所有者权益 190.87 亿元）；2019 年度，时代中国实现营业收入 424.33 亿元，净利润 55.60 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 52.13 亿元）。

该公司对下属项目公司采用资金池管理模式，即通过统筹调拨的方式调节各项目公司之间的资金余缺，部分项目公司系合营或联营企业，由此产生与部分关联方之间的往来款项。截至 2019 年末，公司应收关联方往来款余额为 97.87

亿元，应付关联方往来款余额为 100.29 亿元（如图表 15 所示）。公司应收联营企业广州市时代红卫投资发展有限公司（简称“时代红卫”）的资金余额为 10.28 亿元（上年末 6.63 亿元），时代红卫是红卫村城市更新项目的项目公司，该部分资金主要用于拆迁、规划报建等前期支出。应收合营企业款项中，公司应收广州市浩玮房地产投资有限公司（简称“广州浩玮”）、中山市金沙实业股份有限公司（简称“中山金沙”）和深圳市一号仓科创技术有限公司款项规模较大，年末余额分别为 14.19 亿元（上年末 9.24 亿元）、8.21 亿元（上年末为 0）、6.45 亿元（上年末 4.64 亿元），主要系项目诚意金、项目建设投入等经营性往来款。此外，因合作项目增加公司对关联方提供担保规模大幅上升，2019 年末关联担保余额合计 75.04 亿元（上年末 56.38 亿元），涉及 25 家企业，其中担保余额前三大企业为广州浩玮 11.57 亿元、中山金沙 7.20 亿元和佛山市百盈达房地产开发有限公司 6.00 亿元。总体而言，跟踪期内，公司关联往来频繁，账款回收具有一定不确定性。

图表 15. 公司与关联方主要关联往来款余额（单位：亿元）

项目名称	对象	2017 年末	2018 年末	2019 年末
应收账款	联营企业	-	-	0.24
应收账款	合营企业	-	-	13.63
合计	-	-	-	13.87
其他应收款	母公司香港时代	1.00	1.00	1.00
其他应收款	联营企业	4.66	10.95	18.51
其他应收款	合营企业	47.63	47.10	59.41
其他应收款	其他关联企业	0.99	5.34	5.09
合计	--	54.27	64.39	84.00
应付账款	其他关联企业	-	-	0.82
合计	-	-	-	0.82
其他应付款	母公司香港时代	5.88	25.61	23.61
其他应付款	合营企业	41.51	34.03	49.40
其他应付款	其他关联企业	1.25	13.72	26.46
合计	--	48.65	73.36	99.47

注：根据时代控股 2017-2019 年度审计报告整理

根据该公司提供的 2020 年 3 月 25 日《企业信用报告》所载，公司无违约情况发生。

财务

近年来，该公司业务快速发展，由于公司加大土地储备和项目开发，经营性现金流存在波动，债务规模逐年上升。但得益于股东增资、不丧失控制权下处置子公司部分股权以及盈余积累，公司资本实力逐年增强，权益资本对刚性债务的覆盖程度高，资本结构较稳定。

1. 数据与调整

安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年至 2019 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定。

跟踪期内，针对财政部于 2018 年颁布的《企业会计准则第 21 号——租赁》要求，该公司自 2019 年 1 月 1 日开始按照新的租赁准则进行会计处理，并对新旧准则的差异追溯调整 2019 年年初留存收益。另外，公司根据《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号）和《关于修订印发合并财务报表格式（2019 版）的通知》（财会[2019]16 号）要求调整了资产负债表和利润表中的相关科目，相应追溯调整了比较数据。上述会计政策变更使财务报表的相关科目有微小变动，但对合并及公司净利润和所有者权益无影响。

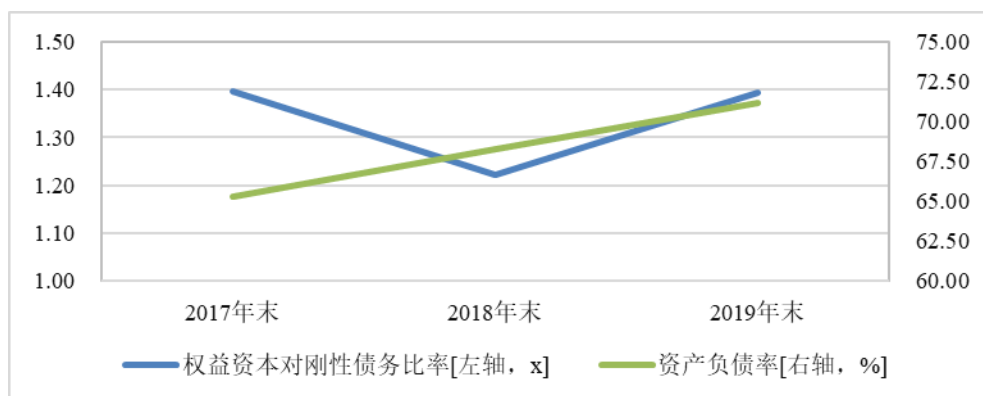
为保持数据可比性，本评级报告中其他应收款不包含应收股利和应收利息，其他应付款不包含应付利息和应付股利，公司没有研发费用支出。

2019 年该公司合并范围发生变动较大，主要为新增非同一控制下企业合并 11 家，新增同一控制下企业合并 1 家，新设子公司 68 家，处置子公司 14 家，注销子公司 2 家。上述变动对当期财务数据影响较小。截至 2019 年末公司合并子公司共 403 家，其中一级子公司 15 家。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 16. 公司财务杠杆水平变动趋势（单位：亿元）



资料来源：根据时代控股所提供数据绘制。

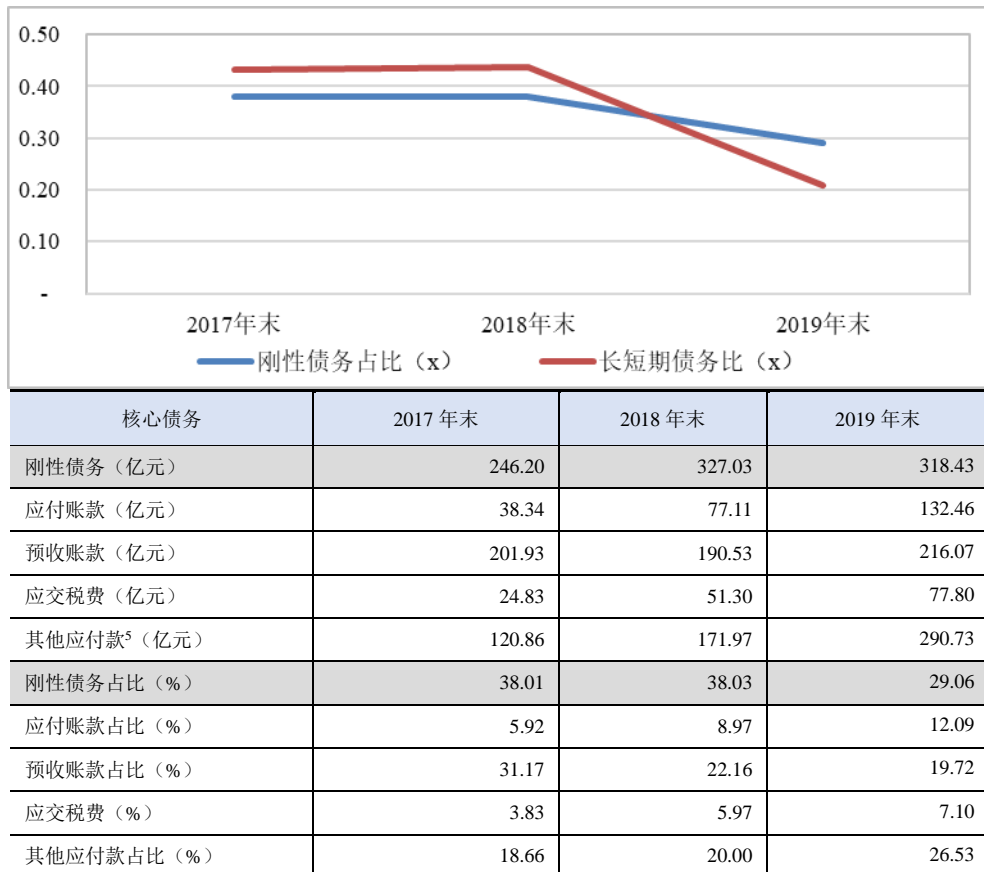
近年来，该公司加快项目拓展和土地储备步伐，由于内部积累较难满足资金需求，公司外部融资需求不断增加，负债规模持续增长，2017-2019 年末公司债务总额分别为 647.80 亿元、859.90 亿元和 1095.66 亿元。虽然所有者权益亦持续增长，但增长幅度小于负债的增长幅度，公司财务杠杆持续提升，同期

末资产负债率分别为 65.31%、68.25% 和 71.16%，剔除预收账款后的资产负债率⁴分别为 56.44%、62.59% 和 66.45%。

近年来，该公司保持了良好的盈利，同时股东持续增资，带动所有者权益逐年增长。2017-2019 年末，公司所有者权益分别为 344.13 亿元、400.05 亿元和 444.04 亿元。2019 年，公司获得股东注资 22.44 亿元，年末实收资本比上年末增长 95.08% 至 46.04 亿元；同时公司在不丧失控制权下处置子公司部分股权并获得非控股股东注资，非控股股东权益增长 7.80% 至 166.18 亿元；但资本公积因购买少数股东权益及同一控制下企业合并而较上年末减少 22.39% 至 72.54 亿元。公司 2017-2019 年末权益资本对刚性债务的比率分别为 1.40、1.22 和 1.39。整体来看，公司资本实力逐年增强，权益资本对刚性债务的覆盖程度高，资本结构较稳定。

(2) 债务结构

图表 17. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据时代控股所提供数据绘制。

该公司负债主要由刚性债务、预收账款、应付账款、应交税费和其他应付

⁴ 剔除预收账款后的资产负债率= (负债总额-预收账款)/(资产总额-预收账款)*100。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)要求,2018 年度和 2019 年度公司资产负债表新增“合同负债”科目,为具可比性,本报告仍将合同负债包含在预收账款中。

⁵ 其他应付款不含应付股利。

款构成。2019 年末，公司预收账款 216.07 亿元，其中合同负债（预售房款）215.71 亿元；应付账款 132.46 亿元，主要为应付工程款，同比增长 71.80%，随开发项目增多而增长；应付税费主要系应交的企业所得税和土地增值税，同比增长 51.65% 至 77.80 亿元；其他应付款 290.73 亿元，包括应付关联企业往来款以及应付非控股股东款项等，同比增长 69.06%，主要系应付少数股东款项、应付合营企业款项、非控股股东投资款、应付其他关联方款项等大幅增加所致。此外，2019 年公司对股东的利润分配合计 22.50 亿元，加上 2019 年初未支付的股利 20.00 亿，年末应付股利余额为 42.50 亿元。

从债务期限结构来看，2017-2019 年末，该公司长短期债务比分别为 43.17%、43.59% 和 20.79%，债务期限结构偏短期。但由于流动负债中主要为经营性负债，即期债务偿付压力相对较小。

(3) 刚性债务

图表 18. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末
短期刚性债务合计	64.37	82.94	142.44
其中：短期借款	1.20	16.75	13.23
一年内到期的非流动负债	59.10	53.17	116.97
应付票据	0.03	8.10	12.23
其他短期刚性债务	4.04	4.92	-
中长期刚性债务合计	181.83	244.09	175.98
其中：长期借款	136.40	148.29	130.36
应付债券	45.43	95.80	34.28
租赁负债	-	-	11.34
刚性债务合计	246.20	327.03	318.42

资料来源：根据时代控股所提供数据整理。

2017-2019 年末，该公司刚性债务分别为 246.20 亿元、327.03 亿元和 318.43 亿元，占负债总额比例分别为 38.01%、38.03% 和 29.06%。2019 年末，公司短期刚性债务为 142.44 亿元，包括短期借款、一年内到期的非流动负债、应付票据，比上年末增加 59.50 亿元，主要是一年内到期的非流动负债增加，当期末一年内到期的非流动负债包括一年内到期或行权的应付债券 86.01 亿元、一年内到期的长期借款 30.59 亿元；中长期刚性债务为 175.98 亿元，其中应付债券因多只债券即将到期或行权重分类至一年内到期的非流动负债科目。

该公司拥有较为畅通的间接融资渠道，2019 年末公司全部金融机构借款余额合计为 174.19 亿元，以长期借款为主。金融机构借款包括信用借款 3.91 亿元；抵押借款 43.37 亿元，主要是以土地及在建项目抵押取得的借款；质押借款 91.38 亿元，主要是子公司股权质押取得的借款；担保借款 35.54 亿元，主要系公司下属子公司在集团本部担保额度内获得的借款。

债务期限方面，2020 年是该公司的偿债高峰期，将有 129.83 亿元的有息债务到期，主要系部分应付债券于 2020 年到期或行权，对于到期或行权的债券，公司已取得相应额度的公司债券批文，将择机置换。2021 年公司将到期的长期借款有 72.79 亿元。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 19. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
营业周期（天）	962.13	814.84	728.17
营业收入现金率（%）	108.86	89.24	94.85
业务现金收支净额（亿元）	-18.47	126.59	69.48
其他因素现金收支净额（亿元）	-6.17	-65.11	24.88
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-24.64	61.48	94.36
EBITDA（亿元）	61.52	87.77	95.39
EBITDA/刚性债务（倍）	0.31	0.31	0.30
EBITDA/全部利息支出（倍）	4.20	3.74	3.06

资料来源：根据时代控股所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

近年来，该公司业务快速扩张，存货规模持续增长，同时每年结转的销售收入及成本亦大幅增长，营业周期持续缩短。2019 年随着营业收入的大幅增长，营业周期比 2018 年减少 86.67 天。2017-2019 年，公司实现预售的楼盘增长较快，销售商品、提供劳务收到的现金分别为 255.42 亿元、308.42 亿元和 403.59 亿元。公司根据业务发展和外部环境变化调整房地产开发和拿地节奏，近三年购买商品、接受劳务支付的现金分别为 235.96 亿元、119.95 亿元和 264.10 亿元，2018 年支出减少的原因为拿地支出减少，2019 年公司拿地支出增加。公司收到/支付其他与经营活动有关的现金主要体现合作项目的资金往来和与关联方的资金往来，近年随着合作项目增多，资金进出规模较大。2019 年公司销售规模增加，回款随之增加，带动经营性现金流净额大幅增加。近三年公司经营现金流量净额分别为-24.64 亿元、61.48 亿元和 94.36 亿元。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和列入财务费用的利息支出组成。受益于较快的盈利增长，近三年 EBITDA 分别为 61.52 亿元、87.77 亿元和 95.39 亿元，呈逐年增加趋势。同期，EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖能力因债务规模增加而下滑，2019 年覆盖倍数分别为 0.30 倍及 3.06 倍，但目前仍处在较高水平。

(2) 投资环节

图表 20. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
回收投资与投资支付净流入额	-46.40	-20.99	-18.67
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-2.17	-1.47	-3.27
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-30.86	-46.52	-138.45
投资环节产生的现金流量净额	-79.43	-68.99	-160.40

资料来源：根据时代控股所提供数据整理。

2017-2019 年，该公司投资活动现金流量净额分别为-79.43 亿元、-68.99 亿元和-160.40 亿元。2018 年，公司投资支出主要为购买非控股股东权益支付的现金（35.90 亿元），与上年相比，取得子公司支付的现金明显减少（21.87 亿元），投资流出基本和上年相当，但由于当年收到其他与投资活动有关的现金 16.29 亿元，使投资环节现金净流出额有所缩减。2019 年公司向联营企业注资支付的现金、购买少数股东权益支付的现金、支付其他与投资活动有关的现金比上年大幅增加，导致当年投资活动现金流大额净流出。

(3) 筹资环节

图表 21. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
权益类净融资额	63.71	55.02	78.38
债务类净融资额	104.09	44.50	-33.95
其中：现金利息支出	10.79	20.60	32.03
其他类净融资额	-14.39	-1.42	12.35
筹资环节产生的现金流量净额	153.41	98.10	56.77

资料来源：根据时代控股所提供数据整理。

该公司日常经营及投资所产生的资金缺口主要通过金融机构借款来解决。2017-2019 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 153.41 亿元、98.10 亿元和 56.77 亿元。2018 年，公司收到的非控股股东注资数额比上年减少约 14%，偿还借款规模明显大于上年，当年筹资活动现金净额比上年减少。2019 年，偿还债务支付的现金略大于借款和发行债券收到的现金，但吸收投资收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金大幅增加，当年筹资性现金流净额仍呈大额净流入状态。

4. 资产质量

图表 22. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标		2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动资产	金额（亿元）	885.11	1133.11	1347.47
	在总资产中占比（%）	89.23	89.93	87.52

主要数据及指标		2017 年末	2018 年末	2019 年末
其中：货币资金（亿元）		163.88	265.55	249.82
应收款项（亿元）		32.53	48.89	74.88
预付款项（亿元）		35.38	39.10	73.38
其他应收款（亿元）		157.15	238.82	287.17
存货（亿元）		442.28	493.98	591.58
其他流动资产（亿元）		13.90	44.57	68.55
非流动资产	金额（亿元）	106.82	126.84	192.22
	在总资产中占比（%）	10.77	10.07	12.48
其中：长期股权投资（亿元）		46.08	50.88	100.71
投资性房地产（亿元）		14.98	13.36	13.26
递延所得税资产（亿元）		7.89	10.92	16.69
其他非流动资产（亿元）		8.37	13.95	14.36
期末全部受限资产账面价值（亿元）		93.25	107.46	169.07
期末抵质押融资余额（亿元）		42.51	87.82	134.75
受限资产账面价值/总资产（%）		13.57	10.83	10.98

资料来源：根据时代控股所提供数据整理。

随着项目储备增加和项目开发进度的推进，该公司流动资产规模不断增加，并带动资产规模相应增加。2017-2019 年末，公司资产总额分别为 991.93 亿元、1,133.11 亿元和 1,539.69 亿元，同期末流动资产占比分别为 89.23%、89.93%和 87.52%，以流动资产为主的资产结构与公司业务性质相符。

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、存货和其他应收款构成。2019 年末，货币资金较上年末减少 5.92%至 249.82 亿元，扣除使用权受到限制的部分（主要为房地产预售款受限资金、质押的银行存单等）后的余额为 215.77 亿元；应收账款为 74.88 亿元，较上年末增长 53.15%，主要是应收房产销售款，随销售规模的扩大逐年增长；预付款项较上年末增长 87.68%至 73.38 亿元，主要为预付土地出让金、预付股权收购款、预付租金、预付工程款等；存货较上年末增长 19.76%至 591.58 亿元，占流动资产的比例为 43.90%，近三年公司无计提、转回及转销存货跌价准备；其他应收款为 287.17 亿元，较上年末增长 20.24%，主要包括应收土地竞买保证金/项目定金 89.79 亿元、应收合营及联营企业款项 77.91 亿元、应收少数股东款项 74.71 亿元、应收合作方往来款 35.22 亿元、应收其他关联方款项 5.09 亿元、应收母公司往来款 1.00 亿元。此外，其他流动资产余额较上年末增长 53.82%至 68.55 亿元，其中预交税费 27.96 亿元、待抵扣税款 27.09 亿元、债权投资 7.31 亿元。

该公司非流动资产主要是投资性房地产、长期股权投资及其他非流动资产。2019 年末，非流动资产总额为 192.22 亿元，其中长期股权投资较上年末增长 97.95%至 100.71 亿元，主要系对合营/联营公司的投资有所增加，以及公司按股权比例确认投资收益从而增加长期股权投资的账面价值所致；投资性房地产 13.26 亿元，主要是公司持有的时代地产中心及时代倾城(中山)第 26 栋购

物中心，均采用公允价值模式计量，比年初减少是因为部分物业转为自用重分类至固定资产；其他非流动资产较上年末增长 2.94%至 14.36 亿元，全部为预计在一个营业周期以后开发的土地。此外，公司递延所得税资产逐年增加，2019 年末为 16.69 亿元。

截至 2019 年末，该公司所有权或使用权受到限制的资产总额为 169.07 亿元，包括使用权受到限制的货币资金、应收账款、存货中部分开发成本、开发产品及拟开发土地、投资性房地产、长期股权投资及固定资产，合计占公司资产总额的 10.98%。此外，公司合并范围内的部分子公司股权已被用于借款质押，对应的借款余额在 2019 年末为 70.40 亿元，涉及的子公司资产总额合计为 487.58 亿元。总体来看，公司资产流动性较好。

图表 23. 公司受限资产情况（单位：亿元，%）

受限资产	2019 年末账面价值	占科目比例	受限原因
货币资金	34.05	13.63	房地产预售款受限、资金贷款监控户受限
应收账款	26.62	35.55	用于借款抵押
存货	79.78	13.49	用于借款抵押
长期股权投资	17.17	17.05	用于借款质押
投资性房地产	5.79	43.66	用于借款抵押
固定资产	4.96	56.62	用于借款抵押
其他非流动资产	0.70	4.88	用于借款抵押
合计	169.07	10.98	-

资料来源：时代控股

5. 流动性/短期因素

图表 24. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率（%）	195.62	189.21	148.55
现金比率（%）	36.22	44.71	27.54

资料来源：根据时代控股所提供数据整理。

虽然该公司负债集中于短期，但公司资产中流动资产占比大，资产流动性处于较好水平。2019 年末公司流动比率为 148.55%，较上年末下降 40.66 个百分点。同期末公司现金比率为 27.54%，因年末流动负债规模增加而比上年末下降 17.17 个百分点。但公司现金类资产储备相对充裕，对短期债务的覆盖比率较好。

6. 表外事项

截至 2019 年末，该公司为其房产项目购房人提供按揭贷款担保 240.26 亿元，这部分担保将随着购房者将房地产证书抵押与银行作为所获银行按揭贷款的担保时解除，偿付风险小。此外，截至 2019 年末，公司对关联方（合营公司）提供的担保金额合计为 75.04 亿元，存在一定代偿风险。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司集团本部主要行使管理职能，具体的业务由下属子公司负责运营。集团本部资产主要由其他应收款、货币资金及长期股权投资构成。2019 年末本部资产总额为 391.37 亿元，其中，其他应收款余额为 297.60 亿元，主要系应收子公司款项；货币资金余额为 16.37 亿元；长期股权投资为 75.80 亿元，主要系对下属子公司的投资。2019 年末，集团本部刚性债务合计 145.68 亿元，占合并口径比重为 45.75%。其中，公司债券融资主要由本部负责，期末应付债券及一年内到期的应付债券余额分别为 34.28 亿元和 86.01 亿元；另有 22.34 亿元的长期借款。2019 年，本部营业收入为 2.84 亿元，净利润 23.88 亿元。整体来看，公司集团具有管理职能，能进行较为有效的资金调配及周转，财务风险适中。

外部支持因素

截至 2019 年末，该公司获得总计 619.21 亿元的金融机构授信额度，已使用授信额度为 236.77 亿元，未使用授信额度为 382.43 亿元，可为公司正常运营提供一定保障。

此外，该公司最终控股股东时代中国在香港交易所上市，可通过在国际资本市场上发行股票或债券融资，融资渠道较通畅，可以为公司提供一定融资便利。

图表 25. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用规模	附加条件/增信措施
全部（亿元）	619.21	236.77	抵押、质押、担保
其中：国家政策性金融机构（亿元）	11.70	6.55	担保
大型金融机构（亿元）	442.10	151.93	抵押、质押、担保
其中：大型金融机构占比（%）	73.29	66.93	

资料来源：根据时代控股所提供数据整理（截至 2019 年末）。

跟踪评级结论

该公司以物业开发与销售为主业，在粤港澳大湾区具有较高的市场地位和知名度。公司法人治理结构相对完善，运营管理及财务具有较强的独立性。公司内控体系较为完善，经营管理较为规范，组织架构设置可以满足其现阶段经营管理的需要。公司部分开发项目采用合作开发模式，关联往来金额较大，存在一定的关联账款回收风险。

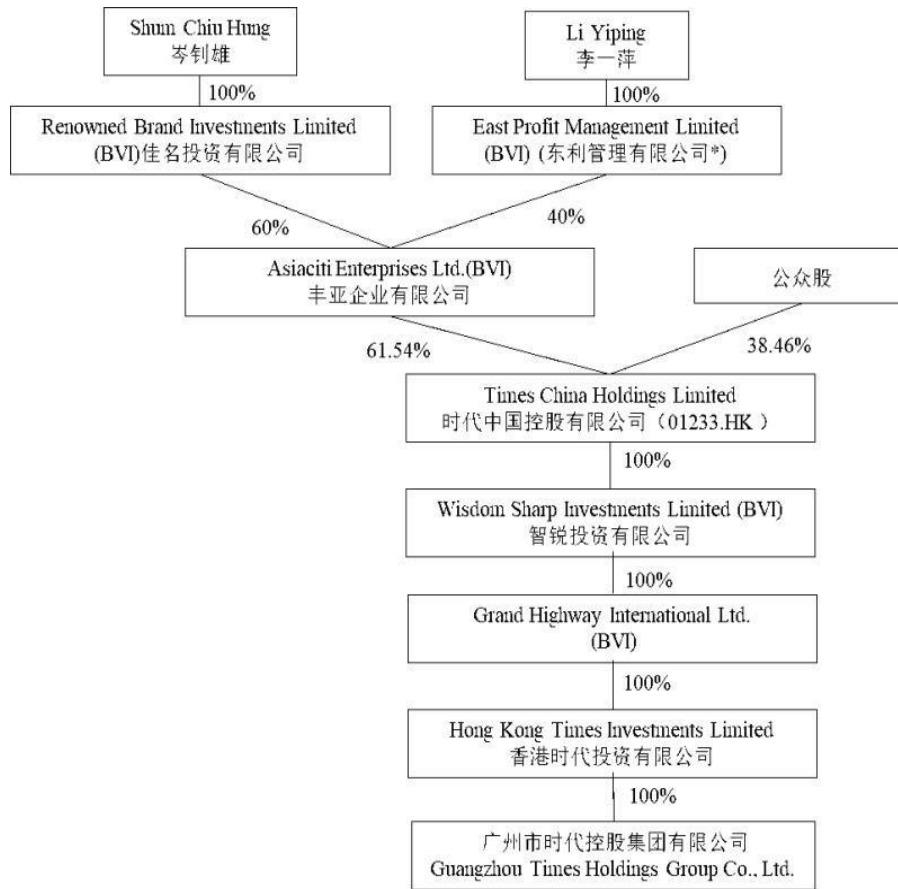
该公司通过多渠道扩展项目来源，目前可售项目货源充足，能够为未来业务发展提供保障。近年公司营业收入稳步增长，主业盈利能力较强。但是公司后续在建项目数量较多，资金投入的需求量大，对运营管理能力要求较高。

近年来，该公司业务快速发展，由于公司加大土地储备和项目开发，经营性现金流存在波动，负债规模逐年上升。但得益于股东增资、不丧失控制权下处置子公司部分股权以及盈余积累，公司资本实力逐年增强，权益资本对刚性债务的覆盖程度高，资本结构较稳定。

同时，本评级机构仍将持续关注：（1）房地产行业调控长效化，关注该公司房地产项目销售进度和资金回笼情况；（2）公司未来债务增长情况；（3）公司融资渠道通畅性；（4）公司省外市场扩张步伐。

附录一：

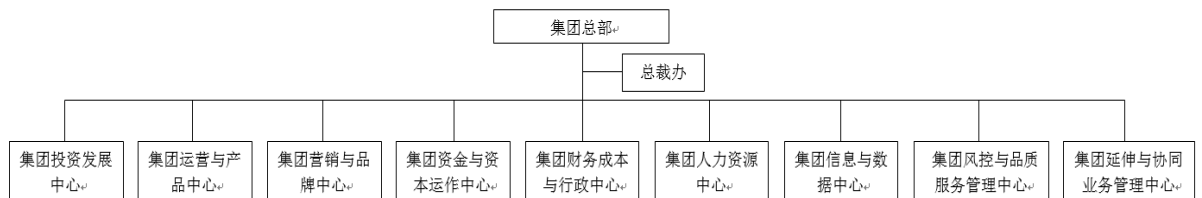
公司与实际控制人关系图



注：根据时代控股提供的资料绘制（截至 2019 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据时代控股提供的资料绘制（截至 2020 年 5 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2019年(末)主要财务数据 (亿元)				备注
					总负债 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	
时代中国控股有限公司	时代中国	集团最高层级法人实体	—		1253.94	357.04	424.33	55.60	
广州市时代控股集团有限公司	时代控股	本级	—	物业开发	337.93	53.44	2.84	23.88	母公司口径
佛山市时代盛景房地产开发有限公司	时代盛景	核心孙公司	100	物业开发	11.24	11.43	0.00	-0.14	
广州市丽佰嘉投资有限公司	广州丽佰嘉	核心孙公司	100	物业开发	6.09	11.12	1.36	-0.20	
清远市荣景投资有限公司	清远荣景	核心孙公司	100	物业开发	50.82	17.29	20.22	3.28	
佛山市时代富锦房地产开发有限公司	佛山富锦	核心孙公司	100	物业开发	15.34	11.72	1.68	0.27	
长沙玫瑰园房地产开发有限公司	长沙玫瑰园	核心孙公司	100	物业开发	73.63	15.25	39.67	9.43	

注：根据时代控股 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年
资产总额 [亿元]	991.93	1259.95	1539.69
货币资金 [亿元]	163.88	265.55	249.82
刚性债务[亿元]	246.20	327.03	318.43
所有者权益 [亿元]	344.13	400.05	444.04
营业收入[亿元]	234.64	345.60	425.51
净利润 [亿元]	43.31	57.54	62.28
EBITDA[亿元]	61.52	87.77	95.39
经营性现金净流入量[亿元]	-24.64	61.48	94.36
投资性现金净流入量[亿元]	-79.43	-68.99	-160.40
资产负债率[%]	65.31	68.25	71.16
权益资本与刚性债务比率[%]	139.77	122.33	139.45
流动比率[%]	195.62	189.21	148.55
现金比率[%]	36.22	44.71	27.54
利息保障倍数[倍]	4.09	3.68	2.95
担保比率[%]	66.92	45.04	54.11
营业周期[天]	962.13	814.84	728.17
毛利率[%]	32.01	33.21	31.03
营业利润率[%]	22.57	23.17	19.12
总资产报酬率[%]	7.18	7.67	6.56
净资产收益率[%]	15.42	15.46	14.76
净资产收益率*[%]	19.75	22.77	22.36
营业收入现金率[%]	108.86	89.24	94.85
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-6.42	11.70	12.53
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-18.63	-1.00	-6.75
EBITDA/利息支出[倍]	4.18	3.74	3.06
EBITDA/刚性债务[倍]	0.31	0.31	0.30

注：表中数据依据时代控股经审计的 2017~2019 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/ [(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《房地产开发行业信用评级方法（2015 版）》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。