跟 踪 评 级 公 告

联合[2019]647 号

广州市时代控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

广州市时代控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

广州市时代控股集团有限公司公开发行的“18 时代 13”和“18 时代 14”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年 五 月 十 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

广州市时代控股集团有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券期限	债券余额	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 时代 13	2+1 年	11.00 亿元	AA+	AAA	2018/10/26
18 时代 14	3+2 年	19.00 亿元	AA+	AAA	2018/10/26

跟踪评级时间：2019 年 5 月 10 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	991.93	1,259.95
所有者权益（亿元）	344.13	400.05
长期债务（亿元）	181.83	244.09
全部债务（亿元）	242.16	322.11
营业收入（亿元）	234.64	345.60
净利润（亿元）	43.31	57.54
EBITDA（亿元）	61.52	87.77
经营性净现金流（亿元）	-24.64	61.48
营业利润率（%）	27.89	28.88
净资产收益率（%）	15.42	15.46
资产负债率（%）	65.31	68.25
全部债务资本化比率（%）	41.30	44.60
流动比率（倍）	1.96	1.89
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	4.18	3.74
EBITDA/待偿债券本金合计（倍）	2.05	2.93

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2018 年，广州市时代控股集团有限公司（以下简称“公司”）作为香港上市公司时代中国控股有限公司的主要经营实体，房地产开发项目主要位于粤港澳大湾区，在湾区内具有较高知名度及很强的综合竞争力。公司销售规模进一步增长，资产质量良好，债务负担较轻，债务结构以长期债务为主，股东持续增资使得公司资本实力显著增强。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司房产销售项目的去化情况易受外部政策调控的影响、在建项目尚需投资规模较大且管理难度增加、所有者权益稳定性一般等因素对公司信用水平产生的不利影响。

公司项目储备较充足且主要位于粤港澳大湾区，未来，随着粤港澳大湾区的发展以及公司项目开发销售的推进，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级上调公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时上调“18 时代 13”和“18 时代 14”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．公司是国内排名前 50 的房地产企业，坚持区域深耕，在粤港澳大湾区内具有较高的品牌知名度。

2．公司聚焦刚需住宅开发，注重实现快周转，目前项目整体去化情况较好，经营效率较高。

3．公司项目区域分布情况良好，开发规模较大，可满足公司持续经营的需求；公司在广州市和佛山市城市更新项目规模较大，有助于其未来土地储备获取。

4．2018 年，公司营业收入及利润水平进一步增长，资产质量良好，债务负担较轻，债务

结构以长期债务为主，股东持续增资使得公司资本实力显著增强。

关注

1．房地产调控政策短期内不会退出，公司经营情况受房地产市场波动和政策影响较大。

2．公司位于清远的土地储备规模较大，公司计划逐步分期开发，项目未来开发销售情况存在一定不确定性；公司在广州、佛山等地有较多城市更新项目储备，城市更新项目的开发周期具有一定不确定性。

3．公司在建项目较多，尚需较大的资金投入，公司存在一定的资本支出压力；同时，随着在建项目增多，管理难度增加。

4．公司有一定比例的非控股股东权益，权益结构稳定性一般。

分析师

罗星驰

电话：010-85172818

邮箱：luoxc@unitedratings.com.cn

曹梦茹

电话：010-85172818

邮箱：caomr@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

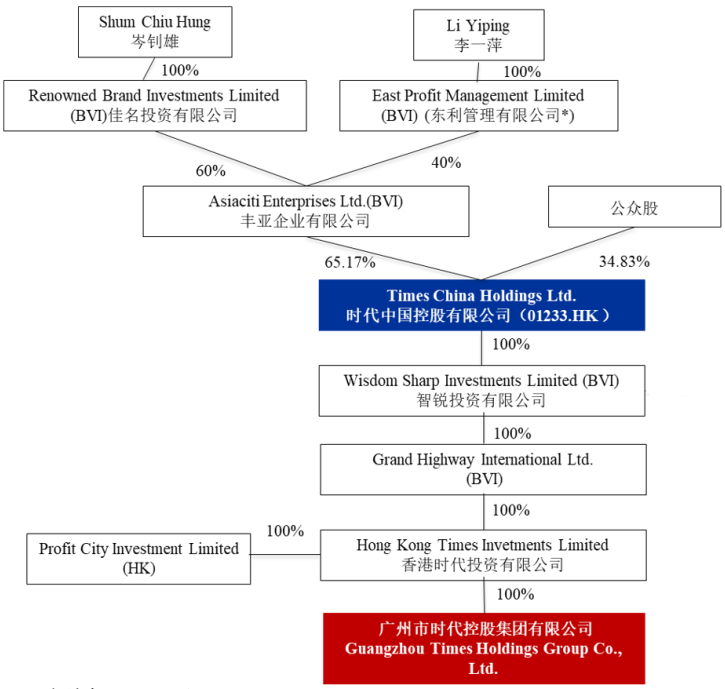
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

广州市时代控股集团有限公司（以下简称“公司”）系有限责任公司（台港澳法人独资），曾用名“广州市时代地产集团有限公司”，股东为香港时代投资有限公司（以下简称“时代投资”）。2018 年 11 月 26 日，经公司股东决议通过，公司注册资本增加至 49,800.00 万美元，增资的 29,500.00 万美元由股东时代投资认缴出资。2019 年 3 月 12 日，经公司股东决议通过，公司注册资本增加至 83,000.00 万美元，增资的 33,200.00 万美元由时代投资认缴出资。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 83,000.00 万美元，时代投资为公司全资股东，实际控制人为岑钊雄、李一萍夫妻。

图 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018 年，公司经营范围及职能部门的设置未发生变化。截至 2018 年底，公司拥有直接或间接控股子公司 355 家，在职员工共 9,502 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,259.95 亿元，负债合计 859.90 亿元，所有者权益（含非控股股东权益）400.05 亿元，其中归属于母公司所有者权益 245.89 亿元。2018 年，公司实现营业收入 345.60 亿元，净利润（含非控股股东损益）57.54 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 53.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额 61.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 90.59 亿元。

公司注册地址：广州市白云区黄边北路向荣街 338 号 101-A1 房；法定代表人：关建辉。

二、债券发行及募集资金使用情况

本报告对“18 时代 13”和“18 时代 14”进行跟踪。截至 2018 年底，上述债券募集资金已全部使用完毕，募集资金用途为偿还公司债券，与募集说明书承诺的使用用途一致。截至本报告出具日，上述债券尚未到达第一个付息日。

表 1　本报告所跟踪债券发行情况（单位：亿元、%）

债券简称	债券代码	当前余额	债券期限	票面利率	起息日	发行方式
18时代13	155082.SH	11.00	2+1年	7.50	2018/12/10	公开
18时代14	155083.SH	19.00	3+2年	8.10	2018/12/10	公开

资料来源：Wind资讯

三、行业及区域经济分析

公司营业收入及利润主要来自商品房销售，房地产行业对公司经营业绩及未来发展有重要影响。

1. 行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。

土地供应方面，2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

资金来源方面，2018年，房地产开发企业到位资金165,962.89亿元，同比增长6.40%。其中，国内贷款同比下降4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松；首套房及二套房房贷利率2019年以来连续下降，2019年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

市场供需方面，2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

销售价格方面，2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

竞争格局方面，2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；

前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。

总体看，2018 年房地产开发投资增速维持高位，房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低；2018 年房地产整体融资环境较紧张，但年末以来显著改善；全年商品房销售增速有所放缓，分化加剧，一、二线城市销售增速有企稳回升迹象，三、四线城市呈下滑趋势；行业集中度进一步提升。

2. 行业政策

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

总体看，2018年“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年两会定调房地产市场平稳发展，继续推进房地产税长效机制。

3. 行业关注

（1）行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及2019年3月23日住建部副部长在中国发展高层论坛2019年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

4. 行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

5. 区域经济及房地产情况

公司项目主要位于珠三角地区，广东省区域经济及房地产市场对公司业绩有重要影响。2018年，广东省实现地区生产总值（GDP）97,277.77亿元，GDP总量蝉联全国第一名，同比增长6.8%，高于全国GDP增速，其中，珠三角区域GDP在全省中的占比超过80%。截至2018年底，广东省常住人口11,346万人，较上年末增加177万人，人口净增量规模居全国各省市领先地位，主要向珠三角地区汇聚。

房地产市场方面，2018年，广东省商品房销售有所降温，但仍保持较高水平。2018年，广东省全年房地产开发投资14,412.19亿元，同比增长19.3%；商品房销售面积14,336.31万平方米，同比下降10.2%；商品房销售额18,742.12亿元，同比下降0.3%，2018年商品房销售面积同比下降，销售额同比基本持平，商品房销售市场总体处于低位盘整阶段。

政策方面，2018年10月，广州市优化限价调控方式，目的是解决双合同问题，降低首付门槛，加快网签速度；政策出台后，广州市商品房成交量有所提高。2018年11月，广州市城市更新局发布《关于深入推进城市更新工作的实施细则（征求意见稿）》，其中提出了一系列推进旧村全面改造的政策，利好广州市城市更新项目的发展。2019年1月，广州市对落户政策进行了一定调整，落户门槛有所放宽，有利于房地产市场的发展。2019年2月，中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》，对粤港澳大湾区的战略定位、发展目标、空间布局等方面进行了纲领性规划，并在环保、教育和人才、就业创业、健康和养老等方面提出了具体方向。

总体看，随着粤港澳大湾区战略意义的明确、广州市城市更新工作的推进等，公司面临良好的外部发展环境。

四、管理分析

2018 年，公司董事、监事及高级管理人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2018 年，公司房地产业务规模进一步扩大，在中国房地产协会与中国房地产测评中心于 2019 年 3 月发布的《2019 中国房地产开发企业 500 强测评》中，公司位列第 34 名；在克而瑞研究中心发布的《2018 年中国房地产企业销售 TOP200 排行榜》中，公司位列流量金额排名第 46 名。公司实现营业收入 345.60 亿元，同比增长 47.29%，主要系物业开发收入增加所致；实现净利润 57.54 亿元，同比增长 32.85%。公司主营业务收入在营业收入中的占比很高，主营业务突出。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
物业开发	228.19	97.25	32.07	309.37	89.56	30.56
城市更新业务	-	-	-	27.76	8.04	64.61
物业管理	3.52	1.50	17.62	4.97	1.44	17.75
物业租赁	2.93	1.25	44.41	3.32	0.96	42.21
其他业务收入	--	--	--	0.18	0.05	2.00
合计	**234.64**	**100.00**	**32.01**	**345.60**	**100.00**	**33.21**

资料来源：公司提供

从收入构成来看，2018 年，公司物业开发收入同比增长 35.58%，主要系结转面积增加所致；2018 年公司单独列示城市更新业务收入 27.76 亿元，占比 8.04%，主要来自广州、佛山的城市更新项目的结转收入；随着公司交付的楼盘及管理物业面积增加，公司物业管理收入同比增长 41.19%；公司物业租赁收入同比增长 13.31%，运营情况良好，自持物业出租率接近 100%。房地产销售仍是公司主要收入来源，物业管理和物业租赁收入占比较小，但也为公司贡献了较稳定的现金流入；未来随着城市更新业务加速推进，城市更新业务有望成为公司重要收入来源。

从毛利率来看，2018 年，公司物业开发毛利率有小幅下滑，但基本保持稳定；单独列示的城市更新业务毛利率达 64.61%，公司城市更新项目获取时间早、土地成本低、盈利能力强；物业管理和物业租赁业务毛利率波动不大；综上，公司主营业务毛利率为 33.22%，同比上升 1.21 个百分点。

总体看，2018 年公司收入和利润规模进一步增长，主营业务毛利率上升；房地产销售是公司主要收入来源，物业管理和物业租赁收入占比较小，但也为公司贡献了较稳定的现金流入；城市更新业务未来有望成为公司重要收入和利润来源。

2. 土地储备

随着土地招拍挂竞争的加剧，公司通过收购、城市更新改造方式获取的土地储备增加，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。2018年，公司新增土地储备主要位于广州、佛山、东莞、珠海、江门、中山、肇庆等粤港澳大湾区城市，并首次获取成都项目，获取方式以收购、城市更新改造为主，土地成本较合理。

表 3 公司新增土地储备情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年
新增土地储备面积	498.53	319.75
土地投资金额	169.14	129.67
平均楼面单价	3,392.86	4,055.32

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司共拥有 19 个项目的土地储备，占地面积 189.22 万平方米，总建筑面积 519.17 万平方米，权益建筑面积 406.44 万平方米，能够满足未来一段时间的开发需要。公司土地储备主要位于广州、佛山、肇庆、惠州、清远等粤港澳大湾区城市，大湾区以外的城市包括长沙和成都。清远与广州和佛山相连，未来随着粤港澳大湾区的发展，发展前景良好；公司位于清远的土地储备规模大、土地成本低，公司计划逐步分期开发。

表 4 截至 2018 年底公司土地储备情况（单位：个、万平方米、%、元/平方米）

项目	清远	广州	长沙	肇庆	惠州	佛山	成都	合计
项目数量	5	8	2	1	1	1	1	**19**
权益建筑面积	250.58	63.84	32.88	17.90	15.88	16.89	8.47	**406.44**
权益建筑面积占比	61.65	15.71	8.09	4.40	3.91	4.16	2.08	**100.00**

资料来源：公司提供
注：广州天合项目和广州天斯项目属于城市更新项目，已取得土地但土地性质尚未变更，故计入项目数量但不计入权益建筑面积。

此外，公司在广州、佛山等地有较大规模的城市更新项目储备。2018 年公司成功完成转化的旧改项目共 4 个，包括佛山塘虹项目、广州丰鼎项目、佛山太平项目、中山神湾镇宥南村项目。公司预计 2019 年转化为土地储备的城市更新项目规模将大幅增加。公司采取区域聚焦战略，继续深耕粤港澳大湾区，大力提升所在区域市场份额，同时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。

总体看，2018 年公司规模扩张速度较快，新增土地储备规模较大且土地成本较合理；公司土地储备主要位于粤港澳大湾区，广东省外项目位于长沙和成都，区域分布情况良好，土地储备规模能够满足未来一段时期开发需要；随着城市更新项目进度的推进，未来城市更新项目有望成为公司重要的土地储备来源。

3. 项目开发建设情况

从公司项目开发建设情况来看，2018 年，公司新开工面积进一步增长，达 517.00 万平方米；竣工面积稳步增长，主要来自广州、佛山、珠海、东莞、长沙等地区项目竣工交付。截至 2018 年底，公司期末在建面积 1,347.04 万平方米，在建规模较大，能够为公司未来一段时期的销售形成支撑。

表 5 公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年
新开工面积	443.00	517.00
竣工面积	248.00	324.00
期末在建面积	901.47	1,347.04

资料来源：公司提供
注：表中数据不符合期末在建面积=上年期末在建面积+当年新开工面积-当年竣工面积的勾稽关系，主要系项目分期统计标准不同所致。

从在建项目来看，截至 2018 年底，公司在建项目共 53 个，主要分布在粤港澳大湾区和长沙，

权益建筑面积合计 1,043.92 万平方米。公司在建项目预计总投资金额 1,094.73 亿元，累计已投资 517.19 亿元（不包含由合作方负责统计数据的合作项目累计已投资金额），考虑到公司需持续进行项目拓展以扩大规模，公司面临一定的资本支出压力。

表 6　截至 2018 年底公司在建项目情况（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	项目总投资	累计已投资
广州	7	125.97	86.76	150.83	107.15
佛山	9	275.74	225.89	287.88	212.36
珠海	7	96.35	59.78	126.09	30.33
清远	9	296.46	293.13	149.19	63.45
东莞	5	91.60	49.35	111.75	45.95
惠州	3	123.63	75.90	77.21	6.75
长沙	4	106.50	98.06	63.54	23.26
江门	4	146.71	93.19	72.57	12.17
中山	5	84.08	61.85	55.68	15.77
合计	**53**	**1,347.04**	**1,043.92**	**1,094.73**	**517.19**

资料来源：公司提供，联合评级整理
注：1、在建项目包括已开工尚未达到预售、达到预售尚未销售出、已售出尚未竣工的项目；2、部分合作项目由合作方负责统计数据，未计入累计已投资金额。

总体看，2018 年公司新开工面积和竣工面积进一步增长，在建项目规模较大，能够满足未来一段时间销售需要，但在建项目尚需投资金额较大，公司面临一定的资本支出压力，同时运作项目较多，对公司的管理能力和项目协同能力要求大幅提升。

4. 房产销售情况

从区域分布来看，2018 年，广州和佛山房地产项目仍是公司合同销售额的主要来源，位于江门的项目开始销售，区域分布进一步拓展。

表7　公司分地区合同销售金额情况（单位：亿元）

地区	2017 年	2018 年
广州	129.25	182.28
佛山	141.66	216.85
珠海	45.86	70.23
中山	12.57	13.84
清远	24.34	33.14
长沙	29.03	26.44
东莞	29.81	38.53
惠州	3.77	9.30
江门	--	15.34
合计	**416.29**	**605.95**

资料来源：公司提供

从销售情况来看，2018 年，公司合同销售面积及合同销售金额分别同比增长 32.28%和 45.56%，平均售价进一步上涨。粤港澳大湾区房地产市场景气度较高，公司销售规模持续扩张。

表8 公司项目销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年
合同销售面积	282.20	373.30
合同销售金额	416.29	605.95
平均售价	14,751.59	16,232.25

资料来源：公司提供

从去化情况来看，截至 2018 年底，公司完工项目去化率基本达到 90%以上，少量项目去化速度相对较慢；公司在建项目总建筑面积 1,347.04 万平方米，剩余可售面积较充裕，主要分布在粤港澳大湾区，粤港澳大湾区的发展为公司项目销售提供了良好的外部环境。

总体看，2018 年公司销售面积和销售金额同比增长，销售区域主要集中于广州、佛山和珠海等粤港澳大湾区城市；公司项目整体去化情况良好，剩余可售面积较充裕，粤港澳大湾区的发展为公司未来项目销售提供了良好的外部环境。

5. 关联交易

关联交易方面，2018 年，公司以成本加成定价法向合营公司销售建筑材料获得关联交易收入 1.10 亿元，其他关联交易规模较小，对公司影响不大。

关联担保方面，公司合作开发项目较多，截至 2018 年底，公司对关联方提供担保的余额 56.38 亿元，主要被担保方为珠海弘璟投资有限公司、深圳一号仓科创技术有限公司、中山市金沙实业股份有限公司等。

关联往来方面，截至 2018 年底，公司应收关联方款项余额合计 64.39 亿元，其中应收母公司款项 1.00 亿元，应收合营及联营企业款项合计 58.05 亿元，应收其他关联方款项 5.34 亿元。公司应付关联方款项余额合计 73.36 亿元，其中应付母公司款项 25.61 亿元，应付合营企业款项 34.03 亿元，应付其他关联方款项 13.72 亿元。公司与合营及联营企业之间的关联往来规模较大，主要系公司近年来合作开发的项目较多所致。母公司香港时代投资有限公司为公司提供了一定的资金支持。

总体看，公司为部分合营联营企业提供了一定规模的关联担保，母公司为公司提供了一定的资金支持。

6. 经营效率

公司主营刚需型和改善型住宅产品，注重周转效率。2018 年，公司存货周转次数、流动资产周转次数和总资产周转次数分别为 0.47 次、0.34 次和 0.31 次，均较上年有所提升。从同行业比较来看，2018 年公司经营效率指标处于行业中上水平。

表 9 2018 年房地产上市公司经营效率指标对比情况（单位：次）

证券简称	存货 周转次数	流动资产 周转次数	总资产 周转次数
金科股份	0.22	0.23	0.21
中南建设	0.26	0.21	0.20
滨江集团	0.35	0.32	0.29
新城控股	0.31	0.27	0.21
公司	**0.47**	**0.34**	**0.31**

资料来源：Wind，审计报告。
注：上市公司数据引自 Wind，公司数据由联合评级根据公司审计报告计算。

总体看，2018 年公司经营效率指标进一步提升，整体经营效率较好。

7. 经营关注

（1）土地储备区域分布较集中

公司土地储备主要位于粤港澳大湾区，尤其是位于清远的土地储备规模较大，公司计划长期持有逐步开发。清远是位于广州周边的三线城市，若未来清远房地产市场发生波动，将对公司经营产生较大影响。

（2）城市更新项目不确定性相对较高

公司的城市更新项目规模较大，前期对资金沉淀要求较高，其未来开发进度及收益取得或存有一定不确定性，但与此同时转化成功对公司可带来较大的一级开发收益及大量优质的土地储备。

（3）在建项目尚需投资规模较大

截至 2018 年底，公司在建项目预计总投资金额 1,094.73 亿元，累计已投资 517.19 亿元（不包含由合作方负责统计数据的合作项目累计已投资金额），考虑到公司需持续进行项目拓展以扩大规模，公司面临一定的资本支出压力。

（4）项目增多对管理能力提出更高要求

随着公司在建项目的增多、区域布局的拓展，管理难度相应加大，对公司项目运营管理能力提出更高的要求。

8. 未来发展

未来 3~5 年，公司将继续深耕粤港澳大湾区，大力提升所在区域市场份额，同时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。公司将继续增强“时代中国”品牌，创新和完善项目设计，提升优质开发项目的价值。为了维持健康持续的增长，公司将继续以具竞争力的成本增加具有高增长潜力地区的土地储备，运用标准化运作程序实现健康增长及运营扩张。此外，公司将积极探索及推动地产延伸业务的快速发展，培育未来新的增长点。

总体看，在现有业务持续增长的基础上，公司计划进一步拓展业务区域和业务范围，符合公司的发展需要，具有可行性。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2018 年度合并财务报表已经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2018 年，公司非同一控制下企业合并新增子公司 26 家，新设子公司 77 家，处置子公司 6 家，但由于该等子公司净资产及净利润规模相对较小，合并范围变化对公司财务数据的影响不大，财务数据可比性仍属较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,259.95 亿元，负债合计 859.90 亿元，所有者权益（含非控股股东权益）400.05 亿元，其中归属于母公司所有者权益 245.89 亿元。2018 年，公司实现营业收入 345.60 亿元，净利润（含非控股股东损益）57.54 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 53.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额 61.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 90.59 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 1,259.95 亿元，较年初增长 27.02%，主要系流动资产增加所致；

其中流动资产占 89.93%，非流动资产占 10.07%，以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 1,133.11 亿元，较年初增长 28.02%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致；流动资产主要由货币资金（占 23.44%）、其他应收款（占 21.08%）和存货（占 43.60%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 265.55 亿元，较年初增长 62.04%，主要系项目销售回款增加所致，其中银行存款占比近 99.88%；使用受限的货币资金合计 40.52 亿元，占比 15.26%，主要为房地产预售款受限资金（占 79.93%）和贷款监控户受限资金（占 10.52%）。

截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值 238.82 亿元，较年初增长 51.97%，主要系应收非控股股东款项和应收保证金/项目定金增加所致；从构成来看，主要由应收保证金/项目定金（占比 31.08%）、应收非控股股东款项（占比 27.00%）、应收合营企业款项（占比 19.72%）和应收合作方往来款（占比 13.44%）构成；从账龄来看，账龄 1 年以内的占比 62.29%，账龄 1 年至 2 年的占比 27.25%，整体账龄尚可；公司对其他应收款计提坏账准备 0.21 亿元；从集中度来看，前五大其他应收款合计占比 25.84%，集中度一般。

截至 2018 年底，公司存货账面价值 493.98 亿元，较年初增长 2.43%；其中开发成本占比 79.81%，开发产品占比 16.53%，拟开发土地占比 3.66%；公司未对存货计提跌价准备，考虑到公司存货项目主要位于粤港澳大湾区及其他二线城市，区域分布良好，存货跌价风险较低；公司存货中受限部分 34.96 亿元，用于借款担保，占比 7.08%。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产 126.84 亿元，较年初增长 18.75%，主要系长期股权投资增长所致；非流动资产主要由长期股权投资（占比 40.11%）、投资性房地产（占比 10.53%）、固定资产（占比 7.22%）、预付款项（占比 11.59%）、递延所得税资产（占比 8.61%）和其他非流动资产（占比 11.00%）构成。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 50.88 亿元，较年初增长 10.42%，主要系新增对珠海弘璟投资有限公司、中山金沙实业股份有限公司等联营或合营企业股权投资所致；公司未对长期股权投资计提减值准备，目前尚未出现减值迹象。

截至 2018 年底，公司投资性房地产 13.36 亿元，较年初减少 10.81%，主要系账面价值 1.89 亿的投资性房地产转为自用固定资产所致；公司投资性房地产均为商业物业，采用公允价值模式对投资性房地产进行后续计量；账面价值 8.61 亿元的投资性房地产已被抵押给金融机构作为贷款抵押物，占比 64.44%。

公司固定资产以房屋与建筑物为主。截至 2018 年底，公司固定资产 9.16 亿元，较年初增长 23.07%，主要系投资性房地产转入以及公司购置固定资产增加所致；公司固定资产累计计提折旧 1.41 亿元，成新率 84.61%，成新率较高；账面价值 2.52 亿元的固定资产被用于借款担保，占比 27.56%，受限程度一般。

非流动资产中的预付款项主要为预付土地出让金、预付股权收购款、预付租金、预付工程款及其他预付款项。截至 2018 年底，公司非流动资产中的预付款项 14.70 亿元，较年初增长 59.06%，主要系收购新子公司股权，导致预付股权收购款增加所致。

截至 2018 年底，公司递延所得税资产 10.92 亿元，较年初增长 38.34%，主要系预提的土地增值税产生的可抵扣暂时性差异增长所致。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产 13.95 亿元，较年初增长 66.64%，全部为拟开发土地，因

公司预计不会在一个营业周期以内开发而计入非流动资产。

截至 2018 年底，公司使用权受到限制的资产合计 96.31 亿元，占资产总额的 7.64%，其中受限的货币资金 40.52 亿元，存货 34.96 亿元，投资性房地产 8.61 亿元，长期股权投资 5.62 亿元，固定资产 2.52 亿元，公司资产受限程度较低。

总体看，公司资产规模较大且增长速度较快，资产结构以流动资产为主，流动资产中存货、其他应收款和货币资金占比较高；公司货币资金充裕，存货项目区域分布良好，资产受限程度较低，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至2018年底，公司负债合计859.90亿元，较年初增长32.74%，主要系流动负债增加所致；其中流动负债占69.64%，非流动负债占30.36%，公司负债以流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债598.86亿元，较年初增长32.36%，主要系其他应付款、应付票据及应付账款和应交税费增加所致；流动负债主要由应付票据及应付账款（占14.23%）、合同负债（占31.77%）、应交税费（占8.57%）、其他应付款（占32.88%）和一年内到期的非流动负债（占8.88%）构成。

截至2018年底，公司应付账款77.11亿元，较年初大幅增长101.11%，主要系项目开发规模扩大，应付建筑工程款增加所致。

截至2018年底，公司合同负债190.28亿元，其中，预收房款189.62亿元，占比99.66%，预收物业管理费占比0.34%。

截至2018年底，公司应交税费51.30亿元，较年初增长106.61%，主要系应交土地增值税和企业所得税增长所致。

截至2018年底，公司其他应付款171.97亿元，较年初增长40.29%，主要系应付非控股股东款项及应付母公司款项等增长所致；公司其他应付款主要由应付非控股股东款项（占比27.61%）、应付合营企业款项（占比19.79%）和应付合作公司往来款（占比18.79%）等构成。

截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债53.17亿元，较年初下降10.04%，主要系一年内到期应付债券减少所致。

截至2018年底，公司非流动负债261.03亿元，较年初增长33.63%，主要系长期借款和应付债券规模增长所致；非流动负债由长期借款（占56.81%）、应付债券（占36.70%）和递延所得税负债（占5.94%）构成。

截至2018年底，公司长期借款148.29亿元，较年初增长8.72%，主要系公司项目开发规模扩大、资金需求增加所致；长期借款中，质押借款占47.12%，抵押借款占37.78%，担保借款占8.73%，信用借款占6.37%；从长期借款期限分布来看，2年内到期（含2年）占53.92%，3到5年内到期（含3年和5年）占39.35%，5年以上占6.73%，公司长期借款较集中在2020年到期。

截至 2018 年底，公司应付债券 95.80 亿元，较年初增长 110.86%，主要系当年新发行公司债券所致；公司应付债券情况如下表所示：

表 10　截至 2018 年底公司应付债券情况（单位：年、%、亿元）

债券简称	发行日期	债券期限	票面利率	发行金额	年末余额
15 时代债	2015-07-10	3+2	7.50	20.00	18.16
16 时代 01	2016-01-18	2+1	7.88	30.00	30.00

17 时代 01	2017-09-08	2+1	7.75	5.00	5.00
17 时代 02	2017-09-08	3+2	8.20	11.00	11.00
18 时代 09	2018-08-20	2+1	8.40	22.00	22.00
18 时代 11	2018-10-17	2+1	8.40	17.00	17.00
18 时代 13	2018-12-07	2+1	7.50	11.00	11.00
18 时代 14	2018-12-07	3+2	8.10	19.00	19.00
合计	--	--	--	**135.00**	**133.16**

资料来源：审计报告
注：含一年内到期的应付债券。

截至2018年底，公司递延所得税负债15.50亿元，较年初增长14.72%，主要由非同一控制下企业合并公允价值调整产生的应纳税暂时性差异产生。

截至2018年底，公司全部债务322.11亿元，较年初增长33.01%，主要系应付债券增加所致；全部债务中，短期债务占24.22%，长期债务占75.78%，以长期债务为主。截至2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为68.25%、44.60%和37.89%，较年初分别上升了2.94个百分点、3.30个百分点和3.32个百分点，债务负担有所上升，但仍处于较轻水平。

表 11　截至 2018 年底公司债务到期分布情况（单位：亿元）

时间	假设债券不回售		假设债券全部回售	
	到期债务金额	到期债券金额	到期债务金额	到期债券金额
2019 年	65.01	30.00	69.91	34.90
2020 年	102.25	22.29	156.96	77.01
2021 年及以后	146.74	78.41	87.13	18.79
合计	**314.01**	**130.70**	**314.01**	**130.70**

资料来源：公司提供

总体看，公司负债规模增长，负债结构以流动负债为主；公司债务负担有所上升但仍属较轻，债务结构以长期债务为主。

（2）所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益400.05亿元，较年初增长16.25%，主要系未分配利润和非控股股东权益增加所致；其中，归属于母公司所有者权益占61.46%，非控股股东权益占38.54%，公司合作开发项目较多，形成了较大规模的非控股股东权益。

截至2018年底，归属于母公司所有者权益245.89亿元，较年初增长11.75%；其中，实收资本占9.60%，资本公积占38.01%，盈余公积占5.19%，未分配利润占46.63%，资本公积和未分配利润占比较大。公司实收资本较年初增长68.98%，股东增资使得公司资本实力进一步增长；资本公积较年初减少12.68%，主要系购买非控股股东权益从而冲减资本公积所致。

总体看，公司所有者权益规模增长，股东持续增资使得公司资本实力增强，但权益稳定性较为一般。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 345.60 亿元，同比增长 47.29%，主要系物业开发收入增加所致；实现净利润 57.54 亿元，同比增长 32.85%，其中归属于母公司所有者的净利润 53.05 亿元。

从期间费用来看，2018 年，公司费用总额 22.54 亿元，同比增长 62.80%，主要系公司规模扩张、管理费用增长所致；其中销售费用占 36.98%，管理费用占 41.44%，财务费用占 21.58%。2018 年，

公司销售费用同比增长 34.26%，主要系随着公司销售规模扩大，广告推广费用及销售人员工资增加所致；管理费用同比增长 58.86%，主要系随着公司员工人数增加、薪酬与福利费及办公费用等增长所致；财务费用同比增长 176.88%，主要系债务规模增长、利息支出增加所致。

从利润构成来看，投资收益对公司利润规模有一定影响。2018 年，公司实现投资收益 3.04 亿元，主要来自重新计算原合营公司的既有权益的收益以及出售合营公司部分股权获得的收益，占当年营业利润的 3.80%。公司利润大部分来自主营业务。

从盈利指标来看，2018 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 9.76%、7.67%和 15.46%，其中总资本收益率和净资产收益率同比基本维持稳定，总资产报酬率同比上升 0.49 个百分点，公司盈利能力稳中有升。

总体看，公司收入和利润规模快速增长，利润大部分来自主营业务，整体盈利能力较强；公司项目销售金额持续扩大，未来随着项目逐步结转，公司收入和利润规模有望进一步增长。

5. 现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入 343.72 亿元，同比增长 16.87%，主要系项目销售回款增加所致，其中销售商品、提供劳务收到的现金 308.42 亿元；公司经营活动现金流出 282.24 亿元，同比减少 11.45%，其中支付其他与经营活动有关的现金 100.41 亿元，主要系公司支付的保证金/项目定金和支付给非控股股东款项。综上，2018 年，公司经营活动现金流量净额由上年的-24.64 亿元转为 61.48 亿元，由净流出转为净流入。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 17.32 亿元，主要系收到的合营公司还款；投资活动现金流出 86.31 亿元，同比增长 15.02%，主要系随着合作开发项目和并购项目增加，取得子公司及其他营业单位支付的现金增长所致。综上，2018 年，公司投资活动现金流量净额-68.99 亿元，净流出规模同比进一步扩大；公司筹资活动前现金流量净额由 2017 年的-104.07 亿元转为-7.51 亿元。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 241.23 亿元，同比增长 3.04%；筹资活动现金流出 143.13 亿元，同比增长 77.35%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。综上，2018 年，公司筹资活动现金流量净额 98.10 亿元，同比减少 36.05%，但净流入规模仍较大。

总体看，因公司拿地和项目开发等相关款项支出规模较大，公司筹资活动前现金流持续净流出，公司融资需求较强。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率从年初的 1.96 倍下降为 1.89 倍，速动比率从年初的 0.89 倍上升为 1.07 倍，变动不大；公司现金短期债务比从年初的 2.72 倍上升为 3.43 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度良好。整体看，公司短期偿债能力指标很强。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 87.77 亿元，同比增长 42.69%，主要系利润总额增长所致；其中计入财务费用的利息支出占 7.20%，利润总额占 91.17%。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 4.18 倍下降为 3.74 次，EBITDA 全部债务比由上年的 0.25 次上升为 0.27 次，EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度良好。整体看，公司长期偿债能力指标很强。

公司与多家商业银行建立了良好合作关系，截至 2018 年底，公司合并口径获得的金融机构总授信额度为 452.03 亿元，其中剩余可用授信额度 276.58 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2018 年底，公司为关联方提供担保的余额合计 56.38 亿元，占所有者权益的 14.09%。公司

对外担保主要系为合作开发项目的合营联营公司提供的担保，或有负债风险可控。

截至 2018 年底，公司无未决诉讼。

根据中国人民银行出具的企业征信报告（机构信用代码：G1044011100595500Q），截至 2019 年 2 月 25 日，公司无未结清的不良或关注类贷款信息。

总体看，公司偿债能力指标表现良好，融资渠道畅通，考虑到公司项目储备充裕且主要分布在粤港澳大湾区，区域竞争实力强，整体销售情况良好，公司整体偿债能力极强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）和净资产是“18 时代 13”和“18 时代 14”债券本金合计（30.00 亿元）的 8.93 倍和 13.34 倍，覆盖程度良好。从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 是债券本金合计的 2.93 倍，覆盖程度良好。从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动产生的现金流入是债券本金合计的 11.46 倍，覆盖程度良好，但经营活动现金流量净额为负，无法对债券本金合计形成覆盖。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内排名前 50 的房地产开发企业，在行业内有较强的竞争力，土地储备及在开发项目规模较大，资产质量较好，债务负担较轻，盈利能力强；未来随着公司土地储备的开发和在建项目的竣工结转，公司经营状况有望保持良好，联合评级认为，公司对“18 时代 13”和“18 时代 14”的偿还能力极强。

八、综合评价

2018 年，公司作为香港上市公司时代中国控股有限公司的主要经营实体，房地产开发项目主要位于粤港澳大湾区，在湾区内具有较高知名度及很强的综合竞争力。公司销售规模进一步增长，资产质量良好，债务负担较轻，债务结构以长期债务为主，股东持续增资使得公司资本实力显著增强。同时，联合评级也关注到公司房产销售项目的去化情况易受外部政策调控的影响、在建项目尚需投资规模较大且管理难度增加、所有者权益稳定性一般等因素对公司信用水平产生的不利影响。

公司项目储备较充足且主要位于粤港澳大湾区，未来，随着粤港澳大湾区的发展以及公司项目开发销售的推进，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级上调公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时上调“18 时代 13”和“18 时代 14”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　广州市时代控股集团有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	991.93	1,259.95
所有者权益（亿元）	344.13	400.05
短期债务（亿元）	60.33	78.02
长期债务（亿元）	181.83	244.09
全部债务（亿元）	242.16	322.11
营业收入（亿元）	234.64	345.60
净利润（亿元）	43.31	57.54
EBITDA（亿元）	61.52	87.77
经营性净现金流（亿元）	-24.64	61.48
流动资产周转次数（次）	0.32	0.34
存货周转次数（次）	0.40	0.47
总资产周转次数（次）	0.28	0.31
现金收入比率（%）	108.86	89.24
总资本收益率（%）	9.77	9.76
总资产报酬率（%）	7.18	7.67
净资产收益率（%）	15.42	15.46
营业利润率（%）	27.89	28.88
费用收入比（%）	5.90	6.52
资产负债率（%）	65.31	68.25
全部债务资本化比率（%）	41.30	44.60
长期债务资本化比率（%）	34.57	37.89
EBITDA 利息倍数（倍）	4.18	3.74
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.27
流动比率（倍）	1.96	1.89
速动比率（倍）	0.89	1.07
现金短期债务比（倍）	2.72	3.43
经营现金流动负债比率（%）	-5.45	10.27
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.05	2.93

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	自由负债/自有资产×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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+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

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

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+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益/非控股股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。