

信用等级公告

联合[2018]174 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广州市时代控股集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

广州市时代控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

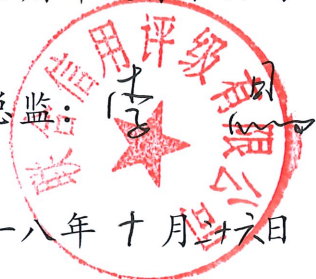
广州市时代控股集团有限公司拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年十月二十六日



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 2018 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+
公司主体信用等级：AA+
评级展望：稳定
发行规模：不超过 30.00 亿元（含 30.00 亿元）
债券期限：本期债券设两个品种：品种一的期限为 3 年期，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；本期债券品种二的期限为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
评级时间：2018 年 10 月 26 日
主要财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 6 月
资产总额（亿元）	449.64	686.95	991.93	1,121.37
所有者权益（亿元）	139.77	217.58	344.13	373.39
长期债务（亿元）	101.31	145.36	181.83	173.11
全部债务（亿元）	104.90	150.04	242.16	271.82
营业收入（亿元）	144.41	167.97	234.64	105.56
净利润（亿元）	16.08	21.87	43.31	14.59
EBITDA（亿元）	24.70	32.43	61.52	--
经营性净现金流（亿元）	-40.63	-5.41	-24.64	0.20
营业利润率（%）	22.17	24.80	27.89	23.69
净资产收益率（%）	14.17	12.24	15.42	--
资产负债率（%）	68.91	68.33	65.31	66.70
全部债务资本化比率（%）	42.87	40.81	41.30	42.13
流动比率（倍）	2.01	1.86	1.96	1.78
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.22	0.25	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.47	3.27	4.18	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.82	1.08	2.05	--

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。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对广州市时代控股集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了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珠三角地区，在广东省内具有较高知名度及较强的综合竞争力。近年来公司项目销售规模快速扩大，拿地规模持续增长，资产质量较好，债务水平适中。同时联合评级也关注到房地产调控政策趋严，房产销售项目的去化情况易受外部政策调控的影响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，未来随着项目开发销售的推进，公司经营状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是国内排名前 50 的房地产企业，坚持区域深耕，在珠三角区域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，项目整体去化情况较好，经营效率较高。
3. 近年来公司加大拿地力度，开发规模较大，可满足公司持续经营的需求。
4. 近年来公司营业收入及利润水平持续增长，资产质量较好，债务负担适中，债务结构以长期债务为主。

关注

1. 房地产行业高速发展的阶段已经过去，房地产调控政策趋紧，公司经营情况受房地产市场波动和政策影响较大。
2. 公司位于长沙和清远的土地储备规模较

大, 公司计划长期持有逐步开发, 项目未来开发销售情况存在一定不确定性。

3. 公司少数股东权益增长较快, 权益结构的稳定性一般。

分析师

王安娜

电话: 010-85172818

邮箱: wangan@unitedratings.com.cn

李 镭

电话: 010-85172818

邮箱: lil@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：

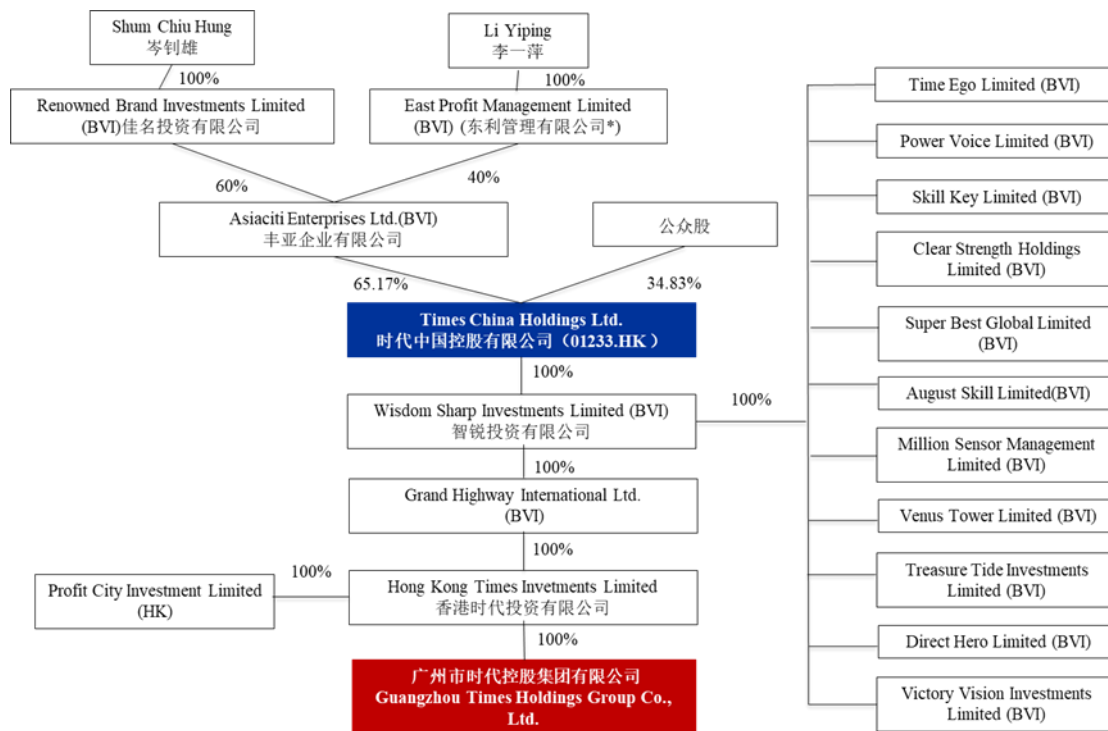
 李镭

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”）原名广州市时代名苑房地产开发有限公司，经广州市人民政府核发（外经贸穗合作证字[2001]0014 号）《中华人民共和国台港澳侨投资企业批准证书》批准，由广州百润置业有限公司与香港时代投资有限公司于 2001 年 5 月以合作经营方式设立，初始注册资本为 1,000 万美元。2007 年 5 月，广州百润置业有限公司将其持有的全部股权转让给香港时代投资有限公司，公司变更为外商独资企业。历经多次增资和股权变更，截至 2017 年 6 月底，公司注册资本 8,300 万美元。2017 年 8 月，香港时代投资有限公司对公司增资 12,000.00 万美元，公司注册资本增至 20,300.00 万美元，股权结构未发生变化。2017 年 9 月，公司由“广州市时代地产集团有限公司”变更为现用名。截至 2018 年 6 月底，公司注册资本 20,300.00 万美元，香港时代投资有限公司为公司全资股东，实际控制人为岑钊雄、李一萍夫妻。

图 1 截至 2018 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：房地产开发经营（主题公园、别墅除外）；自有房地产经营活动；房屋租赁；物业管理；企业自有资金投资。

截至 2018 年 6 月底，公司设集团总裁办、集团投资发展中心、集团运营与产品中心、集团营销与客户中心、集团财务资金与成本中心、集团人力资源中心、集团信息与数据中心、集团企业事务与品牌中心、集团审计监察与法务中心、集团延伸与协同业务管理中心和集团资本运作中心共 11 个职能部门（见附件 1）。截至 2018 年 6 月底，公司拥有直接或间接控股子公司 304 家，在职员工共 8,353 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 991.93 亿元，负债合计 647.80 亿元，所有者权益（含少数股东权益）344.13 亿元，其中归属于母公司所有者权益 220.04 亿元。2017 年，公司实现营业收入 234.64 亿元，净利润（含少数股东损益）43.31 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 36.23 亿元；

经营活动产生的现金流量净额-24.64 亿元，现金及现金等价物净增加额 49.34 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额 1,121.37 亿元，负债合计 747.97 亿元，所有者权益（含少数股东权益）373.39 亿元，其中归属于母公司所有者权益 234.44 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 105.56 亿元，净利润（含少数股东损益）14.59 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 14.96 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.20 亿元，现金及现金等价物净增加额-8.48 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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“广州市时代控股集团有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”。本期债券发行总规模不超过（含）人民币 30.00 亿元，拟采用分期发行方式。具体发行期数及各期发行规模由董事会或其授权人士根据公司资金需求和市场情况在上述范围内确定。本期债券票面金额为 100 元，按面值发行。本期债券设两个品种：品种一的期限为 3 年期，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；本期债券品种二的期限为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券票面年利率由公司的主承销商按照发行时簿记建档结果共同协商确定，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券不设担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券发行募集资金拟全部用于偿还公司债券。

三、行业分析

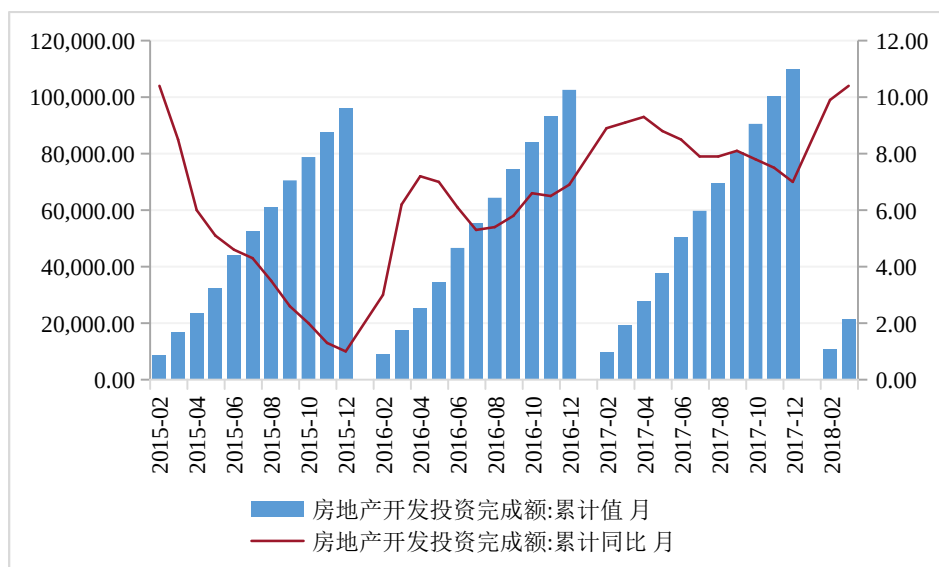
公司营业收入主要来自房地产开发与销售，业务经营受房地产行业整体运行情况、行业政策影响较大。

1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2015 年，我国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.00%，增速继续同比下滑 9.50 个百分点；受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 10,2581.00 亿元，名义同比增长 6.88%；2017 年，我国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年同期上升 0.16 个百分点。其中，住宅投资 75,148 亿元（占比为 68.44%），同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点；办公楼投资 6,761 亿元（占比 6.16%），同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点；商业营业用房投资 15,639 亿元（占比 14.24%），同比减少 1.26%。2018 年一季度，全国房地产开发投资 21,291.29 亿元，同比增长 10.40%，为近三年最高水平，整体投资热情仍旧较高，主要系房地产企业拿地积极性较高所致。

图 2 2015~2018 年一季度全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；2016 年以来房地产投资增速有所回升，但开始以稳定健康增长为主要目标导向。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

土地是房地产企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2015 年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于上年，但楼面均价上涨幅度较大。其中，各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金上升 1%外，二、三线城市土地出让金分别下降 7%和 19%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 2 个百分点到 9,180 元/平方米和 27%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 18%和 10 个百分点到 1,560 元/平方米和 17%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 1%和 2 个百分点到 751 元/平方米和 8%。

2016 年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降 16%外，二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623

亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

表 1 2015~2017 年全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
推出面积	113,235	103,212	111,907
同比	-18	-9	8
成交面积	85,671	85,885	95,036
同比	-21	-3	8
出让金	21,793	29,047	40,623
同比	-10	31	38
楼面均价	1,384	1,904	2,374
同比	14	40	26
土地平均溢价率	16	43	29
同比	上升 6 个百分点	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，随着热点城市增加土地供给稳定预期，土地供求量均有所回升；房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，使得楼面均价涨幅仍然较大。

（2）开发资金来源状况

2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中票发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大幅降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 296.53 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，上升 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

2018 年一季度，房地产开发企业到位资金 36,770 亿元，同比增长 3.1%，增速比 1~2 月份回落 1.7 个

百分点。其中，国内贷款6,957亿元，同比增长0.90%；利用外资16亿元，同比下降78.40%；自筹资金11,449亿元，同比增长5.10%；定金及预收款11,130亿元，同比增长11.20%；个人按揭贷款5,160亿元，同比下降6.80%。

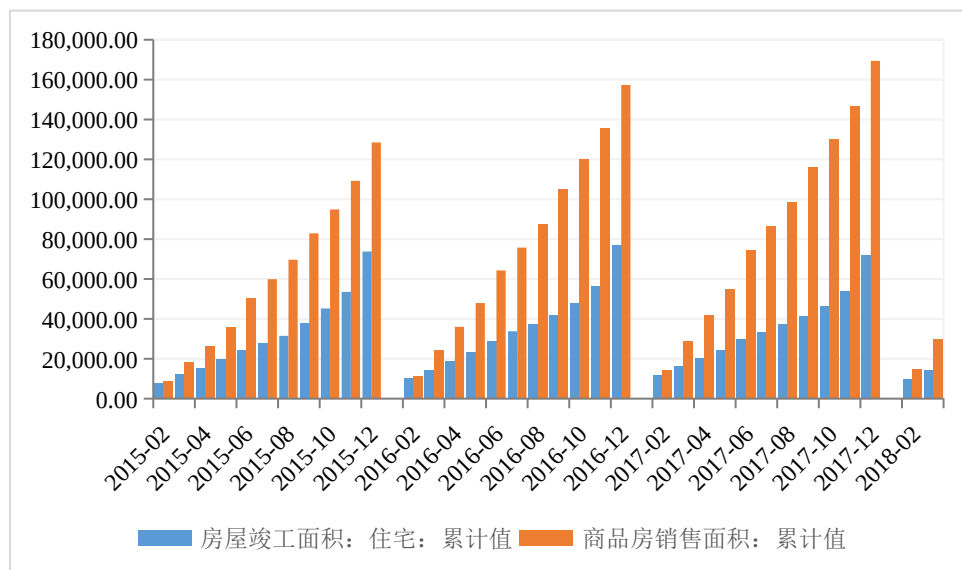
2017年11月17日，“一行三会一局”联合发布《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，反映出监管对于规范资管市场，打压非标资产的意愿。若非标融资渠道被严格约束，房地产资金缺位问题将凸显。

总体看，2015年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解；2016年10月房地产调控后，融资环境再次趋紧，需重点关注非标融资的政策变化情况。

（3）市场供需情况

2015年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015年，全国商品房销售面积128,495万平方米，比上年增长6.5%。其中，住宅销售面积增长6.9%，办公楼销售面积增长16.2%，商业营业用房销售面积增长1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积100,039万平方米，下降6.9%。其中，住宅竣工面积73,777万平方米，下降8.8%。

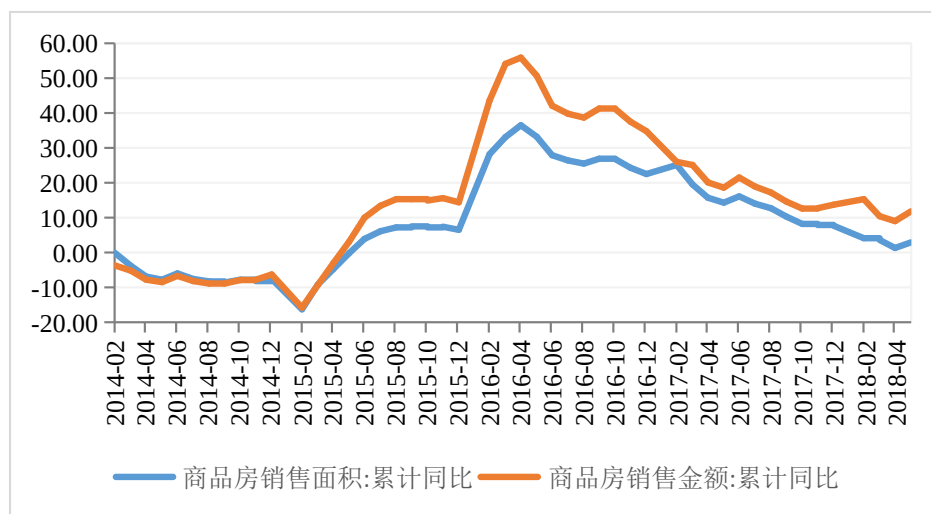
图3 2015~2018年一季度全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

2016年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016年，全国商品房销售面积157,349.00万平方米，同比增长22.5%。其中，住宅销售面积增长22.4%，办公楼销售面积增长31.4%，商业营业用房销售面积增长16.8%。从供应来看，2016年，全国房屋竣工面积106,128.00万平方米，同比增长6.1%。其中，住宅竣工面积77,185.00万平方米，同比增长4.6%。

图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind资讯

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

2018 年一季度，全国房地产销售面积 44,721.00 万平方米，同比增长 3.79%，与 1~2 月增速基本持平；全国房地产销售金额 38,051.00 亿元，同比增长 11.95%，较 1~2 月下降 3.3 个百分点。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市内部则出现分化，房企整体开工意愿下降，可售房源规模有所下滑。

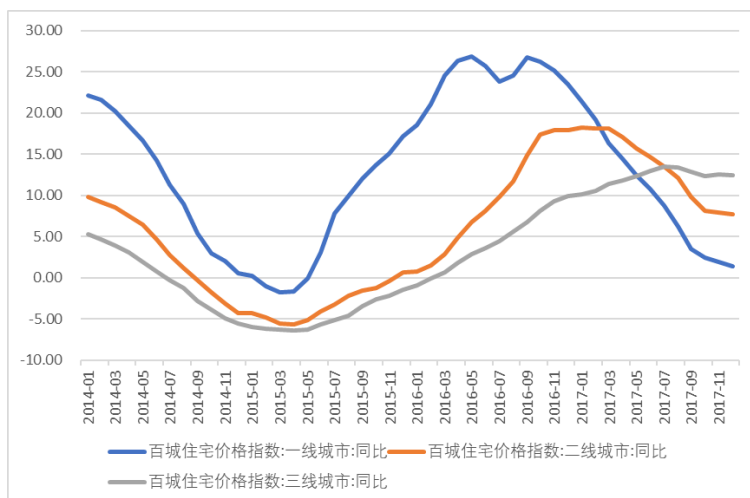
（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

图 5 2014~2017 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源: Wind 资讯

总体看,近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势,房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正,需求进一步释放;但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响,一、二线城市房地产价格增速大幅下降,部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象,三线城市价格增速放缓,但仍表现较好。

3. 行业竞争

从 2003 年至今,房地产市场已经走过了黄金 10 年,随着近年来调控政策的逐渐加码,房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长,企业分化加剧,行业集中度不断提高的发展态势。

2015 年,房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大。2016 年,房地产行业集中度进一步提升,前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81% 和 25.33%,分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点;前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 12.19%和 15.94%,分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年,房地产市场集中度继续提高,前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%,分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点;前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%,分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点,也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。

表 2 2014~2017 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
前 10 大企业销售额占比	17.19	16.87	18.81	24.10
前 20 大企业销售额占比	23.15	22.82	25.33	32.50
前 10 大企业销售面积占比	10.51	11.31	12.19	15.38
前 20 大企业销售面积占比	13.74	14.62	15.94	20.03

资料来源: CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势,资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中,龙头企业在竞争中占据明显优势;从 2017 年全年房企销售额来看,5,000 亿房企 3 家,3,000 亿房企 3 家。具体来看,前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破,11~30 的房企在踏准市场

机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售

表 3 2017 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	中国恒大	6	保利地产
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科地产	8	华夏幸福
4	绿地控股	9	华润置地
5	融创中国	10	龙湖地产

资料来源：克而瑞研究

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房产个贷首付比例
2015 年 9 月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015 年 9 月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2016 年 2 月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例
2016 年 6 月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 8 月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居

2017年12月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018年3月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

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。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。

5. 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期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

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，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。

6. 未来发展

(1) 调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

(2) 行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

(3) 地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

(4) 转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，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，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。

7. 广东省经济发展及房地产市场概况

公司业务主要位于珠三角地区，广东省经济发展及珠三角的主要城市房地产市场情况对公司业务发展具有重要影响。

(1) 经济发展水平

2015~2017年，广东省全年地区生产总值(GDP)分别为72,812.55亿元、79,512.05亿元和89,879.23亿元，GDP总量蝉联全国第一名；同比增长率分别为8.0%、7.5%和7.5%，高于全国GDP增速。2017年，广东省三次产业结构比重为4.2: 43.0: 52.8，三大产业增加值分别同比增长3.5%、6.7%和8.6%，第三产业保持快速发展。从区域来看，2017年，珠三角地区GDP在全省占比79.7%，粤东西北地区占比20.3%。

截至2017年底，广东省常住人口11,169万人，较上年末增加170万人，人口净增量规模居全国

各省市领先地位，其中自然增长人口 101.53 万人，外来流入人口约 68.47 万人，人口净流入规模较大，主要向珠三角地区汇聚。

总体看，广东省经济发展水平较高，经济增速基本保持稳定，产业结构改善，人口净流入规模较大。

（2）房地产市场情况

2017 年，广东省全年房地产开发投资 12,075.69 亿元，同比增长 17.2%，其中，珠三角地区房地产开发投资 9,827.78 亿元，同比增长 14.3%；按用途分，商品住宅开发投资 8,100.93 亿元，同比增长 16.1%；办公楼和商业营业用房投资分别为 1,173.67 亿元和 1,445.15 亿元，分别同比增长 37.7%和 3.9%。销售方面，2017 年，广东省商品房销售面积 15,958.81 万平方米，同比增长 9.2%；商品房销售额 18,792.76 亿元，同比增长 15.9%，销售面积和销售额保持一定增长。

2017 年，广州市房地产开发投资完成额 2,702.89 亿元，同比增长 6.4%，保持一定增长；全年广州市推出商住和商办用地 70 宗，规划建筑面积 1,100.34 万平方米，供应规模较上年有所增长，但住宅用地多采用“限价、配建、摇号、自持”等出让方式，出让条件趋严。2017 年受调控政策影响，广州市商品住宅市场成交量明显回落，成交均价整体亦呈现下滑态势，全年商品住宅成交面积 979.26 万平方米，较上年减少 30.84%；商品住宅网签均价 16,386 元/平方米，较上年下降 1.45%。近年来，广州市住宅用地推出、成交规模在 2015 年达到峰值，随后下滑，尽管 2017 年有所回升，但根据广州市公布的住宅用地供应计划，未来几年普通商品住宅用地供应量将低于近年水平。随着广州市人口持续净流入和预计未来土地供应规模的下降，广州市商品住宅市场有望保持较高的景气度。

2016 年“十一”以来，广东省的深圳、广州、佛山、珠海、东莞、惠州、中山、江门等多个城市均出台了房地产调控政策，包括限购、限贷、限价等多种限制性政策，以及加大住房用地供应力度、优化土地出让模式、调整住房户型结构、加强商服类房地产项目管理、加强房地产市场整治等措施。2018 年 2 月，广东省人民政府印发《广东省供给侧结构性改革总体方案（2017~2018 年）》，将全省城市分为四个类型，实行“一类一策”去库存政策；其中，一类城市为库存规模大、需求旺盛的城市，包括佛山、惠州、中山、清远等；二类城市为库存规模较大、需求较旺盛城市，包括江门、肇庆、东莞、韶关、汕头等；三类城市为库存规模小、需求平稳的城市，包括河源、梅州、阳江、云浮等；四类城市为住房限购的广州、深圳以及库存规模小、需求旺盛的珠海。

总体看，近年来，公司房地产项目主要所在地广州、佛山和珠海房地产市场发展情况良好，商品住宅销售量价齐涨，佛山市房地产市场升温尤其显著；但随着一系列调控政策的实施，2017 年以来广州、佛山和珠海住宅销售面积下降幅度均较大，未来房地产市场发展前景存在一定不确定性。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司坚持区域深耕广东省，在广东省取得领先行业地位和良好的市场口碑。公司聚焦住宅开发，子公司拥有房地产壹级开发资质，截至 2018 年 6 月底，公司土地储备权益建筑面积 401.53 万平方米。公司开发的时代外滩、时代南湾、时代港、时代倾城、时代花生、时代糖果等项目反映出在面对不同客户需求群体时均能开发出能满足客户需求的注重生活艺术的高品位住宅小区。企业荣誉方面，2013~2018 年，公司连续获得中国房地产协会颁发的“中国房地产开发企业 50 强”；中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合于 2018 年 3 月发布《2018 中国房地产开发企业 500 强测评研究报告》与《2018 中国房地产开发企业 500 强榜单》，公司位列第 34 名；公司获得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颁授“2018 中国大陆在港上市房地产公司财务稳健性 TOP10”。公司在珠三角地区拥有较高的品牌知名度。此外，公司为香港上市公司时代中国控股有限公司（股票代码：01233.HK，以下简称“时代中国控股”）的控股子公司，公司作为时代中国控股的运营主体，时代中国控股的资产绝大部分已注入公司。时代中国控股通过国际资本市场上发行股票或债券进行融资，为公司提供了重要的融资渠道支持。

总体看，公司战略布局清晰，在广东省内具有良好口碑，开发经验丰富，项目优质，区域内综合竞争实力较强。作为香港上市公司实际运营主体，公司具有良好的融资渠道支持。

2. 人员素质

截至 2018 年 6 月底，公司董事 5 人、监事 1 人、高级管理人员 2 人，均具备多年从业经验。

截至 2018 年 6 月底，公司董事长兼总经理为关建辉先生。关建辉先生 1964 年出生，1994 年 12 月毕业于华南师范大学，并于 2009 年 7 月获得北京大学 EMBA 学位。关建辉先生于 2001 年 5 月加入公司，2001 年 5 月至 2010 年 6 月任公司董事长，于 2010 年 6 月卸任董事长职务担任公司董事。后于 2017 年 1 月至今，关建辉先生任公司法定代表人、董事长、总经理、标准与创新管理委员会主席。

截至 2018 年 6 月底，公司在职工合计 8,353 人。其中，从岗位分布来看，财务及法务人员 440 人，营销人员 1,205 人，工程人员 494 人，其他专业技术人员 6,214 人；从学历分布来看，本科以下学历 5,339 人，本科学历 2,668 人，硕士及以上学历 346 人；从年龄分布来看，30 岁以下 3,969 人，30~50 岁 3,858 人，50 岁以上 526 人。

总体看，公司高级管理人员具备多年的行业管理经验，有利于公司的长远发展；公司员工学历构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

按照《公司法》及公司章程规定，公司选举了公司董事、监事并聘请了总经理、副总经理、财务总监等高级管理人员，具有健全的组织机构。

按照公司法等规定，公司制定了董事会议事规则，议事规则符合相关、法规和规范性文件的规定。

作为法人独资公司，公司不设股东会，由股东行使相关职能；公司设董事会，董事会成员 5 人，任期三年，其中董事长 1 人，副董事长 1 人，董事 3 人，董事会负责决定公司经营计划、投资方案，制订利润分配方案等重大事项；公司不设监事会，设监事 1 人，由股东委派，任期三年，监事负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督；公司高级管理人员主要负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议等。

总体看，公司法人治理结构相对简单，符合法律要求，公司运作较为规范，能满足公司正常经营需要。

2. 管理体制

截至 2018 年 6 月底，公司设集团总裁办、集团投资发展中心、集团运营与产品中心、集团营销与客户中心、集团财务资金与成本中心、集团人力资源中心、集团信息与数据中心、集团企业事务与品牌中心、集团审计监察与法务中心、集团延伸与协同业务管理中心和集团资本运作中心共 11 个

职能部门。公司下属各部门职能划分明确，管理制度完善，执行情况较好。

子公司管理方面，公司依据对子公司资产控制，行使对子公司的重大事项管理。同时，负有对子公司指导、监督和相关服务的义务。公司通过子公司股东会行使股东权利，委派或选举董事、监事及重要高级管理人员，由公司总经理提名，报董事长审批。控股子公司应当在每个年度结束时拟定下一年度的生产经营计划和预算，并配合公司做好上一年度的财务审计和财务决算。控股子公司应当每个月向本公司报告生产经营情况和财务报表。

财务与资金运作方面，集团财务资金与成本中心下设财务中心、资金中心、成本中心，主要负责通过利润及现金规划及管理、准确的会计信息加工与分析，为公司提供决策信息；结合经营目标，通过资金筹措规划及融资管理为公司提供充足的资金来源；统筹全集团合同管理，进行全集团各项目成本规划、建设过程成本监控及分析。

投资管理方面，公司制定了严格的管理制度，投资发展中心下设拓展管理中心及城市更新管理中心。投资拓展管理中心通过土地政策及行业趋势研究，研发土地信息化供给和业务策略，匹配公司经营目标获取项目；城市更新管理中心统筹公司中长期项目转化，为公司长期发展提供充足、优质、价廉的土地储备。

运营管理方面，公司运营与产品中心下设运营管控办公室、项目管理中心、设计研发中心、工程招标中心、材料采购中心等；由运营管控办公室负责统筹项目前期运营决策定位，协调项目运营全生命周期的设计、生产和招采工作，推进工业化研究，构建施工技术管理体系，对运营链条工作与技术标准进行评审管控；由项目管理中心负责统筹各项目工程质量管理，构建工程质量管理体系等；由设计研发中心负责研究市场趋势及客户需求，研发新产品及产品线等；由工程招标中心负责统筹建筑、工程类招标管理事宜，提供优质供应商资源，建立优化招标平台等；由材料采购中心负责统筹建筑、工程类材料的采购与供应等。

总体看，公司职能部门齐全，内部管理制度较完善，实际运行情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发及销售。2015~2017 年，公司营业收入分别为 144.41 亿元、167.97 亿元和 234.64 亿元，年均复合增长 27.47%，主要系物业开发收入逐年增长所致；净利润分别为 16.08 亿元、21.87 亿元和 43.31 亿元，年均复合增长 64.11%，2017 年净利润大幅增长，主要系业务规模扩大所致。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
物业开发	139.94	96.90	30.67	161.95	96.41	30.43	228.19	97.25	32.07
物业租赁	2.63	1.82	51.21	3.06	1.82	56.48	2.93	1.25	44.41
物业管理	1.84	1.28	21.59	2.96	1.77	21.06	3.52	1.50	17.62
合计	144.41	100.00	30.93	167.97	100.00	30.74	234.64	100.00	32.01

资料来源：公司提供

从收入构成来看，2015~2017 年，公司物业开发收入逐年增长，主要系结转面积逐年增加所致，收入占比维持在 96%以上；物业租赁收入波动增长，2016 年同比增长主要系租赁面积增加、租金水平上涨所致，2017 年同比减少主要系部分物业转为自用所致，收入占比不足 2%；物业管理收入逐

年增长，主要系公司交付的楼盘逐年增多、管理物业面积增加所致，收入占比不足 2%。公司以物业开发为主要收入来源。

从毛利率来看，2015~2017 年，公司物业开发毛利率分别为 30.67%、30.43%和 32.07%，波动幅度较小；物业租赁毛利率波动下降，随着公司更多物业转为自用，2017 年公司物业租赁收入减少但成本固定，导致毛利率同比下降；物业管理毛利率逐年下降，2017 年同比下降较显著，主要系业务快速扩张，新增项目成本较高所致。近三年，公司综合毛利率分别为 30.93%、30.74%和 32.01%，基本保持稳定。

2018 年 1~6 月，公司营业收入 105.56 亿元，较上年同期增长 18.47%，主要系项目结转规模扩大所致；随着收入规模扩大，公司实现净利润 14.59 亿元，较上年同期增长 16.35%。

总体看，公司收入主要来自物业开发，近三年公司收入和利润规模逐年增长，毛利率基本保持稳定。

2. 土地储备

从土地储备策略来看，公司结合自身品牌形象和品牌定位，重点深耕广州、佛山、珠海等珠三角优质城市，除珠三角地区以外，长沙土地储备规模也较大。

从土地获取方式来看，公司通过多种方式获取：参与政府组织的招标、拍卖及挂牌出让、城市更新改造、一级开发、合作以及公司收购。随着土地招拍挂竞争的加剧，公司通过收并购方式获取的土地储备增加，未来公司将以收并购和城市更新改造为主要拿地方式。

公司土地储备指已取得土地证但尚未开工的项目。2015~2017 年，公司土地投资持续加大，新增土地储备面积逐年增长。2015 年，公司新增土地储备主要位于广州、佛山和珠海等城市，楼面单价相对较高；2016 年，公司新增土地储备主要位于广州、佛山、珠海、东莞等地，楼面单价有所下降；2017 年，公司在广州、佛山、珠海、中山、清远等地的土地储备进一步拓展，新增土地储备规模增长，但平均楼面单价有所下降，主要系公司在中山、清远等地以较低的成本通过收购方式获取了较大规模的土地储备所致；2018 年 1~6 月，公司主要通过收购方式获取位于佛山、珠海、东莞和清远的土地储备。公司新增土地储备仍主要位于珠三角地区。

表 6 公司新增土地储备情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
新增土地储备面积	221.29	391.46	498.53	148.97
土地投资金额	136.91	178.23	169.14	49.71
平均楼面单价	6,186.90	4,552.96	3,392.86	3,337.11

资料来源：公司提供

截至 2018 年 6 月底，公司共拥有 20 个项目的土地储备，权益建筑面积合计 401.53 万平方米，土地储备较充裕，能够满足未来一段时间的开发需要。公司土地储备主要分布在广州、佛山、珠海、东莞、清远等珠三角城市和长沙，除长沙外均布局在珠三角一、二线城市及其外围城市。公司位于长沙和清远的土地储备规模较大，土地成本低，公司计划长期持有逐步开发，项目未来销售前景存在一定不确定性。

表 7 截至 2018 年 6 月底公司土地储备情况（单位：个、万平方米、%、元/平方米）

项目	清远	佛山	长沙	广州	惠州	珠海	东莞	合计
项目数量	6	2	2	5	1	2	2	20

权益建筑面积	275.36	39.37	32.88	30.75	11.90	7.18	4.09	401.53
权益建筑面积占比	68.58	9.81	8.19	7.66	2.96	1.79	1.02	100.00
楼面均价	708.45	5,513.98	791.56	11,218.08	3,763.44	2,284.22	1,289.79	--

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。

总体看，公司土地储备主要位于珠三角地区和长沙，土地储备规模尚可，但公司位于清远的土地储备规模占比较大，项目未来销售前景存在一定不确定性。

3. 项目建设开发情况

公司采用总公司、地区分公司、项目公司的三层管理架构，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体。

公司对工程建设进行严格进度管控，每个项目在获取时就已经制定完整开发和销售计划。每年年初公司依据项目计划和预计销售进度对当年建设目标按照区域和项目公司进行分解，并落实到每个项目的开发进度，一般从土地获取到楼盘交付，33层以下住宅建设周期为728天。公司各个部门配合建设计划制定相应的设计、招标和采购计划，以确保土建工作顺利进行；地区分公司定期汇报现有项目的建设、销售等情况，由公司相关部门动态调整建设计划，以适应市场变化；公司本部财务中心进行季度滚动调整，不断修正年度资金计划，减少资金占压情况。

从公司项目开发建设情况来看，2015~2017年，随着拿地规模的扩大，公司开发节奏加快，新开工面积逐年增长，2017年达443.00万平方米。2018年1~6月，公司新开工面积340.60万平方米。近年来，公司开发规模快速扩大，截至2018年6月底，公司期末在建面积达1,138.80万平方米，能够为公司未来一段时期的销售形成支撑。

表8 公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~6月
新开工面积	260.00	318.30	443.00	340.60
期末在建面积	452.04	579.13	901.47	1,138.80

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6月底，公司在建项目共43个，分布在珠三角地区和长沙，以一、二线城市为主，权益建筑面积合计871.10万平方米。公司在建项目预计总投资金额934.75亿元，累计已投资436.90亿元，考虑到公司需持续进行项目拓展以扩大规模，公司面临较大的资本支出压力。

表9 截至2018年6月底公司在建项目情况（单位：个、万平方米、%）

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	9	161.23	120.28	175.91	106.80
佛山	6	209.96	165.75	221.82	175.06
珠海	6	91.79	52.64	124.75	32.17
清远	7	231.64	228.32	112.50	46.50
东莞	4	71.21	45.37	80.03	48.73

惠州	3	123.63	75.90	77.21	4.90
长沙	3	73.44	65.00	39.65	8.78
江门	3	113.21	76.10	60.61	5.63
中山	2	62.69	41.75	42.27	8.33
合计	43	1,138.80	871.10	934.75	436.90

资料来源：公司提供，联合评级整理

注：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。

总体看，随着公司拿地规模扩大，近三年公司加快开发节奏，新开工面积和竣工面积逐年增长，在建项目规模较大，能够满足公司未来一段时间销售需要，公司面临较大的资本支出压力。

4. 房产销售情况

从销售模式看，公司 2015 年之前均采用代理方式销售，销售以地区分公司为主导，自 2015 年 3 月份起公司下辖项目的销售开始采取自销的方式，加强集团本部管控，公司计划未来采取自销方式进行房产销售。销售开始前，地区分公司的销售和营销部门根据当地市场信息制定预先推广、销售和定价计划，报公司集团本部审批，一般项目获取土地 8~9 个月后达到预售条件。

从销售计划的制定和考核来看，公司年初会依据可售面积、可售金额、公司战略以及市场情况制定年度销售计划，并按制定计划对地区分公司的销售和营销部门进行考核。

从销售价格来看，公司参考周边对标项目价格、成本利润率目标及市场行情走势等因素确定楼盘销售价格，公司以刚需住宅为发展方向，追求快周转和稳定的利润率。

受广东省区域房地产行业调控政策影响，金融机构对于商品房按揭贷款额度下降、贷款审核周期延长，受此影响，部分具备良好资信及还款能力的客户采取分期付款方式购置物业，导致近年来公司采用分期付款的客户比例增加，应收账款规模较大，对公司资金形成占用。

从区域分布来看，2015~2017 年，广州和佛山房地产项目始终是公司合同销售额的主要来源。2016 年，公司来自佛山和珠海的销售额大幅增长，主要系公司把握佛山、珠海房地产市场景气度大幅上升的机遇放量销售所致。清远作为广州周边城市，是公司近年来重点拓展的地区之一，销售额持续增长。2016~2017 年，长沙地区销售额大幅增长，成为公司销售额重要来源。2017 年，公司位于东莞和惠州的项目开始销售，其中东莞地区销售额规模较大。2018 年 1~6 月，广州和佛山仍是公司销售金额的主要来源，分别为 91.37 亿元和 95.95 亿元。

表10 公司分地区合同销售金额情况（单位：亿元）

地区	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
广州	73.16	81.50	129.25	91.37
佛山	48.39	105.46	141.66	95.95
珠海	41.79	67.36	45.86	30.76
中山	8.01	2.86	12.57	3.22
清远	14.86	16.70	24.34	17.14
长沙	8.87	19.40	29.03	5.59
东莞	--	--	29.81	12.33
惠州	--	--	3.77	0.74
江门	--	--	--	2.92
合计	195.08	293.28	416.29	260.02

资料来源：公司提供

从销售情况来看，2015~2017 年，随着开发规模的扩大，公司合同销售面积及合同销售金额逐年快速增长，分别年均复合增长 14.17%和 46.08%，2017 年合同销售面积达 282.20 万平方米，合同销

售金额达 416.29 亿元。公司项目主要定位于刚需产品，2015 年平均售价相对较低；2016 年受佛山房价快速上涨影响，平均售价回升；2017 年，广州、佛山、珠海、东莞等地销售面积占比较高，平均售价进一步上升。2018 年 1~6 月，公司合同销售面积和销售金额分别为 150.83 万平方米和 260.02 亿元，平均售价进一步上升。

表11 公司项目销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
合同销售面积	216.50	247.30	282.20	150.83
合同销售金额	195.08	293.28	416.29	260.02
平均售价	9,010.62	11,859.28	14,751.59	17,239.28

资料来源：公司提供

从去化情况来看，截至 2018 年 6 月底，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。公司在售项目较多、剩余可售面积较充裕，地区分布较均衡，但考虑广州、佛山、珠海、东莞等珠三角核心城市出台了严格的房地产调控政策，投资和投机性购房需求下降，可能对公司项目销售回款产生一定不利影响。

总体看，近三年公司销售面积和销售金额逐年快速增长，销售区域主要集中于广州、佛山和珠海等珠三角地区，剩余可售面积可以满足未来一段时间销售需求；公司项目整体去化情况良好，但考虑到珠三角核心城市出台了严格的房地产调控政策，可能对公司未来销售及回款产生不利影响。

5. 自持物业情况

公司主要进行住宅开发，自持物业主要包括时代地产中心和时代倾城(中山)第 26 栋购物中心。截至 2018 年 6 月底，公司自有物业出租中，自用的建筑面积约为 25,420 平方米，租赁给独立第三方的建筑面积 58,285 平方米。2015~2017 年，公司分别实现租赁收入 2.63 亿元、3.06 亿元和 2.93 亿元，2017 年租赁收入下降，主要系随着公司经营规模扩大、自用物业的需求增加，公司将部分租赁物业转为自用物业所致。

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。时代地产中心租赁协议期限一般为三年，租金通常按现行市场价格确定。2016 年，时代倾城(中山)第 26 栋购物中心由公司开发产品转为投资性房地产。公司依托房地产开发经验，承租预计价格及市场租金在长期内将会上涨的物业，并通常与出租人签订了 6 个月至 50 年不等的租赁合同。同时，公司与租户订立普通为期一至三年的短期租约，可以在租约到期后根据现行市场情况灵活调整租金。

总体看，公司自持物业租金收入波动增长，但由于公司主要以住宅开发为主要运营产品，其自持物业规模较小，对公司营业收入影响较小。

6. 关联交易

关联交易方面，2017 年，公司向关联方租赁办公场地，获得收入 129.50 万元。公司为合作开发的项目公司提供了一定规模的担保，截至 2017 年底，对合营企业的关联担保金额为 28.05 亿元。

关联往来方面，截至 2017 年底，公司应收关联方款项余额合计 54.27 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 52.29 亿元，应收其他关联方款项 0.99 亿元。公司应付关联方款项余额合计 48.65 亿元，其中应付母公司款项 5.89 亿元，应付合营企业款项 41.51 亿元，

应付其他关联方款项 1.25 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。

总体看，公司合作开发的项目较多，为合营企业提供了较大规模的关联担保，与合营及联营企业之间有一定的关联往来。

7. 经营效率

公司主营刚需住宅产品销售，注重周转效率。2015~2017 年，公司存货周转次数分别为 0.47 次、0.42 次和 0.40 次，流动资产周转次数分别为 0.42 次、0.34 次和 0.32 次，总资产周转次数分别为 0.37 次、0.30 次和 0.28 次，受开发规模快速扩大影响，公司经营效率指标逐年小幅下降。从同行业比较来看，公司经营效率指标处于行业中上水平。

表 12 2017 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
大名城	0.20	0.22	0.18
信达地产	0.26	0.25	0.22
广宇发展	0.43	0.52	0.48
中粮地产	0.27	0.24	0.21
滨江集团	0.38	0.28	0.25
公司	0.40	0.32	0.28

资料来源：Wind 资讯，审计报告。

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

总体看，随着公司快速发展，公司经营效率指标有所下降但基本保持稳定，整体经营效率较好。

8. 经营关注

（1）长沙和清远的土地储备规模较大，未来销售存在一定不确定性

公司位于长沙和清远的土地储备规模较大，项目面积大，土地成本低，公司计划长期持有逐步开发，未来项目的开发销售情况存在一定不确定性。

（2）项目所在城市大多出台了严格的房地产调控政策

公司项目主要位于广州、佛山、珠海、东莞等珠三角核心城市，上述城市均出台了严格的房地产调控政策，在限购、限贷、限价等调控政策影响下，投资和投机性购房需求下降，商品房定价受到限制，对公司项目销售产生一定不利影响。

9. 未来发展

未来 3~5 年，公司将积极拓展新的高增长潜力城市，并大力提升所进入区域的市场份额与地位。公司将增强在广东省多个城市的领先地位并扩大在湖南省的市场份额，并将业务扩展到广东省的其他具有高增长潜力的城市。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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年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。公司财务报表按照财政部颁布的最新《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、解释及其他相关规定编制。2015~2017 年，公司合并范围发生一定变化（见下表），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，公司财务数据仍具有可比性。公司 2018 年 1~6 月财务报表未经审计。

表 13 公司合并范围变化（单位：家）

时间	变动方向	变动原因	变动子公司数量
2015 年	增加	同一控制下企业合并	7
		非同一控制下企业合并	1
		新设	29
	减少	处置子公司	1
2016 年	增加	非同一控制下企业合并	13
		新设	58
	减少	处置子公司	1
2017 年	增加	非同一控制下企业合并	19
		新设	70
	减少	处置子公司	6
		注销子公司	1
2018 年 1~6 月	增加	非同一控制下企业合并	16
		新设	39
	减少	处置子公司	5

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司合并资产总额 991.93 亿元，负债合计 647.80 亿元，所有者权益（含少数股东权益）344.13 亿元，其中归属于母公司所有者权益 220.04 亿元。2017 年，公司实现营业收入 234.64 亿元，净利润（含少数股东损益）43.31 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 36.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额-24.64 亿元，现金及现金等价物净增加额 49.34 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额 1,121.37 亿元，负债合计 747.97 亿元，所有者权益（含少数股东权益）373.39 亿元，其中归属于母公司所有者权益 234.44 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 105.56 亿元，净利润（含少数股东损益）14.59 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 14.96 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.20 亿元，现金及现金等价物净增加额-8.48 亿元。

2. 资产质量

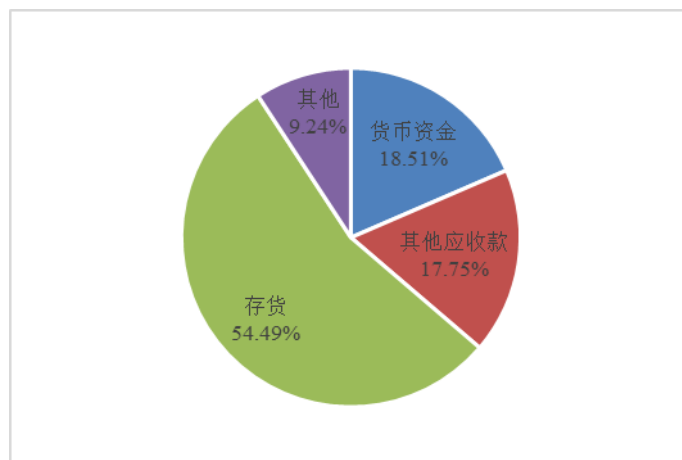
2015~2017 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长率为 48.53%，主要系流动资产增加所致。截至 2017 年底，公司资产总额 991.93 亿元，较年初增长 44.40%；其中流动资产占比 89.23%，非流动资产占比 10.77%，公司资产以流动资产为主。

（1）流动资产

2015~2017 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 48.76%，主要系存货增长所致。截至 2017 年底，公司流动资产 885.11 亿元，较年初增长 50.90%；流动资产主要由货币资金（占比 18.51%）、其

他应收款（占比17.75%）和存货（占比54.49%）构成。

图6 截至2017年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

2015~2017年，公司货币资金规模逐年增长，年均复合增长38.15%。截至2016年底，公司货币资金较年初增长33.54%，主要系项目销售回款增加所致。截至2017年底，公司货币资金163.88亿元，较年初增长42.91%，主要系筹资活动现金流入增加所致，其中银行存款占比近100.00%；使用受限的货币资金合计29.44亿元，占比17.96%，主要为房地产预售款受限资金（占比82.02%）和贷款监控户受限资金（占比14.30%）。

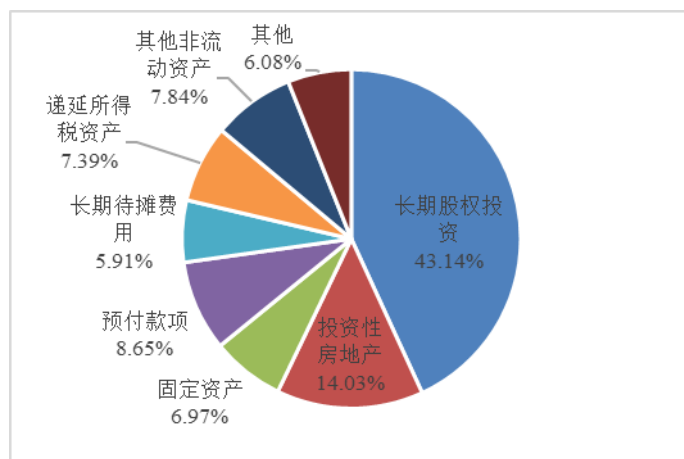
2015~2017年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长185.79%。截至2016年底，公司其他应收款较年初大幅增长279.67%，主要系应收少数股东款项、应收保证金/项目定金、应收母公司款项和应收合作方往来款大幅增长所致。截至2017年底，公司其他应收款账面价值157.15亿元，较年初增长115.13%，主要系应收合营企业款项增加所致；从构成来看，主要由应收合营企业款项（占比30.31%）、应收少数股东款项（占比26.65%）、应收保证金/项目定金（占比19.43%）和应收合作方往来款（占比17.44%）构成；从账龄来看，账龄1年以内的占比75.03%，账龄1年至2年的占比21.72%，整体账龄尚可；公司未对其他应收款计提坏账准备，考虑到款项性质，坏账风险较小；从集中度来看，前五大其他应收款合计占比31.52%，集中度较高。

2015~2017年，公司存货规模逐年增长，年均复合增长45.32%，主要系公司房地产开发业务增长速度较快所致。截至2017年底，公司存货账面价值482.28亿元，较年初增长51.12%；其中开发成本占比88.90%，开发产品占比8.25%，拟开发土地占比2.85%；公司未对存货计提跌价准备，考虑到公司位于长沙和清远的土地储备规模较大且公司计划长期持有逐步开发，项目未来销售前景存在一定不确定性，公司存货面临一定跌价风险；公司存货中受限部分57.58亿元，用于借款担保，占比11.94%。

（2）非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产规模逐年增长，年均复合增长46.67%，主要系长期股权投资增长所致。截至2017年底，公司非流动资产106.82亿元，较年初增长6.40%；非流动资产主要由长期股权投资（占比43.14%）、投资性房地产（占比14.03%）、固定资产（占比6.97%）、预付款项（占比8.65%）、长期待摊费用（占比5.91%）、递延所得税资产（占比7.39%）和其他非流动资产（占比7.84%）构成。

图 7 截至 2017 年底公司非流动资产构成



资料来源：审计报告

2015~2017 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 337.99%。截至 2016 年底，公司长期股权投资 27.21 亿元，较年初增长 1,032.71%，主要系 2016 年新增对广州市璟竣投资有限公司、广州大业投资有限公司、深圳市一号仓科创技术有限公司等联营或合营企业股权投资所致。截至 2017 年底，公司长期股权投资 46.08 亿元，较年初增长 69.36%，主要系新增对中山市金沙实业股份有限公司、广州东康药业有限公司、珠海骏龙汽车制造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。

2015~2017 年，公司投资性房地产规模波动增长，年均复合增长 5.25%。截至 2016 年底，公司投资性房地产 15.98 亿元，较年初增长 18.14%，主要系开发产品时代倾城（中山）第 26 栋购物中心用于对外经营出租，确认为投资性房地产所致。截至 2017 年底，公司投资性房地产 14.98 亿元，较年初减少 6.24%，主要系账面价值 1.46 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 7.27 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 48.51%。

公司固定资产以房屋与建筑物为主。2015~2017 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 30.14%，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。截至 2017 年底，公司固定资产 7.44 亿元，较年初增长 26.12%；公司固定资产累计计提折旧 1.41 亿元，成新率 84.11%，成新率尚可；账面价值 3.68 亿元的固定资产被用于借款担保，占比 49.52%，受限程度较高。

非流动资产中的预付款项主要为预付土地出让金及预付股权收购款。2015~2017 年，公司非流动资产中的预付款项波动增长，年均复合增长 22.85%。截至 2016 年底，公司非流动资产中的预付款项 14.78 亿元，较年初增长 141.24%，主要系公司非同一控制下企业合并增加，预付股权收购款大幅增长所致。截至 2017 年底，公司非流动资产中的预付款项 9.24 亿元，较年初减少 37.44%，主要系部分预付的股权受让款对应的股权转让交易已完成所致。

公司长期待摊费用系经营性租入固定资产改良支出。2015~2017 年，公司长期待摊费用波动增长，年均复合增长 6.14%。截至 2016 年底，公司长期待摊费用 6.49 亿元，较年初增长 15.78%，主要系收购子公司所致。截至 2017 年底，公司长期待摊费用 6.31 亿元，较年初减少 2.69%，主要系处置子公司所致。

2015~2017 年，公司递延所得税资产逐年增长，年均复合增长 68.83%。截至 2016 年底，公司递延所得税资产较年初增长 26.91%，主要系可抵扣税务亏损和预提的土地增值税产生的可抵扣暂时性差异增加所致。截至 2017 年底，公司递延所得税资产 7.89 亿元，较年初增长 124.60%，主要系可供

以后年度抵扣的递延收益产生的可抵扣暂时性差异增长所致。

2015~2017 年，公司其他非流动资产波动减少，年均复合减少 24.38%。截至 2016 年底，公司其他非流动资产较年初增长 45.79%，主要系当年新购土地所致。截至 2017 年底，公司其他非流动资产 8.37 亿元，较年初减少 60.77%，主要系拟开发土地减少所致；公司其他非流动资产全部为拟开发土地，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 2017 年底，公司使用权受到限制的资产合计 107.46 亿元，占资产总额的 10.83%，其中受限的货币资金 29.44 亿元，存货 57.58 亿元，长期股权投资 9.49 亿元，投资性房地产 7.27 亿元，固定资产 3.68 亿元，公司资产受限程度较低。

截至 2018 年 6 月底，公司资产总额 1,121.37 亿元，较年初增长 13.05%，主要系存货、其他应收款和其他流动资产增长所致；其中，存货较年初增长 4.39%，主要系房地产开发投入增加所致；其他应收款较年初增长 46.53%，主要系随着业务拓展，相关的项目定金、土地保证金、应收合作方款项、应收联营合营公司款项亦随之增多所致；其他非流动资产较年初增长 255.28%，主要系公司业务规模逐步扩大，拟开发土地增加所致。资产结构中，流动资产占比 88.30%，非流动资产占比 11.70%，资产结构较年初变化不大。

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。

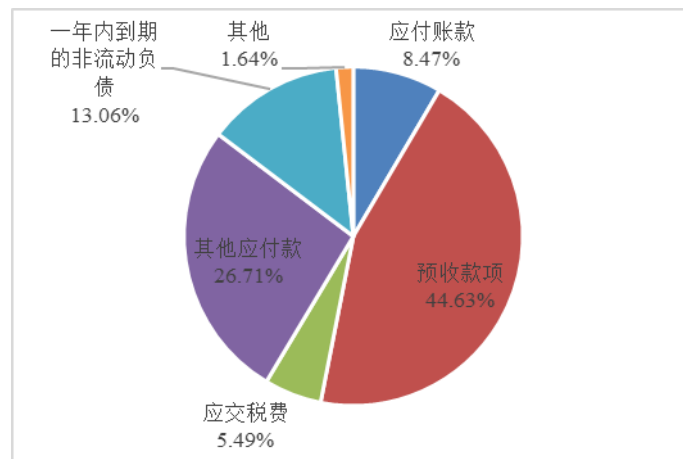
3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2015~2017 年，公司负债规模持续增长，年均复合增长 44.59%，主要系流动负债增加所致。截至 2017 年底，公司负债合计 647.80 亿元，较年初增长 38.02%；其中流动负债占比 69.85%，非流动负债占比 30.15%，公司负债以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债规模逐年增长，年均复合增长 50.84%。截至 2016 年底，公司流动负债较年初增长 58.40%，主要系预收款项和其他应付款增加所致。截至 2017 年底，公司流动负债 452.46 亿元，较年初增长 43.63%，主要系预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致；流动负债主要由应付账款（占比 8.47%）、预收款项（占比 44.63%）、应交税费（占比 5.49%）、其他应付款（占比 26.71%）和一年内到期的非流动负债（占比 13.06%）构成。

图 8 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：审计报告

2015~2017 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 1.59%。截至 2016 年底，公司应付账款 31.90 亿元，较年初下降 14.13%，主要系 2016 年结算工程款增加所致。截至 2017 年底，公司应付账款 38.34 亿元，较年初增长 20.19%，主要系应付工程款增加所致；公司应付账款全部为应付建筑工程款。

2015~2017 年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 41.02%，主要系预收房款持续增长所致。截至 2017 年底，公司预收款项 201.93 亿元，较年初增长 21.47%；公司预收款项主要由预收房款构成，占比 99.53%，其余为预收物业管理费和预收租金。

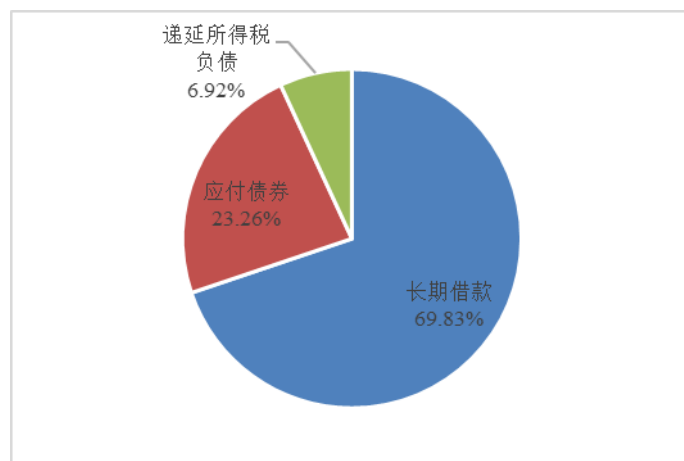
2015~2017 年，公司应交税费逐年增长，年均复合增长 34.92%。截至 2016 年底，公司应交税费较年初增长 14.02%，主要系土地增值税增加所致。截至 2017 年底，公司应交税费 24.83 亿元，较年初增长 59.64%，主要系应交土地增值税和企业所得税增长所致。

2015~2017 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 73.67%。截至 2016 年底，公司其他应付款较年初增长 127.82%，主要系应付少数股东款项大幅增加所致。截至 2017 年底，公司其他应付款 120.86 亿元，较年初增长 32.39%，主要系应付合营企业款项增长所致；公司其他应付款主要由应付合营企业款项（占比 34.35%）、应付少数股东款项（占比 27.27%）和应付合作公司往来款（占比 22.51%）构成。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 340.83%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债较年初增长 50.05%，主要系一年内到期的信用借款增加所致。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 59.10 亿元，较年初增长 1,195.18%，主要系“15 时代债”和“15 时代 01”转入所致。

2015~2017 年，公司非流动负债规模逐年增长，年均复合增长 32.65%。截至 2016 年底，公司非流动负债较年初增长 39.06%，主要系应付债券增加所致。截至 2017 年底，公司非流动负债 195.34 亿元，较年初增长 26.55%，主要系长期借款规模增长所致；非流动负债由长期借款（占比 69.83%）、应付债券（占比 23.26%）和递延所得税负债（占比 6.92%）构成。

图 9 截至 2017 年底公司非流动负债构成



资料来源：审计报告

2015~2017 年，公司长期借款规模逐年增长，年均复合增长 62.35%，主要系随着公司经营规模扩大资金需求增加所致。截至 2017 年底，公司长期借款 136.40 亿元，较年初增长 107.12%；长期借款中，抵押借款占比 30.33%，质押借款占比 28.93%，信用借款占比 27.42%，担保借款占比 13.32%；从长期借款期限分布来看，2 年内到期（含 2 年）占比 31.01%，3 到 5 年内到期（含 3 年和 5 年）

占比 67.17%，5 年以上占比 1.82%，分布较为平均。

2015~2017 年，公司应付债券波动下降，年均复合下降 4.25%。截至 2016 年底，公司应付债券 79.51 亿元，较年初增长 60.43%，主要系公司发行“16 时代 01”所致；截至 2017 年底，公司应付债券 45.43 亿元，较年初减少 42.86%，主要系“15 时代债”和“15 时代 01”转入一年内到期的非流动负债所致；公司应付债券情况如下表所示：

表 14 截至 2017 年底公司应付债券情况（单位：%、亿元）

债券简称	发行日期	债券期限	票面利率	发行净额	年末余额
15 时代债	2015/07/10	3+2 年	6.75	19.76	19.87
15 时代 01	2015/10/26	3 年	7.85	29.75	29.94
16 时代 01	2016/01/18	2+1 年	7.88	29.75	29.92
17 时代 01	2017/09/08	2+1 年	7.75	4.83	4.85
17 时代 02	2017/09/08	3+2 年	8.20	10.62	10.66

资料来源：审计报告

2015~2017 年，公司递延所得税负债波动增长，年均复合增长 18.02%，主要系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波动增长所致。截至 2017 年底，公司递延所得税负债 13.51 亿元，较年初增长 50.13%，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。

2015~2017 年，公司全部债务总额逐年增长，年均复合增长 51.94%。截至 2017 年底，公司全部债务 242.16 亿元，较年初增长 61.40%，主要系长期借款规模增长所致；全部债务中，短期债务占比 24.91%，长期债务占比 75.09%，公司债务结构以长期债务为主。2015~2017 年，公司资产负债率分别为 68.91%、68.33%和 65.31%，逐年下降，主要系所有者权益规模逐年快速增长所致；全部债务资本化比率分别为 42.87%、40.81%和 41.30%，波动下降，其中 2016 年下降主要系所有者权益规模扩大所致，2017 年小幅上升主要系债务规模快速增长所致；长期债务资本化比率分别为 42.02%、40.05%和 34.57%，逐年下降。整体看，公司债务负担适中，债务结构合理。

截至 2018 年 6 月底，公司负债合计 747.97 亿元，较年初增长 15.46%，主要系预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致；其中，流动负债占比 74.51%，非流动负债占比 25.49%，流动负债占比进一步提高。

截至 2018 年 6 月底，公司全部债务 271.82 亿元，较年初增长 12.25%，主要系借款增多所致；其中，短期债务占比 36.31%，长期债务占比 63.69%，短期债务占比有所提升，主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2018 年 6 月底，公司资产负债率为 66.70%，较年初增加 1.39 个百分点；全部债务资本化比率为 42.13%，较年初增加 0.83 个百分点；长期债务资本化比率为 31.68%，较年初减少 2.90 个百分点。公司债务负担有所加重，但仍属适中水平。

总体看，公司负债规模逐年增长，负债结构以流动负债为主；公司债务负担适中，债务结构以长期债务为主，债务结构合理。

（2）所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益分别为 139.77 亿元、217.58 亿元和 344.13 亿元，年均复合增长 56.91%，少数股东权益快速增长；其中实收资本年均复合增长 51.77%，主要系公司于 2017 年增资所致；资本公积年均复合增长 30.70%，主要系不丧失控制权处置子公司部分股权和少数股东投入资本所致；少数股东权益年均复合增长 139.78%，主要系并表的合作开发项目增加所致。截至 2017

年底，归属于母公司所有者权益占所有者权益总额的 63.94%，占比一般；归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 6.35%，资本公积占比 48.65%，盈余公积占比 4.46%，未分配利润占比 39.89%，资本公积和未分配利润占比较大。公司权益稳定性较为一般。

截至 2018 年 6 月底，公司所有者权益合计 373.39 亿元，较年初增长 8.50%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致；所有者权益规模和结构较年初变动不大。

总体看，近三年，公司所有者权益规模大幅增长，权益稳定性较为一般。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司分别实现营业收入 144.41 亿元、167.97 亿元和 234.64 亿元，随着公司业务规模的扩大和项目的陆续结转，营业收入年均复合增长 27.47%；同期，公司分别实现净利润 16.08 亿元、21.87 亿元和 43.31 亿元，年均复合增长 64.11%，增速快于营业收入增速，主要系费用增长相对较慢及营业外收入增长较快所致；公司分别实现归属于母公司所有者的净利润 14.78 亿元、21.44 亿元和 36.23 亿元。

从期间费用来看，2015~2017 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 19.69%，主要系销售费用和管理费用增长所致。2017 年，公司费用总额中销售费用占比 44.84%，管理费用占比 42.47%，财务费用占比 12.69%，以销售费用和管理费用为主。2015~2017 年，公司销售费用年均复合增长 12.79%，主要系随着公司销售规模扩大、推广费用及销售员工工资增加所致；管理费用年均复合增长 38.53%，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；财务费用年均复合增长 1.06%，变动不大，主要系利息资本化所致。近三年，公司费用收入比分别为 6.69%、7.73% 和 5.90%，呈波动下降趋势。

从利润构成来看，2015~2017 年，营业外收入占利润总额的比例分别为 0.57%、1.60%和 8.92%，逐年增加，2017 年增长较快主要系公司取得合营企业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产生的收益 3.53 亿元所致；公允价值变动收益、投资收益对公司利润水平影响很小，公司利润大部分来自主营业务。

从盈利指标来看，2015~2017 年，公司营业利润率分别为 22.17%、24.80%和 27.89%，逐年提高；总资本收益率分别为 8.79%、7.93%和 9.77%，总资产报酬率分别为 6.19%、5.55%和 7.18%，净资产收益率分别为 14.17%、12.24%和 15.42%，均呈波动上升趋势。与同行业上市公司相比，公司盈利能力指标处于行业中上水平。

表 15 房地产开发类上市公司 2017 年盈利指标（单位：%）

股票简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
大名城	30.57	12.58	4.61
滨江集团	30.40	12.64	5.62
信达地产	28.16	10.72	3.93
广宇发展	27.87	36.33	6.67
中粮地产	36.33	15.10	4.77
公司	32.01	15.42	7.18

资料来源：Wind 资讯，审计报告。

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

2018 年 1~6 月，公司营业收入 105.56 亿元，同比增长 18.47%，主要系项目结转规模增长所致；净利润 14.59 亿元，同比增长 16.35%，其中归属于母公司所有者的净利润 14.96 亿元。

总体看，2015~2017 年，公司营业收入和净利润逐年增长，利润大部分来自主营业务，盈利能力

指标整体呈上升态势，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，2015~2017 年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 40.03%，主要系销售物业收到现金流入增长所致。2015~2017 年，公司经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 29.32%，主要系公司加大了获取土地储备和房地产开发的规模所致。2015~2017 年，公司经营活动现金流量净额分别为-40.63 亿元、-5.41 亿元和-24.64 亿元，持续净流出。

从投资活动来看，2015 年，公司投资活动现金流入规模较小；2016 年，公司投资活动现金流入 7.36 亿元，主要系处置合营或联营企业收到的现金；2017 年，公司投资活动现金流入-4.39 亿元，主要系处置子公司亏损所致。2015~2017 年，公司投资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 123.50%，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。2015~2017 年，公司投资活动现金流量净额分别为-15.02 亿元、-41.51 亿元和-79.43 亿元，净流出规模逐年扩大。

从筹资活动来看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 22.59%；2017 年，公司筹资活动现金流入 234.11 亿元，同比增长 61.76%，主要系取得借款及发行债券收到的现金增长所致。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长 1.03%；2017 年，公司筹资活动现金流出 80.70 亿元，同比增长 35.61%，主要系支付合作公司款项及分配股利或偿付利息支付的现金增长所致。2015~2017 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 76.71 亿元、85.22 亿元和 153.41 亿元，净流入规模逐年扩大。

2018 年 1~6 月，公司经营活动产生的现金流量净额 0.20 亿元，投资活动产生的现金流量净额-47.96 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 39.28 亿元。

总体看，因公司拿地和项目开发等相关款项支出规模较大，公司经营性现金流呈净流出状态；因公司合作开发及购买子公司股权规模增长，投资活动现金流呈净流出状态；公司现金流主要依赖筹资活动，存在较大的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 2.01 倍、1.86 倍和 1.96 倍，波动下降，主要系公司负债结构中流动负债占比上升所致；速动比率分别为 0.86 倍、0.85 倍和 0.89 倍，波动上升；现金短期债务比分别为 23.91 倍、24.49 倍和 2.72 倍，波动下降但仍处于较好水平，2017 年下降较多主要系“15 时代债”和“15 时代 01”转入一年内到期的非流动负债所致；经营现金流动负债比率分别为-20.43%、-1.72%和-5.45%，经营活动产生的现金流量净额无法对流动负债形成保障。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司 EBITDA 逐年增长，年均复合增长 57.80%，主要系利润总额增长所致。2017 年，公司 EBITDA 为 61.52 亿元，同比增长 89.66%；其中折旧占比 0.73%，摊销占比 1.32%，计入财务费用的利息支出占比 5.38%，利润总额占比 92.58%。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 3.47 倍、3.27 倍和 4.18 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较好；EBITDA 全部债务比分别为 0.24 倍、0.22 倍和 0.25 倍，EBITDA 对债务的覆盖程度较好。整体看，公司长期偿债能力较强。

公司与多家商业银行建立了良好合作关系，截至 2018 年 3 月末，公司合并口径获得的金融机构

总授信额度为 455.39 亿元，其中已使用额度为 160.54 亿元，未使用授信额度为 294.85 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2017 年底，公司为商品房购房人提供按揭担保 202.24 亿元；公司对关联方（合营公司）提供的担保合计金额 28.05 亿元，占净资产的比重为 8.15%。公司存在一定的或有负债风险。

截至 2017 年底，公司无涉案金额在 500 万元以上的重大未决诉讼、仲裁案件。

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 2018 年 7 月 3 日，公司无未结清的不良或关注类贷款信息。

总体看，公司短期偿债能力指标尚可，长期偿债能力指标较强，融资渠道畅通，考虑到公司区域竞争力较强、拿地规模持续扩大、整体销售情况良好，公司整体偿债能力很强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2018 年 6 月底，公司全部债务总额 271.82 亿元。本期拟发行债券规模不超过 30.00 亿元，占全部债务的 11.04%，对公司债务负担有一定影响。

以 2018 年 6 月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 30.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 67.57%、44.70%和 35.23%，分别上升 0.87 个百分点、2.57 个百分点和 3.56 个百分点，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。考虑到本期债券募集资金拟全部用于偿还公司债券，实际债务负担将低于上述测算值。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2017 年的财务数据为基础，公司 2017 年的 EBITDA 为 61.52 亿元，为本期公司债券发行额度（30.00 亿元）的 2.05 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。公司 2017 年的经营活动现金流入量为 294.09 亿元，为本期公司债券发行额度（30.00 亿元）的 9.80 倍，对本期债券的覆盖程度较高。

综合上述分析，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，债务负担适中，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，公司对本期债券的偿还能力很强。

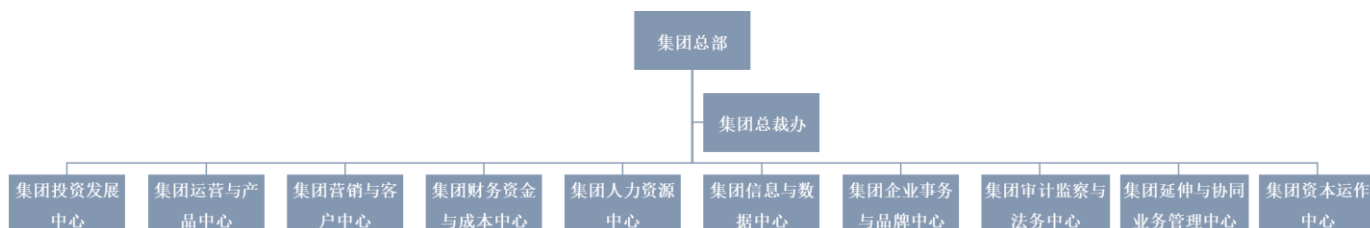
九、综合评价

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珠三角地区，在广东省内具有较高知名度及较强的综合竞争力。近年来公司项目销售规模快速扩大，拿地规模持续增长，资产质量较好，债务水平适中。同时联合评级也关注到房地产调控政策趋严，房产销售项目的去化情况易受外部政策调控的影响，经营性现金流持续净流出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，未来随着项目开发销售的推进，公司经营状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 广州市时代控股集团有限公司 组织结构图



附件 2 广州市时代控股集团有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
资产总额（亿元）	449.64	686.95	991.93	1,121.37
所有者权益（亿元）	139.77	217.58	344.13	373.39
短期债务（亿元）	3.59	4.68	60.33	98.71
长期债务（亿元）	101.31	145.36	181.83	173.11
全部债务（亿元）	104.90	150.04	242.16	271.82
营业收入（亿元）	144.41	167.97	234.64	105.56
净利润（亿元）	16.08	21.87	43.31	14.59
EBITDA（亿元）	24.70	32.43	61.52	--
经营性净现金流（亿元）	-40.63	-5.41	-24.64	0.20
流动资产周转次数（次）	0.42	0.34	0.32	--
存货周转次数（次）	0.47	0.42	0.40	--
总资产周转次数（次）	0.37	0.30	0.28	--
现金收入比率（%）	103.50	137.04	108.86	103.23
总资本收益率（%）	8.79	7.93	9.77	--
总资产报酬率（%）	6.19	5.55	7.18	--
净资产收益率（%）	14.17	12.24	15.42	--
营业利润率（%）	22.17	24.80	27.89	23.69
费用收入比（%）	6.69	7.73	5.90	7.64
资产负债率（%）	68.91	68.33	65.31	66.70
全部债务资本化比率（%）	42.87	40.81	41.30	42.13
长期债务资本化比率（%）	42.02	40.05	34.57	31.68
EBITDA 利息倍数（倍）	3.47	3.27	4.18	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.22	0.25	--
流动比率（倍）	2.01	1.86	1.96	1.78
速动比率（倍）	0.86	0.85	0.89	0.87
现金短期债务比（倍）	23.91	24.49	2.72	1.63
经营现金流动负债比率（%）	-20.43	-1.72	-5.45	0.04
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.82	1.08	2.05	--

注：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。

附件 3 有关财务指标的计算公式

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]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
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	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 / (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	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次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/本次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/本次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

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+应付短期债券+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

附件 4 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。

联合信用评级有限公司关于 广州市时代控股集团有限公司 2018 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年广州市时代控股集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

广州市时代控股集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。广州市时代控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注广州市时代控股集团有限公司的相关状况，如发现广州市时代控股集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如广州市时代控股集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至广州市时代控股集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送广州市时代控股集团有限公司、监管部门等。

