

信用等级公告

联合[2019]627 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 2019 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 AAA，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 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年五月八日

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 2019 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：AAA
公司主体信用等级：AAA
评级展望：稳定
发行规模：不超过 5.00 亿元（含 5.00 亿元）
债券期限：不超过 5 年（含 5 年）
还本付息方式：按年付息，到期一次还本
评级时间：2019 年 5 月 8 日
主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	686.95	991.93	1,259.95
所有者权益（亿元）	217.58	344.13	400.05
长期债务（亿元）	145.36	181.83	244.09
全部债务（亿元）	150.04	242.16	322.11
营业收入（亿元）	167.97	234.64	345.60
净利润（亿元）	21.87	43.31	57.54
EBITDA（亿元）	32.43	61.52	87.77
经营性净现金流（亿元）	-5.41	-24.64	61.48
营业利润率（%）	24.80	27.89	28.88
净资产收益率（%）	12.24	15.42	15.46
资产负债率（%）	68.33	65.31	68.25
全部债务资本化比率（%）	40.81	41.30	44.60
流动比率（倍）	1.86	1.96	1.89
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.25	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	3.27	4.18	3.74
EBITDA/本期发债额度（倍）	6.49	12.30	17.55

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。

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。公司深耕广州和佛山的城市更新市场，锁定了较大规模的土地资源，有利于公司持续发展。近年来，公司销售规模持续增长，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珠三角区域，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，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水平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极低。

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，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. 近年来公司营业收入及利润水平持续增长，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。

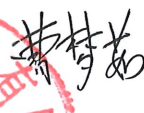
联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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。

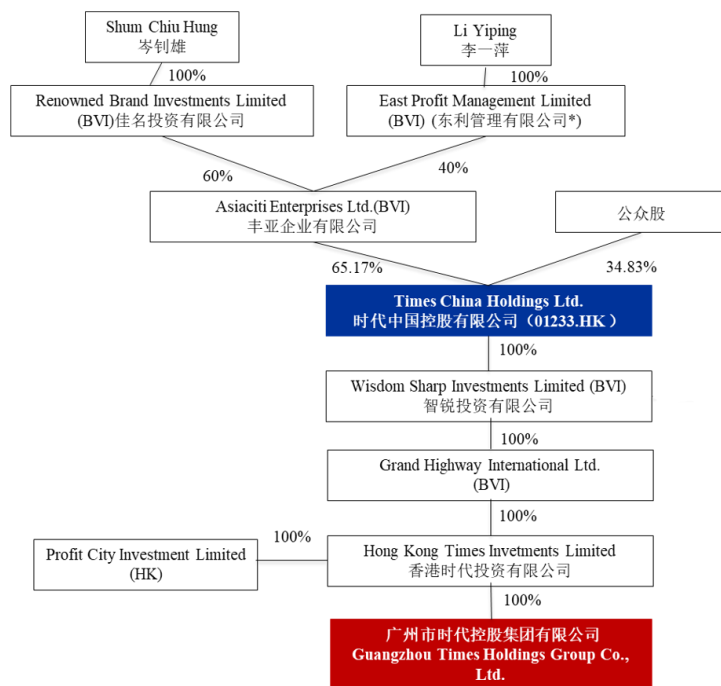
分析师： 

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。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。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 万美元由原股东香港时代投资有限公司认缴出资。截至 2018 年底，公司注册资本 49,800.00 万美元，并完成实缴出资。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 万美元由原股东香港时代投资有限公司认缴出资，股权结构未发生变化，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、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 2019 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 5.00 亿元，债券期限不超过 5 年（含 5 年），引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内由公司和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。本期债券票面金额为 100 元，按面值发行。本期债券采用单利按年计息，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

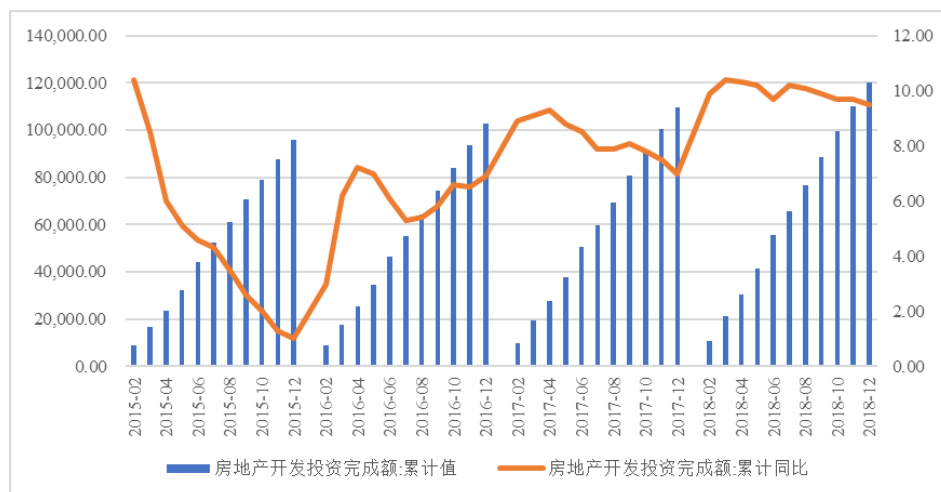
公司营业收入主要来自房地产开发与销售，业务经营受房地产行业整体运行情况、行业政策影响较大。

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，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 102,581 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上升 5.9 个百分点；2017 年，我国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高。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。

图 2 2015~2018 年全国房地产市场发展情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind

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,2016 年以来房地产投资增速有所回升,2018 年虽保持较高增速,但下滑趋势显现。

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。

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。

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。

表 1 2015~2018 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	2018 年
推出面积	113,235	103,212	111,907	128,440
同比	-18	-9	8	20
成交面积	85,671	85,885	95,036	105,492
同比	-21	-3	8	14
出让金	21,793	29,047	40,623	41,773
同比	-10	31	38	2
楼面均价	1,384	1,904	2,374	2,159
同比	14	40	26	-11
土地平均溢价率	16	43	29	13
同比	上升 6 个百分点	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，2016 年土地市场热度高涨，楼面均价及溢价率均大幅上涨，随着 2017 年后土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落，2018 年房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低。

（2）开发资金来源状况

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 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512 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 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428 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%。

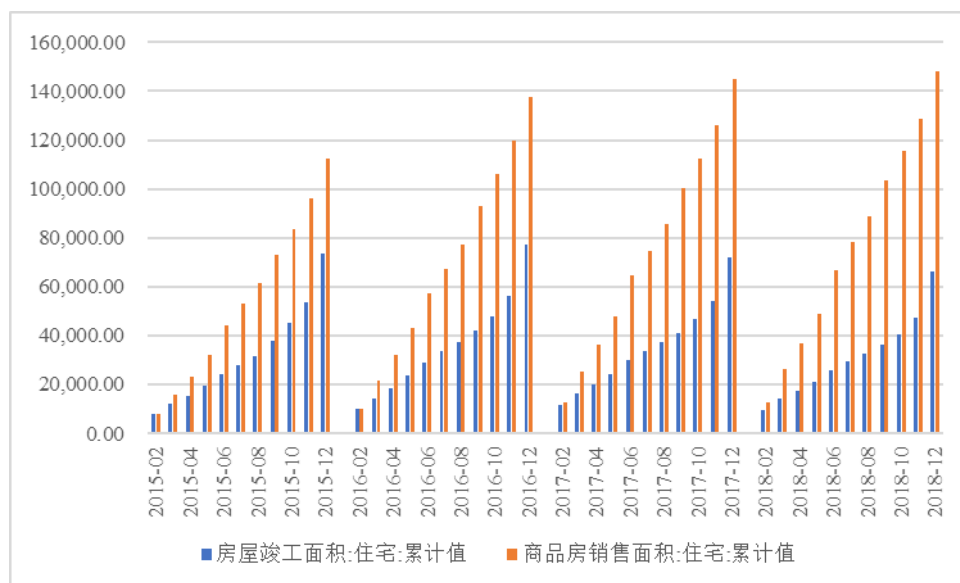
2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松；首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境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

总体看，2016 年 10 月房地产调控后，融资环境再次趋紧，房企资金压力较大；2018 年，货币政策结构性宽松，2019 年房企融资环境有所改善。

(3) 市场供需情况

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 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 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185 万平方米，同比增长 4.6%。

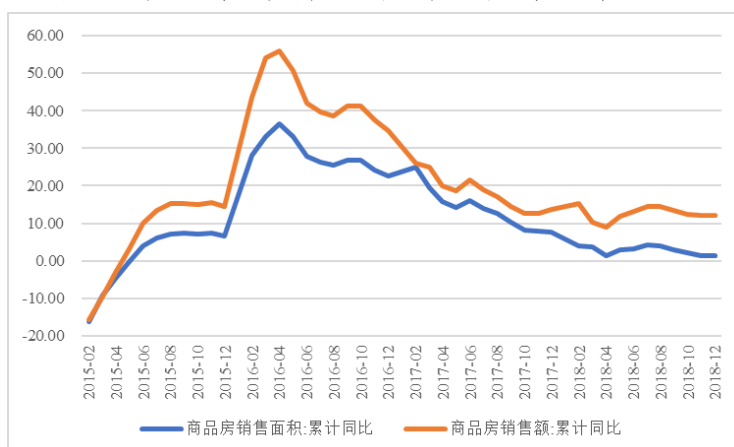
图 3 2015~2018 年全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind

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%。

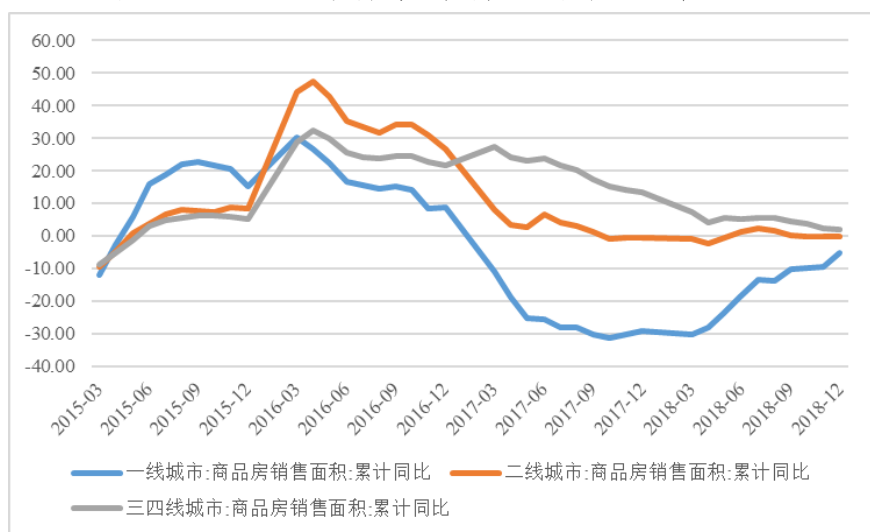
图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind

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。

图 5 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级搜集整理

注：二线城市数据用 Wind 资讯 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一二线数据进行模拟代替。

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。2016

年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布，2018 年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑；一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。

（4）销售价格情况

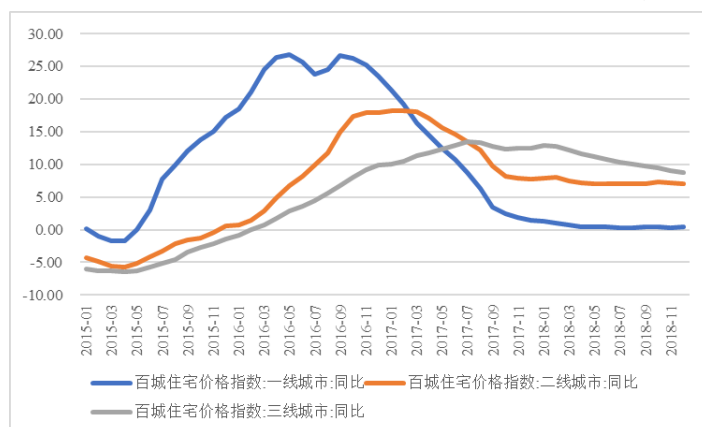
从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

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。

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%。

图 6 2015~2018 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

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十多年的黄金时期，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。

2016 年，房地产行业前 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。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。

表 2 2015~2018 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.81	24.10	26.89
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.33	32.50	38.32
前 10 大企业销售面积占比	11.31	12.19	15.38	19.08
前 20 大企业销售面积占比	14.62	15.94	20.03	25.74

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。据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿阵营，另有 20 家房企世茂房地产、招商蛇口、华夏幸福、阳光城等销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

表 3 2018 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	恒大集团	6	绿地控股
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科企业	8	龙湖地产
4	保利地产	9	华夏幸福
5	融创中国	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

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
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	住房和城乡建设部联合签发《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
2018 年 7 月	中央政治局会议提出“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。”
2018 年 12 月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018 年 12 月	2018 年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”
2019 年 1 月	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	2019 年 3 月《政府工作报告》提出“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”及“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”

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“加快建立多主体供应、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。

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，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。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。

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。

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

2016~2018年，广东省全年地区生产总值(GDP)分别为79,512.05亿元、89,879.23亿元和97,277.77亿元，GDP总量蝉联全国第一名；同比增长率分别为7.5%、7.5%和6.8%，高于全国GDP增速。2018年，广东省三次产业结构比重为4.0: 41.8: 54.2，三大产业增加值分别同比增长4.2%、5.9%和7.8%，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80.2%，粤东西北地区占比19.8%。

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，其中自然增长人口 92.76 万人，外来流入人口约 84.24 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

近年来，广东省房地产市场整体发展情况良好，部分城市房地产市场景气度显著上升。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%，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 9,757.86 亿元，同比增长 20.5%；办公楼和商业营业用房投资分别为 1,178.90 亿元和 1,416.68 亿元，分别同比增长 0.45%和同比下降 1.97%。销售方面，2018 年，广东省商品房销售面积 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。

广州市方面，2018 年，广州市房地产开发投资完成额 2,701.93 亿元，同比下降 0.04%，其中商品住宅开发投资额 1,733.75 亿元，同比下降 2%；商品房施工面积 10,999 万平方米，同比增长 3.2%；商品房新开工面积 1,775.44 万平方米，同比下降 4.2%，开发投资有所降温。从销售来看，2018 年广州市商品房销售面积 1,550.27 万平方米，同比下降 11.8%；商品房销售额 3,102.66 亿元，同比增长 0.1%。

政策方面，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。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，近年来广东省房地产市场整体发展情况良好，部分城市房地产市场景气度显著上升；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、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司坚持区域深耕粤港澳大湾区，在大湾区具有良好的市场口碑。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 年底，公司土地储备总建筑面积 519.17 万平方米。公司于 2009 年进入广州市城市更新市场，经过逾 10 年的持续深耕，公司先后完成了时代花生 II、时代云图、时代春树里、时代水岸、国际单位文化创意园、佛山塘虹项目、广州丰鼎项目、佛山太平项目、中山神湾镇南村项目等城市更新项目，并在广州、佛山地区拥有大规模的城市更新项目储备。

企业荣誉方面，2013~2019 年，公司连续获得中国房地产业协会和中国房地产测评中心颁发的“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》中，公司位列第 34 名。公司于 2018 年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”；于 2019 年获得“2019 中国房地产开发企业综合发展 10 强”，位列观点指数研究院颁授“2019 中国房地产卓越 100 榜”。公司在珠三角地区拥有较高的品牌知名度和较强的综合竞争实力。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，在粤港澳大湾区具有良好口碑，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。

公司董事长兼总经理关建辉先生，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 年底，公司在职员工合计 9,502 人。其中，从岗位分布来看，财务及法务人员占 4.31%，营销人员占 14.81%，工程人员占 17.99%，其他专业技术人员占 62.89%；从学历分布来看，本科以下学历员工占 62.12%，本科学历员工占 33.47%，硕士及以上学历员工占 4.41%；从年龄分布来看，30 岁以下员工占 48.64%，30~50 岁员工占 44.90%，50 岁以上员工占 6.46%。

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》及公司章程相关规定，公司设董事会、监事并聘请了高级管理人员，治理结构健全。

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。

2. 管理体制

截至 2018 年底，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。

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。2016~2018 年，公司主营业务收入分别为 167.97 亿元、234.64 亿元和 345.42 亿元，年均复合增长 43.44%，主要系物业开发收入逐年增长所致；净利润分别为 21.87 亿元、43.31 亿元和 57.54 亿元，年均复合增长 62.19%，2018 年净利润大幅增长，主要系业务规模扩大以及城市更新业务产生结转收入所致。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5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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	161.95	96.41	30.43	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	2.96	1.77	21.06	3.52	1.50	17.62	4.97	1.44	17.75
物业租赁	3.06	1.82	56.48	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	167.97	100.00	30.74	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，2016~2018 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；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持续增加，公司物业管理收入逐年增长；公司物业租赁收入波动增长，2017 年同比有所减少主要系部分物业转为自用所致。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。

从毛利率来看，2016~2018 年，公司物业开发毛利率分别为 30.43%、32.07%和 30.56%，小幅波动上升；2018 年开始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毛利率近三年有所下滑，但对公司主营业务毛利率影响不大；公司主营业务毛利率逐年上升。

总体看，近三年公司收入和利润规模持续增长，主营业务毛利率逐年上升；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。

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、珠海等粤港澳大湾区城市，此外长沙土地储备规模也较大。

从土地获取方式来看，公司通过参与政府公开招拍挂、城市更新改造（一级开发）、合作及收购等方式获取土地储备。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。

公司土地储备指已取得土地证或已签订出让协议但尚未开工的项目。近年来，公司规模扩张速度较快，土地投资规模和新增土地储备面积较大。2016 年，公司新增土地储备主要位于广州、佛山、珠海、东莞等地；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，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 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	2016 年	2017 年	2018 年
新增土地储备面积	391.46	498.53	319.75
土地投资金额	178.23	169.14	129.67
平均楼面单价	4,552.96	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、清远等珠三角城市，珠三角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 7 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。公司采取合作或收购方式在土地整理期间提前进入项目，完成土地整理后挂牌出让，获取土地一级开发收益或以较低成本取得项目土地。多年来公司通过积极参与城市更新项目积累了丰富的城市更新项目经验并补充了大量低成本且优质的项目储备。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，近年来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珠三角地区，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. 项目建设开发情况

从公司项目开发建设情况来看，2016~2018 年，随着拿地规模的扩大，公司新开工面积逐年增长，2018 年达 517.00 万平方米；公司竣工面积稳步增长，2018 年竣工面积 324.00 万平方米，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 8 公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积	318.30	443.00	517.00
竣工面积	218.30	248.00	324.00
期末在建面积	579.13	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 9 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，随着公司拿地规模扩大，近年来公司新开工面积逐年增长，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，公司以刚需和改善型住宅为产品定位，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，导致近年来公司有一定规模的采用分期付款的客户，应收账款对公司资金形成占用。

从区域分布来看，2016~2018 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。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，公司位于江门的项目开始销售，区域分布进一步拓展。

表10 公司分地区合同销售金额情况（单位：亿元）

地区	2016 年	2017 年	2018 年
广州	81.50	129.25	182.28
佛山	105.46	141.66	216.85
珠海	67.36	45.86	70.23
中山	2.86	12.57	13.84
清远	16.70	24.34	33.14
长沙	19.40	29.03	26.44
东莞	--	29.81	38.53
惠州	--	3.77	9.30
江门	--	--	15.34
合计	293.28	416.29	605.95

资料来源：公司提供

从销售情况来看，2016~2018 年，公司合同销售面积及合同销售金额逐年增长，分别年均复合增长 32.28%和 45.56%，2018 年合同销售面积达 373.30 万平方米，合同销售金额达 605.95 亿元。近年来，珠三角区域房地产市场景气度较高，部分城市房价显著上升，公司平均售价随之逐年上涨。

表11 公司项目销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
合同销售面积	247.30	282.20	373.30

合同销售金额	293.28	416.29	605.95
平均售价	11,859.28	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；公司在建在售项目总建筑面积 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，近三年公司销售面积和销售金额逐年较快增长，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. 物业租赁情况

自持物业方面，公司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。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。截至 2018 年底，时代地产中心可租面积 4.61 万平方米，其中 3.06 万平方米自用，1.56 万平方米可租赁给独立第三方，出租率 92.31%。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。截至 2018 年底，时代倾城（中山）第 26 栋购物中心可租面积 3.76 万平方米，出租率 93.52%。

转租业务方面，公司用于转租的建筑面积约为 47.30 万平方米。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。

2016~2018 年，公司分别实现租赁收入 3.06 亿元、2.93 亿元和 3.32 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。

总体看，公司主要的租赁物业位于广州和中山，近三年租金收入波动增长，运营情况良好。

6. 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。

7. 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。2016~2018 年，公司经营效率指标均呈波动上升态势，整体变动幅度不大。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。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 12 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，近三年公司经营效率指标基本保持稳定，整体经营效率较好。

8. 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珠三角地区，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。

9. 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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016~2018 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。2016~2018 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，财务数据可比性仍属较强。

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
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	增加	非同一控制下企业合并	26
		新设	77
	减少	处置子公司	6

资料来源：公司提供

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。

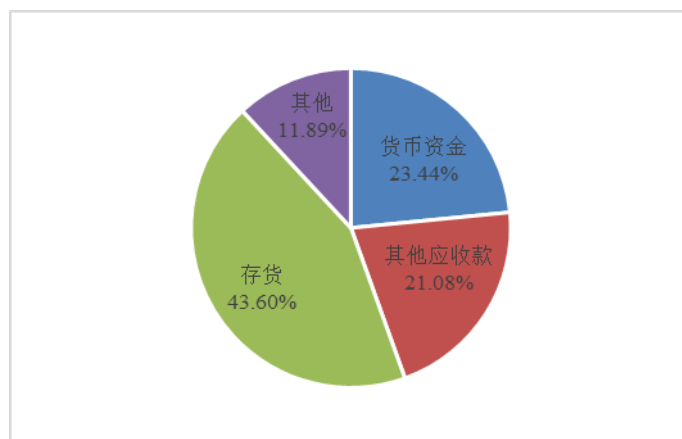
2. 资产质量

2016~2018 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长率为 35.43%，主要系流动资产增加所致。截至 2018 年底，公司资产总额 1,259.95 亿元，较年初增长 27.02%；其中流动资产占比 89.93%，非流动资产占比 10.07%，公司资产以流动资产为主。

（1）流动资产

2016~2018 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 38.99%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致。截至 2018 年底，公司流动资产 1,133.11 亿元，较年初增长 28.02%；流动资产主要由货币资金（占比 23.44%）、其他应收款（占比 21.08%）和存货（占比 43.60%）构成。

图6 截至2018年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

2016~2018年，公司货币资金规模逐年增长，年均复合增长52.18%。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。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（占比79.93%）和贷款监控户受限资金（占比10.52%）。

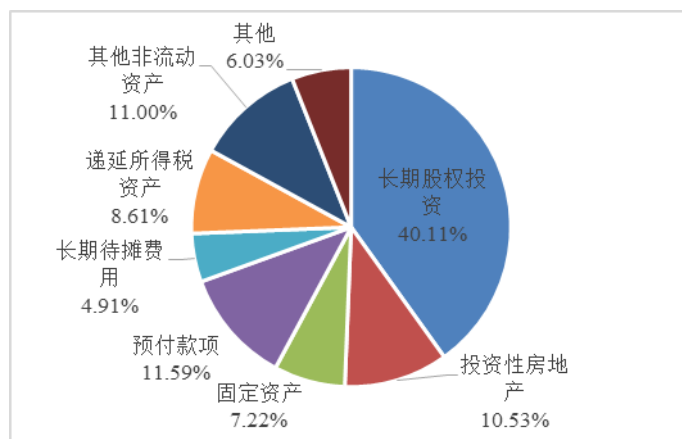
2016~2018年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长80.81%。截至2017年底，公司其他应收款账面价值157.15亿元，较年初增长115.13%，主要系应收合营企业款项增加所致。截至2018年底，公司其他应收款账面价值238.82亿元，较年初增长51.97%，主要系应收非控股股东款项和应收保证金/项目定金增加所致；从构成来看，主要由应收保证金/项目定金（占比31.08%）、应收非控股股东款项（占比27.00%）、应收合营企业款项（占比19.72%）和应收合作方往来款（占比13.44%）构成；从账龄来看，账龄1年以内的占比62.29%，账龄1年至2年的占比27.25%，整体账龄尚可；公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。

2016~2018年，公司存货规模逐年增长，年均复合增长24.41%，主要系公司房地产开发业务增长速度较快所致。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

2016~2018年，公司非流动资产规模逐年增长，年均复合增长12.40%，主要系长期股权投资增长所致。截至2018年底，公司非流动资产126.84亿元，较年初增长18.75%；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。

图 7 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：审计报告

2016~2018 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 36.75%。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。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。

2016~2018 年，公司投资性房地产规模逐年下降，年均复合下降 8.56%。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。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。2016~2018 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 24.58%，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 2018 年底，公司固定资产 9.16 亿元，较年初增长 23.07%；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。2016~2018 年，公司非流动资产中的预付款项波动减少，年均复合下降 0.25%。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。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。

2016~2018 年，公司递延所得税资产逐年增长，年均复合增长 76.27%。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。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。

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。2016~2018 年，公司其他非流动资产波动减少，年均复合减少 19.15%，主要系期末长期土地储备规模波动所致。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%。

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。

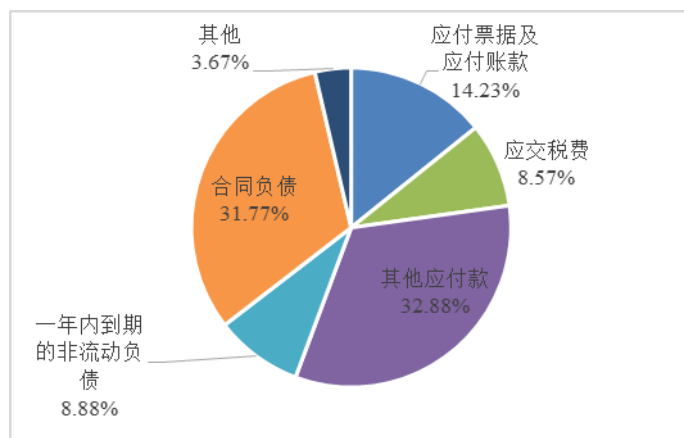
3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2016~2018 年，公司负债规模持续增长，年均复合增长 35.35%，主要系流动负债增加所致。截至 2018 年底，公司负债合计 859.90 亿元，较年初增长 32.74%；其中流动负债占比 69.64%，非流动负债占比 30.36%，公司负债以流动负债为主。

2016~2018 年，公司流动负债规模逐年增长，年均复合增长 37.88%。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。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（占比 14.23%）、合同负债（占比 31.77%）、应交税费（占比 8.57%）、其他应付款（占比 32.88%）和一年内到期的非流动负债（占比 8.88%）构成。

图 8 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：审计报告

公司应付账款全部为应付建筑工程款。2016~2018 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 55.47%，主要系公司项目开发规模持续扩大所致。截至 2018 年底，公司应付账款 77.11 亿元，较年初大幅增长 101.11%。

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%。

2016~2018 年，公司应交税费逐年增长，年均复合增长 81.61%，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，公司应交税费 51.30 亿元，较年初增长 106.61%。

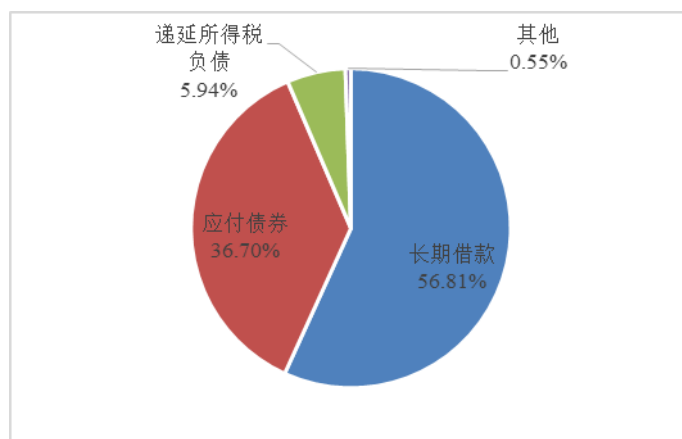
2016~2018 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 37.25%。截至 2017 年底，公司其他应付款 120.86 亿元，较年初增长 32.39%，主要系应付合营企业款项增长所致。截至 2018 年底，公司

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。

2016~2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 241.35%。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。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。

2016~2018 年，公司非流动负债规模逐年增长，年均复合增长 30.04%。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。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；非流动负债主要由长期借款（占比 56.81%）、应付债券（占比 36.70%）和递延所得税负债（占比 5.94%）构成。

图 9 截至 2018 年底公司非流动负债构成



资料来源：审计报告

2016~2018 年，公司长期借款规模逐年增长，年均复合增长 50.06%，主要系随着公司经营规模扩大资金需求增加所致。截至 2018 年底，公司长期借款 148.29 亿元，较年初增长 8.72%；长期借款中，质押借款占比 47.12%，抵押借款占比 37.78%，担保借款占比 8.73%，信用借款占比 6.37%；从长期借款期限分布来看，2 年内到期（含 2 年）占比 53.92%，3 到 5 年内到期（含 3 年和 5 年）占比 39.35%，5 年以上占比 6.73%，公司长期借款较集中在 2020 年到期。

2016~2018 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 9.77%。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；截至 2018 年底，公司应付债券 95.80 亿元，较年初增长 110.86%，主要系当年新发行的公司债券所致；公司应付债券情况（含一年内到期的应付债券）如下表所示：

表 14 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。

2016~2018 年，公司递延所得税负债逐年增长，年均复合增长 31.24%，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逐年增长所致。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。

2016~2018 年，公司全部债务总额逐年增长，年均复合增长 46.52%。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。2016~2018 年，公司资产负债率波动下降，分别为 68.33%、65.31%和 68.25%；全部债务资本化比率逐年上升，分别为 40.81%、41.30%和 44.60%；长期债务资本化比率波动下降，分别为 40.05%、34.57%和 37.89%。近年来公司债务规模增长较快，但债务指标波动不大，整体债务负担较轻，债务结构较合理，但债务规模增长速度较快。随着公司业务规模的扩张，其债务仍存在上升的趋势。

总体看，公司负债规模逐年增长，负债结构以流动负债为主；公司债务规模持续扩大，但债务负担仍属较轻，债务结构以长期债务为主。

（2）所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益分别为 217.58 亿元、344.13 亿元和 400.05 亿元，年均复合增长 35.60%，非控股股东权益增长较快；其中实收资本年均复合增长 97.29%，主要系公司股东持续增资所致；资本公积年均复合增长 15.75%，2017 年主要系不丧失控制权处置子公司部分股权和非控股股东投入资本所致，2018 年主要系购买非控股股东权益从而冲减资本公积所致所致；非控股股东权益年均复合增长 47.63%，主要系并表的合作开发项目增加所致。截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益占所有者权益总额的 61.46%，占比一般；归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 9.60%，资本公积占比 38.01%，盈余公积占比 5.19%，未分配利润占比 46.63%，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。

总体看，近三年，公司所有者权益规模大幅增长，股东持续增资使得公司资本实力显著增强，但考虑到非控股股东权益占比较大，公司权益稳定性较为一般。

4. 盈利能力

2016~2018 年，公司分别实现营业收入 167.97 亿元、234.64 亿元和 345.60 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 43.44%；同期，公司分别实现净利润 21.87 亿元、43.31 亿元和 57.54 亿元，年均复合增长 62.19%，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 21.44 亿元、36.23 亿元和 53.05 亿元。

从期间费用来看，2016~2018 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 31.77%，主要系公司规模扩张、管理费用增长所致。2018 年，公司费用总额 22.54 亿元，其中销售费用占 36.98%，管理费用占 41.44%，财务费用占 21.58%。2016~2018 年，公司销售费用年均复合增长 12.62%，主要系随

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; 管理费用年均复合增长 46.86%, 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; 财务费用年均复合增长 52.97%, 主要系债务规模增长、利息支出增加所致。

从利润构成来看, 投资收益和营业外收入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%。2017~2018 年, 公司分别实现营业外收入 5.08 亿元和 2.08 亿元, 其中 2017 年主要来自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, 2018 年主要来自罚款、赔偿及滞纳金收入, 分别占当年利润总额的 8.92% 和 2.60%。公司利润大部分来自主营业务。

从盈利指标来看, 2016~2018 年, 公司盈利能力指标均呈逐年上升或波动上升态势, 盈利能力整体稳中有升; 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%。与同行业上市公司相比, 2018 年公司盈利能力指标处于行业中上水平。考虑到公司规模持续扩张、合约销售金额逐年增长, 未来随着项目逐步结转, 公司收入和利润规模有望进一步扩大。

表 15 房地产开发类上市公司 2018 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
金科股份	28.57	18.10	2.69
中南建设	19.56	13.95	1.66
滨江集团	35.74	8.24	6.64
新城控股	36.69	41.05	6.26
公司	33.22	15.46	7.67

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, 近三年, 公司收入和利润规模逐年快速增长, 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, 2016~2018 年, 公司经营活动现金流入逐年增长, 年均复合增长 16.08%, 主要系销售物业收到现金流入增长所致。2016~2018 年, 公司经营活动现金流出波动增长, 年均复合增长 4.09%; 2018 年公司支付其他与经营活动有关的现金规模较大, 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的增长所致。2016~2018 年, 公司经营活动现金流量净额分别为 -5.41 亿元、-24.64 亿元和 61.48 亿元, 2018 年由净流出转为净流入。

从投资活动来看, 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, 为负值主要系处置子公司亏损所致; 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。2016~2018 年, 公司投资活动现金流出逐年增长, 年均复合增长 32.90%, 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。2016~2018 年, 公司投资活动现金流量净额分别为 -41.51 亿元、-79.43 亿元和 -68.99 亿元, 净流出规模波动扩大。2016~2018 年, 筹资活动前现金流量净额分别为 -46.92 亿元、-104.07 亿元和 -7.51 亿元, 2018 年净流出规模大幅缩小。

从筹资活动来看, 2016~2018 年, 公司筹资活动现金流入逐年增长, 年均复合增长 29.10%; 2018

年，公司筹资活动现金流入 241.23 亿元，同比增长 3.04%，主要系取得借款及发行债券收到的现金增长和收到的非控股股东款项所致，近年来公司融资渠道主要包括股东注资、银行借款、发行债券等。2016~2018 年，公司筹资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 55.08%；2018 年，公司筹资活动现金流出 143.13 亿元，同比增长 77.35%，主要系偿还债务支付的现金增长所致。2016~2018 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 85.22 亿元、153.41 亿元和 98.10 亿元，净流入规模波动扩大。

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，2016~2018 年，公司流动比率分别为 1.86 倍、1.96 倍和 1.89 倍，变化不大；速动比率分别为 0.85 倍、0.89 倍和 1.07 倍，逐年上升；现金短期债务比分别为 24.49 倍、2.72 倍和 3.43 倍，其中 2016 年底现金短期债务比较大，主要系短期债务规模仅 4.68 亿元所致，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度处于较高水平。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，2016~2018 年，公司 EBITDA 逐年增长，年均复合增长 64.50%，主要系利润总额增长所致。2018 年，公司 EBITDA 为 87.77 亿元，同比增长 42.69%；其中计入财务费用的利息支出占 7.20%，利润总额占 91.17%。2016~2018 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 3.27 倍、4.18 倍和 3.74 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较好；EBITDA 全部债务比分别为 0.22 倍、0.25 倍和 0.27 倍，EBITDA 对债务的覆盖程度较好。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珠三角地区，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。

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 年底，公司全部债务总额 322.11 亿元，本期拟发行债券规模不超过 5.00 亿元，对公司债务负担影响较小。

以 2018 年底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 5.00 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 68.52%、45.43% 和 38.94%，分别较发行前上升 0.27 个百分点、0.83 个百分点和 1.05 个百分点，债务负担变化不大。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 2018 年的财务数据为基础，公司 2018 年的 EBITDA 为 87.77 亿元，为本期公司债券发行额

度（5.00 亿元）的 17.55 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度很高。公司 2018 年的经营活动现金流入量为 343.72 亿元，为本期公司债券发行额度（5.00 亿元）的 68.74 倍，对本期债券的覆盖程度很高。

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，公司对本期债券的偿还能力极强。

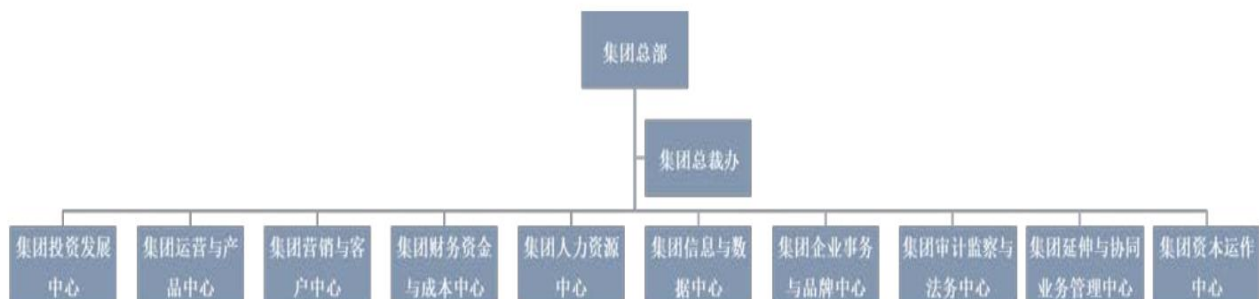
九、综合评价

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粤港澳大湾区，在大湾区内具有较高知名度及很强的综合竞争力。近年来，公司销售规模持续增长，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，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水平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极低。

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	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	686.95	991.93	1,259.95
所有者权益（亿元）	217.58	344.13	400.05
短期债务（亿元）	4.68	60.33	78.02
长期债务（亿元）	145.36	181.83	244.09
全部债务（亿元）	150.04	242.16	322.11
营业收入（亿元）	167.97	234.64	345.60
净利润（亿元）	21.87	43.31	57.54
EBITDA（亿元）	32.43	61.52	87.77
经营性净现金流（亿元）	-5.41	-24.64	61.48
流动资产周转次数（次）	0.34	0.32	0.34
存货周转次数（次）	0.42	0.40	0.47
总资产周转次数（次）	0.30	0.28	0.31
现金收入比率（%）	137.04	108.86	89.24
总资本收益率（%）	7.93	9.77	9.76
总资产报酬率（%）	5.55	7.18	7.67
净资产收益率（%）	12.24	15.42	15.46
营业利润率（%）	24.80	27.89	28.88
费用收入比（%）	7.73	5.90	6.52
资产负债率（%）	68.33	65.31	68.25
全部债务资本化比率（%）	40.81	41.30	44.60
长期债务资本化比率（%）	40.05	34.57	37.89
EBITDA 利息倍数（倍）	3.27	4.18	3.74
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.25	0.27
流动比率（倍）	1.86	1.96	1.89
速动比率（倍）	0.85	0.89	1.07
现金短期债务比（倍）	24.49	2.72	3.43
经营现金流流动负债比率（%）	-1.72	-5.45	10.27
EBITDA/本期发债额度（倍）	6.49	12.30	17.55

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/非控股股东权益

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 2019 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，且不晚于每一会计年度结束之日起六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。

