# 跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1039 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”“18 时代 14”“19 时代 04”“20 时代 01”“20 时代 02”“20 时代 04”和“20 时代 05”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：

二〇二〇年 六 月 八 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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 2020 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：AAA　　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 | AAA | AAA | 2019/5/10 |
| 18 时代 14 | 3+2 年 | 19.00 亿元 | AAA | AAA | 2019/5/10 |
| 19 时代 04 | 5 年 | 5.00 亿元 | AAA | AAA | 2019/5/8 |
| 20 时代 01 | 5+2 年 | 5.75 亿元 | AAA | AAA | 2019/12/24 |
| 20 时代 02 | 3+2 年 | 7.40 亿元 | AAA | AAA | 2019/12/24 |
| 20 时代 04 | 5+2 年 | 9.50 亿元 | AAA | AAA | 2020/3/16 |
| 20 时代 05 | 3+2 年 | 15.50 亿元 | AAA | AAA | 2020/3/16 |

跟踪评级时间：2020 年 6 月 8 日

主要财务数据：

| 项　目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|---|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 991.93 | 1,259.95 | 1,539.69 |
| 所有者权益（亿元） | 344.13 | 400.05 | 444.04 |
| 长期债务（亿元） | 181.83 | 244.09 | 164.64 |
| 全部债务（亿元） | 242.16 | 327.02 | 307.08 |
| 营业收入（亿元） | 234.64 | 345.60 | 425.51 |
| 净利润（亿元） | 43.31 | 57.54 | 62.28 |
| EBITDA（亿元） | 61.52 | 87.77 | 95.39 |
| 经营性净现金流（亿元） | -24.64 | 61.48 | 94.36 |
| 营业利润率（%） | 27.89 | 28.88 | 24.25 |
| 净资产收益率（%） | 15.42 | 15.46 | 14.76 |
| 资产负债率（%） | 65.31 | 68.25 | 71.16 |
| 全部债务资本化比率（%） | 41.30 | 44.98 | 40.88 |
| 流动比率（倍） | 1.96 | 1.89 | 1.49 |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.25 | 0.27 | 0.31 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 4.18 | 3.74 | 3.06 |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.84 | 1.20 | 1.30 |

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

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（以下简称“时代中国控股”）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。2019 年，公司继续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。公司销售规模持续增长，资产质量良好，债务负担较轻，股东增资使得公司资本实力进一步增强。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司土地储备区域分布仍较集中、城市更新项目开发周期存在不确定性、在建项目尚需投资规模较大且管理难度增加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”。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时维持“18 时代 13”“18 时代 14”“19 时代 04”“20 时代 01”“20 时代 02”“20 时代 04”“20 时代 05”的债项信用等级为“AAA”。

## 优势

1. **房地产开发经验丰富，在粤港澳大湾区品牌知名度较高。**公司是国内排名前 50 的房地产企业，在粤港澳大湾区内具有较高的品牌知名度和较强的综合竞争力。

2. **项目去化情况较好且盈利能力较强。**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，经营效率较高且盈利能力较强。

3. **土地储备布局良好，开发潜力较大。**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. **财务状况良好，资本实力持续增强。**2019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，股东增资使得公司资本实力显著增强。

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，公司计划逐步开发，项目未来开发销售情况存在一定不确定性。

2. **城市更新项目开发周期存在不确定性。**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存在一定不确定性。

3. **公司存在一定的资本支出压力。**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. **公司面临一定的短债压力。**2020年公司的部分公司债券将到期或进入行权期，公司已取得相应额度的公司债券批文，将择机置换。此外，时代中国控股发行了一定规模的美元债券。

分析师

罗星驰　登记编号（R0040218050005）
曹梦茹　登记编号（R0040218090002）

**邮箱：**lh@unitedratings.com.cn
**电话：**010-85172818
**传真：**010-85171273
**地址：**北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）
**网址：**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他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。

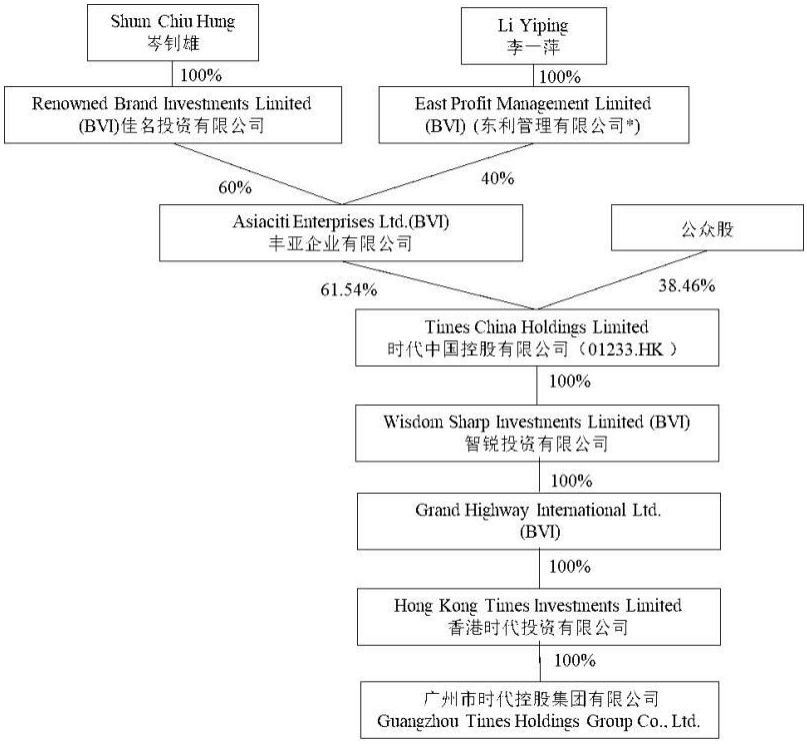
分析师：

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”）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。历经多次增资和股权变更，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。截至 2019 年底，公司注册资本 83,000.00 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 2019 年底公司股权结构图




资料来源：公司提供

2019 年，公司经营范围及职能部门的设置未发生变化。截至 2019 年底，公司拥有直接或间接控股子公司 403 家，在职员工共 5,955 人，相比 2018 年底在职员工数量有所减少，主要系物业板块分拆上市所致。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1,539.69 亿元，负债合计 1,095.66 亿元，所有者权益（含非控股股东权益）444.04 亿元，其中归属于母公司所有者权益 277.86 亿元。2019 年，公司实现营业收入 425.51 亿元，净利润（含非控股股东损益）62.28 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 58.55 亿元；经营活动产生的现金流量净额 94.36 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.26 亿元。

公司注册地址：广州市越秀区东风路 410-412 号第 37 层自编 9 房；法定代表人：关建辉。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

经证监许可〔2018〕1649号文核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值不超过35亿元（含）的公司债券。本次债券分期发行。公司于2018年12月10日完成对“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）”的发行，合计发行30.00亿元，其中品种一（债券简称“18时代13”）发行规模11.00亿元，债券期限2+1年，票面利率7.50%；品种二（债券简称“18时代14”）发行规模19.00亿元，债券期限3+2年，票面利率8.10%。2019年12月10日，公司支付了“18时代13”和“18时代14”自2018年12月10日至2019年12月9日期间的利息。截至2019年底，“18时代13”和“18时代14”募集资金已使用完毕，募集资金用途与募集说明书承诺的使用用途一致。

公司于2019年6月10日完成对“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）”的发行，实际发行债券为品种二（债券简称“19时代04”），发行规模5.00亿元，债券期限5年，票面利率6.80%。截至2019年底，“19时代04”尚未到第一个付息日，募集资金将在存续债券到期/行权时用于偿还。

经证监许可〔2019〕1437号文核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值不超过79.16亿元（含）的公司债券。本次债券分期发行。公司于2020年2月24日完成对“广州市时代控股集团有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的发行，合计发行13.15亿元，其中品种一（债券简称“20时代01”）发行规模5.75亿元，债券期限5+2年，票面利率6.20%；品种二（债券简称“20时代02”）发行规模7.40亿元，债券期限3+2年，票面利率5.00%。截至2020年3月底，“20时代01”和“20时代02”尚未到第一个付息日，募集资金将在存续债券到期/行权时用于偿还。

公司于2020年3月30日完成对“广州市时代控股集团有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”的发行，合计发行25.00亿元，其中品种一（债券简称“20时代04”）发行规模9.50亿元，债券期限5+2年，票面利率6.30%；品种二（债券简称“20时代05”）发行规模15.50亿元，债券期限3+2年，票面利率5.10%。截至2020年3月底，“20时代04”和“20时代05”尚未到第一个付息日，募集资金将在存续债券到期/行权时用于偿还。

表1　本报告所跟踪债券情况（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 |
| 19时代04 | 155454.SH | 5.00 | 5年 | 6.80 | 2019/6/10 | 公开 |
| 20时代01 | 163141.SH | 5.75 | 5+2年 | 6.20 | 2020/2/24 | 公开 |
| 20时代02 | 163142.SH | 7.40 | 3+2年 | 5.00 | 2020/2/24 | 公开 |
| 20时代04 | 163315.SH | 9.50 | 5+2年 | 6.30 | 2020/3/30 | 公开 |
| 20时代05 | 163316.SH | 15.50 | 3+2年 | 5.10 | 2020/3/30 | 公开 |

资料来源：Wind

## 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

**2019 年，房地产开发投资在二季度后虽在高位但已呈现下降趋势，房企拿地更趋理性，土地溢价率继续走低；一季度房企融资环境有所回暖，但二季度再次收紧；全年房地产销售面积虽负增长，但仍保持一定韧性，销售价格的稳定增长带动销售额再创新高，行业竞争激烈。**

开发投资方面，2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。

土地供应方面，2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。分城市来看，一线城市供求同比双涨，但楼面均价有所下滑，溢价率同比变化不大；二线城市供求小幅上涨，土地出让金总额和楼面均价分别同比增长 28%和 18%，溢价率较上年同期增加 1 个百分点；三四线城市供求、溢价率均出现一定程度下滑，土地出让金和楼面均价继续走高。

开发资金来源方面，2019 年一季度，受益于多项稳经济、宽信用政策发力，房地产行业融资环境有所改善。2019 年 4 月开始，随着金融机构违规放款给房地产市场的事件频出，以及土地市场上高溢价地块的多次出现，房地产开发企业的融资环境开始有所收紧；2019 年 5 月以来，监管层收紧房地产开发贷款、信托借款和海外美元债等房地产开发企业重要融资渠道，融资端政策超预期收紧。2019 年，房地产开发企业到位资金 178,608.59 亿元，同比增长 7.60%，增速较上年提高 1.20 个百分点。其中国内贷款资金同比增长 5.10%，自 2019 年 8 月以来继续回落，在融资监管趋严预期下增速有收窄迹象；自筹资金同比增长 4.20%，继续低位运行；定金及预收款和个人按揭贷款分别同比增长 10.70%和 15.10%，增速较前 11 月有所回升。

市场供需方面，2019 年，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，2018 年销售面积的历史高点基数效应导致 2019 年销售增速呈微幅负增长；全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点，销售额在售价逐渐走高的基础上，仍保持一定增长。2019 年，房地产开发企业房屋施工面积 893,820.89 万平方米，同比增长 8.70%，增速较上年增长 3.50 个百分点，主要系房企为加快资金回笼，加快施工速度所致；房屋竣工面积 95,941.53 万平方米，同比增长 2.60%。整体看，2019 年房地产市场销售下行压力中韧性前行。

销售价格方面，2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，百城住宅价格指数同比增速自 2017 年 3 月以来继续收窄。其中，一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，2019 年末价格上涨 0.71%，较上年同期扩大 0.31 个百分点；二、三线城市住宅价格指数增速继续下探，二线城市 2019 年末价格指数同比收窄 2.84 个百分点，三四线代表城市 2019 年末价格指数同比收窄 4.11 个百分点。

行业竞争方面，2019 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。据 CRIC 统计的 2019 年房地产开发企业销售额情况，碧桂园、万科地产、中国恒大和融创中国全口径销售额均步入 5,000 亿元，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿元；保利发展、绿地控股、中海地产迈入 3,000 亿元门槛；新城控股、世茂房地产、华润置地、龙湖集团、招商蛇口、阳光城、金地集团、旭辉集团进入 2,000 亿元阵营，另有 19 家房地产开发企业销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

2. 行业政策

**2019年，中央继续坚持房住不炒、因城施策思路，推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展；2020年一季度，中央再次强调房住不炒，地方因城施策较灵活。**

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”。针对2019年一季度部分城市房地产市场出现过热苗头，中央政治局在4月和7月的政治局会议上重申“房住不炒”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。银保监会接连在2019年5月和8月下发相应文件，对房地产融资进行控制；2019年12月，中央经济工作会议重申“房住不炒”基调。房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月16日，财政部部长在《积极的财政政策要大力提质增效》一文中称，坚持“房住不炒”的定位，落实房地产长效管理机制，深入开展中央财政支持住房租赁市场发展试点、城镇老旧小区改造等工作，推动完善基本住房保障体系。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。同时，为了解决用地问题，国务院于2020年3月12日印发《关于授权和委托用地审批权的决定》，将土地审批权下放，赋予省级地方政府更多的自主权，使其能够因地制宜，自主调整土地利用空间布局。但国家并未对建设用地规模进行松绑，仍将从严从紧控制建设用地总规模。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

3. 行业关注

**房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，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，房地产开发企业融资环境明显改善，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，对房地产开发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开发企业存续债务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。

**房地产调控政策短期内不会退出**

2019年两会及4月、7月的政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，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。

**中小房地产开发企业面临被整合风险**

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，面临被大型房地产开发企业收购整合风险。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾

区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

4. 行业发展

**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。**

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。

5. 区域经济及房地产情况

**2019年，广东省区域经济维持较快增长，人口持续净流入，房地产市场整体发展情况良好，政策明确了粤港澳大湾区的战略意义，公司面临良好的外部发展环境。**

公司项目主要位于粤港澳大湾区，广东省区域经济及房地产市场对公司业绩有重要影响。2019年，广东省实现地区生产总值（GDP）107,671.07亿元，同比增长6.2%，其中珠三角核心区GDP占全省比重为80.7%。截至2019年底，广东省常住人口11,521万人，较上年末增加175万人，人口净增量规模居全国各省市领先地位，净流入人口主要向珠三角区域汇聚。

房地产市场方面，2019年，广东省房地产开发投资15,852.16亿元，同比增长10.0%，其中，珠三角核心区房地产开发投资12,849.54亿元，同比增长11.8%。按用途分，商品住宅开发投资10,852.77亿元，同比增长11.2%；办公楼投资1,314.96亿元，同比增长11.5%；商业营业用房投资1,473.20亿元，同比增长2.0%。销售方面，2019年，广东省商品房销售面积13,846.54万平方米，同比下降3.4%；其中，商品住宅销售面积11,872.61万平方米，同比下降1.7%。2019年广东省商品房销售面积延续上年的下降趋势，市场整体稳中有降。根据广东省三旧改造三年行动方案（2019－2021年），三年内广东计划新增实施改造23万亩，完成改造15万亩，其中广州、佛山、东莞成为改造任务最重的3个城市。

政策方面，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。2019年9月，广东省发布“加快推动三旧改造促进高质量发展的指导意见”，进一步提升三旧改造速度。2019年底，广州市出台了“非本地户籍买房个税和社保能互补证明”“湾区8城申请广州公积金贷款无需交缴存证明”“港澳人士购房仅需提交身份证和通行证”“南沙、花都本科生限购放松”等一系列政策，对房地产的调控力度有所放松。

## 四、管理分析

2019 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

**2019 年，公司在多项房企排行榜中位列前 50 强，收入和利润规模进一步增长；物业开发仍是公司主要收入来源，城市更新业务、物业租赁为公司贡献了一定收入，物业管理板块单独拆分上市、**

**不再纳入合并范围；公司综合毛利率仍处于较高水平。**

2019 年，公司房地产业务规模进一步扩大，在中国企业评价协会、清华大学房地产研究所和中指研究院共同评选的“2020 中国房地产百强企业”中，公司名列第 32 位；在中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心共同评选的“2020 中国房地产开发企业 50 强”中，公司名列第 35 位，同时，公司名列“2020 中国房地产开发企业综合发展 10 强”“2020 中国房地产开发企业城市更新 10 强”。2019 年，公司实现营业收入 425.51 亿元，同比增长 23.12%，主要系物业开发收入增加所致；实现净利润 62.28 亿元，同比增长 8.23%。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、%）

| 板块 | 2017 年 | | | 2018 年 | | | 2019 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 | 228.19 | 97.25 | 32.07 | 309.37 | 89.56 | 30.56 | 390.50 | 91.77 | 30.04 |
| 城市更新业务 | -- | -- | -- | 27.76 | 8.04 | 64.61 | 21.70 | 5.10 | 50.13 |
| 物业管理（注） | 3.52 | 1.50 | 17.62 | 4.97 | 1.44 | 17.75 | 4.15 | 0.98 | 30.11 |
| 物业租赁 | 2.93 | 1.25 | 44.41 | 3.32 | 0.96 | 42.21 | 4.66 | 1.09 | 54.39 |
| 其他业务收入 | -- | -- | -- | 0.18 | 0.05 | 2.00 | 4.49 | 1.06 | 2.02 |
| **合计** | **234.64** | **100.00** | **32.01** | **345.60** | **100.00** | **33.21** | **425.51** | **100.00** | **31.03** |

注：物业管理板块由广州市时代邻里企业管理有限公司（以下简称“时代邻里”）及其子公司运营。公司与关联方 Peace Power Limited 于 2019 年 7 月签订股权转让协议，转让本公司持有的时代邻里的全部股权（即 40%股权）。故自 2019 年 7 月 31 日起，公司不再将时代邻里及其子公司纳入合并范围
资料来源：公司提供

从收入构成来看，物业开发仍是公司主要收入来源，城市更新业务为公司贡献了一定的收入，物业租赁等其他业务收入占比仍较小。2019 年，公司物业开发收入同比增长 26.22%，主要系结转面积增加所致；城市更新业务收入同比减少 21.83%，主要系城市更新项目开发周期不确定性相对较高，收入波动性相对较大所致；公司于 2019 年 7 月底将物业管理板块单独拆分上市，时代邻里不再纳入公司合并范围，公司物业管理收入同比减少；公司物业租赁收入同比增长 40.36%，主要系租赁面积增加所致。

从毛利率来看，2019 年，公司物业开发毛利率基本保持稳定；城市更新业务毛利率有所下降，由于城市更新项目不确定性相对较高，毛利率波动幅度相对较大，但整体仍处于较高水平；物业租赁毛利率有较大提升。综上，公司综合毛利率为 31.03%，同比小幅下降 2.18 个百分点，但仍处于较高水平。

2. 土地储备

**2019年，公司城市更新项目的转化速度和规模显著提升，城市更新成为公司重要的土地储备来源；公司土地储备主要位于粤港澳大湾区城市，区域集中度较高，广东省外项目位于长沙、武汉等二线城市，土地储备较充裕。**

2019年，公司新增土地储备主要通过招拍挂、城市更新项目转化和收并购方式获取，新增项目主要位于粤港澳大湾区，在广东省外新进入杭州、武汉市场。公司在广州成功完成转化了5个旧改项目、在佛山完成转化了4个旧改项目、在江门完成转化了1个旧改项目，转化速度和规模显著提升，城市更新已成为公司重要的土地储备来源。

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 | 2019 年 |
|---|---|---|---|
| 新增土地储备面积 | 498.53 | 319.75 | 491.96 |
| 土地投资金额 | 169.14 | 129.67 | 233.97 |
| 平均楼面单价 | 3,392.86 | 4,055.32 | 4,755.99 |

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司共拥有22个项目的土地储备，占地面积223.57万平方米，总建筑面积688.71万平方米，权益建筑面积498.83万平方米，土地储备较充裕，能够满足未来一段时间的开发需要。公司在清远有较大规模土地储备且土地成本较低，计划长期持有逐步开发，未来随着“广清同城”的发展，清远市场发展前景良好。剔除清远项目后，公司其他区域的土地储备权益建筑面积293.00万平方米，主要位于广州、佛山、肇庆、惠州、江门等粤港澳大湾区城市以及长沙、武汉等强二线城市。

表 4　截至 2019 年底公司土地储备情况（单位：个、万平方米、%）

| 城市 | 项目数量 | 权益建筑面积 | 权益建筑面积占比 |
|---|---|---|---|
| 广州 | 10 | 134.35 | 26.93 |
| 佛山 | 3 | 53.16 | 10.66 |
| 清远 | 3 | 205.83 | 41.27 |
| 长沙 | 1 | 14.99 | 3.00 |
| 惠州 | 1 | 15.88 | 3.18 |
| 江门 | 2 | 34.79 | 6.98 |
| 肇庆 | 1 | 11.13 | 2.23 |
| 武汉 | 1 | 28.67 | 5.75 |
| **合计** | **22** | **498.83** | **100.00** |

注：1. 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；2. 本表统计口径为已取得土地证且尚未开发的项目
资料来源：公司提供

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。公司的城市更新项目规模较大，若转化成功可为公司带来较大的一级开发收益及大量优质的土地储备。但城市更新项目前期对资金沉淀要求较高，且未来开发进度的不确定性相对较大。

3. 项目开发建设情况

**2019 年，公司新开工面积保持较快增长，在建规模较大，能够满足未来一段时间销售需求，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。**

2019 年，公司保持较快的规模扩张速度，新开工面积 717.32 万平方米，同比增长 38.75%；竣工面积 517.62 万平方米，同比增长 59.76%。截至 2019 年底，公司在建面积 1,657.87 万平方米，在建规模较大。

表 5　公司项目开发情况（单位：万平方米）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|---|---|---|---|
| 新开工面积 | 443.00 | 517.00 | 717.32 |
| 竣工面积 | 248.00 | 324.00 | 517.62 |
| 期末在建面积 | 901.47 | 1,347.04 | 1,675.87 |

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
资料来源：公司提供

从在建项目来看，截至 2019 年底，公司全口径在建项目共 73 个，广东省内项目主要分布在粤港澳大湾区以及清远、汕头、汕尾、河源，广东省外项目主要分布在长沙、成都、杭州等优质二线城市。公司在建项目预计总投资 1,427.42 亿元，累计已投资 694.36 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。此外，公司在建项目数量增加、开发规模扩大，对公司的管理能力和项目协同能力要求大幅提升。

表 6　截至 2019 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 | 10 | 173.30 | 115.39 | 248.99 | 173.01 |
| 佛山 | 8 | 206.54 | 161.27 | 240.45 | 171.20 |
| 珠海 | 6 | 69.87 | 33.18 | 106.53 | 17.33 |
| 中山 | 7 | 125.67 | 81.07 | 77.53 | 33.77 |
| 清远 | 11 | 372.06 | 343.28 | 194.67 | 112.19 |
| 长沙 | 7 | 172.69 | 144.93 | 128.66 | 65.92 |
| 东莞 | 5 | 82.76 | 31.24 | 99.27 | 19.23 |
| 惠州 | 3 | 123.89 | 76.11 | 77.21 | 11.20 |
| 江门 | 8 | 210.28 | 145.58 | 116.60 | 30.17 |
| 成都 | 2 | 27.99 | 22.23 | 41.48 | 20.84 |
| 肇庆 | 2 | 45.95 | 23.20 | 34.56 | 13.78 |
| 汕头 | 1 | 18.70 | 18.70 | 16.29 | 7.30 |
| 杭州 | 1 | 9.26 | 7.41 | 17.46 | 10.79 |
| 河源 | 1 | 20.91 | 12.54 | 15.07 | 6.20 |
| 汕尾 | 1 | 15.99 | 15.99 | 12.65 | 1.44 |
| **合计** | **73** | **1,675.87** | **1,232.13** | **1,427.42** | **694.36** |

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. 部分并表合作项目由合作方负责统计数据，因此投资数据未计入累计已投资金额
资料来源：公司提供，联合评级整理

4. *房产销售情况*

**2019 年，公司合同销售面积及销售金额同比增长较快，区域布局进一步拓展，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。**

从区域分布来看，2019 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，位于肇庆、成都和潮汕的项目开始销售，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 | 2019 年 |
|---|---|---|---|
| 广州 | 129.25 | 182.28 | 216.41 |
| 佛山 | 141.66 | 216.85 | 227.60 |
| 珠海 | 45.86 | 70.23 | 78.78 |
| 中山 | 12.57 | 13.84 | 42.68 |
| 清远 | 24.34 | 33.14 | 47.16 |
| 长沙 | 29.03 | 26.44 | 50.49 |
| 东莞 | 29.81 | 38.53 | 55.53 |
| 惠州 | 3.77 | 9.30 | 26.63 |
| 江门 | -- | 15.34 | 19.93 |
| 肇庆 | -- | -- | 5.02 |
| 成都 | -- | -- | 3.44 |
| 潮汕 | -- | -- | 9.94 |
| **合计** | **416.29** | **605.95** | **783.60** |

资料来源：公司提供

从销售情况来看，2019 年，公司合同销售面积及合同销售金额分别同比增长 43.26%和 29.32%；平均售价同比有所下降，主要系公司规模增大，区域布局拓展及调整，广佛销售占比下降所致。2019 年，公司结转收入面积 293.90 万平方米，同比增长 28.68%。

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 | 2019 年 |
|---|---|---|---|
| 合同销售面积 | 282.20 | 373.30 | 534.80 |
| 合同销售金额 | 416.29 | 605.95 | 783.60 |
| 平均售价 | 14,751.59 | 16,232.25 | 14,652.21 |
| 结转收入面积 | 198.87 | 228.40 | 293.90 |
| 结转销售收入 | 228.19 | 309.37 | 390.50 |
| 结转均价 | 11,474.33 | 13,545.10 | 13,286.83 |

资料来源：公司提供

从去化情况来看，截至 2019 年底，公司完工项目平均去化率为 94.07%，整体去化水平良好。公司在建在售项目总建筑面积 1,675.87 万平方米，剩余可售规模较充裕，主要分布在粤港澳大湾区，大湾区的发展为公司项目销售提供了良好的外部环境。

5. 物业租赁

**2019 年，公司物业租赁收入进一步增长，为公司贡献了较稳定的现金流入。**

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 2019 年底，时代地产中心可租面积 4.61 万平方米，其中 3.15 万平方米自用，1.46 万平方米可租赁给独立第三方，出租率 89.23%。截至 2019 年底，时代倾城（中山）第 26 栋购物中心可租面积 3.64 万平方米，出租率为 56.00%，较上年大幅下降，主要系购物中心部分改造升级所致。

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 20 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。

2019 年，公司实现租赁收入 4.66 亿元，同比增长 40.36%，主要系租赁面积增加所致。

6. 关联交易

**公司与部分关联企业之间存在一定规模的关联担保和经营性往来，母公司为公司提供了一定的资金支持。**

关联交易方面，2019 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 8.88 亿元、向合营公司及联营公司提供建筑及装修服务获得关联交易收入 5.24 亿元。

关联担保方面，截至 2019 年底，公司对关联方提供担保的余额 75.04 亿元，被担保方主要为合作开发的项目公司。

关联往来方面，截至 2019 年底，公司应收关联方款项余额合计 97.87 亿元，主要为应收联营及合营企业款项；应付关联方款项余额合计 99.47 亿元，其中应付母公司款项 23.61 亿元，应付合营企业款项 49.40 亿元，应付其他关联方款项 26.46 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。

7. 经营效率

**2019 年，公司经营效率指标基本保持稳定，整体经营效率较好。**

公司主营刚需型和改善型住宅产品，注重周转效率。2019 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 0.54 次、0.34 次和 0.30 次，同比基本保持稳定。从同行业比较来看，2019 年公司经营效率指标处于行业中上水平。

表 9　2019 年房地产开发类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 |
|---|---|---|---|
| 万科 A | 0.28 | 0.27 | 0.23 |
| 金科股份 | 0.26 | 0.27 | 0.25 |
| 金地集团 | 0.30 | 0.25 | 0.21 |
| 中国奥园 | 0.26 | 0.23 | 0.21 |
| **公司** | **0.54** | **0.34** | **0.30** |

注：公司数据由联合评级计算，其他公司数据引自 Wind。联合评级与 Wind 的计算口径存在少许差异
资料来源：Wind

8. 经营关注

**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。

**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，若转化成功可为公司带来较大的一级开发收益及大量优质的土地储备。但城市更新项目前期对资金沉淀要求较高，且未来开发进度的不确定性相对较高。

**在建项目尚需投资规模较大**

截至 2019 年底，公司在建项目预计总投资 1,427.26 亿元，累计已投资 694.36 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），尚需投资规模较大。近年来，公司经营和扩张所需资金主要由销售回款收入及外部融资平衡，考虑到公司需持续进行项目拓展以扩大规模，若外部融资环境发生波动，公司将面临一定的资本支出压力。

**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，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。**

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，同时逐步布局广东省其他经济发达城市以及中国其他高增长潜力的区域。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，通过不断培训及具有吸引力的薪酬福利条件吸引、留用及培养人才。公司将在确保核心业务持续快速发展的同时，积极发展城市更新、产业、商业、社区服务等业务，培育未来新的增长点。

## 六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 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。2019 年，公司非同一控制下企业合并新增子公司 11 家、同一控制下企业合并新增子公司 1 家、新设子公司 68 家、处置子公司 14 家、注销子公司 2 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 2019 年底，公司合并资产总额 1,539.69 亿元，负债合计 1,095.66 亿元，所有者权益（含非控股股东权益）444.04 亿元，其中归属于母公司所有者权益 277.86 亿元。2019 年，公司实现营业收入 425.51 亿元，净利润（含非控股股东损益）62.28 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 58.55 亿元；经营活动产生的现金流量净额 94.36 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.26 亿元。

2. 资产质量

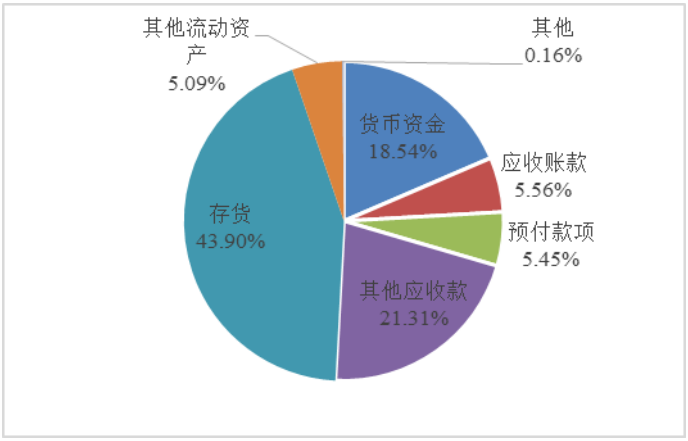
**2019 年，公司资产规模增长较快，资产结构以流动资产为主，流动资产中存货、其他应收款和货币资金占比较高。公司货币资金充裕，存货项目区域分布良好，资产受限程度较低，整体资产质量较好。**

截至 2019 年底，公司资产总额 1,539.69 亿元，较年初增长 22.20%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 87.52%，非流动资产占 12.48%，以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 1,347.47 亿元，较年初增长 18.92%，主要系其他应收款和存货增加所致，主要构成如下图所示。

图2　截至2019年底公司流动资产构成




资料来源：审计报告

截至 2019 年底，公司货币资金 249.82 亿元，较年初减少 5.92%，变动不大。公司使用权受到限制的货币资金 34.05 亿元，占比为 13.63%，受限比例一般，包括房地产预售款受限资金 22.58 亿元、贷款监控户受限资金 2.82 亿元和其他受限资金 8.65 亿元。

截至 2019 年底，公司应收账款 74.88 亿元，较年初增长 53.15%，主要系随着公司主营业务业绩上升，房地产销售收入和应收账款随之增加所致。其中，账龄 1 年以内的应收账款余额占 88.74%，1~2 年的占 7.86%。公司累计计提应收账款坏账准备 0.55 亿元，计提比例为 0.72%。前五名应收账款余额占合计数的 14.17%，集中度较低。公司应收账款增长速度较快，对公司资金的占用加大。

截至 2019 年底，公司预付款项 73.38 亿元，较年初大幅增长 87.68%，主要系预付合同款及预付股权款增加所致。公司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。

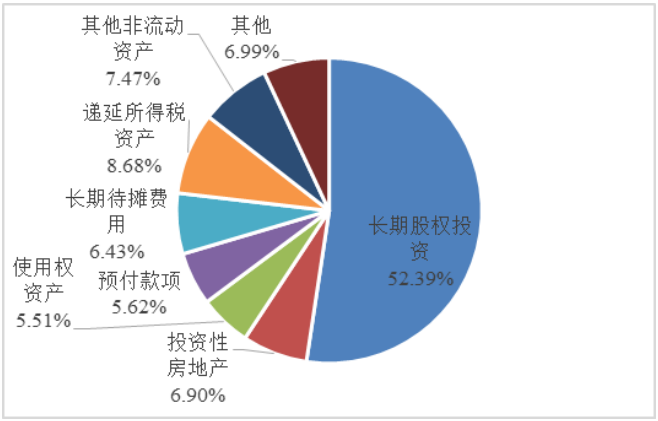
截至 2019 年底，公司其他应收款 287.17 亿元，较年初增长 20.24%，主要系应收非控股股东款项、应收保证金/项目定金以及应收合营企业款项增加所致。从构成来看，其他应收款主要由应收保证金/项目定金（占 31.27%）、应收非控股股东款项（占 26.02%）、应收合营企业款项（占 20.69%）和应收合作公司往来款（占 12.26%）等构成。从账龄来看，1 年以内的其他应收款余额占 74.81%，1~2 年的占 15.61%，整体账龄尚可。其他应收款累计计提坏账准备 0.37 亿元，计提比例为 0.13%。

截至 2019 年底，公司存货 591.58 亿元，较年初增长 19.76%，主要系房地产开发业务持续增长所致。其中，开发成本占 74.50%，开发产品占 19.19%，拟开发土地占 6.31%。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 79.78 亿元，用于借款抵押，占比为 13.49%。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 192.22 亿元，较年初增长 51.54%，主要系长期股权投资增加所致，主要构成如下图所示。

图 3　截至 2019 年底公司非流动资产构成




资料来源：审计报告

截至 2019 年底，公司长期股权投资 100.71 亿元，较年初大幅增长 97.95%，主要系对合联营公司的投资有所增加，以及公司按股权比例确认投资收益从而增加长期股权投资的账面价值所致。2019 年，公司长期股权投资权益法下投资收益 12.10 亿元，累计计提减值准备 1.15 亿元。

截至 2019 年底，公司投资性房地产 13.26 亿元，较年初减少 0.75%，主要系部分转为自用所致。公司投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量，受限比率为 43.69%。

截至 2019 年底，公司使用权受到限制的资产合计 169.07 亿元，占资产总额的 10.98%，包括货币资金、应收账款、存货、长期股权投资、投资性房地产、固定资产和其他非流动资产。公司资产受限程度较低。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

**2019年，公司负债规模增长，债务负担较轻；2020年部分公司债券到期及进入行权期，公司面临一定的短债压力。**

截至2019年底，公司负债合计1,095.66亿元，较年初增长27.42%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占82.79%，非流动负债占17.21%，以流动负债为主。

流动负债方面，截至2019年底，公司流动负债907.11亿元，较年初增长51.47%，主要系其他应付款增加所致。流动负债主要由应付账款（占14.60%）、合同负债（占23.78%）、应交税费（占8.58%）、其他应付款（占36.74%）和一年内到期的非流动负债（占12.90%）构成。

截至2019年底，公司应付账款132.46亿元，较年初增长71.80%，主要系应付建筑工程款增加所致。

截至 2019 年底，公司合同负债 215.71 亿元，较年初增长 13.37%，主要系预收房款增加所致。

截至2019年底，公司应交税费77.80亿元，较年初增长51.65%，主要系应交土地增值税和企业所得税增加所致。

截至2019年底，公司其他应付款333.23亿元，较年初增长73.58%，主要系应付非控股股东款项增加所致。其他应付款主要由应付非控股股东款项（占40.90%）、应付母公司款项（占8.12%）、应付合营企业款项（占16.99%）、非控股股东投资款（占11.93%）和应付其他关联方款项（占9.10%）构成。公司其他应付款中无债务。

截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债116.97亿元，较年初增长101.74%，主要系部分应付债券转至一年内到期的非流动负债所致。

非流动负债方面，截至2019年底，公司非流动负债188.54亿元，较年初减少27.77%，主要系应付债券减少所致。非流动负债主要由长期借款（占69.14%）、应付债券（占18.18%）、租赁负债（占6.02%）和递延所得税负债（占5.95%）构成。

截至2019年底，公司长期借款130.36亿元，较年初减少12.09%。从性质来看，抵押借款占25.37%，质押借款占53.33%，担保借款占18.62%，信用借款占2.68%。从期限分布来看，1~2年内到期的长期借款占55.83%，3~5年内到期的占40.70%，5年以上的占3.47%。

截至 2019 年底，公司应付债券 34.28 亿元，较年初减少 64.22%。公司应付债券（含一年内到期的应付债券）情况如下表所示。

表 10　截至 2019 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 | 发行面值 | 债券余额 |
|---|---|---|---|---|---|
| 15 时代债 | 2015-07-10 | 3+2 | 7.50 | 20.00 | 18.16 |
| 17 时代 01 | 2017-09-08 | 2+1 | 7.20 | 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 |
| 19 时代 01 | 2019-01-24 | 2+1 | 7.50 | 11.00 | 11.00 |
| 19 时代 04 | 2019-06-06 | 5 | 6.80 | 5.00 | 5.00 |
| **合计** | -- | -- | -- | **121.00** | **119.16** |

注：含一年内到期的应付债券
资料来源：审计报告，Wind

截至 2019 年底，公司根据新租赁准则确认租赁负债 11.34 亿元。公司有一定规模的转租业务，应付融资租赁款计入租赁负债。

截至2019年底，公司递延所得税负债11.21亿元，较年初减少27.67%，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减少所致。

截至2019年底，公司全部债务307.08亿元，较年初减少6.10%。其中，短期债务占46.39%，长期债务占53.61%，债务结构有待优化。公司资产负债率为71.16%，较年初上升2.91个百分点；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为40.88%和27.05%，较年初分别下降4.09个百分点和10.84个百分点。从期限分布来看，2020年，部分公司债券将到期或进入行权期。对于到期或行权的债券，公司已取得相应额度的公司债券批文，将择机置换。截至2020年5月底，公司已发行公司债券合计68.15亿元拟用于偿付2020年到期或行权债券。此外，公司已获得批文但尚未发行的公开发行公司债券发行额度为16.01亿元。

表 11　截至 2019 年底公司有息债务到期分布情况（单位：亿元）

| 时间 | 假设债券不回售 | | 假设债券全部回售 | |
|---|---|---|---|---|
| | 到期借款金额 | 到期债券金额 | 到期借款金额 | 到期债券金额 |
| 2020 年 | 43.29 | 23.64 | 43.29 | 84.96 |
| 2021 年 | 54.08 | 79.68 | 54.08 | 48.87 |
| 2022 年 | 51.36 | 11.58 | 51.36 | 0.00 |
| 2023 年及以后 | 7.10 | 23.74 | 7.10 | 4.81 |
| **合计** | **155.83** | **138.64** | **155.83** | **138.64** |

注：本表统计的有息债务不含应付票据，与联合评级计算的全部债务存在一定差异
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司控股股东时代中国控股全部债务 532.61 亿元，较年初增长 11.82%；其中短期债务 185.98 亿元，占比为 34.92%；全部债务资本化比率为 59.87%，整体债务负担尚可。

（2）所有者权益

**2019年，公司股东持续增资，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。**

截至2019年底，公司所有者权益合计444.04亿元，较年初增长10.99%，主要系股东增资、利润累积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62.57%，非控股股东权益占37.43%。截至2019年底，归属于母公司所有者权益合计277.86亿元，其中，实收资本占16.57%，资本公积占26.11%，盈余公积占5.85%，未分配利润占50.85%，权益稳定性一般。截至2019年底，公司实收资本46.04亿元，较年初增长95.08%。

4. 盈利能力

**2019 年，公司收入和利润进一步增长，投资收益对利润形成一定补充，部分盈利指标有所下降但仍处于较高水平；公司费用规模增长较快，对利润规模的影响加大。**

2019 年，公司实现营业收入 425.51 亿元，同比增长 23.12%，主要系物业开发收入增加所致；实现净利润 62.28 亿元，同比增长 8.23%，其中归属于母公司所有者的净利润 58.55 亿元。

从期间费用来看，2019 年，公司费用总额 31.68 亿元，同比增长 40.55%；其中，销售费用占 38.01%，管理费用占 42.15%，财务费用占 19.84%。公司销售费用同比增长 44.47%，主要系广告及推广费增加所致；管理费用同比增长 42.95%，主要系员工薪酬、专业服务费、折旧和摊销等增加所致；财务费用同比增长 29.22%，主要系利息支出增加所致。

从利润构成来看，公司合作开发规模增大，投资收益对公司利润规模有一定影响。2019 年，公司实现投资收益 13.32 亿元，占营业利润的 16.37%，主要来自权益法核算的长期股权投资收益。

从盈利指标来看，2019 年，公司营业利润率为 24.25%，同比下降 4.63 个百分点，主要系主营业务毛利率小幅下降所致。公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 9.77%、6.56%和 14.76%，同比基本保持稳定。

5. 现金流

**2019 年，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，公司有一定的融资需求。**

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 505.58 亿元，同比增长 47.09%，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 403.59 亿元；收到其他与经营活动有关的现金 101.99 亿元，同比增长 188.95%，主要系收到的其他关联方款项、非控股股东款项和合营公司款项增加所致。公司经营活动现金流出同比增长 45.70%，主要系公司规模扩展，拿地和开发的资本支出增加所致。综上，公司经营活动现金流量净额为 94.36 亿元，净流入金额同比增长 53.49%。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 21.76 亿元，规模相对较小；投资活动现金流出 182.15 亿元，同比大幅增长 111.05%，主要系合作开发项目和收并购项目增加所致。综上，公司投资活动现金流量净额为-160.40 亿元，净流出金额同比增长 132.51%；公司筹资活动前现金流量净额为-66.03 亿元，保持净流出态势，公司融资需求较大。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 269.31 亿元，同比增长 11.64%，公司融资渠道主要包括股东注资、银行借款、发行债券等；公司筹资活动现金流出 212.54 亿元，同比增长

48.49%，偿债压力加大。综上，公司筹资活动现金流量净额为 56.77 亿元，净流入金额同比减少 42.13%。

6. 母公司财务分析

**母公司[1]资产主要由货币资金、其他应收款和长期股权投资构成，负债率较高，自身经营性资产少，利润主要来自投资收益。**

截至 2019 年底，母公司资产总额 393.37 亿元，较年初增长 15.27%，主要系其他应收款和长期股权投资增加所致。其中，流动资产占 80.48%，主要由其他应收款构成；非流动资产占 19.52%，主要由长期股权投资构成。

截至 2019 年底，母公司负债合计 337.93 亿元，较年初增长 9.04%，主要系其他应付款增加所致。其中，流动负债占 82.84%，主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成；非流动负债占 17.16%，主要由长期借款和应付债券构成。截至 2019 年底，母公司全部债务 145.66 亿元，其中短期债务占 61.13%。母公司资产负债率和全部债务资本化率分别为 86.34%和 73.16%，较年初有所下降，但负债率仍较高。截至 2019 年底，母公司所有者权益 53.44 亿元，较年初增长 80.40%，主要由实收资本构成。

2019 年，母公司营业收入 2.84 亿元，同比增长 8.02%；净利润为 23.88 亿元，同比增长 30.27%，主要来自投资收益。

2019 年，母公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额分别为 6.85 亿元、-33.04 亿元和 6.50 亿元。

7. 偿债能力

**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。**

从短期偿债能力指标来看，截至 2019 年底，公司流动比率从年初的 1.89 倍下降为 1.49 倍，速动比率从年初的 1.07 倍下降为 0.83 倍，均小幅下降；公司现金短期债务比从年初的 3.43 倍下降为 1.75 倍，虽有所下降但仍处于较高水平。整体看，公司短期偿债能力指标强。

从长期偿债能力指标来看，2019 年，公司 EBITDA 为 95.39 亿元，主要由计入财务费用的利息支出（占 10.39%）和利润总额（占 85.84%）构成。公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.74 倍下降为 3.06 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.27 倍上升为 0.31 倍，EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期偿债能力指标强。

截至 2019 年底，公司获得的金融机构综合授信额度合计 619.21 亿元，剩余可用额度 382.43 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2019 年底，除为购房者提供的按揭担保以外，公司对外担保金额合计 75.04 亿元，占所有者权益的 16.90%。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 2019 年底，公司无涉案金额在 1,000 万元以上的未决诉讼、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 2020 年 3 月 25 日，公司无未结清的不良贷款，无关注类贷款信息。

[1] 此母公司指公司母公司单独报表。

## 七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）和所有者权益分别是“18 时代 13”“18 时代 14”“19 时代 04”“20 时代 01”“20 时代 02”“20 时代 04”“20 时代 05”债券本金合计（73.15 亿元）的 3.42 倍和 6.07 倍，覆盖程度高。从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 是债券本金合计的 1.30 倍，覆盖程度高。从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入是债券本金合计的 6.91 倍，经营活动现金流量净额是债券本金合计的 1.29 倍，覆盖程度高。

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“18 时代 13”“18 时代 14”“19 时代 04”“20 时代 01”“20 时代 02”“20 时代 04”“20 时代 05”的偿还能力极强。

## 八、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。2019 年，公司继续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。公司销售规模持续增长，资产质量良好，债务负担较轻，股东增资使得公司资本实力进一步增强。同时，联合评级也关注到公司土地储备区域分布仍较集中、城市更新项目开发周期存在不确定性、在建项目尚需投资规模较大且管理难度增加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”。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时维持“18 时代 13”“18 时代 14”“19 时代 04”“20 时代 01”“20 时代 02”“20 时代 04”“20 时代 05”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 | 2019 年 |
|---|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 991.93 | 1,259.95 | 1,539.69 |
| 所有者权益（亿元） | 344.13 | 400.05 | 444.04 |
| 短期债务（亿元） | 60.33 | 82.93 | 142.44 |
| 长期债务（亿元） | 181.83 | 244.09 | 164.64 |
| 全部债务（亿元） | 242.16 | 327.02 | 307.08 |
| 营业收入（亿元） | 234.64 | 345.60 | 425.51 |
| 净利润（亿元） | 43.31 | 57.54 | 62.28 |
| EBITDA（亿元） | 61.52 | 87.77 | 95.39 |
| 经营性净现金流（亿元） | -24.64 | 61.48 | 94.36 |
| 流动资产周转次数（次） | 0.32 | 0.34 | 0.34 |
| 存货周转次数（次） | 0.40 | 0.47 | 0.54 |
| 总资产周转次数（次） | 0.28 | 0.31 | 0.30 |
| 现金收入比率（%） | 108.86 | 89.24 | 94.85 |
| 总资本收益率（%） | 9.77 | 9.73 | 9.77 |
| 总资产报酬率（%） | 7.18 | 7.67 | 6.56 |
| 净资产收益率（%） | 15.42 | 15.46 | 14.76 |
| 营业利润率（%） | 27.89 | 28.88 | 24.25 |
| 费用收入比（%） | 5.90 | 6.52 | 7.44 |
| 资产负债率（%） | 65.31 | 68.25 | 71.16 |
| 全部债务资本化比率（%） | 41.30 | 44.98 | 40.88 |
| 长期债务资本化比率（%） | 34.57 | 37.89 | 27.05 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 4.18 | 3.74 | 3.06 |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.25 | 0.27 | 0.31 |
| 流动比率（倍） | 1.96 | 1.89 | 1.49 |
| 速动比率（倍） | 0.89 | 1.07 | 0.83 |
| 现金短期债务比（倍） | 2.72 | 3.23 | 1.75 |
| 经营现金流动负债比率（%） | -5.45 | 10.27 | 10.40 |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.84 | 1.20 | 1.30 |

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%<br>（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-税金及附加）/营业收入×100% |
| 费用收入比 | （管理费用+销售费用+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。