

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、第二期、第三期、第四期）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：石 烁 sshi@ccxi.com.cn

项目组成员：刘旭冉 xlou@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 15 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0667 号

广州市时代控股集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 时代 01”、“20 时代 02”、“20 时代 04”、“20 时代 05”、“20 时代 07”和“20 时代 09”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月十五日

评级观点：中诚信国际维持广州市时代控股集团有限公司（以下简称“时代控股”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 时代 01”、“20 时代 02”、“20 时代 04”、“20 时代 05”、“20 时代 07”和“20 时代 09”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了时代控股继续保持广州市城市更新市场的竞争优势，广州及佛山等粤港澳大湾区市场较为领先的市场地位，稳健的土地扩张策略及财务政策，较强的盈利能力等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产行业政策，时代控股项目区域集中度高以及城市更新项目进度具有不确定性等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

时代控股	2018	2019	2020
总资产（亿元）	1,259.95	1,538.73	1,847.58
所有者权益合计（亿元）	400.05	444.57	423.86
总负债（亿元）	859.90	1,094.16	1,423.72
总债务（亿元）	327.02	307.08	392.44
营业总收入（亿元）	345.60	425.51	382.24
净利润（亿元）	57.54	61.83	56.19
EBITDA（亿元）	87.77	94.92	94.56
经营活动净现金流（亿元）	61.48	94.33	54.87
营业毛利率(%)	33.21	31.03	30.21
净负债率(%)	15.37	12.84	10.54
总债务/EBITDA(X)	3.73	3.24	4.15
EBITDA 利息倍数(X)	3.74	3.05	2.31

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告。2018 年财务数据为 2019 年审计报告期初数；2019 年财务数据为 2020 年审计报告期初数；2020 年财务数据为审计报告期末数。

正面

- **继续保持广州市城市更新市场的竞争优势。**2020 年度，公司完成 8 个项目的旧改转化，合计总建筑面积 262.35 万平方米，其中 219.80 万平方米由公司继续做二级开发。公司旧改转化项目主要位于广州、佛山等区域，在当地城市更新市场仍具有较强的竞争优势，为公司补充了较大规模成本较低、区位优质的土地储备。
- **广州及佛山等粤港澳大湾区较为领先的市场地位。**凭借丰富且低成本的土地储备及成熟的开发经验，在当地市场建立了良好的品牌知名度，2020 年公司在广州及佛山等粤港澳大湾区市场销售排名位居当地前列，带动整体销售金额同比增长 28.10%。

同行业比较

公司名称	总资产 (亿元)	净负债率 (%)	货币资金/短期 债务(X)	全口径签约销 售金额 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润率 (%)	存货周转率 (X)
龙光集团*	2,435.14	61.43	1.84	1,206.90	710.80	18.82	0.52
合景泰富*	2,321.98	61.73	1.77	1,036.08	297.42	22.41	0.28
时代中国*	1,915.02	68.31	1.99	1,003.81	385.76	13.91	0.39
时代控股	1,847.58	10.54	2.60	1,003.81	382.24	14.70	0.39

注：“合景泰富”为“合景泰富集团控股有限公司”简称，证券代码 0181.HK；“龙光集团”为“龙光集团有限公司”简称，证券代码 03380.HK；“时代中国”为“时代中国控股有限公司”简称，证券代码 01233.HK；上述企业中龙光集团签约销售金额为权益口径数据，其余为全口径销售数据；带“*”号公司财务报表均按照香港会计准则编制。

资料来源：中诚信国际整理

- **稳健的土地扩张策略及财务政策。**时代控股通过多种方式获取土地储备，2020 年公司土地扩张节奏较为稳健，土地获取成本仍处于合理水平。同时，公司在保持规模扩张的过程中财务杠杆仍控制在较好水平。

- **较好的盈利能力。**依托良好的区域布局和较低的拿地成本，公司初始盈利空间维持在较高水平，整体具备较强的盈利能力。

关注

- **房地产行业政策。**在“房住不炒”行业政策的基调下，房地产企业在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，同时加上宏观经济增速下滑及行业竞争加剧的影响，房地产企业盈利空间不断收窄，行业环境及政策的变化或将对房地产企业经营战略的实施提出更高要求。

- **项目区域集中度高。**2020 年时代控股业务主要集中在广东省内，该区域的签约销售金额及土地储备建筑面积占公司整体比重均在 86%以上，面临一定集中度风险。

- **城市更新项目进度存在一定不确定性。**城市更新项目进展易受政府政策等因素影响且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。

评级展望

中诚信国际认为，广州市时代控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级下调因素。**签约销售金额的增长趋势发生显著不利变化，土地储备激进导致杠杆比例大幅上升，盈利能力明显下滑，现金流平衡能力严重弱化。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期	特殊条款
20 时代 01	AAA	AAA	2020-05-07	5.75	5.75	2020/2/24~2027/2/24	调整票面利率、回售
20 时代 02	AAA	AAA	2020-05-07	7.40	7.40	2020/2/24~2025/2/24	调整票面利率、回售
20 时代 04	AAA	AAA	2020-05-07	9.50	9.50	2020/3/30~2027/3/30	调整票面利率、回售
20 时代 05	AAA	AAA	2020-05-07	15.50	15.50	2020/3/30~2025/3/30	调整票面利率、回售
20 时代 07	AAA	AAA	2020-04-29	25.00	25.00	2020/5/27~2025/5/27	调整票面利率、回售
20 时代 09	AAA	AAA	2020-07-03	16.00	16.00	2020/7/17~2025/7/17	调整票面利率、回售

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

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）（品种一）（债券简称：“20 时代 01”、债券代码：“163141”）于 2020 年 2 月 24 日完成发行，发行规模为人民币 5.75 亿元，票面利率为 6.20%，发行年限为 7 年期，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，回售日为 2025 年 2 月 24 日，到期日为 2027 年 2 月 24 日。截至本报告出具之日，公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

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）（品种二）（债券简称：“20 时代 02”、债券代码：“163142”）于 2020 年 2 月 24 日完成发行，发行规模为人民币 7.40 亿元，票面利率为 5.00%，发行年限为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，回售日为 2023 年 2 月 24 日，到期日为 2025 年 2 月 24 日。截至本报告出具之日，公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

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）（品种一）（债券简称：“20 时代 04”、债券代码：“163315”）于 2020 年 3 月 30 日完成发行，发行规模为人民币 9.50 亿元，票面利率为 6.30%，发行年限为 7 年期，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，回售日为 2025 年 3 月 30 日，到期日为 2027 年 3 月 30 日。截至本报告出具之日，公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

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）（品种二）（债券简称：“20 时代 05”、债券代码：“163316”）于 2020 年

3 月 30 日完成发行，发行规模为人民币 15.50 亿元，票面利率为 5.10%，发行年限为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，回售日为 2023 年 3 月 30 日，到期日为 2025 年 3 月 30 日。截至本报告出具之日，公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

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（第三期）（品种二）（债券简称：“20 时代 07”、债券代码：“163571”）于 2020 年 5 月 27 日完成发行，发行规模为人民币 25.00 亿元，票面利率为 5.24%，发行年限为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，回售日为 2023 年 5 月 27 日，到期日为 2025 年 5 月 27 日。截至本报告出具之日，公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

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（第四期）（品种二）（债券简称：“20 时代 09”、债券代码：“163722”）于 2020 年 7 月 17 日完成发行，发行规模为人民币 16.00 亿元，票面利率为 5.94%，发行年限为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，回售日为 2023 年 7 月 17 日，到期日为 2025 年 7 月 17 日。截至本报告出具之日，公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

宏观经济与政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超

疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财

政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

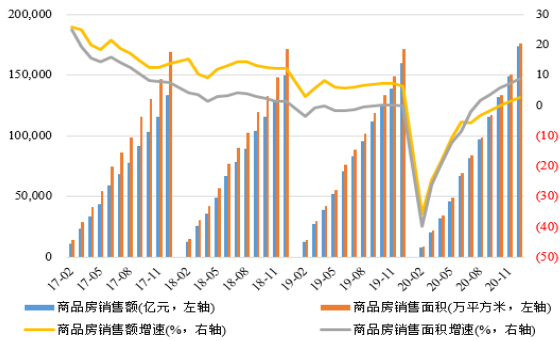
2020 年 4 月以来房地产行业逐步从疫情影响中恢复并于 9 月恢复至上年同期水平，在房企年底加速去化的带动下全年商品房销售超越上年水平，房地产行业展现出较强韧性

2020 年第一季度全国房地产销售受疫情冲击较大，全国商品房销售额和面积分别同比下降 24.70% 和 26.30%，均降至 2017 年以来同期最低水平。4 月以来，市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏，商品房销售逐月恢复，并于 9 月恢复至 2019 年同期水平。进入四季度以来，房企加速去化，带动全年销售面积和金额超越上年，全年商品房销售额和面积分别同比增长 2.6% 和 8.7%；房地产行业表现出较强

韧性。

图1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从商品房去化情况看，近年来我国商品房整体库存周期处于较低水平，2020年疫情爆发初期商品房去化速度受到显著影响，待售面积环比增幅明显提升，2020年二、三季度疫情得到控制后，去化明显提速，商品房待售面积逐月下降并快速恢复至上年同期水平。但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市库存压力仍然较大。

中诚信国际认为，2020年上半年受新冠疫情冲击，房地产销售增速大幅受挫，但随着国内疫情逐步得到控制叠加房企加速去化，全年销售已超过2019年全年水平，房地产行业展现出较强韧性。

2020年在疫情影响下房地产投资短期内呈先抑后扬的态势，下半年在房企追赶开发进度推动下，全年房地产投资额同比增长

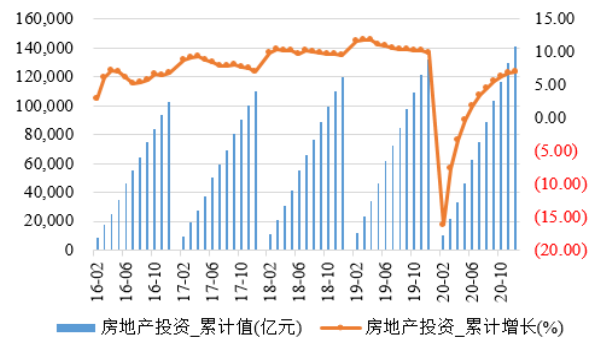
2020年初在疫情影响下，多地发布了延迟复工通知，导致开发受阻，新开工面积自2016年以来首次出现负增长；4月以来随着疫情得到有效控制，各地逐步复工、土地供应力度增加、叠加房企追赶开发进度及拿地需求逐步释放，全国新开工面积降幅逐月回落，全国新开工面积同比下降1.2%。

建设投资方面，主要受新开工规模同比下降影响，1~5月房地产开发投资额增速出现负增长；6月以来，在房企逐步恢复投资的推动下，房地产开发

投资额同比增速由负转正，全年房地产开发投资额同比实现7%增长。

图2：近年来全国房地产开发投资情况

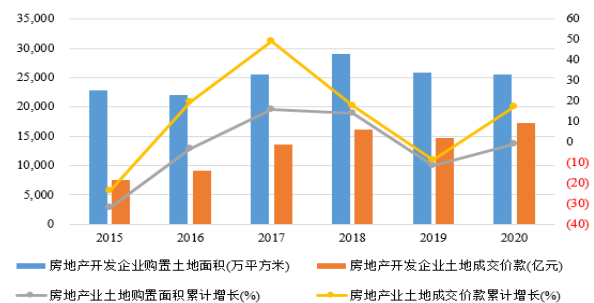
单位：亿元、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2020年1~5月，在疫情影响下国内土地市场购置价款同比增速为负；4月以来土地供给力度明显加大，叠加热点城市优质地块集中入市，房企拿地逐步恢复，6月以来国内土地市场购置价款增速由负转正，全年国内土地市场购置价款同比增长17%。

图3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额（万平方米、亿元、%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

在“房住不炒”行业政策的基调下，房企在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，对其经营战略的实施提出更高的要求

2016年中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的、不是用来炒的”，随后三年的中央经济工作会议中均反复强调“房住不炒”的定位。各城市通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控。本轮调控力

度严厉、参与调控的城市范围不断扩大且表现出很强的政策延续性。从坚持住房居住属性的政策大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续，但部分地方政府或将根据当地市场情况对调控政策进行调整。

2020年上半年，在国内疫情爆发的背景下，货币政策放松带来流动性宽裕，房地产行业融资环境有所改善；下半年房地产行业融资政策明显收紧，尤其在8月“三道红线”¹出台后，国内贷款增速明显回落。**中诚信国际认为**，如“三道红线”按照行业预期全面执行，将对未来几年房地产行业融资环境形成较为深远的影响，一方面由于对新增融资的限制和表内外融资渠道的全面监控，高度依赖杠杆发展的房地产行业在未来几年内行业竞争格局将较难发生重大改变；另一方面，在融资环境趋严的条件下，马太效应将愈发凸显，全行业集中度或将进一步提升。

2020年12月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称“《通知》”），划定银行房地产贷款集中度“红线”，《通知》明确对7家中资大型银行、17家中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行，共5档机构分类分档设置明确的房地产贷款占比上限、个人住房贷款占比上限，《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。**中诚信国际认为**，未来银行资源将进一步向优质房企集中，资质偏弱的房企或将面临较大融资及回款压力。

此外，2021年2月自然资源部组织召开“全国2021年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22座重点城市或将实施住宅供地“两集中”政策，中诚信国际将对未来土地供应政策的变化保

持关注。

房地产行业梯队分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势

随着房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度持续提升，房地产行业梯队分化格局持续凸显。

2020年疫情加剧房企间分化，房地产行业集中度进一步提升。TOP30房企竞争力增强，集中度稳中有升；相比之下TOP 50房企的增速更为显著。在目前的市场背景下，规模房企的竞争优势日益凸显，随着资源加速向头部企业集聚，行业集中度将继续走高。而对于100强之后的房企而言，面对激烈的行业竞争，该梯队房企的增长空间或将进一步受限。

表 1：2017~2020 年国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019	2020
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%	9.8%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%	21.3%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%	36.1%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%	44.7%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%	54.4%

资料来源：克而瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，在行业增速放缓及调控政策持续的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

2020 年公司房地产销售规模稳步增长，继续保持在广州及佛山等粤港澳大湾区市场较为领先的地位

时代控股自 2001 年进入房地产行业，长期深耕粤港澳大湾区区域，目前已进入广州、佛山、珠海、

¹ 2020 年 8 月 20 日，住房和城乡建设部和中国人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制并提出资金监测和融资管理规则（简称“三道红线”）。“三道红线”是指将剔除预收款后的资产负债率大于 70%、净负债率大于 100%、货币资金短债比小于 1

倍三个阈值设置为“三条红线”，根据房企财务指标对“三道红线”“踩线”的数量不同，将其分为“红、橙、黄、绿”四档，每降低一档，融资规模上限增加 5%。

中山、东莞、惠州、清远等广东省内城市，并选择性进入发展前景较好的区域外热点二线城市如长沙、成都、杭州和武汉等。公司以住宅物业开发项目为核心，通过运用标准化运作体系，努力打造高品质、多样化产品组合，在当地市场树立了较高的品牌知名度和良好的声誉。

房地产项目运作方面，2020年受疫情影响，公司新开工面积和竣工面积均较上年有所减少，期末在建面积与上年基本持平，较大规模的在建面积为公司的持续经营提供有力支撑的同时，亦对其后续资金投入提出更高要求。

表 2：2018~2020 年公司房地产业务开工竣工情况

单位：万平方米

指标	2018	2019	2020
在建项目数量	53	73	70
在建建筑面积	1,347.04	1,675.87	1,652.56
新开工面积	517.00	717.32	581.00
竣工面积	324.00	517.62	414.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产销售方面，由于广州、长沙和东莞等城市市场表现较好，2020年公司商品房销售保持增长态势，合同销售金额同比增长 28.10%，销售均价较上年小幅增加。结算方面，受竣工面积减少影响，2020

表 4：2018~2020 年公司房地产业务销售区域分布情况

单位：万平方米、亿元

城市	2018 年		2019		2020	
	销售面积	销售金额	销售面积	销售金额	销售面积	销售金额
广州	81.0	182.28	110.5	216.41	133.2	300.05
佛山	126.8	216.85	145.7	227.60	132.3	222.86
长沙	32.4	26.44	57.3	50.49	77.1	96.80
东莞	21.8	38.53	28.2	55.53	46.7	89.34
清远	35.5	33.14	50.2	47.16	69.7	58.56
珠海	37.8	70.23	37.7	78.78	28.9	44.20
惠州	9.4	9.30	26.6	26.63	37.1	39.52
江门	18.5	15.34	24.8	19.93	50.3	39.05
成都	-	-	2.8	3.44	16.0	36.12
中山	10.1	13.84	36.6	42.68	27.1	28.23
肇庆	-	-	5.5	5.02	25.0	21.15
汕头	-	-	9.1	9.94	9.9	11.16
河源	-	-	-	-	10.6	9.76

年公司结算面积及结算金额分别同比下降 19.03%和 15.55%，结算均价小幅增长。

表 3：2018~2020 年公司房地产业务销售情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2018	2019	2020
签约销售面积 (全口径)	373.3	534.7	673.1
签约销售金额 (全口径)	605.95	783.60	1,003.81
签约销售均价 (全口径)	16,232	14,655	14,913
结算面积	228.40	293.90	237.97
结算金额	309.37	390.50	329.76
结算均价	13,545	13,287	13,857

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域分布来看，公司业务布局主要集中在广东地区，包括广州、佛山、东莞、清远、珠海、惠州和江门等广东省内城市，2020年广东省内销售占比达 86.76%，较上年下降 6.36 个百分点。其中，凭借成熟的开发经验和多年积累的良好口碑，2020年公司在广州及佛山合计实现签约销售金额占公司当期总签约销售金额的比重为 52.09%，是公司最重要的销售区域。此外，2020年公司首次在河源市和汕尾市实现签约销售。

汕尾	-	-	-	-	9.2	7.01
合计	373.3	605.95	534.7	783.60	673.1	1,003.81

注：上表中部分合计数据的尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供资料，中诚信国际整理

公司在广佛区域城市更新市场仍具有突出的优势地位，为其补充了大量低成本且优质的项目土地储备

公司自 2009 年进入广州市城市更新市场，经过逾 10 年的持续深耕，积累了丰富的城市更新项目经验，形成了突出的竞争优势。2020 年公司实现城市更新业务收入 47.96 亿元，同比大幅增长 121.02%，主要来源于佛山南海创客小镇项目、广州黄埔萝峰等项目；城市更新业务的毛利率为 66.95%。

2020 年度，公司完成 8 个项目的旧改转化，合计总建筑面积 262.35 万平方米，其中 219.80 万平方米由公司继续做二级开发，旧改转化项目主要位于广州、佛山等区位优势较明显区域，为公司补充了较大规模成本较低、区位优质的土地储备。

截至 2020 年末，公司已签订合作协议的“三旧”改造项目众多，其中有 30 个城市更新项目计划在近未来两年完成改造，项目主要位于广州、佛山等城市，占地面积合计约 203 万平方米，继续保持在广州、佛山城市更新市场的竞争优势。“城市更新”项目为公司提供了优质的低成本土地储备，但受当地政府对城市更新改造推动进度及相关政策的影响，其未来开发进度及收益取得或有一定不确定性。

2020 年公司拿地规模有所减少，当年新获取项目土地楼面地价较高，但与同期销售均价相比，仍处于合理水平；同时公司土地储备主要集中于粤港澳大湾区，或面临一定区域集中度风险

时代控股坚持稳健的土地扩张策略，2020 年拿地规模有所减少，当期公司通过招拍挂获取土地 13 宗（含旧改转化土地 4 宗）、协议出让方式获取土地 1 宗（含旧改转化土地 1 宗）和收并购方式获取土地 2 宗，获取项目主要位于佛山、广州、东莞、肇庆、

长沙和嘉兴。2020 年新增土地楼面地价较高主要系地块处于广州、佛山、东莞的核心区域且土地市场竞争加剧所致，但与同期销售均价相比，拿地成本仍处于合理水平。

表 5：2018~2020 年公司新增土地储备情况

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

指标	2018	2019	2020
新增土地数量	23	28	16
新增土地储备建筑面积	319.75	491.96	223.80
新增土地储备金额	129.67	233.98	171.19
新增土地楼面地价	4,055.32	4,756.08	7,649.26

注：2019 年和 2020 年新增土地储备金额、新增土地储备面积为权益口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年末，公司共有土地储备建筑面积² 1,917.94 万平方米，其中位于广东地区的土地储备建筑面积合计 1,697.94 万平方米，占比合计 88.51%。分城市来看，公司土地储备主要分布在广州、清远、佛山、江门和东莞等城市，上述城市土地储备建筑面积占比合计约 76.03%。公司充足的土地储备可对未来业绩形成较好支撑；但中诚信国际也关注到公司土地储备主要集中于粤港澳大湾区地区，其面临一定区域集中度风险。

表 6：截至 2020 年末公司土地储备情况

单位：万平方米、%

城市	土地储备面积	占比
广州	461.38	24.17
清远	451.65	23.08
佛山	276.83	14.73
江门	172.21	8.97
东莞	96.20	5.12
惠州	87.71	4.58
长沙	74.87	4.11
中山	71.90	3.88

² 土地储备建筑面积=未开发项目建筑面积+在建未售项目

建筑面积+已竣工项目未售建筑面积。

肇庆	70.09	3.62
珠海	52.10	3.18
杭州	29.18	1.41
武汉	28.67	0.93
成都	15.83	0.79
河源	14.55	0.66
汕尾	10.56	0.46
汕头	4.20	0.30
合计	1,917.94	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2018~2020年审计报告。2018年及2019年财务数据分别为2019年及2020年审计报告期初数；2020年财务数据为审计报告期末数。

2020年，受收入规模及毛利率小幅下降、期间费用增加等因素的影响，公司经营性业务利润小幅减少，但整体仍保持很强的盈利能力

受物业开发结转规模减少及物业板块剥离的综合影响，2020年营业收入同比减少10.17%。毛利率方面，2020年受疫情影响，公司将存货中的一些尾盘做促销清盘，同时当年项目结转成本相对较高，物业开发业务毛利率有所下降，但得益于毛利率较高的城市更新业务收入占比提升，公司整体毛利率水平较好。截至2020年末，公司合同负债215.12亿元，占当年营业收入的比重为56.28%，占物业开发收入的比重为65.24%，对未来收入结转的保障能力一般。

表7：近年来公司营业收入构成及毛利率情况(亿元、%)

收入构成	2018	2019	2020
物业开发	309.37	390.50	329.76
城市更新业务	27.76	21.70	47.96
物业租赁	3.32	4.66	4.52
物业管理(注1)	4.97	4.16	-
其他	0.18	4.50	-
合计	345.60	425.51	382.24
毛利率	2018	2019	2020
物业开发	30.56	30.04	24.41
城市更新业务	64.61	50.13	66.95

物业租赁	42.21	54.39	63.72
物业管理	17.75	30.11	-
其他	2.00	2.02	-
合计	33.21	31.03	30.21

注1：物业管理板块由广州市时代邻里企业管理有限公司(“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。

2020年，受职工薪酬及福利费、折旧和摊销等因素增长的影响，管理费用增长9.53%；同时由于推广费同比减少，公司销售费用小幅下降7.67%；随着项目开发规模增加，债务规模亦随之增加，财务费用同比增长10.87%。

受2020年收入规模及毛利率小幅下降、期间费用增加等因素影响，公司经营性业务利润同比减少4.84%。投资收益主要系按权益法核算的长期股权投资产生的投资收益，其中2020年合营企业广州市庭凯投资有限公司(以下简称“广州庭凯”)、江门市弘聚投资有限公司、广州云谷科技创业投资有限公司分别产生7.00亿元、1.50亿元和1.35亿元的投资收益。资产减值损失对公司利润总额产生一定侵蚀，2020年公司确认0.92亿元的资产减值损失，主要系存货的减值损失。2020年，公司实现营业外损益4.48亿元，主要系2020年上半年公司取得广州市时代红卫投资发展有限公司(以下简称“时代红卫”)的部分股权，投资成本小于时代红卫净资产公允价值产生的收益计入营业外收入5.00亿元。综上，2020年公司利润总额和净利润均小幅减少。从盈利指标来看，由于利润规模小幅减少，公司净资产收益率小幅下降，但整体仍保持较强的盈利水平。

表8：近年来公司盈利能力相关指标(亿元、%)

	2018	2019	2020
销售费用	8.33	12.08	11.16
管理费用	9.34	13.86	15.18
财务费用	4.86	6.28	6.97
期间费用率	6.52	7.57	8.71
经营性业务利润	77.30	70.98	67.54
资产减值损失	0.10	3.06	0.97
公允价值变动收益	0.26	0.18	-0.06
投资收益	3.04	13.32	9.16
营业外损益	-0.07	0.55	4.48
利润总额	80.02	81.35	79.64

净利润	57.54	61.83	56.19
EBITDA 利润率	25.40	22.31	24.74
净资产收益率	15.46	14.64	12.94

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年，随着项目增加公司的资产和负债规模均增长，所有者权益规模有所减少，但公司的财务杠杆仍维持在较好水平；由于应付合营企业款项、合作公司往来款、其他关联方款项和代收及暂收款项的增加，其他应付规模增长较快

2020年，随着业务规模的扩大，公司资产总额同比增长20.07%。具体来看，公司资产主要由货币资金、其他应收款、存货和长期股权投资等构成。其中，2020年末货币资金同比增加39.11%，主要系年末收到较多合作项目回款、城市更新项目返还款等，期末受限货币资金占比为12.73%；随着公司土地获取及项目的投入，2020年末公司存货余额同比增长28.71%，其中已完工开发产品区域布局较为集中，需关注该区域调控政策对去化的影响。其他应收款主要系应收非控股股东款项、保证金、合联营企业款项和合作公司往来款，2020年末公司其他应收款余额变化较小。2020年末长期股权投资同比增加20.64%，其中账面余额超过10亿元的企业包括合营企业广州庭凯12.54亿元、珠海弘璟投资有限公司11.83亿元、广州市浩思房地产开发有限公司18.31亿元及联营企业佛山市禅城区正华置业有限公司10.68亿元。

2020年末公司负债总额同比增长30.12%，主要由应付账款、其他应付款和预收款项³和有息负债构成。其中随着业务规模扩大，应付建筑工程款增加，应付账款随之增长；2020年末公司预收款项规模变化不大，预收款项对未来收入结转的保障程度仍偏弱。随着合作项目的增多，公司其他应付款余额同比增加37.47%，主要系应付合营企业款项、合作公司往来款、其他关联方款项和代收及暂收款项等增长所致。此外，随着近年业务规模的增长，公司对外融资需求亦随之增加，2020年末有息债务规模同比增

³为与以前年度保持一致口径，2018~2020年末合同负债科目已调至预收款项。

长27.80%。

所有者权益构成方面，受公司购买非控股股东权益的影响，2020年末公司资本公积和未分配利润均有所下降；此外，受公司引入项目合作方及非控股股东增加投资等因素影响，2020年末公司非控股股东权益占比为39.13%。

表9：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）

	2018	2019	2020
货币资金	265.55	249.99	347.77
其他应收款	238.82	283.45	284.14
存货	493.98	592.09	762.08
长期股权投资	50.88	100.72	121.52
投资性房地产	13.36	13.26	27.42
应付账款	77.11	132.48	192.70
其他应付款	196.89	331.62	455.87
预收款项	190.53	216.15	215.41
未分配利润	114.66	140.54	136.72
所有者权益	400.05	444.57	423.86
实收资本	23.62	46.04	46.04
资本公积	93.47	73.22	54.46
少数股东权益	154.16	166.79	165.86
资产负债率（%）	68.25	71.11	77.06
净负债率（%）	15.37	12.84	10.54

注：为与以前年度保持同一口径，2018~2020年末合同负债已调至预收款项。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

得益于自有资本实力的提升以及充裕的期末手持货币资金规模，其财务杠杆仍控制在较好水平。

公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，存货及资产周转表现适中

2020年末，公司资产仍主要由流动资产构成，其占总资产的比重小幅下降0.97个百分点。截至2020年末货币资金和存货合计占流动资产比重达69.48%。

表10：近年来公司主要流动资产分析

	2018	2019	2020
流动资产/总资产	89.93	87.42	86.45
存货/流动资产	43.60	44.02	47.71
货币资产/流动资产	23.44	18.58	21.77
其他应收款/流动资产	21.08	21.07	17.79
（存货+货币资金）/流动资产	67.03	62.60	69.48

开发产品	81.67	113.53	98.39
开发产品/存货	16.53	19.17	12.91
开发成本	394.22	440.79	658.17
开发成本/存货	79.81	74.45	86.36
拟开发土地	18.08	37.77	5.52
拟开发土地/存货	3.66	6.38	0.72

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从存货构成来看，公司存货主要由开发成本、开发产品和拟开发土地构成。截至 2020 年末，公司开发产品为 98.39 亿元，占存货的比重为 12.91%，主要位于广州、佛山、清远、珠海等城市。资产周转效率方面，近年来公司总资产周转率有所下降，存货周转效率呈波动态势，资产周转率均处于适中水平。

表11：近年来公司周转率相关指标

	2018	2019	2020
存货周转率（次/年）	0.47	0.54	0.39
总资产周转率（次/年）	0.31	0.30	0.23

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

公司债务期限结构合理，手持货币资金对短期债务的覆盖能力较强；但经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力仍有待加强

2020 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 396.38 亿元，同比小幅下降 1.79%，主要系公司销售回款同比有所减少，同时公司合作开发的项目有所增加。

随着公司新项目获取以及在建项目的持续推进，公司近年来总债务规模呈波动上升态势，公司债务主要由银行融资和应付债券构成。2020 年末，公司短期债务在总债务中占比下降至 34.06%，债务期限结构处于合理水平。2020 年，母公司时代中国综合融资成本为 7.3%，较上年下降 0.2 个百分点。

受益于很强的盈利能力，2020 年公司 EBITDA 对债务的保障能力仍维持在较好水平；同时，公司货币资金充足，对短期债务的覆盖能力较强。近年来，公司经营活动净现金流持续为正，2020 年受疫情影响，销售商品、提供劳务收到的现金小幅减少，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力仍有待加强。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020
经营活动净现金流	61.48	94.33	54.87
销售商品、提供劳务收到的现金	308.42	403.59	396.38
货币资金/短期债务	3.20	1.76	2.60
总债务	327.02	307.08	392.44
短期债务/总债务	25.36	46.39	34.06
总债务/EBITDA	3.73	3.24	4.15
经营活动净现金流/总债务	0.19	0.31	0.14
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.06	0.76	0.99

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司备用流动性充足，受限资产规模较低，但需关注或有负债风险

截至 2020 年末，公司获得各大银行等金融机构授信额度为 713.52 亿元，其中未使用额度为 418.53 亿元。

截至 2020 年末，公司受限资产合计为 227.88 亿元，其中受限的存货、货币资金、应收账款、投资性房地产、长期股权投资和固定资产分别为 124.21 亿元、44.28 亿元、18.22 亿元、9.01 亿元、25.06 亿元和 7.10 亿元，受限资产合计占当期末总资产的 12.33%。

或有事项方面，截至 2020 年末，公司对外担保余额 75.09 亿元，全部为对关联方提供的担保，对外担保金额占期末净资产比重为 17.72%，存在一定的或有负债风险。诉讼方面，截至本报告出具日，公司共涉及两起重大诉讼案件，诉讼案由为房地产开发经营合作纠纷，公司均为原告方。其中案件（2020）粤 20 民初 103 号涉及金额约 1.31 亿元，案件处于审理阶段、暂未判决；案件（2020）粤 01 民初 1316 号涉及金额约 1.00 亿元，法院已判决，公司已申请强制执行。

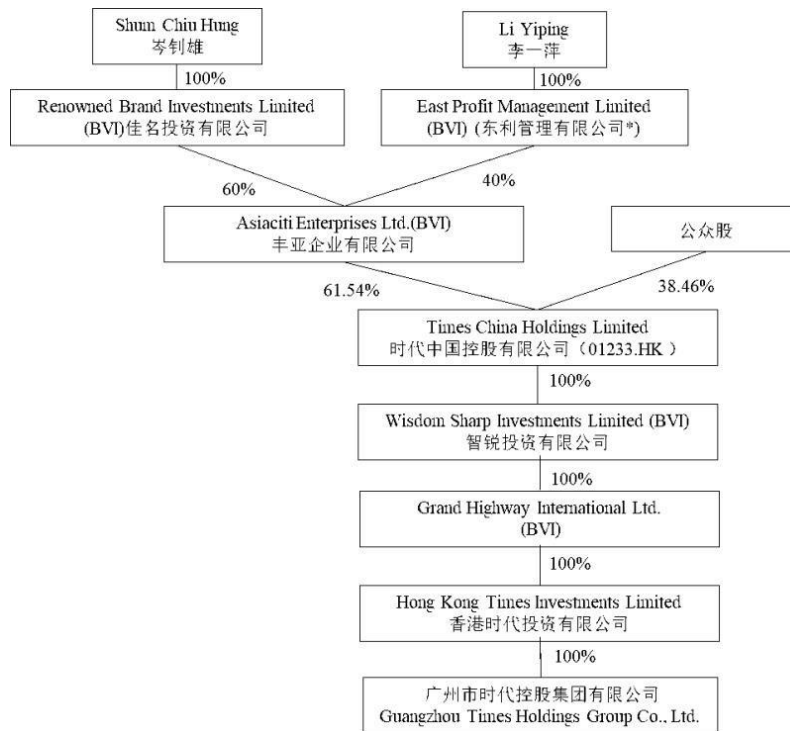
过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2018~2021 年 3 月 9 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

评级结论

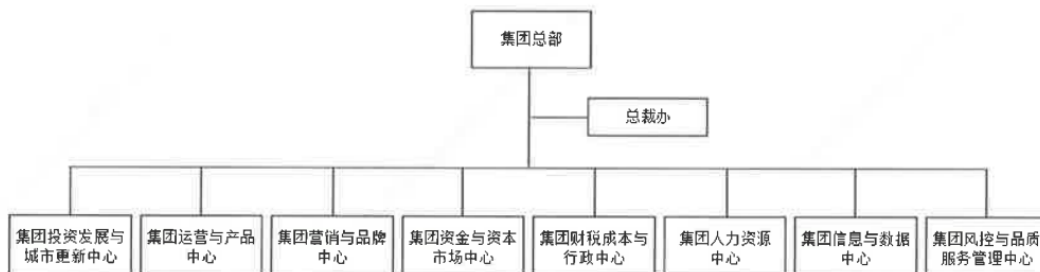
综上所述，中诚信国际维持广州市时代控股集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20时代01”、“20时代02”、“20时代04”、“20时代05”、“20时代07”和“20时代09”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：广州市时代控股集团有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2020 年末)

股权结构图



组织结构图



附二：广州市时代控股集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020
货币资金	2,655,460.10	2,499,884.20	3,477,674.90
其他应收款	2,388,217.70	2,834,494.30	2,841,443.00
存货净额	4,939,776.10	5,920,916.90	7,620,780.50
长期投资	508,776.60	1,007,249.00	1,215,193.80
固定资产	91,563.50	87,915.80	92,746.10
在建工程	-	-	-
无形资产	11,857.00	14,292.70	16,594.90
投资性房地产	133,629.90	132,624.00	274,191.50
总资产	12,599,496.90	15,387,324.30	18,475,809.90
预收款项	1,905,306.00	2,161,519.20	2,154,100.40
其他应付款	1,719,729.70	3,316,203.10	4,558,658.70
短期债务	829,320.00	1,424,407.50	1,336,497.20
长期债务	2,440,913.20	1,646,409.90	2,587,942.30
总债务	3,270,233.20	3,070,817.40	3,924,439.50
净债务	614,773.10	570,933.20	446,764.60
总负债	8,598,982.60	10,941,648.60	14,237,176.40
费用化利息支出	63,237.10	99,075.00	113,782.40
资本化利息支出	171,608.70	212,569.90	295,826.20
所有者权益合计（含非控股股东权益）	4,000,514.30	4,445,675.70	4,238,633.50
营业总收入	3,456,027.60	4,255,132.60	3,822,389.90
经营性业务利润	773,031.60	709,779.70	675,403.40
投资收益	30,423.70	133,157.20	91,594.70
净利润	575,422.40	618,282.80	561,931.20
EBIT	863,453.40	912,588.10	910,159.00
EBITDA	877,741.30	949,179.90	945,561.10
销售商品、提供劳务收到的现金	3,084,217.00	4,035,899.90	3,963,835.10
经营活动产生现金净流量	614,797.10	943,276.70	548,709.10
投资活动产生现金净流量	-689,853.60	-1,604,121.20	-701,212.70
筹资活动产生现金净流量	980,988.70	567,737.50	1,027,963.80
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率（%）	33.21	31.03	30.21
期间费用率（%）	6.52	7.57	8.71
EBITDA 利润率（%）	25.40	22.31	24.74
净利润率（%）	16.65	14.53	14.70
净资产收益率（%）	15.46	14.64	12.94
存货周转率(X)	0.47	0.54	0.39
资产负债率（%）	68.25	71.11	77.06
总资本化比率（%）	44.98	40.85	48.08
净负债率（%）	15.37	12.84	10.54
短期债务/总债务（%）	25.36	46.39	34.06
经营活动净现金流/总债务（X）	0.19	0.31	0.14
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.74	0.66	0.41
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.62	3.03	1.34
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	1.06	0.76	0.99
总债务/EBITDA（X）	3.73	3.24	4.15
EBITDA/短期债务（X）	1.06	0.67	0.71
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.74	3.05	2.31
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	4.41	3.61	2.94

注：1、所有者权益包含非控股股东权益，净利润包含非控股股东损益；2、为与以前年度保持同一口径，2018-2020 年末合同负债已调至预收款项。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
盈利能力	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。