

信用评级公告

联合〔2022〕5115号

联合资信评估股份有限公司通过对广州市时代控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持广州市时代控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“18 时代 14”“19 时代 04”“20 时代 01”“20 时代 02”“20 时代 04”“20 时代 05”“20 时代 07”“20 时代 09”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十七日

广州市时代控股集团有限公司

2022年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
广州市时代控股集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 时代 14	AAA	稳定	AAA	稳定
19 时代 04	AAA	稳定	AAA	稳定
20 时代 01	AAA	稳定	AAA	稳定
20 时代 02	AAA	稳定	AAA	稳定
20 时代 04	AAA	稳定	AAA	稳定
20 时代 05	AAA	稳定	AAA	稳定
20 时代 07	AAA	稳定	AAA	稳定
20 时代 09	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 时代 14	19.00 亿元	5.00 亿元	2023/12/10
19 时代 04	5.00 亿元	5.00 亿元	2024/06/10
20 时代 01	5.75 亿元	5.75 亿元	2027/02/24
20 时代 02	7.40 亿元	7.40 亿元	2025/02/24
20 时代 04	9.50 亿元	9.50 亿元	2027/03/30
20 时代 05	15.50 亿元	15.50 亿元	2025/03/30
20 时代 07	25.00 亿元	25.00 亿元	2025/05/27
20 时代 09	16.00 亿元	16.00 亿元	2025/07/17

注:上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的公开发行债券

评级时间:2022年6月27日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.1.202205
房地产企业主体信用评级模型(打分表)	V3.1.202205

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

跟踪期内,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,土储主要布局粤港澳大湾区,并保持大湾区内较高知名度和综合竞争力。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。2021年,公司保持较充裕的土地储备且综合毛利率保持在较强的水平,同时公司债务负担较轻。但联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)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、未来1~2年内存在较大的集中偿付压力等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

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城市更新项目转化和销售,预计能持续为公司带来较为稳定的收入来源。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA,维持“18时代14”“19时代04”“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,评级展望为稳定。

优势

1. **土地储备布局良好且较充裕。**公司项目区域分布情况良好,开发规模较大且较充裕,可满足公司持续经营的需求;公司城市更新项目规模较大,若公司能持续有效的进行转化,预计能为公司带来较为稳定的土地储备来源及较高的利润。

2. **公司毛利率维持在行业较高水平。**2021年公司综合毛利率为31.54%,相较于同行业企业而言,公司盈利指标仍处于行业中上游水平。

关注

1. **房地产行业进入下行周期,行业整体面临销售去化压力。**2021年下半年以来,地产市场呈现下行趋势,导致公司2021年销售规模下滑,公司经营将持续面临一定的市场风险。

2. **公司面临区域集中风险及城市更新项目开发的不确定性。**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,面临一定的区域集中度风险;公司在

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构	1	
		偿债能力	1	
调整因素和理由				调整子级
---				---

注: 经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

广州、佛山等地有较多城市更新项目储备, 城市更新项目占用资金时间较长, 开发周期存在一定不确定性, 持续消耗公司流动性资源。

3. 公司存在较大的资本支出压力; 公司及时代中国控股未来 1~2 年内存在较大的集中偿付压力。公司在建项目较多, 尚需较大的资金投入。截至 2021 年底, 假设债券全部回售, 公司于 2022 年到期债务金额合计 66.40 亿元, 于 2023 年到期债务金额合计 117.78 亿元, 若综合考虑时代中国控股债务, 未来 1~2 年内公司及时代中国控股将存在较大偿付压力。

分析师: 卢瑞 张超

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

主要财务数据:

合并口径			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产 (亿元)	249.99	347.80	203.33
资产总额 (亿元)	1538.73	1847.58	1936.73
所有者权益 (亿元)	444.57	423.86	486.14
短期债务 (亿元)	142.07	133.01	87.62
长期债务 (亿元)	164.64	258.79	242.58
全部债务 (亿元)	306.71	391.81	330.21
营业收入 (亿元)	425.51	382.24	440.16
利润总额 (亿元)	81.35	79.64	85.84
EBITDA (亿元)	94.92	94.56	97.47
经营性净现金流 (亿元)	94.33	54.87	34.85
营业利润率 (%)	24.25	26.36	26.88
净资产收益率 (%)	13.91	13.26	12.77
资产负债率 (%)	71.11	77.06	74.90
全部债务资本化比率 (%)	40.82	48.04	40.45
流动比率 (%)	148.54	141.26	129.93
经营现金流动负债比 (%)	10.42	4.85	2.98
现金短期债务比 (倍)	1.76	2.61	2.32
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.05	2.31	3.52
全部债务/EBITDA (倍)	3.23	4.14	3.39
公司本部 (母公司)			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额 (亿元)	391.37	494.42	534.05
所有者权益 (亿元)	53.44	53.14	55.63
全部债务 (亿元)	145.66	177.65	144.50
营业收入 (亿元)	2.84	1.33	0.00
利润总额 (亿元)	23.88	21.69	23.50
资产负债率 (%)	86.34	89.25	89.58
全部债务资本化比率 (%)	73.16	76.98	72.20
流动比率 (%)	112.52	123.39	93.02
经营现金流动负债比 (%)	2.45	0.06	0.62

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. 公司一年内到期的租赁负债不计入短期债务, 租赁负债不计入长期债务; 3. 本报告中 2019 年财务数据采用 2020 年审计报告期初数/上年数

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18时代14、19时代04、20时代01、20时代02、20时代04、20时代05、20时代07、20时代09	AAA	AAA	稳定	2021/06/08	罗星驰 张超	房地产企业信用评级方法(V3.0.201907)/房地产企业主体信用评级模型(打分表)(V3.0.201907)	阅读报告
20时代09	AAA	AAA	稳定	2020/07/17	罗星驰 曹梦茹	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法(2018年)	阅读报告
20时代07	AAA	AAA	稳定	2020/04/24	罗星驰 曹梦茹	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法(2018年)	阅读报告
20时代04 20时代05	AAA	AAA	稳定	2020/03/16	罗星驰 曹梦茹	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法(2018年)	阅读报告
20时代01 20时代02	AAA	AAA	稳定	2019/12/24	罗星驰 曹梦茹	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法(2018年)	阅读报告
18时代14	AAA	AAA	稳定	2019/05/10	罗星驰 曹梦茹	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法(2018年)	阅读报告
19时代04	AAA	AAA	稳定	2019/05/08	罗星驰 曹梦茹	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法(2018年)	阅读报告
18时代14	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2018/10/26	王安娜 李 镛	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法(2018年)	阅读报告

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受广州市时代控股集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

广州市时代控股集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于广州市时代控股集团有限公司（以下简称“公司”或“时代控股”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司于 2001 年 5 月设立，初始注册资本为 1000 万美元。历经多次增资及股权变更，截至 2021 年底，公司注册资本增加至 83000.00 万美元，香港时代投资有限公司（以下简称“时代投资”）为公司全资股东，实际控制人为岑钊雄、李一萍夫妻。跟踪期内，公司注册资本和股权结构未发生变更。

跟踪期内，公司经营范围和组织结构未发生重大变化。截至 2021 年底，公司拥有直接或间接控股子公司 526 家，在职员工共 5526 人。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 1936.73 亿元，所有者权益 486.14 亿元（含少数股东权益 221.80 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 440.16 亿元，利润总额 85.84 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：周四阳。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 4 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2022 年 4 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
18 时代 14	19.00	5.00	2018/12/10	5（3+2）年
19 时代 04	5.00	5.00	2019/06/10	5 年
20 时代 01	5.75	5.75	2020/02/24	7（5+2）年
20 时代 02	7.40	7.40	2020/02/24	5（3+2）年
20 时代 04	9.50	9.50	2020/03/30	7（5+2）年
20 时代 05	15.50	15.50	2020/03/30	5（3+2）年
20 时代 07	25.00	25.00	2020/05/27	5（3+2）年
20 时代 09	16.00	16.00	2020/07/17	5（3+2）年
20 时代 12	11.00	11.00	2020/08/24	4（2+2）年

注：“20时代12”为非公开发行公司债券

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，**第三产业受疫情影响较大**。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计

算的几何平均增长率，下同。

但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及

上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人

人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮

食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 房地产行业概况

2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但 2021 年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产开投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，

进入7月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021年全年新开工面积19.89亿平方米，同比下降11.4%。从施工面积看，2021年全国房屋施工面积达97.54亿平方米，同比增长5.2%，增速较2020年有所回升。由于2017—2018年新开工房屋逐步进入竣工期，2021年全国房屋竣工面积10.14亿平方米，同比增长11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021年上半年商品房销售面积同比增长27.70%，较2019年上半年增长16.70%。但2021年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021年7—12月，全国商品房单月销售面积同比增速连续6个月为负；但得益于上半年销售增长，2021年全年全国商品房销售面积17.94亿平方米，同比增长1.90%，增速较2020年下降0.7个百分点；住宅销售面积15.65亿平方米，同比增长1.1%。

2. 土地市场与信贷环境

2021年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。

土地市场方面，2021年土地购置面积2.16亿平方米，同比下降15.50%。受集中供地以及

地产行业下行等多重因素影响，2021年土拍市场出现了新景象；2021年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近50%的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021年7—12月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此2021年下半年房地产开发到位资金同比下降10.51%。2021年全年房地产开发到位资金合计20.11万亿元，同比增长4.2%，增速较2020年下滑3.4个百分点。

表3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2019年		2020年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76

个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00

资料来源: Wind, 联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021年初严查经营贷，2021年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但2022年3月的国务院金融委会议表明房地产政策出现转向。

2021年初，房地产市场延续去年底热度，针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策

坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。2021年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表4 2021年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年2月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；二是集中组织出让活动
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难
2021年7月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021年9月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021年12月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年2-3月	--	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022年3月郑州发布房地产新政19条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年3月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险

资料来源: 联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保

证交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表 5 2021 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021 年 3 月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021 年 6 月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展
2021 年 7 月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021 年 9 月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益
2021 年 10 月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021 年 12 月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022 年 1 月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年底，公司注册资本83000.00万美元，时代投资为公司全资股东，实际控制人为岑钊雄、李一萍夫妻。

2. 企业规模和竞争力

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。

跟踪期内，公司继续坚持深耕粤港澳大湾区，区域内综合竞争实力较强。截至2021年底，公司土地储备（指已签订土地权属文件但尚未开工的项目）总建筑面积496.42万平方米，在建项目总建筑面积1703.75万平方米，土地储备仍较充裕。公司在广州、佛山地区拥有大规模的城市更新项目储备，2021年公司完成了广州市从化莱泰旧厂项目、广州市海珠区轻出国有用旧厂项目、佛山市南海区大沥钟边旧厂项目等6个城市更新项目的转化。

企业荣誉方面，近年来，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综合实力测评榜单”50强，其中2022年公司名列第42位。

3. 企业信用记录

根据提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2022年5月26日，公司未结清和已结清信贷信息中，均无关注类或不良类记录。

3. 企业信用记录

根据提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2022年5月26日，公司未结清和已结清信贷信息中，均无关注类或不良类记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2022年5月23日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

公司治理与管理情况较为稳定；跟踪期内，公司董事长发生变化。

跟踪期内，公司法人治理结构及主要管理制度未发生重大变化，公司治理与管理较为稳定。

跟踪期内，因分工调整，公司董事长、总经理由关键辉变更为周四阳，该人事变动已于2021年7月完成工商变更登记。

公司董事长、总经理周四阳先生，1971年出生，硕士学历。周四阳先生于2008年4月加入公司，历任公司信息管理中心总监、总裁助理、副总裁兼佛山分公司总经理；于2021年1月起任公司联席总裁；于2021年7月起任公司法定代表人、董事长、总经理。

截至2021年底，公司拥有在职员工5526人，较上年底减少1032人，公司规模呈收缩趋势。

八、经营分析

1. 经营概况

公司收入和利润主要来源于物业开发和城市更新，2021年公司营业收入同比增长，综合毛利率仍处于较高水平。

公司主营业务为房地产开发及销售。2021年，公司营业收入同比增长15.15%，主要系项目结转规模增长所致。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6 2019—2021年公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2019年			2020年			2021年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
物业开发	390.50	91.77	30.04	329.76	86.27	24.41	390.85	88.80	25.25
城市更新	21.70	5.10	50.13	47.96	12.55	66.95	44.09	10.02	83.24
物业租赁	4.66	1.09	54.39	4.52	1.18	63.72	5.21	1.18	65.64
物业管理(注)	4.15	0.98	30.11	--	--	--	--	--	--
其他业务收入	4.49	1.06	2.02	--	--	--	--	--	--
合计	425.51	100.00	31.03	382.24	100.00	30.21	440.16	100.00	31.54

注：物业管理板块由时代邻里控股有限公司（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，2021年，公司各板块收入占比同比变化不大，物业开发仍是公司收入的主要来源；城市更新为公司收入带来较为稳定的贡献；物业租赁收入占比不大，对公司收入贡献较小。

从毛利率来看，2021年，公司物业开发毛利率同比微增0.84个百分点，主要系结转项目成本差异所致；城市更新毛利率同比上升16.29个百分点，处于较高水平，是公司重要利润来源之一；物业租赁毛利率同比提升1.92个百分点，盈利能力较强。综上，公司综合毛利率同比小幅增长1.33个百分点，仍处于行业较高水平。

2. 土地储备

受行业下行和融资环境影响，2021年，公司土地储备拓展力度大幅减弱，城市更新仍为公司重要的土地储备来源之一。公司土地储备较充裕，主要位于粤港澳大湾区城市，区域集中度较高。

跟踪期内，公司土地储备拓展力度减弱，但

公司仍重点深耕广州、佛山、东莞等粤港澳大湾区城市，其中公司新增粤港澳大湾区城市项目6个，另外公司在南京和长沙分别获取一块土地。从获取方式来看，2021年公司通过招拍挂方式获取5块土地，佛山和惠州的土地（共3块）系旧改转化而来，旧改项目新增权益土地储备建筑面积在总新增权益土地储备中占比为57.11%。城市更新仍为公司土地获取的主要方式之一，也是公司重要的利润来源。

2021年，公司新增土地的投资金额和平均楼面单价同比分别下降73.40%和45.01%，公司受房地产行业下行趋势和融资环境收紧影响明显。

表7 公司新增土地储备情况
(单位：块、万平方米、亿元、元/平方米)

项目	2019年	2020年	2021年
新增土地数量	28	16	8
新增土地储备面积	491.96	223.80	108.27
土地投资金额	233.97	171.19	45.54
平均楼面单价	4755.99	7649.24	4206.54

注：表中数据采用权益口径统计

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司土地储备（已签署土地权属文件尚未开发）总建筑面积 496.42 万平方米，权益建筑面积 366.75 万平方米。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，清远市场仍具备一定发展前景。剔除清远项目后，公司其他区域的权益土地储备建筑面积 191.56 万平方米，其中粤港澳大湾区城市权益面积占比合计 46.34%。

表 8 截至 2021 年底公司土地储备情况

城市	项目数量 (个)	权益建筑面积 (万平方米)	权益建筑面积占比 (%)
广州	4	24.87	6.78
佛山	3	58.82	16.04
清远	3	175.19	47.78
惠州	2	43.36	11.83
长沙	2	21.62	5.90
肇庆	1	25.76	7.03
中山	1	17.02	4.64
合计	16	366.75	100.00

注：1. 广州天合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、佛山等地具有较大规模的城市更新项目储备²。2021年，公司在佛山、广州和惠州分别完成转化了3个、2个和1个旧改项目，预计总建筑面积127.89万平方米，但同比下降51.25%，若持续受房地产行业下行趋势和融资环境收紧影响，公司城市更新转化面积可能进一步下降。若公司可持续转化成功城市更新项目，预计可为公司带来较大的一级开发收益及较低成本的土地储备。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。此外。2022年4月，公司向政

表 10 截至 2021 年底公司在建项目情况

地区	项目个数 (个)	总建筑面积 (万平方米)	权益建筑面积 (万平方米)	项目总投资 (亿元)	累计已投资 (亿元)
广州	15	433.70	252.56	556.40	389.17
佛山	8	178.22	95.15	144.36	104.85
珠海	5	64.80	30.04	12.43	12.43

² 截至 2021 年底，时代中国控股城市更新项目总数约 135 个，潜在总建筑面积约 4000 万平方米，公司城市更新项目同时时代中国控股一致。截至 2022 年 5 月，公司未提供最新城市更新项目

府申请协调退回广州从化、增城3个项目履约保证金，另外，希望协调返还广州黄埔区5个项目前期投入资金。但截至2022年5月底，推进较慢。

3. 项目开发

受拿地区域、节奏影响，2021 年公司新开工面积同比明显下降，但公司在建项目规模仍较大，未来仍面临一定的资本支出压力。

从公司项目开发建设情况来看，受连续两年拿地区域变化、拿地面积减少影响，2021 年新开工面积同比下降 49.76%，竣工面积因在建项目陆续开发有所回升。综上，2021 年公司期末在建项目总建筑面积规模仍较大。

表 9 公司项目开发情况 (单位: 万平方米)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
新开工面积	717.32	581.00	291.88
竣工面积	517.62	414.00	488.00
期末在建面积	1675.87	1652.56	1703.75

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2021年底，公司全口径在建项目共69个，广东省内项目主要分布在粤港澳大湾区以及清远、汕头、汕尾和河源，广东省外项目主要分布在长沙、成都、杭州和武汉等二线城市。公司在建项目预计总投资1250.23亿元，尚需投资380.65亿元（不包含由合作方负责统计数据的合作项目投资金额），考虑到公司需保持项目开发建设及旧改项目的转化投入，在房地产行业下行、融资环境收紧的大环境下，公司将面临较大的资本支出压力。此外，随着公司合作项目的陆续开发，对公司的管理能力、项目协同和资金协调能力要求有所提升。

数据。

中山	1	49.86	46.37	31.85	31.05
清远	6	230.61	173.51	114.25	69.08
长沙	4	81.28	69.82	76.44	58.63
东莞	9	157.88	54.48	51.23	41.08
惠州	3	116.51	68.73	17.22	13.17
江门	6	178.14	117.26	79.16	33.38
成都	2	27.99	27.99	32.79	25.99
肇庆	3	61.87	50.74	31.28	15.47
汕头	1	18.27	18.27	13.51	11.62
杭州	1	9.26	7.43	17.46	13.52
河源	1	20.91	12.54	13.84	10.39
汕尾	1	15.99	15.99	8.69	6.37
武汉	1	28.67	14.34	14.74	6.11
南京	1	9.84	2.76	22.71	17.52
嘉兴	1	19.92	8.57	11.85	9.74
合计	69	1703.75	1066.55	1250.23	869.58

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

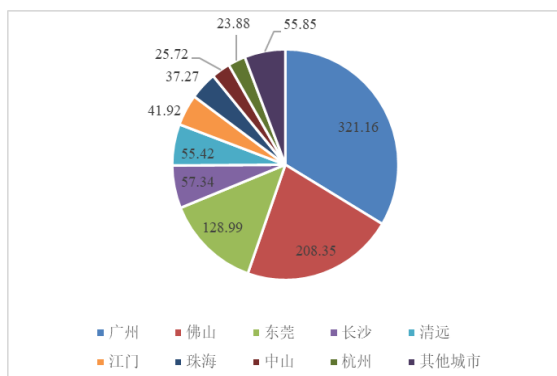
资料来源：公司提供

4. 物业销售

2021年公司销售面积和销售金额同比均有所下降，销售区域主要集中于广州和佛山等粤港澳大湾区城市。公司已完工项目去化情况良好，在建项目剩余可售面积较充裕。

从区域分布来看，2021年，广州、佛山和东莞房地产项目仍是公司合同销售额的主要来源。公司销售区域分布有所拓展，拓展城市主要为杭州及南京。

图 1 2021 年公司分地区合同金额销售情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司整理

从销售情况来看，2021年，公司合同销售面积和合同销售金额分别同比下降23.61%和4.77%，全口径合同销售额回落到千亿以内，但

公司平均售价同比提升24.83%，主要系广州、东莞等城市销售占比提升，销售均价较高所致。从结转情况来看，2021年公司并表口径的结转收入面积和结转收入金额分别同比增长7.67%和18.53%。

2022年1-5月，时代中国控股合同销售金额222.77亿元，同比下降40.25%，公司作为时代中国控股境内最主要的房地产运营实体，其销售数据趋势与时代中国控股一致。

表 11 公司项目销售及结转情况

（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

地区	2019年	2020年	2021年
合同销售面积	534.80	673.10	514.20
合同销售金额	783.60	1003.80	955.90
平均售价	1.47	1.49	1.86
结转收入面积	293.90	237.97	256.23
结转销售收入	390.50	329.76	390.85
结转均价	1.33	1.39	1.53

注：合同销售面积、合同销售金额和平均售价采用全口径数据，结转收入面积、结转销售收入和结转均价采用合并口径数据

资料来源：公司提供

从去化情况来看，截至2021年底，公司已完工项目平均去化率为93.39%，整体去化水平良

好；公司在建项目³总建筑面积1703.75万平方米，综合考虑2021年合同销售面积和公司在建已售情况，预计可满足2年左右销售需求，剩余可售规模较充裕。

5. 物业租赁情况

2021年，公司物业租赁收入保持稳定，为公司贡献了较稳定的现金流入。

自持物业方面，截至2021年底，公司已投入运营的自持物业为广州时代地产中心、时代倾城（中山）购物中心和广州天河 EPARK 项目。时代地产中心整体出租率 75.98%，2021 年时代倾城（中山）购物中心区域升级改造完成，出租率有所提升。此外，公司有一定规模的在建自持物业项目，未来公司租金收入有望增长。

表 12 截至 2021 年底公司自持物业情况
(单位：万平方米、%)

项目	可租面积	自用面积	可租赁给独立第三方的面积	出租率
广州时代地产中心	4.72	2.67	2.04	75.98
时代倾城（中山）	3.68	--	3.68	95.70
广州天河-EPARK 项目	6.83	--	6.83	78.90
佛山里水洲村项目租赁面积	7.15	尚在开发中的自持物业		
成都金牛项目租赁面积	3.20			
合计	25.58	--	--	--

资料来源：公司提供

转租业务方面，截至 2021 年底，公司用于转租的建筑面积约为 80.20 万平方米，较年初增加约 19.37 万平方米。

2021 年，公司实现租赁收入 5.21 亿元，同比增长 15.27%，主要系新增广州天河-EPARK 项目，租金收入增加。

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。

关联交易方面，2021 年，公司与关联方的商品和劳务交易规模不大。

关联担保方面，公司为合联营企业提供了较大规模的关联担保。截至 2021 年底，公司为关联方提供的担保余额合计 83.75 亿元。

关联往来方面，截至 2021 年底，公司应收款项余额合计 169.76 亿元，主要为应收合联营企业款项；应付关联方款项余额合计 144.01 亿元，其中应付时代中国控股款项 14.19 亿元、应付合联营企业款项 101.67 亿元、应付其他关联方款项 28.15 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增加所致。

7. 经营效率

2021 年，公司经营效率指标下滑，但仍处于行业内较高水平。

公司主营刚需型和刚改型住宅产品开发，注重周转效率。2021 年，公司存货周转次数由上年的 0.39 次下降至 0.37 次；总资产周转次数与上年持平，仍为 0.23 次。与同行业相比，2021 年公司经营效率指标仍处于较高水平。

表 13 2021 年同行业公司经营效率对比情况
(单位：次)

企业	存货周转率	总资产周转率
杭州滨江房产集团有限公司	0.22	0.20
美的置业集团有限公司	0.37	0.26
旭辉集团股份有限公司	0.49	0.27
深圳市卓越商业商业管理有限公司	0.12	0.05
公司	0.37	0.23

注：为了便于对比，上表相关数据均来自 Wind，Wind 计算公式与联合资信计算公式存在少许差异

资料来源：Wind

8. 未来发展

未来，公司将重点提升产品和服务力、挖掘潜在客户，坚持降低杠杆水平，稳步发展。

2022 年公司将主动适应国家政策和方向，调整公司经营模式，走有质量、稳健的新发展模式；公司将坚持战略聚焦，聚焦核心都市圈，聚焦主营业务；同时，公司将提升产品力和服务力，提升利用数据化及新工具的能力，提升运营能力、盈利能力。为应对房地产行业的结构性调整，

³ 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。

公司也将坚持积极销售策略,挖掘刚需、刚改客户;坚定降低杠杆率,降负债,确保公司平稳发展。

九、财务分析

1. 财务概况

安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)对公司2021年财务报告进行了审计,并出具了带强调事项段的无保留意见的审计报告。报告提示与经营持续相关的重大不确定性:于2021年12月31日,公司净流动资产为350.23亿元,其中包括存货865.82亿元,货币资金203.33亿元,一年内到期的长期借款和应付债券82.70亿元。由于当前房地产市场放缓,加上资本市场融资来源有限,公司可能需要较预期长的时间,以变现存货出售获得现金及/或从外部融资获得现金以偿还借款。鉴于上述情况,公司已/将采取以下多项计划及措施以缓解流动资金压力:

(1)积极与多家现有合作的金融机构就贷款进行磋商。2022年1月至3月期间,本集团已获得15.50亿元的新银行借款;(2)进一步加快房地产物业的销售,并加快销售资金回笼和其他应收款的回收;(3)采取积极措施控制现金性运营成本并控制资本支出;(4)寻找机会出售非核

心资产或城市更新项目。以上所示,表明存在可能导致公司持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性。提示内容不影响已发表的审计意见。

2021年,公司新增子公司44家,减少子公司17家,合并范围内子公司合计526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。为加强财务数据可比性,本报告中公司2019年财务数据采用2020年审计报告中经重述的期初数/上年数,2021年审计报告未重述2020年期末数。

截至2021年底,公司合并资产总额1936.73亿元,所有者权益486.14亿元(含少数股东权益221.80亿元);2021年,公司实现营业总收入440.16亿元,利润总额85.84亿元。

2. 资产质量

截至2021年底,公司资产规模较大但增速放缓,资产结构以流动资产为主,流动资产中存货、其他应收款占比较高,货币资金降幅较大。公司存货项目区域分布良好,资产受限程度较低。

截至2021年底,公司资产总额较上年底增长4.83%,主要系非流动资产增加所致;资产结构以流动资产为主。

表14 2019-2021年末公司资产主要构成

科目	2019年末		2020年末		2021年末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动资产	1345.17	87.42	1597.31	86.45	1520.43	78.51
货币资金	249.99	16.25	347.77	18.82	203.33	10.50
其他应收款(合计)	283.45	18.42	284.14	15.38	257.46	13.29
存货	592.09	38.48	762.08	41.25	865.82	44.71
非流动资产	193.56	12.58	250.27	13.55	416.30	21.49
长期股权投资	100.72	6.55	121.52	6.58	150.07	7.75
资产总额	1538.73	100.00	1847.58	100.00	1936.73	100.00

注:占比指该科目在资产总额中的占比

数据来源:公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

截至2021年底,公司流动资产较上年底下降4.81%,主要系货币资金和其他应收款(合计)减少所致。公司流动资产主要构成见上表。

截至2021年底,公司货币资金较上年底下降41.53%,主要系降压负债、融资净流入减少及合作项目开发持续投入的现金支出增加等综合影响所致。受限资金合计59.39亿元,占货币

资金的 29.21%，受限比例较高，其中房地产预售款受限资金 54.69 亿元。

截至 2021 年底，公司其他应收款（合计）较上年底下降 9.39%。截至 2021 年底，公司其他应收款 256.96 亿元，从构成来看，应收少数股东款项占 37.76%，应收保证金/项目定金占 26.16%，应收合联营企业款项占 21.98%，应收合作公司往来款占 5.86%。从账龄来看，一年以内其他应收款占 60.07%，1~2 年占 27.76%；公司其他应收款累计计提坏账准备 1.49 亿元，考虑到房地产行业处于下行周期，加上资本市场融资来源有限，未来仍存在一定坏账风险。

截至 2021 年底，公司存货较上年底增长 13.61%，主要系开发项目投入和拟开发土地⁴增加所致。其中，开发成本占 81.79%，开发产品占 16.74%。2021 年，公司对存货累计计提跌价准备 6.33 亿元，主要系对车位进行计提，考虑到房地产行业环境，虽公司存货项目主要位于粤港澳大湾区及其他省会级二线城市，但仍存在一定存货跌价风险。

（2）非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产较上年底增长 66.34%，主要系长期应收款、预付款项、长期股权投资和投资性房地产增加所致。

截至 2021 年底，公司长期股权投资较上年底增长 23.49%，主要系对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所致。2021 年，公司权益法下确认的长期股权投资收益 2.57 亿元，年底累计计提减值准备 2.11 亿元。

截至 2021 年底，公司长期应收款 91.96 亿元，较上年底增加 87.03 亿元，主要系公司对合营企业提供的项目投入资金，公司长期应收款未计提减值。

截至 2021 年底，公司受限资产如下表所示，

受限资产占期末资产总额的 8.92%，整体资产受限程度较低。

表 15 截至 2021 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占该科目比例 (%)	受限原因
货币资金	59.39	29.21	房地产预售款受限资金、贷款监控户受限资金等
存货	52.64	6.08	公司抵押开发成品、开发产品及拟开发土地，用于取得借款
长期股权投资	34.00	22.66	公司质押其对合联营企业股权，用于取得合联营企业自身借款
投资性房地产	9.53	23.99	公司抵押投资性房地产，用于取得借款
固定资产	6.83	77.00	公司抵押固定资产，用于取得借款
应收账款	9.98	15.67	公司抵押应收账款，用于取得借款
合计	172.37	--	--

资料来源：公司年报

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2021 年底，公司所有者权益规模有所增长，未分配利润和少数股东权益占比较大，公司权益稳定性较弱。

截至 2021 年底，公司所有者权益 486.14 亿元，较上年底增长 14.69%，主要系少数股东权益增加所致。从构成来看，归属于母公司所有者权益占 54.37%（其中实收资本占 17.42%、未分配利润占 50.60%），少数股东权益占 45.63%，权益稳定性较弱。

（2）负债

截至 2021 年底，公司负债规模微增，债务规模下降，但综合考虑时代中国控股的债务情况，公司及时代中国控股在未来 1~2 年内仍存在较大的偿付压力。

截至 2021 年底，公司负债总额较上年底增长 1.89%，变化不大。公司负债以流动负债为主。

表 16 2019 - 2021 年末公司负债主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	905.62	82.77	1130.74	79.42	1170.20	80.67

⁴ 主要包括广东天邦项目、惠州英之皇项目将于 2022 年转化/开工

应付账款	132.48	12.11	192.70	13.53	178.93	12.34
应交税费	77.80	7.11	127.01	8.92	176.02	12.13
其他应付款（合计）	331.62	30.31	455.87	32.02	416.37	28.70
一年内到期的非流动负债	116.97	10.69	112.49	7.90	82.90	5.71
合同负债	215.79	19.72	215.12	15.11	306.96	21.16
非流动负债	188.54	17.23	292.97	20.58	280.39	19.33
长期借款	130.36	11.91	149.68	10.51	154.61	10.66
应付债券	34.28	3.13	109.12	7.66	87.98	6.06
负债总额	1094.16	100.00	1423.72	100.00	1450.59	100.00

注：占比指该科目在负债总额中的占比

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

流动负债方面，截至 2021 年底，公司流动负债较上年底增长 3.49%，主要系合同负债增加所致，主要构成见上表。

截至 2021 年底，公司应付账款较上年底下降 7.14%，主要系应付建筑工程款减少所致。

截至 2021 年底，公司其他应付款（合计）较上年底下降 8.66%，主要系应付合作公司往来款、应付母公司款项、应付合营企业款项和应付其他关联方款项减少所致。其他应付款主要由应付合营企业款项、应付少数股东款项、应付合作公司往来款等构成。

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底减少 26.31%，主要系一年内到期的长期质押借款和应付债券减少所致。

截至 2021 年底，公司合同负债较上年底增长 42.69%，主要系预收房款增加且销售回款增

长所致。

非流动负债方面，截至 2021 年底，公司非流动负债较上年底下降 4.29%，主要构成见上表。

截至 2021 年底，公司长期借款较上年底增长 3.29%。长期借款由抵押借款（占 41.49%）、担保借款（占 15.44%）和质押借款（占 43.06%）构成。

截至 2021 年底，公司应付债券较上年底大幅下降 19.37%，主要系偿还部分公司债券所致。截至 2022 年 4 月底，公司存续债券情况如下表所示。综合考虑回售/到期情况，公司于 2022 年 5—12 月到期应付债券 27.00 亿元，于 2023 年到期应付债券 74.10 亿元，公司在 2023 年将面临较大的债券偿付压力。

表 17 截至 2022 年 4 月底公司存续债券情况

债券简称	起息日	回售日	到期日	票面利率（%）	债券余额（亿元）
20 时代 04	2020/03/30	2025/03/30	2027/03/30	6.30	9.50
20 时代 01	2020/02/24	2025/02/24	2027/02/24	6.20	5.75
20 时代 09	2020/07/17	2023/07/17	2025/07/17	5.94	16.00
20 时代 07	2020/05/27	2023/05/27	2025/05/27	5.24	25.00
20 时代 05	2020/03/30	2023/03/30	2025/03/30	5.10	15.50
20 时代 02	2020/02/24	2023/02/24	2025/02/24	5.00	7.40
20 时代 12	2020/08/24	2022/08/24	2024/08/24	5.94	11.00
20 时代 10	2020/08/04	2022/08/04	2024/08/04	5.68	5.00
19 时代 04	2019/06/10	--	2024/06/10	6.80	5.00
18 时代 14	2018/12/10	2021/12/10	2023/12/10	7.50	5.00
时粤 01 优	2020/04/29	--	2023/04/20	6.00	5.20
17 时代 02	2017/09/08	2020/09/08	2022/09/08	5.50	11.00
合计	--	--	--	--	121.35

注：未包含时粤 01 次

资料来源：Wind

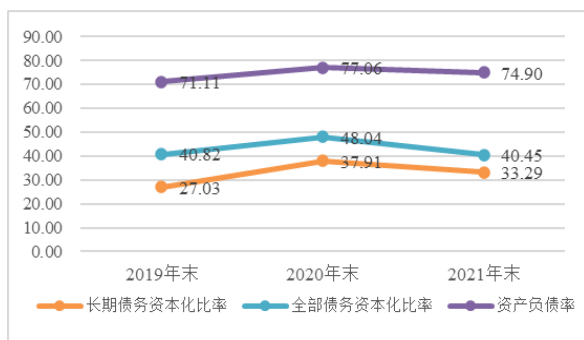
截至 2021 年底，公司全部债务 330.21 亿元，较上年底下降 15.72%。其中，短期债务占 26.54%，长期债务占 73.46%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均小幅下降。从债务期限分布来看，假设债券在行权日全部回售，公司于 2022 年到期债务金额合计 66.40 亿元，于 2023 年到期债务金额合计 117.78 亿元，公司 2023 年偿债压力较大。

从融资渠道来看，截至 2021 年底，公司全部债务中银行贷款占 57.16%，公司债券占 36.37%，尾款 ABS 占 1.58%，信托占 4.89%，以银行贷款和公司债券融资为主。2021 年，公司全年平均融资成本⁵为 6.6%，同比下降 0.7 个

百分点。

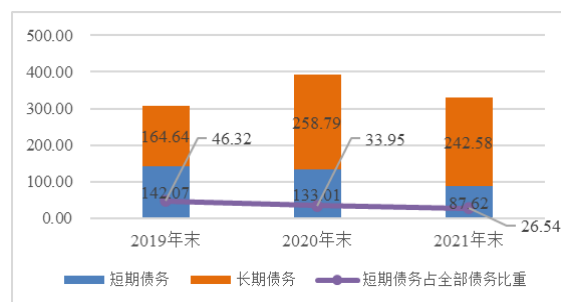
公司是时代中国控股的境内运营主体和境内债券发行主体，时代中国控股为美元债发行主体。截至 2021 年底，时代中国控股全部债务 533.94 亿元，其中短期债务 110.20 亿元，短期内存在较大的偿债压力，全部债务资本化比率为 55.59%，整体债务负担一般。截至 2022 年 4 月底，时代中国控股美元债余额合计 26.50 亿美元，其中 8.00 亿美元将于 2023 年到期。综合来看，截至 2021 年底，公司及时代中国控股短期存在较大的偿债压力，且在 2023 年达到偿债高峰，届时偿债压力很大。

图 3 2019 - 2021 年末公司债务结构 (单位: %)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

图 4 2019 - 2021 年末公司债务杠杆水平 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

表 18 截至 2021 年底公司有息债务期限分布情况 (单位: 亿元)

时间	假设债券不回售		假设债券全部回售	
	到期债务金额	到期债券金额	到期债务金额	到期债券金额
2022 年	39.17	11.09	39.17	27.23
2023 年	42.18	21.31	47.33	70.45
2024 年	88.54	21.12	88.54	4.98
2025 年及以后	37.08	64.78	31.93	15.64
合计	206.98	118.30	206.98	118.30

注: 债务总额=到期债务金额+到期债券金额, 表中数据与联合资信全部债务统计口径存在一定差异, 主要系联合资信统计的全部债务中包含应付票据所致

资料来源: 公司提供

表 19 截至 2021 年底公司重要财务杠杆指标情况

指标	剔除合同负债的资产负债率 (%)	净负债率 (%)	未受限现金短债比 (倍)
公司	70.16	26.10	1.64

注: 剔除合同负债的资产负债率=(负债-合同负债)/(资产-合同负债); 净负债率=(全部债务-货币资金)/所有者权益; 现金短债比=未受限货币资金/短期债务

资料来源: 联合资信根据公司审计报告计算

4. 盈利能力

2021 年, 公司营业收入和利润总额同比增长, 期间费用同比下降; 公司盈利指标基本保持稳定, 盈利能力仍处于行业中上游水平。

⁵ 统计口径为时代中国控股口径, 包括美元债成本

公司收入和利润分析见经营部分。

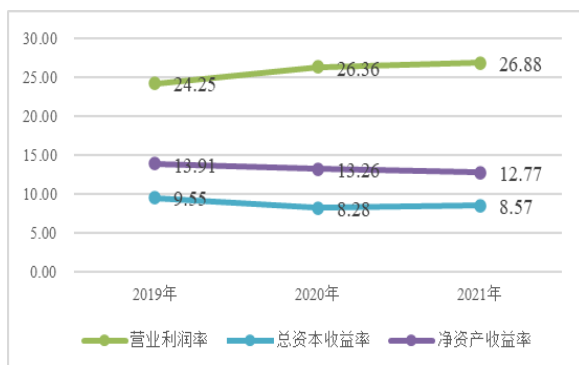
从期间费用来看，2021年，公司费用总额26.09亿元，同比下降21.66%。其中，销售费用占36.04%，管理费用占45.34%，财务费用占18.62%。公司销售费用同比下降15.74%，主要系销售成本减少所致；管理费用同比下降22.05%，主要系职工薪酬与福利费减少、管理费用减少所致；财务费用同比下降30.28%，主要系利息支出减少所致。

从利润构成来看，公司利润主要来自主营业务收入。2021年，公司实现投资收益2.36亿元，同比下降74.27%，公司投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资收益，占利润总额的2.80%（同比下降9.38个百分点）。此外，2021年公司营业外收入3.85亿元，占利润总额的4.48%，主要来自取得子公司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。

2021年，公司确认资产减值损失5.64亿元，主要来自存货跌价准备；公司确认信用资产减值损失1.27亿元，主要来自其他应收款和应收账款坏账准备；公司确认公允价值变动损失2.99亿元，主要系投资性房地产评估减值。上述非经常性损失对公司利润造成一定侵蚀。

图5 2019-2021年公司盈利情况

(单位：%)



资料来源：联合资信根据公司审计报告计算

从盈利指标来看，2021年，公司营业利润率和总资本收益率同比均小幅上升，但净资产收益率有所下降。与同行业相比，2021年公司盈利能力仍处于行业中上游水平。

表20 2021年同行业公司盈利能力对比情况

(单位：%)

企业简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
杭州滨江房产集团有限公司	24.83	3.87	15.55
美的置业集团有限公司	20.67	2.13	11.04
旭辉集团股份有限公司	20.13	4.14	14.33
深圳市卓越商业商业管理有限公司	23.07	2.71	4.25
公司	31.54	3.87	15.55

注：为了便于对比，上表相关数据均来自Wind，Wind计算公式与联合资信计算公式存在少许差异

资料来源：Wind

5. 现金流

2021年公司经营活动现金流保持净流入状态，公司筹资活动前现金流保持净流出且规模同比大幅增加，综合看，公司具有较大的融资需求。

表21 公司现金流量情况(单位：亿元)

项目	2019年	2020年	2021年
经营活动现金流入小计	507.43	477.67	573.90
经营活动现金流出小计	413.10	422.80	539.05
经营现金流量净额	94.33	54.87	34.85
投资活动现金流入小计	21.76	86.78	24.31
投资活动现金流出小计	182.17	156.91	255.92
投资活动现金流量净额	-160.41	-70.12	-231.61
筹资活动前现金流量净额	-66.08	-15.25	-196.76
筹资活动现金流入小计	269.31	333.87	243.29
筹资活动现金流出小计	212.54	231.07	206.08
筹资活动现金流量净额	56.77	102.80	37.22

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入同比增长20.15%，主要系收到的项目销售回款增加所致；经营活动现金流出同比增长27.49%，主要系开发建设支出和合作项目往来款等增加所致。综上，公司经营活动现金保持净流入，但规模同比减少36.49%。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入同比大幅下降71.99%，主要系收到合联营企业款项规模减少所致；投资活动现金流出同比增长63.11%，主要由向合联营企业注资支付的现金、支付合联营企业项目投入款项和购买少数股东权益支付的现金等构成。综上，公司投资活动现金流保持净流出，规模同比增长230.31%。

2021年，公司筹资活动前现金流仍为净流出，且规模同比大幅扩大1190.22%，公司仍具有很大的融资需求。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入同比下降27.13%，主要系取得借款减少所致；筹资活动现金流出同比下降10.81%，偿债规模有所缩减。综上，公司筹资活动现金流保持净流入，但规模同比下降63.80%。

6. 偿债指标

考虑到房地产行业下行，民企融资渠道有限，虽公司项目储备较充裕且主要分布在粤港

澳大湾区并具备一定区域竞争实力，公司仍需加强整体销售管理，提升整体偿债能力。

从短期偿债能力来看，截至2021年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，主要系公流动负债增长所致；若考虑受限资金的情况，公司现金短期债务比将有所下降。

从长期偿债能力来看，2021年，公司EBITDA同比增长3.08%，主要由利润总额（占88.07%）和计入财务费用的利息支出（占8.11%）构成。公司EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度有所提升，但经营现金对全部债务的覆盖程度弱。

表 22 2019—2021 年公司偿债能力指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年
短期偿债指标	流动比率(%)	148.54	141.26	129.93
	速动比率(%)	83.16	73.87	55.94
	经营现金/流动负债(%)	10.42	4.85	2.98
	经营现金/短期债务(倍)	0.66	0.41	0.40
	现金短期债务比(倍)	1.76	2.61	2.32
长期偿债指标	EBITDA(亿元)	94.92	94.56	97.47
	全部债务/EBITDA(倍)	3.23	4.14	3.39
	经营现金/全部债务(倍)	0.30	0.13	0.10
	EBITDA/利息支出(倍)	3.05	2.31	3.52
	经营现金/利息支出(倍)	3.03	1.34	1.26

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司获得的银行综合授信额度合计733.80亿元，剩余可用额度414.60亿元。

截至2021年底，除为购房者提供的按揭担保以外，公司对外担保余额合计84.05亿元，占所有者权益的17.29%。公司对外担保主要系为合作开发项目的合联营公司提供的担保，存在一定或有风险。

截至2021年底，公司无重大未决诉讼。

7. 公司本部（母公司）财务分析

母公司⁶资产主要由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。

资产方面，截至2021年底，母公司资产总

额534.05亿元，较上年底增长8.02%，主要系长期股权投资增加所致。母公司资产主要由其他应收款和长期股权投资构成。截至2021年底，母公司货币资金0.12亿元，规模较小。

权益方面，截至2021年底，母公司所有者权益55.63亿元，较上年底增长4.68%，主要系未分配利润增加所致。母公司所有者权益主要由实收资本构成，权益稳定性强。

负债方面，截至2021年底，母公司负债总额478.42亿元，较上年底增长8.42%，主要系其他应付款增加所致。母公司负债主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券构成。截至2021年底，母公司全部债务144.50亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为89.58%和72.20%，负债率较高。

⁶ 此母公司指公司母公司单独报表。

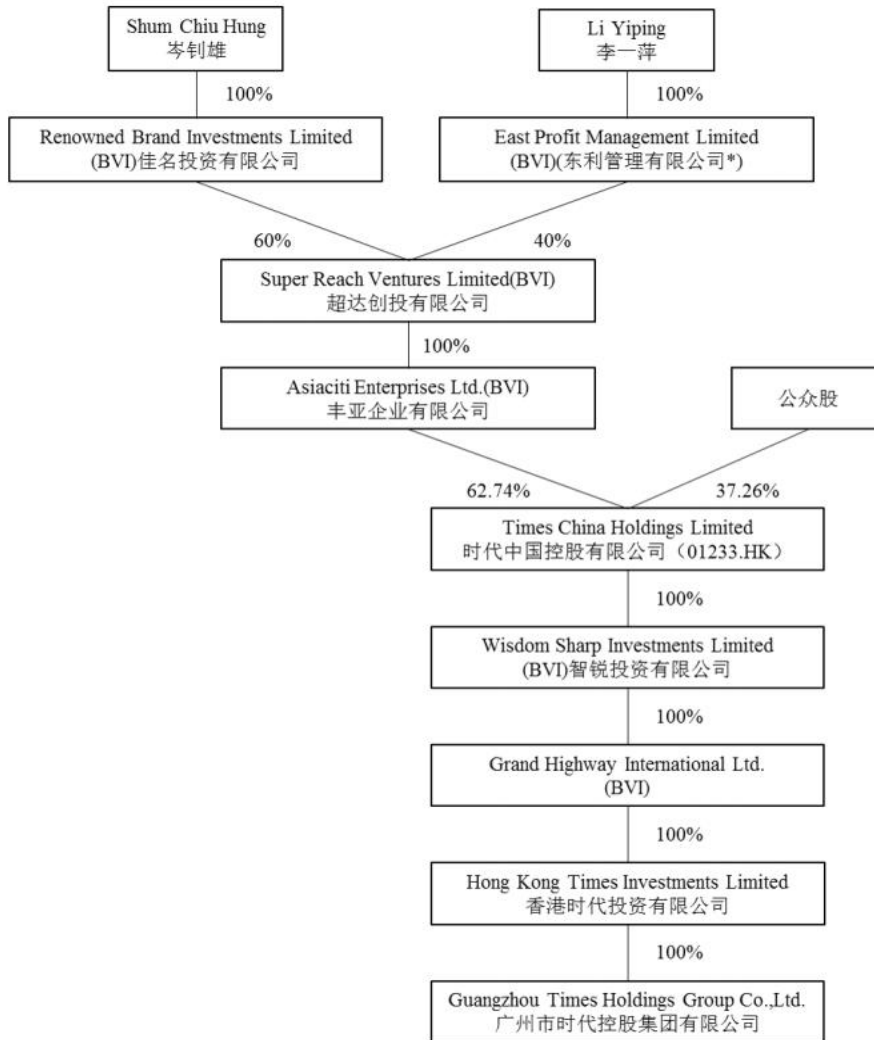
损益方面，2021 年母公司无营业收入，利润总额 23.48 亿元，其中投资收益 35.61 亿元。

现金流方面，2021 年，母公司经营活动现金流量净额 2.27 亿元；投资活动现金流由净流出转为净流入，主要系收到统借统还业务相关现金增加所致；筹资活动现金流由正转负。

十、结论

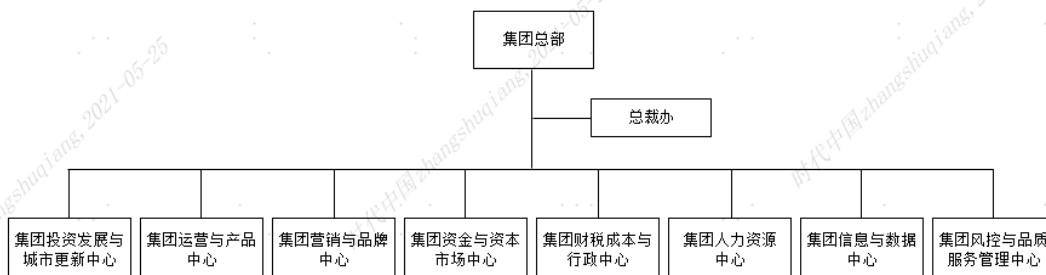
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“18时代14”“19时代04”“20时代01”“20时代02”“20时代04”“20时代05”“20时代07”和“20时代09”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底广州市时代控股集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底广州市时代控股集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底广州市时代控股集团有限公司

主要子公司情况

序号	企业名称	成立时间	注册资本 (万元)	主营业务	持股比例 (%)	
					直接	间接
1	广州东和房地产开发有限公司	1993/12/31	32873	物业租赁	--	100
2	广州市耀杰房地产开发有限公司	2016/7/8	183300	物业开发	--	100
3	广州市时代供应链管理有限公司	2015/8/25	40000	供应链管理	--	100
4	佛山市时代鸿誉房地产开发有限公司	2016/2/3	460000	物业开发	--	100
5	佛山市时代鸿泰投资有限公司	2015/1/23	300000	物业开发	--	100
6	清远市喜龙房地产开发有限公司	2010/3/12	30000	物业开发	--	100
7	长沙玫瑰园房地产开发有限公司	2002/9/30	5000	物业开发	--	100

注：主要子公司的选取综合考虑了最近一年的总资产、营业收入及净利润指标
资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	249.99	347.80	203.33
资产总额 (亿元)	1538.73	1847.58	1936.73
所有者权益 (亿元)	444.57	423.86	486.14
短期债务 (亿元)	142.07	133.01	87.62
长期债务 (亿元)	164.64	258.79	242.58
全部债务 (亿元)	306.71	391.81	330.21
营业收入 (亿元)	425.51	382.24	440.16
利润总额 (亿元)	81.35	79.64	85.84
EBITDA (亿元)	94.92	94.56	97.47
经营性净现金流 (亿元)	94.33	54.87	34.85
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	6.88	5.13	6.39
存货周转次数 (次)	0.54	0.39	0.37
总资产周转次数 (次)	0.30	0.23	0.23
现金收入比 (%)	94.85	103.70	118.68
营业利润率 (%)	24.25	26.36	26.88
总资本收益率 (%)	9.55	8.28	8.57
净资产收益率 (%)	13.91	13.26	12.77
长期债务资本化比率 (%)	27.03	37.91	33.29
全部债务资本化比率 (%)	40.82	48.04	40.45
资产负债率 (%)	71.11	77.06	74.90
流动比率 (%)	148.54	141.26	129.93
速动比率 (%)	83.16	73.87	55.94
经营现金流动负债比 (%)	10.42	4.85	2.98
现金短期债务比 (倍)	1.76	2.61	2.32
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.05	2.31	3.52
全部债务/EBITDA (倍)	3.23	4.14	3.39

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. 公司租赁负债不计入债务; 3. 公司 2019 年财务数据采用 2020 年审计报告期初数/上年数

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	16.39	16.14	0.12
资产总额 (亿元)	391.37	494.42	534.05
所有者权益 (亿元)	53.44	53.14	55.63
短期债务 (亿元)	89.03	42.33	34.56
长期债务 (亿元)	56.64	135.33	109.93
全部债务 (亿元)	145.66	177.65	144.50
营业收入 (亿元)	2.84	1.33	0.00
利润总额 (亿元)	23.88	21.69	23.50
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	6.85	0.18	2.27
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	244.32	114.51	*
存货周转次数 (次)	0.00	0.00	0.00
总资产周转次数 (次)	0.01	0.00	0.00
现金收入比 (%)	106.00	106.00	*
营业利润率 (%)	99.39	99.01	*
总资本收益率 (%)	/	/	/
净资产收益率 (%)	44.68	40.83	42.24
长期债务资本化比率 (%)	51.45	71.80	66.40
全部债务资本化比率 (%)	73.16	76.98	72.20
资产负债率 (%)	86.34	89.25	89.58
流动比率 (%)	112.52	123.39	93.02
速动比率 (%)	112.48	123.35	93.02
经营现金流动负债比 (%)	2.45	0.06	0.62
现金短期债务比 (倍)	0.18	0.38	0.00
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注: 1. 母公司一年内到期的租赁负债不计入短期债务; 2. 母公司 2019 年财务数据采用 2020 年审计报告期初数; 3. 表格中“/”表示未能获取的数据, “*”表示分母为零无法计算的数据

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持