

# 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人公司债券（第一期、第二期、第三期、第四期）跟踪评级报告（2022）

---

项目负责人：蒋 滕 [tjiang@ccxi.com.cn](mailto:tjiang@ccxi.com.cn)

项目组成员：刘旭冉 [xrlu@ccxi.com.cn](mailto:xrlu@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 27 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，中诚信国际与发行人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发行人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。
- 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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和标准做出的独立判断，不存在因发行人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](http://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。
- 本次信用评级结果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、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1375 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审定：

维持贵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

二零二二年六月二十七日

**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”或“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**。中诚信国际肯定了时代控股在广州及佛山等粤港澳大湾区市场较为领先的市场地位，在城市更新领域拥有较丰富的潜在可转化资源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风险，公司销售规模呈下滑态势，会计师事务所出具了带强调事项段的无保留意见的审计报告以及年内直融产品到期压力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	2019	2020	2021
总资产（亿元）	1,538.73	1,847.58	1,936.73
所有者权益合计（亿元）	444.57	423.86	486.14
总负债（亿元）	1,094.16	1,423.72	1,450.59
总债务（亿元）	318.43	413.07	354.10
营业总收入（亿元）	425.51	382.24	440.16
净利润（亿元）	61.83	56.19	62.10
EBITDA（亿元）	94.92	94.56	97.47
经营活动净现金流（亿元）	94.33	54.87	34.85
营业毛利率(%)	31.03	30.21	31.54
净负债率(%)	15.39	15.41	31.01
总债务/EBITDA(X)	3.35	4.37	3.63
EBITDA 利息倍数(X)	3.05	2.31	3.52

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告整理。

### 正面

■ **广州及佛山等粤港澳大湾区较为领先的市场地位。**凭借区域内丰富的开发经验及成熟的业务模式，公司在当地市场建立了良好的品牌知名度，2021 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。

■ **在城市更新领域拥有较丰富的潜在可转化资源。**公司旧改转化项目主要位于广州、佛山等区域，潜在的预计可售面积较大。2021 年度，公司完成 6 个项目的旧改转化，合计总建筑面积 127.89 万平方米，其中 99.39 万平方米由公司继续做二级开发。

### 关注

■ **房地产行业风险。**在监管政策的持续影响下，2021 年下半年以来房地产市场出现一定调整，商品房销售面临一定下行压力。虽然为维护房地产市场平稳健康发展，政策已经逐步调整，但目前仍处于政策传导期，市场环境变化对公司经营提出更高挑战。

■ **销售规模呈下滑态势。**2021 年以来，公司签约销售金额呈下滑态势，将对公司后续销售回款产生不利影响，同时也对公司的现金流平衡能力带来考验。

■ **会计师事务所出具了带强调事项段的无保留意见的审计报告。**安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年财务报表出具了带强调事项段的无保留意见的审计报告，所涉及的事项主要为与持续经营相关的重大不确定性。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。由于公司缓解流动性压力的措施的实现存在重大不确定性，需对公司的持续经营能力保持关注。

■ **年内直融产品到期压力。**时代控股 2022 年下半年公司债、供应链 ABS 等直接融资类产品到期（含权到期）规模较大且部分月份到期压力较为集中。考虑到公司公开市场再融资渠道受行业影响尚未恢复，其年内公开市场到期债务偿付压力值得关注。

### 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。**行业地位明显下滑，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。

### 同行业比较

2021 年部分房地产企业主要指标对比表

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)
雅居乐集团*	3,165.60	51.46	1.29	1,390.10	730.28	12.46	0.42
合景泰富*	2,322.49	81.59	1.43	1,038.36	238.45	10.75	0.24
时代中国*	1,983.93	82.44	1.87	955.90	436.35	10.89	0.37
时代控股	1,936.73	31.01	2.32	955.90	440.16	14.11	0.37

注：“雅居乐集团”为“雅居乐集团控股有限公司”简称，证券代码 03383.HK；“合景泰富”为“合景泰富集团控股有限公司”简称，证券代码 01813.HK；“时代中国”为“时代中国控股有限公司”简称，证券代码 01233.HK；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

**本期跟踪债项情况**

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	2021-06-15	5.75	5.75	2020/2/24~2027/2/24	调整票面利率、回售
20 时代 02	AAA	AAA	2021-06-15	7.40	7.40	2020/2/24~2025/2/24	调整票面利率、回售
20 时代 04	AAA	AAA	2021-06-15	9.50	9.50	2020/3/30~2027/3/30	调整票面利率、回售
20 时代 05	AAA	AAA	2021-06-15	15.50	15.50	2020/3/30~2025/3/30	调整票面利率、回售
20 时代 07	AAA	AAA	2021-06-15	25.00	25.00	2020/5/27~2025/5/27	调整票面利率、回售
20 时代 09	AAA	AAA	2021-06-15	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。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济:**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放

缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数3月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险：**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策：**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额

度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

**中诚信国际认为，**2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 近期关注

**随着房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，2021 年下半年以来商品房销售市场明显降温，短期内商品房销售仍面临一定下行压力**

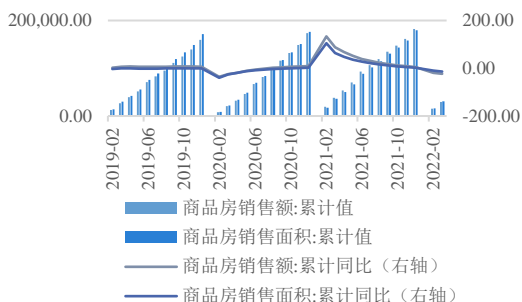
2021 年上半年房地产市场保持较高热度，1~6 月全国房地产销售额和销售面积分别同比增长 38.9% 和 27.7%。但随着“三道红线”、“贷款两集中”等房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，居民购房意愿有所下降，下半年以来商品房销售市场明显降温。7 月以来单月商品房销售面积及销售额同比持续回落，其中 9 月以来商品房销售面积及销售额还低于 2019 年同期水平。2022 年一季度房地产销售市场仍延续疲弱态势，1~3 月

全国商品房销售面积及销售额分别同比回落 13.8% 和 22.7%。与此同时，2021 年下半年国房景气指数持续回落态势，2022 年一季度则保持 100 以下水平，表明房地产行业景气度仍不乐观。

尽管 2021 年四季度以来，为“稳地价、稳房价、稳预期”，政策逐步调整，着力恢复房地产合理融资需求及居民合理购房需求，财政部也已明确表态 2022 年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件，同时各地“稳楼市”政策相继落地。但从“政策底”到“市场底”、“信心底”仍需一定过渡期。中诚信国际认为，当前房地产市场仍处于政策传导期，市场需求短期尚未见底，商品房销售回落趋势或仍将持续一段时间。

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

从商品房价格来看，2022 年一季度全国商品房住宅销售均价 9,911.79 元/平方米<sup>1</sup>，较 2021 年全年下降约 4.66%。分不同能级城市来看，一线城市前 3 月新建商品住宅价格指数环比保持上涨，同比涨幅在 4.3%~4.4%，增速较 2021 年 12 月变动不大；二线城市新建商品住宅价格指数一季度较为稳定，环比变化不大，同比保持增长，但涨幅逐月回落，3 月同比涨幅为 1.6%，较 2021 年 12 月增速回落 1.2 个百分点；三线城市新建商品住宅价格指数环比、同比增速均已转负，住宅价格下行压力较大。

从商品房去化情况看，随着 2021 年下半年商品房销售市场的疲软，商品房去化速度有所放缓。截至 2022 年 3 月末，商品房待售面积为 56,113 万平方米，

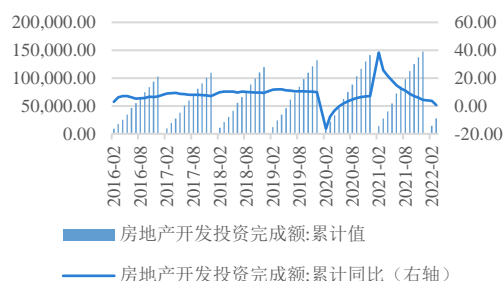
同比增长 8.2%，商品房待售面积已经高于 2000 年以来历史四分之三分位数水平，房地产市场整体去化压力进一步上升。其中，此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市面临更大的去化压力。

**2021 年，房企开发投资及拿地支出表现出前高后低态势，经营端支出明显放缓。在销售回款承压及再融资困难持续的背景下，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足问题，房地产开发投资及拿地支出回落趋势或将延续**

2021 年上半年，较好的房地产销售市场带动房企到位资金创历史同期新高，在房企加快在手项目开发建设的推动下，房地产开发投资额同比增长 15.0%，处于较高水平，新开工面积也同比增长 3.8%。但下半年以来，随着房地产销售市场降温，叠加房企融资受限，房企投资热情及投资能力双双回落，新开工面积同比持续下降，房地产开发投资增速也逐步回落。2021 年全年，房地产开发投资同比增速已经降至 4.40%，创 2016 年以来年增速新低。2022 年一季度，房地产开发投资增速延续回落态势，1~3 月，房地产开发投资增速降至 0.7%。房屋新开工面积则自 2021 年 7 月持续回落，2021 年全年同比回落 11.4%。2022 年一季度在前期高基数及局部地区疫情反复影响下，同比降幅进一步扩大至 17.5%。

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，2021 年 2 月以来，22 座重点

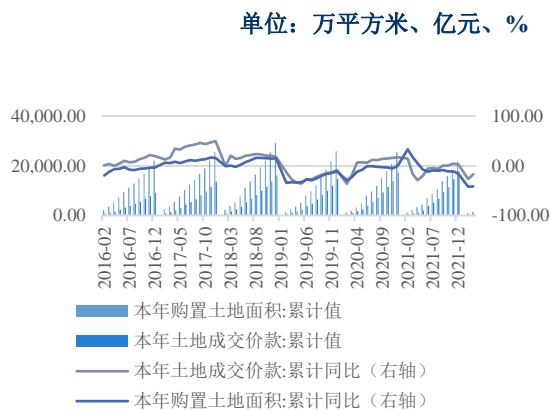
<sup>1</sup> 按住宅商品房销售额除以住宅商品房销售面积计算



城市实施住宅供地“两集中”政策。对比三轮土地集中供应结果，首轮集中供地中房地产企业表现出较高热度，但在市场降温、拿地条件较严、自身资金实力有限等多重制约下，房地产企业在第二、三轮集中供地中购地意愿或拿地能力不足，拿地热情较第一轮明显下降。从 2021 年全年数据来看，房地产开发企业土地购置面积和土地成交价款分别同比下降 15.5%和同比上升 2.8%。

2022 年以来，已有部分城市完成首轮集中供地，从各城市土拍市场表现来看，城市分化明显，与 2021 年三批次相比，北京、合肥市场表现相对较好，底价成交地块占比和流拍撤牌率明显下降。而福州、青岛市场热度不及预期。值得关注的是，各城市参与土拍仍以央企及地方国企为主，民营房企仍较少参与拿地。而从土地购置面积及成交价款来看，2022 年一季度土地市场交易仍偏冷，土地购置面积和土地成交价款分别同比下降 41.8%和 16.9%。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

**为维护房地产行业平稳健康发展，2021 年四季度以来房地产政策有所调整，当前仍处于政策传导期；长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求**

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”，此后中央及各主要监管部

门在多个场合反复强调“房住不炒”的定位。与此同时，2016 年 10 月以来，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，本轮调控表现出很强的政策延续性。

2020 年下半年以来，房地产行业融资政策进一步收紧，尤其在 8 月“三道红线”出台后，国内贷款增速明显回落。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》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。2021 年以来，在银行房地产贷款集中度管理制度的影响下，按揭贷款发放进度明显放缓，房地产企业销售回款受到了不同程度的负面影响。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 座重点城市实施住宅供地“集中供地”政策。2021 年 7 月，住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会等八部委联合发布了《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，提出了房地产市场秩序三年实现明显好转的目标以及具体整治范围、措施和机制。此外值得关注的是，2021 年以来房地产发债企业信用风险持续发酵，境内外债券投资者信心较弱，大部分民营房地产企业境内外信用债发行亦在一定程度上受阻。

为防范房地产市场风险的进一步扩大，2021 年四季度以来政策端已经逐步调整：从中央层面来看，在坚持“房住不炒”政策导向下，主要监管部门从满足房地产合理融资需求、支持符合条件房企发债融资、要求金融机构稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务、支持保障性租赁住房贷款、统一全国预售资金监管政策等方面进行了调整，同时各部委多次发声“防范化解房地产市场风险”、“促进房地产业良性循环和健康发展”，房地产税改革试点

扩大工作暂缓推进，均向市场释放了积极信号；年内 LPR 下调及降准也有利于恢复房地产合理融资；从地方层面来看，各地“因城施策”，从降低首付比例、下调房贷利率、放松房贷条件、推出购房补贴、调整公积金政策、放松落户限制、加大人才引进等方面多维度出台“稳楼市”政策。值得关注的是，除三、四线城市外，包括南京、苏州等强二线城市也对限售、限购政策进行了一定调整<sup>2</sup>。**中诚信国际认为**，相关政策落地或有助于推动房地产市场恢复平稳发展，但当前仍处于政策传导期，房地产市场企稳仍有待观察。长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

### 会计师事务所出具了带与持续经营相关的重大不确定性段的无保留意见的审计报告，需对公司的持续经营能力保持关注

安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年财务报表出具了带强调事项段的无保留意见的审计报告，所涉及的事项为“于 2021 年 12 月 31 日，公司的净流动资产为人民币 350.23 亿元，其中包括存货人民币 865.82 亿元，货币资金人民币 203.33 亿元，一年内到期的长期借款和应付债券人民币 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，公司已获得人民币 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。尽管如此，公司能否实现上述计划及措施仍存在重大不确定性，需对公司的持续经营能力保持关注。

### 公司治理结构完善，内部控制制度体系较为健全

截至 2021 年末，公司注册资本 83,000 万美元，公司控股股东为香港时代投资有限公司（以下简称“香港时代”），持股比例 100%。时代中国控股有限公司（以下简称“时代中国”，股票代码为 01233.HK）通过香港时代投资间接持有本公司 100% 股权，自然人岑钊雄、李一萍通过丰亚企业有限公司（以下简称“丰亚企业”）间接持有时代中国 62.74% 股权，为公司的实际控制人。

公司作为香港上市公司时代中国在国内的业务运营主体，按照公司章程和《公司法》建立了较为健全的法人治理结构。公司系外商独资公司，不设股东会，股东行使权力采用书面形式。公司设有董事会，董事会成员为 5 人，由股东委派产生，董事会设董事长一人。董事会对股东负责，行使召集股东会议、执行股东的决议、决定公司的经营计划和投资方案、制定公司的基本管理制度等权利。公司不设监事会，设监事 1 人，由股东委派产生，任期三年。此外，公司设经营管理机构负责日常经营管理工作，经营管理机构设总经理一人，由董事会聘请，任期三年。公司制定了详细的内部控制制度，通过财务管理制度、内部审计制度、关联交易制度、子公司管理制度、集团风险管理制度、信息披露事务管理制度等方面的内部控制制度加强管控，形成了规范的管理体系。

### 2021 年公司继续保持在广州及佛山等粤港澳大湾区市场较为领先的市场地位，同时首次在杭州、南京和武汉实现签约销售，因下半年销售市场下行，

无需社保或税单可直接购房；4 月 12 日，南京市六合区房产交易中心确认，从当日起，外地户籍购房者，可在南京市六合区限制购买一套住房，凭借户口本、身份证，已婚家庭携带结婚证等证明，即可前往当地开具购房证明。

<sup>2</sup> 4 月 11 日，苏州对限购和限售政策同时进行了调整。其中，二手房限售期限由 5 年改为 3 年。非户籍居民家庭在苏州市区、昆山市、太仓市范围内申请购买首套住房时，社保(个税)由 3 年内连续缴满 24 个月改为累计 24 个月；非苏州户口居民卖房后 2 年内

## 全年整体销售规模同比出现小幅下降, 2022 年以来公司销售规模仍呈下滑态势

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、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、南京和武汉等。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, 受获取项目减少的影响, 2021 年公司新开工面积较上年减少 49.76%; 因 2021 年受疫情的影响较上年缓解, 2021 年竣工面积同比增长 17.87%; 期末在建项目总建筑面积较上年末小幅增加, 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 1: 2019~2021 年公司房地产业务开工竣工情况**

单位: 万平方米

指标	2019	2020	2021
在建项目数量	73	70	69
在建建筑面积	1,675.87	1,652.56	1,703.75
新开工面积	717.32	581.00	291.88
竣工面积	517.62	414.00	488.00

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

房地产销售方面, 由于市场环境及推盘节奏、区域布局调整等影响, 除广州、东莞、江门以及 2021 年首次实现签约销售的城市以外, 其余城市销售金额有不同程度下滑, 2021 年公司签约销售金额同比

小幅下滑 4.77%, 销售均价较上年增加 24.66%, 其中 2021 年下半年公司签约销售金额同比减少 25.96%。另根据母公司时代中国公告, 2022 年 1~5 月, 时代中国实现签约销售金额 222.77 亿元, 签约销售面积 133.10 万平方米, 同比分别减少 40.25% 和减少 30.86%, 销售规模仍呈下滑态势。结算方面, 受竣工面积增加影响, 2021 年公司结算面积及结算金额分别同比增加 7.67% 和 18.53%, 结算均价小幅增长。

**表 2: 2019~2021 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	2019	2020	2021
签约销售面积 (全口径)	534.7	673.1	514.2
签约销售金额 (全口径)	783.60	1,003.81	955.90
签约销售均价 (全口径)	14,655	14,913	18,590
结算面积	293.90	237.97	256.23
结算金额	390.50	329.76	390.85
结算均价	13,287	13,857	15,254

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, 2021 年广东省内销售占比达 90.07%, 较上年上升 3.31 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, 2021 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 55.39%, 是公司最重要的销售区域。此外, 2021 年公司首次在杭州、南京和武汉实现签约销售。

**表 3: 2019~2021 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	2019		2020		2021	
	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	110.5	216.41	133.2	300.05	97.5	321.16
佛山	145.7	227.60	132.3	222.86	87.9	208.35
东莞	28.2	55.53	46.7	89.34	58	128.99
长沙	57.3	50.49	77.1	96.80	39	57.34
清远	50.2	47.16	69.7	58.56	71.4	55.42
江门	24.8	19.93	50.3	39.05	52.6	41.92

珠海	37.7	78.78	28.9	44.20	20.4	37.27
中山	36.6	42.68	27.1	28.23	22.1	25.72
杭州	-	-	-	-	10.8	23.88
惠州	26.6	26.63	37.1	39.52	16.8	18.31
肇庆	5.5	5.02	25	21.15	17.4	13.88
南京	-	-	-	-	2.2	7.60
河源	-	-	10.6	9.76	6.7	5.72
成都	2.8	3.44	16	36.12	3.3	4.23
汕尾	-	-	9.2	7.01	4.5	3.30
武汉	-	-	-	-	2.9	1.91
汕头	9.1	9.94	9.9	11.16	0.7	0.90
<b>合计</b>	<b>534.7</b>	<b>783.60</b>	<b>673.1</b>	<b>1,003.81</b>	<b>514.2</b>	<b>955.90</b>

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的潜在可转化资源较丰富，不过由于广州市旧改政策发生调整，公司拟退出部分旧改项目回收流动性，需对该事项的后续进展持续关注

公司自 2009 年进入广州市城市更新<sup>3</sup>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。业务模式上，公司在土地整理期间提前进入项目，完成土地整理后，项目可由政府收储对外公开出让或通过协议方式出让，公司可获得土地一级开发收益，或者以较低成本取得项目土地，继而进行二级开发获取物业开发收益。2021 年公司实现城市更新业务收入 44.09 亿元，同比减少 8.06%，主要来源于佛山南海创客小镇二期项目和广州海珠天斯项目等；城市更新业务的毛利率增加 16.29 个百分点至 83.24%。

2021 年度，公司完成 6 个项目的旧改转化，合计总建筑面积 127.89 万平方米，其中 99.39 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 2021 年末，公司已签订合作协议的“三旧”改造项目共有 135 个，潜在的预计可售面积约

为 4,000 万平方米，其中有 8 个旧改项目进展较快，项目主要位于广州、佛山等城市。城市更新项目转化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较大且前期对资金沉淀的要求较高，其未来开发进度及收益取得或有一定不确定性。

2021 年下半年，广东省有关部门要求广州市黄埔区“三旧”改造工作从优化调整“三旧”改造涉及的空间规划和职权、加强法律和政策衔接、加强工作统筹、把控改造节奏等几大方面来提高规范化水平，受此影响，部分位于广州市黄埔区内的旧改项目进展短期内或面临较大不确定性。2022 年上半年，公司出于流动性考量，根据最新旧改政策综合评估在手旧改项目的进展，拟退出部分广州市旧改项目，计划退回若干项目的旧改履约保证金及前期投入资金，但上述事项的推动进度存在较大不确定性，需对公司旧改项目退出进展及资金回收情况予以关注。

### 2021 年公司拿地规模有所减少，期末土地储备面积亦有所下降，但土地储备规模仍较为充足；同时公司土地储备主要集中于广东省内，或面临一定区域集中度风险

<sup>3</sup> 以下根据所引用的文件，或用“旧城改造”、“旧改”、“三旧改造”等指代。

时代控股坚持稳健的拿地策略，2021 年新增土储规模进一步减少，当期公司通过招拍挂合作获取土地 4 宗、招拍挂方式获取土地 1 宗和旧改方式获取土地 3 宗，获取项目主要位于佛山、惠州、东莞、南京、肇庆、长沙和广州。2021 年新增土地楼面地价同比降低主要系公司上年在广州等核心区域拿地较多所致。

**表 4：2019~2021 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	2019	2020	2021
新增土地数量	28	16	8
新增土地储备建筑面积	491.96	223.80	108.27
新增土地储备金额	233.98	171.19	45.54
新增土地楼面地价	4,756.08	7,649.26	4,206.33

注：上表数据为权益口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司共有土地储备建筑面积<sup>4</sup> 1,616.56 万平方米，同比减少 15.71%，其中位于广东地区的土地储备建筑面积合计 1,478.74 万平方米，占比合计增加 2.96 个百分点至 91.47%。分城市来看，公司土地储备主要分布在清远、广州、佛山、江门和惠州等城市，上述城市土地储备建筑面积占比合计约 75.69%。相较公司目前开发体量，公司土地储备仍较为充足，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在广东省内，其面临一定区域集中度风险。

**表 5：截至 2021 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
清远	407.69	25.22
广州	337.83	20.90
佛山	244.35	15.12
惠州	109.25	6.76
江门	124.42	7.70
肇庆	84.29	5.21
长沙	71.04	4.39
中山	51.56	3.19
东莞	66.78	4.13

<sup>4</sup> 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。

珠海	33.21	2.05
成都	13.21	0.82
武汉	25.74	1.59
嘉兴	19.42	1.20
汕尾	6.76	0.42
河源	9.02	0.56
汕头	3.56	0.22
南京	7.63	0.47
杭州	0.77	0.05
<b>合计</b>	<b>1,616.56</b>	<b>100.00</b>

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 2019~2020 年审计报告和带与持续经营相关的重大不确定性段的无保留意见的 2021 年审计报告。2019 年财务数据为 2020 年审计报告期初数，2020 年和 2021 年财务数据均为当期审计报告期末数。

### 2021 年资产减值损失和信用减值损失对公司利润总额产生一定侵蚀，但得益于收入规模和毛利率的增加，以及期间费用率的较好控制，公司经营性业务利润大幅增加

受益于物业开发交付面积及交付均价的提升，2021 年营业收入同比增长 15.15%。毛利率方面，由于物业开发业务前期基数较低且城市更新业务毛利率水平进一步提升，2021 年公司毛利率同比上升 1.33 个百分点。截至 2021 年末，公司合同负债 307.34 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 69.82%，对未来收入结转的保障能力一般。

**表 6：近年来公司营业收入构成及毛利率情况(亿元、%)**

收入构成	2019	2020	2021
物业开发	390.50	329.76	390.85
城市更新业务	21.70	47.96	44.09
物业租赁	4.66	4.52	5.21

物业管理（注1）	4.16	-	-
其他	4.50	-	-
<b>合计</b>	<b>425.51</b>	<b>382.24</b>	<b>440.16</b>
<b>毛利率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
物业开发	30.04	24.41	25.25
城市更新业务	50.13	66.95	83.24
物业租赁	54.39	63.72	65.68
物业管理	30.11	-	-
其他	2.02	-	-
<b>合计</b>	<b>31.03</b>	<b>30.21</b>	<b>31.54</b>

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。

2021 年，由于销售成本减少，公司销售费用同比下降 15.74%；因职工薪酬及福利费、办公费用等支出减少，管理费用同比降低 22.05%；随着公司偿还到期债务，利息支出随之减少，财务费用同比下降 30.28%。公司期间费用率较上年下降 2.79 个百分点。

得益于 2021 年收入规模和毛利率的小幅上升，以及期间费用的减少，公司经营性业务利润同比增加 36.70%。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，受合作项目投资收益减少和重新计算原合营联营公司既有权益的损益减少的影响，2021 年投资收益同比减少 74.27%。资产减值损失和信用减值损失对公司利润总额产生一定侵蚀，2021 年公司确认 5.64 亿元的资产减值损失和 1.27 亿信用减值损失，前者主要系存货的跌价损失，后者为其他应收款和应收账款的坏账损失。2021 年，公司实现营业外损益 1.78 亿元，主要系取得合作项目投资成本小于其净资产公允价值产生的收益计入营业外收入 2.45 亿元。综上，2021 年公司利润总额和净利润均有所增长。从盈利指标来看，由于利润规模的增长，公司净资产收益率较上年小幅提升 0.71 个百分点。

**表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2019	2020	2021
销售费用	12.08	11.16	9.40
管理费用	13.86	15.18	11.83
财务费用	6.28	6.97	4.86

期间费用率	7.57	8.71	5.93
经营性业务利润	70.98	67.54	92.33
资产减值损失	3.06	0.97	5.64
信用减值损失	0.50	0.41	1.27
公允价值变动收益	0.18	-0.06	-2.99
投资收益	13.32	9.16	2.36
营业外损益	0.55	4.48	1.78
利润总额	81.35	79.64	85.84
净利润	61.83	56.19	62.10
EBITDA 利润率	22.31	24.74	22.14
净资产收益率	14.64	12.94	13.65

注：资产减值损失和信用减值损失的损失金额以正值列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 跟踪期内，公司债务规模有所下降，受货币资金减少的影响，公司财务杠杆上升；另公司其他应付款略有下降，但其规模仍然较大

2021 年，随着业务规模的扩大，公司资产总额同比小幅增长 4.83%。具体来看，公司资产主要由存货、其他应收款、货币资金和长期股权投资等构成。其中，随着公司土地获取及项目的投入，2021 年末公司存货余额同比增长 13.61%，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，年内公司积极收回项目保证金及合作公司、合营企业往来款，2021 年末其他应收款同比下降 9.39%；同期末货币资金同比大幅减少 41.53%，主要系公司偿还债务、项目建设投入以及城市更新合作项目投入增加所致，期末受限货币资金占比为 29.21%；2021 年末长期股权投资同比增加 23.49%，其中账面余额超过 10 亿元的企业包括合营企业广州市浩思房地产开发有限公司 18.95 亿元及联营企业广州穗达置业有限公司 19.60 亿元和佛山市禅城区正华置业有限公司 12.19 亿元。

2021 年末公司负债总额同比小幅增长 1.89%，

主要由其他应付款、有息负债、预收款项<sup>5</sup>和应付账款构成。其中，2021年公司应付合联营企业款项、应付合作公司往来款及应付股权收购相关款项有所减少，其他应付款同比下降 8.66%，但其规模仍然较大；随着公司逐步偿还到期债务，期末公司有息负债规模压降至 354.10 亿元；公司预收款项同比增长 42.67%，主要系公司当期销售回款规模增加所致；受开工节奏放缓的影响，公司应付账款同比下降 7.14%。

所有者权益构成方面，随着非控股股东投入资本以及不丧失控制权处置子公司部分股权增加，2021 年末公司资本公积同比上升 6.81%；受公司购买非股股东权益以及股利分配的影响，同期末公司未分配利润小幅下降 2.16%；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，2021 年末公司非控股股东权益占比提升至 45.63%。

**表 8：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）**

	2019	2020	2021
货币资金	249.99	347.77	203.33
其他应收款	283.45	284.14	257.46
存货	592.09	762.08	865.82
长期股权投资	100.72	121.52	150.07
投资性房地产	13.26	27.42	39.73
<b>总资产</b>	<b>1,538.73</b>	<b>1,847.58</b>	<b>1,936.73</b>
应付账款	132.48	192.70	178.93
其他应付款	331.62	455.87	416.37
预收款项	216.15	215.41	307.34
短期负债	142.44	133.65	87.82
长期负债	175.98	279.42	266.28
总债务	318.43	413.07	354.10
<b>总负债</b>	<b>1,094.16</b>	<b>1,423.72</b>	<b>1,450.59</b>
未分配利润	140.54	136.72	133.76
实收资本	46.04	46.04	46.04
资本公积	73.22	54.46	58.17
非控股股东权益	166.79	165.86	221.80
<b>所有者权益</b>	<b>444.57</b>	<b>423.86</b>	<b>486.14</b>
资产负债率（%）	71.11	77.06	74.90
净负债率（%）	15.39	15.41	31.01

注：1、为与以前年度保持一致口径，2019~2021 年末合同负债已调至预收款项；2、2019~2021 年末租赁负债调至长期债务。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受货币资金规模大幅下降的影响，2021 年末公

司净负债率同比上升 15.60 个百分点至 31.01%。

**公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，其中受预售资金监管趋严、合作项目资金预留比例提高等因素影响，货币资金中实际可用比例有较大幅度下降；存货及资产周转表现适中**

2021 年末，公司资产仍主要由流动资产构成，其占总资产的比重同比下降 7.95 个百分点。截至 2021 年末货币资金和存货合计占流动资产比重达 70.32%。

**表 9：近年来公司主要流动资产分析**

	2019	2020	2021
流动资产/总资产	87.42	86.45	78.51
存货/流动资产	44.02	47.71	56.95
货币资产/流动资产	18.58	21.77	13.37
其他应收款/流动资产	21.07	17.79	16.93
（存货+货币资金）/流动资产	62.60	69.48	70.32
开发产品	113.53	98.39	144.97
开发产品/存货	19.17	12.91	16.74
开发成本	440.79	658.17	708.19
开发成本/存货	74.45	86.36	81.79
拟开发土地	37.77	5.52	12.67
拟开发土地/存货	6.38	0.72	1.46

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司货币资金受限比例为 29.21%，受限货币资金主要包括房地产预售款受限资金 54.69 亿元、贷款监控户受限资金 0.49 亿元和其他受限资金 4.20 亿元。其中，受 2021 年下半年以来部分地区预售资金监管趋严、合作项目资金预留在开发贷还款准备金账户的比例提高等因素影响，公司货币资金中实际可用比例有较大幅度下降。

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 2021 年末，公司开发产品为 144.97 亿元，占存货的比重为 16.74%，主要位于广州、佛山、珠海、江门等城市。资产周转效率方面，公司总资产周转率有所企稳，存货周转效率逐年下降，资产周转率均处于适中水平。

<sup>5</sup> 为与以前年度保持一致口径，2019~2021 年末合同负债科目已调至预收款项。

**表10：近年来公司周转率相关指标**

	2019	2020	2021
存货周转率（次/年）	0.54	0.39	0.37
总资产周转率（次/年）	0.30	0.23	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，债务规模呈压降趋势；但公司 2022 年下半年公开市场含权到期债务规模较大，且公开市场再融资渠道尚未恢复，其短期偿付压力仍值得关注；经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力仍有待加强

2021 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 522.39 亿元，同比增长 31.79%，主要系公司当期销售回款（含当年销售当年回款及以前年度销售当年回款）情况较好，但 2021 年下半年以来公司销售规模呈下滑态势，将对公司后续销售回款产生不利影响。随着公司逐步偿还到期债务，期末公司总债务规模压降至 354.10 亿元，主要由银行融资和应付债券构成。2021 年末，公司短期债务在总债务中占比进一步下降至 24.80%，债务期限结构处于合理水平。2021 年，时代中国综合融资成本为 6.6%，较上年下降 0.7 个百分点。

中诚信国际关注到，公司 2022 年下半年公开市场含权到期债务规模较大且部分月份偿付压力较为集中。其中 8 月、9 月合计有 27 亿公司债含权到期；此外，7~12 月期间，公司尚有多笔供应链融资到期，到期时间较为均匀地分布在 7 月、9 月、11 月及 12 月，合计到期金额为 25 亿元。考虑到公司公开市场再融资渠道自 2021 年下半年以来受行业影响处于中断状态且目前尚未恢复，公司年内公开市场到期债务偿付压力值得关注。

受益于良好的盈利水平及整体压降的债务规模，2021 年公司 EBITDA 可对债务有一定保障；同时，跟踪期内，由于公司短期债务下降较多，公司于年末时点的货币资金对短期债务尚可形成覆盖，但考虑到 2021 年下半年以来公司销售情况下滑且尚未改善，且货币资金中有一定比例的受限部分不可用于偿付债务本息用途，其 2022 年内的短债偿

付压力仍值得关注。2021 年公司销售商品、提供劳务收到的现金有所增长，经营活动净现金流持续为正，但其对债务本息的覆盖能力仍有待加强。

**表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）**

	2019	2020	2021
经营活动净现金流	94.33	54.87	34.85
销售商品、提供劳务收到的现金	403.59	396.38	522.39
货币资金/短期债务	1.76	2.60	2.32
总债务	318.43	413.07	354.10
短期债务/总债务	44.73	32.35	24.80
总债务/EBITDA	3.35	4.37	3.63
经营活动净现金流/总债务	0.30	0.13	0.10
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.79	1.04	0.68

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司受限资产占比较低，在行业下行背景下或有负债风险值得关注

截至 2021 年末，公司获得各大银行等金融机构授信额度为 733.80 亿元，其中未使用额度为 414.60 亿元。

截至 2021 年末，公司受限资产合计为 172.37 亿元，其中受限的货币资金、存货、长期股权投资、应收账款、投资性房地产和固定资产分别为 59.39 亿元、52.64 亿元、34.00 亿元、9.98 亿元、9.53 亿元和 6.83 亿元，受限资产合计占当期末总资产的 8.90%。

或有事项方面，截至 2021 年末，公司对外担保余额 84.05 亿元，对外担保金额占期末净资产比重为 17.29%，其中对关联方提供的担保为 83.75 亿元，考虑到当前行业景气度下行，部分合作方已出现流动性风险，公司的或有负债风险及发生代偿风险的可能性有所上升。诉讼方面，截至本报告出具日，公司无重大未决法律诉讼事项。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》，2019~2022 年 5 月 26 日，公司本部各类借款未见异常。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。

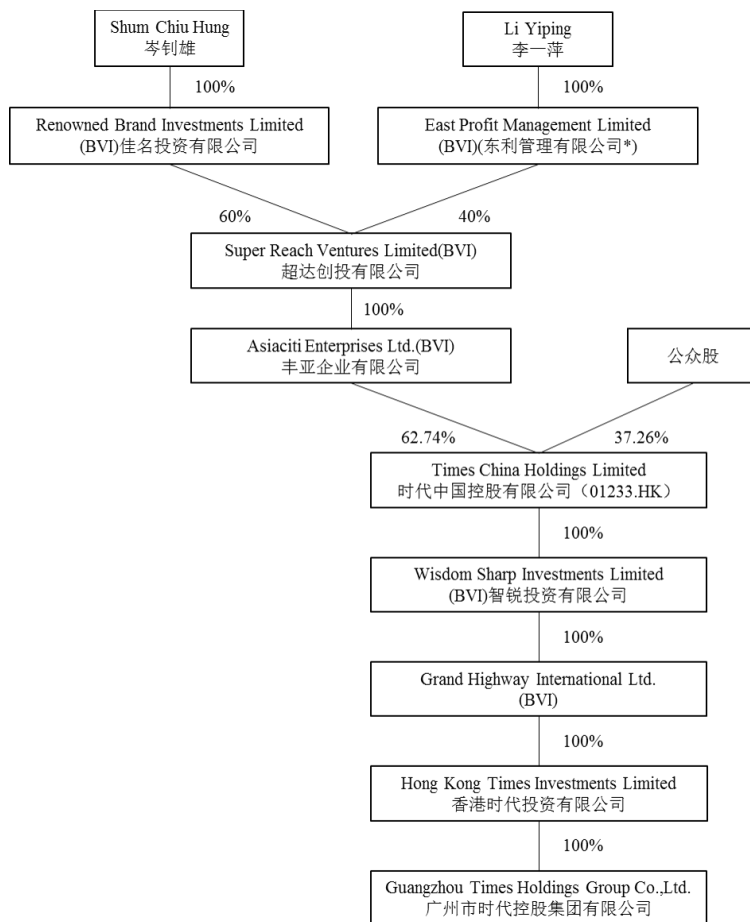


## 评级结论

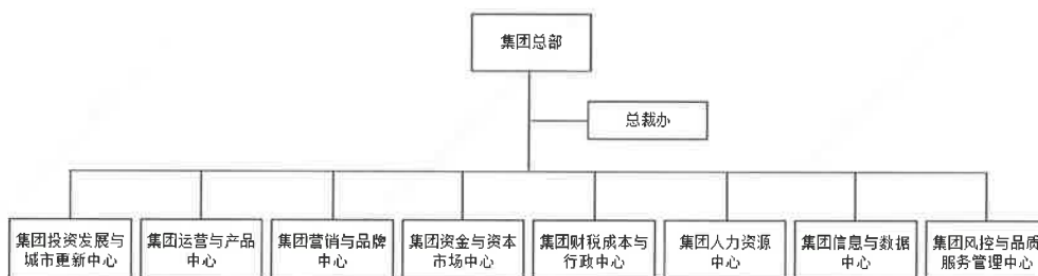
综上所述，中诚信国际维持广州市时代控股集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 时代 01”、“20 时代 02”、“20 时代 04”、“20 时代 05”、“20 时代 07” 和 “20 时代 09” 的债项信用等级为 **AAA**。

## 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 2021 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）	2019	2020	2021
货币资金	2,499,884.20	3,477,674.90	2,033,300.10
其他应收款	2,834,494.30	2,841,443.00	2,574,619.80
存货净额	5,920,916.90	7,620,780.50	8,658,230.40
长期投资	1,007,249.00	1,215,193.80	1,500,652.90
固定资产	87,915.80	92,746.10	88,730.80
在建工程	0.00	0.00	83,981.00
无形资产	14,292.70	16,594.90	17,901.30
投资性房地产	132,624.00	274,191.50	397,262.10
总资产	15,387,324.30	18,475,809.90	19,367,283.60
预收款项	2,161,519.20	2,154,100.40	3,073,358.10
其他应付款	3,316,203.10	4,558,658.70	4,163,655.90
短期债务	1,424,407.50	1,336,497.20	878,201.20
长期债务	1,759,844.00	2,794,246.00	2,662,785.30
总债务	3,184,251.50	4,130,743.20	3,540,986.50
净债务	684,367.30	653,068.30	1,507,686.40
总负债	10,941,648.60	14,237,176.40	14,505,919.50
费用化利息支出	99,075.00	113,782.40	79,019.20
资本化利息支出	212,569.90	295,826.20	197,964.60
所有者权益合计（含非控股股东权益）	4,445,675.70	4,238,633.50	4,861,364.10
营业总收入	4,255,132.60	3,822,389.90	4,401,575.60
经营性业务利润	709,779.70	675,403.40	923,250.50
投资收益	133,157.20	91,594.70	23,566.10
净利润	618,282.80	561,931.20	620,961.10
EBIT	912,588.10	910,159.00	937,432.00
EBITDA	949,179.90	945,561.10	974,695.40
销售商品、提供劳务收到的现金	4,035,899.90	3,963,835.10	5,223,864.80
经营活动产生现金净流量	943,276.70	548,709.10	348,506.60
投资活动产生现金净流量	-1,604,121.20	-701,212.70	-2,316,141.40
筹资活动产生现金净流量	567,737.50	1,027,963.80	372,155.40
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率（%）	31.03	30.21	31.54
期间费用率（%）	7.57	8.71	5.93
EBITDA 利润率（%）	22.31	24.74	22.14
净利润率（%）	14.53	14.70	14.11
净资产收益率（%）	14.64	12.94	13.65
存货周转率(X)	0.54	0.39	0.37
资产负债率（%）	71.11	77.06	74.90
总资本化比率（%）	41.73	49.36	42.14
净负债率（%）	15.39	15.41	31.01
短期债务/总债务（%）	44.73	32.35	24.80
经营活动净现金流/总债务（X）	0.30	0.13	0.10
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.66	0.41	0.40
经营活动净现金流/利息支出（X）	3.03	1.34	1.26
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	0.79	1.04	0.68
总债务/EBITDA（X）	3.35	4.37	3.63
EBITDA/短期债务（X）	0.67	0.71	1.11
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.05	2.31	3.52
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	3.61	2.94	4.10

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，2019~2021 年末合同负债已调至预收款项；3、2019~2021 年末租赁负债已调至长期债务。

### 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	=营业总收入/应收账款平均净额
	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
盈利能力	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
	净利润率	=净利润/营业总收入
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。