



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 (2023)

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: 信评委函字[2023]跟踪 2077 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 28 日

本次跟踪发行人及评级结果	广州市时代控股集团有限公司	AAA/稳定
---------------------	---------------	--------

本次跟踪债项及评级结果	“H20 时代 1”、“H20 时代 2”、“H20 时代 4”、“H20 时代 5”、“H20 时代 7”、“H20 时代 9”	AAA
--------------------	---	-----

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于广州市时代控股集团有限公司（以下简称“时代控股”或“公司”）深耕广东省内市场，在房地产项目开发和城市更新业务方面积累了较为丰富的经验等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司房地产行业政策变化对公司经营提出更高挑战、跟踪期内公司存续债券已整体展期且存在子公司开发贷本息逾期情况，融资渠道受阻，2022 年审计报告被出具无法表示意见，销售业绩大幅下滑，自身造血能力显著减弱，期末非受限货币资金无法对短期债务形成覆盖，整体流动性弱，盈利能力大幅下滑，2022 年出现大额亏损等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

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。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：签约销售金额的下跌趋势未发生明显改善，融资渠道受阻情况未有实质性改变，盈利能力无明显回升。

正面	
■	公司深耕广东省内市场，在房地产项目开发和城市更新业务方面积累了较为丰富的经验
关注	
■	房地产行业政策变化对公司经营提出更高挑战
■	跟踪期内公司存续债券已整体展期且存在子公司开发贷本息逾期情况，融资渠道受阻
■	2022年审计报告被出具无法表示意见
■	销售业绩大幅下滑，自身造血能力显著减弱，期末非受限货币资金无法对短期债务形成覆盖，整体流动性弱
■	盈利能力大幅下滑，2022年出现大额亏损

项目负责人：蒋 膺 tjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：刘旭冉 xrliu@ccxi.com.cn

黎小琳 xlli@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

时代控股(合并口径)	2020	2021	2022
资产总计(亿元)	1,847.58	1,936.73	1,460.17
所有者权益合计(亿元)	423.86	486.14	291.55
负债合计(亿元)	1,423.72	1,450.59	1,168.62
总债务(亿元)	413.07	354.10	301.72
营业总收入(亿元)	382.24	440.16	247.08
净利润(亿元)	56.19	62.10	-89.13
EBITDA(亿元)	86.01	100.54	-47.61
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	54.87	34.85	2.59
营业毛利率(%)	30.21	31.54	17.60
净负债率(%)	25.85	43.23	94.13
总债务/EBITDA(X)	4.80	3.52	-6.34
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.10	3.63	-2.11

注: 1、中诚信国际根据时代控股提供的其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 2020 年度审计报告带与持续经营相关的重大不确定性段的无保留意见的 2021 年审计报告及经中兴华会计师事务所(特殊普通合伙)出具的无法发表意见的 2022 年审计报告整理。其中, 2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数, 2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数; 2、本报告中所引用数据除特别说明外, 均为中诚信国际统计口径, 其中“-”表示不适用或数据不可比, 特此说明。

同行业比较(2022 年数据)

公司名称	总资产(亿元)	净负债率(%)	非受限货币资金/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)	总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)
合景泰富	1,998.84	181.42	0.15	508.61	134.53	-73.16	0.20	5.49
时代控股	1,460.17	94.13	0.19	397.91	247.08	-36.08	0.25	1.31

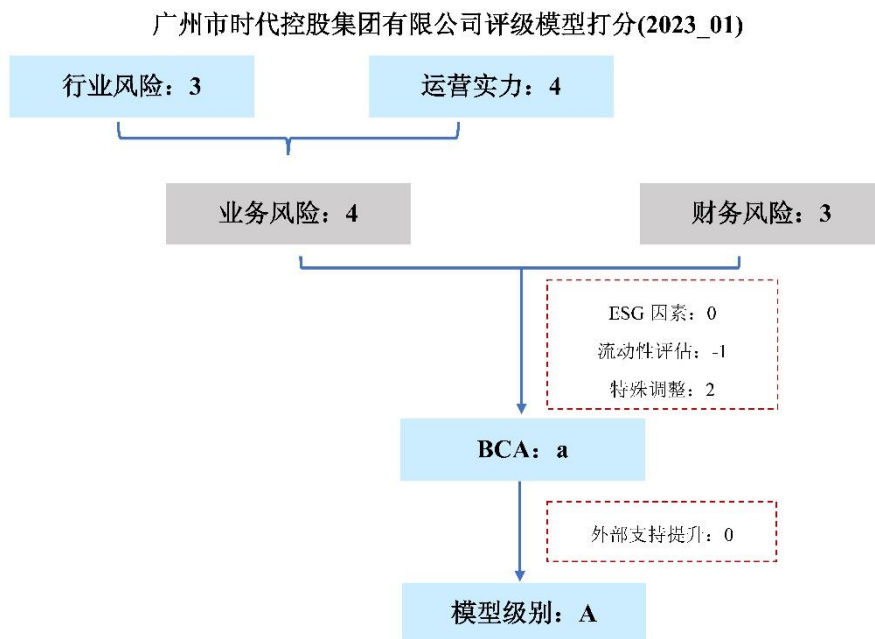
中诚信国际认为, 时代控股在房地产项目开发和城市更新业务方面积累了较为丰富的经验, 但受市场环境的影响, 时代控股和合景泰富 2022 年以来销售业绩均大幅下滑, 财务杠杆水平推升, 偿债指标表现很弱。

注: 合景泰富为“合景泰富集团控股有限公司”简称。

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额(亿元)	债项余额(亿元)	存续期	特殊条款
H20 时代 1	AAA	AAA	2022-06-27	5.75	5.75	2020/2/24~2027/2/24(展期后到期日调整为 2027/2/24)	调整票面利率、回售
H20 时代 2	AAA	AAA	2022-06-27	7.40	7.40	2020/2/24~2025/2/24(展期后到期日调整为 2027/2/24)	调整票面利率、回售
H20 时代 4	AAA	AAA	2022-06-27	9.50	9.50	2020/3/30~2027/3/30(展期后到期日调整为 2027/2/24)	调整票面利率、回售
H 20 时代 5	AAA	AAA	2022-06-27	15.50	15.50	2020/3/30~2025/3/30(展期后到期日调整为 2027/2/24)	调整票面利率、回售
H 20 时代 7	AAA	AAA	2022-06-27	25.00	25.00	2020/5/27~2025/5/27(展期后到期日调整为 2027/2/24)	调整票面利率、回售
H 20 时代 9	AAA	AAA	2022-06-27	16.00	16.00	2020/7/17~2025/7/17(展期后到期日调整为 2027/2/24)	调整票面利率、回售

评级模型



方法论

中诚信国际房地产行业评级方法与模型 C200100_2022_05

■ 业务风险:

时代控股属于房地产行业，行业风险评估为中等；时代控股积累了较强的规模优势及较大规模的项目储备，但经营稳健度很低，业务风险评估为中等。

■ 财务风险:

时代控股净负债率水平和销售回款对债务的支持指标表现尚可，但盈利能力极弱，期末非受限货币资金无法对短期债务形成覆盖，EBITDA 对利息覆盖倍数极低，财务风险评估为较高。

■ 模型级别:

模型级别仅作为信用评级委员会评定最终信用等级的重要参考，模型级别与最终级别之间可能存在差异。

■ 个体信用状况 (BCA) :

依据中诚信国际的评级模型，时代控股具有 a 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和较高的财务风险及流动性评估的不利影响和特殊调整的有力影响。

■ 外部支持:

公司是实际控制人核心资产，实际控制人支持意愿很强，但其除公司以外的可用资源有限，对公司提供的额外支持对公司信用水平无影响。

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:“H20 时代 1”¹、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 2022 年末,公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。根据公司 2023 年 2 月 24 日发布的公告,债券持有人会议同意将剩余本息兑付日调整为 2024 年 12 月 24 日起至 2027 年 2 月 24 日。

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:“H20 时代 2”²、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 2022 年末,公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。根据公司 2023 年 4 月 10 日发布的公告,债券持有人会议同意将剩余本息兑付日调整为 2024 年 12 月 24 日起至 2027 年 2 月 24 日。

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:“H20 时代 4”³、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 2022 年末,公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。根据公司 2023 年 4 月 24 日发布的公告,债券持有人会议同意将剩余本息兑付日调整为 2024 年 12 月 24 日起至 2027 年 2 月 24 日。

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:“H20 时代 5”⁴、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 2022 年末,公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。根据公司 2023 年 4 月 14 日发布的公告,债券持有人会议同意将剩余本息兑付日调整为 2024 年 12 月 24 日起至 2027 年 2 月 24 日。

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:“H20 时代 7”⁵、债券代码:“163571”)于 2020 年 5 月 27 日完成发行,发行规模为

¹ 原债券简称:“20 时代 01”,自 2023 年 2 月 7 日起转特定债券进行后续转让,债券简称更新为“H20 时代 1”。

² 原债券简称:“20 时代 02”,自 2023 年 2 月 7 日起转特定债券进行后续转让,债券简称更新为“H20 时代 2”。

³ 原债券简称:“20 时代 04”,自 2023 年 2 月 7 日起转特定债券进行后续转让,债券简称更新为“H20 时代 4”。

⁴ 原债券简称:“20 时代 05”,自 2023 年 2 月 7 日起转特定债券进行后续转让,债券简称更新为“H20 时代 5”。

⁵ 原债券简称:“20 时代 07”,自 2023 年 2 月 7 日起转特定债券进行后续转让,债券简称更新为“H20 时代 7”。

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 2022 年末，公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。根据公司 2023 年 4 月 10 日发布的公告，债券持有人会议同意将剩余本息兑付日调整为 2024 年 12 月 24 日起至 2027 年 2 月 24 日。

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：“H20 时代 9”⁶、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 2022 年末，公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。根据公司 2023 年 4 月 24 日发布的公告，债券持有人会议同意将剩余本息兑付日调整为 2024 年 12 月 24 日起至 2027 年 2 月 24 日。

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

⁶ 原债券简称：“20 时代 09”，自 2023 年 2 月 7 日起转特定债券进行后续转让，债券简称更新为“H20 时代 9”。

近期关注

中诚信国际认为，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升。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。

2022 年以来，积极的政策环境助力房地产市场筑底，8 月以来全国商品房销售额累计同比降幅持续收窄，但由于市场下行具有较大惯性，全年商品房销售金额同比大幅回落 26.7%。房地产投资方面，受行业持续下行影响，2022 年房地产行业投资活动减弱，全年房地产新开工面积及房地产开发投资金额分别同比下降约 39%和 10%，房地产开发投资额自 2020 年首次出现同比下降并回落至近 5 年的低点。中诚信国际认为，房地产政策频出有效引导需求合理释放，2023 年房地产销售及投资活动有望触底回升，行业景气度有望复苏。行业竞争格局方面，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致行业竞争格局发生改变，不同企业性质间销售业绩分化明显，央企普遍能保持较强的规模优势，当年销售金额同比降幅优于行业平均水平；但民营企业对外部不利因素抵御能力普遍偏弱，当年销售金额同比降幅高于行业平均水平。此外，目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，叠加行业利润空间收窄，未来房地产行业投资活动有望回归理性。融资方面，为了满足房地产合理融资需求，目前已形成支持房企融资的“三支箭”格局，“三箭齐发”对房地产行业再融资环境改善起到重要作用，随着政策效果不断释放，行业融资环境有望得到改善。中诚信国际认为，目前行业信用风险出清已进入尾声，行业信用基本面触底，房企信用质量进一步恶化以及信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，短期内房地产行业处于底部修复期；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。

详见《中国房地产行业展望，2023 年 3 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9852?type=1>

中诚信国际认为，公司在房地产项目开发和城市更新业务方面积累了较为丰富的经验，但 2022 年以来受市场下行及资本市场负面事件影响，销售业绩大幅下滑，融资渠道受阻，虽然 2023 年公司境内债券的本息兑付已整体展期，但较大规模的已售待结算面积后续将带来较大的资本支出压力，需关注全年“保交付”的实现情况

公司作为长期深耕粤港澳大湾区的房地产企业，在房地产项目开发和城市更新业务方面积累了较为丰富的经验；跟踪期内公司销售业绩出现大幅下滑，严重削弱其现金流平衡能力；此外，公司期末在建面积仍较大，后续面临较大的交付压力

时代控股自 2001 年进入房地产行业，长期深耕粤港澳大湾区，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，并选择性进入长沙、成都、杭州、南京和武汉等二线城市，积累了较为丰富的房地产项目开发经验；同时，公司自 2009 年参与广州市城市更新并持续深耕至今，城市更新业务经验丰富。项目开发方面，2022 年公司开发节奏有所放缓，项目开发以“保交付”为主，新开工面积大幅减少，且显著小于当期竣工面积，考虑到公司期末在建面积

仍维持很大体量,其中已销售待结算规模较大(2022 年末合同负债 259.72 亿元),后续仍面临较大的交付压力。

表 1: 公司房地产业务运营情况(个、万平方米)

	2020	2021	2022
在建项目数量	70	69	49
在建建筑面积	1,652.56	1,703.75	734.94
新开工面积	581.00	291.88	53.98
竣工面积	414.00	488.00	368.99

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

销售方面,2022 年以来,由于房地产市场下行,加之母公司时代中国控股有限公司(以下简称“时代中国”)境外债逾期未兑付及公司境内信用债展期等事项,公司全口径销售金额同比大幅下降 58.37%;另根据时代中国公告,2023 年 1~5 月,时代中国实现全口径销售金额约 83.63 亿元,同比大幅减少 62.46%。销售大幅下滑使得公司自身造血能力严重不足,对公司资金平衡能力造成很大影响。

表 2: 近年来公司销售及结算情况(万平方米、亿元、元/平方米)

	2020	2021	2022
签约销售面积(全口径)	673.1	514.2	247.1
签约销售金额(全口径)	1,003.81	955.90	397.91
签约销售均价(全口径)	14,913	18,590	16,103
结算面积	237.97	256.23	133.98
结算金额	329.76	390.85	238.06
结算均价	13,857	15,254	17,768

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

从销售区域分布来看,2022 年公司各区域销售金额均发生不同程度下滑,广东省内区域销售贡献占比较上年变化不大(约 91.13%),其中公司在广州、佛山和东莞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 76.70%,是公司最重要的销售区域。

表 3: 近年来公司房地产业务销售区域分布情况(万平方米、亿元)

城市	2020		2021		2022	
	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	133.2	300.05	97.5	321.16	74.9	170.7
佛山	132.3	222.86	87.9	208.35	50.1	78.8
东莞	46.7	89.34	58	128.99	29.1	55.7
长沙	77.1	96.80	39	57.34	21.1	24.7
珠海	28.9	44.20	20.4	37.27	12.1	13.3
清远	69.7	58.56	71.4	55.42	15.7	10.7
江门	50.3	39.05	52.6	41.92	13.3	9.9
中山	27.1	28.23	22.1	25.72	5.9	7.4
肇庆	25.0	21.15	17.4	13.88	8.0	6.8
南京	-	-	2.2	7.60	1.8	6.0
惠州	37.1	39.52	16.8	18.31	3.7	4.5
河源	10.6	9.76	6.7	5.72	4.0	2.7
成都	16.0	36.12	3.3	4.23	3.0	2.5
杭州地区	-	-	10.8	23.88	0.8	1.8

汕尾	9.2	7.01	4.5	3.30	2.0	1.3
汕头	9.9	11.16	0.7	0.90	0.7	0.8
武汉	-	-	2.9	1.91	1.0	0.5
合计	673.1	1,003.81	514.2	955.90	247.1	397.9

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

跟踪期内公司土地储备面积有所减少，从区域分布来看，土地储备仍集中于广东省内，其在省内非广佛莞地区的去化情况有待观察，同时受负面事件的影响，公司整体项目去化难度有所上升

截至 2022 年末，公司土地储备建筑面积减少至 1,562.99 万平方米，其中供出售土地储备建筑面积⁷ 920.70 万平方米，供出售土地储备建筑面积中位于广东地区占比合计 88.80%，区域集中度较高。分城市来看，公司供出售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 71.88%，公司在广东省内非广佛莞地区的去化情况有待观察。考虑到房地产行业景气度偏低，以及时代中国及公司发生信用债逾期兑付和展期等事件对其品牌的不利影响，公司储备项目的整体去化难度有所上升。

表 4：截至 2022 年末公司供出售土地储备情况（万平方米、%）

城市	土地储备面积	占比
清远	193.18	20.98
广州	162.60	17.66
佛山	134.76	14.64
江门	86.71	9.42
惠州	84.57	9.19
肇庆	68.78	7.47
东莞	66.93	7.27
长沙	50.13	5.45
武汉	20.25	2.20
杭州地区	19.02	2.07
珠海	12.26	1.33
南京	7.10	0.77
成都	6.56	0.71
中山	5.39	0.59
汕尾	2.03	0.22
汕头	0.40	0.04
河源	0.01	0.00
合计	920.70	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理。

受市场环境及自身资金情况影响，公司暂不考虑投资拿地，同时逐步退出部分旧改项目；此外，跟踪期内公司境内债券整体展期，对外融资严重受阻，公司整体经营稳健度很低。

受市场环境及自身资金情况影响，2022 年公司仅通过转化城市更新项目获取 1 宗广州地块，公

⁷ 供出售土地储备建筑面积=未来开发项目供出售建筑面积+开发中项目供出售建筑面积+已竣工项目供出售建筑面积。

司当前着力于保障经营和化解债务问题，短期内暂不考虑投资拿地。2022 年以来，公司出于流动性考量，逐步退出部分旧改项目以回笼资金，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。

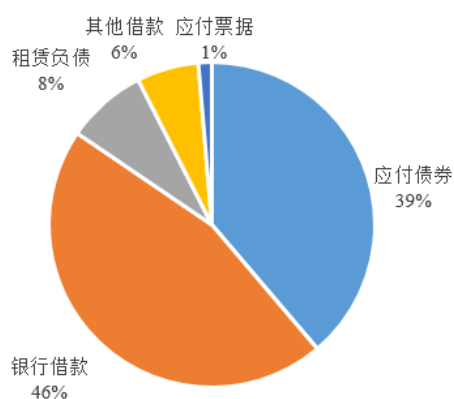
表 5：近年来公司新增土地储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）

指标	2020	2021	2022
新增土地数量	16	8	1
新增土地储备建筑面积	223.80	108.27	5.23
新增土地储备金额	171.19	45.54	5.96
新增土地楼面地价	7,649.26	4,206.33	11,396

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

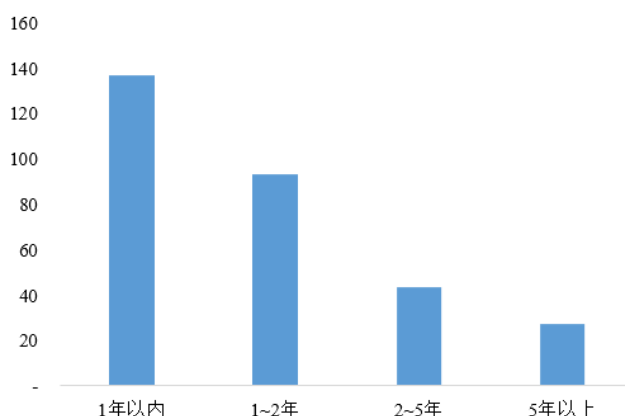
融资渠道方面，截至 2022 年末公司债务以银行借款和应付债券为主。债务期限结构方面，截至 2022 年末公司债务构成中 1 年内到期、1~2 年到期、2 年以上到期占比分别为 45.39%、30.98% 和 23.63%，其中 1 年内到期债务中约 80.29 亿元公司债已于 2023 年内陆续完成本金和利息的展期。需要关注的是，公司股东时代中国境外美元债已发生逾期未兑付事项；此外，公司因项目销售不佳，未能与银行就展期条件达成一致，子公司未能清偿到期开发贷本息。目前公司各个对外融资渠道严重受阻，对外融资困难。

图 1：截至 2022 年末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司债务期限结构（单位：亿元）



注：上图债务中应付债券的期限为 2023 年完成整体展期之前的到期时间。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，时代控股营业收入及营业毛利率大幅下降，加之合联营项目投资亏损及计提较大规模的资产减值损失和信用减值损失，公司整体盈利能力明显弱化；公司非受限货币资金余额较低，较大规模的其他应收款对公司资金形成一定占用，债务规模小幅下降，但短期债务占比很高，财务杠杆推升至较高水平，整体偿债能力很弱。

跟踪期内，公司营业收入及营业毛利率大幅下降，加之合联营项目投资亏损及计提较大规模的资产减值损失和信用减值损失，公司整体盈利能力明显弱化。

跟踪期内，受交付面积下降的影响，公司物业开发收入大幅下滑，叠加年内城市更新项目转化收

入较少,公司营业收入明显下降;同年,受限价等行业调控政策影响,物业开发毛利率有所下滑,且因土地市场表现不佳,城市更新业务毛利率降至 5.14%,公司综合毛利率大幅下降。

期间费用方面,公司根据资金情况缩减销售及管理费用,利息收入减少导致财务费用净额有所增加,综合来看,公司期间费用合计同比减少,但受营业收入下降的影响,整体期间费用率上升明显。盈利表现方面,营业收入及营业毛利率下降使得公司经营业务利润大幅减少,同时,由于合联营项目的盈利表现不佳,产生较大投资亏损,此外,公司计提了大额的信用减值损失及存货减值损失,利润总额和净利润均大额亏损,公司盈利表现明显弱化。

表 6: 近年来公司营业收入构成及毛利率情况(亿元、%)

业务类型	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
物业开发	329.76	24.41	390.85	25.25	238.06	16.43
城市更新业务	47.96	66.95	44.09	83.24	2.10	5.14
物业租赁	4.52	63.72	5.21	65.68	6.91	61.95
营业总收入/营业毛利率	382.24	30.21	440.16	31.54	247.07	17.60

资料来源:公司财务报表,中诚信国际整理

表 7: 近年来公司盈利能力相关指标(亿元、%)

	2020	2021	2022
期间费用率	8.71	5.93	9.48
经营性业务利润	67.54	92.33	15.49
投资收益	9.16	2.36	-10.06
资产减值损失	0.97	5.64	16.02
信用减值损失	0.41	1.27	53.36
公允价值变动收益	-0.06	-2.99	0.67
EBITDA	86.01	100.54	-47.61
利润总额	79.64	85.84	-82.76
净利润率	14.70	14.11	-36.08

资料来源:公司财务报表,中诚信国际整理

跟踪期内,公司资产规模全面下降,其中非受限货币资金余额较低,较大规模的其他应收款对公司资金形成一定占用;总债务有所下降,但短期债务占比升高,净负债率升至较高水平。

跟踪期内,公司资产规模全面下降,具体来看,由于公司拿地及新开工面积较少,存货规模有所下降,同时存货周转率降低,开发产品占存货的比重上升至较高水平,其中部分余额较大的项目为公司的重点销售楼盘,在当前房企信用风险事件频发的背景下,公司选择现房销售策略或将更有利于销售目标达成,但其位于低能级城市项目的去化情况需保持关注;随着公司对部分合联营项目股权的出售,公司长期股权投资有所下降,同时导致年末其他应收款规模下降,但其他应收款余额仍保持较大,需对其回收情况持续关注;由于销售回款的大幅下降、保交付工程款的刚性支出以及到期债务的本息偿还,公司货币资金显著下降,且由于监管政策趋严,其受限比例大幅上升,年末非受限货币资金余额仅 27.29 亿元。

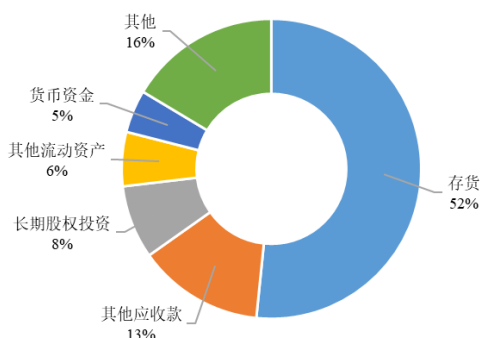
负债方面,截至 2022 年末,公司合同负债余额为 259.72 亿元,需关注公司实际保交付情况;随着公司到期债务的偿付,公司债务规模较上年末有所下降,短期债务占比上升至较高水平。所有者权益方面,受盈利亏损以及合作项目退出等因素影响,公司权益大幅下降。财务杠杆方面,由于非受限货币资金大幅减少,同时所有者权益规模下降较多,公司净负债率推升至较高水平。

表 8: 近年来公司资产质量相关指标 (亿元、%)

	2020	2021	2022
货币资金	347.77	203.33	67.40
其他应收款	284.14	257.46	198.59
存货	762.08	865.82	753.59
开发产品/存货	12.91	16.74	31.19
存货周转率	0.39	0.37	0.25
其他流动资产	77.22	93.49	85.28
长期股权投资	121.52	150.07	115.66
流动资产占比	86.45	78.51	78.76
总资产	1,847.58	1,936.73	1,460.17
应付账款	192.70	178.93	124.83
其他应付款	455.87	416.37	305.72
合同负债	215.41	307.34	259.72
总债务	413.07	354.10	301.72
短期债务/总债务	32.35	24.80	48.22
净负债率	25.85	43.23	94.13
少数股东权益	165.86	221.80	142.78
所有者权益	423.86	486.14	291.55

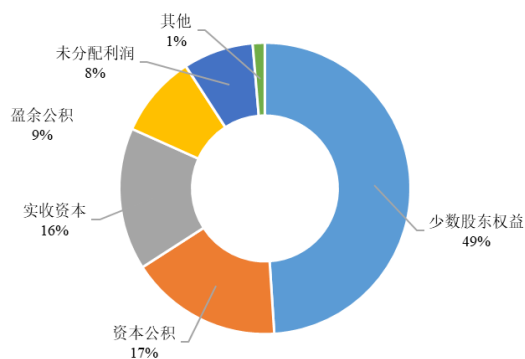
资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

图 3: 截至 2022 年末公司总资产构成



资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

图 4: 截至 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

跟踪期内, 由于对外融资受限, 筹资活动现金流大幅净流出, 期末非受限货币资金无法对短期债务形成覆盖, 公司偿债能力很弱。

跟踪期内, 受销售下滑影响, 公司销售商品、提供劳务收到的现金同比大幅减少, 经营活动净现金流入规模较小; 公司通过对子公司及合作项目股权的处置收回部分现金, 投资活动净现金流呈小额净流入状态; 由于对外融资受限, 年内偿还大量债务, 筹资活动现金流大幅净流出。

2022 年公司经营亏损, EBITDA 无法对债务本息提供支持; 由于短期债务快速增长及非受限货币资金余额较小, 公司非受限货币资金对短期债务的保障程度极低, 公司偿债能力很弱。

表 9: 近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、%、X)

	2020	2021	2022
经营活动净现金流	54.87	34.85	2.59
销售商品、提供劳务收到的现金	396.38	522.39	229.54
投资活动净现金流	-70.12	-97.64	15.66

筹资活动净现金流	102.80	-18.58	-134.89
非受限货币资金/短期债务	2.27	1.64	0.19
总债务/EBITDA	4.80	3.52	-6.34
EBITDA 利息保障倍数	2.10	3.63	-2.11
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.04	0.68	1.31

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司受限资产合计为 176.36 亿元，其中受限货币资金（未包含预售监管资金）、存货和长期股权投资账面价值分别为 40.11 亿元、87.32 亿元和 32.50 亿元，受限资产占当期末总资产的 12.08%。

或有负债方面，截至 2022 年末，公司及其子公司对外担保余额合计 59.69 亿元，占当期末所有者权益的比重为 12.41%，全部为对关联公司提供的担保，其中部分合作方已出现流动性风险，需关注相关合作项目可能为公司带来的或有负债风险。

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》，截至 2023 年 5 月，公司本部为其他借款人承担的相关还款责任的逾期金额 15.14 亿元。根据公司公告，截至 2022 年末，公司存在一笔 1,000 万以上债务逾期，逾期债务类型为项目开发贷，逾期金额 13.50 亿元，逾期原因系项目销售不畅，流动性紧张，在本息兑付日未能就贷款展期条件达成一致，目前仍在沟通协商中。截至报告出具日，公司发行的累计 14 支公司债及资产支持证券已陆续完成本金和利息的展期，其中“H 时粤 1 优”、“H 赫 21 优”、“H 时赫 2 优”、“H 申联优”、“H2 时代 12”、“H2 时代 10”和“H17 时代 2”（上述债券以下简称“A 组债券”）剩余本息兑付日调整为 2024 年 11 月 24 日至 2026 年 2 月 24 日，“H19 时代 4”、“H20 时代 1”、“H20 时代 2”、“H20 时代 4”、“H20 时代 5”、“H20 时代 7”、“H20 时代 9”（上述债券以下简称“B 组债券”）剩余本息兑付日调整为 2024 年 12 月 24 日至 2027 年 2 月 24 日。

假设与预测⁸

假设

- 时代控股 2023 年 6~12 月销售维持 5 月份水平，全年销售规模同比下降超 50%。
- 2023 年时代控股不获取新项目。
- 2023 年时代控股收入规模同比下降约 30%，全年毛利率较上年小幅下滑。

预测

表 10：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
净负债率(%)	43.23	94.13	102~125
总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	0.68	1.31	1.8~2.3

资料来源：中诚信国际整理

⁸ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，时代控股的流动性来源较为有限，但项目建设支出及债务本息偿付压力尚存，其未来一年流动性很弱。

2023 年以来公司签约销售规模大幅下降且预计年内难有实质性转变，经营获现能力较弱；货币资金中实际可动用规模较少；可实际使用的银行授信十分有限，公开市场融资渠道严重受阻，公司整体流动性来源高度依赖项目销售及城市更新项目的转化/退出情况。

公司资金流出主要用于偿付债务本息、项目工程建设、各项税费支出及员工工资等。公司控股股东时代中国境外美元债已发生逾期未兑付事项，目前正考虑境外债务的整体债务管理方案；公司发行的多支公司债及 ABS 本息已获展期，但 2023 年内需按境内债展期方案中约定分两次兑付及注销机构投资者每个证券账户债券数量的合计 1%和个人投资者每个证券账户合计不超过 1,000 张+0.5%的债券，以及其他短期债务本息偿付。此外，公司保交付任务较重，项目工程建设支出亦相对刚性。考虑到当前外部形势下，流动性来源存在较大不确定性，公司未来一年的流动性仍很弱。

ESG 分析

中诚信国际认为，公司将“绿色”元素融入产品服务之中，并积极履行企业社会责任，但员工稳定性较弱，考虑到公司因负面舆情、资金压力等问题导致品牌形象及信用受损，其战略实施和持续经营面临一定挑战，公司 ESG 表现一般。

环境方面，公司致力于将“绿色”元素融入产品服务细节之中，截至 2022 年 12 月 31 日，公司旗下 36 个项目获得绿色建筑认证、2 个项目获 LEED 铂金预认证；此外，2022 年，公司建设取得“ISO 14001: 2015 环境管理体系”认证，实现在建项目能源使用效益提升 5%，固体废弃物、废水较去年减少 12%以上的目标。

社会方面，公司重视员工身心安全并制定多项制度，近三年每年因工亡故的人数为 0；员工发展方面，受公司销售业绩大幅下滑及负面舆情事件影响，2022 年公司通过降薪裁员方式控制成本费用，当年全职员工流失率为 57.23%，稳定性较弱。

治理方面，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，形成了较为规范的管理体系。现阶段公司将致力于“保交付”，同时通过债务管理的手段化解流动性风险，

考虑到公司因负面舆情、资金压力等问题导致品牌形象及信用受损，其战略实施和持续经营面临一定挑战。

会计标准与报表质量

公司被出具无法表示意见的审计报告，需对公司的持续经营能力保持关注。

中诚信国际关注到，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“中兴华会”）为公司出具了无法表示意见的 2022 年审计报告。中兴华会提醒财务报表使用者关注，公司 2022 年度归属于母公司股东的净亏损为 92.30 亿元，截至 2022 年 12 月 31 日，公司的银行及其他借款总额为人民币 273.53 亿元，将于未来 12 个月内到期偿还的借款为人民币 141.45 亿元，而其非受限的现金及现金等价物为人民币 27.29 亿元，无法覆盖一年内到期的有息借款，后续面临债务陆续到期还款的资金压力。2022 年 12 月 31 日，公司境外控股母公司时代中国因到期未偿还本金总额 2.27 亿元及利息总额 0.69 亿元违约，该违约事件亦引发总额 167.68 亿元银行及其他借款的交叉违约；2022 年 12 月 31 日后，时代中国未偿还分别于 2023 年 1 月及 3 月到期的若干优先票据的本金 3 亿美元及利息 0.78 亿美元。此外，公司的持续经营受多项不确定因素影响，包括：（1）成功并及时完成债务重组，且公司具备能力继续遵守各贷款重组协议中的条款及条件；（2）成功与公司现有贷款人就到期未支付的借款展期进行磋商，并与彼等达成协议不对公司采取任何行动以行使其要求立即支付该等借款本金及利息的权利；（3）成功与借款人就重组或延期偿还公司的银行及其他借款进行磋商；（4）有能力透过执行公司的业务战略计划以加快物业及城市更新项目的销售，并加快收回未偿还的销售款项；（5）成功并及时地实施计划，以出售其若干其他资产，例如土地、项目开发公司的股权以及及时收回所得款项。

鉴于上述情况，公司已采取以下多项计划及措施以改善流动资金状况：（1）公司已委任一名财务顾问，协助重组公司债券，以在实际可行情况下尽快与所有利益相关者达成一致的解决方案；（2）公司正积极与多家现有合作的金融机构就若干借款进行展期；（3）公司将继续采取措施，加快房地产物业的销售，并加快收回未偿还的销售款项及其他应收款项；（4）公司将继续采取积极措施控制行政成本并控制资本支出；（5）公司将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。

特殊事项

2022 年底一系列行业支持政策出台，鼓励银行对房地产合理信贷投放，支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，有助于保交楼工作的顺利推进，一定程度上缓解了流动性困难房企的项目经营压力。

外部支持

公司是实际控制人岑钊雄和李一萍夫妇的核心资产，实际控制人支持意愿很强，但其除公司以外的可用资源有限，对公司提供的额外支持对公司信用水平无影响。

同行业比较

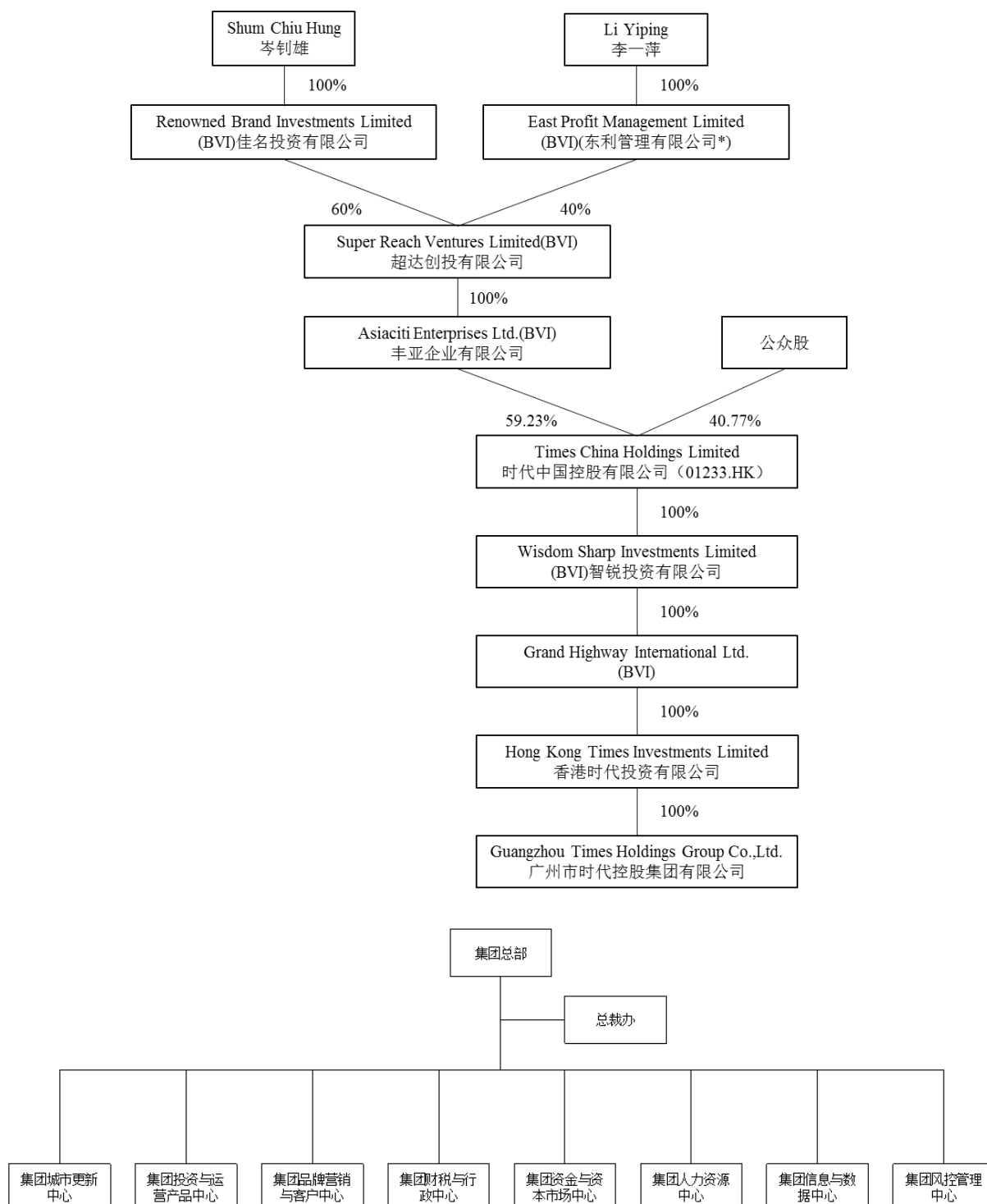
中诚信国际选取了合景泰富集团控股有限公司(以下简称“合景泰富”,01813.HK)作为时代控股的可比公司,上述两家公司在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为,时代控股在房地产项目开发和城市更新业务方面积累了较为丰富的经验,但受市场环境影响,时代控股和合景泰富 2022 年以来销售业绩均大幅下滑,财务杠杆水平推升,偿债指标表现弱。

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“H20 时代 1”、“H20 时代 2”、“H20 时代 4”、“H20 时代 5”、“H20 时代 7”、“H20 时代 9”的信用等级为 **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 2022 年末）



资料来源：公司提供

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)	2020	2021	2022
货币资金	3,477,674.90	2,033,300.10	674,028.80
其他应收款	2,841,443.00	2,574,619.80	1,985,876.20
存货	7,620,780.50	8,658,230.40	7,535,880.40
长期投资	1,234,703.70	1,520,703.60	1,183,223.60
固定资产	92,746.10	88,730.80	85,563.60
在建工程	--	83,981.00	39,548.50
无形资产	16,594.90	17,901.30	17,864.50
投资性房地产	274,191.50	397,262.10	269,864.80
资产总计	18,475,809.90	19,367,283.60	14,601,672.80
合同负债	2,154,100.40	3,073,358.10	2,597,196.50
其他应付款	4,558,658.70	4,163,655.90	3,057,239.90
短期债务	1,336,497.20	878,201.20	1,454,939.90
长期债务	2,794,246.00	2,662,785.30	1,562,225.00
总债务	4,130,743.20	3,540,986.50	3,017,164.90
净债务	1,095,853.30	2,101,576.00	2,744,234.10
负债合计	14,237,176.40	14,505,919.50	11,686,193.00
所有者权益合计	4,238,633.50	4,861,364.10	2,915,479.80
利息支出	409,608.60	276,983.80	225,982.60
营业总收入	3,822,389.90	4,401,575.60	2,470,758.30
经营性业务利润	675,403.40	923,250.50	154,892.00
投资收益	91,594.70	23,566.10	-100,575.10
净利润	561,931.20	620,961.10	-891,330.80
EBIT	824,682.50	968,113.70	-517,634.20
EBITDA	860,084.60	1,005,377.10	-476,144.50
销售商品、提供劳务收到的现金	3,963,835.10	5,223,864.80	2,295,429.20
经营活动产生的现金流量净额	548,709.10	348,506.60	25,885.60
投资活动产生的现金流量净额	-701,212.70	-976,382.50	156,558.70
筹资活动产生的现金流量净额	1,027,963.80	-185,831.90	-1,348,924.00
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率(%)	30.21	31.54	17.60
期间费用率(%)	8.71	5.93	9.48
EBITDA 利润率	22.50	22.84	-19.27
净利润率(%)	14.70	14.11	-36.08
净资产收益率(%)	12.94	13.65	-22.92
存货周转率(X)	0.39	0.37	0.25
资产负债率(%)	77.06	74.90	80.03
总资本化比率(%)	49.36	42.14	50.86
净负债率(%)	25.85	43.23	94.13
短期债务/总债务(%)	32.35	24.80	48.22
非受限货币资金/短期债务(X)	2.27	1.64	0.19
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.03	0.02	-0.07
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.10	0.08	-0.14
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	1.34	1.26	0.11
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.04	0.68	1.31
总债务/EBITDA(X)	4.80	3.52	-6.34
EBITDA/短期债务(X)	0.64	1.14	-0.33
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.10	3.63	-2.11

注：中诚信国际分析时将合同负债计入预收款项，将研发费用计入管理费用。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	净债务	总债务-非受限货币资金
	资产负债率	负债总额/资产总额
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	净负债率	净债务/经调整的所有者权益
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
盈利能力	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	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/营业收入
现金流	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
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	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力很强, 受不利经济环境的影响很小, 违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下, 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。

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	受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强, 基本不受不利经济环境的影响, 信用风险极低。
AA	债券安全性很强, 受不利经济环境的影响较小, 信用风险很低。
A	债券安全性较强, 较易受不利经济环境的影响, 信用风险较低。
BBB	债券安全性一般, 受不利经济环境影响较大, 信用风险一般。
BB	债券安全性较弱, 受不利经济环境影响很大, 有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境, 信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境, 信用风险极高。
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。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn