

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2020】157号

江苏中南建设集团股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“15中南建设 MTN001”、“15中南建设 MTN002”和“18中南建设 MTN001”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，同时维持“15中南建设 MTN001”、“15中南建设 MTN002”和“18中南建设 MTN001”信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司
二〇二〇年六月十九日



信用评级报告声明

东方金诚获悉，控股股东中国东方资产管理股份有限公司甘肃及安徽分公司对江苏中南建设集团股份有限公司及其全资子公司济宁锦鸿房地产开发有限公司提供了借款服务。经审慎的内部审查，东方金诚认为上述服务与本次评级均属于独立承揽和独立作业，遵循了严格的利益冲突管理机制，未对本次评级的独立、客观、公正造成影响。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。



江苏中南建设集团股份有限公司 主体及相关债项2020年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA+/稳定	2020/6/19	AA+/稳定	赵一统	王伟

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	1.基础评分模型			
			一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
15 中南建设 MTN001	AA+	AA+	规模和市场地位	资产总额	15.00	15.00
15 中南建设 MTN002	AA+	AA+		营业收入	10.00	10.00
18 中南建设 MTN001	AA+	AA+		合同销售金额	10.00	10.00
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。				多样性	20.00	16.25
主体概况			盈利能力和运营效率	净资产收益率	15.00	13.67
江苏中南建设集团股份有限公司（以下简称“公司”或“中南建设”）主营房地产开发和建筑施工业务，控股股东为中南城市建设投资有限公司（以下简称“中南城建”），实际控制人为自然人陈锦石。				净利润	10.00	8.26
				存货周转率	5.00	3.34
			债务负担与保障程度	剔除预收账款的资产负债率	7.50	3.61
				货币资金/短期有息债务	7.50	4.66
			2.基础模型参考等级			AA+
			3.评级调整因素			无调整
			4.主体信用等级			AA+
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。						

评级观点

公司房地产项目仍主要布局于以江苏省为主的经济发达的长三角地区二线及三四线城市，跟踪期内项目布局更为多元，在国内房地产市场仍具有很强竞争实力；实行的高周转开发运营模式仍保持良好效果，2019年合同销售金额及面积均显著增长，销售回款继续增长且仍保持较高水平；公司建筑施工业务期末在手合同金额可为业务发展提供一定的支撑；公司合营房地产开发项目权益剩余可售面积规模相对较高，可对利润来源形成补充。另一方面，2020年一季度公司房地产及建筑施工项目回款有所放缓，在建、拟建项目及拿地所需资金规模仍较大，未来面临较大的资金筹措压力；未来可售面积中部分弱三四线城市项目未来面临的销售去化压力将加大；受限资产规模仍较大，对资产流动性和再融资能力形成不利影响；有息债务继续增加，债务负担仍较重，若考虑债券回售因素，未来两年面临的集中偿付压力较大。

综合分析，东方金诚维持中南建设主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，维持“15中南建设MTN001”、“15中南建设MTN002”和“18中南建设MTN001”的信用等级为AA+。

同业比较

项目	中南建设	宝龙实业	新潮中宝	厦门中骏	新希望地产
资产总额 (亿元)	2905.71	1520.41	1440.32	1143.89	1094.87
营业收入 (亿元)	718.31	248.46	148.10	198.16	182.58
净资产收益率 (%)	17.23	15.23	6.01	10.16	9.61
净利润 (亿元)	46.23	67.21	21.12	27.80	24.62
存货周转率 (次)	0.40	0.35	0.14	0.35	0.29
剔除预收账款的资产负债率 (%)	74.73	61.47	68.38	62.09	61.72

注：以上企业最新主体信用等级均为AA+/稳定，数据来源于各企业公开披露的2019年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

2019 年收入构成



2020 年 3 月末债务期限结构 (亿元)



主要数据和指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额	1768.96	2356.94	2905.71	3025.03
所有者权益	180.16	195.93	268.23	317.93
全部债务	535.90	582.12	705.92	743.48
营业总收入	305.52	401.10	718.31	115.85
利润总额	10.34	30.50	61.55	10.18
经营性净现金流	-29.38	194.32	81.96	3.16
营业利润率	11.47	15.94	14.13	20.57
资产负债率	89.82	91.69	90.77	89.49
流动比率	139.98	121.00	116.64	119.69
全部债务/EBITDA	32.15	14.82	9.44	-
EBITDA 利息倍数	0.48	0.81	1.14	-

注：表中数据来源于公司 2017 年~2019 年的审计报告及 2020 年 1~3 月未经审计的合并财务报表，2017 年数据采用 2018 年审计报告期初调整数。

优势

- 公司房地产项目仍主要布局于以江苏省为主的经济发达的长三角地区二线及三四线城市，跟踪期内新进入厦门市、济南市等城市，项目布局更为多元，在国内房地产市场仍具有很强竞争实力；
- 跟踪期内，公司实行的高周转开发运营模式仍保持良好效果，2019 年合同销售金额及面积均显著增长，销售回款持续增长且仍保持较高水平；
- 公司建筑施工业务在江苏省房屋建筑施工市场仍具有较强竞争力，2020 年 3 月末在手合同金额为 697.43 亿元，可为业务发展提供一定的支撑；
- 公司合营房地产开发项目合作方多为全国性大型房地产企业，2019 年末权益剩余可售面积 372.70 万平方米，规模相对较高，可对利润来源形成补充。

关注

- 受新冠肺炎疫情影响，2020 年一季度公司房地产及建筑施工项目销售及结算进度有所放缓，回款受到不利影响，且在建、拟建项目及拿地所需资金规模仍较大，未来面临较大的资金筹措压力；
- 公司可售面积中部分弱三四线城市项目未来面临的销售去化压力将加大；
- 合作开发项目增多导致公司其他应收款显著增长且规模仍较大，存在资金占压，受限资产规模仍较大，对资产流动性和再融资能力形成不利影响；
- 跟踪期内，公司有息债务继续增加且规模仍较大，债务负担仍较重，若考虑债券回售因素，未来两年面临的集中偿付压力较大。

评级展望

公司评级展望为稳定。新冠疫情短期内将对公司房地产和建筑施工业务形成一定负面影响，但从中长期来看，随着疫情得到缓解，前期消费者购房需求将得到一定程度的释放，公司可售面积充足，土地成本较低，有利于保持较好的盈利能力。

评级方法及模型

《东方金诚房地产企业信用评级方法及模型 (RTFC010202004)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
	15 中南建设 MTN001、15 中南建设 MTN002 和 18 中南建设 MTN001/AA+	2019-06-20	聂秋霞、王伟	《东方金诚房地产企业评级方法》(2014年5月)	阅读原文
AA+/稳定	15 中南建设 MTN001/AA+	2014-12-24	朱林、聂风娜	《东方金诚房地产企业评级方法》(2014年5月)	阅读原文

注：自 2014 年 12 月 24 日（首次评级）至 2019 年 6 月 20 日（最新评级），中南建设主体信用等级未发生变化，均为 AA+/稳定。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
15 中南建设 MTN001	2019/06/20	12	2015/06/26-2020/06/26	无	无
15 中南建设 MTN002	2019/06/20	24	2015/08/28-2020/08/28	无	无
18 中南建设 MTN001	2019/06/20	10	2018/04/24-2021/04/24	无	无

注：“18 中南建设 MTN001”为永续中票，依据发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。其余债项所附加条款均已过行权日。

跟踪评级原因

根据相关监管要求及江苏中南建设集团股份有限公司 2015 年度第一期中期票据(以下简称“15 中南建设 MTN001”)、江苏中南建设集团股份有限公司 2015 年度第二期中期票据(以下简称“15 中南建设 MTN002”)和江苏中南建设集团股份有限公司 2018 年度第一期中期票据(以下简称“18 中南建设 MTN001”)的跟踪评级安排,东方金诚基于江苏中南建设集团股份有限公司(以下简称“中南建设”或“公司”)提供的 2019 年度经审计的合并财务报告、2020 年 1~3 月未经审计的合并财务报表以及相关经营数据,进行了本次定期跟踪评级。

主体概况

中南建设主营业务为房地产开发和建筑施工业务,控股股东为中南城市建设投资有限公司(以下简称“中南城建”),实际控制人为自然人陈锦石。

中南建设前身是成立于 1998 年的大连钢铁股份有限公司,1999 年名称变更为大连金牛股份有限公司(以下简称“金牛股份”),并于 1999 年 12 月 8 日在深圳证券交易所上市(股票代码:000961.SZ)。2009 年 6 月,金牛股份实施重大资产重组,中南城建受让东北特殊钢集团有限责任公司持有的金牛股份 9000 万股股份¹,成为第一大股东。2009 年 7 月 8 日,金牛股份变更为现名。2016 年 4 月 20 日,公司非公开发行股票 31607.63 万股,总股本增至 148391.55 万股。后经过配股及期权激励分配,截至 2020 年 5 月末,公司股本为 376396.88 万股,控股股东中南城建持股 53.75%,实际控制人为自然人陈锦石,股权结构图详见附件一。截至 2020 年 3 月末,公司股东对中南建设股权质押 136737.29 万股,占中南城建所持公司股份的 67.72%,占公司总股份的 36.33%。

跟踪期内,公司仍主要从事房地产开发、建筑施工等业务,辅以酒店及商业服务等业务。公司房地产项目主要分布于以南通、苏州、宁波以及镇江等城市为代表的长三角区域,并不断向厦门市、济南市、揭阳市、汕头市和湛江市等二、三线城市拓展。截至 2019 年末,项目覆盖全国 79 个城市(地级市),其中未售项目主要布局在二线和三四线城市,权益未售建筑面积占比分别为 33.57%和 66.19%,其中以南通市、苏州市、镇江市和盐城市等以江苏省为主的二线及三四线长三角城市为主。根据克而瑞研究中心公布的《2019 年中国房地产企业销售排行榜》,2019 年公司全口径销售金额 1980.2 亿元,位列第 16 位;权益销售金额 1207.6 亿元,位列第 18 位。公司建筑施工业务以房屋建筑工程和市政公用工程为主,建筑施工资质较为完备,拥有房屋建筑施工总承包特级以及市政公用工程总承包一级等总承包资质以及建筑装饰装修工程专业承包一级、建筑机电安装工程专业承包一级等专业承包资质。公司累计获得国家建筑业最高奖项“鲁班奖”19 项,“詹天佑”奖 4 项,是江苏省竞争力很强的施工企业之一,在江苏省房屋建筑施工市场具有较强竞争力。

¹ 股份占比为 29.95%。

截至 2020 年 3 月末，公司资产总额 3025.03 亿元，所有者权益 317.93 亿元，资产负债率为 89.49%。2019 年及 2020 年 1~3 月，公司实现营业总收入分别为 718.31 亿元和 115.85 亿元，利润总额分别为 61.55 亿元和 10.18 亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

“15 中南建设 MTN001”

经中市协注【2015】MTN224 号文核准，公司于 2015 年 6 月发行 12 亿元中期票据，票据简称“15 中南建设 MTN001”，票面利率为 6.99%，起息日为 2015 年 6 月 26 日，到期日为 2020 年 6 月 26 日，每年付息 1 次，到期一次性还本；附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，2018 年 6 月 26 日，投资者回售债券金额 0.50 亿元，同时公司上调债券票面利率至 7.50%。截至本报告出具之日，公司已按时支付到期的各期利息，剩余债券本金合计 11.50 亿元。

“15 中南建设 MTN002”

经中市协注【2015】MTN224 号文核准，公司于 2015 年 8 月发行 24 亿元中期票据，票据简称“15 中南建设 MTN002”，票面利率为 7.00%，起息日为 2015 年 8 月 28 日，到期日为 2020 年 8 月 28 日，每年付息 1 次，到期一次性还本；附第 3 年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权，2018 年 8 月 28 日，投资者回售债券金额 1.40 亿元，同时公司上调债券票面利率至 7.50%。截至本报告出具之日，公司已按时支付到期的各期利息，剩余债券本金合计 22.60 亿元。

“18 中南建设 MTN001”

经中市协注【2016】MTN225 号文核准，公司于 2018 年 4 月发行 10 亿元中期票据，票据简称“18 中南建设 MTN001”，票面利率为 7.80%，起息日为 2018 年 4 月 24 日，每年付息 1 次，期限为 3+N，依据发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。截至本报告出具之日，公司已按时支付到期的各期利息，剩余债券本金合计 10.00 亿元。

截至本报告出具日，上述债券所募集资金已全部用于偿还金融机构借款。

经营环境

宏观经济与政策环境

一季度 GDP 同比首次出现负增长，海外疫情蔓延会制约二季度经济反弹

一季度必要的疫情防控措施对消费、投资及对外贸易活动造成严重冲击。3 月以来国内疫情进入稳定控制阶段，复工复产加速，但在海外疫情急剧升温、国际金融市场剧烈动荡背景下，国内经济回升势头受到较大影响，一季度 GDP 同比出现有历史记录以来的首次负增长，降至 -6.8%。二季度国内消费回补、投资加速态势会进一步明显，但欧美疫情仍处高发期，5 月之后

我国出口会出现更大幅度下滑，我们估计当季 GDP 同比增速仅将回升至 3.0%左右。若全球疫情在上半年早些时候得到基本控制，下半年国内宏观经济有望出现接近两位数的反弹，全年 GDP 增速将在 3.5%左右。

财政政策担纲、宽信用发力，一揽子宏观政策力度明显加大

为应对疫情冲击，5月两会推出一揽子宏观政策，主要包括上调财政赤字率目标、扩大新增地方政府专项债规模及发行特别国债，以及继续实施降息降准和再贷款等，合计财政支持力度达到名义 GDP 的 8.6%，已接近 2008~2009 年全球金融危机时期水平。下一步大幅减税降费、扩大基建支出、大规模发放招工及稳岗补贴，以及适度放松汽车及商品房限购等措施有望陆续落地。未来货币政策实施力度也会加大，降息降准将持续推进，M2 和社融增速将显著高于上年水平（分别为 8.7%和 10.7%），我们估计年末两项指标有可能分别达到 14.0%和 15.0%左右。同时，在“房住不炒”原则下，央行将继续坚守不搞大水漫灌底线。

行业分析

公司主要从事房地产开发和建筑施工业务，所属行业分别为房地产行业 and 建筑行业。

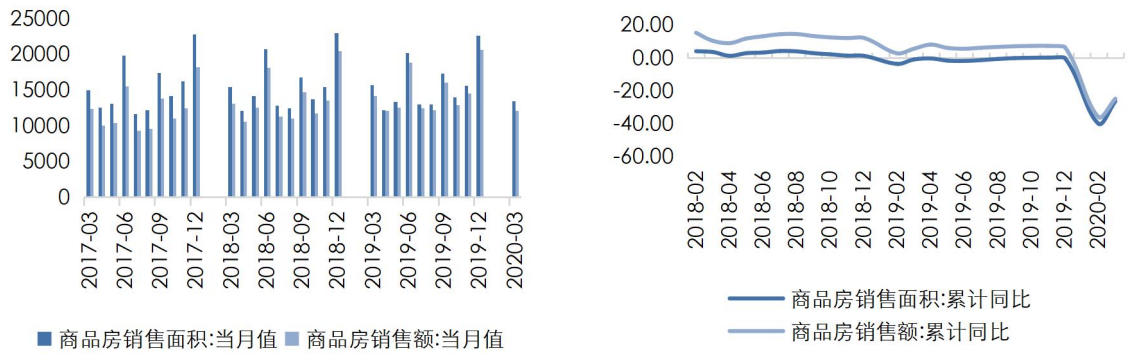
房地产行业

新冠肺炎疫情对房地产短期销售产生较大冲击，但 3 月已开始改善，随着国内疫情得到逐步缓解，预计在政策维稳、按揭投放趋稳及需求回补的影响下，二季度销售增速将有望持续修复

疫情期间，大多数省市线下售楼处和中介门店暂时关闭，房企推盘数量显著下滑，国内商品房销售受到较大影响。2020 年 1~3 月，全国商品房累计销售面积 21978.32 万平方米，同比下降 26.3%；商品房销售额 20364.86 亿元，同比下降 24.7%。此外，3 月 1 日以来，30 大中城市商品房销售面积已恢复至去年同期 50%以上，销售情况正逐步好转。

预计二季度随着国内疫情得到逐步缓解，各城市继续复工，供给和需求均将集中释放，商品房销售面积增速有望明显修复。2 月中下旬以来，除疫情严重的湖北省外，各城市已逐步复工，大部分城市售楼处陆续开放，房企积极推出线上售房、无理由退房、打折促销“以价换量”等营销策略，“渡难关”因城施策密集实施释放出一定程度托底及维稳的信号，“三稳”基调不变，按揭投放趋稳，加之货币政策和局部地区政策边际宽松可期，二季度销售增速料将有望修复。

图表 1 全国商品房销售情况 (万平方米、亿元、%)



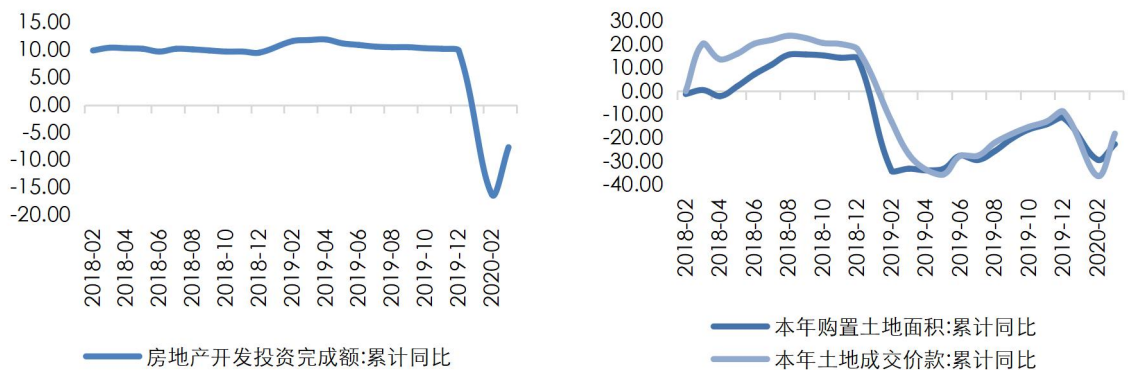
数据来源: Wind, 东方金诚整理

疫情使得房企一季度销售及回款承压,影响拿地、开复工意愿,行业投资增速首次负增长,随着国内疫情得到逐步缓解,预计二季度投资增速在销售回款增加、拿地及开复工回暖的情况下将有望改善

疫情使得房企销售及回款承压,开复工延缓,影响拿地意愿,房地产开发投资累计增速在2月份首次负增长;2020年1~2月,房地产开发投资完成额10115亿元,同比增速-16.3%。随着3月国内房地产项目有序复工,土地购置及建安支出增加,房地产开发投资增速有所改善;其中3月开发投资完成额11848亿元,同比增长1.15%,单月同比增速回正。

预计二季度,随着国内疫情得到逐步缓解,各地复工进度加快及复工率的提升,在部分地方政府适度支持政策以及整体宽松的融资环境下,房企土地购置、新开工及施工将在销售回暖的条件下将继续得到改善;复工程度的增加及结转高峰的到来对竣工增速提升亦可提供保障,总体来看,预计房地产投资增速将进一步向上修复。

图表 2 全国房地产开发投资及土地购置情况 (%)



数据来源: Wind, 东方金诚整理

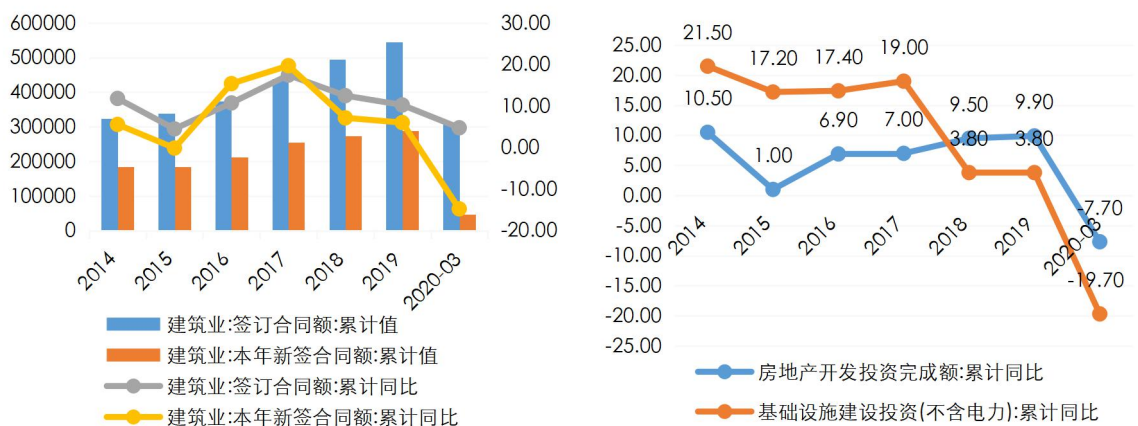
建筑行业

2020年一季度新冠肺炎疫情导致建筑业新签合同额同比下滑，随着3月份以来国内疫情得到逐步缓解及逆周期调节政策的进一步加码，预计二季度建筑业需求将明显改善，全年建筑业新签订单仍有望实现较快增长

2020年一季度，我国建筑业累计签订合同额和新签合同额分别为30.79万亿元和4.71万亿元，累计同比分别增长4.76%和-14.76%。受新冠肺炎疫情影响，一季度新签合同额规模同比下降较多。

建筑行业下游需求主要受房地产和基建等固定资产投资影响。2020年春节期间新冠疫情对我国投资产生一定冲击，其中1~3月基建投资（不含电力等）累计同比增长-19.70%，但显著高于今年1~2月-30.3%的增速；1~3月房地产开发投资累计同比增长-7.70%，而今年1~2月增速为-16.3%。随着国内疫情得到逐步缓解，3月份以来国内房地产及基建等固定资产投资已明显好转，同时新冠疫情全球蔓延态势的加剧，二季度国内宏观经济的反弹受到一定的制约，预计国家逆周期调节政策将进一步加码，基建投资有望快速回升，房地产投资也将有所改善，行业需求明显改善，二季度建筑业新签订单情况将好转，全年新签订单规模仍有望实现较快增长。

图表3：我国建筑业合同额、房地产开发及基建投资情况（单位：亿元、%）

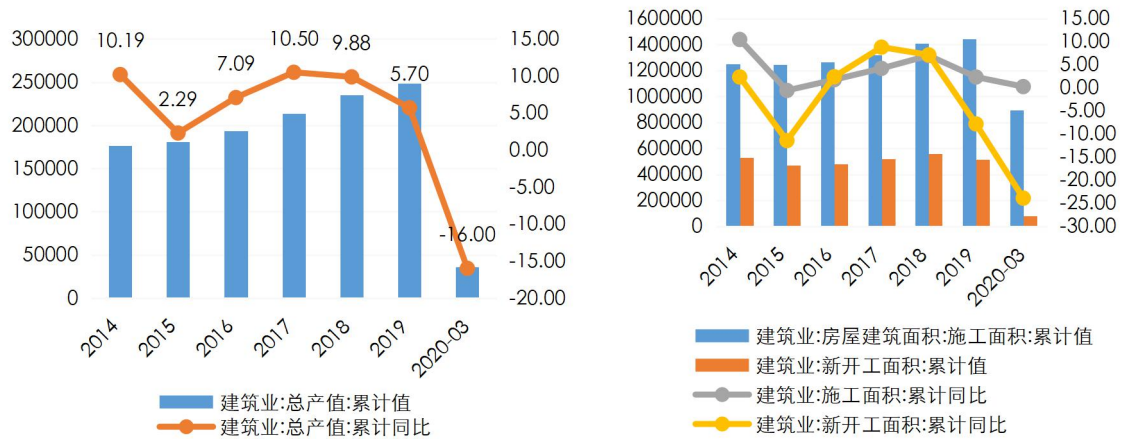


数据来源：Wind，东方金诚整理

2020年一季度建筑业总产值及新开工面积均下滑明显，随着企业复工加速，预计二季度建筑业产值将得到恢复，同时国内基建投资的快速回升及房地产行业投资的较强韧性将对建筑业全年产值增长提供较强支撑

2020年一季度，我国建筑业实现总产值3.59万亿元，累计同比下滑16.00%，增速较上年全年回落21.70个百分点。从建筑业施工和新开工面积情况来看，一季度建筑业施工面积累计同比增长0.20%，新开工面积累计同比下降23.88%，下滑明显。

图表 4：我国建筑业总产值、新开工及施工面积情况（单位：亿元、万平方米、%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

建筑行业为劳动密集型行业，新冠肺炎疫情使得建筑企业春节后复工延缓，一季度建筑业总产值影响较大，2020年一季度建筑企业业绩普遍下滑。3月以来国内疫情基本得到稳定控制，企业复工复产加速，预计二季度建筑行业产值将有望回升。同时，继财政部提前下达1.29万亿专项债额度后，4月20日财政部又提前下达1万亿专项债额度，力争5月底完成，且投入基建建设的比例较去年大幅提升，基建资金面将继续大幅改善。在国家“房住不炒”基调不变，“三稳”目标不变的基础上，预计二季度房地产投资增速在销售回款增加、拿地及开复工回暖的情况下继续恢复，叠加融资环境的改善，全年房地产投资仍旧保持较强韧性。整体来看，基建投资的快速回升及房地产行业投资的较强韧性将对2020全年建筑行业产值增长提供较强支撑。

业务运营

经营概况

房地产开发和建筑施工业务仍是公司收入和毛利润的主要来源，跟踪期内，公司主营业务收入和毛利润继续保持增长，毛利率水平有所下降

公司主要从事房地产开发及建筑施工业务，辅以酒店及商业服务等业务，其中房地产开发业务仍是公司收入和毛利润的最主要来源。2019年，受益于房地产项目结转收入的提升以及建筑施工业务规模的扩大，公司主营业务收入和毛利润继续保持增长，但综合毛利率水平有所下降。2019年公司酒店及商业服务业务的毛利润及毛利率同比大幅增长，主要因本年度新增的各大家“格雷斯”及金石酒店均基本完成前期准备工作并投入使用，基本恢复至正常酒店及商业服务的毛利率水平所致。

图表5 公司主营业务收入构成及毛利润、毛利率情况² (单位: 亿元、%)



类别	2017年		2018年		2019年		2020年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房地产开发	210.42	69.75	270.78	68.31	511.27	71.71	98.09	85.31
建筑施工	71.92	23.84	116.55	29.40	190.47	26.71	16.48	14.33
酒店及商业服务等	19.34	6.41	9.07	2.29	11.24	1.58	0.41	0.36
合计	301.69	100.00	396.40	100.00	712.98	100.00	114.98	100.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
房地产开发	40.88	19.43	60.84	22.47	90.50	17.70	26.02	26.52
建筑施工	8.83	12.28	13.51	11.59	21.26	11.16	1.66	10.07
酒店及商业服务等	-1.22	-6.31	-0.08	-0.86	6.18	54.98	0.11	28.02
合计	48.48	16.07	74.27	18.74	117.94	16.54	27.79	24.17

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

房地产开发

公司房地产开发业务以住宅地产开发为主, 以商业办公地产开发为辅, 运营主体为下属项目子公司。

公司房地产项目开发经验丰富, 业态多元, 项目仍主要布局在以江苏省为主的长三角地区的二线及三四线城市, 跟踪期内公司新进入厦门市、济南市、揭阳市、汕头市和湛江市等城市, 项目布局更为多元化, 在国内房地产市场仍具有很强竞争实力

公司具有国家一级房地产开发资质, 房地产项目开发经验丰富, 经营区域分布较广泛。近年来, 公司持续围绕核心城市布局, 实现长三角+环渤海+珠三角+中西部热点城市等大城市群的战略布局。2019年以来新进入厦门市、济南市、揭阳市、汕头市和湛江市等二、三线城市, 业务布局更加完善。截至2019年末, 公司房地产项目覆盖全国79个地级市, 项目布局多元化。公司未售项目主要布局在二线³及三四线城市, 权益未售建筑面积占比分别为33.57%和66.19%, 其中以南通市、苏州市、镇江市和盐城市等为主的长三角城市占比31.34%。根据克而瑞研究中心公布的《2019年中国房地产企业销售排行榜》, 2019年公司全口径销售金额1980.2亿元, 位列第16位, 较2018年上升2位; 权益销售金额1207.6亿元, 位列第18位, 较2018年持平, 在国内房地产市场仍具有很强竞争实力。

公司产品业态多元, 形成了“悦”、“集”、“府”等系列品牌, 销售对象分别针对于首次置业、首次改善以及再次改善, 物业类型涵精品住宅、商业地产、特色小镇、产业园区及旅游养生等五大业态, 其中, “集”产品系列被评为《2019年品质美宅产品系TOP10》之一⁴。

² 因四舍五入, 存在一定位数差异。

³ 公司二线城市统计口径为所有省会城市和计划单列市。

⁴ 数据来源: 克而瑞研究中心。

跟踪期内，公司实行的高周转开发运营模式仍保持良好效果，合同销售金额及销售面积均显著增长，销售回款持续增长且保持较高水平，新冠疫情对2020年一季度房产销售负面影响较大，但随着疫情逐渐平复，未来销售有望逐渐回暖

跟踪期内，受益于增长的市场需求和成熟的项目选址及去化策略，公司实行的高周转开发运营模式仍保持良好效果，2019年公司合同销售金额和合同销售面积继续显著增长，同时，受公司加大房地产项目合作开发力度影响，权益销售金额总体占比有所下降，2019年占比为62.51%，同比下降1.90个百分点。此外，2019年公司重点布局的长三角、珠三角及环渤海等区域二线及三四线城市房地产市场行情较好，平均销售价格较为稳定。

销售回款方面，2019年，公司并表口径销售回款与合同销售金额比例为85.38%，同比增长3.86个百分点，回款继续保持较高水平且仍有较高提升，主要是得益于2018年起公司将回款率及利润率指标纳入了对区域和项目公司负责人的考核机制中。

图表6 公司房地产开发业务合同销售情况（单位：亿元、万平方米、元/平方米、%）



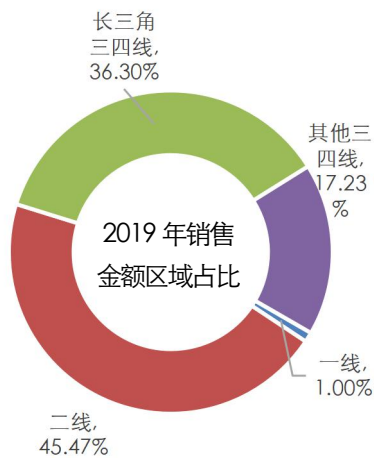
资料来源：公司提供，wind、东方金诚整理

分销售区域看，2019年以来，公司在以南通、宁波和苏州等二线及三四线城市为代表的长三角经济区销售金额占比较高，2019年，公司销售金额中长三角、环渤海、中西部及珠三角占比分别为61.04%、15.32%、20.33%和3.30%。

公司形成了较为成熟的项目选址及去化策略。首先，公司在进入城市能级上的选择一般为二线以上的核心城市及处于核心城市群的内生性三四线城市，如苏州、宁波、杭州、青岛、常熟、嘉兴、临沂、徐州等。这些城市大部分都是人口净流入、产业集中、配套完善，部分城市（如临沂、徐州）仍处于价值洼地，未来潜力较大。其次，公司产品区位的选择均处于城市的较核心地段，产品的类型保证了投资和建设周期相对较短、地段的选择保证了公司销售去化速度较快。同时，公司内部部分成了20多个区域，进行良性竞争，在土地开发上以售定投。年底会用销售、回款、利润等指标来进行区域之间的考核，将表现较差的区域合并给表现较好的区域，提升人均效能，形成一个较为良性的循环，促进公司提高周转率、利润率和回款率等。最后，公司在长三角及山东区域深耕多年，公司可在这些地区获取地价较低的土地、加快项目的五证

获取时间并且顺利和政府沟通拿到较为合理的销售备案价等，维持这些地区的高周转。

图表7 公司房地产项目分区域及城市全口径合同销售金额及未售面积情况(单位:亿元、万平方米、%)



城市	2019年		城市	2019年	
	销售金额	占比		未售面积	占比
南通	302.67	15.44	南通	566.4	13.40
宁波	175.96	8.98	宁波	277.1	6.56
苏州	142.98	7.29	西安	188.4	4.46
昆明	73.36	3.74	苏州	173.9	4.11
西安	67.45	3.44	镇江	161.2	3.81
成都	61.35	3.13	徐州	151.3	3.58
徐州	58.66	2.99	昆明	140.7	3.33
绍兴	49.69	2.53	盐城	99.5	2.35
温州	49.30	2.51	重庆	95.7	2.26
南京	42.19	2.15	淮安	89.0	2.11
其他	936.90	47.79	其他	2283.5	54.03
合计	1960.51	100.00	合计	4226.7	100.00

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

受新冠肺炎疫情影响, 公司2020年1~3月份累计合同销售金额约215.90亿元, 比上年同期减少30%; 累计销售面积约163.6万平方米, 比上年同期减少35%。4月以来随着国内疫情得到有效控制, 公司项目均已复工复产, 购房需求回暖叠加推盘节奏加快, 4月及5月单月合同销售金额分别为155.7亿元和185.1亿元, 分别同比增长1%和17%。预计随着国内疫情的逐渐平复, 预计居民的购房需求也将会回补, 年内公司的房产销售将逐渐回暖提速。

公司在建及拟建项目未来可售面积相对较充足, 未售项目主要分布于以南通、苏州、宁波及镇江等二线及三四线城市为代表的经济发达的长三角区域, 但同时剩余可售面积中部分弱三四线城市项目未来面临的销售去化及回款的压力将加大

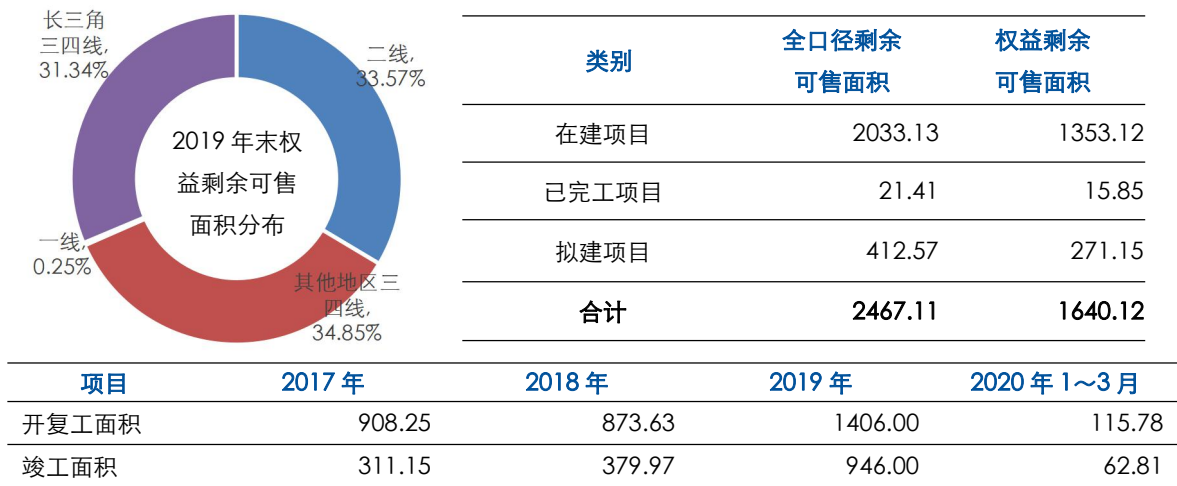
2019年, 公司全口径复工及竣工面积均显著增长, 同比分别增长60.94%和148.97%。但受疫情影响, 2020年一季度全口径复工及竣工面积规模较低。

截至2019年末, 公司房地产项目全口径剩余可售面积合计2467.11万平方米, 权益剩余可售面积合计1640.12万平方米, 全口径剩余货值合计3146.92亿元, 权益口径剩余货值合计2080.79亿元, 未来可售面积相对较充足。房地产项目业态以住宅为主, 在建项目和已完工项目共计335个, 主要集中在江苏、浙江及山东等23个省、自治区及直辖市, 包括南通市、常熟市、镇江市、南京市、青岛市、成都市和嘉兴市等城市, 仍以江苏省内南通市、常熟市、镇江市和盐城市等经济发达地区三四线城市为主。在建项目和已完工项目全口径剩余可售面积合计2054.54万平方米, 权益剩余可售面积1368.98万平方米, 分布在国内91个城市, 主要分布在二线及三四线城市, 全口径未售面积占比分别为34.99%和64.52%, 权益未售面积占比分别为33.57%和66.19%。从未售项目分布来看, 公司未售项目主要集中于南通、苏州、宁波以及镇江等二线及三四线城市为代表的长三角区域。2019年, 公司全口径已完工项目和在建项目的去化率分别为98.71%和59.12%。截至2019年末, 公司在建项目平均楼面地价为4016.28

元/平方米，同期末各楼盘平均销售价格为 12429.27 元/平方米，较低的楼面地价为公司的盈利提供了有力保障。公司在建及已完工项目权益剩余可售面积中 33.57%位于二线城市、31.34%位于长三角地区经济发达的三四线城市，34.85%位于其他三四线地区，在当前房地产市场调控的环境下，亳州、阜阳及潜江等部分弱三四线城市项目未来面临的销售去化压力将加大。

截至 2019 年末，公司湖北省在建及已完工项目共 7 个，分别位于武汉市和潜江市，全口径剩余可售面积合计 34.55 万平方米，权益剩余可售面积合计 30.26 万平方米，全口径剩余货值合计 33.20 亿元，权益口径剩余货值合计 27.48 亿元，本次疫情对上述项目的影响较大。

图表 8 公司房地产项目可售情况及项目施工进度情况（单位：万平方米）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2019 年末，公司全口径拟建项目合计 37 个，规划建筑面积合计 412.57 万平方米，权益规划建筑面积 271.15 万平方米，分布在国内 30 个城市，以三四线城市为主，其中一线、二线和三四线城市的权益规划建筑面积占比分别为 1.49%、39.89%和 58.62%，分具体城市看，公司拟建项目中位于西安、镇江、杭州、常德和徐州的权益规划建筑面积占比分别为 18.26%、6.81%、5.42%、5.00%和 4.84%。

整体来看，公司剩余可售面积仍较为充足，其中长三角地区经济发达的三、四线城市占比比较高，对未来销售提供支撑，但部分位于弱三四线城市项目销售去化面临一定挑战。

受益于项目结转面积的增长，跟踪期内公司结算收入和毛利润继续保持增长，较大规模的预收款项为未来业绩的实现提供了有力支撑，同时 2019 年公司土地获取力度明显收缩，新增土储全口径及权益规划建筑面积均有所下降

2019 年，公司房地产项目结转面积继续增长，结转价格小幅下降 4.72%，房地产开发业务结算销售收入和毛利润继续保持增长，同期业务毛利率小幅下降，业务获利能力有所减弱，主要是受今年集中结转了较多毛利率较低的项目所致。2019 年公司房地产开发业务实现收入 511.27 亿元，较上年增长 88.81%；毛利润 90.50 亿元，同比增长 48.75%；毛利率 17.70%，同比下降 4.77 个百分点。截至 2019 年末，公司预收款项 1233.59 亿元，预收款项是当期结算收入的 2.41 倍，为未来收入及毛利润的实现提供了有力支撑。

2020 年 1~3 月，公司房地产业务结转收入 98.09 亿元，较去年同期增长 58.49%，毛利润

为 26.02 亿元，较去年同期增长 47.51%，同时毛利率较去年同期小幅下降 1.98 个百分点至 26.52%。总体来看，新冠肺炎疫情对公司一季度房地产项目的竣工结转影响较小，但同时疫情对项目的施工进度产生不利影响，二季度的竣工结转进度可能将受到一定负面影响。

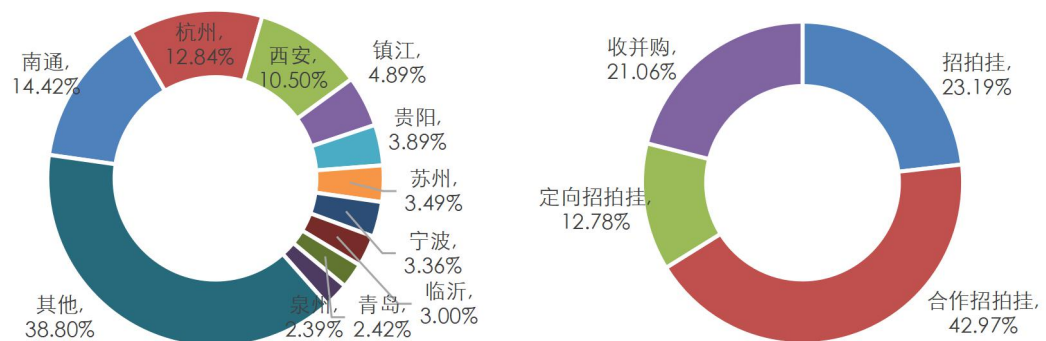
图表 9 公司房地产开发业务结算收入情况（单位：亿元、万平方米、元/平方米、倍）



资料来源：公司提供，wind、东方金诚整理

土地储备方面，2019 年公司土地获取力度明显收缩。2019 年土地获取方式为以合作招拍挂、拍挂及收并购形式为主，其中合作招拍挂方式增长明显。2019 年，公司新增土储全口径规划建筑面积为 988.72 万平方米，同比下降 38.02%，占比全口径销售面积约 64.17%；权益规划建筑面积为 676.13 万平方米，同比下降 19.87%，占比权益口径销售面积约 69.13%，新增土储权益规划建筑面积逐年下降，拿地速度有所放缓。同期，公司用于新增土储支付的全口径土地款项为 519.05 亿元，同比下降 25.04%，权益土地款 374.08 亿元，同比增长 4.78%。2019 年新增土储的平均楼面地价为 5249.72 元/平方米，同比增长 19.95%，主要是由于公司二线城市拿地比例提升使得新增土储楼面地价有所增长；同期，公司平均合同销售价格为 12724.47 元/平方米，较上年变化不大，土地成本相较于合同销售均价而言仍较低，可以未来获利空间提供一定保障。截至 2019 年末，公司土地储备总建筑面积主要分布在二线及三四线城市，其中南京、杭州、苏州和宁波等二线城市占比 37.79%、长三角南通、镇江、嘉兴和盐城等三四线城市占比 36.02%，东营、临沂、南充及商丘等其他三四线城市占比 25.55%。

图表 10 2019 年公司新增土储城市分布及拿地方式情况



数据来源：公司提供，东方金诚整理

整体来看，2019年来公司房地产开发业务结算收入和毛利润均继续增长，较大规模的预收款项为未来业绩的实现提供了有力支撑，同时公司土地获取力度明显收缩，新增土储全口径及权益规划建筑面积均有所下降。

公司在建、拟建项目及拿地所需资金规模仍较大，在房地产调控政策及行业融资环境趋紧的背景下，未来面临较大的资金筹措压力

从投资情况来看，截至2019年末，公司权益口径在建及拟建项目计划投资总额⁵2200.20亿元，已累计投入1354.96亿元，尚需投资845.24亿元，投资资金来源主要是房地产项目的销售回款、银行借款、自筹资金等，2020年、2021年及2022年及以后分别需要公司投入418.83亿元、342.88亿元和83.53亿元。

此外，根据公司计划，2020年全口径拿地规划建筑面积约1160万平方米，全口径土地款项预计支付约550亿元；权益拿地规划建筑面积约810万平方米，权益土地款项预计支付约385亿元。公司在建、拟建项目及拿地所需资金规模仍较大，在房地产调控政策及行业融资环境趋紧的背景下，未来面临较大的资金筹措压力。

对外投资

2019年公司继续加大房地产合作开发力度，当前合营房地产开发项目主要位于南通、常熟、嘉兴和镇江等经济发达地区的三四线城市，合作方多为全国性大型房地产企业，剩余可售面积充足，对利润来源形成补充

2019年，公司继续加大房地产合作开发力度，参股房地产项目继续增加，公司按照对房地产项目的权益比例分摊土地及建安等成本核算投资收益，公司的合作方主要以碧桂园控股有限公司、绿地控股集团有限公司、旭辉集团股份有限公司及龙湖地产有限公司等全国性大型房地产企业为主。

截至2019年末，公司未纳入合并报表范围的在建及已完工参股项目合计140个，拟建项目合计12个，分布在国内48个城市（含县级市），总建筑面积2193.26万平方米，权益建筑面积809.58万平方米，剩余可售面积985.43万平方米，权益剩余可售面积372.70万平方米。从项目区域分布看，公司合作开发项目主要位于长三角区域经济发达地区的三四线城市，其中以南通、常熟、嘉兴和镇江为主的三四线城市权益剩余可售面积占比63.99%，以宁波、昆明为代表的二线城市占比35.12%。

截至2019年末，公司在建及拟建参股项目权益总投资644.90亿元，累计权益已投资404.29亿元，尚需权益投资240.61亿元，其中2020年、2021年及2022年及以后分别需要公司投入118.40亿元、97.54亿元和24.66亿元。

2019年，公司实现投资收益20.92亿元，大幅增长261.31%，对利润来源形成一定补充。由于合作开发项目尚处于在建及拟建阶段，公司投资收益规模较小，预计随着合作开发项目的逐步竣工并结转收入，投资收益在未来有望继续提升。

⁵ 投资额等数据为按照公司各项目实际权益比例进行折合计算，下同。

建筑施工

公司建筑施工业务资质较为完备，技术水平较高，拥有多年施工经验，跟踪期内在江苏省房屋建筑施工市场仍具有较强竞争力

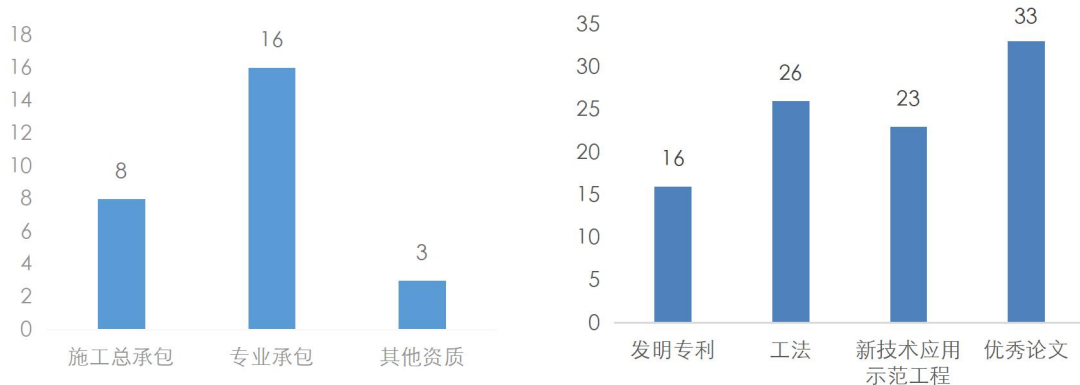
公司建筑施工业务仍主要由子公司江苏中南建筑产业集团有限责任公司（以下简称“中南建筑”）负责，该公司成立于2001年10月，在江苏省房屋建筑施工市场具有较强竞争力。截至2019年末，中南建筑资产总额539.39亿元，所有者权益101.87亿元，资产负债率为81.11%。2019年，中南建筑实现营业总收入为221.77亿元，利润总额6.24亿元。由于2015年以来，公司建筑业务项目主要承接模式以PPP模式为主，纳入公建类房屋建筑工程进行核算，随着前期投入项目逐步进入运营期，近年来其营业收入逐年大幅增长。公司房产类房屋建筑工程毛利率较高，主要是由于公司近年来仅承接优质客户⁶项目以及公司全部项目均为自建，不进行转分包等因素所致，中南建筑承接的中南建设集团项目合同额在全部项目合同额中占比约20%。

公司建筑施工业务以房屋建筑工程和市政公用工程为主，建筑施工资质较为完备，拥有房屋建筑施工总承包特级资质以及市政公用工程总承包一级、公路工程总承包三级等总承包资质以及建筑装饰装修工程专业承包一级、建筑机电安装工程专业承包一级等专业承包资质。截至2019年末，公司共拥有各类建筑工程施工资质27项⁷，覆盖工程勘察、设计、房屋建筑、市政公用工程、机电工程及建筑智能化安装等多个领域，并形成较完整的建筑施工产业链。

公司建筑施工技术水平较高，截至2019年末，公司拥有国家发明专利16项，国家级和省级工法26项，建筑业新技术应用示范工程23项，国家级和省级优秀论文33篇，国家和省级工程建设优秀质量管理奖19项。公司累计获得国家建筑业最高奖项“鲁班奖”19项，“詹天佑”奖7项，获评“全国优秀施工企业”、“中国建筑业竞争力百强单位”、“科技先进和科技创新企业”等，是江苏省竞争力很强的施工企业之一，是江苏省建筑业竞争力百强单位。

公司作为江苏省建筑业的龙头企业，先后参与了数百项大型项目的建设，近年以来，公司完工的代表性建筑有盐城金融城一期项目、盐城城南商务中心等地标性建筑。

图表 11 截至 2019 年末公司建筑工程施工资质及市场竞争力（单位：个）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

⁶ 主要包括合生创展集团有限公司、龙湖地产有限公司及新城控股集团股份有限公司等国内大型房地产开发商及其子公司。
⁷ 含子公司资质。

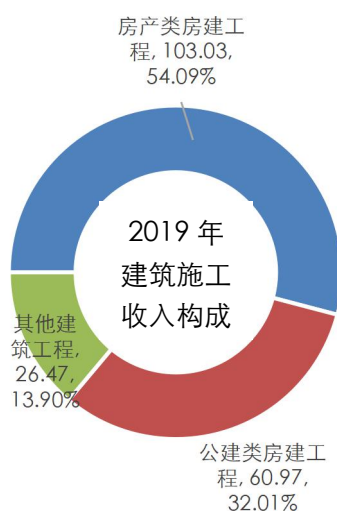
2019年，政府对PPP项目的承接施行严格控制使得公司新签合同额有所下降，2020年一季度，受益于承接了部分去年在谈项目以及合作房企项目增加等因素，新签合同额大幅增长，同时期末在手合同金额保持较高水平，为业务发展提供一定的支撑

公司建筑施工项目包括房屋建筑工程和市政公用工程项目，以房建工程类项目为主。项目承揽模式主要以施工总承包、PPP模式以及EPC模式等为主。2019年及2020年1~3月，公司建筑施工业务收入分别为190.47亿元和16.48亿元，主要来自于房建工程业务，同期毛利润分别为21.26亿元和1.66亿元，毛利率分别为11.16%和10.07%，毛利润水平有所增长，但毛利率有所下降。受2020年一季度新冠肺炎疫情影响，大部分省市严格要求建筑企业开工时间，并严格执行复工审批制度，项目的复工进度、项目结算及回款等均受到一定负面影响，2020年1~3月，公司建筑业务营业收入同比下降13.03%。

2019年以来受政府对PPP项目的承接控制更严格影响，公司2019年新签合同额为277.78亿元，同比下降24.22%。同期末，公司在手合同金额保持较高水平，为业务发展提供一定支撑。2019年公司项目承接仍以亿元以上合同额项目为主，占比93.16%，同比增加2.52个百分点。2020年1~3月，公司新签合同额为73.80亿元，同比增长67.00%，主要是受益于承接了部分去年在谈项目以及合作房企项目增加等因素。

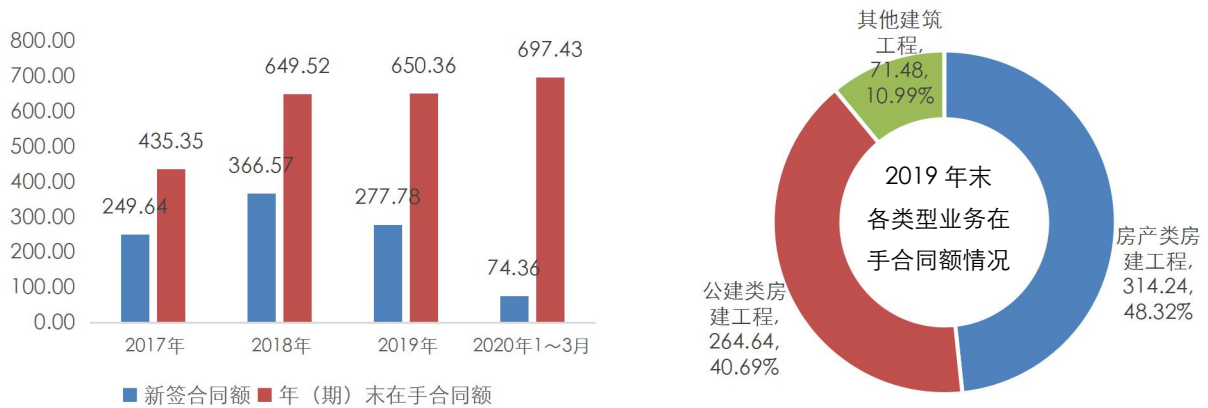
图表 12 公司建筑施工业务收入构成及毛利润、毛利率情况⁸ (单位：亿元、%)

类别	2017年		2018年		2019年		2020年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房屋建筑工程	59.66	82.95	100.33	86.08	164.00	86.10	15.05	91.32
其中：房产类	40.19	55.88	73.64	63.18	103.03	54.09	10.91	66.20
公建类	19.47	27.07	26.69	22.90	60.97	32.01	4.14	25.12
其他建筑工程	12.26	17.05	16.22	13.92	26.47	13.90	1.43	8.68
合计	71.92	100.00	116.55	100.00	190.47	100.00	16.48	100.00
	毛利润		毛利润		毛利润		毛利润	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
房屋建筑工程	7.18	12.03	11.25	11.21	16.21	9.88	1.45	9.64
其中：房产类	5.43	13.51	8.99	12.21	10.84	10.52	1.10	10.05
公建类	1.75	8.99	2.26	8.47	5.37	8.81	0.36	8.58
其他建筑工程	1.65	13.46	2.26	13.93	5.05	19.08	0.21	14.58
合计	8.83	12.28	13.51	11.59	21.26	11.16	1.66	10.07



⁸ 因四舍五入数据存在一定尾数差异，下同。

图表 13 近年来公司建筑施工业务新签及在手合同情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

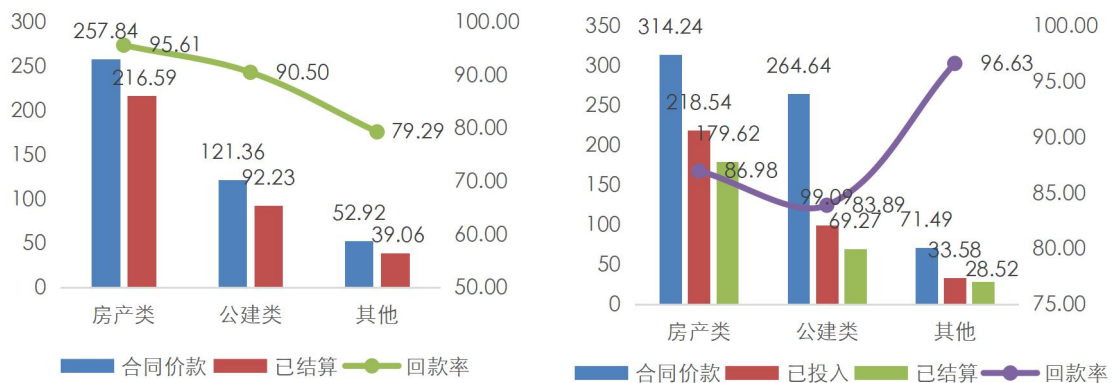
跟踪期内，公司在建项目投入结算比相对较低，回款率一般，所承接 PPP 项目后续投资规模大，回款周期长，面临较大资金压力

2019 年，公司主要已完工建筑施工项目 180 个，合同金额价款合计 432.12 亿元，业务类型以房建工程为主。从区域分布来看，公司已完工建筑施工项目主要分布在山东省、江苏省及四川省等地，合同金额占比分别为 40.21%、26.98%和 6.78%，已完工项目累计结算金额 347.88 亿元，累计结算部分回款 321.53 亿元，回款率达 92.43%，回款率良好。

截至 2019 年末，公司在建项目 255 个，业务类型以房建工程为主。公司在建业务区域较为分散，其中江苏省、山东省及四川省占比较高，合同金额占比分别为 22.63%、14.31%和 10.34%。截至 2019 年末，公司在建项目合同金额合计 650.36 亿元，在建合同金额较大，能够保障公司未来 1~2 年的收入结算；在建项目已投入金额 351.21 亿元，已结算金额 277.41 亿元，投入结算比为 78.99%，相对较低，已回款金额 241.90 亿元，已结算部分回款率 87.20%，回款率一般。从未来资金压力来看，截至 2019 年末，公司在建项目尚需投资 234.11 亿元，未来面临一定资金压力。

截至 2019 年末，公司在建项目中共有 PPP 项目 30 个，合同总额为 419.35 亿元，预计总投资 399.76 亿元，其中需要投入资本金 83.01 亿元，截至 2019 年末已投入资金 150.06 亿元，其中已投入项目资本金 64.63 亿元，未来仍需投入 249.70 亿元，公司 PPP 项目除资本金外，其余资金主要来源于银行借款，一般为与项目运营期限所匹配的 PPP 项目贷款。公司所承接 PPP 项目均为与地方政府及其投融资平台合作开展，为学校、安置房、医院、基础设施及产业园等业态，均纳入公建类业务进行核算，建设期限一般为 2~3 年，运营期在 9~23 年间。总体来看，公司所承接 PPP 项目后续投资规模仍较大，回款周期长，仍面临较大资金压力。

图表 14 截至 2019 年末公司已完工（左）及在建（右）项目情况⁹（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司治理与发展战略

公司于 2020 年 5 月收到深圳证券交易所的监管函，表明公司在资金用途的及时披露和使用规范方面存在风险敞口

2020 年 2 月 28 日，中南建设在深交所投资者互动平台上回答投资者时表示：中南置地董事长陈凯将不再继续任职，董事、副总经理，中南建设实际控制人陈锦石之女陈昱含将履行其有关职责。陈凯为地产界知名职业经理人，任职期间多家公司得到快速发展，陈凯的离职或将对公司带来一定负面影响。

2020 年 5 月 7 日，公司收到深圳证券交易所（以下简称“深交所”）的监管函，监管函表示公司在 2016 年至 2019 年存在向合并报表范围外或所占权益比例不超过 50% 的房地产项目公司提供财务资助但未履行相关审议程序和披露义务的情形，且期间公司使用闲置募集资金补充流动资金。该行为违反了深交所公布的相关法律，公司因此受到了深交所的警示。该事件表明公司在资金用途的及时披露和使用规范方面存在风险敞口。

跟踪期内，公司发展战略无变化，未来公房地产业务仍将继续坚持高周转，继续深耕核心布局区域，建筑业务仍将在保证质量的基础上进一步把控成本。

财务分析

财务概况

公司提供了 2019 年合并财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年度财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。截至 2019 年末，公司纳入合并范围的子公司为 497 家。

⁹ 含有承接的中南建设集团内部项目数据，未进行合并抵销，承接的中南建设集团项目合同额在全部项目合同额中占比约 20%。

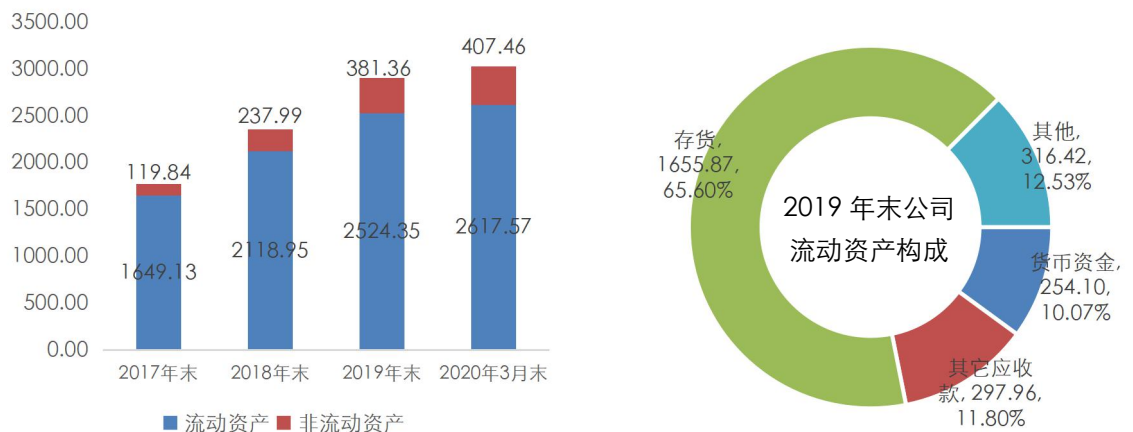
资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额继续增长，资产构成仍以存货等流动资产为主，合作开发项目增多导致其他应收款显著增长且规模较大，存在资金占压，受限资产规模仍较大，对资产流动性和再融资能力形成不利影响

跟踪期内，公司资产总额继续增长，资产构成以流动资产为主。截至2019年末，公司资产总额2905.71亿元，较2018年末增长23.28%，其中流动资产占比86.88%。截至2020年3月末，公司资产总额继续增长至3025.03亿元，较上年末增长4.11%。

2019年公司流动资产继续增长且规模大。截至2019年末，公司流动资产2524.35亿元，其中存货、货币资金、其他应收款和其他流动资产占比较高。随着经营规模扩大、房地产开发项目不断增多，公司存货规模逐年增长，2019年末存货账面余额为1655.87亿元，开发成本、开发产品和建造合同形成的已完工未结算资产占比分别为88.25%、4.90%和6.03%，存货受限比例为38.95%，共计计提跌价准备3.37亿元，主要是营口中南世纪城及寿光中南世纪城等弱三四线城市已竣工项目计提的跌价准备。2019年公司存货周转次数为0.40次，同比增长0.14次。2020年3月末，公司存货较上年末小幅下降2.50%。2019年末，公司货币资金继续增加，为254.10亿元，同比增长24.46%，主要系公司年内拿地速度减缓以及借款规模增加所致，大额的货币资金对流动性构成一定支撑，同期末，货币资金中受限部分占比36.37%。2020年3月末，公司货币资金为269.05亿元，较上年末基本持平。公司其他应收款主要为关联方往来款，受合作开发项目增多影响，跟踪期内其他应收款继续保持增长，2019年末其他应收款账面价值297.96亿元，其中应收其他关联方款项、各类保证金/押金、应收政府款项和备用金、代扣代缴款分别为192.53亿元、30.00亿元、16.24亿元和2.86亿元；前五大欠款单位占其他应收款期末余额的比重为14.00%，主要为应收关联方款项及合作方款项，2019年末，公司其他应收款账龄主要分布在4年内，其中1年以内，1至2年、2至3年及3至4年占比分别为54.93%、26.33%、9.26%和6.70%，同期共计提坏账准备6.40亿元，占比2.15%。截至2020年3月末，公司其他应收款为340.99亿元，同比增长14.44%。公司其他应收款显著增长且规模较大，存在资金占压。

图表 15 公司资产构成情况 (单位: 亿元)



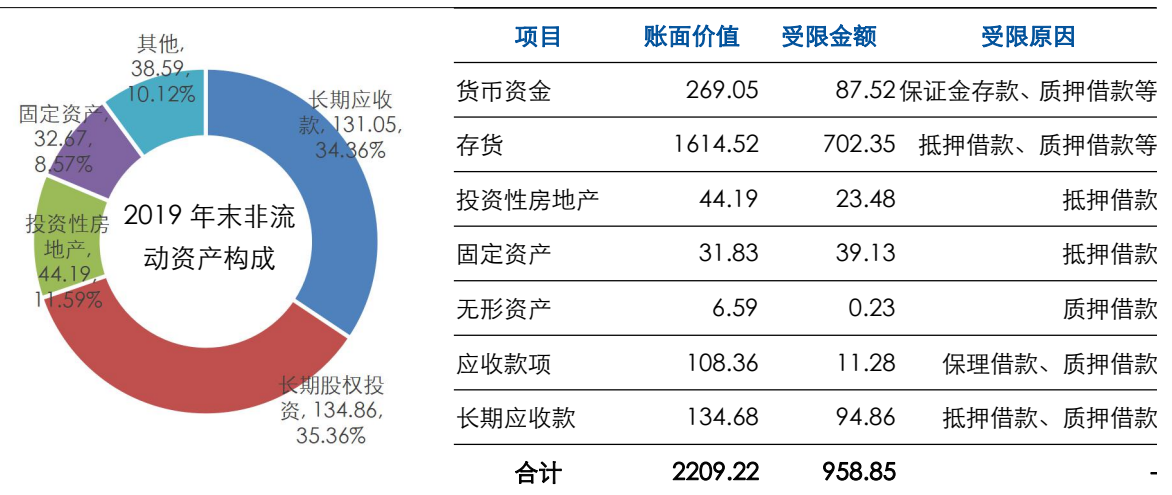
项目	2017年末	2018年末	2019年末	2020年3月末
货币资金	142.70	204.17	254.10	269.05
其他应收款	154.58	285.56	297.96	340.99
存货	1109.85	1350.03	1655.87	1614.52
流动资产合计	1649.13	2118.95	2524.35	2617.57
长期应收款	0.10	65.08	131.05	134.68
长期股权投资	15.30	68.93	134.86	157.80
投资性房地产	41.13	42.10	44.19	44.19
非流动资产合计	119.84	237.99	381.36	407.46
资产总额	1768.96	2356.94	2905.71	3025.03

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司非流动资产继续增长, 2019年末非流动资产 381.36 亿元, 主要由长期应收款和长期股权投资构成。公司长期应收款主要是应收 PPP 项目款, 2019 年末长期应收款账面价值为 131.05 亿元, 其中应收 PPP 项目款占比 99% 以上。2020 年 3 月末, 公司长期应收款账面价值小幅增长 2.77%。2019 年末, 公司长期股权投资账面价值 134.86 亿元, 同比大幅增长 95.65%, 主要系合作开发项目增加所致, 2020 年 3 月末长期股权投资账面价值较上年末增长 17.07%, 为 157.80 亿元。近年来公司投资性房地产规模逐年小幅增长, 2019 年末及 2020 年 3 月末, 公司投资性房地产账面价值均为 44.19 亿元。

从当前资产受限情况来看, 截至 2020 年 3 月末, 公司受限资产 958.85 亿元, 主要由存货、货币资金、投资性房地产和固定资产等构成, 受限原因主要是用于银行贷款抵质押, 占资产总额的比例为 33.00%, 占净资产的比例为 301.59%。公司资产受限比例较高, 对资产流动性和再融资能力形成不利影响。

图表 16 公司非流动资产构成及 2020 年 3 月末资产受限情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

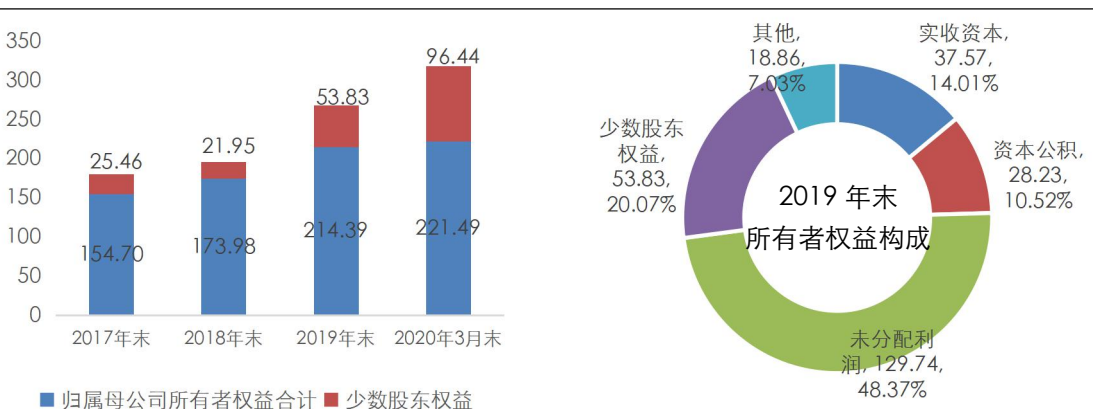
资本结构

受少数股东权益因加大合作开发力度而增多及经营积累的影响, 跟踪期内公司所有者权益继续保持增长, 其中少数股东权益和未分配利润占比仍较高

2019 年末, 公司所有者权益继续保持增长, 为 268.23 亿元, 其中未分配利润、少数股东权益、实收资本和资本公积占比较高。2019 年末, 公司实收资本 37.57 亿元, 较上年末持平; 资本公积 28.23 亿元, 同比增长 14.11%, 主要系本期发生激励对象行权增资所致; 同期未分配利润为 129.74 亿元, 同比增长 38.51%, 主要受益于经营积累; 少数股东权益 53.83 亿元, 同比大幅增长 145.24%, 主要系公司加大合作开发力度, 大幅增加对合营企业的投资所致。

2020 年 3 月末, 公司少数股东权益同比增长 79.16%, 为 96.44 亿元。同期末, 受益于少数股东权益的增加以及未分配利润的积累, 公司所有者权益为 317.93 亿元, 同比增长 18.53%。

图表 17 公司所有者权益结构情况 (单位: 亿元)



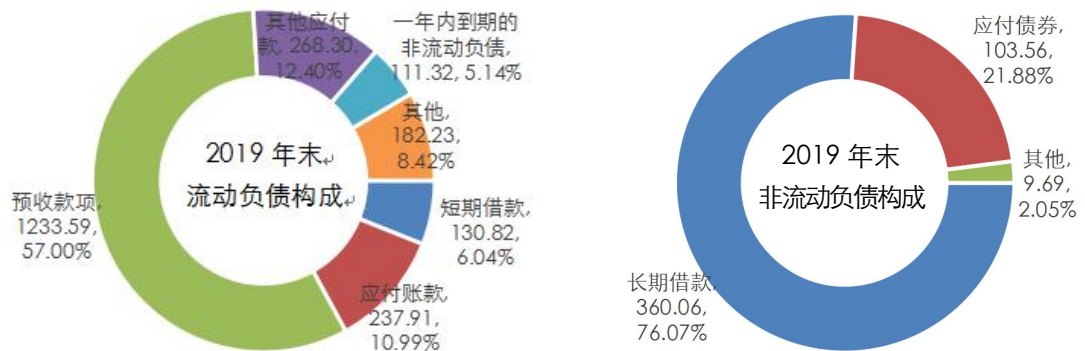
数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

跟踪期内，公司有息债务继续增加且规模仍较大，债务负担仍较重，债务结构以长期有息债务为主，若考虑债券回售因素，公司未来两年内面临的集中偿付压力较大，且公司对房地产项目联营及合营公司提供的担保规模较大，存在一定代偿风险

公司业务规模的扩张使得外部融资需求增加，负债总额逐年增长，负债结构始终以流动负债为主。2019年末，公司负债总额2637.48亿元，其中流动负债占比82.05%。

2019年末，公司流动负债中预收款项、其他应付款、应付账款和短期借款占比较高。公司预收款项主要是已售未结算的房屋预售款，在公司合同销售金额规模扩大下整体呈增长趋势，对未来结算收入的确认构成一定支撑。2019年末，公司预收款项为1233.59亿元，较上年末增长12.02%。2020年3月末，公司新增合同负债科目，为1263.57亿元，主要是将原计入到预收款项中的预售房款等移入。公司其他应付款主要应付往来款、保证金、定金、押金等，2019年末及2020年3月末分别为268.30亿元和313.70亿元。公司应付账款随着公司房地产开发规模的扩大而增长，2019年末，公司应付账款为237.91亿元，主要为应付的工程货款，占比98.00%。2020年3月末公司应付账款小幅下降18.82%。2019年末，公司短期借款为130.82亿元，较2018年末增长22.41%，主要是建筑施工工程和房地产开发项目中所需的流动资金借款增加所致。2019年末，公司短期借款中抵押借款为60.54亿元，保证借款为18.99亿元，质押借款为30.63亿元，信用借款9.39亿元，保理借款11.28亿元。截至2020年3月末，公司短期借款为127.06亿元，较上年末小幅下降2.87%。2019年末，公司一年内到期的非流动负债111.32亿元，同比增长51.93%，2020年3月末为105.41亿元。

图表 18 公司负债构成情况（单位：亿元）



项目	2017年末	2018年末	2019年末	2020年3月末
短期借款	71.93	106.87	130.82	127.06
应付账款	119.41	160.05	237.91	193.13
预收款项	684.35	1101.20	1233.59	-
合同负债	-	-	-	1263.57
其他应付款	164.16	165.57	268.30	313.70
一年内到期的非流动负债	59.36	73.27	111.32	105.41
流动负债合计	1178.09	1751.17	2164.17	2187.00
长期借款	266.96	301.27	360.06	416.03
应付债券	131.55	98.01	103.56	94.83

非流动负债合计	410.71	409.84	473.31	520.11
负债总额	1588.80	2161.01	2637.48	2707.10

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2019年末，公司长期借款为360.06亿元，公司长期借款主要为抵押借款、质押借款和保证借款，规模分别为304.87亿元、114.06亿元和27.83亿元(含一年内到期的长期借款)。公司长期借款的年利率区间为4.70%~13.50%，借款期限主要集中在2~4年间，部分PPP项目贷款期限视项目运营期限而定，公司长期借款主要用于房地产项目的开发以及PPP项目建设，截至2020年3月末，公司长期借款为416.03亿元，较上年末增长15.54%。2019年末及2020年3月末，公司应付债券分别为103.56亿元和94.83亿元。截至本报告出具日，公司存续债券中附有回售条款的债券的行权期主要集中于2020年和2021年。

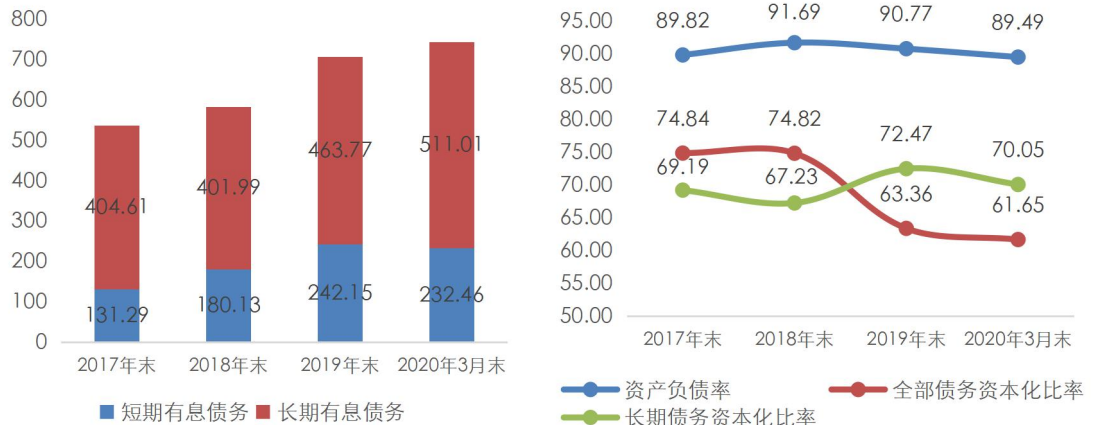
有息债务方面，跟踪期内，公司全部债务规模继续保持增长，债务结构仍以长期有息债务为主。截至2020年3月末，公司全部债务¹⁰为743.48亿元，短期有息债务和长期有息债务占比分别为31.27%和68.73%，近年来公司短期有息债务占比逐年增长，集中偿付压力逐年增大。截至2020年3月末，公司综合成本约为7.87%，其中银行借款、非标融资以及债券融资规模占比分别为51.40%、20.87%和21.70%。2020年3月末，公司资产负债率为89.49%，剔除预收账款调整后的资产负债率¹¹为70.02%；长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为61.65%和70.05%。总体来看，近年来公司有息债务持续增加且规模较大，债务负担较重。以公司2019年末有息债务为基础，在债券不提前回售的情况下，公司债务期限结构较为均衡。若考虑附有回售选择权的债券于2020年、2021年及2022年回售行权，2020年、2021年及2022年公司应偿还有息债务最高分别为259.84亿元、217.84亿元及131.29亿元，未来两年内面临的集中偿付压力较大。

对外担保方面，截至2020年3月末，公司对外担保余额115.76亿元，担保比率36.41%，均为对房地产项目联营及合营公司提供的担保，存在一定代偿风险。

¹⁰ 公司应付票据为非付息项，未计入短期有息债务和全部债务，下同。

¹¹ 调整后的资产总额=资产总额-预收账款（或合同负债）*（1-当期综合毛利率）；调整后的负债总额=负债总额-预收账款（或合同负债）。

图表 19 公司全部债务构成及期限结构情况 (单位: 亿元、%)



图表 20 截至 2020 年 3 月末公司有息债务期限结构情况 (单位: 亿元)

债务到期时间	短期借款本金	长期借款本金	一年内到期的	长期应付款	应付债券到期	合计
	到期偿还金额	到期偿还金额	非流动负债	还金额	账面价值	
2020 年 4~12 月	115.41	-	56.73	--	-	172.14
2021 年	11.65	149.53	48.68	0.15	23.15	233.16
2022 年	-	127.36	-	-	44.38	171.74
2023 年及以后	-	139.14	-	-	27.30	166.44
合计	127.06	416.03	105.41	0.15	94.83	743.48

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

盈利能力

受益于房地产项目结转面积的增长, 2019 年以来公司营业收入继续保持增长, 利润总额及净利润显著增长, 来自于合作开发项目的投资收益对利润形成一定补充, 随着国内疫情逐步缓解, 短期负面影响在下降, 对公司业绩的长期影响有限

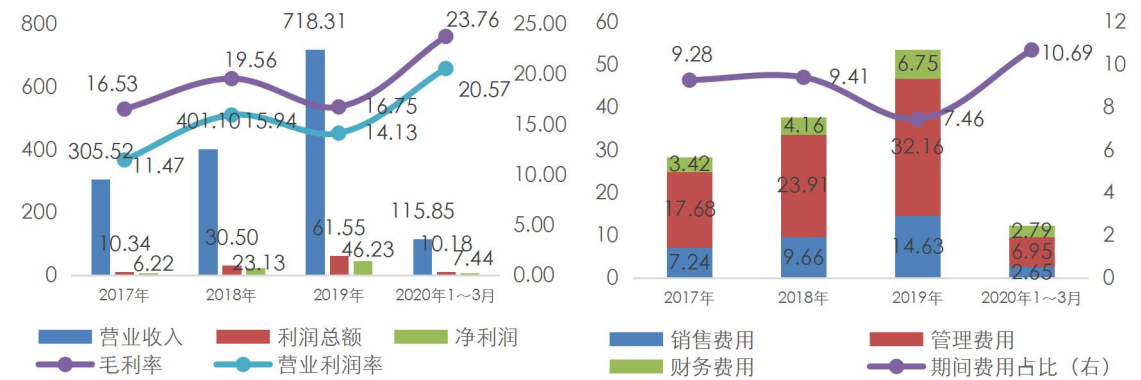
2019 年以来, 受结算的房地产开发以及建筑施工业务规模增加的影响, 公司营业收入继续保持增长, 利润总额及净利润显著增长, 营业利润率小幅下降。2019 年, 公司营业收入为 718.31 亿元, 相比上年度增长 79.09%; 同期, 营业利润率为 14.13%, 相比上年度小幅下降 1.81 个百分点。近年来公司期间费用率趋势下降, 2019 年为 6.75%。2019 年, 利润总额及净利润分别为 61.55 亿元和 46.23 亿元, 分别较上年同期增长 101.80%和 99.87%。2019 年, 公司总资本收益率及净资产收益率分别为 5.48%和 17.23%, 相比上年末分别增加 1.92 个百分点和 5.43 个百分点, 盈利能力有所提升。

2019 年, 公司投资收益为 20.92 亿元, 同比大幅增长 261.31%, 主要来自于合作开发项目形成的收益, 对利润来源形成一定补充。

2020 年 1~3 月, 公司实现营业收入 115.85 亿元, 同比增长 36.76%, 主要是受益于期间结转房地产业务收入的增加。同期, 利润总额及净利润分别为 10.18 亿元和 7.44 亿元; 营业利润率为 20.57%。新冠肺炎疫情对 2020 年一季度公司房产销售带来较大的负面影响, 将直接对

公司的回款产生一定不利影响。但随着3月份以来国内疫情逐步缓解，公司房地产项目均已正常复工建设，施工进度总体较有保障，同时，较低的拿地成本将对公司盈利水平提供支持。总体来看，疫情对公司盈利能力的长期影响相对有限。

图表 21 公司收入及盈利能力（单位：亿元、%）



项目	中南建设	宝龙实业	新湖中宝	厦门中骏	新希望地产
2019年营业收入	718.31	248.46	148.10	198.16	182.58
2019年毛利率	16.75	38.37	35.49	26.98	27.44
2019年利润总额	61.55	90.06	27.56	40.35	31.29
2019年净资产收益率	17.23	15.23	6.01	11.88	11.64

数据来源：公司提供，Wind、东方金诚整理

现金流

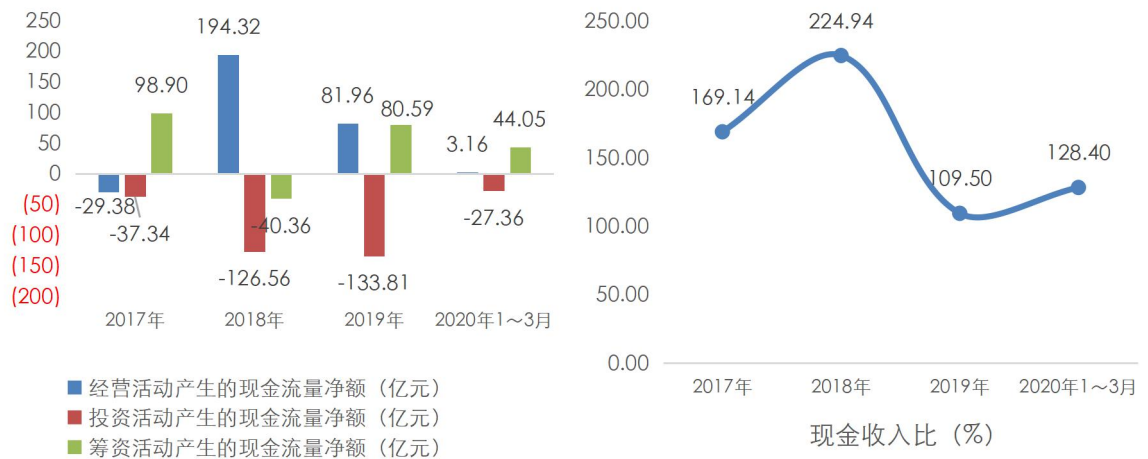
受支付合营及联营企业的资金往来款及预售监管资金规模增加等因素影响，2019年公司经营性现金净流入规模有所下滑，合作开发项目增加导致对外投资增加，疫情使2020年一季度公司房地产及建筑业务的回款受到一定不利影响，或将进一步推高对外部融资依赖程度

2019年，公司经营性净现金流为81.96亿元，较上年下降57.82%，主要是由于公司对合营项目控股比例相对较低，并表范围相对较少所致。销售回款方面，2019年公司销售回款与并表口径合同销售金额比例为85.38%，同比增加3.86个百分点，销售回款速度逐年增长且维持较好水平。

公司投资性净现金流有所波动，2019年以来持续大额净流出，主要系公司合作开发项目增加导致对参股公司的投资增加所致。近年公司筹资性现金流入主要来自于取得借款和发行债券所收到的现金，近年公司取得借款所收到的现金逐年增加且规模较大。2019年以来随着公司业务规模的进一步扩大，使得融资需求增加，筹资性净现金流继续呈现净流入，总体来看，公司对外部融资的依赖程度总体较高。受疫情影响，2020年一季度公司房地产及建筑施工项目销售及结算进度有所放缓，回款受到一定不利影响，对短期内的经营性现金流入形成制约，公司融资的需求将进一步上升。

2020年1~3月，公司实现经营活动产生的现金流量净额3.16亿元，投资活动产生的现金流量净额-27.36亿元，筹资活动产生的现金流量净额44.05亿元。

图表 22 公司现金流情况

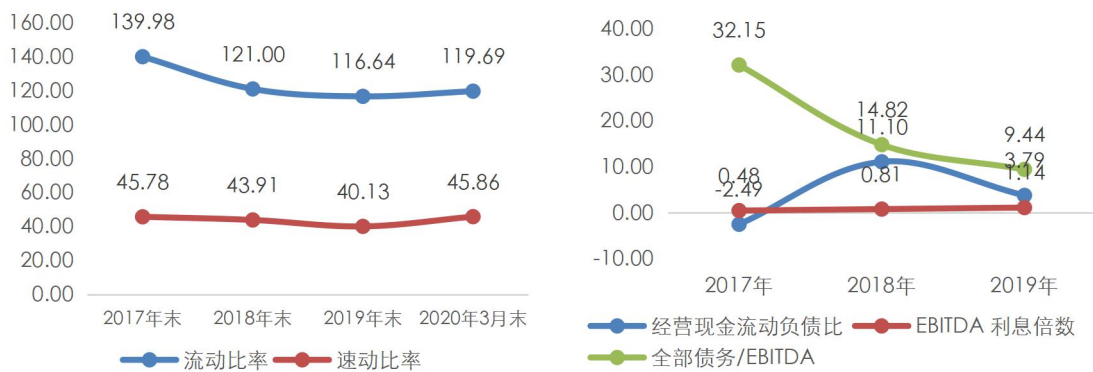


数据来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2019年末，公司流动比率和速动比率均有所下降，2019年经营现金流动负债比率为3.79%，较2018年下降7.31个百分点。2019年末及2020年3月末，公司未受限货币资金期末余额分别为161.69亿元和181.53亿元，短期有息债务分别为242.15亿元和232.46亿元，公司未受限货币资金期末余额对短期有息债务的覆盖比率分别为66.78%和78.09%。

图表 23 公司主要偿债能力指标情况 (单位：%、倍)



数据来源：公司提供，东方金诚整理

从长期偿债能力指标来看，公司 EBITDA 利息倍数逐年提升，2019 年为 1.14 倍；全部债务 /EBITDA 持续下降。

截至 2020 年 3 月末，公司在各大银行的综合授信额度为 1583.64 亿元，其中已使用额度 395.56 亿元，未使用的额度为 1188.09 亿元。

2020 年，公司需兑付及回售的信用债 42.50 亿元，非银行金融机构融资债务余额为 64.46 亿元。

图表 24 截至 2020 年 3 月末公司将于年内到期/回售债券明细 (亿元、年、%)

债券名称	发行时间	发行期限	账面余额	实际余额	票面利率
中南 1 优 5	2015-12-30	4.91	1.15	1.15	7.40
中南 1 次	2015-12-30	4.91	0.50	0.50	-
15 中南建设 MTN002	2015-08-26	3+2	22.60	12.05	7.00
15 中南建设 MTN001	2015-06-24	3+2	11.50	7.76	6.99
16 中南 02	2016-07-26	3+1+1	11.34	11.69	6.00
17 中南 01	2017-12-13	3+2	10.00	9.35	7.50
合计	-	-	57.09	42.50	

资料来源: Wind, 东方金诚整理

同业比较

与行业对比组企业进行对比, 公司资产规模、营业收入、净利润、净资产收益率及存货周转率等指标均处于较好水平, 但公司债务负担较高, 剔除预收账款的资产负债率在对比组中处于较差水平。

图表 25 同行业主要指标对比 (亿元、%、次)

项目	中南建设	宝龙实业	新潮中宝	厦门中骏	新希望地产
资产总额 (亿元)	2905.71	1520.41	1440.32	1143.89	1094.87
营业收入 (亿元)	718.31	248.46	148.10	198.16	182.58
净资产收益率 (%)	17.23	15.23	6.01	10.16	9.61
净利润 (亿元)	46.23	67.21	21.12	27.80	24.62
存货周转率 (次)	0.40	0.35	0.14	0.35	0.29
剔除预收账款的资产负债率 (%)	74.73	61.47	68.38	62.09	61.72

注: 以上企业最新主体信用等级均为 AA+/稳定, 数据来自各企业公开披露的 2019 年数据, 东方金诚整理。

总体来看, 公司其他应收款显著增长且规模仍较大, 存在资金占压, 受限资产规模仍较大, 资产流动性和再融资能力较差; 受少数股东权益因加大合作开发力度而增多及经营积累的影响, 跟踪期内公司所有者权益继续保持增长; 公司预收款项规模仍较大, 对未来结算收入的确认构成一定支撑, 有息债务持续增加且规模仍较大, 未来两年内面临集中偿付压力; 受对合联营项目控股比例较低等因素影响, 2019 年公司经营性现金净流入规模有所下滑, 合作开发项目增加导致对外投资增加, 疫情对公司短期销售回款形成一定制约, 或将进一步推高对外部融资依赖程度。从中长期来看, 未来随着疫情得到有效缓解, 前期消费者购房需求将得到一定程度的释放, 公司可售面积充足, 土地成本较低, 有利于保持较好的盈利能力。

过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》, 截至 2020 年 4 月 1 日, 公司在银行贷款履约方面不存在不良信用记录。截至本报告出具日, 公司存续期债券付息正常。

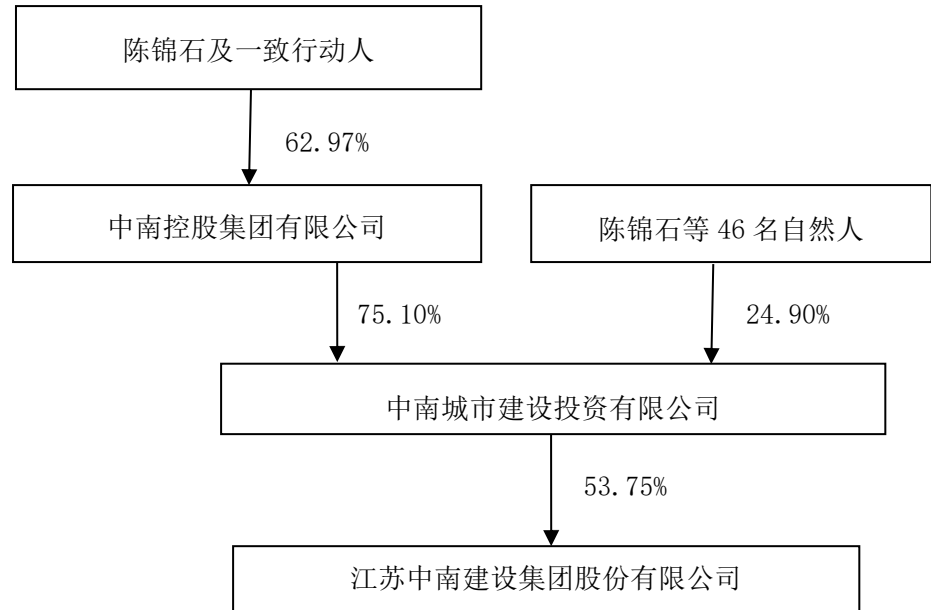
抗风险能力及结论

公司房地产项目开发经验丰富，项目仍主要布局在以江苏省为主的经济较发达的长三角地区二线及三四线城市，项目布局多元化，在国内房地产市场仍具有很强竞争实力；跟踪期内，公司实行的高周转开发运营模式仍保持良好效果，2019年合同销售金额及面积均显著增长，销售回款持续增长且仍保持较高水平；公司建筑施工业务在江苏省房屋建筑施工市场仍具有较强竞争力，2020年3月末在手合同金额为697.43亿元，可为业务发展提供一定的支撑；公司合营房地产开发项目合作方多为全国性大型房地产企业，2019年末权益剩余可售面积372.70万平方米，规模相对较高，可对利润来源形成补充。

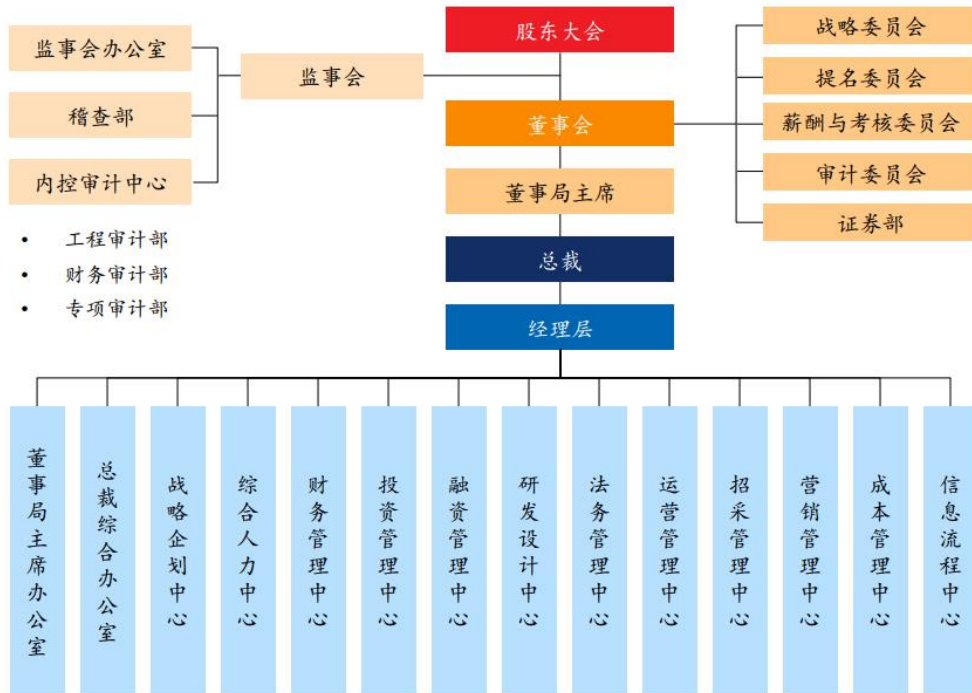
同时，东方金诚也关注到，受新冠肺炎疫情影响，2020年一季度公司房地产及建筑施工项目销售及结算进度有所放缓，回款受到不利影响，且在建、拟建项目及拿地所需资金规模仍较大，未来面临较大的资金筹措压力；公司可售面积中部分弱三四线城市项目未来面临的销售去化压力将加大；合作开发项目增多导致公司其他应收款显著增长且规模仍较大，存在资金占压，受限资产规模仍较大，对资产流动性和再融资能力形成不利影响；跟踪期内，公司有息债务继续增加且规模仍较大，债务负担仍较重，若考虑债券回售因素，未来两年面临的集中偿付压力较大。

综上所述，东方金诚维持中南建设主体信用等级为AA+，评级展望为稳定；并维持“15中南建设MTN001”、“15中南建设MTN002”和“18中南建设MTN001”的信用等级为AA+。

附件一：截至 2020 年 5 月末公司股权结构图



附件二：截至 2020 年 3 月末公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2017年	2018年	2019年	2020年3月
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	1768.96	2356.94	2905.71	3025.03
所有者权益 (亿元)	180.16	195.93	268.23	317.93
负债总额 (亿元)	1588.80	2161.01	2637.48	2707.10
短期债务 (亿元)	131.29	180.13	242.15	232.46
长期债务 (亿元)	404.61	401.99	463.77	511.01
全部债务 (亿元)	535.90	582.12	705.92	743.48
营业收入 (亿元)	305.52	401.10	718.31	115.85
利润总额 (亿元)	10.34	30.50	61.55	10.18
净利润 (亿元)	6.22	23.13	46.23	7.44
EBITDA (亿元)	16.67	39.29	74.79	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	-29.38	194.32	81.96	3.16
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-37.34	-126.56	-133.81	-27.36
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	98.90	-40.36	80.59	44.05
毛利率 (%)	16.53	19.56	16.75	23.76
营业利润率 (%)	11.47	15.94	14.13	20.57
销售净利率 (%)	2.04	5.77	6.44	6.42
总资本收益率 (%)	1.25	3.56	5.48	-
净资产收益率 (%)	3.45	11.80	17.23	-
总资产收益率 (%)	0.35	0.98	1.59	-
资产负债率 (%)	89.82	91.69	90.77	89.49
长期债务资本化比率 (%)	69.19	67.23	63.36	61.65
全部债务资本化比率 (%)	74.84	74.82	72.47	70.05
货币资金/短期债务 (%)	108.69	113.34	104.93	115.74
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-12.45	11.64	-7.34	-
流动比率 (%)	139.98	121.00	116.64	119.69
速动比率 (%)	45.78	43.91	40.13	45.86
经营现金流负债比 (%)	-2.49	11.10	3.79	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.48	0.81	1.14	-
全部债务/EBITDA (倍)	32.15	14.82	9.44	-
应收账款周转率 (次)	4.42	5.05	7.08	-
销售债权周转率 (次)	4.04	4.49	6.31	-
存货周转率 (次)	0.28	0.26	0.40	-
总资产周转率 (次)	0.21	0.19	0.27	-
现金收入比 (%)	169.14	224.94	109.50	128.40

附件四：公司主要其他应收款及长期股权投资情况

项目名称	控股比例 (%)	合作开发房企名称	应付公司账款规模 (亿元)	总资产 (亿元)	总负债 (亿元)	有息债务 (亿元)
其他应收款						
南京锦安中垠房地产开发有限公司	32.00	南京安居、中垠	9.65	75.14	75.44	14.50
南通华璞置业有限公司	40.00	南通华德	8.05	20.31	20.17	-
海门锦融房地产开发有限公司	39.50	融信、融创	7.74	31.20	31.19	-
云南嘉卓房地产开发有限公司	33.00	龙湖、海伦堡	7.65	11.95	12.32	-
沈阳中南屹盛房地产开发有限公司	60.00	旭辉	7.12	27.30	27.38	7.75
武汉中南锦悦房地产开发有限公司	50.00	南京安居	6.43	14.07	13.76	-
徐州璟悦房地产开发有限公司	70.00	恒通	6.26	13.06	13.07	2.30
成都世纪中南房地产开发有限公司	50.00	融创	5.08	31.95	32.86	3.00
昆明中樾置业有限公司	51.00	碧桂园	4.62	30.96	32.14	-
如皋锦瑞置业有限公司	40.00	碧桂园、弘阳	3.93	13.29	11.35	0.50
长期股权投资						
苏州昌尊置业有限公司	30.00	旭辉、中海	-	64.25	41.26	10.80
海门锦邦置业有限公司	41.67	碧桂园	-	40.83	26.37	-
绍兴垄越房地产开发有限公司	49.00	浙江元垄	-	33.62	23.55	-
南通锦慧置业有限公司	40.00	龙湖、南通华德	-	47.16	35.51	-
南通锦德置业有限公司	40.00	龙湖、南通华德	-	56.07	44.79	0.50
海门市海诚置业有限公司	40.00	江苏龙信	3.80	22.48	12.50	2.85
常熟中置房地产有限公司	35.00	新城	-	10.26	0.56	-
南通市碧桂园城东置业有限公司	50.00	碧桂园	-	15.30	8.69	-
苏州开平房地产开发有限公司	50.00	融创	-	23.49	16.73	-
宁波世茂悦盈置业有限公司	50.00	世茂	-	25.08	19.11	2.50

附件五：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

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

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件六：企业主体及中期票据信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	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	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

注：除 AAA 级和 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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在江苏中南建设集团股份有限公司 2015 年度第一期中期票据、江苏中南建设集团股份有限公司 2015 年度第二期中期票据和江苏中南建设集团股份有限公司 2018 年度第一期中期票据的存续期内密切关注江苏中南建设集团股份有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向委托人等相关参与方发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，委托人及相关参与方应按照联络函所附资料清单及时提供包括但不限于资产管理报告、托管报告、相关主体财务报告等跟踪评级资料。如委托人及相关参与方未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司
2020年6月19日



权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。