

信用等级通知书

东方金诚债评字【2021】042 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信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“江苏中南建设集团股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司
二〇二一年一月十五日



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安徽分公司对江苏中南建设集团股份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。



东方金诚国际信用评估有限公司
2021年1月15日

江苏中南建设集团股份有限公司 2021 年 面向专业投资者公开发行人公司债券（第一期）信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期公司债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AA+	稳定	AA+	2021/1/15	吕春阳	张沙沙

主体概况

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。

本期债券概况

发行总额：不超过 20 亿元（含 20 亿元）

本期债券发行金额：不超过 10 亿元（含 10 亿元），其中品种一和品种二的发行额度均可互拨，无比例限制

本期债券期限：品种一 4 年（附第 2 年末公司调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权），品种二 5 年（附第 3 年末公司调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权）

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

募集资金用途：偿还公司到期或回售的公司债券

评级模型

1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
企业规模	资产总额	15.00	15.00
	合同销售金额	15.00	15.00
市场竞争力	土地储备及区域多样性	12.50	9.38
	业态多样性	2.50	2.50
盈利能力和运营效率	预收账款/营业收入	10.00	10.00
	净资产收益率	7.50	6.74
	净利润	10.00	8.17
债务负担与保障程度	存货周转率	2.50	2.14
	剔除预收账款的资产负债率	10.00	3.67
	货币资金/短期有息债务	7.50	4.83
	EBITDA 利息倍数	7.50	4.99

2.基础模型参考等级

AA+

3.评级调整因素

无

4.主体信用等级

AA+

5.增信措施

无

6.本期债券信用等级

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

公司房地产项目主要布局在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，在国内房地产市场具有很强竞争实力；近年来合同销售金额及面积逐年显著增长，销售回款保持较高水平；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；合营房地产开发项目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，公司在建及拟建地产项目所需资金规模较大，在房地产市场持续调控和行业融资环境趋紧的背景下，未来将面临较大的资金筹措压力；可售面积中三四线城市项目占比较高，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；有息债务持续增加且规模较大，债务负担较重。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本期债券到期不能偿付的风险很低。

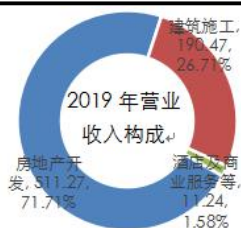
同业比较

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 9 月末债务期限结构 (单位: 亿元)



主要数据和指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额	1768.96	2356.94	2905.71	3406.14
所有者权益	180.16	195.93	268.23	374.09
全部债务	535.90	582.12	705.92	807.83
营业总收入	305.52	401.10	718.31	458.57
利润总额	10.34	30.50	61.55	52.13
经营性净现金流	-29.38	194.32	81.96	7.14
营业利润率	11.47	15.94	14.13	15.70
资产负债率	89.82	91.69	90.77	89.02
流动比率	139.98	121.00	116.64	119.15
全部债务/EBITDA	33.71	14.82	9.44	-
EBITDA 利息倍数	0.46	0.81	1.14	-

注：表中数据来源于公司 2017~2019 年的审计报告及 2020 年 1~9 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司房地产项目主要布局在以江苏省为主的长三角地区二线及三四线城市，开发经验丰富，项目业态多元、土地储备较充足，在国内房地产市场具有很强竞争实力；
- 受益于成熟的项目布局及高周转开发运营模式，近年合同销售金额及面积逐年较快增长，收入及利润亦逐年增长；
- 公司建筑施工业务资质较为完备，技术水平较高，在江苏省房屋建筑施工市场具有较强竞争力，2020 年 9 月末在手合同金额为 703.92 亿元；
- 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，合作开发项目权益剩余可售面积较充足，可对利润来源形成一定补充。

关注

- 公司在建及拟建地产项目所需资金规模较大，在房地产市场持续调控和行业融资环境趋紧的背景下，未来将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去化压力将加大，且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；
- 公司有息债务持续增加且规模较大，债务负担较重，受限资产规模较大，若考虑债券回售因素，未来两年集中兑付压力较大。

评级展望

公司评级展望为稳定。公司房地产业务可售面积充足，土地成本较低，建筑施工业务期末在手合同额充足，预计未来公司仍将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 (RTFC010202011)》

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
AA+/稳定	AA+	2020-08-12	赵一统、王伟	东方金诚房地产企业信用评级方法及模型 (RTFC010202004)	阅读原文
AA+/稳定	AA+	2014-12-22	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 22 日（首次评级）至 2020 年 8 月 12 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。

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9月末，公司股本为377963.90万股，控股股东中南城建持股54.26%，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9月末，公司股东中南城建及其一致行动人对中南建设股权质押123944.34万股，占其所持公司股份的60.26%，占公司总股本的32.79%。

公司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2020年9月末，公司项目覆盖全国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28.91%和69.97%，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《2020年1~11月中国房地产企业销售排行榜》，2020年1~11月公司全口径销售金额1946.8亿元，位列第17位；权益销售金额1209.8亿元，位列第17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。

截至2020年9月末，公司资产总额3406.14亿元，所有者权益374.09亿元，资产负债率为89.02%。2019年及2020年1~9月，公司实现营业总收入分别为718.31亿元和458.57亿元，利润总额分别为61.55亿元和52.13亿元。

债券概况及募集资金用途概况

本期债券概况

2020年9月8日，经深圳证券交易所审核同意并经中国证监会注册，发行人获准向专业投资者公开发行面值总额不超过20亿元公司债券，采用分期发行方式。本次公司拟发行江苏中南

¹ 股份占比为29.95%。

建设集团股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”），发行规模不超过 10 亿元（含 10 亿元）。本期债券分为两个品种，品种一的债券名称为江苏中南建设集团股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一），简称“21 中南 01”，发行期限 4 年（附第 2 年末公司调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权）；品种二的债券名称为江苏中南建设集团股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二），简称“21 中南 02”，发行期限 5 年（附第 3 年末公司调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权）。本期债券品种一及本期债券品种二的发行额度均可互拨，无比例限制，由公司与主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨权。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行，发行利率为固定利率，单利按年计息。本期债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司到期或回售的公司债券。

经营环境

宏观经济与政策环境

三季度经济延续“V 型反转”，四季度 GDP 同比将向 6.0%的潜在增长水平回归。

三季度宏观经济供需两端稳步修复，加之国内外产能修复错位带动出口保持强势，季度 GDP 同比回升至 4.9%，前三季度 GDP 同比也由负转正，达到 0.7%。其中，三季度固定资产投资同比增长 8.8%，增速比一季度加快 5 个百分点，继续成为经济复苏的主导力量；三季度以社会消费品零售总额为代表的消费需求回升加快，显示经济增长结构正在改善。时至秋冬季节，海外疫情有高位攀升之势，四季度全球经济将再现深度衰退，但产能错位优势会继续支撑我国出口；四季度固定资产投资有望加速至 10%左右，消费回暖势头将会延续。预计四季度 GDP 增速有望向 6.0%的潜在增长水平回归，全年经济增速将在 2.2%左右。在疫苗顺利部署且不发生新的重大外部冲击条件下，2021 年 GDP 同比将达到 9.0%。

四季度宏观政策有望进入稳定期，财政支出空间较大，市场资金面将“由紧转稳”。

9 月城镇调查失业率降至 5.4%，已连续 5 个月处于 6.0%的控制目标之内。伴随这一今年最重要的宏观经济指标稳定处于目标区间，加之四季度 GDP 增速将升至 6.0%左右，逆周期调节需求相应减弱，年底前实施降息降准的概率不大，未来宏观政策将进入一段稳定期。前期政府债大规模发行，四季度财政支出空间较大，将对稳增长形成支撑。8 月以来 DR007 等短期市场利率开始走稳，但同业存单发行利率等中期市场利率仍在上行。年底前伴随压降结构性存款目标完成，中期市场利率也将趋稳。这意味着 5 月中下旬以来的“紧货币”进程将告一段落。四季度宽信用将进一步向制造业和中小微企业倾斜，房地产融资环境会显著收紧。

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。

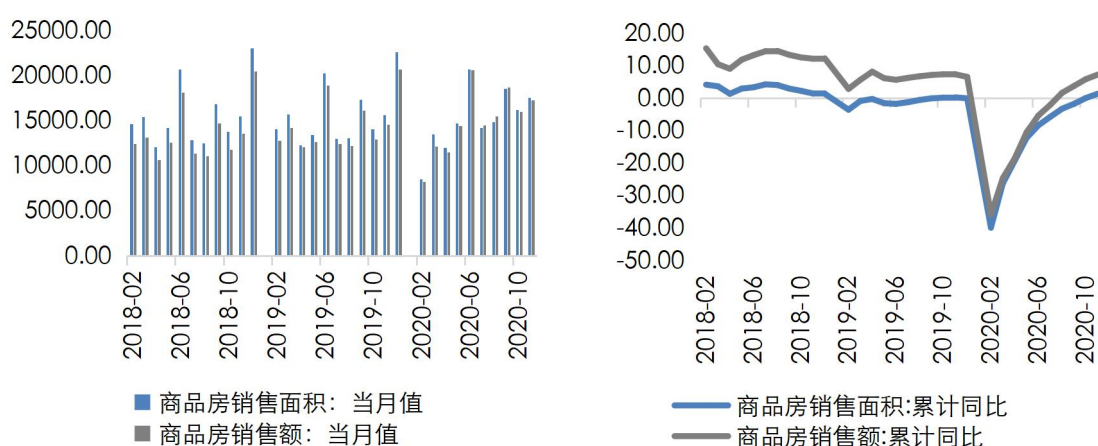
房地产行业

新冠肺炎疫情对房地产短期销售产生冲击，但疫情好转复工深化，供需双向改善推动销售快速修复，预计在政策维稳、按揭投放趋稳及需求回补的影响下，四季度销售增速将有望持续修复

随着国内疫情缓解及复工深化，在房企推盘力度加大叠加积压购房需求释放下，4月份以来国内商品房销售业绩持续改善。2020年1~11月，全国商品房累计销售面积150834.00万平方米，累计同比增长1.3%，增速同比提升1.1个百分点；商品房销售额148968.7亿元，累计同比增长7.2%，增速同比下降0.1个百分点；同期，商品房销售均价为9876.3元/平方米，总体呈小幅上涨态势。此外，30大中城市商品房成交面积持续显著修复，4月以来较去年同期均有所增长。

预计四季度随着国内疫情影响的进一步缓解，房地产市场供给节奏将进一步加快，购房需求的释放和房企推盘销售的提升将有助于商品房销售面积的修复。目前各城市复工投产持续推进，大部分房企销售施工基本满血恢复，部分房企积极推出“以价换量”、“全民营销”等促销策略。“房住不炒”主基调不变，“渡难关”政策趋于缓和，多地政策向户籍、土地等长期改革层面转变，地方需求政策托底、按揭投放趋稳，流动性相对宽松的支持下，销售增速预计将持续得到修复。

图表1 全国商品房销售情况（万平方米、亿元、%）



数据来源: Wind

疫情对新开工及施工形成拖累，行业投资增速下滑，预计四季度房企融资环境难有显著改善，融资规模增速放缓，但投资增速仍将在项目开复工的提升以及销售回款增长下稳中回升

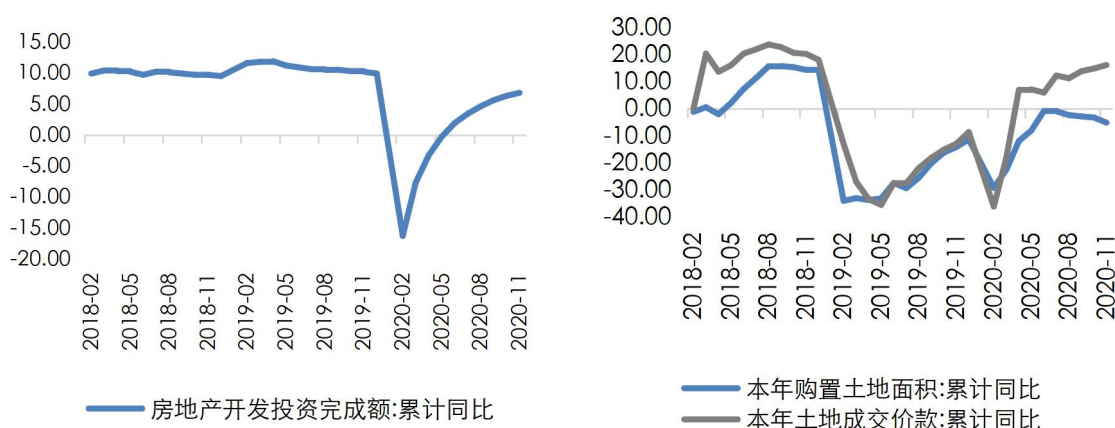
疫情对房地产行业新开工及施工进度产生不利影响，制约行业投资增速，但在疫情逐步缓解的背景下，房地产行业自4月份以来已陆续实现复工复产，新开工及补库存积极，施工保持

增长，对房地产开发投资规模实现了拉动。2020年1~11月，国内房地产开发投资完成额129492.4亿元，同比增长6.8%，增速同比下降3.4个百分点。

从房企资金来源看，1~11月，房地产开发企业到位资金17.1万亿元，累计同比增长6.6%，增幅同比减少0.4个百分点。其中，国内贷款、自筹资金、定金及预收款分别为2.4万亿元、5.7万亿元和5.7万亿元，累计同比增速分别为5.4%、7.9%和5.3%，受益于整体流动性宽松，银行信贷和自筹资金均有所改善，外部融资依然是房企投资资金的重要来源。2020年8月，住房城乡建设部、人民银行在北京召开了重点房企座谈会，对重点房企资金检测和融资管理规则进行了讨论。总体来看，在房企融资规模逐年增长、债务负担有所增加的背景下，对于房地产企业融资渠道和融资规模的监管趋严，或将对房地产企业融资产生不利影响。

预计四季度，房企复工及赶工进度加快对新开工和施工进度产生促进作用，销售回款的提升将对房企施工及拿地提供资金支持，房企土地购置、施工及竣工进度预计进一步改善，但房企融资环境短期内难有显著改善，融资规模增速的下滑将影响房企拿地及建安支出，对投资带来负面影响，总体看，房地产企业投资增速将稳中回升。

图表2 全国房地产开发投资及土地购置情况 (%)



数据来源: Wind

建筑行业

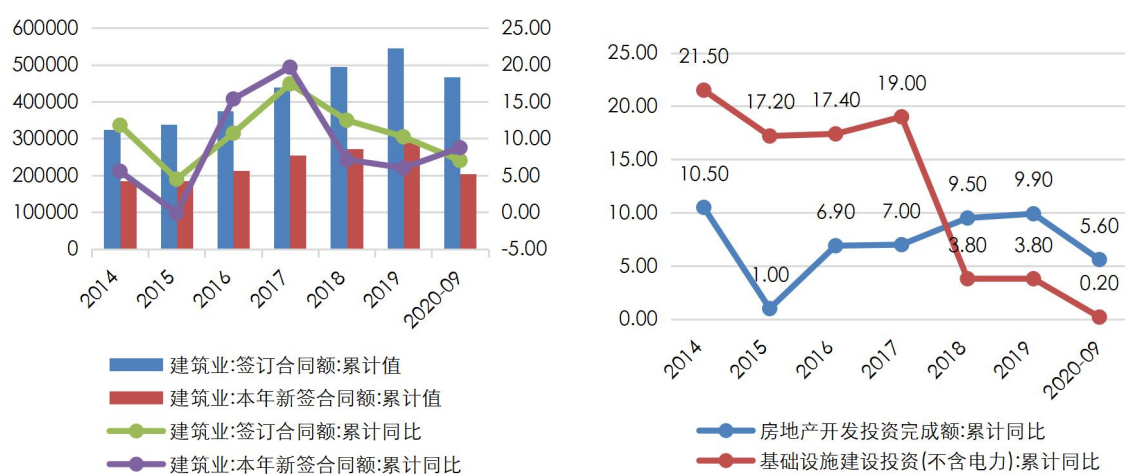
2020年前三季度建筑行业下游需求持续修复，随着房地产市场调控趋紧，预计未来房地产投资增速将有所放缓，但基建投资的持续回升仍将支撑建筑业新签订单规模实现较快增长

2020年前三季度，我国建筑业累计签订合同额和新签合同额分别为46.68万亿元和20.35万亿元，累计值同比分别增长7.02%和8.76%，其中上半年建筑业累计签订合同额和新签合同规模同比分别增长7.39%和4.73%，三季度新签合同额继续改善。

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。随着国内新冠肺炎疫情逐步稳定，我国建筑行业下游投资需求持续修复。2020年前三季度，全国基建投资（不含电力）投资同比增长0.20%，实现年内首次转正，增速较上半年加快2.9个百分点；房地产开发投资同比增长5.60%，增速较上半年加快3.7个百分点。预计四季度，在房地产调控趋紧的背景下，房地产投资增速将有所放缓，但全国基建投资增速仍将进一步回升，为建筑行业整体需求继续

改善提供了较强支撑，全年建筑行业新签订单规模将实现较快增长。

图表 1：我国建筑业合同额、房地产开发及基建投资情况（单位：亿元、%）

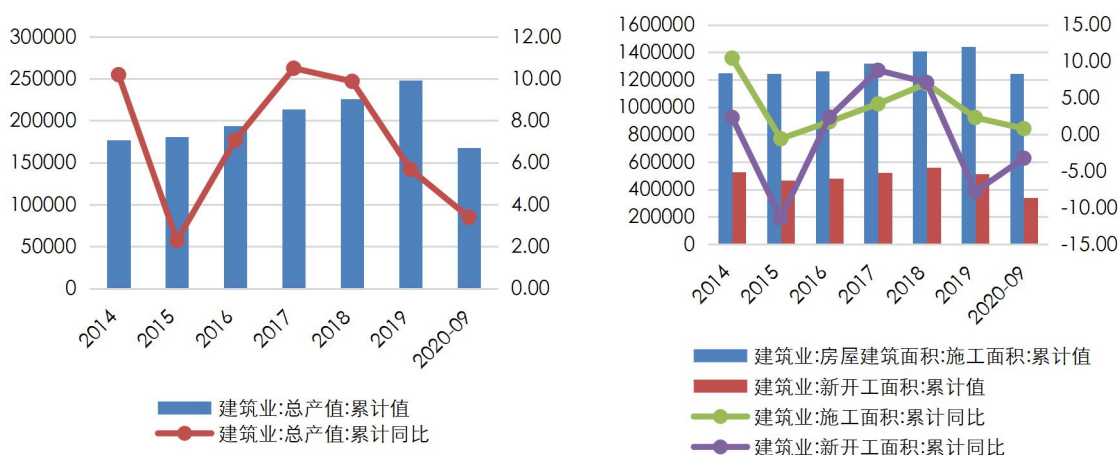


数据来源：Wind，东方金诚整理

2020 年前三季度我国建筑业总产值增速由负转正，新开工面积下滑幅度继续收窄，预计未来受益于建筑业新签订单的较快增长及国内基建资金面的持续改善，建筑业产值仍将继续保持增长

2020 年前三季度，我国建筑业实现总产值 16.79 万亿元，累计同比增长 3.4%，增速由负转正，较上半年提高 4.2 个百分点。从建筑业施工和新开工面积情况来看，前三季度建筑业施工面积累计同比增长 0.80%，新开工面积累计同比下滑 3.24%，新开工面积下滑幅度较上半年继续收窄 2.29 个百分点。

图表 2：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

随着国内新冠肺炎疫情得到控制，建筑行业复工复产加速，3 月和 4 月建筑业总产值下滑幅度已明显收窄，5 月以来随着全面复工复产，同时受益于建筑企业新签订单的增长，建筑企业总产值快速回升。伴随地方专项债等资金到位，预计基建资金面将继续改善。但近期国家出

台房企“三条红线”及新增房贷占整体新增贷款比重不得超过30%等相关调控政策，房地产市场调控趋紧，预计未来房地产投资增速可能有所下滑。整体来看，受益于新签订单增长，基建资金面持续改善及房地产行业投资的较强韧性仍将对建筑行业产值增长提供较强保障，预计未来建筑业产值将继续保持增长。

业务运营

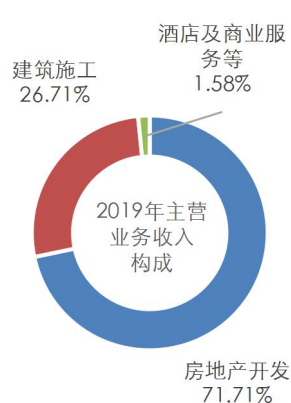
经营概况

房地产开发和建筑施工业务是公司收入和毛利润的主要来源，近年来，公司主营业务收入和毛利润均保持增长，毛利率水平较为稳定

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，其中房地产业务是公司收入和毛利润的最主要来源。近年来，公司主营业务收入和毛利润均保持增长，主要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；同期，公司综合毛利率水平整体较为稳定。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。

2020年1~9月，公司实现营业收入458.57亿元，同比增长11.97%，主要是受益于期间结转房地产业务收入的增加。同期，毛利润为81.24亿元，同比增长1.17%，毛利率17.93%，同比下降1.85个百分点。整体来看，疫情缓解后随着公司加快复工、复产、项目施工及结转，预计疫情对公司2020年全年收入及毛利润的结转影响将较小。

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1~9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	306.43	67.62
建筑施工	71.92	23.84	116.55	29.40	190.47	26.71	122.90	27.12
酒店及商业服务等	19.34	6.41	9.07	2.29	11.24	1.58	23.82	5.26
合计	301.69	100.00	396.40	100.00	712.98	100.00	453.15	100.00
类别	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
房地产开发	40.88	19.43	60.84	22.47	90.50	17.70	68.41	22.33
建筑施工	8.83	12.28	13.51	11.59	21.26	11.16	10.86	8.84
酒店及商业服务等	-1.22	-6.31	-0.08	-0.86	6.18	54.98	1.96	8.24
合计	48.48	16.07	74.27	18.74	117.94	16.54	81.24	17.93

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

² 因四舍五入，存在一定位数差异。

目子公司。

公司房地产项目主要布局在以江苏省为主的长三角地区二线及三四线城市，同时新进入厦门市、济南市、揭阳市、汕头市和湛江市等城市，开发经验丰富，项目业态多元，在国内房地产市场具有很强竞争实力

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、汕头市和湛江市等长三角、珠三角内的二、三线城市及经济发展水平好、高景气度的城市，业务布局更加完善。截至2020年9月末，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28.91%和69.97%，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41.17%。根据克而瑞研究中心公布的《2020年1~11月中国房地产企业销售排行榜》，2020年1~11月公司全口径销售金额1946.8亿元，位列第17位，较2019年下降1位；权益销售金额1209.8亿元，位列第17位，较2019年提高2位，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。

受益于成熟的项目布局及高周转开发运营模式，合同销售金额及面积逐年显著增长，销售回款持续增长且保持较高水平，新冠疫情对一季度房产销售负面影响较大，但随着国内疫情的缓解，二季度以来销售逐渐回暖

受益于增长的市场需求、成熟的项目选址和去化策略，公司实行的高周转开发运营模式取得良好效果，2017年以来公司合同销售金额和合同销售面积均逐年显著增长，同时，受公司加大房地产项目合作开发力度影响，权益销售金额总体显著增长，但占比有所下降，2017年~2019年占比分别为85.17%、64.41%和62.51%。2020年前三季度，受部分项目权益占比较高影响，公司权益销售金额占比提高至66.31%。此外，近年来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。2019年，公司并表口径合同销售金额同比下降10.75%，主要是由于公司加大合联营项目投资力度，并表范围相对较低所致。

销售回款方面，2017年~2019年及2020年前三季度，公司并表口径销售回款与合同销售金额比例分别为79.87%、81.52%、85.38%及90.07%，销售回款速度逐年增长且维持较好水平，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。2020年前三季度，公司销售回款率提高至90.07%，主要系一季度受疫情影响合同销售金额较低，但仍有部分往年销售项目回款导致的阶段性销售回款率增幅显著，但随着二季度以

³ 依据东方金诚统计口径，一线城市4个，为北京、上海、广州、深圳；二线城市35个，为杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、济南、长春、哈尔滨、天津、重庆、苏州、无锡、佛山、东莞、福州、海口、石家庄、兰州、南宁、贵州、呼和浩特、银川、西宁、乌鲁木齐、昆明、合肥、郑州、长沙、南昌、太原、青岛、宁波、大连、厦门。其余城市为三线及以下城市。

⁴ 数据来源：克而瑞研究中心。

来合同销售金额逐步恢复，并且合同销售金额增幅高于销售回款增幅，预计 2020 年全年公司销售回款率较 2020 年前三季度有所下降，但 2020 年全年销售回款率仍高于 2019 年。

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，即每一期会通过各区域当期的销售情况，决定各个区域新拿地的额度。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。

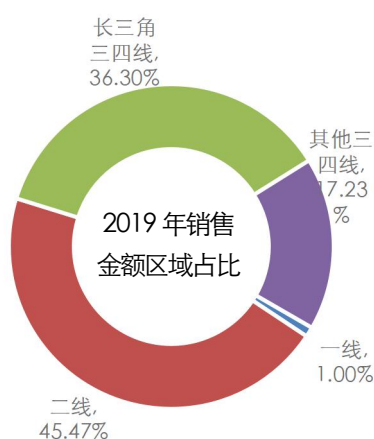
图表 6 公司房地产开发业务合同销售情况（单位：亿元、万平方米、元/平方米、%）



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%。2020 年前三季度，公司销售金额中以南通、宁波、杭州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仍然较高。

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	2020年前三季度		城市	2020年9月末	
	销售金额	占比		未售面积	占比
南通	223.37	15.61	南通	292.31	11.07
宁波	105.71	7.39	徐州	110.80	4.20
西安	105.15	7.35	镇江	92.09	3.49
杭州	85.18	5.95	宁波	90.07	3.41
苏州	55.87	3.90	绍兴	88.51	3.35
徐州	53.46	3.74	西安	85.99	3.26
嘉兴	43.02	3.01	青岛	78.37	2.97
镇江	41.07	2.87	重庆	74.46	2.82
成都	37.71	2.64	昆明	73.41	2.78
绍兴	36.22	2.53	唐山	70.86	2.68
其他	644.23	45.00	其他	1582.80	59.96
合计	1430.99	100.00	合计	2639.68	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~9月单月合同销售金额分别为155.7亿元、185.1亿元、257.0亿元、178.2亿元、202.7亿元和236.2亿元,分别较上年同期增长1%、17%、34.5%、20.9%、34.2%和24.9%。2020年1~9月份累计合同销售金额1430.99亿元,同比增长10.1%。随着国内疫情的逐渐缓解,居民的购房需求有所回补,公司的房地产项目销售逐渐回暖。

公司在建及拟建地产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,但同时部分弱三四线城市项目去化压力将加大

2017年~2019年,公司全口径开工复工及竣工面积均显著增长。2019年,公司全口径开工面积1406.00万平方米,竣工面积946.00万平方米。

截至2020年9月末,公司房地产项目业态以住宅为主,全口径剩余可售面积合计2639.68万平方米,权益剩余可售面积合计1820.29万平方米,全口径剩余货值合计3520.91亿元,权益口径剩余货值合计2413.92亿元,未来可售面积相对较充足。公司剩余可售面积主要以在建项目为主,截至2020年9月末,在建项目共计272个,主要集中在江苏、浙江及山东等19个省、自治区及直辖市,包括南通市、镇江市、盐城市、青岛市、唐山市、西安市、重庆市和温州市等城市,以江苏省内南通市、镇江市和盐城市等经济发达地区三四线城市为主。在建项目全口径剩余可售面积合计1905.17万平方米,权益剩余可售面积1312.53万平方米,分布在国内89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32.68%和66.62%,权益未售面积占比分别为32.35%和67.12%。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。2020年9月末,公司全

口径在建项目去化率为 63.98%。截至 2020 年 9 月末，公司在建项目平均楼面地价为 3987.37 元/平方米，同期末各楼盘平均销售价格为 13541.99 元/平方米，较低的楼面地价为公司的盈利提供了有力保障。公司在建项目权益剩余可售面积中 32.35%位于二线城市、33.24%位于长三角地区经济发达的三四线城市，33.88%位于其他地区的三四线城市，亳州、梅州及潜江等部分弱三四线城市经济发展前景一般，居民购买力较弱，在当前房地产市场持续调控的环境下，项目未来面临的销售去化压力将加大。

图表 8 截至 2020 年 9 月末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 2020 年 9 月末，公司已完工项目全口径剩余可售面积及权益剩余可售面积分别为 135.52 万平方米和 99.54 万平方米，以二线及长三角三四线城市为主，权益剩余可售面积占比分别为 32.19%和 56.23%。截至 2020 年 9 月末，公司全口径已完工项目去化率为 93.89%。

截至 2020 年 9 月末，公司全口径拟建项目合计 45 个，全口径剩余可售面积合计 598.99 万平方米，权益剩余可售面积 408.21 万平方米，分布在国内 29 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 3.15%、17.03%和 79.82%，分具体城市看，公司拟建项目中位于临沂、儋州、南通、徐州和台州的权益规划建筑面积占比分别为 11.76%、10.37%、6.92%、6.73%和 5.52%。

整体来看，公司剩余可售面积较为充足，其中长三角地区经济发达的三、四线城市占比较高，可对未来销售提供一定支撑，但部分位于弱三四线城市项目销售去化面临一定挑战。

近年公司房地产开发业务结算收入和毛利润均保持增长，较大规模的预收款项为未来业绩的实现提供了有力支撑，同时公司土地获取力度趋于平稳

2017 年以来，公司房地产项目结转面积持续增长，房地产开发业务结算销售收入和毛利润持续增长，同期业务毛利率有所波动。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 2020 年 9 月末，公司预收款项 1266.70 亿元，预收款项是 2019 年结算收入的 2.48 倍，为未来收入及毛利润的实现提供了有力支撑。

2020 年 1~9 月，公司房地产业务结转收入 306.43 亿元，较去年同期增长 8.88%，毛利润为 68.41 亿元，较去年同期增长 4.00%，同时毛利率较去年同期小幅下降 1.04 个百分点至

22.33%。总体来看，在国情疫情得到缓解的背景下，公司项目的施工、结算已基本恢复，疫情对公司 2020 年盈利影响有限。

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）

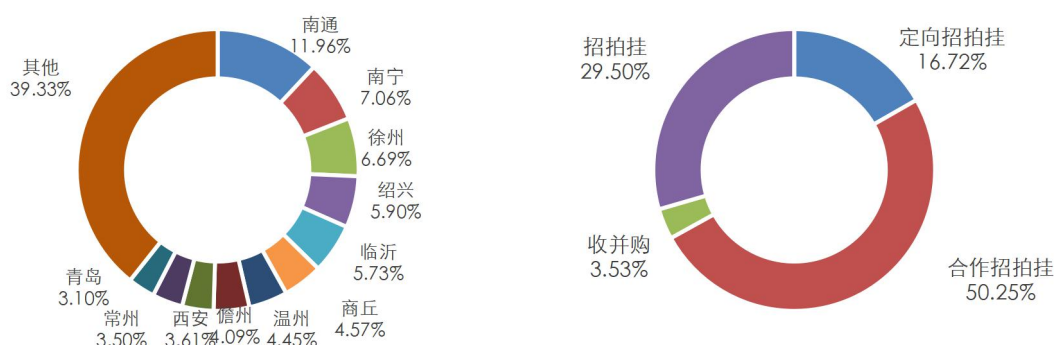


资料来源：公司提供，wind、东方金诚整理

土地储备方面，2019 年公司土地获取力度明显收缩，2020 年前三季度补库存力度有所回升，但整体拿地趋于平稳。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。2017 年~2019 年及 2020 年 1~9 月，公司新增土储全口径规划建筑面积分别为 1499.02 万平方米、1595.20 万平方米、988.72 万平方米和 1035.04 万平方米，权益规划建筑面积分别为 1013.21 万平方米、843.82 万平方米、676.13 万平方米和 697.98 万平方米，其中 2017 年~2019 年公司合作开发规模逐步加大，权益占比有所下降。同时公司新增土储权益规划建筑面积逐年下降，拿地速度有所放缓。2020 年前三季度，公司新增土储权益规划建筑面积高于 2019 年，主要由于补库存需求、上半年融资环境改善、把握土地市场出现结构性低价地机会。2017 年~2019 年及 2020 年 1~9 月，公司用于新增土储支付的全口径土地款项分别为 627.14 亿元、692.40 亿元、519.05 亿元和 500.37 亿元，其中权益土地款 431.14 亿元、357.00 亿元、374.08 亿元和 324.85 亿元。

2017 年~2019 年及 2020 年 1~9 月，公司新增土储的平均楼面地价分别为 4582.06 元/平方米、4376.77 元/平方米、5249.72 元/平方米和 4834.29 元/平方米，2019 年以来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分别为 13099.32 元/平方米、12811.15 元/平方米、12724.47 元/平方米和 13368.22 元/平方米，土地成本相较于合同销售均价而言较低，可为未来获利空间提供一定保障。截至 2020 年 9 月末，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 28.91%、长三角南通、镇江、嘉兴和盐城等三四线城市占比 36.42%，东营、临沂、南充及商丘等其他三四线城市占比 33.55%。

图表 10 2020 年 1~9 月公司新增土储（全口径）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，近年来公司房地产开发业务结算收入和毛利润均保持增长，较大规模的预收款项为未来业绩的实现提供了有力支撑，同时公司土地获取力度趋向平稳。

公司在建、拟建地产项目资金规模较大，在房地产市场持续调控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 2020 年 9 月末，公司权益口径在建项目计划投资总额⁵3295.61 亿元，已累计投入 2572.16 亿元，尚需投资 723.46 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 年四季度至 2021 年、2022 年及 2022 年以后分别需要公司投入 400.38 亿元、253.99 亿元和 69.08 亿元；拟建项目计划投资总额⁶348.32 亿元，已累计投入 133.38 亿元，尚需投资 214.94 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 年四季度、2021 年、2022 年及以后分别需要公司投入 12.44 亿元、87.08 亿元和 115.42 亿元。

公司在建、拟建的地产项目及拿地所需资金规模仍较大，在房地产市场持续调控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

公司持续加大房地产合作开发力度，项目主要位于绍兴、徐州、南通、昆明、杭州、西安等经济发达地区的二线及三四线城市，合作方多为全国性大型房地产企业，权益剩余可售面积较充足，投资收益可对利润来源形成一定补充

2017 年以来，公司加大了房地产合作开发力度，参股房地产项目大幅增加，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 183 个，拟建项目合计 13 个，分布在国内 58 个城市（含县级市），总建筑面积 2837.49 万平方米，权益建筑

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。

⁶ 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。

面积 1110.94 万平方米, 剩余可售面积 1045.90 万平方米, 权益剩余可售面积 419.02 万平方米。从项目区域分布看, 公司合作开发项目主要位于二线城市及长三角区域经济发达的三四线城市, 其中以绍兴、徐州、南通、淮安为主的长三角三四线城市权益剩余可售面积占比 45.81%, 以昆明、杭州、西安、重庆为代表的二线城市占比 32.20%, 以商丘、潍坊、许昌为代表的其他三四线城市占比 21.12%。

截至 2020 年 9 月末, 公司在建及拟建参股项目权益总投资 844.79 亿元, 累计权益已投资 598.14 亿元, 权益销售金额 686.16 亿元, 尚需权益投资 246.65 亿元, 其中在建项目 2020 年四季度至 2021 年、2022 年及 2023 年及以后分别需要公司投入 104.04 亿元、69.90 亿元和 22.38 亿元, 拟建项目 2020 年四季度、2021 年及 2022 年及以后分别需要公司投入 2.52 亿元、20.29 亿元和 27.52 亿元。

2017 年~2019 年及 2020 年 1~9 月, 公司投资收益分别为 6.14 亿元、5.79 亿元、20.92 亿元和 21.03 亿元, 2019 年增长较为明显, 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, 公司投资收益在未来有望提升。

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, 在江苏省房屋建筑施工市场具有较强竞争力

公司建筑施工业务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 2020 年 6 月末, 中南建筑资产总额 553.11 亿元, 所有者权益 106.53 亿元, 资产负债率为 80.74%。2019 年及 2020 年上半年, 中南建筑分别实现营业总收入为 221.77 亿元和 98.57 亿元, 利润总额 6.24 亿元和 2.84 亿元。由于 2015 年以来, 公司承接的 PPP 模式项目较多, 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⁷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。

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⁸, 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 2020 年 9 月末, 公司拥有国家发明专利 17 项, 国家级和省级工法 28 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 35 篇, 国家和省级工程建设优秀质量管理奖 22 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

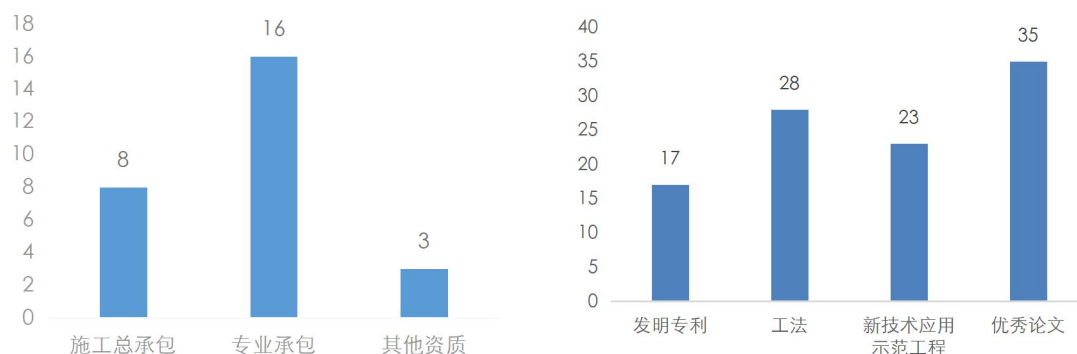
⁷ 主要包括合生创展集团有限公司、龙湖地产有限公司及新城控股集团股份有限公司等国内大型房地产开发商及其子公司。

⁸ 含子公司资质。

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 2020 年 9 月末公司建筑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

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 年前三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，新签合同额保持增长，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

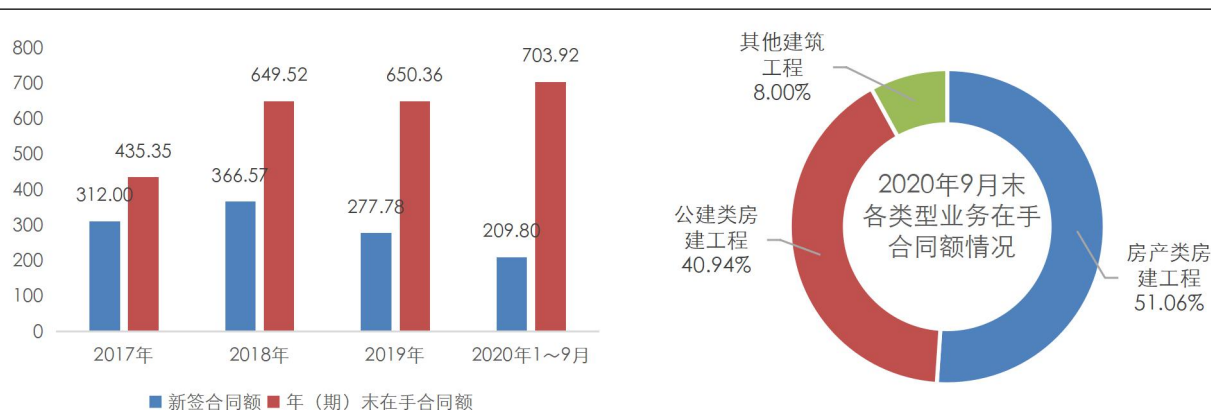
公司建筑施工项目包括房屋建筑工程和市政公用工程项目，以房建工程类项目为主。项目承揽模式主要以施工总承包、PPP 模式以及 EPC 模式等为主。2017 年~2019 年及 2020 年 1~9 月，公司建筑施工业务收入分别为 71.92 亿元、116.55 亿元、190.47 亿元和 122.90 亿元，主要来自于房建工程业务，同期毛利润分别为 8.83 亿元、13.51 亿元、21.26 亿元和 10.86 亿元，毛利率分别为 12.28%、11.59%、11.16%和 8.84%，毛利润水平近年来整体有所增长，毛利率逐年小幅下降。2020 年 1~9 月，公司实现建筑业务营业收入 122.90 亿元，同比增长 7.37%，疫情对公司建筑施工项目的施工进度、项目结算及回款等影响已基本消除。

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的支撑。2017 年~2019 年及 2020 年 1~9 月，公司亿元以上新签合同额中占比分别为 93.35%、90.64%、93.16%和 80.22%。2020 年 1~9 月，公司新签合同额为 209.8 亿元，同比增长 2.9%，新签合同额大幅增长主要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 公司建筑施工业务营业收入构成及毛利润、毛利率情况⁹ (单位: 亿元、%)



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

公司在建项目中所承接的 PPP 项目后续投资规模大, 回款周期长, 面临较大资金压力

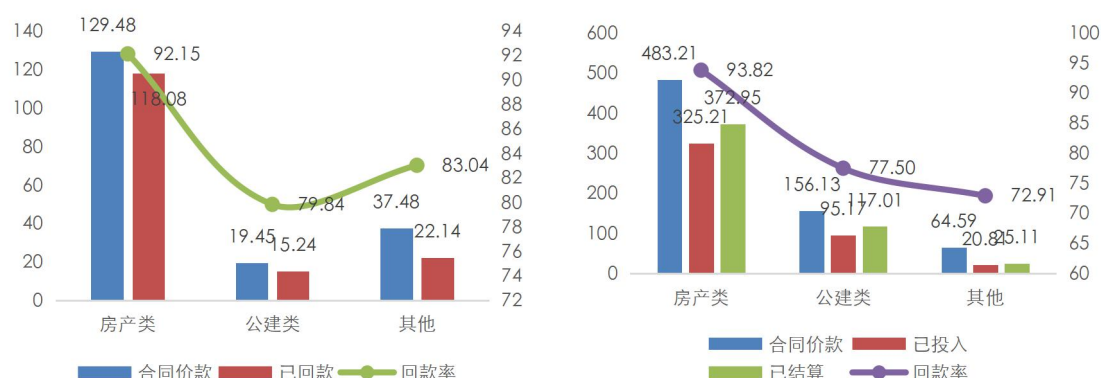
截至 2020 年 9 月末, 公司主要已完工建筑施工项目 91 个, 合同金额价款合计 186.41 亿元, 业务类型以房建工程为主。从区域分布来看, 公司已完工建筑施工项目主要分布在江苏省、山东省及四川省等地, 合同金额占比分别为 37.48%、21.59%和 7.28%, 已完工项目累计结算金额 173.88 亿元, 累计结算部分回款 155.45 亿元, 回款率达 89.40%, 回款率良好。

截至 2020 年 9 月末, 公司在建项目 258 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 31.61%、18.93%和 11.22%。截至 2020 年 9 月末, 公司在建项目合同金额合计 703.92 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 441.19 亿元, 已结算金额 515.08 亿元, 投入结算比为 116.75%, 相对较高, 已回款金额 458.88 亿元, 已结算部分回款率 89.09%, 回款率正常。

⁹ 因四舍五入数据存在一定尾数差异, 下同。

截至 2020 年 9 月末，公司在建项目中共有 PPP 项目 19 个，合同总额为 243.21 亿元，预计总投资 232.81 亿元，其中需要投入资本金 50.92 亿元，截至 2020 年 9 月末已投入资金 41.37 亿元，已投入项目资金 151.12 亿元，未来仍需投入 82.69 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 9~27 年间。总体来看，公司所承接 PPP 项目后续投资规模大，回款周期长，面临较大资金压力。

图 14 截至 2020 年 9 月末公司已完工（左）及在建（右）项目情况¹⁰（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不足

公司建立了较为完善的法人治理结构，根据《公司法》和《公司章程》等规定，建立了由股东大会、董事会、监事会和管理层组成的治理结构体系。其中股东会为最高权力机构，决定公司一切重大事宜；董事会由 12 名董事组成，其中董事长 1 人、独立董事 4 人，董事长、副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生；监事会由 3 名监事组成，监事会设监事会主席 1 名，可以设监事会副主席，监事会主席和监事会副主席由全体监事过半数选举产生，其中职工监事不少于 1 人。公司设经理层，对董事会负责，经理层下设战略企划中心、财务管理中心、投资管理中心及融资管理中心等部门。同时，公司建立了一套较完整的内部管理制度体系，包括全面预算管理制度、财务管理制度、关联交易管理制度和内部审计管理制度等，为公司健康发展奠定了良好基础。

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。陈凯为地产界较为知名的职业经理人，其离职或将对公司带来一定负面影响。

¹⁰ 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%。

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不足。

未来公司房地产业务将继续坚持高周转，继续深耕核心布局区域，建筑业务将在保证质量的基础上进一步把控成本

房地产业务方面，公司未来将继续坚持高周转的发展模式，并同时追求高品质与低成本的合理兼容。公司未来将继续坚持围绕核心区域深耕布局，确保有质量发展。对特大城市群进行战略布局：秉承“一二线城市为主、优质三线为辅，依托一二线、辐射优质三线”的指导思想，不断完善聚焦长三角、珠三角以及内地人口密集核心城市布局，建立城市和板块的深度解读能力。在融资方面，未来公司将通过加快项目去化、项目结转等措施使得剔除预收的资产负债率、净负债率、短期债务比等指标保持合理范围内。

建筑业务方面，公司未来将继续巩固基于建筑产业的品质优势，做好成本把控，做到低成本运营。同时将坚持“品质化”为本，通过引入建筑产业化，加大标准化生产的比例，不断提升施工质量、施工效率和节能环保标准。

财务分析

财务概况

公司提供了2017年~2019年合并财务报表及2020年1~9月合并财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2017年~2019年度财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司2020年1~9月财务报表未经审计。2017年数据采用2018年审计报告期初调整数。2018年数据采用2019年审计报告期初调整数。截至2019年末，公司纳入合并范围的直接及间接控股子公司为497家。

资产构成与资产质量

公司资产总额持续增长，资产构成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，受限资产规模较大，对资产流动性和再融资能力形成不利影响

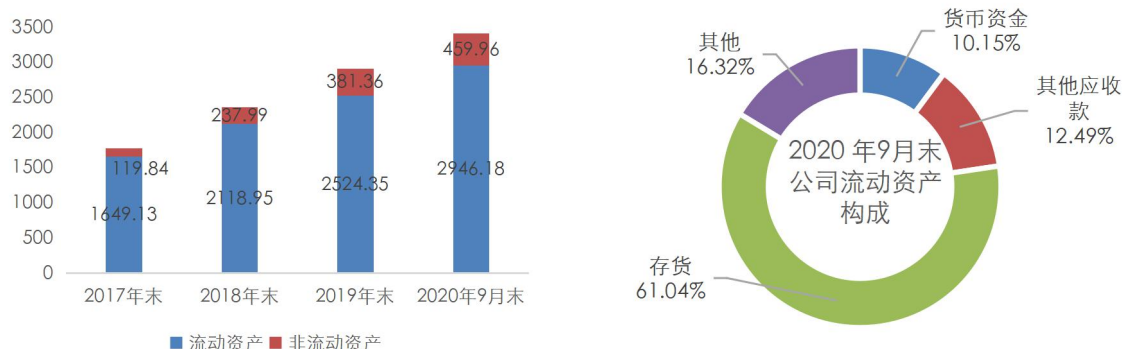
近年来，公司资产总额逐年增长，资产构成以流动资产为主。截至2019年末，公司资产总额2905.71亿元，较2018年末增长23.28%，其中流动资产占比86.88%。截至2020年9月末，公司资产总额为3406.14亿元，较上年末增长17.22%。

公司流动资产持续增长且规模大。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。公司存货周转次数呈增长趋势，2017 年~2019 年存货周转次数分别为 0.28 次、0.26 次和 0.40 次；2020 年 9 月末，公司存货较上年末小幅增长 8.61%。公司货币资金呈整体增加趋势，2019 年末为 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 36.35%。2020 年 9 月末，公司货币资金为 299.02 亿元，较上年末增长 17.68%，主要是公司借款规模增加所致。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，其他应收款近年整体增长，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 9 月末，公司其他应收款为 367.83 亿元，同比增长 23.45%。公司其他应收款显著增长且规模较大，存在资金占压。交易性金融资产主要为债务融资工具，其中债务融资工具为公司自持的公司发行的债券。

公司非流动资产逐年增长，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 9 月末，公司长期应收款账面价值小幅增长 5.72%。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 9 月末长期股权投资账面价值较上年末大幅增长 50.20%，为 202.56 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 9 月末，公司投资性房地产账面价值分别为 44.19 亿元和 47.66 亿元。

图表 15 公司资产构成情况（单位：亿元）

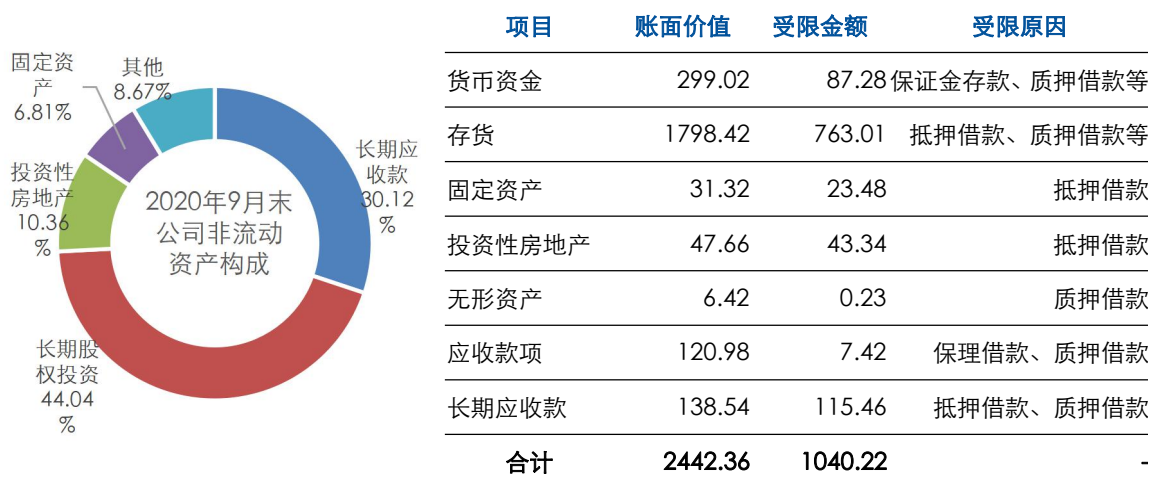


项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
货币资金	142.70	204.17	254.10	299.02
其他应收款	154.58	285.56	297.96	367.83
存货	1109.85	1350.03	1655.87	1798.42
交易性金融资产	0.05	0.45	15.21	31.36
流动资产合计	1649.13	2118.95	2524.35	2946.18
长期应收款	0.10	65.08	131.05	138.54
长期股权投资	15.30	68.93	134.86	202.56
投资性房地产	41.13	42.10	44.19	47.66
非流动资产合计	119.84	237.99	381.36	459.96
资产总额	1768.96	2356.94	2905.71	3406.14

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从当前资产受限情况来看，截至 2020 年 9 月末，公司受限资产 1040.22 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 30.54%，占净资产的比例为 278.06%。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 9 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

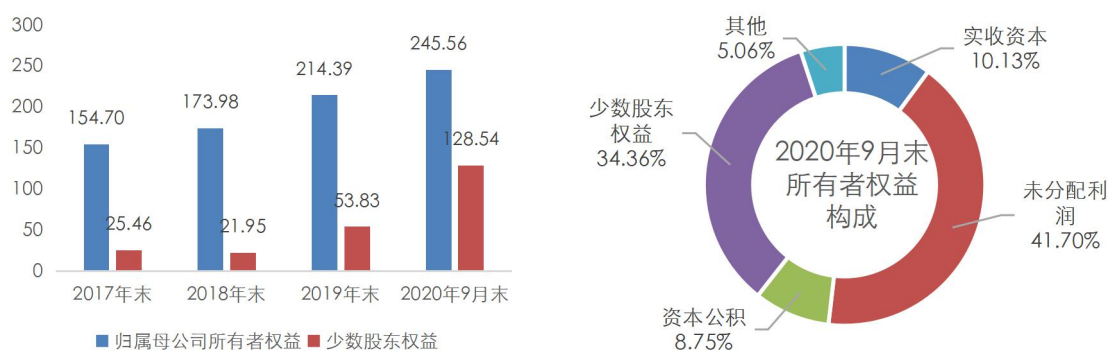
资本结构

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，公司所有者权益保持增长，其中少数股东权益和未分配利润占比高

2017年~2019年，公司所有者权益保持增长。2019年末，公司所有者权益为268.23亿元，主要由未分配利润、少数股东权益、实收资本和资本公积等构成，其中少数股东权益和未分配利润占比较高。2019年末，公司实收资本37.57亿元，小幅增长1.27%，主要是受益于年内部分股权激励对象行权出资；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9月末，随着合作开发力度进一步加大，公司少数股东权益较期初增长138.77%，为128.54亿元。同期末，受少数股东权益的增加以及未分配利润的积累的影响，公司所有者权益为374.09亿元，同比增长39.47%。

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

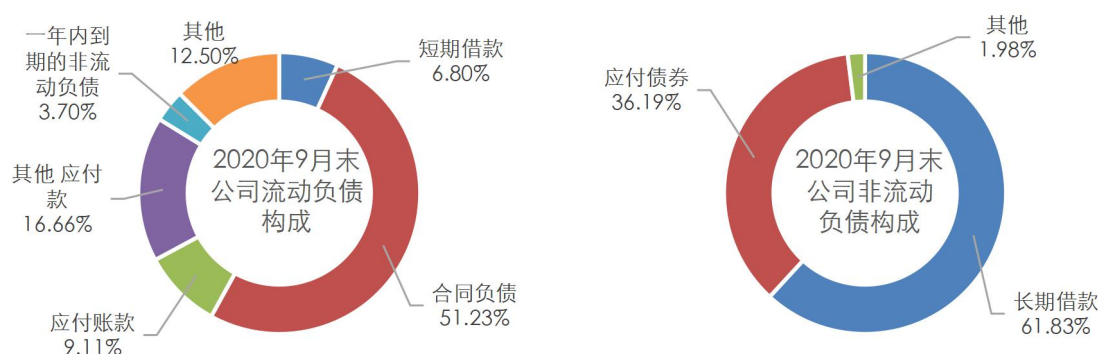
公司预收款项持续增长且规模较大，对未来结算收入的确认构成一定支撑，有息债务持续增加且规模较大，若考虑债券回售因素，未来两年内面临的集中偿付压力较大，公司对房地产项目联营及合营公司提供的担保规模较大，存在一定代偿风险

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%。

公司流动负债逐年增长。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9月末，公司新增合同负债科目，为1266.70亿元，主要是将原计入到预收款项中的预售房款、工程款等移入。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9月末分别为268.30亿元和412.07亿元。

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9月末公司应付账款小幅下降5.34%。短期借款逐年增加。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9月末，公司短期借款为168.04亿元，较上年末增长28.45%。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9月末为91.58亿元。

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 9 月末
短期借款	71.93	106.87	130.82	168.04
应付账款	119.41	160.05	237.91	225.21
预收款项	684.35	1101.20	1233.59	-
合同负债	-	-	-	1266.70
其他应付款	164.16	165.57	268.30	412.07
一年内到期的非流动负债	59.36	73.27	111.32	91.58
流动负债合计	1178.09	1751.17	2164.17	2472.75
长期借款	266.96	301.27	360.06	345.82
应付债券	131.55	98.01	103.56	202.39
非流动负债合计	410.71	409.84	473.31	559.29
负债总额	1588.80	2161.01	2637.48	3032.04

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。公司的长期借款逐年增加且规模较大。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9月末，公司长期借款为345.82亿元，较上年末有所下降。2019年末及2020年9月末，公司应付债券分别为103.56亿元和202.39亿元。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，2017 年以来，公司全部债务规模逐年增长，债务结构以长期有息债务为主。截至 2020 年 9 月末，公司全部债务¹¹为 807.83 亿元，短期有息债务和长期有息债务占比分别为 32.14%和 67.86%，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 9 月末，公司综合融资成本约为 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 47.31%、22.91%和 29.78%。

2020 年 9 月末，公司资产负债率为 89.02%，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 59.44%和 68.35%。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。此外，截至 2020 年 9 月末，公司货币资金/短期债务为 1.15 倍，剔除预收账款后的资产负债率¹²和净负债率分别为 82.51%和 136.01%。公司有息债务规模较大，部分财务指标相对偏高，在当前房地产行业融资环境整体偏紧的情况下，未来有息债务规模的增速或将受到一定限制。

未来债务压力方面，以公司 2020 年 9 月末有息债务为基础，在债券不提前回售的情况下，公司债务未来到期的期限结构较为均衡。若考虑附有回售选择权的债券于 2020 年四季度、2021 年及 2022 年回售行权，2020 年四季度、2021 年及 2022 年公司应偿还有息债务最高分别为 47.55 亿元、318.65 亿元、204.88 亿元及 100.81 亿元，未来两年内面临的集中偿付压力较大。

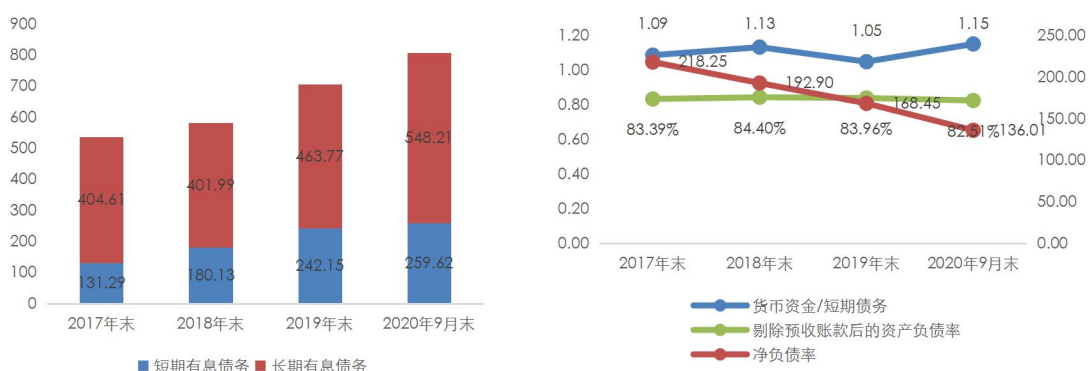
对外担保方面，截至 2020 年 8 月 5 日，公司对外担保余额¹³115.29 亿元，占 2019 年末所有者权益的 42.98%，均为对房地产项目联营及合营公司提供的担保，担保规模较高，存在一定代偿风险。

¹¹ 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。公司全部有息债务不含其他长期有息债务。

¹² 调整后的资产总额=资产总额-预收账款（或合同负债）；调整后的负债总额=负债总额-预收账款（或合同负债）。

¹³ 为公司及控股子公司对合并报表外主体提供的担保余额。

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 9 月末公司有息债务未来到期情况（单位：亿元）

债务到期时间	短期借款本金	一年内到期的	长期借款本金	应付债券到期	合计
	到期偿还金额	非流动负债	到期偿还金额	账面价值	
2020 年 10~12 月	42.49	5.04	-	-	47.54
2021 年	125.55	86.54	44.92	39.85	296.85
2022 年	-	-	84.26	82.63	166.89
2023 年	-	-	91.63	21.98	113.61
2024 年及以后			125.01	57.93	182.94
合计	168.04	91.58	345.82	202.39	807.83

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逐年增长，公司营业收入和利润总额持续增长，盈利能力较强，来自于合作开发项目的投资收益对利润形成一定补充，相对充裕的土地储备以及推盘销售力度的加大，预计公司未来收入及利润有望继续增长

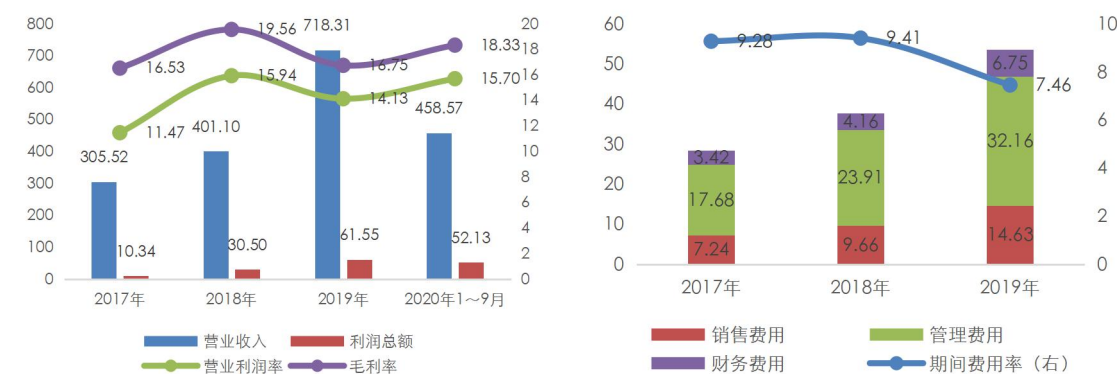
近年以来，受结算的房地产开发以及建筑施工业务规模增加的影响，公司营业收入保持增长，营业利润率趋势提升，利润总额及净利润逐年显著增长。2019 年，公司营业收入为 718.31 亿元，相比上年度增长 79.09%；同期，营业利润率为 14.13%，相比上年度小幅下降 1.81 个百分点。近年来公司期间费用率趋势下降，2019 年为 6.75%。2019 年，利润总额及净利润分别为 61.55 亿元和 46.23 亿元，分别较上年同期增长 101.80%和 99.87%。2019 年，公司总资本收益率及净资产收益率分别为 5.48%和 17.23%，相比上年末分别增加 1.92 个百分点和 5.43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

2017 年~2019 年，公司投资收益分别为 6.14 亿元、5.79 亿元和 20.92 亿元，其中 2019 年增长明显，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 1~9 月，公司实现营业收入 458.57 亿元，同比增长 11.97%，主要是受益于期间结转房地产业务收入的增加。同期，营业利润率为 15.70%，利润总额及净利润分别为 52.13 亿

元和 40.63 亿元；营业利润率为 15.70%。目前国内疫情基本得到有效控制，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。随着公司推盘和销售力度的加大，同时考虑到公司充裕的土地储备以及较大规模的房屋预售款，预计未来公司房地产开发业务收入及利润有望继续增长。

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

受益于销售回款规模增加及拿地规模增速的下降，2018 年以来公司经营活动现金有所改善，合作开发项目增加导致对外投资增加，筹资性现金净流入规模持续增长，在相对趋紧的融资环境下面临一定的融资压力

2017 年~2019 年，公司经营性净现金流分别为-29.38 亿元、194.32 亿元和 81.96 亿元，波动较大，受益于房地产项目销售回款规模增加及拿地规模增速的下降，2018 年以来公司经营性现金流同比由净流出转为净流入。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联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，2017 年~2019 年公司销售回款与并表口径合同销售金额比例分别为 79.87%、81.52% 和 85.38%，销售回款速度逐年增长且维持较好水平。

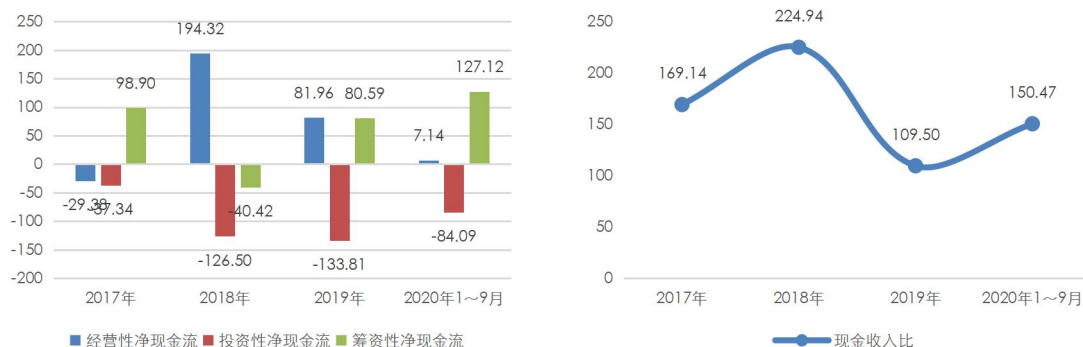
公司投资性净现金流有所波动，2018 年以来持续大额净流出，主要系公司合作开发项目增加导致对参股公司的投资增加所致。近年公司筹资性现金流入主要来自于取得借款和发行债券所收到的现金，近年公司取得借款所收到的现金逐年增加且规模较大。2018 年随着公司到期债务偿还规模的增加，筹资活动产生的净现金流转为净流出，2019 年以来随着公司业务规模的进一步扩大，使得融资需求增加，筹资性净现金流继续呈现净流入。

2020 年 1~9 月，公司实现经营活动产生的现金流量净额 7.14 亿元；投资活动产生的现金

流量净额-84.09 亿元，投资支出规模较高，主要为合作开发项目对参股公司的投资；筹资活动产生的现金流量净额 127.12 亿元，融资规模增速较高。

总体来看，公司对外部融资的依赖程度总体较高，在相对趋紧的融资环境下面临一定的融资压力。

图表 22 公司现金流情况

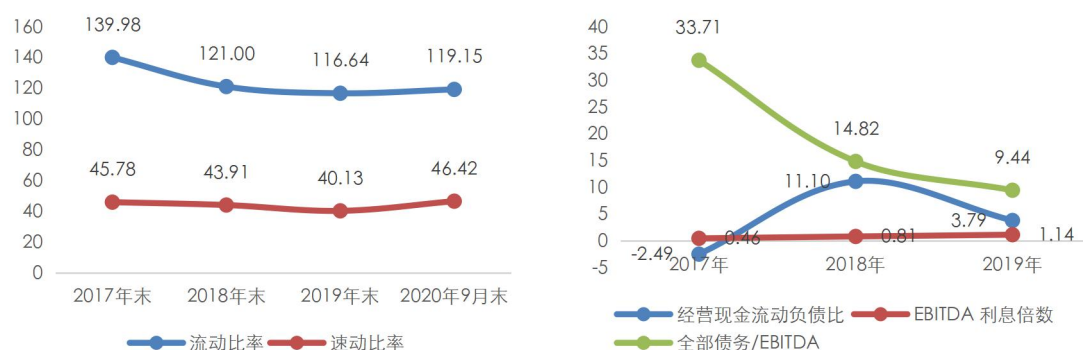


数据来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2017 年~2019 年末，公司流动比率及速动比率逐年下降；2017 年~2019 年，公司经营性净现金流对流动负债的保障程度有所波动，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。2017 年~2019 年末及 2020 年 9 月末，公司未受限货币资金期末余额分别为 106.55 亿元、133.11 亿元、161.69 亿元和 211.74 亿元，短期有息债务分别为 131.29 亿元、180.13 亿元、242.15 亿元和 259.62 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 81.16%、73.90%、66.78%和 81.56%。

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 9 月末，公司在各大银行的综合授信额度为 1702.45 亿元，其中已使用额度 382.07 亿元，未使用的额度为 1320.38 亿元。

根据东方金诚测算,截至本报告出具日,公司2021年需兑付及回售的信用债及海外债85.92亿元,截至2020年9月末公司非银行金融机构融资债务余额(不含债券)为185.10亿元,其中2020年四季度及2021年到期规模分别为37.16亿元和112.84亿元。截至2020年9月末,公司货币资金299.02亿元,预计公司销售回款及在手货币资金可以覆盖刚性债务。

图表 24 截至本报告出具日公司将于 2021 年内到期/回售债券明细

债券名称	发行时间	到期日	发行期限	账面余额	票面利率
16 中南 01	2016-01-22	2021-01-22	3+2	9.64	7.80
18 中南建设 MTN001	2018-04-24	2021-04-24	3+N	10.00	7.80
20 中南建设 SCP001	2020-08-25	2021-05-22	0.74	6.00	6.85
19 中南 02	2019-06-27	2023-06-27	2+2	11.80	7.80
16 中南 02	2016-07-27	2021-07-27	3+1+1	11.34	7.30
19 中南 03	2019-11-22	2023-11-22	2+2	10.00	7.60
17 中南 02	2017-12-28	2021-12-28	2+2	2.89	7.60
合计	-	-	-	61.67	

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、净利润及净资产收益率等指标处于较好水平,但公司债务负担较高,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	新湖中宝	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较大,存在资金占压,受限资产规模较大,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,公司所有者权益保持增长;预收款项规模较大,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较大,未来两年内面临集中偿付压力;公司营业收入总体增长,营业利润率趋势提升,利润总额逐年明显增长,来自于合作开发项目的投资收益对利润形成一定补充,目前国内疫情基本得到控制,疫情对公司业绩的长期影响有限;2018年以来公司经营活动现金有所改善,合作开发项目增加导致对外投资增加,公司筹资性净现金流显著增长,对外部融资依赖程度高。从中长期来看,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 2021 年 1 月 14 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。

本期债券偿债能力

本期债券拟发行规模不超过 10 亿元（含 10 亿元），按 10 亿元计算，为公司 2020 年 9 月末全部债务和负债总额的 1.24%和 0.33%，对公司现有资本结构产生一定影响。

截至 2020 年 9 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 89.02%和 68.35%。本期公司债券发行后，发行金额若按 10 亿元计算，公司的负债总额将上升至 3042.04 亿元，资产负债率将上升至 89.05%，全部债务资本化比率上升至 68.61%，由于本期公司债券募集资金拟全部用于偿还到期、行权的公司债券，在不考虑其他因素情况下，本期公司债券发行后公司新增有息债务风险可控。

以公司 2019 年的财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司 EBITDA、经营活动现金流入、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本期公司债券的保护倍数分别为 7.48 倍、110.97 倍、8.20 倍和-5.18 倍。

图表 26 本期公司债券偿债能力指标（倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/本期公司债券发债额度	1.59	3.93	7.48
经营活动现金流入偿债倍数	60.77	97.15	110.97
经营活动现金流量净额偿债倍数	-2.94	19.43	8.20
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-6.67	6.78	-5.18

资料来源：公司提供，东方金诚整理

抗风险能力及结论

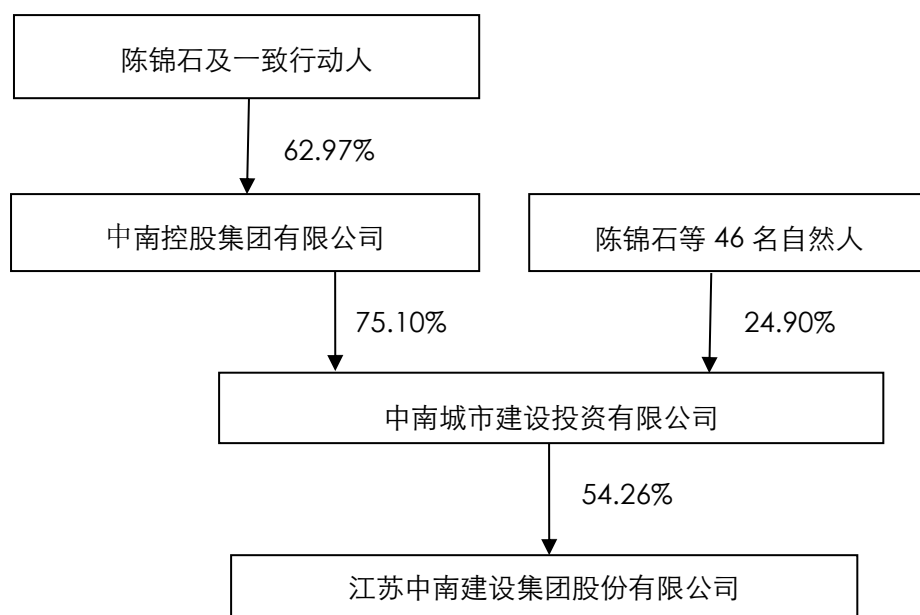
公司房地产项目主要布局在以江苏省为主的长三角地区二线及三四线城市，开发经验丰富，项目业态多元、土地储备较充足，在国内房地产市场具有很强竞争实力；受益于成熟的项目布局及高周转开发运营模式，近年合同销售金额及面积逐年较快增长，收入及利润亦逐年增长；公司建筑施工业务资质较为完备，技术水平较高，在江苏省房屋建筑施工市场具有较强竞争力，2020 年 9 月末在手合同金额为 703.92 亿元；公司合营房地产开发项目合作方多为全国性大型房地产企业，合作开发项目权益剩余可售面积较充足，可对利润来源形成一定补充。

同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建地产项目所需资金规模较大，在房地产市场持续调控和行业融资环境趋紧的背景下，未来将面临较大的资金筹措压力；公司可售面积中部分

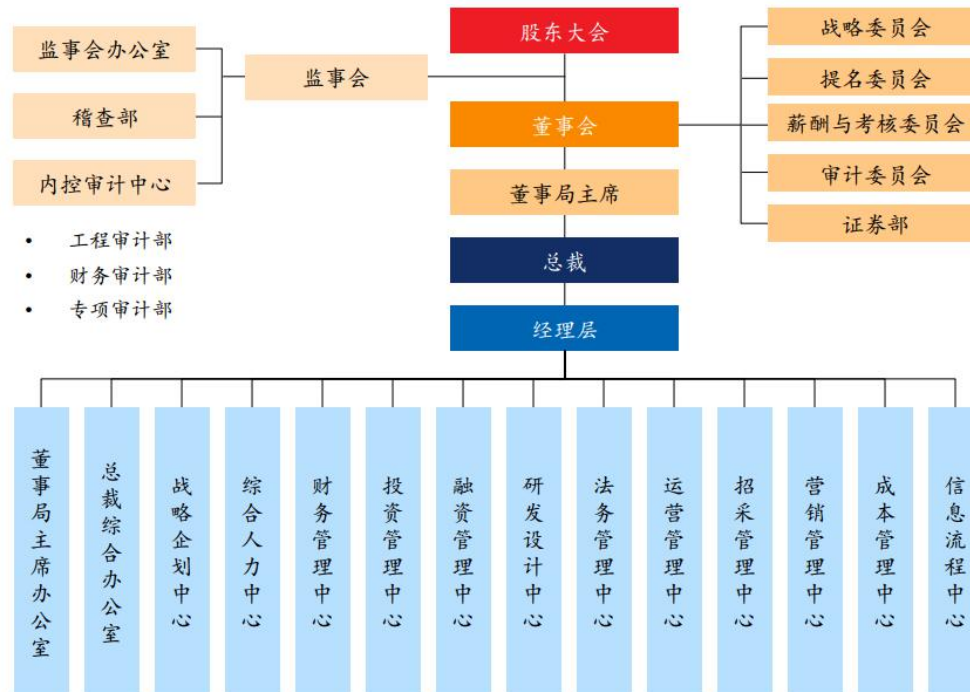
弱三四线城市项目去化压力将加大，且合作开发项目增多导致其他应收款显著增长且规模较大，存在资金占压；公司有息债务持续增加且规模较大，债务负担较重，受限资产规模较大，若考虑债券回售因素，未来两年集中兑付压力较大。

综上所述，东方金诚评定中南建设主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AA+。

附件一：截至 2020 年 9 月末公司股权结构图



附件二：截至 2020 年 9 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 9 月
主要财务数据及指标				
资产总额（亿元）	1768.96	2356.94	2905.71	3406.14
所有者权益（亿元）	180.16	195.93	268.23	374.09
负债总额（亿元）	1588.80	2161.01	2637.48	3032.04
短期债务（亿元）	131.29	180.13	242.15	259.62
长期债务（亿元）	404.61	401.99	463.77	548.21
全部债务（亿元）	535.90	582.12	705.92	807.83
营业收入（亿元）	305.52	401.10	718.31	458.57
利润总额（亿元）	10.34	30.50	61.55	52.13
净利润（亿元）	6.22	23.13	46.23	40.63
EBITDA（亿元）	15.90	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	7.14
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-37.34	-126.50	-133.81	-84.09
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	98.90	-40.42	80.59	127.12
毛利率（%）	16.53	19.56	16.75	18.33
营业利润率（%）	11.47	15.94	14.13	15.70
销售净利率（%）	2.04	5.77	6.44	8.86
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	89.02
长期债务资本化比率（%）	69.19	67.23	63.36	59.44
全部债务资本化比率（%）	74.84	74.82	72.47	68.35
货币资金/短期债务（%）	108.69	113.34	104.93	115.18
非筹资性现金净流量债务比率（%）	-12.45	11.65	-7.34	-
流动比率（%）	139.98	121.00	116.64	119.15
速动比率（%）	45.78	43.91	40.13	46.42
经营现金流负债比（%）	-2.49	11.10	3.79	-
EBITDA 利息倍数（倍）	0.46	0.81	1.14	-
全部债务/EBITDA（倍）	33.71	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	150.47

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：企业主体及公司债券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 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”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，在江苏中南建设集团股份有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内出具定期跟踪评级报告；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，并在启动日后 10 个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向江苏中南建设集团股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，江苏中南建设集团股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如江苏中南建设集团股份有限公司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按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站 (<http://www.dfratings.com>) 和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司
2021年1月15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。