信用评级公告

联合〔2021〕4886 号

联合资信评估股份有限公司通过对江苏中南建设集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江苏中南建设集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA$^+$，“19 中南 03”“20 中南 01”“20 中南 02”信用等级为 AA$^+$，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

江苏中南建设集团股份有限公司
2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AA+	稳定	AA+	稳定
19 中南 03	AA+	稳定	AA+	稳定
20 中南 01	AA+	稳定	AA+	稳定
20 中南 02	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 中南 03	10.00	10.00	2023/11/22
20 中南 01	8.00	8.00	2024/03/06
20 中南 02	9.00	9.00	2025//03/06

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

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

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

评级观点

跟踪期内，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”）作为国内从事房地产开发和建筑施工业的上市公司，营业收入和净利润继续增长，签约销售规模同比增加，对未来收入确认提供支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司整体毛利率水平仍较低，土地储备在三四线城市占比较高，在建项目未来面临较大的资本支出压力，建筑业务仍然存在一定的资金占用，债务负担较重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的开发完成和实现销售，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“19中南03”“20中南01”和“20中南02”的债项信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **签约销售规模继续增长，操盘销售排名处于行业前列。**2020 年，公司全口径销售金额 2238.27 亿元，同比增长 14.17%，在克而瑞房企操盘销售金额榜位列第 14 位。
2. **建筑施工板块业务综合实力强。**公司具有房屋建筑施工总承包特级和建筑工程设计专业甲级资质，在建筑业务方面综合实力强。

关注

1. **毛利率依然处于较低水平。**2020 年，公司房地产开发业务毛利率仍处于较低水平。
2. **项目在三四线城市占比较高。**公司拟建、在建和可售面积在三四线城市的占比均接近一半，未来可能面临一定的去化压力。
3. **面临较大的资本支出压力。**公司在建面积较大，尚需投资额较大，建筑业有垫资需求且发展 PPP 业务对资金存在一定占用，公司面临较大的资本支出压力，融资需求较强。
4. **债务负担较重，有一定集中偿付压力，有一定体量**

分析师：张文韬　王彦
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

表外债务，新增融资空间有限。公司全部债务资本化比率较上年有所改善，但债务负担仍较重，债务 2021 年和 2022 年到期规模较大；公司表外合作项目较多，有一定体量表外债务。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	215.54	283.18	355.26	304.47
资产总额（亿元）	2356.94	2905.71	3592.53	3602.38
所有者权益（亿元）	195.93	268.23	483.63	505.21
短期债务（亿元）	271.79	352.14	341.42	323.79
长期债务（亿元）	401.09	463.78	565.31	583.32
全部债务（亿元）	672.88	815.92	906.73	907.12
营业收入（亿元）	401.10	718.31	786.01	143.49
利润总额（亿元）	30.50	61.55	105.17	12.26
EBITDA（亿元）	40.17	72.67	118.21	--
经营性净现金流（亿元）	194.32	81.96	84.67	18.54
营业利润率（%）	15.94	14.13	14.80	18.03
净资产收益率（%）	11.80	17.23	16.14	--
资产负债率（%）	91.69	90.77	86.54	85.98
全部债务资本化比率（%）	77.45	75.26	65.22	64.23
流动比率（%）	121.00	116.64	118.41	119.29
经营现金流动负债比（%）	11.10	3.79	3.34	--
现金短期债务比（倍）	0.79	0.80	1.04	0.94
EBITDA 利息倍数（倍）	0.81	1.14	1.71	--
全部债务/EBITDA（倍）	16.75	11.23	7.67	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	1164.21	1304.84	1599.78	1598.35
所有者权益（亿元）	135.30	138.60	138.22	137.00
全部债务（亿元）	237.59	210.27	192.65	177.37
营业收入（亿元）	13.52	1.03	5.21	0.10
利润总额（亿元）	36.04	3.75	5.43	-1.26
资产负债率（%）	88.38	89.38	91.36	91.43
全部债务资本化比率（%）	63.72	60.27	58.23	56.42
流动比率（%）	112.01	103.21	101.86	102.58
经营现金流动负债比（%）	-1.28	11.33	5.14	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. 长期应付款中的有息债务计入长期债务计算；4. 2021 年 1—3 月财务数据未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 中南 02 20 中南 01 19 中南 03	AA+	AA+	稳定	2020.6.10	卢瑞 王臻	原联合信用评级有限公司房地产企业信用评级方法/评级模型	阅读全文
20 中南 02 20 中南 01 19 中南 03	AA+	AA+	稳定	2019.6.14	宋莹莹 卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产企业信用评级方法/评级模型	阅读全文

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

声　明

一、本报告引用的资料主要由江苏中南建设集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

江苏中南建设集团股份有限公司
公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于江苏中南建设集团股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

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”）前身为大连金牛股份有限公司（以下简称“大连金牛”），大连金牛为东北特殊钢集团有限责任公司（以下简称“东北特钢集团”）旗下的一家上市公司（股票代码：000961.SZ）。2009年6月10日，大连金牛实施重大资产重组，中南房地产业有限公司（后变更为“中南城市建设投资有限公司”）受让东北特殊钢集团持有的大连金牛9000万股股份（股份占比为29.95%），从而成为大连金牛第一大股东；2009年6月，大连金牛通过定向增发的方式收购了南通中南新世界中心开发有限公司、常熟中南世纪城房地产开发有限公司和青岛海湾新城房地产开发有限公司等8家房地产项目公司的100%股权，以及南通中南世纪城物业管理有限公司80%股权和南通建筑工程总承包有限公司（后更名为“江苏中南建筑产业集团有限责任公司”）100%股权。2009年7月8日，大连金牛变更名称为现名，证券简称变更为“中南建设”，股票代码：000961.SZ。经过多次增发，截至2020年底，公司股本总额为30053万股，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”，持股53.83%），实际控制人为陈锦石及一致行动人。截至2021年4月24日，公司控股股东中南城建持有公司股份中的59.36%已质押。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。截至2020年底，公司拥有在职员工46615人。

截至2020年底，公司合并资产总额3592.53亿元，所有者权益483.63亿元（含少数股东权益196.62亿元）；2020年，公司实现营业收入786.01亿元，利润总额105.17亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额3602.38亿元，所有者权益505.21亿元（含少数股东权益210.36亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入143.49亿元，利润总额12.26亿元。

公司注册地址：江苏省海门市常乐镇；法定代表人：陈锦石。

三、债券概况及募集资金使用情况

公司公开发行的由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表1　截至本报告出具日公司存续债券概况

（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19中南03	10.00	10.00	2019/11/22	2+2
20中南01	8.00	8.00	2020/03/06	2+2
20中南02	9.00	9.00	2020/03/06	3+2

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1．宏观经济环境和经济运行状况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增

[1] 文中GDP增长均为实际增速，下同。

长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格

[2] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2．宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支

出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

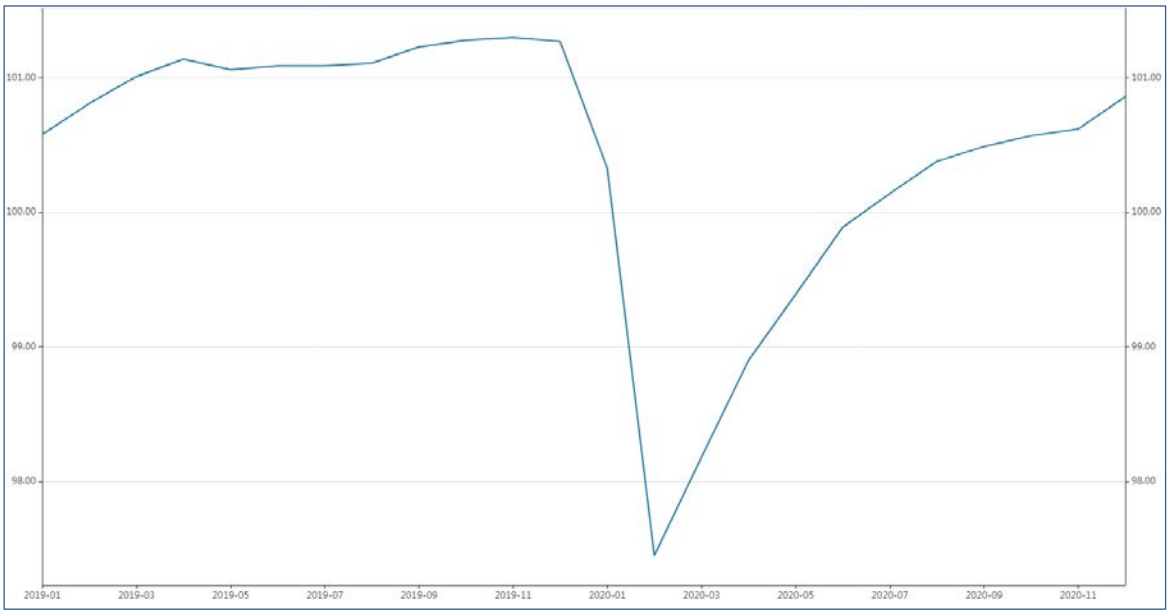
四、行业分析

1. 房地产行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020 年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 1　2019 年－2020 年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完

成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

2. 土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 17268.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1－3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 3　近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合 计	**165962.89**	**100.00**	**178608.59**	**100.00**	**193114.85**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压

力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 3。

表 4　2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020 年以来房地产融资相关政策具体内容见表 5。

表 5　2020 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场工作电视电话会议要求，2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 4 月	银保监会	4 月 22 日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 5 月	央行	《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 6 月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020 年 8 月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 10 月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020 年 12 月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自 2021 年 1 月 1 日起实施

资料来源：联合资信整理

五、基础素质分析

1．产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化，公司实际控制人为陈锦石及一致行动人。

2．企业规模和竞争力

公司经营规模较大，品牌知名度较高，市场竞争力强，市场影响力较大。

公司是国内上市企业，拥有包括房地产、建筑施工、商业等产业板块，涉及房地产开发、工程总承包、安装、钢结构等诸多领域。公司房地产业务聚焦大众主流住宅，推出健康住宅标准体系，建设健康 TED 社区。目前已进入内地 112 个城市，覆盖全国 400 毫米等降水线以东多数人口密集省份，聚焦长三角区域、珠三角区域、山东、福建以及中西部核心城市。2020 年公司合同销售金额 2238.27 亿元，销售面积 1685.32 万平方米，在克而瑞 2020 年房企操盘销售金额榜排名第 14 位。

公司建筑业务拥有国家首批授予的民营企业特一级资质，还拥有建筑装修装饰一级、机电设备安装一级等资质，是 AAA 诚信施工企业，累计获得国家专利180余项，先后荣获鲁班奖、詹天佑奖、钢结构金奖、安装之星等国家级大奖 100 余项，扬子杯、长城杯、白玉兰杯、泰山杯等省级优质工程奖 200 余项。公司注重大型公共建筑及民用建筑的承接，近年来公司业务模式从单一的施工总承包向多元化建筑集团升级。

3．企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：2102040000132125），截至2021年4月8日，公司本部已结清和未结清信贷记录中均不存在不良或关注类信贷信息。

六、管理分析

跟踪期内，公司进行了董事会换届选举。公司在管理体制、管理制度以及高级管理人员等方面无重大变化。

七、经营分析

1．经营概况

2020 年，随着房地产结转收入的增长，公司营业收入继续增长，房地产开发毛利率同比小幅上升，但仍处于较低水平，建筑板块毛利率有所下滑；公司整体毛利率依然不高。

2020 年，随着房地产板块结转收入的增加，公司主营业务收入继续增长，同比增长 8.98%。各板块收入占比变化不大。公司房地产开发毛利率小幅提升，但依然处于较低水平，建筑施工毛利率同比下降 2.51 个百分点，主要系人工和材料成本上涨所致。酒店业务收入和毛利率均同比下降较多，主要系疫情影响所致。

表 6　2018－2020 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

主营业务	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	270.78	68.31	22.47	511.27	71.71	17.70	577.12	74.28	19.14
建筑施工	116.55	29.40	11.59	190.47	26.71	11.16	190.28	24.49	8.65
酒店及其他	9.07	2.29	-0.86	11.24	1.58	54.96	9.59	1.23	32.62
合计	**396.40**	**100.00**	**18.74**	**712.98**	**100.00**	**16.54**	**776.99**	**100.00**	**16.74**

资料来源：公司提供

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 143.49 亿元，同比增长 23.86%；实现利润总额 12.26 亿元，同比增长 20.39%；毛利率为 21.41%。

2．房地产开发业务

2020 年，公司依然保持较大的拿地力度，土储能级分布有一定改善。公司继续保持较大新开工力度，同时竣工力度大幅提升，期末在建面积同比下降，但在建支出压力仍较大。公司全口径销售面积和金额同比增长，但权益销售占比较低。公司拟建、在建和在售面积中三四线城市占比均接近一半，未来可能面临一定

去化压力。

2020 年，公司拿地方式仍以招拍挂为主，拿地力度较上年明显增加，权益建筑面积同比增长 26.06%，权益支出金额同比增长 18.45%，拿地楼面价较上年下降 3.95%。2020 年公司拿地按权益建筑面积计算，一二线城市占 61.10%，三四线城市（主要位于长三角和山东）占 38.90%。

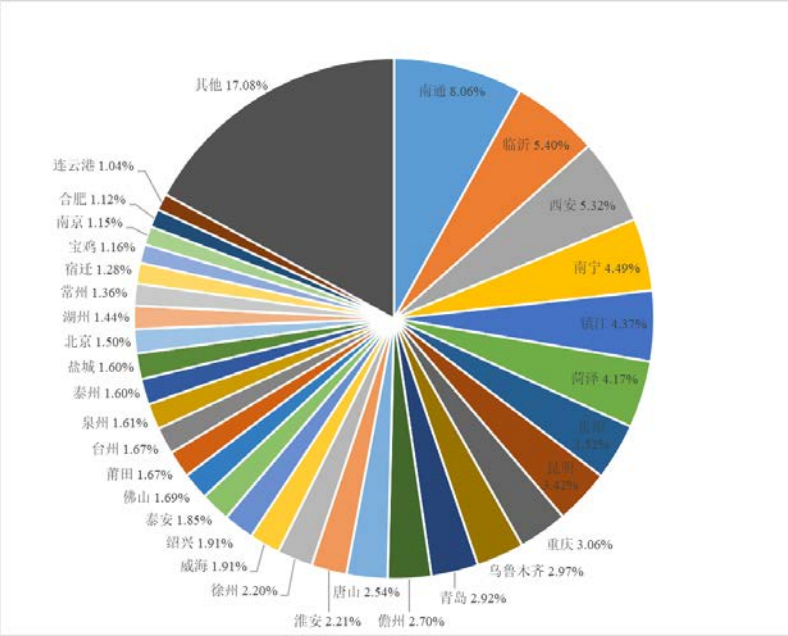
表 7　2018－2020 年公司房地产项目拿地情况（单位：幅、万平方米、亿元、元/平方米）

时间	拿地幅数	总建筑面积	权益建筑面积	总支出金额	权益支出金额	拿地楼面均价
2018 年	106	1595	843	694	357	4351.10
2019 年	77	998	687	520	374	5207.67
2020 年	107	1523	866	762	443	5001.77

注：公司拿地楼面均价为全口径，为总支出金额/总建筑面积
资料来源：公司提供

截至2020年底，公司拟建土储权益建筑面积合计859.04万平方米，其中位于一二线城市的占47.66%，三四线城市占52.34%（其中长三角三四线城市占总土储的17.43%），从城市分布上来看，公司土地储备中位于经济一般城市的比例较高，需关注其去化速度。

图 2　截至 2020 年底公司拟建土储分布情况



注：1. 占比 1%以下的城市合并入其他；2. 按公司所有持股项目的权益建筑面积统计
资料来源：公司提供，联合资信整理

项目开发方面，公司继续以高周转为导向，新开工面积继续保持在较大规模，同时竣工力度大幅加大，期末在建面积同比下降。

截至2020年底，公司全口径在建项目272个，按权益建筑面积计算，一二线城市占55.76%，三四线城市占44.24%；规划总投资5093.53亿元，已投资3793.58亿元，按公司权益比例计算，尚需权益投资支出812.71亿元。

表8　2018－2020年公司房地产开发情况

（单位：万平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
当期新开工面积	340	1406	1357
当期竣工面积	380	946	1349
期末在建面积	2807	3294	3042

注：表中数据按全口径统计，包含未并表的合作开发项目；期末在建面积包括停复工情况
资料来源：公司提供

销售方面，2020 年公司全口径签约销售面积同比增长 9.38%，全口径销售金额同比增长

14.17%，权益销售金额占全口径销售金额的60.44%。

表 9　2018－2020 年公司房地产销售情况
（单位：万平方米、亿元、元/平方米、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
全口径签约销售面积	1144.37	1540.74	1685.32
权益口径签约销售面积	/	/	1007.83
全口径签约销售金额	1466.07	1960.51	2238.27
权益口径签约销售金额	/	/	1352.88
全口径签约销售均价	12811.24	12724.47	13280.96
权益口径签约销售均价	/	/	13423.65
全口径回款金额	1264.80	1647.43	1902.98
全口径回款率	86.27	84.03	85.02
结转收入面积	241.36	478.29	447.46
结转收入	270.78	511.27	577.12

注：回款率统计包含跨期回款
资料来源：公司提供

截至2020年底，公司在售项目权益已售面积3547.24万平方米，剩余权益可售面积1479.72万平方米，在售项目剩余可售面积可满足1.5年销售需求。剩余权益可售面积中，一二线城市占50.31%，三四线城市占49.69%。

3．建筑施工业务

2020 年，建筑施工业务收入同比变化不大。建筑施工业务收入为公司重要收入来源，受益于房产类施工业务订单金额增长，建筑施工业务签约规模持续增长。

2020 年，公司建筑施工板块总收入和毛利率同比变化不大。

表 10　2018－2020 年建筑板块收入情况（单位：亿元、%）

类别	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房建工程-房产类	93.66	61.46	10.87	134.33	60.57	9.27	121.69	54.82	8.23
房建工程-公建类	40.26	26.42	9.23	60.97	27.49	8.81	71.78	32.34	8.19
机电设备安装	15.11	9.91	20.91	23.27	10.49	20.80	27.50	12.39	11.77
其他	3.37	2.21	17.80	3.20	1.44	6.56	0.99	0.45	7.08
合计	**152.40**	**100.00**	**11.59**	**221.77**	**100.00**	**9.00**	**221.97**	**100.00**	**8.65**

注：上述收入中含有自建房地产项目收入
资料来源：公司提供

2020 年，公司建筑施工业务新签合同额同比增长 10.47%，增长主要来自房产类施工业务，主要系房产类回款效率优于公建类，公司调整战略规划，着力发展房产类施工业务所致。

表 11　2018－2020 年公司建筑施工业务新签合同情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
房建工程施工业务	354.71	260.72	293.07
其中：房产类施工业务	147.99	178.21	209.21
公建类施工业务	187.70	82.51	83.87
机电设备安装	19.01	12.73	11.57
其他	11.79	4.33	2.22
合计	**366.50**	**277.78**	**306.86**

资料来源：公司提供

4．自持物业

2020 年，公司个别自持物业受疫情影响较大，收入同比有较大幅度下降。

2020 年，公司酒店和商业物业收入同比下降 21.80%，主要系南通中南百货购物中心收入大幅下降所致。南通中南百货购物中心租金按商铺的销售金额和利润提成，受疫情影响较大，而公司其他购物中心每年按固定租金收取，因此受疫情影响较小。公司旗下酒店均为五星级酒店，价格较高，且远离市区，因此入住率仍不高。

表 12　公司酒店及商业物业情况

（单位：万平方米、万元、%）

项目名称	建筑面积	开业时间	2019 年		2020 年	
			出租率/入住率	营业收入	出租率/入住率	营业收入
南通中南城购物中心	16.50	2011 年	100	10476	100	11135
南通中南百货购物中心	9.40	2014 年	100	12273	100	4681
盐城中南城购物中心	15.50	2014 年	100	6983	100	7458
海门中南城购物中心	9.10	2016 年	94	1863	85	1567
南通金石国际酒店	14.00	2011 年	65	8988	50	6444
青岛金石国际酒店	3.60	2016 年	57	3198	43	2364
南通滨海金石国际酒店	2.60	2017 年	42	1080	42	1029
文昌金石国际酒店	5.03	2018 年	51	1753	55	1775
合计	**75.73**	--	--	**46614**	--	**36453**

资料来源：公司提供

5．经营效率

2020 年，公司经营效率指标小幅下降。

2020 年，公司流动资产周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 0.28 次、0.37 次和 0.24 次，较上年分别下降 0.02 次、0.03 次和 0.03 次。

6．未来发展

公司未来战略结合当前行业环境与公司自身经营现状，能够支持公司的可持续发展。

2021 年公司房地产业务将在继续以客户为中心，坚持大众主流住宅产品定位，健康住宅的核心理念，深入推进标准化，提升产品质量，提高运营周转效率基础上，适度控制规模增速，扩大多元化投资探索，提高土地储备弹性。公司将努力实现房地产业务合同销售合理增长，确保预售资源竣工和收入确认，增加资产实力，优化资产负债表，提升信用评级，降低融资成本，尽快实现“三道红线”全部绿档。

公司建筑业务将继续提升能力优化经营质量，加快转型升级，智慧建造、绿色施工，抓住新的市场机遇。

八、财务分析

1．财务概况

公司2020年合并财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，后者出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2021 年 1－3 月财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及应用指南、解释及其他有关规定编制。公司自 2020 年 1 月 1 日起执行财政部于 2017 年颁布的《企业会计准则第 14 号——收入（修订）》，将与基建建设、部分制造与安装业务及提供劳务相关、不满足无条件收款权的已完工未结算计入合同资产；将与销售商品相关的合同取得成本计入其他流动资产；将与基建建设、部分制造与安装业务相关的已结算未完工、销售商品及与提供劳务相关的预收款项重分类至合同负债；将待执行的亏损合同计入预计负债。

从合并范围变化来看，2020 年，新纳入合并范围子公司 250 家，不再纳入合并范围子公司 18 家。公司合并范围变化较大，但主要为新设子公司，规模占比不大，且公司主营业务未发生重大变化，财务数据可比性较强。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 3592.53 亿元，所有者权益 483.63 亿元（含少数股东权益 196.62 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 786.01 亿元，利润总额 105.17 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 3602.38 亿元，所有者权益 505.21 亿元（含少数股东权益 210.36 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 143.49 亿元，利润总额 12.26 亿元。

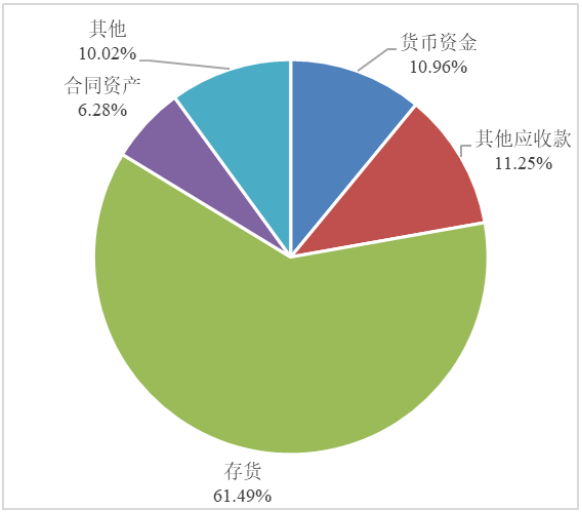
2．资产质量

随着存货增加，公司资产规模继续保持较快上升，资产中流动资产占比高，主要为存货，存货在三四线城市的项目占比较高；建筑施工业务和 PPP 项目对公司资金占用较多；随着合作开发力度加大，公司长期股权投资快速增长；资产受限程度一般。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 3592.53 亿元，较上年底增长 23.64%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 83.46%，非流动资产占 16.54%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司流动资产 2998.22 亿元，较上年底增长 18.77%，主要系存货增加所致。公司流动资产构成如下图。

图3　截至2020年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司货币资金 328.61 亿元，较上年底增长 29.32%，主要系经营活动和筹资活动净流入所致。货币资金中有 84.46 亿元受限资金（包含预售监管户资金），受限比例为 25.70%，受限比例一般。

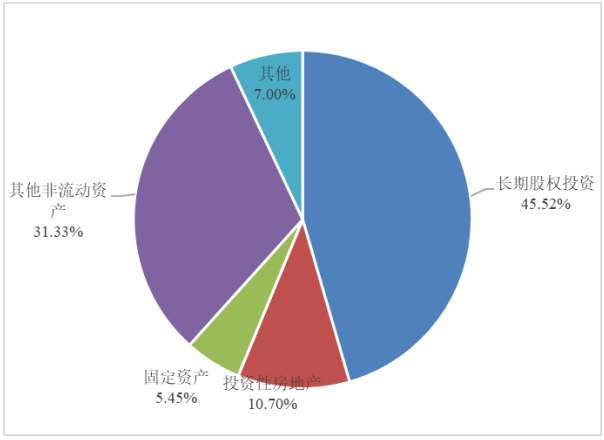
截至 2020 年底，公司其他应收款 337.20 亿元，较上年底增长 13.17%，主要系公司合作项目较多，应收合作方款项增加所致。

截至 2020 年底，公司存货 1843.75 亿元，较上年底增长 11.35%，主要系持续拿地和建设投入所致。存货中开发成本占 91.45%，存货累计计提跌价准备 5.99 亿元，计提比例为 0.32%。公司产品毛利率不高，可售在三四线城市占比较高，存在一定的跌价风险。

因执行新收入准则，公司将与基建建设、部分制造与安装业务及提供劳务相关、不满足无条件收款权的已完工未结算计入合同资产（但账期较长的划入其他非流动资产）。合同资产主要为建筑板块的在施工项目以及 PPP 项目土地及工程款。截至 2020 年底，公司合同资产（流动资产部分）188.25 亿元。合同资产累计计提减值准备 3.22 亿元，计提比例 1.68%。合同资产占用了公司较多资金。

截至 2020 年底，公司非流动资产 594.31 亿元，较上年底增长 55.84%，主要系长期股权投资和其他非流动资产增加所致。公司非流动资产构成如下图。

图4　截至2020年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司长期股权投资 270.55 亿元，较上年底增长 100.61%，主要系表外合作项目增加所致。

截至 2020 年底，公司投资性房地产 63.61 亿元，较上年底增长 43.93%，主要系存货转入所致。2020 年，投资性房地产公允价值变动收益 2.85 亿元。

截至 2020 年底，公司固定资产 32.36 亿元，较上年底下降 0.93%，较上年底变化不大。固定资产为房屋及建筑物（占 93.14%），累计计提折旧 16.04 亿元；固定资产成新率 66.86%。

截至 2020 年底，公司其他非流动资产

186.20 亿元，主要为 PPP 项目土地及工程款。

截至 2020 年底，公司受限资产占总资产比例为 22.14%，受限程度一般。此外公司有被质押公司子公司股权，抵押价值合计 82.98 亿元。

表13　截至2020年底公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	84.46	保证金存款、质押借款等
存货	587.93	抵押借款、质押借款等
投资性房地产	56.13	抵押借款
固定资产	23.97	抵押借款
无形资产	0.23	质押借款
应收款项	4.2	保理借款、质押借款
其他非流动资产	38.56	抵押借款、质押借款
合计	**795.48**	--

资料来源：公司年报

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 3602.38 亿元，较上年底增长 0.27%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 82.46%，非流动资产占 17.54%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 负债及所有者权益

（1）所有者权益

随着合作开发力度加大和利润的留存，公司少数股东权益和未分配利润快速增长，在所有者权益中的占比较高，权益稳定性较弱。

截至 2020 年底，公司所有者权益 483.63 亿元，较上年底增长 80.31%，主要系少数股东权益和未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 59.34%，少数股东权益占比为 40.66%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 7.90%、6.73%、2.48%和 40.09%。所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，权益稳定性较弱。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 505.21 亿元，较上年底增长 4.46%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 58.36%，少数股东权益占比为 41.64%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 7.57%、6.52%、2.37%和 39.73%。所有者权益结构稳定性依然较弱。

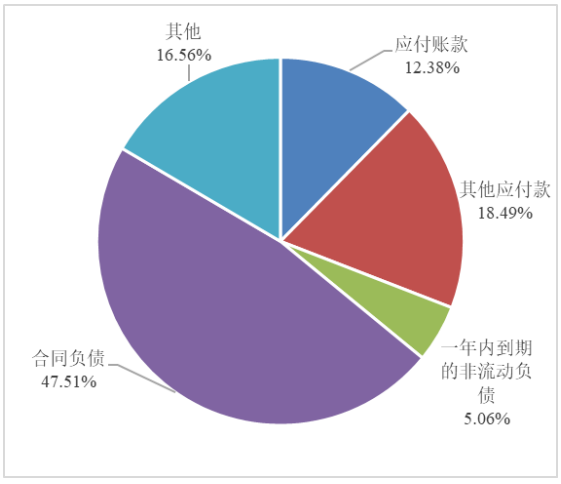
（2）负债

随着经营规模的扩大，公司负债总额继续增加，流动负债占比高，但主要为合同负债，符合地产企业报表特点；借款中信用借款很少；债务指标较上年有明显改善，但公司表外项目较多，有一定体量的表外债务；融资渠道中非银占比下降，各融资渠道利率区间有所下行；有息债务在 2021 年和 2022 年到期规模较大。截至 2020 年底，公司“三条红线”指标中 2 条未达标，未来新增融资空间有限。

截至 2020 年底，公司负债总额 3108.90 亿元，较上年底增长 17.87%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 81.44%，非流动负债占 18.56%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司流动负债 2532.01 亿元，较上年底增长 17.00%，主要系合同负债增长所致。公司流动负债构成如下图所示。

图5　截至2020年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司应付账款 313.36 亿元，较上年底增长 31.71%，主要系工程货款增加所致。应付账款账龄 1 年以上的 3.49 亿元，总体账龄较短。

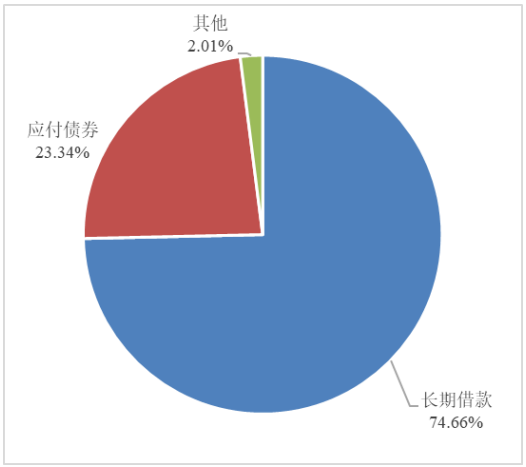
截至 2020 年底，公司其他应付款（合计）468.34 亿元，较上年底增长 74.53%，主要系往来款增加所致。

截至 2020 年底，公司合同负债 1202.91 亿元，较上年底的预收款项下降 2.49%。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 128.14 亿元，较上年底增长 15.10%。

截至 2020 年底，公司非流动负债 576.90 亿元，较上年底增长 21.88%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债构成如下图所示。

图6　截至2020年底公司非流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司长期借款 430.69 亿元，较上年底增长 19.61%，主要系地产项目增长，融资需求增加所致。长期借款中信用借款占 0.42%，其余为保证、质押、抵押借款 [3]。

截至 2020 年底，公司应付债券 134.62 亿元，较上年底增长 29.99%，主要系当年发行公司债和中期票据所致。

截至 2020 年底，公司全部债务较上年底增长 11.15%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占 37.65%，长期债务占 62.35%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底均有所下降。公司表内债务指标改善明显，但公司表外项目较多，有一定体量的表外债务。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 3097.17 亿元，较上年底下降 0.38%，较上年底变化不大。其中，流动负债占 80.40%，非流动负债占 19.60%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

表 14　公司有息债务规模及债务指标情况

（单位：亿元、%）

科目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期债务	271.79	352.14	341.42	323.79
长期债务	399.28	463.62	565.31	583.32
全部债务	671.08	815.76	906.73	907.12
资产负债率	91.69	90.77	86.54	85.98
全部债务资本化比率	77.40	75.26	65.22	64.23
长期债务资本化比率	67.18	63.36	53.89	53.59

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

表 15　截至 2020 年底公司有息债务剩余期限分布情况

（单位：亿元）

项目	2021 年到期	2022 年到期	2023 年到期	2024 年及以后到期	小计
短期借款	105.57	--	--	--	**105.57**
应付票据	107.72	--	--	--	**107.72**
一年内到期的非流动负债	128.14	--	--	--	**128.14**
长期借款	--	214.67	86.47	129.55	**430.69**
应付债券（若行权时全部回售）	81.31	45.34	7.96	--	**134.62**
应付债券（若行权时全部不回售）	--	66.04	21.76	46.83	**134.62**
合计（若行权时全部回售）	**422.74**	**260.01**	**94.43**	**129.55**	**906.73**
合计（若行权时全部不回售）	**341.43**	**280.71**	**108.23**	**176.38**	**906.73**

资料来源：公司提供，联合评级整理

此外，在房地产行业融资收紧的环境下，公司近年进行债务结构优化，主动或被动地减少了非银类借款占比，2020 年公司各融资渠道借款利率区间较上年有一定下移。

[3] 长期借款分类统计包含一年内到期长期借款

表 16　公司融资方式及利率水平

（单位：亿元、%）

融资途径	2018 年			2019 年			2020 年		
	余额	占比	成本区间	余额	占比	成本区间	余额	占比	成本区间
银行贷款	302.02	52.12	4.07~10.00	387.26	55.38	3.20~10.00	413.08	51.70	3.00~8.50
非银借款	170.49	29.42	7.27~13.50	188.41	26.95	4.35~13.50	175.17	21.92	2.54~12.50
债券等债务融资工具	106.91	18.45	6.00~7.99	123.56	17.67	7.30~10.88	210.76	26.38	6.80~10.88
合计	**579.42**	**100.00**	--	**699.23**	**100.00**	--	**799.01**	**100.00**	--

资料来源：公司年报

4．盈利能力

2020 年，公司营业收入和利润同比增长，随着表外项目的增加，投资收益在公司利润中占比较大；销售毛利率和总资产收益率与同业公司相比依然不佳，但公司财务杠杆较高，净资产收益率依然较高。

2020 年，公司实现营业收入 786.01 亿元，同比增长 9.43%；营业利润率为 14.80%，同比提高 0.67 个百分点，变化不大；利润总额 105.17 亿元，同比增长 70.86%，主要系表外合作项目增加，投资收益大幅增加所致。

2020 年，公司费用总额为 51.61 亿元，同比下降 3.62%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 33.52%、54.65%、1.18%和 10.65%。其中，销售费用为 17.30 亿元，同比增长 18.28%，主要系市场变化，销售难度增加所致；管理费用为 28.21 亿元，同比下降 12.30%，主要系人员效率提升所致；财务费用为 5.50 亿元，同比下降 18.55%，主要系融资成本有所降低以及汇兑损益增加所致。

2020 年，公司实现投资收益 42.90 亿元，同比增长 105.08%，主要系联合营项目增加所致，投资收益占营业利润比重为 40.21%，对营业利润影响较大。投资收益主要来自联合营房地产项目，可持续性较强。

2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 6.11%、16.14%，同比分别提高 1.38 个百分点、下降 1.10 个百分点。从与同业公司对比来看，公司销售毛利率和总资产报酬率处于下游水平，净资产收益率处于上游水平。

表 17　2020 年公司与同业公司盈利指标对比

（单位：%）

证券名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
新城控股	23.50	4.61	34.28
阳光城	20.06	2.83	18.18
金地集团	32.86	5.28	18.64
万科 A	29.25	4.65	20.13
公司	**17.29**	**3.38**	**28.23**

注：上述指标均源自 Wind，与联合资信在上述指标计算上存在差异

资料来源：Wind

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 143.49 亿元，同比增长 23.86%；营业利润率为 18.03%，同比下降 2.54 个百分点，同比变化不大；实现利润总额 12.26 亿元，同比增长 20.39%。

5．现金流

2020 年，公司经营活动依然保持净流入，投资活动依然保持净流出，且规模较上年变化不大；筹资活动前现金流为净流出，公司依然有较大的外部筹资需求。

表 18　公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	971.45	1109.70	1293.15	262.43
经营活动现金流出小计	777.14	1027.74	1208.47	243.90
经营现金流量净额	**194.32**	**81.96**	**84.67**	**18.54**
投资活动现金流入小计	118.23	307.20	39.98	2.16
投资活动现金流出小计	244.73	441.01	179.08	28.01
投资活动现金流量净额	**-126.50**	**-133.81**	**-139.10**	**-25.85**
筹资活动前现金流量净额	**67.82**	**-51.84**	**-54.42**	**-7.32**
筹资活动现金流入小计	435.41	635.22	851.47	166.63
筹资活动现金流出小计	475.83	554.64	714.31	187.29

筹资活动现金流量净额	-40.42	80.59	137.17	-20.66

资料来源：公司审计报告

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入同比增长 16.53%，主要系销售回款增加所致；经营活动现金流出同比增长 17.59%，主要系在建项目增加，建设支出增加所致。2020 年，公司经营活动现金依然为净流入，同比增长 3.31%。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入同比下降 86.98%，投资活动现金流出同比下降 59.39%，主要系 2020 年起公司将期限短、循环购买的理财产品按净额列入投资活动所致。2020 年，公司投资活动现金流依然为净流出。

2020 年，公司筹资活动前现金流量净额依然为负，净流出规模较上年变化不大。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流依然为净流入，净流入规模同比增长 70.21%。

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金流依然为净流入，投资活动现金流为净流出，但筹资活动现金流转负。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较弱。考虑到公司经营规模排名在行业前列，土储规模较大，公司整体偿债能力很强。

表 19 公司偿债能力指标（单位：%、倍、亿元）

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期偿债能力指标	流动比率	121.00	116.64	118.41	119.29
	速动比率	43.91	40.13	45.60	43.83
	现金类资产/短期债务	0.79	0.80	1.04	0.94
长期偿债能力指标	EBITDA	40.17	72.67	118.21	--
	EBITDA 利息倍数	0.81	1.14	1.71	--
	全部债务/EBITDA	16.75	11.23	7.67	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，2020 年底及 2021 年 3 月底，公司流动比率较 2019 年持续提升；速动比率波动提升；现金类资产对短期债务的覆盖波动提升。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 同比增长 62.67%。从构成看，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 5.82%）和利润总额（占 88.97%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数提高至 1.71 倍，但覆盖倍数仍较低；全部债务/EBITDA 大幅下降至 7.67 倍，但 EBITDA 对全部债务的覆盖程度较低。整体看，公司长期债务偿债能力较弱。

截至 2020 年底，公司共获得银行授信 1725 亿元，已使用 413 亿元，尚未使用授信额度 1312 亿元，间接融资渠道通畅。

截至 2020 年底，除对购房人的按揭担保外，公司对外担保余额为 130.29 亿元，主要为对房地产合作项目公司的担保，占公司所有者权益的 26.94%；被担保合作项目公司主要位于长三角地区，区域经济和房地产市场景气度较高，代偿风险一般。

截至 2020 年底，公司作为被告的金额超过 1000 万元的重大诉讼共 15 件，总案值 4.15 亿元，与公司资产规模相比，公司未决诉讼规模不大。

7. 母公司财务分析

母公司资产构成主要以子公司往来款以及持有的子公司股权为主，账面货币资金规模尚可；债务负担一般，投资收益为其主要利润来源。

截至 2020 年底，母公司资产总额 1599.78 亿元，较上年底增长 22.60%。其中，流动资产 1365.93 亿元（占比 85.38%），其中货币资金

31.60 亿元。非流动资产 233.85 亿元（占比 14.62%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 97.62%）构成。非流动资产主要由长期股权投资（占 94.81%）构成。截至 2020 年底，母公司货币资金为 31.60 亿元。

截至 2020 年底，母公司负债总额 1461.56 亿元，较上年底增长 25.32%。其中，流动负债 1341.04 亿元（占比 91.75%），非流动负债 120.52 亿元（占比 8.25%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 94.51%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 5.52%）、应付债券（占 94.18%）构成。

截至 2020 年底，母公司全部债务 192.65 亿元。其中，短期债务占 37.63%、长期债务占 62.37%。截至 2020 年底，母公司短期债务为 72.50 亿元。截至 2020 年底，母公司全部债务资本化比率 58.23%，母公司债务负担一般。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 138.22 亿元，较上年底下降 0.28%。在所有者权益中，实收资本为 38.21 亿元（占 27.65%）、资本公积合计 63.36 亿元（占 45.84%）、未分配利润合计 30.38 亿元（占 21.98%）、盈余公积合计 6.27 亿元（占 4.54%）。母公司所有者权益稳定性较强。

2020 年，母公司营业收入为 5.21 亿元，利润总额为 5.43 亿元。同期，母公司投资收益为 6.08 亿元。

现金流方面，截至 2020 年底，公司母公司经营活动现金流净额为 68.96 亿元，投资活动现金流净额 7.35 亿元，筹资活动现金流净额-55.39 亿元。

截至 2020 年底，母公司资产占合并口径的 44.53%；母公司负债占合并口径的 47.01%；母公司所有者权益占合并口径的 28.58%；母公司营业收入占合并口径的 0.66%；母公司利润总额占合并口径的 5.16%；母公司全部债务占合并口径的 21.24%。

九、存续期内债券偿还能力分析

截至2021年3月底，公司存续债券的短期偿债压力较小。

截至2021年3月底，公司存续债券余额共99.04亿元。其中2021年到期的应付债券为“16中南02”“17中南02”和“20中南建设SCP001”，合计20.23亿元。此外，公司2024年需兑付的债券总额为38.00亿元，达到单年偿还债券的峰值。公司对存续债券保障情况如下表：

表 20　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

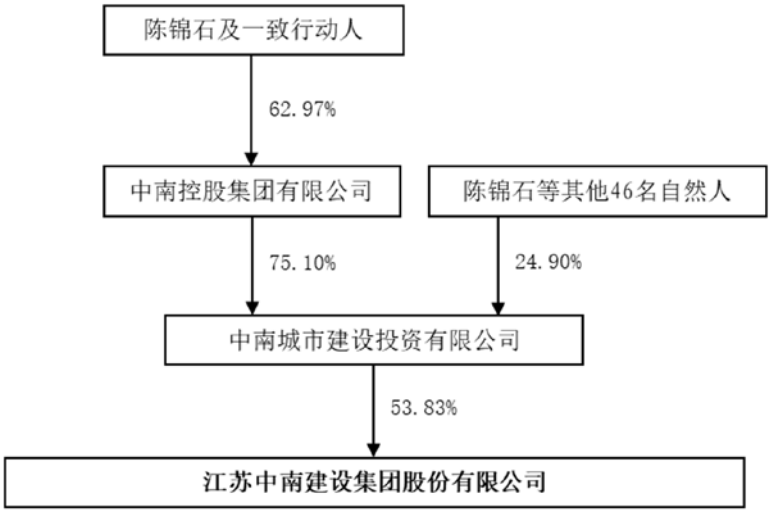
项 目	指标值
本年度到期债券余额	20.23
未来待偿债券本金峰值	38.00
现金类资产/一年内到期债券余额	14.06
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	34.03
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	2.23
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	3.11

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月底），未剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十、结论

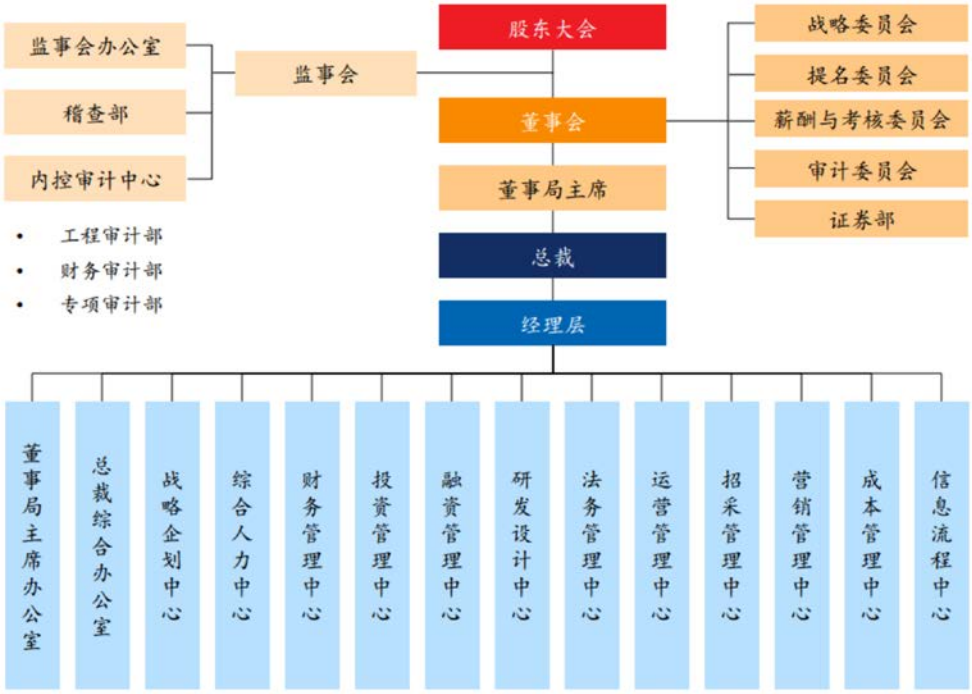
综上，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，维持“19中南03”“20中南01”和“20中南02”的债项信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年底江苏中南建设集团股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底江苏中南建设集团股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底江苏中南建设集团股份有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	持股比例（%）	表决权比例（%）	注册资本（万元）	主要业务
1	江苏中南建筑产业集团有限责任公司	100.00	100.00	800000	建筑施工
2	南通中南新世界中心开发有限公司	100.00	100.00	100100	房地产开发
3	常熟中南世纪城房地产开发有限公司	99.90	100.00	30030	房地产开发
4	西安中南嘉丰置业有限公司	100.00	100.00	1000	房地产开发
5	盐城中南世纪城房地产投资有限公司	99.90	100.00	50000	房地产开发
6	青岛海湾新城房地产开发有限公司	100.00	100.00	9000	房地产开发
7	海门中南世纪城开发有限公司	100.00	100.00	35000	房地产开发
8	南充世纪城（中南）房地产开发有限责任公司	100.00	100.00	19620	房地产开发
9	南通中南世纪花城投资有限公司	100.00	100.00	20000	房地产开发

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	215.54	283.18	355.26	304.47
资产总额（亿元）	2356.94	2905.71	3592.53	3602.38
所有者权益（亿元）	195.93	268.23	483.63	505.21
短期债务（亿元）	271.79	352.14	341.42	323.79
长期债务（亿元）	401.09	463.78	565.31	583.32
全部债务（亿元）	672.88	815.92	906.73	907.12
营业收入（亿元）	401.10	718.31	786.01	143.49
利润总额（亿元）	30.50	61.55	105.17	12.26
EBITDA（亿元）	40.17	72.67	118.21	--
经营性净现金流（亿元）	194.32	81.96	84.67	18.54
财务指标				
流动资产周转次数（次）	0.21	0.31	0.28	--
存货周转次数（次）	0.26	0.40	0.37	--
总资产周转次数（次）	0.19	0.27	0.24	--
现金收入比（%）	224.94	109.50	113.21	135.24
营业利润率（%）	15.94	14.13	14.80	18.03
总资本收益率（%）	3.29	4.73	6.11	--
净资产收益率（%）	11.80	17.23	16.14	--
长期债务资本化比率（%）	67.18	63.36	53.89	53.59
全部债务资本化比率（%）	77.45	75.26	65.22	64.23
资产负债率（%）	91.69	90.77	86.54	85.98
流动比率（%）	121.00	116.64	118.41	119.29
速动比率（%）	43.91	40.13	45.60	43.83
经营现金流动负债比（%）	11.10	3.79	3.34	--
现金短期债务比（倍）	0.79	0.80	1.04	0.94
EBITDA 利息倍数（倍）	0.81	1.14	1.71	--
全部债务/EBITDA（倍）	16.75	11.23	7.67	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. 长期应付款计入长期债务计算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	7.44	23.17	31.60	4.91
资产总额（亿元）	1164.21	1304.84	1599.78	1598.35
所有者权益（亿元）	135.30	138.60	138.22	137.00
短期债务（亿元）	65.12	86.31	72.50	46.57
长期债务（亿元）	172.47	123.96	120.15	130.79
全部债务（亿元）	237.59	210.27	192.65	177.37
营业收入（亿元）	13.52	1.03	5.21	0.10
利润总额（亿元）	36.04	3.75	5.43	-1.26
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-10.96	118.06	68.96	-10.79
财务指标				
流动资产周转次数（次）	0.01	0.00	0.00	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	0.00	106.44	5.76
营业利润率（%）	99.31	91.43	97.58	78.53
总资本收益率（%）	9.67	1.08	1.64	--
净资产收益率（%）	26.64	2.71	3.93	--
长期债务资本化比率（%）	56.04	47.21	46.50	48.84
全部债务资本化比率（%）	63.72	60.27	58.23	56.42
资产负债率（%）	88.38	89.38	91.36	91.43
流动比率（%）	112.01	103.21	101.86	102.58
速动比率（%）	112.01	103.21	101.86	102.58
经营现金流动负债比（%）	-1.28	11.33	5.14	--
现金短期债务比（倍）	0.11	0.27	0.44	0.11
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. /代表有数据未能获取，无法计算，*代表分母为 0 无意义

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
流动资产周转次数	营业收入/平均流动资产总额
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“−”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
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，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。