跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1344 号

江苏中南建设集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“19 中南 03”、“20 中南 01”和“20 中南 02”进行跟踪评级，确定：

江苏中南建设集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

江苏中南建设集团股份有限公司公开发行的“19 中南 03”、“20 中南 01”和“20 中南 02”信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

江苏中南建设集团股份有限公司
公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
19 中南 03	10.00 亿元	4 年（2+2）	AA+	AA+	2019.6.14
20 中南 01	8.00 亿元	4 年（2+2）	AA+	AA+	2019.6.14
20 中南 02	9.00 亿元	5 年（3+2）	AA+	AA+	2019.6.14

跟踪评级时间：2020 年 6 月 10 日

主要财务数据：

发行人-江苏中南建设集团股份有限公司

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1,768.96	2,356.94	2,905.71	3,025.03
所有者权益（亿元）	180.16	195.93	268.23	317.93
长期债务（亿元）	404.61	401.09	463.78	511.01
全部债务（亿元）	577.45	672.88	815.92	855.37
营业收入（亿元）	305.52	401.10	718.31	115.85
净利润（亿元）	6.22	23.13	46.23	7.44
EBITDA（亿元）	15.93	40.17	72.67	--
经营性净现金流（亿元）	-29.38	194.32	81.96	3.16
营业利润率（%）	11.47	15.94	14.13	20.57
净资产收益率（%）	3.64	12.30	19.92	--
资产负债率（%）	89.82	91.69	90.77	89.49
全部债务资本化比率（%）	76.22	77.45	75.26	72.90
流动比率（倍）	1.40	1.21	1.17	1.20
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.06	0.09	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.46	0.81	1.14	--
EBITDA/待偿本金合计（倍	0.59	1.49	2.69	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 公司 2020 年 1－3 月数据未经审计，相关指标未年化；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；4. 2017－2019 年及 2020 年 1－3 月公司长期应付款的有息部分计入长期债务

评级观点

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，其房地产业务利润规模有所增长，土地储备充裕，在建项目规模进一步扩大，签约销售规模快速增长，对未来收入确认提供支持。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）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，在建项目未来面临一定的资本支出压力，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，以及建筑施工业务规模的不断拓展，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“19 中南03”“20中南01”和“20中南02”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1．**房地产销售排名处于行业前列，签约销售规模增长较快。**2019 年，公司房地产销售排名处于行业前列，公司签约销售规模增长较快，销售规模较大。

2．**在建项目规模较大。**公司在建项目规模较大，项目储备充足。截至 2019 年底，公司土地储备 785.10 万平方米，期末在建面积 3,293.96 万平方米，项目储备较充足。

3．**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。2019 年，公司销售回款有所提升。

关注

1．**毛利率水平较低。**2019 年，由于公司拿地成本提升，公司房地产业务毛利率有所下降，仍处于行业较低水平。

2．**公司货币资金规模较小，且受限比例较高。**相对于公司的短期债务及应付账款规模而言，公司的货币资金规模较小，且受限比例较高。

3．**公司部分房地产项目存在去化压力。**2019 年，公司新开工面积大幅提高且高于销售面积增幅，同时考虑到公司房地产业务在三、四线城市占比较高，公司去化压力加大。

4．**面临一定的资本支出压力。**公司在建面积快速增长，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，公司面临一定的资本支出压力，融资需求较强。

5．**债务负担重且存在集中偿付压力。**公司债务负担重，债务规模持续增长，且面临一定的短期集中偿付压力，同时长期偿债能力指标表现较差。

分析师

卢　瑞　登记编号（R0040219010003）
王　臻　登记编号（R0040219080002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

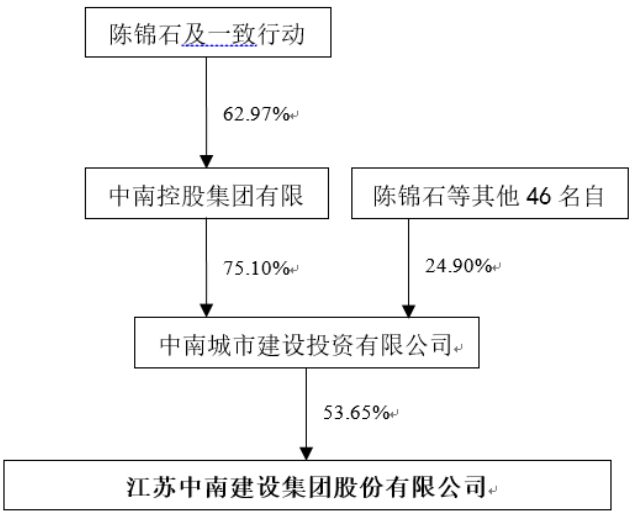
联合信用评级有限公司

一、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9,000万股股份（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 3 月底，公司股本总额为 376,347.18 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 53.65%），实际控制人为陈锦石及一致行动人。截至 2020 年 5 月 17 日，公司所有股票中有 136,737.749 万股被质押，质押比例 36.33%。

图 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019 年，公司经营范围未发生变化。截至 2019 年底，公司拥有在职员工 17,687 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 2,905.71 亿元，负债合计 2,637.48 亿元，所有者权益 268.23 亿元，其中归属于母公司所有者权益 214.39 亿元。2019 年，公司实现营业收入 718.31 亿元，净利润 46.23 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 41.63 亿元；经营活动产生的现金流量净额 81.96 亿元，现金及现金等价物净增加额 28.57 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 3,025.03 亿元，负债合计 2,707.10 亿元，所有者权益 317.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益 221.49 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 115.85 亿元，净利润 7.44 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.16 亿元，现金及现金等价物净增加额 19.85 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。

二、债券发行及募集资金使用情况

1. 19 中南 03

江苏中南建设集团股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“19 中南 03”），证券代码为 112997.SZ，发行起始日期为 2019 年 11 月 20 日。本次债券实际发行总额为 10.00 亿元，期限为 4 年，计息期限为自 2019 年 11 月 22 日起至 2023 年 11 月 22 日止；票面利率为 7.60%，第 2 年末附公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。截至 2019 年底，“19 中南 03”的募集资金用途与募集说明书一致。

截至 2020 年 3 月底，“19 中南 03”尚未到第一个付息日。

2. 20 中南 01

江苏中南建设集团股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（疫情防控债）（品种一）（以下简称“20 中南 01”），证券代码为 149050.SZ，发行起始日期为 2020 年 3 月 4 日。本次债券实际发行总额为 8.00 亿元，期限为 4 年，计息期限为自 2020 年 3 月 6 日起至 2024 年 3 月 6 日止；票面利率为 6.80%，第 2 年末附公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券将不低于发行规模的 10%用于支持疫情防护防控相关业务，包括专项用于建设医院 PPP 项目，以支持项目当地医疗基础设施建设，增强项目当地防御疫情的能力等；其余募集资金用于偿还投资者回售的“18 中南 01”公司债券。截至 2019 年底，“20 中南 01”的募集资金用途与募集说明书一致。

截至 2020 年 3 月底，“20 中南 01”尚未到第一个付息日。

3. 20 中南 02

江苏中南建设集团股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（疫情防控债）（品种二）（以下简称“20 中南 02”），证券代码为 149051.SZ，发行起始日期为 2020 年 3 月 4 日。本次债券实际发行总额为 9.00 亿元，期限为 5 年，计息期限为自 2020 年 3 月 6 日起至 2025 年 3 月 6 日止；票面利率为 7.40%，第 3 年末附公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券将不低于发行规模的 10%用于支持疫情防护防控相关业务，包括专项用于建设医院 PPP 项目，以支持项目当地医疗基础设施建设，增强项目当地防御疫情的能力等；其余募集资金用于偿还投资者回售的“18 中南 01”公司债券。截至 2019 年底，“20 中南 02”的募集资金用途与募集说明书一致。

截至 2020 年 3 月底，“20 中南 02”尚未到第一个付息日。

表1　本报告所跟踪公司债券相关情况（单位：亿元、%）

债券简称	证券代码	发行规模	债券余额	期限	票面利率（当期）
19 中南 03	112997.SZ	10.00	10.00	4 年（2+2）	7.60
20 中南 01	149050.SZ	8.00	8.00	4 年（2+2）	6.80
20 中南 02	149051.SZ	9.00	9.00	5 年（3+2）	7.40
合计	--	**27.00**	**27.00**	--	--

资料来源：Wind，联合评级整理

三、行业分析

公司目前主营业务以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

1. 行业概况

2019 年小阳春以来，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，叠加 2020 年突发疫情的影响，行业整体开发施工投资增速将有所放缓；土地市场趋于理性且内部出现结构性分化，融资边际性改善特征已出现但主基调仍然保持不变；销售呈现一定韧性、政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用，行业集中度继续提升。

2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2020 年 1－3 月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就 2020 年 3 月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中，全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，降幅较前两月收窄 8.60 个百分点。

土地供应方面，2019 年，全国 300 个城市土地成交面积、土地成交溢价率均同比微降。从全年市场来看，一季度全国土地市场供求同比下滑，出让金和楼面均价双双缩水，土拍趋冷；二季度市场出现短暂回暖，出让金同比增加过半；三四季度，土地市场持续低迷。分城市来看，一线城市供求同比走高，出让金总额增加，但楼面均价出现下滑；二线城市土拍政策不断完善，供给面积与成交面积均较上年有所提升，出让金及楼面均价同比走高，溢价率变化较小，整体保持稳定；三四线城市供地面积同比缩水，成交方面量跌价涨，溢价率下滑 2 个百分点。

资金来源方面，2019年，房地产开发企业到位资金178,608.59亿元，同比增长7.6%。其中，国内贷款同比增长5.10%，其中开发贷规模仍然呈现正增长但增速有所放缓，信托等非标产品2019年上半年增幅较大，但自2019年6月开始受非标融资调控影响明显大幅下滑；自筹资金同比增长4.20%，主要系随着行业到期及回售高峰期的来临，债券发行规模有所扩大所致；其他资金同比增长10.49%，主要系房地产开发企业加快回款以及个人按揭贷款逐步回归正常节奏的共同影响所致。2019年，房地产行业实施了全面的融资政策调控，但整体货币政策有边际改善的趋势。

市场供需方面，2019 年，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.10%，2018 年销售面积的历史高点基数效应导致 2019 年销售增速呈小幅负增长，而负增长逐月收窄体现了房地产开发企业加速去化的行业一致行为以及地区市场轮动为商品房销售面积带来的“韧性”；全国房地产销售金额为 159,725.12 亿元，同比增长 6.5%，主要系受前期土地市场价格增长所导致的成本因素驱动，同时房地产企业调整开盘区域增加售价较高的二线及核心三线城市楼盘的共同影响所致。若仅考虑住宅类商品房销售情况，住宅类商品房销售面积自 2019 年 8 月就结束了 2019 年以来的负增长，说明住宅类商品房的销售状况优于整体情况，商办类不及预期。

销售价格方面，2019 年，百城住宅价格指数同比增长 3.34%，增速继续放缓。其中，一线城市同比增速由年初的 0.40%小幅提升至 0.71%、二线城市同比增速由 7.08%下降至 4.24%、三线城市同比增速由 8.71%下降至 4.60%。

竞争格局方面，2019 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 26.28%和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%。据克而瑞统计，2019 年千亿房企阵营数量继续增加，再次呈现强者恒强局面。

2. 行业政策

2019年以来，政府继续坚持房住不炒、因城施策思路，推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展；同时，调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变。

2016 年下半年以来，此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。具体来看，中央层次中长期总基调不变，短期内随着宏观经济下行压力大，政府或会在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行逆周期微调，整体趋稳；调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变，2019 年以来政府对房地产企业的融资渠道进行全面管控，后续或将更加继续倚重新型城镇化、土地流转政策环境的创造、根据库存周期来调节土地供应量等“供给端”的修复手段。

表 2　2019 年以来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2019 年 3 月	两会政府工作报告指出房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落。
2019 年 4 月	银保监会指出继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019 年 7 月	中央政治局会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019 年 8 月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64 号，要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”
2019 年 9 月	全国人民代表大会主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正。
2019 年 11 月	央行强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019 年 12 月	中央经济工作会议提出坚持宏观和微观政策要稳、社会政策托底。坚持“房住不炒”，因城施策、“三稳”长效机制
2020 年 2 月	央行 2020 年金融市场工作电视电话会议指出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施政”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳发展
2020 年 2 月	疫情期间多次进行央行逆回购操作以释放流动性，并下调 LPR
2020 年 3 月	国务院发文试点用地审批权下放

资料来源：联合评级搜集整理

3. 行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，且2020年突发的新冠疫情形成了较大的负面冲击，行业违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房地产开发企业融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产开发企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产开发企业存续债务可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。此外，2020 年突发的新冠疫情对房地产行业销售甚至整个宏观经济都形成了较大的冲击，房企现金流吃紧，进一步加剧了行业违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

2019年以来两会及政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，房地产调

控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

行业兼并重组有向上趋势，后地产开发时代已来临

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，甚至部分高杠杆的大型房企也在加大资产抛售力度，行业整合趋势明显，“大鱼吃小鱼”已演化升级为“大鱼吃大鱼”。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

4. 未来发展

未来我国房地产集中度仍将继续提高，政策调控趋于长期化；行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间，2020年爆发的新冠疫情或将加速行业拐点的到来。

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要；同时，2020 年爆发的新冠疫情对行业及宏观经济形成一定负面冲击，或将加速行业拐点的到来。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头房地产开发企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产开发企业也会获得一定的生存空间。

四、管理分析

截至本次报告出具日，公司董事、监事和高级管理人员未发生重大变化，目前公司管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司营业收入呈持续增长态势，房地产开发业务收入占比进一步提升，但由于本年结转的毛利率较低的项目占比提升，公司房地产业务毛利率水平有所下降，且仍处于较低水平；建筑板块毛利率也有所下降；公司整体毛利率仍较低。

2019 年，公司业务仍以建筑施工、房地产开发和物业管理及其他业务为主。2019 年，公司实现营业收入 718.31 亿元（其中主营业务收入 712.98 亿元），同比增长 79.08%，主要系房地产项目结转规模大幅增长所致；实现净利润 46.23 亿元，同比增长 99.89%。公司收入和利润均保持了较快增长。

表 3　2017－2019 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

主营业务	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建筑施工	71.92	23.84	12.27	116.55	29.40	11.59	190.47	26.71	11.16
房地产开发	210.42	69.75	19.43	270.78	68.31	22.47	511.27	71.71	17.70
酒店及其他	19.34	6.41	-6.31	9.07	2.29	-0.86	11.24	1.58	54.96
合计	**301.68**	**100.00**	**16.07**	**396.40**	**100.00**	**18.74**	**712.98**	**100.00**	**16.54**

资料来源：公司提供

从收入构成看，房地产开发和建筑施工业务为公司主要的营业收入来源。2019 年，公司房地产

销售收入占主营业务收入的比重为 71.71%，同比提升 3.40 个百分点；公司建筑施工板块收入占比为 26.71%，同比下降 2.69 个百分点；公司物业酒店及其他业务收入占比为 1.58%，占比较小。

从毛利率上看，2019 年公司建筑施工业务毛利率为 11.16%，同比下降 0.43 个百分点，变化不大；公司房地产开发毛利率为 17.70%，同比下降 4.77 个百分点，主要系本年结转的毛利率较低的项目占比提升所致；公司物业酒店及其他业务占比较小，对综合毛利率影响不大。综上，公司综合毛利率主要受房地产销售业务和建筑施工业务的影响，2019 年为 16.54%，同比下降 2.20 个百分点，仍处于较低水平。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 115.85 亿元，同比增长 36.76%，主要系房地产销售结转规模增加所致；净利润 7.44 亿元，同比增长 41.74%，主要系收入增长及联合营公司当期净利润增加带动公司投资收益增长所致。

2. *房地产开发业务*

2019 年，公司新开工面积增长迅速，开发规模和签约销售金额同比有所增长，幅度小于新开工，目前公司剩余可售项目充足，去化压力有所增加；同时，公司拿地力度有所减弱。公司在建项目规模较大，且部分三四城市项目存在一定去化压力。

公司房地产开发业务主要包括住宅和商业办公地产开发，以住宅地产开发为主，公司房地产开发业务的运营主体为下属项目公司。

土地储备方面，2019 年，公司通过招拍挂、收并购和合作开发等方式，围绕长三角地区的核心二线城市和周边的三四线城市，以及中西部的热点二线城市拿地，公司新增土地储备总建筑面积 998 万平方米，权益建筑面积 687 万平方米，总支出金额 520 亿元，权益支出金额 374 亿元，拿地楼面均价 5,207.67 元/平方米。城市分布方面，2019 年公司新增总口径土地储备总建筑面积中，一线城市未拿地，二线城市[1]占 46.91%，三线及以下城市占 53.09%，以三线及以下城市为主。

表 4　2017－2019 年公司房地产项目拿地情况（单位：个、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
2017 年	98	1,499	1,013	627	431	4,182.79
2018 年	106	1,595	843	694	357	4,351.10
2019 年	77	998	687	520	374	5,207.67

注：公司拿地楼面均价为总口径，为总支出金额/总建筑面积
资料来源：公司提供

拿地策略方面，2019 年，公司尽量选择低价拿地。拿地区域上看，一是长三角地区的核心二线城市和周边的三四线城市，如南京、苏州和合肥等二线城市，以及周边的常熟、马鞍山、嘉兴、昆山等三四线城市，该区域经济较发达，人口净流入，是公司拿地首选；二是中西部的热点二线城市，例如武汉、西安、昆明、南宁和贵阳等；三是粤港澳大湾区的核心城市。

截至 2019 年底，公司未开发的土地储备建筑面积（权益口径）785.10 万平方米（详见附件 2），考虑到公司的开发规模，土地储备规模充裕，可满足未来 1－2 年的开发需求；拿地均价上，2019 年，公司拿地均价从 4,351.10 元/平方米提升到 5,207.67 元/平方米，其中，位于南京、苏州和杭州的地块部分楼面价较高，在 20,000 元/平方米左右，以上地区经济活力和房地产市场热度较高，但若未来市场景气度或调控政策发生变动，项目去化速度和利润率可能受到影响。从区域分布看，按权益

[1] 二线城市为公司项目所在的直辖市、省会城市、计划单列市及佛山、温州、无锡和南通等经济发达城市。

口径的建筑面积计算，公司土地储备位于一线城市占 2.15%，二线城市占 37.54%，三四线城市占 60.30%，三四线城市的占比较上年有所提升，公司位于三四线城市土地储备占比较高，若开发和销售进度不及预期，未来可能面临一定的去化压力。

项目开发方面，公司继续以高周转为导向，开发规模快速增长；2019年，公司新开工面积和竣工面积分别为1,406.06万平方米和946.10万平方米，同比分别增长313.55%和148.97%，主要系公司加大项目新开工和竣工力度，项目持续施工增长所致。截至2019年底，公司在建面积约3,293.96万平方米，同比增长17.35%。

表 5　2017－2019 年公司房地产开发情况（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
当期新开工面积	461	340	1,406.06
当期竣工面积	290	380	946.10
期末在建面积	2,847	2,807	3,293.96

注：表中数据按全口径统计，包含未并表的合作开发项目
资料来源：公司提供

截至2019年底，公司并表在建项目预计总投资2,668.11亿元，已完成投资1,797.07亿元，尚需投资871.04亿元，尚需投资规模较大，公司存在较大资本支出压力。

房地产项目销售方面，2019 年，随着公司深耕城市项目释放和全国化布局的深入，可售资源大幅增加，公司全口径签约销售面积为 1,540.74 万平方米，签约销售金额为 1,960.51 亿元，同比均大幅增长，签约销售均价为 12,724.47 元/平方米，同比变化不大。2019 年，公司销售回款率为 84.03%，同比有所下降，但回款率尚可。2019 年，受益于竣工交付面积增加，公司结转面积和结转收入大幅增长，同比分别增长 98.16%和 88.81%。

表 6　2017－2019 年公司房地产销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
签约销售面积	736.25	1,144.37	1,540.74
签约销售金额	963.18	1,466.07	1,960.51
签约销售均价	13,082.11	12,811.24	12,724.47
回款金额	709.51	1,264.80	1,647.43
回款率	75.79	86.27	84.03
结转收入面积	269.42	241.36	478.29
结转收入	213.75	270.78	511.27

注：1. 表中数据按全口径统计，包含未并表的合作开发项目；2. 回款率统计包含跨期回款
资料来源：公司年报

截至2019年底，公司在售项目总可售面积7,049.86万平方米，其中已售面积4,582.74万平方米，剩余可售面积2,467.12万平方米，剩余可售面积充足。主要分布在南通、宁波、西安、徐州、昆明、苏州等城市。公司在部分三四线城市仍拥有一定规模的储备项目，三四线城市房地产市场景气度不确定性较大，需关注公司在上述地区的项目去化情况。

3. 建筑施工业务

建筑施工业务收入为公司重要收入来源，受益于房产和公建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，回款提升明显，为未来结转收入增长提供了保证。

2019 年，房建工程实现收入 195.30 亿元，同比增长 45.83%，主要系房产类房建工程收入增长所致，占建筑板块收入的比例为 88.06%，占比有所提升。机电设备安装收入为 23.27 亿元，同比增长 54.00%

表 7　2017－2019 年建筑板块收入情况（单位：亿元、%）

类别	2017 年			2018 年			2019 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	80.19	68.47	13.64	93.66	61.46	10.87	134.33	60.57	9.27
房建工程-公建类	19.47	16.62	9.18	40.26	26.42	9.23	60.97	27.49	8.81
机电设备安装	14.69	12.54	16.73	15.11	9.91	20.91	23.27	10.49	20.80
其他	2.77	2.37	17.61	3.37	2.21	17.80	3.20	1.44	6.56
合计	**117.12**	**100.00**	**13.38**	**152.40**	**100.00**	**11.59**	**221.77**	**100.00**	**9.00**

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

2019 年，公司建筑施工业务新签合同额为 277.78 亿元，同比下降 24.21%，其中公建类施工业务同比下降 56.04%，主要系公司调整战略规划，着力发展房地产板块业务，建筑施工板块业务追求优质项目为主，不追求规模所致。

表 8　2017－2019 年公司建筑施工业务新签合同情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
房建工程施工业务	305.00	354.71	260.72
其中：房产类施工业务	126.00	147.99	178.21
公建类施工业务	163.00	187.70	82.51
机电设备安装	16.00	19.01	12.73
其他	7.00	11.79	4.33
合计	**312.00**	**366.50**	**277.78**

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司建筑施工在建项目合同总额 794.15 亿元，合同应收款 305.18 亿元，已回笼资金 296.42 亿元，回款比例为 97.13%，回款率较上年有所增加。

4. 自持物业

2019 年公司自持物业收入稳定增长，商场类物业出租率高，但酒店入住率一般；自持物业收入可以给公司现金流带来稳定补充。

2019 年，公司商业物业和酒店实现营业收入 4.66 亿元。公司商业物业主要为南通中南城购物中心、南通中南百货购物中心、盐城中南城购物中心和海门中南城购物中心。出租率方面，商场商城类物业出租率高，主要因为商场位于市中心，人流量较多，商业景气度较高；公司旗下酒店均为五星级酒店，价格较高，且远离市区，因此入住率一般。

表 9　公司已建成酒店及商业物业情况（单位：万平方米、万元、%、元/平方米/天）

项目名称	建筑面积	开业时间	总投资额	2019 年	
				出租率/入住率	营业收入
南通中南城购物中心	16.50	2011 年	62,200	100	10,476
南通中南百货购物中心	9.40	2014 年	23,220	100	12,273

盐城中南城购物中心	15.50	2014 年	51,200	100	6,983
海门中南城购物中心	9.10	2016 年	18,800	94	1,863
南通金石国际酒店	14.00	2011 年	100,000	65	8,988
青岛金石国际酒店	3.60	2016 年	25,700	57	3,198
南通滨海金石国际酒店	2.60	2017 年	18,600	42	1,080
文昌金石国际酒店	5.03	2018 年	42,180	51	1,753
合计	**70.70**	**--**	**341,900**	**--**	**46,614**

资料来源：公司提供

5. 经营关注

公司毛利率水平不高

2019 年，受部分区域的项目拿地成本较高影响，公司房地产业务整体毛利率较低，依然处于行业中下游水平。公司土储中有部分项目拿地成本相对较高，若调控政策或市场景气度发生变动，可能对公司利润率造成影响。

三四线城市项目去化风险

公司土地储备在三四线城市占比较高，随着部分三四线城市购买力的减弱，公司未来开发项目可能存在一定去化压力。

公司房地产和建筑业务在建项目较大，面临一定资本支出压力

公司房地产业务在建项目较多，未来仍需要较高的资金支出，同时建筑业务公司存在一定垫资压力。公司主要通过自筹和银行借款的方式筹集资金，面临一定的资本支出压力；另外，公司房地产业务主要布局在三四线城市，若市场出现波动影响公司现金回流，公司资金压力有可能进一步加大；同时公司建筑业务和房地产相关性高，房地产行业的变化也会对建筑板块经营产生影响。

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。

公司制定了“十三五”发展规划，未来致力于提升自身规模和实力；围绕房地产开发和建筑施工业，不断完善自身产业布局，大幅提升产品能力、技术能力、经营能力。

在房地产领域，公司区域布局加快向一二线城市转移，拿地方式上重点加强合作拿地和兼并收购的力度，重点拓展北京、上海、深圳及其卫星城，拓展苏州、南京、郑州、武汉、合肥、成都、济南市场。针对三四线城市差异化选择，保留有潜力的三四线城市。但地产业务布局向一二线城市转移的方向可能会加大公司的资金压力。

在建筑业领域，公司将通过建筑产业链金融、集成商平台融资，建立 PPP 基金，重点以 PPP 模式承接综合体、大型场馆等大型公建项目，促进 PPP 项目的投资和运营。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2017－2019 年合并财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2020 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。

从合并范围变化来看，2019 年，公司新纳入合并范围新增子公司 140 家，减少子公司 28 家。公司新增或减少子公司规模不大，且主营业务未发生重大变化，财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 2,905.71 亿元，负债合计 2,637.48 亿元，所有者权益 268.23 亿元，其中归属于母公司所有者权益 214.39 亿元。2019 年，公司实现营业收入 718.31 亿元，净利润 46.23 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 41.63 亿元；经营活动产生的现金流量净额 81.96 亿元，现金及现金等价物净增加额 28.57 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 3,025.03 亿元，负债合计 2,707.10 亿元，所有者权益 317.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益 221.49 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 115.85 亿元，净利润 7.44 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.16 亿元，现金及现金等价物净增加额 19.85 亿元。

2. 资产质量

近年来公司资产规模持续增长，公司资产以流动资产为主，存货中开发产品规模较大，公司房地产项目部分位于三四线城市，需关注存货去化情况；其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。公司资产受限规模较大，资产质量一般。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 2,905.71 亿元，较年初增长 23.28%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 86.88%，非流动资产占 13.12%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

截至 2019 年底，公司流动资产 2,524.35 亿元，较年初增长 19.13%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 10.07%）、其他应收款（占 11.82%）和存货（占 65.60%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 254.10 亿元，较年初增长 24.45%，主要系签约销售回款规模增加所致；货币资金中有 92.41 亿元受限资金，受限比例为 36.37%，受限程度高，主要为保证金存款、质押借款受限。截至 2019 年底，公司存货账面价值 1,655.87 亿元，较年初增长 22.65%，主要系在建的房地产项目持续增加所致；存货主要由开发成本（占 88.21%）、开发产品（占 4.96%）和建造合同形成的已完工未结算资产（占 6.02%）构成，已累计计提跌价准备 3.37 亿元，主要为对开发产品和开发成本计提的跌价准备。截至 2019 年底，公司其他应收款 298.43 亿元，较年初增长 4.51%，其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。

截至 2019 年底，公司非流动资产 381.36 亿元，较年初增长 60.24%，公司非流动资产主要由长期应收款（占 34.36%）、长期股权投资（占 35.36%）、投资性房地产（占 11.59%）和固定资产（占 8.57%）构成。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 32.67 亿元，较年初增长 6.45%，主要系购置和在建工程转入房屋所致；固定资产主要由房屋及建筑物构成，累计计提折旧 14.14 亿元；固定资产成新率 69.79%，成新率一般。截至 2019 年底，公司长期应收款 131.05 亿元，较年初增长 101.36%，主要系代政府支付的 PPP 工程款项大幅增长所致。截至 2019 年底，公司长期股权投资 134.86 亿元，较年初增长 95.64%，主要系合作开发的房地产项目大幅增加所致。截至 2019 年底，公司投资性房地产账面价值 44.19 亿元，较年初增长 4.96%，投资性房地产主要为公司自持并对外出租的房屋建筑物，主要包括公司在其开发的规模较大的房地产项目上配建的中南购物中心、中南百货等商业配套设施，采用公允价值计量。

截至 2019 年底，公司受限资产 906.29 亿元，占总资产比重为 31.19%，受限程度一般。受限资产详情如下表。

表10 截至2019年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值	占总资产比重	受限原因
货币资金	92.41	3.18	保证金存款、质押借款等
存货	644.90	22.19	抵押借款、质押借款等
投资性房地产	23.48	0.81	抵押借款
固定资产	39.13	1.35	抵押借款
无形资产	0.23	0.01	质押借款
应收款项	11.28	0.39	保理借款、质押借款
长期应收款	94.86	3.26	抵押借款、质押借款
合计	**906.29**	**31.19**	--

资料来源：公司年报

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 3,025.03 亿元，较年初增长 4.11%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 86.53%，非流动资产占 13.47%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

公司负债结构以流动负债为主，流动负债中预收款项占比较大；非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2019 年，公司债务规模有所上升，短期债务占比有所提升，面临一定的短期偿付压力。

截至 2019 年底，公司负债总额 2,637.48 亿元，较年初增长 22.05%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 82.05%，非流动负债占 17.95%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2019 年底，公司流动负债 2,164.17 亿元，较年初增长 23.58%，主要系应付账款、预收款项和其他应付款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 6.04%）、应付票据及应付账款（占 16.08%）、其他应付款（占 12.40%）、预收款项（占 57.00%）和一年内到期的非流动负债（占 5.14%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款 130.82 亿元，较年初增长 22.41%，主要系公司建筑业务规模扩大所致。截至 2019 年底，公司应付票据及应付账款 347.90 亿元，较年初增长 38.22%，主要系房地产业务与建筑施工业务增长，未结算工程货款增加所致，其中应付票据 109.99 亿元（占 5.08%），应付账款 237.91 亿元（占 8.83%），应付账款账龄以 1 年以内的为主。截至 2019 年底，公司预收款项 1,233.59 亿元，较年初增长 12.02%，主要系公司房屋签约销售规模增长所致；预收款项主要由预收房款构成。截至 2019 年底，公司其他应付款 268.34 亿元，较年初增长 57.81%，主要系合作项目增加从而带动往来款增加所致。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 111.32 亿元，较年初增长 51.95%，主要系长期借款和应付债券转为一年内到期的金额增加所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债 473.31 亿元，较年初增长 15.49%，主要系长期借款和应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 76.07%）和应付债券（占 21.88%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 360.06 亿元，较年初增长 19.51%，主要系公司房地产业务经营规模迅速扩大，融资需求增加所致；长期借款主要由质押借款和抵押借款构成，其中质押借款占 25.53%，抵押借款占 68.24%。从期限分布看，2021 年到期的占 46.27%，2022 年到期的占 26.81%，2023 年及以后到期的占 26.92%，长期借款集中于 2021 年到期，集中偿付压力较大。截至 2019 年底，

公司应付债券 103.56 亿元，较年初增长 5.66%，主要系本期新增 34.63 亿元高级无抵押定息美元债券所致。

截至 2019 年底，公司全部债务 815.92 亿元，较年初增长 21.26%，主要系短期债务增长所致。其中，短期债务占 43.16%，长期债务占 56.84%，以长期债务为主，但短期债务占比有所提升。短期债务 352.14 亿元，较年初增长 29.56%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致。长期债务 463.78 亿元，较年初增长 15.63%，主要系长期借款增长所致。截至 2019 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分别为 90.77%、75.26%和 63.36%，较年初分别下降 0.92 个百分点、2.19 个百分点和 3.82 个百分点，债务负担有所减轻，但仍处于较高水平。

表 11　截至 2019 年底公司有息债务剩余期限分布情况（单位：亿元）

项目	2020 年到期	2021 年到期	2022 年到期	2023 年及以后到期	小计
短期借款	130.82	--	--	--	130.82
应付票据	109.99	--	--	--	109.99
一年内到期的非流动负债	111.32	--	--	--	111.32
长期借款		166.60	96.52	96.94	360.06
应付债券（若行权时全部回售）	20.66	48.27	34.63	0.00	103.56
应付债券（若行权时全部不回售）	0.00	55.02	43.95	4.59	103.56
长期应付款	0.00	0.17	0.00	0.00	0.17
合计（若行权时全部回售）	**372.79**	**215.02**	**131.15**	**96.94**	**815.92**
合计（若行权时全部不回售）	**352.13**	**221.77**	**140.47**	**101.53**	**815.92**

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 2,707.10 亿元，较年初增长 2.64%，较年初变化不大。其中，流动负债占 80.79%，非流动负债占 19.21%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 855.37 亿元，较年初增长 4.84%，主要系长期借款增长所致。其中，短期债务 344.36 亿元（占 40.26%），较年初下降 2.21%，较年初变化不大。长期债务 511.01 亿元（占 59.74%），较年初增长 10.19%，主要系长期借款增长所致。截至 2020 年 3 月底，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分别为 89.49%、72.90%和 61.65%，较年初分别下降 1.28 个百分点、2.36 个百分点和 1.71 个百分点。

（2）所有者权益

公司所有者权益中少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 268.23 亿元，较年初增长 36.90%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 79.93%，少数股东权益占比为 20.07%。归属于母公司所有者权益 214.39 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 17.52%、13.17%、5.42%和 60.52%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 317.93 亿元，较年初增长 18.53%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 69.67%，少数股东权益占比为 30.33%，少数股东权益占比进一步扩大。

4. 盈利能力

2019 年，受房地产项目结转收入增加的影响，公司营业收入有所增长，整体盈利能力有所增强。

2019 年，公司实现营业收入 718.31 亿元，较上年增长 79.08%，主要系房地产业务销售规模增

长所致。营业成本为 598.02 亿元，较上年增长 85.35%。营业收入增幅低于营业成本增幅。实现营业利润 63.09 亿元，较上年增长 99.89%。营业利润率为 14.13%，较上年下降 1.80 个百分点，较上年变化不大。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 53.55 亿元，较上年增长 41.94%，主要系管理费用增长所致。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 27.32%、60.06%、0.02%和 12.60%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为 14.63 亿元，较上年增长 51.37%，主要系在售房地产项目增加所致；管理费用为 32.16 亿元，较上年增长 34.54%，主要系公司项目区域扩张，雇佣人员工资支出增加所致；财务费用为 6.75 亿元，较上年增长 62.33%，主要系债务规模增长，费用化的利息支出增加所致。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 14.13%，较上年下降 1.80 个百分点，较上年变化不大；2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.25%、2.53%和 19.92%，较上年分别提高 1.73 个百分点、0.79 个百分点和 7.62 个百分点。公司盈利能力有所增强。

2019 年，公司实现投资收益 20.92 亿元，较上年增长 261.25%，主要系地产合作项目的长期股权投资收益增加所致；投资收益占营业利润比重为 33.15%，对营业利润影响较大。2019 年，公司实现其他收益 1.08 亿元，较上年下降 21.71%，主要系政府补助下降所致；其他收益占营业利润比重为 1.71%，对营业利润影响不大。2019 年，公司实现营业外收入 0.51 亿元，较上年下降 19.64%，主要系违约金、赔偿金、罚款收入减少所致。2019 年，公司实现利润总额 61.55 亿元，较上年增长 101.81%。营业外收入占利润总额比重为 0.83%，对利润影响不大

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 115.85 亿元，较上年同期增长 36.76%；实现净利润 7.44 亿元，较上年同期增长 41.74%，其中，归属于母公司所有者净利润为 6.22 亿元，较上年同期增长 28.92%。

5．现金流

2019 年，受销售规模扩大以及拿地力度减弱的影响，公司经营活动产生的现金流入规模有所增长，投资活动净现金流持续为负，公司筹资前现金流由正转负，公司在建规模较大，未来的筹资需求依然较大。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 1,109.70 亿元，较上年增长 14.23%，主要系公司签约销售规模增长所致；经营活动现金流出 1,027.74 亿元，较上年增长 32.25%，主要系公司加大新开工力度所致。受上述因素影响，2019 年，公司经营活动现金净流入 81.96 亿元，较上年下降 57.82%。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 307.20 亿元，较上年增长 159.83%，主要系收回投资收到的现金增加所致；投资活动现金流出 441.01 亿元，较上年增长 80.20%，主要系收并购方式拿地增加所致。2019 年，公司投资活动现金净流出 133.81 亿元，较上年增长 5.78%。2019 年，公司筹资活动前现金流由正转负，现金流对筹资活动依赖较大。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 635.22 亿元，较上年增长 45.89%，主要系新增借款所致；筹资活动现金流出 554.64 亿元，较上年增长 16.56%，主要系偿还债务、分配股利和支付利息金额增加所致。2019 年，公司筹资活动现金净流入 80.59 亿元，较上年净流出转为净流入。

2020 年 1－3 月，公司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。

6．偿债能力

公司短期偿债能力一般，长期偿债能力有待提高。考虑到公司在经营环境、行业竞争力、房地产土地储备、建筑施工项目储备等方面的优势，以及良好的经营状况和盈利能力，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.21 倍和 0.44 倍分别下降至 1.17 倍和下降至 0.40 倍，流动资产对流动负债的保障程度较弱。截至 2019 年底，公司现金短期债务比由年初的 0.79 倍提高至 0.80 倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 72.67 亿元，较上年增长 80.89%。从构成看，公司 EBITDA 由摊销（占 5.08%）、计入财务费用的利息支出（占 6.90%）、利润总额（占 84.70%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 0.81 倍提高至 1.14 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.06 倍提高至 0.09 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期债务偿债能力较弱。

截至 2019 年底，公司共获得银行授信 1,563.68 亿元，已使用 387.26 亿元，尚未使用授信额度 13.00 亿元，间接融资渠道通畅。

截至 2019 年底，公司对外担保余额为 108.60 亿元，均为对房地产合作项目公司的担保，对外担保额占公司所有者权益的 40.49%；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 2019 年底，公司金额超过 1,000 万元的重大诉讼主要为合同纠纷案，公司作为原告的未决诉讼 222,851.28 万元，公司作为被告的未决诉讼 31,096.00 万元，与公司资产规模相比，公司未决诉讼规模不大，且主要为原告方的未决诉讼。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告显示（统一社会信用代码：91320600MA1M9AEW6B），截至 2020 年 5 月 15 日，公司未结清债务中，无关注类、不良或违约类贷款信息；已结清债务中，有 31 笔关注类贷款，发生时间比较久远，均为公司上市借壳的大连金牛发生的业务。

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，母公司债务负担尚可，投资收益为其主要利润来源。

资产方面，截至 2019 年底，母公司资产总额 1,304.84 亿元，较年初增长 12.08%。母公司资产中流动资产占 82.40%。非流动资产占 17.60%，以流动资产为主，资产流动性较好。流动资产主要为其他应收款（占比 94.81%）。非流动资产主要为长期股权投资（占 94.71%）和固定资产（占 3.33%）。

负债方面，截至 2019 年底，母公司负债总额 1,166.23 亿元，较年初增长 13.35%。母公司负债中流动负债占 89.33%，非流动负债占 10.67%，以流动负债为主。流动负债主要为短期借款（占 3.61%）、其他应付款（占 91.68%）和一年内到期的非流动负债（占 4.63%）。非流动负债主要为长期借款（占 22.89%）和应付债券（占 76.68%）。

所有者权益方面，截至 2019 年底，母公司所有者权益 138.60 亿元，较年初增长 2.44%。所有者权益主要为实收资本（占 27.11%）、资本公积（占 42.74%）和未分配利润（占 26.03）。

损益方面，2019 年，母公司实现营业收入 1.03 亿元，同比下降 92.34%；实现净利润 3.75 亿元，同比下降 89.59%。

现金流方面，2019 年，母公司经营活动现金流入净额 118.06 亿元，投资活动现金流入净额-31.53

亿元，筹资活动现金流入净额-83.31 亿元。

七、公司债券偿债能力分析

考虑到公司在经营环境、行业竞争力、房地产土地储备、建筑施工项目储备等方面的优势，以及良好的经营状况和盈利能力，公司对“19中南03”“20中南01”和“20中南02”的偿还能力仍属很强。

截至2019年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达283.18亿元，约为“19中南03”“20中南01”和“20中南02”本金（27.00亿元）的10.49倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达268.23亿元，约为三笔债券本金（27.00亿元）的9.93倍，公司较大规模的现金类资产和净资产对“19中南03”“20中南01”和“20中南02”的按期偿付的保障作用很强。

2019年，公司EBITDA为72.67亿元，约为三笔债券本金（27.00亿元）的2.69倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较好。

公司2019年经营活动产生的现金流入1,109.70亿元，约为三笔债券本金（27.00亿元）的41.10倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

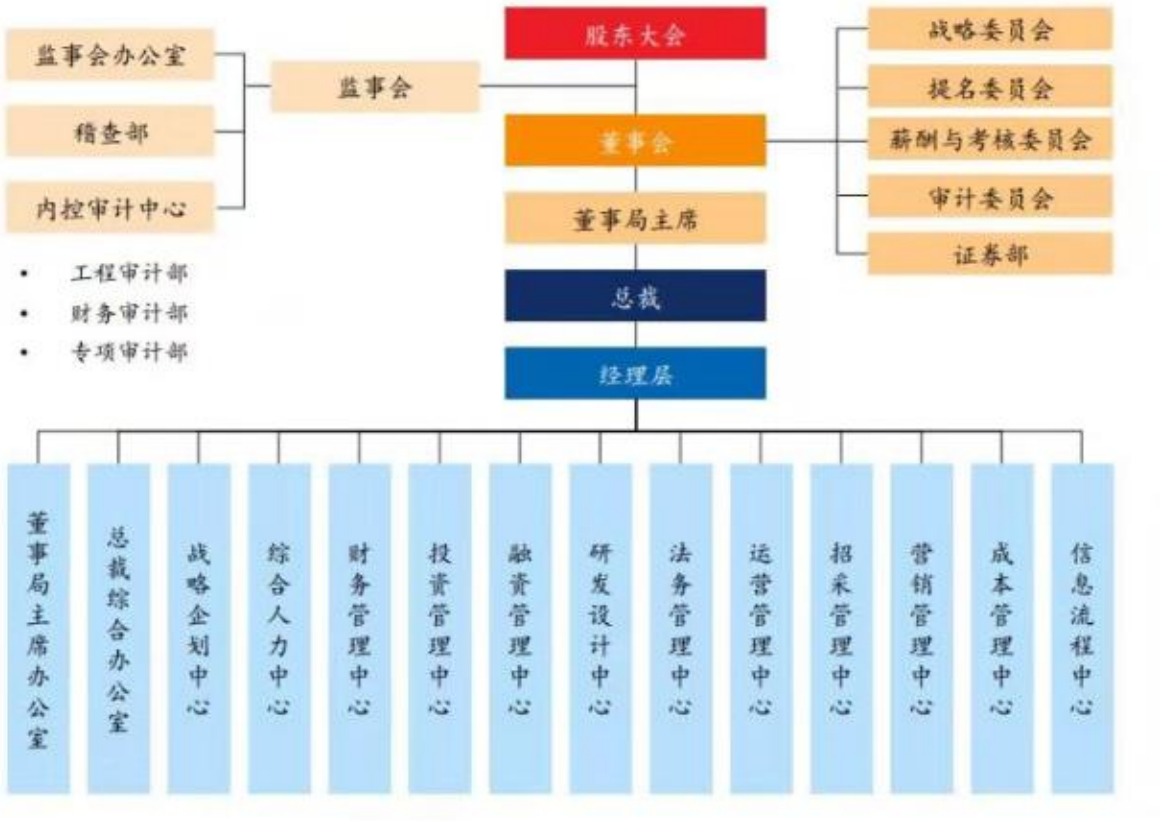
八、综合评价

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，其房地产业务利润规模有所增长，土地储备充裕，在建项目规模进一步扩大，签约销售规模快速增长，对未来收入确认提供支持。同时，联合评级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，在建项目未来面临一定的资本支出压力，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，以及建筑施工业务规模的不断拓展，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”，同时维持“19中南03”“20中南01”和“20中南02”的债项信用等级为“AA+”。

附件1　江苏中南建设集团股份有限公司组织结构图



附件 2　截至 2019 年底公司土地储备情况

单位：%、平方米、元/平方米

序号	项目名称	所在城市	权益比例	拟建面积（权益）	楼面价
1	上海奉贤海湾旅游区商办地块	上海	100.00	40,348.19	7,311.36
2	淮安中南淮海天宸	淮安	34.00	39,946.26	3,574.14
3	淮安中南璟悦	淮安	32.00	20,172.80	2,562.57
4	淮安中南观淮府	淮安	60.00	107,494.80	2,994.01
5	灌南上悦城 A4、A5	连云港	65.00	103,884.23	1,917.39
6	南京中南熙悦（G16）	南京	32.00	20,598.72	19,201.51
7	南京中南海棠集（G22）上悦城	南京	100.00	47,760.00	18,829.16
8	南通中南海上传奇	南通	20.00	13,774.32	3,263.92
9	南通中南世纪城 CBD	南通	100.00	171,685.00	1,113.60
10	南通崇川区中南珑府	南通	25.00	7,193.00	7,923.28
11	海安中南瀚林首府	南通	23.00	414.00	4,037.49
12	海安河滨路南侧项目	南通	21.00	25,952.16	3,244.82
13	海门江海路东侧地块春江明月	南通	80.00	33,034.40	10,270.75
14	海门麓园	南通	25.00	18,680.75	6,699.96
15	海门第一中学地块	南通	100.00	20,610.00	11,272.14
16	海门中南沁园	南通	40.00	34,530.61	10,604.46
17	海门中南柳岸春风	南通	50.00	5,565.04	11,786.26
18	如东中南熙悦	南通	49.00	22,895.74	5,975.55
19	如东中南晨园	南通	50.00	14,401.95	6,395.55
20	如皋上悦城	南通	45.00	133,306.65	2,453.37
21	如皋中南紫云集	南通	40.00	38,602.40	5,183.31
22	南通通州中南春溪集	南通	40.00	107,038.80	7,264.69
23	常熟林樾香庭	苏州	100.00	52,216.00	15,616.83
24	苏州中南春风南岸	苏州	100.00	35,116.00	15,991.72
25	江阴中南樾府	无锡	55.00	37,718.06	3,436.42
26	无锡云亭 2 号地块	无锡	53.00	72,321.68	4,213.59
27	徐州台子河中山府	徐州	60.00	13,725.60	3,499.31
28	徐州凤凰山 3、4 号地块	徐州	70.00	131,341.70	4,603.72
29	徐州中南隐山观湖 A 悦山府	徐州	47.50	8,722.43	635.17
30	邳州熙悦府（75 号地块）	徐州	25.00	5,773.00	2,320.38
31	邳州熙悦府（74 号地块）	徐州	25.00	20,690.00	2,333.13
32	盐城东台中南春溪集	盐城	100.00	111,212.10	694.00
33	盐城东台中南紫云集	盐城	100.00	55,537.36	1,500.00
34	镇江中南上悦城	镇江	100.00	51,643.00	5,800.00
35	镇江岗子下 3 号上悦城	镇江	100.00	120,218.80	5,969.03
36	镇江中南林清月	镇江	75.00	64,428.75	5,514.58
37	镇江中南聆江阁	镇江	80.00	75,190.40	6,249.83
38	镇江翡翠江湾项目	镇江	50.00	20,482.00	3,212.12
39	镇江中南锦悦	镇江	60.00	11,318.40	594.06
40	镇江丹阳文锦苑	镇江	100.00	194,982.00	3,830.27
41	杭州江干商贸城地块	杭州	100.00	146,984.00	16,986.00
42	杭州江干区棠玥湾	杭州	100.00	82,221.50	27,530.93
43	湖州吴兴区玖熙湾	湖州	60.00	91,106.40	5,143.44

44	湖州 2018-029 地块	湖州	36.75	30,498.09	4,131.29
45	嘉兴秀洲区地块	嘉兴	40.00	45,584.80	8,022.19
46	嘉兴海宁城南鸿越府	嘉兴	50.00	20,912.50	10,579.08
47	嘉兴海宁城南 19158 号地块	嘉兴	35.00	9,620.10	10,587.21
48	金华横店塘溪地块	金华	75.00	75,982.50	2,509.82
49	丽水壶镇石龙 1 号地块	丽水	22.50	7,653.83	4,900.78
50	余姚中南 B1B2A3 漫悦湾	宁波	50.00	22,005.50	1,414.43
51	杭州湾智慧宜居海上传奇 4、5、6#地块	宁波	33.00	22,300.08	2,611.48
52	宁波奉化中南樾府	宁波	100.00	44,123.00	9,049.98
53	宁波奉化区斗门村居住地块	宁波	33.00	35,714.25	8,210.00
54	绍兴嵊州上悦城	绍兴	49.00	53,235.07	2,891.27
55	绍兴环城东路旧货市场天樾	绍兴	50.00	10,326.00	5,957.99
56	台州椒江区章安街道漫悦湾	台州	33.00	33,337.26	4,517.26
57	温州玖峯花苑	温州	50.00	37,713.50	2,520.05
58	蚌埠中南江山府	蚌埠	100.00	4,160.00	6,647.93
59	蚌埠观淮府	蚌埠	100.00	85,414.00	1,033.75
60	亳州利辛中南新悦府	亳州	100.00	9,878.00	2,635.03
61	滨州中南碧桂园·翡丽之光	滨州	35.00	17,654.00	3,380.35
62	菏泽中南世纪锦城	菏泽	100.00	12,186.00	723.21
63	菏泽中南花城	菏泽	100.00	384,033.00	670.34
64	济南中南樾府	济南	100.00	9,452.00	10,366.97
65	济宁中南珑悦	济宁	100.00	60,323.00	4,232.54
66	临沂中南林樾	临沂	100.00	123,436.00	8,292.40
67	青岛中南春风南岸	青岛	100.00	120,751.00	2,976.00
68	青岛中南世纪城	青岛	100.00	72,901.00	890.36
69	泰安中南樾府	泰安	100.00	2,056.00	1,494.75
70	泰安中南财源门	泰安	100.00	132,961.00	1,467.44
71	泰安中南紫云集	泰安	60.00	102,619.20	2,508.44
72	威海临港区漫悦湾	威海	60.00	24,345.00	658.20
73	威海临港区颐悦湾	威海	60.00	85,484.40	649.21
74	潍坊中南珑悦	潍坊	100.00	55,293.00	1,549.99
75	潍坊中南保利樾府	潍坊	70.00	98,732.90	2,985.69
76	潍坊中南熙悦	潍坊	70.00	28,707.00	3,039.00
77	烟台风情商业街	烟台	100.00	27,089.00	1,151.35
78	烟台中南龙口港城大道熙悦	烟台	51.00	14,711.46	183.01
79	淄博临淄淄江府	淄博	40.00	9,041.60	4,255.12
80	淄博中南春溪集	淄博	60.00	36,693.00	2,623.54
81	淄博中南紫云集	淄博	55.00	20,792.75	1,408.50
82	北京密云怡水园	北京	100.00	128,730.00	2,920.45
83	保定巨力尚熙城	保定	50.00	32,407.50	2,277.10
84	河北固安中南熙悦	廊坊	75.00	39,551.25	9,483.42
85	唐山乐亭拉维那	唐山	100.00	485,300.00	2,967.84
86	沈阳中南沈抚新区熙悦	抚顺	51.00	59,271.69	856.91
87	沈阳合作街项目上悦城	沈阳	80.00	36,839.20	5,463.50
88	沈阳旭辉和樾项目	沈阳	60.00	2,148.00	6,599.99
89	营口中南世纪城	营口	100.00	94,905.00	789.03

90	商丘绿地城中央广场地块	商丘	49.00	68,084.52	1,193.57
91	许昌中南金玉堂	许昌	34.00	65,607.76	3,047.84
92	潜江春溪集	潜江	100.00	73,291.00	1,304.97
93	宝鸡中南无山居	宝鸡	65.00	137,356.33	969.43
94	西安百花村地块	西安	100.00	100,125.00	7,245.20
95	西安百花村地块	西安	100.00	7,548.00	7,245.20
96	西安百花村地块	西安	100.00	300,902.00	7,245.20
97	西安东望中心	西安	37.50	34,468.50	2,215.82
98	西安中南上悦城	西安	50.00	53,317.55	2,711.20
99	西安中南湖畔堤	西安	51.00	59,500.32	1,285.71
100	常德常（高新）网挂 035 地块珑悦	常德	100.00	135,635.29	928.96
101	湘潭中南旭辉樾府	湘潭	50.00	55,808.80	3,874.35
102	成都木龙湾中南樾府	成都	100.00	58,031.00	10,933.72
103	成都 TOD 地块	成都	66.00	117,469.93	2,688.05
104	南充原山项目	南充	100.00	79,038.00	2,524.29
105	重庆中南泊云府	重庆	30.00	17,621.70	4,360.40
106	重庆蔡家组团 M 分区 M25-01/05、M26-01/05、M18 号宗地	重庆	34.00	85,756.50	5,903.90
107	重庆中南玖宸（蔡家 171 亩）	重庆	100.00	23,850.40	5,309.25
108	昆明中南碧桂园樾府	昆明	51.00	8,248.74	4,790.04
109	昆明中南东煜苑十二集	昆明	100.00	40,358.00	8,030.50
110	昆明五华区璀璨星城项目（上悦天地）	昆明	33.00	145,607.05	4,422.18
111	贵州双龙春风南岸	贵阳	80.00	233,358.54	3,963.00
112	贵阳中南林樾	贵阳	80.00	44,824.31	5,050.94
113	佛山高明翡翠西江新城	佛山	33.00	24,324.63	6,121.43
114	惠州嘉霖林间漫（荣禧园）	惠州	90.00	32,054.40	4,301.08
115	惠州嘉霖三期地块	惠州	80.00	65,150.40	794.22
116	揭阳糖厂项目春风南岸	揭阳	100.00	68,101.00	4,336.44
117	梅州中南漫悦湾	梅州	100.00	33,800.00	2,988.17
118	梅州中南雅居乐峰会	梅州	50.00	13,693.00	3,401.71
119	汕头中南未来悦 WG2019-25	汕头	10.00	8,588.80	5,950.31
120	湛江赤坎区地块紫云集	湛江	85.00	87,459.05	3,012.84
121	泉州 P2019-32 地块	泉州	100.00	64,740.00	6,734.63
122	泉州 P2019-33 地块	泉州	100.00	18,774.00	5,486.31
123	厦门 2019XP02 地块青樾	厦门	100.00	35,100.00	7,692.31
124	南宁中南春风南岸	南宁	100.00	48,283.00	4,998.02
125	万宁中南芭提雅	万宁	100.00	42,806.00	2,030.32
126	儋州中南西海岸	儋州	100.00	48,665.00	577.71
127	昌江中南林海间	昌江	100.00	15,941.00	1,339.88
合计	--	--	--	**7,851,001.95**	--

附件 3　江苏中南建设集团股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1,768.96	2,356.94	2,905.71	3,025.03
所有者权益（亿元）	180.16	195.93	268.23	317.93
短期债务（亿元）	172.84	271.79	352.14	344.36
长期债务（亿元）	404.61	401.09	463.78	511.01
全部债务（亿元）	577.45	672.88	815.92	855.37
营业收入（亿元）	305.52	401.10	718.31	115.85
净利润（亿元）	6.22	23.13	46.23	7.44
EBITDA（亿元）	15.93	40.17	72.67	--
经营性净现金流（亿元）	-29.38	194.32	81.96	3.16
流动资产周转次数（次）	0.22	0.21	6.41	--
存货周转次数（次）	0.28	0.26	0.40	--
总资产周转次数（次）	0.21	0.19	0.27	--
现金收入比率（%）	169.14	224.94	109.50	128.40
总资本收益率（%）	1.34	3.51	5.25	--
总资产报酬率（%）	0.89	1.74	2.53	--
净资产收益率（%）	3.64	12.30	19.92	--
营业利润率（%）	11.47	15.94	14.13	20.57
费用收入比（%）	9.28	9.41	7.46	10.69
资产负债率（%）	89.82	91.69	90.77	89.49
全部债务资本化比率（%）	76.22	77.47	75.26	72.90
长期债务资本化比率（%）	69.19	67.18	63.36	61.65
EBITDA 利息倍数（倍）	0.46	0.81	1.14	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.06	0.09	--
流动比率（倍）	1.40	1.21	1.17	1.20
速动比率（倍）	0.46	0.44	0.40	0.46
现金短期债务比（倍）	0.88	0.79	0.80	0.82
经营现金流动负债比率（%）	-2.49	11.10	3.79	0.14
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.59	1.49	2.69	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 公司 2020 年 1－3 月数据未经审计，相关指标未年化；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；4. 2016 年公司其他流动负债中的有息部分计入短期债务，2017－2019 年及 2020 年 1－3 月公司长期应付款的有息部分计入长期债务。

附件4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	自由负债/自有资产×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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+

一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。