

# 信用等级公告

联合〔2019〕1148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江苏中南建设集团股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2019 年公司债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十四日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 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

### 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

本次公司债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 27 亿元（含 27 亿元）

本次债券期限：不超过 5 年（含 5 年）

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2019 年 6 月 14 日

主要财务数据

| 项目               | 2016 年   | 2017 年   | 2018 年   | 19 年 3 月 |
|------------------|----------|----------|----------|----------|
| 资产总额（亿元）         | 1,171.35 | 1,768.96 | 2,356.94 | 2,400.87 |
| 所有者权益（亿元）        | 161.35   | 180.16   | 195.93   | 202.60   |
| 短期债务（亿元）         | 106.38   | 172.84   | 271.79   | 246.52   |
| 长期债务（亿元）         | 315.50   | 404.61   | 401.99   | 450.67   |
| 全部债务（亿元）         | 422.18   | 577.45   | 672.88   | 697.19   |
| 营业收入（亿元）         | 344.40   | 305.52   | 401.10   | 84.71    |
| 净利润（亿元）          | 3.59     | 6.22     | 23.13    | 5.25     |
| EBITDA（亿元）       | 12.16    | 15.93    | 40.17    | --       |
| 经营性净现金流（亿元）      | -45.00   | -29.38   | 194.32   | 37.15    |
| 营业利润率（%）         | 10.19    | 11.47    | 15.94    | 21.38    |
| 净资产收益率（%）        | 2.45     | 3.64     | 12.30    | --       |
| 资产负债率（%）         | 86.23    | 89.82    | 91.69    | 91.56    |
| 全部债务资本化比率（%）     | 72.35    | 76.22    | 77.45    | 74.48    |
| 流动比率（倍）          | 1.58     | 1.40     | 1.21     | 1.25     |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.03     | 0.03     | 0.06     | --       |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 0.43     | 0.46     | 0.81     | --       |
| EBITDA/本次发债额度（倍） | 0.45     | 0.59     | 1.49     | --       |

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、公司 2019 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，2016~2018 年公司长期应付款的有息部分计入长期债务。

#### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对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”）的评级反映了公司作为国内从事房地产开发和建筑施工业的上市公司，在经营环境、行业竞争力建筑施工项目储备等方面具有优势；公司近年房地产业务毛利率有所改善，盈利水平有所增强，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，在建项目规模大，未来面临一定的资本支出压力，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，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

#### 优势

1. 公司开发经验丰富，在房地产行业有较高的行业地位，近年来，签约销售规模增长较快，销售规模较大。
2. 公司在建项目和土地储备面积规模较大，为未来的销售结转提供了基础。
3. 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，新签合同额较大。

#### 关注

1. 公司房地产业务毛利率虽有所提升，但仍处于行业较低水平。
2. 公司土地储备在三四线城市占比较高，

随着棚改货币化安置政策的变动，以及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。

3. 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。

4. 公司债务负担较重，债务规模持续增长，且面临一定的集中偿付压力，长期偿债能力指标表现较差，EBITDA 利息倍数不足一倍。

## 分析师

宋莹莹

电话：010-85172818

邮箱：songyy@unitedratings.com.cn

卢 瑞

电话：010-85172818

邮箱：lur@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次信用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信用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。

本信用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。

本信用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它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：

  
宋莹莹 申瑞

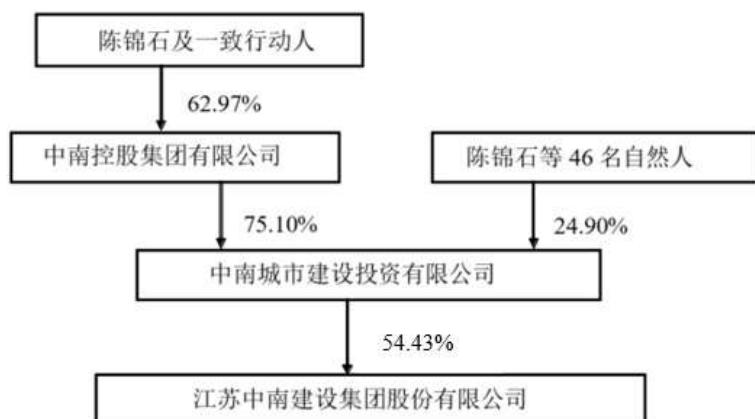
联合信用评级有限公司

## 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，金牛股份实施重大资产重组，中南房地产有限公司（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金牛股份9,000万股股份（股份占比为29.95%），从而成为金牛股份第一大股东；2009年6月，金牛股份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，金牛股份变更名称为现名，证券简称变更为“中南建设”，股票代码：000961.SZ。

后经过多次增发，截至2019年3月底，公司股本总额为370,978.88万股，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54.43%），实际控制人为陈锦石及一致行动人。

图1 截至2019年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括，房地产开发、销售（凭资质证书承接业务）；土木建筑工程施工，物业管理，实业投资。

截至2018年底，公司设董事局主席办公室、总裁综合办公室、信息流程中心、战略企划中心、综合人力中心、财务管理中心、投资商务中心、融资管理中心、研发设计中心、法律管理中心、运营管理中心、招采管理中心、营销管理中心和成本管理中心14个职能部门；纳入合并范围的子公司共399家；公司拥有员工16,420人。

截至2018年底，公司合并资产总额2,356.94亿元，负债总额2,161.01亿元，所有者权益总额（含少数股东权益）195.93亿元，其中归属于母公司所有者权益173.98亿元。2018年，公司实现营业收入401.10亿元，净利润（含少数股东损益）23.13亿元，其中归属于母公司所有者的净利润21.93亿元；经营活动产生的现金流量净额194.32亿元，现金及现金等价物净增加额27.35亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额2,400.87亿元，负债总额2,198.27亿元，所有者权益总额（含少数股东权益）202.60亿元，其中归属于母公司所有者权益178.93亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入84.71亿元，净利润（含少数股东损益）5.25亿元，其中归属于母公司所有者的净

利润 4.82 亿元；经营活动产生的现金流量净额 37.15 亿元，现金及现金等价物净增加额 40.02 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、本次债券概况及募集资金用途

### 1. 本次债券概况

本次债券名称为“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”（以下简称“本次债券”），发行规模不超过人民币 27 亿元（含 27 亿元），拟一次发行或分期发行，发行期限为不超过 5 年（含 5 年）。本次债券面值为 100 元，按面值平价发行。本次债券面向合格机构投资者公开发行，采用单利按年计息，不计复利；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。本次债券为固定利率债券，债券利率由公司及各主承销商根据簿记建档结果协商确定。

本次债券无担保。

### 2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司有息债务（公司债券等）。

## 三、行业分析

公司以房地产开发业务和建筑施工业务为主，分别属于房地产行业 and 建筑行业。

### 1. 房地产行业

#### （1）行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上升 5.9 个百分点；2017 年，我国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。

图 2 近年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，2016 年以来房地产投资增速有所回升，2018 年虽保持较高增速，但下滑趋势显现。

## （2）市场供需

### 土地供应状况

土地是房地产企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2016 年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降 16%外，二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长

16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

表 1 2016~2018 年全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

| 项目      | 2016 年     | 2017 年     | 2018 年     |
|---------|------------|------------|------------|
| 推出面积    | 103,212    | 111,907    | 128,440    |
| 同比      | -9         | 8          | 20         |
| 成交面积    | 85,885     | 95,036     | 105,492    |
| 同比      | -3         | 8          | 14         |
| 出让金     | 29,047     | 40,623     | 41,773     |
| 同比      | 31         | 38         | 2          |
| 楼面均价    | 1,904      | 2,374      | 2,159      |
| 同比      | 40         | 26         | -11        |
| 土地平均溢价率 | 43         | 29         | 13         |
| 同比      | 上升 27 个百分点 | 下降 14 个百分点 | 下降 16 个百分点 |

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，2016 年土地市场热度高涨，楼面均价及溢价率均大幅上涨，随着 2017 年后土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落，2018 年房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低。

### 开发资金来源状况

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，上升 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但融资依然较紧张，资金压力依然较大。

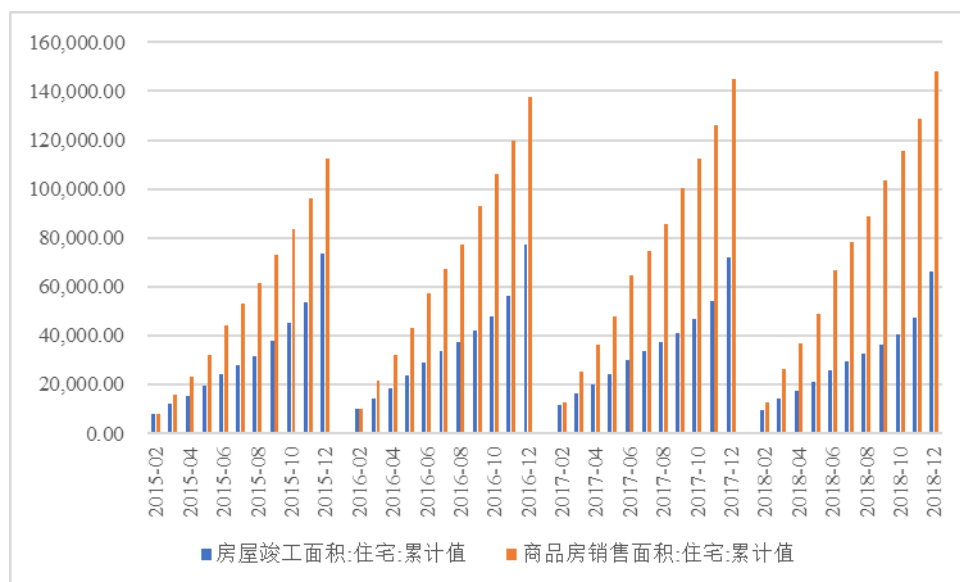
总体看，2016 年 10 月房地产调控后，融资环境再次趋紧，房企资金压力较大；2018 年，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但资金压力仍然较大。

### 市场供需情况

2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016

年，全国商品房销售面积 157,349 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185 万平方米，同比增长 4.6%。

图 3 近年全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind

2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求所致。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图 5 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）



注：二线城市数据用 Wind 资讯 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一二线数据进行模拟代替。

资料来源：Wind，联合评级搜集整理

总体看，在当前经济形势下，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。2016 年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布，2018 年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑；一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。

### 销售价格情况

从商品房销售价格看，2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035 元/平方米，较年初增长 18.22%。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37% 大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27% 下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

2018 年，一、二、三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

图 6 近年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

### （3）行业竞争

随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2016 年，房地产行业前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81%和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 12.19%和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。

表 2 2016~2018 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

| 项目             | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 前 10 大企业销售额占比  | 18.81  | 24.10  | 26.89  |
| 前 20 大企业销售额占比  | 25.33  | 32.50  | 38.32  |
| 前 10 大企业销售面积占比 | 12.19  | 15.38  | 19.08  |
| 前 20 大企业销售面积占比 | 15.94  | 20.03  | 25.74  |

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿门槛；

中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿阵营，另有 20 家房企销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

表 3 2018 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

| 排名 | 企业简称 | 排名 | 企业简称 |
|----|------|----|------|
| 1  | 恒大集团 | 6  | 绿地控股 |
| 2  | 碧桂园  | 7  | 中海地产 |
| 3  | 万科企业 | 8  | 龙湖地产 |
| 4  | 保利地产 | 9  | 华夏幸福 |
| 5  | 融创中国 | 10 | 广州富力 |

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

#### （4）行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。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。

表 4 近年来主要房地产调控政策

| 年份           | 调控政策                                                                                                                                            |
|--------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2016 年“十一假期” | 2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整                                                                             |
| 2016 年 11 月  | 上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷                                                                                                    |
| 2017 年 3 月   | 2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大                                                                                    |
| 2017 年 4 月   | 住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期                                                                                       |
| 2017 年 7 月   | 中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”                                                                                       |
| 2017 年 8 月   | 《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见                                                                                  |
| 2017 年 10 月  | 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居                                                                                          |
| 2017 年 12 月  | 发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控                                                            |
| 2018 年 3 月   | 启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法 |
| 2018 年 7 月   | 中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”                                                            |
| 2018 年 12 月  | 山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制                                                                                                                      |
| 2018 年 12 月  | 2018 年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不                                                                                                   |

|            |                                                                  |
|------------|------------------------------------------------------------------|
|            | 是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”                    |
| 2019 年 1 月 | 习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案” |

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路，预计2019年房地产以“稳”为主，继续推进长效机制方案。

#### （5）行业关注

##### 行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，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，房企融资环境明显改善，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企业存续债项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。

#### 房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控；2018年7月31日，中共中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

#### 中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

#### （6）未来发展

#### 调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017 年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

#### 行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

#### 地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

#### 转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，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。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企业也会获得一定的生存空间。

## 2. 建筑行业

### (1) 行业概况

建筑业是国家的支柱产业之一，全社会 50%以上的固定资产要通过建筑业形成新的生产能力或使用价值，固定资产投资规模在很大程度上决定了建筑业的规模。我国政府不断加快转变经济发展方式，调整经济结构，全社会固定资产投资保持了平稳较快增长。但自 2010 年以来，固定资产投资增速不断回落，2016~2018 年，全国固定资产投资（不含农户）增速分别为 8.1%、7.2%和 5.9%。

在投资驱动的影响下，近 10 年来我国建筑业总产值保持了逐年增长的态势。但建筑业总产值在经过 2006 年至 2011 年连续 6 年超过 20%的高速增长后，增速逐步下行，2015 年增速 2.3%，为近 10 年最低值。2016~2017 年，建筑业总产值增速有所回升，分别为 7.09%和 10.53%。经国家统计局初步核算，2018 年全国建筑业总产值 235,086 亿元，较上年增长 9.9%，增速较上年略有下滑。

总体看，近年来我国建筑业产值规模不断上升，增速却逐年下滑，但在 2015 年触底后有所反弹，未来随着基建投资的发力，建筑业产值有望保持良好的上升趋势。

### (2) 行业需求

城市基础设施建设方面，近年来，随着城市发展和城市化进程的推进，城市供水、燃气、热力管网等市政设施不能有效满足城市发展的需要，城市垃圾无害化处理、污水处理设施不足，处理率低等问题依然存在，市政公用设施供需矛盾仍然比较突出，政府对城市市政公用基础设施的投资力度较大。2016 年，重点领域投资保持较快增长，对生态保护和环境治理业、水利管理业、农林牧渔业投资分别比上年增长 39.9%、20.4%和 19.5%；新建高速铁路投产里程 1,903 公里，新改建高速公路里程 6,745 公里，新增光缆线路长度 554 万公里。2017 年，重点领域投资保持较快增长，对水利环境和公共设施管理业、教育、卫生和社会工作投资分别较上年增长 21.2%、20.2%和 18.1%。2018 年，水利管理业投资下降 4.9%，公共设施管理业投资增长 2.5%，道路运输业投资增长 8.2%，铁路运输业投资下降 5.1%。

民生工程方面，2015 年以来，房地产行业需求出现回暖，销售金额不断扩大，在市场持续热销的带动下，2016 年新开工面积增速出现反弹，当年新开工面积同比增长 8.1%；2017 年，全国土地成交面积恢复增长，加之三、四线城市销售势头良好，企业推货力度加大，当期房地产新开工面积增速为 7.0%；2018 年，房地产销售金额仍保持增长，并且由于前期库存的消化，当年新开工面积增速为 17.2%。在市场行情好转的背景下，由于前期库存规模较大，房地产开发企业房屋施工面积增速保持低位增长，2016~2018 年分别为 3.2%、3.0%和 5.2%。

### (3) 上游原材料

建筑行业上游主要是建材等原材料供给行业，如钢铁制造业、水泥制造业和玻璃制造业等。建筑施工企业在采购时主要在项目地附近就近采购，采购价格基本随行就市。原材料成本在建筑施工企业的生产成本中占比较大，原材料价格波动对企业成本控制有较大影响。

钢材和水泥是建筑施工行业主要原材料，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2015 年以来，受去产能政策及环保限产等因素影响，钢材和水泥价格呈震荡上升趋势。

总体看，受产能去化及环保限产等因素影响，钢材和水泥价格波动幅度较大，整体呈现上升趋势，不利于建筑企业对于成本的控制。

#### （4）行业竞争

建筑行业是改革开放后市场化较早的行业，进入壁垒较低，企业规模分布呈现“金字塔”状，即极少量大型企业、少量中型企业和众多小型微型企业并存。据建筑时报统计，截至 2018 年末，全国特级资质数量达 788 个，分别归属于 627 家企业。建筑工程、公路工程、市政工程特级资质总量占最大份额，占特级资质总量约 85%。

中国建筑市场存在五类参与者：央企巨头、区域龙头、江浙民营企业、外资巨头以及众多中小建筑企业。从总体上来看，占据较大市场份额的是具备技术、管理、装备优势和拥有特级资质的大型建筑企业。发达地区建筑强省的大中型建筑企业也占有一定的市场份额，他们主要承揽地区性大中型工程。其他中小企业则主要承担劳务分包、部分专业分包业务及小型工程。

从各业务领域的竞争情况来看，普通房屋建筑工程市场集中度最低，竞争极其激烈；公共建筑及高层、超高层建筑工程市场，整体集中度适中，存在一定区域性垄断；矿山建筑工程市场，集中度较高，存在部门垄断；铁路、公路、隧道、桥梁工程、大坝、电厂和港口工程，集中度高，存在部门和寡头垄断；而建筑安装工程与装饰装修工程，市场集中度较低，竞争较为激烈。

总体看，建筑行业企业数量众多，行业竞争激烈，但各领域竞争程度存在差异。

#### （5）行业政策

随着宏观经济进入新常态，中国建筑业进入个位数增长时代。在房地产去库存压力大的背景下，地产调控政策利好频出，新型城镇化建设起航。在中央稳增长的定调下，民间投资助推交通建设新规划，区域经济投资加码，“一带一路”、“长江经济带”开启新型战略布局，行业综合发展方案、建筑业现代化建设持续推进，PPP、BIM<sup>1</sup>、绿色建筑、海绵城市等新型政策为建筑业发展释放出新的发展活力。

2018 年 4 月 24 日，财政部下发《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》，将部分项目调出示范项目名单并清退出全国 PPP 综合信息平台项目库，要求各地财政部门加强对 PPP 项目的整改及规范管理工作、强化信息公开、建立健全长效管理机制。

同时，2018 年 10 月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，指出鼓励地方依法依规采用政府和社会资本合作（PPP）等方式，撬动社会资本特别是民间投资投入补短板重大项目。

总体看，我国建筑行业处于政策调整期，在国家稳增长的宏观调控下，特别是 PPP 项目的逐步推进及落地实施，建筑业将可能迎来新的发展机遇。

#### （6）行业关注

##### 行业内竞争激烈挤压利润空间

国内建筑业市场容纳了为数众多的建筑企业，这些企业平均规模较小，行业准入壁垒低并且竞争激烈，由此不可避免地产生了行业自律性差和无序竞争的局面。大多数建筑企业相似的业务和经营管理模式，导致垫资施工、拖欠工程款等现象屡有发生。尽管国家对上述问题进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场尚未完全建立，导致国内建筑行业利润水平较低。

##### 原材料和劳动力价格波动对成本影响较大

建筑工程所需钢材、水泥等原材料占生产成本 60%以上。近年来钢材和水泥价格波动幅度较大，对行业内成本控制造成一定压力。同时，建筑业对劳动力的需求量大，近年来全国劳动力的地域性和产业性转移、社会老龄化速度加快、生活成本提高等因素，增加了建筑业的劳动力成本。

<sup>1</sup> 建筑信息模型（BIM）：以建筑工程项目的各项相关信息数据作为模型的基础，进行建筑模型的建立，通过数字信息仿真模拟建筑物所具有的真实信息。

### 流动资金压力大

建筑企业利润率较低，使得自身资金积累有限，而承包的工程项目投资规模较大，企业招投标过程中的保证金要求、垫资施工、建设周期长和工程拖欠等均需要大规模的资金支持。因此我国建筑施工企业负债水平居高不下，持续面临还本付息和再融资压力。同时低利润和高负债也制约了建筑施工企业在设备更新、技术改造等方面的投入和可持续发展能力的提高。

总体看，建筑行业市场竞争激烈且利润水平较低，行业运行成本受原材料和劳动力价格波动影响较大；具有高负债的行业特征，流动资金压力较大，未来建筑企业的融资能力将成为重要的发展关键。

#### （7）行业发展

建筑业发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动着行业增长。2011 年以来，随中国经济从上年强劲复苏的增长高点回落，宏观经济进入下行通道；同时高通胀压力下政府主导的基建投资增速放缓；房地产调控政策持续从紧，政府路桥、铁路等基建投资持续下降影响，全国固定资产投资增速持续放缓，短期来看，建筑行业发展下滑风险进一步增大。

从长远来看，在中国城镇化和工业化进程不断加快的背景下，全社会固定资产投资将继续保持高位运营，为建筑类企业提供广阔的成长空间和持续发展的有利外部环境。

城镇化方面，城镇化建设是建筑市场的亮点。随着中国城市化进程的加快，市政基础设施建设投资在全国固定资产投资的比重逐年上升。虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求。在这样的背景之下，市政公共事业将迎来一个大规模的建设期，与之相配套的基础设施建设将为建筑企业提供广阔的成长空间和持续发展的有利条件。

工业化方面，目前中国基础设施水平依旧不高，尤其以区域不平衡更为明显。2009 年以来，全国范围内获批上升为国家发展战略的区域规划相继出台，形成了“东部率先”、“中部崛起”、“东北振兴”、“成渝经济圈”等板块。2015 年，为避免经济过快放缓，政府推行“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略作为保增长的重要着力点。众多区域规划的出台与实施，将迎来大量基础设施建设战略布局与投资，为建筑业企业带来较大的市场需求。

总体看，短期内，受经济不确定性增大的影响，中国宏观经济存在增速持续放缓的压力。基于建筑行业与宏观经济的高相关性，基建投资疲软，以及房地产投资面临下滑压力，加之其举债经营的特性，建筑企业经营压力加大；但从长期看，区域经济的持续发展、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间，建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

## 四、基础素质分析

### 1. 规模及竞争力

公司是国内大型上市企业，拥有包括房地产业、建筑施工产业、商业产业等产业板块，涉及房地产开发、工程总承包、安装、钢结构等诸多领域，下辖房地产业集团、建筑集团、商业集团、南通市中南建工设备安装有限公司等分子公司，其中房地产业集团和建筑产业集团业务已拓展到 18 省、45 个地县级城市及海外市场。

公司房地产业务板块主要为住宅开发，项目集中在江苏、山东等省份。公司具备较为丰富的房地产项目开发经验和一定的品牌知名度，截至 2018 年底，公司累计开发房地产约 3,741 万平方米，

主要分布在山东和江苏省内的三四线城市，在当地均拥有一定的品牌优势。2018 年，公司荣获中国房地产开发企业品牌价值 20 强、克尔瑞中国房地产企业销售金额排名第 18 名、中房协中国房地产开发企业排名第 19 名。

建筑施工业务方面，公司已在国内主要省会城市和直辖市设立 13 家区域分公司，施工区域覆盖全国多数省市自治区。公司国内已完工的代表性工程主要有济南中润世纪城、山东中润济南世纪工程、天津弘泽国际、北京 UHN 国际村等；海外代表工程有科威特皇宫工程、关岛希尔顿宾馆、关岛日航宾馆、香港新机场中央通道工程候机大厅、阿尔及利亚奥兰面粉厂工程等。

资质上，房地产业务方面，公司下属子公司南通中南新世界中心开发有限公司拥有房地产开发企业一级资质，其他房地产项目公司也拥有不同等级的房地产开发企业资质。建筑施工业务方面，公司下属子公司拥有中国住房和城乡建设部授予的房屋建筑施工总承包特一级和建筑行业设计甲级资质、建筑装修装饰工程一级、起重设备安装工程专业承包一级、机电设备安装工程专业承包一级资质和钢结构工程专业承包一级资质等。

在技术创新方面，截至 2018 年底，公司获得国家发明专利 13 项、实用新型专利 26 项、国家级和省级工法分别为 6 项和 58 项，建筑业新技术应用示范工程 18 项，国家级和省级优秀论文 23 篇，国家和省级工程建设优秀质量管理奖 16 项。中南建筑的 NPC<sup>2</sup>技术采取工厂机械化生产、现场装配的形式进行建筑施工，与目前国内的现场浇注、施工的工艺相比，具有减少施工现场污染、降低噪音、环保、节能、节省大量人工、料具、缩短施工工期、缩减施工成本的优点。

总体看，公司经营规模较大，品牌知名度较高，市场竞争力强，技术水平较为先进，市场影响力较高。

## 2. 人员素质

截至 2018 年底，公司董事、监事、高级管理人员共 17 名，其中董事长兼任总经理 1 名，副董事长 1 名，高管 8 名（其中董事兼任 6 名），独立董事 4 名，副总经理 1 名，董事会秘书 1 名。上述人员大多数在公司任职多年，熟悉公司经营管理特点和发展方向，拥有丰富的企业管理经验。

公司实际控制人、董事长、总经理陈锦石先生，1962 年生，EMBA，高级工程师、十二届全国人大代表。曾任中南控股集团有限公司总经理、中南房地产业有限公司总经理；现任公司董事长、总经理、中南控股集团有限公司董事长、中南城市建设投资有限公司董事长；曾被评为南通市劳动模范、全国“五一”劳动奖章、南通市“民营经济优秀企业家”、海门市建筑业首批优秀企业家。

截至 2018 年底，公司共有在职员工 16,420 人。其中，按专业构成划分，销售人员占 19.37%、技术人员占 52.52%、财务人员占 4.82%、行政人员占 6.74%、其他管理人员占比 16.56%；按教育程度划分，具有本科及以上学历的占 49.24%、具有大专及以下学历占 50.76%。

总体看，公司管理层综合素质较高，具备多年的相关业务经验和企业管理经验；公司员工学历基本能够满足公司经营需要。

## 五、公司管理

### 1. 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等的要求，制定了《公司章程》，

<sup>2</sup> NPC 技术采用工厂机械化生产，现场装配的形式进行建筑施工，具有减少施工现场污染、降低噪音、环保节能，节省大量人工、料具，缩短施工工期，缩减施工成本的特点。

建立健全了股东大会、董事会、监事会和独立董事等制度。

股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划等事项。公司董事会由 12 名董事组成，设董事长 1 人，独立董事 4 人。公司监事会由 3 名监事组成，其中职工代表 1 名，监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会设主席 1 名，监事会主席由全体监事过半数选举产生。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理负责公司的日常经营和管理工作。公司已建立董事和高级管理人员绩效评价与激励约束机制，高级管理人员的薪酬和激励均与公司经营业绩直接挂钩，公司还按照有关法律法规以及《信息披露管理办法》、《投资者关系管理制度》等，披露有关信息。

总体看，公司治理结构完善，运行较规范。

## 2. 管理水平

截至 2018 年底，公司设董事局主席办公室、总裁综合办公室、信息流程中心、战略企划中心、综合人力中心、财务管理中心、投资商务中心、融资管理中心、研发设计中心、法律管理中心、运营管理中心、招采管理中心、营销管理中心和成本管理中心 14 个职能部门。

财务管理制度方面，公司为规范内部财务行为，促进生产经营活动的顺利进行，加强财务管理和经济核算，根据国家相关会计制度，结合公司实际情况，制定公司财务管理制度。制度适用于公司，全资子公司、控股子公司和参股并实行实质性管理的子公司参照执行。制度从公司内部财务管理的基础工作、流动性资产的管理、费用管理、营业收入、利润及利润分配的管理、资产减值准备计提与财务核销、会计档案管理及会计工作交接管理等方面对公司财务进行规范。

关联交易管理方面，公司根据《证券法》、《深圳证券交易所股票上市规则（2014 年修订）》、《企业会计准则—关联方关系及其交易的披露》及其他有关法律、法规和规范性文件的规定，为保证公司与关联方之间发生的关联交易符合公平、公正、公开的原则，确保公司关联交易行为不损害公司和全体股东的利益，制定《江苏中南建设集团股份有限公司关联交易制度》。公司明确划分股东大会和董事会对关联交易的审批权限。关联交易按照公平市场价格定价，充分保护各方投资者的利益，必要时聘请独立财务顾问或专业评估师对相关交易进行评价并按规定披露，所有关联交易均履行必要的授权批准程序。

安全生产管理方面，公司为加强劳动保护，确保安全生产，根据有关法律、法规规定，制定了安全岗位责任制和《安全环境管理制度》等规章制度，成立了安全领导小组。公司形成了定期、不同级别的安全巡视制度，对安全隐患问题做好文字记录，并限期整改完毕，对每项问题的整改进行事后核验，配备专职安全人员，避免各种原因造成人身伤害和财产损失。

对子公司的管理上，公司通过派出董事、监事及高管加强对子公司管理决策的参与，加强股东权利的行使，通过要求全资及控股子公司及时报送董事会决议、股东大会决议等重要文件，定期上报财务报表等措施，对其进行动态监控和经营情况分析。同时，公司统一对全资及控股子公司财务管理、关联交易、对外借款、对外担保、重大投资、信息披露等活动的控制，子公司参照公司制度标准执行。

对外担保方面，公司所有对外担保均需董事会审议。单笔担保额超过上市公司净资产 10% 的担保，为资产负债率超过 70% 的担保对象提供的担保，担保总额超过最近一期经审计净资产的 50% 以后的提供的任何担保，均须股东大会审议通过。

总体看，公司管理运作较规范，管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司主营建筑施工、房地产开发和物业管理及其他业务。公司建筑施工业务主要包括房建工程（其中分为房产类和公建类）、机电设备安装和建筑钢结构；房地产开发业务以住宅地产开发为主；物业管理及其他业务主要是酒店及商业物业出租业务。

表 5 2016~2018 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 主营业务收入 | 2016 年 |        |       | 2017 年 |        |       | 2018 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   | 69.53  | 20.26  | 9.38  | 71.92  | 23.84  | 12.27 | 116.55 | 29.40  | 11.59 |
| 房地产开发  | 269.15 | 78.41  | 18.07 | 210.42 | 69.75  | 19.43 | 270.78 | 68.31  | 22.47 |
| 酒店及其他  | 4.59   | 1.34   | 23.31 | 19.34  | 6.41   | -6.31 | 9.07   | 2.29   | -0.86 |
| 合计     | 343.27 | 100.00 | 16.38 | 301.68 | 100.00 | 16.07 | 396.40 | 100.00 | 18.74 |

资料来源：公司提供

2016~2018 年，公司主营业务收入呈波动增长状态，年均复合增长 7.46%。从营业收入的构成来看，房地产开发和建筑施工业务为公司主要的营业收入来源。近三年，房地产销售收入波动增长，年均复合增长 1.19%，占主营业务收入的比重有所下降。近三年，公司建筑施工收入持续增长，年均复合增长 29.50%，占全部收入比重也逐渐提升。公司物业酒店及其他业务收入占比较小。

从毛利率上看，2016~2018 年公司建筑施工业务毛利率波动上升，三年分别为 9.38%、12.27% 和 11.59%，2016 年毛利率较低，主要系部分三四线城市建筑市场竞争激烈所致，2017 年公司调整项目门槛，设置项目盈利指标，毛利率有所回升。近三年，公司房地产开发毛利率持续上升，主要系结转的毛利率较高的南京、苏州、上海的项目占比逐步提升所致，但仍处于较低水平；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，近三年公司主营业务毛利率呈波动上升趋势，分别为 16.38%、16.07% 和 18.74%，但仍处于较低水平。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 84.71 亿元，同比减少 25.35%，主要系当期结转面积同比减少所致；综合毛利率为 24.34%，较上年同期上升 4.55 个百分点，主要系二线城市的房地产项目结转收入占比上升所致。

总体看，公司营业收入呈波动增长态势，房地产毛利率水平有所上升，但仍处于较低水平；随着公司提高建筑业务承接门槛，建筑板块毛利率也有所提升；公司毛利率仍较低。

### 2. 房地产开发业务

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。

#### （1）土地储备

近三年，公司拿地在数量、建筑面积和支出金额上均持续上升，拿地力度较大。

表 6 2016~2019 年 3 月公司房地产开发情况（单位：个、万平方米、亿元）

| 时间     | 拿地幅数 | 建筑面积  | 支出金额 |
|--------|------|-------|------|
| 2016 年 | 27   | 488   | 337  |
| 2017 年 | 98   | 1,499 | 627  |
| 2018 年 | 106  | 1,595 | 694  |

|              |    |     |     |
|--------------|----|-----|-----|
| 2019 年 1~3 月 | 11 | 178 | 126 |
|--------------|----|-----|-----|

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司土地储备建筑面积（权益口径，包含未并表合作项目）1,004.16 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；其中位于南京和常熟的地块部分楼面价较高，在 15,000 元/平方米以上，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。按权益建筑面积计算，公司土地储备位于一线城市占比 1.67%，二线城市占比 48.09%，三四线城市占比 50.24%；从区域分布来看，位于长三角地区的占三分之一。公司位于三、四线城市占比较高，存在去化较慢的风险。

总体看，公司近年拿地力度不断加大，购地支出规模快速增长；公司土地储备充裕，但土地储备位于三、四线城市较多，未来可能面临一定的去化压力；部分项目土地成本相对较高，若调控政策或市场发生波动，可能影响去化和利润率。

### （2）项目开发情况

2016~2018 年，公司新开工面积波动增长，2018 年开工节奏有所放慢；2016~2018 年，公司竣工面积波动增长，三年分别为 349 万平方米、290 万平方米和 241 万平方米。2017~2018 年，公司期末在建面积均保持较大规模。

表 7 2016~2018 年公司房地产开发情况（单位：万平方米）

| 项目      | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---------|--------|--------|--------|
| 当期新开工面积 | 157    | 461    | 340    |
| 当期竣工面积  | 349    | 290    | 380    |
| 期末在建面积  | --     | 2,847  | 2,834  |

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. 2016 年期末在建面积因时间久远未能统计

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司在建的房地产项目共计 206 个，在建项目预计总投资 3,136.95 亿元，已完成投资 1,876.82 亿元，尚需投资 1,260.13 亿元。

总体看，公司开发速度有所上升，期末在建面积较大，对未来实现销售提供一定的保障；但较大的在建规模也对公司的资本支出带来压力。

### （3）项目销售情况

2016~2018 年，公司房地产销售力度不断加大，销售面积不断增加，年均复合增长 117.82%；签约销售金额也逐年增加，年均复合增长 75.13%。2017 年公司回款率较低，一是公司 2017 年新进入城市较多，且 2017 年销售金额大幅提升，当年部分地区销售、管理经验不足；二是公司 2017 年销售金额较 2016 年大幅提升，因此 2017 年回款中的跨期回款部分占比相对较小，而到 2018 年时，跨期回款的占比回升，因此回款率回升。

表 8 2016~2018 年公司房地产销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米、%）

| 项目     | 2016 年    | 2017 年    | 2018 年    |
|--------|-----------|-----------|-----------|
| 签约销售面积 | 309.00    | 736.25    | 1,144.37  |
| 签约销售金额 | 373.00    | 963.18    | 1,466.07  |
| 签约销售均价 | 12,071.19 | 13,082.11 | 12,811.24 |
| 回款金额   | 315.00    | 709.51    | 1,264.80  |
| 回款率    | 84.45     | 75.79     | 86.27     |

|        |        |        |        |
|--------|--------|--------|--------|
| 结转收入面积 | 378.00 | 269.42 | 241.36 |
| 结转收入   | 269.15 | 210.42 | 270.78 |

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 2018 年底，公司在售项目已推盘面积 3,350.33 万平方米，已售面积 2,799.50 万平方米，去化率 83.56%，总体去化程度良好。

总体看，近年来公司销售规模快速扩张，公司签约销售金额不断增长，销售状况良好。

### 3. 建筑施工业务

公司建筑施工业务以房建工程为主，同时还从事机电设备安装和建筑钢结构等其他施工业务，其中房建工程主要包括房产类和公建类工程。近年来公司新签合同额较大，为未来建筑施工业务的发展提供了有力保障。公司建筑施工业务主要由子公司中南建筑及其下属子公司负责运营。

2016~2018 年，房建工程收入占中南建筑收入的比例分别为 83.38%、85.09%和 87.88%，占比逐渐提升；房建工程业务收入波动增长，三年分别为 77.59 亿元、99.66 亿元和 133.92 亿元。近三年机电设备安装收入分别为 13.26 亿元、14.69 亿元和 15.11 亿元，呈持续上升态势。

表 9 2016~2018 年中南建筑收入情况（单位：亿元、%）

| 类别       | 2016 年 |        |       | 2017 年 |        |       | 2018 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 | 66.50  | 71.46  | 10.15 | 80.19  | 68.47  | 13.64 | 93.66  | 61.46  | 10.87 |
| 房建工程-公建类 | 11.09  | 11.92  | 11.29 | 19.47  | 16.62  | 9.18  | 40.26  | 26.42  | 9.23  |
| 机电设备安装   | 13.26  | 14.25  | 16.80 | 14.69  | 12.54  | 16.73 | 15.11  | 9.91   | 20.91 |
| 其他       | 2.20   | 2.37   | 21.05 | 2.77   | 2.37   | 17.61 | 3.37   | 2.21   | 17.80 |
| 合计       | 93.06  | 100.00 | 11.49 | 117.12 | 100.00 | 13.38 | 152.40 | 100.00 | 11.59 |

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

随着公司品牌知名度的提升，2016~2018 年，公司建筑施工业务新签合同额分别为 207.07 亿元、312.00 亿元和 366.50 亿元，呈不断增长态势；房建工程施工业务中，房产类施工和公建类施工新签合同金额持续增长；其他业务近三年波动下降，主要系公司调整经营政策，减少海外工程施工业务，更倾向于国内基础市政项目以及政府 PPP 入库项目业务所致。

表 10 2016~2018 年公司建筑施工业务新签合同情况（单位：亿元）

| 项目         | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|------------|--------|--------|--------|
| 房建工程施工业务   | 185.15 | 305.00 | 354.71 |
| 其中：房产类施工业务 | 89.50  | 126.00 | 147.99 |
| 公建类施工业务    | 90.44  | 163.00 | 187.70 |
| 机电设备安装     | 5.21   | 16.00  | 19.01  |
| 其他         | 21.92  | 7.00   | 11.79  |
| 合计         | 207.07 | 312.00 | 366.50 |

资料来源：公司提供

总体看，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，为未来结转收入增长提供了保证。

### （1）房建工程

公司国内房建工程包括房产类和公建类工程，房产类工程主要为住宅和商业地产工程施工，公建类工程以公共设施为主，主要为学校、医院、公共设施、经济适用房等。公司目前已在国内 40 多个大中型城市建立了施工项目基地，形成了华东公司、山东公司、南通公司、西北公司、华南公司、华北公司、华西公司、华中公司、国际事业部公司、总承包总部公司等 10 个区域分公司，另外还有运输分公司、劳务分公司、设计院分公司、机具服务中心、钢结构公司、NPC 事业部等各个职能部门，以及各个 PPP 项目公司。此外，公司下属的房地产项目公司开发的房地产项目也有部分由中南建筑及其子公司承建，但占比不超过 25%。

在原材料采购方面，公司国内房建工程的原材料采购模式主要有两种：自行采购和业主方供料模式，以自行采购模式为主。公司按照“总部集中为主，区域公司分散为辅，统分结合”的原则采购材料和设备等工程物资，主要由总部进行原材料的集中采购，再根据下属各区域分公司业务需要进行分配，对于零星原材料可由各项目自行分散采购。对于业主方供料模式，公司只负责根据施工进度编制用料计划并报送业主方，材料到位后负责接收、验收送检、办理入库和使用。

公司采购的主要原材料是钢材和水泥，原材料成本约占营业成本的 60% 左右。由于建筑施工项目一般施工周期较长，采购周期相应延长，为减少原材料价格波动的风险，公司建立了战略供应商名单库。除了向战略供应商进行集中采购外，公司承接大型项目时通常在投标前向供应商询价，中标后组织供应商集中竞争报价，工程施工中按进度制定柔性采购计划，依据市场情况与供应商协商采购合同履行条件，以弥补价格变动带来的额外成本，规避原材料价格波动风险。

公司国内房建工程以总承包为主，分包业务为辅。同时，公司近年来采取 BT 和 PPP 模式承建了部分公建类工程项目。BT 项目需要公司在前期垫资建设，后期再根据 BT 协议收回款项。除了 BT 项目之外，公司房建工程业务结算一般根据工程进度进行结算，每完成一定的进度，项目业主方按完工进度结算金额的 70%~80% 给予公司，剩余部分待施工验收合格后结算。质量保证金一般为合同金额的 5%，在项目竣工结算后的三年内分批返还给公司。公司承接的自行开发的房地产项目也采取市场统一定价原则，按照施工进度结算工程款。PPP 的合作方式一般为 BOT 或 BTO，由政府平台和中标企业联合出资，资本金占总投资比例大约 20%，政府占总投资比例一般在 10% 以内。

截至 2018 年底，公司建筑施工在建项目合同总额 1,078.90 亿元，合同应收款 418.80 亿元，已回笼资金 349.62 亿元，回款比例为 83.48%。

总体看，公司建筑工程业务已竣工项目回款情况良好；公司在建施工项目工程量较大，所需投入资金较大，对公司有一定的资金占用压力。

### （2）机电设备安装

机电设备安装业务主要由中南建筑的子公司南通市中南建工设备安装有限公司（以下简称“中南建工”）经营，中南建具有机电设备安装工程专业承包一级资质，可承接建筑暖通、电气、给排水、消防、弱电设备安装工程。

公司机电设备安装业务主要以房建工程业务为依托，开展民用和工业安装、智能化等专业化服务。2016~2018 年，公司机电设备安装业务收入分别为 5.21 亿元、16.00 亿元和 19.01 亿元，占建筑施工业务总收入的比重分别为 2.52%、5.13% 和 5.19%。

在工程款结算方面，中南建工一般向业主方收取 10%~30% 的预付款；在施工过程中，工程款按月进行结算，业主方进度款的支付比例一般为 75%~85%（含预付款，预付款按完工比例进行折算）；工程完工后，中南建工一般可收到工程款的 85%；工程竣工结算后，中南建工可收到工程款的 95%，剩余 5% 作为工程保证金，通常为 1~5 年，质保金待工程缺陷责任期满后无息退还。

在原材料采购方面，中南建工所需材料一般按照当地市场价进行采购，优先采购长期合作伙伴及市场信誉良好的原材料商提供的材料，付款方式以现汇为主，商业承兑汇票、银行承兑汇票、国内信用证进行辅助。

总体看，公司机电设备安装业务主要以房建工程业务为依托，发展较为稳定。

#### 4. 自持物业

2016~2018 年公司自持物业酒店和商业物业分别实现收入 2.60 亿元、3.00 亿元和 4.43 亿元。出租率方面，商场商城类物业出租率高，公司旗下酒店均为五星级酒店，价格较高，入住率一般。

表 11 公司已建成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      | 总投资额           | 2018 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%      | 8,549         |
| 南通中南百货购物中心 | 9.40         | 2014 年    | 23,220         | 99%       | 13,509        |
| 盐城中南城购物中心  | 15.50        | 2014 年    | 51,200         | 95%       | 4,378         |
| 海门中南城购物中心  | 9.10         | 2016 年    | 18,800         | 96%       | 1,929         |
| 南通金石国际酒店   | 14.00        | 2011 年    | 100,000        | 57%       | 10,436        |
| 青岛金石国际酒店   | 3.60         | 2016 年    | 25,700         | 42%       | 2,955         |
| 南通滨海金石国际酒店 | 2.60         | 2017 年    | 18,600         | 34%       | 922           |
| 文昌金石国际酒店   | 5.03         | 2018 年    | 42,180         | 52%       | 1,661         |
| <b>合计</b>  | <b>70.70</b> | <b>--</b> | <b>341,900</b> | <b>--</b> | <b>44,339</b> |

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司自持物业收入稳定增长，商场类物业出租率高；自持物业收入可以给公司现金流带来稳定补充。

#### 5. 关联交易

2018 年，公司关联交易中采购和接受劳务 10.80 亿元，占当年购买商品提供劳务收到现金的 2.13%；出售商品提供劳务 8.64 亿元，占当年销售商品提供劳务收到现金的 0.96%。对关联方担保 58.65 亿元。截至 2018 年底，公司应收关联方款项 232.10 亿元，应付关联方款项 107.92 亿元。

总体看，公司的关联销售和采购数额不大，但因合作开发项目较多，对联合营公司应收和应付款较多，对公司资金占用较多。

#### 6. 经营效率

受公司营业收入与成本的波动影响，近三年公司经营效率指标呈现波动下降态势。2016~2018 年，公司存货周转次数分别为 0.41 次、0.28 次和 0.26 次；流动资产周转次数分别为 0.35 次、0.22 次和 0.21 次；总资产周转次数分别为 0.32 次、0.21 次和 0.19 次。

表 12 房地产开发类上市公司 2018 年经营效率指标（单位：次）

| 证券简称  | 存货周转次数 | 流动资产周转次数 | 总资产周转次数 |
|-------|--------|----------|---------|
| 阳光城   | 0.31   | 0.26     | 0.24    |
| 华侨城 A | 0.14   | 0.24     | 0.19    |
| 新城控股  | 0.31   | 0.27     | 0.21    |

|      |      |      |      |
|------|------|------|------|
| 金地集团 | 0.29 | 0.26 | 0.21 |
| 中南建设 | 0.26 | 0.21 | 0.19 |

资料来源：Wind

从同行业上市公司比较来看，公司经营效率处于行业较低水平，主要系公司的房地产和建筑双主业所致。

## 7. 经营关注

### （1）公司毛利率水平不高

受前期拿地成本较高影响，公司房地产业务毛利率较低。近两年虽有所提升，但公司毛利率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

### （2）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，随着棚改货币化安置政策的变动，以及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。

### （3）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。

## 8. 未来发展

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，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。

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。

总体看，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。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。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司 2016~2018 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 2019 年 1~3 月财务数据未经审计。公司执行财政部修订的最新版企业会计准则。2017 年，公司发生非同一控制下企业合并 8 家，处置子公司 1 家，新设子公司 84 家。2018 年，公司纳入合并范围新增子公司 151 家，减少子公司 53 家；截至 2018 年底，公司纳入合并范围子公司 399 家。公司近年新设子公司较多，使得财务报表合并范围逐年扩大。但由于公司主营业务不变，合并子公司规模不大，公司财务报表仍具有可比性。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 2,356.94 亿元，负债总额 2,161.01 亿元，所有者权益总额（含少数股东权益）195.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益 173.98 亿元。2018 年，公司实现营业收入 401.10 亿元，净利润（含少数股东损益）23.13 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 21.93 亿元；经营活动产生的现金流量净额 194.32 亿元，现金及现金等价物净增加额 27.35 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 2,400.87 亿元，负债总额 2,198.27 亿元，所有者权益总额（含少数股东权益）202.60 亿元，其中归属于母公司所有者权益 178.93 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 84.71 亿元，净利润（含少数股东损益）5.25 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.82 亿元；经营活动产生的现金流量净额 37.15 亿元，现金及现金等价物净增加额 40.02 亿元。

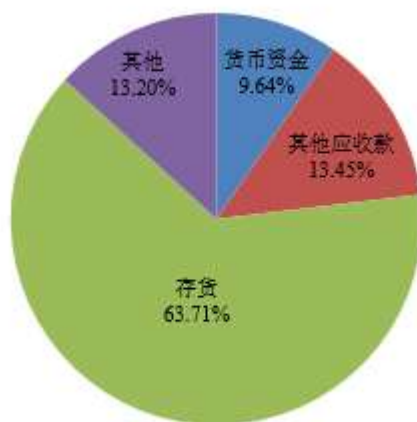
## 2. 资产质量

2016~2018 年，公司资产规模持续上升，年均复合增长 41.85%，主要系流动资产增长所致。截至 2018 年底，公司资产总额 2,356.94 亿元，较年初增加 33.24%；其中流动资产占比 89.90%，非流动资产占比 10.10%，资产构成以流动资产为主。

### 流动资产

2016~2018 年，公司流动资产规模呈逐年上升态势，年均复合增长 39.16%，主要系存货与其他应收款增长所致。截至 2018 年底，公司流动资产 2,118.95 亿元，较年初增加 28.49%；公司流动资产构成，如下图所示。

图 7 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司货币资金呈持续增长趋势，年均复合增长 50.28%，主要系销售回款增加以及筹资活动持续吸收借款所致。截至 2018 年底，公司货币资金 204.17 亿元，较年初增长 43.08%，其中银行存款占比 76.37%，其他货币资金占比 33.42%。截至 2018 年底，货币资金中使用受限的资金为 71.06 亿元，主要是信用证及保函保证金和定期存单。公司货币资金受限比率为 34.80%，受限程度较高。公司房地产预售监管账户中资金不受限制。

公司其他应收款包括各类保证金押金、备用金及代扣代缴款、应收政府款项和其他单位往来款。2016~2018 年，公司其他应收款呈不断增长态势，年均复合增长 84.61%，主要系各类保证金押金及其他单位往来款的规模增长所致。截至 2018 年底，公司其他应收款为 285.08 亿元，较年初增长 84.42%；其他应收款中，各类保证金押金占比 10.90%、备用金及代扣代缴款占比 2.22%、应收政府款项占比

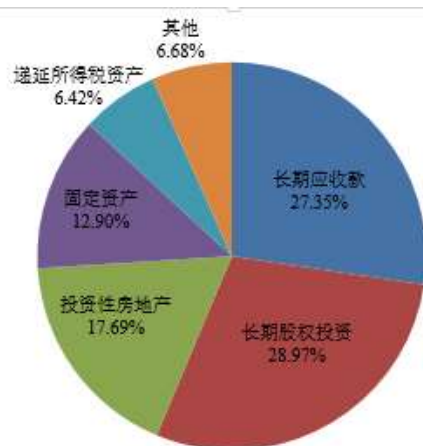
3.83%、其他单位往来款占比 83.05%。截至 2018 年底，公司其他应收款中，欠款金额前五大公司的其他应收款占比为 17.35%，集中度较低。截至 2018 年底，公司其他应收款计提坏账准备 2.96 亿元，计提比例为 1.04%，大部分全部是按信用风险特征组合计提坏账准备，考虑到款项性质构成，坏账准备计提比例尚可。其他应收款规模较大，对公司资金有一定占用。

2016~2018 年，公司存货持续增长，年均复合增长 34.95%，主要系收购和在建的房地产项目持续增加所致。截至 2018 年底，公司存货账面价值 1,350.03 亿元，较年初增长 21.64%，主要系计入存货中的开发成本大幅增加所致。截至 2018 年底，公司存货中开发成本占比 88.11%，开发产品占比 5.57%，建造合同形成的已完工未结算资产占 5.45%；公司存货计提跌价准备 0.71 亿元，主要为对开发成本和开发产品计提的跌价准备，占比分别为 42.25%和 54.93%，公司的房地产项目中位于二三线城市的规模较大，未来可能存在一定的去化压力和存货跌价风险。截至 2018 年，公司存货中受限金额为 573.63 亿元，受限比率为 42.49%，主要为抵押贷款受限。

### 非流动资产

2016~2018 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长率为 75.59%；截至 2018 年底，公司非流动资产合计 237.99 亿元，较年初增长 98.60%，主要系长期应收款、长期股权投资和投资性房地产增加所致；公司非流动资产构成如下图所示。

图 8 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

公司长期应收款主要是融资租赁款保证金和 PPP 项目款。2016~2018 年，公司长期应收款呈波动增长态势，年均复合增长率为 613.24%。截至 2018 年底，公司长期应收款为 65.08 亿元，较年初增长 65 倍，主要系公司新增 65.06 亿元 PPP 项目款所致。公司发展 PPP 业务对资金形成一定占用。

公司长期股权投资主要是对合营企业和联营企业的投资。2016~2018 年，公司长期股权投资呈增长趋势，年均复合增长率为 268.28%，主要系合作房地产项目大幅增加所致。截至 2018 年底，公司长期股权投资为 68.93 亿元，较年初增长 350.45%，其中对合营企业投资占比 63.59%，对联营企业投资占比 36.41%。

公司投资性房地产均为已出租的建筑物，2018 年开始采用公允价值法计量。2016~2018 年，公司投资性房地产呈持续增长态势，年均复合增长 88.38%，主要系存货转入所致。截至 2018 年底，公司投资性房地产为 42.10 亿元，较年初增长 2.37%。

2016~2018 年，公司固定资产呈波动上升态势，年均复合增长 28.14%，主要系购置和在建工程

转入房屋所致。截至 2018 年底，公司固定资产 30.69 亿元，较年初减少 4.08%，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 93.84%）构成。截至 2018 年底，公司固定资产账面原值为 42.48 亿元，累计折旧 12.21 亿元，固定资产成新率为 71.26%，成新率尚可。公司固定资产中受限金额为 26.16 亿元，受限比率 85.24%，受限比率较高，主要为抵押贷款受限。

2016~2018 年，公司递延所得税资产呈不断增长态势，年均复合增长 27.36%，主要系新成立的地产项目子公司尚未盈利，可抵扣亏损形成的可抵扣暂时性差异不断增加所致；截至 2018 年底，公司递延所得税资产 15.29 亿元，较年初增长 38.52%。

截至 2018 年底，公司受限资产包括货币资金 71.06 亿元、应收票据及应收账款 8.92 亿元、长期应收款 4.06 亿元、无形资产 0.23 亿元、存货 573.63 亿元、投资性房地产 26.16 亿元，合计 684.06 亿元，占总资产比例为 29.02%，受限规模较大。

表 13 截至 2018 年底公司资产受限情况及占总资产比重（单位：亿元、%）

| 受限资产      | 受限金额   | 占总资产比重 |
|-----------|--------|--------|
| 货币资金      | 71.06  | 3.01   |
| 应收票据及应收账款 | 8.92   | 0.38   |
| 长期应收款     | 4.06   | 0.17   |
| 无形资产      | 0.23   | 0.01   |
| 存货        | 573.63 | 24.34  |
| 投资性房地产    | 26.16  | 1.11   |
| 合计        | 684.06 | 29.02  |

资料来源：公司年报

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 2,400.87 亿元，较年初增长 1.86%，主要系存货增加所致。公司流动资产占 90.17%，非流动资产占 9.83%，较年初变化不大。

总体看，近年来公司随着经营规模的扩大，资产规模快速提升，以流动资产为主；流动资产中，存货占比较大，考虑到公司三四线城市项目较多，存货可能面临一定的去化压力和跌价风险；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。

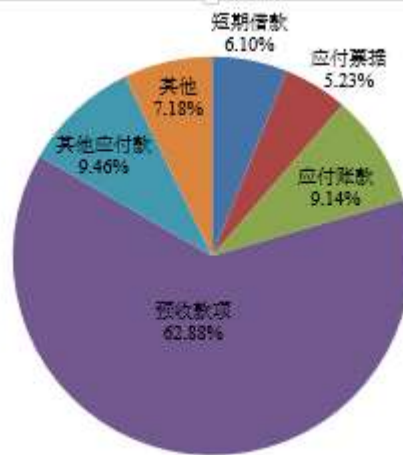
### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

2016~2018 年，公司负债规模呈持续上升态势，年均复合增长 46.27%，主要系流动负债增加所致。截至 2018 年底，公司负债总额 2,161.01 亿元，较年初增长 36.01%，其中流动负债占比 81.03%，非流动负债占比 18.97%，负债结构以流动负债为主。

2016~2018 年，公司流动负债呈逐年上升态势，年均复合增长 58.86%，主要系预收款项增加所致。截至 2018 年底，公司流动负债 1,751.17 亿元，较年初增长 48.64%，主要由短期借款（占比 6.10%）、应付账款（占比 9.14%）、预收款项（占比 62.88%）和其他应付款（占比 9.46%）构成，如下图所示。

图9 截至2018年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2016~2018年，公司短期借款持续增长，年均复合增长76.59%，主要系公司业务规模扩大所致。截至2018年底，公司短期借款106.87亿元，其中质押借款占20.27%，抵押借款占44.03%，保证借款占11.54%，信用借款占19.19%。

公司应付票据主要为银行承兑汇票和商业承兑汇票，2016~2018年，公司应付票据呈持续增长态势，年均复合增长66.14%。截至2018年底，公司应付票据91.66亿元，较年初增长120.59%，主要系银行承兑汇票大幅增加所致。

公司应付账款主要由应付工程款和其他服务费构成。2016~2018年，公司应付账款呈持续增长态势，年均复合增长31.09%。截至2018年底，公司应付账款160.05亿元，较年初增长34.04%，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；其中工程货款占比97.71%，其他服务费占比2.29%。

公司预收款项包括预收房款、预收工程款和预收建造合同形成的已结算尚未完工款，以预收房款为主。2016~2018年，公司预收款项持续上升，年均复合增长65.82%，主要系公司房屋签约销售规模增长所致。截至2018年底，公司预收款项为1,101.20亿元，较年初增加60.91%，其中预收房款占比97.75%、预收工程款占比0.41%、预收建造合同形成的已结算尚未完工款占比1.82%。

2016~2018年，公司其他应付款呈逐年增长态势，年均复合增长64.60%，主要系往来款增加所致。截至2018年底，公司其他应付款165.57亿元，较年初增长0.86%，主要由往来款（占比84.48%），保证金、定金、押金（占比9.23%）和代收代缴款（占比5.96%）构成。

2016~2018年，公司非流动负债规模呈逐年上升态势，年均复合增长13.87%，主要系长期借款增长所致。截至2018年底，公司非流动负债合计409.84亿元，较年初减少0.21%；非流动负债主要由长期借款（占比73.51%）和应付债券（占比23.91%）构成。

2016~2018年，公司长期借款呈持续增长趋势，年均复合增长39.57%，主要系房地产业务经营规模迅速扩大，融资需求增加所致。截至2018年底，公司长期借款301.27亿元，较年初增长12.85%。公司长期借款中，于2020年到期的157.09亿元，占比52.14%，于2021年到期的94.01亿元，占比31.21%，2022年及以后到期的50.17亿元，占比16.65%。

2016~2018年，公司应付债券逐年减少，年均复合下降20.25%。截至2018年底，公司应付债券账面价值98.01亿元，较年初下降25.50%，具体情况如下表所示。若假设回售行权日投资人全部回

售，公司债券 2019 年到期 44 亿元，2020 年到期 13 亿元，2021 年到期 30 亿元，公司面临一定的集中偿付压力。

表 14 截至 2018 年底公司应付债券情况（单位：亿元、年、%）

| 债券简称           | 发行日        | 债券期限  | 存续规模         | 票面利率 |
|----------------|------------|-------|--------------|------|
| 15 中南建设 MTN001 | 2015/6/26  | 3+2   | 6.13         | 7.50 |
| 15 中南建设 MTN002 | 2015/8/28  | 3+2   | 11.63        | 7.50 |
| 16 中南 01       | 2016/1/22  | 3+2   | 6.44         | 6.50 |
| 16 中南 02       | 2016/7/27  | 3+2   | 11.98        | 6.00 |
| 16 中南 03       | 2016/9/29  | 3+2   | 6.99         | 6.50 |
| 17 中南 01       | 2017/12/14 | 3+2   | 9.19         | 7.50 |
| 17 中南 02       | 2017/12/28 | 2+2   | 4.10         | 7.20 |
| 18 中南建设 PPN001 | 2018/1/18  | 2+1   | 2.39         | 7.50 |
| 18CFZR0126     | 2018/2/12  | 3     | 9.98         | 7.50 |
| 18 中南建设 MTN001 | 2018/4/24  | 3+N   | 6.97         | 7.80 |
| 18 中南 01       | 2018/12/4  | 1+1+1 | 12.25        | 7.99 |
| 16 中筑 01       | 2016/11/7  | 3+2   | 9.97         | 6.48 |
| <b>合计</b>      | --         | --    | <b>98.01</b> | --   |

资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司债务规模逐年上升，年均复合增长 26.25%，主要系短期债务增加所致。截至 2018 年底，公司全部债务为 672.88 亿元，其中短期债务和长期债务占比分别为 40.39%和 59.61%。2016~2018 年，公司资产负债率分别为 86.23%、89.82%和 91.69%；长期债务资本化比率分别为 66.16%、69.19%和 67.18%；全部债务资本化比率分别为 72.35%、76.22%和 77.45%。整体看，公司债务规模较大，总体债务负担重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 2,198.27 亿元，较年初增长 1.72%；其中流动负债占比 79.02%，非流动负债占 20.98%，负债结构较年初变动不大；公司全部债务为 697.19 亿元，其中短期债务和长期债务占比分别为 35.36%和 64.64%；公司资产负债率为 91.56%，长期债务资本化比率为 68.99%，全部债务资本化比率为 77.48%，资产负债率较年初有所下降，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率较年初有所增加。

表 15 公司未来债券回售与否对公司到期债务影响（单位：亿元）

| 时间            | 假设债券不回售       |               | 假设债券全部回售      |               |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|               | 到期债务金额        | 到期债券金额        | 到期债务金额        | 到期债券金额        |
| 2019 年 4~12 月 | 107.66        | 0.79          | 151.66        | 44.79         |
| 2020 年        | 192.84        | 35.75         | 215.48        | 58.39         |
| 2021 年及以后     | 242.82        | 98.64         | 176.18        | 32            |
| <b>合计</b>     | <b>543.32</b> | <b>135.18</b> | <b>543.32</b> | <b>135.18</b> |

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2018 年底，永续债存续规模 9.97 亿元，若将永续债计入长期债务计算，则截至 2018 年底，公司全部债务为 682.85 亿元，其中短期债务占 39.80%，长期债务占 60.20%；公司资产负债率为 91.69%，长期债务资本化比率为 67.72%，全部债务资本化比率为 77.70%。

总体看，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。近三年公司债务规模逐年上升，总体债务负担重，且集中偿付压力大。

#### 所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益呈逐年增长趋势，年均复合增长率为 10.20%，主要系公司未分配利润增长所致。截至 2018 年底，公司所有者权益 195.93 亿元，较年初增长 8.75%，主要系未分配利润增加所致。截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益合计 173.98 亿元，占所有者权益的 88.80%，其中股本占比 21.32%，资本公积占比 14.22%，未分配利润占比 53.84%，未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 202.60 亿元，较年初增长 3.40%，主要系未分配利润增加所致；其中归属于母公司所有者权益合计 178.93 亿元；所有者权益结构变动不大。

总体看，公司所有者权益规模逐年增长，但未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

#### 4. 盈利能力

2016~2018 年，受公司项目结转进度影响，公司营业收入呈现波动增长态势，分别为 344.40 亿元、305.52 亿元和 401.10 亿元，年均复合增长率为 7.92%；营业利润近三年持续增长，分别为 6.24 亿元、11.63 亿元和 31.56 亿元，年均复合增长 124.91%，高于营业收入增速，主要系近两年投资收益规模较大以及 2018 年主营业务毛利率上升所致；净利润近三年持续增长，分别为 3.59 亿元、6.22 亿元和 23.13 亿元，年均复合增长 153.79%；归属于母公司所有者的净利润分别为 3.39 亿元、6.87 亿元和 21.93 亿元，年均复合增长 154.51%。

期间费用方面，2016~2018 年，公司费用总额呈持续增长趋势，年均复合增长 20.68%，主要系管理费用增长所致。2018 年公司费用总额 37.73 亿元，较上年增长 33.13%，其中销售费用占比 25.62%，管理费用占比 63.37%，财务费用占比 11.02%，管理费用占比较高。2016~2018 年，公司销售费用持续增长，年均复合增长 30.33%，其中 2018 年较上年增长 33.46%，主要系在售房地产项目增加所致。2016~2018 年，公司管理费用呈不断增长态势，年均复合增长 20.76%，主要系公司项目区域扩张，雇佣人员工资支出增加所致。2016~2018 年，公司财务费用呈波动增加态势，年均复合增加 4.29%，其中 2018 年较上年增加 21.67%，主要系债务规模增长，费用化的利息支出增加所致。

公司资产减值损失主要为建筑施工业务应收账款计提的坏账，具有行业特征，有一定持续性，2016~2018 年，公司资产减值损失波动减少，年均复合减少 4.81%，分别为 2.28 亿元、2.56 亿元和 2.06 亿元，分别占公司营业利润的比例为 36.47%、22.01%和 6.53%，对公司营业利润的影响逐渐下降。

2016~2018 年，公司投资收益波动较大，分别为-0.74 亿元、6.14 亿元和 5.79 亿元。2017 年大幅增加，主要系处置中南（深圳）房地产开发有限公司 47%的股权所致。

从盈利指标来看，2016~2018 年，公司营业利润率分别为 10.19%、11.47%和 15.94%；总资本收益率分别为 1.37%、1.34%和 3.51%；总资产报酬率分别为 0.87%、0.89%和 1.74%，净资产收益率分别为 2.45%、3.64%和 12.30%，均呈上升趋势。从与国内同规模房地产上市公司盈利指标比较来看，公司盈利能力一般。

表 16 房地产开发类上市公司 2018 年盈利指标比较（单位：%）

| 证券简称  | 销售毛利率 | 净资产收益率 | 总资产报酬率 |
|-------|-------|--------|--------|
| 阳光城   | 26.06 | 14.33  | 2.83   |
| 华侨城 A | 60.35 | 19.05  | 6.86   |
| 新城控股  | 36.69 | 41.05  | 6.26   |

|      |       |       |      |
|------|-------|-------|------|
| 金地集团 | 42.68 | 18.57 | 5.93 |
| 中南建设 | 18.74 | 12.30 | 3.84 |

资料来源：Wind

注：为便于同业比较，表中数据均引自 Wind，因统计口径差异，表中中南建设各指标和文中有所不同

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 84.71 亿元，同比增长 25.35%；实现营业利润 7.31 亿元，同比增长 9.98%，主要系当期结转项目毛利率有所提高以及其他收益同比增加所致；净利润为 5.25 亿元，同比增长 16.85%，其中归属于母公司所有者的净利润 4.82 亿元，同比增长 27.07%。

总体看，公司营业收入波动增长，期间费用增长较快，资产减值损失和投资收益对利润水平影响较大，2018 年公司各项盈利指标有所改善，但盈利能力仍属一般。

## 5. 现金流

从经营活动看，2016~2018 年，公司经营活动现金流入规模分别为 427.26 亿元、607.66 亿元和 971.45 亿元，呈逐年上升态势，年均复合增长 50.79%，主要系公司房地产业务签约销售回款增加所致。2016~2018 年，公司经营活动现金流出规模分别为 472.26 亿元、637.04 亿元和 777.14 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 28.28%，主要系公司房地产业务规模不断扩大所致。近三年，公司经营性净现金流分别为-45.00 亿元、-29.38 亿元和 194.32 亿元。2016~2018 年，公司现金收入比分别为 109.55%、169.14%和 224.94%，持续增长。

从投资活动看，2016~2018 年，公司投资活动现金流入分别为 397.56 亿元、415.30 亿元和 118.23 亿元，投资活动现金流出分别为 423.33 亿元、452.64 亿元和 244.73 亿元，流入和流出主要为公司收到金融机构放款和销售收入后，在没有即时用途时，循环购买银行固定收益的短期理财产品所致。综上，2016~2018 年，公司投资性净现金流分别为-25.77 亿元、-37.34 亿元和-126.50 亿元。

从筹资活动看，2016~2018 年，公司筹资活动现金流入分别为 312.23 亿元、262.96 亿元和 435.41 亿元，呈波动增加态势，年均复合增长 18.09%。2016~2018 年，公司筹资活动现金流出分别为 206.83 亿元、164.06 亿元和 475.83 亿元，呈波动增长态势，年均复合增长 51.68%，主要系偿还债务、分配股利和支付利息金额增加所致。综上，2016~2018 年，公司筹资活动净现金流分别 105.40 亿元、98.90 亿元和-40.42 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 37.15 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-0.92 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 3.78 亿元。

总体看，公司经营活动产生的净现金流由负转正；投资活动主要为理财产品的购买与赎回；公司在建规模较大，未来的筹资需求依然较大。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司流动比率分别为 1.58 倍、1.40 倍和 1.21 倍，持续降低，主要系流动负债增速较快所致；速动比率分别为 0.51 倍、0.46 倍和 0.44 倍，持续减少。近三年公司现金短期债务比分别为 0.89 倍、0.88 倍和 0.79 倍，持续减少，现金类资产对短期债务保护程度尚可。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司 EBITDA 分别为 12.16 亿元、15.93 亿元和 40.17 亿元，年均复合增长 81.74%，主要系公司利润总额增长所致。2018 年公司 EBITDA 中利润总额占比 75.92%，计入财务费用的利息支出占比 13.58%，折旧占比 5.58%，摊销占比 4.92%。近三年公司 EBITDA 利息倍数分别为 0.43 倍、0.46 倍和 0.81 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较低；EBITDA 全

部债务比分别为 0.03 倍、0.03 倍和 0.06 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较低。整体看，公司长期偿债能力指标较弱。

从融资能力来看，公司与多家银行建立了良好合作关系，截至 2018 年底，公司获得的银行授信额度合计 1,182.53 亿元，已使用的授信额度为 348.60 亿元，尚未使用的授信额度为 833.93 亿元，间接融资渠道较为通畅；公司为深交所上市公司，直接融资渠道通畅。

截至 2018 年底，公司对外担保余额为 51.93 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 26.50%；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 2018 年底，公司作为被告有 10 起案值 1,000 万元以上的未决诉讼，总案值 2.62 亿元，与公司资产规模相比或有负债规模不大。

表 17 公司作为被告的重大未决诉讼（单位：万元）

| 原告            | 被告                             | 案由         | 受理法院         | 标的金额      | 案件进展 |
|---------------|--------------------------------|------------|--------------|-----------|------|
| 成都市第四建筑工程公司   | 南充世纪城（中南）房地产开发有限责任公司           | 建设工程施工合同纠纷 | 四川省南充市中级人民法院 | 10,488.00 | 一审   |
| 贺某歧           | 儋州中南房地产开发有限公司；江西建工第二建筑有限责任公司   | 建设工程施工合同纠纷 | 海南省第二中级人民法院  | 4,515.00  | 一审   |
| 大连金广集团        | 营口中地世纪城房地产开发有限公司               | 工程款纠纷      | 营口市法院        | 3,334.00  | 一审   |
| 张某华           | 海门中南世纪城开发有限公司                  | 建设工程合同纠纷   | 海门市人民法院      | 2,249.00  | 一审   |
| 唐某基           | 中太建设集团股份有限公司、菏泽中南世纪城房地产开发有限公司  | 建设工程合同纠纷   | 菏泽市中级人民法院    | 2,040.00  | 一审   |
| 海口裕华工贸公司      | 江苏中南建筑产业集团有限责任公司               | 建设工程施工合同纠纷 | 海口市中级人民法院    | 1,218.00  | 一审   |
| 倪某亨、祖某国、赵某琪   | 江苏中南建筑集团有限责任公司、江苏新华东建筑装饰工程有限公司 | 建设工程       | 海门市人民法院      | 800.00    | 一审   |
| 南京广博装饰股份有限公司  | 南通中南新世界中心开发有限公司                | 装饰装修合同纠纷   | 南通市崇川区人民法院   | 690.00    | 一审   |
| 南京广博装饰股份有限公司  | 盐城中南世纪城房地产投资有限公司               | 建设工程施工合同纠纷 | 盐城市盐都区人民法院   | 485.00    | 一审   |
| 南通市深装装饰工程有限公司 | 南通中南新世界中心开发有限公司、江苏中南建筑产业集团有限公司 | 装饰装修合同纠纷   | 南通市崇川区人民法院   | 374.00    | 一审   |
| 合计            | --                             | --         | --           | 26,193.00 | --   |

资料来源：公司提供

根据中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G1032068400201370H），截至 2019 年 4 月 9 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 21 笔关注类贷款、8 笔关注类贸易融资和 2 笔关注类票据贴现记录，发生时间比较久远，均为公司上市借壳的大连金牛股份有限公司发生的业务。

总体看，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。

## 八、本次公司债券偿债能力分析

### 1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 697.19 亿元，本次拟发行公司债额度为不超过 27 亿元，总发债额度相对于公司债务规模较小，对公司整体债务负担影响较小。

以 2019 年 3 月底财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 27.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 91.66%、78.14%和 70.22%，分别较发行前提高 0.10 个百分点、0.66 个百分点和 1.23 个百分点，变化不大。考虑到本次债券募集资金将用于偿还公司有息债务，本次债券的发行对公司整体债务负担的实际影响小于估计值。

### 2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2018 年相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 40.17 亿元，为本次债券发行额度（27.00 亿元）的 1.49 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2018 年经营活动产生的现金流入为 971.45 亿元，为本次债券发行额度（27.00 亿元）的 35.98 倍，对本次债券覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司货币资金相对充裕，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

## 九、综合评价

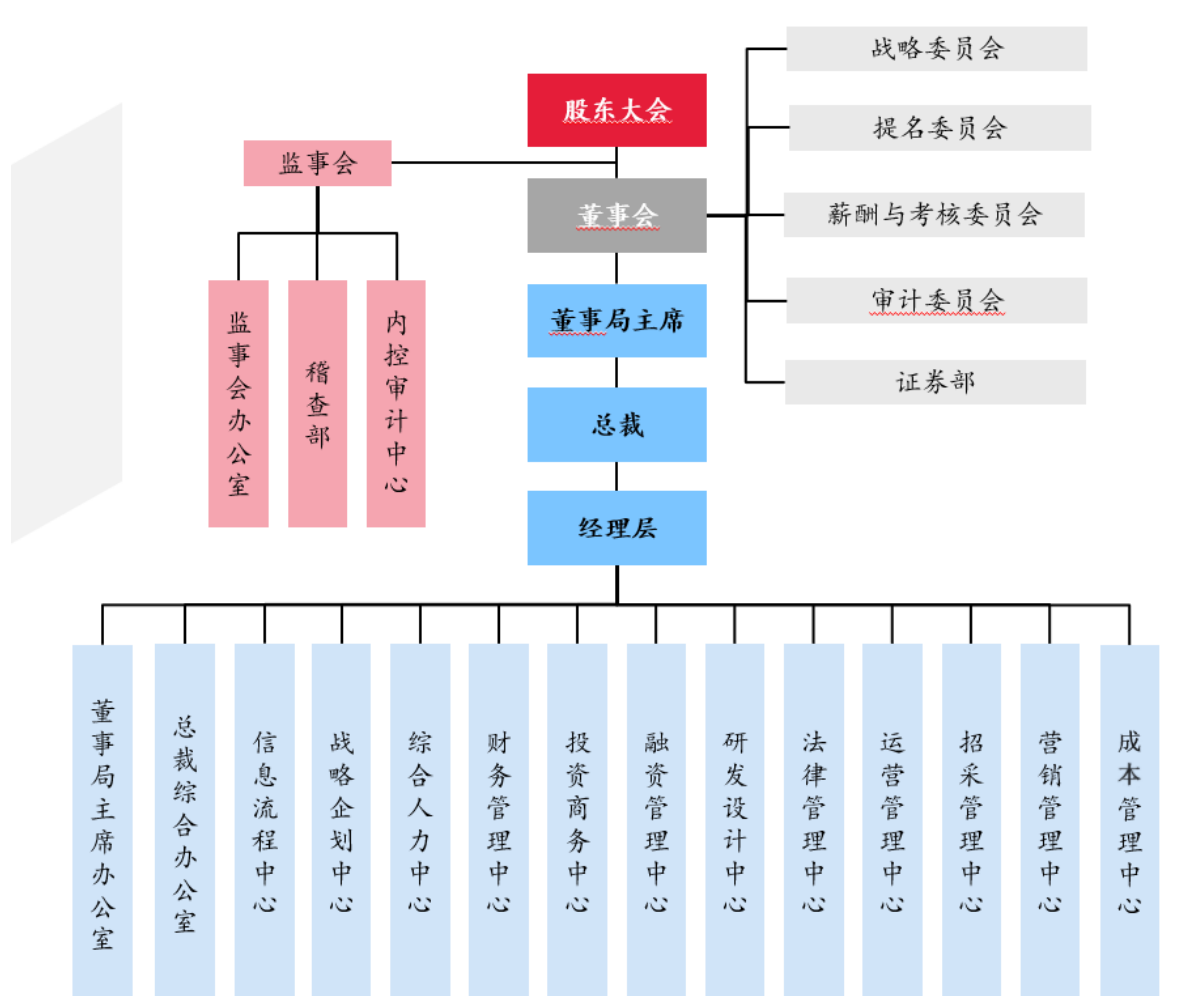
公司作为国内从事房地产开发和建筑施工业的上市公司，在经营环境、行业竞争力建筑施工项目储备等方面具有优势；公司近年签约销售规模快速增长，房地产业务毛利率有所改善，盈利水平有所增强。同时，联合评级也关注到，公司整体毛利率水平仍较低，土地储备在三四线城市占比较高，在建项目规模大，未来面临一定的资金支出压力、债务负担重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

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，公司经营情况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

## 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 3 月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  | 成都中南澜悦         | 成都   | 100% | 7,916    | 10,002 |
| 2  | 南充中南尚景阅        | 南充   | 100% | 1,167    | 3,639  |
| 3  | 南充春江阅项目        | 南充   | 100% | 96,377   | 2,773  |
| 4  | 沈阳旭辉和樾项目       | 沈阳   | 60%  | 45,422   | 6,600  |
| 5  | 营口中南世纪城        | 营口   | 100% | 133,437  | 834    |
| 6  | 佛山三水远洋漫悦湾      | 佛山   | 50%  | 24,443   | 7,036  |
| 7  | 佛山高明中南滨江国际     | 佛山   | 49%  | 163,823  | 1,457  |
| 8  | 佛山高明翡翠西江新城     | 佛山   | 33%  | 76,208   | 6,121  |
| 9  | 惠州嘉霖林间漫（荣禧园）   | 惠州   | 90%  | 15,125   | 4,301  |
| 10 | 梅州中南雅居乐峰会      | 梅州   | 50%  | 25,993   | 3,402  |
| 11 | 梅州中南漫悦湾        | 梅州   | 100% | 33,800   | 2,988  |
| 12 | 贵阳中南林樾         | 贵阳   | 80%  | 193,632  | 5,038  |
| 13 | 海南昌江中南林海间      | 昌江   | 100% | 15,543   | 1,338  |
| 14 | 儋州中南西海岸        | 儋州   | 100% | 41,542   | 578    |
| 15 | 万宁中南芭提雅        | 万宁   | 100% | 34,337   | 2,030  |
| 16 | 亳州利辛中南新悦府      | 亳州   | 100% | 175,424  | 2,635  |
| 17 | 合肥中南樾府         | 合肥   | 100% | 105,645  | 11,163 |
| 18 | 淮南中南漫悦湾        | 淮南   | 51%  | 50,417   | 1,720  |
| 19 | 唐山乐亭拉维那        | 唐山   | 100% | 519,811  | 3,918  |
| 20 | 上海奉贤海湾旅游区商办地块  | 上海   | 100% | 39,005   | 7,311  |
| 21 | 绍兴嵊州城南新区项目     | 绍兴   | 49%  | 117,471  | 2,891  |
| 22 | 济宁邹城中南樾府       | 济宁   | 51%  | 52,656   | 2,581  |
| 23 | 济宁邹城中南檀月墅      | 济宁   | 51%  | 19,432   | 2,359  |
| 24 | 泰安中南财源门        | 泰安   | 100% | 282,272  | 1,467  |
| 25 | 淄博中南紫云集        | 淄博   | 55%  | 108,181  | 1,408  |
| 26 | 丽水中南布拉克        | 丽水   | 41%  | 95,700   | 4,073  |
| 27 | 太仓科教新城地块       | 苏州   | 30%  | 23,772   | 8,800  |
| 28 | 江阴中南樾府         | 无锡   | 75%  | 59,454   | 3,398  |
| 29 | 保定巨力尚熙城        | 保定   | 50%  | 66,156   | 2,277  |
| 30 | 北京密云怡水园        | 北京   | 100% | 128,730  | 2,920  |
| 31 | 邯郸御河尚苑         | 邯郸   | 50%  | 35,148   | 3,283  |
| 32 | 河北固安中南熙悦       | 廊坊   | 75%  | 34,932   | 9,483  |
| 33 | 昆明中南碧桂园樾府      | 昆明   | 51%  | 26,742   | 4,830  |
| 34 | 昆明中南云境         | 昆明   | 100% | 50,047   | 6,787  |
| 35 | 昆明五华区泛亚和悦铭著    | 昆明   | 25%  | 15,427   | 2,858  |
| 36 | 昆明五华区 260 亩项目  | 昆明   | 33%  | 285,897  | 3,245  |
| 37 | 淮安樾府           | 淮安   | 100% | 19,820   | 2,701  |
| 38 | 安徽马鞍山熙悦        | 马鞍山  | 100% | 12,834   | 4,754  |
| 39 | 南京中南熙悦（G16）    | 南京   | 32%  | 42,820   | 19,202 |
| 40 | 南京中海棠集（G22）上悦城 | 南京   | 100% | 139,537  | 18,829 |
| 41 | 南京高淳御园         | 南京   | 50%  | 11,500   | 6,632  |
| 42 | 宿州碧桂园          | 宿州   | 49%  | 21,214   | 3,898  |
| 43 | 徐州中南隐山观湖 B     | 徐州   | 50%  | 16,186   | 1,015  |

|    |                |     |      |         |        |
|----|----------------|-----|------|---------|--------|
| 44 | 徐州中南隐山观湖 A     | 徐州  | 48%  | 15,606  | 1,015  |
| 45 | 扬州颐和公馆         | 扬州  | 30%  | 12,924  | 8,552  |
| 46 | 镇江合山府（御锦城 5 期） | 镇江  | 50%  | 8,343   | 1,877  |
| 47 | 镇江丹阳君悦府        | 镇江  | 100% | 2,440   | 3,418  |
| 48 | 镇江中南珑悦府（吾悦项目）  | 镇江  | 33%  | 16,482  | 4,305  |
| 49 | 镇江檀山路 2-1 樾府   | 镇江  | 13%  | 17,844  | 6,361  |
| 50 | 镇江翡翠江湾项目       | 镇江  | 50%  | 23,619  | 3,212  |
| 51 | 镇江 2018-5-1    | 镇江  | 100% | 11,520  | 4,323  |
| 52 | 丹阳文锦苑          | 镇江  | 100% | 32,797  | 3,830  |
| 53 | 南宁中南紫云集        | 南宁  | 100% | 297,096 | 3,127  |
| 54 | 常州丁香路地块        | 常州  | 25%  | 27,718  | 6,983  |
| 55 | 台州金清镇商业街       | 台州  | 35%  | 21,690  | 2,785  |
| 56 | 滨州中南碧桂园·翡丽之光   | 滨州  | 35%  | 17,928  | 3,380  |
| 57 | 广饶中南雅苑         | 东营  | 100% | 156,078 | 1,340  |
| 58 | 广饶中南熙悦         | 东营  | 100% | 4,989   | 2,384  |
| 59 | 济宁瑞马樾府         | 济宁  | 50%  | 6,057   | 5,980  |
| 60 | 济宁中南珑悦         | 济宁  | 100% | 107,628 | 4,233  |
| 61 | 临沂中南鲁商樾府       | 临沂  | 55%  | 2,400   | 4,455  |
| 62 | 临沂中南樾府二期       | 临沂  | 55%  | 48,550  | 5,921  |
| 63 | 青岛中南世纪城        | 青岛  | 100% | 68,927  | 655    |
| 64 | 威海环翠区项目        | 威海  | 60%  | 66,043  | 3,898  |
| 65 | 潍坊中南熙悦         | 潍坊  | 70%  | 33,216  | 3,039  |
| 66 | 潍坊中南樾府         | 潍坊  | 70%  | 35,096  | 2,986  |
| 67 | 烟台龙口熙悦         | 烟台  | 51%  | 50,278  | 1,077  |
| 68 | 烟台玖熙墅          | 烟台  | 100% | 7,318   | 1,700  |
| 69 | 烟台山海湾二期        | 烟台  | 100% | 36,494  | 2,257  |
| 70 | 烟台仙客居酒店        | 烟台  | 100% | 6,791   | 3,680  |
| 71 | 淄博桓台中南樾府       | 淄博  | 100% | 60,455  | 2,214  |
| 72 | 淄博临淄淄江府        | 淄博  | 40%  | 51,426  | 4,255  |
| 73 | 蚌埠中南江山府        | 蚌埠  | 100% | 86,735  | 6,648  |
| 74 | 泰兴中南世纪城        | 泰州  | 100% | 12,415  | 1,706  |
| 75 | 徐州台子河项目        | 徐州  | 60%  | 113,070 | 3,502  |
| 76 | 徐州大龙湖观澜别院      | 徐州  | 33%  | 11,038  | 7,634  |
| 77 | 邳州熙悦府（75 号地块）  | 徐州  | 25%  | 4,917   | 2,303  |
| 78 | 邳州熙悦府（74 号地块）  | 徐州  | 25%  | 4,260   | 2,320  |
| 79 | 徐州中南琅悦锦园       | 徐州  | 35%  | 8,098   | 4,742  |
| 80 | 盐城中南世纪城        | 盐城  | 100% | 175,269 | 1,083  |
| 81 | 盐城苏北熙悦项目       | 盐城  | 100% | 18,113  | 5,379  |
| 82 | 常熟中南世纪城        | 苏州  | 100% | 334,712 | 3,348  |
| 83 | 常熟林樾香庭         | 苏州  | 100% | 55,533  | 15,617 |
| 84 | 张家港湖悦天境 B      | 苏州  | 51%  | 14,421  | 12,045 |
| 85 | 苏州 WG60 宽阅雅苑   | 苏州  | 30%  | 28,708  | 13,645 |
| 86 | 苏州太湖新城         | 苏州  | 100% | 112,543 | 10,426 |
| 87 | 灌南上悦城 A4、A5    | 连云港 | 65%  | 146,110 | 1,917  |
| 88 | 南通中南世纪城 CBD    | 南通  | 100% | 322,544 | 1,114  |
| 89 | 海门熙悦           | 南通  | 100% | 24,748  | 3,185  |

|     |                      |    |      |         |        |
|-----|----------------------|----|------|---------|--------|
| 90  | 海门上悦城                | 南通 | 51%  | 10,595  | 2,470  |
| 91  | 南通中南海上传奇             | 南通 | 20%  | 7,043   | 3,264  |
| 92  | 南通中南林肯公园             | 南通 | 50%  | 31,233  | 7,023  |
| 93  | 如皋中南熙悦               | 南通 | 100% | 14,750  | 1,504  |
| 94  | 南通中南枫丹铂悦             | 南通 | 40%  | 10,609  | 3,306  |
| 95  | 南通崇川区中南珑府            | 南通 | 25%  | 16,157  | 7,923  |
| 96  | 海门中南熙悦天玺             | 南通 | 42%  | 34,858  | 7,229  |
| 97  | 南通中南锦慧春风南岸           | 南通 | 40%  | 18,374  | 8,033  |
| 98  | 南通中南锦德春风南岸           | 南通 | 40%  | 384     | 7,962  |
| 99  | 南通中南春江阅              | 南通 | 40%  | 6,400   | 8,196  |
| 100 | 海门中南北京路江海都会          | 南通 | 25%  | 32,328  | 7,801  |
| 101 | 南通中南珑悦               | 南通 | 100% | 27,271  | 7,221  |
| 102 | 如皋上悦城                | 南通 | 45%  | 149,685 | 2,405  |
| 103 | 南通通州金郊初中紫宸府          | 南通 | 23%  | 9,834   | 4,671  |
| 104 | 东台中南熙悦佳园             | 盐城 | 100% | 56,394  | 691    |
| 105 | 武汉中南拂晓城 108          | 武汉 | 100% | 76,340  | 5,199  |
| 106 | 西安中南青樾               | 西安 | 90%  | 46,620  | 3,982  |
| 107 | 西安中南湖畔堤              | 西安 | 51%  | 59,500  | 1,286  |
| 108 | 西安中南上悦城              | 西安 | 50%  | 107,233 | 2,711  |
| 109 | 常德中南春溪集              | 常德 | 100% | 171,894 | 2,507  |
| 110 | 湘潭中南旭辉樾府             | 湘潭 | 50%  | 59,404  | 3,872  |
| 111 | 宁波杭州湾滨海壹号            | 宁波 | 100% | 102,038 | 3,139  |
| 112 | 慈溪宗汉项目 02 青樾府（大）     | 宁波 | 25%  | 10,431  | 4,964  |
| 113 | 慈溪宗汉项目 03 青樾府（小）     | 宁波 | 40%  | 6,735   | 5,072  |
| 114 | 杭州湾智慧宜居海上传奇 4、5、6#地块 | 宁波 | 33%  | 145,522 | 2,096  |
| 115 | 杭州湾康乐宜居 3#地块         | 宁波 | 50%  | 66,010  | 3,318  |
| 116 | 绍兴柯桥元垄中南华著           | 绍兴 | 30%  | 47,608  | 11,072 |
| 117 | 台州椒江区章安街道漫悦湾         | 台州 | 33%  | 73,371  | 4,516  |
| 118 | 台州开发区市府大道熙悦          | 台州 | 45%  | 25,181  | 6,711  |
| 119 | 温州梧田新区地块             | 温州 | 100% | 60,029  | 9,010  |
| 120 | 温州茶白片区地块             | 温州 | 100% | 99,341  | 12,027 |
| 121 | 菏泽中南花城               | 菏泽 | 100% | 327,686 | 670    |
| 122 | 开封演武庄中南樾府            | 开封 | 100% | 58,250  | 2,978  |
| 123 | 开封中南林樾               | 开封 | 50%  | 40,430  | 2,841  |
| 124 | 商丘绿都城中央广场地块          | 商丘 | 49%  | 108,457 | 1,180  |
| 125 | 商丘绿都城二区中南漫悦湾         | 商丘 | 49%  | 25,266  | 2,100  |
| 126 | 许昌中南金玉堂              | 许昌 | 34%  | 101,278 | 3,048  |
| 127 | 泉州鲤城地块               | 泉州 | 100% | 91,402  | 5,055  |
| 128 | 贵阳中南海棠集              | 贵阳 | 80%  | 320,135 | 3,963  |
| 129 | 惠州大亚湾地块              | 惠州 | 80%  | 45,950  | 2,180  |
| 130 | 龙口港城大道地块             | 烟台 | 51%  | 18,484  | 750    |
| 131 | 宝鸡迎宾大道地块             | 宝鸡 | 65%  | 171,145 | 839    |
| 132 | 杭州中南江干区锦府            | 杭州 | 100% | 151,444 | 27,531 |
| 133 | 济南枫叶厂地块              | 济南 | 100% | 50,500  | 10,947 |
| 134 | 东台马佐里地块              | 盐城 | 100% | 128,491 | 1,500  |
| 135 | 海门秀山路地块              | 南通 | 100% | 59,594  | 11,272 |

|     |          |    |      |                   |        |
|-----|----------|----|------|-------------------|--------|
| 136 | 厦门翔安新区地块 | 厦门 | 100% | 35,100            | 26,211 |
| 137 | 西安百花村地块  | 西安 | 100% | 504,400           | 7,239  |
| 138 | 海安市高新区地块 | 南通 | 23%  | 34,454            | 4,039  |
| 合计  | --       | -- | --   | <b>10,041,616</b> | --     |

## 附件 3 江苏中南建设集团股份有限公司

### 主要计算指标

| 项目               | 2016 年   | 2017 年   | 2018 年   | 2019 年 3 月 |
|------------------|----------|----------|----------|------------|
| 资产总额（亿元）         | 1,171.35 | 1,768.96 | 2,356.94 | 2,400.87   |
| 所有者权益（亿元）        | 161.35   | 180.16   | 195.93   | 202.60     |
| 短期债务（亿元）         | 106.68   | 172.84   | 271.79   | 246.52     |
| 长期债务（亿元）         | 315.50   | 404.61   | 401.09   | 450.67     |
| 全部债务（亿元）         | 422.18   | 577.45   | 672.88   | 697.19     |
| 营业收入（亿元）         | 344.40   | 305.52   | 401.10   | 84.71      |
| 净利润（亿元）          | 3.59     | 6.22     | 23.13    | 5.25       |
| EBITDA（亿元）       | 12.16    | 15.93    | 40.17    | --         |
| 经营性净现金流（亿元）      | -45.00   | -29.38   | 194.32   | 37.15      |
| 流动资产周转次数（次）      | 0.35     | 0.22     | 0.21     | --         |
| 存货周转次数（次）        | 0.41     | 0.28     | 0.26     | --         |
| 总资产周转次数（次）       | 0.32     | 0.21     | 0.19     | --         |
| 现金收入比率（%）        | 109.55   | 169.14   | 224.94   | 199.23     |
| 总资本收益率（%）        | 1.37     | 1.34     | 3.51     | --         |
| 总资产报酬率（%）        | 0.87     | 0.89     | 1.74     | --         |
| 净资产收益率（%）        | 2.45     | 3.64     | 12.30    | --         |
| 营业利润率（%）         | 10.19    | 11.47    | 15.94    | 21.38      |
| 费用收入比（%）         | 7.52     | 9.28     | 9.41     | 12.54      |
| 资产负债率（%）         | 86.23    | 89.82    | 91.69    | 91.56      |
| 全部债务资本化比率（%）     | 72.35    | 76.22    | 77.45    | 77.48      |
| 长期债务资本化比率（%）     | 66.16    | 69.19    | 67.18    | 68.99      |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 0.43     | 0.46     | 0.81     | --         |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.03     | 0.03     | 0.06     | --         |
| 流动比率（倍）          | 1.58     | 1.40     | 1.21     | 1.25       |
| 速动比率（倍）          | 0.51     | 0.46     | 0.44     | 0.44       |
| 现金短期债务比（倍）       | 0.89     | 0.88     | 0.79     | 1.05       |
| 经营现金流动负债比率（%）    | -6.49    | -2.49    | 11.10    | 2.14       |
| EBITDA/本次发债额度（倍） | 0.45     | 0.59     | 1.49     | --         |

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、公司 2019 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；2016~2018 年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                                                                                           |
|-------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                                |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%<br>(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100% |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                                |
| 应收账款周转率           | 营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]                                                             |
| 存货周转率             | 营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]                                                                 |
| 总资产周转率            | 营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]                                                                   |
| 现金收入比率            | 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%                                                                   |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                                |
| 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 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%                                                          |
| 费用收入比             | (管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%                                                             |
| <b>财务构成指标</b>     |                                                                                                |
| 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%                                                                            |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |                                                                                                |
| 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                                                                             |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |                                                                                                |
| 流动比率              | 流动资产合计 / 流动负债合计                                                                                |
| 速动比率              | (流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计                                                                         |
| 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)                                                            |
| <b>本期公司债券偿债能力</b> |                                                                                                |
| 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 + 应付短期债券 + 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。

## 联合信用评级有限公司关于 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的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年江苏中南建设集团股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

江苏中南建设集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。江苏中南建设集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注江苏中南建设集团股份有限公司的相关状况，如发现江苏中南建设集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如江苏中南建设集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至江苏中南建设集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送江苏中南建设集团股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇一九年六月十四日