



CREDIT RATING REPORT

报告名称

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

目录

评定等级及主要观点
发债情况及发债主体
偿债环境
财富创造能力
偿债来源与负债平衡
偿债能力



信用等级公告

大公报 D【2020】140 号

大公国际资信评估有限公司通过对江苏中南建设集团股份有限公司主体及其拟发行的 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）的信用状况进行分析和评估，确定江苏中南建设集团股份有限公司的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 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）的信用等级为 AA+。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇二一年一月十八日





评定等级

发债主体：江苏中南建设集团股份有限公司
 债项信用等级：AA+
 主体信用等级：AA+
 评级展望：稳定



债项概况

注册总额：不超过 20 亿元（含 20 亿元）
 本期发债额度：本期发行规模不超过 10 亿元（含 10 亿元）
 债券期限：分为两个品种，品种一为 4 年期，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权；品种二为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权
 偿还方式：每年付息一次，到期一次还本
 发行目的：偿还到期或回售的公司债券

主要财务数据和指标（单位：亿元、%）

项目	2020.9	2019	2018	2017
总资产	3,406.14	2,905.71	2,356.94	1,768.96
所有者权益	374.09	268.23	195.93	180.16
总有息债务	916.72	815.92	672.88	577.45
营业收入	458.57	718.31	401.10	305.52
净利润	40.63	46.23	23.13	6.22
经营性净现金流	7.14	81.96	194.32	-29.38
毛利率	18.33	16.75	19.56	16.53
总资产报酬率	1.91	2.36	1.49	0.74
资产负债率	89.02	90.77	91.69	89.82
债务资本比率	71.02	75.26	77.45	76.22
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	1.14	0.81	0.46
经营性净现金流/总负债	0.25	3.42	10.36	-2.26

注：公司提供了 2017~2019 年及 2020 年 1~9 月财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017~2019 年财务报表分别进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。其中，2018 年审计报告对年初数进行了追溯调整，本报告 2017 年财务数据为经追溯调整 2018 年审计报告期初数。公司 2020 年 1~9 月财务报表未经审计。

评级小组负责人：马映雪

评级小组成员：牛林祥 赵士英

电话：010-67413300

传真：010-67413555

客服：4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

马映雪
 牛林祥 赵士英

主要观点

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”）主营房地产开发和建筑施工业务。本次评级结果表明公司房地产项目开发经验丰富，行业地位提升较快，签约销售逐年增长，且土地储备较为充足，建筑施工业务施工能力较强且在手项目充足；但同时公司销售区域和土地储备区域较为集中，且三、四线土地储备占比较高，在建及拟建项目规模较大，存在资金支出压力，其他应收款和长期应收款存在资金占用，受限资产规模较大，对外担保存在或有风险，资产负债率很高，有息债务规模较大且存在较大的中短期偿付压力。

优势与风险关注

主要优势/机遇：

- 公司房地产项目开发经验丰富，行业地位提升较快，2017 年以来，签约销售规模增长较快，能够为后续业绩的增长提供支撑；
- 公司房地产业务土地储备较为充足，为后续经营提供保障；
- 公司具有施工总承包特级资质和工程设计建筑行业甲级资质，施工能力较强；
- 公司建筑施工业务在手项目充足，为未来经营提供良好保障。

主要风险/挑战：

- 公司销售区域和土地储备在江苏省占比较高，区域较为集中，且三、四线土地储备占比较高，未来开发项目可能存在一定去化压力；
- 公司在建及拟建房地产项目和在建 PPP 项目未来投资金额较大，存在一定的资金支出压力；
- 公司其他应收款和长期应收款规模较大，且其他应收款中关联方占比很高，均对资金形成一定占用，受限资产规模较大，对后续融资产生一定影响；
- 公司资产负债率持续处于很高水平，且经营性净现金流波动较大，有息债务逐



年增长且规模较大，存在较大的中短期偿付压力；

- 公司对外担保规模较大，存在一定的或有风险。

展望

预计未来，公司房地产业务和建筑施工业务将保持平稳发展。综合考虑，大公对未来 1~2 年中南建设的信用评级展望为稳定。



评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《房地产企业信用评级方法》，版本号为 PF-FDC-2020-V. 3. 1，该方法已在大公官网公开披露。本次主体信用等级评级模型及结果如下表所示：

评级要素（权重）	分数
要素一：偿债环境（12%）	4.84
（一）宏观环境	5.03
（二）行业环境	4.50
（三）区域环境	5.00
要素二：财富创造能力（58%）	5.98
（一）产品与服务竞争力	6.43
（二）盈利能力	5.12
要素三：偿债来源与负债平衡（30%）	4.00
（一）债务状况	6.03
（二）流动性偿债来源	4.17
（三）清偿性偿债来源	1.00
调整项	-0.20
主体信用等级	AA+

注：大公对上述每个指标都设置了 1~7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形

评级模型所用的数据根据公司提供资料整理

评级历史关键信息

主体评级	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
-	-	-	-	-	-



评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、除因本次评级事项构成的委托关系外，发债主体与大公及其关联公司、控股股东、控股股东控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。大公评级人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。



发债情况

（一）本次债券情况

本次债券是中南建设面向专业投资者公开发行的公司债券，发行总额不超过 20 亿元（含 20 亿元），分期发行，本期债券为第一期，发行规模不超过 10 亿元（含 10 亿元），分为两个品种，品种一为 4 年期，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权；品种二为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权，本期债券品种一及品种二的发行额度均可互拨，无比例限制。本次债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本次债券为固定利率债券，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。

本次债券无担保。

（二）募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，公司拟用于偿还到期或回售的公司债券。

发债主体

（一）主体概况

中南建设前身为大连金牛股份有限公司（以下简称“大连金牛”，股票代码：000961.SZ），2009 年 6 月，大连金牛进行重大资产重组，向东北特殊钢集团有限责任公司（以下简称“东北特钢”）出售全部资产及负债。同年 6 月，中南房地产业有限公司¹（以下简称“中南城建”）受让东北特钢持有的公司 9,000 万股（29.95%股权），转让完成后，中南城建成为公司第一大股东。随后，公司进行重大资产重组，向中南城建、陈琳²定向发行 47,802.95 万股，用于购买中南城建、陈琳所持有的南通中南新世界中心开发有限公司（以下简称“中南新世界”）等 8 家房地产项目公司 100%股权、南通中南世纪城物业管理有限公司（以下简称“中南世纪城”）80%股权和南通建筑工程总承包有限公司³（以下简称“中南建筑”）100%股权，本次重大资产重组完成后，公司总股本变更为 77,855.95 万元，中南城建持有公司 72.51%的股权，成为公司控股股东。2009 年 7 月 8 日，公司变更名称为现名，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 2020 年 9 月末，公司总股本为 376,099.92 万股，中南城建持有公司 54.26%的股权，为公司控股股东。截至 2021 年 1 月 9 日，中南城建累计质押占其所持公司股份比例的 56.44%，质押比例较高。截至 2020 年 9 月末，

¹ 后更名为中南城市建设投资有限公司。

² 后更名为“陈昱含”，与陈锦石为父女关系。

³ 后更名为江苏中南建筑产业集团有限责任公司。



陈锦石联合陈昱含、陆亚行⁴作为一致行动人持有中南控股集团有限公司（以下简称“中南集团”）62.97%的股权，而中南集团持有公司控股股东中南城建 75.10%的股权，因此陈锦石及一致行动人为公司实际控制人。

（二）公司治理结构

公司按照《公司法》、《上市公司治理准则》、《证券法》及相关法律法规和现代企业制度要求，建立了较为规范的法人治理结构，拥有严谨管理架构，管理水平较高。公司设股东大会，为最高权力和决策机构；设董事会，董事会对股东大会负责，董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会和证券部；设董事局主席和总裁对董事会负责，通过经理层对下设的多个职能部门进行管理，各职能部门之间职责明确，相互配合制衡，能够保障公司业务的正常运营。公司设监事会，下设监事会办公室、稽查部和内部审计中心，对董事会、管理层及公司日常运营进行监督。

2019年3月29日，深圳证券交易所发布《关于对江苏中南建设集团股份有限公司及相关当事人给予通报批评处分的决定》称，2017年11月11日，中南建设与深圳市和润达投资有限公司（以下简称“深圳和润达”）、深圳三瑞房地产开发有限公司（以下简称“深圳三瑞”）签署《深圳市罗湖区草埔城中村城市更新项目合作协议》，中南建设与深圳三瑞分别将持有的中南（深圳）房地产开发有限公司（以下简称“中南房地产”）47%和20%的股权转让与深圳和润达。2017年11月16日，中南建设完成了转让中南房地产47%股权转让的工商变更手续。2017年12月8日，中南建设收到交易方深圳和润达支付的股权转让款。本次交易所产生的投资收益共计金额为50,100万元，此次交易在扣除所得税影响后，股权转让产生的净利润为37,357万元，占中南建设2016年度归母净利润的92.16%。对于上述重大交易事项，中南建设迟至2018年6月7日才履行信息披露义务，并迟至2019年1月17日才履行股东大会审议程序。鉴于上述违规事实及情节，深圳证券交易所作出如下处分决定：对中南建设给予通报批评的处分；对中南建设董事长兼总经理陈锦石、时任财务总监钱军、现任董事辛琦、时任董事会秘书张伟给予通报批评的处分。

2020年5月7日，公司收到深圳证券交易所《关于对江苏中南建设集团股份有限公司的监管函》称，公司2016年至2019年存在向公司合并报表范围外或所占权益比例不超过50%的房地产项目公司提供财务资助但未履行相关审议程序和披露义务的情形，期间公司使用闲置募集资金补充流动资金。公司上述行为违反了交易所上市公司规范运作等相关规定。

⁴ 陆亚行与陈锦石为夫妻关系。



（三）征信信息

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2021 年 1 月 14 日，公司本部未结清债务中，无关注类、不良或违约类贷款信息；已结清债务中有 3 笔关注类中长期借款、26 笔关注类短期借款和 2 笔关注类贴现记录，均为公司上市借壳的大连金牛发生的业务。截至本报告出具日，公司本部在公开市场发行的债务融资工具均正常还本付息。

偿债环境

近三年来，我国经济增速不断放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；2019 年以来，房地产政策调控总基调“房住不炒”不断被重申，房地产行业始终面临一定政策风险；2020 年 4 月以来，随着复工节奏加快及前期积压需求的释放，我国房地产市场持续恢复；近年来，建筑行业虽有回暖但处于低增长水平且有反复。

（一）宏观政策环境

近三年来，我国经济增速不断放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；2020 年前三季度，我国经济逐步克服新冠肺炎疫情带来的不利影响，经济增长由负转正，主要指标恢复性增长，经济运行稳步复苏，同时新发展格局下我国经济中长期高质量发展走势不会改变。

2017 年以来，我国国民经济从高速增长阶段向高质量增长阶段转变，经济增速有所放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化。2017~2019 年，我国国内生产总值（以下简称“GDP”）增速分别为 6.8%、6.6%和 6.1%。根据国家统计局初步核算，2019 年我国实现国内生产总值 99.09 万亿元，增速同比下降 0.5 个百分点，在中美贸易摩擦和经济结构调整的大形势下仍保持较快增速。其中，社会消费品零售总额同比增加 8.0%，增速同比回落 1 个百分点，但消费对经济的拉动作用依然强劲，对经济增长的贡献率也保持在 60%左右的水平；固定资产投资额同比增长 5.4%，增速同比回落 0.5 个百分点，整体保持平稳态势，其中高技术制造业投资增速较快；进出口总额同比增长 3.4%，增速同比回落 6.3 个百分点，显示出中美贸易摩擦和全球贸易保护主义的负面影响。分产业来看，2019 年第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 的比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%，第三产业增速和占比均超过第二产业，产业结构进一步优化。从工业增加值来看，规模以上工业增加值同比增长 5.7%，增速同比回落 0.5 个百分点，显示出工业生产经营在内外需求疲软的影响下有所放缓，但高技术产业和战略新兴产业规模以上工业增加值同比增速分别高达 8.8%和 8.4%，助推我国经济高质量发展。



在宏观经济政策方面，中央和地方政府灵活运用财政政策和货币政策，确保经济运行在合理区间。2019 年面对复杂的内外部经济形势，我国实行积极的财政政策，持续加大减税降费力度和财政支出力度，确保对重点领域和项目的支持力度，同时加强地方政府债务管理，切实支持实体经济稳定增长；执行稳健的货币政策，人民银行积极推动完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，进一步疏通货币政策传导机制，加强逆周期调节，通过降准和公开市场操作增加市场流动性，资金供给相对充足，市场利率运行平稳。

2020 年以来，面对突如其来的新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）和复杂多变的国内外环境，全国上下统筹推进疫情防控和经济社会发展各项工作，在一系列政策作用下，前三季度我国经济增长由负转正，主要指标恢复性增长，经济运行稳步复苏。经初步核算，前三季度我国 GDP 为 72.28 万亿元，按可比价格计算，同比增长 0.7%。其中，一季度同比下降 6.8%，二季度同比增长 3.2%，三季度同比增长 4.9%。分三次产业看，前三季度，农业增加值同比增长 3.8%，增速与上半年持平，秋粮生产有望再获丰收，经济“压舱石”作用稳固；规模以上工业增加值同比增长 1.2%，高技术制造业和装备制造业增长较快；服务业增加值同比增长 0.4%，信息传输、软件和信息技术服务业、金融业等现代服务业行业保持快速增长。从需求端看，前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，基础设施、房地产开发、制造业三大领域投资继续回升，民生领域和高技术产业投资增速较快，民间投资降幅持续收窄；社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅较上半年收窄 4.2 个百分点，且三季度增长 0.9%，季度增长年内首次转正，线上消费在保持快速增长的同时，线下消费也处于加快恢复的态势；货物进出口同比增长 0.7%，一般贸易和民营企业进出口占外贸总额的比重上升，机电产品和防疫物资出口增长较快。

2020 年前三季度，针对疫情防控和经济形势，我国加大宏观政策跨周期调节力度，实施更加积极有为的财政政策和更加灵活适度的货币政策，并注重与就业、产业、投资、消费、区域等政策协同发力、形成合力。今年以来的财政政策可以归纳为“一个信号，四个对冲”，即适当提高赤字率，向市场传递积极信号；加大政府债券发行规模（包括 1 万亿元抗疫特别国债和 3.75 万亿元地方政府专项债），发挥政府投资引领带动作用，对冲经济下行压力；加大减税降费规模，对冲企业经营困难；加大转移支付力度，对冲基层“三保”压力；加强预算平衡，对冲疫情造成的减收增支影响。2020 年 1~9 月累计，全国一般公共预算收入 14.10 万亿元，同比下降 6.4%；全国一般公共预算支出 17.52 万亿元，同比下降 1.9%。在货币政策方面，人民银行综合运用降准、再贷款再贴现等工具，保持市场流动性合理充裕，解决实体经济融资难问题。2020 年 1~9



月累计，全国新增社会融资规模 29.62 万亿元，同比多增 9.01 万亿元，其中新增人民币贷款 16.69 万亿元，同比多增 2.79 万亿元。同时，人民银行还多次调降各类政策利率，包括在 2 月和 4 月两次下调中期借贷便利（MLF）利率和贷款市场报价利率（LPR），成功引导贷款利率中枢下行，降低实体经济融资成本。此外，人民银行于 6 月 1 日创设两个直达实体经济的政策工具，即普惠小微企业贷款延期支持工具和信用贷款支持计划，进一步增强帮扶中小微企业的效率和效果。综合来看，考虑到我国经济体量和整体运行情况，特别是通胀水平回落，以财政政策和货币政策为首的宏观调控政策空间仍然充足，能够促进我国经济平稳健康运行。

我国疫情防控和复工复产走在世界前列，全年经济将实现正增长，充分彰显了我国经济的强大韧性和显著制度优势。三季度中央政治局会议正式确定加快构建以“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展格局，这是党中央在全面统筹国内国际两个大局基础上做出的重大部署，也将成为“十四五”期间经济转型的重要战略。这种以激发内需潜力、提升有效供给、扩大高水平对外开放为重点的中长期发展模式，同以扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务的短期跨周期模式有序结合，将共同推动我国经济的高质量发展。

（二）行业环境

1、房地产

2019 年以来，房地产政策调控总基调“房住不炒”不断被重申，房地产行业始终面临一定政策风险；近年来，房地产行业融资渠道不断收紧，未来房企仍将面临一定的融资压力。

房地产行业是政策敏感度极高的行业，尤其当政策调整涉及信贷、金融利率、住房结构及土地时，都会对行业供需产生影响。2018 年 12 月，住房和城乡建设工作会议和中央经济会议在京召开，确定 2019 年房地产政策调控的主体基调为坚持“房住不炒”，以“稳”为主，围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标，坚持因城施策、分类指导，落实城市主体责任。2019 年 4 月，中共中央政治局会议重申房地产调控总基调，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，中共中央政治局会议在坚持总基调的基础上，提出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，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。2020 年 7 月，中央政治局会议再次重申“房住不炒”的定位。2019



年以来，我国房地产政策主体基调不变，且不断被重申，房地产行业始终面临一定的宏观调控等政策风险。

融资方面，2017~2019 年，房地产开发企业到位资金分别为 156,053 亿元、165,963 亿元和 178,609 亿元，整体保持高位，但随着调控政策深入，房地产融资渠道收紧。其中 2019 年国内贷款 25,229 亿元，同比增长 5.1%；利用外资 176 亿元，同比增长 62.7%；自筹资金 58,158 亿元，同比增长 4.2%；定金及预收款 61,359 亿元，同比增长 10.7%；个人按揭贷款 27,281 亿元，同比增长 15.1%。利用外资增长较快，然而，2019 年 7 月 12 日，国家发展改革委发布的《国家发展改革委办公厅关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》明确，房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，房企海外债资金用途受限。2020 年 1~9 月，房地产开发企业到位资金 136,376 亿元，同比增长 4.45%，其中，国内贷款 20,484 亿元，同比增长 4.38%；利用外资 93.71 亿元，同比下降 9.53%。整体来看，随着房地产行业融资渠道不断收紧，未来房企仍将面临一定的融资压力。

随着房地产行业调控政策趋严，2018 年 7 月以来，全国商品房销售面积和销售金额增速均有所下滑；2020 年 4 月以来，随着复工节奏加快及前期积压需求的释放，我国房地产市场持续恢复。

2018 年初，部分城市为引进人才放宽落户门槛限制，同时，棚改货币化政策使得三四线城市房价大幅上涨，造成 2018 年上半年销售面积和销售金额增速有所上升。随着中央坚持“房住不炒”的定位，以及各地密集出台的限购限售等政策，2018 年 7 月开始销售面积和销售金额增速有所下降。2017~2019 年，全国商品房销售面积分别为 169,407 万平方米、171,654 万平方米和 171,558 万平方米；销售金额分别为 133,701 万亿元、149,973 万亿元和 159,725 万亿元，增速分别为 12.02%、10.85 和 6.11%，逐年放缓。开发投资方面，2017~2019 年，全国房地产开发投资完成额分别为 10.98 万亿元、12.03 万亿元和 13.22 万亿元，增速有所放缓，其中 2019 年新开工面积同比增长 8.50%，土地购置面积累计同比下降 11.40%，土地成交价款累计同比下降 8.70%。

2020 年一季度，在疫情冲击下，短期内房地产市场成交压力增大，房地产工程复工延后，销售面积增速和新开工面积增速下滑幅度较大，均转为负值；2020 年 4 月以来，地方因城施策也更加灵活，叠加疫情缓和后前期积压的购房需求积极释放，我国房地产市场持续恢复。2020 年 1~11 月，全国商品房销售面积累计同比增长 1.30%，实现转增；新开工面积累计同比下降 2.00%，降幅持续收窄；全国房地产开发投资 10.35 万亿元，同比增长 6.80%，房地产投资继续回暖。

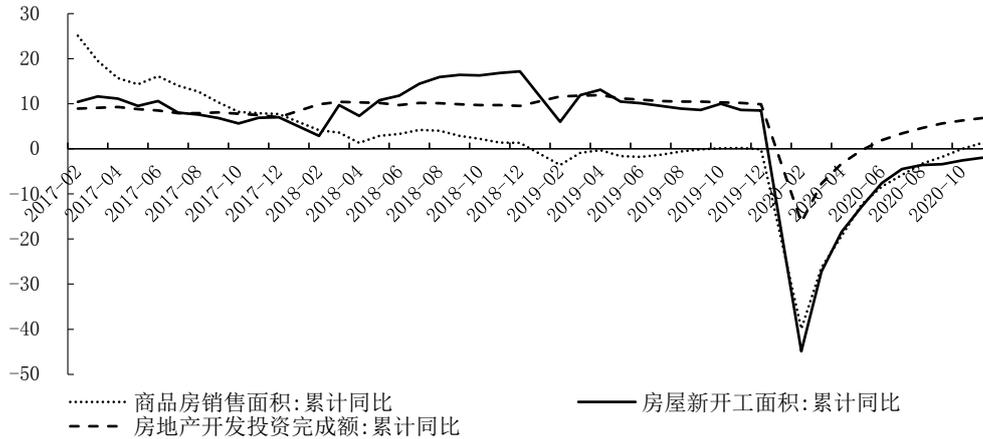


图 1 2017 年 1 月至 2020 年 11 月我国房地产市场商品房销售面积等变化情况 (单位: %)

数据来源: Wind

我国房地产行业集中度逐年提升，领军企业竞争优势愈发明显，中小型房企未来发展或将面临着一定的压力。

行业格局方面，随着行业成熟度的不断提升，我国房地产企业经营业绩逐步呈现两极分化，领军企业竞争优势也愈发明显。大型房地产企业在项目选择上，范围更大，拓展能力更强，为业务发展提供良好的基础；在项目建设上，不仅在供应链谈判中享有较大议价权和批量采购折扣，同时还可以通过向房屋建筑领域的延伸有助于进一步降低建安成本，提升产品质量；在项目销售方面，除了较强的品牌效应，还有对代理方有更强的议价能力，销售成本更低；此外，大型房地产企业凭借更强的综合实力及更加良性的业务持续扩张模式，融资能力更强。凭借对项目选择、建设、销售以及融资方面更强的控制力，大型房企发展的优势将进一步巩固，反观中小型房企的发展空间则会被不断挤占。从行业集中度来看，2016 年以来，房地产企业销售金额集中度和销售面积集中度逐步提升。2019 年，品牌房地产企业业绩规模继续增长，碧桂园、万科地产和恒大地产仍位于前三强，其中碧桂园以 7,715.30 亿元位居销售金额第一位，同比上升 5.88%；销售金额过千亿的房地产企业数量达到 34 家，同比增加 3 家。预计未来 3~5 年，强者恒强的竞争格局将进一步提升行业集中度，中小型房企未来发展或将面临着一定的压力。

2、建筑行业

近年来，房地产管控升级等背景下固定资产投资增速持续下滑，建筑行业虽有回暖但处于低增长水平且有反复；2020 年，地产市场政策环境保持从严态势，基建投资呈现前低后高的发展趋势，预计 2021 年建筑业在基建投资的拉动下将会改善。

建筑业是我国的重要支柱性行业，下游主要为基建和房地产，与社会固定资



产投资高度相关，由于下游行业受经济周期及政策变动影响较大，因此，建筑业具有明显的周期性及政策敏感性特征。近年来，伴随着我国宏观经济下行，固定资产投资增速快速下滑，建筑业总产值增速亦受到较大冲击，并在 2015 年跌入谷底。进入 2016 年以后，我国宏观经济整体企稳，在去杠杆、限制地方融资及房地产管控升级等背景下固定资产投资增速持续下滑，建筑行业虽有回暖但处于低增长水平且有反复。2019 年，受房地产市场低迷及基建投资增速大幅下滑影响，建筑业总产值增速下降至 5.68%，同比下降 4.20 个百分点，同期，建筑业新签合同额增速为 10.24%，同比下降 2.25 个百分点。受新冠肺炎疫情的巨大冲击和复杂严峻的国内外环境影响，2020 年我国经济增速同比大幅下滑，建筑行业亦受到巨大影响。2020 年 1~9 月，建筑行业总产值 16.79 万亿元，同比增长 3.40%，增速同比下降 3.26 个百分点；分季度来看，一季度增速同比下降 16.00%，二季度总产值显著回升，同比增长 10.31%，三季度同比增长 10.25%，随着新冠肺炎疫情的控制及相关稳增长政策的实施，建筑行业实现触底反弹。

基础设施建设是建筑业的重要下游行业之一，2018 年下半年以来面临的政策环境亦持续改善，包括加快专项债发行步伐及调整使用政策、降低项目资本金比例、强化基础设施领域补短板等。但由于基建项目投资周期较长且前期项目储备不足，以上政策对 2019 年基建投资的拉动作用尚不明显，全年基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长 3.80%，处于历史低谷。进入 2020 年，新冠肺炎疫情爆发，大部分企业延期复工及疫情发展的不确定性对经济形成巨大冲击，下行压力剧增。为减缓疫情对经济的冲击，我国实施了更为宽松的宏观政策，即结构性货币政策，确保资金直达薄弱领域，财政政策积极有为，发挥政府投资引领带动作用，具体包括降准降息、提前下达专项债限额、发行特别国债、提高赤字率、加大政府债券发行规模、加大减税降费规模等，基建面临的投资环境也得到了大幅改善。从全年来看，2020 年上半年基建投资政策不断加码，政策中心逐步从复工复产向资金、项目加快落地倾斜，加快重大项目推进、扩大有效投资、专项债发行等政策不断被重申和升级，基建面临的资金面进一步改善，下半年政策出台密度降低，基建投资环境趋于稳定。2020 年 1~10 月，全国基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长 0.70%，同比下滑 3.5 个百分点，投资增速不及市场预期。分季度看，一季度基建项目施工进度受疫情干扰严重，导致基建投资同比大幅下滑 19.70%；疫情高峰期过后，随着复工复产的不断推进，相关政策支持力度的不断加强以及资金面的改善，基建投资增速随之回升，到 9 月累计同比增速翻正至 0.20%，在疫情冲击和政策环境改善的综合影响下，基建投资呈现前低后高的发展趋势，但全年投资增速仍处于低水平。中央对房地产市场坚持“住房不炒”定位不变，金融监管持续收紧；在疫情冲击及从严的调控政策下，房地



产市场主要指标走弱。2020 年 1~10 月房地产投资同比增长 6.30%，增速同比下滑 4 个百分点，其中一季度累计下降 7.70%，二季度以来逐渐恢复；商品房销售面积及增速与 2019 年同期相比基本持平，商品房销售额同比增长 5.80%，增速小幅收窄 1.50 个百分点，一季度销售面积及销售额受疫情冲击较大同比均下降 25%以上，3 月以来国内疫情得到较好控制，在各地政策支持及企业积极营销等多因素作用下，房地产市场规模持续回升；房地产价格表现平稳，百城新建住宅价格累计涨幅小幅扩大，各月环比涨幅维持在低位区间，重点城市二手房价格累计涨幅显著低于 2016~2019 年水平，各月环比增速在 0.30%以内，亦处于低位区间。

整体来看，疫情爆发致使一季度基建及房地产市场投资受阻，二季度以来行业持续恢复，但投资增速仍出现较大幅度下滑。预计 2021 年宏观经济下行压力仍较大，基建融资环境小幅收紧，但基建项目储备量增加，投资增速或将温和增长；房地产市场政策环境保持从严态势，投资增速承压。综合来看，建筑业在基建投资的拉动下将会改善。

原材料价格波动及劳动力成本上升加大了建筑企业的成本控制难度；露天、高空及交叉作业多等特点，使得建筑施工企业面临一定安全施工风险。

钢材、水泥等原材料成本在建筑施工项目成本中占比较高，加之大型建筑工程项目一般施工周期较长，原材料价格波动对成本控制影响较大。同时，建筑行业具有劳动力密集的特性，近年来全国劳动力的地域性和产业性转移、社会进入老年化、出生率下降、生活成本提高、劳动力社会保障提高等因素，增加了建筑业的劳动力成本。此外，建筑业由于其自身行业特性，是事故安全多发行业之一。建筑施工主要在露天、高空作业，面临建筑施工作业的固有危险，如设备失灵、土方塌陷、工业意外及爆炸风险，外加技术、操作问题，使得建筑施工企业面临一定的安全施工风险。

财富创造能力

公司主要从事房地产开发和建筑施工业务，2017 年以来，随着房地产业务结转规模和建筑业务完工量持续增长，公司收入和毛利润均逐年增长，但毛利率始终处于较低水平。

公司主营业务为房地产开发和建筑施工业务，兼营酒店及其他。房地产业务收入占比保持在 70%左右，利润占比保持在 75%以上；建筑施工业务主要包括房建工程、机电设备安装、海外建筑工程及建筑钢结构等，收入占比保持在 20%以上；酒店及其他业务主要是酒店及商业物业出租业务，规模较小，对收入和利润贡献较小。

2017~2019 年，随着房地产业务结转规模增长和建筑业务项目完工进度加



快，公司营业收入和毛利润均逐年增长。分板块来看，受益于公司近年来房地产业务签约销售快速增长，更多销售项目进入结算阶段，房地产业务收入和毛利润逐年增长；房地产业务毛利率小幅波动，但持续处于较低水平，主要是由于公司近年来注重周转效率，在项目选择方面更看重项目的周转和利润率的确定性，一般很少能获得土地升值的收益，另一方面是受 2016 年之前历史项目结转影响，此类项目体量大、投资金额总量高，加之市场规模有限带来的开发销售周期长，投资资金随时间累积成本不断升高，因此结转时利润率较低，从而拉低了总体的毛利率。同期，建筑施工业务收入快速增长，其中 2018 年同比大幅增长 62.06%，主要是公司加强与大型房企合作，房建类业务规模扩大以及 PPP 项目运作方纳入合并报表所致，2019 年同比大幅增长 63.42%，主要是建筑业前期项目完工进度加快所致；建筑施工业务毛利率逐年下降，主要是与新城控股、融创等大型房企加强合作，让利导致；随着收入增长，建筑施工业务毛利润逐年增长。同期，酒店及其他业务收入波动较大，其中 2018 年收入同比减少 10.27 亿元，主要是由于统计口径调整，南通中昱建材公司重新划转回建筑施工业务统计；2019 年同比增长 23.93%，主要是由于酒店前期投入已完成，当期大量投入使用；酒店及其他业务毛利润和毛利率均波动较大，其中 2018 年出现亏损，主要是受统计口径变更影响，其他业务部分收入在合并报表中被抵消，但成本依然在其他业务核算所致；2019 年公司将房产经营业务由房地产业务调整至酒店及其他业务板块，该项业务毛利率较高，加之酒店业务量上升，酒店及其他业务扭亏为盈。

表 1 2017~2019 年公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况⁵（单位：亿元、%）

项目	2020 年 1~9 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	453.15	100.00	712.98	100.00	396.40	100.00	301.69	100.00
房地产业务	306.43	67.62	511.27	71.71	270.78	68.31	210.42	69.75
建筑施工	122.90	27.12	190.47	26.71	116.55	29.40	71.92	23.84
酒店及其他	23.82	5.26	11.24	1.58	9.07	2.29	19.34	6.41
毛利润	81.23	100.00	117.94	100.00	74.27	100.00	48.48	100.00
房地产业务	68.41	84.22	90.50	76.73	60.84	81.92	40.88	84.31
建筑施工	10.86	13.37	21.26	18.03	13.50	18.18	8.83	18.21
酒店及其他	1.96	2.41	6.18	5.24	-0.07	-0.09	-1.22	-2.52
毛利率	17.93		16.54		18.74		16.07	
房地产业务	22.32		17.70		22.47		19.43	
建筑施工	8.84		11.16		11.59		12.27	
酒店及其他	8.23		54.98		-0.77		-6.31	

数据来源：根据公司提供资料整理

⁵ 本表营业收入、毛利润和毛利率统计口径为主营业务收入。



2020 年 1~9 月，公司营业收入同比增长 11.62%，主要是房地产业务结算规模增加所致；毛利润同比变化不大；毛利率同比下降 1.85 个百分点，主要受当期房地产业务结转项目影响。同期，酒店及其他业务收入同比大幅增长，主要是由于公司将建筑板块的建材公司等收入均计入其他板块，该项业务毛利率较低，加之酒店业务受疫情影响较大，毛利率下降明显。

（一）房地产业务

公司开发经验丰富，行业地位提升较快，签约销售金额快速增长，但江苏省销售占比较高，销售区域较为集中且三、四线城市签约销售占比持续较高。

公司房地产板块的运营主体为下属项目公司，并通过旗下房地产业务平台中南置地统一管理，根据克而瑞公布的 2019 年中国房地产企业销售榜，中南置地排名自 2016 年的第 23 位上升至第 16 位。公司项目开发经验丰富，项目类型包括住宅和商业办公地产开发，以住宅地产开发为主，产品类型以刚需性住房和首改房为主。近年公司销售区域从江苏省逐年拓展至长三角其他省市、山东省、海南省以及部分中西部二线城市，截至 2020 年 9 月末，公司业务已覆盖国内 80 余个城市。

表 2 2017~2019 年及 2020 年 1~9 月公司房地产业务签约金额地区分布情况（单位：亿元、%）⁶

地区	2020 年 1~9 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
江苏省	480.55	33.58	596.53	30.43	641.74	43.77	657.71	68.29
山东省	143.95	10.06	206.88	10.55	186.42	12.72	112.99	11.73
浙江省	377.65	26.39	186.36	9.51	213.39	14.56	60.42	6.27
其他省份	428.84	29.97	970.74	49.51	424.52	28.96	132.06	13.71
合计	1,430.99	100.00	1,960.51	100.00	1,466.07	100.00	963.18	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司销售区域以江苏省、浙江省和山东省为主，其中江苏省占比较高。2017~2019 年，公司签约销售金额快速增长，从具体区域来看，受公司扩展销售区域影响，江苏省签约销售金额和签约销售占比逐年下降，但签约销售持续保持较大规模，持续处于公司销售规模首位。同期，浙江省签约销售金额波动较大，其中 2018 年同比增加 152.97 亿元，主要是杭州、嘉兴和绍兴项目销售规模扩大以及新增宁波、温州、金华等地销售开盘所致；2019 年同比下降 12.67%，主要是杭州、嘉兴、宁波等地开盘项目减少所致。同期，山东省签约销售金额逐年增长，其中 2018 年同比大幅增加 73.43 亿元，主要是潍坊等地销售规模扩大以及新增滨州和临沂等地项目开盘所致；2019 年同比增加 20.47 亿元，主要是新增济南项目

⁶ 本表统计口径为签约销售全口径数据。



开盘以及济宁项目销售规模扩大所致。同期，其他省份⁷销售金额和占比均逐年增长，其中 2018 年同比大幅增加 292.46 亿元，主要是新增西安、河南商丘和重庆等地项目开盘以及上海、云南昆明和安徽马鞍山等地销售规模扩大所致；2019 年同比大幅增加 546.22 亿元，主要是广西南宁项目开盘，新增销售 304.62 亿元以河南开封、四川成都、广东揭阳、佛山等地项目销售扩大所致。另外，2017~2019 年，公司权益口径签约销售占比分别为 85.17%、64.59%和 61.91%，并表口径签约销售占比分别为 77.63%、65.18%和 43.43%，权益销售和并表销售占比均逐年下降，主要是 2017~2018 年公司合作项目较多，拿地权益比例不高，项目合作方主要为碧桂园、融创和万科的等排名前 30 强房企以及项目所在区域型房企或当地龙头，如龙信建设集团有限公司、南京安居建设集团有限责任公司、中垠地产有限公司等。

从城市分类来看，2017~2019 年，公司一线城市签约销售占比较小；二线城市签约销售金额占比分别为 38.21%、41.74%和 45.28%，占比逐年上升；三、四线城市签约销售金额占比分别为 58.62%、53.42%和 51.83%，逐年下降，但其占比持续较高。

2020 年 1~9 月，公司房地产业务签约销售同比增长 10.12%，其中浙江省签约销售占比提升明显，主要是宁波、杭州、湖州和嘉兴等项目开盘所致。同期，公司一线城市签约销售占比仍较小；二线城市签约销售金额占比 43.92%，三、四线签约销售占比 55.13%，三、四线城市销售占比倾斜度有所扩大。另外，2020 年 1~9 月，公司权益口径和并表口径签约销售占比分别为 66.31%和 49.46%，均较 2019 年有所回升。

2017 年以来，公司新开工面积波动较大，竣工面积持续增长；截至 2020 年 9 月末，公司在建和拟建项目投资额较大，存在一定的资金支出压力。

2017~2019 年，随着销售规模扩大，公司签约销售面积逐年增长，签约销售均价略有下降，整体较为平稳。同期，随着签约销售规模的增长，公司销售回款逐年增长，2018 年及 2019 年同比分别增加 636.57 亿元和 325.03 亿元，回款增速有所放缓。同期，新开工面积波动较大，其中 2018 年新开工面积同比减少 120.87 万平方米，主要是房地产业务中非并表项目增加，并表项目减少所致；2019 年新开工面积同比大幅增加 1,065.87 万平方米，主要是前期以及当期拿地项目受合同中约定开工时间限制，集中开工所致。同期，竣工面积逐年增长，基本与主营业务收入结算金额波动一致。

2020 年 1~9 月，公司新开工面积同比保持稳定，竣工面积同比有所增长；

⁷ 公司其他省份中单个省份签约销售并不稳定，其中 2019 年公司其他区域签约销售排名前 10 城市依次为：南宁、河南开封、西安、成都、四川南充、湖北潜江、重庆、商丘、武汉和广东揭阳。其中，南宁占比 15.54%，河南开封占比 3.37%，西安占比 3.44%，成都占比 3.13%；其他城市较为分散。



签约销售均价同比增长 5.37%；销售回款同比增长 11.37%，主要是签约销售和结算金额增长所致。

表 3 2017~2019 年及 2020 年 1~9 月公司房地产开发经营情况⁸

地区	2020 年 1~9 月	2019 年	2018 年	2017 年
新开工面积（万平方米）	919.95	1,406.00	340.13	461.00
竣工面积（万平方米）	877.92	946.00	379.97	290.00
签约金额（亿元）	1,430.99	1,960.51	1,466.07	963.18
签约面积（万平方米）	1,070.44	1,540.74	1,144.37	735.29
签约销售均价（元/平方米）	13,368.24	12,724.47	12,811.24	13,099.26
销售回款（亿元）	1,294.27	1,674.61	1,349.58	713.01
结算面积（万平方米）	246.19	478.29	241.36	230.56
结算金额（亿元）	306.43	511.27	270.78	210.42

数据来源：根据公司提供资料整理

在售项目方面，截至 2020 年 9 月末，公司已取得预售证面积 6,743.22 万平方米，其中已售面积 5,466.45 万平方米，预售率为 81.07%，公司主要布局区域比如杭州、南通、西南等已取得预售许可证项目的平均预售比例均达到了 90%以上。其他地区如湖南湘潭、安徽亳州、河南许昌、广东梅州、河北保定、唐山等区域房地产项目预售比例在 50%以下，主要是部分尾盘、车库及商铺等销售周期较长所致。

在建项目方面，截至 2020 年 9 月末，公司在建房地产项目合计 271 个，全口径计划总投资 4,633.44 亿元，已完成投资 3,574.08 亿元，预计未来仍需投入 1,059.36 亿元；拟建项目合计 45 个，计划总投资 542.33 亿元。在建和拟建项目投资投资额较大，存在一定的资金支出压力。

公司土地储备较为充足，但三、四线土地储备占比较高，未来开发项目可能存在一定去化压力。

公司根据市场行情及销售回款情况购置土地，以长三角区域和山东全区域及部分中西部二线城市为主，主要通过招拍挂方式以及收购等方式获取土地。2017~2019 年，新增建筑面积逐年下降，购地支出有所波动，拿地速度放缓。其中 2018 年新增项目数量同比增加 13 个，新拓展土地主要分布在宁波、南通、济宁、重庆、西安等地；新增建筑面积同比下降 16.78%，主要是公司为加快项目周转，小体量项目占比增加所致，其中一、二线城市占比 41.49%，以二线城市为主，三、四线城市占比 58.51%；支付土地款同比减少 74.14 亿元；新增土地的楼面地价同比变化不大。2019 年，公司新增项目数量同比减少 33 个，新拓展土地主要分布在江苏南通、西安、江苏淮安、江苏镇江和贵州贵阳等地；新增建筑面

⁸ 本表结算面积和结算金额统计口径为合并报表口径数据，销售回款统计口径包括当期新签和跨期回款，其余均为全口径数据。



积同比下降 19.81%，其中一、二线城市占比 53.47%，以二线城市为主，三、四线城市占比 46.52%；受新增项目中二线城市占比提高影响，购地支出和平均楼面地价均有所增长。

表 4 2017~2019 年 2020 年 1~9 月公司土地储备拓展情况

项目	2020 年 1~9 月	2019 年	2018 年	2017 年
新增项目个数（个）	70	78	111	98
权益占地面积（万平方米）	321.81	306.81	401.28	444.84
权益规划建筑面积（万平方米）	697.97	676.13	843.21	1,013.21
权益土地款（亿元）	303.14	374.08	357.00	431.14
平均楼面地价（元/平方米）	4,834.21	5,532.58	4,233.82	4,255.19

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 1~9 月，新增项目数量同比增加 19 个，新增建筑面积同比增长 28.67%，新拓展土地主要分布在南通、南宁、徐州、绍兴、临沂等地，其中一、二线城市占比 44.25%，以二线城市为主，三、四线城市占比 55.75%；购地支出同比保持稳定，受新增项目中三、四线城市占比提高影响，平均楼面地价同比下降 13.39%。

截至 2020 年 9 月末，公司全口径土地储备为 4,429.21 万平方米，按照权益占比折算后，公司土地储备为 2,938.51 万平方米⁹，可满足公司未来 2~3 年的开发需求，土地储备较为充足。从城市能级来看，一线城市占比 0.61%，占比很小；二线城市土储面积占比 36.29%；三、四线城市土地储备面积占比 63.10%，三、四线城市占比较高，未来开发项目可能存在一定去化压力。从区域分布来看，江苏省、山东省和浙江省土地储备面积占比分别为 31.70%、14.71%和 16.62%，江苏省占比较高。从城市分布来看，公司土地储备主要集中在宁波、西安、昆明、南宁、温州等二线城市以及江苏南通、徐州、镇江、浙江绍兴、山东临沂、河南商丘等三、四线城市，其中南通土储面积占比 12.15%。

（二）建筑施工业务

公司拥有房屋建筑工程施工总承包特级资质和工程设计建筑行业甲级资质，承接工程曾获得多项奖项，且施工区域分布广泛，施工实力较强；与子公司的关联方款项规模较大，存在一定关联交易风险。

公司建筑板块的运营主体为子公司中南建筑及其下属子公司。公司建筑施工业务以房建工程和公建工程为主，同时还包含机电设备安装、海外建筑工程和建筑钢结构等其他施工业务。中南建筑拥有建筑工程施工总承包特级资质、工程设计建筑行业甲级资质、建筑装修装饰工程壹级、起重设备安装工程专业承包壹级和机电设备安装工程专业承包壹级等资质，在承接超十万平方米以上群体工程、

⁹ 土地储备统计口径为在建项目未售面积和未开发面积之和，具体数据详见附件 2-1。



地方标志性建筑等较高难度工程方面已积累丰富经验。中南建筑在国内建筑施工领域具有较高的知名度和实力，多次获得国家土木工程詹天佑奖、鲁班奖和优质工程奖等奖项。另外，中南建筑自主研发的 NPC 技术（全称 New Prefabricated Concrete Structure，工业化全预制装配式整体式剪力墙结构技术）在装配式混凝土结构深化设计、加工、运输和吊装施工的全产业链上均处于国内领先地位。公司建筑业务施工区域覆盖全国多数省市自治区，下属 12 家区域分公司，主要分布于国内省会城市和直辖市。国外方面，公司涉足美国、新加坡、阿尔及利亚、日本、科威特和俄罗斯等国家和地区，一般为工程量较小，总体项目量也较少。

表 5 2019 年及 2020 年 1~9 月中南建筑主要财务指标（单位：亿元、%）

项目	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
2019 年	539.39	81.11	221.77	4.52	8.79
2020 年 1~9 月	745.03	85.69	156.24	3.26	14.50

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年以来，公司新签合同额波动下降，但项目储备充足；在建 PPP 项目较多，投资额较大，在一定程度上加大了公司资金支出压力；公司与中南建筑关联交易规模较大，存在一定关联交易风险。

项目承接方面，公司业务承揽主要通过市场公开招投标，此外还通过与大客户签订战略合作协议确立双方长期合作关系。2017~2019 年，公司建筑施工业务新签合同波动下降，其中 2018 年同比增长 19.78%，主要是商品房工程施工业务增长所致，统计口径包含中标但未落实项目；2019 年同比下降 24.21%，主要是一方面新签合同统计口径发生变更，项目中标后并成立项目公司才纳入新签统计，另一方面，PPP 项目承接量减少以及对下游客户进行战略性管理，减少非战略客户业务承接，其中，新签合同中 1 亿元以上重大项目占比为 93.16%。

2020 年 1~9 月，公司新签合同额同比变化不大，其中房建类新签合同额和其他业务新签合同额小幅增长，公建类工程同比下降 15.76%，主要是公司审慎获取项目，收缩承接 PPP 项目规模所致。

表 6 2017~2019 年及 2020 年 1~9 月中南建筑新签合同额业务构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年 1~9 月	2019 年	2018 年	2017 年
房建类工程	127.22	162.69	190.17	164.69
公建类工程	56.94	82.51	130.1	99.65
其他业务	25.64	32.58	46.23	41.64
合计	209.80	277.78	366.50	305.98

数据来源：根据公司提供资料整理

在手合同方面，2017 年以来，公司已承接未完工合同总额持续增长。截至 2020 年 9 月末，公司已承接未完工合同额为 703.92 亿元，已承接未完工合同额



为 2019 年公司中南建筑收入的 3.17 倍。整体来看，公司建筑施工业务项目储备较为充足，为未来业务规模和收入水平提供了较好保障。

表 7 2017~2019 年末及 2020 年 9 月末中南建筑已承接未完工合同额业务构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年 9 月末	2019 年末	2018 年末	2017 年末
房建类工程	414.73	391.95	235.89	331.13
公建类工程	234.88	209.70	201.30	164.20
其他业务	54.31	48.71	46.90	49.39
已承接未完工合同总额	703.92	650.36	484.09	544.72

数据来源：根据公司提供资料整理

公司近年来通过 PPP 模式承建了部分公建类和房建类工程项目，由政府平台和中标企业联合出资，PPP 项目公司一般都是先做融资，用融资款进行工程款支付。回款方面，一般项目完成建设竣工验收合格后 30 天内开始付费，主要包含六个方面：一是设计费在竣工验收合格后一次性支付；二是建安费分运营期年数等额支付，即每年支付一次；三是建设期资金占用费、管理费在验收合格后分 2 年等额支付，每年支付 50%；四是运营期资金占用费每年支付一次；五是养护费用，在单位工程保修期满后按季支付，具体双方协商确定；六是前期费用，在试用期满后归还，试用期为五分之一的运营期年数。整体看来，公司 PPP 项目回款周期较长且进度较慢，对资金形成一定占用。公司合并报表范围内的 PPP 项目公司融资资金主要来自银行借款，一般为 PPP 项目贷款。截至 2020 年 9 月末，公司在手 PPP 项目合计 22 个，在已承接未完工合同占比 20%以上，其中 11 个已于 2020 年内建设完工，实现项目回款 12.56 亿元，其余项目均处于项目建设期，未产生回款，项目总投资额为 278.07 亿元，已完成投资 192.29 亿元，未来仍需投入 85.78 亿元¹⁰，存在一定的资金支出压力。此外，公司未来将减少对 PPP 项目的获取力度¹¹，大约每年择优新进入 4~5 个 PPP 项目。另外，中南建筑与公司之间关联往来款较多，2019 年末，中南建筑关联方应收项目合计 151.31 亿元，应付项目合计 88.78 亿元，主要为与公司下属房地产项目以及中南城建下属公司的往来，规模较大，存在一定关联交易风险。

¹⁰ 详见附件 2-2。

¹¹ 2020 年，公司对部分 PPP 项目进行处置，主要原因一是当地政府财力有限或其他原因，公司经重新评估后无法达到预期盈利等要求；二是项目合规性问题，重要开工证件难以拿到；三是融资问题，项目或项目所在地偏僻，加上如果难以进入财政部库，融资难以到位，公司经考量后会选择主动退出，同时也相应减少 PPP 项目获取力度。



偿债来源与负债平衡

2017 年以来，公司利润规模逐年增长；2018 年以来，经营性现金流由过往净流出转为净流入，但净流入规模不稳定；融资渠道以债务融资为主，对非标融资依赖性较强，在一定程度上拉高了公司的融资成本；资产中存货占比较高，且受限资产规模较大，对后续融资产生一定影响；公司有息债务持续增长且规模较大，存在较大的中短期偿付压力。

（一）偿债来源

1、盈利

2017 年以来，公司利润规模持续增长，盈利能力有所提升，但其规模受非经常性损益影响较大；期间费用对利润的侵蚀程度较强，费用控制能力有待提升；资产减值损失和信用减值规模较大，在一定程度上侵蚀了公司利润空间。

2017~2019 年，随着房地产业务结转收入规模和建筑业务前期项目完工进度加快，公司营业收入逐年增长，毛利率波动下降。

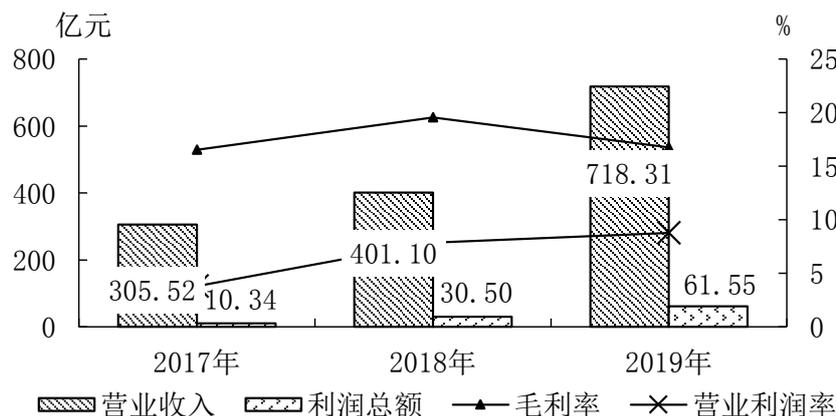


图 2 2017~2019 年公司收入及盈利情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2017~2019 年，公司期间费用逐年增长，主要是经营规模扩大所致。其中，销售费用逐年增长，其中 2018 年同比增长 33.46%，主要是销售规模扩大，销售人员工资薪酬相应增长所致；2019 年同比增长 51.37%，主要是销售人员工资及附加费和广告宣传费增长所致。同期，管理费用逐年增长，主要是公司销售区域扩张以及开发项目增加导致相应人员工资及费用增加所致。同期，财务费用逐年增长，主要是房地产业务扩大，融资规模增长导致利息支出规模扩大。同期，期间费用率有所波动，其中 2019 年同比下降 1.95 个百分点，主要是公司加强费用控制所致；期间费用对利润的侵蚀程度持续较强。

**表 8 2017~2019 年及 2020 年 1~9 月公司期间费用情况（单位：亿元、%）**

指标	2020 年 1~9 月	2019 年	2018 年	2017 年
销售费用	11.90	14.63	9.66	7.24
管理费用	20.27	32.16	23.91	17.68
研发费用	-	0.01	-	-
财务费用	5.60	6.75	4.16	3.42
期间费用	37.77	53.55	37.73	28.34
期间费用/营业收入	8.24	7.46	9.41	9.28

数据来源：根据公司提供资料整理

2017~2019 年，公司资产减值损失分别为 2.56 亿元、2.06 亿元和 2.67 亿元，有所波动，其中 2018 年同比下降 19.60%，主要是其他应收款坏账转回 0.43 亿元所致；2019 年主要为存货跌价准备 2.67 亿元，为对开发成本计提，同比增长 29.36%。2018~2019 年，公司信用减值损失分别为 0、4.79 亿元，主要为建筑施工业务产生，其中 2019 年由应收账款坏账损失 2.55 亿元和其他应收款坏账 2.24 亿元构成，同比大幅增长，主要建筑业务相应坏账损失增加以及坏账准备计提政策变更¹²所致。资产减值损失和信用减值规模较大，在一定程度上侵蚀了公司利润空间。同期，投资收益分别为 6.14 亿元、5.79 亿元和 20.92 亿元，主要由权益法核算的长期股权投资收益和处置长期股权投资产生的投资收益构成，波动较大，其中 2019 年主要由权益法核算的长期股权投资收益 12.42 亿元、收向联合营企业收取资金占用费 3.89 亿元和处置长期股权投资产生的投资收益 2.65 亿元构成，同比大幅增加 15.13 亿元，主要是权益法核算的长期股权投资收益同比增加 9.98 亿元以及新增收取资金占用费取得的投资收益 3.89 亿元所致；投资收益在营业利润中占比分别为 52.80%、18.34%和 33.15%。同期，其他收益分别为 1.02 亿元、1.38 亿元和 1.08 亿元，波动较小，主要为政府补助和项目补偿款。同期，营业外净支出分别为-1.29 亿元、-1.06 亿元和-1.54 亿元，有所波动，其中 2019 年净支出同比增加 0.48 亿元，主要是对外捐赠和其他支出增加所致。

2017~2019 年，公司营业利润、利润总额和净利润均逐年增长，其中扣非净利润分别为 0.03 亿元、16.75 亿元和 25.17 亿元，逐年增长。同期，公司总资产报酬率分别为 0.74%、1.49%和 2.36%，净资产收益率分别为 3.45%、11.80%和 17.23%，均逐年增长。整体来看，公司利润规模保持增长，盈利能力有所提升，但其规模受非经常损益影响较大。

2020 年 1~9 月，公司主营业务收入为 453.15 亿元，同比增长 11.62%，毛

¹² 财政部于 2017 年颁布了《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量（修订）》、《企业会计准则第 23 号——金融资产转移（修订）》、《企业会计准则第 24 号——套期会计（修订）》及《企业会计准则第 37 号——金融工具列报（修订）》（统称“新金融工具准则”）。公司于 2019 年 1 月 1 日，执行新金融工具准则，对 2019 年年初损失准备进行调节，合计增加 0.85 亿元。



利率为 17.93%，同比下降 1.85 个百分点；受营业收入增长影响，期间费用率同比下降 1.09 个百分点。同期，公司信用减值为 2.94 亿元，同比增长 21.29%，主要是应收类规模扩大，减值损失相应增加所致；投资收益为 21.03 亿元，主要由权益法核算的长期股权投资收益 8.09 亿元和处置长期股权投资产生的投资收益 8.74 亿元¹³构成，同比大幅增加 17.29 亿元，主要是非并表地产合作项目结算收益增加以及原并表子公司结算时约定转让所致；受投资收益大幅增长影响，公司营业利润、利润总额和净利润同比均大幅增长，其中扣非净利润为 19.78 亿元，同比变化不大。

2、现金流

2018 年以来，经营性现金流由过往净流出转为净流入，但其净流入规模不稳定，对利息的保障能力稳定性不强；投资性现金流持续大额净流出。

2017 年，公司经营性现金流表现为净流出，主要是公司房地产项目开发规模扩张，拿地支出和建设支出增加所致。2018 年以来，公司经营性现金流由过往净流出转为净流入，但净流入规模不稳定，其中 2018 年同比转为大额净流入，主要是当期房地产业务销售回款增加以及拿地支出减少所致；2019 年净流入同比大幅下降 57.82%，主要是对非并表地产项目公司工程款、材料款等的支出增加所致。2018 年以来，经营性现金流对利息的保障能力并不稳定，对债务覆盖能力持续较弱。2017~2019 年，公司投资性现金流持续净流出，且净流出规模持续增长，其中 2018 年净流出同比增加 89.16 亿元，主要是公司非并表地产合作项目公司投资增加所致。

表 9 2017~2019 年及 2020 年 1~9 月公司经营性及投资性现金流情况

指标	2020 年 1~9 月	2019 年	2018 年	2017 年
经营性净现金流（亿元）	7.14	81.96	194.32	-29.38
投资性净现金流（亿元）	-84.09	-133.81	-126.56	-37.34
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	0.12	1.24	3.99	-0.84
经营性净现金流/流动负债（%）	0.31	4.19	13.27	-3.14
经营性净现金流/总负债（%）	0.25	3.42	10.36	-2.26

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 1~9 月，公司经营性净现金流同比大幅减少 40.97 亿元，主要是由于公司向合联营项目支付工程款运营款增加；投资性净现金流持续净流出，净流出规模同比下降 25.24%，主要是由于公司当期固定资产、无形资产和其他长期

¹³ 公司处置子公司宁波经济技术开发区建宇置业有限公司（以下简称“建宇置业”）100%股权、西安威翔置业有限公司（以下简称“威翔置业”）85%股权和西安驰翔置业有限公司（以下简称“驰翔置业”）85%股权，分别产生投资收益 4.32 亿元、2.96 亿元和 2.91 亿元，其中建宇置业为公司收购代建项目，获取项目时已协商好结算时将股权转出；威翔置业和驰翔置业是因合作小股东杭州宏创投资发展有限公司要求，结利之前将股权转让。



资产支出减少、部分合联营项目结算取得投资收益增加以及处置部分子公司收回投资。

3、债务收入

2017 年以来，公司债务收入规模波动较大；融资渠道以银行借款、非标融资和发行债券为主，对非标融资依赖性较强，在一定程度上提升了公司整体融资成本；公司为 A 股上市公司，但控股股东质押比例较高。

2017~2019 年，公司筹资性净现金流波动较大，其中 2018 年筹资性净现金流同比由正转负，主要是公司偿还债务规模大幅增加、支付受限的货币增加以及支付少数股东股权收购款所致；2019 年同比由负转正，主要是借款和债券融资增加所致。

表 10 2017~2019 年及 2020 年 1~9 月债务融资情况分析（单位：亿元）

指标	2020 年 1~9 月	2019 年	2018 年	2017 年
筹资性现金流入	562.45	635.22	446.45	262.96
借款所收到的现金	467.76	523.11	381.35	234.39
发行债券收到的现金	-	70.88	43.00	12.44
筹资性现金流出	435.34	554.64	486.80	164.06
偿还债务所支付的现金	365.65	472.06	369.74	99.25
筹资性净现金流	127.12	80.59	-40.42	98.90

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 1~9 月，公司筹资性净现金流同比增长 21.06%，主要是并表项目公司所获得的合作方的股东投资增加以及公司整体借款规模增加所致。

表 11 2017~2019 年末及 2020 年 9 月末公司融资结构情况（单位：亿元、%）

指标	2020 年 9 月末			2019 年末		
	金额	占比	平均成本	金额	占比	平均成本
银行借款	382.10	47.30	6.61	387.26	55.38	6.39
非标融资	185.15	22.92	10.69	188.41	26.95	10.87
债券	240.57	29.78	8.18	123.56	17.67	8.29
合计	807.82	100.00	8.01	699.23	100.00	7.93
指标	2018 年末			2017 年末		
	金额	占比	平均成本	金额	占比	平均成本
银行借款	302.02	52.12	7.07	268.06	50.60	6.83
非标融资	170.49	29.42	10.04	117.74	22.22	9.42
债券	106.91	18.45	7.08	144.00	27.18	7.02
合计	579.42	100.00	7.95	529.80	100.00	7.46

数据来源：根据公司提供资料整理

从筹资性现金流入来源来看，公司主要通过债权融资，渠道以银行借款、非标融资和发行债券为主。2017~2019 年末，银行借款余额逐年增长，融资占比逐



年小幅上升，保持在 50%以上，融资成本有所波动；银行授信规模逐年增长，截至 2020 年 9 月末，银行授信总额为 1,702.45 亿元，较 2019 年末增长 8.87%，其中未使用的授信余额为 1,320.38 亿元；非标融资主要是通过信托、委托贷款等形式取得的借款，规模逐年增长，融资占比波动上升，同时受房地产企业融资趋紧影响，融资成本逐年上升；债券融资余额有所波动，主要是受当期发行和偿还债券差额影响，融资占比逐年下降，融资成本逐年增长，其中 2019 年末同比增加 1.21 个百分点，主要是由于公司当期发行多期美元债，合计募集资金 5.00 亿美元，票面利率为 10.875%，融资成本较高。

2020 年 9 月末，公司银行借款和非标融资规模较 2019 年末较为稳定，受当期发行债券规模较大影响，债券融资规模大幅上升，且占比超过非标融资，平均成本较 2019 年末略有上升。

此外，公司为 A 股上市公司，具备更多直接融资便利性。2017 年以来，公司总市值波动较大，截至 2020 年末，公司总市值为 333.74 亿元，同比下降 15.80%；截至 2021 年 1 月 9 日，控股股东中南城建累计质押公司股份占其持有总额的 56.44%，质押比例较高。整体来看，公司融资渠道以债权融资为主，对非标融资依赖性较强，在一定程度上拉升了公司整体融资成本。



图 3 2017 年以来公司总市值波动情况（单位：亿元）

数据来源：Wind

4、外部支持

政府每年给予公司一定比例的财政扶持，例如总部基地土地出让金补助、烟台磁山风景区开发补贴等，2017~2019 年，公司获计入其他收益的政府补助分别为 0.37 亿元、1.36 亿元和 0.99 亿元，规模较小。总体来看，公司获得的外部支持在偿债来源构成中占比很小，对偿债来源贡献有限。



5、可变现资产

公司资产规模持续增长,存货占比较高,且 2019 年存货跌价计提规模较大;其他应收款中关联方占比很高,对资金形成一定占用且部分账龄较长,存在一定的回收风险;长期应收款快速增长且规模较大,对资金形成一定占用;受限资产规模较大,对后续融资产生一定影响。

2017~2019 年末,随着房地产项目开发建设,公司资产规模保持增长,以流动资产为主。截至 2020 年 9 月末,公司总资产为 3,406.14 亿元,较 2019 年末增长 17.22%;结构仍以流动资产为主,占比为 86.50%。

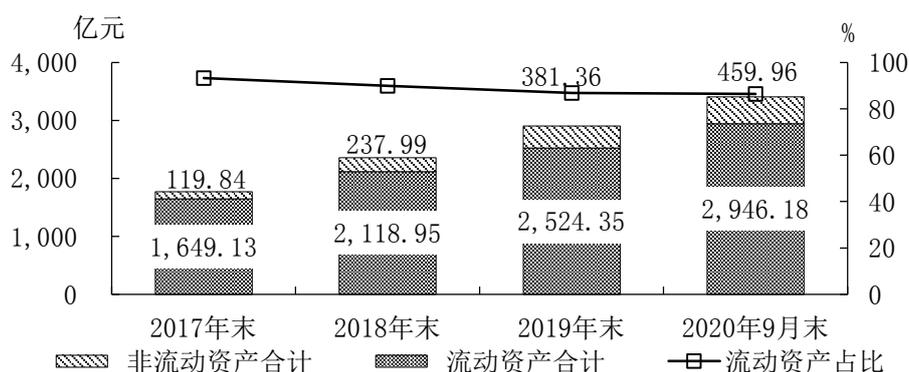


图 4 2017~2019 年末及 2020 年 9 月末公司资产结构

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金等构成。2017~2019 年末,公司存货分别为 1,109.85 亿元、1,350.03 亿元和 1,655.87 亿元,主要包括以开发成本、开发产品为主的房地产业务存货和以原材料、建造合同形成的已完工未结算为主的建筑业务存货等,随着房地产业务开发成本增长而逐年增长,其中 2019 年末主要由开发成本 1,461.38 亿元、开发产品 81.20 亿元、建造合同形成的已完工未结算资产 99.86 亿元和原材料 9.39 亿元构成,期末计提存货跌价准备 3.37 亿元,主要是对开发成本计提。同期,其他应收款分别为 154.58 亿元、285.56 亿元和 298.43 亿元,主要由各类保证金、押金、合作方款项以及合并范围外关联方款项构成,逐年增长,其中 2018 年末同比增加 130.97 亿元,主要是受房地产业务扩大影响,公司支付的各项土地保证金、押金及帮助关联方代缴代扣款项以及往来款均大幅增加所致;2019 年末同比变化不大,主要由合并范围外关联方款项 192.53 亿元、合作方款项 32.12 亿元、保证金及押金 30.00 亿元构成,关联方占款规模较大,对资金形成一定占用,从账龄来看,一年以内占比 54.94%,1~2 年占比 26.33%,2 年以上占比 18.73%,部分款项账龄较长,



存在一定的回收风险，期末计提坏账准备¹⁴6.40 亿元，其中 94.51%的其他应收款处于第一阶段，计提坏账准备 1.38 亿元，处于第二阶段其他应收款计提坏账准备 4.52 亿元，计提比例为 27.93%，处于第三阶段其他应收款计提坏账准备 0.50 亿元，计提比例为 100.00%，按对象归集的前五名其他应收款合计 42.62 亿元，占其他应收款比例 14.31%，集中度一般，主要为关联方往来款及并表项目公司应收非关联合作方土地款和前期建设支出等款项。

表12 截至2019年末公司按欠款方归集前五名的其他应收款情况（单位：亿元、%）

单位名称	关联关系	金额	款项性质	占比
南京锦安中垠房地产开发有限公司	是	9.65	往来款	3.24
山东省鲁商置业有限公司	否	9.53	往来款	3.20
南通华璞置业有限公司	否	8.05	往来款	2.70
海门锦融房地产开发有限公司	否	7.74	往来款	2.60
云南嘉卓房地产开发有限公司	否	7.65	往来款	2.57
合计	-	42.62	-	14.31

数据来源：根据公司提供资料整理

2017~2019 年末，公司货币资金分别为 142.70 亿元、204.17 亿元和 254.10 亿元，以银行存款和其他货币资金为主，逐年增长，其中 2018 年末同比增长 43.08%，主要是经营活动回款增加所致；2019 年末同比增长 24.45%，主要是借款和发行债券规模增加所致，其中受限货币资金 92.41 亿元，受限比例 36.37%，受限比例较高。同期，应收账款分别为 73.32 亿元、85.65 亿元和 117.32 亿元，主要为建筑业务应收工程款、质保金等项目，逐年增长，其中 2019 年末同比增长 36.99%，主要是建筑业务规模扩大所致，从账龄组合来看，账龄在一年以内占比 62.93%，1~2 年占比 16.09%，2 年以上占比 19.17%，期末提坏账准备 12.23 亿元，按欠款方归集的期末余额前五名合计 22.78 亿元，占应收账款比例为 17.59%，集中度一般，相应计提坏账准备 1.29 亿元。

¹⁴ 公司按组合坏账计提按照违约风险敞口和未来 12 个月内或整个存续期预期信用损失率，计算预期信用损失来确定坏账计提比例。处于第一阶段的应收政府机关款、应收合作方款项和应收合并范围外关联方款项按照未来 12 个月内的预期信用损失率 0.03%计提坏账准备；处于第二阶段和第三个阶段按照整个存续期预期信用损失率。

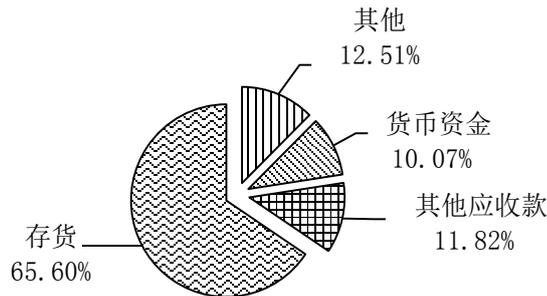


图 5 截至 2019 年末公司流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 9 月末，公司存货为 1,798.42 亿元，较 2019 年末增长 8.61%，存货集中分布的前五大城市为杭州、南通、成都、南京、常熟，合计占比 25.69%；其他应收款为 368.31 亿元，较 2019 年末增长 23.42%，主要是合作项目投入增多，关联方往来增加所致，其中关联方占款 225.12 亿元，合作方款项 65.77 亿元，规模仍较大，按对象归集的前五名其他应收款合计 64.54 亿元，占其他应收款比例 17.53%，集中度一般；货币资金为 299.02 亿元，较 2019 年末增长 17.68%，主要是筹资活动收到现金增加所致；流动资产其余主要科目较 2019 年末均变化不大。

表 13 截至 2020 年 9 月末公司按欠款方归集前五名的其他应收款情况（单位：亿元、%）

单位名称	关联关系	金额	款项性质	占比
南京市启洲房地产开发有限公司	是	25.70	往来款	6.98
重庆南唐府房地产开发有限公司	是	12.24	往来款	3.32
南京锦安中垠房地产开发有限公司	是	10.41	往来款	2.83
海门市瑞德酒店管理有限公司	否	8.46	往来款	2.30
海门锦融房地产开发有限公司	是	7.74	往来款	2.10
合计	-	64.54	-	17.53

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动资产主要由长期股权投资、长期应收款、投资性房地产、固定资产和递延所得税资产等构成。2017~2019 年末，长期股权投资分别为 15.30 亿元、68.93 亿元和 134.86 亿元，主要为对联营企业和合营企业投资，逐年大幅增长，主要是受土地市场供给影响，为控制成本，公司新增联营和合营项目较多所致¹⁵。同期，长期应收款分别为 0.10 亿元、65.08 亿元和 131.05 亿元，主要

¹⁵ 2018 年以来，公司新增合营、联营项目较多，从控制程度来看，约 40%项目由公司单独操盘，约 40%项目属于共同操盘，剩余 20%主要由其他公司操盘。对单独操盘的项目由公司单独负责整体运营、操作，项目管控力度较强；共同操盘的项目一般分成财务、融资、运营、工程等各条线，公司负责二分之一到三分之一的条线的工作，管控能力次之；由其他公司操盘的项目，公司一般股权占比较小，仅负责一两个条线的管理；纯财务投资的项目较少，仅有 2~3 个项目。资金管控方面，合联营项目的资金受公司总部的财务部、资金部和融资部的约束。



为融资租赁款保证金和 PPP 项目款，逐年快速增长，其中 2018 年末同比增加 64.98 亿元，主要是新增应收 PPP 项目款 65.06 亿元；2019 年末同比增加 65.97 亿元，主要是应收 PPP 项目款增加所致，按欠款方归集前五名长期应收款合计 78.47 亿元，占比 59.88%，集中度较高。

表14 截至2019年末公司按欠款方归集前五名的长期应收款情况（单位：亿元、%）

单位名称	关联关系	金额	款项性质	占比
慈溪市环杭州湾创新中心	否	26.00	PPP 项目应收政府款项	19.84
日照高新发展集团有限公司	否	15.90	PPP 项目应收政府款项	12.13
慈溪市新城河建设投资有限公司	否	15.85	PPP 项目应收政府款项	12.09
徐州双楼物流园区投资发展有限	否	13.65	PPP 项目应收政府款项	10.41
荣成市城市发展投资有限公司	否	7.07	PPP 项目应收政府款项	5.40
合计	-	78.47	-	59.88

数据来源：根据公司提供资料整理

2017~2019 年末，公司投资性房地产分别为 41.13 亿元、42.10 亿元和 44.19 亿元，主要是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，逐年小幅增长。同期，固定资产分别为 31.99 亿元、30.69 亿元和 32.67 亿元，主要为房屋建筑物、机械设备、运输工具，小幅波动，其中 2019 年末主要由房屋及建筑物 30.71 亿元和机器设备 0.79 亿元构成，其中未办妥产权证书的固定资产 2.09 亿元。同期，递延所得税资产分别为 11.04 亿元、15.29 亿元和 21.35 亿元，逐年增长，其中 2018 年末及 2019 年末同比分别增长 38.52%和 39.66%，主要是当期资产减值准备和可抵扣亏损增加所致。

2020 年 9 月末，公司长期股权投资为 202.56 亿元，较 2019 年末大幅增长 50.20%，主要是公司增加对合联营地产项目公司的投资所致；其余非流动资产主要科目均较 2019 年末变化不大。

2017~2019 年，公司存货周转天数分别为 1,306.58 天、1,372.32 天和 904.76 天，有所波动，其中 2019 年存货周转效率有所提升；应收账款周转天数分别为 81.54 天、71.34 天和 50.86 天，有所波动。2020 年 1~9 月，存货周转天数和应收账款周转天数分别为 1,245.20 天和 70.16 天。

截至 2020 年 9 月末，公司受限资产 1,040.22 亿元，占总资产比重 30.54%，占净资产的比例为 278.06%，其中受限货币资金 87.28 亿元，应收款项质押 7.42 亿元，存货抵押 763.01 亿元，投资性房地产抵押 43.34 亿元，长期应收款质押 115.46 亿元，固定资产抵押 23.48 亿元，无形资产质押 0.23 亿元，受限资产主要作为保证金或借款抵质押物。另外，公司质押子公司股权合计 22.36 亿元，质押合营联营企业股权合计 20.05 亿元。整体来看，公司受限资产规模较大且占比较高，对后续融资产生一定影响。



总体看，2017 年以来，公司利润规模逐年增长；流动性偿债来源以盈利、经营性净现金流和债务收入为主；清偿性偿债来源为可变现资产，受限资产规模较大，资产整体变现能力一般。

公司流动性偿债来源以盈利、经营性净现金流和债务收入为主。2017 年以来，公司利润总额逐年增长；2018 年以来，经营性现金流由过往净流出转为净流入，但净流入规模不稳定；债务收入以银行借款、非标融资和发行债券为主，且公司具备直接融资渠道。公司清偿性偿债来源为可变现资产，资产中存货占比较高，且受限资产规模较大，整体变现能力一般。

（二）债务及资本结构

2017 年以来，随着房地产开发对资金需求的增长，公司负债规模持续增长，且资产负债率持续处于很高水平；总有息债务持续增长且规模较大，短期有息债务快速增长，存在较大的中短期偿付压力。

2017~2019 年末，随着项目的增加和开发建设的推进，公司负债规模持续增长，资产负债率有所波动，但基本保持在 90% 左右，持续处于很高水平；结构以流动负债为主，占比逐年上升。截至 2020 年 9 月末，公司负债总额为 3,032.04 亿元，较 2019 年末增长 14.96%，流动负债占比为 81.55%。

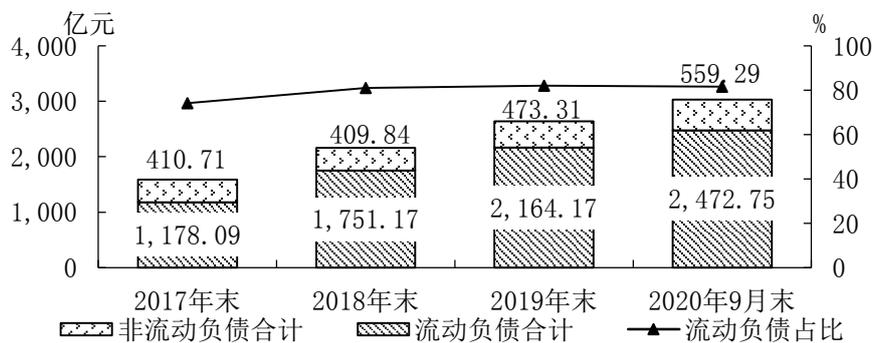


图 6 2017~2019 年末及 2020 年 9 月末公司负债结构情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由预收款项、其他应付款、应付账款、短期借款、一年内到期的非流动负债和应付票据等构成。2017~2019 年末，公司预收款项分别为 684.35 亿元、1,101.20 亿元和 1,233.59 亿元，主要为预付房款，逐年增长，主要是签约销售快速增长，预付房款逐年增长所致。同期，其他应付款分别为 167.87 亿元、170.04 亿元和 268.34 亿元，以往来款为主，应付利息和应付股利规模较小，逐年增长，其中 2019 年末同比大幅增加 98.30 亿元，主要是当期非并表地产项目增加，项目公司成立前，应付合作方的土地款和前期建设支出增加所致，账龄集中在一年以内。同期，应付账款分别为 119.41 亿元、160.05 亿元和 237.91 亿元，逐年增长，主要是公司经营规模的扩大，相关项目应付的工程



款相应增长所致。同期，短期借款分别为 71.93 亿元、106.87 亿元和 130.82 亿元，逐年增长，主要是公司根据融资需要相应增加借款规模所致，其中 2018 年末同比增长 48.57%，主要是信用借款和抵押借款增长所致；2019 年末主要由质押借款 30.63 亿元、抵押借款 60.54 亿元、保证借款 18.99 亿元、保理借款 11.28 亿元和信用借款 9.39 亿元构成，同比增长 22.41%，主要是抵押、质押和保理借款增加所致，其中信用借款同比减少 11.12 亿元。同期，一年内到期的非流动负债分别为 59.36 亿元、73.27 亿元和 111.32 亿元，逐年增长，主要是受当期一年内到期的长期借款和应付债券转入影响，其中 2019 年末由一年内到期的长期借款 86.70 亿元、一年内到期的应付债券 23.17 亿元和一年内到期的长期应付款 1.45 亿元构成。同期，应付票据分别为 41.55 亿元、91.66 亿元和 109.99 亿元，随着业务规模扩大而逐年增长，其中 2019 年末由商业承兑汇票 32.64 亿元和银行承兑汇票 75.35 亿元构成。

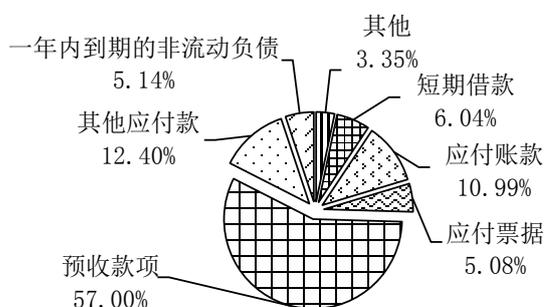


图 7 截至 2019 年末公司流动负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 9 月末，公司其他应付款为 412.07 亿元，较 2019 年末增长 53.56%，主要是合联营项目公司增加导致应付合作款项增加；短期借款为 168.04 亿元，较 2019 年末增长 28.45%，主要是公司根据经营需求，增加借款所致；一年内到期的非流动负债为 91.58 亿元，较 2019 年末下降 17.74%，主要是公司偿还到期债务所致；流动负债其余主要科目较 2019 年末均变化不大。

公司非流动负债由长期借款和应付债券等构成。2017~2019 年末，公司长期借款分别为 266.96 亿元、301.27 亿元和 360.06 亿元，由抵押借款、质押借款和保证借款构成，逐年增长，主要是随着项目不断拓展，公司融资需求增加所致。同期，应付债券分别为 131.55 亿元、98.01 亿元和 103.56 亿元，有所波动，其中 2018 年末同比下降 25.50%，主要是当期债券偿还量较发行量较多所致。2020 年 9 月末，公司应付债券为 202.39 亿元，较 2019 年末大幅增加 98.83 亿元，主要是由于公司新发行“20 中南 01”等 8 笔债券，合计募集资金 101.95 亿元；非流动负债其余主要科目较 2019 年末均变化不大。

2017 年以来，公司总有息债务逐年增长，在总负债中占比逐年下降；结构以



长期有息债务为主，短期有息债务增长较快。截至 2020 年 9 月末，公司总有息债务为 916.72 亿元，较 2019 年末增长 12.36%，仍以长期有息债务为主，且长期有息债务占比较 2019 年末上升 2.96 个百分点。

表 15 2017~2019 年末及 2020 年 9 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年 9 月末	2019 年末	2018 年末	2017 年末
短期有息债务	368.51	352.14	271.79	172.84
长期有息债务	548.21	463.78	401.09	404.61
总有息债务	916.72	815.92	672.88	577.45
短期有息债务占总总有息债务比重	40.20	43.16	40.39	29.93
总有息债务占总负债比重	30.23	30.94	31.14	36.35

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2020 年 9 月末，公司一年以内的有息债务占比 40.20%，较 2019 年末增长 4.65%，规模仍较大；长期有息债务主要集中在未来 1~3 年到期，未来三年内到期的有息债务合计占比为 76.04%，存在较大的中短期偿付压力。

表 16 截至 2020 年 9 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

期限	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]年	>5 年	合计
金额	368.51	181.29	147.23	50.18	12.41	157.10	916.72
占比	40.20	19.78	16.06	5.47	1.35	17.14	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司存续债券规模较大且在未来一年内到期较为集中，存在一定的集中兑付压力。

截至 2021 年 1 月 8 日，公司及其子公司人民币存续债券合计 177.60 亿元¹⁶，规模较大，假设所有附有回售选择权债券到期回售，其中一年以内到期债券合计 105.59 亿元，存在一定的集中兑付压力。另外，公司海外债存续规模为 7.00 亿美元，假设所有附有回售选择权债券到期回售，均将在 1 年内到期。

公司对外担保多为对联合营项目公司担保，担保金额较大，存在一定的或有风险；未决诉讼标的金额较大，或对公司利润产生一定影响。

对外担保方面，截至 2020 年 6 月末，公司对外担保余额为 126.58 亿元（见附件 2-4），担保比率为 37.26%，担保金额较大，存在一定的或有风险。对外担保大部分为对联合营项目公司以及参股公司提供的担保，且均有反担保措施，但一旦项目未能按照预期实现资金回笼，公司可能承担代偿义务，存在一定或有风险。同期，公司为商品房承购人的按揭贷款提供担保的余额为 624.80 亿元。

未决诉讼方面，截至 2020 年 9 月末，公司作为原告重大诉讼案件共 4 起，标的金额合计 21.39 亿元，其中有 3 起均涉及青岛市李沧区人民政府，分别为与

¹⁶ 详见附件 2-3。



其管辖区内湘潭路街道办事处大枣园社区居民委员会 2 起和南岭社区居民委员会 1 起合同纠纷，标的金额分别为 15.10 亿元和 6.09 亿元，目前处于一审重审阶段；公司与南通麒麟建筑安装工程有限公司、海门大生建设工程有限公司、沈卫祥的合同纠纷案标的金额 0.20 亿元，目前处于一审重审阶段。同期，公司作为被告重大诉讼案件共 1 起，标的金额合计 0.20 亿元，为张文华因建设工程施工合同纠纷起诉中南建筑，上述案件处于一审重审阶段。截至 2020 年 9 月 30 日，公司除上述有关诉讼外，不存在其他重大诉讼、仲裁事项，公司及控股子公司其他小额诉讼仲裁事项 1,254 件，平均标的金额约 130 万元。公司未决诉讼标的金额较大，或对公司利润产生一定影响。

2017 年以来，随着未分配利润和少数股东权益的增长，公司所有者权益规模持续增长；未分配利润和少数股东权益占比较高，且少数股东权益增长较快，权益稳定性一般。

2017~2019 年末，公司所有者权益分别为 180.16 亿元、195.93 亿元和 268.23 亿元，逐年增长，主要是未分配利润和少数股东权益增长所致。公司股本分别为 37.10 亿元、37.10 亿元和 37.57 亿元，其中 2019 年末同比微增，主要是公司 2018 年股票期权激励计划到行权期，部分持有人行权所致；资本公积分别为 26.46 亿元、24.74 亿元和 28.23 亿元，有所波动，其中 2018 年末同比减少 1.72 亿元，主要是由于子公司发生未丧失控制权的股权变动，相应调整减少资本公积股本溢价 2.32 亿元；2019 年末同比增加 3.49 亿元，主要是公司因激励对象行权增资，相应调整增加资本公积股本溢价 2.80 亿元以及相应形成股权激励费用，相应增加其他资本公积 1.31 亿元；盈余公积分别为 3.25 亿元、6.86 亿元和 7.23 亿元，逐年增长，主要是公司每年按照净利润的 10%提取法定盈余公积金所致；其他综合收益分别为 11.81 亿元、11.62 亿元和 11.62 亿元，小幅波动；未分配利润分别为 76.09 亿元、93.67 亿元和 129.74 亿元，随着利润的结转逐年增加，在所有权益中占比较高；少数股东权益分别为 25.46 亿元、21.95 亿元和 53.83 亿元，波动较大，其中 2018 年末同比减少 3.51 亿元，主要是公司受让控股股东持有的公司并表项目公司的少数股权所致；2019 年末同比大幅增加 31.88 亿元，主要是并表合作项目公司增加所致。

2020 年 9 月末，公司所有者权益 374.09 亿元，较 2019 年末增长 39.47%，主要是未分配利润和少数股东权益增长所致；股本和资本公积分别为 37.91 亿元和 32.71 亿元，较 2019 年末均有所增长，主要是部分持有人股票期权激励行权所致；未分配利润为 156.00 亿元，较 2019 年末增长 20.40%；少数股东权益为 128.54 亿元，较 2019 年末大幅增加 74.70 亿元，主要是当期公司对合作项目争取并表权，并表合作项目增加所致。



公司利润规模逐年增长，但公司债务规模较大，导致利息支出规模较大，在一定程度上侵蚀了公司的利润空间；流动性偿债来源以盈利、经营性净现金流和债务收入为主，流动性还本付息能力一般；资产中存货占比较高，受限资产规模较大，清偿性还本付息能力一般。

2017~2019 年，公司利润规模逐年增长，EBITDA 利息保障倍数逐年增长，分别为 0.46 倍、0.81 倍和 1.14 倍，但整体来看，公司债务规模较大，导致利息支出规模较大，在一定程度上侵蚀了公司的利润空间。

公司流动性偿债来源以盈利、经营性净现金流和债务收入为主；2017~2019 年末，公司货币资金规模逐年增长，但受限规模较大，非受限货币资金未能对短期有息债务形成完全覆盖；2017 年以来，公司利润总额逐年增长；2018 年以来，经营性现金流由净流出转为持续净流入，但净流入规模不稳定，对债务和利息保障的稳定性较弱；融资渠道以银行借款、非标融资和发行债券为主，未使用银行授信余额规模较大，且具备直接融资渠道；此外，2017~2019 年末，公司流动比率分别为 1.40 倍、1.21 倍和 1.17 倍，速动比率分别为 0.46 倍、0.44 倍、0.40 倍，均逐年下降。整体来看，流动性还本付息能力一般。

公司资产中存货占比较高，且受限资产规模较大，整体变现能力一般。2017~2019 年末，公司资产负债率分别为 89.82%、91.69%和 90.77%，扣除预收款项后的资产负债率¹⁷分别为 83.39%、84.40%和 83.96%，均持续处于高位；债务资本比率分别为 76.22%、77.45%和 75.26%，有所波动。整体来看，公司清偿性偿债能力一般。

偿债能力

公司主营房地产开发和建筑施工业务，房地产项目开发经验丰富，行业地位提升较快，2017 年以来，签约销售规模持续增长，能够为后续业绩的增长提供支撑；土地储备较为充足，为后续经营提供了保障；公司具有施工总承包特级资质和工程设计建筑行业甲级资质，施工能力较强，且在手项目充足，为未来经营提供良好保障；但公司销售区域和土地储备中江苏省占比较高，且三、四线土地储备占比较高，未来开发项目可能存在一定去化压力；在建及拟建房地产项目和在建 PPP 项目投资金额较大，存在一定的资金支出压力；其他应收款和长期应收款规模较大，且其他应收款中关联方占比很高，均对资金形成一定占用；受限资产规模较大，对后续融资产生一定影响；资产负债率持续处于很高水平，且有息债务逐年增长且规模较大，存在较大的中短期偿付压力；对外担保规模较大，存在一定的或有风险。

¹⁷ 扣除预收款项后的资产负债率=（期末总负债-预收款项）/（期末总资产-预收款项）。



综合来看，公司的抗风险能力很强，偿债能力很强。本次债券到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1~2 年，公司房地产业务和建筑施工业务将保持平稳发展。因此，大公对中南建设评级展望为稳定。



跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对江苏中南建设集团股份有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内，且不晚于发债主体每一会计年度结束之日起六个月出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会上会评审、出具评级报告、公告等程序进行。

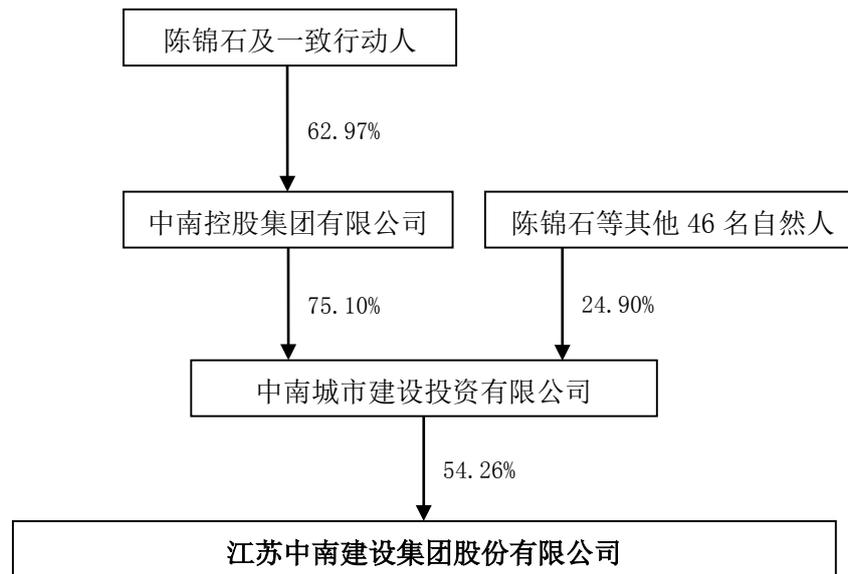
大公的定期和不定期跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布评级报告所公布的信用等级暂时失效直至发债主体提供所需评级资料。



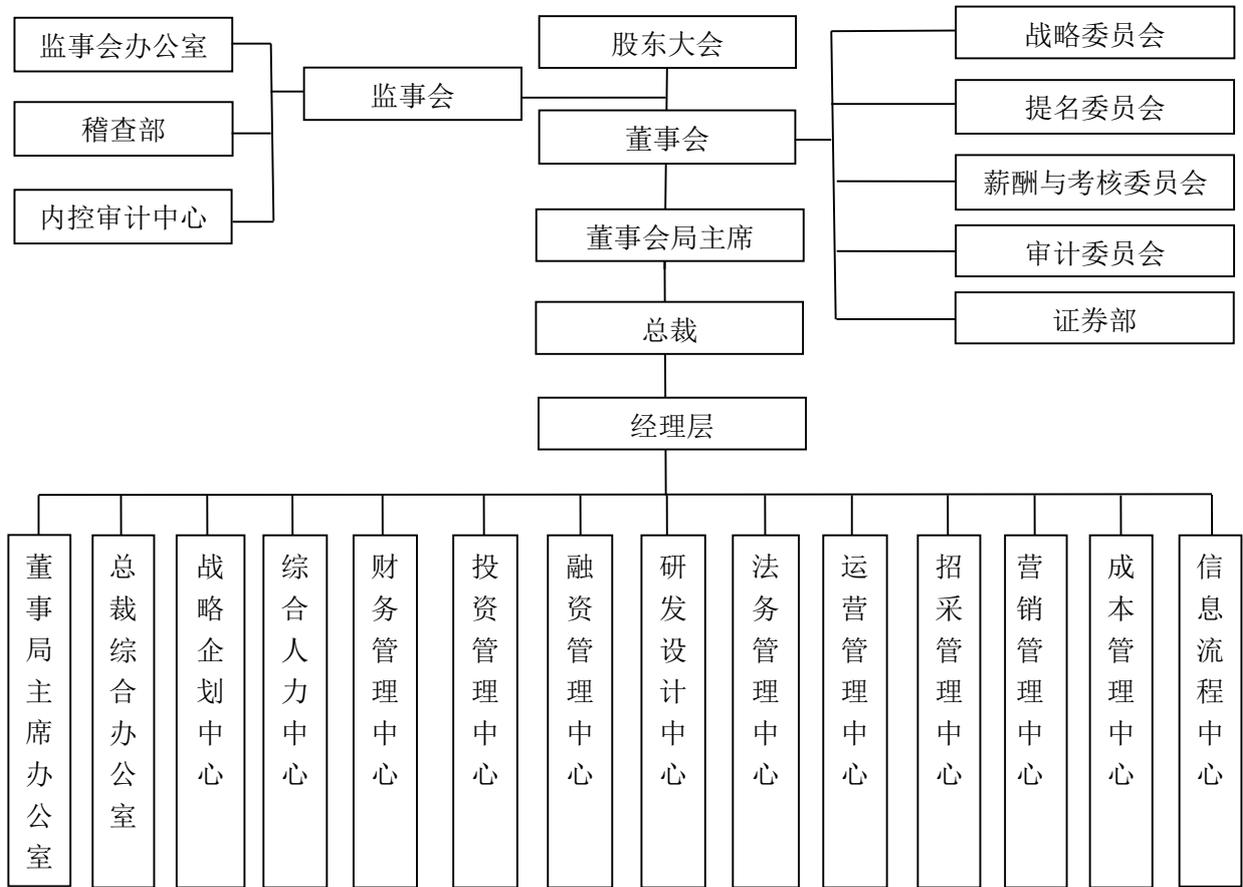
附件 1 公司治理

1-1 截至 2020 年 9 月末江苏中南建设集团股份有限公司股权结构图





1-2 截至 2020 年 9 月末江苏中南建设集团股份有限公司组织结构图





附件 2 经营指标

2-1 截至 2020 年 9 月末江苏中南建设集团股份有限公司土地储备情况

（单位：%、万平方米）

省份	土地储备	权益土地储备
江苏省	1,403.90	832.58
浙江省	736.13	386.42
山东省	651.42	520.97
陕西省	230.96	175.19
河南省	162.29	79.81
云南省	143.90	75.82
广东省	131.14	108.10
河北省	119.22	94.45
广西省	117.71	88.47
四川省	116.23	96.33
安徽省	104.48	104.48
贵州省	101.91	70.67
福建省	83.82	57.63
重庆	75.83	52.15
辽宁省	59.11	30.37
海南省	56.15	56.15
湖南省	49.39	40.07
湖北省	34.18	32.78
天津	24.56	15.87
上海	14.00	7.32
北京	12.87	12.87
合 计	4,429.21	2,938.51

数据来源：根据公司提供资料整理



2-2 截至 2020 年 9 月末江苏中南建设集团股份有限公司在手 PPP 项目情况

(单位：%、亿元)

序号	项目名称	权益占比	总投资	已投金额	回款金额	建设周期 ¹⁸	后期运营年限(年)
1	浙江省温岭市看守所、拘留所迁建 PPP 项目	100.00	3.82	3.38	0.33	2016.10.17~ 2019.10.17	9
2	杭州大江东产业集聚区青西三路、河景路地下综合管廊工程	80.00	5.95	5.07	0.94	2018.11.25~ 2020.11.24	23
3	宁波大学科学技术学院迁建工程 PPP 项目	100.00	24.23	23.25	3.41	2017.12.08~ 2019.12.08	13
4	慈溪市新城河区块一期改造 PPP 项目	85.00	11.89	11.01	1.77	2017.03.27~ 2020.03.26	12
5	徐州双楼物流园区搬迁安置一期 PPP 项目	89.30	17.20	14.53	0.34	2017.07.24~ 2020.07.23	10
6	兴化市中医院南亭路分院一期 PPP 项目	40.00	7.51	6.77	1.05	2018.03.27~ 2020.03.26	13
7	滨海县医疗卫生机构迁建工程 PPP 项目	95.00	24.04	11.96	-	2019.06.13~ 2022.06.12	17
8	江苏省兴化市新区高级中学 PPP 项目	81.00	8.72	7.75	-	2019.03.01~ 2021.02.28	13
9	山东省济宁市中西医结合医院任城区老年护养院 PPP 项目	95.00	6.32	6.17	0.78	2018.01.04~ 2020.01.04	20
10	日照科技创新中心 PPP 项目	80.00	14.78	14.43	2.01	2018.01.04~ 2020.01.04	13
11	滕州市公共服务设施综合馆	87.30	6.36	3.28	0.21	2018.11.05~ 2020.11.05	18
12	东昌府区凤凰工业园市政基础设施建设 PPP 项目	95.00	11.38	6.55	-	2019.01.13~ 2021.01.13	23
13	荣成市城区文体教育基础设施项目	95.00	9.87	9.57	-	2018.01.13~ 2021.01.12	10
14	霍山市体育中心&霍山中学建设 PPP 项目	90.00	6.92	6.43	1.17	2017.12.08~ 2020.12.07	15
15	亳州市第二人民医院 PPP 项目	87.02	10.07	8.00	-	2018.11.08~ 2021.11.08	27
16	淮北南部次中心起步区基础设施 PPP 项目	90.00	24.72	8.64	-	2019.02.15~ 2022.02.15	18
17	三亚市海绵城市试点区域 PPP 项目	75.00	36.89	19.41	-	2019.05.12~ 2022.05.11	20

¹⁸ 建设周期中完工时间为预计日期。



2-2 截至 2020 年 9 月末江苏中南建设集团股份有限公司在建 PPP 项目情况 (续)

(单位: %、亿元)

序号	项目名称	权益占比	总投资	已投金额	回款金额	建设周期 ¹⁹	后期运营年限(年)
18	深州市恒信路地下综合管廊 PPP 项目	98.00	3.82	3.06	0.55	2018.07.17~ 2020.07.16	13
19	邯山经济开发区基础设施 PPP 项目	90.00	6.68	2.41	-	2020.01.08~ 2023.01.08	12
20	洛阳四河同治工程涧河治理工程	100.00	18.92	11.21	-	2019.08.30~ 2021.08.30	15
21	河南省郑州经开区黄商棚户区改造(4号地)	95.00	4.82	2.89	-	2019.07.03~ 2021.07.03	15
22	章贡区学校建设 PPP 项目	90.00	13.14	6.52	-	2019.12.12~ 2021.12.12	13
合计		-	278.07	192.29	12.56	-	-

数据来源: 根据公司提供资料整理

¹⁹ 建设周期中完工时间为预计日期。



2-3 截至2021年1月8日江苏中南建设集团股份有限公司及其子公司存续债券情况²⁰

(单位：亿元、年)

债券简称	发行规模	债券余额	期限	到期兑付日
19 中南建设 ABN001 优先	20.00 ²¹	9.92	2	2021.01.11
19 中南建设 ABN001 次	2.00	2.00	2	2021.01.11
16 中南 01	10.00	9.64	3+2	2021.01.22
18 苏中南建设 ZR001	10.00	10.00	3	2021.02.12
18 中南建设 MTN001	10.00	10.00	3+N	2021.04.24
20 中南建设 SCP001	6.00	6.00	0.74	2021.05.22
16 中南 02	12.00	11.34	3+1+1	2021.07.27
16 中筑 01	10.00	10.00	3+2	2021.11.07
17 中南 02	5.00	2.89	2+2	2021.12.28
中南 20 优	20.00	20.00	1+1	2022.04.28
中南 20 次	2.00	2.00	1+1	2022.04.28
20 苏中南建设 ZR001	15.00	15.00	2	2022.05.18
17 中南 01	10.00	0.01	3+2	2022.12.14
19 中南 02	11.80	11.80	2+2	2023.06.27
19 中南 03	10.00	10.00	2+2	2023.11.22
20 中南 01	8.00	8.00	2+2	2024.03.06
20 中南建设 MTN001	12.00	12.00	2+2	2024.06.21
20 中南建设 MTN002	18.00	18.00	2+2	2024.08.26
20 中南 02	9.00	9.00	3+2	2025.03.06
人民币债券合计	200.80	177.60	-	-
国泰君安高级无抵押定息美元债券	3.50 亿美元	3.50 亿美元	2+1	2022.06.18
国泰君安高级无抵押定息美元债券	0.50 亿美元	0.50 亿美元	2+1	2022.06.18
国泰君安高级无抵押定息美元债券	1.00 亿美元	1.00 亿美元	2+1	2022.06.18
Project Ingenuity III	2.00 亿美元	2.00 亿美元	1	2021.08.02
美元债合计	7.00 亿美元	7.00 亿美元	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

²⁰ “19 中南建设 ABN001 优先” 和 “19 中南建设 ABN001 次” 已于 2020 年 1 月 11 日完成兑付。



2-4 截至 2020 年 6 月末江苏中南建设集团股份有限公司对外担保情况

(单位: 亿元)

被担保企业	担保 余额	担保期限	担保方式
重庆金南盛唐房地产开发有限公司	0.60	2020.06.29~2023.06.29	连带责任保证
重庆西联锦房地产开发有限公司	0.28	2019.12.21~2022.06.20	连带责任保证
沈阳金科骏达房地产开发有限公司	0.69	2019.03.28~2022.03.27	连带责任保证
沈阳中南屹盛房地产开发有限公司	4.46	2019.04.02~2022.04.01	连带责任保证
佛山雅旭房地产开发有限公司	2.60	2019.12.21~2022.12.20	连带责任保证
佛山昱辰房地产开发有限公司	0.88	2019.03.30~2022.03.29	连带责任保证
梅州中南昱晟房地产开发有限公司	1.00	2019.12.10~2022.12.09	连带责任保证
金华骏远置业有限公司	0.53	2019.12.21~2022.12.20	连带责任保证
湖州锦驭置业有限公司	6.05	2020.03.19~2023.03.19	连带责任保证
嘉兴市嘉南置业有限公司	3.92	2018.05.24~2021.05.23	连带责任保证
绍兴锦嘉置业有限公司	1.01	2019.11.23~2022.11.22	连带责任保证
邹城市锦尚置业有限公司	1.00	2020.03.26~2023.03.26	连带责任保证
南京锦安中垠房地产开发有限公司	1.89	2019.10.15~2022.10.14	连带责任保证
	2.12	2016.08.25~2019.08.25 ²²	连带责任保证
扬州颐诚置业有限公司	1.50	2019.12.18~2022.12.17	连带责任保证
镇江恒润房地产开发有限公司	0.67	2019.12.21~2022.12.20	连带责任保证
镇江颐发房地产开发有限公司	0.29	2020.04.11~2023.04.11	连带责任保证
	0.43	2020.04.11~2022.04.11	连带责任保证
济宁锦琴房地产开发有限公司	3.00	2019.01.29~2021.01.28	连带责任保证
威海市星樾房地产开发有限公司	0.83	2019.12.10~2022.12.09	连带责任保证
潍坊市中南锦城房地产开发有限公司	2.00	2020.01.08~2023.01.07	连带责任保证
潍坊市中南锦悦房地产开发有限公司	5.00	2020.03.11~2023.03.11	连带责任保证
淄博锦城房地产开发有限公司	1.00 ²³	2019.03.28~2020.09.25	连带责任保证
淮安市和锦置业有限公司	2.09	2019.09.27~2022.09.26	连带责任保证
徐州锦熙房地产开发有限公司	3.18	2019.08.16~2022.08.15	连带责任保证
常熟冠城宏翔房地产有限公司	2.65 ²⁴	2017.12.01~2020.11.30	连带责任保证
张家港锦裕置地有限公司	2.59	2020.04.11~2023.04.11	连带责任保证
余姚锦好置业有限公司	2.65	2020.04.11~2023.04.11	连带责任保证
海门市海诚置业有限公司	9.00	2020.03.19~2023.03.19	连带责任保证
南通华璞置业有限公司	4.83	2020.03.19~2023.03.19	连带责任保证
如皋锦瑞置业有限公司	1.72	2020.01.11~2022.01.10	连带责任保证
如东港达置业有限公司	2.30	2020.05.06~2021.05.06	连带责任保证
西安莱兴置业有限公司	4.72	2019.10.26~2022.10.25	连带责任保证
许昌市昱恒房地产开发有限公司	4.80	2020.02.28~2022.02.27	连带责任保证

²² 已续保至 2020 年 8 月 25 日, 已到期, 不再续保。²³ 已到期, 不再续保。²⁴ 已到期, 不再续保。



2-4 截至 2020 年 6 月末江苏中南建设集团股份有限公司对外担保情况（续）

（单位：亿元）

被担保企业	担保 余额	担保期限	担保方式
湘潭长厦锦城房地产开发有限公司	2.82	2019.12.25~2021.12.24	连带责任保证
慈溪恒坤置业有限公司	0.11	2018.09.01~2021.08.31	连带责任保证
慈溪星坤置业有限公司	0.66	2019.11.23~2021.05.23	连带责任保证
宁波光凯房地产开发有限公司	0.97	2019.08.16~2021.08.15	连带责任保证
宁波杭州湾新区碧桂园房地产开发 有限公司	0.45	2019.04.18~2022.04.17	连带责任保证
	0.99	2019.08.23~2022.08.22	连带责任保证
	0.56	2019.11.23~2022.11.22	连带责任保证
	1.30	2020.03.04~2022.03.04	连带责任保证
宁波盛锐房地产开发有限公司	1.05	2020.04.11~2023.04.11	连带责任保证
宁波盛朗房地产开发有限公司	0.22	2020.04.11~2022.04.11	连带责任保证
绍兴垄越房地产开发有限公司	12.55	2019.08.26~2022.08.25	连带责任保证
绍兴世茂瑞盈置业有限公司	1.80	2019.12.10~2021.12.09	连带责任保证
诸暨璟铭房地产有限公司	3.50	2019.12.28~2021.06.27	连带责任保证
宁波奉化花祺置业有限公司	1.76	2020.03.04~2021.03.04	连带责任保证
	1.68	2020.06.18~2023.06.18	连带责任保证
乐清昌悦置业有限公司	0.38	2020.03.19~2023.03.19	连带责任保证
台州卓舜房地产开发有限公司	2.15	2019.05.09~2022.05.08	连带责任保证
	0.33	2019.07.26~2022.07.25	连带责任保证
	0.49	2020.03.19~2023.03.19	连带责任保证
南通港华置业有限公司	0.90	2019.08.02~2022.08.01	连带责任保证
太仓彤光房地产开发有限公司	2.00	2019.06.07~2022.06.06	连带责任保证
	0.72 ²⁵	2019.09.13~2020.09.12	连带责任保证
德清锦叶置业有限公司	2.45 ²⁶	2020.04.03~2021.01.01	连带责任保证
南通欣和置业有限公司	0.78 ²⁷	2020.05.21~2021.01.01	连带责任保证
阜南中南新路投资有限责任公司	0.70 ²⁸	2020.01.08~2021.01.01	连带责任保证
苏州中南中心投资建设有限公司	3.00 ²⁹	2019.09.27~2021.01.01	连带责任保证
合 计	126.58	-	-

²⁵ 已到期，不再续保。²⁶ 已到期，不再续保。²⁷ 已到期，不再续保。²⁸ 已到期，不再续保。²⁹ 已到期，不再续保。



附件 3 主要财务指标

3-1 江苏中南建设集团股份有限公司（合并）主要财务指标

(单位：万元)

项目	2020年1~9月 (未经审计)	2019年	2018年	2017年 (追溯调整)
资产类				
货币资金	2,990,228	2,540,974	2,041,692	1,426,994
应收票据	103,518	138,736	109,154	89,404
应收账款	1,209,792	1,173,239	856,456	733,153
预付款项	704,427	601,536	864,782	1,054,895
其他应收款	3,683,062	2,984,290	2,855,560	1,545,837
存货	17,984,226	16,558,681	13,500,259	11,098,542
流动资产合计	29,461,762	25,243,499	21,189,502	16,491,266
长期股权投资	2,025,636	1,348,619	689,343	153,033
长期应收款	1,385,402	1,310,470	650,811	1,000
投资性房地产	476,606	441,948	421,047	411,314
固定资产	313,188	326,688	306,889	319,935
在建工程	8,866	1,215	4,654	5,953
无形资产	64,179	66,742	59,940	60,172
递延所得税资产	214,481	213,494	152,870	110,356
非流动资产合计	4,599,599	3,813,559	2,379,907	1,198,369
资产总计	34,061,362	29,057,059	23,569,409	17,689,635
占总资产比 (%)				
货币资金	8.78	8.74	8.66	8.07
应收票据	0.30	0.48	0.46	0.51
应收账款	3.55	4.04	3.63	4.14
预付款项	2.07	2.07	3.67	5.96
其他应收款	10.81	10.27	12.12	8.74
存货	52.80	56.99	57.28	62.74
流动资产合计	86.50	86.88	89.90	93.23
长期股权投资	5.95	4.64	2.92	0.87
长期应收款	4.07	4.51	2.76	0.01
投资性房地产	1.40	1.52	1.79	2.33
固定资产	0.92	1.12	1.30	1.81
在建工程	0.03	0.00	0.02	0.03
无形资产	0.19	0.23	0.25	0.34
递延所得税资产	0.63	0.73	0.65	0.62
非流动资产合计	13.50	13.12	10.10	6.77



3-2 江苏中南建设集团股份有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2020年1~9月 (未经审计)	2019年	2018年	2017年 (追溯调整)
负债类				
短期借款	1,680,397	1,308,230	1,068,689	719,324
应付票据	1,088,897	1,099,927	916,589	415,522
应付账款	2,252,139	2,379,112	1,600,488	1,194,082
预收款项	12,666,973 ³⁰	12,335,924	11,012,024	6,843,478
其他应付款	4,120,706	2,683,413	1,700,385	1,678,718
一年内到期的非流动负债	915,799	1,113,244	732,659	593,584
其他流动负债	1,322,159	140,226	115,793	50,249
流动负债合计	24,727,479	21,641,667	17,511,692	11,780,925
长期借款	3,458,209	3,600,626	3,012,706	2,669,631
应付债券	2,023,929	1,035,613	980,108	1,315,506
非流动负债合计	5,505,167	4,636,249	4,072,814	4,694,743
负债合计	30,320,425	26,374,798	21,610,065	15,888,012
占总负债比 (%)				
短期借款	5.54	4.96	4.95	4.53
应付票据	3.59	4.17	4.24	2.62
应付账款	7.43	9.02	7.41	7.52
预收款项	41.78	46.77	50.96	43.07
其他应付款	13.59	10.17	7.87	10.57
一年内到期的非流动负债	3.02	4.22	3.39	3.74
其他流动负债	4.36	0.53	0.54	0.32
流动负债合计	81.55	82.05	81.03	74.15
长期借款	11.41	13.65	13.94	16.80
应付债券	6.68	3.93	4.54	8.28
非流动负债合计	18.45	17.95	18.97	25.85
权益类				
股本	379,100	375,685	370,979	370,979
其他综合收益	116,949	116,205	116,157	118,064
资本公积	327,148	282,294	247,395	264,584
盈余公积	72,336	72,336	68,584	32,544
未分配利润	1,560,029	1,297,406	936,719	760,869
归属于母公司所有者权益	2,455,562	2,143,926	1,739,833	1,547,039
少数股东权益	1,285,375	538,335	219,510	254,584
所有者权益合计	3,740,937	2,682,261	1,959,343	1,801,624

³⁰ 2020 年公司首次执行新收入准则、新租赁准则，该数据为 2020 年 9 月末合同负债数据，为方便对比仍放在预收款项中。



3-3 江苏中南建设集团股份有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2020年1~9月 (未经审计)	2019年	2018年	2017年 (追溯调整)
损益类				
营业收入	4,585,659	7,183,079	4,011,013	3,055,233
营业成本	3,745,027	5,980,150	3,226,488	2,550,239
税金及附加	120,616	187,829	145,362	154,576
销售费用	119,035	146,281	96,640	72,411
管理费用	202,664	321,623	239,057	176,812
财务费用	56,034	67,467	41,563	34,161
信用减值损失	29,443	47,939	-	-
资产减值损失	-	26,673	20,620	25,646
公允价值变动收益	248	5,097	5,325	3,532
投资收益	210,259	209,168	57,901	61,403
营业利润	528,955	630,928	315,642	116,283
营业外收支净额	-7,691	-15,422	-10,649	-12,921
利润总额	521,264	615,506	304,993	103,362
所得税费用	114,991	153,249	73,738	41,130
净利润	406,273	462,257	231,255	62,232
其中:归属于母公司所有者的净利润	368,453	416,309	219,310	68,731
占营业收入比 (%)				
营业成本	81.67	83.25	80.44	83.47
税金及附加	2.63	2.61	3.62	5.06
销售费用	2.60	2.04	2.41	2.37
管理费用	4.42	4.48	5.96	5.79
财务费用	1.22	0.94	1.04	1.12
资产减值损失	-	0.37	0.51	0.84
信用减值损失	0.64	0.67	-	-
公允价值变动收益	0.01	0.07	0.13	0.12
投资收益	4.59	2.91	1.44	2.01
营业利润	11.53	8.78	7.87	3.81
营业外收支净额	-0.17	-0.21	-0.27	-0.42
利润总额	11.37	8.57	7.60	3.38
所得税费用	2.51	2.13	1.84	1.35
净利润	8.86	6.44	5.77	2.04
其中:归属于母公司所有者的净利润	8.03	5.80	5.47	2.25
现金流量表				
经营活动产生的现金流量净额	71,407	819,633	1,943,158	-293,793
投资活动产生的现金流量净额	-840,899	-1,338,052	-1,264,985	-373,363
筹资活动产生的现金流量净额	1,271,154	805,862	-404,217	988,976



3-4 江苏中南建设集团股份有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2020年1~9月 (未经审计)	2019年	2018年	2017年 (追溯调整)
主要财务指标				
EBIT	650,169	686,890	350,695	130,755
EBITDA	-	747,910	392,879	158,976
总有息债务	9,167,232	8,159,153	6,728,813	5,774,504
毛利率(%)	18.33	16.75	19.56	16.53
营业利润率(%)	11.53	8.78	7.87	3.81
总资产报酬率(%)	1.91	2.36	1.49	0.74
净资产收益率(%)	10.86	17.23	11.80	3.45
资产负债率(%)	89.02	90.77	91.69	89.82
债务资本比率(%)	71.02	75.26	77.45	76.22
长期资产适合率(%)	202.93	194.45	254.54	493.06
流动比率(倍)	1.19	1.17	1.21	1.40
速动比率(倍)	0.46	0.40	0.44	0.46
保守速动比率(倍)	0.14	0.13	0.12	0.13
存货周转天数(天)	1,245.20	904.76	1,372.32	1,306.58
应收账款周转天数(天)	70.16	50.86	71.34	81.54
经营性净现金流/流动负债(%)	0.31	4.19	13.27	-3.14
经营性净现金流/总负债(%)	0.25	3.42	10.36	-2.26
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	0.12	1.24	3.99	-0.84
EBIT 利息保障倍数(倍)	1.08	1.04	0.72	0.38
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	1.14	0.81	0.46
现金比率(%)	13.36	12.44	11.68	12.12
现金回笼率(%)	150.47	109.50	224.94	169.14
担保比率(%)	- ³¹	40.49	26.50	16.69

³¹ 公司未提供 2020 年 9 月末对外担保情况。



附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数³² = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数³³ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 扣非净利润 = $\text{净利润} - \text{公允价值变动收益} - \text{投资收益} - \text{汇兑收益} - \text{资产处置收益} - \text{其他收益} - (\text{营业外收入} - \text{营业外支出})$

³² 前三季度取 270 天。

³³ 前三季度取 270 天。



23. 可变现资产= 总资产-在建工程-开发支出-商誉-长期待摊费用-递延所得税资产
24. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
25. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
27. 长期资产适合率（%）=（所有者权益 + 非流动负债）/非流动资产 × 100%



附件 5 公司债券及主体信用等级符号和定义

信用等级		定义
AAA		偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA		偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A		偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB		偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB		偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B		偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC		偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC		在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C		不能偿还债务。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公司债券及主体信用等级符号和定义相同；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。