

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2019]084 号

江苏中南建设集团股份有限公司：

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司及发行的“15 中南建设 MTN001”、“15 中南建设 MTN002”和“18 中南建设 MTN001”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持贵公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，同时维持“15 中南建设 MTN001”、“15 中南建设 MTN002”和“18 中南建设 MTN001”的信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年六月二十日



# 信用等级公告

东方金诚债跟踪评字 [2019]084 号

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对江苏中南建设集团股份有限公司及其发行的“15 中南建设 MTN001”、“15 中南建设 MTN002”和“18 中南建设 MTN001”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持江苏中南建设集团股份有限公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定；同时维持“15 中南建设 MTN001”、“15 中南建设 MTN002”和“18 中南建设 MTN001”信用等级为 AA+。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司  
二零一九年六月二十日



## 信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与江苏中南建设集团股份有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与江苏中南建设集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚房地产企业信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由江苏中南建设集团股份有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受江苏中南建设集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- “15 中南建设 MTN001”、“15 中南建设 MTN002”和“18 中南建设 MTN001”信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司  
2019年6月20日

# 江苏中南建设集团股份有限公司主体 及相关债项2019年度跟踪信用评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2019】084号

## 主体信用

跟踪评级结果 AA+ 评级展望 稳定

上次评级结果 AA+ 评级展望 稳定

## 存续债项列表

债项简称	额度(亿元)	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 中南建设 MTN001	12	2015.6.26-2020.6.26	AA+	AA+
15 中南建设 MTN002	24	2015.8.28-2020.8.28	AA+	AA+
18 中南建设 MTN001	10	2018.4.24-	AA+	AA+

注：“15 中南建设 MTN001”和“15 中南建设 MTN002”附第3年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权；“18 中南建设 MTN001”期限为3+N，依据发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

## 评级时间

2019年6月20日

## 上次评级时间

债项简称	上次评级时间
15 中南建设 MTN001	2018年6月26日
15 中南建设 MTN002	2018年6月26日
18 中南建设 MTN001	2018年6月26日

## 评级小组负责人

聂秋霞

## 评级小组成员

王伟

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层 100600

## 评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）认为，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”）房地产项目开发经验丰富，跟踪期内项目布局仍主要以江苏省为主的长三角地区，同时新进入重庆市、合肥市、南宁市等城市，项目布局进一步多元；2018年公司合同销售金额和合同销售面积均有所增长，结算收入和平均结算价格同比增长，毛利率有所回升；跟踪期内，公司在建和拟建项目充足，土地成本相对较低，为其房地产业务持续开展提供较好支撑；2018年，公司建筑施工业务收入及毛利润均有所提升，新签合同额保持增长，在手项目充足，为未来建筑施工业务的发展提供了较强保障；跟踪期内，公司合作开发项目规模进一步扩大，参股项目整体收益情况较好，对利润来源形成一定补充。

同时，东方金诚也关注到，公司房地产业务未来可售项目中部分位于三四线城市，面临一定销售去化压力；跟踪期内，公司在建和拟建房地产项目所需投资规模较大，在房地产市场政策调控背景下，未来面临一定的资金压力；跟踪期内，公司其他应收款显著增长且规模较大，存在资金占压，受限资产规模仍较大，对资产流动性和再融资能力形成不利影响；2018年以来，公司有息债务持续增加且规模较大，债务负担依然较重，部分债务将集中于2020年和2021年到期，面临集中偿付压力。

综合考虑，东方金诚维持中南建设主体信用等级为AA+，评级展望为稳定；并维持“15中南建设MTN001”、“15中南建设MTN002”和“18中南建设MTN001”信用等级为AA+。

## 主体信用

跟踪评级结果 AA+ 评级展望 稳定

上次评级结果 AA+ 评级展望 稳定

## 存续债项列表

债项简称	额度(亿元)	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 中南建设 MTN001	12	2015.6.26-2020.6.26	AA+	AA+
15 中南建设 MTN002	24	2015.8.28-2020.8.28	AA+	AA+
18 中南建设 MTN001	10	2018.4.24-	AA+	AA+

注：“15 中南建设 MTN001”和“15 中南建设 MTN002”附第 3 年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权；“18 中南建设 MTN001”期限为 3+N，依据发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

## 评级时间

2019 年 6 月 20 日

## 上次评级时间

债项简称	上次评级时间
15 中南建设 MTN001	2018 年 6 月 26 日
15 中南建设 MTN002	2018 年 6 月 26 日
18 中南建设 MTN001	2018 年 6 月 26 日

## 评级小组负责人

聂秋霞

## 评级小组成员

王 伟

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

## 主要数据和指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额(亿元)	1171.35	1768.96	2356.94	2400.87
所有者权益(亿元)	161.35	180.16	195.93	202.60
全部债务(亿元)	388.97	535.90	582.12	584.08
营业总收入(亿元)	344.40	305.52	401.10	84.71
利润总额(亿元)	5.73	10.34	30.50	7.68
EBITDA(亿元)	12.16	16.67	39.29	-
营业利润率(%)	10.19	11.47	15.94	21.38
净资产收益率(%)	2.23	3.45	11.80	-
资产负债率(%)	86.23	89.82	91.69	91.56
全部债务资本化比率(%)	70.68	74.84	74.82	74.25
流动比率(%)	157.68	139.98	121.00	124.63
全部债务/EBITDA(倍)	31.98	32.15	14.82	-
EBITDA 利息倍数(倍)	0.43	0.48	0.81	-

注：数据基于中南建设 2016 年~2018 年经审计的合并财务报告以及 2019 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。其中，2016 年、2017 年数据为追溯调整后数据。

## 主体信用

跟踪评级结果 AA+ 评级展望 稳定

上次评级结果 AA+ 评级展望 稳定

## 存续债项列表

债项简称	额度(亿元)	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 中南建设 MTN001	12	2015. 6. 26-2020. 6. 26	AA+	AA+
15 中南建设 MTN002	24	2015. 8. 28-2020. 8. 28	AA+	AA+
18 中南建设 MTN001	10	2018. 4. 24-	AA+	AA+

注：“15 中南建设 MTN001”和“15 中南建设 MTN002”附第 3 年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权；“18 中南建设 MTN001”期限为 3+N，依据发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

## 评级时间

2019 年 6 月 20 日

## 上次评级时间

债项简称	上次评级时间
15 中南建设 MTN001	2018 年 6 月 26 日
15 中南建设 MTN002	2018 年 6 月 26 日
18 中南建设 MTN001	2018 年 6 月 26 日

## 评级小组负责人

聂秋霞

## 评级小组成员

王 伟

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

## 优势

- 公司房地产项目开发经验丰富，跟踪期内项目布局仍主要在以江苏省为主的长三角地区，同时新进入重庆市、合肥市、南宁市等城市，项目布局进一步多元；
- 2018 年公司合同销售金额和合同销售面积均有所增长，结算收入和平均结算价格同比增长，毛利率有所回升；
- 跟踪期内，公司在建和拟建项目充足，土地成本相对较低，为其房地产业务持续开展提供较好支撑；
- 2018 年，公司建筑施工业务收入及毛利润均有所提升，新签合同额保持增长，在手项目充足，为未来建筑施工业务的发展提供了较强保障；
- 跟踪期内，公司合作开发项目规模进一步扩大，参股项目整体收益情况较好，对利润来源形成一定补充。

## 关注

- 公司房地产业务未来可售项目中部分位于三四线城市，面临一定销售去化压力；
- 跟踪期内，公司在建和拟建房地产项目所需投资规模较大，在房地产市场政策调控背景下，未来面临一定的资金压力；
- 跟踪期内，公司其他应收款显著增长且规模较大，存在资金占压，受限资产规模仍较大，对资产流动性和再融资能力形成不利影响；
- 2018 年以来，公司有息债务持续增加且规模较大，债务负担依然较重，部分债务将集中于 2020 年和 2021 年到期，面临集中偿付压力。

## 跟踪评级原因

根据相关监管要求及江苏中南建设集团股份有限公司 2015 年度第一期中期票据（以下简称“15 中南建设 MTN001”）、江苏中南建设集团股份有限公司 2015 年度第二期中期票据（以下简称“15 中南建设 MTN002”）和江苏中南建设集团股份有限公司 2018 年度第一期中期票据（以下简称“18 中南建设 MTN001”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于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”）提供的 2018 年度审计报告、2019 年一季度未经审计的财务报表以及相关经营数据，进行了本次定期跟踪评级。

## 主体概况

中南建设主营业务为房地产开发和建筑施工，控股股东为中南城市建设投资有限公司（以下简称“中南城建”），实际控制人为自然人陈锦石。

中南建设前身是成立于 1998 年的大连钢铁股份有限公司，1999 年名称变更为大连金牛股份有限公司（以下简称“金牛股份”），并于 1999 年 12 月 8 日在深圳证券交易所上市（股票代码：000961.SZ），主营铁合金冶炼业务。2009 年 6 月，金牛股份实施重大资产重组，中南城建受让东北特殊钢集团有限责任公司持有的金牛股份 9000 万股股份<sup>1</sup>，成为第一大股东，其主营业务由原铁合金冶炼转变为房地产开发和建筑施工。2009 年 7 月 8 日，金牛股份变更名称为现名。2016 年 4 月 20 日，公司完成非公开发行股票 31607.63 万股，募集资金总额 46.40 亿元，总股本增至 370978.88 万股。截至 2019 年 3 月末，公司股本为 370978.88 万股<sup>2</sup>，控股股东中南城建持股 54.43%，实际控制人为自然人陈锦石，股权结构图详见附件一。

公司主要从事房地产开发、建筑施工和酒店及商业服务等业务，其中房地产开发业务是公司收入和利润的最主要来源。跟踪期内，公司进一步拓展重庆、合肥、南宁、温州等二三线重点城市，未售项目仍主要布局在二线及三四线城市，占比分别为 40.82%和 57.96%。根据克而瑞研究中心公布的《2018 年中国房地产企业销售排行榜》，2018 年公司流量销售金额 1520.5 亿元，位列第 18 位。

截至 2019 年 3 月末，公司(合并)资产总额 2400.87 亿元，所有者权益 202.60 亿元，资产负债率为 91.56%。2018 年和 2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入分别为 401.10 亿元和 84.71 亿元，利润总额分别为 30.50 亿元和 7.68 亿元。截至 2018 年末，公司纳入合并范围的子公司共 399 家。

<sup>1</sup> 股份占比为 29.95%。

<sup>2</sup> 2019 年 3 月末，公司股东对中南建设股权质押 155196.71 万股，占中南城建所持公司股份的 76.86%，占公司总股份的 41.83%。

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

经中市协注【2015】MTN224号文核准，公司于2015年6月发行12亿元中期票据，票据简称“15中南建设MTN001”，票面利率为6.99%，起息日为2015年6月26日，到期日为2020年6月26日，每年付息1次，到期一次性还本；附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，2018年6月26日，投资者回售债券金额0.50亿元，同时公司上调债券票面利率至7.50%。截至本报告出具之日，公司已按时支付2016年、2017年和2018年的应付利息，剩余债券本金合计11.50亿元。

经中市协注【2015】MTN224号文核准，公司于2015年8月发行24亿元中期票据，票据简称“15中南建设MTN002”，票面利率为7.00%，起息日为2015年8月28日，到期日为2020年8月28日，每年付息1次，到期一次性还本；附第3年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权，2018年8月28日，投资者回售债券金额1.40亿元，同时公司上调债券票面利率至7.50%。截至本报告出具之日，公司已按时支付2016年、2017年和2018年的应付利息，剩余债券本金合计22.60亿元。

经中市协注【2016】MTN225号文核准，公司于2018年4月发行10亿元中期票据，票据简称“18中南建设MTN001”，票面利率为7.80%，起息日为2018年4月24日，每年付息1次，期限为3+N，依据发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。截至本报告出具之日，公司已按时支付2019年应付利息，尚未到本金偿付日。

截至本报告出具日，上述债券所募集资金已全部用于偿还金融机构借款，均符合募集说明书中的募集资金用途。

## 宏观经济和政策环境

### 宏观经济

**2019年一季度宏观经济运行好于预期，GDP增速与上季持平；随着积极因素逐渐增多，预计二季度GDP增速将稳中有升，上半年经济下行压力趋于缓解**

今年宏观经济开局好于市场普遍预期。据初步核算，1~3月国内生产总值为213433亿元，同比增长6.4%，增速与上季持平，结束了此前的“三连降”，主要原因是当季货物贸易顺差同比扩大，净出口对经济增长的拉动力增强，抵消了投资和消费拉动力下滑的影响。值得注意的是，随着逆周期政策效果显现，中美贸易谈判进展良好带动市场预期改善，3月投资和消费同步回暖，经济运行的积极因素正在逐渐增多。

工业生产边际改善，企业利润下降。1~3月规模以上工业增加值同比增长6.5%，增速较上年全年加快0.3个百分点。其中，3月工业增加值同比增长8.5%，较2月当月同比增速3.4%大幅反弹，这一方面受春节错期影响，同时也与当月制造业PMI重回扩张区间相印证，表明制造业景气边际改善，逆周期政策带动效果较



为明显。受 PPI 涨幅收窄影响，今年 1~2 月工业企业利润同比下降 14.0%，结束此前两年高增，但后期增值税下调或将缓解企业利润下行压力。

固定资产投资增速整体回升。1~3 月固定资产投资同比增长 6.3%，增速较上年全年加快 0.4 个百分点。具体来看，基建补短板力度加大带动基建投资增速小幅上升，1~3 月同比增长 4.4%，增速较上年全年加快 0.6 个百分点。在前期新开工高增速支撑下，1~3 月房屋施工面积增速加快，推动同期房地产投资同比增速较上年全年加快 2.3 个百分点至 11.8%。最后，因利润增速下滑、外需前景走弱影响企业投资信心，1~3 月制造业投资同比增长 4.6%，增速较上年全年下滑 4.9 个百分点。

商品消费整体偏弱，企稳反弹迹象已现。1~3 月社会消费品零售总额同比增长 8.3%，增速不及上年全年的 9.0%，汽车、石油制品和房地产相关商品零售额增速低于上年是主要拖累。不过，从边际走势来看，1~2 月社零增速企稳，3 月已有明显回升，背后推动因素包括当月 CPI 上行，个税减免带动居民可支配收入增速反弹，以及市场信心修复带动车市回暖。1~3 月 CPI 累计同比上涨 1.8%，涨幅低于上年全年的 2.1%；因猪肉、鲜菜等食品价格大涨，3 月 CPI 同比增速加快至 2.3%。

净出口对经济增长的拉动力增强。以人民币计价，1~3 月我国出口额同比增长 6.7%，进口额增长 0.3%，增速分别较上年全年下滑 0.4 和 12.6 个百分点。由于进口增速下行幅度更大，一季度我国对外贸易顺差较上年同期扩大 75.2%，带动净出口对 GDP 增长的拉动率反弹至 1.5%，较上季度提高 1.0 个百分点。

东方金诚预计，二季度基建领域补短板、减税降费等积极财政政策效应将持续显现，叠加市场预期改善推动商品房销售回暖、汽车销量增速反弹，以及对外贸易顺差仍将延续等因素，预计二季度 GDP 增速将持平于 6.4%，不排除小幅反弹至 6.5% 的可能，这意味着上半年经济下行压力趋于缓解。

## 政策环境

### M2 和社融存量增速触底反弹，“宽信用”效果显现，货币政策宽松步伐或将有所放缓

社会融资规模大幅多增，货币供应量增速见底回升。1~3 月新增社融累计 81800 亿，同比多增 23249 亿，主要原因是表内信贷大幅增长以及表外融资恢复正增长，表明“宽信用”效果进一步显现。此外，1~3 月新增企业债券融资及地方政府专项债也明显多于上年同期，体现债市回暖及地方政府专项债发行节奏加快带来的影响。在社融同比多增带动下，3 月底社融存量同比增速加快至 10.7%，较上年末提高 0.9 个百分点。3 月末，广义货币（M2）余额同比增长 8.6%，增速较上年末提高 0.5 个百分点，主要原因是一季度流向实体经济的贷款大幅增加，以及财政支出力度加大带动财政存款同比多减。3 月末，狭义货币（M1）余额同比增长 4.6%，增速较上年末提高 3.1 个百分点，表明实体经济活跃程度有所提升。

货币政策宽松步伐或将边际放缓。一季度各项金融数据均有明显改善，表明前期各类支持实体经济融资政策的叠加效应正在体现。考虑到伴随中美贸易谈判取得积极进展，市场信心持续恢复，宏观经济下行压力有所缓和，金融数据反弹或促使监管层放缓货币政策边际宽松步伐，二季度降准有可能延后，降息预期也有所降温，

而定向支持民营、小微企业融资政策还将发力。

### 减税带动财政收入增速走低，财政支出力度加大，更加积极的财政政策将在减税降费和扩大支出两端持续发力

1~3月财政收入累计同比增长6.2%，增速较上年同期下滑7.4个百分点，体现各项减税政策及PPI涨幅收窄等因素的综合影响。其中，税收收入同比增长5.4%，增速较上年同期下滑11.9个百分点；非税收入同比增长11.8%，增速较上年同期高出19.3个百分点，或与央企利润上缴幅度增大有关。1~3月财政支出累计同比增长15.0%，增速高于上年同期的10.9%，基建相关支出整体加速。

2019年政府工作报告明确将实施更大规模的减税，全年减税降费规模将达到约2万亿，高于2018年的1.3万亿。4月起，伴随新一轮增值税减税的实施，财政收入增长将面临更大的下行压力。支出方面，2019年基建补短板需求增大，二季度基建相关支出力度有可能进一步上升，而科技、教育、社保和就业等民生类支出也将保持较快增长，财政支出将保持较高强度。总体上看，今年财政政策在稳定宏观经济运行中的作用将更加突出。

## 经营环境

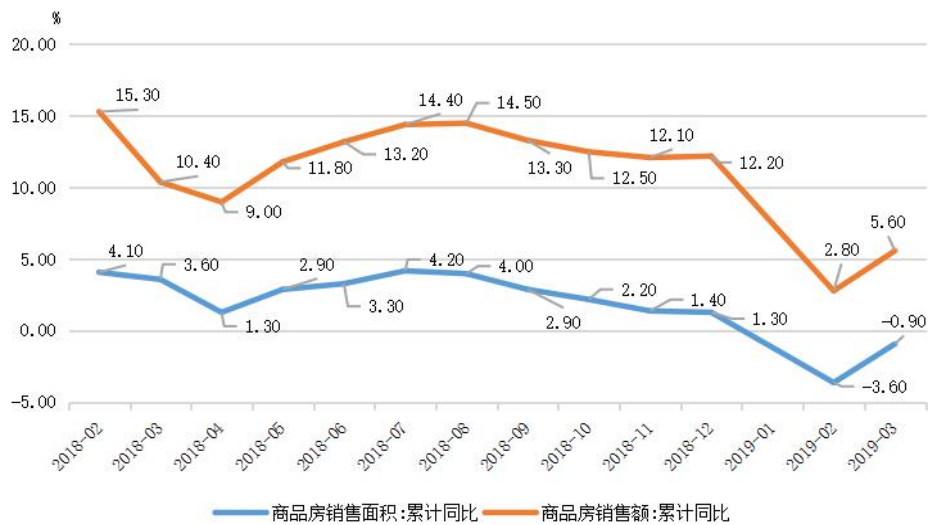
中南建设营业收入和利润主要来源于房地产开发业务和建筑施工业务，分属于房地产行业 and 建筑行业。

### 房地产行业

#### 2019年一季度商品房销售增速下滑，随着楼市调控政策从严以及棚改货币化安置支撑力度减弱，预计二季度全国商品房销售增速或将稳中有降

2019年一季度，商品房销售面积和销售额分别为2.98亿平方米和2.70万亿元，同比增速分别为-0.90%和5.60%，增速同比分别下降4.50个百分点和4.80个百分点。从城市分布来看，棚改货币化补偿政策、人才引进政策以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业推动热点二线城市及三四线城市楼市发展，2019年一季度房地产销售主要来自热点二线城市及三四线城市的贡献。

图 1：2018 年全年及 2019 年 1~3 月全国商品房销售面积及销售增速变动图



数据来源：国家统计局，东方金诚整理

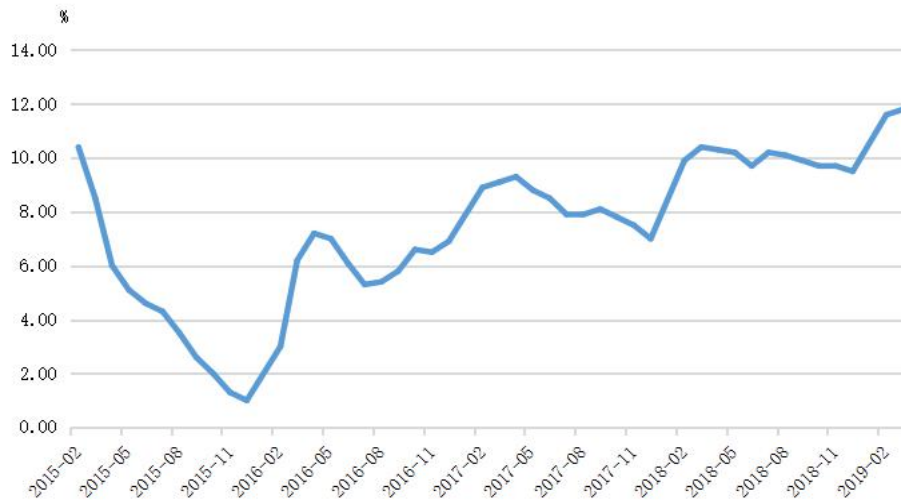
2019 年，房地产市场依旧严监管，房地产政策将维持“住房不炒”定位，政策调控将在“一城一策”的原则上，以限购、限贷、限售、限价、人才引进和棚改货币化安置等调控方式为主。预计二季度国内一线城市和热点二线城市在调控政策趋缓下成交量将保持稳定或略有回升；对于三四线城市来说，受前期市场购买力透支、棚改货币化安置萎缩等多方面因素影响，面临较大调整压力，销售增速或将有所放缓。全年来看，在“一城一策”等政策下，各地方政府将根据各自楼市的特点适时适机的对部分政策措施进行微调，前期销售较弱的城市存在更大的微调空间，但在房地产政策主基调不变的前提下，房地产销售受三四线城市结构影响或将转弱。

**一季度房地产开发投资进一步走强，源于新开工的增长及土地购置费的维持高位；随着土地购置对投资支撑力度的下降，或将拖累全年房地产投资增速**

2019 年一季度，全国房地产开发投资完成额为 23802.9 亿元，同比增长 11.8%，增速较去年同期提升 1.4 个百分点，其中，住宅投资 17255.8 亿元，同比增长 17.3%，增速同比上升 4.0 个百分点，房地产投资持续增长主要系 2017 年及 2018 年土地市场的高景气度带来了众多待开发项目，在高周转模式及高杠杆模式下，房企通过“抢开工”和“高周转”以快速获取销售回款。

受销售好转、市场资金面的改善及为加速周转回笼资金等因素影响，房企新开工意愿增强，一季度全国房屋新开工面积 38728 万平方米，同比增长 11.9%，增速较去年同期提升 2.2 个百分点，新开工面积的增加对房地产投资增速的提升起到了较强的支撑作用。土地购置方面，一季度房地产开发企业补库存意愿有所下降，土地购置面积 2543 万平方米，同比下降 33.10%；土地成交价款 1194 亿元，同比下降 27.00%，降幅扩大 13.90 个百分点，但土地购置费的滞后影响也支撑了开发投资增速上行。

图2：2015年~2019年3月全国房地产开发投资增速变动图



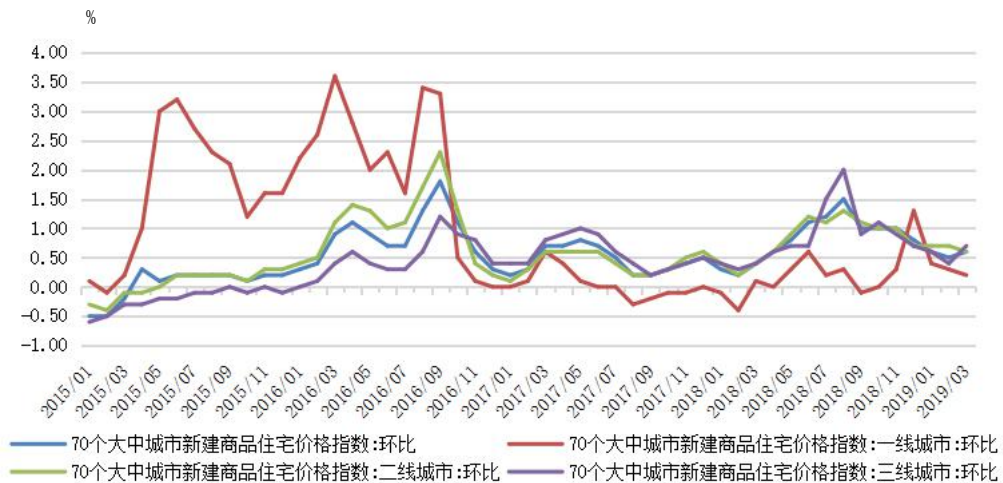
数据来源：国家统计局，东方金诚整理

预计二季度，房企“抢开工”和“高周转”模式及土地购置费的滞后影响仍将对开发投资增速起到一定支撑作用。但从2019年全年来看，在房地产企业外部融资受限及调控政策持续从严的情况下，房企债务到期偿付压力加大，对其进一步扩张带来阻碍。房地产企业拿地节奏将有所优化，开发速度或将有所放缓，土地购置对投资的支撑力度将有所下降，或在下半年拖累房地产投资增速。

**一季度商品房销售价格保持增长，预计2019年房价将保持稳定，但棚改货币化安置政策的调整导致其对房价支撑力度减弱，三四线城市房价涨幅将有所回落**

2019年一季度国内商品房销售均价为9064.6元/平方米，同比增长6.6%，增速较去年同期基本保持稳定。2019年3月，70个大中城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.6%；其中，一线城市受限价政策影响整体较为稳定，新建商品住宅销售价格环比上涨0.2%，涨幅较上月回落0.1个百分点；31个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.6%，涨幅较上月回落0.1个百分点；35个三线城市新建商品住宅价格环比上涨0.7%，涨幅较上月扩大0.3个百分点。

图3：2015年~2019年3月全国70个大中城市新建商品住宅价格指数当月环比变动图



数据来源：国家统计局，东方金诚整理

从房价未来走势来看，预计2019年随着房屋销售面积增速的放缓，房价上涨的动力减弱，市场供求矛盾有所缓解，房价涨幅整体出现回落，全国房价将保持稳定。2019年房地产将保持“一城一策”的政策调控方式，但“住房不炒”的高压线仍然不变，具体来看，一线城市房地产市场仍将保持较强的政策调控力度，同时住房需求仍较为旺盛，房价整体将保持稳定；热点二线城市土地市场较为火热，部分地块溢价率有所回升，叠加户籍政策的放松等人才引进政策带来的新增需求，预计房价存在一定上行压力；三四线城市由于人口及资源向外迁移、前期购买力相对透支等因素，依旧面临调整压力，同时棚改开工数量明显缩减及货币化安置走弱或使需求萎缩，对商品住宅销售的拉动作用将减弱，在“坚决遏制房价上涨”的基调和销售向下的前提下，部分地区经济发展相对滞后的三四线城市房价持续上涨动力不足，房价涨幅或将出现回落。

**大型房企以品牌输出和并购等方式持续提升规模，呈现强者恒强趋势，未来行业分化加剧，小型房企经营风险或将加速暴露**

我国房地产企业数量较多，市场相对分散，但近年来集中度持续提升。据克而瑞地产研究院发布的《2019年一季度中国房地产企业销售榜TOP200》，2019年一季度，在房地产调控政策持续收紧的背景下，TOP00房企销售规模达2.1万亿元，同比变动不大。从金额门槛来看，2019年一季度房企销售金额门槛整体有所提升，销售权益榜TOP10房企和TOP30房企的入榜门槛分别为303.4亿元和154.1亿元，分别同比提升4.0%和7.2%。从房企合同销售金额集中度看，2019年一季度，TOP10和TOP50房企集中度分别为31.1%和59.3%，较2018年全年的集中度水平平均提升4.2个百分点，房企集中度进一步提升。总体来看，规模房企凭借自身在品牌、城市布局以及融资能力等方面的优势，市场份额继续提高，与其他房企的规模差距进一步加大。

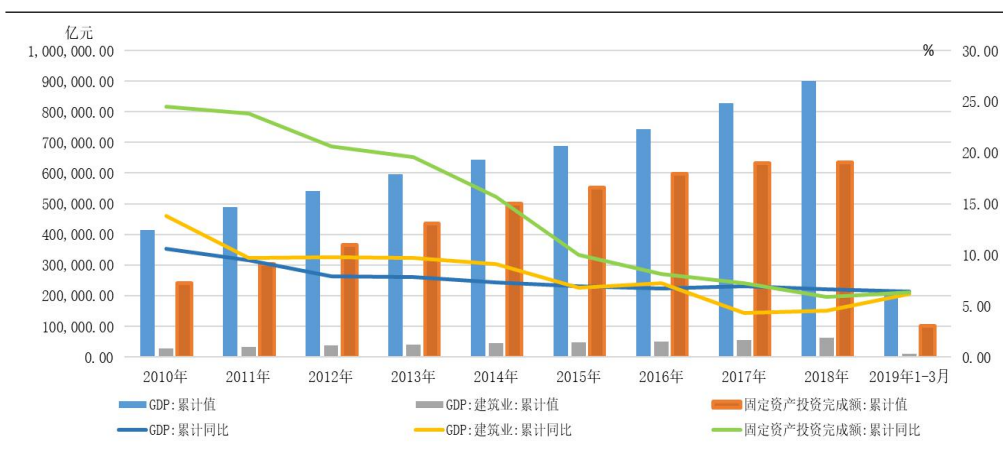
此外，房地产行业竞争具有一定的区域性特征，部分区域性房地产开发企业虽然整体规模和资金实力与全国大型房地产企业相比仍有差距，但在特定区域市场中具有一定的竞争优势。在融资环境趋紧、行业调控政策不放松的情况下，小型房企经营风险或将加速暴露业务运营。

## 建筑行业

2019年一季度我国固定资产投资增速整体小幅回升，随着基建领域补短板力度加大，预计2019年建筑业需求将保持稳定

建筑业是国民经济的支柱产业之一，行业发展与宏观经济发展状况密切相关，行业需求受固定资产投资影响较大。2019年一季度，我国固定资产投资完成额10.19万亿元，增速较年初提高0.40个百分点，主要是基建投资企稳回升及房地产投资小幅回升所致。同期，我国建筑业完成总产值4.28万亿元，同比增长10.5%，增速较去年全年提升0.62个百分点；建筑业增加值1.05万亿元，增速同比回升0.8个百分点，对国内生产总值贡献度进一步提升。

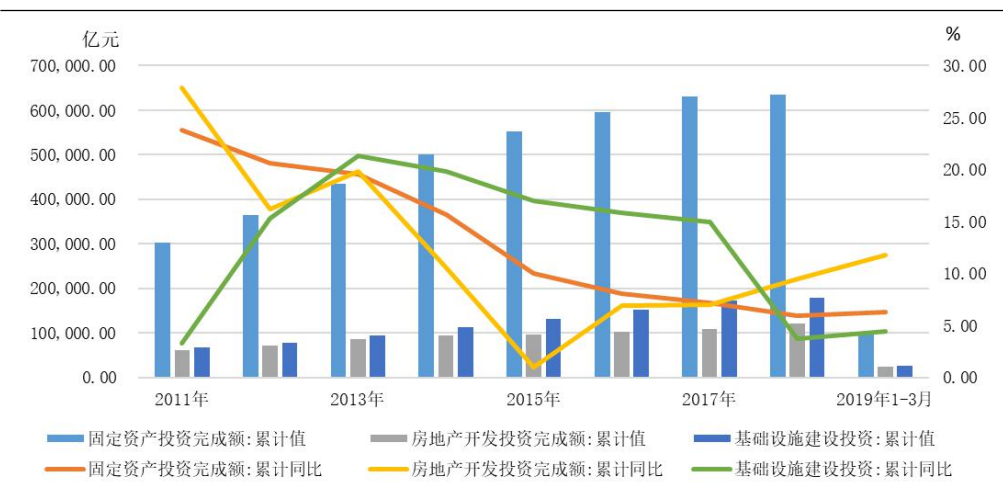
图4：2011年以来全国GDP、固定资产投资完成额、建筑业产值总量及增速



资料来源：国家统计局，东方金诚整理

建筑业可分为房屋建筑、土木工程建筑、建筑安装、建筑装饰和其他建筑等细分行业，受房地产、公路、铁路、电力、石油化工、钢铁、有色、通信等下游行业景气程度有所差异的影响，各细分行业会呈现出不同的景气周期。

图5：2011年~2019年1季度固定资产投资、基础设施建设投资、房地产开发投资完成额总量及增速



资料来源：国家统计局，东方金诚整理

伴随逆周期政策调节持续发力，基建领域补短板力度加大，2019年一季度基

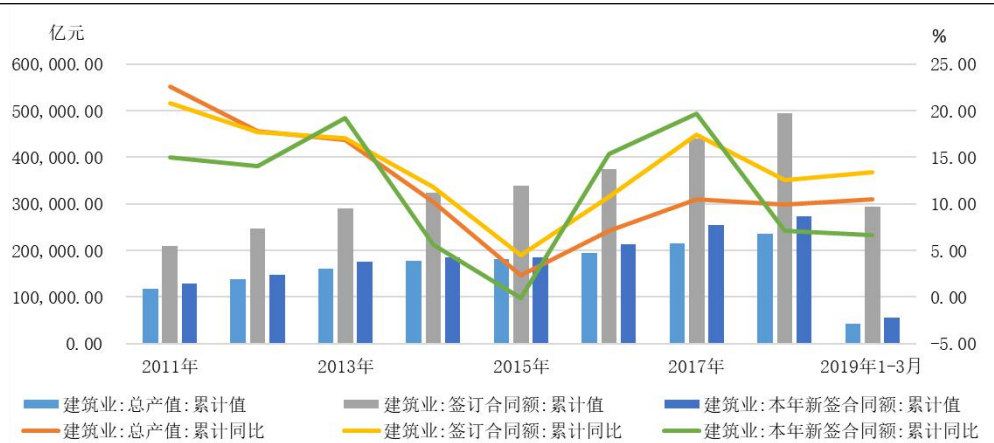
建投资累计同比增长 4.40%，较上年全年回升 0.60 个百分点。2019 年以来我国资金面持续改善，一季度地方债发行约 1.4 万亿，大幅高于上年同期的 2200 亿，为地方基建项目资金来源提供较高保障，预计二季度基建投资有望继续发力，全年基建投资增速将有所回升。

房地产开发投资方面，受益于土地投资拉动以及施工投资的边际改善为整体投资增速提供了韧性支撑，2018 年我国房地产开发投资完成额增速回升至 9.50%，2019 年一季度房地产投资金额 2.38 万亿元，同比增长 11.8%，整体超出市场预期，但受制于房地产融资渠道受限和房地产政策调控尚未扭转，预计二季度土地购置对投资支撑力度将有所下降，来自下游房地产行业的房建需求也将放缓。

### 2019 年一季度我国建筑企业签订合同额增速趋稳回升，但受人工及材料成本持续增长影响，建筑行业整体成本控制压力仍较大

2019 年一季度，我国建筑企业签订合同额 29.40 万亿元，累计值同比增长 13.36%，增速较上年全年提升 0.87 个百分点；一季度新签合同额 5.52 万亿元，累计值同比增长 6.62%，增速较上年全年下滑 0.52 个百分点。受益于我国固定资产投资增速的企稳，一季度建筑企业签订合同额增速呈回升态势。

图 6：2011 年~2019 年 1 季度建筑业总产值、签订合同额及新签合同额情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

2019 年一季度，全国建筑企业房屋施工面积 89.14 亿平方米，同比增长 8.70%，增速较全年提升 1.74 个百分点；建筑业新开工面积为 10.88 亿平方米，增速较全年下滑 3.77 个百分点。从上述指标来看，我国建筑业施工节奏受固定投资增速影响相应放缓，考虑到房地产开发投资增速下行压力上升，基建投资有望企稳回升，2019 年建筑业产值增速仍面临一定增长压力。

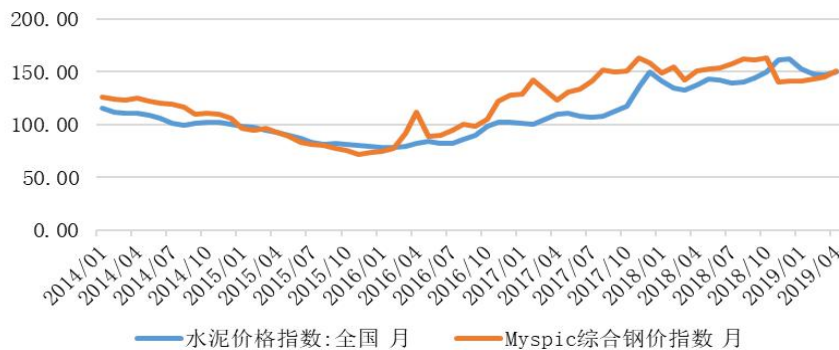
图7：2011年~2019年1季度建筑业新开工和施工面积情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

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。虽然建筑企业通过签订“敞口”合同，或通过约定在建材价格超过一定范围后调整合同等方式，来降低建材价格波动的影响，但因为时滞因素仍然会遭受损失。2018年以来，建筑施工行业主要原材料钢材和水泥价格指数维持高位，呈小幅上升的趋势。截至2019年4月末，全国水泥价格指数149.67，较上年同期上升12.43，钢材价格指数150.39，较同期基本持平，预计2019年去产能及环保限产仍将保持较大力度，水泥价格预计维持高位，钢材供需紧平衡延续，钢价预计温和回落，建筑企业成本控制压力依旧较大。

图8：2013年以来国内钢材综合价格指数及水泥价格指数变化情况



资料来源：国家统计局，东方金诚整理

**国内建筑市场参与者较为分散、市场集中度低，预计随着供给侧改革的持续深入，优质大型企业的资金、技术优势更加凸显，行业集中度将有所提升**

我国建筑业市场化程度较高，建筑企业数量众多。作为劳动密集型附加值低的微利行业，2005年以来全国建筑业销售利润率在5%~6%之间小幅波动。

国家对建筑业实现资质等级管理和市场准入制度，建筑企业只能在相应资质范围内承接工程。其中铁道、水利水电、冶金工程等建筑细分行业具有进入壁垒较高、垄断性较强的特点，主要由几家特大型央企及其子公司在各自专业领域进行施工。而国内普通工业和民用房屋建筑行业是最早市场化的行业之一，行业竞争激烈且同



质化明显，竞争手段主要以价格竞争为表现形式，并伴有为项目业主方垫付部分工程款项的融资条件竞争。上述因素决定了我国建筑业的企业规模呈“金字塔”状，即存在极少量特大型央企及地方国有企业、少量大中型企业和众多小微企业。

随着供给侧改革的持续深入，市场竞争日趋激烈，优质大型企业资金、技术优势更加凸显，预计未来建筑行业将加快行业内兼并、重组，提高行业集中度。其中建筑央企、地方国企及民企龙头受益于资质较高，融资途径较为畅通，市场份额有望持续提升。

## 业务运营

### 经营概况

房地产开发和建筑施工业务仍是公司收入和毛利润的主要来源，跟踪期内，公司营业收入和综合毛利率均有所增长

2018年，公司实现主营业务收入396.40亿元，较上年增长31.39%，主要由于当年结算的房地产开发收入以及建筑施工收入较高所致。主营业务构成上来看，公司房地产业务2018年收入为270.78亿元，较上年增长28.69%，占比为68.31%，占比下降1.44个百分点；公司建筑施工业务收入为116.55亿元，较上年增长62.06%，占比增加5.56个百分点，为29.40%；酒店及商业服务等业务收入2018年大幅下降53.10%，占比仍然较小。

表1：公司2016年~2018年及2019年1~3月主营业务收入、毛利润和毛利率构成情况<sup>3</sup>

单位：亿元、%

类别	2016年		2017年		2018年		2019年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房地产开发	269.15	78.41	210.42	69.75	270.78	68.31	61.89	74.21
建筑施工	69.53	20.26	71.92	23.84	116.55	29.40	18.95	22.72
酒店及商业服务等	4.59	1.34	19.34	6.41	9.07	2.29	2.57	3.08
<b>合计</b>	<b>343.27</b>	<b>100.00</b>	<b>301.69</b>	<b>100.00</b>	<b>396.40</b>	<b>100.00</b>	<b>83.40</b>	<b>100.00</b>
类别	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
房地产开发	48.64	18.07	40.88	19.43	60.84	22.47	17.64	89.86
建筑施工	6.52	9.38	8.83	12.28	13.51	11.59	1.73	8.81
酒店及商业服务等	1.07	23.31	-1.22	-6.31	-0.08	-0.86	0.27	1.38
<b>合计</b>	<b>56.23</b>	<b>16.38</b>	<b>48.48</b>	<b>16.07</b>	<b>74.27</b>	<b>18.74</b>	<b>19.63</b>	<b>23.54</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018年，公司主营业务毛利润为74.27亿元，同比增长53.20%，其中房地产开发业务毛利润为60.84亿元，公司毛利润仍主要来自房地产开发业务。同期，公司主营业务综合毛利率为18.74%，同比增加2.67个百分点。

2019年1~3月，公司实现主营业务收入83.40亿元；主营业务毛利润19.63亿元，主营业务综合毛利率23.54%。

<sup>3</sup> 下表部分数据与附件数据有所出入系四舍五入所致。

## 房地产开发业务

公司房地产开发业务以住宅地产开发为主，以商业办公地产开发为辅，运营主体为下属项目子公司。

**公司房地产项目开发经验丰富，跟踪期内项目仍主要布局在以江苏省为主的长三角地区，同时新进入重庆市、合肥市、南宁市等城市，项目布局进一步多元**

公司具有国家一级房地产开发资质，房地产项目开发经验丰富，经营区域分布较广泛。跟踪期内，公司继续围绕核心城市布局，实现长三角+环渤海+珠三角+中西部热点城市等大城市群的战略布局，2018年新进入重庆市、合肥市、南宁市、温州市、惠州市、梅州市、泉州市、湘潭市等二、三线城市，业务布局更加完善。截至2019年3月末，公司房地产项目已覆盖全国74个城市，未售项目仍主要布局在二线及三四线城市，占比分别为40.82%和57.96%，其中仍以南通市、常熟市、镇江市、盐城市、南京市和太仓市等江苏省内城市为主，在国内房地产市场具有很强竞争实力。

公司产品业态多元，形成了“悦”、“集”、“府”等系列品牌，物业类型涵精品住宅、商业地产、特色小镇、产业园区及旅游养生等五大业态。

根据克而瑞研究中心公布的《2018年中国房地产企业销售排行榜》，2018年公司流量销售金额1520.5亿元，位列第18位，排名较去年持平。

**2018年公司权益合同销售金额和合同销售面积均有所增长，结算收入和平均结算价格同比增长，毛利率有所回升，但销售回款速度仍处于较低水平，加快资金回笼是公司面临的主要问题**

受益于增长的市场需求及项目快速周转的开发运营模式，2018年公司合同销售金额和合同销售面积均显著增长，增速分别为52.21%和55.64%；其中权益合同销售金额和权益合同销售面积分别同比增长15.10%和17.53%；平均合同销售价格为12811.24元/平方米，同比下降2.20%。

同期，公司结算面积和结算收入分别同比增长4.68%和28.69%，平均结算销售价格同比增长22.93%。2018年，公司实现房地产开发业务收入270.78亿元，较2017年增长28.69%；毛利润60.84亿元，较上年增长48.83%；毛利率22.47%，比上年增长3.04个百分点，主要受益于二三线城市房价普遍上涨，期内房地产项目结算价格上涨，业务获利能力有所提升。

**表2：公司2016年~2018年及2019年1~3月房地产业务总体情况**

单位：亿元、万平方米、元/平方米

指标	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月
合同销售金额	373.05	963.18	1466.07	308.72
其中：权益合同销售金额	373.05	820.38	944.26	190.43
合同销售面积	309.48	735.29	1144.37	250.10
其中：权益合同销售面积	309.48	650.70	764.80	161.21
平均合同销售价格	12054.09	13099.32	12811.24	12343.86
结算收入	269.15	210.42	270.78	61.89

结算面积	358.81	230.56	241.36	47.94
平均结算价格	7501.18	9126.47	11218.93	12909.89

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金902.23亿元，为同期合同销售金额的61.54%，销售商品、提供劳务收到的现金占合同销售金额的比重较2017年增加7.89个百分点，销售回款速度有所加快，但仍处于较低水平，加快资金回笼仍是公司当前面临的主要问题。

从业务区域来看，截至2019年3月末，公司已完工项目主要位于南通市、南京市及苏州市等二三线城市，整体建筑面积合计在100万平方米以上的大盘开发项目包括海门中南世纪城、南通中南世纪城、南通中南世纪花城、常熟中南世纪城、盐城中南世纪城、青岛中南世纪城等。公司已完工项目总建筑面积557.92万平方米，总可售面积1879.21万平方米，销售进度为96.41%，总体销售情况良好，累计合同销售金额为2706.86亿元；已完工项目未来可售面积67.45万平方米，可售项目主要位于南通市、盐城市、泰安市以及潜江市等三四线城市。

表3：截至2019年3月末公司已完工项目销售情况

单位：亿元、万平方米、%、元/平方米

区域	所辖城市	投资总额	计容建筑面积	总可售面积	销售进度	平均销售价格	平均楼面地价
海南省	文昌、儋州、昌江、万宁	54.83	126.60	114.07	95.06	13031.36	465.32
湖北省	潜江	13.54	34.25	31.29	94.63	5178.49	645.57
江苏省	南通、盐城、苏州、南京、淮安、常熟、昆山、海门、如皋、镇江、泰兴、太仓	1025.98	1370.81	1262.13	96.99	15881.47	2412.68
辽宁省	沈阳、营口	19.02	49.22	43.39	98.88	5266.42	1058.22
山东省	青岛、泰安、寿光、菏泽、广饶、东营、烟台	197.29	426.94	393.27	94.86	14331.96	819.80
上海市	-	23.52	9.57	8.69	90.86	35755.09	16601.74
四川省	南充	12.47	20.19	18.93	100.00	7323.78	3348.54
浙江省	宁波	5.82	7.78	7.43	90.97	9928.18	3931.33
合计	-	1352.48	2045.35	1879.21	96.41	14940.52	1978.89

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司土地获取以合作招拍挂形式为主，拿地力度依然较大，在建和拟建项目充足，土地成本相对较低，为其房地产业务持续开展提供较好支撑；但部分项目位于三四线城市，面临一定销售去化压力

跟踪期内，公司承接较多项目，开复工面积依然较大，竣工面积379.97万平方米，同比增加22.12%。2019年第一季度，开复工面积144.57万平方米、竣工面积52.12万平方米。

表 4：公司近年房地产业务开发情况列表

单位：万平方米

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
开复工面积	157.00	908.25	873.63	144.57
竣工面积	349.00	311.15	379.97	52.12

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2019 年 3 月末，公司并表的在建项目共计 246 个，主要集中在江苏、山东及浙江等 18 个省及直辖市，包括南通市、常熟市、镇江市、南京市、青岛市、成都市和嘉兴市等城市，仍以江苏省内南通市、常熟市、镇江市、盐城市和太仓市等三四线城市为主，总规划建筑面积 5206.35 万平方米，总可售面积为 5206.35 万平方米，其中权益可售建筑面积 3903.61 万平方米；已售面积为 2885.11 万平方米，其中权益已售面积 2323.20 万平方米，累计销售金额为 3771.51 亿元，平均销售价格为 13072.33 元/平方米，平均楼面地价为 4887.69 元/平方米，土地成本相对较低；未来可售面积 2321.24 万平方米，其中权益可售面积 1580.40 万平方米，仍主要分布于南通市、盐城市和常熟市等城市。

2018 年内，公司土地获取力度依然较大，土地获取方式转变为以合作招拍挂为主。2018 年公司新增土地储备共 111 块，占地面积 721.12 万平方米，同比增长 5.95%，总建筑面积 1595.19 万平方米，同比增长 6.03%，其中权益建筑面积为 844.99 万平方米，同比下降 16.60%。2018 年公司通过合作招拍挂、公开市场招拍挂、收并购及勾地模式获取的项目总建筑面积占比分别为 63.10%、18.83%、14.35%和 3.72%，以合作招拍挂模式为主，共计支付权益土地款 357.00 亿元，同比下降 17.19%。2018 年新增土地平均楼面地价 4347.58 元/平方米，同比增加 3.92%。截至 2018 年末，公司土地储备主要分布在长三角、环渤海、中西部以及珠三角地区，占比分别为 53.13%、22.78%、19.68%和 4.40%。截至 2018 年末，公司土储面积主要分布在二线<sup>4</sup>及三四线城市，其中南京、杭州、苏州和宁波等二线城市占比 40.82%、长三角南通、盐城、台州和镇江等三四线城市占比 33.10%、其他三四线城市占比 24.86%。

从并表拟建项目来看，2018 年公司项目拓展力度仍较大，全年通过兼并收购、招拍挂、合资合作等方式共取得多个项目，主要位于南通市，西安市和昆明市等二、三线城市。截至 2019 年 3 月末，公司并表主要拟建项目 41 个，以住宅为主，合计总规划建筑面积 672.37 万平方米，其中权益建筑面积 439.07 万平方米。

公司未来可售项目规模较大，位于三四线城市的项目占比较高，在当前房地产市场调控的环境下，未来销售前景存在一定不确定性。

**公司在建和拟建项目所需投资规模较大，在房地产市场政策调控背景下，未来面临一定的资金筹措压力**

公司在建项目预计总投资约 4542.62 亿元，截至 2019 年 3 月末已累计投入 3471.17 亿元，尚需投入 1071.45 亿元，具体见下表。

<sup>4</sup> 此处二线城市指省会城市和计划单列市。

表 5：截至 2019 年 3 月末公司在建项目未来投资计划<sup>5</sup>

单位：个、亿元

省市	项目数量	计划 投资额	截至 2019 年 3 月		未来投资计划	
			末已投资金额	2019 年 4~12 月	2020 年	2021 年及以后
安徽省	7	106.02	74.43	18.75	11.81	1.02
福建省	2	24.35	20.54	1.97	1.74	0.10
广东省	4	64.86	44.53	9.88	10.45	0.00
海南省	4	66.59	55.30	6.10	2.37	2.82
河北省	6	134.47	93.99	14.73	10.06	8.11
河南省	7	93.40	56.32	18.59	18.49	0.00
湖北省	5	85.46	70.03	9.62	3.19	2.61
湖南省	1	14.64	8.63	3.11	2.89	0.00
江苏省	96	2253.06	1767.38	270.47	111.55	49.71
辽宁省	6	61.72	47.65	7.60	4.94	1.54
山东省	32	522.75	367.67	92.98	42.61	19.50
陕西省	6	125.13	86.04	25.59	11.14	2.36
上海市	5	106.35	88.71	15.71	1.93	0.00
四川省	10	158.76	133.54	17.02	5.93	2.28
天津市	4	37.11	29.99	6.02	1.10	0.00
云南省	4	70.67	50.03	15.70	4.41	0.53
浙江省	43	551.23	418.59	78.74	49.09	4.81
重庆市	4	66.05	57.81	4.05	3.35	0.84
<b>总计</b>	<b>246</b>	<b>4542.62</b>	<b>3471.17</b>	<b>616.63</b>	<b>297.05</b>	<b>96.23</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从并表拟建项目未来投资来看，公司计划总投资 669.12 亿元，截至 2019 年 3 月末已累计投入 288.15 亿元，根据公司投融资计划，预计 2019 年 4~12 月、2020 年和 2021 年及以后计划投资额分别为 132.72 亿元、168.04 亿元和 80.21 亿元。公司拟建项目情况见附件三。公司在建和拟建项目未来投资规模大，在当前房地产市场政策调控背景下，将面临一定资金压力。

**跟踪期内，公司合作开发项目规模进一步扩大，参股项目整体收益情况较好，但未来存在一定资金压力**

为降低资本支出压力，公司提高合作开发项目比例，跟踪期内，参股房地产项目规模持续增长。公司合作对象有碧桂园、龙湖地产和旭辉集团等国内一线房企，项目主要分布在南通市、宁波市及苏州市等城市。2018 年及 2019 年 1~3 月，公司投资收益分别为 5.79 亿元和 1.25 亿元，主要来自于合作开发项目的投资收益；2018 年末及 2019 年 3 月末，公司长期股权投资分别为 68.93 亿元和 68.97 亿元。

截至 2018 年末，公司未纳入合并报表范围的参股在建项目 102 个，主要分布于南通市、宁波市、苏州市和徐州市等城市；总权益可售面积 506.38 万平方米，权益已售面积 159.58 万平方米，未来权益可售面积 346.79 万平方米；累计已售权益合同销售金额 216.19 亿元，平均合同销售价格 13547.05 元/平方米，楼面地价

<sup>5</sup> 表中部分合计数据略有出入系四舍五入所致。

5012.01 元/平方米；计划权益投资额 503.83 亿元，已投资 297.61 亿元，尚需投资额 206.22 亿元。

同期末，公司未纳入合并报表范围的参股拟建房地产项目 11 个，主要分布于宁波市、昆明市、台州市和佛山市等城市；总权益可售面积 88.60 万平方米，楼面地价 3872.59 元/平方米；计划权益投资额 72.78 亿元，已投资 35.82 亿元，尚需投资额 36.96 亿元。

### 建筑施工业务

公司建筑施工业务主要由子公司江苏中南建筑产业集团有限责任公司（以下简称“中南建筑”）负责运营。

跟踪期内，公司建筑施工业务收入及毛利润均有所提升，新签合同额保持增长，在手项目充足，为未来建筑施工业务的发展提供了较强保障；但在建项目结算进度一般，PPP 项目规模较大，公司仍面临一定资金压力

跟踪期内，公司建筑施工业务收入及利润规模均有所上升。2018 年，公司建筑施工业务收入为 116.55 亿元，同比增长 62.06%；毛利润为 13.51 亿元，同比增长 53.00%，毛利率为 11.59%，同比下降 0.69 个百分点。

2018 年，公司新签合同额为 366.57 亿元，同比增长 46.84%，其中新签亿元以上项目合同金额占新签合同额比例为 90.64%，同比下降 2.71 个百分点，但占比仍较高，这主要是由于公司在施工板块逐步完善了市场营销机制，使得新签合同总量、大项目占比均有所提高；年末在手合同金额 594.35 亿元，以房建类和公建类工程项目为主。

2018 年，公司成功获取 17 个 PPP 项目，合同总额超过 250 亿元。中标的项目主要包括合同金额为 38.53 亿元的三亚海绵城市项目、25.33 亿元的宁波大学项目、25.02 亿元的滨海县医疗卫生项目、18.45 亿元的成都海绵城市项目以及 18.10 亿元的徐州双楼物流园项目等。截至 2018 年末，公司在手 PPP 工程项目共计 19 个，合同总额达 301.97 亿元，PPP 业务规模仍较高，存在一定的投资压力。

表 6：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司新签合同情况

单位：亿元、个

建筑施工业务总体	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
新签合同额	207.07	249.64	366.57	44.32
其中：房产类工程	89.50	109.85	148.06	15.82
公建类工程	90.44	124.21	187.72	26.36
海外施工工程	5.21	-	3.10	0.5
其他工程	21.92	15.58	27.69	1.64
新签合同数量	273	262	287	56
新签亿元以上项目合同金额	178.47	233.03	332.27	38.11
新签亿元以上项目数量	36	47	95	13
完工合同额 <sup>6</sup>	169.40	135.08	152.40	32.20

<sup>6</sup> 公司统计的完工合同额中包括子公司中南地产的项目，而在统计建筑施工业务收入时由于报表合并抵销的原因，不包括中南地产项目收入，所以公司完工合同额与建筑施工业务收入存在较大的差异。

年末在手合同额	320.79	435.35	594.35	606.47
其中：房产类工程	148.70	225.52	270.36	267.03
公建类工程	121.25	153.44	243.10	261.94
海外施工工程	23.38	23.38	17.97	17.26
其他工程	27.46	33.01	62.93	60.25

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2019 年 3 月末，公司已完工未结算的建筑施工项目合同金额合计 89.56 亿元，累计投入金额为 78.39 亿元，已结算金额为 72.45 亿元，未结算金额为 17.11 亿元；同期末，公司在建的建筑施工项目合同金额合计为 606.47 亿元，累计投入 264.68 亿元，已结算 192.79 亿元，未结算金额仍有 45.31 亿元。总体来看，公司建筑施工业务结算进度一般。

### 酒店及商业服务等

跟踪期内，受子公司中显建材业务划归至建筑施工业务的影响，公司酒店及商业服务等业务收入有所下降，毛利率仍为负

公司酒店及商业服务等业务主要是酒店业务和商业物业出租。2018 年，酒店及商业服务等业务实现收入 9.07 亿元，同比下降 53.10%，主要是由于公司将子公司南通中显建材有限公司（以下简称“中显建材”）的业务由酒店及商业服务等业务划归到建筑施工业务所致；毛利润-0.08 亿元，毛利率为-0.86%，毛利率为负仍主要是由于子公司海门中南国际房地产经纪有限公司（以下简称“海门中南房产”）收入为内部收入需抵销，但其支出为外部支出，不能抵销所致。

表7：截至2019年3月末公司主要已建成酒店情况

单位：万平方米、万元

项目名称	建筑面积	开业时间	总投资额
南通金石国际酒店	14.00	2011年4月	10.00
青岛金石国际酒店	3.60	2016年4月	2.57
南通滨海金石国际酒店	2.60	2017年5月	1.86
文昌金石国际酒店	5.03	2018年6月	4.22
合计	25.23	-	18.65

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2019 年 3 月末，公司已经开业的酒店为南通金石国际大酒店（以下简称“南通金石”）、滨海金石国际大酒店（以下简称“滨海金石”）、青岛金石国际大酒店（以下简称“青岛金石”）和文昌金石国际酒店（以下简称“文昌金石”）。其中，南通金石位于南通新城区核心区域，按国家五星级标准建设，酒店总投资 10 亿元，占地 1.07 万平方米，总建筑面积 14.00 万平方米；滨海金石、青岛金石和文昌金石建筑面积分别为 2.60 万平方米、3.60 万平方米和 5.03 万平方米。公司酒店经营情况详见下表。

表8：2016年~2018年公司酒店经营情况

单位：万元、个、%

项目	南通金石			滨海金石			青岛金石		文昌金石
	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年	2017年	2018年	2018年
收入	10697	11321	10436	996	857	922	1798	2955	1661
利润	2356	2712	2583	-727	-478	-420	497	1318	-549
客房总数	915	915	915	87	87	87	288	288	357
入住率	46	56	53	37	31	33	42	58	38
餐位数	2180	2180	2180	900	900	900	126	340	1640

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司已建成的用于出租的物业是南通中南购物城、南通中南百货、盐城中南城购物中心和海门中南城，总建筑面积 50.50 万平方米，总出租面积为 22.06 万平方米，各物业综合出租率为均在 95%以上，出租单价为 4.18~6.12 日/天平方米。

表9：截至2019年3月末公司主要已建成商业物业情况

单位：万平方米、元/日平方米、%

项目名称	建筑面积	总出租面积	出租单价	出租率
南通中南城购物中心	16.50	6.35	6.12	100.00%
南通中南百货购物中心	9.40	5.83	5.97	99.00%
盐城中南城购物中心	15.50	5.25	5.54	95.00%
海门中南城购物中心	9.10	4.63	4.18	96.00%
合计	50.50	22.06	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 企业管理

2019年5月17日，公司鲁贵卿董事、智刚董事因工作原因，李若山董事、孙三友董事因个人原因辞去董事职务；由陆忠亮先生、张作学先生、柳方先生、柏利忠先生出任董事补足空缺。

跟踪期内，公司在内部管理方面无重大变化。

## 财务分析<sup>7</sup>

### 财务质量

公司提供了 2018 年经审计的合并财务报表和 2019 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。其中，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2019 年 1~3 月公司财务数据未经审计。2018 年末，公司纳入合并范围的子公司为 399 家，其中当年出售子

<sup>7</sup> 公司自 2018 年 10 月 1 日起对投资性房地产的后续计量模式由成本计量模式变更为公允价值计量模式，并对相应的会计政策进行调整，为了保证可比性，本文中 2016 年及 2017 年财务数据采用的追溯调整后数据。



公司 18 家，新增子公司 146 家，主要为新成立的项目公司。

### 资产构成

跟踪期内，公司资产总额增长较快，资产构成仍以存货、其他应收款和货币资金等流动资产为主，其他应收款显著增长且规模较大，存在资金占压，受限资产规模仍较大，对资产流动性和再融资能力形成不利影响

2018 年末和 2019 年 3 月末，公司资产总额分别为 2356.94 亿元和 2400.87 亿元。2018 年末，公司资产总额较 2017 年末增长 33.24%，主要存货中开发成本大幅增加所致；其中，公司流动资产的比重为 89.90%，非流动资产的比重为 10.10%，公司资产构成以流动资产为主。2019 年 3 月末，公司资产构成变化不大。

图9:2016年~2018年末及2019年3月末公司资产构成情况

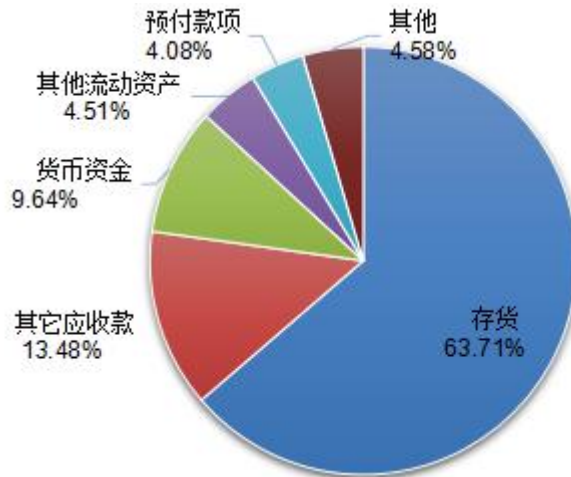


资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

#### 1. 流动资产

2018 年末，公司流动资产为 2118.95 亿元，较 2017 年末增长 28.49%，增长主要来自存货、货币资金和其他应收款。公司流动资产主要由存货、其他应收款、货币资金、其他流动资产和预付款项构成，占比分别为 63.71%、13.48%、9.64%、4.51% 和 4.08%，合计占流动资产比重为 95.42%。2019 年 3 月末，公司流动资产为 2164.97 亿元。

图10:截至2018年末公司流动资产构成<sup>8</sup>



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2018年末，公司存货账面价值为1350.03亿元，较2017年末增长21.64%，主要是开发成本大幅增加所致。2018年末，公司存货中开发成本、开发产品和建造合同形成的已完工未结算资产占比分别为88.11%、5.57%和5.45%；公司存货未计提跌价准备，存货中用于抵押借款的账面价值为573.63亿元，占比42.49%；存货周转次数为0.26，同比小幅下降0.02次。随着地产调控的深入，公司存货可能存在一定的跌价风险。

受公司合营项目增加影响，公司往来款规模增加，公司其他应收款大幅增长。2018年末，公司其他应收款期末余额为285.56亿元，较2017年末增长84.73%。2018年末，公司其他应收款中应收其他单位往来款为239.52亿元，同比大幅增加163.33亿元，系公司非并表合联营公司大量增加，往来款增多所致；其他应收款仍主要为对合营企业投资款项，各类保证金、押金等为31.44亿元，主要为土地款保证金等，应收政府款项11.06亿元。公司按账龄分析法共计提2.96亿元坏账准备，较上年末减少25.63%；从账龄来看，应收账款主要集中在1年以内及1~2年，占比分别为49.42%和12.33%；前五大欠款单位占其他应收款期末余额的比重为17.35%，主要为保证金、应收政府及关联方款项。跟踪期内，公司其他应收款显著增长且规模较大，存在资金占压。

公司货币资金主要由银行存款、其他货币资金和库存现金组成，2018年末，公司货币资金期末余额为204.17亿元，较2017年末增长43.08%，货币资金规模大幅增长，主要系公司年内经营情况有所好转，项目回款较好、相对于销售回款，当年拿地的速度减缓以及借款规模增加所致，大额的货币资金对流动性构成一定支撑；公司货币资金中受限资金为71.06亿元，受限原因主要为保证金存款、定期存单等。

公司其他流动资产主要为进项税额、预缴其他税费以及银行理财产品等。2018年末金额为95.61亿元，同比增长76.53%，主要是随着公司经营规模的扩大，预缴其他税费以及进项税额等增加所致。

2018年末，公司预付款项为86.48亿元，较2017年末下降18.02%，主要为预

<sup>8</sup> 图中其他项由金额较小的应收票据、交易性金融资产和其他流动资产构成。

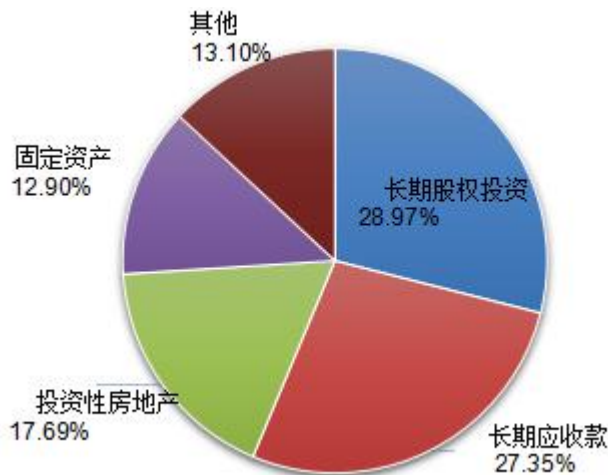
付地价款及土地保证金、工程款等。公司预付款项主要集中在2年以内，其中1年以内占比53.38%，1~2年占比21.49%。账龄超过一年的预付款项，主要由于土地未交付、工程未完工导致款项尚未结算所致。

公司应收账款主要为应收工程款和应收商品房销售款。2018年末，公司应收账款为85.65亿元，较2017年末增加16.82%；公司共计提9.66亿元坏账准备，计提比例11.23%，前五名应收款金额合计为17.10亿元，占应收账款期末余额的比例为17.95%，集中度不高。

## 2. 非流动资产

2018年末，公司非流动资产为237.99亿元，受长期应收款及长期股权投资大幅增加影响，较2017年末大幅增长98.60%。公司非流动资产主要由长期股权投资、长期应收款、投资性房地产和固定资产构成，占比分别为28.97%、27.35%、17.69%和12.90%。2019年3月末，公司非流动资产为235.90亿元。

图11：截至2018年末公司非流动资产构成<sup>9</sup>



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2018年末，公司长期股权投资账面价值68.93亿元，同比大幅增加3.51倍，主要系合作开发项目增加所致。

公司长期应收款主要是应收PPP项目款。2018年末长期应收款账面价值为65.08亿元，其中应收PPP项目款占比99%以上。

2018年末，公司投资性房地产<sup>10</sup>账面价值为42.10亿元，较2017年末小幅增长2.37%。同期末，公司固定资产账面余额为30.69亿元，较2017年末下降4.08%，主要是受计提折旧影响所致，固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备和运输工具。

受限资产方面，截至2018年末，公司受限资产共计712.14亿元，其中用于抵押借款的货币资金71.06亿元、固定资产26.16亿元，存货573.63亿元，受限资产占总资产比重为30.21%，占净资产363.47%。公司受限资产占比较高，对资产流动性和再融资能力形成不利影响。

<sup>9</sup> 图中“其他”项是金额较小的可供出售金融资产、在建工程、商誉和其他非流动资产等组成。

<sup>10</sup> 公司自2018年10月1日起对投资性房地产的后续计量模式由成本计量模式变更为公允价值计量模式，并对相应的会计政策进行调整。

表 10：截至 2018 年末公司受限资产情况

单位：亿元、%

受限资产	账面价值	受限金额	受限比例	受限原因
货币资金	204.17	71.06	34.80	保证金存款、质押借款等
存货	1350.03	573.63	42.49	抵押借款
投资性房地产	42.10	32.14	76.32	抵押借款
固定资产	30.69	26.16	85.24	抵押借款
无形资产	5.99	0.23	3.83	抵押借款
应收账款	85.65	8.92	10.42	保理借款、抵押借款等
<b>合计</b>	<b>1719.09</b>	<b>712.14</b>	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 资本结构

#### 跟踪期内，受益于经营积累，公司所有者权益保持增长

2018 年末，公司所有者权益为 195.93 亿元，较 2017 年末增长 8.75%，主要来自于未分配利润的增长。截至 2018 年末，公司所有者权益主要由未分配利润、实收资本、资本公积和少数股东权益构成，占比分别为 47.81%、18.93%、12.63% 和 11.20%，合计占所有者权益比重为 90.57%。

2018 年末，公司实收资本 37.10 亿元，较上年末持平；资本公积 24.74 亿元，同比下降 6.50%，主要系本期发生未丧失控制权的股权变动，相应调整减少资本公积 2.33 亿元所致；未分配利润 93.67 亿元，同比增长 23.11%；少数股东权益 21.95 亿元，同比下降 15.99%，主要系收回了对部分合营企业的投资。

2019 年 3 月末，公司所有者权益为 202.60 亿元，较 2018 年末增长 3.40%。

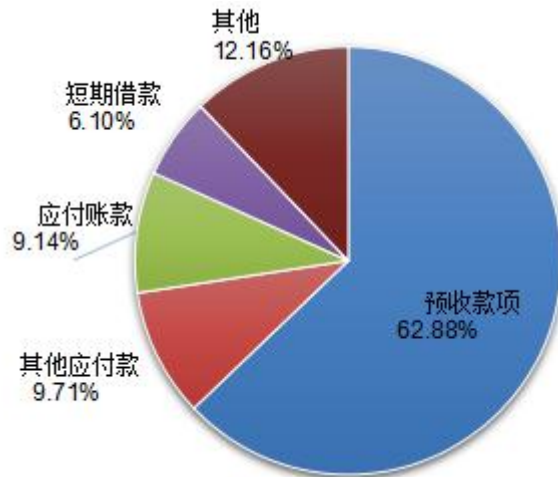
**跟踪期内，公司预收款项继续保持增长且规模仍较大，对未来结算收入的确认构成一定支撑；2018 年以来，公司有息债务持续增加且规模较大，债务负担依然较重，部分债务将集中于 2020 年和 2021 年到期，面临集中偿付压力**

2018 年末，公司负债总额为 2161.01 亿元，较 2017 年末增长 36.01%，其中流动负债的比重为 81.03%，非流动负债的比重为 18.97%。公司负债构成以流动负债为主。2019 年 3 月末，公司负债总额 2198.27 亿元，流动负债占比为 79.02%。

#### 1. 流动负债

2018 年末和 2019 年 3 月末，公司流动负债分别为 1751.17 亿元和 1737.11 亿元。2018 年末，公司流动负债较 2017 年末增长 48.64%，主要由预收款项、其他应付款、应付账款和短期借款构成，占比分别为 62.88%、9.71%、9.14% 和 6.10%，其中预收款项占比较高，合计占流动负债比重为 87.84%。

图 12：截至 2018 年末公司流动负债构成<sup>11</sup>



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

随着房地产项目预售规模的扩大，公司预收款保持大幅增长，对未来结算收入的确认构成一定支撑。2018 年末，公司预收款项为 1101.20 亿元，较 2017 年末增长 60.91%，主要是房地产项目还未到达交房和税收清缴的条件所致。2019 年 3 月末，公司预收款项为 1162.14 亿元，相比上年末增长 5.53%。

公司其他应付款主要应付往来款、保证金、定金、押金等。2018 年末，公司其他应付款为 170.04 亿元，较 2017 年末增长 3.58%，主要是受会计准则变更，应付利息及应付股利科目并入所致。2019 年 3 月末，公司其他应付款为 153.39 亿元，相比上年末下降 9.79%。

公司应付账款随着公司房地产开发规模的扩大而增长。2018 年末，公司应付账款<sup>12</sup>为 160.05 亿元，较 2017 年末增长 34.04%，主要为应付的工程货款。2018 年末，公司应付账款中应付工程款为 156.38 亿元，其他服务费 3.67 亿元。2019 年 3 月末，公司应付账款为 137.15 亿元，相比上年末下降 14.31%。

2018 年末，公司短期借款为 106.87 亿元，较 2017 年末增长 48.57%，主要是建筑施工工程和房地产开发项目中所需的流动资金借款增加所致。2018 年末，公司短期借款中抵押借款为 47.05 亿元，保证借款为 12.33 亿元，质押借款为 21.66 亿元，信用借款 20.51 亿元，委托借款 1.40 亿元，保理借款 3.92 亿元。2019 年 3 月末，公司短期借款为 73.34 亿元，较 2018 年末有所下降。

2018 年末，公司一年内到期的非流动负债为 73.27 亿元，同比增长 23.43%，主要是部分将于一年内到期的长期借款转入所致，其中一年内到期长期借款 59.76 亿元、一年内到期应付债券 8.90 亿元，一年内到期的长期应付款 4.61 亿元。2019 年 3 月末，公司一年内到期的非流动负债为 58.62 亿元，相比上年末下降 19.99%。

## 2. 非流动负债

2018 年末和 2019 年 3 月末，公司非流动负债分别为 409.84 亿元和 461.16 亿元，2018 年末，公司非流动负债较 2017 年末下降 0.21%，主要由长期借款、应付债券构成，占比分别为 73.51%和 23.91%。

<sup>11</sup> 图中“其他”项由金额较小的应付票据、应付职工薪酬和应交税费等报表项目构成。

<sup>12</sup> 由公司应付票据及应付账款科目拆分而来。

2018年末，公司长期借款为301.27亿元，公司长期借款主要为抵押借款、质押借款和保证借款，规模分别为280.91亿元、60.17亿元和19.95亿元。公司长期借款的年利率区间为4.75%~13.50%。2019年3月末，公司长期借款为353.63亿元，较2018年末增长17.38%。

2018年末，公司应付债券为98.01亿元，包括2018年新增债券“18中南建设PPN001”“18中南建设MTN001”、“18CFZR0126”和“18中南01”，合计金额43.00亿元。2019年3月末，公司应付债券为97.03亿元，较2018年末下降1.00%。

表 11：2018 年末公司处于存续期债券情况<sup>13</sup>

单位：年、亿元

债券名称	发行时间	期限	发行规模
15 中南建设 MTN001	2015 年 6 月	5 (3+2)	6.13
15 中南建设 MTN002	2015 年 8 月	5 (3+2)	11.63
16 中南 01	2016 年 1 月	5 (3+2)	6.44
16 中南 02	2016 年 7 月	5 (3+2)	11.98
16 中南 03	2016 年 9 月	5 (3+2)	6.99
16 中建 01	2016 年 4 月	3 (1+1+1)	8.90
17 中南 01	2017 年 12 月	5 (3+2)	9.19
17 中南 02	2017 年 12 月	4 (2+2)	4.10
16 中筑 01	2016 年 11 月	5 (3+2)	9.97
18 中南建设 PPN001	2018 年 1 月	3 (2+1)	2.39
18 中南建设 MTN001	2018 年 4 月	3+N	6.97
18CFZR0126	2018 年 2 月	3	9.98
18 中南 01	2018 年 12 月	3 (1+1+1)	12.25
<b>合计</b>	-	-	<b>106.92</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018年末及2019年3月末，公司长期应付款分别为4.02亿元和3.96亿元，主要是应付融资租赁款。

### 3. 有息债务

2018年末，公司全部债务<sup>14</sup>为582.12亿元，较2017年末增长8.63%，长期有息债务和短期有息债务占比分别为69.06%和30.94%；同期末，公司资产负债率为91.69%，较2017年末增加1.87个百分点，调整后的资产负债率<sup>15</sup>为72.04%；长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为67.23%和74.82%，较2017年末分别下降1.96个百分点和0.02个百分点。

2019年3月末，公司全部债务为584.08亿元，较2018年末增长0.34%，长期有息债务和短期有息债务占比分别为77.41%和22.59%，债务结构以长期有息债务为主；同期末，公司资产负债率为91.56%，调整后的资产负债率为68.09%；长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为69.06%和74.25%。总体来看，跟踪期内，公司有息债务持续增加且规模较大，债务负担依然较重。

<sup>13</sup> 包含计入一年内到期的非流动负债中的应付债券。

<sup>14</sup> 公司应付票据为非付息项，未计入短期有息债务和全部债务。

<sup>15</sup> 调整后资产总额=财务报表资产总额-预收账款\*(1-当期综合毛利率)；调整后负债总额=财务报表负债总额-预收账款。

图13：公司2016年~2018年末及2019年3月末债务情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

以公司2019年3月末有息债务为基础，在债券不提前回售的情况下，公司将于2020年和2021年出现偿债高峰，届时将面临一定的集中偿还压力（详见下表）。若考虑附有回售选择权的债券于2019年回售行权，2019年公司应偿还有息债务最高为125.52亿元。

表12：截至2019年3月末公司应偿还有息债务情况

单位：亿元

债务到期时间	短期借款本金 到期偿还金额	长期借款本金 到期偿还金额	一年内到期的 非流动负债	长期应付款 偿还金额	应付债券本金 到期偿还金额	合计
2019年4~12月	58.92	-	31.22	-	-	90.14
2020年	14.42	165.91	27.40	1.43	16.77	225.93
2021年	-	113.91	-	0.03	57.00	170.94
2022年及以后	-	73.81	-	-	23.26	97.07
<b>合计</b>	<b>73.34</b>	<b>353.63</b>	<b>58.62</b>	<b>1.46</b>	<b>97.03</b>	<b>584.08</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

#### 4. 对外担保

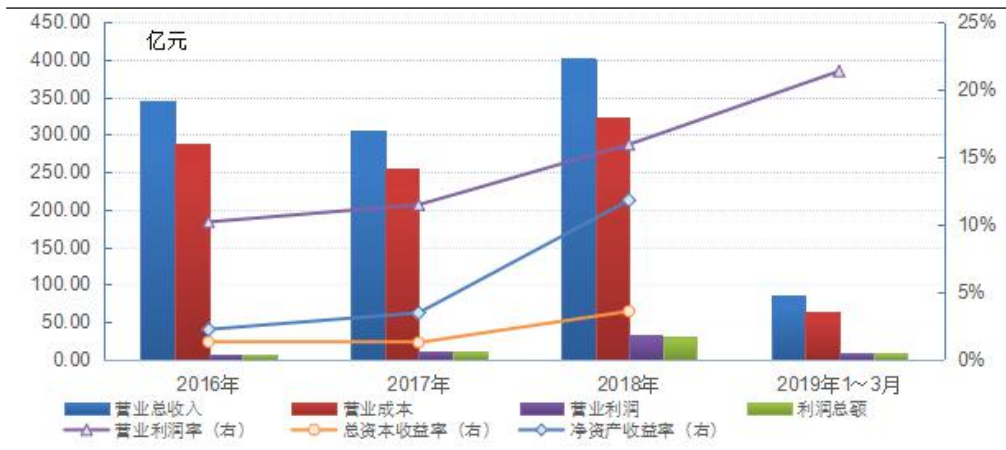
截至2018年末，公司实际对外担保余额为51.93亿元，担保比率为26.50%，为对合营项目项目公司的担保。若被担保企业的生产经营出现异常状况导致流动性不足或偿债能力减弱，无法按期偿还相关债务，公司将面临一定或有负债风险。

#### 盈利能力

跟踪期内，受结算的房地产开发以及建筑施工业务规模增加的影响，公司营业收入及利润总额均同比增加，来自于合作开发项目的投资收益对利润形成一定补充，公司盈利能力有所增强

2018年，公司营业收入为401.10亿元，相比上年度增长31.28%，主要系房地产开发结转收入以及建筑施工业务结转收入增加所致；同期，营业利润率为15.94%，相比上年度增加4.47个百分点。

图14：公司2016年~2018年及2019年1~3月盈利能力情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018年，公司期间费用为37.73亿元，相比上年度增加33.13%，占营业收入比重为9.41%，相比上年度增加0.13个百分点。

同期，公司投资收益为5.79亿元，相比上年末下降5.70%，投资收益主要来自于合作开发项目形成的收益；同期，营业外收入为0.64亿元，相比上年度增加91.41%；其他收益1.38亿元，主要为收到的政府补助；资产处置收益-0.26亿元，系公司对固定资产处置所致。

2018年，公司利润总额为30.50亿元，相比上年度增长1.95倍；净利润23.13亿元，同比增长2.72倍。

2018年，公司总资本收益率为3.56%，相比上年度增加2.31个百分点；净资产收益率为11.80%，相比上年度上升8.35个百分点。公司盈利能力有所提升。

2019年1~3月，公司营业收入为84.71亿元，同比下降25.35%，主要是由于建筑业务完工下降所致。同期，公司利润总额为7.68亿元，同比增长10.34%。

### 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流状况大幅改善，同期由于加大对联营、合营企业的投入，公司投资活动现金流仍保持大幅净流出；由于公司偿还了大量到期债务，使得公司筹资活动产生的现金流转为净流出

2018年，受益于公司房地产项目销售规模的快速增长，公司经营活动产生的现金流入规模为971.45亿元，同比大幅度增长59.87%；同期公司经营活动产生的现金流出为777.14亿元，较2017年大幅度增长21.99%，主要系公司当期购置土地规模较大及项目建设规模较大所致，经营活动产生的现金净流量194.32亿元，公司经营活动现金流情况大幅改善。

同期，公司投资活动现金流入118.23亿元，投资活动现金流出244.79亿元，均较2017年大幅下降，主要是由于公司支付及收回的投资现金均系购买/赎回理财产品，期限较短且金额较大，在本年度公司在现金流量表内将上述两部分抵销所致。投资活动现金流量净额为-126.56亿元，同比新增净流出89.22亿元，主要系公司当年对联营、合营企业的投入规模持续扩大所致。

2018年，公司筹资活动产生的现金流入446.45亿元，相比上年度增加69.78%，



主要为当期取得借款、发行债券和吸收投资所收到的现金等，筹资活动产生的现金流出为 486.80 亿元，主要系偿还债务所支付的现金，2018 年来随着公司到期债务偿还规模的增加，使得公司筹资活动产生的现金流转为净流出，规模为-40.36 亿元。

图15：公司2016年~2018年及2019年1~3月现金流情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 37.15 亿元、-0.92 亿元和 3.78 亿元。

### 偿债能力

2018 年末，公司流动比率为 121.00%，较 2017 年末下降 18.98 个百分点；速动比率为 43.91%，较 2017 年末下降 1.87 个百分点。2018 年，公司经营现金流动负债比率为 11.10%，较 2017 年末增长 13.59 个百分点。截至 2019 年 3 月末，公司货币资金期末余额 204.17 亿元，其中未受限货币资金期末余额 133.11 亿元，短期有息债务 180.13 亿元，公司账面货币资金不能完全覆盖短期有息债务。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 39.29 亿元，EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别为 0.81 倍和 14.82 倍。

截至 2019 年 3 月末，公司在各大银行的综合授信额度为 1190.53 亿元，其中已使用额度 360.45 亿元，未使用的额度为 830.08 亿元。

表13：2016年~2018年及2019年3月公司偿债能力情况

指标	2016年	2017年	2018年	2019年3月
流动比率(%)	157.68	139.98	121.00	124.63
速动比率(%)	50.85	45.78	43.91	43.79
经营现金流流动负债比(%)	-6.49	-2.49	11.10	-
EBITDA利息倍数(倍)	0.43	0.48	0.81	-
全部债务/EBITDA(倍)	31.98	32.15	14.82	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 过往债务履约情况

根据公司提供的、由中国人民银行征信管理中心 2018 年 5 月出具的《企业信用报告》，截至 2019 年 5 月 16 日，公司在过往债务履约方面存在 15 笔已还清欠息记录。

截本报告出具日，公司发行的债券及债务融资工具均按期兑付利息及本金。

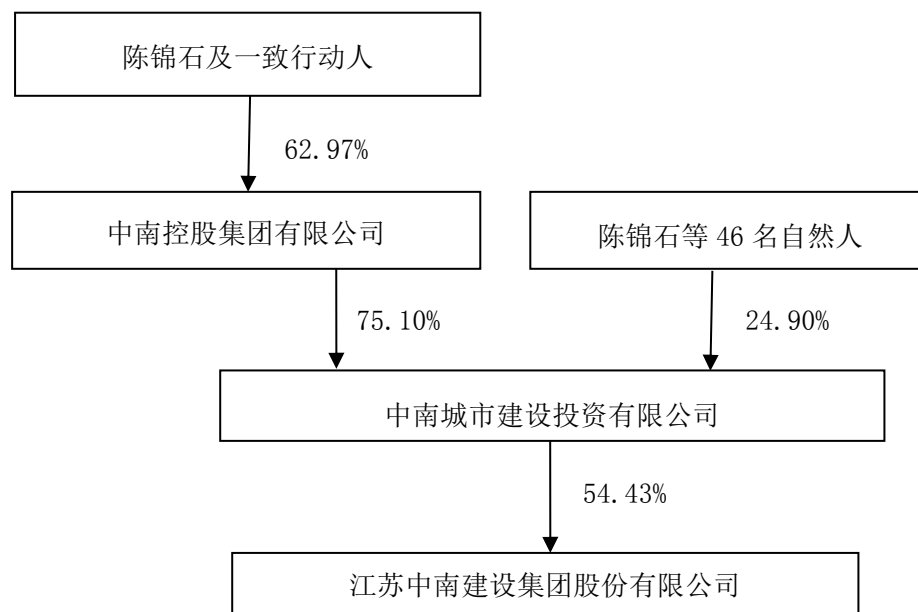
## 抗风险能力及结论

公司房地产项目开发经验丰富，跟踪期内项目布局仍主要在以江苏省为主的长三角地区，同时新进入重庆市、合肥市、南宁市等城市，项目布局进一步多元；2018 年公司合同销售金额和合同销售面积均有所增长，结算收入和平均结算价格同比增长，毛利率有所回升；跟踪期内，公司在建和拟建项目充足，土地成本相对较低，为其房地产业务持续开展提供较好支撑；2018 年，公司建筑施工业务收入及毛利润均有所提升，新签合同额保持增长，在手项目充足，为未来建筑施工业务的发展提供了较强保障；跟踪期内，公司合作开发项目规模进一步扩大，参股项目整体收益情况较好，对利润来源形成一定补充。

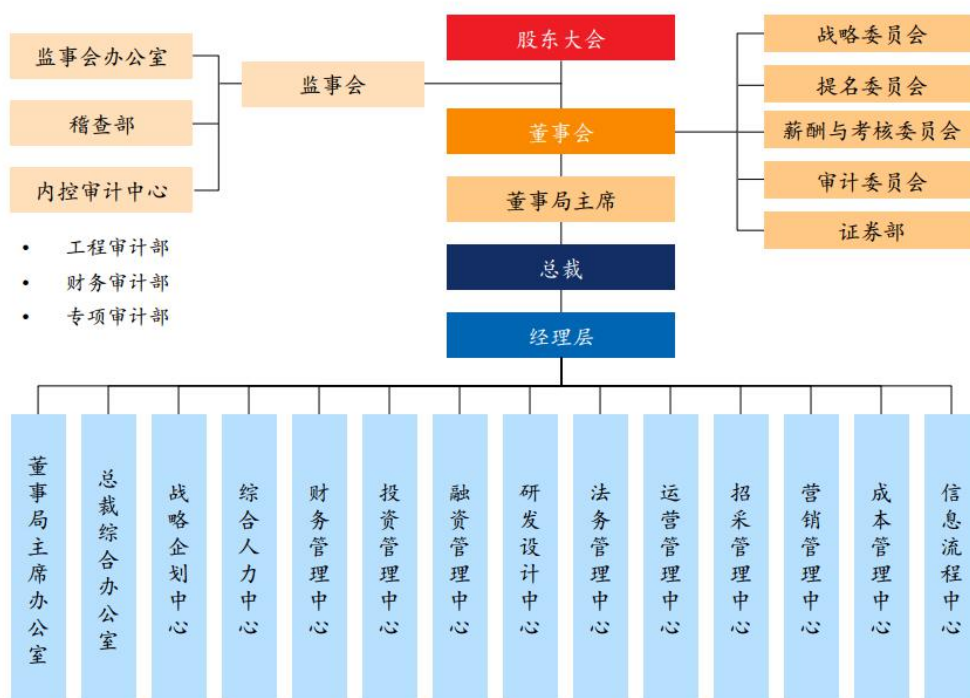
同时，东方金诚也关注到，公司房地产业务未来可售项目中部分位于三四线城市，面临一定销售去化压力；跟踪期内，公司在建和拟建房地产项目所需投资规模较大，在房地产市场政策调控背景下，未来面临一定的资金压力；跟踪期内，公司其他应收款显著增长且规模较大，存在资金占压，受限资产规模仍较大，对资产流动性和再融资能力形成不利影响；2018 年以来，公司有息债务持续增加且规模较大，债务负担依然较重，部分债务将集中于 2020 年和 2021 年到期，面临集中偿付压力。

综合考虑，东方金诚维持中南建设主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定；并维持“15 中南建设 MTN001”、“15 中南建设 MTN002”和“18 中南建设 MTN001”信用等级为 AA+。

附件一：截至 2019 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2019 年 3 月末公司组织架构图



附件三：截至 2019 年 3 月末公司房地产拟建项目情况

单位：万平方米、亿元

序号	项目名称	权益百分比	总规划建筑面积	计划总投资	截至 2019 年 3 月 未已投资	资金来源		预计投资额		
						贷款	自筹	2019 年 4~12 月	2020 年	2021 年及以后
1	佛山高明中南滨江国际	49.00%	33.43	20.00	5.04	3.17	1.88	4.53	7.12	3.30
2	梅州中南漫悦湾	100.00%	3.38	2.63	1.11	0.66	0.45	0.57	0.69	0.27
3	贵阳中南林樾	80.00%	24.20	28.00	12.85	7.93	4.92	5.54	6.23	3.39
4	淄博中南紫云集	55.00%	19.67	12.02	2.85	1.80	1.05	3.65	4.48	1.04
5	丽水中南布拉格	41.25%	23.20	20.00	9.95	6.14	3.81	3.37	4.44	2.24
6	太仓科教新城地块	30.00%	7.92	10.80	7.80	4.53	3.27	1.20	1.34	0.47
7	北京密云怡水园	100.00%	12.87	18.52	4.10	2.44	1.65	5.28	6.98	2.17
8	昆明五华区 260 亩项目	33.00%	86.64	60.78	29.38	18.27	11.11	10.69	14.81	5.89
9	镇江 2018-5-1	100.00%	1.15	1.05	0.58	0.32	0.26	0.16	0.19	0.11
10	南宁中南紫云集	100.00%	29.71	26.96	9.53	6.04	3.49	5.59	7.08	4.76
11	常州丁香路地块	24.50%	11.31	13.87	8.23	5.14	3.10	2.17	2.39	1.09
12	台州金清镇商业街	35.00%	6.20	4.75	1.83	1.12	0.71	1.09	1.43	0.41
13	临沂中南樾府二期	55.00%	8.83	9.34	5.46	3.40	2.06	1.37	1.85	0.65
14	威海环翠区项目	60.00%	11.01	9.32	4.34	2.79	1.55	1.77	2.27	0.94
15	烟台山海湾二期	100.00%	3.65	2.62	0.98	0.54	0.44	0.50	0.80	0.33
16	淄博临淄江府	40.00%	12.86	12.17	5.65	3.56	2.09	2.58	3.07	0.87
17	徐州台子河项目	60.00%	18.85	20.51	6.72	4.29	2.43	5.43	5.68	2.68
18	苏州太湖新城	100.00%	11.25	22.94	12.02	7.63	4.39	3.77	4.80	2.34
19	灌南上悦城 A4、A5	65.00%	22.48	12.04	4.44	2.80	1.64	2.55	3.74	1.31

序号	项目名称	权益百分比	总规划建筑面积	计划总投资	截至2019年3月 末已投资	资金来源		预计投资额		
						贷款	自筹	2019年4~12月	2020年	2021年及以后
20	如皋上悦城	45.00%	33.26	22.30	8.01	5.20	2.81	4.70	5.95	3.64
21	西安中南湖畔堤	51.00%	11.67	6.57	1.65	0.98	0.68	1.57	2.41	0.93
22	常德中南春溪集	100.00%	17.19	12.29	4.39	2.80	1.58	3.01	3.29	1.62
23	宁波杭州湾滨海壹号	100.00%	10.20	10.21	3.43	2.08	1.34	2.67	3.07	1.04
24	慈溪宗汉项目03青樾府(小)	40.00%	1.68	1.56	0.91	0.56	0.35	0.23	0.28	0.15
25	杭州湾康乐宜居3#地块	50.00%	13.20	9.58	4.39	2.85	1.54	1.78	2.33	1.08
26	台州椒江区章安街道漫悦湾	33.00%	22.23	18.55	10.97	6.53	4.44	2.76	3.56	1.26
27	台州开发区市府大道熙悦	45.00%	5.60	6.40	4.35	2.44	1.91	0.66	0.94	0.45
28	温州梧田新区地块	100.00%	6.00	8.53	5.74	3.52	2.22	1.06	1.20	0.53
29	温州茶白片区地块	100.00%	9.93	17.38	13.21	7.77	5.44	1.38	1.83	0.96
30	泉州鲤城地块	100.00%	9.14	8.82	4.62	3.00	1.62	1.41	1.98	0.81
31	贵阳中南海棠集	80.00%	40.02	33.82	15.86	10.31	5.55	6.32	7.79	3.85
32	惠州大亚湾地块	80.00%	5.74	4.36	1.25	0.81	0.44	1.17	1.45	0.49
33	龙口港城大道地块	51.00%	3.62	2.51	0.27	0.18	0.10	0.77	1.10	0.37
34	宝鸡迎宾大道地块	65.00%	26.33	14.73	2.21	1.44	0.77	4.54	5.50	2.48
35	杭州中南江干区锦府	100.00%	15.14	56.88	29.19	27.10	2.08	8.89	11.55	7.25
36	济南枫叶厂地块	100.00%	5.05	8.70	3.87	3.59	0.28	1.49	2.13	1.22
37	东台马佐里地块	100.00%	12.85	8.54	1.35	1.25	0.10	2.42	3.28	1.50
38	海门秀山路地块	100.00%	5.96	9.30	4.70	4.37	0.34	1.79	2.28	0.54
39	厦门翔安新区地块	100.00%	3.51	12.04	6.44	5.98	0.46	2.07	2.73	0.81
40	西安百花村地块	100.00%	50.44	75.77	22.45	20.74	1.72	18.20	21.37	13.74
41	海安市高新区地块	23.00%	14.98	11.96	6.05	3.93	2.12	2.02	2.64	1.24

序号	项目名称	权益百分比	总规划建筑面积	计划总投资	截至 2019 年 3 月 未已投资	资金来源		预计投资额		
						贷款	自筹	2019 年 4~12 月	2020 年	2021 年及以后
	合计	-	672.37	669.12	288.15	199.96	88.19	132.72	168.04	80.21

附件四：公司合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末 (未经审计)
流动资产：				
货币资金	904069.97	1426993.98	2041691.51	2441789.31
交易性金融资产	2434.14	464.95	4532.71	2606.94
应收票据及应收账款	690400.87	822556.64	965610.56	989144.25
其中：应收票据	39551.18	89403.83	109154.20	-
应收账款	650849.69	733152.81	856456.35	-
预付款项	957191.79	1054894.50	864781.66	872216.96
其他应收款	836473.33	1545836.84	2855559.55	2346727.18
存货	7413097.78	11098542.45	13500259.09	14042065.26
一年内到期的非流动资产	750.00	388.51	1000.00	1000.00
其他流动资产	137198.01	541588.61	956066.70	954153.71
流动资产合计	10941615.88	16491266.49	21189501.78	21649703.61
非流动资产：				
可供出售金融资产	5000.00	37710.00	54910.00	51378.00
长期应收款	12793.36	1000.00	650810.90	628471.93
长期股权投资	50823.98	153033.00	689342.54	689720.87
投资性房地产	118643.89	411314.44	421046.89	421046.89
固定资产	186905.36	319934.82	306889.46	310793.30
在建工程	50001.32	5952.96	4654.05	3525.18
无形资产	60568.09	60172.46	59940.33	61863.92
商誉	418.87	418.87	418.87	418.87
长期待摊费用	192534.44	14826.89	34689.87	42052.91
递延所得税资产	94240.49	110356.22	152869.80	145378.33
其他非流动资产	-	83649.33	4334.21	4334.21
非流动资产合计	771929.80	1198368.99	2379906.92	2358984.42
资产总计	11713545.67	17689635.47	23569408.70	24008688.03



附件四：公司合并资产负债表（续表）

单位：万元

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末 (未经审计)
流动负债：				
短期借款	342700.00	719324.00	1068689.20	733418.99
应付票据及应付账款	1263487.42	1609603.98	2517077.46	2517100.16
其中：应付票据	332073.49	415522.06	916589.30	-
应付账款	931413.92	1194081.91	1600488.16	-
预收款项	4004762.83	6843477.76	11012023.60	11621420.12
应付职工薪酬	72403.64	76807.65	67338.28	8390.68
应交税费	179207.24	209160.29	297727.33	290054.89
应付利息	42633.37	36920.43	-	-
应付股利	21.20	230.33	-	-
其他应付款	611141.14	1641567.43	1700384.65	1533906.47
一年内到期的非流动负债	389068.76	593584.33	732659.06	586163.84
其他流动负债	33589.12	50249.26	115792.78	80596.84
流动负债合计	6939014.72	11780925.45	17511692.36	17371052.00
非流动负债：				
长期借款	1546580.16	2669630.69	3012705.77	3536340.82
应付债券	1541072.76	1315506.03	980107.86	970319.42
长期应付款	67324.52	65993.73	40203.81	39591.66
递延收益	5982.49	8487.41	13491.53	13490.92
递延所得税负债	41.77	47468.48	51864.12	51864.12
非流动负债合计	3161001.70	4107086.33	4098373.08	4611606.94
负债合计	10100016.41	15888011.78	21610065.45	21982658.94
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本	370978.88	370978.88	370978.88	370978.88
资本公积	265426.05	264584.03	247394.87	247394.87
其他综合收益	2069.02	118063.82	116156.78	117399.69
盈余公积	26438.53	32543.94	68584.28	68584.28
未分配利润	683971.48	760868.68	936718.55	984942.11
归属母公司所有者权益合计	1348883.96	1547039.34	1739833.35	1789299.82
少数股东权益	264645.30	254584.35	219509.90	236729.27
股东权益合计	1613529.26	1801623.69	1959343.25	2026029.09
负债与股东权益合计	11713545.67	17689635.47	23569408.70	24008688.03

附件五：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月 (未经审计)
一、营业总收入	3443958.58	3055232.75	4011012.59	847083.80
其中：营业收入	3443958.58	3055232.75	4011012.59	847083.80
减：营业成本	2878663.07	2550239.19	3226487.77	640875.85
营业税金及附加	214292.62	154575.68	145362.33	25110.39
销售费用	56890.12	72410.93	96639.61	33363.53
管理费用	163932.09	176812.46	239057.43	61939.14
财务费用	38215.27	34160.74	41562.68	10883.53
资产减值损失	22756.89	25645.63	20619.95	14313.27
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	-152.25	3531.82	5324.51	-
投资收益（损失以“-”号填列）	-7428.84	61402.78	57900.91	12458.67
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-7024.85	8344.71	-	-
资产处置收益（损失以“-”号填列）	771.78	-267.86	-2635.59	75.65
其他收益	-	10227.91	13769.70	-
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	62399.22	116282.78	315642.34	73132.40
加：营业外收入	9786.56	3321.63	6357.82	6056.96
减：营业外支出	14896.86	16242.55	17006.71	2390.46
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	57288.91	103361.86	304993.45	76798.90
减：所得税	21383.95	41130.33	73738.36	24324.86
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	35904.96	62231.53	231255.09	52474.04
归属于母公司所有者的净利润	33857.24	68730.60	11945.30	48223.56
少数股东损益	2047.72	-6499.07	11945.30	4250.48

附件六：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月(未经审计)
<b>一、经营活动产生的现金流量</b>				
销售商品、提供劳务收到的现金	3772745.65	5167661.88	9022274.76	1687642.43
收到税费返还	348.03	8205.35	-	48.14
收到的其他与经营活动有关的现金	499541.54	900701.02	692267.14	1071886.06
经营活动现金流入小计	4272635.22	6076568.25	9714541.90	2759576.63
购买商品、接受劳务支付的现金	3387799.43	4885921.04	5076389.33	1866467.75
支付给职工以及为职工支付的现金	327269.01	405734.24	585650.37	127265.74
支付的各项税费	301456.66	335204.83	498101.51	171575.91
支付的其他与经营活动有关的现金	706115.05	743501.59	1611242.90	222736.55
经营活动现金流出小计	4722640.15	6370361.70	7771384.11	2388045.95
经营活动产生的现金流量净额	-450004.93	-293793.45	1943157.78	371530.68
<b>二、投资活动产生的现金流量</b>				
收回投资所收到的现金	3975574.93	4103269.19	1149544.84	24914.95
取得投资收益所收到的现金	2851.36	2948.35	8275.05	3923.06
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	882.27	5752.57	10540.96	340.53
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	-3700.92	41016.95	13948.90	100.00
收到的其他与投资活动有关的现金	-	-	-	-
投资活动现金流入小计	3975607.64	4152987.06	1182309.75	37898.52
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	56395.68	326921.43	608148.18	16858.21
投资所支付的现金	4180690.80	4091725.25	1701510.88	30230.11
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	-3815.52	107703.55	93459.13	-
支付的其他与投资有关的现金	-	-	44829.24	0.01
投资活动现金流出小计	4233270.96	4526350.23	2447947.42	47088.33
投资活动产生的现金流量净额	-257663.33	-373363.17	-1265637.68	-9189.81
<b>三、筹资活动产生的现金流量</b>				
吸收投资所收到的现金	521123.47	67803.49	33111.61	27629.06
取得借款所收到的现金	1894566.00	2343894.83	3813487.00	833357.49
发行债券收到的现金	536515.00	124400.00	430000.00	-
收到的其他与筹资活动有关的现金	170125.67	93454.37	187851.64	16074.69
筹资活动现金流入小计	3122330.15	2629552.69	4464450.25	877061.24
偿还债务所支付的现金	1693152.34	992535.00	3697427.01	723063.08
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	271750.17	359130.59	484189.86	54702.75
支付其他与筹资活动有关的现金	103388.27	288911.45	686397.36	61470.71
筹资活动现金流出小计	2068290.78	1640577.04	4868014.23	839236.54
筹资活动产生的现金流量净额	1054039.37	988975.65	-403563.97	37824.71
<b>四、汇率变动对现金的影响额</b>				
	-272.08	1726.30	-442.21	-

五、现金和现金等价物净增加额	346099.04	323545.33	273513.92	400165.58
加：年初现金等价物余额	387947.95	734046.99	1057592.32	1331106.24
六、期末现金及现金等价物余额	734046.99	1057592.32	1331106.24	1731271.82

附件七：公司主要财务指标

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月 (未经审计)
<b>盈利能力</b>				
营业利润率(%)	10.19	11.47	15.94	21.38
总资产收益率(%)	1.30	1.25	3.56	-
净资产收益率(%)	2.23	3.45	11.80	-
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	86.23	89.82	91.69	91.56
长期债务资本化比率(%)	66.16	69.19	67.23	69.06
全部债务资本化比率(%)	70.68	74.84	74.82	74.25
流动比率(%)	157.68	139.98	121.00	124.63
速动比率(%)	50.85	45.78	43.91	43.79
经营现金流负债比(%)	-6.49	-2.49	11.10	-
EBITDA利息倍数(倍)	0.43	0.48	0.81	-
全部债务/EBITDA(倍)	31.98	32.15	14.82	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.18	-0.12	0.12	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍)	-2.50	-1.92	1.39	-
<b>经营效率</b>				
销售债权周转次数(次)	-	4.04	4.49	-
存货周转次数(次)	-	0.28	0.26	-
总资产周转次数(次)	-	0.21	0.19	-
现金收入比(%)	109.55	169.14	224.94	199.23
<b>增长指标</b>				
资产总额年平均增长率(%)	-	51.02	41.85	-
净资产年平均增长率(%)	-	11.66	10.20	-
营业收入年平均增长率(%)	-	-11.29	7.92	-
利润总额年平均增长率(%)	-	80.42	130.73	-

附件八：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
<b>盈利指标</b>	
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{利润总额} \times 100\%$
<b>偿债能力指标</b>	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{全部债务}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / (\text{当年利息支出} + \text{当年应偿还的债务本金})$
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
<b>增长指标</b>	
资产总额年平均增长率	
净资产年平均增长率	(1) 2年数据: $\text{增长率} = (\text{本期} - \text{上期}) / \text{上期} \times 100\%$
营业收入年平均增长率	(2) n年数据: $\text{增长率} = \left[ (\text{本期} / \text{前}n\text{年})^{1/(n-1)} - 1 \right] \times 100\%$
利润总额年平均增长率	

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

## 附件九：主体及中期票据信用等级符号及定义

符号	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，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：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。