

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2021】316号

江苏中南建设集团股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及其“16 中南 02”、“17 中南 01”、“17 中南 02”、“20 中南建设 MTN001”、“20 中南建设 MTN002”和“21 中南 01”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，同时维持公司主体及“16 中南 02”、“17 中南 01”、“17 中南 02”、“20 中南建设 MTN001”、“20 中南建设 MTN002”和“21 中南 01”信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二一年六月二十五日



信用评级报告声明

东方金诚获悉，控股股东中国东方资产管理股份有限公司安徽分公司对江苏中南建设集团股份有限公司及其全资子公司济宁锦鸿房地产开发有限公司提供了借款服务。经审慎的内部审查，东方金诚认为上述服务与本次评级均属于独立承揽和独立作业，遵循了严格的利益冲突管理机制，未对本次评级的独立、客观、公正造成影响。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，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，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用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。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。

东方金诚国际信用评估有限公司
2021年6月25日



江苏中南建设集团股份有限公司 主体及相关债项2021年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA+/稳定	2021/6/25	AA+/稳定	谢瑞	薛梅

债项信用		
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
16 中南 02	AA+	AA+
17 中南 01	AA+	AA+
17 中南 02	AA+	AA+
20 中南建设 MTN001	AA+	AA+
20 中南建设 MTN002	AA+	AA+
21 中南 01	AA+	AA+

注:相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

主体概况	
江苏中南建设集团股份有限公司(以下简称“公司”或“中南建设”)主营房地产开发和建筑施工业务,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。	

评级模型			
1.基础评分模型			
一级指标	二级指标	权重(%)	得分
企业规模	资产总额	15.00	15.00
	合同销售金额	15.00	15.00
市场竞争力	土地储备及区域多样性	12.50	9.38
	业态多样性	2.50	2.50
盈利能力和运营效率	预收账款/营业收入	10.00	10.00
	净资产收益率	7.50	6.81
	净利润	10.00	9.29
	存货周转率	2.50	2.28
债务负担和保障程度	剔除预收账款的资产负债率	10.00	4.13
2.基础模型参考等级			AA+
3.评级调整因素			-
4.主体信用等级			AA+

注:最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定,可能与评级模型输出结果存在差异。

评级观点

公司房地产项目仍主要布局于以江苏省为主的经济发达的长三角地区二线及三四线城市,具有很强的竞争实力;公司实行高周转开发运营模式,2020年合同销售金额及面积均显著增长;公司建筑施工业务2021年3月末在手合同金额为802.53亿元,可为业务发展提供一定的支撑;合营房地产开发项目合作方多为全国性大型房地产企业,2020年实现投资受益42.90亿元,对利润来源形成一定补充。另一方面,公司房地产及建筑施工项目在建、拟建项目及拿地所需资金规模仍较大,未来面临较大的资金筹措压力;未来房地产可售面积一般,面临补库存压力,其中部分弱三四线城市项目未来面临的销售去化压力将加大;公司合作开发项目增多导致少数股东权益及其他应收款显著增长且规模较大,存在资金占用,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;跟踪期内,公司有息债务继续增加且规模仍较大,存在一定体量的表外债务,债务负担仍较重。

综合分析,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,维持“16 中南 02”、“17 中南 01”、“17 中南 02”、“20 中南建设 MTN001”、“20 中南建设 MTN002”和“21 中南 01”的信用等级为AA+。

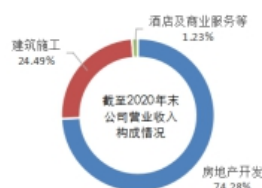
同业比较

项目	中南建设	四川新希望	建业住宅	厦门禹洲鸿图	融侨集团
资产总额(亿元)	3592.53	1500.42	1437.59	1436.62	1161.83
营业收入(亿元)	786.01	220.44	304.96	382.17	83.88
净资产收益率(%)	16.14	13.14	8.78	19.27	0.61
净利润(亿元)	78.04	45.27	28.42	33.51	1.35
存货周转率(次)	0.37	0.54	0.37	0.43	0.15
剔除预收账款的资产负债率(%)	79.76	68.20	66.55	75.67	76.85

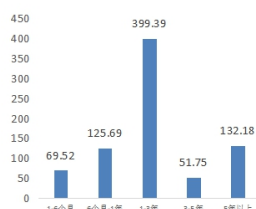
注:以上企业最新主体信用等级均为AA+/稳定,数据来自各企业公开披露的2020年数据,东方金诚整理。

主要指标及依据

2020 年收入构成



2021 年 3 月末债务期限结构(亿元)



主要数据和指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额 (亿元)	2356.94	2905.71	3592.53	3602.38
所有者权益 (亿元)	195.93	268.23	483.63	505.21
全部债务 (亿元)	582.12	705.92	799.01	778.53
营业总收入 (亿元)	401.10	718.31	786.01	143.49
应付票据 (亿元)	91.66	109.99	107.72	128.58
利润总额 (亿元)	30.50	61.55	105.17	12.26
经营性净现金流 (亿元)	194.32	81.96	84.67	18.54
营业利润率 (%)	15.94	14.13	14.80	18.03
资产负债率 (%)	91.69	90.77	86.54	85.98
流动比率 (%)	121.00	116.64	118.41	119.29
剔除预收账款后的资产负债率 (%)	84.40	83.96	79.76	78.63
净负债率 (%)	192.90	168.45	97.27	-
现金短债比 (倍)	1.13	1.05	1.41	-
全部债务/EBITDA (倍)	14.82	9.44	6.76	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.81	1.14	1.71	-

注：表中数据来源于公司 2018 年~2020 年的审计报告及 2021 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。根据公司提供资料，公司应付票据无息，故未体现在全部债务中。

优势

- 公司房地产项目仍主要布局于以江苏省为主的经济发达的长三角地区二线及三四线城市，跟踪期内公司新进入中山、莆田、江门、淮南等城市，覆盖全国 86 个地级市，仍具很强竞争实力；
- 跟踪期内，公司借助自身的建筑开发及去化管理等优势实行高周转开发运营模式，2020 年合同销售金额及面积均显著增长；
- 公司建筑施工业务在江苏省房屋建筑施工市场仍具有较强竞争力，2021 年 3 月末在手合同金额为 802.53 亿元，可为业务发展提供一定的支撑；

关注

- 公司房地产及建筑施工项目在建、拟建项目及拿地所需资金规模仍较大，未来面临较大的资金筹措压力；
- 公司未来可售面积一般，面临补库存压力，其中部分弱三四线城市项目未来面临的销售去化压力将加大；
- 公司合作开发项目增多导致少数股东权益及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；
- 跟踪期内，公司有息债务继续增加且规模仍较大，存在一定体量的表外债务，债务负担仍较重。

评级展望

公司评级展望为稳定。公司房地产业务未来可售面积一般，面临补库存压力，但借助自身的建筑开发及去化管理等优势实行高周转开发运营模式，去化及销售回款率保持较高水平，土地成本相对较低，同时建筑施工业务期末在手订单充足，有利于保持公司较高的收入规模及利润总额。

评级方法及模型

《东方金诚房地产企业评级方法及模型 (RTFC010202011)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA+/稳定	AA+	2021-1-18	赵一统、王伟	《东方金诚房地产企业评级方法》(2020年11月)	阅读原文
AA+/稳定	AA+	2014-12-22	朱林、聂风娜	《东方金诚房地产企业评级方法》(2014年5月)	阅读原文

注：自2014年12月22日（首次评级）至2021年1月18日（最新评级），中南建设主体信用等级未发生变化，均为AA+/稳定。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额(亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
16 中南 02	2020/06/19	12.00	2016/07/27-2021/07/27	无	无
17 中南 01	2020/06/19	10.00	2017/12/14-2022/12/14	无	无
17 中南 02	2020/06/19	5.00	2017/12/28-2022/12/28	无	无
20 中南建设 MTN001	2020/06/19	12.00	2020/6/23-2024/6/23	无	无
20 中南建设 MTN002	2020/08/12	18.00	2020/8/26-2024/8/26	无	无
21 中南 01	2021/01/18	10.00	2021/3/17-2025/3/17	无	无

注：跟踪债项中，“16 中南 02”“17 中南 01”“17 中南 02”所附加条款均已过行权日。“20 中南建设 MTN001”、“20 中南建设 MTN002”和“21 中南 01”均附第 2 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。

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 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期) (以下简称“16 中南 02”)、江苏中南建设集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期) (以下简称“17 中南 01”)、江苏中南建设集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期) (以下简称“17 中南 02”)、江苏中南建设集团股份有限公司 2020 年度第一期中期票据 (以下简称“20 中南建设 MTN001”)、江苏中南建设集团股份有限公司 2020 年度第二期中期票据 (以下简称“20 中南建设 MTN002”) 和江苏中南建设集团股份有限公司 2021 年度第一期公司债 (以下简称“21 中南 01”) 跟踪评级安排, 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 2020 年度经审计的合并财务报告、2021 年 1~3 月未经审计的合并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业务, 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)。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¹, 成为第一大股东。2009 年 7 月 8 日, 金牛股份变更为现名。2016 年 4 月 20 日, 公司非公开发行股票 31607.63 万股, 总股本增至 148391.55 万股。后经过配股及期权激励分配, 截至 2021 年 3 月末, 公司股本为 382543.14 万股, 控股股东中南城建持股 53.80%, 实际控制人为自然人陈锦石, 股权结构图详见附件一。截至 2021 年 6 月 23 日, 控股股东中南城建持有的公司 53.78% 的股份, 其中已质押 135974.44 万股, 占公司总股份的 35.53%, 占持有股份的 60.07%, 股份质押率较高。

跟踪期内, 公司仍主要从事房地产开发、建筑施工等业务, 辅以酒店及商业服务等业务。房地产项目主要集中在江苏省和山东省, 在苏州、南京、南通、镇江、盐城均具有较高的市场占有率。截至 2020 年末, 项目覆盖全国 86 个城市 (地级市), 其中未售项目主要布局在二线和三四线城市, 权益未售建筑面积占比分别为 38.71% 和 61.29%, 以南通市、苏州市、镇江市和盐城市等为主的长三角城市占比 41.20%。根据克而瑞研究中心公布的《2020 年中国房地产企业销售排行榜》, 2020 年公司全口径销售金额 2232.1 亿元, 位列第 17 位; 权益销售金额 1408.1 亿元, 位列第 17 位。公司建筑施工业务以房屋建筑工程和市政公用工程为主, 建筑施工资质较为完备, 拥有房屋建筑施工总承包特级以及市政公用工程总承包一级等总承包资质以

¹ 股份占比为 29.95%。

及建筑装修装饰工程专业承包一级、建筑机电安装工程专业承包一级等专业承包资质。公司累计获得国家建筑业最高奖项“鲁班奖”19项，“詹天佑”奖7项，是江苏省竞争力很强的施工企业之一，在江苏省房屋建筑施工市场具有较强竞争力。

截至2021年3月末，公司资产总额3602.38亿元，所有者权益505.21亿元，资产负债率为85.98%。2020年及2021年1~3月，公司实现营业总收入分别为786.01亿元和143.49亿元，利润总额分别为105.17亿元和12.26亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

“16 中南 02”

经证监许可【2015】3169号文核准，公司于2016年7月面向合格投资者公开发行12亿元公司债券，债券简称“16 中南 02”，票面利率为6.0%，起息日为2016年7月27日，到期日为2021年7月27日，附2019年7月27日和2020年7月27日上调票面利率选择权和投资者回售选择权；每年付息1次，到期一次性还本。截至本报告出具之日，公司已按时支付到期的利息，尚未到本金偿付日。截至本报告出具日，债券余额11.34亿元。

“17 中南 01”

经证监许可【2015】3169号文核准，公司于2017年12月面向合格投资者公开发行10亿元公司债券，债券简称“17 中南 01”，票面利率为7.50%，起息日为2017年12月14日，到期日为2022年12月14日，附2020年12月14日上调票面利率选择权和投资者回售选择权；每年付息1次，到期一次性还本。跟踪期内“17 中南 01”回售9990000张，截至本报告出具日，债券余额0.01亿元。

“17 中南 02”

经证监许可【2015】3169号文核准，公司于2017年12月面向合格投资者公开发行5亿元公司债券，债券简称“17 中南 02”，票面利率为7.60%，起息日为2019年12月28日，到期日为2021年12月28日，附2019年12月28日上调票面利率选择权和投资者回售选择权；每年付息1次，到期一次性还本。跟踪期内，截至本报告出具之日，尚未到首期利息兑付日和本金偿付日。上述债券的募集资金在扣除发行费用后已全部用于偿还金融机构借款。截至本报告出具日，债券余额2.89亿元。

“20 中南建设 MTN001”

经中市协注【2020】MTN205号文核准，公司于2020年6月发行12亿元中期票据，票据简称“20 中南建设 MTN001”，票面利率为7.20%，起息日为2020年6月23日，到期日为2024年6月23日，每年付息1次，到期一次性还本；发行期限4年，附第2年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。截至本报告出具之日，“20 中南建设 MTN001”已全部用于归还银行间市场债务融资工具借款，公司已按时支付到期的利息。

“20 中南建设 MTN002”

经中市协注【2020】MTN205号文核准，公司于2020年8月发行18亿元中期票据，票据

简称“20 中南建设 MTN002”，票面利率为 7.20%，起息日为 2020 年 8 月 26 日，到期日为 2024 年 8 月 26 日，每年付息 1 次，到期一次性还本；发行期限 4 年，附第 2 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。截至本报告出具之日，“20 中南建设 MTN002”已全部用于归还银行间市场债务融资工具借款，目前尚未到首次利息兑付日及本息偿债日。

“21 中南 01”

经证监许可【2020】2112 号文核准，公司于 2021 年 3 月面向合格投资者公开发行 10 亿元公司债券，债券简称“21 中南 01”，票面利率为 7.30%，起息日为 2021 年 3 月 17 日，到期日为 2025 年 3 月 17 日，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；每年付息 1 次，到期一次性还本。截至本报告出具之日，尚未到首期利息兑付日和本金偿付日。截至本报告出具之日，“21 中南 01”已全部用于归还到期债券，目前尚未到首次利息兑付日及本息偿债日。

宏观经济和政策环境

在低基数和经济修复作用下，2021 年一季度 GDP 增速大幅冲高，短期内物价呈抬头之势

一季度 GDP 同比增速达到 18.3%，两年复合增速为 5.0%，整体上延续了去年二季度以来的稳健修复势头，但距疫情前 6.0% 的增长水平仍有一定差距。一季度经济增长结构改善，原有的“生产强、消费弱”局面有所改观，商品和服务消费加速，而工业生产已过修复高峰点，其中 3 月出现明显减速迹象。另外，疫情受到稳定控制后，一季度服务业生产和消费正在迅速复苏。预计二季度 GDP 增速将回落至 8.0% 左右，两年复合增长率则升至 5.5%，消费将成为拉动经济增长的主要动力。值得注意的是，受前期国际大宗商品价格剧烈上升影响，3 月 PPI 同比达到 4.4%，CPI 同比转正上行。我们判断，二季度物价将延续较快上涨势头。不过，考虑到下半年国际大宗商品价格大幅续升的可能性不大，本轮物价上涨或仅为短期现象。

二季度宏观政策不会因通胀抬头而明显收紧，货币政策将延续“紧信用、稳货币”格局，今年财政政策力度温和下调

近期物价上升势头引发监管层关注，但考虑到国内经济修复基础尚需进一步夯实，加之外部不确定性较大，宏观政策整体上将延续“不急转弯”基调。这意味着短期内加息升准的可能性很小，二季度市场利率将继续围绕政策利率小幅波动。在货币投放方面，今年稳定宏观杠杆率目标明确，M2 和社融增速在 3 月恢复回落势头，预计年末这两项指标将分别下调 1 到 2 个百分点，信贷投放中“有保有压”的结构性特征将进一步凸显。2021 年目标财政赤字率和新增地方政府专项债规模降幅较小，对小微企业的定向减税措施加码。今年首次提出降低政府杠杆率目标，地方政府隐性债务将受到更严格管控，部分弱质平台信用风险值得关注。

行业分析

公司主要从事房地产开发和建筑施工业务，所属行业分别为房地产行业 and 建筑行业。

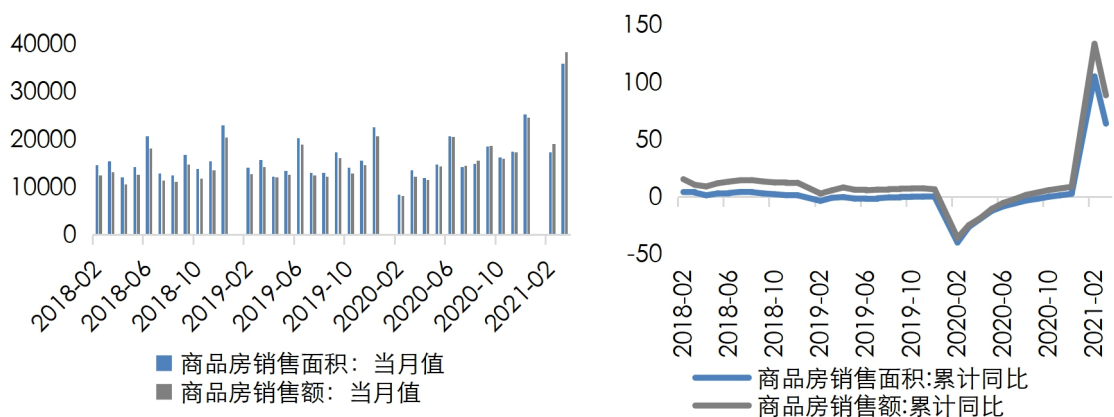
房地产行业

国内房地产长效机制趋势确定，预计 2021 年在置业人口触顶、居民杠杆趋稳、城镇化和都市圈推进、抗全球通胀属性等影响下，销售面积持平或微增

2020 年，疫情对房地产行业销售及回款均产生不利影响，但随着国内疫情好转复工深化，供需双向改善助力销售修复，全年商品房销售面积为 17.61 亿平方米，累计同比增长 2.6%，累计增速同比增加 2.7 个百分点；商品房销售额 17.36 万亿元，累计同比增长 8.7%，累计增速同比增加 2.2 个百分点。同期，商品房销售均价为 9859.5 元/平方米，总体呈小幅上涨态势。2021 年 1~3 月，国内商品房销售面积 3.60 亿平方米，同比增长 63.8%，较 2019 年同期增长 20.7%；商品房销售金额 3.84 万亿元，同比增长 88.5%，较 2019 年同期增长 41.9%，疫情恢复后需求端显著向好，一是源于去年疫情基数低，且受到多地政府“就地过年”号召以及多数售楼处春节期间“不打烊”影响；二是在融资政策收紧前，地产开发资金来源、按揭超预期，有利于项目推盘销售；此外，国际疫情不确定下，中国房地产抗通胀保值的属性增强。

预计 2021 年，随着国内疫情的影响减弱，政策维稳、都市圈发展提速及需求回补将支撑房地产销售增速，同时“三道红线”影响下，房企将以销售回款作为降低杠杆和业务扩张的主要动力，短期内加快推盘回款以降低项目建设及土地购置对外部融资的依赖程度；但另一方面，棚改货币化渐弱、置业人口触顶下滑影响下，销售增速将受到一定抑制。总体来看，2021 年销售面积预计持平或微增。

图表 1 全国商品房销售情况（万平方米、亿元、%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

2020 年房地产开发投资保持较强韧性，预计 2021 年在信贷资金严格管控及房企降杠杆、建安及拿地支出增速放缓下，投资增速高位趋缓

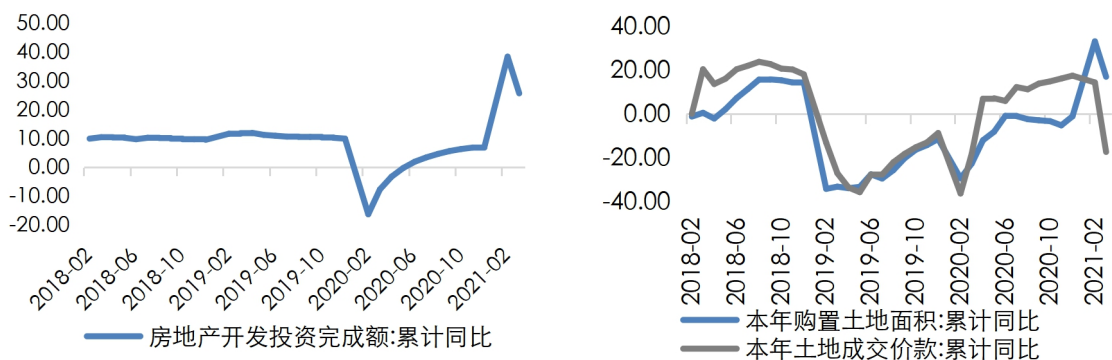
2020 年，疫情对房地产行业短期内新开工及施工进度、政府土地供应等产生不利影响，制约行业投资增速，随着国内房地产项目有序复工，上半年宽信用下房企到位资金降幅收窄，土地市场供需端均体现回暖态势，新开工及补库存积极，施工保持增长，对房地产开发投资规模实现了拉动，全年国内房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，同比增长 7.00%，累计增速同比下降 2.90 个百分点。2021 年 1~3 月，国内房地产开发投资额 2.76 万亿元，同比增长 25.6%，系推盘节奏加快带动房企新开工节奏，对投资产生了显著拉动，同时去年同期基数较低所致。

一季度房企到位资金改善明显，2021 年 1~3 月，房地产开发企业到位资金 4.75 万亿元，

累计同比增长 41.1%，较 2019 年同期增长 21.9%。其中，国内贷款、自筹资金、定金及预收款分别为 0.7 万亿元、1.3 万亿元和 1.8 万亿元，累计同比增速分别为 7.5%、21.0%和 86.1%，外部融资依然是房企投资资金的重要来源，但在房企融资规模逐年增长、债务负担有所增加的背景下，对于房地产企业融资渠道和融资规模的监管趋严，或将对房地产企业融资产生不利影响。

预计 2021 年，作为链接国内大循环的关键齿轮，在房企销售回款回暖及补库存需求带动下，同时新开工及施工进度将有所加快，对投资规模产生支撑；但另一方面，融资管理的长效机制对房地产投资影响将较为显著，融资收紧将抑制房企拿地意愿、拿地能力及建安投资等，土地市场预计将出现降温，整体溢价率有望下行，将对投资增速的持续高增长形成拖累。总体来看，2021 年房地产开发投资增速将高位趋缓。

图表 2 全国房地产开发投资及土地购置情况 (%)



数据来源：Wind，东方金诚整理

建筑行业

受益于国家逆周期调节政策的持续加码，2020 年建筑业累计签订合同额及新签合同额均同比保持了较快增长，预计 2021 年国内建筑行业需求将趋于平稳

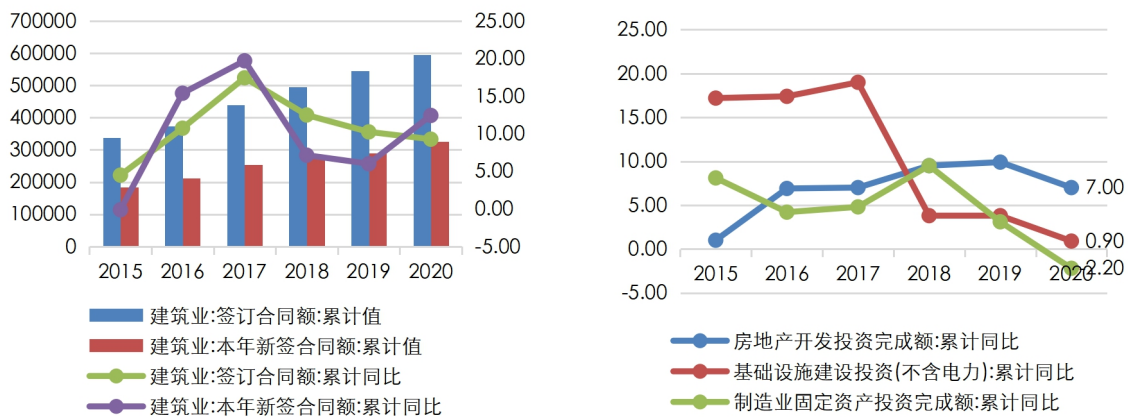
2020 年我国建筑业累计签订合同额和新签合同额分别为 59.56 万亿元和 32.52 万亿元，累计值同比分别增长 9.27%和 12.43%，增速较三季度均继续改善，其中新签合同额增速较去年加快了 6.43 个百分点。

建筑行业下游需求主要受房地产、基建及制造业等固定资产投资影响。为应对疫情对国内经济造成的短期冲击，国家逆周期调节政策持续加码，我国建筑行业下游投资需求持续修复，其中，2020 年全国基建投资（不含电力）累计同比增长 0.90%，较 1-11 月下滑 0.1 个百分点，较去年下降 2.90 个百分点，增速不及预期；房地产开发投资同比增长 6.30%，增速较 1-11 月加快 0.20 个百分点，较去年下滑 2.90 个百分点；制造业投资完成额累计同比下降 2.20%，下滑幅度较 1-11 月继续收窄 1.30 个百分点。

2020 年四季度我国 GDP 增速超预期，四季度宏观政策逆周期调节对冲力度已出现边际收敛态势。在十四五弱化经济增长速度指标的背景下，预计 2021 年国家财政、货币政策将逐步回归常态化，基建、地产投资平稳增长，国内建筑行业需求将趋于平稳。其中，2021 年基建投资增速难有较大上升空间，预计与 2020 年增速基本持平；受地产三条红线及《房地产贷款集中度

管理要求》等因素影响，房地产投资增速可能小幅放缓。

图表 3：我国建筑业合同额、房地产开发及基建投资情况（单位：亿元、%）

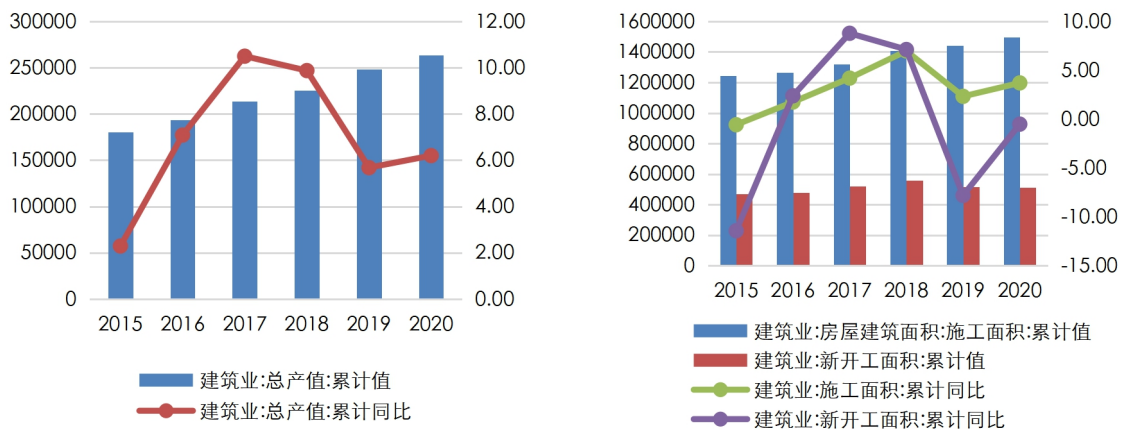


数据来源：Wind，东方金诚整理

2020 全年建筑业总产值增速已超去年全年水平，预计 2021 年基建投资的平稳增长及房地产投资的较强韧性使得建筑业总产值保持稳定

2020 年我国建筑业实现总产值 26.39 万亿元，累计同比增长 6.20%，增速较前三季度继续提高 2.80 个百分点，比去年全年加快 0.52 个百分点。

图表 4：我国建筑业总产值、新开工及施工面积情况（单位：亿元、万平方米、%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

从建筑业施工和新开工面积情况来看，2020 年建筑业施工面积累计同比增长 3.70%，增速较前三季度继续加快 2.90 个百分点，较去年全年提高 1.38 个百分点；新开工面积累计同比下降 0.52%，新开工面积下滑幅度较三季度继续收窄 2.72 个百分点，2020 年建筑业施工及新开工面积情况已大幅改善。

受益于 2020 年建筑业新签合同额增长较快，建筑企业在手合同额较充足，未来国内建筑行业需求趋于平稳，其中 2021 年基建投资的平稳增长及房地产投资的较强韧性仍为建筑业务发展提供较强支撑，预计 2021 年我国建筑业总产值将保持稳定。

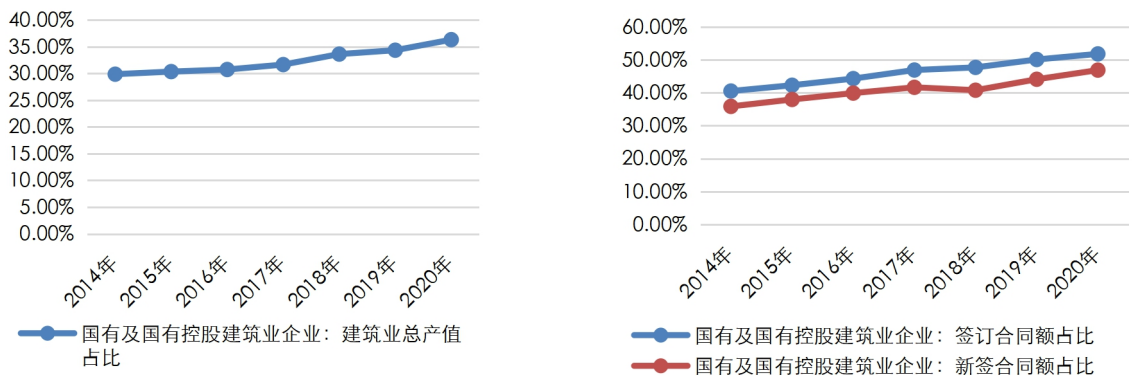
2020年国有及国有控股建筑企业市场占有率持续提升，建设工程企业资质管理制度改革方案的正式发布实施使得未来行业集中度进一步提高

我国建筑业市场化程度较高，建筑企业数量众多，截至2020年末共有建筑企业11.67万家，同比增长12.44%。2019年末，建筑企业中拥有总承包特级资质的企业个数为640家。

近年来我国建筑行业集中度逐年提高，受益于供给侧改革的持续深入及建筑行业EPC商业模式的推广，优质大型企业资金、技术优势更加凸显，建筑央企、地方国企及民企龙头企业凭借资质较高、融资途径畅通，市场份额持续提升。2020年我国国有及国有控股建筑企业建筑业总产值占全行业建筑业总产值的比例上升至36.34%，占比较2019年提高1.97个百分点；国有及国有控股建筑企业累计签订合同额和新签合同额占比分别为51.81%和46.88%，占比较2019年分别提高1.70和2.78个百分点。

2020年11月，《住房和城乡建设部关于印发建设工程企业资质管理制度改革方案的通知》（建市[2020]94号）发布，建筑市场准入限制将进一步放宽，其中将施工总承包企业特级资质调整为施工综合资质，可承担各行业、各等级施工总承包业务，拥有总承包特级资质的企业将获得更大优势。同时，十四五阶段以装配式建筑为主的绿色建筑将成为重中之重，科技和制造实力将成为重要的竞争要素，预计未来大型国有建筑企业凭借较强的资金、技术及科技实力市场份额将持续提升，行业集中度进一步提高。

图表5：我国国有及国有控股建筑企业建筑总产值及合同额占比情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

业务运营

经营概况

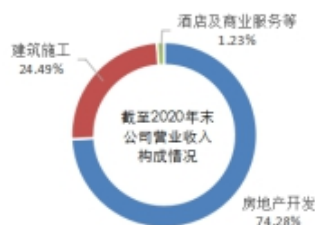
房地产开发和建筑施工业务仍是公司收入和毛利润的主要来源，跟踪期内，公司主营业务收入和毛利润继续保持增长，毛利率水平小幅提升

公司主要从事房地产开发及建筑施工业务，辅以酒店及商业服务等业务，房地产开发业务仍是公司收入和毛利润的最主要来源。2020年，公司营业总收入786.01亿元，其中主营业务收入776.99亿元。受益于房地产项目结转收入的提升，公司主营业务收入和毛利润继续保持增

长，综合毛利率同比增长 0.20 个百分点，主要系当期结转的房地产项目毛利较高所致。

图表 6 公司主营业务收入构成及毛利润、毛利率情况² (单位: 亿元、%)

类别	2018 年		2019 年		2020 年		2021 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	270.78	68.31	511.27	71.71	577.12	74.28	115.25	81.10
建筑施工	116.55	29.40	190.47	26.71	190.28	24.49	26.11	18.37
酒店及商业服务等	9.07	2.29	11.24	1.58	9.59	1.23	0.74	0.52
合计	396.40	100.00	712.98	100.00	776.99	100.00	142.10	100.00
	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	60.84	22.47	90.50	17.70	110.46	19.14	27.94	24.24
建筑施工	13.51	11.59	21.26	11.16	16.46	8.65	2.24	8.58
酒店及商业服务等	-0.08	-0.86	6.18	54.98	3.13	32.62	0.25	33.78
合计	74.27	18.74	117.94	16.54	130.05	16.74	30.43	21.41



数据来源：公司提供，东方金诚整理

房地产开发

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，业态多元，项目仍主要布局在以江苏省为主的长三角地区的二线及三四线城市，跟踪期内，公司新进入中山、莆田、江门、淮南、宣城、普洱等城市，覆盖全国 86 个地级市，仍具很强竞争实力

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。近年来，公司持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。2020 年，新进入中山、莆田、江门、淮南、宣城、普洱等城市，业务布局更加完善。截至 2020 年末，公司房地产项目覆盖全国 86 个地级市，项目布局多元化。公司未售项目主要布局在二线³及三四线城市，权益未售建筑面积占比分别为 40.88%和 59.22%，其中以南通市、苏州市、镇江市和盐城市等为主的长三角城市占比 41.20%。

公司产品业态多元，形成了“悦”、“集”、“府”等系列品牌，销售对象分别针对于首次置业、首次改善以及再次改善，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。

跟踪期内，公司借助自身的建筑开发及去化管理等优势实行高周转开发运营模式，合同销售金额及销售面积均显著增长，销售回款率小幅下降但仍保持较高水平

跟踪期内，受益于增长的市场需求和成熟的项目选址及去化策略以及自身的建筑开发优势，代建工程项目进度可控，2020 年平均开盘时间 7.1 个月，同比增长 0.4 个月，公司实行的高周转开发运营模式保持良好效果，合同销售金额和合同销售面积继续显著增长。同时，受公司加

² 因四舍五入，存在一定位数差异。

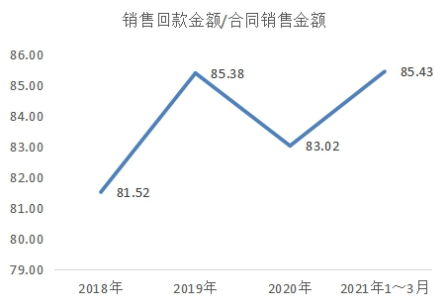
³ 公司二线城市统计口径为所有省会城市和计划单列市。

大房地产项目合作开发力度影响，权益销售金额总体占比有所下降，2020年占比为60.44%，同比下降2.07个百分点。此外，2020年公司平均销售价格为13280.96元，平均销售价格有所增长。

销售回款方面，2020年，公司并表口径销售回款与合同销售金额比例为83.02%，同比减少2.36个百分点，回款小幅下降但仍保持较高水平。

图表7 公司房地产开发业务合同销售情况（单位：亿元、万平方米、元/平方米、倍）

	2018年	2019年	2020年	2021年 1~3月
合同销售金额（全口径）	1466.07	1960.51	2238.3	484.18
其中：权益销售金额	944.26	1225.49	1352.88	286.91
合同销售面积（全口径）	1144.37	1540.74	1685.3	351.49
其中：权益合同销售面积	764.80	978.01	1007.83	211.29
平均销售价格	12811.15	12724.47	13280.96	13775.27
合同销售金额（并表口径）	955.54	852.81	940.48	215.43
销售回款金额	778.94	728.16	780.80	184.05



资料来源：公司提供，wind、东方金诚整理

分销售区域看，2020年以来，公司在以南通、宁波、杭州和苏州等二线及三四线城市为代表的长三角经济区销售金额占比较高，2020年，公司销售金额中长三角、环渤海、中西部及珠三角占比分别为61.29%、11.45%、20.70%和6.56%。

公司形成了较为成熟的项目选址及去化策略。首先，公司在进入城市能级上的选择一般为二线以上的核心城市及处于核心城市群的内生性三四线城市，如苏州、宁波、杭州、西安、青岛、常熟、嘉兴、临沂、徐州等。这些城市大部分都是人口净流入、产业集中、配套完善，部分城市（如临沂、徐州）仍存在一定发展潜力。其次，公司产品区位以城市的较核心地段为主，产品的类型保证了投资和建设周期相对较短、地段的选择保证了公司销售去化速度较快。同时，公司内部部分成了20多个区域，进行良性竞争，在土地开发上以售定投，即每一期会通过各区域当期的销售情况，决定各个区域新拿地的额度。年底会用销售、回款、利润等指标来进行区域之间的考核，将表现较差的区域合并给表现较好的区域，提升人均效能，形成一个较为良性的循环，促进公司提高周转率、利润率和回款率等。最后，公司在长三角及山东区域深耕多年，在土地成本、五证获取时间、沟通较为合理的销售备案价等方面保有一定优势，维持这些地区的高周转。

图表 8 公司房地产项目分区域及城市全口径合同销售金额及未售面积情况 (单位: 亿元、万平方米、%)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

2021 年 1~3 月份累计合同销售金额约 484.18 亿元, 同比增长 124.3%; 累计销售面积约 351.5 万平方米, 同比增长 114.8%, 主要由于去年疫情基数低。4 月及 5 月单月合同销售金额分别为 201.10 亿元和 201.50 亿元, 分别同比增长 29.1%和 8.8%。

公司在建及拟建项目去化情况较好, 但未来可售面积一般, 面临补库存压力, 同时剩余可售面积中部分弱三四线城市项目面临一定销售去化及回款的压力

公司未售项目分布广泛, 主要集中于南通、苏州、镇江以及盐城 等二线及三四线城市为代表的长三角区域, 同时剩余可售面积中部分弱三四线城市项目未来面临的销售去化及回款的压力将加大。2020 年, 公司全口径已完工项目和在建项目的去化率分别为 98.60%和 65.96%。

截至 2020 年末, 公司房地产项目全口径剩余可售面积合计 2422.81 万平方米, 权益剩余可售面积合计 1479.72 万平方米, 全口径剩余货值合计 3316.15 亿元, 权益口径剩余货值合计 1956.37 亿元, 按照公司 2020 年销售面积来看, 仅供销售 1 年左右。

房地产项目业态以住宅为主。公司在建项目和已完工项目共计 426 个, 主要集中在江苏、山东、浙江、安徽等 21 个省、自治区及直辖市, 包括成都、佛山、福州、杭州、合肥、苏州、宁波、南通等城市, 仍以江苏省内南通市、常熟市、镇江市和盐城市等经济发达地区三四线城市为主。在建项目和已完工项目全口径剩余可售面积合计 1880.13 万平方米, 权益剩余可售面积 1210.04 万平方米, 分布在国内 82 个城市, 集中于南通、重庆、苏州等二线及三四线城市为代表的长三角区域, 全口径未售面积占比分别为 6.20%、3.39 和 2.91%, 权益未售面积占比分别为 6.30%、3.31%和 2.80%⁴。

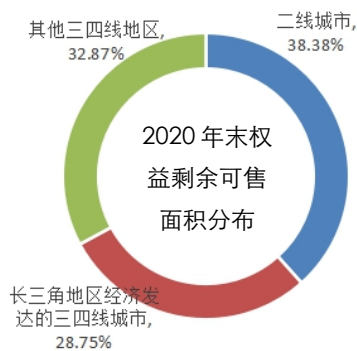
截至 2020 年末, 公司在建项目平均楼面地价为 3992.40 元/平方米, 同期末各楼盘平均销售价格为 13201.12 元/平方米, 较低的楼面地价为公司的盈利提供了一定保障。公司在建及已

⁴ 根据公司提供数据。

完工项目权益剩余可售面积中 38.38%位于二线城市、28.75%位于长三角地区经济发达的三四线城市，32.87%位于其他三四线地区⁵，在当前房地产市场调控的环境下，亳州、阜阳及潜江等部分弱三四线城市项目未来面临的销售去化压力将加大。

截至 2020 年末，公司全口径拟建项目合计 42 个，规划建筑面积合计 555.77 万平方米，权益规划建筑面积 278.19 万平方米，分布在国内 27 个城市，以三四线城市为主，其中一线、二线和三四线城市的权益规划建筑面积占比分别为 4.63%、34.34%和 61.04%，分具体城市看，公司拟建项目中位于临沂、南宁、昆明、淮安和南通的权益规划建筑面积占比分别为 16.47%、9.00%、7.46%、6.35%和 5.02%。

图表 9 公司全口径房地产项目可售情况及项目施工进度情况（单位：万平方米）



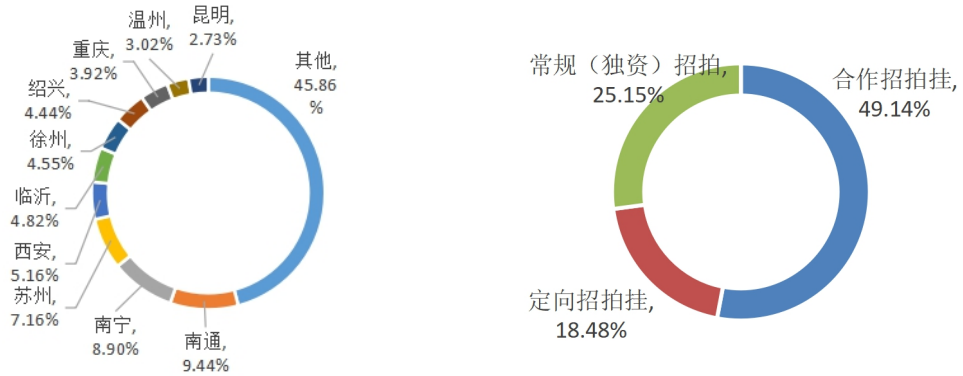
类别	全口径剩余可售面积	权益剩余可售面积
在建项目	1843.68	1185.45
已完工项目	36.45	24.59
拟建项目	542.68	269.68
合计	2422.81	1479.72

数据来源：公司提供，东方金诚整理

土地获取方面，在两集中背景下，土储溢价率较高，公司拿地策略谨慎，近年来补库存需求较大。2020 年，公司土地获取力度有所加大，但仍低于当期销售面积。2020 年土地获取方式为以合作招拍挂、常规（独资）招拍挂及定向招拍挂形式为主，占比分别为 49.14%，25.15%和 18.48%。

2020 年，公司新增土储全口径规划建筑面积为 1522.89 万平方米，同比增加 54.03%，占全口径销售面积约 90.36%；权益规划建筑面积为 835.52 万平方米，同比增加 23.57%，占权益口径销售面积约 82.90%。公司用于新增土储支付的全口径土地款项为 761.72 亿元，同比增加 46.75%；权益土地款 429.36 亿元，同比增加 14.78%，为公司权益销售金额的 32.48%。2020 年新增土储的平均楼面地价为 5001.81 元/平方米，同比下降 4.72%；同期，公司平均合同销售价格为 13280.96 元/平方米，较上年变化不大。

⁵ 根据提供资料。



数据来源：公司提供，东方金诚整理

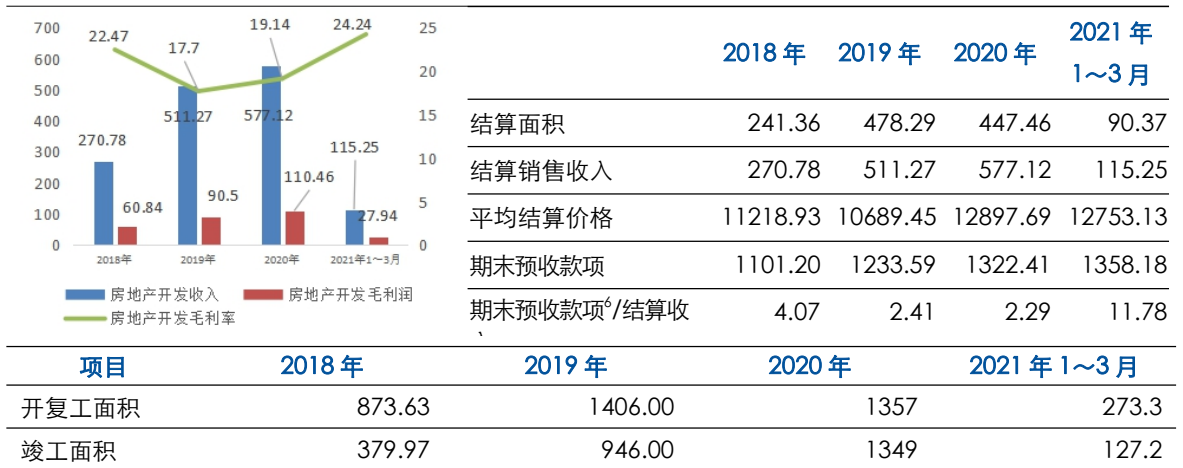
2020年受益于项目平均结算价格的增长，公司结算收入和毛利润继续增长，较大规模的预收款项为未来业绩提供支撑

2020年，公司全口径开工及竣工面积均分别同比减少3.49%和增加42.60%。2021年一季度公司全口径开工及竣工面积规模同比增长136.1%和增长102.6%。

2020年，公司房地产项目结转面积小幅减少，结转价格增长20.66%，房地产开发业务结算销售收入和毛利润继续保持增长，同期业务毛利率有所增长。2020年公司房地产开发业务实现收入577.12亿元，较上年增长12.88%；毛利润110.46亿元，同比增长22.06%；毛利率19.14%，同比增长1.44个百分点。截至2020年末，公司合同负债1202.91亿元，预收款项是当期结算收入的2.29倍，为未来收入及毛利润的实现提供了支撑。

2021年1~3月，公司房地产业务结转收入115.25亿元，较去年同期增长17.49%，毛利润为27.94亿元，较去年同期增长7.38%，同时毛利率较去年同期小幅下降2.28个百分点至24.24%。

图表 11 公司房地产开发业务收入及合同销售情况 (单位: 亿元、万平方米、元/平方米、倍)



资料来源：公司提供，wind、东方金诚整理

公司在建、拟建项目及拿地所需资金规模仍较大，在房地产调控政策及行业融资环境趋紧的背景下，未来面临较大的资金筹措压力

⁶ 由于2020年起做了会计变更，此处“预收款项”=报表中的“合同负债”+“其他流动负债”。

从投资情况来看，截至 2020 年末，公司权益口径在建及拟建项目计划投资总额 5799.42 亿元，已累计投入 4120.25 亿元，尚需投资 1679.17 亿元，投资资金来源主要是房地产项目的销售回款、银行借款、自筹资金等，2021 年、2022 年及 2023 年以后分别需要公司投入 439.13 亿元、543.88 亿元和 696.16 亿元。

此外，根据公司计划，2021 年全口径拿地规划建筑面积约 1600 万平方米，全口径土地款项预计支付约 800 亿元；权益拿地规划建筑面积约 1100 万平方米，权益土地款项预计支付约 550 亿元。公司在建、拟建项目及拿地所需资金规模仍较大，在房地产调控政策及行业融资环境趋紧的背景下，未来面临较大的资金筹措压力。

对外投资

2020 年公司继续加大房地产合作开发力度，合作方多为全国性大型房地产企业，当年实现投资受益 42.90 亿元，对利润来源形成补充

2020 年，公司继续加大房地产合作开发力度，参股房地产项目继续增加，当期未纳入合并报表范围的在建及已完工参股项目合计 211 个，拟建项目合计 12 个，分布在国内 77 个城市（含县级市），剩余可售面积 1111.12 万平方米，权益剩余可售面积 425.23 万平方米，2020 年末权益剩余可售面积较大，可对利润来源形成补充。

从项目区域分布看，公司合作开发项目主要位于长三角区域经济发达地区的三四线城市，其中以南通、镇江、徐州和绍兴为主的三四线城市权益剩余可售面积占比 45.10%，以苏州、宁波为代表的二线城市占比 54.90%。

截至 2020 年末，公司在建及拟建参股项目权益总投资 1381.69 亿元，累计权益已投资 1076.42 亿元，尚需权益投资 305.27 亿元，其中 2021 年、2022 年及 2023 年及以后分别需要公司投入 91.41 亿元、98.20 亿元和 106.70 亿元。

2020 年，公司实现投资收益 42.90 亿元，同比增长 105.08%，对利润来源形成一定补充。由于合作开发项目尚处于在建及拟建阶段，投资收益暂未形成规模。

建筑施工

公司建筑施工业务资质较为完备，技术水平较高，拥有多年施工经验，跟踪期内在江苏省房屋建筑施工市场仍具有较强竞争力

公司建筑施工业务仍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，该公司成立于 2001 年 10 月，在江苏省房屋建筑施工市场具有较强竞争力。截至 2020 年末，中南建筑资产总额 709.52 亿元，所有者权益 108.35 亿元，资产负债率为 84.73%。2020 年，中南建筑实现营业总收入为 221.97 亿元，利润总额 3.53 亿元。由于 2015 年以来，公司建筑业务项目主要承接模式以 PPP 模式为主，纳入公建类房屋建筑工程进行核算，随着前期投入项目逐步进入运营期，近年来其营业收入逐年大幅增长。公司房产类房屋建筑工程毛利率较高，主要是由于公司近年来仅承接优质客户⁷项目以及公司全部项目均为自建，不进行转分

⁷ 主要包括合生创展集团有限公司、龙湖地产有限公司及新城控股集团股份有限公司等国内大型房地产开发商及其子公司。

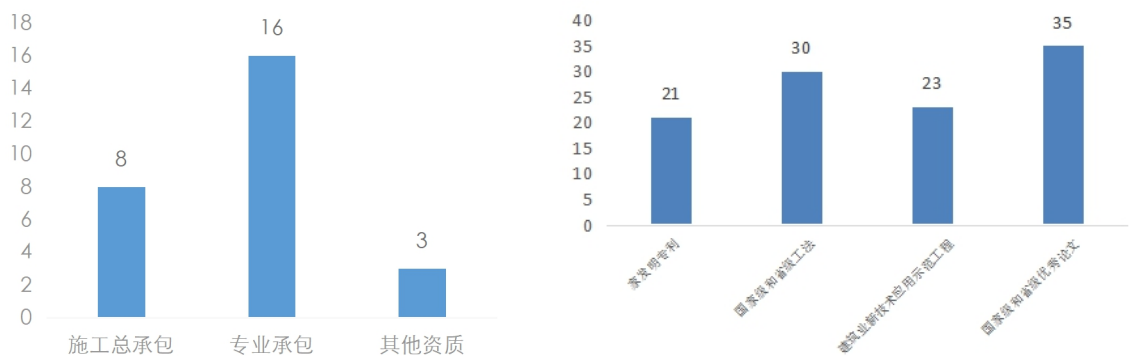
包等因素所致，中南建筑承接的中南建设集团项目合同额在全部项目合同额中占比约 20%。

公司建筑施工业务以房屋建筑工程和市政公用工程为主，建筑施工资质较为完备，拥有房屋建筑施工总承包特级资质以及市政公用工程总承包一级、公路工程总承包三级等总承包资质以及建筑装饰装修工程专业承包一级、建筑机电安装工程专业承包一级等专业承包资质。截至 2020 年末，公司共拥有各类建筑工程施工资质 27 项⁸，覆盖工程勘察、设计、房屋建筑、市政公用工程、机电工程及建筑智能化安装等多个领域，并形成较完整的建筑施工产业链。

公司建筑施工技术水平较高，截至 2020 年末，公司拥有国家发明专利 21 项，国家级和省级工法 30 项，建筑业新技术应用示范工程 23 项，国家级和省级优秀论文 35 篇，国家和省级工程建设优秀质量管理奖 21 项。公司累计获得国家建筑业最高奖项“鲁班奖”19 项，“詹天佑”奖 7 项，获评“全国优秀施工企业”、“中国建筑业竞争力百强单位”、“科技先进和科技创新企业”等，是江苏省竞争力很强的施工企业之一，是江苏省建筑业竞争力百强单位。

公司作为江苏省建筑业的龙头企业，先后参与了数百项大型项目的建设，近年以来，公司完工的代表性建筑有盐城金融城一期项目、盐城城南商务中心等地标性建筑。

图 12 截至 2020 年末公司建筑施工资质及市场竞争力（单位：个）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

2020 年，公司新签合同额大幅增长，同时期末在手合同金额保持较高水平，为业务发展提供一定的支撑

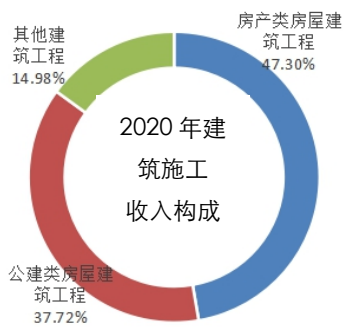
公司建筑施工项目包括房屋建筑工程和市政公用工程项目，以房建工程类项目为主。项目承揽模式主要以施工总承包、PPP 模式以及 EPC 模式等为主。2020 年及 2021 年 1~3 月，公司建筑施工业务收入分别为 190.28 亿元和 26.11 亿元，主要来自于房建工程业务，同期毛利润分别为 16.46 亿元和 2.24 亿元，毛利率分别为 8.65%和 8.58%，毛利润和毛利率同比均有所下降。2020 年，当期结转的房产类建筑工程项目毛利率减少 2.29 个百分点。

图 13 公司建筑施工业务营业收入构成及毛利润、毛利率情况⁹（单位：亿元、%）

类别	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房屋建筑工程	100.33	86.08	164.00	86.10	161.78	85.02	24.81	95.02

⁸ 含子公司资质。

⁹ 因四舍五入数据存在一定尾数差异，下同。

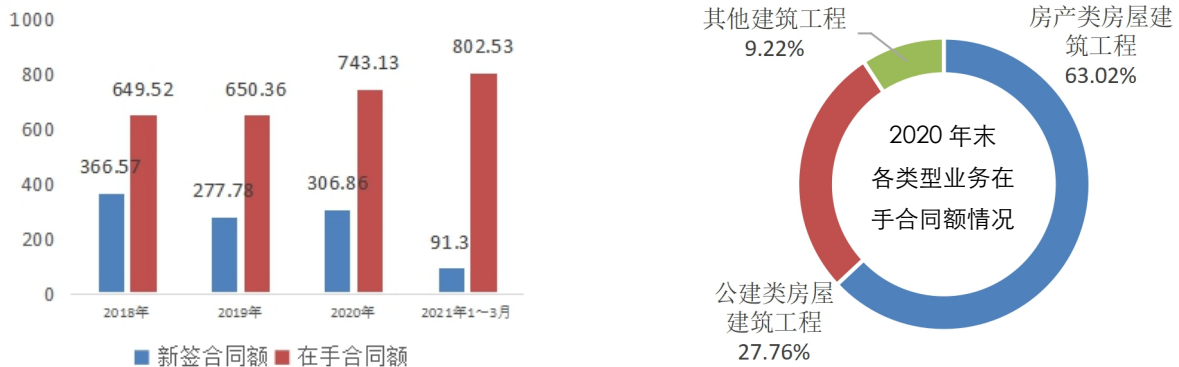


其中：房产类	73.64	63.18	103.03	54.09	90.00	47.30	13.24	50.71
公建类	26.69	22.90	60.97	32.01	71.78	37.72	11.57	44.31
其他建筑工程	16.22	13.92	26.47	13.90	28.50	14.98	1.30	4.98
合计	116.55	100.00	190.47	100.00	190.28	100.00	26.11	100.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
房屋建筑工程	11.25	11.21	16.21	9.88	13.29	8.21	2.10	8.45
其中：房产类	8.99	12.21	10.84	10.52	7.41	8.23	1.10	8.30
公建类	2.26	8.47	5.37	8.81	5.88	8.19	1.00	8.63
其他建筑工程	2.26	13.93	5.05	19.08	3.17	11.14	0.14	11.02
合计	13.51	11.59	21.26	11.16	16.46	8.65	2.24	8.58

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2020年新签合同额为306.86亿元，同比增长10.47%。同期末，公司在手合同金额保持较高水平，为业务发展提供一定支撑。2020年公司项目承接仍以亿元以上合同额项目为主，占比93.82%，同比增长11.25%。2021年1~3月，公司新签合同额为91.30亿元，同比增长23.70%。

图表 14 近年来公司建筑施工业务新签及在手合同情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司在建项目仍保持较好的回款率，但在建项目尤其PPP项目后续投资规模大，回款周期长，面临较大资金压力

2020年，公司主要已完工建筑施工项目87个，合同金额价款合计214.09亿元，业务类型以房建工程为主。从区域分布来看，公司已完工建筑施工项目主要分布在江苏省、山东省及四川等地，合同金额占比分别为23.55%、21.19%和19.19%。公司已完工项目累计结算金额177.36亿元，累计结算部分回款162.04亿元，回款率达91.36%，回款率良好。

截至2020年末，公司在建项目204个，业务类型以房建工程为主。公司在建业务区域较为分散，其中江苏省、山东省及河南省占比较高，合同金额占比分别为21.96%、11.1%和9.21%。截至2020年末，公司在建项目合同金额合计641.12亿元，在建合同金额较大，能够保障公司未来1~2年的收入结算；在建项目已投入金额361.12亿元，已结算金额272.46亿元，已回款金额244.56亿元，已结算部分回款率89.76%，回款率较好。截至2020年末，公司在建项目

尚需投资 216.67 亿元，未来面临一定资金压力。

截至 2020 年末，公司在建项目中共有 PPP 项目 25 个，合同总额为 349.22 亿元，预计总投资 326.97 亿元，其中需要投入资本金 95.81 亿元，截至 2020 年末已投入资金 169.01 亿元，其中已投入项目资本金 60.40 亿元，未来仍需投入 157.96 亿元，公司 PPP 项目除资本金外，其余资金主要来源于银行借款，一般为与项目运营期限所匹配的 PPP 项目贷款。公司所承接 PPP 项目均为与地方政府及其投融资平台合作开展，为学校、安置房、医院、基础设施及产业园等业态，均纳入公建类业务进行核算，建设期限一般为 2~3 年，运营期在 9~23 年间。总体来看，公司所承接 PPP 项目后续投资规模仍较大，回款周期长，仍面临较大资金压力。

公司治理与发展战略

跟踪期内，公司治理结构维持合理，部门设置能满足日常需求，2021 年 4 月 25 日公司实际控制人陈锦石之女陈昱含担任总经理职务

跟踪期内，公司董事会成员仍为 11 人，董事长 1 名，董事 6 名，独立董事 4 名；公司监事会成员 4 名；2021 年 4 月 25 日，公司实际控制人陈锦石之女陈昱含离任公司副总经理，担任总经理职务。公司治理结构维持合理，部门设置能满足日常需求。

2021 年公司房地产业务在提高运营周转效率基础上，适度控制规模增速，扩大多元化投资探索，提高土地储备弹性。公司将努力实现房地产业务合同销售合理增长，确保预售资源竣工和收入确认，增加资产实力，优化资产负债表，降低融资成本，尽快实现“三道红线”全部绿档。

财务分析

财务概况

公司提供了 2020 年合并财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2020 年度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。截至 2020 年末，公司纳入合并范围的子公司为 743 家。

资产构成与资产质量

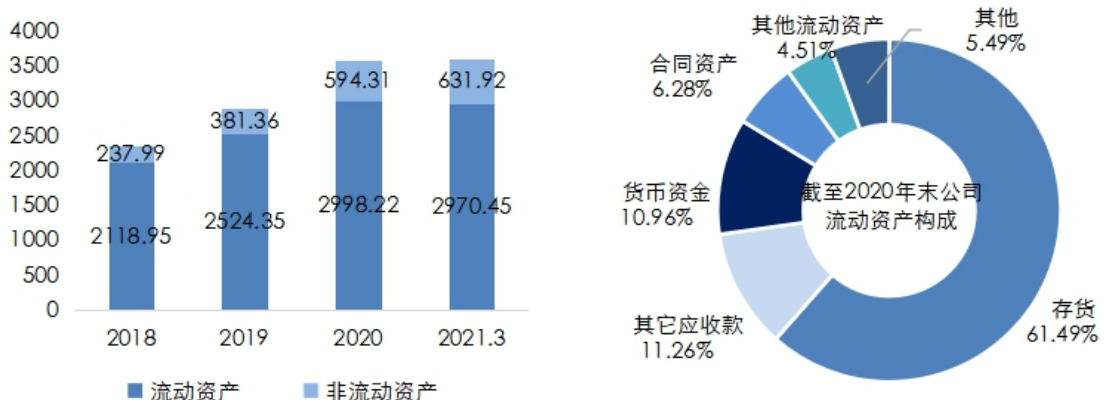
跟踪期内，公司资产总额持续增长，资产构成仍以存货等流动资产为主，合作开发项目增多导致其他应收款、长期股权投资显著增长且规模较大，存在资金占压，受限资产规模仍较大，对资产流动性和再融资能力形成不利影响

跟踪期内，公司资产总额持续增长，资产构成以流动资产为主。截至 2020 年末，公司资产总额 3592.53 亿元，较 2019 年末增长 23.64%，其中流动资产占比 83.46%。截至 2021 年 3 月末，公司资产总额持续增长至 3602.38 亿元。

2020 年，公司流动资产持续增长且规模大。截至 2020 年末，公司流动资产 2998.22 亿元，

其中存货、其它应收款、货币资金、合同资产和其他流动资产占比较高，占比分别为 61.49%、11.26%、10.96%、6.28%和 4.51%。随着经营规模扩大、房地产开发项目不断增多，公司存货规模逐年增长，2020 年末存货账面余额为 1843.75 亿元，开发成本、开发产品占比分别为 91.45%和 7.58%，共计提跌价准备 5.99 亿元，主要是营口中南世纪城及寿光中南世纪城等弱三四线城市已竣工项目计提的跌价准备。2020 年公司存货周转次数为 0.37 次，同比减少 0.03 次。2021 年 3 月末，公司存货较上年末增长 16.39%至 1879.14 亿元。公司其他应收款主要为关联方往来款，受合作开发项目增多影响，跟踪期内其他应收款继续保持增长，2020 年末其他应收款账面价值 337.68 亿元，其中政府机关款项、合作方款项、合并范围外关联方款项、保证金和押金款项分别为 17.41 亿元、64.07 亿元、193.89 亿元、23.98 亿元、5.09 亿元和 39.50 亿元；前五大欠款单位占其他应收款期末余额的比重为 14.84%，主要为应收关联方款项及合作方款项，2020 年末，公司其他应收款账龄主要分布在 4 年内，其中 1 年以内，1 至 2 年、2 至 3 年及 3 至 4 年占比分别为 59.90%、17.22%、12.37%和 8.18%，同期共计提坏账准备 6.74 亿元，占比 2.00%。截至 2021 年 3 月末，公司其他应收款为 351.97 亿元，较期初有所增长。公司其他应收款显著增长且规模较大，存在资金占压。2020 年末，公司货币资金继续增加，为 328.61 亿元，同比增长 29.32%，主要系当年吸收投资和发行债券获得大量资金，大额的货币资金对流动性构成一定支撑，2021 年 3 月末，公司货币资金为 285.78 亿元，较上年有所减少，其中受限货币资金 69.58 亿元。受会计准则变更影响，2020 年末，公司新增合同资产 188.25 亿元，主要来自自己完工未结算的建筑施工业务，2021 年 3 月末，公司合同资产 172.10 亿元，较期初小幅减少。公司其他流动资产主要是预缴税费，近年来持续增长，2020 年末，公司其他流动资产 135.32 亿元，同比增长 24.75%，系受会计准则变更影响，当期其他流动资产发生合同取得成本 10.04 亿元所致，2021 年 3 月末，公司其他流动资产 137.08 亿元，较期初小幅增长。

图表 16 公司资产构成情况（单位：亿元）



项目	2018 年末	2019 年末	2020 末	2021 年 3 月末
存货	1350.03	1655.87	1843.75	1879.14
其它应收款	285.56	298.43	337.68	351.97

货币资金	204.17	254.10	328.61	285.78
合同资产	0.00	0.00	188.25	172.10
其他流动资产	95.61	108.47	135.32	137.08
流动资产合计	2118.95	2524.35	2998.22	2970.45
长期股权投资	68.93	134.86	270.55	289.43
其他非流动资产	0.43	0.00	186.20	193.02
投资性房地产	42.10	44.19	63.61	63.60
固定资产	30.69	32.67	32.36	30.76
非流动资产合计	237.99	381.36	594.31	631.92
资产总计	2356.94	2905.71	3592.53	3602.38

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内公司非流动资产增幅较大，2020年末非流动资产594.31亿元，主要由长期股权投资、其他非流动资产、投资性房地产和固定资产构成，占比分别为45.52%、31.33%、10.70%和5.45%。公司长期股权投资主要是对联营、合营公司的投资，2020年末长期股权投资账面价值为270.55亿元，受联合开发项目数量上升影响，同比大幅增长100.61%。2021年3月末，公司长期股权投资289.43亿元，较期初小幅增长。2020年公司新增其他非流动资产186.20亿元，主要由合同资产-未到期的质保金构成，2021年3月末，公司其他非流动资产193.02亿元。公司的投资性房地产为公司自持并对外出租的房屋建筑物，主要包括公司在其开发的规模较大的房地产项目上配建的中南购物中心、中南百货等商业配套设施，近年来逐年增长，2020年末及2021年3月末，公司投资性房地产账面价值分别为63.60亿元和63.61亿元，2020年末，投资性房地产同比增长43.93%。公司固定资产主要包括房屋建筑物、机械设备、运输工具等，近年来相对稳定，以房屋建筑物为主，2020年房屋建筑物占固定资产比重93.12%。2021年一季度，公司固定资产较期初减少4.96%。

从资产受限情况来看，截至2021年3月末，公司受限资产914.49亿元，主要由货币资金、存货、投资性房地产、固定资产、无形资产、应收款项和其他非流动资产等构成，受限原因主要是用于银行贷款抵质押，占资产总额的比例为25.39%，占净资产的比例为189.09%。公司资产受限比例较高，对资产流动性和再融资能力形成不利影响。

图表 17 截至 2021 年 3 月末公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	期末受限账面价值	受限原因
货币资金	69.58	保证金存款、质押借款等
存货	604.19	抵押借款、质押借款等
投资性房地产	55.76	抵押借款
固定资产	23.01	抵押借款
无形资产	0.23	质押借款
应收款项	9.28	保理借款、质押借款
其他非流动资产	152.44	抵押借款、质押借款
合计	914.49	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

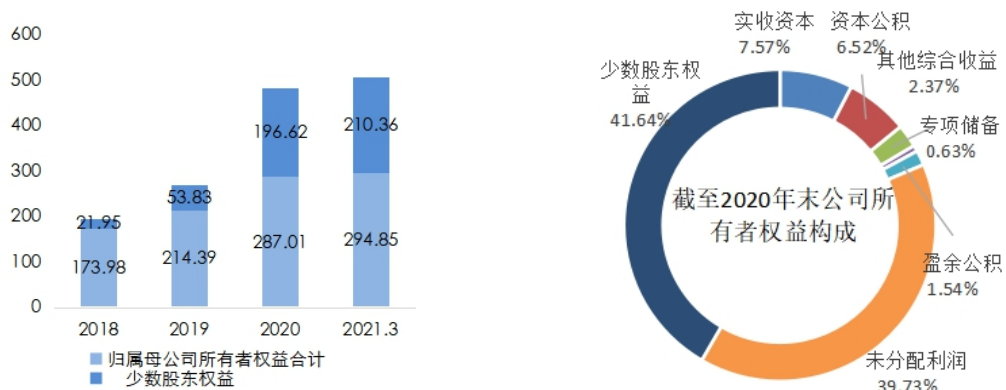
资本结构

受少数股东权益因加大合作开发力度而增多及经营积累的影响,跟踪期内公司所有者权益持续增长,其中少数股东权益和未分配利润占比仍较高

2020年末,公司所有者权益同比增长80.31%至483.63亿元,其中未分配利润、少数股东权益、实收资本和资本公积占比较高。2020年末,公司实收资本38.21亿元,较上年末增长1.72%;资本公积32.57亿元,同比增长15.37%,主要系本期发生激励对象行权增资所致;同期未分配利润为193.87亿元,同比增长49.43%,主要受益于经营积累;少数股东权益196.62亿元,同比大幅增长265.24%,主要系公司加大合作开发力度,大幅增加对合营企业的投资所致。

2021年3月末,公司少数股东权益同比增长118.13%至210.36亿元。同期末,受益于少数股东权益的增加以及未分配利润的积累,公司所有者权益为505.21亿元,较期初增长4.46%。

图表 18 公司所有者权益结构情况(单位:亿元)



数据来源:公司提供,东方金诚整理

跟踪期内,公司有息债务继续增加且规模仍较大,债务负担仍较重,债务结构以长期有息债务为主,公司对房地产项目联营及合营公司提供的担保规模较大,存在一定体量表外债务

公司业务规模的扩张使得外部融资需求增加,负债总额逐年增长,负债结构始终以流动负债为主。2020年末,公司负债总额380.19亿元,其中流动负债占比81.44%。

2020年末,公司流动负债中合同负债、其他应付款、应付账款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债、应付票据和短期借款占流动负债比重分别为47.51%、18.50%、12.38%、5.06%、4.72%、4.25%和4.17%。

2020年末,根据根据《企业会计准则第14号—收入》,公司将原计入到预收款项中的预售房款等移入,新增合同负债1202.91亿元,主要是客户已签订商品房销售合同并支付购房款,但未达到商品房销售收入确认条件的款项,规模较大,对未来结算收入的确认构成一定支撑。2021年一季度末,公司合同负债为1238.02亿元,较期初小幅增长。公司其他应付款主要应付往来款、保证金、定金、押金等,受往来款大幅增长影响,2020年末,公司其他应付款同比增

长 42.70%至 468.34 亿元，2021 年 3 月末，公司其他应付款小幅减少 0.65%为 465.30 亿元。公司应付账款随着公司房地产开发规模的扩大而增长，2020 年末，公司应付账款为 313.36 亿元，主要为应付的工程货款，占比 98.85%。2021 年 3 月末公司应付账款 254.72 亿元，较期初减少 18.71%。公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的应付债券和长期借款构成，2020 年末，一年内到期的非流动负债 128.14 亿元，同比增长 15.10%，2021 年 3 月末为 76.54 亿元，较期初大幅减少主要系一年内到期的长期借款偿还所致。2020 年末，公司其他流动负债为 119.50 亿元，主要是待转销项税，2021 年一季度末，公司其他流动负债为 120.16 亿元，较 2019 年末增加 0.55%，变动较小。2020 年末，公司应付票据 107.72 亿元，同比小幅减少，其中应付商业承兑汇票 70.84 亿元，应付银行承兑汇票 36.88 亿元，2021 年 3 月末，公司应付票据 128.58 亿元。公司短期借款主要为流动资金借款，用于建筑业务资金周转，2021 年末，公司短期借款为 105.57 亿元，较 2019 年末减少 19.31%。2020 年末，公司短期借款中抵押借款为 56.31 亿元，质押借款为 27.95 亿元，保证借款为 27.17 亿元，信用借款 3.72 亿元，保理借款 3.52 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司短期借款为 118.67 亿元，较上年末小幅下降。

图表 19 公司负债构成情况（单位：亿元）



项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
合同负债	0.00	0.00	1202.91	1238.02
其他应付款	170.04	268.34	468.34	465.30
应付账款	160.05	237.91	313.36	254.72
一年内到期的非流动负债	73.27	111.32	128.14	76.54
其他流动负债	11.58	14.02	119.50	120.16
应付票据	91.66	109.99	107.72	128.58
短期借款	106.87	130.82	105.57	118.67
流动负债合计	1751.17	2164.17	2532.01	2490.08
长期借款	301.27	360.06	430.69	442.01
应付债券	98.01	103.56	134.62	141.31
非流动负债合计	409.84	473.31	576.90	607.09
负债总额	2161.01	2637.48	3108.90	3097.17

资料来源：公司提供，东方金诚整理

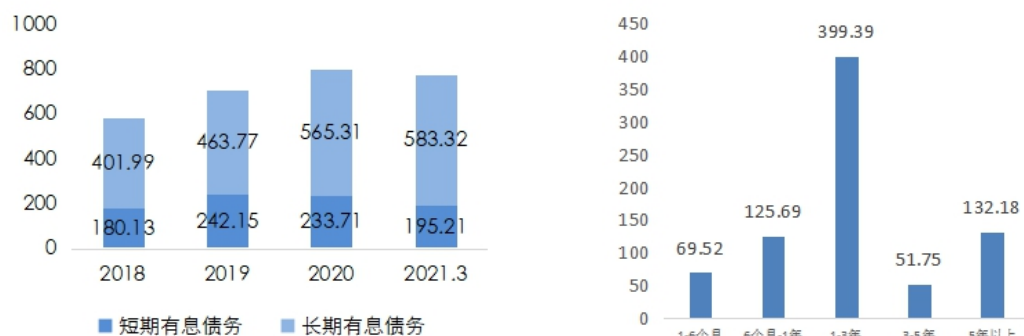
公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2020 年末，公司长期借款为 430.69 亿

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 283.91 亿元、178.73 亿元和 17.89 亿元(含一年内到期的长期借款)。公司长期借款的年利率区间为 4.70%~13.50%，借款期限主要集中在 2~4 年间，部分 PPP 项目贷款期限视项目运营期限而定，公司长期借款主要用于房地产项目的开发以及 PPP 项目建设，截至 2021 年 3 月末，公司长期借款为 442.01 亿元，较上年末减少 2.63%。2020 年末及 2021 年 3 月末，公司应付债券分别为 134.62 亿元和 141.31 亿元。截至本报告出具日，公司存续债券中附有回售条款的债券的行权期主要集中于 2021 年和 2022 年。

有息债务方面，跟踪期内，公司全部债务规模继续保持增长，债务结构仍以长期有息债务为主。截至 2021 年 3 月末，公司全部债务¹⁰为 778.53 亿元，短期有息债务和长期有息债务占比分别为 25.07%和 74.93%，未来 1~3 年偿付压力较大。

对外担保方面，截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额合计 130.29 亿元，占期末净资产比例为 26.94%，均为对房地产联营、合营项目的关联主体公司的担保，存在一定代偿风险及一定体量表外债务。

图表 20 公司全部债务构成及截至 2021 年 3 月末期限结构情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

截至 2021 年 3 月末，公司综合成本约为 7.90%¹¹。2021 年 3 月末，公司资产负债率为 85.98%，剔除预收账款调整后的资产负债率¹²为 79.76%；长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 53.89%和 62.29%。总体来看，近年来公司有息债务持续增加且规模较大，债务负担较重。

图表 21 截至 2021 年 3 月末公司有息债务期限结构情况 (单位: 亿元)

债务到期时间	短期借款	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	合计
1~6 个月	54.89	14.63	-	-	69.52
6 个月~1 年	63.78	61.91	-	-	125.69
1~3 年	-	-	303.27	96.12	399.39

¹⁰ 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，下同。

¹¹ 系公司提供。

¹² 调整后的资产总额=资产总额-预收账款（或合同负债）；调整后的负债总额=负债总额-预收账款（或合同负债）。

3~5年	-	-	11.28	40.47	51.75
5年以上	-	-	127.46	4.72	132.18
合计	118.67	76.54	442.01	141.31	778.53

资料来源：公司提供，东方金诚整理

盈利能力

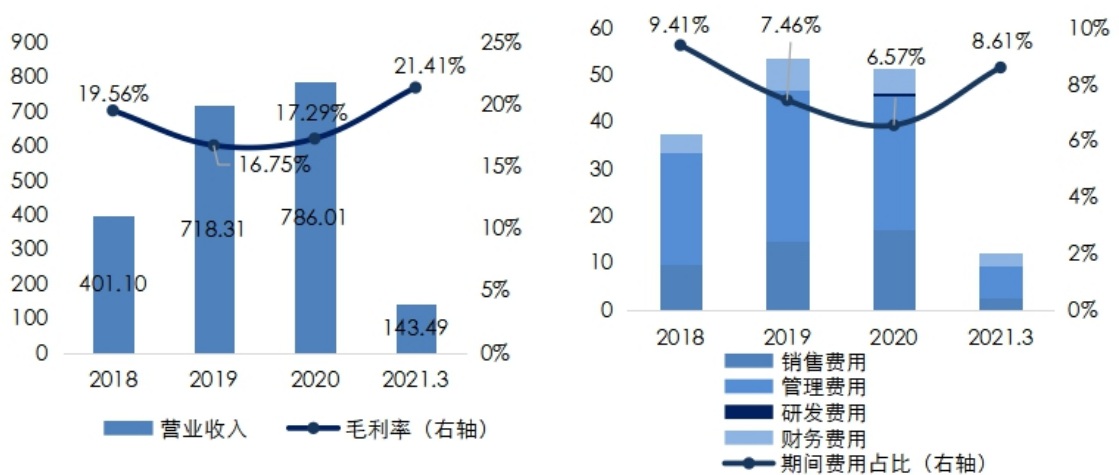
2020年，受结算的房地产开发以及建筑施工业务规模增加的影响，公司营业收入继续保持增长，利润总额及净利润均显著提升，营业利润率小幅上涨

2020年以来，受结算的房地产开发以及建筑施工业务规模增加的影响，公司营业收入继续保持增长，利润总额及净利润均显著提升，营业利润率小幅增长。2020年，公司营业总收入为786.01亿元，相比上年度增长9.43%；同期，营业利润率为14.80%，同比增长0.67个百分点。近年来公司期间费用率趋势下降，2020年为6.6%。2020年，利润总额及净利润分别为105.17亿元和78.04亿元，分别较上年同期增长70.86%和68.83%。2020年，公司总资产收益率为6.62%，相比上年末增加1.14个百分点，净资产收益率为16.14%，同比减少1.10个百分点。

2020年，公司投资收益为42.90亿元，同比大幅增长105.08%，主要来自于合作开发项目形成的收益，对利润来源形成一定补充。

2021年1~3月，公司实现营业总收入143.49亿元，同比增长23.86%，主要是受益于期间结转房地产业务收入的增加。同期，利润总额及净利润分别为12.26亿元和9.17亿元；营业利润率为18.03%。

图表 22 公司收入及盈利能力（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，Wind、东方金诚整理

现金流

2020年公司经营性现金净流入规模有所增长，公司合作开发项目增加导致对外投资增长，对外部融资依赖程度高，新增融资空间受限

2020年，公司经营性净现金流为84.67亿元，同比增长3.31%。销售回款方面，当期公司

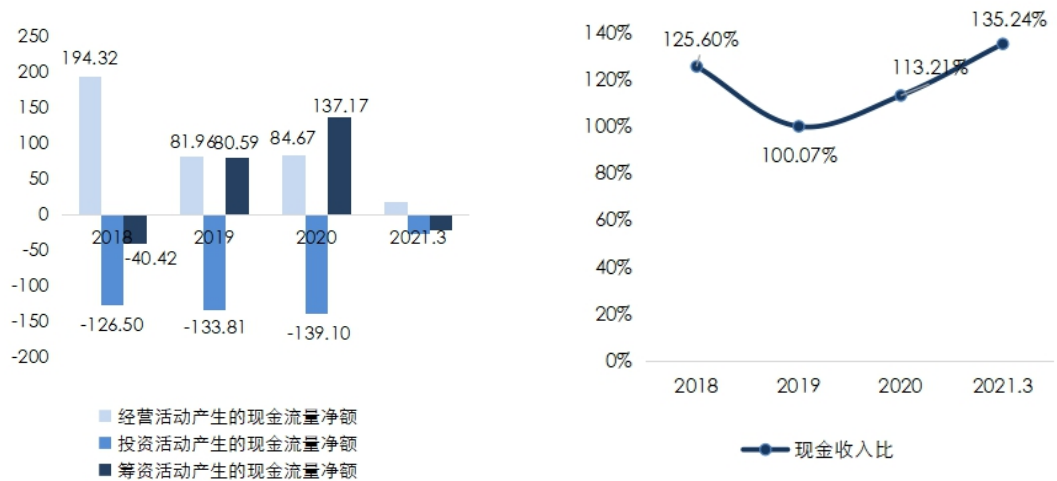
销售回款与并表口径合同销售金额比例为 83.02%，同比减少 2.36 个百分点，但整体来看公司销售回款仍维持较好水平。

公司投资性净现金流持续净流出且规模较大，主要系公司合作开发项目增加导致对参股公司的投资增加所致。2020 年末，公司投资性净现金流净流出规模为-139.10 亿元。

近年公司筹资性现金流入主要来自于取得借款和发行债券所收到的现金，近年公司取得借款所收到的现金逐年增加且规模较大。2020 年以来随着公司业务规模的进一步扩大，使得融资需求增加，筹资性净现金流继续呈现净流入，总体来看，公司对外部融资的依赖程度总体较高。2020 年末，新增融资空间受限。

2021 年 1~3 月，公司实现经营活动产生的现金流量净额 18.54 亿元，投资活动产生的现金流量净额-25.85 亿元，筹资活动产生的现金流量净额-20.66 亿元。

图表 23 公司现金流情况



数据来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2020 年末，公司流动比率和速动比率均有所回升，2020 年经营现金流动负债比率为 3.34%，较 2019 年下降 0.45 个百分点。2020 年末，公司未受限货币资金期末余额为 244.15 亿元，短期有息债务 233.71 亿元，公司未受限货币资金期末余额对短期有息债务的覆盖比率 1.04。

图表 24：公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

指标名称	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 1~3 月
流动比率	121.00	116.64	118.41	119.29
速动比率	43.91	40.13	45.60	43.83
经营现金流动负债比	11.10	3.79	3.34	-
EBITDA 利息倍数	0.81	1.14	1.71	-
全部债务/EBITDA	14.82	9.44	6.76	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从长期偿债能力指标来看，公司 EBITDA 利息倍数逐年提升，2020 年为 1.71 倍；全部债务

/EBITDA 持续下降。

截至 2021 年 3 月末，公司在各大银行的综合授信额度为 1807.25 亿元，未使用的额度为 1391.48 亿元。2021 年，公司需兑付及回售的信用债 36.03 亿元。

图表 25 截至 2021 年 3 月末公司将于年内到期/回售债券明细 (亿元、年、%)

债券名称	发行时间	发行期限	发行规模	实际余额	票面利率
17 中南 02	2017-12-27	4	5	2.89	7.6
16 中南 02	2016-07-26	5	12	11.34	7.3
19 中南 03	2019-11-20	4	10	10	7.6
19 中南 02	2019-06-27	4	11.8	11.8	7.8
合计	-	-	38.8	36.03	

资料来源: Wind, 东方金诚整理

同业比较

与行业对比组企业进行对比，公司资产规模、营业收入、净利润、净资产收益率及存货周转率等指标均处于较好水平，但公司债务负担较高，剔除预收账款的资产负债率在对比组中处于较差水平。

图表 26 同行业主要指标对比 (亿元、%、次)

项目	中南建设	四川新希望	建业住宅	厦门禹洲鸿图	融侨集团
资产总额 (亿元)	3592.53	1500.42	1437.59	1436.62	1161.83
营业收入 (亿元)	786.01	220.44	304.96	382.17	83.88
净资产收益率 (%)	16.14	13.14	8.78	19.27	0.61
净利润 (亿元)	78.04	45.27	28.42	33.51	1.35
存货周转率 (次)	0.37	0.54	0.37	0.43	0.15
剔除预收账款的资产负债率 (%)	79.76	68.20	66.55	75.67	76.85

注: 以上企业最新主体信用等级均为 AA+/稳定, 数据来自各企业公开披露的 2020 年数据, 东方金诚整理。

总体来看，公司其他应收款显著增长且规模仍较大，存在资金占压，受限资产规模仍较大，资产流动性和再融资能力较差；受少数股东权益因加大合作开发力度而增多及经营积累的影响，跟踪期内公司所有者权益继续保持增长；公司预收款项规模仍较大，对未来结算收入的确认构成一定支撑，有息债务持续增加且规模仍较大，未来三年内面临集中偿付压力；2020 年公司经营性现金净流入规模小幅增长，合作开发项目增加导致对公司外投资仍保持较大规模，外部融资依赖程度仍较高。从中长期来看，公司房地产业务未来可售面积一般，面临补库存压力，但借助自身的建筑开发及去化管理等优势实行高周转开发运营模式，去化及销售回款率保持较高水平，土地成本相对较低，同时建筑施工业务期末在手订单充足，有利于保持公司较高的收入规模及利润总额。

过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2021 年 5 月 31 日，

公司在银行贷款履约方面不存在不良信用记录。截至本报告出具日，公司存续期债券付息正常。

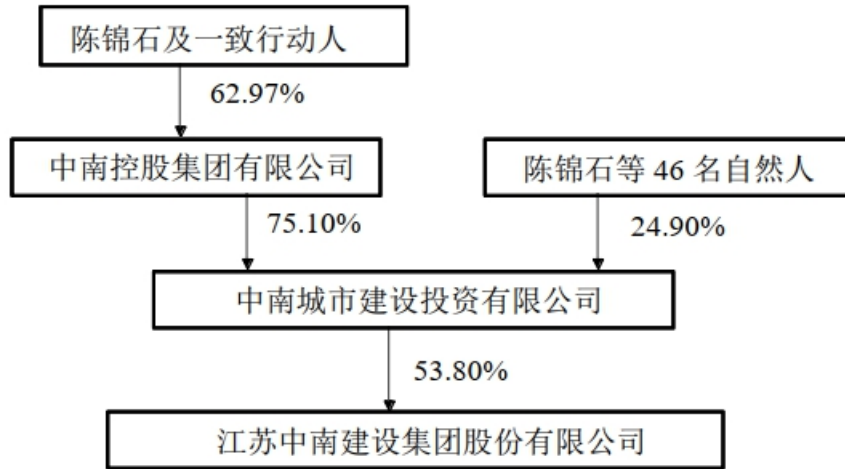
抗风险能力及结论

公司房地产项目仍主要布局于以江苏省为主的经济发达的长三角地区二线及三四线城市，跟踪期内公司新进入中山、莆田、江门、淮南等城市，覆盖全国 86 个地级市，仍具很强竞争实力；跟踪期内，公司借助自身的建筑开发及去化管理等优势实行高周转开发运营模式，2020 年合同销售金额及面积均显著增长，销售回款率仍保持较高水平；公司建筑施工业务在江苏省房屋建筑施工市场仍具有较强竞争力，2021 年 3 月末在手合同金额为 802.53 亿元，可为业务发展提供一定的支撑；公司合营房地产开发项目合作方多为全国性大型房地产企业，2020 年实现投资受益 42.90 亿元，对利润来源形成补充。

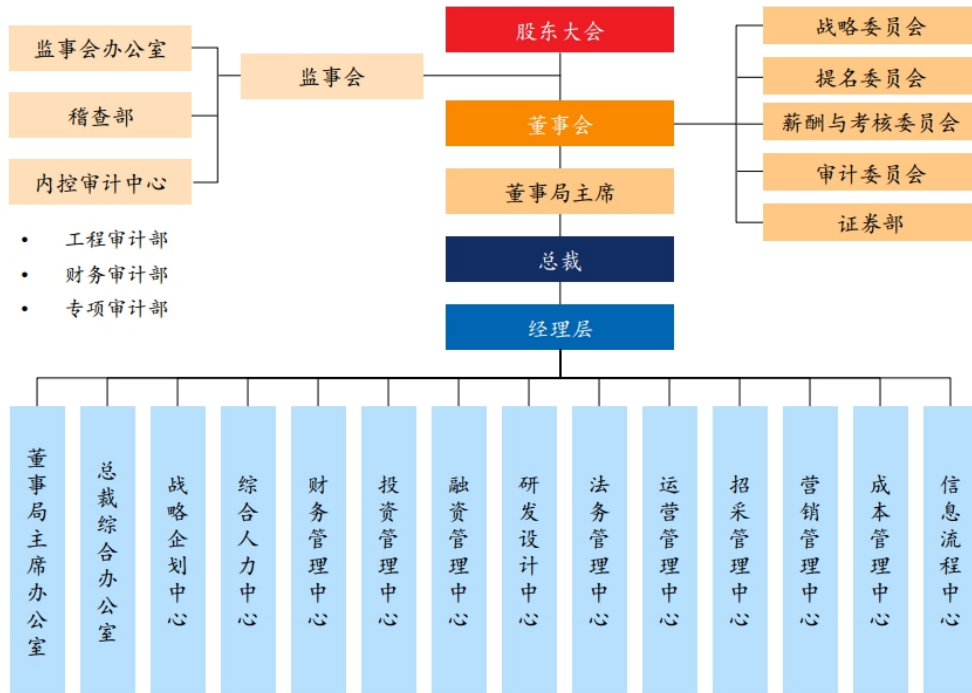
同时，东方金诚也关注到，公司房地产及建筑施工项目在建、拟建项目及拿地所需资金规模仍较大，未来面临较大的资金筹措压力；公司未来可售面积一般，面临补库存压力，其中部分弱三四线城市项目未来面临的销售去化压力将加大；公司合作开发项目增多导致少数股东权益及其他应收款显著增长且规模较大，存在资金占压，受限资产规模仍较大，对资产流动性和再融资能力形成不利影响；跟踪期内，公司有息债务继续增加且规模仍较大，存在一定体量的表外债务，债务负担仍较重。

综上所述，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“16 中南 02”、“17 中南 01”、“17 中南 02”、“20 中南建设 MTN001”、“20 中南建设 MTN002”和“21 中南 01”的信用等级为 AA+。

附件一：截至 2021 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2021 年 3 月末公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2018年	2019年	2020年	2021年3月
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	2356.94	2905.71	3592.53	3602.38
所有者权益 (亿元)	195.93	268.23	483.63	505.21
负债总额 (亿元)	2161.01	2637.48	3108.90	3097.17
短期债务 (亿元)	180.13	242.15	233.71	195.21
长期债务 (亿元)	401.99	463.77	565.31	583.32
全部债务 (亿元)	582.12	705.92	799.01	778.53
营业收入 (亿元)	401.10	718.31	786.01	143.49
利润总额 (亿元)	30.50	61.55	105.17	12.26
净利润 (亿元)	23.13	46.23	78.04	9.17
EBITDA (亿元)	39.29	74.79	118.21	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	194.32	81.96	84.67	18.54
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-126.50	-133.81	-139.10	-25.85
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-40.42	80.59	137.17	-20.66
毛利率 (%)	19.56	16.75	17.29	21.41
营业利润率 (%)	15.94	14.13	14.80	18.03
销售净利率 (%)	5.77	6.44	9.93	6.39
总资本收益率 (%)	3.56	5.48	6.62	-
净资产收益率 (%)	11.80	17.23	16.14	-
总资产收益率 (%)	0.98	1.59	2.17	-
资产负债率 (%)	91.69	90.77	86.54	85.98
长期债务资本化比率 (%)	67.23	63.36	53.89	53.59
全部债务资本化比率 (%)	74.82	72.47	62.29	60.65
货币资金/短期债务 (%)	113.34	104.93	140.61	146.39
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	11.65	-7.34	-6.81	-
流动比率 (%)	121.00	116.64	118.41	119.29
速动比率 (%)	43.91	40.13	45.60	43.83
经营现金流动负债比 (%)	11.10	3.79	3.34	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.81	1.14	1.71	-
全部债务/EBITDA (倍)	14.82	9.44	6.76	-
应收账款周转率 (次)	5.05	7.08	8.34	-
销售债权周转率 (次)	4.49	6.31	6.93	-
存货周转率 (次)	0.26	0.40	0.37	-
总资产周转率 (次)	0.19	0.27	0.24	-
现金收入比 (%)	224.94	109.50	113.21	135.24

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
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 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
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 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

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

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级和 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。

权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。