

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0432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“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，评级展望维持为负面，同时维持“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

二〇二二年六月二十三日



信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.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非评级服务。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。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2022年6月23日

江苏中南建设集团股份有限公司 主体及相关债项2022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/负面	2022/6/23	AA/负面	谢瑞	薛梅

债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
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	7.50
	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	3.54
	净利润	10.00	6.38
	存货周转率	2.50	2.34
债务负担和保障程度	剔除预收账款的资产负债率	10.00	3.99
	货币资金/短期有息债务	7.50	4.88
	EBITDA 利息倍数	7.50	3.69

2.基础模型参考等级

AA

3.评级调整因素

无

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

跟踪期内，公司全口径销售规模 2021 年仍位居行业第 17 位，具有一定区域市场竞争力；公司建筑施工业务在手合同额仍较为充足，对业务持续经营提供一定保障；华融资产拟和南通市保障房建设投资有限公司将设立合作主体，支持项目总规模不超过 50 亿元。另一方面，2021 年，公司投资进度放缓新增项目减少，合同销售金额有所下滑，未来可售面积一般，预计短期内合同销售金额将继续下滑；公司主营业务盈利能力下滑，且对部分存货、应收账款等计提大额减值损失，净利润出现亏损；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；有息债务规模仍较大，且参股项目存在一定体量的表外债务；根据上海票据交易所披露的《持续逾期名单》，截至 2022 年 5 月 31 日，公司下属多家子公司仍被列入持续逾期名单。

综合分析，东方金诚维持中南建设主体信用等级为 AA，评级展望维持负面，维持“20 中南建设 MTN001”、“20 中南建设 MTN002”和“21 中南 01”的信用等级为 AA。

主要指标及依据

2021 年收入构成情况



2021 年末债务期限结构 (亿元)



主要数据和指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额 (亿元)	2905.71	3592.53	3679.77	3689.92
所有者权益 (亿元)	268.23	483.63	427.94	421.61
全部债务 (亿元)	705.92	799.01	622.76	562.49
营业总收入 (亿元)	718.31	786.01	792.11	77.49
应付票据 (亿元)	109.99	107.72	120.01	111.27
利润总额 (亿元)	61.55	105.17	-27.75	-4.49
经营性净现金流 (亿元)	81.96	84.67	167.72	36.62
营业利润率 (%)	14.13	14.80	7.13	6.76
资产负债率 (%)	90.77	86.54	88.37	88.57
流动比率 (%)	116.64	118.41	105.93	105.35
剔除预收账款后的资产负债率 (%)	83.96	79.76	81.67	81.47
净负债率 (%)	168.45	97.27	93.16	-
现金短债比 (倍)	1.92	2.61	1.83	-
全部债务/EBITDA (倍)	9.44	6.76	-66.55	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.14	1.71	-0.14	-

注：表中数据来源于公司 2019 年~2021 年的审计报告及 2022 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；公司现金短债比未扣除受限货币资金。

优势

- 跟踪期内，公司仍是全国规模领先的 A 股上市房企，全口径销售规模 2021 年位居行业第 17 位，项目覆盖全国 92 个地级市，重点布局在长三角地区，具有一定区域市场竞争力；
- 公司建筑施工业务资质较为完备、技术水平较高、施工经验丰富，承建了苏州中南中心、南通市体育会展中心、南通金石酒店和淮安体育中心等多个地标式建筑，在手合同额仍较为充足，对业务持续经营提供一定保障；
- 华融资产拟和南通市保障房建设投资有限公司将设立合作主体，针对公司及中南控股其他主体在建工程复工复产、优质项目并购、社会与资本合作项目盘活等开展业务，支持项目总规模不超过 50 亿元。

关注

- 2021 年公司投资进度放缓新增项目减少，施工进度减慢平均开盘时间拉长，合同销售金额有所下滑，公司地产项目未来可售面积一般，预计短期内合同销售金额将继续下滑；
- 2021 年，公司主营业务盈利能力下滑，且对部分存货、应收账款等计提大额减值损失，净利润出现亏损；
- 公司合作开发项目较多、合联营企业拆借款规模大和 PPP 项目持续投入导致其他应收款、长期股权投资和其他非流动资产规模较大，存在资金占压，且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；
- 公司有息债务规模仍较大，且参股项目存在一定体量的表外债务，有一定集中偿付压力，此外根据上海票据交易所披露的《持续逾期名单》，截至 2022 年 5 月 31 日，公司下属多家子公司仍被列入持续逾期名单。

评级展望

公司评级展望维持负面。公司房地产业务未来可售面积一般，受房地产行业调整、部分房企信用风险频发等因素影响，2021 年建筑施工业务新签合同额减少，盈利能力整体趋势下滑，目前国内房地产行业尚处于调整阶段，公司在建项目资本支出规模较大，仍存在一定的流动性压力。

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/负面	AA	2022-2-24	谢瑞、薛梅	《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：2022年2月24日（最新评级），将中南建设主体和债项信用等级下调至AA，评级展望调整为负面。

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
20 中南建设 MTN001	2022/2/24	12.00	2020/6/23-2024/6/23	无	无
20 中南建设 MTN002	2022/2/24	18.00	2020/8/26-2024/8/26	无	无
21 中南 01	2022/2/24	10.00	2021/3/17-2025/3/17	无	无

注：跟踪债项中，“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（以下简称“中南建设”或“公司”）主体和相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

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2022年3月末，公司股本为382655.39万股，控股股东中南城建持股54.12%，中南控股集团有限公司（以下简称“中南控股”）持有中南城建74.10%的股份，实际控制人仍为自然人陈锦石。

跟踪期内，公司仍主要从事房地产开发、建筑施工等业务，辅以建筑相关其他业务，房地产项目主要集中在长三角、山东、华南及内地核心城市。截至2021年末，公司全口径剩余可售面积2106.15万平方米，未售项目仍主要布局于长三角、山东、华南及内地核心城市。根据克而瑞研究中心公布的《2021年中国房地产企业销售排行榜》，2021年公司全口径销售金额1965.3亿元，位列第17位，同比无变化，权益销售金额1219.5亿元，位列第21位，同比下降4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，2021年新签合同额212.63亿元，同比减少30.71%，同期在手合同金额736.42亿元，小幅下滑。

截至2022年3月末，公司资产总额3689.92亿元，所有者权益421.61亿元，资产负债率为88.57%。2021年及2022年1~3月，公司实现营业总收入分别为792.11亿元和77.49亿元，利润总额分别为-27.75亿元和-4.49亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

“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

¹股份占比为29.95%。

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，2022 年 6 月 23 日，“20 中南建设 MTN001”兑付本金 2.69 亿元，票面利率维持 7.20%。

“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，公司已按时支付到期的利息，尚未到本金偿付日。

“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，公司已按时支付到期的利息，尚未到本金偿付日。

2022 年 2 月 24 日，公司主体信用等级被下调为 AA，评级展望调整为负面，“20 中南建设 MTN001”、“20 中南建设 MTN002”和“21 中南 01”债项信用等级下调至 AA，上述级别下调触发投资人保护机制。2022 年 4 月 11 日和 19 日，公司发布公告称因评级下调而导致的触发投资人保护机制事项均已被无条件豁免。

宏观经济和政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3 月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中 3 月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022 年一季度 GDP 同比增速为 4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度 GDP 增速较 2021 年四季度回升 0.8 个百分点，主要原因是上年同期基数走低以两年平均增速衡量。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长 6.5%，明显高于同期 GDP 增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在 3 月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在 4 月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有

望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度 GDP 同比增速将小幅回落至 4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022 年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3 月 PPI 同比涨幅达到 8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3 月 CPI 同比涨幅仅为 1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1 月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达 1.5 万亿元的增值税留抵退税政策在 4 月 1 日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5 月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022 年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为 2.8%，较上年小幅下调 0.4 个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022 年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022 年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

行业分析

公司主要从事房地产开发业务和建筑施工业务，所属行业为房地产行业和建筑行业。

2022 年第一季度房地产销售同比下降，预计在房企资金紧张、市场信心短期尚难恢复的综合影响下，下游需求仍将偏弱，全年销售面积难有显著回升

2021 年，行业销售规模继续保持增长，但市场需求下降叠加房企债务负担加重导致的推盘销售节奏放缓等因素影响，销售业绩呈现“前高后低”，全年商品房销售面积为 17.94 亿平方米，累计同比增长 1.9%；商品房销售额 18.19 万亿元，累计同比增长 4.8%。同期，商品房销售均价为 10139.1 元/平方米，总体呈小幅上涨态势。2022 年 1~3 月，行业继续调整，行业呈现“量价齐跌”态势，销售增速有所下滑，国内商品房销售面积 3.10 亿平方米，同比下降 13.8%；商品房销售金额 2.97 万亿元，同比下降 22.7%，销售下降主要系房企资金紧张，部分企业财务风险尚未化解，同时 2021 年第一季度基数较高所致。

2022 年 1~3 月，房地产开发企业到位资金 3.82 万亿元，累计同比下降 19.6%。其中自筹

资金、定金及预收款、个人按揭贷款分别为 1.24 万亿元、1.23 万亿元和 0.64 万亿元，累计同比增速分别为-4.8%、-31.0%和-18.8%。

当前房地产行业仍处于深度调整阶段，政策仍维持“房住不炒”的总基调不变。信贷方面，房企的合理融资需求将逐步得到支持，但现阶段部分房企债务负担依然较大，存在流动性压力，市场信心的修复仍需一定时间；同时，在资金紧张的情况下，建安投资和拿地支出难以维持高速增长，供应不足将对销售规模产生限制，总体来看，2022 年房地产行业下游需求仍将偏弱，销售面积增速难有显著回升。

图 1：全国商品房销售情况万平方米、亿元、%



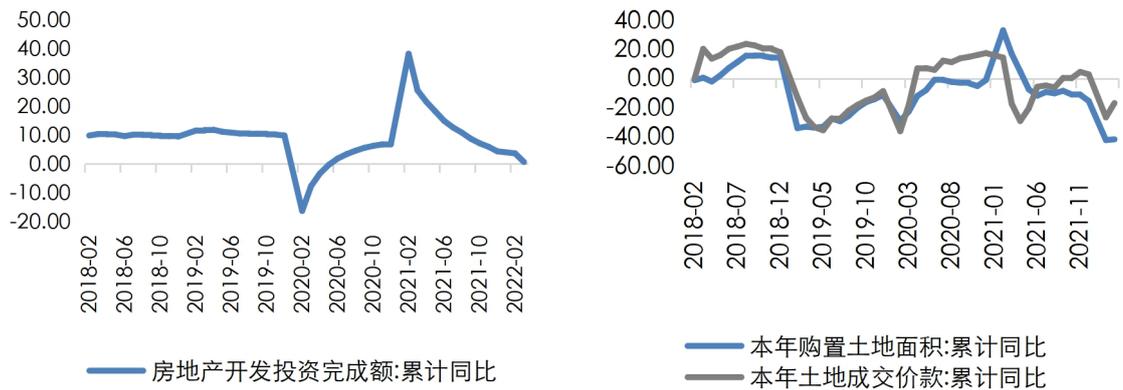
数据来源：Wind，东方金诚整理

一季度国内房地产开发投资增速同比有所下滑，考虑到房企资金紧张导致拿地规模有限且建安支出乏力，预计全年投资增速或将继续下降

2021 年，银行“两道红线”和房企“三道红线”的出台使得房企资金面收紧，22 个重点城市采取“双集中”供地也对企业土地拓展形成挑战，全年国内房地产开发投资完成额 14.76 万亿元，同比增长 4.40%，累计增速同比下降 2.60 个百分点。2022 年 1~3 月，国内房地产开发投资额 2.78 万亿元，同比增长 0.70%，累计增速同比下降 24.90 个百分点。投资增速的下降主要系房企在手资金紧张同时融资环境收紧，导致房企土地购置意愿和能力均显著下降，同时新开工和竣工进度受到较大负面影响，对投资增速形成拖累。

预计 2022 年，作为链接国内大循环的关键齿轮，在“保施工、保交付”的前提下，房企将加大项目销售回款力度，同时仍存在一定补库存需求，将对新开工及施工形成一定支撑；但另一方面，房企资金链紧张叠加下游需求不足，房企对项目新开工将保持谨慎态度，新开工规模或将进一步减少，同时资金紧张以及房企信用风险爆发导致的关联行业波动下，项目施工进度难有保障，建安投资支出或将走弱；拿地方面，房企拿地能力和拿地意愿依旧不足，预计以高流拍率和低溢价率仍将成为土地市场的常态，土地市场难有显著回暖，拿地规模的下降使得投资规模失去有力支撑，预计全年投资增速将继续下降，或将出现负增长。

图 2：全国房地产开发投资及土地购置情况（单位：%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

房地产金融长效机制稳步推进，部分前期依赖高杠杆经营的房企信用风险加速暴露，目前“稳地产”信号不断释放，长期看有助于促进行业平稳健康发展

我国房地产行业政策敏感度高，受行业调控政策影响较大，行业政策倾向于“左手去泡沫，右手稳投资”。房地产融资和土地供应等调控政策陆续出台，2020年8月，针对房企融资端的“三道红线”率先提出；2020年末，中国人民银行、中国银保监会发布的《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，再增“两道红线”；2021年以来，国内22个重点城市的住宅土地挂牌进行了“两集中”的调控方式等。房地产金融长效机制稳步推进，涉房贷款投放增速持续收敛，重点城市按揭贷款利率有所上行。房企在信托、信用债、海外债、银行端融资呈现“全面受阻”的特点。

2022年3月，政府工作报告提出：继续保障好群众住房需求，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。

此外，2022年3月，国务院金融委召开专题会议，关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。有关部门要切实承担起自身职责，积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策。随即，央行、银保监会、证监会、外汇局、财政部等五部委也相继释放“稳地产”信号，重点围绕着防范化解房地产市场风险，积极推动房地产行业转变发展方式，促进房地产业良性循环和健康发展等方面。

随着房地产金融长效机制稳步推进，2021年以来部分前期依赖高杠杆经营的房企信用风险加速暴露，同时对于土地储备质量不佳的房企将面临较大的融资难度和销售回款压力，对债务偿付的保障程度相对较弱，信用风险将有所上升，风险出清加剧；另一方面，一季度中央多部委密集表态“稳地产”，对房企合理融资以及促进住房消费健康发展方面将起到重要的指导作用，有助于化解行业分析，长期来看有利于促进国内房地产市场行业稳定、健康发展。

行业盈利能力总体有所下滑，行业集中度提升，预计未来土地储备质量好、品牌影响力大、

具有明显外部支持的房企具有更强的竞争优势

2021年以来，国内房地产企业盈利能力总体有所下滑，一方面是房地产结转项目的拿地成本上升，同时施工及材料价格有所上涨，但下游需求不足及部分城市的调控政策导致销售价格受到限制，且部分企业为缓解流动性压力、加大项目回款，降价销售部分项目，导致毛利率下降；另一方面，由于预期销售价格下降、项目工期延长等，部分企业计提存货跌价准备增加，对利润形成侵蚀。

在行业盈利下滑、部分企业风险加剧的情况下，行业内企业分化加剧，部分土地储备质量好、融资能力强、销售回款情况好的企业抵御风险能力明显更强，根据克而瑞地产研究院发布的相关榜单，2021年TOP10房企销售操盘金额门槛达到2879.5亿元，同比增幅达19.8%，较2019年增长42%。TOP20和TOP30房企的销售操盘金额门槛也分别同比提升9.2%和2.5%，行业龙头房企继续保持规模优势。

展望2022年，房企将从过去的“高杠杆、高周转、高利润”的模式逐步向“低负债、高品质、合理利润”的模式转变，将摒弃过往的“规模为王”，力争控制有息债务、加强资金管理、促进项目回款、改善项目盈利水平，在此背景下，具有很强品牌影响力、土地储备充足且土地储备质量好、产品竞争力强、具有明显外部支持的房企将具有更强的竞争优势

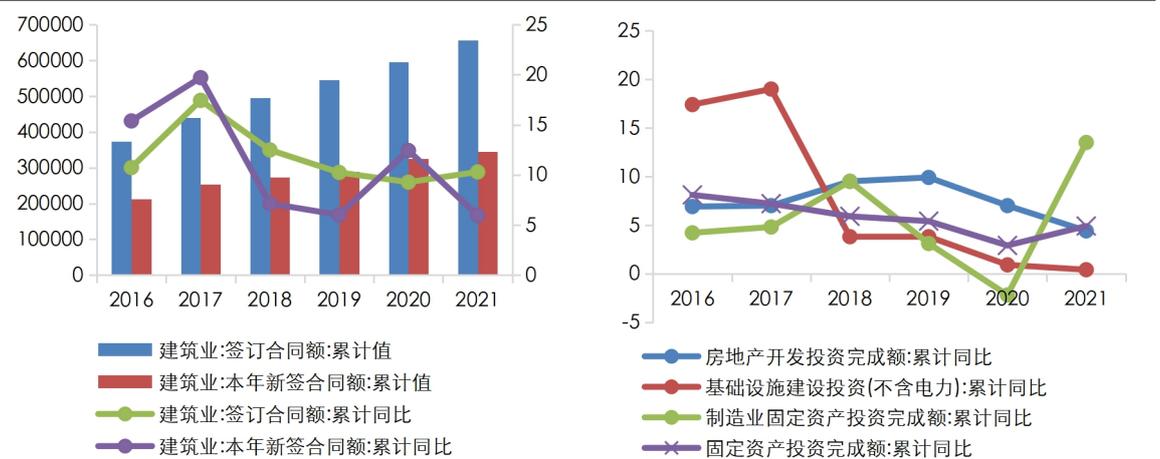
建筑行业

2021年我国建筑业新签合同额增速仍保持较快水平但有所放缓，在稳增长政策背景下，预计2022年基建投资增速回升及保障性住房建设的提速为建筑业需求平稳增长形成支撑

2021全年我国建筑业累计签订合同额和新签合同额分别为65.69万亿元和34.46万亿元，累计同比分别增长10.29%和5.96%，增速仍保持较快水平，但较前三季度有所放缓。

建筑行业下游需求主要受房地产和基建等固定资产投资影响。2021年全国固定资产投资累计同比增长4.9%，增速较前三季度下降2.4个百分点。其中，在基数抬高背景下，基建、房地产和制造业三大投资板块增速均有不同程度下行。全国基建投资不含电力累计同比增长0.4%，增速下滑明显，资金面仍是影响基建投资增速的核心要素；房地产开发投资累计同比增长4.4%，受楼市较快降温影响，房地产投资增速下行。

图 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

当前我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，2021年12月召开的中央经济工作会议明确要求各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。2022年1月，国家发展改革委提出适当超前开展基础设施投资，加快推进“十四五”规划102项重大工程项目和专项规划重点项目，同时货币政策密集出台积极发力，专项债保障重大建设项目资金，预计2022年我国基建投资增速有望提升。房地产投资方面，预计2022年房地产投资增速有所下滑，但全国保障性住房建设的推进为房建需求提供了有效支撑。整体来看，基建投资增速回升及保障性住房建设的推进为建筑业需求平稳增长形成支撑，预计2022年建筑业新签合同额仍将保持较快增长态势。

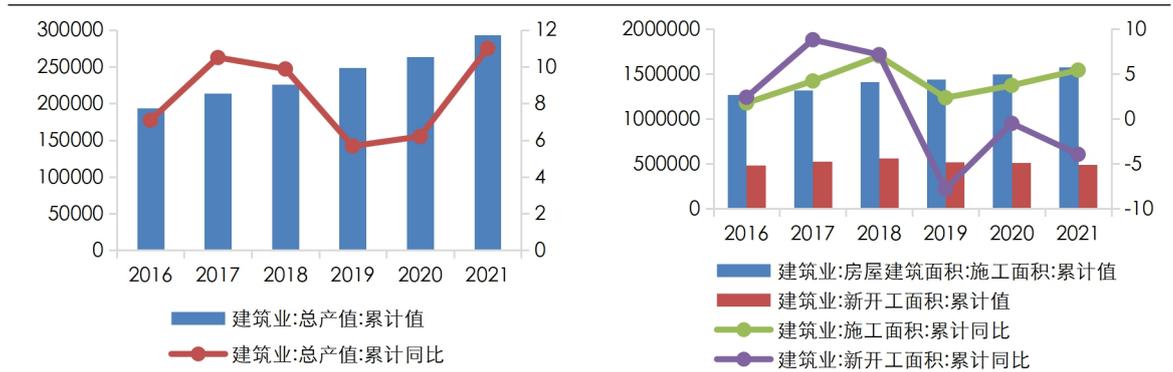
2021年建筑业总产值保持较快增长，但新开工面积增速下滑明显，预计2022年建筑企业较充足的在手合同额及新签合同额的较快增长仍使得建筑业总产值保持平稳增长

2021年我国建筑业实现总产值29.31万亿元，累计同比增长11.00%，增速较前三季度下降2.91个百分点，但较去年全年加快4.8个百分点。

从建筑业施工和新开工面积情况来看，2021年建筑业施工面积累计同比增长5.40%，增速较前三季度下降3.00个百分点，较去年全年提高1.70个百分点；新开工面积累计同比下降3.96%，降幅较前三季度扩大1.87个百分点。

受益于2021年建筑业新签合同额的较快增长，建筑企业目前在手合同额较充足，同时2022年我国基建投资增速的回升及保障房建设的推进使得建筑业新签合同额仍将保持增长态势，预计2022年建筑行业总产值仍保持稳定增长。

图 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、%

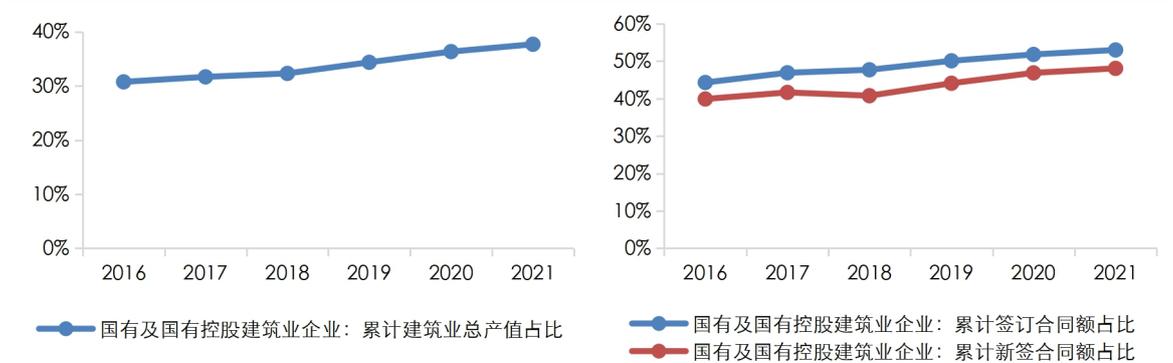


数据来源：Wind，东方金诚整理

预计未来国有及国有控股建筑企业市场占有率持续提升，与高杠杆经营房企深度绑定的房建企业信用风险将进一步上升

在我国建筑行业需求增速持续放缓的背景下，预计建筑企业间的竞争将进一步加剧。建筑央企、地方国企及民企龙头企业凭借资金、资源及资质优势，在市场竞争中具有明显的竞争优势。2021年国有及国有控股建筑企业建筑业总产值、累计签订合同额及新签合同额占比分别为48.08%、37.69%和53.01%，占比分别较2020年提升1.20、1.36和1.20个百分点。预计未来国有及国有控股建筑企业市场占有率将继续提升。

图 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单位：%



数据来源：Wind，东方金诚整理

预计2022年建筑行业整体信用风险保持稳定，但自身流动性压力大、盈利能力及再融资能力较差的民企建筑企业在竞争加剧的背景下信用风险将呈上升趋势。同时，东方金诚关注到，2021年四季度以来房地产各项调控政策开始边际转向，但在国家“房住不炒”的大框架下，“三道红线”、贷款集中度等长期政策不会放松，房企融资不会出现大幅宽松，部分财务杠杆高、土储质量弱的房企仍将持续面临风险出清，与该类房企深度绑定的房建企业预计信用品质有所弱化。

业务运营

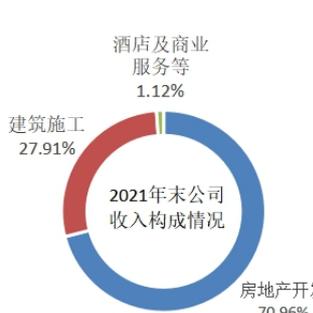
经营概况

2021年，公司建筑业务收入增加带动主营业务收入增长，但房地产开发业务和建筑业务毛利率均有不同程度下滑，致使综合毛利率显著减少

公司主要从事房地产开发及建筑施工业务，辅以建筑相关等其他业务，房地产开发和建筑施工业务是公司收入和毛利润的最主要来源，跟踪期内合计占营业收入比重仍在98%以上。

2021年，公司营业总收入792.11亿元，其中主营业务收入785.80亿元，同比小幅增长。主要系建筑施工业务上年新增合同额增加，当期竣工面积增长，结转收入提升，从而带动整体主营业务收入上涨0.8%；毛利润78.55亿元，同比减少39.60%，毛利率减少6.74个百分点系为加快资金回笼，公司压缩利润空间以促进库存房地产项目去化，叠加建造成本上涨，压缩建筑施工业务利润空间所致。

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	2019年		2020年		2021年		2022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	511.27	71.71	577.12	74.28	557.64	70.96	62.99	82.77
建筑施工	190.47	26.71	190.28	24.49	219.33	27.91	11.87	15.60
酒店及商业服务等	11.24	1.58	9.59	1.23	8.83	1.12	1.24	1.64
合计	712.98	100.00	776.99	100.00	785.80	100.00	76.10	100.00
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	90.50	17.70	110.46	19.14	60.73	10.89	6.02	9.55
建筑施工	21.26	11.16	16.46	8.65	14.98	6.83	0.64	5.38
酒店及商业服务等	6.18	54.98	3.13	32.62	2.84	32.19	0.33	26.33
合计	117.94	16.54	130.05	16.74	78.55	10.00	6.98	9.17

数据来源：公司提供，东方金诚整理

受房地产行业融资趋严、监管账户管控严格和“房住不炒”等政策影响，跟踪期内公司投资和施工进度均有所放缓。2022年1~3月，公司营业总收入77.49亿元，同比减少46%，综合毛利润7.11亿元，毛利率9.18%，同比均有所降低。

房地产开发

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

跟踪期内，公司全口径销售规模仍位居行业第17位，项目覆盖全国92个地级市，重点布局在长三角地区，具有一定区域竞争力

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。2021

²因四舍五入，存在一定位数差异。

年，公司新进入普洱、芜湖、天水、榆林、达州、西双版纳、伊犁等城市，房地产项目覆盖全国92个地级市，同比增加6个。公司未售项目主要布局于长三角、山东、华南以及内地核心城市，二线及三四线城市权益未售建筑面积占比分别30.79%和69.21%，其中以苏州、宁波、南通等为主的长三角城市占比33.77%。

公司坚持大众主流产品定位，产品业态多元，以住宅为主，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、特色小镇及旅游养生等业态。

跟踪期内，根据克而瑞研究中心公布的《2021年中国房地产企业销售排行榜》，2021年公司全口径销售金额1965.3亿元，位列第17位，同比无变化，权益销售金额1219.5亿元，位列第21位，同比下降4位。

2021年公司投资进度放缓新增项目减少，施工进度减慢平均开盘时间拉长，合同销售金额有所下滑，公司地产项目未来可售面积一般，且未来两年将着重加大现房库存的去化，预计短期内合同销售金额将继续下滑

受行业融资收紧等因素影响，2021年公司投资进度放缓新增项目减少，施工进度减慢平均开盘时间拉长，当期合同销售面积减少，销售均价变化不大，全口径和权益口径销售金额均有所下滑，销售回款率下滑。

具体来看，2021年公司平均开盘时间7.3个月，同比增长0.2个月；全口径合同销售金额和合同销售面积分别同比减少11.82%和12.85%，平均销售价格为1.34万元，同比变化不大。公司并表口径销售回款与合同销售金额比例为80.44%，同比减少2.58个百分点，回款继续下降，自2021年下半年以来，在保竣工、保交付的背景下，预售资金监管明显趋严，进一步加大了公司预收账款的回款压力。

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）

	2019年	2020年	2021年	2022年 1~3月
合同销售金额全口径	1960.51	2238.30	1973.74	163.20
其中：权益销售金额	1225.49	1352.88	1209.90	97.19
合同销售面积全口径	1540.74	1685.30	1468.70	129.60
其中：权益合同销售面积	978.01	1007.83	909.63	77.95
平均销售价格	12724.47	13280.96	13439.05	12592.59
合同销售金额并表口径	852.81	940.48	1063.85	73.34
销售回款金额	728.16	780.80	855.74	122.73

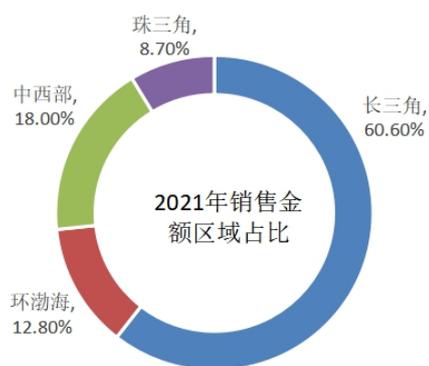
资料来源：公司提供，wind、东方金诚整理

分销售区域看，2021年以来，公司在以南通、苏州、绍兴、南京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仍较高，2021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 60.60%、12.80%、18.00%、8.70%。

图表 8: 2021 年公司房地产项目分区域全口径合同销售情况 (单位: 亿元、万平方米)

区域	合同销售金额	合同销售面积
江苏	511.41	768.08
浙江	226.30	372.29
山东	185.70	189.20
陕西	80.61	116.45
福建	60.27	109.49
重庆	53.15	67.52
安徽	63.91	54.72
广东	41.27	39.27
云南	29.18	38.84
四川	30.96	37.27
河南	47.79	35.33
贵州	36.22	34.46
新疆	20.95	24.83
广西	29.95	23.57
其他	50.98	62.40
合计	1468.65	1973.72



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

2022 年 1~5 月, 公司累计合同销售金额 261.8 亿元, 同比减少 70.5%; 销售面积 210.6 万平方米, 同比减少 67.3%。

目前房地产行业正处于审慎调整阶段, 为增加自由现金流, 降低融资环境趋严和预售监管政策严格执行的影响, 未来两年公司将着重加大现房库存的去化, 保证项目竣工率, 同时择机在价值洼地获取土地, 预计 2022 年全年, 公司房地产销售业务板块合同销售金额将继续呈现下滑态势。

跟踪期内公司土地获取力度大幅下降, 未来可售面积一般, 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, 2021 年, 公司全口径已完工项目和在建项目的去化率分别为 98.80%和 66.25%, 去化率小幅增长, 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。

在建项目和已完工项目方面, 2022 年 3 月末, 公司在建项目和已完工项目共计 475 个, 主要集中在江苏、山东等 22 个省、自治区及直辖市。全口径剩余可售面积合计 1976.55 万平方米, 权益剩余可售面积 1111.17 万平方米, 按照公司 2021 年销售情况, 公司目前土地储备仅供销售 1~2 年。目前土储主要集中于南通、宁波、苏州、绍兴等二线及三四线城市为代表的长三角区域, 权益剩余可售面积中 30.66%位于二线城市, 29.15%位于长三角地区经济发达的三四线城市, 40.19%位于其他三四线地区。同期, 公司在建项目平均楼面地价为 4027.47 元/平方米,

同比小幅增长，当期各楼盘平均销售价格为 12592.59 元/平方米，同比有所下滑。

拟建项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司全口径为未开工项目规划建筑面积合计 1148.7 万平方米，权益规划建筑面积 588.4 万平方米，其中一二线和三四线城市的规划建筑面积占比分别为 39%、61%。

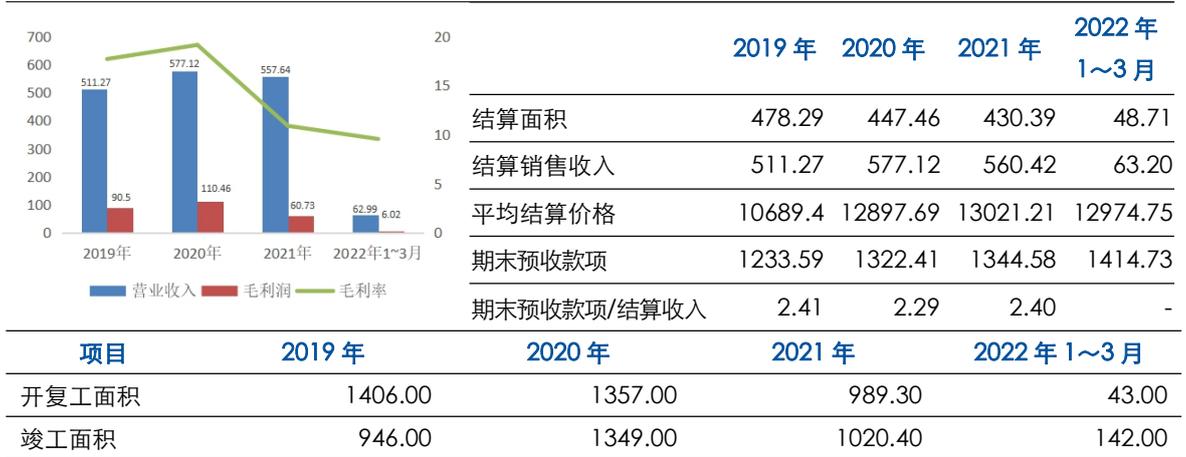
土地获取方面，在两集中背景下，土储溢价率较高，叠加目前融资环境趋严，公司拿地策略谨慎，2021 年及 2022 年初土地获取力度大幅下降。2021 年，公司用于新增土储支付的全口径土地款项为 288.49 亿元，同比下降 70%；权益土地款 121.61 亿元，同比下降 72.6%，为公司权益销售金额的 10.05%。2021 年公司新增项目 45 个，土储土地获取方式为以股权收购、招拍挂形式为主，占比分别为 14.03%、85.97%。全口径规划建筑面积为 751.97 万平方米，同比减少 50.62%，占全口径销售面积约 51.20%；权益规划建筑面积为 331.66 万平方米，同比减少 61.14%，占权益口径销售面积约 36.46%。2021 年新增土储的平均楼面地价为 3836.46 元/平方米，同期，平均合同销售价格为 13439.05 元/平方米。2022 年 1~5 月，公司无新增房地产项目。

跟踪期内，融资紧张下公司缩减施工投资，为加快资金回笼，公司压缩利润空间促进去化，叠加建造成本上涨影响，房地产开发业务盈利能力大幅下滑，需持续关注公司盈利下行压力

2021 年，公司筹资性净现金流为-236.70 亿元，融资紧张下公司缩减开工、施工、竣工投资，实现新开工面积 989.3 万平方米，同比减少 27.1%，完成竣工面积 1020.4 万平方米，同比减少 24.4%。同期，公司房地产开发业务实现收入 557.64 亿元，较上年减少 3.38%；毛利润 60.73 亿元，同比减少 45.02%；毛利率 10.89%，同比减少 8.25 个百分点，主要系当期加快资金回笼，公司压缩利润空间促进库存去化，叠加建造成本上涨所致。此外 2021 年，公司房地产项目共计计提跌价损失 28.02 亿元，主要来自南京江宁上悦城、成都金牛樾府、苏州常熟林月香庭和北京密云怡水园。

2022 年第一季度公司实现新开工面积 43 万平方米，同比减少 84.3%，完成竣工面积 142 万平方米，同比增加 11.6%。由于并表范围竣工规模减少，2022 年 1~3 月，公司房地产业务结转收入 63.20 亿元，同比减少 42.80%，毛利率 9.55%，同比下降 16.15 个百分点。当期公司预收款项 1414.73 亿元，是 2021 年结算收入的 2.5 倍，短期内可为收入结转提供一定支撑。

图表 9：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偏紧的背景下，面临较大的资金筹措压力

从投资情况来看，截至 2021 年末，公司权益口径在建及拟建项目计划投资总额 3755 亿元，已累计投入 2483.38 亿元，尚需投资 1271.62 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，2022 年、2023 年及 2024 年以后分别需要公司投入 437.07 亿元、405.70 亿元和 428.85 亿元。

在房地产调控政策及行业融资环境偏紧的背景下，公司在建、拟建项目所需资金规模相对较大，未来面临较大的资金筹措压力。

对外投资

2021 年，公司参股项目存在一定体量的资金占压及或有负债风险，参股项目合计权益剩余可售面积 447.51 万平方米，实现投资收益 19.61 亿元，同比大幅下滑

2021 年，公司未纳入合并报表范围的在建及已完工参股项目合计 229 个，同比增加 18 个，拟建项目合计 16 个，同比增长 4 个，分布在国内 60 个城市含县级市，剩余可售面积 1235.69 万平方米，权益剩余可售面积 446.51 万平方米。

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、徐州为主的三四线城市权益剩余可售面积占比 69.21%，以苏州、温州、宁波为代表的二线城市占比 30.79%。

2021 年，公司参股项目完工减少，投资收益 19.61 亿元，同比减少 55.33%。截至 2021 年，公司对外担保余额合计 76.02 亿元，此外，公司其他应付款和长期应付款中，尚有一定规模的拆借款，参股项目存在一定体量的资金占压及或有负债风险。

建筑施工

公司建筑施工业务资质较为完备、技术水平较高、施工经验丰富，承建了苏州中南中心、南通市体育会展中心、南通金石酒店和淮安体育中心等多个地标式建筑

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，承建了苏州中南中心、南通市体育会展中心（鲁班奖）、南通金石酒店、盐城体育场（鲁班奖）和淮安体育中心（中国钢结构金奖）等多个地标式建筑，此外，公司还部分参与设计了南通市中心商务区。南通苏城大厦和海门体育中心的设计，在江苏省房屋建筑施工市场具有很强的竞争力。

表 10: 2021 年末中南建筑情况 (单位: 亿元、%)

公司名称	资产	净资产	营业收入	利润总额	资产负债率
中南建筑	669.93	100.74	251.45	-10.39	84.96

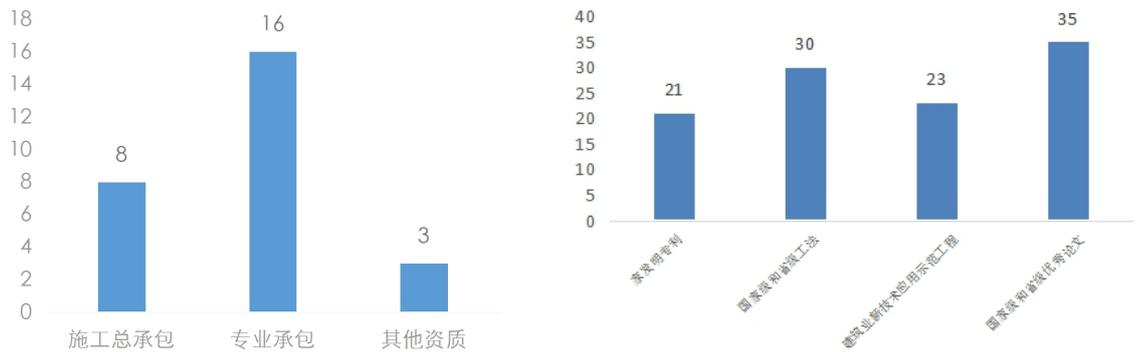
资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司建筑施工业务以房屋建筑工程和市政公用工程为主，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，建筑施工资质较为完备。截至2020年末，公司共拥有各类建筑工程施工资质27项，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2021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 11：截至 2021 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

跟踪期内，受房地产行业调整、部分房企信用风险频发等因素影响，公司建筑施工业务新签合同额有所减少，业务盈利能力明显下滑

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，受房地产行业行情影响很大，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，2015 年以来，PPP 模式占比提升，纳入公建类房屋建筑工程进行核算。

2021 年，公司建筑施工业务收入 219.33 亿元，同比有所增长主要来自于房建工程业务，同期毛利润 14.98 亿元，毛利率 6.83%，毛利润和毛利率同比均有所下降主要系建造成本上涨所致。

2022 年一季度，建筑业务结转营业收入 11.87 亿元，同比下降 35.39%；综合毛利率 5.38%，同比减少 3.2 个百分点。

图表 12：公司建筑施工业务营业收入构成及毛利润、毛利率情况³（单位：亿元、%）

类别	2019 年		2020 年		2021 年		2022 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	164.00	86.10	161.78	85.02	187.24	85.37	9.33	78.60
其中：房产类	103.03	54.09	90.00	47.30	112.01	51.07	4.05	34.12
公建类	60.97	32.01	71.78	37.72	75.23	34.30	5.28	44.48
其他建筑工程	26.47	13.90	28.50	14.98	32.09	14.63	2.54	21.40
合计	190.47	100.00	190.28	100.00	219.33	100.00	11.87	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	16.21	9.88	13.29	8.21	12.30	6.57	0.46	4.91
其中：房产类	10.84	10.52	7.41	8.23	7.61	6.79	0.20	5.06
公建类	5.37	8.81	5.88	8.19	4.69	6.24	0.25	4.79
其他建筑工程	5.05	19.08	3.17	11.14	2.68	8.35	0.18	7.11
合计	21.26	11.16	16.46	8.65	14.98	6.83	0.64	5.38

数据来源：公司提供，东方金诚整理

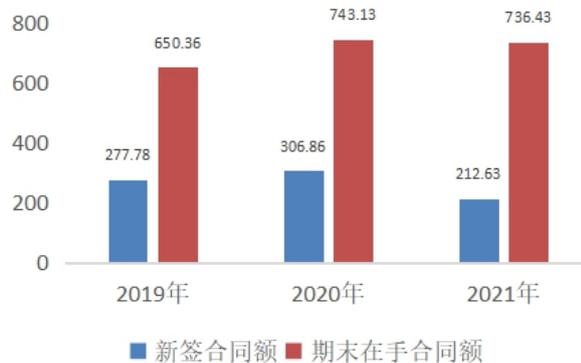
2021 年，受房地产行业调整、部分房企信用风险频发等影响，公司新签合同额为 212.63

³因四舍五入数据存在一定尾数差异，下同。

亿元，同比减少 30.71%，同期末，在手合同金额 736.42 亿元，较 2020 年小幅下滑。公司建筑施工业务民营业主方占比较高，项目类型主要是住宅和商业区的开发建设。

2021 年公司项目承接仍以亿元以上合同额项目为主，占比 87.44%。2022 年 1~5 月，公司新承接（中标）项目预计合同总金额 20.8 亿元，同比减少 82.5%。

图 13：近年来公司建筑施工业务新签和在手合同情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司在建项目规模较大，回款情况不佳，尤其 PPP 项目后续投资金额较高，回款周期长，面临较大资金筹措和项目回款压力，但在手合同额仍较为充足，对业务持续经营提供一定保障

已完工项目方面，2021 年，公司主要已完工建筑施工项目 144 个，同比增加 57 个，合同金额价款合计 285.01 亿元，同比增长 24.88%，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仍主要分布在江苏、山东、四川等地，合同金额占比分别为 25.78%、22.63%和 20.41%。公司已完工项目累计结算金额 233.89 亿元，累计结算部分回款 208.45 亿元，回款率 89.12%，回款率减少 2.24 个百分点。

在建项目方面，截至 2021 年末，公司在建项目 222 个，在建业务区域较为分散，其中南京区域、华北区域、华西区域占比较高，合同金额占比分别为 15.88%、11.21%和 10.77%。当期，公司在建项目合同金额合计 871.25 亿元；已结算金额 560.35 亿元，。截至 2021 年末，公司在建项目尚需投资 310.90 亿元。在手合同额仍较为充足，对业务持续经营提供一定保障。

截至 2021 年末，公司在建项目中共有 PPP 项目 23 个，合同总额为 315.73 亿元，预计总投资 285.65 亿元，其中需要投入资本金 87.79 亿元，截至 2021 年末已投入资金 239.46 亿元，已投入项目资本金 72.52 亿元，未来仍需投入 15.27 亿元资本金，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，公司在建项目规模较大，尤其 PPP 项目后续投资金额较高，回款周期长，面临较大项目回款压力。

图表 14：公司主要的在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

序号	地区	项目名称	开发商名称	建筑类型	甲方性质	建筑面积	工程造价	开工日期	已投入	已结算	已回款
1	西安	丝路（西安）前海园项目合并	西安高新独角兽基地发展有限公司	住宅	国有	32.90	19.00	2021-1-5	17.19	16.70	12.30
2	盐城	滨海县人民医院及妇幼保健院(土建)	滨海县卫计委	医院	国有	24.50	14.15	2019-1-1	6.90	7.05	5.13
3	成都市	南城都汇商住项目第七期汇尊园(12#地块)住宅及商业项目	和记黄埔地产（成都）有限公司/舜鸿地产（成都）有限公司	住宅	外资	40.80	11.72	2016-10-20	11.06	10.47	8.67
4	北京	通州御景湾南区总包工程	北京顺开房地产开发有限公司	住宅	民营	48.27	10.27	2018-7-1	0.74	0.74	0.65
5	赣州	章贡区学校建设 PPP 项目（土建）	赣州兴中工程项目管理有限公司	学校	民营 (SPV)	20.31	8.35	2020-4-30	0.78	0.64	0.48
6	郑州	世和二期（2#地块）（土建）	郑州经开投资发展有限公司	棚户改造	国有	34.77	8.19	2018-8-10	4.76	5.37	4.41
7	亳州	亳州市第二人民医院 PPP 项目（土建）	亳州市中南哈工医疗管理有限公司	医院	民营 (SPV)	18.00	7.59	2020-5-1	2.78	2.91	1.84
8	南通	南通中央商务区 CBD 项目 A01-1 楼、A02A 楼总承包工程（土建）	南通中南新世界中心开发有限公司	商业	民营	30.78	7.42	2019-10-1	2.67	3.14	1.92
9	长沙	长沙新楚擎天广场(土建)	湖南新楚擎天广场项目开发有限公司	住宅	民营	40.00	6.93	2019-11-17	4.38	4.51	1.75
10	北京	通州区美融加项目	三河时代天华文化发展有限公司	住宅	民营	41.39	6.90	2018-3-15	0.00	0.00	0.00

数据来源：公司提供，东方金诚整理

重大事项

华融资产拟和南通市保障房建设投资有限公司将设立合作主体，针对公司及中南控股其他主体在建工程复工复产、优质项目并购、社会与资本合作项目盘活等开展业务，支持项目总规模不超过 50 亿元

2022 年 5 月 9 日，公司发布《江苏中南建设集团股份有限公司关于控股股东与华融资产等

相关主体签署支持公司发展战略合作协议的公告》，称公司收到中南控股的通知，其与中国华融资产管理股份有限公司江苏省分公司（简称“华融资产”）、南通市保障房建设投资有限公司、南通产业控股集团有限公司、江苏海晟控股集团有限公司共同签署了支持公司转型发展战略合作协议。

根据有关协议，华融资产拟和南通市保障房建设投资有限公司通过有限合伙、基金等形式设立合作主体（简称“合作主体”），有关主体将与南通产业控股集团有限公司、江苏海晟控股集团有限公司按照 18:1:1 的比例，针对公司及中南控股其他主体在建工程复工复产、优质项目并购、社会与资本合作项目盘活等开展业务，共同支持中南控股转型发展。有关支持项目总规模不超过 50 亿元，也可引入其他投资机构。华融资产作为合作主体的管理人，负责具体项目实施工作，有关合作的开展或将为公司业务提供助力。

根据上海票据交易所披露的《持续逾期名单》，截至 2022 年 5 月 31 日，公司下属多家子公司仍被列入持续逾期名单，且截至兑付日，公司部分美元票据本金未接受交换要约

根据上海票据交易所披露的《持续逾期名单》显示，截至 2022 年 5 月 31 日，公司下属多家子公司仍被列入持续逾期名单。

2022 年 6 月 8 日，江苏中南建设集团股份有限公司发布公告称，公司分别就于 2022 年 6 月 8 日和 2022 年 6 月 18 日到期的美元债 JIAZHO 10.875 06/18/22 (ISIN: XS2008677341) 和 JIAZHO 12 06/08/22 (ISIN: XS2349744594，两只票据统称“旧票据”) 发起的交换要约已完成。在注销已进行交换的 165276000 美元旧票据后，2019 年发行票据和 2021 年发行票据的剩余未偿本金额分别为 18090000 美元和 39484000 美元，合计 57574000 美元。公司根据交换要约发行 157012200 美元新票据 (ISIN: XS2484448787) 将于 2023 年 6 月 5 日到期，并将自 (包括) 2022 年 6 月 6 日起以 12.00% 的年利率计息，票息于 2022 年 12 月 6 日及 2023 年 6 月 5 日应付。截至兑付日，公司部分美元票据本金未接受交换要约。

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，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；公司监事会成员仍为 3 名。公司治理结构维持合理，部门设置能满足日常需求。

公司于 2022 年 1 月 29 日披露的《2021 年度业绩预计下降的公告》称，2021 年公司归属于上市公司股东的净利润（以下简称“净利润”）预计 7.08 亿元至 21.23 亿元，扣除非经常性损益（以下简称“扣非”）后的净利润预计 5.65 亿元至 19.78 亿元。根据 2021 年报显示，公司扣非前后净利润分别为 -33.82 亿元和 -40.36 亿元，分别较上年大幅下降 147.78%、171.51%。鉴于上述原因，2022 年 4 月 27 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 2021 年年报的问询函》。

房地产业务方面，未来公司将坚持大众主流产品定位，坚持审慎投资，确保经营安全，建筑业务方面，公司将聚焦优质客户，提高信息化水平，降低住宅项目配比

2022 年公司房地产业务将继续坚持大众主流产品定位，聚焦长三角、山东、华南以及内地人口密集核心城市布局，通过不断提高运营周转效率，获得更好的资产回报水平。在原有战略基础上，公司将进一步聚焦投资区域，加强对进入市场客户需求的研究，不断推动产品升级；将进一步简化组织架构，加强对过程的管控，更好应用信息化工具，控制经营风险；将进一步严格投资要求，控制规模增长，更好平衡项目回报和公司资产回报；将在进一步提高运营管理效率，实现卓越运营基础上，探索代建业务，为行业输出更好的经营管理。2022 年在市场仍处于调整阶段时，公司将坚持审慎投资，确保经营安全。在国家推进行业良性循环政策作用下，市场明显回暖后，公司才会考虑扩大投资。在市场明确回暖之前，公司将根据市场变化确定推盘速度，保持灵活的价格策略，控制库存的增长。

面对房地产行业的变化，公司建筑业务也将进一步加强对进入区域的深耕，聚焦优质客户，加强对政府平台公司、央国企及优质民营企业非住宅设施业务的扩展，降低住宅项目的占比。加强节能环保技术的应用，提高工业化和模块化水平，降低对传统劳动力的依赖，提高施工质量，推进组织升级，提高综合管理水平，加强对 EPC 等综合业务的承接能力。

财务分析

财务概况

公司提供了 2021 年合并财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年度财务报表进行了审计。出具了带强调事项段无保留意见的审计报告。公司 2022 年 1~3 月财务数据未经审计。截至 2021 年末，公司纳入合并范围的二级子公司 63 家。

资产构成与资产质量

跟踪期内公司资产规模小幅增长，公司合作开发项目较多、合联营企业拆借款规模大和 PPP 项目持续投入导致其他应收款、长期股权投资和其他非流动资产规模较大，存在资金占压，且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

截至 2021 年末，公司资产总额 3679.77 亿元，较 2020 年末上涨 2.43%。公司流动资产变化不大，非流动资产受当期 PPP 项目的建设推进、部分子公司亏损递延所得税增加影响有所增长。公司合作开发项目较多、合联营企业拆借款规模大和 PPP 项目持续投入导致的其他应收款、长期股权投资和其他非流动资产规模较大，存在资金占压。从资产构成来看，公司流动资产占资产总额比重比 88.76%，占比提升。2022 年 3 月末，公司资产总额 3689.92 亿元，较期初变化不大。

图表 15: 公司资产构成情况 (单位: 亿元)



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 1~3 月
存货	1655.87	1843.75	1901.34	1886.05
其他应收款	298.43	337.68	404.38	488.70
货币资金	254.10	328.61	224.07	192.50
合同资产	0.00	188.25	195.40	193.44
应收账款	117.32	71.10	68.02	33.99
流动资产合计	2524.35	2998.22	3006.67	3012.37
长期股权投资	134.86	270.55	271.57	271.78
其他非流动资产	-	186.20	214.02	220.88
投资性房地产	44.19	63.61	72.19	72.19
固定资产	32.67	32.36	38.43	35.03
递延所得税资产	21.35	20.19	35.06	35.98
非流动资产合计	381.36	594.31	673.10	677.54
资产总计	2905.71	3592.53	3679.77	3689.92

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2021 年, 公司流动资产总额 3006.67 亿元, 同比增长 0.28%, 变化不大, 其中存货、其他应收款、货币资金、合同资产和应收账款占比较高, 占比分别为 63.24%、13.45%、7.45%、6.50% 和 2.26%, 合计占比 92.90%。2022 年 3 月末, 公司流动资产总额 3012.37 亿元, 较期初小幅增长。

2021 年末, 公司存货同比增长 3.12% 为 1901.34 亿元, 其中房地产项目的开发成本 1760.06 亿元, 开发产品 154.23 亿元, 共计计提跌价准备 28.02 亿元, 同比大幅增长, 其中成都樾府项目计提 7.67 亿元, 南京上悦城项目计提 7.55 亿元, 南京世纪雅苑项目计提 1.72 亿元, 常熟林樾香庭项目计提 1.25 亿元。当期公司存货周转次数为 0.31 次, 同比变化不大。2022 年 3 月末, 公司无新增房地产项目, 随着项目去化, 公司存货较期初减少为 1886.05 亿元。

公司其他应收款主要是向公司合营、联营主体投入的股东借款投资, 跟踪期内, 应收合作方款项大幅增长, 其他应收款同比增长 19.75% 达 404.38 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 20.14 亿元、122.78 亿元、194.68 亿元和 17.69 亿元, 共计提坏账准备 7.90 亿元, 公司其他应收款账龄主要分布在 1 年内, 前五大欠款单位如下表所示, 集中度较低, 其中南通神辉置业有限公司, 江苏龙信置业有限公司和南通达海华德房地产有限公司为公司合子公司的股东。2022 年 3 月末, 其他应收款增长至 488.70

亿元。

表 16: 截至 2021 年末公司前五大其他应收款客户情况 (单位: 亿元)

单位名称	金额	款项性质	账龄
南通神辉置业有限公司	11.34	往来款	1 年以下
江苏龙信置业有限公司	10.13	往来款	1 年以下
南通达海华德房地产有限公司	9.49	往来款	1 年以下
南京锦安中垠房地产开发有限公司	9.02	项目建设资金投入	1 年以下及 1-4 年
南宁景信置业有限公司	7.82	项目建设资金投入	1 年以下及 1-2 年
合计	47.80	-	-

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

2021 年末, 公司用非受限货币资金偿还借款, 货币资金规模大幅减少 31.81% 为 224.07 亿元, 其中银行存款 177.93 亿元, 受限货币资金 78.73 亿元。2022 年 3 月末, 公司货币资金 192.50 亿元, 较期初有所减少。

表 17: 截至 2021 年末公司合同资产情况 (单位: 亿元)

项目	账面余额	减值准备	账面价值
在施项目的合同资产	141.55	3.73	137.83
已验收或者已交付未结算的合同资产	60.11	4.92	55.18
未到期的质保金	8.03	0.79	7.24
合同资产--PPP 项目土地及工程款	209.37	0.20	209.17
小计	419.06	9.64	409.42
减: 列示于其他非流动资产的合同资产	214.68	0.66	214.02
合计	204.38	8.98	195.40

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司合同资产主要来自自己完工未结算的建筑施工业务, 2021 年末, 公司完工已验收或者已交付未结算的建筑施工项目增加, 合同资产较期初小幅增长至 195.40 亿元。当期合同资产减值准备金额 8.98 亿元, 其中 2021 年计提 5.77 亿元, 计提规模较大。2022 年 3 月末, 公司合同资产 193.44 亿元, 较期初变化不大。

2021 年公司在地方政府协助下催收欠款, 应收账款同比减少 4.34% 为 68.02 亿元, 其中一年以内应收规模 50.37 亿元, 前五大应收客户如下表所示, 排名前 4 的应收主体为政府投资公司或政府机构。当期应收账款新增计提坏账准备 4.17 亿元, 其中按单项计提应收账款坏账准备增加 3.08 亿元, 针对中国恒大集团关联企业的坏账准备 2.87 亿元, 累计计提 13.34 亿元, 计提规模较大, 对利润形成一定侵蚀。2022 年 3 月末, 公司应收账款 33.99 亿元, 较期初大幅减少。

表 18：截至 2021 年末公司前五大应收账款客户情况（单位：亿元）

单位名称	款项性质	金额	账龄
潜江市兴城投资开发有限公司	工程款	3.00	1 年以下及 4 年以上
盐城市城南新区开发建设投资有限公司	工程款	2.27	1 年以下及 1-5 年
南充市国土资源局嘉陵分局	工程款	2.12	2-3 年
菏泽市住房和城乡建设局	工程款	2.01	1 年以下及 1-2 年
阜南中南新路投资有限责任公司	工程款	1.91	1 年以下及 1-2 年
合计	-	11.31	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，非流动资产受当期 PPP 项目的建设推进、部分子公司亏损递延所得税增加以及会追溯调整会计科目处理，新增使用权资产影响同比增长 13.26%为 673.10 亿元，从构成来看，长期股权投资、其他非流动资产、投资性房地产和固定资产占非流动资产比重较高，分别为 40.35%、31.80%、10.73%和 5.71%，合计占比 88.58%。2022 年 3 月末，公司非流动资产 677.54 亿元。

公司长期股权投资主要是对联营、合营公司的投资，2021 年末长期股权投资账面价值为 271.57 亿元，同比变化不大，其中合营企业投资 124.90 亿元，联营企业投资 146.67 亿元。公司未对长期股权投资计提减值。2022 年 3 月末，公司长期股权投资 271.78 亿元。

公司其他非流动资产主要由合同资产-未到期的质保金和 PPP 项目土地及工程款构成，跟踪期内随着 PPP 项目的建设推进，其他非流动资产同比增长 14.94%为 214.02 亿元。2022 年 3 月末，公司其他非流动资产 220.88 亿元。

表 19：截至 2021 年末公司其他非流动资产情况（单位：亿元）

项目	账面余额	减值准备	账面价值
合同资产--未到期的质保金	5.31	0.46	4.85
合同资产--PPP 项目土地及工程款	209.37	0.20	209.17
合计	214.68	0.66	214.02

数据来源：公司提供，东方金诚整理

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，2021 年末，公司投资性房地产账面价值 72.19 亿元，同比增长 13.49%，主要原因一系当期存货转入投资性房地产 3.09 亿元，公允价值变动增值 5.41 亿元。2022 年 3 月末，公司投资性房地产无变化。

公司固定资产主要包括房屋建筑物、机械设备、运输工具等，以房屋建筑物为主，2021 年末，固定资产账面价值 38.43 亿元，同比增长 3.12%系当期存货转入所致。2022 年 3 月末，公司固定资产 35.03 亿元，较期初小幅减少。

跟踪期内，公司部分子公司亏损，递延所得税资产同比增长 73.62%为 35.06 亿元。2022 年 3 月末递延所得税资产为 35.98 亿元。

从资产受限情况来看，截至 2021 年末，公司受限资产 1083.42 亿元，主要由无形资产、

存货等构成，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 29.44%，占净资产的比例为 253.17%。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。

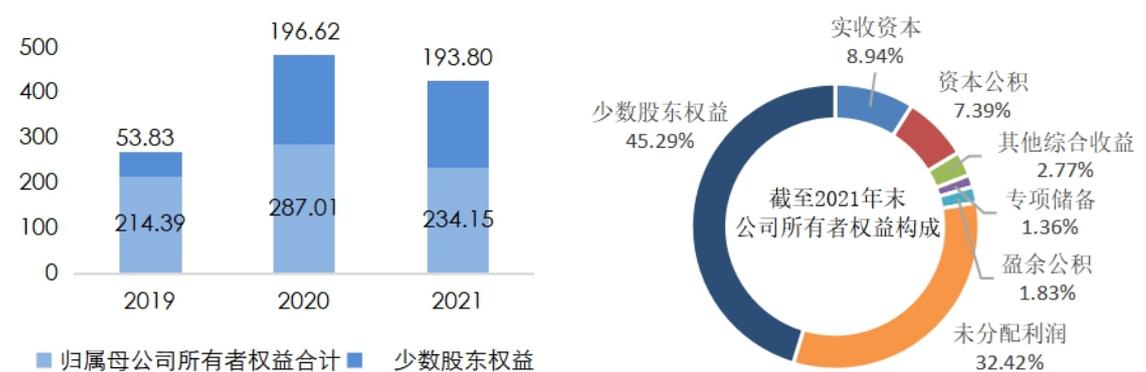
资本结构

受 2021 年业绩亏损影响叠加应付 2020 年度股利影响，跟踪期内公司所有者权益大幅减少，少数股东权益和未分配利润占比仍较高

2021 年末，受业绩亏损影响，公司所有者权益同比减少 11.51%至 427.94 亿元，其中少数股东权益、未分配利润、实收资本和资本公积占比较高，占所有者权益比重分别为 45.29%、32.42%、8.94%和 7.39%，合计占比 94.04%。2022 年 3 月末，受业绩亏损影响，公司所有者权益继续减少至 421.61 亿元。

2021 年末，公司实收资本 38.27 亿元，较上年末增长 0.14%，主要系当期向股票期权激励计划的激励对象授予股票期权所致；资本公积 31.63 亿元，同比减少 2.88%；同期未分配利润为 138.74 亿元，同比减少 28.44%，主要是当期业绩亏损以及支付股利 21.28 亿元，规模较大所致；公司少数股东权益 193.80 亿元，同比大幅减少 1.44%。2022 年 3 月末，公司实收资本较期初无变化，资本公积有所增长，未分配利润受业绩亏损影响较期初继续减少。

图 20：公司所有者权益结构情况（单位：亿元）



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
实收资本	37.57	38.21	38.27	38.27
资本公积	28.23	32.57	31.63	34.06
其他综合收益	11.62	11.99	11.86	11.91
专项储备	0.00	2.59	5.84	6.14
盈余公积	7.23	7.78	7.81	7.81
未分配利润	129.74	193.87	138.74	131.87
归属母公司所有者权益合计	214.39	287.01	234.15	230.05
少数股东权益	53.83	196.62	193.80	191.56
股东权益合计	268.23	483.63	427.94	421.61

数据来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司有息债务有所减少，短期有息债务增加，集中偿付压力加大，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

跟踪期内，公司应付款项和预收房款增加，负债总额小幅增长 4.60% 达 3251.82 亿元。从负债构成来看，公司负债仍以合同负债、其他应付款和应付账款等流动负债为主，占负债总额比重 87.28%。2022 年 3 月末，公司负债总额 3268.31 亿元。

2021 年末，公司流动负债 2838.25 亿元，同比增长 12.10%，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 47.37%、18.98%、12.86%、5.22%、4.87%、4.23% 和 3.32%，合计占比 96.85%。2022 年 3 月末，公司流动负债 2859.34 亿元。

合同负债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，2021 年末，公司合同负债为 1344.58 亿元，其中房款 1308.00 亿元，规模较大，较期初小幅增长，对未来结算收入的确认构成一定支撑。2022 年 3 月末，公司合同负债较期初增长为 1414.73 亿元。

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，2021 年末，公司其他应付款同比增长 14.99% 至 538.56 亿元，其中往来款 481.45 亿元。2022 年 3 月末，公司其他应付款 599.55 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，2021 年末，公司应付账款为 365.08 亿元，主要为应付的工程货款，占比 98.17%。2022 年 3 月末，公司应付账款 319.40 亿元，较期初有所减少。

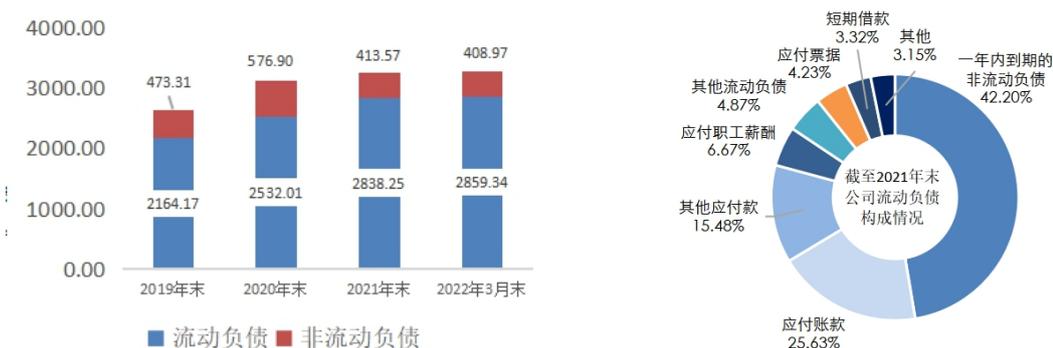
公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的应付债券和长期借款构成，2021 年末，一年内到期的非流动负债 148.06 亿元，同比增长 15.55%，包括一年内到期的长期借款 129.21 亿元，一年内到期的应付债券 17.17 亿元，一年内到期的租赁负债 1.68 亿元。2022 年 3 月末，公司一年内到期的非流动负债 113.55 亿元。

2021 年末和 2022 年 3 月末，公司其他流动负债分别为 138.11 亿元和 137.99 亿元，主要是待转销项税。

2021 年末，公司应付票据 120.01 亿元，同比小幅增长，其中应付商业承兑汇票 90.26 亿元，应付银行承兑汇票 29.74 亿元。当期末已到期未支付的应付票据总额为 7.82 亿元。2022 年 3 月末，公司应付票据 111.27 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 94.31 亿元，较 2020 年末减少 10.66%。公司短期借款中保证借款为 47.89 亿元，抵押借款为 28.50 亿元，质押借款为 10.93 亿元，保理借款 6.80 亿元，信用借款 0.20 亿元。2022 年 3 月末，公司短期借款 73.72 亿元。

图表 21：公司负债构成情况（单位：亿元）



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
合同负债	-	1202.91	1344.58	1414.73
其他应付款	268.34	468.34	538.56	599.55
应付账款	237.91	313.36	365.08	319.40
一年内到期的非流动负债	111.32	128.14	148.06	113.55
其他流动负债	14.02	119.50	138.11	137.99
应付票据	109.99	107.72	120.01	111.27
短期借款	130.82	105.57	94.31	73.72
流动负债合计	2164.17	2532.01	2838.25	2859.34
长期借款	360.06	430.69	327.34	329.21
应付债券	103.56	134.62	53.05	46.01
非流动负债合计	473.31	576.90	413.57	408.97
负债总额	2637.48	3108.90	3251.82	3268.31

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2021 年末公司非流动负债 413.57 亿元，主要由长期借款和应付债券构成，当期占非流动负债比重分别为 79.15%和 12.83%，合计占比 91.98%。2022 年 3 月末，公司非流动负债 408.97 亿元。

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，2021 年末，公司长期借款为 327.34 亿元，由抵押借款、质押借款和保证借款构成，规模分别为 217.50 亿元、181.64 亿元和 49.72 亿元以上含一年内到期的长期借款。2022 年 3 月末，公司长期借款 329.21 亿元。

截至 2021 年末，公司应付债券 53.05 亿元，包括面向合格投资者公开发行债务融资工具 38.16 亿元，高级无抵押定息美元债券 14.89 亿元。2022 年 3 月末，公司应付债券 46.01 亿元。

表 22：截至 2021 年末公司应付债券情况（单位：亿元）

项目	账面余额
17 中南 01	0.01
19 中南 03	3.85
20 中南 01	8.44
20 中南 02	9.44
20 中南建设 MTN002	10.47

20 中南建设 MTN001	6.34
21 中南 01	2.17
ProjectIngenuityII	4.63
ProjectIngenuityIV	15.28
ProjectIngenuityV	9.58
小计	70.21
减一年内到期的应付债券	17.17
合计	53.05

数据来源：公司提供，东方金诚整理

有息债务方面，跟踪期内，公司全部债务规模有所减少，债务结构仍以长期有息债务为主。截至 2021 年末，公司全部债务⁴为 622.76 亿元，短期有息债务和长期有息债务占比分别为 38.92%和 61.08%，短期有息债务规模提高，集中偿付压力加大。

对外担保方面，截至 2021 年，公司对外担保余额合计 76.02 亿元，占期末净资产比例为 17.76%。

图表 23：公司全部债务构成情况（单位：亿元、%）



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
短期有息债务	242.15	233.71	242.37
长期有息债务	463.77	565.31	380.38
全部债务	705.92	799.01	622.76
资产负债率	90.77	86.54	88.37
长期债务资本化比率	63.36	53.89	47.06
全部债务资本化比率	72.47	62.29	59.27

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2021 年末，公司综合成本约为 7.69%⁵。2021 年末，公司资产负债率为 88.37%，剔除预收账款调整后的资产负债率⁶为 81.67%；长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 47.06%和 59.27%。总体来看，2021 年公司有息债务规模减少，但短期有息债务增加，集中偿付压力加大。

⁴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。

⁵系公司提供。

⁶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。

表 24：截至 2021 年末公司有息债务构成情况（单位：亿元）

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
94.31	148.06	327.34	53.05	622.76

资料来源：公司提供，东方金诚整理

盈利能力

2021 年，公司营业利润率下降，期间费用上涨，公司对部分存货、应收账款等大额计提减值损失，叠加当期投资收益减少，净利润由盈转亏且亏损规模较大

受上年新签建筑施工业务合同增长，导致本年结算的建筑施工业务规模增加影响，2021 年，公司营业收入同比增长 0.78% 为 792.11 亿元，营业利润率显著下滑 7.67 个百分点为 7.13%，主要系当期为加快库存去化公司压缩利润叠加建筑成本上升所致。

期间费用来看，2021 年，公司期间费用合计 70.61 亿元，同比大幅增长，期间费用占营业收入比重 8.90%，占比提升。主要原因一系随着市场调整，销售去化率下降，销售难度增加，融资规模收缩，融资难度提高，公司相应增加了销售推广活动和相关投入，提高了对员工在销售和融资相关活动中的激励，由此导致销售费用和管理费用明显上升，二系公司房地产业务新开工面积同比减少 27%，竣工面积同比减少 24%，公司利息支出中直接归属于符合资本化条件项目的金额降低，公司利息支出中资本化的金额减少，确认为费用的增加。此外，由于信用债市场萎缩，公司有息负债中融资成本相对较低的债券融资比例由 2020 年末的 26% 下降到 11%，而融资成本相对较高的非银行金融机构借款比例由 2020 年末的 22% 上升到 35%，导致公司平均融资成本有所上升，财务费用增加。

减值损失方面，2021 年末，公司根据房地产市场行情对房地产项目存货计提资产减值损失 23.30 亿元，计提合同资产减值损失 6.17 亿元，当期资产减值损失亏损规模大幅扩大至 -29.87 亿元；同期，公司对应收票据、应收账款和其他应收款分别计提信用减值损失 1.89 亿元、4.17 亿元和 2.12 亿元，合计计提信用减值 8.18 亿元其中针对中国恒大集团关联企业的坏账准备合计 4.7 亿元。

公司投资收益主要来自于合作开发项目形成的收益，2021 年为 19.16 亿元，同比大幅减少 55.33% 主要系当期合联营项目完工放缓所致。

2022 年 1~3 月，公司营业总收入 77.49 亿元，同比减少 46.00%，主要是受房地产政策调控影响去化减弱所致。同期，利润总额及净利润分别为 -4.49 亿元和 -6.46 亿元；营业利润率为 6.76%，公司获利能力减弱。

图表 25：公司收入及盈利能力（单位：亿元）



科目	2019年	2020年	2021年	2022年1~3月
营业总收入	718.31	786.01	792.11	77.49
销售费用	14.63	17.30	23.04	3.52
管理费用	32.16	28.21	34.74	6.44
财务费用	6.75	5.50	12.23	1.55
资产减值损失	2.67	4.98	29.87	0.67
信用减值损失	-4.79	-0.47	-8.18	-1.85
投资收益	20.92	42.90	19.16	2.21
利润总额	61.55	105.17	-27.75	-4.49

数据来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

2021年，公司推动存货去化，新增购地支出减少，经营性现金流净流入规模大幅增长，合作开发项目减少投资性现金流净流出规模缩小，受行业调整影响新增融资空间受限，当期取得借款收到的现金大幅减少，筹资性现金流继续由净流入转为净流出

2021年，公司推动存货去化，新增购地支出减少，经营性净现金流净流入规模大幅增长，扩大至167.72亿元。销售回款方面，当期并表口径销售回款与合同销售金额比例为80.44%，同比减少2.58个百分点，回款继续下降。

公司投资性净现金流持续净流出规模大幅减少，主要系当期公司合作开发项目减少所致。2021年末，公司投资性净现金流净流出规模为-29.85亿元。

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，跟踪期内受行业调整影响新增融资空间受限，当期取得借款收到的现金大幅减少，筹资性净现金流继续由净流入转为净流出，为-236.70亿元。

2022年1~3月，公司实现经营活动产生的现金流量净额36.62亿元，投资活动产生的现金流量净额4.23亿元，筹资活动产生的现金流量净额-63.93亿元。

图 26：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，2021 年末，公司流动比率和速动比率均有所下滑，2021 年经营现金流动负债比率为 5.91%，同比有所增长。

表 27：公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

指标名称	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率	116.64	118.41	105.93	105.35
速动比率	40.13	45.60	38.94	39.39
经营现金流动负债比	3.79	3.34	5.91	-
EBITDA 利息倍数	1.14	1.71	-0.14	-
全部债务/EBITDA	9.44	6.76	-66.55	-

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，当期净利润亏损，EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 均由正转负。2021 年为-0.14 倍；全部债务/EBITDA 为-66.55%。

截至 2021 年末，公司在各大银行的综合授信额度为 1880.31 亿元，未使用的额度为 1391.48 亿元。

总体来看，合作开发项目和 PPP 项目投入导致的其他应收款、长期股权投资和其他非流动资产规模较大，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；跟踪期内公司所有者权益随着当期业绩亏损和分红支出大幅减少；当期公司有息债务有所减少，短期有息债务占比提升，面临集中偿付压力；2021 年公司经营性现金净流入规模增长，新增合作开发项目减少对外投资规模下滑。盈利方面来看，公司房地产业务未来可售面积一般，目前销售策略为去库存，预计 2022 年收入仍将减少，期间费用规模较大。

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 2022 年 5 月 11 日，公司本部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。

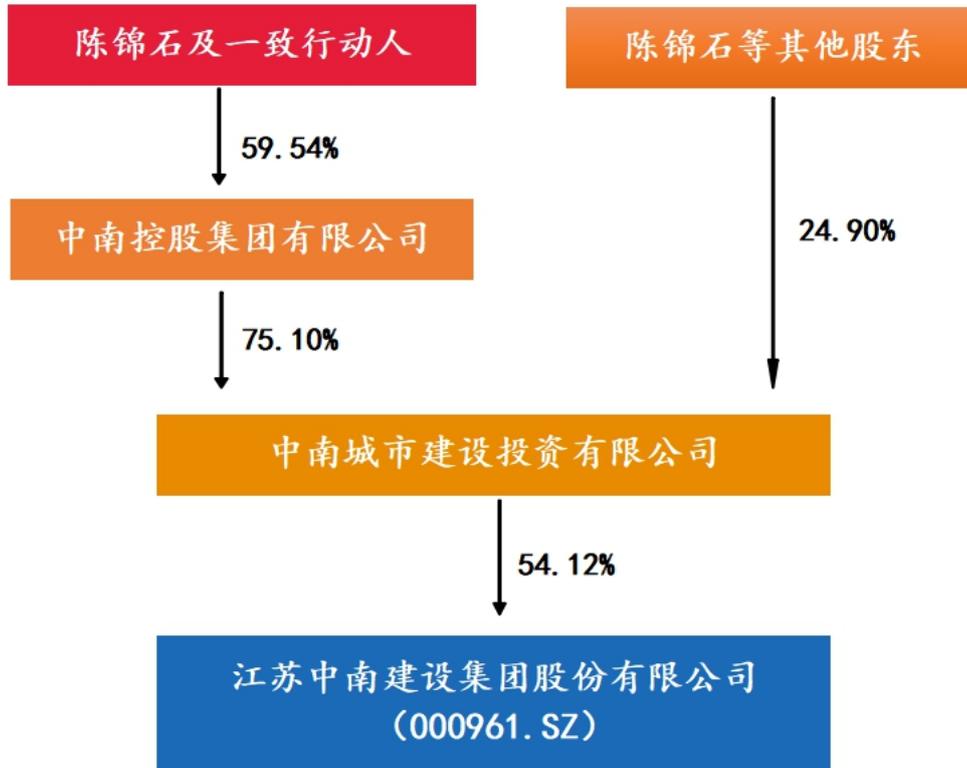
抗风险能力及结论

跟踪期内，公司仍是全国规模领先的 A 股上市房企，全口径销售规模 2021 年位居行业第 17 位，项目覆盖全国 92 个地级市，重点布局长三角地区、山东、华南及内地核心城市，具有一定区域市场竞争力；公司建筑施工业务资质较为完备、技术水平较高、施工经验丰富，承建了苏州中南中心、南通市体育会展中心、南通金石酒店和淮安体育中心等多个地标式建筑，在手合同额仍较为充足，对业务持续经营提供一定保障；华融资产拟和南通市保障房建设投资有限公司将设立合作主体，针对公司及中南控股其他主体在建工程复工复产、优质项目并购、社会与资本合作项目盘活等开展业务，支持项目总规模不超过 50 亿元。

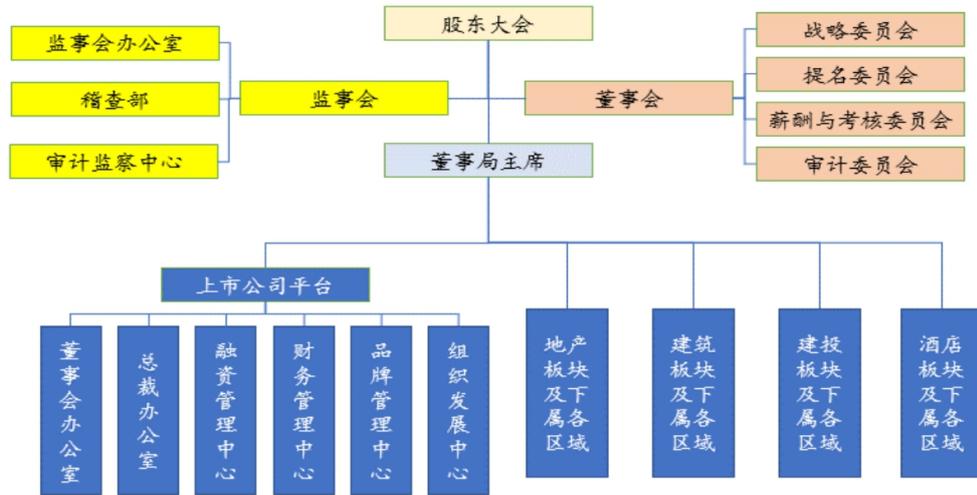
同时，东方金诚也关注到，2021 年公司投资进度放缓新增项目减少，施工进度减慢平均开盘时间拉长，合同销售金额有所下滑，公司地产项目未来可售面积一般，且未来两年将着重加大现房库存的去化，预计短期内合同销售金额将继续下滑；2021 年，公司主营业务盈利能力下滑，且对部分存货、应收账款等计提大额减值损失，净利润亏损规模较大；公司合作开发项目较多、合联营企业拆借款规模大和 PPP 项目持续投入导致其他应收款、长期股权投资和其他非流动资产规模较大，存在资金占压，且受限资产规模仍较大，对资产流动性和再融资能力形成不利影响；公司有息债务规模仍较大，且参股项目存在一定体量的表外债务，有一定集中偿付压力，此外根据上海票据交易所披露的《持续逾期名单》，截至 2022 年 5 月 31 日，公司下属多家子公司仍被列入持续逾期名单。

综上所述，东方金诚维持中南建设主体信用等级为 AA，评级展望维持为负面；并维持“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 年末公司股权结构图



附件二：截至 2021 年末公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2019年	2020年	2021年	2022年3月
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	2905.71	3592.53	3679.77	3689.92
所有者权益 (亿元)	268.23	483.63	427.94	421.61
负债总额 (亿元)	2637.48	3108.90	3251.82	3268.31
短期债务 (亿元)	242.15	233.71	242.37	187.27
长期债务 (亿元)	463.77	565.31	380.38	375.22
全部债务 (亿元)	705.92	799.01	622.76	562.49
营业收入 (亿元)	718.31	786.01	792.11	77.49
利润总额 (亿元)	61.55	105.17	-27.75	-4.49
净利润 (亿元)	46.23	78.04	-33.06	-6.46
EBITDA (亿元)	74.79	118.21	-9.36	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	81.96	84.67	167.72	36.62
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-133.81	-139.10	-29.85	4.23
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	80.59	137.17	-236.70	-63.93
毛利率 (%)	16.75	17.29	10.03	9.17
营业利润率 (%)	14.13	14.80	7.13	6.76
销售净利率 (%)	6.44	9.93	-4.17	-8.33
总资本收益率 (%)	5.48	6.62	-2.03	-
净资产收益率 (%)	17.23	16.14	-7.72	-
总资产收益率 (%)	1.59	2.17	-0.90	-
资产负债率 (%)	90.77	86.54	88.37	88.57
长期债务资本化比率 (%)	63.36	53.89	47.06	47.09
全部债务资本化比率 (%)	72.47	62.29	59.27	57.16
货币资金/短期债务 (%)	104.93	140.61	92.45	102.79
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-7.34	-6.81	22.14	-
流动比率 (%)	116.64	118.41	105.93	105.35
速动比率 (%)	40.13	45.60	38.94	39.39
经营现金流流动负债比 (%)	3.79	3.34	5.91	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.14	1.71	-0.14	-
全部债务/EBITDA (倍)	9.44	6.76	-66.55	-
应收账款周转率 (次)	12.24	8.34	11.39	-
销售债权周转率 (次)	10.95	6.93	8.71	-
存货周转率 (次)	0.72	0.37	0.38	-
总资产周转率 (次)	0.49	0.24	0.22	-
现金收入比 (%)	109.50	113.21	125.56	184.04

附件四：主要财务指标计算公式

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