

# 信用评级公告

联合〔2022〕5138号

联合资信评估股份有限公司通过对江苏中南建设集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江苏中南建设集团股份有限公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，“19中南03”“20中南02”信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十四日

# 江苏中南建设集团股份有限公司

## 2022年跟踪评级报告

### 评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
江苏中南建设集团股份有限公司	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
19 中南 03	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
20 中南 02	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定

### 跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 中南 03	10.00 亿元	5.62 亿元	2023/11/22
20 中南 02	9.00 亿元	9.00 亿元	2025/03/06

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 24 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
<a href="#">房地产企业信用评级方法</a>	V3.1.202205
<a href="#">房地产企业主体信用评级模型(打分表)</a>	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

### 本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa <sup>+</sup>	评级结果		AA <sup>+</sup>
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

### 评级观点

跟踪期内，房地产市场下行态势明显，预售监管政策收紧，受此影响，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”）作为国内从事房地产开发和建筑施工业的上市公司，虽然营业收入继续增长，但合同销售额有所下降，资金状况较为紧张。公司降低土地储备拓展力度，并相应降低新开工力度，房地产业务处于收缩状态。目前公司已出现延期支付商业票据，并对美元债券发起交换要约，融资环境恶化较快。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司 2021 年整体毛利率水平显著下降、发生亏损，在建项目支出压力较大，债务负担仍较重且偿债指标出现恶化等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司目前流动性较为紧张，在市场回暖前不考虑拓展新的项目，主要依赖现有项目的去化；在房地产行业景气度大幅下降的环境下，公司在三四线的土储未来面临较大的去化压力和一定的减值风险；建筑业务将面临房建业务收缩以及应收账款减值压力。同时，公司在建项目尚需投资规模较大，未来保障项目交付的压力大。

综上，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，维持“19 中南 03”和“20 中南 02”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

### 优势

1. 营业收入同比增长。2021 年，在地产行业景气度快速下降的环境下，公司营业收入仍实现了小幅增长。
2. 债务规模有所下降。2021 年，公司债务总额较上年下降 16.04%。

### 关注

1. 行业景气度下行，对公司流动性产生较大影响。2021 年下半年以来，房地产行业景气度快速下行，公司融资难度加大，项目去化难度提高，流动性紧张，公司开具的商业承兑汇票存在延迟兑付情况，并对 2022 年 6 月到期的美元债发出交换要约。上述事件对公司融

分析师：张文韬 蒋智超

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号  
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

资环境亦将造成不利影响。

2. **盈利能力大幅下降，利润转为亏损。**2021年，受行业环境影响，公司销售困难，房地产开发业务毛利率进一步下降，同时公司对存货和对合作方的应收款等计提跌价和减值准备金额较大，当年利润转负。

3. **项目在三四线城市占比较高。**公司拟建、在建和可售面积在三四线城市的占比近半，未来可能面临较大的去化压力。

4. **面临较大的资本支出压力。**公司在建面积较大，尚需投资额较大，建筑业有垫资需求且PPP业务对资金存在一定占用，公司面临较大的资本支出压力。

5. **债务负担较重，对外担保或有负债风险，短期债务占比较高，短期和长期偿债能力指标表现较差。**截至2021年底，公司全部债务资本化比率仍处于较高水平，对外担保金额较大，且主要为对联合营房地产项目的借款担保，在目前的行业环境下，或有代偿风险；短期债务占比高，同时公司的亏损使得短期和长期偿债能力指标表现较差。

#### 主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产（亿元）	283.18	355.26	242.46	205.91
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
短期债务（亿元）	352.14	341.42	362.38	298.54
长期债务（亿元）	463.78	565.31	398.89	393.91
全部债务（亿元）	815.92	906.73	761.27	692.45
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
EBITDA（亿元）	72.67	118.21	-6.70	--
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
净资产收益率（%）	17.23	16.14	-7.72	--
资产负债率（%）	90.77	86.54	88.37	88.57
全部债务资本化比率（%）	75.26	65.22	64.01	62.16
流动比率（%）	116.64	118.41	105.93	105.35
经营现金流流动负债比（%）	3.79	3.34	5.91	--
现金短期债务比（倍）	0.80	1.04	0.67	0.69
EBITDA利息倍数（倍）	1.14	1.71	-0.10	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.23	7.67	-113.58	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额（亿元）	1304.84	1599.78	1416.07	1398.02
所有者权益（亿元）	138.60	138.22	117.43	117.28
全部债务（亿元）	210.27	192.65	104.01	91.57

营业收入（亿元）	1.03	5.21	4.29	0.99
利润总额（亿元）	3.75	5.43	0.35	-0.15
资产负债率（%）	89.38	91.36	91.71	91.61
全部债务资本化比率（%）	60.27	58.23	46.97	43.85
流动比率（%）	103.21	101.86	97.93	96.52
经营现金流负债比（%）	11.33	5.14	8.63	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. 长期应付款中的有息债务计入长期债务计算；4. 2022年1-3月财务数据未经审计

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

### 评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 中南 02	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2021/06/22	张文韬 王彦	<a href="#">房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 中南 03							
20 中南 02	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2020/06/10	卢瑞 王臻	<a href="#">原联合信用评级有限公司房地产企业信用评级方法/评级模型</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 中南 03							
20 中南 02	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2019/06/14	宋莹莹 卢瑞	<a href="#">原联合信用评级有限公司房地产企业信用评级方法/评级模型</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 中南 03							

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

## 声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受江苏中南建设集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

# 江苏中南建设集团股份有限公司

## 2022 年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于江苏中南建设集团股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、主体概况

江苏中南建设集团股份有限公司（以下简称“中南建设”或“公司”）前身为大连金牛股份有限公司（以下简称“大连金牛”），大连金牛为东北特殊钢集团有限责任公司（以下简称“东北特钢集团”）旗下的一家上市公司（股票代码：000961.SZ）。2009年6月10日，大连金牛实施重大资产重组，中南房地产业有限公司（后变更为“中南城市建设投资有限公司”，以下简称“中南城投”）受让东北特殊钢集团持有的大连金牛9000万股股份（股份占比为29.95%），从而成为大连金牛第一大股东；2009年6月，大连金牛通过定向增发的方式收购了南通中南新世界中心开发有限公司、常熟中南世纪城房地产开发有限公司和青岛海湾新城房地产开发有限公司等8家房地产项目公司的100%股权，以及南通中南世纪城物业管理有限公司80%股权和南通建筑工程总承包有限公司（后更名为“江苏中南建筑产业集团有限责任公司”）100%股权。2009年7月8日，大连金牛变更名称为现名，证券简称变更为“中南建设”，股票代码：000961.SZ。经过多次增发，截至2022年3月底，公司股本总额为38266万股，控股股东为中南城投，持股54.12%，实际控制人为陈锦石及一致行动人。截至2022年6月18日，公司控股股东中南城投持有公司股份中的78.08%已质押，质押比例高。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。

截至2021年底，公司合并资产总额3679.77亿元，所有者权益427.94亿元（含少数股东权益193.80亿元）；2021年，公司实现营业总收入792.11亿元，利润总额-27.75亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额3689.92亿元，所有者权益421.61亿元（含少数股东权益191.56亿元）；2022年1-3月，公司实现营业总收入77.49亿元，利润总额-4.49亿元。

公司注册地址：江苏省海门市常乐镇；法定代表人：陈锦石。

### 三、债券概况及募集资金使用情况

公司公开发行的由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表1 截至本报告出具日公司存续债券概况

（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 中南 03	10.00	5.62	2019/11/22	2+2
20 中南 02	9.00	9.00	2020/03/06	3+2

资料来源：联合资信整理

### 四、宏观经济和政策环境分析

#### 1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长

4.80%，较上季度两年平均增速<sup>1</sup>（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，**第三产业受疫情影响较大**。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，

但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

**需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。**消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物

进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

**CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。**2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

<sup>1</sup>为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

**社融总量扩张，财政前置节奏明显。**2022年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

**财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。**2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

**稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。**2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

**把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。**2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、

推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

**疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。**生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

## 四、行业分析

### 1. 房地产行业概况

**2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。**

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但 2021 年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产开投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12



万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，进入 7 月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021 年全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%。从施工面积看，2021 年全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%，增速较 2020 年有所回升。由于 2017—2018 年新开工房屋逐步进入竣工期，2021 年全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021 年上半年商品房销售面积同比增长 27.70%，较 2019 年上半年增长 16.70%。但 2021 年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021 年 7—12 月，全国商品房单月销售面积同比增速连续 6 个月为负；但得益于上半年销售增长，2021 年全年全国商品房销售面积 17.94 亿平方米，同比增长 1.90%，增速较 2020 年下降 0.7 个百分点；住宅销售面积 15.65 亿平方米，同比增长 1.1%。

## 2. 土地市场与信贷环境

**2021 年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市**

**场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。**

土地市场方面，2021 年土地购置面积 2.16 亿平方米，同比下降 15.50%。受集中供地以及地产行业下行等多重因素影响，2021 年土拍市场出现了新景象；2021 年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近 50% 的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021 年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长 23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021 年 7—12 月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9 月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此 2021 年下半年房地产开发到位资金同比下降 10.51%。2021 年全年房地产开发到位资金合计 20.11 万亿元，同比增长 4.2%，增速较 2020 年下滑 3.4 个百分点。

表 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05

自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
<b>合计</b>	<b>178608.59</b>	<b>100.00</b>	<b>193114.90</b>	<b>100.00</b>	<b>201132.00</b>	<b>100.00</b>

资料来源：Wind，联合资信整理

### 3. 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021年初严查经营贷，2021年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但2022年3月的国务院金融委会议表明房地产政策出现转向。

2021年初，房地产市场延续上年底热度，针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策坚

定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。2021年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表4 2021年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年2月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；二是集中组织出让活动
2021年3月	政府工作报告	强调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，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难
2021年7月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021年9月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021年12月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，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，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年2-3月	--	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022年3月郑州发布房地产新政19条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，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
2022年3月	国务院金融委等	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。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证

交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表 5 2021 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021 年 3 月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021 年 6 月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展
2021 年 7 月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021 年 9 月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益
2021 年 10 月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021 年 12 月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022 年 1 月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定

资料来源：联合资信整理

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化，公司实际控制人为陈锦石及一致行动人。

### 2. 企业规模和竞争力

**公司经营规模较大，品牌知名度较高，市场竞争力强，市场影响力较大。**

公司是国内上市企业，拥有包括房地产、建筑施工及建筑相关产业板块，涉及房地产开发、工程总承包、安装、钢结构等诸多领域。公司房地产业务聚焦大众主流住宅，推出健康住宅标准体系，建设健康 TED 社区。目前公司已进入内地 112 个城市，覆盖全国 400 毫米等降水线以东多数人口密集省份，聚焦长三角区域、珠三角区域、山东、福建以及中西部核心城市。2021 年公司合同销售金额 1973.70 亿元，销售面积 1468.70 万平方米，在克而瑞 2021 年房企操盘销售金额榜排名第 17 位。

公司建筑业务拥有国家首批授予的民营企业特一级资质，还拥有建筑装饰一级、机电设备安装一级等资质，是 AAA 诚信施工企业，累计获得国家专利 180 余项，先后荣获鲁班奖、詹天佑奖、钢结构金奖、安装之星等国家级大奖 100 余项，扬子杯、长城杯、白玉兰杯、泰山杯

等省级优质工程奖 200 余项。公司注重大型公共建筑及民用建筑的承接，近年来公司业务模式从单一的施工总承包向多元化建筑集团升级。

### 3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：2102040000132125），截至 2022 年 5 月 11 日，公司本部已结清和未结清信贷记录中均不存在不良或关注类信贷信息。但公司出具的商业承兑汇票存在延迟兑付情况。

## 六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度方面无重大变化。总经理变更为陈昱含，同时三位董事因个人或工作原因辞职离任。

陈昱含女士，1985 年生，本科学历，2009 年起任公司董事，2018 年起任公司副总经理，2019 年起任董事会战略委员会委员，2021 年 4 月起任公司总经理。陈昱含为公司实控人陈锦石之女。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

**2021 年，房地产行业景气度下降对公司盈利能力造成较大冲击。2022 年一季度，公司收入同比大幅下降，盈利能力继续下降。**

2021年,在行业景气度明显下降的背景下,公司房地产开发收入同比减少3.38%,同时毛利率大幅下降,主要系为快速回笼现金,公司降价销售加大现房库存去化所致。建筑施工业务方面,公司2021年建筑施工业务收入同比增长

15.27%,但因房地产行业风险扩散,公司对部分业主的风险拨备也有所增加,毛利率同比下降。综合以上因素,公司2021年主营业务收入同比增长1.13%,毛利率较上年下降6.74个百分点。

表6 公司主营业务收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

主营业务	2019年			2020年			2021年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	511.27	71.71	17.70	577.12	74.28	19.14	557.64	70.96	10.89
建筑施工	190.47	26.71	11.16	190.28	24.49	8.65	219.33	27.91	6.83
酒店及其他	11.24	1.58	54.96	9.59	1.23	32.62	8.83	1.12	32.19
合计	712.98	100.00	16.54	776.99	100.00	16.74	785.80	100.00	10.00

资料来源:公司提供

2022年1-3月,公司实现营业总收入77.49亿元,同比下降46.00%,综合毛利率进一步下降至9.17%,主要系销售难度增加所致;实现利润总额-4.49亿元,同比下降136.60%。

## 2. 房地产开发业务

2021年,在行业景气度大幅下降环境下,公司销售面积和销售金额均同比下降;公司大幅减少拿地,开发速度下降,房地产业务处于收缩状态。在建项目尚需支出金额较大,公司

保障交付的压力大。公司目前项目储备较少,且在三四线城市占比高。在目前的行业环境下,公司未来仍将面临较大的去化压力。

2021年,公司拿地方式仍以招拍挂为主,但在行业景气度下降的背景下,拿地力度较上年明显下降。2021年公司拿地按权益建筑面积计算,一二线城市<sup>2</sup>占35.29%,三四线城市占64.72%,结合楼面价来看,拿地的城市能级较上年继续向三四线城市下沉。

表7 公司房地产项目拿地情况(单位:幅、万平方米、亿元、元/平方米)

时间	拿地幅数	总建筑面积	权益建筑面积	总支出金额	权益支出金额	拿地楼面均价
2019年	77	998	687	520	374	5208
2020年	107	1523	866	762	443	5002
2021年	45	752	332	288	122	3836

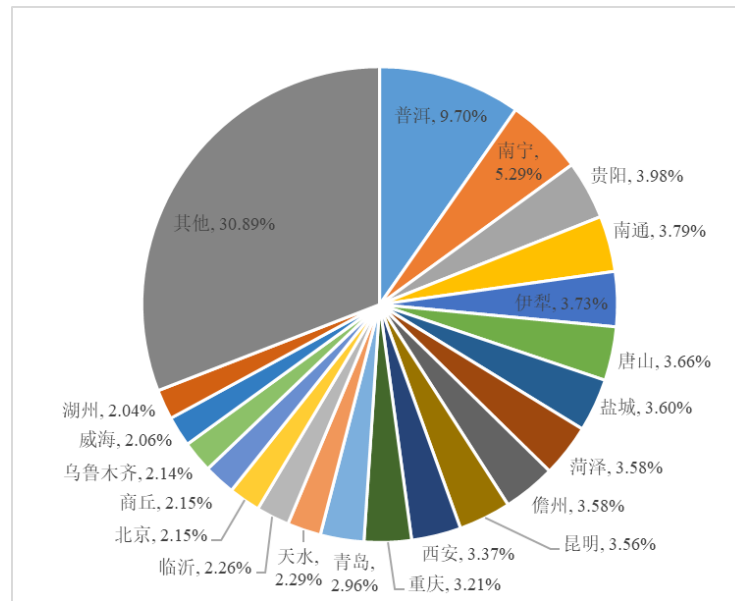
注:公司拿地楼面均价为全口径,为总支出金额/总建筑面积  
资料来源:公司提供

截至2021年底,公司在手项目未开工全口径建筑面积1160.50万平方米,权益口径建筑面积合计597.48万平方米,按权益口径计算,其中位于一二线城市的占46.69%,三四线城市占

53.31%,从城市分布上来看,公司土地储备中位于经济一般城市的比例较高,需关注其去化速度。

<sup>2</sup> 一线城市口径:北京、上海、深圳、广州。二线城市口径:成都、杭州、重庆、西安、苏州、武汉、南京、天津、郑州、长沙、东莞、佛山、宁波、青岛、沈阳、合肥、福州、泉州、厦门、兰州、贵阳、珠海、惠州、中山、南宁、石家庄、哈尔滨、长春、常州、南通、无锡、徐州、南昌、大连、潍坊、济南、临沂、烟台、太原、昆明、嘉兴、金华、绍兴、台州、温州。

图 1 截至 2021 年底公司未开工土储占比前 20 城市分布情况



注：按公司所有持股项目的权益建筑面积统计  
资料来源：公司提供，联合资信整理

项目开发方面，2021年，针对市场调整，公司放慢了施工节奏，新开工面积和竣工面积较上年大幅下降。

截至2021年底，公司全口径在建未完工项目265个，按权益建筑面积计算，一二线城市占56.75%，三四线城市占43.25%；在建项目尚需权益投资支出1203.05亿元。

表8 2019 - 2021年公司房地产开发情况

(单位：万平方米)

项目	2019年	2020年	2021年
当期新开工面积	1406	1357	989
当期竣工面积	946	1349	1020
期末在建面积	3294	3042	2974

注：表中数据按全口径统计，包含未并表的合作开发项目；期末在建面积包括停复工情况

资料来源：公司提供

销售方面，2021年公司全口径签约销售面积同比减少12.85%，全口径销售金额同比减少11.82%，权益销售金额占全口径销售金额的61.30%。2022年一季度，公司签约销售金额163.20亿元，销售面积129.60万平方米，同比分别下降66.30%和63.10%。

表9 2019 - 2021年公司房地产销售情况

(单位：万平方米、亿元、元/平方米、%)

项目	2019年	2020年	2021年
全口径签约销售面积	1540.74	1685.32	1468.70
权益口径签约销售面积	/	1007.83	909.63
全口径签约销售金额	1960.51	2238.27	1973.74
权益口径签约销售金额	/	1352.88	1209.90
全口径签约销售均价	12724.47	13280.96	13439.05
权益口径签约销售均价	/	13423.65	13301.01
全口径回款金额	1647.43	1902.98	1591.23
全口径回款率	84.03	85.02	80.62
结转收入面积	478.29	447.46	430.39
结转收入	511.27	577.12	557.64

注：1. 回款率统计包含跨期回款；2. 结转收入未进行合并范围内部抵消  
资料来源：公司提供

截至2021年底，公司在售项目剩余权益可售面积1020.76万平方米，从上年销售面积来看，土储较少，目前公司原则上停止拿地，以消化现有库存为主。剩余权益可售面积中，一二线城市占52.27%，三四线城市占47.73%。

### 3. 建筑施工业务

2021年，公司建筑业务收入同比增长，但毛利率在本不高的水平继续下降。因房地产行业风险提升，公司项目承接更为谨慎，新签合同金额也有较大幅度下降。

2021年，公司建筑施工板块总收入同比增长12.75%，主要系在手项目增加所致。但

毛利率较上年有所下降，主要系行业竞争加剧以及人力和材料成本上涨所致。

表10 2019-2021年公司建筑板块收入情况(单位:亿元、%)

类别	2019年			2020年			2021年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房建工程-房产类	134.33	60.57	9.27	121.69	54.82	8.23	142.95	57.12	6.79
房建工程-公建类	60.97	27.49	8.81	71.78	32.34	8.19	75.23	30.06	6.24
机电设备安装	23.27	10.49	20.80	27.50	12.39	11.77	30.68	12.26	8.40
其他	3.20	1.44	6.56	0.99	0.45	7.08	1.41	0.56	7.33
合计	221.77	100.00	10.31	221.97	100.00	8.65	250.27	100.00	6.83

注:上述收入中含有自建房地产项目收入  
资料来源:公司提供

2021年，公司建筑施工业务新签合同额同比下降30.71%，主要系地产行业风险上升，公

司承接项目更加慎重，以及投资类PPP项目不再承接所致。

表11 2019-2021年公司建筑施工业务新签合同情况(单位:亿元)

项目	2019年	2020年	2021年
房建工程施工业务	260.72	293.07	196.75
其中:房产类施工业务	178.21	209.21	157.67
公建类施工业务	82.51	83.87	39.08
机电设备安装	12.73	11.57	12.88
其他	4.33	2.22	2.99
合计	277.78	306.86	212.62

资料来源:公司提供

#### 4. 经营效率

2021年，公司经营效率指标较上年变化不大。

2021年，公司流动资产周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为0.26次、0.38次和0.22次，较上年分别下降0.02次、上升0.01次和下降0.02次。

#### 5. 未来发展

在目前的行业环境下，公司2022年计划开工面积较少，但竣工项目较多，保交付建设支出压力较大。

2022年，公司将继续深耕长三角区域、珠三角区域和中西部核心城市，在市场回暖之前，公司现有项目计划开工建筑面积约360万平方米，竣工面积约1353万平方米。

2022年公司建筑业务也将进一步加强对进入区域的深耕，进一步聚焦优质客户，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。

## 八、财务分析

### 1. 财务概况

公司2021年合并财务报表经致同会计师事务所(特殊普通合伙)审计，后者出具了标准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年底，公司合并资产总额3679.77亿元，所有者权益427.94亿元(含少数股东权益193.80亿元)；2021年，公司实现营业总收入792.11亿元，利润总额-27.75亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额3689.92亿元，所有者权益421.61亿元(含少数股东权益191.56亿元)；2022年1-3月，公司实现营业总收入77.49亿元，利润总额-4.49亿元。

## 2. 资产质量

2021年，公司资产规模和资产结构较上年底变化不大，但在房地产行业景气度下行的环境下，存货和合同资产计提减值大幅增加，尤其存货计提金额较大；建筑施工业务对公司资

金占用较多；公司对主要为应收合作方款项的其他应收款减值计提比例较低，未来有进一步减值的风险。

截至2021年底，公司合并资产总额较上年底增长2.43%，资产结构较上年底变化不大。

表12 公司主要资产构成情况

科目	2019年		2020年		2021年		2022年3月	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
<b>流动资产</b>	<b>2524.35</b>	<b>86.88</b>	<b>2998.22</b>	<b>83.46</b>	<b>3006.67</b>	<b>81.71</b>	<b>3012.37</b>	<b>81.64</b>
货币资金	254.10	8.74	328.61	9.15	224.07	6.09	192.50	5.22
其他应收款	298.43	10.27	337.68	9.40	404.38	10.99	488.70	13.24
存货	1655.87	56.99	1843.75	51.32	1901.34	51.67	1886.05	51.11
合同资产	0.00	0.00	188.25	5.24	195.40	5.31	193.44	5.24
<b>非流动资产</b>	<b>381.36</b>	<b>13.12</b>	<b>594.31</b>	<b>16.54</b>	<b>673.10</b>	<b>18.29</b>	<b>677.54</b>	<b>18.36</b>
长期股权投资	134.86	4.64	270.55	7.53	271.57	7.38	271.78	7.37
其他非流动资产	0.00	0.00	186.20	5.18	214.02	5.82	220.88	5.99
<b>资产总额</b>	<b>2905.71</b>	<b>100.00</b>	<b>3592.53</b>	<b>100.00</b>	<b>3679.77</b>	<b>100.00</b>	<b>3689.92</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

### (1) 流动资产

截至2021年底，流动资产3006.67亿元，较上年底增长0.28%。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款、存货和合同资产构成。

截至2021年底，公司货币资金224.07亿元，较上年底下降31.81%，主要系偿还债务规模较大所致。货币资金中有78.73亿元受限资金，主要为预售监管资金、保证金、定期存单等。

截至2021年底，公司其他应收款404.38亿元，较上年底增长19.75%，主要系应收合作方款项增加所致。其他应收款中应收合并范围外关联方款项占47.98%，应收合作方款项占30.26%，应收政府机关款项占4.96%。其他应收款共计提7.90亿元坏账准备，计提比例为1.95%。公司其他应收款中大部分为合作项目对合作方的应收款，公司在手项目中有较多项目合作方已有信用违约事件，在目前房企信用风险快速上升的背景下，公司的其他应收款存在进一步减值的风险。

截至2021年底，公司存货1901.34亿元，较上年底增长3.12%。存货中开发成本占

91.39%。存货累计计提减值准备28.02亿元，较上年底大幅增加22.03亿元，主要系市场环境下行所致。公司存货在三四线城市占比较高，未来仍有较大去化压力和一定的跌价风险。

因执行新收入准则，公司将与基建建设、部分制造与安装业务及提供劳务相关、不满足无条件收款权的已完工未结算计入合同资产（但账期较长的划入其他非流动资产）。截至2021年底，公司流动资产和非流动资产中的合同资产合计409.42亿元，较上年底增长9.43%。合同资产主要为建筑板块的在施工项目以及PPP项目土地及工程款。合同资产累计计提减值准备9.64亿元，较上年大幅增加6.15亿元，主要系房地产行业信用风险上升，公司加大减值计提力度所致。

### (2) 非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产673.10亿元，较上年底增长13.26%，主要系其他非流动资产、递延所得税资产和使用权资产增加所致。

截至2021年底，公司长期股权投资271.57亿元，较上年底增长0.38%，较上年底变化不大。

长期股权投资主要为合作开发项目股权。

截至 2021 年底，公司其他非流动资产 214.02 亿元，较上年底增长 14.94%，主要系 PPP 项目持续投入所致。

截至 2021 年底，公司受限资产占总资产比例为 22.15%，受限程度一般。

表13 截至2021年底公司受限资产情况  
(单位: 亿元)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	78.73	预售监管资金、保证金、定期存单
存货	495.04	抵押
固定资产	37.03	抵押
投资性房地产	52.41	抵押
其他流动资产	128.54	质押
应收账款	23.36	质押
合计	815.11	--

资料来源: 公司年报

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 3689.92 亿元，资产结构较上年底变化不大。

### 3. 负债及所有者权益

#### (1) 所有者权益

2021 年，公司当期亏损使得未分配利润减

少，公司所有者中少数股东权益占比高，权益稳定性较弱。

截至 2021 年底，公司所有者权益 427.94 亿元，较上年底下降 11.51%，主要系当年亏损冲减未分配利润所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 54.71%，少数股东权益占比为 45.29%。在所有者权益中，股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 8.94%、7.39%、2.77% 和 32.42%。所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 421.61 亿元，较上年底下降 1.48%。所有者权益结构较上年底变化不大。

#### (2) 负债

公司负债总额较上年小幅上升，流动负债占比有一定幅度提高，应付票据存在延迟兑付情况，在目前的行业环境下，公司流动性紧张，对到期美元债发出交换要约；有息债务总额下降幅度较大，但因当年亏损冲减所有者权益，“三条红线”指标均未达标。

表14 公司主要负债构成情况

科目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 3 月	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
<b>流动负债</b>	<b>2164.17</b>	<b>82.05</b>	<b>2532.01</b>	<b>81.44</b>	<b>2838.25</b>	<b>87.28</b>	<b>2859.34</b>	<b>87.49</b>
应付账款	237.91	9.02	313.36	10.08	365.08	11.23	319.40	9.77
应付票据	109.99	4.17	107.72	3.46	120.01	3.69	111.27	3.40
其他应付款	268.34	10.17	468.34	15.06	538.56	16.56	599.55	18.34
一年内到期的非流动负债	111.32	4.22	128.14	4.12	148.06	4.55	113.55	3.47
合同负债	0.00	0.00	1202.91	38.69	1344.58	41.35	1414.73	43.29
<b>非流动负债</b>	<b>473.31</b>	<b>17.95</b>	<b>576.90</b>	<b>18.56</b>	<b>413.57</b>	<b>12.72</b>	<b>408.97</b>	<b>12.51</b>
长期借款	360.06	13.65	430.69	13.85	327.34	10.07	329.21	10.07
应付债券	103.56	3.93	134.62	4.33	53.05	1.63	46.01	1.41
<b>负债总额</b>	<b>2637.48</b>	<b>100.00</b>	<b>3108.90</b>	<b>100.00</b>	<b>3251.82</b>	<b>100.00</b>	<b>3268.31</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

截至 2021 年底，公司负债总额较上年底增长 4.60%，流动负债占比上升较快。

#### 流动负债

截至 2021 年底，公司流动负债 2838.25 亿元，较上年底增长 12.10%，主要系合同负债、



其他应付款和应付账款增加所致。

截至 2021 年底，公司应付账款 365.08 亿元，较上年底增长 16.50%，主要系工程货款增加所致。应付账款账龄 1 年以上的 4.12 亿元，总体账龄较短。

截至 2021 年底，公司应付票据 120.01 亿元，较上年底增长 11.41%。其中，已逾期未支付的应付票据 7.82 亿元。

截至 2021 年底，公司其他应付款 538.56 亿元，较上年底增长 14.99%，主要系往来款增加所致。

截至 2021 年底，公司合同负债 1344.58 亿元，较上年底增长 11.78%，主要系预售房款增加所致。

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债 148.06 亿元，较上年底增长 15.55%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

#### 非流动负债

截至 2021 年底，公司非流动负债 413.57 亿元，较上年底下降 28.31%，主要系长期借款和应付债券减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 79.15%）和应付债券（占 12.83%）

构成。

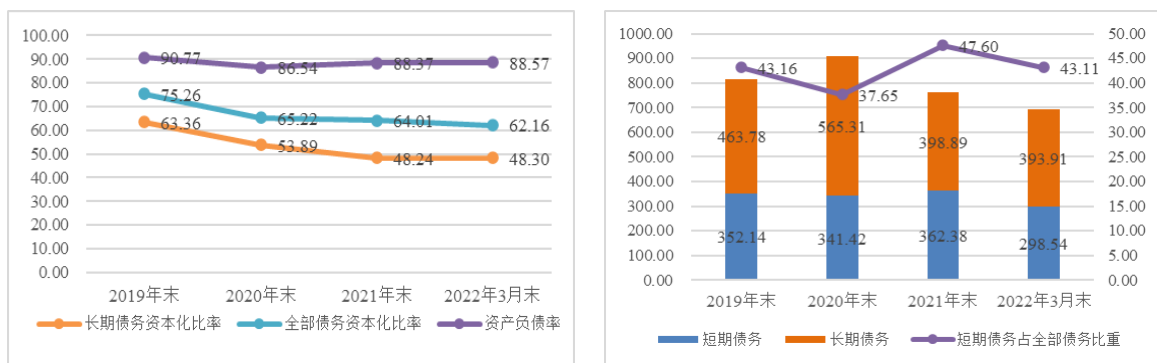
截至 2021 年底，公司长期借款 327.34 亿元，较上年底下降 24.00%，主要系一年内到期重分类所致。长期借款中信用借款占比很小。

截至 2021 年底，公司应付债券 53.05 亿元，较上年底下降 60.60%，主要系到期偿还所致。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额和负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年底，公司全部债务 761.27 亿元，较上年底下降 16.04%，短期债务占 47.60%，长期债务占 52.40%，短期债务占比较高。从债务指标来看，2021 年底及 2022 年 3 月底，公司全部债务资本化比率持续下降，但债务负担仍属偏重。从债务期限来看，公司短期债务占比高，2022 年有较大的债务偿付压力。从三条红线指标来看，截至 2021 年底，公司净资产负债率 121.23%，剔除合同负债后的负债率 81.67%，现金短期债务比 0.67<sup>3</sup>，“三条红线”的三项指标均未达标。公司近期因销售大幅下滑，各地预售资金监管严格，流动性紧张，对 2022 年 6 月到期的两支美元债发出交换要约。

图 2 公司债务指标情况



资料来源：联合资信整理

表 15 截至 2021 年底公司有息债务剩余期限分布情况（单位：亿元）

项目	2022 年到期	2023 年到期	2024 年到期	2025 年及以后到期	小计
短期借款	94.31	--	--	--	94.31
应付票据	120.01	--	--	--	120.01
一年内到期的非流动负债	148.06	--	--	--	148.06
长期借款	--	129.43	66.69	131.22	327.34
应付债券（若行权时全部回售）	27.71	25.34	--	--	53.05

<sup>3</sup> 净负债率=(全部债务-现金类资产)/所有者权益，剔除合同负债后的负债率=(总负债-合同负债)/(总资产-合同负债)，现金短期债务比=现金类资产/短期债务

应付债券（若行权时全部不回售）	--	3.81	38.79	10.45	53.05
合计（若行权时全部回售）	390.09	154.77	66.69	131.22	742.77
合计（若行权时全部不回售）	362.38	133.24	105.48	141.67	742.77

注：租赁负债未统计期限情况  
资料来源：公司提供

表 16 公司 2022 年到期/回售债券

债券	余额（亿元）	回售日	到期日
20 中南建设 MTN001	12	2022/6/23	2024/6/23
20 中南建设 MTN002	18	2022/8/26	2024/8/26
JIAZHAO 12%	USD 1.5	--	2022/6/8
JIAZHAO 10.875%	USD 0.73	--	2022/6/18

资料来源：Wind

#### 4. 盈利能力

2021 年，公司毛利率大幅下降，同时存货和合同资产计提了大额资产减值，利润为负。

2021 年，公司实现营业收入 792.11 亿元，同比增长 0.78%，同比变化不大；利润总额-27.75 亿元，主要系毛利率大幅下降以及大额资产减值损失所致。

2021 年，公司费用总额为 70.61 亿元，同比增长 36.82%，其中销售费用同比增长 33.16%，主要系市场变化，销售难度增加所致；管理费用同比增长 23.15%，主要系工资及代理咨询费用支出增加所致；财务费用同比大幅增长 122.61%，主要系融资成本上升所致。

2021 年，公司资产减值损失 29.87 亿元，主要系行业风险上升，存货计提了 23.30 亿元跌价准备，合同资产计提了 6.17 亿元资产减值损失。同时，公司历来对利润有较大补充的投资收益（主要来自表外合作开发项目）同比下降 55.33%。

从与同行业公司比较来看，2021 年公司盈利能力低于可比企业。

表 17 2021 年同行业公司盈利情况对比

公司名称	营业收入（亿元）	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	净资产收益率（%）
旭辉集团股份有限公司	975.09	20.13	4.14	14.33
金地（集团）股份有限公司	989.35	21.18	3.78	15.62
新城控股集团股份有限公司	1682.32	20.45	3.59	22.93
公司	792.11	10.03	-0.50	-12.98

注：上述指标均源自 Wind，与联合资信在上述指标计算上存在差异  
资料来源：Wind

2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 77.49 亿元，同比下降 46.00%，主要系行业景气度下行所致。受房地产业现房库存去化带来的亏损影响，当期综合毛利率 9.17%，同比下降 12.24 个百分点。当期利润总额为-4.49 亿元。

#### 5. 现金流

2021 年，公司新项目拓展力度下降，经营活动净流入规模扩大，投资活动净流出缩窄。在房地产行业景气度下行的背景下，公司降低债务杠杆，筹资活动净流出金额较大。

表 18 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1109.70	1293.15	1446.69	165.74
经营活动现金流出小计	1027.74	1208.47	1278.97	129.12
经营现金流量净额	81.96	84.67	167.72	36.62
投资活动现金流入小计	307.20	39.98	59.49	5.39
投资活动现金流出小计	441.01	179.08	89.34	1.16
投资活动现金流量净额	-133.81	-139.10	-29.85	4.23
筹资活动前现金流量净额	-51.84	-54.42	137.87	40.85
筹资活动现金流入小计	635.22	851.47	453.82	16.96
筹资活动现金流出小计	554.64	714.31	690.52	80.89
筹资活动现金流量净额	80.59	137.17	-236.70	-63.93

资料来源：公司审计报告

从经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金流入 1446.69 亿元，同比增长 11.87%，主要系上年销售今年回款的跨期回款较多所致；经营活动现金流出 1278.97 亿元，同比增长 5.83%，主要系支付往来款增加所致。2021 年，公司经营活动现金净流入同比增长 98.08%。

从投资活动来看，2021 年，公司投资活动现金流入同比增长 48.80%，投资活动现金流出同比下降 50.11%，主要系联合拿地减少所致。2021 年，公司投资活动现金净流出 29.85 亿元，净流出同比下降 78.54%。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额由负转正。

从筹资活动来看，2021年，公司主动或被动偿还大量借款，筹资活动大幅净流出。

2022年1-3月，公司经营活动现金流依然为净流入，投资活动现金流规模较小，筹资活

动现金流依然为净流出。

## 6. 偿债能力

**公司短期偿债能力较弱，长期偿债能力很弱，公司偿债能力指标表现不佳。**

表 19 公司偿债能力指标 (单位: %、倍、亿元)

项目	项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
短期偿债能力指标	流动比率	116.64	118.41	105.93	105.35
	速动比率	40.13	45.60	38.94	39.39
	现金类资产/短期债务	0.80	1.04	0.67	0.69
长期偿债能力指标	EBITDA	72.67	118.21	-6.70	--
	EBITDA 利息倍数	1.14	1.71	-0.10	--
	全部债务/EBITDA	11.23	7.67	-113.58	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，2021年公司短期偿债能力指标明显下降，2022年一季度较2021年底无明显变化。截至2022年3月底，短期偿债能力指标表现较弱。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司亏损较大，EBITDA转负，长期债务偿债能力指标表现很弱。

截至2022年3月底，公司共获得银行授信1925.31亿元，已使用330.44亿元，尚未使用授信额度1594.87亿元，间接融资渠道通畅。

截至2021年底，除对购房人的按揭担保外，公司对外担保余额为111.33亿元，主要为对房地产合作项目公司的担保，占公司所有者权益的26.02%，在目前的行业环境下，公司有较大的代偿风险。

截至2021年底，公司作为被告的未决诉讼超总案值12.00亿元，与公司资产规模相比，公司未决诉讼规模不大。

## 7. 母公司财务分析

**母公司资产构成主要以子公司往来款以及持有的子公司股权为主；债务负担一般，但账面货币资金很少，无法覆盖短期债务。**

截至2021年底，母公司资产总额1416.07亿元，较上年底下降11.48%。其中，流动资产1182.98亿元(占比83.54%)，非流动资产233.09

亿元(占比16.46%)。从构成看，流动资产主要由其他应收款(占99.47%)构成；非流动资产主要由长期股权投资(占95.03%)构成。截至2021年底，母公司货币资金为5.76亿元。

截至2021年底，母公司负债总额1298.65亿元，较上年底下降11.15%。其中，流动负债1207.98亿元(占93.02%)，非流动负债90.67亿元(占6.98%)。从构成看，流动负债主要由其他应付款(合计)(占98.74%)构成；非流动负债主要由长期借款(占19.38%)、应付债券(占79.96%)构成。母公司2021年资产负债率为91.71%，较2020年提高0.35个百分点。

截至2021年底，母公司全部债务104.01亿元。其中，短期债务占13.17%、长期债务占86.83%。截至2021年底，母公司短期债务为13.70亿元。截至2021年底，母公司全部债务资本化比率46.97%，母公司债务负担一般。

截至2021年底，母公司所有者权益为117.43亿元，较上年底下降15.04%。在所有者权益中，实收资本为38.27亿元(占32.59%)、资本公积合计63.44亿元(占54.03%)、未分配利润合计9.41亿元(占8.02%)、盈余公积合计6.30亿元(占5.37%)，权益稳定性较强。

2021年，母公司营业总收入为4.29亿元，营业收入为4.29亿元，利润总额为0.35亿元。同期，母公司投资收益为1.92亿元。

现金流方面，2021年，公司母公司经营活动现金流净额为104.21亿元，投资活动现金流净额0.62亿元，筹资活动现金流净额-131.02亿元。

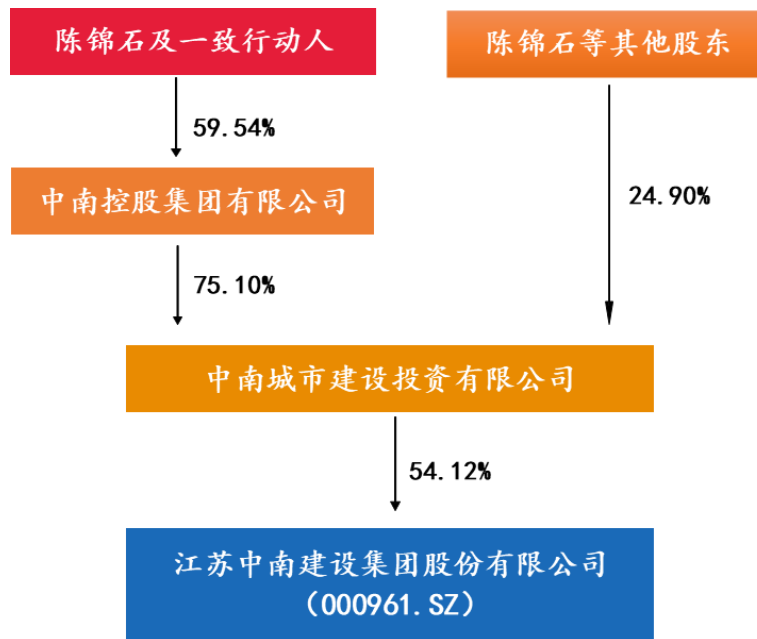
截至2021年底，母公司资产占合并口径的38.48%；母公司负债占合并口径的39.94%；母公司所有者权益占合并口径的27.44%；母公司营业总收入占合并口径的0.54%；母公司营业收入占合并口径的0.54%；母公司利润总额占合并口径的-1.25%；母公司全部债务占合并口径的13.66%。

截至2022年3月底，母公司资产总额1398.02亿元，所有者权益为117.28亿元，负债总额1280.75亿元；母公司资产负债率91.61%；全部债务91.57亿元，全部债务资本化比率43.85%。2022年1—3月，母公司营业收入0.99亿元，利润总额-0.15亿元，投资收益0.01亿元。

## 十、结论

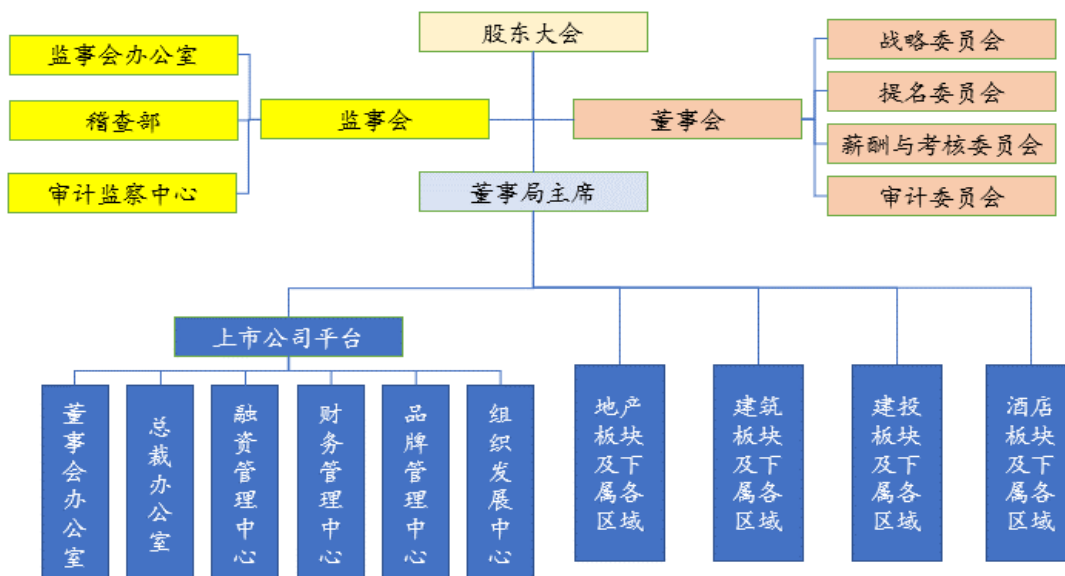
综上，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，维持“19中南03”和“20中南02”的信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底江苏中南建设集团股份有限公司  
股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底江苏中南建设集团股份有限公司  
组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 5 月底江苏中南建设集团股份有限公司  
主要子公司情况

序号	企业名称	持股比例 (%)	主要业务	取得方式
1	南通海门中南世纪城开发有限公司	100.00	房地产开发	投资设立
2	青岛海湾新城房地产开发有限公司	100.00	房地产开发	投资设立
3	南通中南新世界中心开发有限公司	100.00	房地产开发	投资设立
4	南通中南世纪花城投资有限公司	100.00	房地产开发	投资设立
5	南充世纪城(中南)房地产开发有限责任公司	100.00	房地产开发	投资设立
6	南通中昱建材有限公司	100.00	建材批发	投资设立
7	上海中南锦时置业有限责任公司	60.00	房地产开发	投资设立
8	江苏中南锦弘房地产开发有限公司	60.00	房地产开发	投资设立
9	江苏中南建筑产业集团有限责任公司	100.00	建筑工程施工	投资设立
10	江苏中南建设集团上海投资发展有限公司	100.00	投资管理	投资设立

资料来源：公司提供

## 附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	283.18	355.26	242.46	205.91
资产总额（亿元）	2,905.71	3,592.53	3,679.77	3,689.92
所有者权益（亿元）	268.23	483.63	427.94	421.61
短期债务（亿元）	352.14	341.42	362.38	298.54
长期债务（亿元）	463.78	565.31	398.89	393.91
全部债务（亿元）	815.92	906.73	761.27	692.45
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
EBITDA（亿元）	72.67	118.21	-6.70	--
经营性净现金流（亿元）	81.96	84.67	167.72	36.62
<b>财务指标</b>				
流动资产周转次数（次）	0.31	0.28	0.26	--
存货周转次数（次）	0.40	0.37	0.38	--
总资产周转次数（次）	0.27	0.24	0.22	--
现金收入比（%）	109.50	113.21	125.56	184.04
营业利润率（%）	14.13	14.80	7.13	6.76
总资本收益率（%）	4.73	6.11	-1.79	--
净资产收益率（%）	17.23	16.14	-7.72	--
长期债务资本化比率（%）	63.36	53.89	48.24	48.30
全部债务资本化比率（%）	75.26	65.22	64.01	62.16
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
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	--
现金短期债务比（倍）	0.80	1.04	0.67	0.69
EBITDA 利息倍数（倍）	1.14	1.71	-0.10	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.23	7.67	-113.58	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. 长期应付款中有息部分计入长期债务计算

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	23.17	31.60	5.77	1.82
资产总额（亿元）	1,304.84	1,599.78	1,416.07	1,398.02
所有者权益（亿元）	138.60	138.22	117.43	117.28
短期债务（亿元）	86.31	72.50	13.70	6.70
长期债务（亿元）	123.96	120.15	90.31	84.88
全部债务（亿元）	210.27	192.65	104.01	91.57
营业收入（亿元）	1.03	5.21	4.29	0.99
利润总额（亿元）	3.75	5.43	0.35	-0.15
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	118.06	68.96	104.21	-2.04
<b>财务指标</b>				
流动资产周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	106.44	111.17	0.19
营业利润率（%）	91.43	97.58	98.39	97.70
总资本收益率（%）	1.08	1.64	0.16	--
净资产收益率（%）	2.71	3.93	0.29	--
长期债务资本化比率（%）	47.21	46.50	43.47	41.99
全部债务资本化比率（%）	60.27	58.23	46.97	43.85
资产负债率（%）	89.38	91.36	91.71	91.61
流动比率（%）	103.21	101.86	97.93	96.52
速动比率（%）	103.21	101.86	97.93	96.52
经营现金流动负债比（%）	11.33	5.14	8.63	--
现金短期债务比（倍）	0.27	0.44	0.42	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. /代表有数据未能获取，无法计算，\*代表数字极小或分母为 0 无意义

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理



### 附件 3 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 ×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 ×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×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	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持