

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0310号

江苏中南建设集团股份有限公司：

东方金诚国际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

二〇二三年六月二十日

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.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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。其中主体评级结果有效期自2023年6月20日至2024年6月19日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。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

2023年6月20日

江苏中南建设集团股份有限公司主体及 相关债项 2023 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果 ¹	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/负面	2023/6/20	AA/负面	谢瑞	薛梅

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	1.基础评分模型			
			一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
20 中南建设 MTN001	AA	AA	企业规模	资产总额	12.50	10.51
20 中南建设 MTN002	AA	AA		合同销售金额	12.50	10.64
21 中南 01	AA	AA	市场竞争力	土储竞争力	8.50	4.76
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”。				土储充足率	8.50	5.34
主体概况			盈利能力和运营效率	合同负债/营业收入	6.00	5.78
				净利润	10.00	0.00
				存货周转率	4.00	3.35
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，实际控制人为自然人陈锦石。			债务负担和保障程度	净负债率	7.00	4.13
				剔除预收款后的资产负债率	10.00	3.46
				货币资金/短期有息债务	8.00	3.98
				EBITDA 利息倍数	8.00	0.00
				全部债务/销售商品、提供劳务收到的现金	5.00	4.43
			调整因素	无		
			个体信用状况	A+		
			外部支持	无		
			评级模型结果	A+		

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

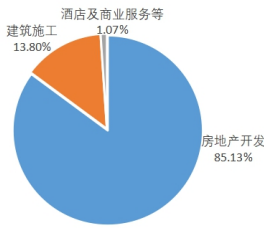
跟踪期内，公司在手项目覆盖全国逾 80 个地级市，重点布局在以江苏省为主的长三角地区，具有一定区域市场竞争力；公司建筑施工业务资质较为完备、技术水平较高、施工经验丰富，承建了苏州中南中心、南通市体育会展中心、南通金石酒店和淮安体育中心等多个地标式建筑，在手合同额仍较为充足，对业务持续经营提供一定保障；同时，2022 年公司投资进度放缓新增项目减少，合同销售金额有所下滑，未来可售面积一般，预计短期内合同销售金额将继续下滑；公司主营业务盈利能力下滑，且对部分存货、应收账款等计提大额减值损失，经营亏损规模较大；受限资产规模仍较大，对资产流动性和再融资能力形成不利影响；有息债务规模仍较大，且参股项目存在一定体量的表外债务。

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。

¹ 本次主体评级信息的有效期限列示于信用等级通知书，有效期满后自动失效，请报告使用者仅参考处于有效期内的主体评级信息。

主要指标及依据

2022 年收入构成情况



2020 年~2022 公司债务构成 (亿元)



主要数据和指标

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额 (亿元)	3592.53	3679.77	3067.22	2979.22
所有者权益 (亿元)	483.63	427.94	312.53	269.89
全部债务 (亿元)	799.16	622.76	475.55	470.49
营业总收入 (亿元)	786.01	792.11	590.36	111.30
利润总额 (亿元)	105.17	-27.75	-92.72	-4.36
经营性净现金流 (亿元)	84.67	167.72	62.53	3.58
营业利润率 (%)	14.80	7.13	-1.59	5.02
资产负债率 (%)	86.54	88.37	89.81	90.94
流动比率 (%)	118.41	105.93	98.79	98.98
全部债务/EBITDA (倍)	6.84	-99.89	-7.64	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.73	-0.09	-1.06	-

注：表中数据来源于公司 2020 年~2022 年的审计报告及 2023 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 跟踪期内，公司在手项目覆盖全国逾 80 个地级市，重点布局在以江苏省为主的长三角地区，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。

关注

- 2022 年投资进度放缓新增项目减少，合同销售金额下滑，地产项目可售面积一般，短期内合同销售金额将继续下滑；
- 跟踪期内，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，经营亏损规模较大；
- 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，跟踪期内部分借款出现逾期，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。

评级展望

公司评级展望维持负面。公司房地产业务可售面积一般，2022 年建筑施工业务新签合同额减少，盈利能力整体下滑，仍存在一定的流动性压力。

评级方法及模型

《房地产企业信用评级方法及模型 (RTFC010202208)》

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

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责任公司持有的金牛股份9000万股股份²，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2023年6月2日，公司股本为382655.39万股，控股股东中南城建持股45.53%，中南控股集团有限公司（以下简称“中南控股”）持有中南城建73.13%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，辅以酒店及商业服务等其他，房地产项目主要集中在江苏省南通市。截至2022年末，公司全口径剩余可售面积1324万平方米，未售项目仍主要布局于长三角地区二线及三四线城市，以江苏省内为主。根据克而瑞研究中心公布的《2022年中国房地产企业销售排行榜》，2022年公司全口径销售金额640.20亿元，位列第29位，同比下降12位；权益销售金额402.80亿元，位列第33位，同比下降12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，2022年全年，新承接（中标）项目预计合同总金额34.8亿元，同比减少83.7%，期末在手合同金额762.59亿元。

截至2023年3月末，公司资产总额2979.22亿元，所有者权益269.89亿元，资产负债率为90.94%。2022年及2023年1~3月，公司实现营业总收入分别为590.36亿元和111.30亿元，利润总额分别为-92.72亿元和-4.36亿元。

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

²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，2022 年 8 月 26 日，“20 中南建设 MTN001”兑付本金 0.535 亿元，票面利率维持 7.20%。

“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，2023 年 3 月 17 日，“21 中南 01”兑付本金 0.51 亿元，票面利率维持 7.230%。

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。

个体信用质量

宏观经济和政策环境

2023 年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大

2023 年一季度 GDP 同比增速达 4.5%，大幅高于上年四季度的 2.9%，超出市场普遍预期。这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023 年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为 0.5%，大幅低于上年全年的 7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP 基数明显偏

低。综合以上，预计二季度 GDP 同比增速有望升至 8.0%左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的 GDP 有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中 3 月 CPI 同比仅为 0.7%，PPI 同比则连续 6 个月处于通缩状态。2023 年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力条件。

当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力，但短期内实施降息降准的可能性不大

2023 年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到 10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023 年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及 3 月新安排 1.2 万亿元减税降费措施等，都显示 2023 年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策面支持力度有望进一步加码。

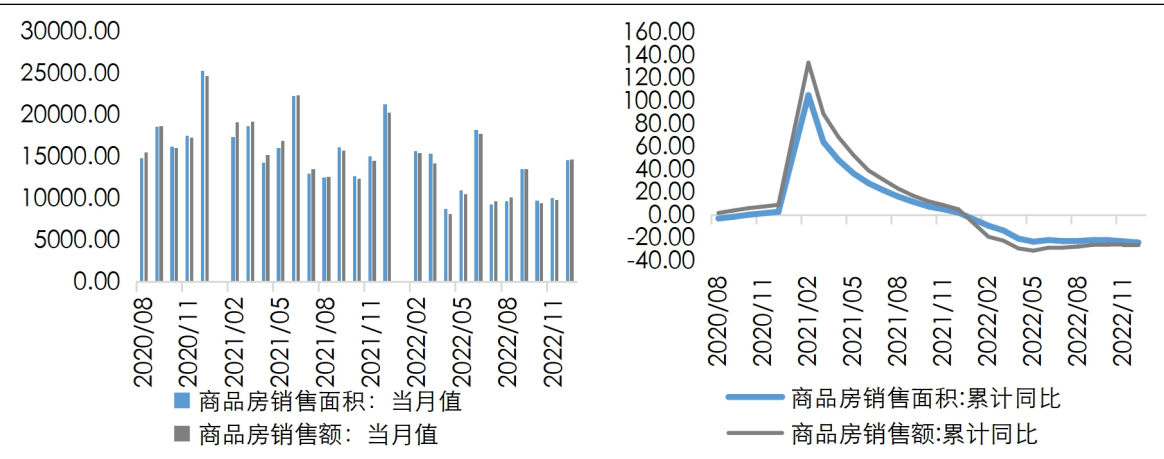
行业分析

公司主要从事房地产开发业务，所属行业为房地产行业。

房地产行业需求端短期修复但中长期依旧承压，短期在下调房贷利率、首付比例等政策支持下有所缓解，市场信心修复仍需一定时间，预计 2023 年商品房销售与 2022 年总体持平

2022 年以来，房地产行业面临的挑战和压力显著增长，市场信心及购买力缺失，观望情绪也愈加浓厚。主要源于宏观经济下行负面冲击，我国居民收入增速放缓，置业人群对于未来就业的稳定性及收入增长的预期呈现悲观状态，杠杠率较高，购房能力阶段性下降；考虑到近两年房企债务暴雷事件频发，停工烂尾项目增多，部分城市房价下滑等，购房信心及意愿不足；2022 年末多个城市发布下调房贷利率、首付比例等针对需求端改善的政策，但买涨不买跌心态抑制短期购房需求。2022 年，全年国商品房销售面积为 13.58 亿平方米，同比下滑 24.3%；商品房销售额 13.33 万亿元，同比下降 26.7%。此外，根据中指研究院数据，2022 年 TOP100 房企销售总额同比下降 41.3%；根据克尔瑞数据，TOP100 房企销售操盘金额的同比降幅 41.6%。

图表 1 全国商品房销售情况（万平方米、亿元、%）



数据来源：同花顺，东方金诚整理

2022年，房地产开发企业到位资金14.90万亿元，累计同比下降25.9%。其中自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款分别为5.29万亿元、4.93万亿元和2.38万亿元，累计同比增速分别为-19.1%、-33.3%和-26.5%。国家在坚持“房住不炒”和防范化解房地产市场风险的基础上，支持房地产的合理融资需求，于2022年末陆续出台“金融十六条”、“四支箭”等政策，通过信贷、债券、股权、内保外贷等多种方式综合协同，逐步改善房企融资及行业信用环境，预计2023年相关政策将持续落实及优化。

总体来看，预计2023年，在销售低基数、宏观经济稳定恢复、相关政策落地，销售业绩或将小幅回暖。稳增长经济政策和针对房地产需求的限购、限贷、首付比例等政策仍有一定改善空间，考虑到房地产对宏观经济的托底作用，房地产政策面将持续改善，供需双向改善助力销售逐步修复，同时考虑到中国房地产抗通胀保值的属性，其韧性依旧存在。

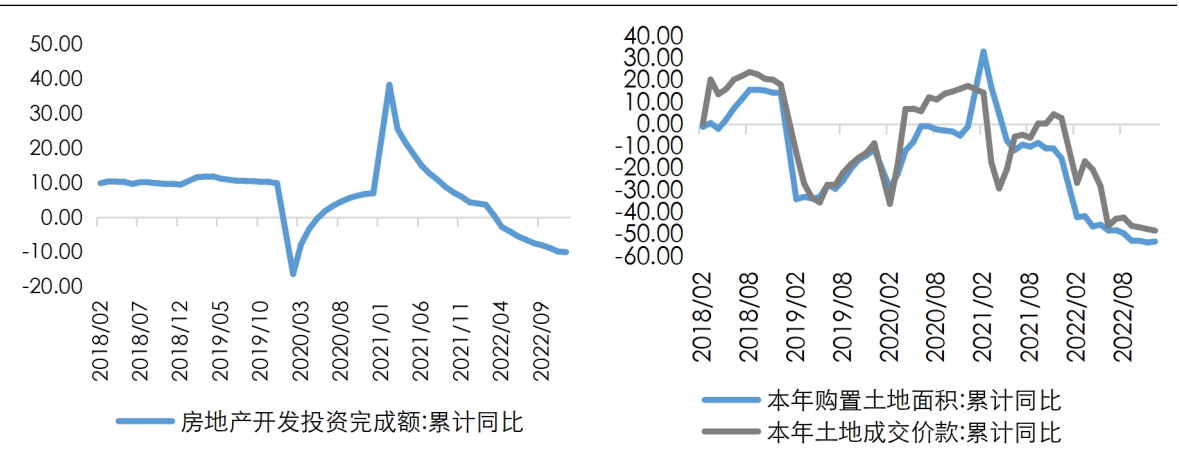
2022年房地产开发投资下滑超预期，预计2023年在“保交楼”政策支持下仍有一定支撑，但在房企拿地和新开工较弱、广义库存充足影响下，全年投资增速或继续下滑

房地产行业市场景气度延续2021年下半年以来的低迷态势，2022年，国内房地产开发投资额13.29万亿元，同比下降10.00%，累计增速同比下降14.40个百分点。土地市场方面，2022年我国土地市场遇冷，土地流拍频发，土地成交价款、购置土地面积同比分别下降48.40%、53.40%。施工方面，受资金链紧张及较大债务偿付压力影响，2022年房企新开工面积、施工、竣工面积分别同比大幅下滑39.40%、7.20%和15.00%。

预计2023年，房企资金将优先满足项目交付、到期债务偿还，房企融资及销售难有显著改善，预计新开工面积将持续下滑，竣工面积在“保交楼”政策下将有一定支撑，预计企稳回升，施工面积整体预计仍将延续下滑趋势；拿地方面，预计2023年，地方政府为稳定土地市场或将加大优质地块供应、优化出让条件和集中供地规则，但考虑到房地产销售端修复仍需要时间，房企短期内去化回款仍将面临压力，资金链紧张局面将持续一段时间，且财政部126号文对地方城投拿地托市形成政策约束，土地市场整体或将延续低迷态势，较高流拍率和低溢价率仍将成为2023年土地市场的常态。2023年，房企优先“保交楼”、下游需求及资金链修复需要时

间叠加广义库存充足，拿地、新开工能力及意愿难有较大改善，对投资支出继续形成拖累，预计2023年房地产开发投资完成额或继续下滑，但降幅趋缓。

图表2 全国房地产开发投资及土地购置情况 (%)



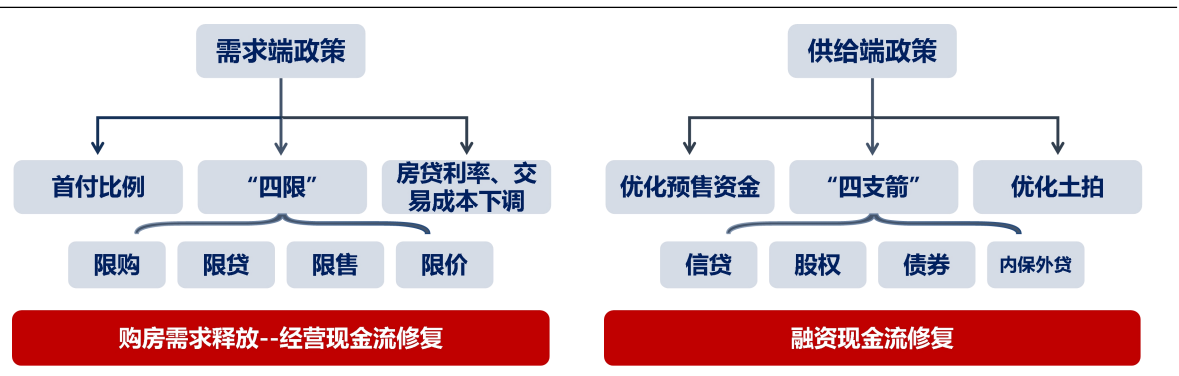
数据来源：同花顺，东方金诚整理

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

房地产业是中国国民经济的支柱产业，行业政策敏感度高，受行业调控政策影响大，监管部门密集发声，释放积极信号。自2021年下半年以来，房地产行业基本面持续下行，2021年9月央行提出“两维护”确立了阶段性政策底，逐步从需求端政策边际放松到供给端政策的持续发力，预计2023年将加强需求端政策发力，从供给、需求端双向发力引导信心和市场修复。

从供给端来看，“金融十六条”、“四支箭”等政策已陆续落地，通过信贷、债券、股权、内保外贷等多种方式综合协同，逐步改善行业信用环境及房企供给能力，预计2023年相关政策将持续优化。需求端方面，各地政策如雨后春笋般涌现，房贷利率持续下调，虽然目前政策释放尚且缓慢，但各地四限、首付比例、购房补贴等政策工具箱仍然非常丰富，调整空间较大，预计2023年一定体量的城市会因城施策“解锁”前期为稳定当地过热地产所上的枷锁，促需求实质性升温。

图表3 需求端、供给端主要政策宽松路径



资料来源：公开资料，东方金诚整理

民营房企信用风险频发，国企成拿地、销售主力，未来国进民退重塑竞争格局，房价涨幅回落，地价、建安、建材涨幅挤压盈利空间，预计短期内盈利能力难有改善

2022年以来，国内房地产企业盈利能力大幅下滑，主要是房地产拿地成本总体有所上升，同时施工及材料价格上涨，但下游需求不足导致销售价格整体有所下滑，且部分房企为缓解流动性压力、加大项目回款，降价销售部分项目，导致利润水平下降。预计未来国进民退重塑竞争格局，房企分化更加明显。在民营房企风险事件频发下，金融资源将进一步向国有属性地产公司聚焦，国企地产公司的境内外融资渠道通畅，且融资成本有所降低，2021年下半年起，土地市场由国企以及城投平台主导，为未来销售集中度奠定基础。根据中指研究院数据，2022年拿地金额TOP100企业中，央国企拿地金额占比66.8%、地方城投占比16.4%，较上年同期增加19.6、13.7个百分点，民企拿地金额占比较上年同期下降28.1个百分点至9.3%。

展望2023年，房企将从“高杠杆高周转”开发模式转向稳健增长模式，现房或逐步登上舞台，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；部分信用质量较弱的托底国企及违约、展期的高杠杆民营房企预计逐渐退出历史舞台。

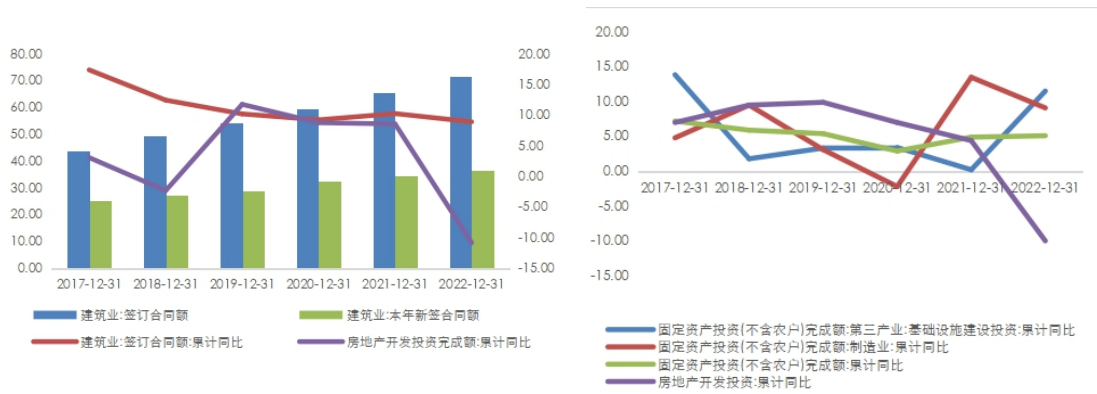
建筑行业

2022年我国建筑业新签合同额增速有所提升，随着稳增长政策持续发力，在地产项目推动整体较为缓慢的背景下，预计未来基建投资增长可为建筑行业需求带来较好支撑

2022全年我国建筑业累计签订合同额和新签合同额分别为71.57万亿元和36.65万亿元，累计同比分别增长8.95%和6.36%，增速仍保持较快水平，但同比有所放缓。

建筑行业下游需求主要受房地产、基建等固定资产投资影响。2022年我国固定资产投资累计同比增长5.10%，在基数抬高背景下，基建和房地产投资增速较同比有不同程度下行。2023年一季度，在稳增长政策背景下，我国固定资产投资整体运行平稳，累计同比增长5.5%，增速较2022年有所提升，其中基建投资累计同比增长12.18%，房地产投资受行业下行影响增速继续下滑同比下降5.7%。

图表 4 我国建筑业合同额、房地产开发及基建投资情况（单位：万亿元、%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

随着稳增长政策持续发力，各地积极推进重大项目建设，适度超前开展基础设施投资，预计基建投资增速将保持较快增长；房地产投资方面，房地产下行周期，地产调控政策虽较之前有所放松，但地产基本面改善尚待时日，在国家“房住不炒”的持续调控大背景下，预计房地产投资增速将有所下滑，但全国保障性住房建设的推进将为房建需求提供一定支撑。整体来看，在地产项目推动整体较为缓慢的背景下，基建投资的较快增长将为建筑行业整体需求带来较好支撑，但基建和房建等细分子行业需求将有所分化。

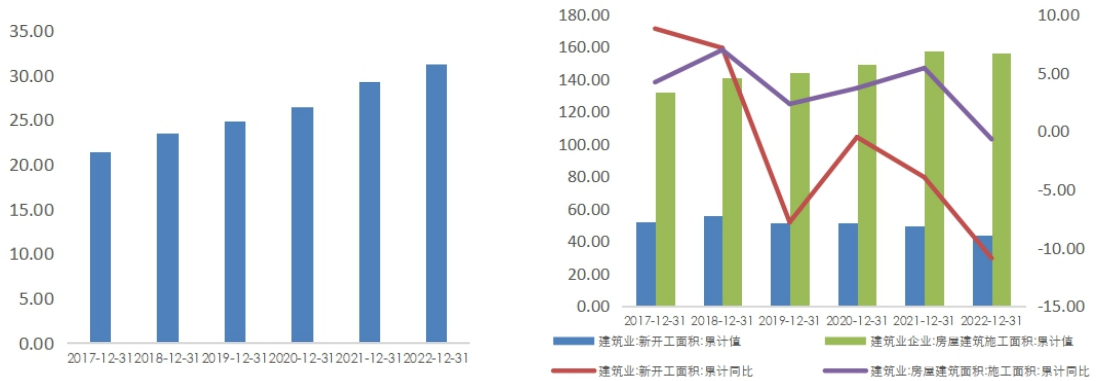
2022年我国建筑业总产值增速提升，新开工面积增速下滑，预计2023年建筑企业较充足的在手合同额及以基建为支撑的建筑业需求增长仍使得建筑业总产值保持平稳增长

2022年我国建筑业实现总产值31.20万亿元，累计同比增长6.45%，增速较去年全年下滑4.59个百分点。

从建筑业施工和新开工面积情况来看，2022年建筑业房屋建筑施工面积累计同比减少-0.7%，增速下滑且同比由正转负；新开工面积累计同比下降10.90%，降幅较前三季度扩大6.94个百分点，主要受房地产行业房屋新开工面积大幅下滑所致。

受益于2022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仍较充足，同时2023年我国基建投资的较快回升及保障房建设的推进为建筑业需求提供了较好支撑，预计建筑行业总产值仍保持稳定增长。

图表 5 我国建筑业总产值、新开工及施工面积情况（单位：万亿元、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仍较高

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。2022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56.69%和52.68%；占比均较2021年有所提升，预计未来国有及国有控股建筑企业市场占有率将继续提高。

预计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，2022年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。

图表 6 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

业务运营

经营概况

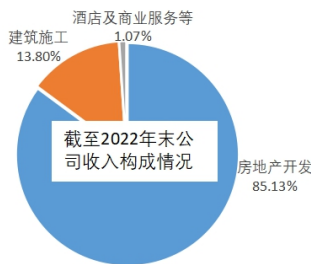
跟踪期内受行业波动调整市场需求下行影响，公司新签合同规模下滑，业务规模进一步缩减，营业收入减少，毛利率由正转负

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其他，房地产开发和建筑施工业务是公司收入和毛利润的主要来源，跟踪期内合计占营业收入比重仍在98%以上。

2022年，公司营业总收入590.36亿元，随着近年来业务规模的收缩收入同比减少；毛利润-0.53亿元，由正转负，综合毛利率-0.09%，大幅减少主要系建筑施工板块以房建业务为主，跟踪期内部分业主方支付能力减弱，公司对其增加风险拨备以及房地产业务盈利下滑所致。

图表7 公司主营业务收入构成及毛利润、毛利率情况³（单位：亿元、%）

类别	2020年		2021年		2022年		2023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	577.12	74.28	557.64	70.96	502.57	85.13	102.46	92.06
建筑施工	190.28	24.49	219.33	27.91	81.50	13.80	8.21	7.38
酒店及商业服务等	9.59	1.23	8.83	1.12	6.30	1.07	0.62	0.56
合计	776.99	100.00	785.80	100.00	590.36	100.00	111.30	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	110.46	19.14	60.73	10.89	6.73	1.34	9.22	9.00
建筑施工	16.46	8.65	14.98	6.83	-10.12	-12.42	-0.50	-6.05
酒店及商业服务等	3.13	32.62	2.84	32.19	2.86	45.41	0.04	6.68
合计	130.05	16.74	78.55	10.00	-0.53	-0.09	8.76	7.87



数据来源：公司提供，东方金诚整理

整体来看，2022年受行业波动调整市场需求下行影响，公司房地产开发业务板块无新增项目，建筑施工业务主要来自房建工程，新签合同规模下滑，业务规模缩减。

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位居行业第29位，项目覆盖全国80余个地级市，江苏省为主的长三角地区，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。2022年，公司无新增房地产开发项目，项目仍覆盖全国80余地级市，随着在手项目的完工，覆盖区域有所减少。公司未售项目主要布局于以江苏省为主的长三角地区，可售面积占比逾40%，具有一定区域竞争力。公司产品业态多元，以住宅为主，形成了“悦”、“集”、“府”等系列

³根据公司提供资料，2020年和2021年数据为主营业务收入数据，2022年和2023年1季度为营业总收入。

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，根据克而瑞研究中心公布的《2022年中国房地产企业销售排行榜》，2022年，公司全口径销售金额640.2亿元，位列第29位，同比下滑12位；权益销售金额402.8亿元，位列第33位，同比下降12位。

跟踪期内，公司聚焦在手项目完工去化，合同销售面积减少，未来两年将继续加大现房库存的去化，2022年公司无新增房地产项目，短期内合同销售金额将持续下滑

跟踪期内，房地产行业波动调整，市场需求下行，公司无新增项目，聚焦在手项目完工去化，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。

图表8 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）

	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
合同销售金额全口径	2238.30	1973.74	649.20	120.40
其中：权益销售金额	1352.88	1209.90	396.30	65.60
合同销售面积全口径	1685.30	1468.70	543.20	100.00
其中：权益合同销售面积	1007.83	909.63	339.60	56.00
平均销售价格	13280.96	13439.05	11951.40	12040.00
合同销售金额并表口径	940.48	1063.85	352.80	73.30
销售回款金额	780.80	855.74	609.63	65.72

资料来源：公司提供，wind、东方金诚整理

具体来看，2022年，公司累计合同销售金额649.17亿元，销售面积543.21万平方米，同比分别减少67.10%和63.00%，平均销售价格为1.20万元，并表口径销售回款与合同销售金额比例为89.65%，回款率提升。2023年1~4月，公司累计合同销售金额160.60亿元，销售面积134.30万平方米，同比分别减少24.20%和20.60%。

目前房地产行业正处于审慎调整阶段，为增加自由现金流，公司将继续着重加大现房库存的去化，但公司近年来新增项目大幅减少，2022年无新增项目，预计2023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。

公司未来可售面积一般，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、宁波、镇江以及西安等二线及三四线城市为代表的长三角区域，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。截至2022年末，公司房地产项目全口径剩余可售面积合计1324万平方米，权益剩余可售面积合计770万平方米，未来可售面积一般。

图表 9 截至 2022 年末公司全口径房地产项目可售及分布情况（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	1271	731
已完工项目	53	39
拟建项目	0	0
合计	1324	770

数据来源：公司提供，东方金诚整理

去化方面，截至 2022 年末，公司全口径已完工项目去化率约 96.44%，在建项目去化率约 76.90%。在建项目全口径剩余可售面积合计 1271 万平方米，权益剩余可售面积 731 万平方米，三四线城市面积占比较高。土地获取方面，跟踪期内融资紧张下公司拿地策略谨慎，2022 年及 2023 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，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

2022 年，公司筹资性净现金流为-147.32 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 189.40 万平方米，同比减少超过 80%，完成竣工面积 740.5 万平方米，同比减少 27.4%。同期，公司房地产开发业务实现收入 502.57 亿元，较上年减少 9.88%；毛利润 6.73 亿元，同比减少 88.92%；毛利率 1.34%，同比减少 9.55 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所致。此外 2022 年，公司对资产共计计提跌价损失 25.91 亿元，主要来自成都樾府、南京上悦城、苏州春风南岸、南通如皋时光映花园、营口中南世纪城和厦门翔安九锦台等。

2023 年第一季度公司实现新开工面积 19.40 万平方米，同比减少 54.88%，完成竣工面积 163.10 万平方米，同比增加 14.86%。2023 年 1~3 月，公司房地产业务结转收入 102.46 亿元，同比提升 43.62%，毛利率 9.00%，同比下降 0.55 个百分点。

图表 10 公司房地产开发业务开竣工情况（单位：万平方米）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
开工面积	1357.00	989.30	189.40	19.40
竣工面积	1349.00	1020.40	750.40	163.10

资料来源：公司提供，wind、东方金诚整理

公司在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 2022 年末，公司权益口径在建项目计划投资总额 5183.42 亿元，已累计投入 3578.81 亿元，尚需投资 1604.61 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。

公司 2023 年继续延续“保交付”策略，在建和拟建项目投资规模较大，在房地产调控政策及行业融资环境偏紧的背景下，公司在建项目所需资金规模相对较高，未来面临较大的资金筹

措压力。

对外投资

跟踪期内，公司减少合作开发项目，但参股项目仍存在一定体量的资金占压及或有负债风险

2022年，公司未纳入合并报表范围的在建及已完工参股项目同比有所减少。

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。2022年，行业整体趋势调整，公司未产生投资收益，截至2022年末，公司对外担保余额合计78.71亿元，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。

图表 11 2022 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	566.56	69.40	92.58	-33.17	87.75

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2022年末，公司拥有国家发明专利29项，国家级和省级工法50余项，省级建筑业新技术应用示范工程23项，发表和获省级优秀论文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”25项，“詹天佑”奖18项，获评“全国优秀施工企业”、“中国建筑业竞争力百强单位”等，江苏省建筑业竞争力百强单位，综合实力排名前列。

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。

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，业务盈利能力显著下滑

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。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。

2022 年,公司建筑施工业务收入 81.50 亿元,近年来业务规模收缩,收入减少,同期毛利润-10.12 亿元,毛利率-12.42%,毛利润和毛利率均由正转负主要系部分业主方履约能力下滑,公司对其增加风险拨备所致。2023 年一季度,建筑业务结转营业收入 8.21 亿元,同比下降 30.83%;综合毛利率-6.05%。

2022 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 34.80 亿元,同比减少 83.7%,同期末,在手合同金额 762.59 亿元,在手项目同比变化不大。2023 年 1~4 月,新承接项目预计合同金额 9.0 亿元,同比减少 30.8%。

公司在建项目尚需投入规模较大,业主方中民营地产占比较高,面临较大资金筹措和项目款回收压力

在建项目方面,截至 2022 年末,公司在建项目 222 个(不含 PPP),在建业务区域较为分散,其中华北区域占比较高。当期,公司在建项目合同金额合计 694.64 亿元;在建项目已确认产值 418.79 亿元,已回款金额 318.43 亿元,回款率 76.04,小幅提升但回款情况仍然较低。截至 2022 年末,公司在建项目尚需投资 275.85 亿元,尚需投入规模较大。公司在建项目中民营地产规模较大,占比较高,后续或仍将存在一定的资金回收压力。

截至 2022 年末,公司共有 PPP 项目 23 个,主要位于安徽、河北、江苏和山东等地区,合同总额为 315.73 亿元,预计总投资 284.60 亿元,已投资 231.64 亿元,后续上游一定的投资规模。其中公司需要投入资本金 55.33 亿元,截至 2022 年末公司已投入资金 52.60 亿元,公司 PPP 项目资料来源除股东投入资本金外,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。项目运行情况来看,公司在手 PPP 项目中运营期 10 个,建设期项目 12 个,准备退出 1 个。

总体来看,公司在建项目规模较大,PPP 项目回款周期长,面临较大资金筹措和项目回款压力。

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

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,公司监事会成员仍为 4 名。公司治理结构维持合理,部门设置能满足日常需求。

房地产业务方面,未来公司将继续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

2023 年,公司房地产开发业务将继续坚持大众主流住宅产品定位,进一步聚焦长三角、珠三角以及内地人口密集城市,不断精准对客户需求把握,提高产品适配,加强与建筑业务整合,

提升品质服务，改善盈利能力，推进代建业务深入，探索新的发展模式，坚持审慎投资，确保经营安全。

公司建筑业务将继续推进业务形态调整，进一步聚焦优质客户，加强对政府平台公司、央企及优质民营企业非住宅设施业务的扩展，提高公建、基建占比；进一步加强节能环保技术的应用，改进施工工艺，提高施工质量；进一步推进组织升级，提高综合管理水平，强化履约能力、控制风险。

公司积极响应国家共同富裕的政策方针，结合业务和支持地实际情况，开展一系列乡村振兴工作。多年来其总计投入约 8.5 亿元支持江苏省南通市海门区中南村的各项发展。中南村先后被评为全国文明村、全国绿色小康村、江苏省文明村。打造“海门足球小镇”作为乡村振兴的示范项目，为产业升级、经济发展、城乡一体化带来了强大的推动力。足球小镇共占地约 3 平方公里，以体育产业为圆心，通过商业、旅游、教育多维度产业裂变，以新城新区开发和产城融合相结合，打开了乡镇商业格局。

财务分析

财务概况

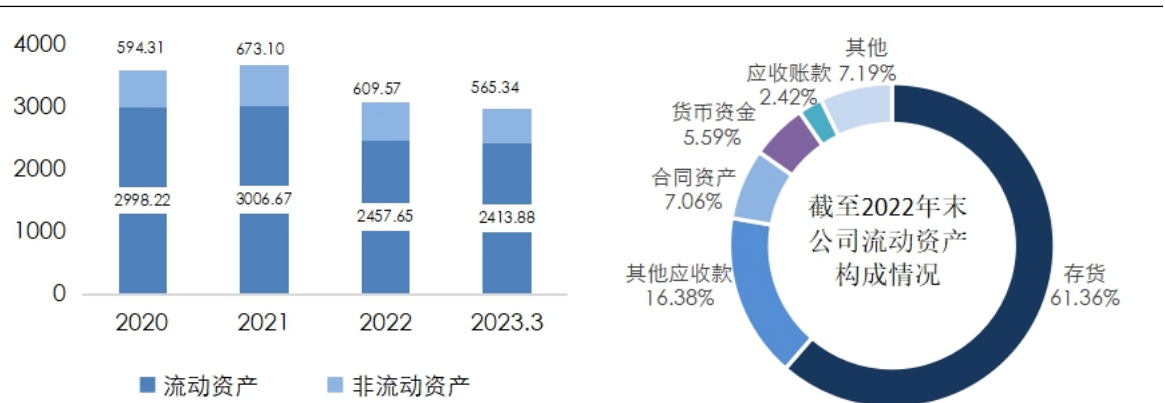
公司提供了 2022 年合并财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022 年度财务报表进行了审计。2023 年 1~3 月财务数据未经审计。

资产构成与质量

跟踪期内公司资产规模减少，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

2022 年和 2023 年一季度，公司存量地产项目去化，合作开发项目减少，资产规模持续减少，分别为 3067.22 亿元和 2979.22 亿元，流动资产占资产比重仍较高。

图表 12 公司资产构成情况（单位：亿元）



项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 1~3 月
流动资产合计	2998.22	3006.67	2457.65	2413.88

存货	1843.75	1901.34	1508.08	1498.60
其他应收款	337.68	404.38	402.46	317.10
合同资产	188.25	195.40	173.45	180.78
货币资金	328.61	224.07	137.46	126.05
应收账款	71.10	68.02	59.39	67.94
非流动资产合计	594.31	673.10	609.57	565.34
长期股权投资	270.55	271.57	217.30	175.29
其他非流动资产	186.20	214.02	206.77	207.23
投资性房地产	63.61	72.19	89.53	89.53
递延所得税资产	20.19	35.06	42.26	39.80
固定资产	32.36	38.43	32.70	32.33
资产总计	3592.53	3679.77	3067.22	2979.22

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2022年，公司流动资产总额2457.65亿元，同比减少18.26%系存货去化所致，其中存货、其他应收款、合同资产、货币资金和应收账款占比较高，占流动资产比重分别为61.36%、16.38%、7.06%、5.59%和2.42%，合计占比92.81%。2023年3月末，公司流动资产总额2413.88亿元，随着其他应收款的收回，较期初有所减少。

跟踪期内，公司无新增房地产项目，2022年末存货期末账面价值同比减少20.68%为1508.08亿元，其中房地产项目的开发成本账面余额1336.05亿元，开发产品158.02亿元，共计计提跌价准备35.78亿元，同比进一步提升，其中成都樾府项目计提8.29亿元，南京上悦城项目计提5.58亿元，苏州春风南岸项目4.68亿元，南通如皋时光映花园项目4.68亿元，营口中南世纪城项目2.19亿元，厦门翔安九锦台1.97亿元。当期公司存货周转次数为0.35次，同比小幅下滑。2023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1498.60亿元。整体来看，公司存货规模较大，项目拿地时间较早，近年来房地产行业波动调整，在手项目后续或将面临进一步的减值风险。

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，跟踪期其他应收款有所减少，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19.23亿元、108.33亿元、169.72亿元和17.48亿元，共计提坏账准备14.53亿元，公司其他应收款账龄主要分布在1年内，前五大欠款合计金额47.83亿元，占其他应收款期末余额合计数的比例11.46%，主要为关联方款项及合作方款项。2023年3月末，部分合作开发项目完工回款，公司其他应收款较期初大幅减少至317.10亿元。整体来看，公司其他应收款规模较大，合作开发项目产生的应收规模较大，目前房地产行业整体波动调整，后续或仍将面临一定的坏账风险。

公司合同资产主要来自已完工未结算的建筑施工业务，2022年末，公司合同资产较期初小幅减少11.23%至173.45亿元。当期合同资产减值准备金额11.32亿元，计提规模较大且进一步增长。2023年3月末，公司合同资产180.78亿元，较期初小幅提升。

2022年末，公司偿还借款，货币资金规模大幅减少38.65%为137.42亿元，其中银行存款132.83亿元，受限货币资金62.56亿元。2023年3月末，公司货币资金126.05亿元，较期

初继续减少。

2022年公司应收账款同比减少12.68%为59.39亿元，其中一年以内应收规模32.47亿元，1~2年应收款21.38亿元，整体款项账期有所拉长。按欠款方归集的期末余额前五名应收账款汇总金额13.01亿元，占应收账款期末余额合计数的比例16.83%，集中度较低。合计计提坏账准备17.94亿元，计提规模较大，对利润形成一定侵蚀。2023年3月末，公司应收账款67.94亿元，较期初大有增长。

跟踪期内，随着合作开发项目的减少，公司非流动资产同比下滑9.44%为609.57亿元，从构成来看，长期股权投资、其他非流动资产、投资性房地产、递延所得税资产和固定资产占非流动资产比重较高，分别为35.65%、33.92%、14.69%、6.93%和5.36%，合计占比96.55%。2023年3月末，公司非流动资产565.34亿元，较期初继续减少。

公司长期股权投资主要是对联营、合营公司的投资，2022年末长期股权投资期末余额为217.30亿元，同比减少19.99，其中合营企业投资101.15亿元，联营企业投资116.15亿元。公司未对长期股权投资计提减值。2023年3月末，公司长期股权投资175.29亿元，根据公司战略，后续公司仍将采取谨慎的合作策略，预计随着项目完工，长期股权投资后续将进一步减少。

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，跟踪期内基本变化不大，为206.77亿元。2023年3月末，公司其他非流动资产207.23亿元。

图表 13 截至 2022 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	4.09	0.45	3.63
合同资产--PPP项目土地及工程款	203.33	0.19	203.14
合计	207.41	0.64	206.77

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，2022年末，公司投资性房地产账面价值89.53亿元，同比增长24.02%，主要原因系存货转入9.61亿元以及企业合并增长6.12亿元所致。2023年3月末，公司投资性房地产无变化。

跟踪期内，公司部分子公司亏损，当期递延所得税资产同比增长20.54%为42.26亿元，截至2023年3月末，公司递延所得税资产为39.80亿元。

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，2022年末，固定资产账面价值32.70亿元，同比减少系计提折旧所致。2023年3月末，公司固定资产32.33亿元，较期初变化不大。

从资产受限情况来看，截至2022年末，公司受限资产557.23亿元，占资产总额的比例为18.17%，占净资产的比例为178.30%。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 14 截至 2022 年末公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	62.56	预售监管资金、质押存款、保证金存款、司法冻结款等
股权	197.38	抵押担保、质押担保及司法冻结
应收账款	10.57	应收账款保理
开发成本	90.88	司法冻结
开发产品	1.10	司法冻结
其他非流动金融资产	3.17	司法冻结
投资性房地产	18.43	司法冻结
固定资产	14.44	司法冻结
其他非流动资产	158.71	抵押担保、质押担保
合计	557.23	--

数据来源：公司提供，东方金诚整理

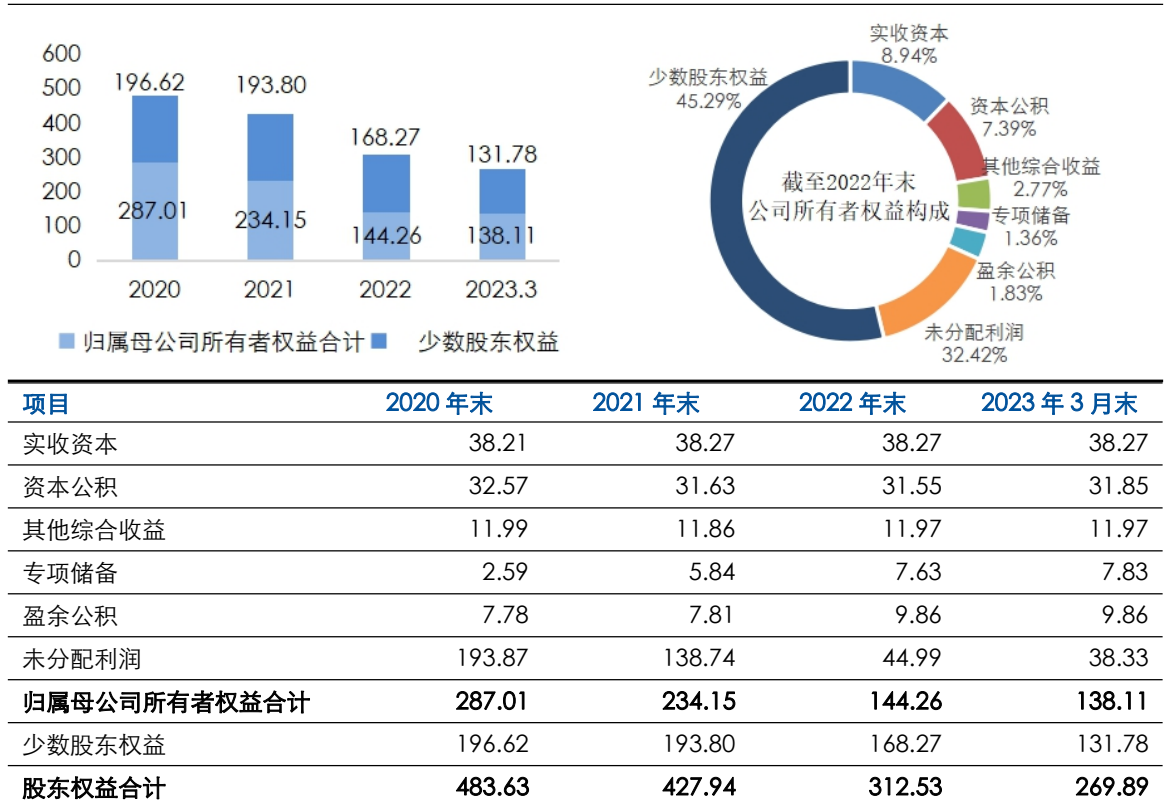
资本结构

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

2022 年末，受业绩亏损和新增项目减少，合作开发项目竣备规模下滑影响，公司所有者权益同比减少 26.97%至 312.53 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 53.84%、14.40%、12.24%和 10.09%，合计占比 90.58%。2023 年 3 月末，受公司所有者权益继续减少至 269.89 亿元。

2022 年末和 2023 年一季度，公司实收资本均为 38.27 亿元同比无变化；资本公积分别为 31.55 亿元和 31.85 亿元；未分配利润分别为 44.99 亿元和 38.33 亿元，均主要系业绩亏损所致；公司少数股东权益分别为 168.27 亿元和 131.78 亿元，同比均有所减少系新增项目减少存量项目完工去化所致。

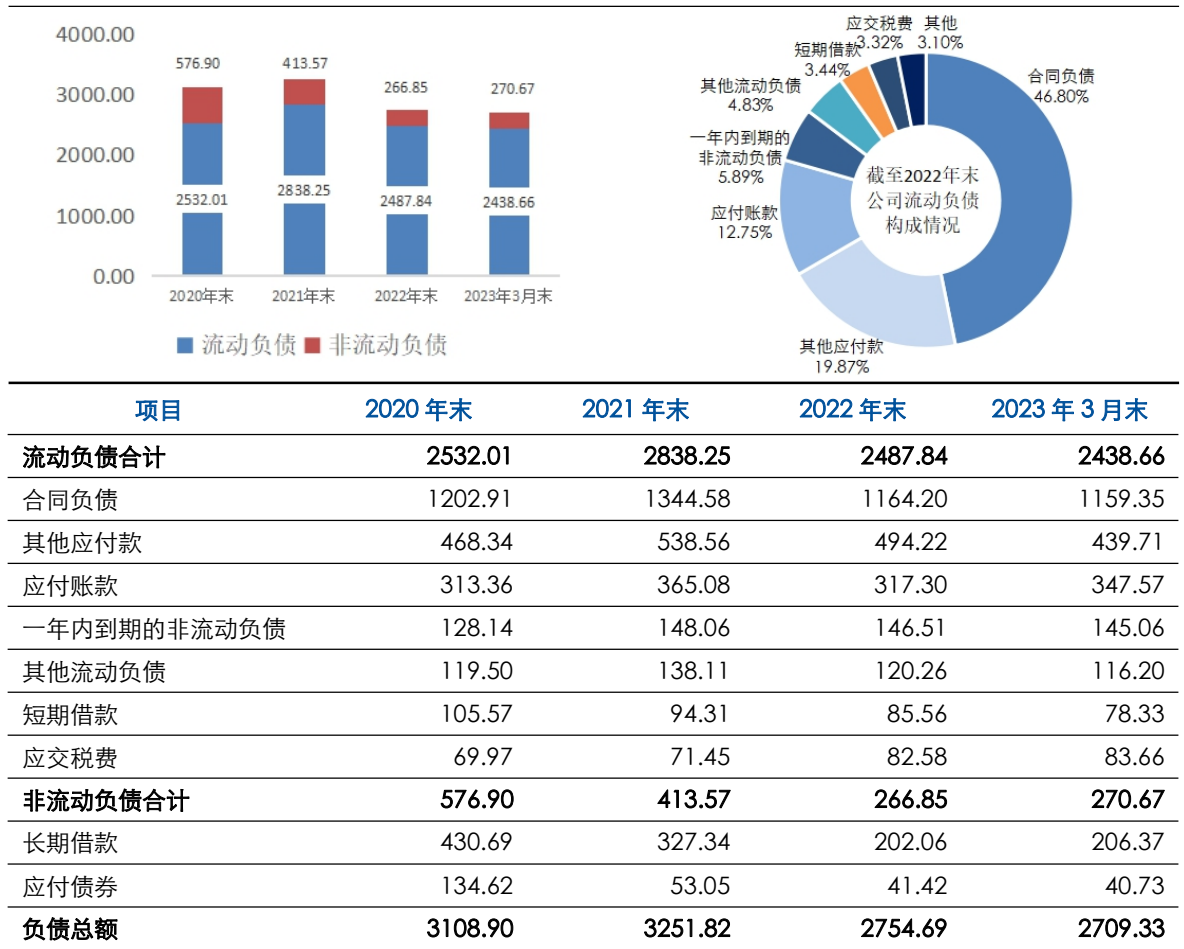
图表 15 公司所有者权益结构情况（单位：亿元）



公司有息债务规模仍较大，跟踪期内部分借款出现逾期，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，公司偿还借款、在手项目完工结转，负债总额减少 15.29%至 2754.69 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，流动负债占负债总额比重 90.31%。2023 年 3 月末，公司负债总额 2709.33 亿元。

图表 16 公司负债构成情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2022 年末, 公司流动负债 2487.84 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、短期借款和应交税费占流动负责比重分别为 46.80%、19.87%、12.75%、5.89%、4.83%、3.44%和 3.32%, 合计占比 96.90%。2023 年 3 月末, 公司流动负债 2438.66 亿元, 较期初继续减少。

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, 2022 年末, 公司合同负债为 1164.20 亿元, 其中房款 1123.48 亿元, 规模较大。2023 年 3 月末, 公司合同负债较期初继续减少为 1159.35 亿元。公司其他应付款主要应付往来款、保证金、定金、押金等, 2022 年末, 部分往来款归还, 公司其他应付款同比减少 8.23%至 494.22 亿元, 此外, 公司尚有应付利息 7.56 亿元, 其中重要的逾期未付利息 3.95 亿元, 包括逾期的美元债和信托产品等。2023 年 3 月末, 公司其他应付款 439.71 亿元。

2022 年末, 公司应付账款为 317.30 亿元, 主要为应付的工程货款。2023 年 3 月末, 公司应付账款 347.57 亿元, 较期初有所增长。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, 2022 年末, 一年内到期的非流动负债 146.41 亿元, 同比小幅减少, 包括一年内到期的长期借款 125.02 亿元, 一年内到期的应付债券 20.24 亿元, 一年内到期的租赁负债 1.24 亿元。2023 年 3 月末, 公司一年内到期的非流动负债 145.06 亿元。

2022年末和2023年3月末，公司其他流动负债分别为120.26亿元和116.20亿元，主要是待转销项税。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，2022年末，公司短期借款为85.56亿元，同比减少9.27%，其中已逾期未偿还的短期借款余款合计45.18亿元，其中由长期借款转入金额34.28亿元。公司短期借款中保证借款为24.06亿元，抵押借款为45.86亿元，质押借款为9.82亿元。2023年3月末，公司短期借款78.33亿元。

2022年末，公司非流动负债266.85亿元，同比减少35.48%主要系部分长期借款转入一年内所致，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75.72%和15.52%，合计占比91.24%。2023年3月末，公司非流动负债270.67亿元。

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，2022年末，公司长期借款为202.06亿元，以抵质押借款位置。2023年3月末，公司长期借款206.37亿元。截至2022年末，公司应付债券41.42亿元，包括面向合格投资者公开发行债务融资工具25.08亿元，高级无抵押定息美元债券16.33亿元，跟踪期内，公司新发行的“ProjectFlash”为向债券简称“ProjectIngenuityII”及“ProjectIngenuityV”的债券持有者以每1000美元支付50美元现金本金及10美元的现金奖励，并转换为2023年6月5日到期，票面年利率为12.00%新债券的要约，债券简称“ProjectFlash”。另，债券ProjectIngenuityV、债券ProjectIngenuityII分别于2022年6月8日、2022年6月18日到期，截至2022年12月31日，剩余面值15404000.00美元、14292000.00美元未展期也未兑付。2023年3月末，公司应付债券40.73亿元。

图表 17 截至 2022 年末公司应付债券情况（单位：亿元）

债券名称	起息日	行权日	到期日	上年末余额	本期发行	按面值计提利息	溢折价摊销	本期偿还	其他变动	期末余额
19 中南 03	2019-11-28	-	2023-11-22	3.85	-	0.43	-	0.24	0.01	4.06
20 中南 02	2020-03-16	2023-03-06	2025-03-06	9.44	-	0.67	0.02	0.67	-0.97	8.49
20 中南建设 MTN002	2020-08-27	-	2024-08-26	10.47	-	1.28	0.03	1.83	-1.00	8.95
20 中南建设 MTN001	2020-06-24	-	2024-06-23	6.34	-	0.76	0.01	3.55	2.57	6.13
21 中南 01	2021-03-22	2023-03-17	2025-03-17	2.17	-	0.73	0.04	0.73	0.39	2.60
ProjectIngenuityV	2021-06-09	-	2022-06-08	9.58	-	0.55	0.06	0.51	-8.60	1.07
ProjectIngenuityII	-	-	2022-06-18	4.63	-	0.26	0.03	0.19	-3.73	1.00
ProjectIngenuityIV	2021-04-07	-	2024-04-07	15.28	-	1.92	0.10	0.89	0.38	16.78
ProjectFlash	-	-	2023-06-05	-	13.25	0.89	-0.22	0.20	-1.14	12.60
小计	-	-	-	70.21	13.25	7.58	0.07	17.37	-12.08	61.66

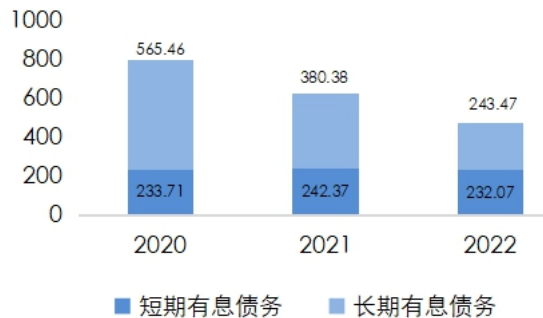
数据来源：公司提供，东方金诚整理

有息债务方面，跟踪期内，公司全部债务规模随着业务规模的缩减和债务的偿还有所减少，债务结构仍以长期有息债务为主。截至2022年末，公司全部债务⁴为475.55亿元，短期有息债务和长期有息债务占比分别为48.80%和51.20%，一年内集中偿付压力较大。

对外担保方面，截至2022年末，公司对外担保余额合计78.71亿元，占期末净资产比例为25.18%，担保对象主要为民营房地产公司，存在一定的连带责任风险。

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。

图表 18 公司全部债务构成情况（单位：亿元、%）



项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
短期有息债务	233.71	242.37	232.07
长期有息债务	565.46	380.38	243.47
全部债务	799.16	622.76	475.55
资产负债率	86.54	88.37	89.81
长期债务资本化比率	53.90	47.06	43.79
全部债务资本化比率	62.30	59.27	60.34

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2022 年末，公司综合成本约为 8.24%⁵。2022 年末，公司资产负债率为 89.81%，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 43.79%和 60.34%。总体来看，2022 年公司有息债务规模减少，但债务规模仍较大，集中偿付压力较大。

图表 19 截至 2022 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
85.56	146.51	202.06	41.42	475.55

资料来源：公司提供，东方金诚整理

盈利能力

2022 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，净利润由盈转亏且亏损规模较大，后续仍存在一定的信用和资产减值风险

跟踪期内，公司营业收入 590.36 亿元，同比减少 25.47%，主要原因一系房地产业务受到市场调整和行业非良性循环影响，二系受非良性循环影响，2022 年公司建筑业务新承接（中标）项目合同总金额同比减少 80%，确认收入下滑所致。同期，受增加对部分建筑施工业务业主方计提风险拨备影响，整体营业利润率大幅下滑。

期间费用来看，2022 年，公司期间费用合计 65.79 亿元，同比有所减少，期间费用占营业收入比重 11.1%，占比提升。主要原因系公司平均融资成本上升，财务费用增加所致。

减值损失方面，2022 年末，公司资产减值损失亏损规模大幅扩大至 25.91 亿元；同期，公

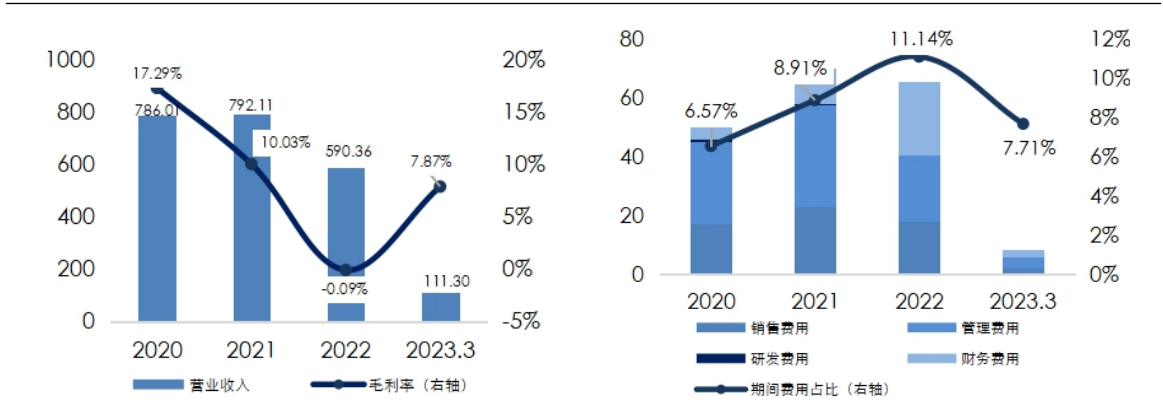
⁵系公司提供。

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合计计提信用减值-9.44 亿元。存货和经营性应收款项合计计提的减值损失规模较大，且后续仍存在一定的减值风险。

公司投资收益主要来自于合作开发项目形成的收益，2022 年未产生投资受益。

2023 年 1~3 月，公司营业总收入 111.30 亿元，同比增长 43.62%，主要是项目完工进度加快所致。同期，利润总额及净利润分别为-4.36 亿元和-6.39 亿元，同比变化不大；营业利润率为 7.87%，整体获利能力小幅增强。

图表 20 公司收入及盈利能力（单位：亿元）



科目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
营业总收入	786.01	792.11	590.36	111.30
销售费用	17.30	23.04	18.16	2.30
管理费用	28.21	34.74	22.66	3.82
财务费用	5.50	12.23	24.94	2.45
资产减值损失	4.98	29.87	25.91	1.23
信用减值损失	-0.47	-8.18	-9.44	-0.66
投资收益	42.90	19.16	-	0.54
利润总额	105.17	-27.75	-109.53	-4.36

数据来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

2022 年，公司推动存货去化，新增购地支出减少，经营性现金流持续净流入，合作开发项目减少投资性现金流由净流出转为净流入，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，筹资性现金流继续净流出

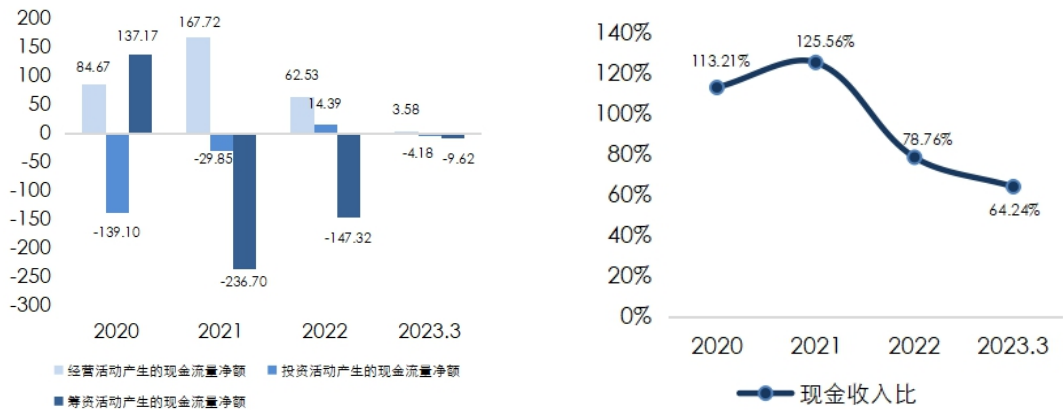
2022 年，公司推动存货去化，新增购地支出减少，经营性净现金流净流入 62.53 亿元，净流入规模大幅减少。当期现金收入比下滑至 64.24%，回款继续下降。

跟踪期内，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。2022 年末，公司投资性净现金流净流出规模为 14.39 亿元，由净流入转为净流出。

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-147.32 亿元。

2023年1~3月，公司实现经营活动产生的现金流量净额3.58亿元，投资活动产生的现金流量净额-4.18亿元，筹资活动产生的现金流量净额-9.62亿元。

图表 21 公司现金流情况（单位：亿元）



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，2022年末，存货和货币资金等流动资产降幅大于流动负债减少幅度，流动比率和速动比率均有所下滑，2022年经营现金流流动负债比率为2.51%，同比有所下滑。资产流动性减弱，短期偿债能力下滑。

图表 22 公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

指标名称	2020年末	2021年末	2022年末	2023年3月末
流动比率	118.41	105.93	98.79	98.98
速动比率	45.60	38.94	38.17	37.53
经营现金流流动负债比	3.34	5.91	2.51	-
EBITDA 利息倍数	1.73	-0.13	-1.34	-
全部债务/EBITDA	6.84	-70.05	-6.01	-

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 均维持负值，2022年为-1.34倍；全部债务/EBITDA 为-6.01%。

截至2022年末，公司全部债务规模为475.55亿元，其中短期有息债务232.07亿元。公司货币资金期末余额137.46亿元，其中未受限资金74.90亿元，账面未受限货币资金不能够覆盖短期有息债务，公司筹资活动前净现金流为76.59亿元，预计公司2023年筹资活动前净现金流继续为正，对短期有息债务的保障能力一般。截至2022年末，公司在各大银行的综合授信额度为1778.81亿元，未使用的额度为1502.28亿元，目前公司无新增项目，但剩余授信提取难度较大，存在一定的流动性缺口。

过往债务履约和其他情况

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 2023 年 5 月 9 日，公司本部在银行贷款履约方面存在关注类记录。截至本报告出具日，公司境内存续期债券付息正常。

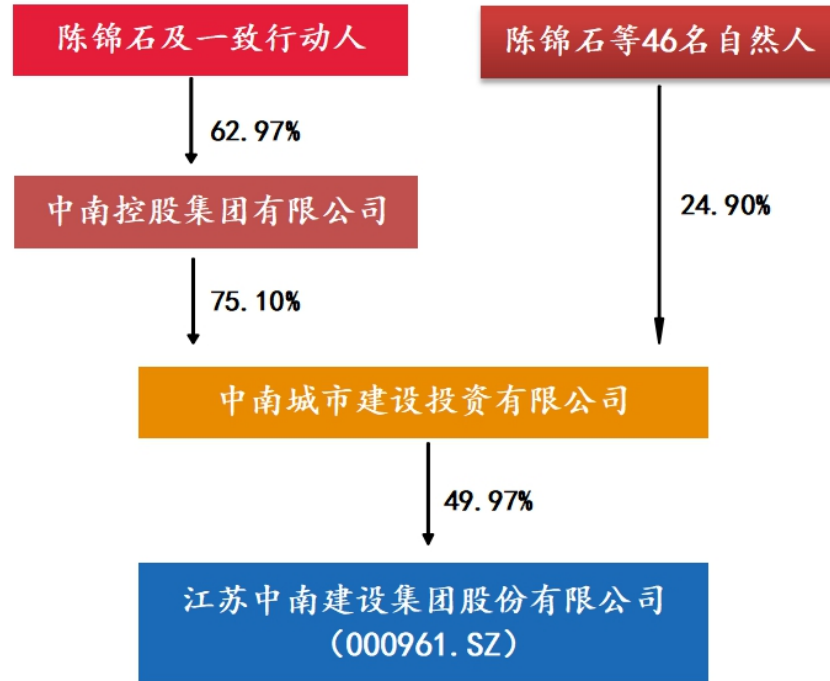
抗风险能力及结论

跟踪期内，跟踪期内，公司在手项目覆盖全国逾 80 个地级市，重点布局在以江苏省为主的长三角地区，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。

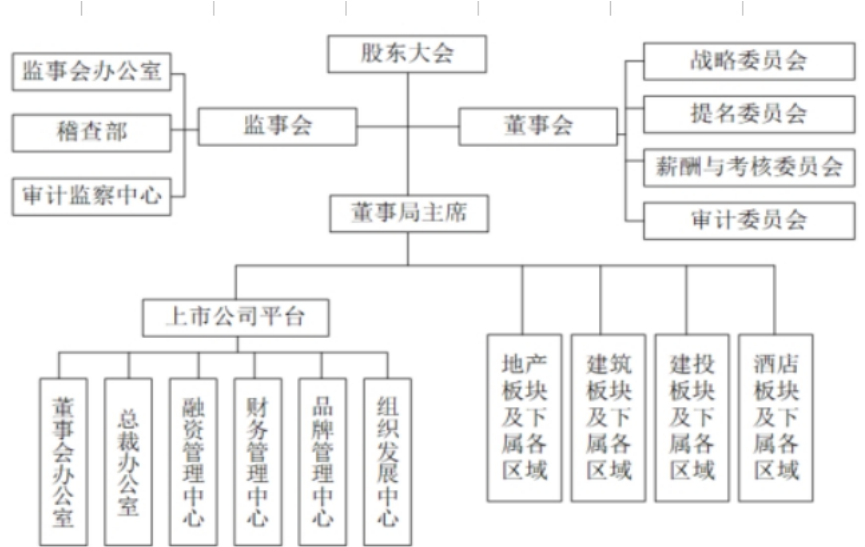
同时，东方金诚也关注到，2022 年投资进度放缓新增项目减少，合同销售金额下滑，地产项目可售面积一般，短期内合同销售金额将继续下滑；跟踪期内，公司主营业务盈利能力下滑，且对部分存货、应收账款等计提大额减值损失，经营亏损规模较大；公司合作开发项目较多、合联营企业拆借款规模大和 PPP 项目持续投入导致其他应收款、长期股权投资和其他非流动资产规模较大，存在资金占压，且受限资产规模仍较大，对资产流动性和再融资能力形成不利影响；公司有息债务规模仍较大，跟踪期内部分借款出现逾期，集中偿付压力加大，公司对房地产项目联营及合营公司提供的担保规模较大，存在一定体量表外债务。

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 2022 年末公司股权结构图



附件二：截至 2022 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	2020年	2021年	2022年	2023年3月
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	3592.53	3679.77	3067.22	2979.22
所有者权益 (亿元)	483.63	427.94	312.53	269.89
负债总额 (亿元)	3108.90	3251.82	2754.69	2709.33
短期债务 (亿元)	233.71	242.37	232.07	223.39
长期债务 (亿元)	565.46	380.38	243.47	247.11
全部债务 (亿元)	799.16	622.76	475.55	470.49
营业收入 (亿元)	786.01	792.11	590.36	111.30
利润总额 (亿元)	105.17	-27.75	-92.72	-4.36
净利润 (亿元)	78.04	-33.06	-96.30	-6.39
EBITDA (亿元)	116.83	-6.23	-62.26	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	84.67	167.72	62.53	3.58
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-139.10	-29.85	14.39	-4.18
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	137.17	-236.70	-147.32	-9.62
毛利率 (%)	17.29	10.03	-0.09	7.87
营业利润率 (%)	14.80	7.13	-1.59	5.02
销售净利率 (%)	9.93	-4.17	-16.31	-5.74
总资本收益率 (%)	6.51	-1.98	-9.06	-
净资产收益率 (%)	16.14	-7.72	-30.81	-
总资产收益率 (%)	2.17	-0.90	-3.14	-
资产负债率 (%)	86.54	88.37	89.81	90.94
长期债务资本化比率 (%)	53.90	47.06	43.79	47.80
全部债务资本化比率 (%)	62.30	59.27	60.34	63.55
货币资金/短期债务 (%)	140.61	92.45	59.23	56.43
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-6.81	22.14	16.18	-
流动比率 (%)	118.41	105.93	98.79	98.98
速动比率 (%)	45.60	38.94	38.17	37.53
经营现金流流动负债比 (%)	3.34	5.91	2.51	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.73	-0.09	-1.06	-
全部债务/EBITDA (倍)	6.84	-99.89	-7.64	-
应收账款周转率 (次)	22.11	11.39	9.27	-
销售债权周转率 (次)	16.46	8.71	7.92	-
存货周转率 (次)	0.71	0.38	0.35	-
总资产周转率 (次)	0.44	0.22	0.18	-
现金收入比 (%)	113.21	125.56	78.76	64.24

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。