

更正：联合国际公布江苏中南建设集团股份有限公司‘BB’的国际长期发行人评级；评级展望稳定

香港，2021年6月18日 - 这取代了于2021年6月17日发布的新闻稿，以更正截至2020年底，非标类融资占总债务的百分比。

联合评级国际有限公司（“联合国际”）作为一家国际信用评级公司，公布江苏中南建设集团股份有限公司（“中南”或“该公司”）‘BB’的国际长期发行人评级，评级展望稳定。

该发行人评级反映了中南的市场地位和财务杠杆有所改善。它还考虑到中南在长三角地区（尤其是江苏省）房地产开发领域已确立的过往业绩记录，可观且不断增长的合约销售和营业收入规模，以及更加谨慎的土地购置。但是，中南的评级受制于其集中于较低级别城市的土地储备、较低的利息覆盖率和利润率较低的建筑业务板块。

展望稳定反映了我们预期中南将保持其在江苏省的市场地位，并在销售和收入方面保持适度的增长水平，同时采取谨慎的扩张和土地购置策略，以管理其财务杠杆和流动性状况。

关键评级驱动因素

具规模且分散的土地储备支撑了合约销售增长：截至2020年底，中南拥有具规模且分散的土地储备，其总建筑面积约为4,470万平方米，遍布中国86个城市。公司的长期目标是增加一二线城市占其土地储备组合的比重，同时保持平衡的策略，以高资产周转速度的强三线城市作为支撑。中南在长三角地区，特别是江苏省，具有高市场渗透力和品牌知名度，并逐步向中国中西部地区、环渤海地区和珠三角地区扩展。

截至2020年底，中南的土地储备主要分布于二三线城市，占其总土地储备的95%以上。三线城市在土地储备中的比例，相较于2017年底的约76%，逐渐下降至截至2020年底的约59%。中南的长远目标为提高其在一二线城市的布局，我们相信中南正在朝着这个策略发展，但是这一战略将导致土地成本和执行风险的上升。

中南具规模的土地储备支撑了其合约销售增长。在2018至2020年，该公司的合约销售增长水平分别为52.2%、33.7%和14.2%。中南在2020年的合约销售总额达到人民币2,238亿元。根据CRIC的数据，中南在中国房地产开发商中排名第17位。公司预计在

2021-2023 年的合约销售总额将保持每年约 10% 的增长。截至 2020 年底，中南未确认的销售总额达到 1,203 亿元，其中大部分可在未来 12 至 24 个月内确认。

中南专注于高资产周转率的二三线城市，以扩大和获取市场份额，导致 2018 至 2020 年房地产开发业务板块毛利率为较低的 17-20%，低于行业平均水平。随着中南的合约销售逐步向一二线城市转移，我们预计在未来 12 至 18 个月内，中南的房地产开发业务板块毛利率将维持在约 20% 左右。

建筑业务板块利润率较低，尽管有潜在的协同效应：中南已建立的建筑业务板块被授予房屋建筑施工总承包的特级资质（唯一获得该资质的民营企业）。该公司的建筑业务拥有强大的技术专才，并在中国多个省份拥有良好的业绩记录。中南的建筑业务预期将有助于其房地产开发业务的扩张，尤其是江苏省以外的地区。考虑到建筑业务的承包性质，该业务存在相当大的营运资金需求。此外，建筑业务的毛利率较低，其毛利率在 2018-2020 年约为 8-12%。该板块占 2020 年中南总收入约 24%。我们预计该板块的营业收入在未来 12 至 18 个月内将呈现适度的增长。

适度但逐步改善的财务杠杆和更加谨慎的土地购置策略：截至 2020 年底，中南的总土地储备足以支撑其未来两至三年的合约销售。为了保持稳定的合约销售增长，我们预期中南将继续以审慎的方式补充其土地储备。在 2020 年，中南将其合约销售收入中的约 35% 用于土地收购，而在 2017-2018 年这一比例为 45%-65%。我们预计该公司在未来 12 至 18 个月内将继续把合约销售收入中的 30-35% 用于土地收购。

中南的总债务从 2019 年底的人民币 706 亿元增加至 2020 年底的人民币 799 亿元，而同期调整后的债务从人民币 814 亿元增加至人民币 907 亿元。考虑到总股本的扩大，中南以债务/资本化比率衡量的财务杠杆水平，从 2019 年底的 74.8% 下降至 2020 年底的 64.9%。此外，中南的净负债率，相较于 2019 年底的 168.4%，于 2020 年底下降至 97.3%。我们预期中南的总债务将维持适度的增长。总体而言，我们预计中南的财务杠杆在未来 12 至 18 个月内将进一步下降至约 59-63% 的水平。

更加多元化的融资渠道尽管对非标类融资的敞口：中南拥有多元化的融资渠道，尤其是在岸市场。截至 2020 年底，该公司对非标类融资的敞口，例如融资成本较高的信托贷款，占中南的总债务约 22%。这一比例相较于 2018 年底的 30% 和 2019 年底的 27% 有所下降。我们预期中南将继续改善这一风险，以管理其融资成本和债务到期状况。

截至 2020 年底，中南拥有的现金为 329 亿元（无限制的金额为 244 亿元），足够偿还其将于一年内到期的 234 亿元债务。截至 2020 年底，该公司还拥有约 1,310 亿元人民币的已批准但未使用的银行授信额度。我们预计中南将在未来 12 至 18 个月内维持其现

有的流动性状况。此外，中南还计划寻求 ABN 及 ABS 等其他融资方式，以多元化其融资渠道。

评级敏感性因素

若发生以下情况，我们将考虑下调中南的信用评级：（1）若中南激进地补充其土地储备，导致以债务/资本化衡量的财务杠杆水平持续上升至高于 70%或 EBITDA 利息覆盖比率持续下降至低于 1.5 倍，和/或经营业绩恶化，即其房地产开发业务市场地位或销售出现大幅下降或流动性发生弱化。

若发生以下情况，我们将考虑上调中南的信用评级：（1）其经营规模进一步扩大和维持在其核心市场的竞争性地位，和（2）以债务/资本衡量的财务杠杆水平持续低于 60%和 EBITDA 利息覆盖比率持续高于 3 倍。

关于联合国际

联合国际是一家国际信用评级公司，旨在为全球范围内的公司、银行、非银行金融机构、地方政府融资平台和其他资产提供信用评级服务。与此同时，联合国际也从事信用风险研究和提供其他与信用评级相关的服务。

评级方法

本次对中南评级所采用的主要评级方法为联合国际于 2018 年 7 月 16 日发表的 *General Corporate Rating Criteria*。关于该评级方法，请浏览 www.lhratingsglobal.com。

注：1、上述发行人评级均为在受评对象或相关第三方要求下的委托评级。

2、本新闻稿为中文译本，如与英文新闻稿有任何出入，均以联合国际于 2021 年 6 月 18 日发布的英文版内容为准。（*Correction: Lianhe Global publishes the 'BB' global scale Long-term Issuer Credit Rating of Jiangsu Zhongnan Construction Group Co., Ltd.; Outlook is Stable*）

联系人

首席分析师

游志文

董事

(852) 3462 9586

ben.yau@lhratingsglobal.com

评级委员会主席

孔令彦

高级董事

(852) 3462 9577

alex.kung@lhratingsglobal.com

业务拓展联系人

池欣庭

董事总经理

(852) 3462 9569

joyce.chi@lhratingsglobal.com

免责声明

联合评级国际有限公司（“联合国际”或“本公司”或“我们”）发布的信用评级和研究报告受特定条款和条件的约束。请在公司网站上阅读这些条款和条件：
www.lhratingsglobal.com

信用评级是一种对于实体或债务可信程度的决策参考，不是购买，出售或持有任何证券的建议。信用评级不涉及任何证券的市场价格，可销售性和/或适用性，也不涉及其税务影响或结果。联合国际保有于任何时间或理由对信用评级自行决定升级、降级或撤回的权利。

所有信用评级都是由经过认证的分析师通过严格的评级流程共同努力的产物。所有信用评级均不是由个人负责，而是来自于评审委员会归属程序。报告中提到的个人仅作为联系人的目的。

联合国际基于我们有充分理由认为属实的第三方信息开展信用评级服务。联合国际根据审计的财务报表，访谈，管理层讨论和分析，相关的第三方报告以及公开可用的数据等进行分析。联合国际不进行任何审核，调查，核实或尽职调查。联合国际无法保证信息的准确性，正确性，及时性和/或完整性。信用评级可能包含联合国际的对未来事件预测的前瞻性意见，根据定义，这些事件可能会发生变化，不能被视为事实。

在任何情况下，联合国际及其董事、股东、员工、高级职员和/或代表或联合国际有限公司的任何成员均不对任何一方承担任何因使用公司发布的相关信息而产生的损害、损失、责任、成本或费用。

联合国际从发行人、承销商、债务人或投资者处获得提供信用评级服务的报酬。除提供联合国际要求的信息外，上述个体及其关联个体均不需参与信用评级流程。

在发布评级之前，任何评级报告中包含的信用评级都会被征求并向被评级个体（及其代理商）披露。任何人不得于任何司法管辖区内，在违反当地法律及法规的情况下分发或使用联合国际出版的信用评级和研究报告。任何根据通过信用评级获得的信息以及研究报告的用户须咨询相关机构或专业人员，以遵守适用的当地法律及法规。

所有已发布的信用评级以及研究报告皆属于联合国际的智能财产。未经我方书面许可，不得以任何方法复制、公开散发或改动。

联合国际是联合信用管理有限公司的子公司。联合国际评审委员会拥有对公司独立信用评级和研究中使用的任何方法或流程的最终解释权。

版权所有©联合评级国际有限公司 2021。