

南京栖霞建设股份有限公司

2018 年度第二期短期融资券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100023】

评级对象: 南京栖霞建设股份有限公司 2018 年度第二期短期融资券

18 栖霞建设 CP002

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/A-1/2019 年 4 月 10 日

首次评级: AA/稳定/A-1/2018 年 9 月 18 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	19.39	7.13	7.74	10.89
短期刚性债务	11.67	19.22	24.95	20.51
所有者权益	40.80	40.82	39.64	37.10
现金类资产/短期刚性债务[倍]	1.66	0.43	0.35	0.56
合并口径数据及指标:				
流动资产	108.67	114.48	127.48	132.90
货币资金	22.77	11.52	13.07	15.45
流动负债	59.08	52.51	57.56	60.41
短期刚性债务	18.68	22.99	34.07	27.58
所有者权益	41.16	39.71	38.48	36.55
营业收入	57.37	28.96	17.02	12.90
净利润	1.76	1.80	0.57	1.12
经营性现金净流入量	15.40	-23.25	-13.67	9.96
EBITDA	3.93	4.14	2.08	—
资产负债率[%]	69.44	71.67	74.92	77.22
流动比率[%]	183.94	218.01	221.47	219.99
现金比率[%]	39.04	25.85	25.97	27.44
利息保障倍数[倍]	0.91	0.92	0.45	—
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	22.35	-41.67	-24.84	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	15.52	-46.68	-24.89	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.97	1.01	0.46	—
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.20	0.20	0.07	—

注:根据栖霞建设经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

黄蔚飞 hwf@shxsj.com
韩浩 hh@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对南京栖霞建设股份有限公司(简称“栖霞建设”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 18 栖霞建设 CP002 的跟踪评级反映了 2018 年前三季度栖霞建设在区域市场地位、土地成本及股东支持力度等方面所保持的优势,同时也反映了公司在偿债压力加大、房地产业务区域集中度较高及营业收入持续下滑等方面继续面临的压力。

主要优势:

- **区域内市场地位稳定。**栖霞建设具有丰富的房地产项目开发经验,在南京市场具有一定的市场地位和品牌知名度。
- **土地成本优势。**栖霞建设的部分商品房土地成本相对较低,具有一定的成本优势。
- **股东支持力度较大。**栖霞建设作为栖霞建设集团核心子公司,可在日常业务、融资担保等方面得到股东支持。

主要风险:

- **市场波动风险。**房地产行业周期性较强,对国家政策和资金面松紧较为敏感,栖霞建设面临较大的市场波动风险。
- **偿债压力加大。**跟踪期内,栖霞建设项目开发及对外投资规模大,刚性债务规模持续扩大,已积累很大偿债压力。
- **对单个房地产项目开发节奏依赖程度较高。**栖霞建设在手房地产项目数量有限,其经营业绩易受项目开发周期影响而出现大幅波动。跟踪期内,公司结转收入继续下滑。
- **房地产业务区域集中度较高。**栖霞建设房地产业务集中在南京、苏州和无锡地区,易受江苏区域经济变化影响。公司部分项目的销售情况

一般，面临较大的去化压力。

- 小贷业务运营风险。2018 年，栖霞建设的小贷业务规模明显扩大，历史不良贷款虽已处置，但由于相关业务风险较高，公司仍面临一定的风控压力。
- 控股股东股权质押比例较高。截至 2019 年 2 月 13 日，栖霞建设集团持有栖霞建设 3.61 亿股，其中质押 2.65 亿股，占栖霞建设集团持有的公司股票总数的 73.44%。如公司股价出现大幅下跌，控股股东存在一定补质押或平仓风险，从而间接对公司的再融资产生负面影响。
- 投资风险。截至 2019 年 4 月 2 日，栖霞建设持有棕榈股份 1.77 亿股和河北银行 2.225 亿股，受持有标的经营业绩影响，公司存在一定的投资损失风险。

➤ 未来展望

通过对栖霞建设及其发行的上述短期融资券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述短券还本付息安全性极高，维持上述短券 A-1 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



南京栖霞建设股份有限公司

2018 年度第二期短期融资券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照南京栖霞建设股份有限公司 2018 年度第二期短期融资券（简称“18 栖霞建设 CP002”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据栖霞建设提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年前三季度财务报表及相关经营数据，对栖霞建设的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司最新于 2017 年 5 月在中国银行间债券市场交易商协会成功注册了 15 亿元短期融资券发行额度（中市协[2017]CP108 号），有效期自核准之日起两年。截至 2018 年末，公司存续债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 截至 2018 年末公司存续债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
15 宁栖建 MTN001	10.00	5 年	6.20	2015-07-15	未到期，付息正常
16 宁栖建 MTN001	4.80	5 年	4.80	2016-02-25	未到期，付息正常
18 栖建 01	13.40	3+2 年	6.36	2018-04-02	未到期，付息正常
18 栖霞建设 CP001	5.00	1 年	6.25	2018-04-26	未到期，付息正常
18 栖霞建设 CP002	10.00	1 年	6.80	2018-10-16	未到期，付息正常
合计	43.20	-	-	-	-

资料来源：栖霞建设

18 栖霞建设 CP002 发行金额 10.00 亿元，拟全部用于归还公司存量有息借款。截至 2018 年末，相应资金已全部按募集用途使用。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况

下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度

提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

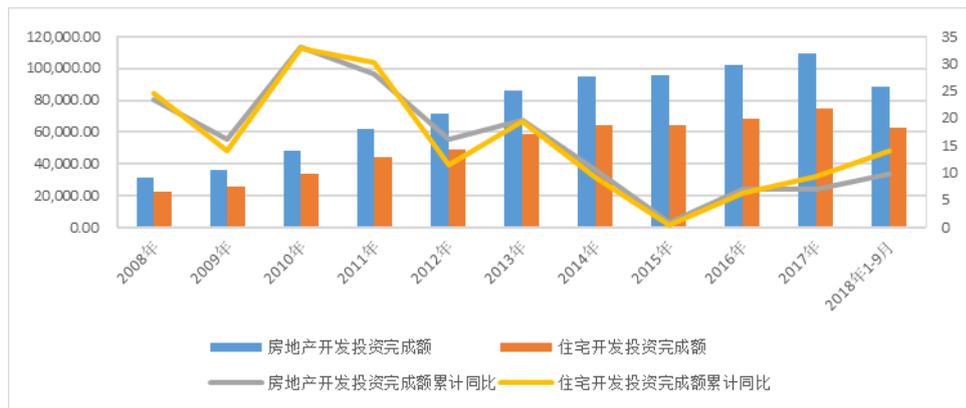
(2) 行业因素

2018年以来，住宅销售量价仍保持正增长，但增速回落。预计短期内受益于供应量的增加，房地产销售面积有所回升，但随着需求结构调整、棚改货币化补偿比例下降，整体市场将进一步放缓。在此背景下，房地产行业已销售未结算收入同比大幅下滑，短期内业绩增长动力不足，自由现金流缺口扩大。此外，融资政策收紧，企业债务期限结构趋向短期，高杠杆激进发展的中小型房企信用风险值得关注。

A. 行业概况

房地产业是我国经济的主要支柱，2008-2017年，我国房地产开发投资完成额从3.12万亿元升至10.98万亿元。其中住宅开发投资完成额从2.24万亿元升至7.51万亿元。住宅投资仍为房地产开发投资主力。2018年前三季度我国房地产开发投资完成额为8.87万亿元，较上年同期增长9.90%，虽然增速较1-8月有所回落，但比上年同期增速提升1.8个百分点，仍保持在较高水平。其中住宅开发投资完成额为6.28万亿元，较上年同期增长14.00%。

图表 2. 2008-2018 年前三季度房地产投资情况（单位：亿元，%）



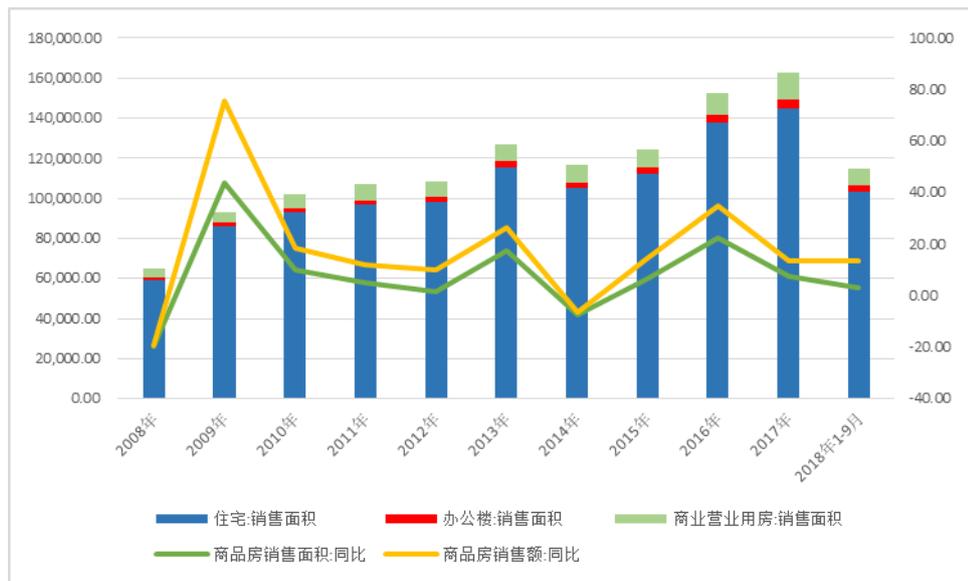
资料来源：Wind 及国家统计局

2008 年以来的十年间，国内房地产投资增速一直保持正增长，但期间受到经济周期及政策调整的影响，增速经历了一定的波动。大致可以分为三个部分：

- （1）2008-2009 年，受到次贷危机的冲击和四万亿投资的推出，我国房地产投资先降后升，走出 V 型走势；
- （2）2010-2015 年在上调首套房和二套房的首付比例等收紧政策下，房地产投资增速整体震荡下行至 2015 年度接近于零增长；
- （3）2016 年至 2018 年 9 月末，在棚改货币化政策下，房地产开启去库存，房地产投资增速从低位上行。

2018 年前三季度我国商品房销售面积为 11.93 亿平方米，同比增长 2.9%，较上年同期涨幅收窄 7.4 个百分点；其中住宅销售面积为 10.35 亿平方米，同比增长 3.3%，较上年同期收窄 4.3 个百分点。分城市来看，一二线城市受供应量增加影响，住宅销售面积跌幅收窄，三线城市受棚改货币化补偿比例下降影响，涨幅有所回落。根据国家统计局数据显示，2018 年前三季度，40 个大中城市一线城市商品房住宅销售面积同比下滑 8.14%，较上年同期跌幅收窄 20.72 个百分点；二线城市商品房住宅销售面积同比由-4.41%升至-0.04%；三线城市商品房住宅销售面积增速由上年的 9.32%回落至 5.63%。预计短期内，受益于供应量的增加，房地产销售面积将有所回升，但随着需求的不断释放，整体市场将保持放缓态势。价格方面，受到限价的影响，新建住宅销售价格涨幅收窄，带动二手住宅销售价格调整。根据国家统计局数据显示，2018 年前三季度，一线城市新建商品住宅平均销售价格上涨 13.2%，与上年同期持平，二手住宅平均销售价格同比上涨 0.6%，涨幅比上年同期回落 14.4 个百分点。二三线城市新建商品住宅平均销售价格同比分别上涨 6.4%和 7.0%，涨幅比上年同期分别回落 4.1 和 1.1 个百分点。二三线城市二手住宅平均销售价格同比分别上涨 5.1%和 5.2%，涨幅比上年同期分别回落 3.8 和 0.2 个百分点。总的来看，2018 年以来，住宅销售量价增速回落，但仍保持正增长。2018 年前三季度商品房销售额 10.41 万亿元，同比增长 13.30%，增速同比下滑 1.3 个百分点；其中住宅销售金额 8.84 万亿元，同比增长 15.60%，增速同比下降 4.2 个百分点。

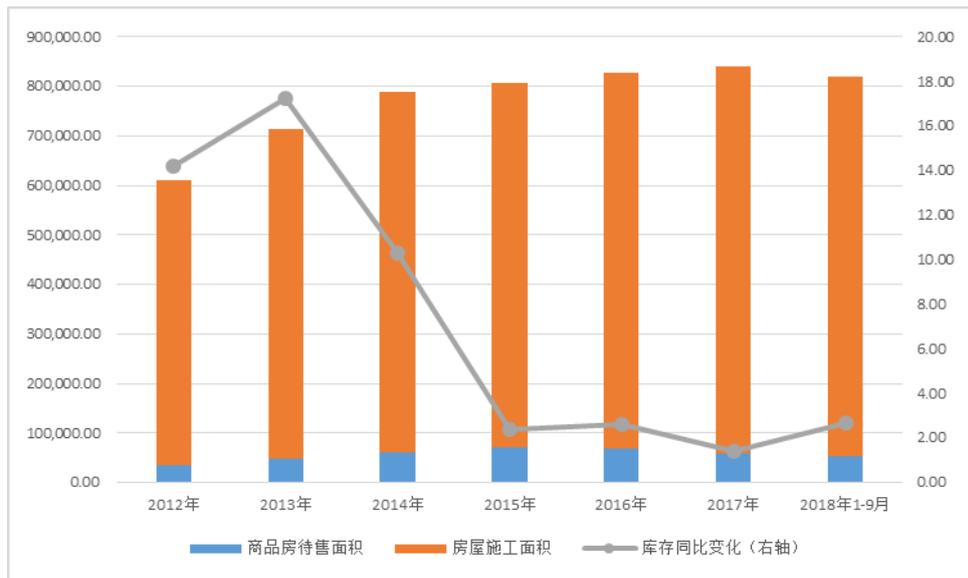
图表 3. 2008-2018 年前三季度主要类型商品房销售情况（单位：万平方米，%）



资料来源：Wind

2008 年次贷危机后，在国家四万亿的推动下以及可供交易房屋品种的多元化，我国房地产开发投资加速，带动了新开工面积的逐年增加，但在“新国八条”、房地产税改革等政策收紧下，商品房销售增速不及新开工，库存持续上升。自 2014 年 7 月起，各地方政府相继取消或放松限购等调控政策，转而出台救市政策，包括调整公积金贷款、减免税收、调整首付比例、放松户籍政策、提供住房补贴等。而央行数次下调贷款基准利率，亦对楼市整体形成了有效支撑。同时，国家通过棚改货币化助推去库存。2015-2017 年，销售面积超过新开工面积，库存增速降至 1%-2%。2018 年我国房地产受到非标融资规模下降的影响，开发商加快开工以期实现销售回款，然而棚改货币化的退潮导致住宅销售增速放缓。在此情况下，新开工面积时隔三年再次超过销售面积，库存企稳回升。截至 2018 年 9 月末，我国房地产市场库存为 82.04 亿平方米，较上年同期增长 2.65%；其中待售面积为 5.32 亿平方米，较上年末减少 13.00%，新开工提速带动房屋施工面积由上年同期的 73.81 亿平方米增至 76.72 亿平方米，同比增长 3.95%。

图表 4. 近年我国房地产库存变化情况（单位：万平方米，%）



资料来源：Wind

2018 年前三季度，我国继续加大了住宅用地供应量。根据 CREIS 中指数数据显示，2018 年前三季度，全国 300 个城市共推出各类用地 16.74 亿平方米，同比增长 30.58%，其中住宅用地推出 7.98 亿平方米，同比增长 32.78%。分城市来看，在棚改货币化政策推动下，二三四线城市住宅推地均较上年实现 25% 以上的增长。其中二线城市住宅推地 3.00 亿平方米，同比增长 27.37%；三四线城市住宅推地 4.81 亿平方米，同比增长 38.47%。在地方政府融资收紧背景下，土地出让金成为地方政府主要的财政来源。而一线城市由于在 2017 年提前加大了住宅用地供应，2018 年前三季度住宅推地同比减少 6.01%，为 1,679.30 万平方米。

土地需求方面，房企受到限售限价、融资收紧等影响，拿地更为谨慎，土地成交均价及溢价率均出现下滑。根据 CREIS 中指数数据显示，2018 年前三季度，全国 300 个城市各类用地成交楼面均价 2,206.78 元/平方米，同比下跌 8.31%，平均溢价率为 16.01%，较上年同期减少 17.52 个百分点；其中住宅用地成交楼面均价 3,856.74 元/平方米，同比下跌 6.85%，溢价率为 18.11%，较上年同期下降 21.35 个百分点。另外，2018 年以来土地流拍增多，土地市场呈现降温态势。据 CREIS 中指数统计，2018 年前三季度，全国 300 城各类用地共流拍 1,150 宗，其中住宅用地流拍 477 宗，总规划建筑面积 5,977.22 万平方米，约是 2017 年全年住宅用地流拍总规划建筑面积的 1.87 倍。

图表 5. 2017 年及 2018 年前三季度我国 300 个城市土地供应情况

项目	2018 年前三季度		2017 年前三季度	
	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积(亿平方米)	16.74	30.58	12.82	7.55
其中：住宅用地推出面积(亿平方米)	7.98	32.78	6.01	14.48
各类用地成交面积(亿平方米)	13.75	24.43	11.05	9.41

项 目	2018 年前三季度		2017 年前三季度	
	数值	同比变化	数值	同比变化
其中：住宅用地成交面积（亿平方米）	6.46	22.58	5.27	16.85
各类用地成交出让金（万亿元）	3.03	13.91	2.66	37.11
其中：住宅用地出让金（万亿元）	2.49	13.70	2.19	45.03
各类用地成交楼面均价（元/平方米）	2,206.78	-8.31	2406.75	26.34
住宅用地成交楼面均价（元/平方米）	3,856.74	-6.85	4140.18	24.96
各类用地成交溢价率（%）	16.01	-52.25	33.53	-30.22
住宅用地成交溢价率（%）	18.11	-54.11	39.46	-36.47

资料来源：CREIS 中指数据

B. 政策环境

2018 年以来，在“房子是用来住的，不是用来炒的”的基调下，我国房地产继续实行因城因地制宜、精准施策等差别化调控。一方面增加住房和用地有效供给，支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。对此，国家鼓励保险资金进入长租市场、优先支持提取公积金用于支付房租、允许租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户等。另一方面，抑制购房投机行为，严禁利用消费贷、信用卡透支、违规提取公积金等方式购房。

2018 年以来国内货币政策逐步趋松，流动性由“合理稳定”转变为“合理充裕”，但房地产融资政策仍维持收紧。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。受此影响，房地产企业融资成本高企，中小企业逐步退出土地竞拍市场，购地加杠杆行为得到有效控制。

2018 年前三季度，各地房地产调控差异化明显，政策执行更精准。一方面，对于库存较低的城市，为防止房价上涨，采取取消货币化安置、推出商品房限售、收紧公积金贷款等方式，引导房地产市场健康发展。另一方面，对于房地产库存仍在高位运行的城市，通过引进人才落户补贴政策、继续推进棚改货币化安置、“四限”政策有所放松等，以满足居民的购房及改善住房的需求。以兰州为例，作为唯一提出限购政策的城市，兰州取消了相对偏远的三个城区限购，同时对核心城区取消了社保证明的要求，但规定购房三年内不能销售，进一步强调了限售政策的执行。将放松限购与强化限售组合，充分体现了差异化的调控政策，以实现去库存与打击炒房双驱动。

图表 6. 2018 年以来各地对房地产行业调控政策梳理

政策	城市
限价	芜湖、长春、海南、阜南、聊城、昆明、宁德
限购	海南、大连、太原、昆明、普洱、宁德、深圳、成都、九江、上海
限售	兰州、长春、海南、阜南、大连、昆明、徐州、宜昌、丹东、宁波、三明、长沙、西安、景洪、深圳、普洱、宁夏、上海、重庆、沈阳、哈尔滨、长春、青岛
限贷	海南、太原、银川、威海、贵阳、丹东、恩施、保山、雅安、包头、长沙、清远、湘潭、宁夏、普洱、内蒙古、西宁、深圳、北京、台州、济宁
摇号购房	长沙、杭州、西安、成都、杭州
取消购房补贴	濮阳、句容
人才补贴	佛山、南京、大兴、石家庄、西安、四川、衡阳、郑州、扬州、温州、舟山、昆山、

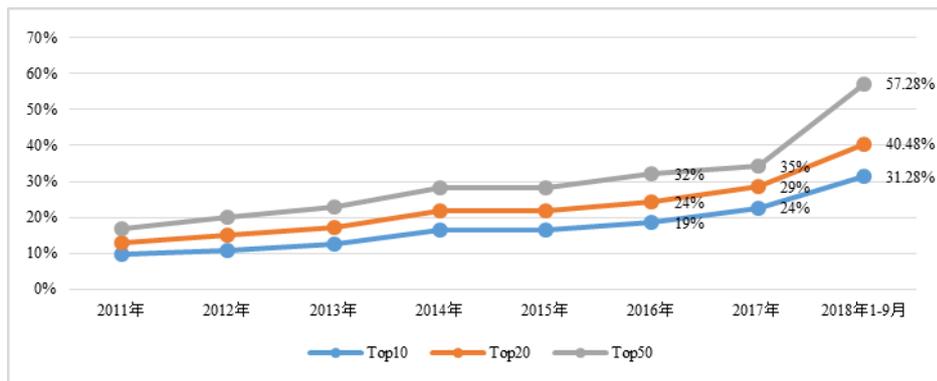
政策	城市
	广州、海南、青岛、西安、阜新、鞍山、永州、湘西、沈阳、合肥、江苏、厦门、金华、东莞、巢湖、柳州
人才落户	南京、广州、青岛、中山、西安、成都、北京、上海、山东、石家庄、牡丹江、沈阳、天津、潍坊、长治、上虞、鄂州、新余、宜春、福州、海南、浙江、达州、太原、九江、厦门、杭州
放松限购	兰州

资料来源：新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

经过一系列政策调控，房地产市场向头部企业集中的趋势愈加明显。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在本轮调控中的防御能力较为突出。土地及项目储备有序推进，市场份额不断攀升；而通过高杠杆激进发展的中小房企，在融资收紧的背景下资金周转存在压力，面临股权并购或项目被收购的局面。从销售规模来看，房地产开发行业集中度逐渐提升。采用规模房企商品房销售额占全国商品房销售总额的比值来衡量行业集中度，2011-2017年及2018年1-9月，Top10/Top20/Top50该比值逐年提高，由9.59%/13.03%/16.76%提升至31.28%/40.48%/57.28%。预计未来行业集中度将进一步提升。

图表 7. 规模房企市场占有率



资料来源：CREIS 中指数据、新世纪评级整理

D. 风险关注

购房需求结构调整，行业销售增速放缓，自由现金流缺口增大。2018年以来，我国房地产调控政策密集出台，调控政策实行因城因地制宜、精准施策的差异化措施。一方面通过限购、限价、限售、限贷等手段，抑制房地产投资投机需求入市，另一方面，棚改货币化、共有产权房等推出，解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题，改善了人们的住房质量。目前房地产去库存已经取得了实质性成效。对于库存不足的城市，棚改货币化安置政策在逐步退出。未来随着共有产权房、长租公寓等长效机制的建立和实施，购房需求逐步向租房转化。受此影响，房地产行业销售增速已从高位回落。此外，越来越多的房企由单一“房地产开发”向“房地产开发+自持投资物业”转型，进而使得房地产开发企业投资性现金支出逐年增加，自由现金流缺口不断扩大。

融资政策收紧，中小型房企或将面临较高的信用风险。2018年在货币供应合理充裕的背景下，房地产行业融资渠道仍受限。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。当年4月发改委和财政部联合下发的《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》规定房企境外发债资金投向主要用于偿还到期债务，限制投资境内外房地产项目。同期《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式发布，房企在信托、私募资管计划等非标融资方面受限。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据Wind数据统计，2019年为房企公司债券集中兑付高峰期，回售及到期兑付规模为5,522亿元，融资环境的变化给房地产开发企业带来一定的资金周转压力，经营过于激进、中短期债务规模过大的中小型房企或将面临较高的信用风险。

(3) 区域市场因素

随着调控政策持续推进，2018年，南京市商品房销售面积继续下滑，但销售金额较上年大幅增长。从土地市场看，南京市土地成交均价和溢价率明显降低，开发商拿地趋于理性。

2018年，南京市实现地区生产总值12,820.4亿元，按可比价格计算较上年增长8.0%。三次产业结构由上年的2.2: 38.0: 59.7调整为2018年的2.1: 36.8: 61.0，第三产业占比进一步提高。其中第一产业增加值237.42亿元，较上年增长0.6%，第二产业增加值4,721.61亿元，较上年增长6.5%，第三产业增加值7,825.37亿元，较上年增长9.1%。2018年全市常住人口843.62万人，较上年增加10.12万人，全年居民人均可支配收入5.29万元，较上年增长9.1%。

在固定资产投资方面，2018年南京市固定资产投资4,718.05亿元，较上年增长9.4%。分产业看，第一产业投资下降22.6%；第二产业投资增长10.6%，其中工业投资增长8.9%；第三产业投资增长9.5%，其中房地产开发投资2,354.17亿元，较上年同比增长8.5%。总体看，2018年南京市固定资产投资增势平稳。

受益于居民收入提高和常住人口增长等因素，南京市房地产市场较快发展。随着楼市景气度的不断走高，南京市房地产政策开始收紧。2016年10月起，南京市政府施行多轮“限购、限贷、限价、限售”以及市场整顿等调控措施。2017年3月，南京市政府出台《市政府办公厅关于进一步调整我市住房限购政策的通知》，进一步明确六合区、溧水区和高淳区暂停向已拥有1套及以上住房的非本市户籍居民出售新建商品房和二手住房，主城区（不含六合区、溧水区和高淳区）暂停向已拥有2套及以上住房的本市居民出售新建商品房和二手住房。同年5月，南京市政府又出台了《南京市人民政府办公厅关于进一步加强房地产市场调控的通知》，就加快土地供应节奏和土地购后监管做了更加严格的规定。在高压政策调控之下，南京房地产市场迅速进入调整周期，土地拍卖量价齐跌，商品房成交量大幅下滑，但房价仍维持增长趋势。

2018年南京市商品房施工面积 8,656.96 万平方米，同比增长 6.05%；商品房新开工面积 1,942.31 万平方米，同比下降 4.15%，投资端有所降温。同期，南京市新建商品房成交面积为 1,220.73 万平方米，同比减少 14.60%；商品房成交额 2,731.98 亿元，较上年 22.09%。销售端，商品房销售面积继续下滑，但销售金额较上年大幅增长。

图表 8. 南京市房地产开发与销售情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
房地产投资完成额（亿元）	1,845.60	2,170.21	2,354.17
房地产投资完成额同比增长（%）	29.20	17.60	8.50
房屋施工面积（万平方米）	7,691.41	8,163.04	8,656.96
房屋新开工面积（万平方米）	2,281.02	2,026.37	1,942.31
商品房销售面积（万平方米）	1,558.18	1,429.61	1,220.73
商品房销售面积同比增长（%）	1.00	-8.30	-14.60
商品房销售额（亿元）	2,766.35	2,237.74	2,731.98

资料来源：南京市统计局，新世纪整理

土地市场方面，自 2016 年以来，南京土地出让采取了多种控制措施，如土地拍卖改成网络竞拍、限制最高限价、突破最高限价需要竞拍保障房、楼市限价、增加租赁用地的供应等。在上述政策严控下，2018 年南京土地市场较为平稳，地块溢价率明显降低，开发商在拿地方面更加趋于理性。根据 CREIS 中指数据，2018 年南京市成交土地 304 块，成交建设用地面积 1,293.80 万平方米，较上年下降 8.66%；成交楼面均价 3,492.97 元/平方米，较上年下降 43.19%，土地出让金 956.94 亿元，较上年下降 45.03%，平均溢价率 5.68%，较上年的 36.42% 明显下滑。

2018 年，无锡市房地产量价齐涨，但土地成交溢价率明显下降，土地市场逐渐回归理性。

2018 年，无锡市实现地区生产总值 11,438.62 亿元，按可比价格计算较上年增长 7.4%。三次产业结构由上年的 1.3: 47.2: 51.5 调整为 2018 年的 1.1: 47.8: 51.1，第二产业占比进一步提高。其中第一产业增加值 125.07 亿元，较上年增长 0.3%，第二产业增加值 5,464.01 亿元，较上年增长 8.0%，第三产业增加值 5,849.54 亿元，较上年增长 7.1%。2018 年全市常住人口 657.45 万人，较上年增加 2.15 万人，全年居民人均可支配收入 5.04 万元，较上年增长 8.6%。

在固定资产投资方面，2018 年无锡市固定资产投资较上年增长 5.8%，上年为 4,967.51 亿元。分产业看，第一产业投资较上年下降 27.7%；第二产业投资增长 10.7%；第三产业投资增长 1.8%，其中房地产开发投资完成额 1,311.53 亿元，较上年同比增长 9.4%。总体看，2018 年无锡市固定资产投资增势平稳。

受益于居民收入提高和常住人口增长等因素，无锡市房地产市场较快发展。随着楼市景气度的不断走高，无锡市房地产政策开始收紧。2016 年 10 月

起，无锡市政府施行多轮“限购、限贷、限价、限售”以及市场整顿等调控措施。2017年9月，无锡市政府出台了《市政府办公室关于加强房地产市场调控的补充意见》，规定梁溪区、滨湖区（不含马山）、新吴区（不含鸿山）、惠山新城和锡东新城范围内暂停向已拥有2套及以上住房的本市居民出售新建商品房，暂停向已拥有1套及以上住房的非本市民进出售新建商品住房和二手住房。在高压政策调控之下，2017年无锡市房地产市场迅速进入深度调整，商品房成交量大幅下滑，但房价仍维持增长趋势。2018年，无锡市房地产市场量价齐升，回暖明显。

2018年无锡市商品房施工面积5,981.74万平方米，同比增长4.50%；商品房新开工面积1,503.02万平方米，同比增长35.90%，投资端较上年明显回暖。同期，无锡市新建商品房成交面积为1,367.85万平方米，同比增长17.10%；商品房成交额1,575.70亿元，较上年26.30%。总体看，无锡市商品房投资端与销售端较上年均明显回暖。

图表 9. 无锡市房地产开发与销售情况

项目	2016年	2017年	2018年
房地产投资完成额（亿元）	1,033.62	1,201.89	1311.53
房地产投资完成额同比增长（%）	4.20	16.30	9.40
房屋施工面积（万平方米）	5986.76	5736.51	5981.74
房屋新开工面积（万平方米）	978.18	1111.53	1503.02
商品房销售面积（万平方米）	1272.72	1168.02	1367.85
商品房销售面积同比增长（%）	29.20	-8.20	17.10
商品房销售额（亿元）	1106.02	1247.26	1575.70
商品房销售额同比增长（%）	42.60	12.80	26.30

资料来源：无锡市统计局，新世纪整理

土地市场方面，2017年下半年以来，受调控及信贷收缩等多重因素影响，无锡市土地成交溢价率明显下降，土地市场逐渐回归理性。根据CREIS中指数据，2018年无锡市成交土地376块，成交建设用地面积1,330.48万平方米，较上年下降6.81%；成交楼面均价2,935.76元/平方米，较上年下降6.37%，土地出让金576.35亿元，较上年增长9.36%，平均溢价率9.41%，较上年的25.75%明显下滑。

图表 10. 2017年以来南京及无锡房地产主要调控政策

城市	限购		限贷（最低首付）		限售/土地	监管
	本市户籍	非本市户籍社保/个税缴纳期限	首套	二套		
南京（市区）	2套	3年内连续2年社保或个税证明，全域限购1套	首次购房30%；无房有贷50%	无贷或已结清50%；贷款未结清80%	购房人（含居民家庭、企事业单位、社会组织）新购住房在取得不动产权证后，3年内不得转让。通过赠与方式转让住房的，自签署《赠与合同》并	房地产开发企业须按照调控政策合理申报新建商品住房销售价格。客户积累大于可供房源的商品住房项目，房地产开发企业及其委托的代

城市	限购		限贷（最低首付）		限售/土地	监管
	本市户籍	非本市户籍社保/个税缴纳期限	首套	二套		
					办理转让确认手续之日起，赠与人满 3 年后方可再次购买住房	理销售机构应采用由公证机构主持的公开摇号方式公开销售商品住房。
无锡	2 套	社保或个税满 2 年限购 1 套	30%	已拥有 1 套住房家庭，再次申请商业贷款首付比例不低于 40%，贷款利率为基准利率 1.1 倍	购房人（含居民家庭、企事业单位、社会组织）新购住房在取得不动产权证后，2 年（法人单位 3 年）内不得转让。继承与直系亲属间赠与、房产并归等不受该项规定限制	商品住房销售前应向价格主管部门申报备案价格，实际销售价格不得高于申报价格，且价格备案后一年内不得调高。

资料来源：新世纪评级整理

2. 业务运营

该公司目前开发项目集中于南京和无锡，以商品房和保障房为主，由于开发项目数量不多，导致营业收入受项目结转周期影响出现较大波动。跟踪期内，项目结转收入同比减少，但受益于销售均价提升，盈利水平明显改善。同时，商品房开工面积、合同销售面积和销售金额均较上年同期显著增加。此外，由于逾期贷款诉讼了结，公司小贷业务不良率显著下滑，公司相应增加主业产业链上下游客户贷款余额，小贷业务风险或有所加大。

该公司主要从事房地产开发经营、租赁及物业管理，其中房地产开发主要为住宅开发和保障房建设。此外，公司还有少量小贷业务以及投资业务，整体收入规模较小。

图表 11. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
房地产开发及销售	南京、无锡、苏州	规模/项目储备/成本
保障房	南京	项目储备/管理

资料来源：栖霞建设

房地产开发业务是该公司营业收入和利润的最主要来源。公司在手房地产项目数量有限，其经营业绩易受项目开发周期影响而出现大幅波动。2015-2017 年，公司房地产开发收入分别为 56.08 亿元、27.60 亿元和 15.60 亿元，下降趋势明显。2018 年前三季度，房地产开发业务收入 11.70 亿元，较上年同期下降 10.34%。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 12. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
营业收入合计	57.37	28.96	17.07	12.97	14.01
其中：房地产开发（亿元）	56.08	27.60	15.60	11.70	13.05
在营业收入中所占比重（%）	97.73	95.30	91.71	90.21	93.15
其中：（1）商品房	38.33	21.98	10.20	9.48	7.47
在房地产业务收入中所占比重（%）	68.35	79.64	65.38	81.03	57.24
（2）保障房	17.74	5.62	5.40	2.22	5.58
在房地产业务收入中所占比重（%）	31.63	20.36	34.62	18.97	42.76
毛利率（%）	15.62	20.48	16.68	37.72	12.19
其中：房地产开发（%）	15.54	20.96	17.79	41.20	12.70
-商品房（%）	19.49	24.89	23.62	44.94	17.24
-保障房（%）	7.00	5.60	6.81	25.16	6.66

资料来源：栖霞建设

A. 房地产开发

该公司为南京地区较早成立的房地产开发企业之一，在房地产开发领域有 30 多年的运营经验，在江苏市场建立了较强的市场地位和品牌效应。公司项目主要分布于南京、无锡和苏州三个城市，近年来，随着苏州房地产项目的陆续竣工，公司转而加大无锡项目的开发，2018 年前三季度公司南京和无锡收入占比分别为 53.90% 和 45.98%。公司后续房地产开发收入受南京和无锡房地产市场环境的变动影响较大。

图表 13. 公司房地产¹收入分布情况（单位：亿元、%）

区域分布	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年前三季度		2017 年前三季度	
	收入	占比								
南京	48.01	85.61	19.85	71.92	6.44	41.30	6.31	53.90	6.44	41.30
无锡	5.55	9.89	7.41	26.84	9.06	58.11	5.38	45.98	9.06	58.11
苏州	2.52	4.50	0.34	1.24	0.092	0.59	0.01	0.12	0.09	0.59
合计	56.08	100.00	27.60	100.00	15.60	100.00	11.69	100.00	15.59	100.00

资料来源：栖霞建设

(A) 商品房

项目开发经营

该公司经营区域集中于南京、无锡等地，经营规模不大，商品房项目以中小户型、中低价位的普通住宅为主。受开发周期影响，公司竣工面积周期性明显，2015-2017 年公司商品房竣工面积呈显著下降趋势。2017 年竣工项目主要为无锡栖霞一期，此外无锡东方天郡项目三期南区完成主体封顶。受建设周期影响，近年来公司销售面积与金额呈下降趋势。2017 年，公司实现商品房合

¹ 包含商品房和保障房。

同销售面积 5.13 万平方米，同比下降 49.71%，当年商品房合同销售金额 12.78 亿元，同比下降 52.77%，当年收到销售回笼资金 8.78 亿元；随着南京星叶枫庭（G46 地块）项目和无锡东方天郡三期北区等项目的陆续开工，当年新开工面积 25.57 万平方米，同比增长 90.11%。2018 年前三季度，公司商品房销售指标同比有所好转，其中商品房合同销售面积 13.97 万平方米，较上年同期增长 211.83%；合同销售金额 26.86 亿元，较上年同期增长 288.15%；资金回笼 25.89 亿元，较上年同期增长 192.00%。同期，公司新开工面积 25.07 万平方米，较上年同期增长 225.16%，新开工项目主要为南京 2016G10 地块和无锡栖霞项目。

图表 14. 公司商品房项目施工与结转销售情况（单位：万平方米、亿元，万元/平方米）

	新开工面积	竣工面积	合同销售面积	合同销售金额	销售结算面积	销售结转收入	结转销售均价
2015 年	13.80	65.06	17.72	27.06	27.69	38.33	1.38
2016 年	13.45	26.07	10.20	27.06	14.94	21.98	1.47
2017 年	25.57	8.63	5.13	12.78	8.26	10.20	1.23
2018 年前三季度	25.07	0.00	13.97	26.86	4.63	9.48	2.05
2017 年前三季度	7.71	8.63	4.48	6.92	5.46	7.47	1.37

资料来源：栖霞建设

从结转项目来看，2017 年该公司商品房销售项目共结转面积 8.26 万平方米，结转项目主要为无锡栖霞、无锡东方天郡、无锡栖霞园、南京瑜憬湾以及苏州栖霞项目的车位。公司当年度房地产开发收入主要来自于无锡地区，其中无锡栖霞和无锡东方天郡项目毛利率随推盘期销售价格的提升同步上升。而无锡栖霞项目由于开盘时售价较低，项目初期毛利率偏低。南京方面，当年南京瑜憬湾项目结转较少，但毛利率较高。2018 年前三季度，无锡栖霞项目结转物业毛利率较 2017 年提高了 31.22 个百分点，加之销售毛利较高的南京瑜憬湾集中结转，带动公司同期商品房毛利率较上年明显提高。

图表 15. 公司主要住宅项目销售结转情况（单位：亿元，%）

项目名称	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年前三季度		2017 年前三季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
枫情水岸（苏州）	0.31	-	-	-	-	-	-	-	-	-
瑜憬湾（无锡）	-	-	-	-	0.13	79.54	0.51	70.59	-	-
瑜憬湾（南京）	-	-	10.91	27.37	1.04	67.26	3.63	44.90	0.21	-
东方天郡（无锡）	2.79	3.81	3.94	8.03	2.17	27.09	1.98	35.10	1.27	24.53
栖霞（无锡）	2.70	15.52	3.44	21.93	1.79	42.70	1.71	46.20	1.05	42.47
栖霞（无锡）	-	-	-	-	4.97	4.07	1.19	35.29	4.25	-1.55
栖霞（苏州）	-	-	-	-	0.09	81.96	0.01	-	-	-
枫情水岸（南京）	23.16	15.63	1.33	29.89	-	-	0.03	-	-	-
羊山湖花园（南京）	6.94	37.19	1.79	40.61	-	-	0.35	60.00	-	-

项目名称	2015年		2016年		2017年		2018年 前三季度		2017年 前三季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
合计	35.90	-	21.41	-	10.19	-	9.41	-	7.20	-

资料来源：栖霞建设

项目储备

截至2018年9月末，该公司在建项目总可售面积²81.90万平方米，其中已取得预售证的总面积45.66万平方米，已售21.72万平方米，剩余在预售的项目有8.82万平方米位于南京市，15.12万平方米分布于无锡，区域集中度高。同期末，在建项目累计实现销售金额38.99亿元，累计实现资金回笼30.42亿元³。公司在建项目总投资额为126.90亿元，已投资金额达76.70亿元，资金缺口为50.20亿元，公司未来仍有一定投资支出压力。

截至2018年9月末，该公司在建项目中仍需较多投资的项目为南京2016G10地块、南京2015G46地块和无锡东方天郡（三、四期），预计完工时间在2019-2021年之间。其中南京2016G10地块位于雨花台区板桥市场群；南京2015G46地块位于江宁区麒麟街道宁杭公路以南、镇泰路以西；无锡东方天郡位于无锡市锡山区，区位较偏。

2018年下半年，该公司加大南京瑜憬湾和无锡东方天郡（三、四期）的销售力度。其中南京瑜憬湾，毗邻迈皋桥地铁站，占地面积8.75万平方米，土地取得成本12.5亿元，项目于2012年12月开工，预计2019年12月竣工。瑜憬湾项目为滚动开发，2018年8月以前推出的楼盘已全部售罄，销售均价2.42万/平方米；2018年9月，公司取得1.33万平方米的商品房预售许可证，首次开盘去化率在70%以上⁴。无锡东方天郡位于无锡市锡山区东北塘芙蓉五路与东亭北路交叉口（东方国际经纺城西侧），占地29.51万平方米，土地取得成本8.28亿元，拿地时间为2007年，截至2018年9月末合同销售6.03万平方米，销售均价1.18万元/平方米⁵。

图表 16. 2018年9月末在建及拟建住宅项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	项目性质	状态	总投资规模 ⁶	已投资规模	开工/计划 开工时间	竣工/计划 竣工时间	总建筑 面积	总可售 面积	已售 面积	累计 销售 金额	已回 笼 资金	未来 尚可 回笼 资金
南京瑜憬湾	住宅	在建 在售	29.60	26.41	2012.12	2019.12	26.17	19.14	10.32	25.68	22.17	26.00
南京2015G46地	住宅	在建	10.80	6.68	2017.06	2019.12	7.71	5.54	-	-	-	14.00

² 含尚未取得预售证的在建项目。

³ 回笼资金中包括尚未签订正式销售合同收取的定金，计入预收账款。

⁴ 2018年全年，瑜憬湾合同销售面积7.00万平方米，销售金额20.21亿元，全年实现销售回款17.25亿元。

⁵ 2018年全年，无锡东方天郡合同销售面积14.46万平方米，销售金额17.39亿元，已实现销售回款11.09亿元。

⁶ 总投资包括开发建设和经营资金，开发建设投资又包括土地费用、前期工程费用、基础设施建设和公共配套设施建设费用等。其中东方天郡项目为一到四期项目预计总投入。

项目名称	项目性质	状态	总投资规模 ⁶	已投资规模	开工/计划开工时间	竣工/计划竣工时间	总建筑面积	总可售面积	已售面积	累计销售金额	已回笼资金	未来尚可回笼资金
块												
南京 2016G10地块	商住	在建	42.00	26.04	2017.09	2021.12	32.52	23.26	-	-	-	55.00
南京 2017G53	住宅	拟建	35.00	19.17	2018.10	2020.12	13.10	8.00	-	-	-	24.00
南京合计	-	-	117.40	78.30	-	-	79.50	55.94	10.32	25.68	22.17	119.00
无锡栖霞	住宅	在建在售	6.36	5.87	2014.07	2018.12	8.62	5.57	5.37	6.17	6.15	0.24
无锡东方天郡（三、四期）	住宅	在建在售	31.72	7.19	2016.10	2019.12	31.72	20.95	6.03	7.14	2.10	18.00
无锡栖霞（二期）	住宅	在建	6.44	4.50	2018.04	2020.06	8.73	7.44	-	-	-	9.00
无锡栖霞（酒店）	酒店	拟建	2.59	1.48	2018.12	2020.08	6.69	4.57	-	-	-	-
无锡合计	-	-	47.11	19.04	-	-	55.76	38.53	11.40	13.31	8.25	27.24

资料来源：栖霞建设

截至 2018 年 9 月末，该公司共有拟建项目两个，南京市和无锡市各 1 个，计划建筑总面积合计 19.79 万平方米，可售面积合计 12.57 万平方米。其中南京 2017G53 为住宅项目，可售面积 8.00 万平方米，已于 2018 年 10 月开工；无锡栖霞（酒店）项目拟由公司自持，因涉及拆迁问题，截至 2019 年 3 月末尚未开工。公司拟建项目总投资额 37.59 亿元，已投资金额达 20.65 亿元，后续仍需投入 16.94 亿元，投资缺口主要集中在住宅项目上。

土地储备

该公司获取土地策略比较谨慎，根据市场景气度和房产销售进度控制项目建设进度。截至 2018 年 9 月末，公司自持土地储备除上述拟建的南京 2017G53 和无锡栖霞（酒店）项目土地外，公司无其他土地储备。

此外，该公司通过参股取得苏州两块土地的合作开发权。2018 年 5 月 22 日，公司董事会先后审议通过参与苏州业方房地产开发有限公司（简称“苏州业方”）及永威置业（苏州）有限公司（简称“永威置业”）增资扩股事宜，由全资子公司无锡卓辰置业有限公司（简称“无锡卓辰”）以自有资金 2000 万认购苏州业方新增出资额，持股比例为 20%；以自有资金 2000 万认购永威置业全资子公司苏州立泰置业有限公司（简称“苏州立泰”）新增出资额，持股比例为 20%。

其中苏州业方 2018 年 2 月竞得姑苏区苏地 2017-WG-68 号地（简称“姑苏 68 号地块”），土地出让金总额为 2.35 亿元。该公司增资苏州业方后，共同开发姑苏 68 号地块，增资完成后，苏州业方注册资本将增至 1.00 亿元人民币。姑苏 68 号地块位于姑苏区缘园路西、倪家桥小区南，总面积为 1.01 万平方米，规划用途为住宅。

永威置业 2018 年 2 月竞得苏州姑苏区苏地 2017-WG-66 号地块（简称“姑

苏 66 号地块”)，土地出让金总额为人民币 2.79 亿元。2018 年 3 月 6 日，永威置业设立全资子公司“苏州立泰”作为姑苏 66 号地块的开发主体，承担对姑苏 66 号地块住宅项目的开发、建设。该公司增资苏州立泰后，共同开发姑苏 66 号地块，增资完成后苏州立泰注册资本增至 1.00 亿元。姑苏 66 号地块位于缘西路西侧、玻纤路两侧，总面积为 1.02 万平方米，规划用途为住宅。

(B) 保障房

该公司涉足保障房建设业务时间较早。现阶段保障房建设主要分为项目代建和委托管理两种形式。其中公司代建保障房项目由公司与南京市保障房建设发展有限公司（现更名为南京安居建设集团有限责任公司，简称“安居集团”）签订《委托建设协议书》，在项目建设过程中，公司先行垫付项目建设资金，待项目达到销售条件后，公司根据南京市房改办的分配进行项目销售，按照安居集团要求，公司在融资的银行设立销售款回笼共有账户，安居集团按照项目建设进度将分期销售款支付至公司。待项目建成后，公司将收取一定比例的项目管理费用并取得一定利润，该项销售收入较有保障。

2015-2017 年，该公司分别实现保障房开发收入 17.74 亿元、5.62 亿元和 5.40 亿元，同期保障房毛利率分别为 7.00%、5.60%和 6.81%。2018 年前三季度，公司保障房开发收入 2.22 亿元，毛利率 25.16%，主要系当期结转的南京百水芊城项目销售价格提高所致。公司目前在建的保障房项目主要为南京百水芊城二期和南京幸福城。截至 2018 年 9 月末，公司代建保障房尚需投资 5.89 亿元，后续投资支出压力不大。

图表 17. 截至 2018 年 9 月末代建保障房项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	总投资规模	已投资规模	已回笼资金	规划建筑面积	占地面积	开工/计划开工时间	竣工/计划竣工时间	项目状态	尚可回笼资金
南京百水芊城二期	3.95	3.93	6.88	16.16	11.12	2008.09	2018.09	在建 ⁷	2.34
南京幸福城	54.00	48.13	54.77	118.63	66.12	2011.03	2018.12	在建	6.50
合计	57.95	52.06	61.65	134.79	77.24	-	-	-	8.84

资料来源：栖霞建设

该公司委托管理保障房业务均由委托方出资，公司仅负责管理工作，按工程进度收取管理费。目前公司接受的委托管理业务主要为南京丁家庄二期保障房代建项目，委托方为南京安居保障房建设发展有限公司。该项目总建筑面积 41.17 万平方米，目前 A3 地块实现竣工交付，剩余住宅已提前完工，正在进行竣工备案。截至 2018 年 9 月末，公司已累计收到委托管理费收入 0.23 亿元。根据规划，公司后续将加大委托管理项目的参与力度，减少代建项目，以减轻自身的融资压力。

B. 物业管理与物业出租

物业管理方面，该公司主要对自建小区进行物业管理⁸。在管物业主要分布

⁷ 截至 2018 年 9 月末，主体部分已竣工，剩余一栋楼房和幼儿园预计 2019 年 6 月份竣工。

于苏州、南京和无锡三地，物业收费标准在每平方米 1.0-2.0 元/月不等。2017 年公司增加管理小区 8 个，截至 2018 年 9 月末，公司物业在管总面积为 605 万平方米，其中自建的面积占比 83.00%。2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司物业管理业务实现收入分别为 0.92 亿元、1.02 亿元、1.10 亿元和 0.92 亿元，毛利率维持在 10% 左右。

物业出租方面，该公司出租项目主要是无锡东方天郡、苏州栖庭、南京枫情水岸等项目的配套商业用房。2015-2017 年及 2018 年前三季度公司分别实现租金业务收入 0.32 亿元、0.34 亿元、0.30 亿元和 0.30 亿元。截至 2018 年 9 月末，公司可租面积合计 9.74 万平方米，出租率为 72.12%。

C. 小贷业务

该公司小贷业务的经营主体为南京市栖霞区汇锦农村小额贷款有限公司（简称“汇锦小贷”）。汇锦小贷成立于 2011 年，注册资本 1.50 亿元，成立初期由公司持股 77.00%。2013 年，公司以 3,165.00 万元收购了南京栖霞建设集团有限公司（简称“栖霞建设集团”）及南京栖霞建设集团物业有限公司持有的汇锦小贷 20.00% 股权，截至 2018 年 9 月末，公司持有汇锦小贷 95.00% 的股权。

汇锦小贷业务为主要面向“三农”发放贷款、以及提供融资性担保以及开展金融机构业务代理等。2015-2017 年，汇锦小贷次级贷款⁹与贷款余额的比例分别为 21.69%、27.81% 和 27.08%。次级贷款以抵押贷款为主，抵押物主要为房产。但由于相关抵押的后期处置执行周期较长且难度较高，整体来看小贷业务仍有一定风险。2015 年以来，汇锦小贷主动控制业务规模，同时加强以往次级贷款的回收，2016 年以来不良率呈下降趋势。截至 2018 年 9 月末，汇锦小贷期末贷款余额为 10,215 万元，贷款客户为 58 个，不良率下降至 0.00%，主要系公司逾期贷款诉讼了结，收回或核销不良贷款所致。2018 年 9 月末，汇锦小贷贷款余额较上年末显著上升主要系增加以栖霞建设为核心的上下游企业融资贷款所致。2018 年前三季度汇锦小贷实现收入 682 万元，净利润 833 万元，净利润高于收入主要系汇锦小贷将部分注册资金用于购买银行保本理财获得的投资收益补充所致。

图表 18. 公司小贷业务情况（单位：万元，个，%）

	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
贷款余额	14290	6344	4800	10,215
贷款客户数量	63	30	21	58
单笔最大金额	750	750	750	750
不良率	21	28	27	0
次级贷款金额	3100	1764	1300	0
当期收入	855	831	514	682

⁸ 2017 年 9 月，公司控股子公司南京栖霞建设集团物业有限公司（改制后更名为“南京栖霞建设物业服务股份有限公司”）于全国中小企业股份转让系统挂牌。

⁹ 次级贷款指客户逾期 90 天还未还本付息，法院判决已下，目前在走流程或准备起诉的贷款。

	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
当期净利润	338	254	601	833

资料来源：栖霞建设

D. 其他投资

该公司对外投资对象主要为河北银行股份有限公司（简称“河北银行”）与上市公司棕榈园林股份有限公司（股票代码：002431.SZ，简称“棕榈股份”）。此外，公司还新增了互联网以及装修装饰等投资项目。

棕榈股份成立于 1993 年，2010 年 6 月 10 日在深交所挂牌交易，主要从事园林绿化、园林建筑等工程设计、项目承接和花卉苗木等销售业务。该公司于 2008 年 6 月 30 日作为战略投资者参与棕榈园林增资扩股，投资金额 2,100 万元，成为棕榈股份第三大股东。后经多次增持或公积金转增股本，截至 2016 年末，公司持有棕榈股份 11,477.00 万股，持股比例 8.33%。2017 年公司出售棕榈股份 1,377 万股股票实现投资收益 1.32 亿元。截至 2018 年 9 月末，公司持有棕榈股份 1.01 亿股，持股比例为 6.79%。2019 年 2 月，公司受让棕榈股份股东赖国传、张辉、林彦等 6 名自然人合计 7,552.37 万股棕榈股份股权，转让价 3.70 元/股。2019 年 4 月 2 日完成工商变更后，公司累计持有棕榈股份 17,652.37 万股，占棕榈股份总股本的 11.87%。

总体看，该公司持有的棕榈股份的股票具有较高的变现能力，但 2018 年 5 月以来，棕榈股份股价大幅下滑，导致公司金融资产账面价值持续缩水。

图表 19. 公司持有棕榈股份情况（单位：亿元）

证券代码	证券简称	净投入资金 ¹⁰ (截至 2018 年 9 月末)	2015 年(末)		2016 年(末)		2017 年(末)		2018 年 9 月(末)	
			公允价值	当年投资收益	公允价值	当年投资收益	公允价值	当年投资收益	公允价值	当期投资收益
002431	棕榈股份	2.31	13.13	0.03	10.51	0.70	8.48	1.34	4.91	0.03

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理

2018 年 9 月末，棕榈股份资产总额为 170.09 亿元，所有者权益为 58.12 亿元，资产负债率为 65.83%；2018 年前三季度实现营业收入 37.13 亿元，实现净利润 0.39 亿元。经营活动净现金流为 3.01 亿元。

该公司另一投资对象为河北银行，系河北省唯一一家省级城商行。2015 年公司参与河北银行增资扩股，以 2.95 元/股的价格认购其新发行的 8,685.76 万股股票，增资后持有河北银行 18,541.76 万股。2017 年 6 月，公司以现金出资 1.38 亿元认购河北银行新增股份 3,708.35 万股，款项已全部缴清。2017 年，公司获得河北银行分红 0.15 亿元。截至 2018 年 9 月末，公司累计持有河北银行股份 2.225 亿股，持股比例 3.708%。

截至 2018 年 9 月末，河北银行拥有网点总数 250 家，覆盖了河北省 11 个

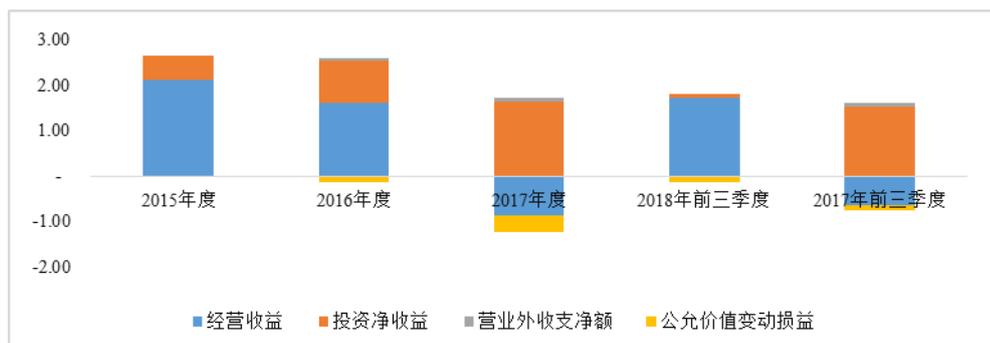
¹⁰ 截至 2019 年 4 月 2 日，公司累计净投入资金 5.11 亿元，累计持股 17,652.37 万股。

设区市，省外已在天津市和青岛市设立分支行。同期末，河北银行资产总额 3,283.48 亿元，存款余额 2,198.03 亿元；贷款余额 1,880.29 亿元；同年前三季度实现营业收入 48.09 亿元，净利润 14.53 亿元。同期末河北银行资本充足率 14.62%，核心资本充足率 11.18%；拨备覆盖率 165.08%，不良贷款率 1.67%，处于行业相对较好水平。

其他投资方面，2016 年该公司与江苏三六五网络股份有限公司等共同投资设立了南京三六五互联网科技小额贷款有限公司（简称“三六五小贷公司”），公司以自有资金出资 0.45 亿元，持股比例为 13%。三六五小贷公司主要经营二手房首付贷业务，在南京和合肥等地具有一定业务优势。2018 年前三季度，三六五小贷公司实现营业收入 4,751.06 万元，净利润 2,599.07 万元。同年公司参股的上海嘉实装饰有限公司（简称“嘉实装饰”）主要做装修服务业务，旨在为物业管理板块星叶汇家居服务提供支撑。2018 年前三季度，嘉实装饰实现营业收入 1,296.00 万元，净利润-22.50 万元。此外，公司还参股上海袁杨置星投资中心（有限合伙）（简称“袁杨置星”）和南京晨骐投资中心（有限合伙）（简称“南京晨骐”），投资成本均为 0.35 亿元。2017 年，公司对袁杨置星增资 70 万元，持股比例仍为 35%。以袁杨置星为普通合伙人的南京晨骐投资中心（有限合伙）（简称“南京晨骐”）致力于投资成长类创新服务型企业。2018 年 9 月末，南京晨骐总资产额 1.58 亿元，其中可供出售金融资产 1.57 亿元，所有者权益 1.58 亿元，其中实收资本 1.00 亿元。2018 年前三季度，南京晨骐净利润亏损 0.10 亿元。

（2）盈利能力

图表 20. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据栖霞建设所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

近年来，主要由于结转项目的减少，该公司毛利逐年下降，经营收益弱化；投资收益成为公司盈利重要构成，营业外净收入构成一定补充。

图表 21. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
营业收入合计（亿元）	57.37	28.96	17.02	12.90	14.01
毛利（亿元）	8.96	5.93	2.84	4.87	1.71
期间费用率（%）	4.10	9.00	15.89	16.34	13.44
其中：财务费用率（%）	1.74	4.72	9.54	9.85	7.59
全年利息支出总额（亿元）	4.05	4.11	4.47	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	3.02	2.77	2.93	-	-

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

2015-2017 年，该公司综合毛利率分别为 15.62%、20.48% 和 16.68%，受结转项目所在区域比重以及销售时市场景气度影响，波动较大。公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成。近年来由于公司债务规模持续增加，财务负担加重，而同期公司收入规模下降较多，导致期间费用率迅速攀升，对毛利侵蚀明显，主营业务盈利持续弱化。

图表 22. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
投资净收益（亿元）	0.54	0.95	1.64	0.08	1.52
其中：河北银行分红（亿元）	0.26	0.09	0.15	-	0.15
棕榈股份分红（亿元）	0.30	—	—	0.03	0.02
处置棕榈股份取得的投资收益（亿元）	—	0.70	1.34	-	1.32
营业外收入（亿元）	0.02	0.06	0.09	0.02	0.09
其中：政府补助（亿元）	0.008	0.008	0.003	-	-
违约金收入（亿元）	0.01	0.05	0.09	0.02	0.09
公允价值变动损益（亿元）	—	-0.15	-0.38	-0.49	-0.05

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

该公司投资收益主要来自分红款及对棕榈园林的股权处置。公司持有河北银行 3.708% 的股权，每年可获得一定的股利分红。近年来，公司处置棕榈股份取得的投资收益金额逐年增加，成为投资净收益的主要构成。

受主业盈利波动影响，2015-2017 年，该公司营业利润分别为 2.65 亿元、2.40 亿元和 0.40 亿元，净利润分别为 1.76 亿元、1.80 亿元和 0.57 亿元。

2018 年前三季度，由于结转面积下降，该公司营业收入同比下降 7.93% 至 12.90 亿元。当期毛利率为 37.72%，较上年同期显著提高 25.53 个百分点，主要系结转的商品房和保障房项目均价均有所提高，相应毛利率水平提高所致。但期间费用率仍维持在较高水平，2018 年前三季度为 16.34%，较上年同期提高 2.90 个百分点，期间费用对公司盈利造成一定侵蚀。同期，公司净利润 1.12 亿元，较上年同期增长 45.13%。

(3) 运营规划/经营战略

根据该公司战略规划，公司将坚持以房地产为主业，在产业链上下游多元发展的战略，深耕长三角区域并积极在产业上下游寻找发展和投资机遇，拓宽盈利渠道。公司将根据市场情况增加在南京、无锡等地的土地储备。公司在建、拟建住宅项目预计 2019-2021 年分别支出 19.00 亿元、7.47 亿元和 10.50 亿元。同期需净融资额预计分别为 10.00 亿元、10.00 亿元和 8.00 亿元。

图表 23. 公司 2019 年~2021 年投融资规划

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度
在建、拟建项目投资计划（亿元）	19.00	7.47	10.50
其中：南京瑜憬湾项目	1.50	-	-
南京 2015G46 地块	2.00	-	-
南京 2016G10 地块	7.00	3.00	5.00
南京 2017G53 地块	5.00	3.00	5.00
无锡栖庭二期	0.50	-	-
无锡东方天郡三、四期	3.00	1.47	0.50
融资安排（净额，亿元）	10.00	10.00	8.00
其中：权益类融资（亿元）	-	-	-
债务类融资（亿元）	10.00	10.00	8.00

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

管理

跟踪期内，该公司股权结构稳定，治理结构及内部管理制度未发生重大变化。

跟踪期内，该公司产权结构、法人治理结构及管理水平等方面均无重大变化。公司控股股东为栖霞建设集团，实际控制人为南京栖霞国有资产经营有限公司（以下简称“栖霞国资”）。截至 2019 年 2 月 13 日，栖霞建设集团持有公司 3.61 亿股，占公司总股本的 34.37%；其中质押的公司股票合计 2.65 亿股，占公司总股本的 25.24%，占其持有公司股票总数的 73.44%。公司产权状况详见附录一。

该公司与关联方往来主要体现在与关联方之间的日常交易和关联担保等方面。公司与关联方日常交易主要体现在向关联方采购材料、发包门窗工程、接受装修服务、委托监理，以及公司向关联方提供物业服务等。公司关联交易以市场价定价，交易金额较小。2017 年，公司向关联方采购商品/接受劳务资金总额为 0.44 亿元；公司向关联方出售商品/提供劳务收到的资金总额为 0.01 亿元。2018 年前三季度，公司向关联方采购商品/接受劳务资金总额为 0.22 亿元，同期向关联方出售商品/提供劳务收到的资金总额为 0.01 亿元。

关联方应收应付余额来看，该公司关联方预付款和应付款金额相对较小，

双方结算较为及时。

该公司与关联方担保主要体现在公司与股东栖霞建设集团的借款互保，2016年12月26日，经公司2016年第二次临时股东大会审议通过，公司继续为集团公司及其子公司提供债务担保的总授权额度不超过15亿元人民币，担保授权（签署担保合同）的时间至2018年12月31日。截至2018年9月末，公司为栖霞建设集团及其子公司提供担保余额共计4.90亿元。栖霞建设集团及其子公司为公司提供担保余额为32.16亿元。

跟踪期内，根据该公司2019年3月14日的《企业信用报告》，公司本部跟踪期内无违约情况发生。

图表 24. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019/3/14	未提供	无	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2019/3/26	不涉及	无	不涉及
诉讼	公司年报	2019/3/26	未提供	无重大	无重大
工商	国家企业信用信息公示系统	2019/3/26	未提供	无	未提供
质量	公司年报	2019/3/26	未提供	无	无
安全	公司年报	2019/3/26	未提供	无	无

资料来源：根据栖霞建设所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

跟踪期内，该公司在建项目不断投入，营运资金需求持续增加，刚性债务规模进一步扩大，负债经营程度小幅上升且维持在高位。受项目结转的周期因素影响，公司经营活动现金流波动较大，跟踪期内，公司加快部分项目预售力度、放缓拿地节奏，经营环节现金流有所改善。此外，公司债务期限结构不断改善，且期末货币资金余额尚属充裕，可为即期债务偿付提供一定支撑。

1. 数据与调整

中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的2015-2017年合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2018年三季度财务报表未经审计。公司按照财政部2006年2月颁布的《企业会计准则—基本准则》和38项具体会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定编制。

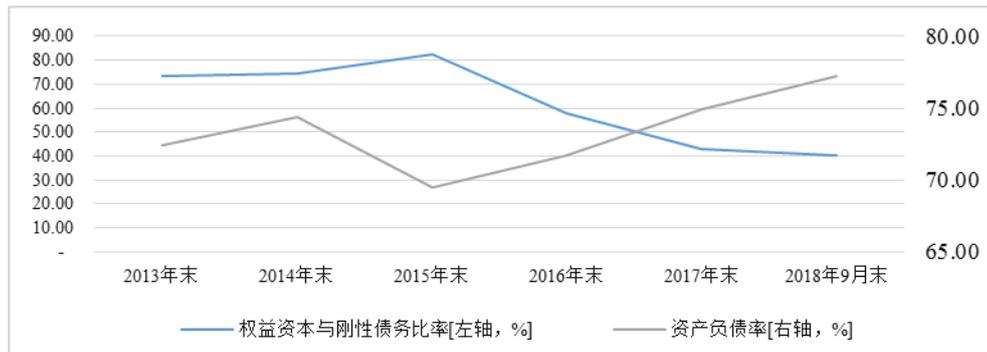
2015年，该公司将苏州枫庭酒店管理有限公司纳入合并范围，控股子公司增至13家；2016年，公司将江苏星连家电子商务有限公司纳入合并报表，控股子公司增至14家；2017年公司纳入合并范围的子公司与上年无变化。

2018 年前三季度，公司将南京星客公寓管理有限公司纳入合并范围，控股子公司增至 15 家。公司近年来合并范围变化不大。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 25. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据栖霞建设所提供数据绘制。

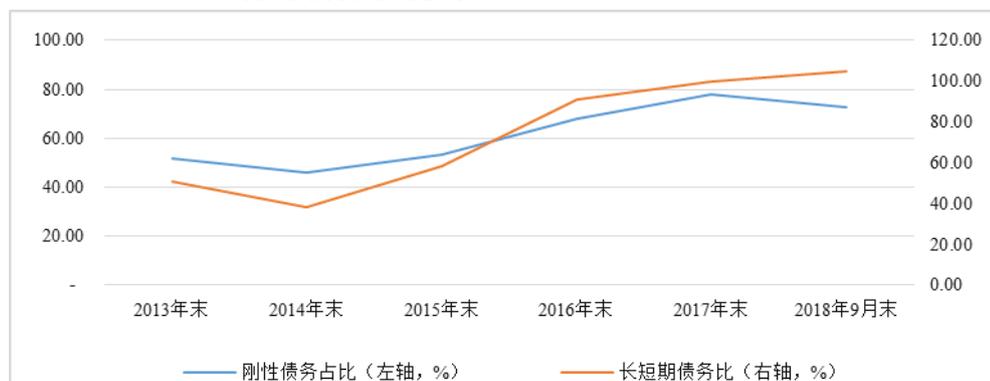
2015-2017 年末该公司负债总额分别为 93.51 亿元、100.48 亿元和 114.94 亿元，资产负债率分别为 69.44%、71.67%和 74.92%，逐年上升。

2015-2017 年末，该公司所有者权益分别为 41.16 亿元、39.71 亿元和 38.48 亿元，呈下降趋势，主要系公司参股的棕榈股份（按公允价值计入可供出售金融资产）股价下跌导致其他综合收益下降所致。但同期末刚性债务分别为 50.06 亿元、68.58 亿元和 89.61 亿元，呈增长趋势。因此 2015 年以来，公司股东权益与刚性债务比明显下滑，同期分别为 82.22%、57.90%和 42.95%。

2018 年 9 月末，该公司负债总额进一步增至 123.90 亿元，资产负债率进一步增至 77.22%，股东权益与刚性债务比率进一步下降至 40.50%。考虑到公司目前的投资规划资金缺口以及公司在建及拟建项目的预售情况，公司仍面临一定支出压力，未来或将加大债务筹资力度。

(2) 债务结构

图表 26. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
刚性债务 (亿元)	52.74	50.19	50.06	68.58	89.61	90.25
应付账款 (亿元)	2.51	5.74	10.29	6.23	5.13	4.59
预收账款 (亿元)	24.06	29.21	19.32	10.98	7.51	20.50
其他应付款 (亿元)	20.44	21.28	9.97	11.32	10.30	6.96
刚性债务占比 (%)	51.91	46.08	53.54	68.25	77.97	72.84
应付账款占比 (%)	2.47	5.27	11.01	6.20	4.46	3.70
预收账款占比 (%)	23.68	26.82	20.66	10.93	6.53	16.55
其他应付款占比 (%)	20.12	19.53	10.66	11.27	8.96	5.62

资料来源：根据栖霞建设所提供数据绘制。

从债务期限结构来看，近年来该公司非流动负债占比不断提高，2017 年末已接近流动负债水平，2015-2017 年末及 2018 年 9 月末长短期债务比分别为 58.27%、91.36%、99.68% 和 105.10%。公司负债主要由刚性债务、其他应付款、预收账款和应付账款构成，2018 年 9 月末分别为 90.25 亿元、6.96 亿元、20.50 亿元和 4.59 亿元，在总负债中占比分别为 72.84%、5.62%、16.55% 和 3.70%。其中刚性债务在负债中占比呈略有下滑，主要由银行借款和应付债券构成；其他应付款主要为代建款、预提费用及土地税等，较上年末下降 10.53%；预收账款主要为预收的房地产项目销售款，跟踪期内房地产项目合同销售显著增加，预收账款较上年末增加 172.97%；公司应付账款主要为应付工程款，较上年末下降 32.43%。

(3) 刚性债务

图表 27. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
短期刚性债务合计	20.44	22.06	18.68	22.99	34.07	27.58
其中：短期借款	0.50	2.20	-	1.00	1.40	-
一年内到期非流动负债	19.63	19.31	18.11	21.39	21.62	21.72
应付短期融资券	-	-	-	-	9.99	4.95
应付票据	0.19	0.30	0.05	0.04	0.11	-
其他短期刚性债务	0.12	0.25	0.52	0.56	0.95	0.91
中长期刚性债务合计	32.30	28.13	31.37	45.59	55.54	62.67
其中：长期借款	32.30	28.13	21.51	30.96	40.87	34.61
应付债券	-	-	9.86	14.63	14.67	28.06

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

2015-2017 年末，该公司刚性债务分别为 50.06 亿元、68.58 亿元和 89.61 亿元。其中长期刚性债务占比较高，同期末分别为 62.66%、66.48% 和 61.98%。公司短期刚性债务主要由一年内到期的非流动负债、应付短期融资券和短期

借款构成，2017 年末分别为 21.62 亿元、9.99 亿元和 1.40 亿元。其中一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款，包含 11.90 亿元的保证借款、1.62 亿元的信用借款和 8.10 亿元的抵押借款。公司应付短期融资券计入其他流动负债，为 2017 年 6 月发行的“17 栖霞建设 CP001”，发行金额 10.00 亿元，票面利率 6.5%，已于 2018 年 6 月到期偿付。公司中长期刚性债务主要由长期借款和应付债券构成，2017 年末分别为 40.87 亿元和 14.67 亿元。其中长期借款主要由质押借款（10.84 亿元）、保证借款（14.39 亿元）和信用借款（6.59 亿元）构成，利率区间为 5.7%-6.9%。应付债券为 2015 年发行的“15 宁栖建 MTN001”和 2016 年发行的“16 宁栖建 MTN001”，期限均为五年，票面利率分别为 6.2%和 4.8%。

2018 年 9 月末，该公司刚性债务较上年末增长 0.71%至 90.25 亿元，在负债总额中占比较上年末略有下降至 72.84%。其中短期刚性债务略有下降至 27.58 亿元，中长期刚性债务较上年末增长 12.84%至 62.67 亿元。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 28. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期（天）	2,074.17	1,470.79	699.41	1,401.42	2,640.76
营业收入现金率（%）	136.01	118.35	82.86	73.41	81.41
业务现金收支净额（亿元）	-5.23	9.13	26.62	-21.79	-14.96
其他因素现金收支净额（亿元）	13.29	0.49	-11.22	-1.47	1.29
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	8.07	9.62	15.40	-23.25	-13.67
EBITDA（亿元）	3.17	1.35	3.93	4.14	2.08
EBITDA/刚性债务（倍）	0.06	0.03	0.08	0.07	0.03
EBITDA/全部利息支出（倍）	0.66	0.27	0.97	1.01	0.46

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

由于地产开发周期较长，该公司项目销售情况年度差异化较大，加之收入确认的不同步，公司营业周期与营业收入现金率呈现周期性波动。2016-2017 年，受结转收入下滑及在建项目持续投入影响，公司经营性现金流持续净流出。2018 年前三季度，公司加快部分项目预售力度，地产回款速度有所加快，同期经营环节净回流资金 9.96 亿元。公司后续经营活动现金流能否持续改善取决于公司房地产项目的去化及在建项目的投入情况。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和财务费用中的利息支出构成。近年来，尽管利润总额持续下降，但由于财务支出规模较大且逐年增长导致利息支出

持续增长，EBITDA 呈波动性下降，对债务的保障程度则持续下降。

(2) 投资环节

图表 29. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
回收投资与投资支付净流入额	-0.93	1.21	-4.57	-2.78	-0.03
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.02	-0.03	-0.14	-0.09	0.00
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	-	0.07	-
投资环节产生的现金流量净额	-0.95	1.18	-4.71	-2.79	-0.03

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

该公司对外投资主要是购买交易性金融资产以及对外股权投资等。2015 年由于购买棕榈股份以及增资河北银行，投资活动现金流呈大幅净流出。2016 年公司投资支付现金 6.13 亿元，包括购买交易性金融资产 5.31 亿元、投资晨骐股权 0.35 亿元以及三六五小贷 0.45 亿元等，由于当年在二级市场出售交易性金融资产和可供出售金融资产，公司收回投资收到的资金增加，当年投资活动现金净流出有所收窄。2017 年，由于公司减少对金融资产的购买，投资活动现金净流出大幅收窄。2018 年前三季度，公司投资棕榈股份支付的现金显著增加，导致公司投资环节现金净流出 2.56 亿元。

(3) 筹资环节

图表 30. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度
权益类净融资额	-1.95	-0.88	-0.53	-0.53	-0.63
其中：分配股利支付的现金	1.95	1.05	0.53	0.53	0.63
债务类净融资额	-4.86	-7.6	-3.39	14.51	16.48
其中：现金利息支出	4.88	4.75	3.22	3.95	4.03
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.38	-0.27	-0.12	0.88	-1.37
筹资环节产生的现金流量净额	-7.19	-8.75	-4.03	14.86	14.48

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

该公司主要通过银行贷款及发行债券等渠道筹措外部资金，以弥补公司项目开发资金缺口。2015-2017 年筹资环节现金流净额分别为-4.03 亿元、14.86 亿元和 14.48 亿元，其中债务类融资净额分别为-3.39 亿元、14.51 亿元和 16.48 亿元。2018 年前三季度，公司加大房地产销售力度，经营环节现金流表现为净流入，营运压力减轻，同期公司净偿还借款，筹资环节净流出 4.55 亿元。但考虑到公司在建项目仍有较大资金缺口，加之政府对房地产开发企业的融资政策趋紧，公司筹资环节仍有较大压力。

4. 资产质量

图表 31. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	124.67	130.23	108.67	114.48	127.48	132.90
	88.86	88.97	80.69	81.66	83.09	82.83
其中：现金类资产（亿元）	14.40	16.32	22.77	11.52	13.07	16.57
应收账款（亿元）	0.07	0.08	0.08	0.06	0.11	0.24
存货（亿元）	90.55	103.79	81.59	95.14	109.90	110.06
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	15.62	16.14	26.00	25.71	25.94	27.55
	11.14	11.03	19.31	18.34	16.91	17.17
其中：固定资产（亿元）	0.22	0.22	0.31	0.33	0.30	0.29
可供出售金融资产（亿元）	6.90	10.29	18.93	17.13	16.75	15.68
投资性房地产（亿元）	1.98	3.77	4.44	6.58	6.94	8.14
长期股权投资（亿元）	4.62	0.05	0.05	0.08	0.09	0.46
期末全部受限资产账面金额（亿元）	42.24	34.44	39.89	35.01	36.71	20.09
期末抵质押融资余额（亿元）	10.56	10.99	10.44	18.8	27.99	17.78
受限资产账面余额/总资产（%）	30.11	23.53	29.62	24.97	23.93	12.52

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

截至 2017 年末，该公司资产总额为 153.42 亿元，较上年末增长 9.43%，公司资产以流动资产为主，同期末流动资产为 127.48 亿元，在资产总额中占比 83.09%。公司流动资产主要由存货和货币资金构成，2017 年末余额分别为 109.90 亿元和 13.07 亿元，在总资产中占比分别为 71.63% 和 8.52%。同期末公司存货中开发成本和开发产品金额分别为 73.55 亿元和 36.35 亿元，在存货中占比分别为 66.92% 和 33.08%。其中开发成本中在建开发项目期末余额 56.21 亿元，期末余额占比较大的项目主要为南京 G10 项目、无锡东方天郡项目和南京瑜憬湾项目；拟开发的土地期末余额 17.61 亿元，为南京 G53 项目，已于 2018 年 10 月开工。公司货币资金余额较上年末增长 13.51%，主要是由当年拿地支出减少以及投资活动现金流支出减少所致。

该公司非流动资产主要由可供出售金融资产和投资性房地产构成。2017 年末，上述款项余额分别为 16.76 亿元和 6.94 亿元，在总资产中占比分别为 10.92% 和 4.53%。可供出售金融资产主要包括对河北银行及棕榈股份的参股等。截至 2017 年末，公司共持有河北银行 2.23 亿股，账面价值 6.81 亿元；同期末，公司持有棕榈股份 1.01 亿股，账面价值为 8.48 亿元。公司投资性房地产采用成本法入账，主要为商品房配套经营性物业，位于南京、无锡和苏州等地。

2018 年 9 月末，该公司资产总额为 160.45 亿元，较上年末略有增长。其中预付账款较上年末增长 29.02% 至 1.32 亿元，主要系预付工程进度款增加所致；其他应收款较上年末增长 282.95% 至 3.65 亿元，主要系应收单位往来

款增加所致；其他流动资产较上年末增长 31.11%至 1.06 亿元，主要系预缴增值税增加所致；发放贷款及垫款较上年末增长 135.05%至 1.01 亿元，主要系发放委托贷款及贷款增加所致。其他资产构成较上年末变化不大。

该公司资产受限主要系存货、投资性房地产抵押和货币资金质押形成，2017 年末受限资产总额 36.71 亿元，占资产总额的 23.93%，较上年末增长 4.86%。其中因保证金或质押金受限的货币资金 0.91 亿元；因借款抵押受限的存货和投资性房地产分别为 32.94 亿元和 2.87 亿元。2018 年 9 月末，公司受限资产金额较上年末下降 45.27%至 20.09 亿元，占总资产比重下降至 12.52%。总体来看，公司受限资产占资产总额比重仍较高，或对公司资产流动性造成较大影响。

5. 流动性/短期因素

图表 32. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动比率 (%)	185.22	165.36	183.94	218.01	221.47	219.99
速动比率 (%)	24.36	26.50	42.59	32.99	28.76	35.61
现金比率 (%)	21.40	20.72	38.55	25.78	25.51	27.44

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

随着债务期限结构改善，2015 年以来该公司流动比率整体呈提高趋势。且 2018 年 9 月末，公司货币资金余额 15.45 亿元，可为到期债务提供一定支撑。但公司存货规模较大且逐年增加，扣减存货后速动比率较低且呈下降趋势，加之受限资产占资产总额比重较大，公司实际资产流动性一般。总体看，公司资产实际流动性与存货的去化速度相关程度较大，存货中房地产产品的去化速度将直接影响公司流动性水平。

6. 表外事项

截至 2018 年 9 月末，该公司不涉及重大未决诉讼。同期末，公司为栖霞建设集团及集团内其他公司等合并范围外公司提供担保余额共计 4.90 亿元，存在一定或有风险。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司集团本部对下属子公司（项目公司）基本实现全资控股，对子公司控制力很强。2017 年末，母公司口径总资产为 137.35 亿元，主要为存货、其他应收款、可供出售金融资产和长期股权投资等。其中其他应收款主要由往来款构成，长期股权投资主要系子公司的股权投资款。母公司承担主要融资职能，2017 年末母公司口径总负债 97.70 亿元，其中刚性债务总额为 76.44 亿元。2018 年 9 月末，母公司口径总资产为 141.66 亿元，占合并口径总资产的 88.29%，仍主要为存货、其他应收款、可供出售金融资产和长期股权投资

等，占比分别为 44.87%、22.15%、11.07%和 10.12%。同期末，母公司口径总负债 123.90 亿元，其中刚性债务 80.69 亿元，占合并口径刚性债务的 89.41%。

外部支持因素

1. 集团/控股股东支持或干预

该公司是南京栖霞国资控股的国有企业，在南京市住宅市场具有较长的经营历史和较好的品牌知名度，同时公司作为南京市保障房的代建单位之一，在南京市国有住宅建设体系内具有一定的重要性，能在日常业务运营和融资担保方面得到股东的支持。公司作为栖霞建设集团控股的国有房地产企业，栖霞建设集团通过贷款担保等形式为公司提供资金支持，保障公司业务运营稳定性。

2. 国有大型金融机构支持

该公司与当地多家银行建立了紧密的合作关系，截至 2018 年末，公司已获银行授信总额为 66.45 亿元，其中尚未使用的授信额度为 19.06 亿元。

图表 33. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	贷款余额	利率区间
全部	66.45	66.45	47.39	4.75%-6.90%
其中：国家政策性金融机构	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行	41.95	41.95	19.58	5.70%-6.19%
其中：大型国有金融机构占比	63.13%	63.13%	41.32%	

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理（截至 2018 年 12 月 31 日）。

跟踪评级结论

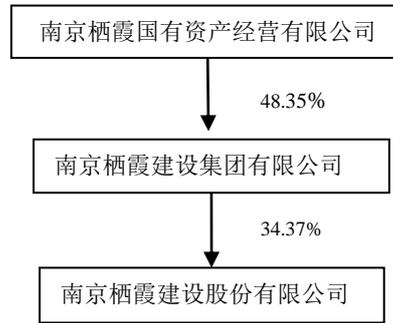
跟踪期内，该公司股权结构稳定，治理结构及内部管理制度未发生重大变化。

该公司为区域型上市房企，目前开发项目集中于南京和无锡。公司开发业务类型以商品房和保障房为主，由于开发项目数量不多，导致营业收入受项目结转周期影响出现较大波动。跟踪期内，项目结转收入同比减少，但受益于销售均价提升，盈利水平明显改善。同时，商品房开工面积、合同销售面积和销售金额均较上年同期显著改善。此外，由于逾期贷款诉讼了结，公司小贷业务不良率显著下滑，公司相应增加主业产业链上下游客户贷款余额，金融业务风险或有所加大。

跟踪期内，该公司在建项目持续投入，营运资金需求持续扩大，刚性债务规模进一步扩大，负债经营程度小幅上升且维持在高位。受项目结转的周期因素影响，公司经营活动现金流波动较大，跟踪期内，公司加快部分项目预售力度、放缓拿地节奏，经营环节现金流有所改善。此外，公司债务期限结构不断改善，且期末货币资金余额尚属充裕，可为即期债务偿付提供一定支撑。

附录一：

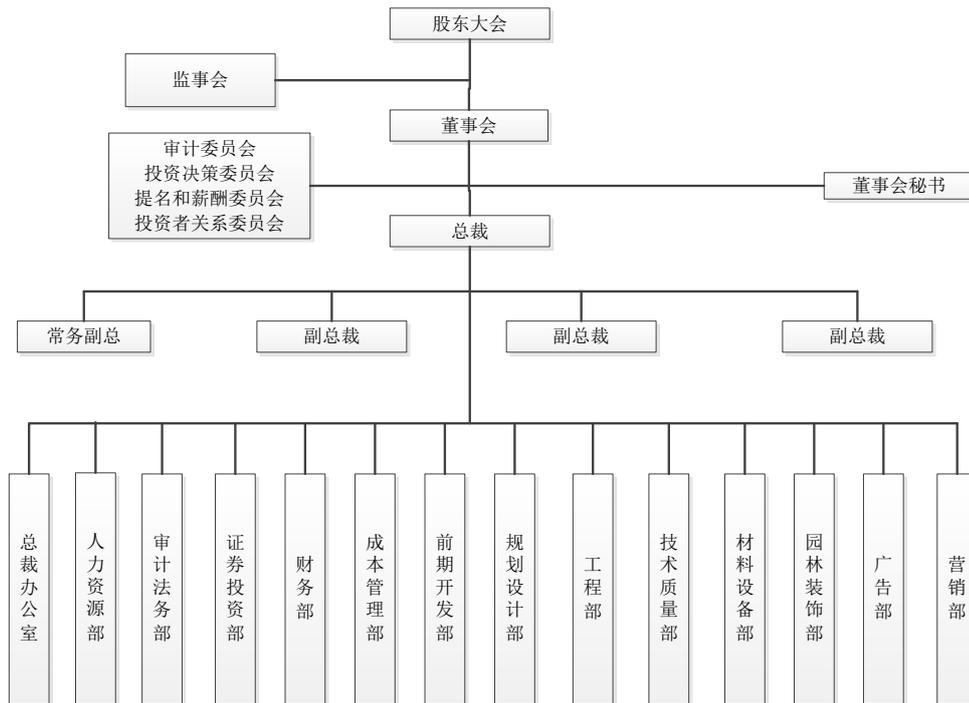
公司与实际控制人关系图



注：根据栖霞建设提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据栖霞建设提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)				
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)
南京栖霞建设集团有限公司	栖霞建设集团	公司之控股 股东	—	房地产业	7.20	3.08	1.01	1.05	-1.75
南京栖霞建设股份有限公司	栖霞建设	本级	—	房地产业	76.44	39.64	6.44	0.62	-19.52
东方公司	东方公司	全资子公司	100	房地产业	0.00	0.88	0.16	0.05	0.11
无锡栖霞公司	无锡栖霞公司	全资子公司	100	房地产业	3.01	2.32	2.06	0.36	1.98
栖霞物业公司	栖霞物业公司	控股子公司	70	服务业	0.00	0.50	1.10	0.03	0.01
仙林公司	仙林公司	控股子公司	51	房地产业	0.00	0.34	0.09	0.03	0.03
苏州栖霞公司	苏州栖霞公司	全资子公司	100	房地产业	0.00	0.60	0.08	0.02	-0.03
无锡锡山公司	无锡锡山公司	全资子公司	100	房地产业	5.01	3.20	2.19	-0.10	1.94
苏州卓辰公司	苏州卓辰公司	全资子公司	100	房地产业	1.65	2.64	0.10	-0.10	0.00
南京卓辰公司	南京卓辰公司	全资子公司	100	实业投资、 商铺运营	0.00	-0.04	0.00	-0.27	0.00
海南卓辰公司	海南卓辰公司	全资子公司	100	房地产业	0.00	1.20	0.00	0.00	0.00
迈燕公司	迈燕公司	全资子公司	100	房地产业	0.00	0.25	0.00	-0.01	-0.01
汇锦小贷公司	汇锦小贷公司	控股子公司	90	其他服务	0.00	1.79	0.05	0.06	0.12

注：根据栖霞建设 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度
流动资产合计 [亿元]	108.67	114.48	127.48	132.90
货币资金 [亿元]	22.77	11.52	13.07	15.45
流动负债合计[亿元]	59.08	52.51	57.56	60.41
短期刚性债务[亿元]	18.68	22.99	34.07	20.51
所有者权益 [亿元]	41.16	39.71	38.48	36.55
营业收入[亿元]	57.37	28.96	17.02	12.90
净利润 [亿元]	1.76	1.80	0.57	1.12
EBITDA[亿元]	3.93	4.14	2.08	—
经营性现金净流入量[亿元]	15.40	-23.25	-13.67	9.96
投资性现金净流入量[亿元]	-4.71	-2.79	-0.03	-2.56
资产负债率[%]	69.44	71.67	74.92	77.22
权益资本与刚性债务比率[%]	82.22	57.90	42.95	40.50
流动比率[%]	183.94	218.01	221.47	219.99
速动比率[%]	42.59	32.99	28.76	35.61
现金比率[%]	38.55	25.78	25.51	27.44
现金类资产/短期刚性债务[倍]	1.22	0.59	0.43	0.56
营业周期[天]	699.41	1,401.42	2,640.76	-
毛利率[%]	15.62	20.48	16.68	37.72
营业利润率[%]	4.62	8.30	2.38	10.25
利息保障倍数[倍]	0.91	0.92	0.45	—
总资产报酬率[%]	2.61	2.76	1.38	—
净资产收益率[%]	4.49	4.45	1.45	—
营业收入现金率[%]	82.86	73.41	81.41	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	22.35	-41.67	-24.84	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	15.52	-46.68	-24.89	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.97	1.01	0.46	—
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.20	0.20	0.07	—

注：表中数据依据栖霞建设经审计的2015~2017年度及未经审计的2018年前三季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)=(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计)×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
现金类资产/短期刚性债务[倍]=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+365/[报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2]
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/短期刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初短期刚性债务余额+期末短期刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 06 月）
- 《房地产行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 04 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。