

南京栖霞建设股份有限公司  
公开发行 2018 年公司债券（第一期）

# 信用评级报告

# 概述

编号:【新世纪债评(2017)010444】

<b>评级对象:</b>	南京栖霞建设股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）（本次债券/债项）		
<b>主体信用等级:</b>	AA		
<b>评级展望:</b>	稳定		
<b>债项信用等级:</b>	AA+（增级后）	<b>评级时间:</b>	2018 年 3 月 7 日
<b>计划发行:</b>	不超过 15 亿元		
<b>本期发行:</b>	基础发行规模 10 亿元,可 超额配售不超过 5 亿元	<b>发行目的:</b>	偿还公司借款
<b>存续期限:</b>	5 年,附第 3 年末发行人 调整票面利率选择权和投 资者回售选择权	<b>偿还方式:</b>	每年付息一次,到期一次还本,最后一期利 息随本金的兑付一起支付
<b>增级安排:</b>	南京栖霞国有资产经营有限公司对本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证 担保		

## 主要财务数据及指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 前三季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司数据:</b>				
货币资金	12.35	19.39	7.13	14.12
刚性债务	40.21	38.27	51.72	55.21
所有者权益	36.24	40.80	40.82	41.18
经营性现金净流入量	13.85	14.16	-26.83	-3.95
<b>发行人合并数据及指标:</b>				
总资产	146.38	134.67	140.20	143.39
总负债	108.92	93.51	100.48	103.51
刚性债务	50.19	50.06	68.58	69.06
所有者权益	37.45	41.16	39.71	39.88
营业收入	28.41	57.37	28.96	14.01
净利润	0.12	1.76	1.80	0.77
经营性现金净流入量	9.62	15.40	-23.25	1.24
EBITDA	1.35	3.93	4.14	-
资产负债率[%]	74.41	69.44	71.67	72.19
权益资本与刚性债务 比率[%]	74.62	82.22	49.83	57.75
流动比率[%]	165.36	183.94	218.01	260.37
现金比率[%]	20.72	38.55	25.78	47.44
利息保障倍数[倍]	0.23	0.91	0.92	-
净资产收益率[%]	0.33	4.49	4.45	-
经营性现金净流入量与 负债总额比率[%]	9.14	15.22	-23.97	-
非筹资性现金净流入量与 负债总额比率[%]	10.26	10.57	-26.85	-
EBITDA/利息支出[倍]	0.27	0.97	1.01	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.08	0.04	-
<b>担保人合并数据及指标:</b>				
所有者权益合计	102.37	128.22	150.94	-
股东权益/刚性债务[%]	84.75	85.37	69.64	-
担保比率[%]	-	29.29	42.82	-

注:根据栖霞建设和栖霞国资经审计的 2014-2016 年以及栖霞建设未经审计的 2017 年前三季度财务数据整理、计算。

## 分析师



宋映瑶 sy@shxsj.com  
蒋卫 jw@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

## 评级观点

### 主要优势/机遇:

- 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。
- 股东支持力度较大。栖霞建设作为栖霞集团核心子公司,可在日常业务、融资担保等方面得到股东支持。
- 土地成本优势。栖霞建设的商品房土地成本相对较低,具有一定的成本优势。
- 股东担保。栖霞国资提供无条件本息连带责任保证担保,有效提升了本期债券的偿付安全性。

### 主要风险/关注:

- 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。
- 市场地位有限,对单个房地产项目依赖程度较高。栖霞建设主业市场地位有限,易受政策调整及市场环境变化冲击。公司房地产项目数量有限,资金回笼及经营业绩受单个项目销售与结转波动影响大。
- 房地产业务区域集中度较高。栖霞股份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。尤其是无锡的项目,去化压力大,或面临较大的减值风险。
- 小贷业务运营风险。栖霞建设的小贷业务风险

暴露较大，面临一定的贷款资金回收风险。

- 投资风险。栖霞建设对棕榈股份持股规模较大，棕榈股份股价波动将导致相关资产余额发生较大变化。

## ➤ 未来展望

通过对栖霞建设及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很高，并给予本次债券 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 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实地调查和诚信义务，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。

本信用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。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《房地产开发企业信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，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。

## 南京栖霞建设股份有限公司

### 公开发行 2018 年公司债券（第一期）

# 信用评级报告

## 一、公司概况

该公司系经南京市人民政府宁政复（1999）82 号文批准，由南京栖霞建设集团有限公司（简称“栖霞建设集团”、“该公司”或“公司”）作为主要发起人，联合南京新港科技股份有限公司、南京市栖霞区国有资产投资中心、南京市园林实业总公司、东南大学建筑设计研究院、南京栖霞建设集团物资供销有限公司等五家股东，共同发起设立组建的股份有限公司。公司于 2002 年 3 月 28 日在上海证券交易所上市，股票代码：600533，并于 2006 年 1 月 19 日完成股权分置改革。后经多次增资，截至 2017 年 9 月末，公司注册资本为 10.50 亿元，控股股东栖霞建设集团持股 34.37%；最终控制方为南京栖霞国有资产经营有限公司（简称“栖霞国资”）。

该公司成立初期主要从事南京地区的普通商品房建设。近年来随着业务规模扩大，公司的项目逐渐由南京地区向长三角经济较为发达的苏州、无锡扩张。在产品结构上，公司除商品房外，还从事保障房建设与开发。公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

## 二、债项概况

### （一）本次债券概况

经该公司第六届董事会第十五次会议决议审议通过及 2016 年第一次临时股东大会表决通过，经中国证监会审核，公司拟公开发行不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元）的公司债券，拟分期发行。本次为第一期，本期基础发行规模 10 亿元，可超额配售不超过 5 亿元；期限为 5 年期，附第 3 个计息年度末发行人调整票面利率选择权和投资人回售选择权，所募集资金拟全部用于偿还公司借款。

**图表 1. 拟发行的本次债券概况**

<b>债券名称:</b>	南京栖霞建设股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）
<b>总发行规模:</b>	不超过人民币 15 亿元
<b>本期发行规模:</b>	基础发行规模 10 亿元，可超额配售不超过 5 亿元
<b>本期债券期限:</b>	本次债券期限不超过 5 年，附第 3 个计息年度末发行人调整票面利率选择权和投资人回售选择权
<b>债券利率:</b>	固定利率
<b>定价方式:</b>	按面值发行
<b>偿还方式:</b>	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
<b>增级安排:</b>	南京栖霞国有资产经营有限公司对本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保

资料来源：栖霞建设

截至 2017 年 9 月末，该公司存续的债券如下表所示，债务余额合计 24.80 亿元，目前偿还情况正常。

**图表 2. 公司已发行债券概况**

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
17 栖霞建设 CP001	10.00	365 天	6.50	2017-06-09	未到期
16 宁栖建 MTN001	4.80	5 年	4.80	2016-02-25	未到期
15 宁栖建 MTN001	10.00	5 年	6.20	2015-07-16	未到期
合计	<b>24.80</b>	-	-	-	-

资料来源：栖霞建设

## （二）本次债券募集资金用途

### 偿还公司借款

截至 2017 年 9 月末，该公司银行借款余额为 53.78 亿元，公司拟将本次公司债券募集资金全部用于偿还借款。

**图表 3. 公司拟以募集资金偿还的借款安排（单位：亿元）**

借款单位	到期时间	归还数额
短期融资券	2018-06-09	10.00
紫金信托有限责任公司	2018-05-22	1.40
江苏紫金农村商业银行股份有限公司城东支行	2018-05-04	0.67
江苏紫金农村商业银行股份有限公司城东支行	2018-05-10	0.83
江苏紫金农村商业银行股份有限公司城东支行	2018-06-18	0.10

借款单位	到期时间	归还数额
上海浦东发展银行股份有限公司无锡分行	2018-06-20	1.00
江苏银行股份有限公司南京城东支行	2018-06-30	1.00

资料来源：栖霞建设

### 三、宏观经济和政策环境

2017 年全球经济扩张步伐加快并有望持续，美联储货币政策收紧将对全球经济产生外溢性效应，全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长不确定性冲击因素。我国经济在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下、在外部需求回暖带动下，整体表现出稳中向好的态势。随着我国“开放、包容、普惠、平衡、共赢”的推进，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长且发展质量不断提升。

2017 年全球经济扩张步伐加快并有望持续，通胀预期走高，美联储货币政策收紧将对全球经济产生外溢性效应，全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现强韧，美联储加息缩表有序推进、税改计划即将落地，经济增长有望保持强劲，需谨防地产和资本市场泡沫风险；欧盟经济复苏势头良好且前景乐观，但内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松缩减，或为继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，增长基础仍不稳固，超宽松货币政策将持续。在除中国外的主要新兴经济体中，相关央行普遍降息刺激经济，其中印度经济仍保持中高速增长，增速放缓状况将随着“废钞令”影响褪去及税务改革的积极作用逐步显现而得到扭转；俄罗斯经济复苏向好、巴西经济从衰退走向复苏、南非经济受政治不确定性拖累，经济增长前景均受大宗商品价格走势影响较大。

在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下以及外部需求回暖带动下，2017 年我国经济整体表现出稳中向好的态势。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平上涨明显，就业形势较好；居民收入增长较快、消费升级需求持续释放且增长稳定，对经济的拉动作用日益突出；投资增长稳中略缓，投资结构持续改善，补短板、增后劲力度加大；进出口增长强劲，净出口对 GDP 增长贡献率由负转正。工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产调控“因城

施策”、租购并举，调控效果明显，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成并不断完善。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”战略、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展战略持续推进，各区域协同发展的效应逐步显现。

2017 年我国财政政策积极有效，对经济平稳增长和结构调整发挥了重要作用。财政收支形势趋好，地方政府举债融资监管不断加强，融资机制创新同时日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。央行持续推进稳健中性的货币政策，调控手段不断创新且精准性提高，针对普惠金融实施定向降准、公开市场操作“削峰填谷”、逆回购利率上调，保障了市场流动性的总体稳定；宏观审慎监管框架不断完善、金融监管强化，金融部门资金空转现象和杠杆率得到控制，为经济发展和风险防范营造了稳定的金融环境。人民币汇率体制改革稳步推进，市场化定价机制不断完善，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设持续深入推进、引进来和走出去并重，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币已成为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放取得新进展。

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。2018 年我国仍将以供给侧结构性改革为主线，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，经济将继续保持稳中有进的态势。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，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济、金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 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因素的冲击性风险。

#### **四、公司所处行业及区域经济环境**

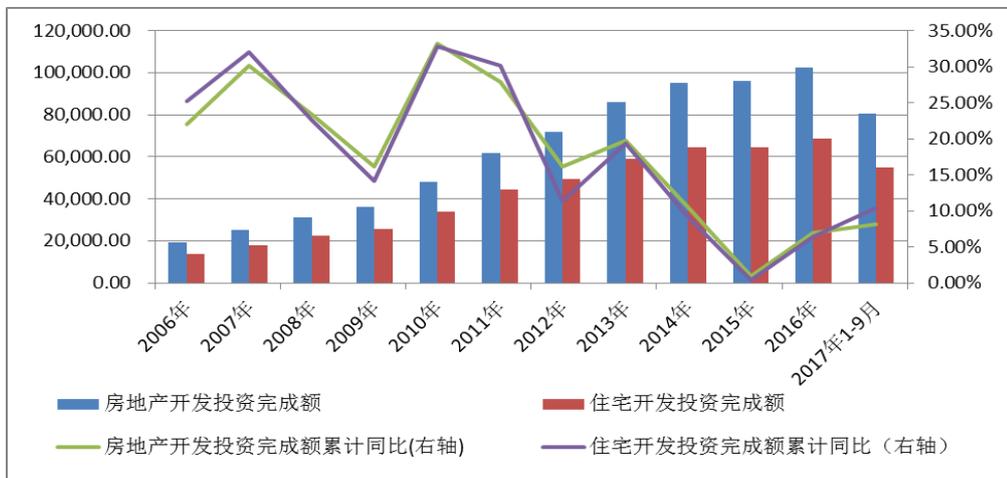
房地产是我国经济的支柱产业之一。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地市场景气度存在一定波动。2016 年我国房地产市

**场总体销售旺盛，行业投资增速明显回升。**

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持的强劲推动下，2000年以来行业整体发展速度快。2004-2016年，我国房地产行业年完成投资额从1.32万亿元上升至10.26万亿元。其中，住宅年完成投资额从2004年的0.88万亿元上升至2016年的6.87万亿元。根据国家统计局数据显示，2016年度我国人口城镇化率为57.35%，较上年提升了1.25个百分点。

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持的强劲推动下，2000年以来行业整体发展速度快。2004-2016年，我国房地产行业年完成投资额从1.32万亿元升至10.26万亿元；住宅年完成投资额从0.88万亿元升至6.87万亿元。2017年前三季度我国房地产行业完成投资额为8.06万亿元，较上年同期增长8.11%；住宅年完成投资额为5.51万亿元，较上年同期增长10.37%，增速总体处于适中水平。根据国家统计局数据显示，2016年度我国人口城镇化率为57.35%，较上年提升了1.25个百分点，未来仍有较大的发展空间。

**图表 4. 2006-2017 年前三季度房地产投资情况 (单位: 亿元)**



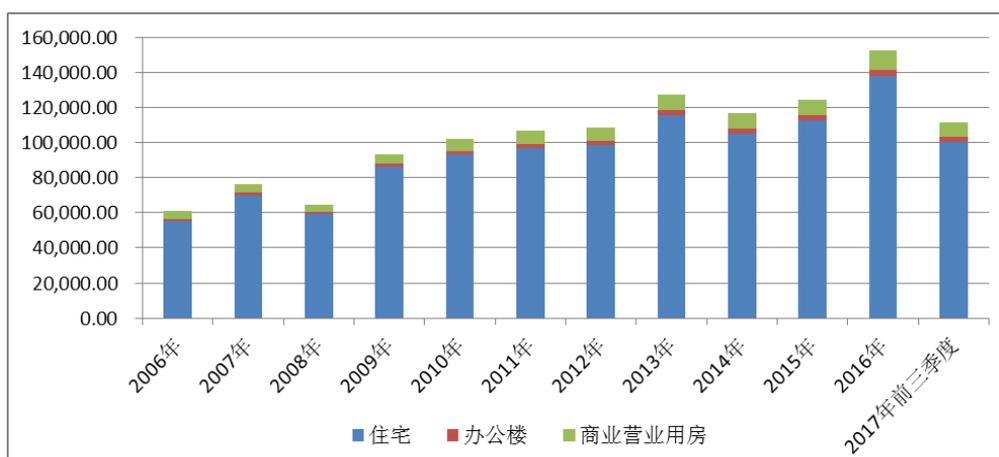
资料来源: Wind 资讯及国家统计局

近十余年内我国房地产市场发展迅速，但期间也经历了较大的起伏。出于平抑市场波动、保障市场理性发展的初衷，我国政府曾多次制定并实施相关政策以规范引导房地产市场。2005-2013年，我国调控政策主要目标为抑制投机行为、增加保障性住房供给、控制房价快速上涨。2013年，国务院出台“新国五条”严厉调控房价，由此造成的政策末班车效应导致市场一度强烈反弹。需求集中释放后，2014年全国房地产成交量下滑明显。为提振楼市，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。

2016年，我国商品房新房销售面积为15.73亿平方米，同比增长22.46%；其中住宅销售面积为9.31亿平方米，同比增长22.36%。2017年前三季度我国商品房新房销售面积为11.60亿平方米，同比增长10.29%，较上年同期涨幅收窄16.6个百分点；其中住宅销售面积为10.01亿平方米，同比增长7.61%，较上年同期收窄19.5个百分点。值得关注的是，2016年9月开始，我国多个热点城市陆续加大限贷、限购、限价力度以抑制楼市过热，政策调控效果已明显显现。根据CREIS中指数据的资料显示，2017年前三季度我国50个代表城市商品住宅市场月均成交面积约2,960万平方米，同比下降22%，降幅较上半年扩大了2.5个百分点。其中一线城市下降幅度达44%，成交规模降到2011年以来同期新低。

**图表 5. 2006-2017 年前三季度我国主要类型商品房的销售面积 (单位: 万平方米)**



资料来源：Wind 资讯

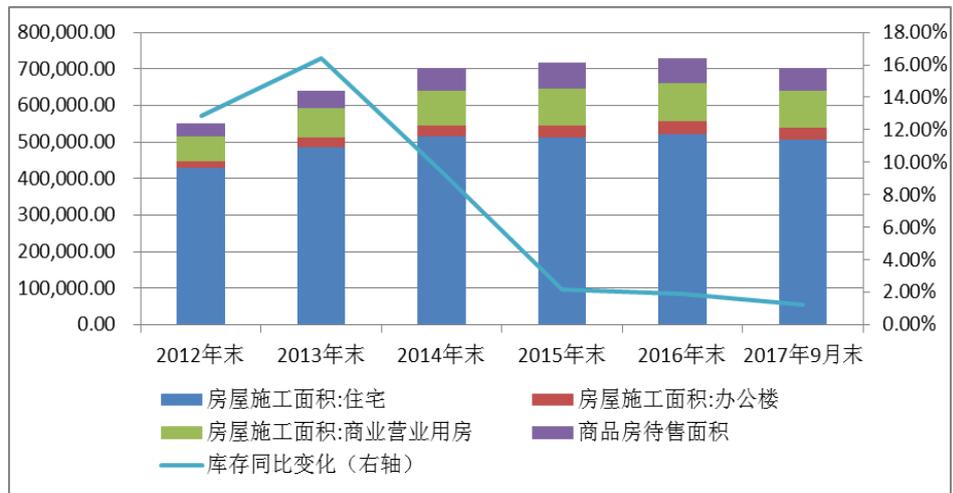
**2017 年前三季度，我国房地产市场调控深化，多城市楼市政策密集出台且不断升级，库存<sup>1</sup>总体趋稳。同时政府加快发展租赁市场、推进租售并举住房制度不断完善。**

虽然我国房地产开发投资完成额同比增速已于2010年进入下行通道，但由于2010~2013年行业投资增速尚高、需求增速总体放缓等因素，国内房地产市场库存持续上行。2015年开始，在行业投资增速放缓、商品房销售面积增速加快的作用下，库存量扩张速度明显放缓。截至2017年9月末，我国房地产市场库存为70.20亿平方米，较上年末减少3.89%；

<sup>1</sup> 包括待售商品房面积和住宅、办公楼、商业营业用房的施工面积。

其中待售面积为 6.95 亿平方米，较上年末减少 12.08%，库存总体趋稳。

图表 6. 近年我国房地产库存变化情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

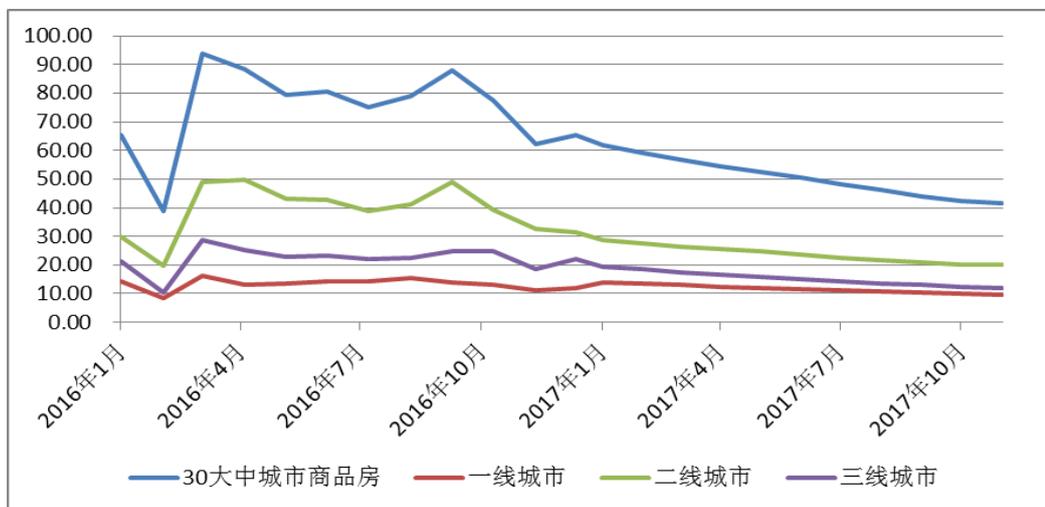
为化解房地产市场库存压力，中央政府自 2014 年下半年陆续出台多项政策。资金成本方面，央行多次降息降准，其中一年期贷款基准利率自年初的 5.60% 降至 4.35%，金融机构人民币存款准备金率合计下调 2.5 个百分点，符合标准的金融机构额外下调 0.5 个百分点。公积金贷款方面，国管公积金中心将贷款额度上调至 120 万元，首套房首付降至 20%，并调整了二套房政策和缴存政策。限购政策方面，46 个限购城市一度仅剩北京、上海、广州、深圳四城坚持限购，且六部委联合发文取消境外机构和个人的购房限制。税收方面，财政部、国家税务总局将免征营业税的个人房源持有期限由 5 年下调至 2 年。2015 年政策延续上年的宽松态势，在降准、降息、调低二套房首付比例及放松限购等政策刺激下，我国房地产市场整体回暖。

2016 年以来，随着房地产市场区域差异化程度加剧，调控政策逐步由整体宽松转向为以热点城市政策收紧、非热点城市保持宽松为特征的因城施策。2016 年第一季度，政府先后宣布非限购城市商贷首付比例由 25% 降至 20%、二套房契税从 3% 降至 1%、非普通住房免征营业税适用“五改二”等政策，推动了我国房地市场景气度进一步回暖，我国一、二线城市房价出现大幅跳升。2016 年 3 月末，上海、深圳先后提高购房门槛，一线城市成交量有所回落、房价涨幅收窄。在一线城市溢出效应的带动下，二线城市房价显著上涨，南京、苏州、合肥、厦门等城市商品住宅价格指数环比增幅逐渐超过一线城市。2016 年 8 月起，二线城市房价调控政策趋紧，南京提高二套房首付比例，苏州、厦门、武汉先后重启限购政策。“十一假期”前后，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、

无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌、惠州及南宁 22 个城市集中出台房地产市场调控政策，从限贷、限购、土地供应、市场监管等方面进行调节（以北京“930 新政”为标志）。

2017 年前三季度，各地政府调控政策持续收紧，多城市楼市政策密集出台且不断升级。此前调控力度较弱的二线城市相应加码，如西安、石家庄、兰州、长沙等城市均在原有基础上进一步升级调控力度；多城市在限购、限贷之后采取“限售”模式且范围不断扩大。截至 2017 年 9 月末，全国已有超过 40 个城市实行“限售”措施。此外，自“930 调控”以来，三四线城市承接市场外溢需求，再加上城市棚改力度大，需求集中释放，房价上涨明显，此次调控也向中心城市周边的热点三四线城市蔓延，且主要集中于东部沿海城市群。安徽铜陵、亳州、江苏扬州、泰州、山东烟台、泰安等地陆续出台限购、限贷、加强监管等调控措施且范围逐步扩大。根据 CREIS 中指数据显示，截至 2017 年 9 月末，74 个地级以上城市和 32 个县市出台调控，其中海南、河北从省级层面全面调控。随着相关政策的持续推进，国内主要热点城市商品房成交面积显著减少，调控效果显现。

图表 7. 2016 年至 2017 年 10 月我国 30 大中城市商品房日均成交面积<sup>2</sup>



资料来源：Wind 资讯

2017 年 4 月，住房和城乡建设部及国土资源部下发的《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（建房[2017]80 号）明确，建立健全购租并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场；在租赁住房

<sup>2</sup> 30 大中城市为：北京、上海、广州、深圳、天津、杭州、南京、武汉、南昌、成都、青岛、苏州、福州、厦门、长沙、哈尔滨、长春、无锡、东莞、昆明、石家庄、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、兰州、江阴。其中杭州、南昌、武汉、哈尔滨、昆明、扬州、安庆、南宁、兰州、江阴 10 城市为商品房数据，其它城市为商品住宅数据。

供需矛盾突出的超大和特大城市，开展集体建设用地上建设租赁住房试点。2017年7月，住建部、国家发改委等九部门联合印发《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，在广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等12个城市开展住房租赁市场试点。同年8月，国土资源部、住建部发布《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，确定第一批在北京、上海、沈阳、南京、杭州、厦门、广州、武汉等13个城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点。在此背景下，各试点城市纷纷出台租赁扶持政策，推出共有产权制度、“租购同权”、“租购同分”、加大租赁市场供应、加大金融财税政策支持等措施。截至2017年9月末，一线及部分二线城市总计成交自持和租赁用地逾100宗，提供租赁面积逾400万平方米。总体而言，我国房地产市场在深化调控的同时，不断发展住房租赁市场、推进长效机制，有利于未来房地产市场的平稳运行。

**2017年前三季度，在加大住宅用地供应量的同时，政府进一步强调地区土地的供需平衡。**

2017年前三季度，我国加大了住宅用地供应量，尤以一线城市力度最大。根据CREIS中指数据显示，一线城市共推地1,787万平方米，同比增长97.10%；住宅用地共成交1,678万平方米，同比增长98.90%。同时，我国部分一、二线城市通过价格熔断、自持比例竞争、配套建设竞争、缩短土地出让金支付时间等方式限制地价或提高拍地门槛。在加大土地供应力度、拍地限价等因素的共同作用下，目前平均溢价率已从2016年近80%的峰值水平下滑至35%左右。

**图表 8. 2016 年及 2017 年上半年度我国 300 个城市土地供应情况**

项 目	2016 年度		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）	18.20	-10.90%	13.20	6.20%
各类用地成交面积（亿平方米）	15.40	-3.20%	11.10	6.00%
住宅用地推出面积（亿平方米）	8.00	-13.10%	6.10	13.40%
住宅用地成交面积（亿平方米）	6.80	-5.00%	5.30	14.90%
各类用地成交出让金（万亿元）	2.90	32.40%	2.65	35.10%
住宅用地出让金（万亿元）	2.26	42.30%	2.17	42.80%

资料来源：CREIS 中指数据

在加大土地总供给的同时，政府进一步强调地区土地的供需平衡。建房[2017]80号文要求强化住宅用地供应“五类”调控目标管理。对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。但鉴于土地出让收入是三、四线城市的地方财政重要来源之一，

该政策的执行情况及其对整体楼市的影响存在较大不确定性。

**该公司房地产业务主要集中在南京和无锡。2015 年以及 2016 年上半年，受益于政策宽松及需求集中释放，南京、苏州和无锡地价快速攀升，房地产库存持续走低。2016 年 9 月份之后，随着各地房地产调控政策陆续出台，房地产量价增速有所回调。2017 年以来，随着调控政策趋严，南京市商品房市场供需出现回落，但刚性需求仍较为强劲；无锡商品房市场呈现出量减价稳的态势，总体较为平稳。**

2016 年前三季度，南京市房地产市场总体呈上升态势，商品房销售金额和价格均创历史新高。但随着 2016 年 10 月调控政策出台，商品房销售面积又开始回落。2016 年，南京市完成商品房开发投资 1845.60 亿元，同比增长 29.20%；商品房销售 1558.18 万平方米，同比增长 1.00%；商品房销售额 2766.35 亿元，同比增长 56.00%。土地市场方面，2016 年全年南京市累计出让面积 409.30 公顷；累计成交金额 1555.86 亿元，平均楼面价 17589.00 元/平方米，处于历史高位。2017 年以来，受调控政策不断加强影响<sup>3</sup>，南京市商品房供需均出现回落，但刚性需求仍较为强劲。2017 年 1-11 月，南京市商品房销售面积为 1266.64 万平方米，同比下降 10.80%。其中住宅销售面积 1083.86 万平方米，占整体商品房销售之比为 85.60%，同比下降 16.80 个百分点，其中别墅及高档公寓同比下降 73.00%、144 平方米以上住宅同比下降 41.80%，90 平方米及以下住宅销售同比增长 10.90%。2017 年南京市（不含高淳、溧水）一手房成交 6.20 万套，同比下滑 51.60%，创 2012 年以来新低。从供给端来看，南京市商品房待售面积亦创新低。截至 2017 年 11 月末，南京市房屋待售面积为 277.44 万平方米，同比下降 38.70%。商品房价格方面，在“限购、限贷、限价、限售”的政策背景下，南京楼市开盘价格普遍比同地段二手房便宜 5000-10000 元，一、二手房出现价格倒挂现象。2017 年前三季度，南京市商品住宅成交均价为 20087 元/平方米，整体态势稳中略降。2018 年以来，南京市限购政策有所松动。2018 年 1 月 8 日，南京市出台《关于进一步加强人才安居工作的实施意见》，内容主要包括：对高层次人才购买自住房公积金住房标准放宽 4 倍至 120 万元；研究生以上学历及 40 岁以下本科学历人才，持高级工及以上职业资格证书的技术、技能型人才可

<sup>3</sup> 根据 2017 年 5 月 14 日南京出台的最新购房政策，外地户籍在南京市购房需有三年内连续两年以上的社保或个税证明，符合条件的外地户籍人事可购住房一套，有房禁止购买。南京本地户籍人口拥有一套住房的情况下，在南京市主城区可购住房一套，有两套及以上禁止购买。新住房在取得不动产权证后，3 年内不得转让。对于取得预售许可的商品住房项目，若客户累积大于可供房源的商品住房项目，开发商开盘需由公证机构主持公开摇号，按摇号顺序购房。

直接落户南京。

2016 年前三季度，无锡市房地产市场持续，市场以去库存为主。2016 年 10 月限购政策出台后，无锡市商品房成交量逐渐下降，降温明显。2016 年无锡商品房供应量 499.05 万平方米，较上年下降 15.34%，同期商品房销售面积 1276.41 万平方米，较上年增长 29.30%，销售额为 1108.03 亿元，较上年增长 16.90%，成交均价为 9106.00 元/平方米，较上年增长了 743.00 元/平方米。2017 年以来，无锡市商品房供求比出现明显波动，受“925”限购政策<sup>4</sup>影响，二套及以上改善型需求得以遏制，投机性购房行为收到打击，成交客户以本地自住为主。从新房销售类型来看，低价及外围板块去化较好，高价项目去化率较低。2017 年无锡市主城区商品住宅成交面积 450 万平方米，同比下降 51%；成交总额为 537 亿元，同比下降 34.00%；成交均价 11945 元/平方米，同比增长 12.50%。

## 五、公司自身素质

### （一）公司产权状况

**该公司是国有控股上市公司，最终控制人为栖霞国资。**

截至 2017 年 9 月末，该公司控股股东为栖霞建设集团，期末持股比例为 34.37%。栖霞国资为公司实际控制人。公司产权状况详见附件一。

栖霞建设集团主要经营业务涵盖商品房开发、保障房建设、工程建设管理及对外投资四大业务板块，其绝大部分经营性资产集中于该公司。

2016 年，栖霞建设集团实现营业总收入 29.80 亿元、净利润 1.54 亿元。截至 2017 年 3 月末，栖霞建设集团资产总额为 149.08 亿元，负债总额为 111.06 亿元，资产负债率 74.50%。

### （二）公司法人治理结构

**该公司法人治理结构健全，组织结构较为合理，工作管理规范，并制定了较为完善的内部管理制度。公司高层管理团队在住宅物业的投融资建设、项目管理方面拥有丰富的经验，较好地满足了公司业务发**

<sup>4</sup> 本地人分区域限购第三套新建商品住房;外地人限购一套住房并需在锡缴纳社保满 2 年;第二次使用公积金贷款，首付比例不低于 4 成。

展的需要。公司控股股东栖霞建设集团通过担保、委托借款等多种方式为公司业务发展提供支持。

该公司根据相关法律法规的要求和自身经营管理需要设立了股东大会、董事会及监事会等决策和监督机构。股东大会是公司的最高权力机构，股东大会下设董事会和监事会，董事会和监事会向股东大会负责。公司董事会聘任公司总裁，公司总裁在董事会领导下全面负责公司日常经营管理工作。

该公司与控股股东之间在业务、资产、财务、机构及人员方面保持了一定的独立性，拥有独立管理体系，对所属资产具有独立的控制支配权，并形成了完整的财务核算体系。

该公司控股股东栖霞建设集团分别于 1999 年 12 月和 2001 年 9 月向公司出具《不竞争承诺函》，承诺：栖霞建设集团及其现有或将来成立的全资子公司、控股公司和其它受栖霞建设集团控制的公司将不直接和间接从事与栖霞建设有竞争的业务；如栖霞建设集团的参股公司或栖霞建设集团附属公司的参股公司从事的业务与栖霞建设有竞争，则栖霞建设集团或其的附属公司将对此事实行否决权；栖霞建设集团在房地产开发和经营市场中，除承接委建项目和原有办公楼的租赁及销售业务外，将不再从事任何房地产开发和经营业务。

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，2016 年，公司向关联方采购商品/接受劳务资金总额为 0.74 亿元；公司向关联方出售商品/提供劳务收到的资金总额为 0.001 亿元。2017 年前三季度，公司向关联方采购商品/接受劳务资金总额为 0.19 亿元，同比下降 49.12%；公司向关联方出售商品/提供劳务收到的资金总额为 0.0078 亿元，同比下降 26.00%。

从关联方期末应收应付余额来看，该公司期末关联方预付款和应付款金额相对较小，双方结算较为及时。

图表 9. 栖霞建设主要关联方应收应付款项余额情况（单位：万元、%）

科目	2014 年末		2015 年末		2016 年末		2017 年 9 月末	
	关联方款项余额	占科目余额比重	关联方款项余额	占科目余额比重	关联方款项余额	占科目余额比重	关联方款项余额	占科目余额比重
预付款项	-	-	362.35	1.89	19.00	0.09	187.7	0.61
其他应收款	200.00	0.80	-	-	-	-	-	-
应付账款	2532.7	4.41	1262.82	1.23	1386.86	2.23	206.93	0.38

科目	2014 年末		2015 年末		2016 年末		2017 年 9 月末	
	关联方款项余额	占科目余额比重	关联方款项余额	占科目余额比重	关联方款项余额	占科目余额比重	关联方款项余额	占科目余额比重
其他应付款	3.84	0.000015	3.84	0.000031	3.84	0.003	6.84	0.0066

注：根据栖霞建设提供数据整理计算

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）的时间截至 2018 年 12 月 31 日。截至 2017 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 6.55 亿元，栖霞建设集团及其子公司为公司提供担保余额为 30.55 亿元。

### （三）公司管理水平

**该公司经营管理规范，相关职能部门设置能满足公司日常管理的需要。此外，公司内控制度较完善，严格的管理制度基本保证了公司的稳定经营。**

该公司根据自身管理和工作需要，设置了相关职能部门，各部门之间权责明确，部门设置和职责分工基本满足了公司日常管理的需要。公司组织架构详见附录二。

该公司结合自身工作管理的需要，从财务管理、资金管理、内部审计、对外投资等方面规定了公司的内部控制制度。上述制度的建立满足了公司各职能部门有序地开展相关工作的需要。

在财务管理方面，该公司严格执行国家统一的企业会计准则，制定严格的预算管理制度，加强会计基础工作，明确会计凭证、会计账簿和财务会计报告的处理程序，保证会计资料真实完整。

在对外投资方面，该公司设立证券投资部负责对外投资的日常管理，公司大额对外投资均需报备栖霞国资同意。

在内部审计方面，该公司专门设置审计部和内控部，负责内部审计工作的开展、内部控制流程的优化等。此外公司还配备专职内部审计人员，定期对内部控制制度的健全有效性以及业务财务收支状况、资产管理、经营决策、合法合规经营等各个方面实施审计、监督和跟踪，并及时向公司管理层汇报审查结果和反馈监督建议。

在内部组织与监督方面，该公司采用总部、区域及一线项目公司的三级管理模式和管理营运体系，确保公司在决策、执行、反馈等多方面

有效运行，确保公司对项目开发、建设与经营的效率。

此外，该公司在工程质量监督、采购与付款等方面均制定了较为严格的管理制度，公司整体的内部管理体系较好地适应了企业当前阶段的发展需要，一定程度上保证了公司的稳定经营。

#### （四）公司经营状况

该公司经过多年发展，逐渐形成了以商品房开发业务为主，多种业务共同发展的业务格局。公司房地产业务集中于南京和无锡，近年来，业务扩张速度有所放缓，总体销售情况一般。公司小贷业务风险逐渐暴露，经营压力相对较大。

该公司在多年发展过程中形成了以商品房开发业务为主，多元发展的格局。在稳固普通商品房主业的同时，公司也参与南京市保障房建设、外部工程建设管理业务。由于房地产行业强周期性且易受宏观政策调控影响，公司各年收入波动性较大。2014-2016年，公司分别实现营业收入28.41亿元、57.37亿元和28.96亿元。从收入构成来看，房地产开发业务是公司收入的主要来源，近三年该业务板块收入占公司总收入的九成以上。公司房地产业务又分为商品房开发和保障房开发，近年来，随着保障房经营模式逐步由代建向委托管理转变，以及代建保障房项目结转接近尾声，商品房开发业务收入在房地产业务总收入中占比逐年提升。此外，公司还有少量物业管理及其他业务，收入规模较小。2016年，公司实现营业收入29.04亿元，同比下降49.45%，主要是项目开发周期性原因。2017年前三季度，公司实现营业收入14.01亿元，较上年同期增长6.86%。

图表 10. 公司最近三年一期主营业务收入构成 (单位: 亿元、%)

	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 前三季度	
	收入	收入占比	收入	收入占比	收入	收入占比	收入	收入占比
房地产开发经营	27.28	96.02	56.08	97.73	27.60	95.30	13.05	93.15
-商品房	15.49	54.52	38.33	66.81	21.98	75.90	7.47	53.32
-保障房	11.79	41.50	17.74	30.92	5.62	19.41	5.58	39.83
物业管理	0.66	2.32	0.79	1.38	0.87	3.00	0.71	5.07
其他	0.47	1.65	0.50	0.87	0.49	1.69	0.25	1.78
合计	28.41	100.00	57.37	100.00	28.96	100.00	14.01	100.00

注：根据栖霞建设提供的数据绘制

#### 1. 房地产开发经营

该公司为南京地区较早成立的房地产开发企业之一，在房地产开发领域约有 30 年运营经验。经过多年的发展，公司在江苏市场建立了较强的市场地位和品牌效应。公司目前主要从事住宅地产开发和保障房开发业务。

从区域分布来看，该公司房地产开发项目主要分布于南京、无锡和苏州三地，以南京为主。近年来，苏州地区房地产开发收入逐年减少，无锡地区收入贡献度呈波动性增加。2014-2016 年，南京地区房地产业务收入与房地产业务销售收入之比分别为 52.36%、85.61%和 71.92%；2016 年，随着无锡房地产市场的好转，无锡地区房地产收入较 2015 年增加 1.86 亿元至 7.41 亿元，同比增长 33.51 个百分点。根据 2018 年 1 月 31 日公司 2017 年度业绩预减公告，2017 年公司净利润预计较上年同期减少 1.17 亿元至 1.56 亿元，同比减少 60%-80%，主要是由于在南京地区商品房结转营业收入大幅减少以及无锡地区结转项目主要为毛利率较低的栖霞和东方天郡项目<sup>5</sup>。根据目前房地产项目分布情况，公司后期房地产开发收入受到南京和无锡房地产市场环境的变动影响较大。

图表 11. 公司房地产收入分布情况 (单位: 亿元、%)

区域分布	2014 年		2015 年		2016 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
南京	14.29	52.36	48.01	85.61	19.85	71.92
无锡	5.07	18.58	5.55	9.89	7.41	26.84
苏州	7.93	29.06	2.52	4.50	0.34	1.24
合计	27.28	100.00	56.08	100.00	27.60	100.00

资料来源：栖霞建设

### (1) 商品房开发

该公司开发的商品房类型主要为中小户型、中低价位的普通住宅。2014-2016 年公司商品房开发业务分别实现收入 15.49 亿元、38.33 亿元和 21.98 亿元，波动性较大。2017 年前三季度，公司商品房开发业务实现销售收入 7.47 亿元，较上年同期增长 7.23%。

从商品房项目经营情况来看，2014-2016 年，该公司新开工面积呈逐年下降趋势，同期竣工面积波动性下降。随着盈利较好的南京区域销售占比提高，以及无锡地区房地产市场回暖，公司商品房销售均价持续上升。2017 年前三季度，公司合同销售面积 4.48 万平方米，较上年同期减少 55.02%，合同销售金额 6.92 亿元，较上年同期减少 43.69%。截至 2017 年 9 月末，公司尚有已售未结转面积 3.45 万平方米。

<sup>5</sup> 详见栖霞建设 2017 年度业绩预减公告。

图表 12. 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
2014 年	44.30	39.73	9.96	14.29	14.19	15.49	1.09
2015 年	13.80	65.06	17.72	27.06	27.69	38.33	1.38
2016 年	13.45	26.07	10.20	12.78	14.94	21.98	1.47
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, 2014 年该公司主要结转商品房项目为苏州栖霞、南京羊山湖花园和无锡东方天郡项目, 三者合计结转金额 13.73 亿元, 占当年商品房销售收入的 88.64%。由于当年结转规模最大的苏州栖霞毛利率较低, 东方天郡项目亏损, 2014 年公司商品房毛利率仅为 17.34%; 2015 年公司主要结转商品房项目为南京枫情水岸和南京羊山湖花园, 二者合计结转金额 30.10 亿元, 占当年商品房销售收入的 78.53%, 销售规模最大的南京枫情水岸项目盈利一般, 羊山湖花园项目毛利率较高, 但由于销售规模不大, 对整体毛利率的拉升有限。2015 年东方天郡项目扭亏为盈, 公司商品房毛利率较 2014 年增加了 2.15 个百分点至 19.49%; 2016 年公司主要结转商品房项目为南京瑜憬湾、无锡东方天郡和无锡栖霞项目, 三者合计结转金额 18.29 亿元, 占当年商品房销售收入的 85.43%。2017 年前三季度公司商品房销售项目共结转面积 5.44 万平方米。其中, 无锡栖霞项目一期推盘期间无锡市房地产较为低迷, 栖霞项目销售价格较低, 毛利率为负。

图表 13. 公司主要住宅项目销售结转情况 (单位: 亿元, %)

项目名称	2014 年		2015 年		2016 年		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
栖霞 (南京)	0.10	51.47	-	-	-	-	-	-
栖霞 (南京)	0.02	65.65	-	-	-	-	-	-
上城名苑 (南京)	0.02	82.81	-	-	-	-	-	-
枫情水岸 (苏州)	0.31	86.96	0.31	-	-	-	-	-
瑜憬湾 (无锡)	0.2	2.52	-	-	-	-	-	-
瑜憬湾 (南京)	-	-	-	-	10.91	27.37	0.21	-
东方天郡 (无锡)	4.15	-2.43	2.79	3.81	3.94	8.03	1.27	24.53
栖霞 (无锡)	0.72	2.52	2.70	15.52	3.44	21.93	1.05	42.47
栖霞 (无锡)	-	-	-	-	-	-	4.25	-1.55
栖霞 (苏州)	7.47	13.67	-	-	-	-	-	-
枫情水岸 (南京)	-	-	23.16	15.63	1.33	29.89	-	-
羊山湖花园 (南京)	2.11	35.28	6.94	37.19	1.79	40.61	-	-
合计	15.10	-	35.90	-	21.41	-	7.20	-

资料来源: 栖霞建设

截至2017年9月末,该公司在建项目建筑面积合计122.16万平方米,其中已竣工面积20.16万平方米;在建项目总可售面积88.45万平方米,待销售面积共计72.27万平方米,其中75.94%分布于南京,24.06%分布于无锡,公司未来商品房销售受南京和无锡房地产市场环境的变动影响较大。公司在建项目累计实现销售金额16.35亿元,累计实现资金回笼16.56亿元<sup>6</sup>。

截至2017年9月末,该公司在建项目总投资额为125.21亿元,已投资金额达92.91亿元,未来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2017-2020年之间,公司未来仍有一定投资支出压力。南京2016G10地块位于雨花台区板桥市场群。2017年下半年以来,雨花台区房价波动下行,2018年2月,雨花台区新房均价为2.2万元/平方米<sup>7</sup>。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。随着城东板块交通和教育的不断完善,江宁区麒麟科技园区域房价自2017年4月起迅速上扬。2018年2月,麒麟科技园新房均价为2.7万元/平方米。无锡东方天郡位于无锡市锡山区,总建筑面积约70万平方米,主要由电梯花园洋房和高层公寓组成。

图表 14. 2017 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	在建/拟建	总投资规模 <sup>8</sup>	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	已竣工面积	总可售面积	已售面积	累计销售金额	已回笼资金
南京瑜憬湾	住宅	在建	25.30	24.44	2012.12	2017.12	26.17	11.54	19.51	5.35	11.11	11.11
南京 2015G46 地块	住宅	在建	10.80	5.51	2017.06	2019.02	7.71	-	5.67	-	-	-
南京 2016G10 地块	商住	在建	42.00	23.76	2017.09	2021.12	32.52	-	23.25	-	-	-
<b>南京合计</b>	-	-	<b>78.10</b>	<b>53.71</b>	-	-	<b>66.40</b>	<b>11.54</b>	<b>48.43</b>	<b>5.35</b>	<b>11.11</b>	<b>11.11</b>
无锡栖庭	住宅	在建	6.36	5.62	2014.07	2018.12	8.62	8.62	5.58	4.69	5.24	5.45
无锡东方天郡(三、四期)	住宅	在建	31.72	27.81	2016.10	2019.12	31.72	-	22.37	-	-	-
无锡栖庭(二期)	住宅	拟建	6.44	4.29	2018.04	2020.06	8.73	-	7.60	-	-	-
无锡栖园(酒店)	酒店	拟建	2.59	1.48	2018.09	2020.08	6.69	-	4.47	-	-	-
<b>无锡合计</b>	-	-	<b>47.11</b>	<b>39.20</b>	-	-	<b>55.76</b>	<b>8.62</b>	<b>40.02</b>	<b>4.69</b>	<b>5.24</b>	<b>5.45</b>
<b>合计</b>	-	-	<b>125.21</b>	<b>92.91</b>	-	-	<b>122.16</b>	<b>20.16</b>	<b>88.45</b>	<b>10.04</b>	<b>16.35</b>	<b>16.56</b>

资料来源:栖霞建设

<sup>6</sup> 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。

<sup>7</sup> 数据来源为安居客,下同。

<sup>8</sup> 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、基础设施建设费用及公共配套设施建设费用等。

该公司根据市场景气度和房产销售情况控制土地获取和项目建设进度。2015年10月30日，公司参加了南京市国有建设用地使用权公开出让的竞买，并以4.7亿元人民币竞得南京NO.2015G46号地块，2016年4月，公司以21亿元人民币竞得NO.2016G10号地块（雨花台区板桥市场群G1地块），款项已按照合同约定于2016年10月付清。该地块综合容积率3.23，楼面地价为每平方米0.89万元。2017年10月25日，公司以17.60亿元人民币、配建保障房建筑面积1.10万平方米<sup>9</sup>竞得南京市NO.2017G53地块（栖霞区迈皋桥街道）。公司在无锡地区拿地较早，土地成本相对较低。

图表 15. 公司土地储备情况（单位：万平方米、亿元）

持有待开发土地区域	土地用途	取得时间	持有待开发土地面积	总建筑面积	土地出让总金额	已支付土地出让金额
无锡栖园（酒店）	酒店	2006.12	3.01	6.69	0.69	0.69
无锡栖庭二期	住宅	2013.08	2.49	8.73	2.44	2.44
南京市 NO.2017G53 地块	住宅	2017.10	3.53	-	17.60	17.60
合计	-	-	9.03	-	20.73	20.73

资料来源：栖霞建设

## （2）保障房建设

该公司是南京较早涉足保障房建设业务的公司。公司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。

2014-2016年，该公司分别实现保障房开发收入11.79亿元、17.74亿元和5.62亿元；同期保障房毛利率分别为10.07%、7.00%和5.60%。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2017年9月末，公司代建保障房尚需投资6.78亿元，后续投资支出压力不大。

<sup>9</sup> 根据公司公告，该地块所建保障性住房将无偿移交给政府，相应房屋建设成本不计入房价成本。

图表 16. 截至 2017 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
南京百水芊城二期	3.95	3.43	5.99	16.16	11.12	2008.09	2018..06	在建
南京幸福城	54.00	47.94	50.27	118.63	66.12	2011.03	2018.12	在建
合计	<b>57.95</b>	<b>51.17</b>	<b>56.26</b>	<b>136.09</b>	<b>77.24</b>	-	-	-

资料来源: 栖霞建设

该公司委托管理保障房项目数量较多且零散。截至 2017 年 9 月末, 公司主要在手项目委托管理模式保障房项目为南京丁家庄二期保障房代建项目。该项目总建筑面积 41.17 万平方米, 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。

## 2.其他业务

除主要的房地产开发业务以外, 该公司还有物业管理业务、物业出租业务和小贷业务。此外股权投资也能为公司带来一定的收益。

### (1) 物业管理业务

该公司物业管理业务主要是对公司建设小区的物业管理, 主要分布于苏州、南京和无锡三地。2017 年 7 月, 南京栖霞建设物业管理公司在新三板挂牌, 进一步推进公司物业服务品牌提升。

截至 2017 年 9 月末, 该公司物业在管总面积为 520.12 万平方米, 物业收费标准在每平方米 1.0-2.0 元不等。2014-2016 年公司物业管理业务分别实现收入 0.66 亿元、0.79 亿元和 0.87 亿元, 受公司物业管理费收取相对较低, 而日常运营维护成本较高影响, 公司物业管理业务均处于微利或小幅亏损状态, 物业管理业务毛利润分别为 0.07 亿元、-0.01 亿元和 0.02 亿元。2017 年前三季度, 物业经营管理业务实现收入 0.71 亿元, 实现毛利润 0.07 亿元。

### (2) 物业出租业务

2014-2016 年该公司分别实现租金业务收入 0.27 亿元、0.32 亿元和 0.34 亿元。2017 年前三季度, 公司实现租金收入 0.14 亿元。截至 2017 年 9 月末, 公司可租面积合计 6.56 万平方米。公司房地产出租项目主要是无锡东方天郡、苏州栖霞、南京枫情水岸等。其中规模较大的项目为无锡东方天郡星叶生活广场。该广场于 2017 年开业, 可租面积为 2.40 万平方米, 目前出租率为 64.00%。

### (3) 小额贷款业务

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 3165.00 万元收购了栖霞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 2017 年 9 月末，公司持有汇锦小贷 93.50% 的股权。

汇锦小贷业务为主要面向“三农”发放贷款、提供融资性担保、开展金融机构业务代理。2014-2016 年，次级贷款<sup>10</sup>与贷款余额的比例分别为 42.74%、21.69% 和 27.81%，呈波动性下降。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。由于部分客户贷款到期未续贷，2015 年以来贷款客户数量减少，公司发放贷款金额有所下降。截至 2017 年 9 月末，汇锦小贷期末贷款余额下降至 4630 万元，贷款客户下降至 21 个，不良率维持在 28.00%。

图表 17. 公司小贷业务情况 （单位：万元，个，%）

	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末
贷款余额	9676	14290	6344	4630
贷款客户数量	43	63	30	21
单笔最大金额	750	750	750	750
不良率	42	21	28	28
次级贷款金额	4136	3100	1764	1300
全年收入	743	855	831	629
全年净利润	156	338	254	233

资料来源：栖霞建设

#### （4）对外投资

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：SZ.002431，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。公司于 2008 年 6 月 30 日作为战略投资者参与棕榈股份增资扩股，投资 2100 万元，成为棕榈股份第三大股东。2014 年公司决定以 1.6 亿元认购棕榈股份非公开发行 1000 万股，当年持股比例为 7.25%；2015 年公司以 16 元/股认购棕榈股份非公开发行 A 股股票 1000 万股，并在二级市场增持棕榈股份股票 550 万股，持股比例上升至 8.88%；2016 年公司减持棕榈股份 750 万股，实现投资收益 0.70 亿元。截至 2017 年 9 月末，栖霞建

<sup>10</sup> 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。

设持有棕榈股份 10100.00 万股，持股比例为 6.79%。近年来棕榈股份股价波动性较大，对相关资产规模构成一定影响。

图表 18. 公司持有棕榈股份情况 (单位: 亿元)

证券代码	证券简称	初始投资成本	2014 年末		2015 年末		2016 年末		2017 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	0.21	7.05	0.04	13.13	0.03	10.51	0.70	10.25	1.24

资料来源：栖霞建设

棕榈股份作为国内知名的园林绿化施工、设计单位，是农业部颁发的农业产业化国家重点龙头企业。截至 2016 年末，棕榈股份资产总额 136.56 亿元，所有者权益为 45.44 亿元，资产负债率为 66.73%；2016 年全年实现营业收入 44.01 亿元，实现净利润 1.26 亿元。经营活动净现金流为 0.67 亿元。截至 2017 年 3 月末，棕榈股份资产总额为 132.29 亿元，所有者权益为 44.99 亿元，资产负债率为 65.99%；截至 2017 年 9 月末，棕榈股份资产总额为 148.84 亿元，所有者权益为 56.99 亿元，资产负债率为 61.71%；2017 年前三季度实现营业收入 35.45 亿元，实现净利润 1.86 亿元，经营活动净现金流为 -0.78 亿元。

该公司另一股权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 8685.76 万股股票。2016 年，公司获得河北银行分红 927.09 万元。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 3708.35 万股，款项已全部缴清。截至 2017 年 9 月末，公司持有河北银行股份 2.225 亿股，持股比例 3.708%。

截至 2016 年末，河北银行拥有网点总数 224 家，覆盖了河北省 11 个设区市，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 3104.27 亿元，存款余额 1951.53 亿元；贷款余额 1298.27 亿元；全年实现营业收入 74.43 亿元，净利润 26.42 亿元。同期末河北银行资本充足率 12.62%，核心资本充足率 8.84%；拨备覆盖率 201.55%，不良贷款率 1.49%，处于行业相对较好水平。

该公司于 2016 年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。2016 年和 2017 年前三季度，三六五小贷公司分别实现营业收入 1981 万元和 3939.90 万元，分别实现净利润 367 万元和 1462.51 万元。

2016年，该公司参股上海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。截至2017年9月末，南京晨骐已在17个新兴领域投资项目17个，主要涉及新媒体、互联网教育及消费升级等。2017年前三季度，南京晨琪实现净利润-207.02万元；同期袁杨置星分别实现收入和净利润100万元和-39.04万元。此外，2016年公司参股的上海嘉实装饰有限公司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。此外，根据2017年8月公告，公司拟以自有资金0.36亿元参与投资设立南京海宜星能科技股份有限公司（简称“海宜星能”），占其注册资本的12%，海宜星能拟设定的经营范围主要为电池和新能源汽车等。目前该议案已通过公司董事会审议。

### （五）公司财务质量

中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的2014-2016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。

截至2016年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为140.20亿元，所有者权益为39.71亿元（其中归属于母公司所有者权益为39.33亿元）；2016年度，公司实现营业总收入29.04亿元，净利润1.80亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为1.95亿元）。

截至2017年9月末，该公司未经审计合并口径总资产为143.39亿元，所有者权益为39.88亿元（其中归属于母公司所有者权益为39.48亿元）；2017年1-9月实现营业收入14.05亿元，实现净利润0.77亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为0.75亿元）；同期经营性现金流净额为1.24亿元。

2013年，该公司纳入合并范围的控股子公司共有12家；2014年公司合并范围主体未发生变化；2015年，公司新纳入苏州枫庭酒店管理有限公司，合并范围的控股子公司增至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，截至2017年9月末，公司纳入合并范围的控股公司共有14家。

近年来，该公司资产规模有所增长，资产负债率较高，刚性负债以长期为主，由于一年内到期的长期借款增加，公司面临一定即期偿付压力。受房地产周期性及政策影响，公司营业收入及经营活动现金流净流

入波动性较大，整体盈利能力偏弱。

## 六、公司财务分析

### (一) 公司盈利能力

近年来，主要受政策调控及结转项目影响，该公司收入和毛利率波动性较大。根据公司业绩预减公告，2017 年公司净利润预计大幅下降，主要是由于当年在南京地区商品房结转营业收入大幅减少以及无锡地区结转项目毛利率较低。公司整体盈利能力一般。近年来投资收益对公司盈利贡献比重逐年增大，公司盈利稳定性有所减弱。

该公司营业收入和毛利主要来源于房地产销售，近年来由于项目周期原因波动性较大。2014-2015 年由于毛利率较低的代建安置房项目结转规模较大，公司综合毛利率处于较低水平。2016 年，由于结转收入中商品房占比较高，公司毛利率有所提升。2017 年前三季度，主要由于毛利率较高的南京项目结转较少以及无锡地区主要结转项目为毛利率较低的栖庭和东方天郡项目，公司综合毛利率下降至 12.19%。

图表 19. 公司各业务毛利情况分析 (单位: 亿元, %)

	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年前三季度		
	毛利率	毛利	毛利占比	毛利率	毛利	毛利占比	毛利率	毛利	毛利占比	毛利率	毛利	毛利占比
房地产开发经营	14.20	3.97	92.67	15.54	8.71	97.25	20.96	5.78	97.54	12.70	1.66	98.54
-商品房	17.34	2.69	62.74	19.49	7.47	83.37	24.89	5.47	92.24	17.24	1.29	76.57
-保障房	10.07	1.19	27.73	7.00	1.24	13.86	5.60	0.31	5.31	6.66	0.37	22.10
物业管理	11.32	0.07	1.75	-1.84	-0.01	-0.16	2.07	0.02	0.30	9.52	0.07	4.02
其他	70.28	0.33	7.72	52.49	0.26	2.93	25.70	0.13	2.12	-17.22	-0.04	-2.56
合计	15.07	8.25	100.00	15.62	17.67	97.25	20.48	11.71	97.54	12.19	1.68	100.00

资料来源：栖霞建设

近年来该公司期间费用上升较快，主要是财务费用的增长所致。财务费用主要为净利息支出，近年来增长较快，主要是由于公司有息债务增加，以及随着项目的陆续完工，利息化利息比例增加所致。

图表 20. 公司期间费用情况 (单位: 亿元, %)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年前三季度
销售费用	0.51	0.62	0.45	0.18
管理费用	0.72	0.73	0.79	0.64
财务费用	0.37	1.00	1.37	1.06

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 前三季度
期间费用合计	1.60	2.35	2.61	1.88
期间费用率	5.62	4.09	8.98	13.40

资料来源：栖霞建设

该公司获得的投资收益对盈利形成一定补充。2014 年，公司转让所持有电子网版的 50% 股权给江苏汇金控股集团有限公司，转让价格 2.01 亿元，当期计入投资收益 0.62 亿元。2015 年公司实现投资收益 0.54 亿元，其中包括对南京中城栖霞资产管理公司的长期股权投资收益 17.58 万元，可供出售金融资产持有期间取得投资收益（河北银行、棕榈股份及上海中城联盟投资管理股份有限公司的分红款）共计 775.51 万元，持有到期的资产管理计划利息 51.60 万元以及交易性金融资产处置收益 4547.24 万元，主要为出售棕榈股份产生的收益。2016 年公司实现投资收益 0.95 亿元，包括对南京中城栖霞资产管理公司、上海嘉实装饰公司和栖霞幼儿园的长期股权投资收益 90.81 万元，可供出售金融资产持有期间取得投资收益（河北银行的分红款）964.81 万元，持有到期的资产管理计划利息 51.65 万元以及可供出售金融资产处置收益 7011.36 万元，主要为出于补充流动资金目的，减持棕榈股份 750 万股。2017 年前三季度，公司实现净投资收益 1.52 亿元，主要包括出售棕榈股份收益 1.24 亿元<sup>11</sup>、河北银行分红款 0.15 亿元、上海中城联盟投资管理股份有限公司的分红款 0.06 亿元以及出售交易性金融资产获得的投资收益 0.02 亿元等。

2014-2016 年该公司营业利润分别为 0.78 亿元、2.65 亿元和 2.40 亿元；同期营业利润率分别为 2.74%、4.61%和 8.27%，逐年上升。公司营业外收入主要来自小贷公司的赔偿、违约金收入和少量的政府补助，2014-2016 年公司分别实现营业外收入 341.76 万元、234.52 万元和 617.38 万元。其中 2016 年营业外收入的大幅增长主要来自于客户违约金。近年来，公司对外捐赠和支付地方基金等金额有所降低，2014-2016 年公司营业外支出分别为 457.81 万元、334.24 万元和 137.17 万元，逐年下降。2017 年前三季度，公司实现营业外收入继续增长至 906.60 万元，同期营业外支出 134.27 万元。

图表 21. 公司盈利主要来源及构成分析（单位：亿元）

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年 前三季度
营业毛利	4.28	8.96	5.93	1.74

<sup>11</sup> 2017 年前三季度，公司以集中竞价交易方式合计减持棕榈股份 1377 万股。

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年 前三季度
投资净收益	0.72	0.54	0.95	1.52
公允价值变动净收益	-	-	-0.15	-0.05
营业外净收入	-0.01	-0.01	0.05	0.08
合计	4.99	9.49	6.78	3.29

注：根据栖霞建设提供的数据整理、计算

近年来，该公司 ROA 逐年增长，ROE 有一定波动性，主要是由于公司调整资本结构，降低短期债务，杠杆率波动所致。2017 年前三季度，公司净利润为 0.77 亿元。

图表 22. 公司主要盈利指标（单位：%）

	2014 年	2015 年	2016 年
综合毛利率	15.07	15.62	20.48
营业利润率	2.74	4.62	8.30
总资产报酬率	0.82	2.61	2.76
净资产收益率	0.35	4.49	4.45

注：根据栖霞建设提供的数据整理、计算

## （二）公司偿债能力

房地产项目具有较强的周期性。2016 年，该公司由于新项目陆续开工以及土地购买力度的加大而面临较大的资金补充需求，主要依赖债务融资渠道满足。截至 2017 年 9 月末，公司已积聚了较大债务偿付压力。随着在开发项目陆续进入预售期，预计未来公司资金回笼将有所好转。

### 1. 债务分析

2014-2016 年末该公司负债总额分别为 108.92 亿元、93.51 亿元和 100.48 亿元，资产负债率分别为 74.41%、69.44%和 71.67%，呈现一定的波动性。2017 年 3 月末，公司负债总额 103.51 亿元，资产负债率为 72.19%。

从债务期限结构来看，2014-2016 年末，该公司流动负债余额分别为 78.76 亿元、59.08 亿元和 52.51 亿元，分别占期末债务总额的 72.31%、63.18%和 52.26%。2016 年末，公司流动负债主要由预收款项、一年内到期的非流动负债、应付账款和其他应付款构成，上述款项余额分为 10.98 亿元、21.39 亿元、6.23 亿元和 11.32 亿元，占流动负债的比重分别为 20.91%、40.74%、11.86%和 21.56%。其中，公司预收账款主要为预收的房地产项目销售款，随着房地产项目竣工交付，该项负债将转化为销售收入，受 2016 年公司商品房销售金额下降因素影响，当年末预收款项较

上年末下降 43.18% 至 10.98 亿元；其他应付款中 89.68% 为应付安居集团有限公司的代建款，由于房地产开发项目逐期推进，整体建设周期较长，这一负债期限弹性较大。2016 年末应付账款同比下降了 39.46%，主要是由于公司支付了南京羊山湖花园、南京枫情水岸及南京幸福城工程款所致。2016 年末，公司短期刚性债务现金覆盖率为 58.87%，较上年下降 63.01 个百分点，主要是由于货币资金的减少和短期借款、一年内到期长期借款的增加所致，短期偿债能力有所下降。2017 年 9 月末，由于偿还银行借款，公司流动负债余额较年初下降 15.02% 至 44.63 亿元。公司其他流动负债较年初增加 9.98 亿元，系公司发行的 2017 年第一期短期融资券。由于长期借款增加，公司非流动负债余额较年初上升 22.74% 至 58.88 亿元。

2014-2016 年末，该公司非流动负债分别为 30.16 亿元、34.43 亿元和 47.97 亿元，主要为长期借款和应付债券。公司长期借款主要为保证借款和信用借款；应付债券分别为 15 宁栖建 MTN001 和 16 宁栖建 MTN001。截至 2017 年 9 月末，公司非流动负债余额为 58.88 亿元，其中长期借款和应付债券金额分别为 41.82 亿元和 14.66 亿元。近年来公司刚性债务规模总体呈上升趋势，主要由于长期借款和发行债券规模的增加。

**图表 23. 公司刚性债务构成分析 (单位: 亿元)**

资金来源构成	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末
短期借款	2.20	-	1.00	-
应付票据	0.30	0.05	0.04	0.06
一年内到期的长期借款	19.31	18.11	21.39	11.96
其他短期刚性债务	0.25	0.52	0.56	0.55
长期借款	28.13	21.51	30.96	41.82
应付债券	-	9.86	14.63	14.66
<b>合计</b>	<b>50.19</b>	<b>50.06</b>	<b>68.58</b>	<b>69.06</b>

注：根据栖霞建设提供资料整理、绘制

截至 2017 年 9 月末，该公司对外担保余额 6.55 亿元，系对栖霞集团及其子公司借款的担保。

## 2. 现金流分析

近年来，该公司现金回笼速度有所放缓，营业收入现金率逐年下降。由于项目结转周期及拿地影响，公司各年份经营性现金流波动性较大。2014 年，由于未获取新的土地，公司经营活动现金流支出减少。2015 年受益于南京项目销售资金回笼，经营活动现金流入大幅增加。2016 年由

于销售回款减少以及支付的土地款增加，公司经营环节现金净流出 17.37 亿元。

该公司对外投资主要是购买交易性金融资产、对河北银行的股权投资和收购汇锦小贷公司等少数股权投资。2014 年 9 月，南京栖霞建设仙林有限公司减资，公司按股权比例收回投资成本 1530 万元。同年，公司转让了电子网版公司 50% 的股权，转让价格为 2.01 亿元。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增加，公司收回投资收到的资金有大幅增加，当年投资活动净现金流净流出有所收窄。近年来公司筹资活动净现金流由负转正，并大幅上升。

2017 年前三季度，由于没有新增土地储备，该公司经营活动现金流出减少。由于同期公司销售回款大幅减少，营业收入现金率下降至 67.30%。同期投资活动现金流由净流出转为净流入，主要是由于当期公司减少购买交易性金融资产。

**图表 24. 公司现金流量分析 (单位: %、亿元)**

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年 前三季度
营业收入现金率	118.35	82.86	73.41	67.30
经营活动产生的现金流量净额	9.62	15.40	-23.25	1.24
投资活动产生的现金流量净额	1.18	-4.71	-2.79	0.10
筹资活动产生的现金流量净额	-8.75	-4.03	14.86	6.37

注：根据栖霞建设提供资料整理、绘制

2014-2016 年该公司 EBITDA 分别为 1.35 亿元、3.93 亿元和 4.14 亿元。2014 年，因无锡东方天郡项目的亏损，导致公司当年利润总额大幅下降 73.06%，EBITDA 对债务的覆盖程度大幅下降，2015 年由于南京项目销售较好，EBITDA 有所回升。2016 年 EBITDA 的增加主要是由于当期融资规模扩大，财务费用中利息支出增长所致。2016 年以来，由于经营性现金流净额呈净流出状态，现金对债务的保障程度大幅降低。

**图表 25. 栖霞建设现金流对债务的覆盖情况**

指标名称	2014 年	2015 年	2016 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.27	0.97	1.01
EBITDA/刚性负债(倍)	0.03	0.08	0.07
经营性现金流净额(亿元)	9.62	15.40	-23.25

指标名称	2014 年	2015 年	2016 年
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	13.17	22.35	-41.67
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	9.14	15.22	-23.97

注：根据栖霞建设提供的财务数据整理绘制

### 3. 资产质量分析

随着项目建设规模的扩大，近年来该公司资产总额不断增长，2014-2016 年末，公司资产总额分别为 146.38 亿元、134.67 亿元和 140.20 亿元，同期末公司所有者权益分别为 37.45 亿元、41.16 亿元和 40.82 亿元。2011 年以来，公司按照股东大会决议，持续以现金分红，尽管其规模相对较小，但在某种程度上弱化了公司债务偿还保障能力。受利润分配影响，2014 年公司所有者权益有小幅下降；2015 年，受益于较好的盈利状况，公司所有者权益有所上升；2016 年主要受棕榈股份公允价值降低所致，公司其他综合收益有所下降，当年末所有者权益亦有所下降。

2016 年末，该公司流动资产为 114.48 亿元，占资产总额的比重为 81.66%，主要由存货、预付款项和货币资金构成。2016 年末，上述款项余额分别为 95.14 亿元、2.01 亿元和 11.52 亿元；同期末存货中开发成本和开发产品金额分别为 43.10 亿元和 39.10 亿元，2016 年末公司存货中有 3.22 亿元用于对外担保。2016 年公司对无锡栖园和苏州栖庭项目合计计提存货跌价准备 0.37 亿元。公司预付款项主要为预付工程款，主要为南京瑜景湾项目支出。2016 年末，公司货币资金余额为 11.52 亿元（其中受限货币资金 0.13 亿元，主要为各类保证金），较上年下降 49.42%，主要是由当期房地产业务结转收入减少而支付土地款成本上升，经营活动净现金流大幅下降所致；同期末，公司其他应收款余额 2.85 亿元，较上年上升 167.57%，主要是由于支付了南通市不动产登记中心土地拍卖保证金所致。2016 年末，公司可交易性金融资产增加 2.02 亿元，主要是由于当期在二级市场购买的交易性金融资产尚未出售的余额。

2016 年末，该公司非流动资产规模 25.71 亿元，主要由可供出售金融资产和投资性房地产构成。2016 年末，上述款项余额分别为 17.13 亿元和 6.58 亿元。近年来公司投资性房地产逐年增加，主要为无锡东方天郡和苏州栖庭项目配套商业及出租部分底层门面房增加所致，公司投资性房地产采用成本模式入账，截至 2016 年末，投资性房地产中有 2.66 亿元用于担保。因会计准则变更，公司对河北银行的投资由长期股权投资科目转入可供出售金融资产科目，截至 2016 年末，公司共持有河北银行 1.85 亿股，账面价值 10.51 亿元，公司对河北银行的股份没有质押。截至 2017 年 9 月末，公司持有棕榈股份 1.01 亿股，账面价值为 10.25 亿

元，其中已质押股数为 1 亿股，按照 2017 年 9 月 29 日收盘价 6.06 元/股，折合人民币 6.06 亿元。

2017 年 9 月末，该公司资产总额为 143.39 亿元，其中流动资产 116.20 亿元。其中公司货币资金较年初增长 66.91% 至 19.23 亿元，主要是由于 2017 年前三季度没有新增土地储备以及对外投资的减少。其他应收款较年初下降 66.55% 至 0.95 亿元，主要是由于收回土地竞拍保证金所致。其他资产较年初变化不大。

图表 26. 公司核心资产分布及变化趋势（亿元，%）

项目	2014 年末		2015 年末		2016 年末		2017 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
现金	16.32	11.15	22.77	16.91	11.52	8.22	19.23	13.41
存货	103.79	70.91	81.59	60.59	95.14	67.87	90.35	63.01
其他应收款	2.50	1.71	1.06	0.79	2.85	2.03	0.95	0.66
可供出售金融资产	10.29	7.03	18.93	14.06	17.13	12.22	18.40	12.83
投资性房地产	3.77	2.58	4.44	3.30	6.58	4.70	6.81	4.75

注：根据栖霞建设提供的财务数据整理绘制

## 七、公司抗风险能力/外部支持

### （一）自身抗风险能力

该公司拥有 30 年的房地产项目开发经验，在南京市场具有一定的行业地位和品牌知名度。公司作为栖霞集团核心子公司，可在日常业务、融资担保等方面得到股东支持。

该公司作为国内首个核准制下的 A 股上市房企，拥有丰富的房地产行业开发、经营经验，有助于降低行业波动对公司经营产生的不良影响，增强抵御系统性风险的能力。

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，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。

该公司近年来不断加大对外投资力度，公司投资的河北银行和上市公司棕榈股份运营稳定，公司对外投资变现能力较好，有助于分散房地产行业投资风险，提升自身的抗风险能力。

## （二）外部支持

该公司作为栖霞集团控股的国有房地产企业，栖霞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。

该公司与当地多家银行建立了紧密的合作关系，截至 2017 年 9 月末，公司已获银行授信总额为 75.40 亿元，其中尚未使用的授信额度为 21.61 亿元。

## 八、担保人分析

南京栖霞国有资产经营有限公司（以下简称“栖霞国资”）对本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，以增强本期债券本息到期偿付的安全性。栖霞国资前身为成立于 1999 年的南京市栖霞区国有资产投资中心，2012 年名称变更为现名。栖霞国资作为栖霞区最重要的基础设施建设和国有资产运营平台，主要负责栖霞区范围内的园区开发与运营、保障房建设和商品房开发等业务，唯一股东和实际控制人为栖霞区财政局。

该公司营业收入主要来自保障房建设和商品房开发业务，园区开发与运营业务可为公司营业收入提供一定的补充。未来，随着各产业园区基础设施建设及房地产开发的推进，公司仍面临较大的投融资压力。

截至 2016 年末，栖霞国资注册资本为 8.00 亿元。同期末，该公司资产总额为 473.27 亿元，所有者权益为 150.94 亿元。2016 年，栖霞国资实现营业收入 31.28 亿元，净利润 1.81 亿元，实现经营性现金流净额为 -66.46 亿元。期末公司货币资金为 41.84 亿元，流动资产达到 333.46 亿元。截至 2016 年末，公司对外担保金额为 64.64 亿元，对外担保对象多为栖霞区下属国有企业，其中关联方担保金额为 54.17 亿元，对外担保规模较大。

近年来，该公司营业收入有一定波动，但毛利率水平逐年提高。公司盈利主要来源于房地产开发业务，易受房地产行业政策环境的影响。公司积累了较大规模刚性债务，偿债压力较重；但得益于货币资金较充裕，公司即期偿债压力较小。公司经营性现金流呈持续净流出状态，无法对债务偿付形成有效保障。资本结构方面，公司少数股东权益规模较大，存在不稳定风险。公司资产中其他应收款和存货占比较大，实际流动性较弱。此外，公司对外担保规模大，面临较大的或有负债风险。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司给予南京栖霞国有资产经营

有限公司 AA<sup>+</sup>信用等级。

## 九、结论

该公司是栖霞国资控股的国有上市房地产公司，公司法人治理结构健全，组织结构较为合理，工作管理规范，并制定了较为完善的内部管理制度。公司高层管理团队成员在住宅物业的投融资建设、项目管理方面拥有丰富的经验，较好地满足了公司业务发展的需要。公司控股股东栖霞建设集团通过担保、委托借款等多种方式为公司业务发展提供支持。

该公司经过多年发展，逐渐形成了以商品房开发业务为主，多种业务共同发展的业务格局。公司房地产业务集中于南京和无锡。近年来，房地产业务开发增速有所放缓，总体销售情况一般。公司小贷业务风险逐渐暴露，经营压力相对较大。近年来，主要受政策调控及结转项目影响，公司收入和毛利率波动性较大。根据公司业绩预减公告，2017年公司净利润预计大幅下降，主要是由于当年在南京地区商品房结转营业收入大幅减少以及无锡地区结转项目毛利率较低。公司整体盈利能力一般。近年来投资收益对公司盈利贡献比重逐年增大，公司盈利稳定性有所减弱。房地产项目具有较强的周期性。2016年，公司由于新项目陆续开工以及土地购买力度的加大而面临较大的资金补充需求，主要依赖债务融资渠道满足。截至2017年9月末，公司已积聚了较大债务偿付压力。随着在开发项目陆续进入预售期，预计未来公司资金回笼将有所好转。我们将持续关注公司后续房地产开发及销售回款情况。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

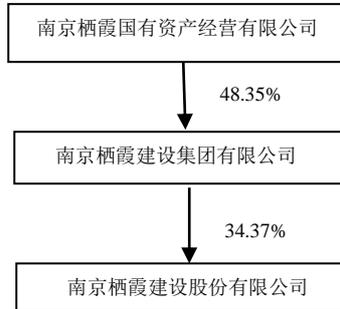
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

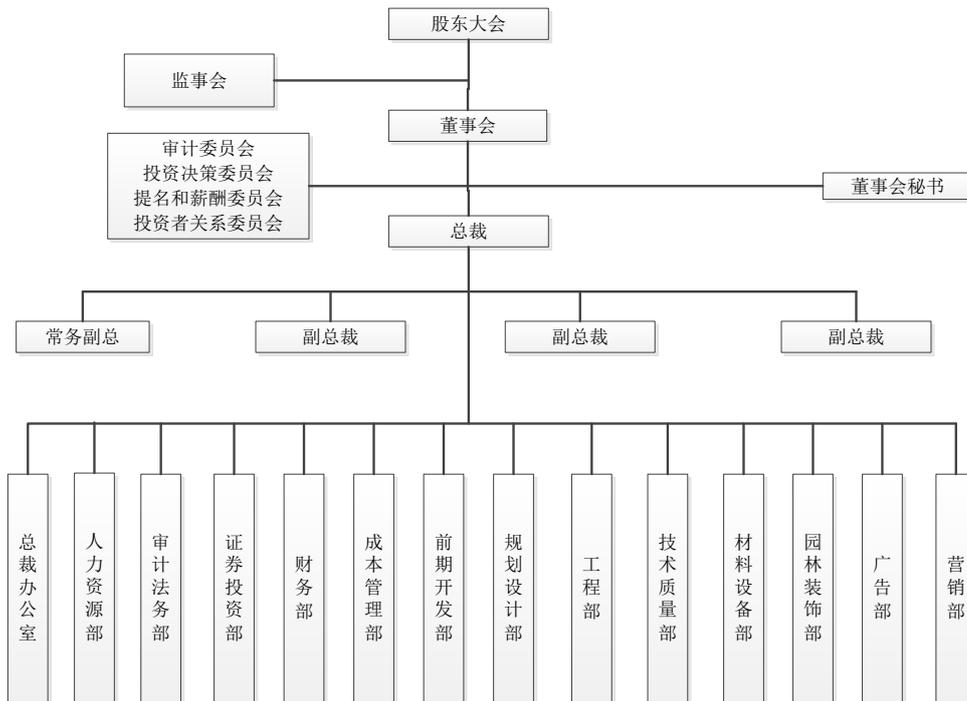
## 公司与实际控制人关系图



注：根据栖霞建设提供的资料绘制（截至 2017 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 2017 年 9 月末）

附录三：

## 公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2016 年主要财务数据 (亿元)					备注
全称	简称			刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
南京东方房地产开发有限公司	南京东方	100	房地产开发	0	0.31	0.09	0.03	0.12	商品房
无锡栖霞建设有限公司	无锡栖霞	100	房地产开发	0	0.58	0.16	0.07	0.18	商品房
南京栖霞建设仙林有限公司	南京仙林	51	房地产开发	6.7	3.30	3.95	0.34	3.5	商品房
苏州栖霞建设有限责任公司	苏州栖霞	100	房地产开发	0	0.23	0	-0.13		商品房
无锡锡山栖霞建设有限公司	无锡锡山	100	房地产开发	1.9	2.75	0.27	-0.27	0.31	商品房
南京卓辰投资有限公司	南京卓辰	100	实业投资、 商铺运营	0	0.26	0.001	-0.008	0.001	商铺
苏州卓辰置业有限公司	苏州卓辰	100	房地产开发	0	1.73	0.08	0.03	0.095	商品房
南京迈燕房地产开发有限公司	南京迈燕	100	房地产开发	0	1.20	0	-0.001		商品房
南京市栖霞区锦汇农村小额贷款有限公司	锦汇小贷	93.5	其他	5.5	1.89	0	-0.07	3.18	提供贷款
海南卓辰置业有限公司	海南卓辰	100	房地产开发	0	0.47	1.02	0.05	1.05	商品房
无锡卓辰置业有限公司	无锡卓辰	100	房地产开发	0	0.007	0.02	-0.01	0.02	商品房

名称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2016年主要财务数据(亿元)					备注
全称	简称			刚性债务余 额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现 金净流入量	
南京栖霞建设集团物业有限公司	南京栖霞物业	70	物业管理	0	0.31	0.09	0.03	0.12	各小区物业管理
苏州枫庭酒店管理有限公司	苏州枫庭	100	服务业	0	0.58	0.16	0.07	0.18	便捷酒店
江苏星连家电子商务有限公司	星连家	100	电子商务	0	0.027	0.008	-0.033	0.03	

注：根据栖霞建设提供的资料整理

附录四：

## 主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014年	2015年	2016年	2017年 前三季度
资产总额 [亿元]	146.38	134.67	140.20	143.39
货币资金 [亿元]	16.32	22.77	11.52	19.23
刚性债务[亿元]	50.19	50.06	68.58	68.51
所有者权益 [亿元]	37.45	41.16	39.71	39.88
营业收入[亿元]	28.41	57.37	28.96	14.01
净利润 [亿元]	0.12	1.76	1.80	0.77
EBITDA[亿元]	1.35	3.93	4.14	—
经营性现金净流入量[亿元]	9.62	15.40	-23.25	1.24
投资性现金净流入量[亿元]	1.18	-4.71	-2.79	0.10
资产负债率[%]	74.41	69.44	71.67	72.19
长期资本固定化比率[%]	23.87	34.39	29.32	27.54
权益资本与刚性债务比率[%]	74.62	82.22	49.83	58.21
流动比率[%]	165.36	183.94	218.01	260.37
速动比率 [%]	26.50	42.59	32.99	51.04
现金比率[%]	20.72	38.55	25.78	47.44
利息保障倍数[倍]	0.23	0.91	0.92	—
有形净值债务率[%]	290.86	227.20	253.39	259.74
营运资金与非流动负债比率[%]	170.65	144.04	129.18	121.54
担保比率[%]	19.44	23.81	20.40	—
应收账款周转速度[次]	375.89	737.17	438.37	—
存货周转速度[次]	0.25	0.52	0.26	—
固定资产周转速度[次]	129.31	214.14	90.10	—
总资产周转速度[次]	0.20	0.41	0.21	—
毛利率[%]	15.07	15.62	20.48	12.19
营业利润率[%]	2.74	4.62	8.30	5.96
总资产收益率[%]	0.82	2.61	2.76	—
净资产收益率[%]	0.33	4.49	4.45	—
净资产收益率*[%]	0.35	4.89	4.93	—
营业收入现金率[%]	118.35	82.86	73.41	67.30
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	13.17	22.35	-41.67	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	9.14	15.22	-23.97	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	14.78	15.52	-46.68	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	10.26	10.57	-26.85	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.27	0.97	1.01	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.08	0.04	—

注：表中数据依据栖霞建设经审计的 2014-2016 年度及未经审计的 2017 年前三季度财务数据整理、计算。

附录五:

## 担保方主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014年	2015年	2016年
资产总额 [亿元]	309.16	396.69	473.27
货币资金 [亿元]	52.74	48.53	41.84
刚性债务[亿元]	120.78	150.18	216.75
所有者权益 [亿元]	102.37	128.22	150.94
营业收入[亿元]	41.84	60.87	31.28
净利润 [亿元]	1.22	2.21	1.81
EBITDA[亿元]	4.16	5.81	5.83
经营性现金净流入量[亿元]	-15.15	-9.82	-66.46
投资性现金净流入量[亿元]	-8.27	-11.44	-9.66
资产负债率[%]	66.89	67.68	68.11
长期资本固定化比率[%]	64.55	60.70	101.31
权益资本与刚性债务比率[%]	84.75	85.37	69.64
流动比率[%]	187.04	168.19	208.26
速动比率 [%]	61.48	54.88	67.02
现金比率[%]	42.06	29.06	27.40
利息保障倍数[倍]	0.45	0.52	0.47
有形净值债务率[%]	203.74	210.84	214.79
营运资金与非流动负债比率[%]	—	—	42.82
担保比率[%]	12.72	16.20	22.41
应收账款周转速度[次]	-1.14	3.28	6.64
存货周转速度[次]	1.16	1.44	1.12
固定资产周转速度[次]	1.19	1.91	1.30
总资产周转速度[次]	2.35	1.44	0.55
毛利率[%]	87.48	102.90	101.96
营业利润率[%]	-12.05	-6.71	-40.62
总资产收益率[%]	-7.33	-4.13	-22.50
净资产收益率[%]	-18.63	-14.53	-46.53
净资产收益率*[%]	-11.32	-8.95	-25.77
营业收入现金率[%]	0.52	0.60	0.56
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.03	0.04	0.03
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	309.16	396.69	473.27
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	52.74	48.53	41.84
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	120.78	150.18	216.75
EBITDA/利息支出[倍]	102.37	128.22	150.94
EBITDA/刚性债务[倍]	41.84	60.87	31.28

注：表中数据依据栖霞国资经审计的2014-2016年度财务数据整理、计算。

附录六：

## 各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×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%
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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/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%
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%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/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%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/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%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(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)/[(期初负债合计+期末负债合计)/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/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/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

附录七：

## 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。