

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）

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(2018)100254】

评级对象: 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)

18 栖建 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA+/2018 年 6 月 21 日

首次评级: AA/稳定/AA+/2018 年 3 月 7 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
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	9.78
刚性债务	38.27	51.72	66.45	72.64
所有者权益	40.80	40.82	39.64	39.05
经营性现金净流入量	14.16	-26.83	-19.52	-3.47
合并口径数据及指标:				
总资产	134.67	140.20	153.42	157.78
总负债	93.51	100.48	114.94	119.93
刚性债务	50.06	68.58	89.61	97.14
所有者权益	41.16	39.71	38.48	37.85
营业收入	57.37	28.96	17.02	1.71
净利润	1.76	1.80	0.57	-0.12
经营性现金净流入量	15.40	-23.25	-13.67	-4.42
EBITDA	3.93	4.14	2.08	—
资产负债率[%]	69.44	71.67	74.92	76.01
权益资本与刚性债务比率[%]	82.22	57.90	42.95	38.97
流动比率[%]	183.94	218.01	221.47	213.72
现金比率[%]	38.55	25.78	25.51	25.08
利息保障倍数[倍]	0.91	0.92	0.45	—
净资产收益率[%]	4.49	4.45	1.45	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	22.35	-41.6	-24.84	-7.41
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	10.57	-26.85	-12.72	-4.20
EBITDA/利息支出[倍]	0.97	1.01	0.46	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.07	0.03	—

注:根据栖霞建设经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

黄蔚飞 hwf@shxsj.com
王琳璆 wlc@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”)及其公开发行的 2018 年公司债券(第一期)(简称“18 栖建 01”)的跟踪评级反映了 2017 年以来栖霞建设在区域内市场地位、土地成本及股东支持等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在市场波动、对单一项目依赖度高、房地产业务区域集中度较高、小贷业务运营风险及投资风险等方面继续面临压力。

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。**栖霞建设的商品房部分土地成本相对较低,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。
- **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:

- **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。
- **对单个房地产项目依赖程度较高,近年来收入萎缩明显。**栖霞建设在手房地产项目数量有限,开发受项目开发波动影响大。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,下降明显。
- **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。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多，不良率高，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，且质押比例较高。由于棕榈股份股价大幅下滑，公司面临一定的股票质押平仓风险。

➤ 未来展望

通过对栖霞建设及其发行的上述公司债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；认为上述公司债还本付息安全性很高，并维持上述公司债 AA+ 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

公开发行 2018 年公司债券（第一期）

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公开发行 2018 年公司债券（第一期）（简称“18 栖建 01”）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 年第一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，进行定期跟踪评级。

该公司 2015 年以来发行债务融资工具情况如下表所示。其中，18 栖建 01 募集资金 13.40 亿元，全部用于偿还公司债务。

图表 1. 公司 2015 年以来注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	起息日期	注册额度/注册时间	本息兑付情况
18 栖建 01	13.40	5 年	6.36	2018/04/02	基础发行规模 10.00 亿元，可超额配售不超过 5.00 亿元/2017 年 7 月	—
18 栖霞建设 CP001	5.00	365 天	6.25	2018/04/26	15.00 亿元/2017 年 5 月	—
17 栖霞建设 CP001	10.00	365 天	6.50	2017/06/09		—
16 宁栖建 MTN001	4.80	5 年	4.80	2016/02/25	14.80 亿元/2015 年 6 月	利息正常兑付
15 宁栖建 MTN001	10.00	5 年	6.20	2015/07/15		利息正常兑付

资料来源：栖霞建设

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房

地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；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。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，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。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，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，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，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。人民币作为全球储备货币，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不断向前推进。

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 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，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，打好三大攻坚战，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和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。

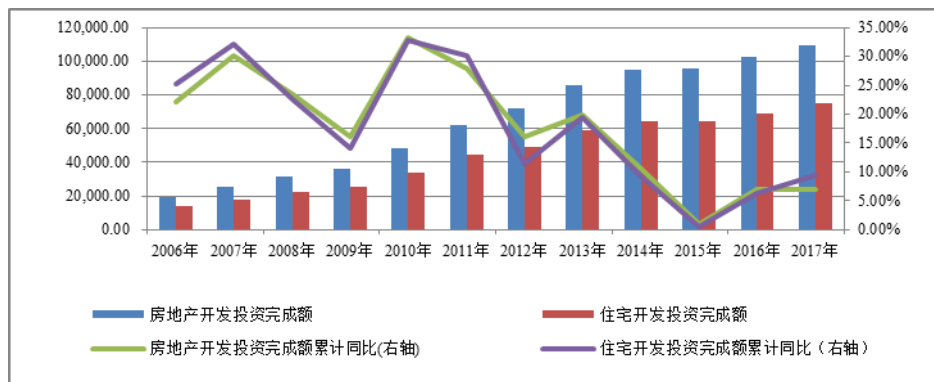
(2) 行业因素

房地产是我国经济的支柱产业之一，且未来仍有较大的发展空间。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。2017年以来，主要热点城市的住宅销售面积因调控政策收紧而出现涨幅显著收窄的现象，重点城市成交规模持续回落，房地产行业平均营业收入及净利润增速下滑，未来行业盈利能力提升承压。2018年，在地方政府对房地产销售节奏与价格的干预以及非传统融资渠道严监管背景下，房地产行业面临的资金链风险显著加大。部分中小型开发商以及前期高价储备土地量较大的大型开发商，其信用风险暴露可能性明显上升。

A. 房地产行业概况

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年度我国房地产行业完成投资额为10.98万亿元，较上年同期增长7.00%；住宅年完成投资额为7.51万亿元，较上年同期增长9.40%，增速较上年同期放缓。根据国家统计局数据显示，2017年度我国人口城镇化率为58.52%，较上年提升了1.17个百分点，未来仍有较大的发展空间。

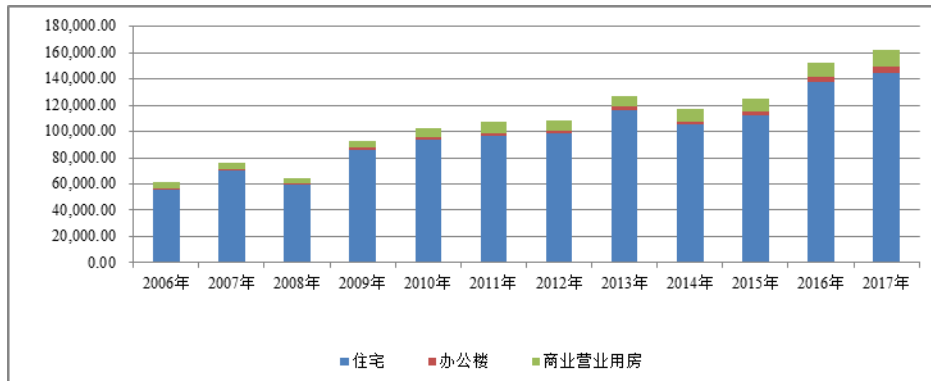
图表 2. 2006-2017 年度房地产投资情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯及国家统计局

2017 年我国商品房新房销售面积为 16.94 亿平方米，累计同比增长 7.70%，较上年同期涨幅收窄 14.80 个百分点；其中住宅销售面积为 14.48 亿平方米，累计同比增长 5.30%，较上年同期收窄 17.10 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 年度楼市总体成交量较 2016 年下降 16.17%，其中一线城市下降幅度达 37%，成交规模降到 2011 年以来同期新低。

图表 3. 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）



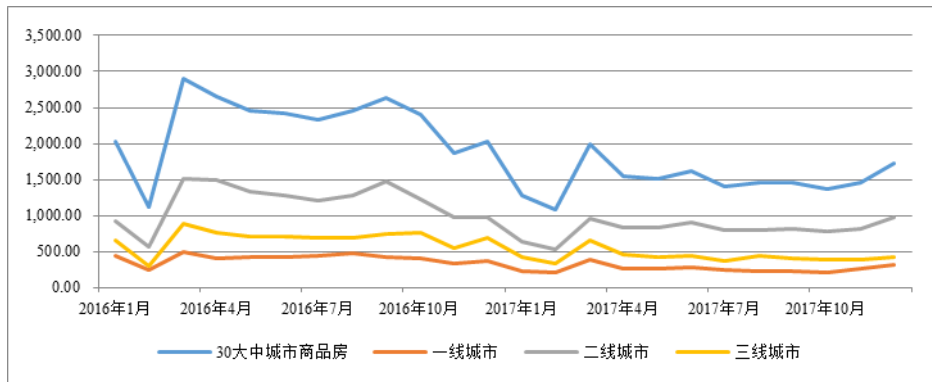
资料来源：Wind 资讯

B. 政策环境

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。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，楼市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。

2017 年度，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。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 4. 2016 年至 2017 年 10 月我国 30 大中城市¹商品房日均成交面积



资料来源：Wind 资讯

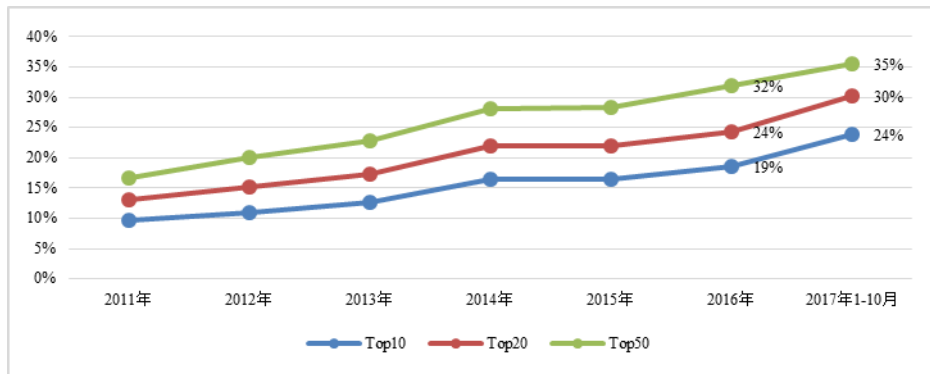
2017 年 4 月，住房和城乡建设部及国土资源部下发的《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（建房[2017]80 号）明确，建立健全购租并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场；在租赁住房供需矛盾突出的超大和特大城市，开展集体建设用地上建设租赁住房试点。同年 8 月，国土资源部、住建部发布《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，确定第一批在北京、上海、沈阳、南京、杭州、厦门、广州、武汉等 13 个城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点。

C. 竞争格局/态势

我国房地产行业竞争激烈，预计未来行业集中度将进一步提升。房地产开发行业整体增长及盈利受政策调控影响巨大，具有明显的周期波动性；房地产行业属于资金密集型行业，具有前期投入大、开发周期长等特点。在土地成本提升以及金融环境收紧的情况下，具有较强资金实力和多融资渠道的房地产企业具有更大的竞争优势。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，而中小房企或由于项目布局过于集中，或由于融资能力受限，未来面临更大的市场竞争压力和整合风险。

¹ 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。

图表 5. 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

图表 6. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	存货周转率	营业周期	总资产	剔除预收账款后的资产负债率	净利润	经营活动现金流净额
绿地控股集团股份有限公司	2901.74	14.34	0.50	764	8485.33	84.71	135.72	588.63
万科企业股份有限公司	2428.97	34.10	0.30	1201	11654.39	75.36	372.08	823.23
保利房地产(集团)股份有限公司	1463.06	31.05	0.27	1329	6964.52	66.41	196.77	-292.96
华夏幸福基业股份有限公司	596.35	47.93	0.16	2272	3758.65	70.82	88.07	-162.28
新城控股集团股份有限公司	405.26	35.56	0.45	799	1835.27	80.42	62.60	-104.85
金地(集团)股份有限公司	373.32	34.25	0.31	1144	2079.42	61.36	94.77	-69.89
阳光城集团股份有限公司	331.63	25.08	0.25	1465	2132.50	82.34	22.28	88.19
泰禾集团股份有限公司	243.31	27.63	0.15	2363	2064.21	86.34	23.33	-125.53
华远地产股份有限公司	99.04	28.03	0.36	1008	343.53	75.02	11.52	6.84
中交地产股份有限公司	57.94	29.67	0.21	1682	327.23	84.23	7.83	-36.14
广州珠江实业开发股份有限公司	42.40	37.28	0.42	848	136.44	71.24	5.26	7.76
广宇集团股份有限公司	34.65	21.82	0.58	622	81.98	43.11	2.89	5.04
南京栖霞建设股份有限公司	17.02	16.68	0.14	2,605	153.42	73.69	0.57	-13.67

资料来源：新世纪评级整理。

D. 风险关注

政策调控深化，楼市成交热度回落

2017 年起，我国调控政策由一二线热点城市向城市群扩围。根据中指数据显示，2017 年上半年，长三角、珠三角、京津冀三大城市群内部三四线城市联动中心城市出台收紧政策；下半年，三四线城市调控进一步扩围，集中在山东半岛城市群、海西城市群、安徽中部及中西部地区。加之近期多地限售政策加码，供需双限，各线城市整体成交面积回落。在地方政府对房地产销售节奏及价格持续干预的背景下，房企资金回笼速度及规模进一步承压。

市场需求受限，房企资金回笼承压

2017年我国房地产行业的金融监管及信贷政策进一步收紧：地方政府加强商品房价格管控；银监会严厉打击“首付贷”、“消费贷”；多家商业银行上调首套房贷款利率，房地产金融端持续收紧。此外，短期政策调控与长期住房制度建设相结合，一方面限售限购限贷政策持续加码抑制市场需求，一方面共有产权住房及长租公寓快速发展，促进购房需求向租房转化。在此背景下，有效购房需求显著受限，房企资金回笼承压。

资渠道收窄，房企资金链压力显著加大

自2016年下半年开始，房企融资渠道陆续受限，银行开发贷、公司债、信托、私募等均已收紧。2016年10月，上交所及深交所下发《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，对房地产企业公司债券发行审核试行分类监管；2017年2月，中国基金业协会发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第4号-私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》，禁止私募资管产品通过明股实债、委托贷款等方式投资热点城市普通住宅项目；2017年12月，中国银监会发布《关于规范银信类业务的通知》，要求不得将信托资金违规投向房地产等限制或禁止领域，信托作为房地产融资的重要渠道面临收缩。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数据显示，2018及2019年为房企公司债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模分别为5,001亿元和6,350亿元，结合流动性收紧和市场交易下滑的预期，房企资金链压力凸显。

(3) 区域市场因素

2017年，随着调控政策趋严，南京市商品住宅成交量大幅下降，房地产市场投资增速亦有所放缓。南京市土地市场较为平稳，开发商拿地趋于理性。2017年无锡市房地产成交量亦出现明显下滑，住宅均价则稳步上涨，刚需和刚改为市场需求主流。无锡市土地供应稳中有涨，受政策影响，预计未来租赁型用地供给将会有一定程度增加。

新房市场方面，受供给大幅缩水等因素影响，新增商品住宅总面积688.73万平方米，同比下降36.64%。根据CREIS中指数据，2017年南京共成交商品住宅6.22万套，成交面积710.43万平方米，同比下降51.27%。其中近四成为80(含)-100平方米刚需户型，其次为100(含)-120平方米户型，占比为21.03%；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，2017年南京土地市场较为平稳，地块溢价率明显降低，开发商们在拿地方面更加趋于理性。

图表 7. 南京市房地产开发与销售情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
房地产投资完成额（亿元）	1429.02	1845.60	2170.21
房地产投资完成额同比增长（%）	27.00	29.20	17.60
商品房施工面积（万平方米）	7084.44	7691.41	—
商品房新开工面积（万平方米）	1609.58	2,281.02	—
商品房销售面积（万平方米）	1543.16	1558.18	1429.61
商品房销售面积同比增长（%）	27.80	1.00	-8.30

资料来源：南京市统计局，新世纪整理

新房市场方面，受限购等因素影响，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 51.00%；成交均价 1.19 万元/平方米，同比上涨 12.50%。土地市场方面，2017 年上半年，无锡市土地市场延续 2016 年下半年热度，平均溢价率达 44.19%；2017 年下半年，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。无锡房地产新房供应充足，预计后续整体市场将维持平稳。

图表 8. 无锡市房地产开发与销售情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
房地产投资完成额（亿元）	991.66	1,033.62	1,201.89	289.41
房地产投资完成额同比增长（%）	13.20	4.20	16.30	40.50
房屋施工面积（万平方米）	4056.59	5986.76	5736.51	4666.46
房屋新开工面积（万平方米）	426.37	978.18	1111.53	244.98
房屋竣工面积（万平方米）	643.00	1325.22	1129.90	176.58
商品房销售面积（万平方米）	986.91	1276.41	1182.09	220.73
商品房销售面积同比增长（%）	14.40	29.30	-7.40	14.70

资料来源：无锡市统计局，新世纪整理

该公司房地产开发业务主要集中于南京和无锡，2017 年以来南京和无锡房地产调控政策如下表所示。2018 年 1 月，南京市出台《关于进一步加强人才安居工作的实施意见》，根据该意见，研究生以上学历、40 岁以下本科学历以及具有高级工及以上职业资格证书类技术技能人才可直接落户并享受相应购房政策，该政策的实施效果尚待观察。

图表 9. 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	2 年	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

					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	2 年	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。公司开发项目数量不多，导致营业收入受结转周期影响，出现较大波动。跟踪期内，由于项目结转收入减少，公司毛利下降，主营业务盈利弱化，棕榈园林股权处置带来的投资收益成为公司盈利重要构成。

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，也包含部分保障房建设。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 10. 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/等

资料来源：栖霞建设

(1) 主业运营状况/竞争地位

房地产开发业务是该公司营业收入和利润的最主要来源。受政策调控、项目销售情况及结转周期等综合影响，该业务板块整体收入呈下降趋势。

图表 11. 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 年第一季度
营业收入合计	57.37	28.96	17.07	1.72
其中：房地产开发（亿元）	56.08	27.60	15.60	1.36
在营业收入中所占比重（%）	97.73	95.30	91.71	79.07
其中：（1）商品房	38.33	21.98	10.20	1.36
在房地产业务收入中所占比重（%）	68.35	79.64	65.38	100.00
（2）保障房	17.74	5.62	5.40	—
在房地产业务收入中所占比重（%）	31.63	20.36	34.62	—
毛利率（%）	15.62	20.48	16.68	30.49
其中：房地产开发（%）	15.54	20.96	17.79	1.36
-商品房（%）	19.49	24.89	23.62	100.00

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
-保障房 (%)	7.00	5.60	6.81	—

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。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 12. 公司房地产收入分布情况（单位：亿元、%）

区域分布	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
南京	48.01	85.61	19.85	71.92	6.44	41.30	0.03	2.36
无锡	5.55	9.89	7.41	26.84	9.06	58.11	1.24	97.64
苏州	2.52	4.50	0.34	1.24	0.092	0.59	-	-
合计	56.08	100.00	27.60	100.00	15.60	100.00	1.27	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、苏州等地，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。2017 年公司商品房竣工面积 8.63 万平方米，同比下降 66.90%，竣工项目主要为无锡栖庭一期，此外无锡东方天郡项目三期南区完成主体封顶。随着库存可售项目的减少，近年来公司销售面积与金额逐步下降。2017 年，公司实现商品房合同销售面积 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%。

图表 13. 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
2015 年	13.80	65.06	17.72	27.06	27.69	38.33
2016 年	13.45	26.07	10.20	27.06	14.94	21.98
2017 年	25.57	8.63	5.13	12.78	8.26	15.60
2018 年第一季度	11.45	0	0.42	0.76	0.79	1.27

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庭、无锡东方天郡、无锡栖园、南京瑜景湾以及苏州栖庭项目的车位。公司当年度房地产开发收入主要来自于无锡地区，其中无锡栖园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。而无锡栖庭项目由于推盘在市场低迷期，售价较低，导致该项目毛利率偏低。南京方面，当年南京瑜景湾项目结转较少，但毛利率较高。

图表 14. 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 年第一季度	
	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	-	-
瑜憬湾（南京）	-	-	10.91	27.37	1.04	67.26	0.03	21.68
东方天郡（无锡）	2.79	3.81	3.94	8.03	2.17	27.09	0.55	27.09
栖园（无锡）	2.70	15.52	3.44	21.93	1.79	42.70	0.45	51.45
栖庭（无锡）	-	-	-	-	4.97	4.07	0.24	39.49
栖庭（苏州）	-	-	-	-	0.09	81.96	-	-
枫情水岸（南京）	23.16	15.63	1.33	29.89	-	-	-	-
羊山湖花园（南京）	6.94	37.19	1.79	40.61	-	-	-	-
合计	35.90	-	21.41	-	10.19	-	1.27	-

资料来源：栖霞建设

项目储备

该公司目前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 2017-2020 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，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。截至 2018 年 3 月末，公司拟建项目主要为南京 G53 地块、无锡栖庭（二期）和无锡栖园（酒店）。

截至 2018 年 3 月末，该公司在建项目总可售面积 54.55 万平方米，其中 48.00 万平方米分布于南京，6.55 万平方米分布于无锡，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 33.07 亿元，累计实现资金回笼 33.07 亿元²，公司商品房销售项目资金回笼情况较好。当期末公司拟建项目建筑面积合计 28.52 万平方米，其中可售面积合计 14.62 万平方米。

截至 2018 年 3 月末，该公司在建及拟建项目总投资额为 153.21 亿元，已投资金额达 115.51 亿元，资金缺口为 37.70 亿元，公司未来仍有一定投资支出压力。

² 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。

图表 15. 2018 年 3 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	总投资规模 ³	已投资规模	开发周期	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	未来尚可回笼资金
南京瑜憬湾	住宅	25.30	25.63	2012-2017	26.17	11.54	19.08	5.36	11.01	11.01	42.00
南京 2015G46 地块	住宅	10.80	5.84	2017-2019	7.71	—	5.67	—	—	—	15.00
南京 2016G10 地块	商住	42.00	24.35	2017-2021	32.52	—	23.25	—	—	—	46.50
南京 G53 地块	住宅	28.00	17.60	2017-2021	13.10	—	8.00	—	—	—	32.00
南京合计	—	106.10	73.42	—	79.50	11.54	56.00	5.36	11.01	11.01	135.50
无锡栖庭	住宅	6.36	11.12	2014-2018	8.62	8.62	6.55	4.89	5.41	5.41	2.82
无锡东方天郡(三、四期)	住宅	31.72	27.84	2016-2019	31.72	—	—	21.08	16.65	16.65	—
无锡栖庭(二期)	住宅	6.44	2.44	2018-2020	8.73	—	6.62	—	—	—	11.90
无锡栖园(酒店)	酒店	2.59	0.69	2018-2020	6.69	—	—	—	—	—	—
无锡合计	—	47.11	42.09	—	55.76	8.62	13.17	25.97	22.06	22.06	14.72
合计	—	153.21	115.51	—	135.26	20.16	69.17	31.33	33.07	33.07	150.22

资料来源：栖霞建设

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。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⁴竞得南京市 NO.2017G53 地块。该地块总用地面积为 8.02 万平方米，规划建筑面积约为 13.10 万平方米。G53 地块与南京瑜憬湾项目相邻，毗邻迈皋桥地铁站，周边商业、生活配套成熟。公司在无锡地区拿地较早，无锡栖园（酒店）项目及无锡栖庭二期项目等土地成本相对较低。

图表 16. 2018 年 3 月末公司土地储备情况（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	13.10	17.60	17.60
合计	-	-	9.03	28.52	20.73	20.73

资料来源：栖霞建设

2018 年 5 月 22 日，该公司董事会审议先后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”）

³ 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。

⁴ 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。

以自有资金 2000 万认购苏州业方新增出资额⁵，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⁶，持股比例为 20%。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。公司拟与其他增资认购方共同承担对上述地块项目的开发、建设、销售及后期物业管理工作。

(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%。公司目前正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 3 月末，公司代建保障房尚需投资 0.03 亿元，后续投资支出压力小。

图表 17. 截至 2018 年 3 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	3.81	4.91	16.16	11.12	2008.09	2018.06	在建	1.30
南京幸福城	54.00	54.11	51.49	118.63	66.12	2011.03	2018.12	在建	6.76
合计	57.95	57.92	56.4	136.09	77.24	—	—	—	8.06

资料来源：栖霞建设

该公司委托管理保障房主要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，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 3 月末，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. 物业租赁与经营

⁵ 2018 年 1 月 30 日，苏州业方竞得姑苏区苏地 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，苏州业方目前注册资本 2000 万元，拟以增资扩股方式引进合作方共同开发姑苏 68 号地块，增资完成后，其注册资本将增至 1.00 亿元人民币。

⁶ 2018 年 1 月 30 日，永威置业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。苏州立泰目前的注册资本为 2000 万元人民币，拟以增资扩股的方式引进合作方共同开发姑苏 66 号地块，增资完成后，其注册资本将增至 1.00 亿元人民币。

该公司物业管理业务主要是对公司建设小区的物业管理⁷，主要分布于苏州、南京和无锡三地，物业收费标准在每平方米 1.0-2.0 元不等。2017 年公司增加物管小区 8 个，截至 2018 年 3 月末，公司物业在管总面积为 523 万平方米。

该公司房地产出租项目主要是无锡东方天郡、苏州栖庭、南京枫情水岸等。2015-2017 年该公司分别实现租金业务收入 0.32 亿元、0.34 亿元和 0.30 亿元。2018 年第一季度，公司实现租金收入 0.08 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司可租面积合计 8.26 万平方米。

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 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 2018 年 3 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⁸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。截至 2018 年 3 月末，汇锦小贷期末贷款余额为 8200 万元，贷款客户为 42 个，不良率下降至 16.00%。

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 3 月末
贷款余额	14290	6344	4800	8200
贷款客户数量	63	30	21	42
单笔最大金额	750	750	750	750
不良率	21	28	27	16
次级贷款金额	3100	1764	1300	1300
全年收入	855	831	177	75
全年净利润	338	254	67	45

资料来源：栖霞建设

D. 其他投资

2017 年该公司对外股权投资额为 1.51 亿元，较上年下降 17.45%。公司股权投资对象主要为河北银行股份有限公司（简称“河北银行”）与上市公司棕榈生态城镇发展股份有限公司⁹（股票代码：SZ.002431，简称“棕榈股份”）。此外，公司还参与部分互联网投资项目等。

⁷ 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。

⁸ 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。

⁹ 该公司将所持棕榈股份计入以公允价值计量的可供出售金融资产。

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。2017 年末，棕榈股份资产总额 156.77 亿元，所有者权益为 57.72 亿元，资产负债率为 63.18%；2016 年全年实现营业收入 52.53 亿元，实现净利润 3.18 亿元。经营活动净现金流为 2.26 亿元。2018 年 3 月末，棕榈股份资产总额 161.40 亿元，所有者权益为 58.02 亿元，资产负债率为 64.05%；2018 年第一季度实现营业收入 6.43 亿元，实现净利润 0.52 亿元。经营活动净现金流为-1.57 亿元。

2017 年公司出售棕榈股份 1377 万股股票实现投资收益 1.34 亿元。截至 2018 年 3 月末，栖霞建设持有棕榈股份 1.01 亿股，持股比例为 6.79%。由于棕榈股份股价大幅下滑，导致公司金融资产账面价值缩水。

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	初始投资成本	2015 年（末）		2016 年（末）		2017 年（末）		2018 年一季度（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	13.13	0.03	10.51	0.70	8.48	1.34	7.78	0.00

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理

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。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。2017 年，公司获得河北银行分红 0.15 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司持有河北银行股份 2.225 亿股，持股比例 3.708%。

截至 2017 年末，河北银行拥有网点总数 233 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 3367.63 亿元，存款余额 2108.32 亿元；贷款余额 1614.94 亿元；全年实现营业收入 74.14 亿元，净利润 27.17 亿元。同期末河北银行资本充足率 13.27%，核心资本充足率 10.10%；拨备覆盖率 162.66%，不良贷款率 1.61%，处于行业相对较好水平。

其他投资方面，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”）¹⁰，公司以自有资金出资 0.45 亿元，持股比例为 13%。当年公司参股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，公司还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。2017 年，公司完成对上海袁杨置星投资中心（有限合伙）（简称“袁杨置星”）¹¹的增资，以袁杨置星为普通合伙人的南京晨骐投资中心

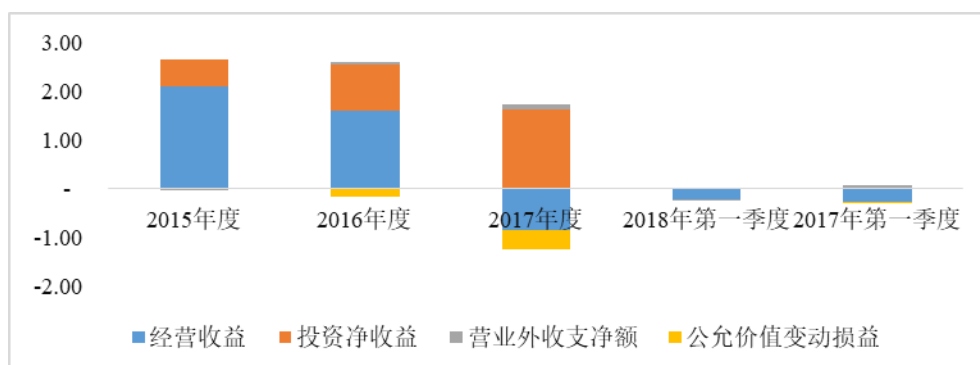
¹⁰ 三六五小贷公司主要经营二手房首付贷业务，在南京和合肥等地具有一定业务优势。2016 年和 2017 年前三季度，三六五小贷公司分别实现营业收入 1981 万元和 3939.90 万元，分别实现净利润 367 万元和 1462.51 万元。

¹¹ 上海袁杨置星投资中心（有限合伙）设立于 2015 年 11 月，总认缴出资额 100 万元人民币，公

(有限合伙)(即“飞马旅基金”), 致力于投资成长类创新服务型企业, 目前已投项目 19 个。公司与苏州新海宜、泰尔重工、海澜集团等公司合作, 共同投资设立南京海宜星能科技股份有限公司(简称“海宜星能”), 进行动力电池、材料等方面的投资建设, 海宜星能注册资本为 3 亿元, 公司持股比例为 12%。截至 2017 年末, 公司已完成首次资本金认缴 1200 万元。

(2) 盈利能力

图表 20. 公司盈利来源结构



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, 主营业务盈利弱化; 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 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	57.37	28.96	17.02	1.71	5.31
毛利 (亿元)	8.96	5.93	2.84	0.52	0.65
期间费用率 (%)	4.10%	9.00%	15.89%	39.02%	12.46%
其中: 财务费用率 (%)	1.74%	4.72%	9.49%	24.42%	6.93%
全年利息支出总额 (亿元)	4.05	4.11	4.47	1.19	0.37
其中: 资本化利息数额 (亿元)	3.02	2.77	2.93	未提供	未提供

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。

司出资额比例为 35%。2017 年袁杨置星新增认缴出资 200 万元人民币, 公司按原出资比例增资 70 万元, 相关工商注册登记手续已办理完毕。

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 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.54	0.95	1.64	0.008	0.008
其中：河北银行分红（亿元）	0.26	0.09	0.15	—	—
棕榈股份分红（亿元）	0.30	—	—	—	—
处置棕榈股份取得的投资收益(亿元)	—	0.70	1.34	—	—
营业外收入（亿元）	0.02	0.06	0.09	0.002	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	0.002	0.09
公允价值变动损益（亿元）	—	-0.15	-0.38	0.01	-0.03

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，每年可获得较为稳定的股利分红。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 年第一季度，由于结转项目较少，该公司营业收入 1.72 亿元，同比大幅收缩。当期毛利率为 30.49%，但高达 39.02% 的期间费用率对毛利率造成严重侵蚀，主营业务首次出现亏损。当期净利润为-0.12 亿元。

(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。公司计划以自有资金满足在建项目资金需求，目前暂无其他资本支出计划。

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。公司控股股东为南京栖霞建设集团有限公司，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”）。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，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 年第一季度，公司向关联方采购商品/接受劳务资金总额为 0.039 亿元，同期向关联方出售商品/提供劳务收到的资金总额为 0.0025 亿元，金额较小。

从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。

图表 23. 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	2015 年末		2016 年末		2017 年末		2018 年 3 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	85.00	0.83	—	—
其他应收款	—	—	—	—	49.30	0.52	—	—
应付账款	1262.82	1.23	1386.86	2.23	42.73	0.08	33.76	0.08
其他应付款	3.84	0.000031	3.84	0.003	—	—	—	—

资料来源：栖霞建设

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 3 月末，公司为栖霞建设集团及其子公司提供担保余额共计 7.20 亿元。栖霞建设集团及其子公司为公司提供担保余额为 35.59 亿元。

跟踪期内，根据该公司 2018 年 3 月 19 日的《企业信用报告》，公司无违约情况发生。

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	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018-3-19	未提供	无	未提供	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2018-5-8	未提供	正常	正常	未提供
诉讼	公司年报	2018-5-8	未提供	无重大	无重大	无重大
工商	国家企业信用信息公示系统	2018-5-8	未提供	有 ¹²	未提供	未提供
质量	公司年报	2018-5-8	未提供	正常	正常	正常
安全	公司年报	2018-5-8	未提供	正常	正常	正常

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。

财务

跟踪期内，该公司在建及土地投资规模大，刚性债务规模大幅增加，资产

¹² 该公司于 2017 年 12 月 18 日受到南京市江宁区环境保护局罚款（江宁环罚字 2017[588]号）。

负债率进一步上升，即期偿付压力增大。受项目结转周期因素影响，公司经营现金流持续弱化，现金资产对债务的覆盖程度较低。

1. 数据与调整

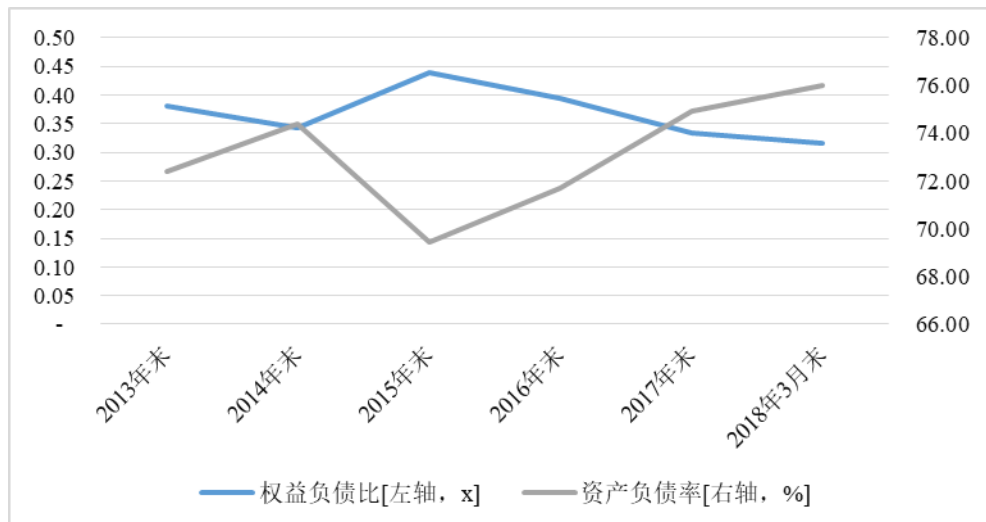
中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015-2017 年合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照财政部 2006 年 2 月颁布的《企业会计准则—基本准则》和 38 项具体会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定编制。

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，截至 2018 年 3 月末，公司纳入合并范围的控股公司共有 14 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。2018 年 3 月末，公司负债总额为 119.93 亿元，资产负债率进一步上升至 76.01%。

由于其他综合收益的下降¹³以及未分配利润的下降，2017 年末该公司所有者权益为 38.48 亿元，较上年末下降 3.09%。

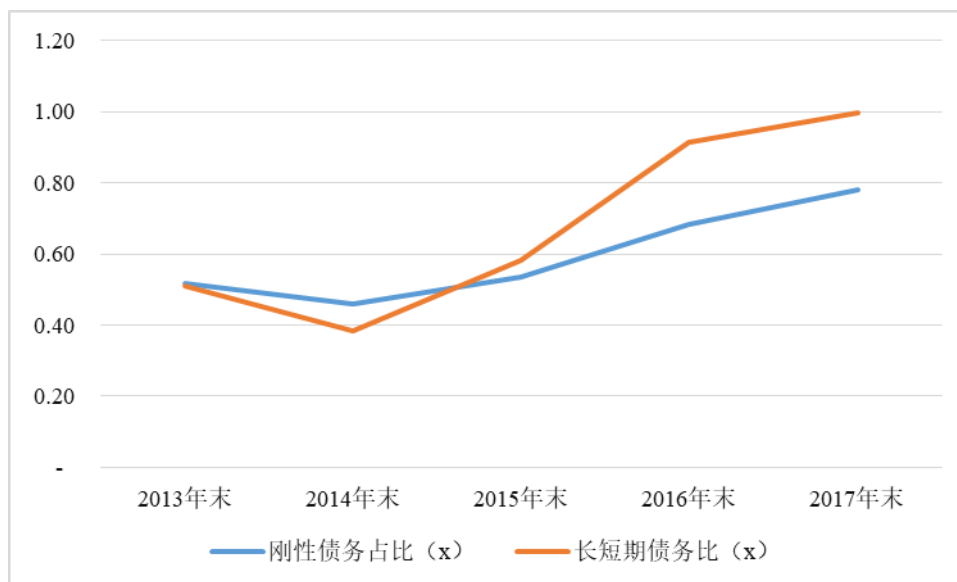
考虑到该公司目前的投资规划资金缺口以及公司在建及拟建项目的预售

¹³ 该公司参股的棕榈股份于 2010 年 6 月上市，公司按公允价值对其所在可供出售金额资产科目进行调整，并将 2017 年的扣税后的公允价值变动-1.16 亿元调整其他综合收益。

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 年第一 季度末
刚性债务 (亿元)	52.74	50.19	50.06	68.58	89.61	97.14
应付账款 (亿元)	2.51	5.74	10.29	6.23	5.13	14.68
预收账款 (亿元)	24.06	29.21	19.32	10.98	7.51	9.40
其他应付款 (亿元)	20.44	21.28	9.97	11.32	10.30	7.22
刚性债务占比 (%)	51.91	46.08	53.54	68.25	77.97	81.00
应付账款占比 (%)	2.47	5.27	11.01	6.20	4.46	12.24
预收账款占比 (%)	23.68	26.82	20.66	10.93	6.53	7.84
其他应付款占比 (%)	20.12	19.53	10.66	11.27	8.96	6.02

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，该公司流动性负债和非流动性负债规模较为相近。2017 年末，公司流动负债余额 57.56 亿元，在负债总额中占比 50.08%，主要由一年内到期的非流动负债、其他流动负债、预收账款、其他应付款和应付账款构成，上述款项余额分为 21.62 亿元、9.99 亿元、7.51 亿元、10.30 亿元和 5.13 亿元。其中，其他流动负债主要为 2018 年 6 月 9 日到期的 17 栖霞建设 CP001；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。由于收入结转，当年末预收款项较上年末下降 31.60%；其他应付款主要为代建款、预提费用及土地税等。2017 年末应付账款同比下降了 17.72%，主要是由于公司支付工程款。同期末，非流动负债为 57.38 亿元，主要包括长期借款和应付债券，余额分别为 40.87 亿元和 14.67 亿元。

(3) 刚性债务

图表 27. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短期刚性债务合计	20.44	22.06	18.68	22.99	34.07	40.70
其中: 短期借款	0.50	2.20	-	1.00	1.40	1.40
一年内到期非流动负债	19.63	19.31	18.11	21.39	21.62	27.89
应付票据	0.19	0.30	0.05	0.04	0.11	0.32
其他短期刚性债务	0.12	0.25	0.52	0.56	10.94	11.09
中长期刚性债务合计	32.30	28.13	31.37	45.59	55.54	56.44
其中: 长期借款	32.30	28.13	21.51	30.96	40.87	41.76
应付债券	-	-	9.86	14.63	14.67	14.68

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。

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。

由于地产开发开发周期较长, 该公司项目销售情况年差异化较大, 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，受结转收入下滑及连续拿地影响，公司经营性现金流持续净流出。公司后续经营活动现金流能否改善取决于公司房地产项目的去化及拿地规划情况。

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（单位：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。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。

(3) 筹资环节

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。2017 年 6 月，公司发行 17 栖霞 CP001，金额为 10.00 亿元；此外，2018 年 4 月，公司先后发行 18 栖霞建 01 和 18 栖霞建设 CP001，分别融资 13.40 亿元和 5.00 亿元。

4. 资产质量

图表 30. 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 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	124.67	130.23	108.67	114.48	127.48	132.13
	88.86%	88.97%	80.69%	81.66%	83.09%	83.74%
其中：现金类资产（亿元）	14.40	16.32	22.77	11.52	13.07	13.88
应收款项（亿元）	0.07	0.08	0.08	0.06	0.11	0.11
存货（亿元）	90.55	103.79	81.59	95.14	109.90	112.05
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	15.62	16.14	26.00	25.71	25.94	25.65
	11.14	11.03	19.31	18.34	16.91	16.26
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	16.05
投资性房地产（亿元）	0.20	0.38	0.44	0.66	0.69	0.69
长期股权投资（亿元）	4.62	0.05	0.05	0.08	0.09	0.09

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	42.24	34.44	39.89	48.90	75.32	77.45
期末全部受限资产评估价值 (亿元)	—	—	—	—	—	—
期末抵质押融资余额 (亿元)	10.56	10.99	10.44	18.8	27.99	27.99
受限资产账面余额/总资产 (%)	30.11	23.53	29.62	34.88	49.09	49.09

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，上述款项余额分别为 109.90 亿元和 13.07 亿元；同期末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；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。公司投资性房地产采用成本模式入账。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。

2018 年 3 月末，该公司资产总额为 157.78 亿元。资产构成较年初变化不大。截至 2018 年 3 月末，公司持有棕榈股份 1.01 亿股，账面价值为 7.78 亿元，其中已质押股数为 1 亿股，按照 2018 年 3 月 31 日收盘价 7.70 元/股，折合人民币 7.70 亿元。由于棕榈股份股价大幅下滑，公司面临一定的股票质押平仓风险。

5. 流动性/短期因素

图表 31. 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 年第一 季度末
流动比率 (%)	185.22	165.36	183.94	218.01	221.47	213.72
速动比率 (%)	24.36	26.50	42.59	32.99	28.76	29.83
现金比率 (%)	21.40	20.72	38.55	25.78	25.51	25.08

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，近年来该公司流动比率有所提高。由于存货规模较大且逐年增加，公司速动比率有所下降。2017 年末，公司货币现金余额 13.07 亿元。截至 2017 年末，公司存货 109.90 亿元，其中在售、在建商品房项目可售面积约为 60 万平方米，未开工项目可售面积约为 42 万平方米，主要集中于南京和无锡，尤其是南京具备较好的区域优势和发展潜力，可变现性较强。总体来看，目前公司资产流动性尚可。

6. 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、可供出售金融资产和长期股权投资等，所有者权益为 39.64 亿元，财务质量与合并口径的财务质量保持一致。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 66.45 亿元。

外部支持因素

该公司与当地多家银行建立了紧密的合作关系，截至 2018 年 3 月末，公司已获银行授信总额为 100.59 亿元，其中尚未使用的授信额度为 30.65 亿元。

图表 32. 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	放贷规模 /余额	利率区间 (%)	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	100.59	100.59	69.94	5.20—6.90	—
其中：国家政策性金融机构（亿元）	—	—	—	—	—
工农中建交五大商业银行（亿元）	33.05	33.05	19.54	5.70—6.20	—
其中：大型国有金融机构占比（%）	32.86	32.86	27.94	—	—

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理（截至 2018 年 3 月 31 日）。

作为栖霞集团控股的国有房地产企业，该公司能够得到栖霞集团通过贷款担保等形式提供资金支持，以保障业务运营稳定性。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 18 栖建 01：外部担保

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。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。栖霞国资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，栖霞国资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，栖霞国资资产总额为 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。期末栖霞国资货币资金为 41.84 亿元，流动资产达到 333.46 亿元。截至 2016 年末，栖霞国资对外担保金额为 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。

2017 年 6 月 16 日，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+信用等级，展望稳定。

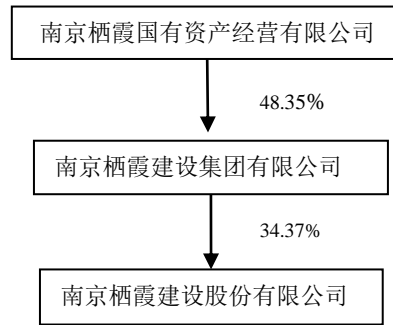
跟踪评级结论

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。公司开发项目数量不多，导致营业收入受结转周期影响而出现较大波动。跟踪期内，公司在建及土地投资规模大，刚性债务规模大幅增加，资产负债率进一步上升，即期偿付压力增大。受项目结转周期因素影响，公司经营活动现金流持续弱化，现金资产对债务的覆盖程度较低。但公司可获得较大力度的股东支持，整体信用质量较好。

同时，我们仍将持续关注：（1）房地产行业宏观政策风险；（2）南京和无锡等地房地产市场竞争压力及项目去化情况；（3）在建项目未来销售及资金回笼情况；（4）未来新开工面积进度情况；（5）该公司土地储备战略安排情况。

附录一：

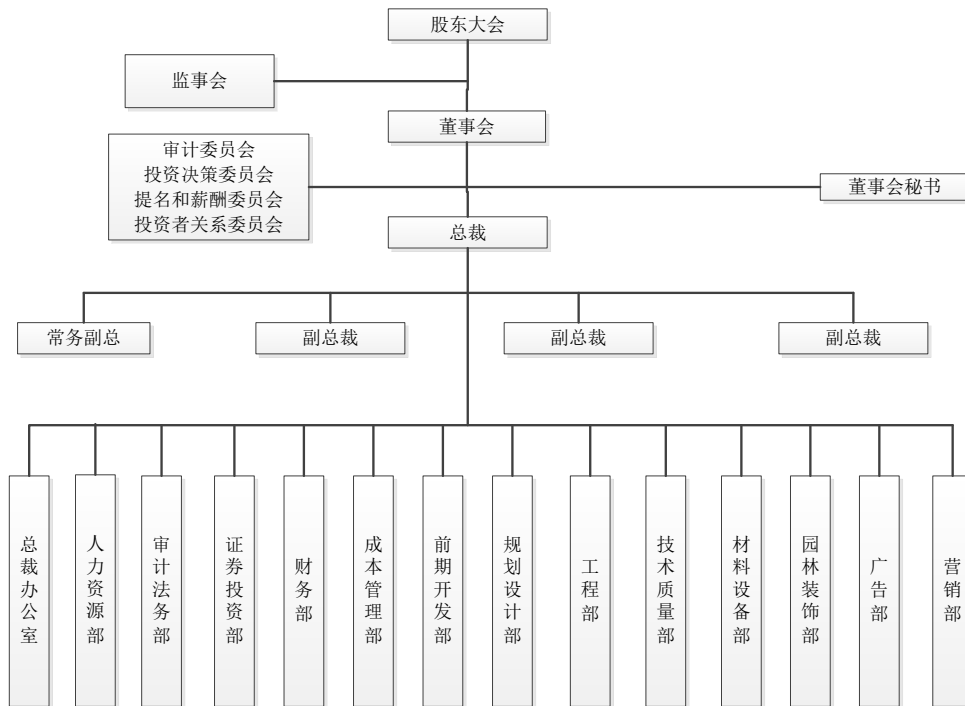
公司与实际控制人关系图



注：根据栖霞建设提供的资料绘制（截至 2018 年 3 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 3 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)					备注
					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	66.45	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	
星连家公司	星连家公司	全资子公司	100	电子商务	0.00	0.48	0.01	-0.02	-0.03	

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 第一季度
资产总额 [亿元]	134.67	140.20	153.42	157.78
货币资金 [亿元]	22.77	11.52	13.07	13.88
刚性债务[亿元]	50.06	68.58	89.61	97.14
所有者权益 [亿元]	41.16	39.71	38.48	37.85
营业收入[亿元]	57.37	28.96	17.02	1.71
净利润 [亿元]	1.76	1.80	0.57	-0.12
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	-4.42
投资性现金净流入量[亿元]	-4.71	-2.79	-0.03	-0.51
资产负债率[%]	69.44	71.67	74.92	76.01
权益资本与刚性债务比率[%]	82.22	57.90	42.95	38.97
流动比率[%]	183.94	218.01	221.47	213.72
现金比率[%]	38.55	25.78	25.51	25.08
利息保障倍数[倍]	0.91	0.92	0.45	—
担保比率[%]	23.81	20.40	18.71	19.02
营业周期[天]	699.41	1,401.42	2,640.76	—
毛利率[%]	15.62	20.48	16.68	30.49
营业利润率[%]	4.62	8.30	2.38	-10.93
总资产报酬率[%]	2.61	2.76	1.38	—
净资产收益率[%]	4.49	4.45	1.45	—
净资产收益率*[%]	4.89	4.93	1.40	—
营业收入现金率[%]	82.86	73.41	81.41	212.05
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	22.35	-41.67	-24.84	-7.41
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	10.57	-26.85	-12.72	-4.20
EBITDA/利息支出[倍]	0.97	1.01	0.46	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.07	0.03	—

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 年第一季度财务数据整理、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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
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%
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%
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。

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 6 月）
- 《房地产行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。