

南京栖霞建设股份有限公司
及其发行的 18 栖建 01 与 19 栖建 01

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(2020)100471】

评级对象： 南京栖霞建设股份有限公司
及其发行的 18 栖建 01 与 19 栖建 01

18 栖建 01

19 栖建 01

主体/展望/债项/评级时间

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AA/稳定/AA+/2020 年 6 月 24 日

AA/稳定/AA+/2020 年 6 月 24 日

前次跟踪： AA/稳定/AA+/2019 年 6 月 10 日

-

首次评级： AA/稳定/AA+/2018 年 3 月 7 日

AA/稳定/AA+/2019 年 6 月 10 日

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 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	7.74	14.39	15.94	11.64
刚性债务	76.44	85.94	91.68	94.44
所有者权益	39.64	38.46	41.20	40.07
经营性现金净流入量	-19.52	12.05	9.10	-1.98
合并口径数据及指标：				
总资产	153.42	163.06	205.96	202.33
总负债	114.94	126.37	165.58	161.38
刚性债务	89.61	91.96	105.39	110.86
所有者权益	38.48	36.69	40.37	40.96
营业收入	17.02	23.31	22.89	8.53
净利润	0.57	2.19	3.01	1.45
经营性现金净流入量	-13.67	19.19	-23.32	-2.33
EBITDA	2.08	4.86	5.96	—
资产负债率[%]	74.92	77.50	80.40	79.76
权益资本与刚性债务 比率[%]	42.95	39.90	38.31	36.94
流动比率[%]	221.47	209.39	167.36	149.16
现金比率[%]	25.51	37.60	23.40	19.87
利息保障倍数[倍]	0.45	0.83	1.07	—
净资产收益率[%]	1.45	5.82	7.80	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-24.84	31.27	-27.30	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-12.72	9.88	-12.83	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.46	0.84	1.09	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.05	0.06	—
担保方数据（南京栖霞国有资产经营有限公司）				
所有者权益	175.75	196.18	187.25	186.96
权益资本与刚性债务余 额比率[%]	62.02	52.92	53.52	53.00
担保比率	53.35	27.94	30.42	38.66

注：根据栖霞建设经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。担保方数据根据栖霞国资经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算

分析师

黄蔚飞 hwf@shxsj.com
武嘉妮 wjn@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 栖建 01 及 19 栖建 01 的跟踪评级反映了 2019 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保持的优势，同时也反映了公司在区域内政策调控、业绩波动、偿债压力以及股权投资价值波动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。
- **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。
- **担保增信。**18 栖建 01 与 19 栖建 01 两期债券均由栖霞国资提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效增强了这两期债券本息到期偿付的安全性。

主要风险：

- **经营规模偏小。**栖霞建设业务规模相对偏小，在手房地产项目数量有限。公司业绩及现金流易受项目开发与销售周期影响。
- **债务依赖度高。**近年来栖霞建设新开工面积及土地购置规模较大，刚性债务偿付压力持续积聚。
- **资金压力持续加大。**跟踪期内栖霞建设的土地支出规模较大，资金压力持续加大。
- **集中偿债压力加大。**栖霞建设的即期刚性债务规模快速上升，集中偿债压力加大。

- 区域集中度高。栖霞建设房地产业务集中在南京、苏州和无锡地区，易受江苏地区房地产政策调控等因素影响。公司部分项目面临较大的去化压力和一定的减值风险。
- 投资活动面临较大风险及管控压力。栖霞建设持有大量棕榈股份及河北银行的股票，存在一定的投资风险。同时，公司小贷业务面临一定的管控压力。

➤ 未来展望

通过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强，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
及其发行的 18 栖建 01 与 19 栖建 01

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）、公开发行 2019 年公司债券（第一期）（分别简称“18 栖建 01”、“19 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 2019 年财务报表、未经审计的 2020 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。

截至 2020 年 3 月末，该公司存续的债券余额 39.80 亿元，目前付息情况正常。存续债务具体情况如下表所示。

图表 1. 公司存续债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间
15 宁栖建 MTN001	10.00	5	6.20	2015-07-16
16 宁栖建 MTN001	4.80	5	4.80	2016-02-25
18 栖建 01	13.40	3+2	6.36	2018-04-02
19 栖建 01	1.60	3+2	5.40	2019-07-12
19 栖霞建设 SCP001	10.00	0.74	5.89	2019-12-10

资料来源：栖霞建设（截至 2020 年 3 月末）

根据募集资金用途安排，“18 栖建 01”中的 13.4 亿元用于偿还金融机构借款；“19 栖建 01”中的 1.60 亿元用于偿还金融机构借款。截至 2019 年末，两期债券的使用情况正常。

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已

进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至0且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中

外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

2019 年我国房地产开发投资增速保持不减，但各地市场分化较为明显。随着行业融资环境趋紧，资金及项目资源进一步向优势房企集聚，行业集中度继续提升。短期看，新冠肺炎疫情对房企销售资金回笼影响大，部分经营风格激进且债务到期较集中的房企信用风险将加大。

A. 行业概况

经过多年发展，房地产业已成为我国经济的主要支柱性产业之一。2010-2018 年，我国房地产开发投资完成额从 4.83 万亿元升至 12.03 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 3.40 万亿元升至 8.52 万亿元，占比保持在 70% 上下。2019 年我国房地产开发投资完成额为 13.22 万亿元，同比增长 9.9%，增速同比提升 0.4 个百分点，保持在较高水平。其中住宅开发投资完成额为 9.71 万亿元，同比增长 13.9%，增速同比略有提升。同时，各地区投资增速分化较为明显，其中，东部地区¹增长 7.7%，中部地区²增长 9.6%，西部地区³增长 16.1%，东北地区⁴增长 8.2%。

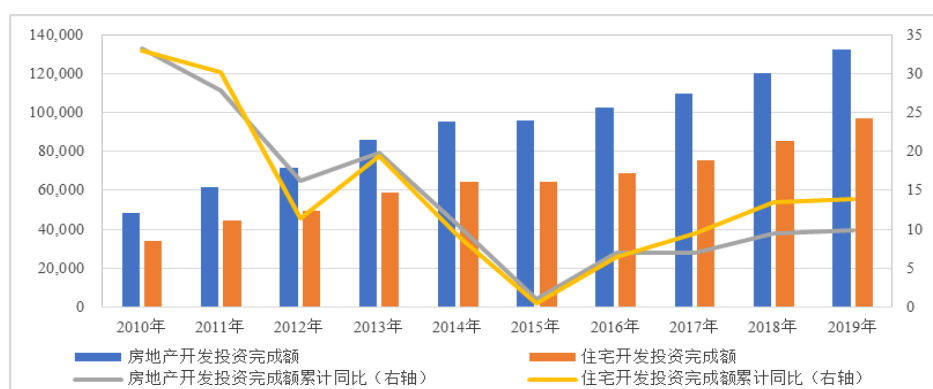
¹ 东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南等 10 个省份（直辖市）。

² 中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南等 6 个省份。

³ 西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆等 12 个省份（直辖市、自治区）。

⁴ 东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江等 3 个省份。

图表 2. 2010-2019 年我国房地产投资情况（单位：亿元，%）

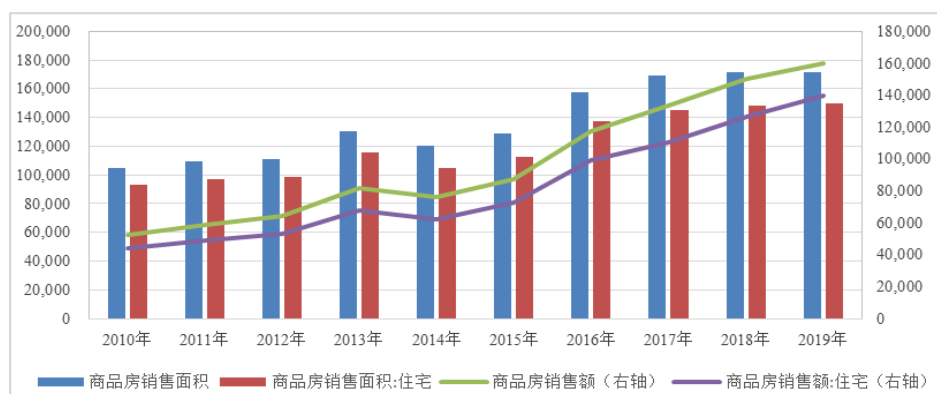


资料来源：国家统计局

2016 年以来我国商品房销售面积持续增长，但增速逐年收窄。2016-2018 年我国商品房销售面积分别为 15.72 亿平方米、16.94 亿平方米和 17.17 亿平方米，增速分别为 22.5%、7.7%和 1.3%。2019 年我国商品房销售面积出现负增长，但销售均价小幅提升，销售额仍有所增长。2019 年我国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%；其中住宅销售面积增长 1.5%，办公楼销售面积下降 14.7%，商业营业用房销售面积下降 15.0%。同期我国商品房销售额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%；其中住宅销售额增长 10.3%，办公楼销售额下降 15.1%，商业营业用房销售额下降 16.5%。根据 Wind 数据显示，2019 年百城⁵住宅均价为 14,922 元/平方米，同比上涨 3.90%；其中一线城市住宅均价 41,526 元/平方米，二线城市住宅均价 13,868 元/平方米，三线城市住宅均价 9,297 元/平方米，同比分别上涨 0.6%、5.3%和 6.1%，涨幅分别增加 0.1 个百分点、-1.9 个百分点和-4.6 个百分点。一线城市房价稳中略涨，二三线城市涨幅有所回落。从市场走势看，4 月份以来调控政策进一步收紧，行业经营压力逐步加大。

⁵ 一线城市北京、上海、广州、深圳，共 4 个；二线城市天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州，共 22 个；三线城市邯郸、菏泽、湘潭、呼和浩特、廊坊、湖州、洛阳、潍坊、连云港、扬州、昆山、常州、昆明、徐州、日照、烟台、新乡、镇江、泉州、营口、东莞、桂林、南宁、金华、马鞍山、东营、株洲、无锡、德州、西宁、赣州、保定、常熟、银川、泰州、盐城、威海、乌鲁木齐、宿迁、贵阳、湛江、鞍山、衡水、鄂尔多斯、包头、南通、珠海、济南、嘉兴、石家庄、中山、聊城、秦皇岛、淮安、柳州、温州、惠州、绵阳、唐山、海口、北海、淄博、江阴、宝鸡、芜湖、张家港、兰州、台州、江门、绍兴、宜昌、佛山、三亚、汕头，共 74 个。

图表 3. 2010-2019 年我国商品房销售情况（单位：万平方米，亿元）



资料来源：国家统计局

受新冠肺炎疫情影响，房地产行业运行受到较大冲击。2020 年第一季度，全国房地产开发投资 21,963 亿元，同比下降 7.7%，其中住宅投资 16,015 亿元，下降 7.2%；商品房销售面积 21,978 万平方米，同比下降 26.3%，其中住宅销售面积下降 25.9%；商品房销售额 20,365 亿元，下降 24.7%，其中住宅销售额下降 22.8%。3 月份行业陆续复工，投资、销售的降幅均比 1-2 月份收窄，行业经营逐步回升。短期内，房地产市场面临的不确定因素显著增多，市场分化或将更趋明显。

土地市场方面，2019 年我国住宅用地供应量同比略增。根据 CREIS 中指数据显示，当年全国 300 个城市共推出各类建设用地 13.30 亿平方米，同比增长 0.15%，其中住宅建设用地推出 5.47 亿平方米，同比增长 4.90%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅推地 1,700.24 万平方米，同比增长 20.11%，比上年增速提升 28.97 个百分点；二线城市住宅推地 21,651.01 万平方米，同比增长 13.34%，比上年增速下降 6.72 个百分点；三四线城市住宅推地 31,395.57 万平方米，同比减少 0.87%，比上年增速下降 34.44 个百分点。为缓解土地供应不足，一线城市加大供应力度，二、三四线城市受市场降温影响供应增速明显下降。

2020 年第一季度，疫情因素影响下部分房地产开发企业拿地计划后延。1-3 月份，房企土地购置面积 1969 万平方米，同比下降 22.6%；土地成交价款 977 亿元，下降 18.1%。4 月份，多地政府加大推地力度，土地供应量明显增多。多重因素作用下，资金充裕的房企将获得良好的投资机遇。

图表 4. 2017~2019 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积 (亿平方米)	10.94	8.15%	13.28	21.37%	13.30	0.15%
其中：住宅用地推出面积 (亿平方米)	4.12	21.58%	5.22	26.75%	5.47	4.90%
各类用地成交面积 (亿平方米)	9.47	10.05%	11.04	16.55%	10.99	-0.49%
其中：住宅用地成交面积 (亿平方米)	3.64	26.47%	4.09	12.47%	4.40	7.52%
各类用地成交出让金 (万亿元)	4.10	40.35%	4.26	3.87%	5.07	19.06%
其中：住宅用地出让金 (万亿元)	3.36	47.84%	3.46	3.03%	4.27	23.39%

各类用地成交楼面均价（元/平方米）	2,391.88	24.96%	2,110.45	-11.77%	2,459.84	16.56%
住宅用地成交楼面均价（元/平方米）	4,020.21	21.03%	3,697.50	-8.03%	4,264.02	15.32%
各类用地成交溢价率		28.95%		13.14%		13.02%
住宅用地成交溢价率		33.92%		14.74%		14.42%

资料来源：CREIS 中指数据

B. 政策环境

2019 年以来我国房地产政策主体基调是“房住不炒”，以“稳”为主，房地产市场健康发展长效机制进一步完善。围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标，落实城市主体责任，“一城一策”调控逐步推进，各地落实“因城施策”，有收有放。国家相关管理部门主要从市场监测预警、货币闸门管控、资金通道监管三个方面加强风险防范，下半年融资限制政策密集出台，房企融资渠道全方位收紧，不同规模房企融资成本进一步分化。市场秩序维护方面，各地加大市场监管力度，包括专项整治房产经纪机构乱象、严禁商品房捆绑销售、打击捂盘惜售和变相收取价外价、严审购房资格等。全年房地产政策调控呈前稳后严的特点。一季度部分城市利率上浮水平有所下降、少部分城市放松限价及摇号等政策、多城落户政策放宽。但 4 月开始，政策收紧力度加大，部分城市利率上浮水平止降回升，公积金贷款政策有所收紧，部分城市收紧土拍政策，个别城市税费减免政策退场。

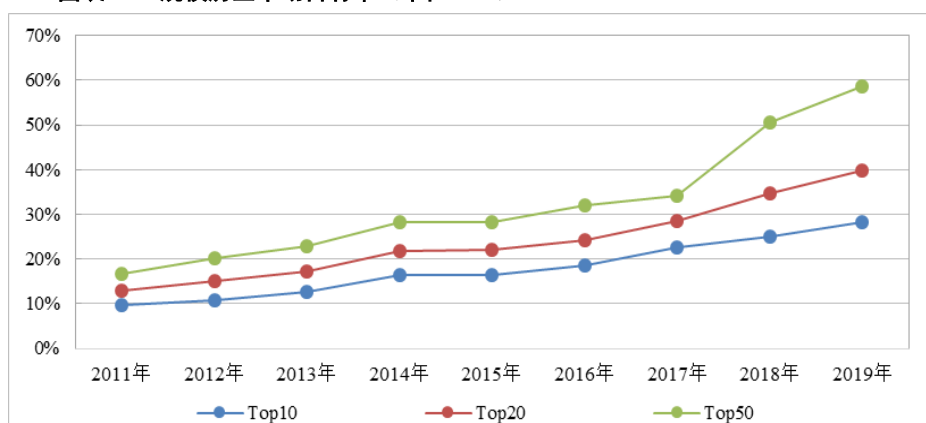
2019 年国家积极推进集体经营性建设用地入市，一方面可以进一步增加土地供应，一方面可以缩减土地交易过程中出现的明显价差，促进土地价格理性回归。土地管理法的修订则从立法角度破除农村集体建设用地进入市场的法律障碍。

针对新冠肺炎疫情对经济运行的影响，国家出台一系列逆周期调节政策，加大货币信贷投放、保障流动性合理充裕。同时，部分省市出台房地产行业扶持政策，内容主要包括还款困难的贷款可适度展期、预售条件放宽、部分税收减免、工期顺延、土地出让金可延期交付、简化审批程序等方面，可部分对冲疫情影响。预计疫情影响下我国房地产市场调控基本政策不会明显松动，但融资环境的宽松有助于房企债务滚续与资金成本控制，优势房企将在融资及土地购置等方面受益。

C. 竞争格局/态势

房地产开发行业是典型的资金密集型产业，债务融资依赖度高。持续多年的政策调控加速了资金更多地流向优势房企，行业集中度不断提升。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，在多轮调控中表现出更为突出的控风险能力；而中小房企则因项目布局过于集中或融资受限等因素而不断遭受市场挤压。据 CREIS 中指数据，2018 年全国前 50 强房企销售占比首次超过 50%，2019 年继续提升至 59%。预计未来行业集中度仍将进一步提升。

图表 5. 规模房企市场占有率（单位：%）



资料来源：WIND

D. 风险关注

中小型房企面临挑战。近年土地市场出让条件严苛，大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、较强的融资能力和销售策略等优势，在多轮调控中表现出更为突出的抗风险能力，进而进一步强化了其在债务融资渠道与融资成本控制，以及土地购置等方面的优势。中小房企则受制于项目布局过于集中或融资受限等因素，经营愈加困难。而部分虽然具备一定规模优势，但债务融资成本持续高企且难以有效降低的大中型房企，同样面临挑战。

业务运营面临的不确定因素增多。受新冠疫情因素影响，一方面政府出台了各项应对政策，尤其是货币政策进一步宽松，或将推动房地产市场需求；另一方面，经济增长显著放缓，居民投资与消费能力及意愿弱化，则会制约房地产市场需求的释放。短期内，房地产市场面临的不确定因素显著增多，市场分化或将更趋明显，教育与医疗服务等基础设施相对薄弱的城市，尤其是三四线城市，或将面临更大的压力。

短期流动性压力上升。新冠肺炎疫情对房地产开发与经营企业的影响主要体现为阶段性销售停滞，销售资金回笼急速放缓将显著加大房企的流动性压力。短期内，优势房企可借助更为宽松的融资环境获得资金补充与债务滚续，但行业整体的流动性压力仍将趋于上升。

(3) 区域市场因素

随着人才引进力度的加大以及对土地出让的鼓励，2019年南京市房屋销售面积快速增长，土地交易市场活跃程度显著回升，区域房地产市场下行压力显著减小。

南京市房地产市场在经历一段时间的高速发展后，自2016年10月市政府执行多轮“限购、限贷、限价、限售”以及市场整顿等调控措施开始，区域房地产投资完成额增速及商品房销售面积增速显著下降。2019年，南京市政府在“坚持房价稳控政策不动摇”的前提下颁布了多项人才引进政策，高淳、六合等部分区域限购放松。相关政策虽未扭转房地产投资完成额增速下滑的趋

势，但当年南京市江宁、江北等非中心区域房屋销售情况良好，带动全市商品房销售面积同比增长。

图表 6. 南京市房地产开发与销售情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
房地产投资完成额（亿元）	1,845.60	2,170.21	2,354.17	2,501.26
房地产投资完成额同比增长（%）	29.20%	17.60%	8.50%	6.25%
房屋施工面积（万平方米）	7,691.41	8,163.04	8,656.96	8,996.95
房屋新开工面积（万平方米）	2,281.02	2,026.37	1,942.31	1,989.30
商品房销售面积（万平方米）	1,558.18	1,429.61	1,220.73	1,320.65
商品房销售面积同比增长（%）	1.00%	-8.30%	-14.60%	8.19%
商品房销售额（亿元）	2,766.35	2,237.74	2,731.98	2,510.15

资料来源：Wind，新世纪整理

土地市场方面，自 2016 年以来，南京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，土地成交受到抑制。根据 CREIS 中指数数据，2018 年南京市成交建设用地面积同比下降 8.66%；成交楼面均价同比下降 43.19%，土地出让金同比下降 45.03%。2019 年南京市政府开始鼓励土地出让，并推行“拿地即开工”以加速地产项目入市，土地成交规模迅速回升。

图表 7. 南京市土地挂牌及成交情况

项目		2018 年	2019 年
挂牌	土地宗数（块）	325	366
	建设用地面积（万平方米）	1,419.37	1,621.40
	推出土地均价（万元/平方米）	7,730.62	9,624.56
成交	土地宗数（块）	303	361
	建设用地面积（万平方米）	1,276.77	1,555.79
	成交土地均价（万元/平方米）	0.75	1.09
	土地出让金（亿元）	956.53	1,696.84

资料来源：CREIS 中指数数据，新世纪整理

2019 年，无锡市房地产调控政策的变动幅度较小，主要是在降低了人才落户条件的同时收紧了贷款政策。当年区域房地产市场总体稳定。

2019 年，无锡市在保持“房住不炒”的定位下维持了原有限购、限价、限售、限签政策。当年落户政策虽有放松，但公积金贷款额度的下降以及二套房认定标准的提高显示区域内调控政策仍较为严厉。当年无锡市房地产投资完成额同比增长幅度进一步下滑，商品房销售面积增速自上年高点显著回落，但由于滨湖、锡山等中心城区的成交面积占比提升，商品房销售额保持较高增速。

图表 8. 无锡市房地产开发与销售情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
房地产投资完成额（亿元）	1,033.62	1,201.89	1,311.53	1,358.29
房地产投资完成额同比增长（%）	4.20	16.30	9.40	3.57

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
房屋施工面积（万平方米）	5,986.76	5,736.51	5,981.74	6,353.18
房屋新开工面积（万平方米）	978.18	1,111.53	1,503.02	1,455.04
商品房销售面积（万平方米）	1,272.72	1,168.02	1,367.85	1,380.42
商品房销售面积同比增长（%）	29.20	-8.20	17.10	0.92
商品房销售额（亿元）	1,106.02	1,247.26	1,575.70	1,929.41
商品房销售额同比增长（%）	42.60	12.80	26.30	22.45

资料来源：Wind，新世纪整理

2019 年无锡市挂牌土地面积同比小幅增长，但由于主要分布在滨湖、新吴、锡山等热点区域，成交均价显著提升带动土地出让金显著增长。总体而言，2019 年无锡房地产及土地市场呈现“量稳价高”的局面。

图表 9. 无锡市土地挂牌及成交情况

项目		2018 年	2019 年
挂牌	土地宗数（块）	393	345
	建设用地面积（万平方米）	1,404.69	1,445.95
	推出土地均价（万元/平方米）	4,155.58	5,541.36
成交	土地宗数（块）	376	321
	建设用地面积（万平方米）	1,330.48	1,323.48
	成交土地均价（万元/平方米）	4,331.92	5,797.34
	土地出让金（亿元）	576.35	767.27

资料来源：CREIS 中指数据，新世纪整理

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，公司营业收入波动较大。近两年公司集中预售高毛利商品房项目，不仅业绩得到显著改善，更为其业务进一步扩张提供了资金支持。

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 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
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。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司房地产开发收入分别为 15.60 亿元、21.21 亿元、

20.80 亿元和 7.91 亿元。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 11. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计	17.01	23.31	22.89	8.53	3.28
其中：房地产开发（亿元）	15.60	21.21	20.80	7.91	2.63
在营业收入中所占比重	91.71%	90.99%	90.87%	92.73%	80.18%
其中：（1）商品房	10.20	18.89	19.60	7.73	2.25
在房地产业务收入中所占比重	65.38%	89.06%	94.23%	97.72%	85.55%
（2）保障房	5.40	2.32	1.20	0.18	0.38
在房地产业务收入中所占比重	34.62%	10.94%	5.77%	2.28	14.45%
毛利率	16.68%	41.49%	41.55%	30.53%	34.17%
其中：房地产开发	17.79%	43.74%	42.02%	31.81%	36.89%
其中（1）商品房	23.62%	45.87%	46.63%	32.71%	41.87%
（2）保障房	6.81%	26.44%	5.72%	-7.52%	7.33%

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，公司转而加大南京和无锡项目的开发，2019 年公司南京和无锡收入占比分别为 71.74% 和 27.85%。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⁶收入分布情况（单位：亿元、%）

区域 分布	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 第一季度		2019 年 第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
南京	6.44	41.30	15.18	71.60	15.86	71.74	1.38	16.45	2.84	86.59
无锡	9.06	58.11	6.00	28.30	6.16	27.85	6.98	83.51	0.43	13.11
苏州	0.09	0.59	0.02	0.10	0.09	0.41	0.003	0.04	0.01	0.00
合计	15.60	100.00	21.20	100.00	22.11	100.00	8.36	100.00	3.28	100.00

资料来源：栖霞建设

(A) 商品房

该公司经营区域集中于南京、无锡等地，项目以中小户型、中低价位的普通住宅为主。公司部分体量相对较大的项目采用了分期开发模式以降低资金压力，业绩易受开发周期影响而出现明显波动。得益于南京瑜憬湾和无锡东方天郡一、二期项目销售情况较好，近两年公司回笼大量资金，为其加大新项目开工力度提供了支持。同时，由于在售项目的拿地时间较早，较低的土地成本使

⁶ 包含商品房和保障房。

得近两年公司综合毛利率维持在高水平。

图表 13. 公司商品房业务总体情况（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	合同销售额	合同销售均价	销售结算面积	销售结转收入	结转销售均价
2017 年	25.57	8.63	5.13	12.78	1.57	8.26	10.20	1.23
2018 年	25.07	2.64	24.19	43.13	1.78	11.02	18.89	1.92
2019 年	29.39	20.11	17.91	34.74	1.94	9.88	19.60	1.98

资料来源：栖霞建设

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	2017 年		2018 年		2019 年		2020 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
瑜憬湾（无锡）	0.13	79.54	-	-	-	-	-	-
瑜憬湾（南京）	1.04	67.26	12.18	43.83	12.60	51.55	0.25	77.86
东方天郡（无锡）	2.17	27.09	2.19	50.97	4.40	30.18	6.81	29.80
栖霞（无锡）	1.79	42.70	2.30	45.08	1.46	43.79	0.10	27.67
栖霞（无锡）	4.97	4.07	1.34	37.87	0.10	34.28	0.04	34.01
栖霞（苏州）	0.09	81.96	-	-	-	-	-	-
枫情水岸（南京）	-	-	-	-	-	-	-	-
羊山湖花园（南京）	-	-	0.45	60.75	0.35	51.44	0.50	49.94
其他 ⁷	0.01	-	0.43	-	0.69	-	0.02	-
合计	10.20	23.62	18.89	45.87	19.60	46.63	7.73	32.71

资料来源：栖霞建设

近两年结转收入规模较大的项目中，南京瑜憬湾项目毗邻迈皋桥地铁站，占地面积 8.75 万平方米，土地取得成本 12.5 亿元。该项目采用分期开发模式，于 2012 年 12 月开工，于 2019 年 6 月全部竣工。截至 2019 年末，该项目可供出售面积为 19.51 万平方米，已售面积为 14.44 万平方米；累计投入资金 27.62 亿元，累计回笼资金 36.84 亿元。

无锡东方天郡项目位于无锡市锡山区东北塘芙蓉五路与东亭北路交叉口（东方国际轻纺城西侧），占地 29.51 万平方米，土地取得成本 8.28 亿元，总投资为 31.72 亿元。该项目拿地时间为 2007 年，于 2011 年 4 月开工，规划建筑面积 50.18 万平方米。无锡东方天郡一、二期项目已于 2019 年 12 月竣工，三、四期预计于 2020 年 9 月竣工。截至 2019 年末，该项目一、二期项目已基本售罄，三、四期处于在售状态。

在售及在建项目

截至 2019 年末，该公司主要在售、在建项目共 6 个，总可售面积为 118.64 万平方米，已售面积为 64.64 万平方米，累计实现的销售金额 91.75 亿元已全部回笼。其中处于在建未售状态南京欢乐城于 2020 年 4 月开始预售，截至 5 月末预售面积为 0.15 万平方米，销售金额为 0.36 亿元，回笼资金 0.10 亿元。

⁷ 一些尾盘及尾盘车库车位。

南京星叶瑜憬尚府计划于 2021 年 3 月开始预售。

图表 15. 2019 年末主要在售及在建住宅项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	项目性质	状态	总投资规模	已投资规模	开工时间	竣工/计划竣工时间	规划可售面积	已售面积	累计销售金额	已回笼资金
南京瑜憬湾	住宅	在售	29.60	27.62	2012.12	2019.6	19.51	14.44	36.84	36.84
南京枫庭	住宅	在建 在售	10.80	7.76	2017.6	2020.12	5.63	2.08	5.56	5.56
南京欢乐城	商住	在建 未售	42.00	28.96	2017.9	2021.12	23.16	0.00	0.00	0.00
南京星叶瑜憬尚府	住宅	在建 未售	29.50	20.50	2018.12	2021.9	8.74	0.00	0.00	0.00
南京合计	-	-	111.90	84.84	-	-	57.04	16.52	42.40	42.40
无锡栖庭（一、二期）	住宅	在建 在售	12.80	11.66	2014.7	2020.9	13.17	5.52	6.42	6.42
无锡东方天郡（一至四期）	住宅	在建 在售	31.72	34.42	2016.10	2020.09	48.43	42.60	42.93	42.93
无锡合计	-	-	44.52	46.08	-	-	61.60	48.12	49.35	49.35

资料来源：栖霞建设

除并表范围内的项目以外，该公司通过参股的方式参与苏州两块土地的合作开发。2018 年，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 万认购苏州业方房地产开发有限公司（简称“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（苏州）有限公司（简称“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%。苏州业方于 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。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。永威置业于 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。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。

图表 16. 合作开发项目情况（单位：亿元、万平方米）

	权益占比	预计权益总投资额	已完成权益投资额	开竣工时间	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
苏地 2017-WG-68	20%	0.71	0.70	2018.9-2020.12	1.79	1.20	0.88	3.23	3.19	0.04
苏地 2017-WG-66	20%	0.82	0.75	2018.10-2020.12	2.05	1.43	0.96	3.36	2.84	0.53

资料来源：栖霞建设（截至 2020 年 3 月末）

项目储备

在严控风险的前提下，该公司继续密切跟踪土地市场动态，积极增加土地储备。2019 年 5 月 22 日，全资子公司无锡栖霞以 12.31 亿元竞得无锡市锡国土（经）2019-7 XDG-2017-44 号地块。2019 年 6 月 5 日，公司以 10.60 亿

元竞得南京市 2019G17 号地块。2019 年 6 月 12 日，公司以 23.00 亿元竞得南京市江北新区 2019G07 号地块⁸。2019 年 9 月 18 日，全资子公司苏州栖霞以 3.90 亿元人民币竞得苏地 2019-WG-27 号地块。以上新增土地储备的总用地面积合计 19.06 万平方米，规划建筑面积合计约为 50.60 万平方米。其中，南京市 2019G17 号地块和 2019G07 号地块拟采用合作开发模式。

图表 17. 2019 年末公司拟建项目情况（单位：亿元、万平方米）

地块/项目名称	计划投资	占地面积	总建筑面积	权益占比
无锡栖霞（酒店）	-	3.01	44,856	100%
南京 2019G17 地块	16.50	1.59	27,935	60%
无锡 2019-7 XDG-2017-44 号	27.30	8.92	178,378	100%
南京新区 2019G07(非并表)	-	6.98	104,674	48%
苏州 2019-WG-27 号地块	6.70	1.63	19,530	100%

资料来源：栖霞建设

（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，项目代建主要是公司受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”）委托垫付项目资金并进行建设。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，销售回款由安居集团按照项目整体进度分期支付给公司。

2017-2019 年，该公司分别实现保障房开发收入 5.40 亿元、2.32 亿元和 1.20 亿元，同期保障房毛利率分别为 6.81%、26.44%和 5.72%。其中 2018 年保障房毛利率大幅上升主要系结转的百水芊城二期项目价格相对较高。2019 年结转的项目主要为均价较低的南京幸福城。截至 2020 年 3 月末，公司在建保障房项目仍为南京百水芊城二期和南京幸福城。公司代建保障房尚需投资 4.85 亿元，后续投资支出压力不大。

图表 18. 截至 2020 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	开工时间	计划竣工时间	项目状态
南京百水芊城二期	3.95	4.10	6.72	17.46	11.12	2008.09	2020.06	在建
南京幸福城	54.00	49.00	55.16	118.63	66.12	2011.03	2020.12	在建
合计	57.95	53.10	61.88	136.09	77.24	-	-	-

资料来源：栖霞建设

该公司委托管理的保障房建设项目均由委托方出资，公司仅负责管理工作并按工程进度收取管理费。此前公司受托代建的南京丁家庄二期保障房项目已竣工，截至 2020 年 3 月末累计收到委托管理费收入 0.34 亿元。

⁸ 该项目的开发主体为南京星汇，公司原持股比例为 51%。2019 年 11 月，公司将 3%的股权转让给江苏三六五网络股份有限公司，不再将其纳入合并范围。

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⁹。在管物业主要分布于苏州、南京和无锡三地，物业收费标准在每平方米 1.0-2.0 元/月不等。截至 2020 年 3 月末，公司物业在管总面积为 700.8 万平方米，其中自建的面积占比 72.53%。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司物业管理业务实现收入分别为 1.10 亿元、1.31 亿元、1.47 亿元和 0.47 亿元，毛利率维持在 10% 左右，物业管理费回收率维持在 90%-96% 区间。

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。2017-2019 年公司分别实现租金业务收入 0.30 亿元、0.45 亿元和 0.56 亿元。截至 2019 年底，公司可租面积合计 11.20 万平方米，出租率为 69.64%，物业费回收率 93%。

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有限公司持有的汇锦小贷 20.00% 股权。截至 2019 年末，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。2018 年末，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。截至 2019 年末，汇锦小贷期末贷款余额为 0.87 亿元，贷款客户为 22 个；次级贷款¹⁰与贷款余额的比例为 2.77%。虽然次级贷款多有房产作为抵押物，但由于抵押物的后期处置执行周期较长且难度较高，整体来看仍存在一定风险。2017-2019 年汇锦小贷净利润分别为 0.06 亿元、0.16 亿元和 0.11 亿元。其中 2018 年净利润较高主要系购买的银行保本理财获取了一定投资收益。

图表 19. 公司小贷业务情况 （单位：万元，个，%）

	2016 年末	2017 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
贷款余额	4800	13360	8670	7820
贷款客户数量	21	58	22	20
单笔最大金额	750	750	750	750
不良率	27.08	1.80	2.77	35.04
次级贷款金额	1300	240	240	2740
当期收入	514	1020	1823	299
当期净利润	601	1648	1132	-251

资料来源：栖霞建设

⁹ 2017 年 9 月，公司控股子公司南京栖霞建设集团有限公司（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。

¹⁰ 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。

D. 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”）与上市公司棕榈生态城镇发展股份有限公司（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。与棕榈股份股东吴桂昌等三人解除投资框架协议后，2019 年公司收到了返还的 1.8 亿元全部预付款以及 0.73 亿元补偿款。截至 2020 年 3 月末，公司仍为棕榈股份的第二大股东，持股 1.77 亿股，投资成本为 5.10 亿元，按 2020 年 6 月 11 日收盘价 2.95 元/股计算折合 5.22 亿元。

该公司另一投资对象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。截至 2019 年末，公司累计持有河北银行股份 2.225 亿股，持股比例 3.18%。

截至 2019 年末，河北银行拥有网点总数 250 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 3,674.46 亿元，存款余额 2,473.35 亿元；贷款余额 2,163.29 亿元。同期末河北银行资本充足率 13.98%，核心资本充足率 11.29%；拨备覆盖率 169.66%，不良贷款率 1.84%。

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个人小微贷款业务，在南京和合肥等地具有一定业务优势。同年公司参股的上海嘉实装饰有限公司（简称“嘉实装饰”）主要从事装修服务业务，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，主要持有广州勇往科技有限公司、江苏车置宝信息科技股份有限公司和贝酷文化传播（上海）有限公司股权。

图表 20. 2019 年公司主要对外投资情况（单位：万元）

参股子公司	年末账面余额	当年确认股利收入	累计利得
棕榈生态城镇发展股份有限公司	55,752.74		
河北银行股份有限公司	71,761.66	2,225.01	3,703.60
上海中城联盟投资管理股份有限公司	4,806.38		1,128.38
南京晨骐股权投资中心（有限合伙）	8,389.90		3,389.90

参股子公司	年末账面余额	当年确认股利收入	累计利得
南京市三六五互联网科技小额贷款有限公司	5,313.25	137.31	763.25
南京海宜星能科技股份有限公司	1,199.46		-0.54

资料来源：栖霞建设

除上述股权投资以外，该公司还以短期投资为目的持有少量证券，具体情况如下表所示。公司相关资产统一在以公允价值计量的金融资产科目核算。

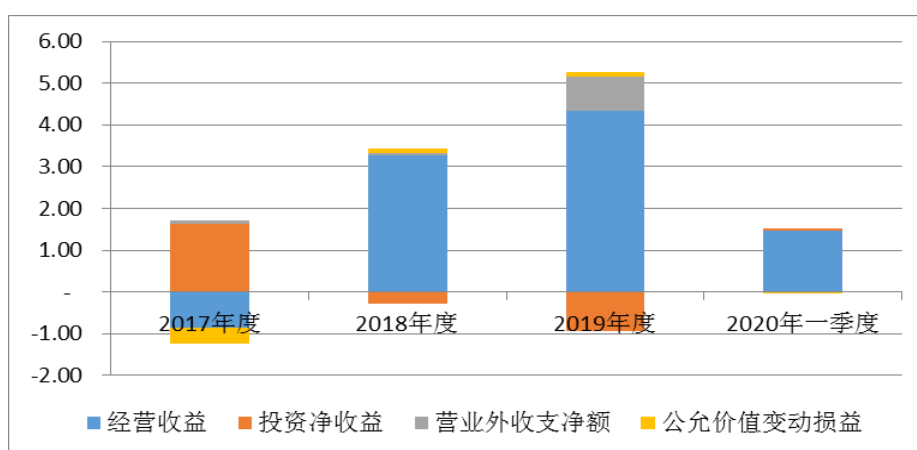
图表 21. 2019 年末公司以公允价值计量的金融资产（单位：万元）

参股子公司	证券代码	最初投资	当年损益	期末账面价值
华远地产	600743	5,819.55	461.37	5,872.51
浙商银行	601916	1.48	-0.05	1.43
利得惠私募基金	Scz745	35,000.00	13.58	11,804.95

资料来源：栖霞建设

（2）盈利能力

图表 22. 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

得益于高毛利商品房项目的销售款集中结转收入，2018-2019 年该公司主业获利情况较好，经营收益规模显著优于 2017 年。近年来公司广告宣传及销售代理费用持续增长，推动期间费用逐年增加。财务费用在期间费用中的占比仍旧最高，但其规模因不断增长的利息收入冲抵而逐年减少。公司资产及信用减值损失规模较小，2018 年计提的 1.54 亿元主要是南京星叶瑜憬尚府项目对应的存货跌价损失。

图表 23. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	17.02	23.31	22.89	8.53	3.28
毛利（亿元）	2.84	9.67	9.51	2.60	1.12

期间费用（亿元）	2.70	2.93	3.00	0.86	0.74
期间费用率（%）	15.89%	12.59%	13.11%	10.09%	22.62%
其中：销售费用	0.28	0.58	0.78	0.06	0.12
管理费用	0.80	0.81	0.86	0.26	0.25
财务费用	1.62	1.54	1.36	0.54	0.37
资产及信用减值损失（亿元）	0.05	1.54	0.003	0.06	0.003
全年利息支出总额（亿元）	4.47	5.80	5.48	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	2.93	4.16	3.93	-	-

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

近两年该公司投资收益持续为负。其中，2018 年主要是由于所持以公允价值计量的华远地产、嘉兴丝绸股权和利得惠私募基金份额产生投资收益-0.47 亿元。2019 年由于按权益法核算的棕榈股份大额亏损而产生投资收益-1.16 亿元。公司营业外收入以违约金为主，和公允价值变动损益一样规模较小，对整体盈利的影响有限。2017-2019 年，公司净利润分别为 0.57 亿元、2.19 亿元和 3.01 亿元，整体盈利情况持续向好。

图表 24. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
投资净收益	1.64	-0.28	-0.93	0.05
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.01	-0.05	-1.17	-0.28
营业外收入（亿元）	0.09	0.07	0.88	0.003
公允价值变动损益（亿元）	-0.38	0.11	0.12	-0.01

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

2020 年第一季度，该公司营业收入同比增长 158.78%至 8.53 亿元，实现净利润 1.45 亿元。

（3）运营规划/经营战略

受新冠疫情影响，2020 年一季度我国房地产企业销售压力显著上升。根据销售计划，该公司在一季度没有新开盘项目，4 月南京欢乐城开始预售，南京新区 2019G07 地块（非并表）项目及苏州 2019-WG-27 号地块项目拟于 2020 年内陆续开始预售。在市场调整以及新冠疫情的多重压力下，公司将加大营销力度，针对项目特点，整合销售资源，拓宽销售渠道，创新销售模式，加快新老项目的销售进度。

管理

该公司是国有控股上市公司，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。公司控股股东栖霞建设集团通过担保等多种方式为公司业务发展提供支持。

截至 2020 年 3 月末，栖霞建设集团持有该公司股份 36,085.06 万股，占公司总股本的 34.37%，为公司控股股东。南京栖霞国有资产经营有限公司（简称“栖霞国资”）为公司实际控制人。公司产权状况详见附录一。

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。

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，交易量较小且全部以市场价定价。2019 年，公司向关联方采购商品/接受劳务资金总额为 0.62 亿元；公司向关联方出售商品/提供劳务收到的资金总额为 0.02 亿元。

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。截至 2019 年末，公司为栖霞建设集团及其下属子公司提供担保余额共计 5.90 亿元。栖霞建设集团及集团内其他公司为公司提供担保余额为 38.51 亿元。

根据该公司 2020 年 4 月 13 日的《企业信用报告》，公司无违约情况发生，亦不涉及重大诉讼事项。公司有一笔南京市江宁区环境保护局于 2017 年 12 月开具的行政处罚，罚款金额较小。

图表 25. 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	2020/4/13	不涉及	无	不涉及
各类债券还本付息	万得资讯	2020/6/12	无	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

2019 年该公司主业扩张速度明显加快，资金主要来源于前期项目的预收售房款以及增量债务融资。随着刚性债务的不断积聚，目前公司即期偿付压力加大，2020 年新开盘项目的销售情况对其财务质量影响大。

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 2017-2019 年合并财务

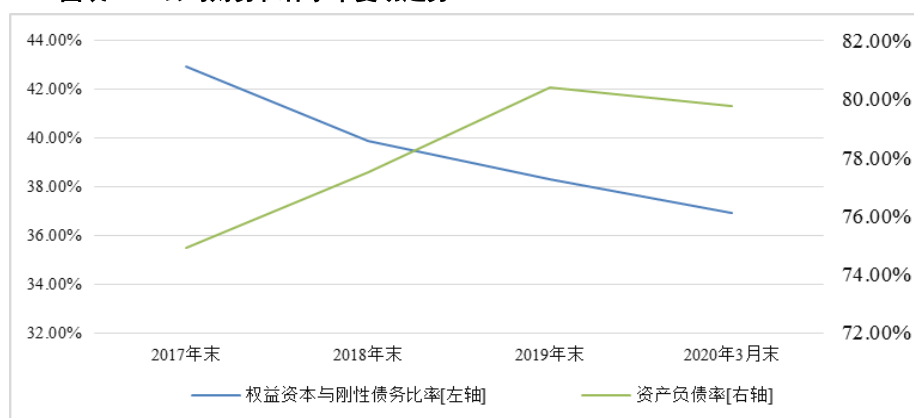
报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则基本准则及其补充规定。根据财政部 2017 年颁布的相关规定，公司进行了相关会计政策变更。

作为房地产开发企业，该公司合并范围的变化与开发项目情况有关，近年来变化不大。2018 年，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。2019 年，公司通过非同一控制下企业合并的方式将南京世豪物业管理有限公司纳入合并范围，并新设立 3 家子公司。同时，公司转让南京星汇房地产开发有限公司（简称“南京星汇”）3% 股权而失去控制权。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 26. 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。

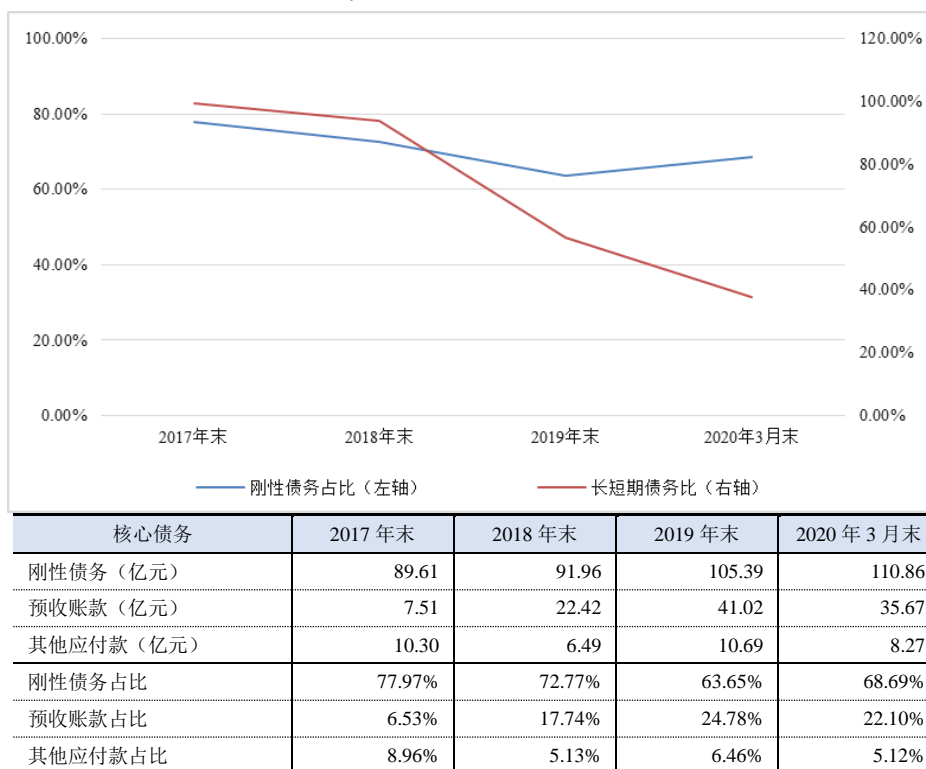
2018-2019 年，该公司集中回笼大量预收售房款，刚性债务亦持续增长，推动负债规模的扩张以及权益资本与刚性债务比率的下降。2017-2019 年末公司负债总额分别为 114.94 亿元、126.37 亿元和 165.58 亿元，权益资本与刚性债务比例分别为 42.95%、39.90% 和 38.31%。同期末公司所有者权益分别为 38.48 亿元、36.69 亿元和 40.37 亿元。2018 年因所持棕榈股份（2018 年按公允价值于可供出售金融资产科目核算）股价下跌导致其他综合收益大幅减少 3.44 亿元至 0.93 亿元，所有者权益出现下滑。2020 年一季度，因部分预收售房款结转收入，3 月末公司负债规模降至 161.38 亿元。但由于刚性债务从年初的 105.39 亿元增至 110.86 亿元，权益资本与刚性债务比例进一步下降至 36.94%。

（2）债务结构

由于预收售房款的快速增长以及中长期刚性债务的到期偿还，该公司流动负债占比不断提升，2019 年末长短期债务比降至 56.76%。同期公司负债总额为 165.58 亿元，主要由刚性债务、预收账款和其他应付款构成。其中，

预收账款余额为 41.02 亿元，主要为南京幸福城、无锡东方天郡三、四期项目的预收售房款。刚性债务余额为 105.39 亿元，主要由银行借款和应付债券构成。其他应付款余额为 10.69 亿元，主要包括预提费用及土地增值税 3.90 亿元、预收代建款及利息 3.49 亿元和往来款 2.90 亿元。

图表 27. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据栖霞建设所提供数据绘制。

(3) 刚性债务

图表 28. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	34.07	31.17	45.74	66.77
其中：短期借款	1.40	-	-	0.59
一年内到期非流动负债	21.62	14.18	35.20	55.59
应付短期债券	9.99	14.97	10.01	10.16
应付票据	0.11	0.47	0.53	0.44
其他短期刚性债务	0.95	1.55	-	-
中长期刚性债务合计	55.54	60.79	59.65	44.09
其中：长期借款	40.87	32.72	39.03	29.04
应付债券	14.67	28.07	20.62	15.05

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理

近三年该公司刚性债务持续增长，2019 年末增至 105.39 亿元。其中，一年内到期的非流动负债包括 24.93 亿元的一年内到期长期借款，以及 10.27

亿元的“15 宁栖建 MTN001”。应付短期债券余额为 10.01 亿元，系“19 栖霞建设 SCP001”。同期，公司应付债券余额为 20.62 亿元，系“16 宁栖建 MTN001”、“18 栖霞建 01”及“19 栖霞建 01”。

2020 年 3 月末，该公司刚性债务进一步增长至 110.86 亿元。由于新转入的一年内到期长期借款以及“16 宁栖建 MTN001”，公司短期刚性债务快速增长，即期债务偿付压力明显加大。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 29. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年一季度
营业周期（天）	2,640.76	2,891.15	3,301.06	-
营业收入现金率（%）	81.41	165.69	186.05	43.01
业务现金收支净额（亿元）	-14.96	25.13	-24.06	-2.47
其他因素现金收支净额（亿元）	1.29	-5.93	0.74	0.14
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-13.67	19.19	-23.32	-2.33
EBITDA（亿元）	2.08	4.86	5.96	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.03	0.05	0.06	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	0.46	0.84	1.09	-

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。

2018-2019 年，该公司预收大量售房款，销售商品、提供劳务收到的现金分别为 38.61 亿元和 42.59 亿元，营业收入现金率大幅提升。但由于竞拍土地以及项目开发投入的力度加大，2019 年公司经营性现金流净流出 23.32 亿元。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和财务费用中的利息支出构成。得益于利润总额的增长，近三年公司 EBITDA 持续增长，但对利息支出的覆盖程度仍处于较低水平。

(2) 投资环节

图表 30. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.03	-7.13	4.04	-0.10
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	0.0007	0.43	0.003	-0.0007
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-0.58	0.54	-1.00
投资环节产生的现金流量净额	-0.03	-7.28	4.59	-1.10

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。2018 年公司投资环节现金净流出 7.28 亿元，主要包括投资棕榈股份而分批支付的共 4.3 亿元现金，以及购买利得惠私募投资基金支出 3.5 亿元。2019 年公司回收了部分对利得惠私募投资基金的投资，同时因棕榈股份投资框架协议解除，公司收到返还的 1.8 亿元股权转让预付款以及 0.73 亿元补偿款。当年公司投资环节出现现金净流入。

(3) 筹资环节

2017-2019 年及 2020 年一季度，该公司筹资环节现金流净额分别为 14.48 亿元、-4.21、20.97 亿元和 1.47 亿元，其筹资力度主要依据经营环节现金流状况的变化而变化。

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	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	127.48	136.49	176.77	174.67
	83.09%	83.71%	85.83%	86.33%
其中：现金类资产（亿元）	14.68	24.51	24.71	23.26
存货（亿元）	109.90	105.93	135.92	133.98
其他应收款（亿元）	0.95	1.39	13.35	14.85
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	25.94	26.57	29.19	27.67
	16.91%	16.29%	14.17%	13.68%
其中：可供出售金融资产（亿元）	16.75	11.87	-	-
其他权益工具投资（亿元）	-	-	9.15	7.96
投资性房地产（亿元）	6.94	8.07	9.55	9.40
长期股权投资（亿元）	0.09	0.44	6.45	6.19
期末全部受限资产账面金额（亿元）	36.71	14.80	9.96	8.92
期末抵押融资余额（亿元）	27.99	11.97	10.32	13.00
受限资产账面余额/总资产（%）	23.93	9.08	4.84	3.06

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

截至 2019 年末，该公司资产总额为 205.96 亿元，较上年末增长 42.89 亿元。其中流动资产为 176.77 亿元，主要由存货、现金类资产及其他应收款组成。截至 2019 年末，公司存货的账面价值为 135.92 亿元（包含资本化利息费 10.80 亿元），主要包括开发成本 104.51 亿元和开发产品 31.41 亿元。公司现金类资产主要由货币资金和交易性金融资产组成，分别为 22.78 亿元和 1.94 亿元。货币资金中不可动用的部分为 0.66 亿元。其他应收款为 13.35 亿元，其中提供南京星汇的合作开发项目款为 12.11 亿元（含 11.5 亿元代垫土地出让金）。

截至 2019 年末，该公司非流动资产为 29.19 亿元，主要由其他权益工具投资、投资性房地产和长期股权投资构成。其他权益工具投资余额为 9.15 亿元，内容为对外股权投资，主要包括对河北银行的股权投资余额 7.18 亿元。投资性房地产账面价值为 9.55 亿元，主要是采用成本法入账的商品房配套经营性物业。长期股权投资余额为 6.45 亿元，内容是合联营企业的股权，其中持有棕榈股份的权益余额为 5.58 亿元。

2020 年 3 月末，该公司资产总额微降至 202.33 亿元，结构较年初变化不大。

该公司受限资产规模较小，2019 年末账面价值合计为 9.96 亿元。

图表 32. 2019 年末公司受限资产

主要数据及指标	期末账面价值	受限原因
货币资金	0.66	按揭贷款保证金、银行承兑汇票保证金、履约保证金、法院冻结存款
存货	1.16	借款抵押
其他权益工具投资	5.16	借款抵押
投资性房地产	2.97	借款抵押
合计	9.96	

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

5. 流动性/短期因素

图表 33. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率（%）	221.47	209.39	167.36	149.16
速动比率（%）	28.76	44.45	38.22	34.19
现金比率（%）	25.51	37.60	23.40	19.87

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

2019 年该公司加大了开发力度，导致各流动性指标均有所下降。

6. 表外事项

截至 2019 年末，该公司不涉及重大未决诉讼。截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额共计 20.85 亿元，担保对象主要为控股股东栖霞建设集团及其下属子公司。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司大部分经营性资产与刚性债务集中于本部。截至 2019 年末，公司本部总资产为 166.74 亿元，主要为存货、其他应收款和长期股权投资等；刚性债务总额为 91.68 亿元。2019 年公司本部实现营业收入 14.73 亿元，实现净利润 2.47 亿元。

外部支持因素

1. 集团/控股股东支持

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 2020 年 3 月末，公司已获银行授信总额为 99.82 亿元，其中尚未使用的授信额度为 29.97 亿元。

图表 34. 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	99.82	99.82	69.84	5.7-6.2%
其中：国家政策性金融机构	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行	54.35	54.35	38.81	5.7-6.2%
其中：大型国有金融机构占比	54.45%	54.45%	55.57%	-

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理（截至 2020 年 3 月末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 外部担保

“18 栖建 01”及“19 栖建 01”均由南京栖霞国有资产经营有限公司（以下简称“栖霞国资”）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 2019 年末，栖霞国资经审计的合并口径资产总额为 731.71 亿元，所有者权益为 187.25 亿元。2019 年，栖霞国资实现营业收入 40.80 亿元，净利润 3.87 亿元，实现经营性现金流净额为-12.96 亿元。同期末，栖霞国资对

外担保金额为 56.97 亿元，对外担保对象多为关联企业。

整体来看，栖霞国资提供的担保进一步增强了“18 栖建 01”及“19 栖建 01”的安全性。

2. 交叉保护

“18 栖建 01”及“19 栖建 01”均设置了交叉保护条款，触发情形为：该公司或合并范围内子公司的债务，包括但不限于公司债、债务融资工具、企业债、境外债券、金融机构贷款、其他融资出现违约，或在债务既有设定的宽限期到期后应付未付，视同本期债券发生违约事件。

跟踪评级结论

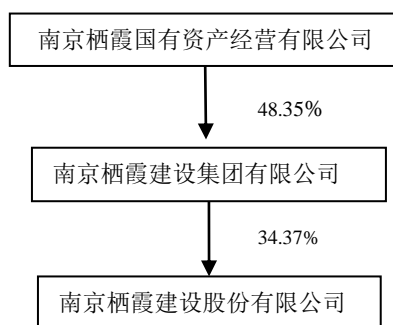
该公司是国有控股上市公司，法人治理结构健全，组织结构较为合理，工作管理规范，并制定了较为完善的内部管理制度。公司控股股东栖霞建设集团通过担保等多种方式为公司业务发展提供支持。

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，公司营业收入波动较大。近两年公司集中预售高毛利商品房项目，不仅业绩得到显著改善，更为其业务进一步扩张提供了资金支持。

2019 年该公司主业扩张速度明显加快，资金主要来源于前期项目的预收售房款以及增量债务融资。随着刚性债务的不断积聚，目前公司即期偿付压力加大，2020 年新开盘项目的销售情况对其财务质量影响大。

附录一：

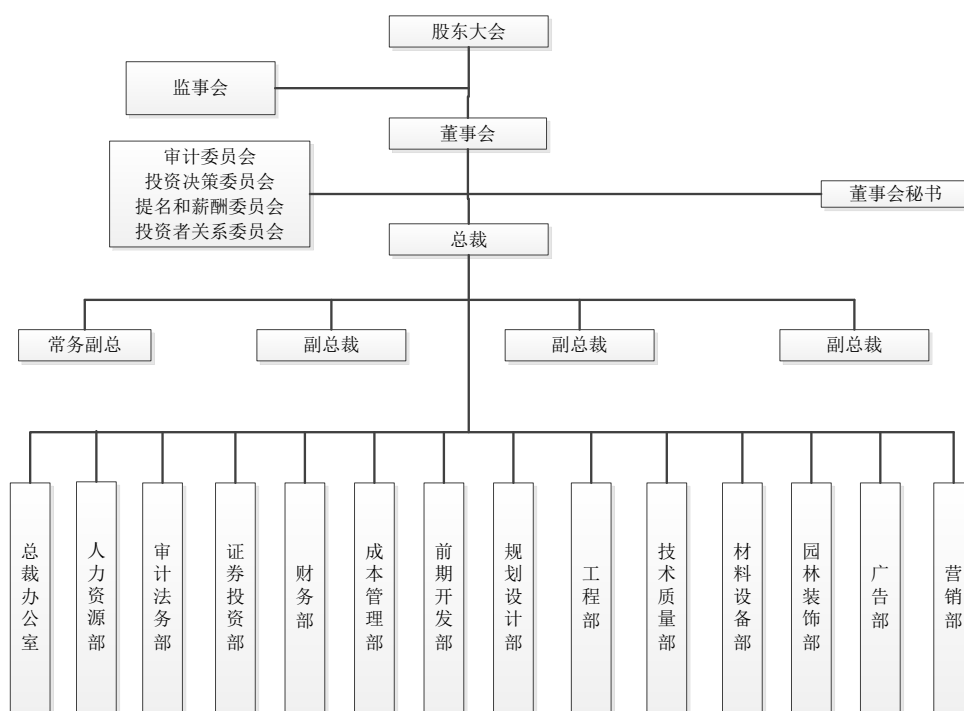
公司与实际控制人关系图



注：根据栖霞建设提供的资料绘制（截至 2019 年末）。

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 2019 年末）。

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	2019 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）
南京栖霞建设股份有限公司	栖霞建设	本级	—	房地产业	91.68	41.20	14.73	2.47	9.10
无锡栖霞建设有限公司	无锡栖霞公司	全资子公司	100	房地产业		3.10	1.66	0.31	1.18
无锡锡山栖霞建设有限公司	无锡锡山公司	全资子公司	100	房地产业	3.03	4.60	4.50	0.65	10.71
苏州卓辰置业有限公司	苏州卓辰公司	全资子公司	100	房地产业	1.45	2.10	0.13	-0.43	0.07
海南卓辰投资有限公司	海南卓辰公司	全资子公司	100	房地产业		1.20			
南京市栖霞区汇锦农村小额贷款有限公司	汇锦小贷公司	控股子公司	90	其他服务		1.83	0.17	0.11	0.59

注：根据栖霞建设 2019 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]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
资产总额 [亿元]	153.42	163.06	205.96	202.33
货币资金 [亿元]	13.07	20.58	22.78	20.71
刚性债务[亿元]	89.61	91.96	105.39	110.86
所有者权益 [亿元]	38.48	36.69	40.37	40.96
营业收入[亿元]	17.02	23.31	22.89	8.53
净利润 [亿元]	0.57	2.19	3.01	1.45
EBITDA[亿元]	2.08	4.86	5.96	—
经营性现金净流入量[亿元]	-13.67	19.19	-23.32	-2.33
投资性现金净流入量[亿元]	-0.03	-7.28	4.59	-1.10
资产负债率[%]	74.92	77.50	80.40	79.76
权益资本与刚性债务比率[%]	42.95	39.90	38.31	36.94
流动比率[%]	221.47	209.39	167.36	149.16
现金比率[%]	25.51	37.60	23.40	19.87
利息保障倍数[倍]	0.45	0.83	1.07	—
担保比率[%]	18.71	16.08	14.61	14.16
营业周期[天]	2,640.76	2,891.15	3,301.06	—
毛利率[%]	16.68	41.49	41.55	30.53
营业利润率[%]	2.38	13.33	15.40	17.05
总资产报酬率[%]	1.38	3.03	3.19	—
净资产收益率[%]	1.45	5.82	7.80	—
净资产收益率*[%]	1.40	5.85	7.86	—
营业收入现金率[%]	81.41	165.69	186.05	43.01
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-24.84	31.27	-27.30	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-12.72	9.88	-12.83	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.46	0.84	1.09	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.05	0.06	—

注：表中数据依据栖霞建设经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 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 2012 年）
- 《房地产开发行业信用评级方法（2015 版）》（发布于 2015 年）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。