

南京栖霞建设股份有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2021)100177】

评级对象: **南京栖霞建设股份有限公司及其发行的公开发行债券**

债券代码	首次评级:		首次跟踪:		本次跟踪:	
	主体/展望	债项/评级	主体/展望	债项/评级	主体/展望	债项/评级
19 栖建 01	AA/稳定	AA ⁺	2019 年 6 月 10 日	AA/稳定	AA ⁺	2020 年 6 月 24 日
20 栖建 01	AA/稳定	AA ⁺	2020 年 7 月 2 日	-	AA/稳定	AA ⁺
21 栖建 01	AA/稳定	AA ⁺	2021 年 1 月 15 日	-	AA/稳定	AA ⁺
20 栖霞建设 CP001	AA/稳定	A-1	2020 年 4 月 1 日	AA/稳定	A-1	2020 年 12 月 25 日
20 栖霞建设 CP002	AA/稳定	A-1	2020 年 8 月 18 日	AA/稳定	A-1	2020 年 12 月 25 日
					AA/稳定	A-1
					AA/稳定	A-1
					AA/稳定	A-1

主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 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	14.39	15.94	9.42	19.36
刚性债务	85.94	91.68	75.62	80.41
所有者权益	38.46	41.20	41.15	41.59
经营性现金净流入量	12.05	9.10	3.84	0.52
合并口径数据及指标:				
总资产	163.06	205.96	221.18	223.14
总负债	126.37	165.58	178.69	177.69
刚性债务	91.96	105.39	109.27	113.59
所有者权益	36.69	40.37	42.48	45.45
营业收入	23.31	22.89	32.95	20.00
净利润	2.19	3.01	3.17	2.65
经营性现金净流入量	19.19	-23.32	-2.34	10.54
EBITDA	4.86	5.96	6.01	-
资产负债率[%]	77.50	80.40	80.79	79.63
权益资本与刚性债务比率[%]	39.90	38.31	38.88	40.01
流动比率[%]	209.39	167.36	164.71	151.16
现金比率[%]	37.60	23.40	21.02	26.45
利息保障倍数[倍]	0.83	1.07	0.85	-
净资产收益率[%]	5.82	7.80	7.64	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	31.27	-27.30	-2.11	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	9.88	-12.83	5.40	-
EBITDA/利息支出[倍]	0.84	1.09	0.86	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.06	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	196.18	187.25	-	-
权益资本与刚性债务余额比率[%]	52.92	53.52	-	-
担保比率	27.94	30.42	-	-

注:根据栖霞建设经审计的 2018~2020 年及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。担保方数据根据栖霞国资产经审计的 2018~2019 年财务数据整理、计算。

分析师

武嘉妮 wjn@shxsj.com
高 珊 gs@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 19 栖建 01、20 栖建 01、21 栖建 01、20 栖霞建设 CP001 及 20 栖霞建设 CP002 的跟踪评级反映了 2020 年以来栖霞建设在市场地位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、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。**栖霞建设作为栖霞建设集团核心子公司,可在日常业务、融资担保等方面得到股东及实控人的支持。
- 担保增信。**19 栖建 01、20 栖建 01 及 21 栖建 01 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,本息到期偿付的安全性得到有效增强。

主要风险:

- 经营规模小且波动性大。**栖霞建设业务规模相对偏小,在手房地产项目数量不多。公司业绩及现金流易受单体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,刚性债务偿付压力不断积聚。
- 资金压力持续加大。**近年栖霞建设的土地支出规模较大,加上部分新开盘项目去化速度慢,资金压力持续加大。

- **集中偿债压力大。**栖霞建设的即期刚性债务规模大，偿债压力集中。
- **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，公司小贷业务仍存在一定的风险敞口。

➤ 未来展望

通过对栖霞建设及其发行的上述公开发行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；认为上述公司债券还本付息安全性很强，并给与上述公司债券 AA⁺信用等级；认为上述短期融资券还本付息安全性极强，并给与上述短期融资券 A-1 信用等级。



南京栖霞建设股份有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照南京栖霞建设股份有限公司 2020 年度第一期短期融资券、2020 年度第二期短期融资券和公开发行 2019 年公司债券（第一期）、2020 年公开发行公司债券(面向专业投资者)(第一期)、2021 年公开发行公司债券(面向专业投资者)(第一期)（分别简称“20 栖霞建设 CP001”、“20 栖霞建设 CP002”和“19 栖建 01”、“20 栖建 01”、“21 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 2020 年财务报表、未经审计的 2021 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 2021 年 3 月末，该公司存续的债券本金余额为 53.20 亿元，目前付息情况正常。此外，“18 栖建 01”已于 2021 年 4 月全额回售。

图表 1. 2021 年 3 月末公司存续期内债券概况（亿元）

债项名称	发行金额	起息日	期限/到期日	发行利率	本息兑付情况
20 栖霞建设 CP001	5.00	2020.7.2	2021.6.17	4.50	正常
20 栖霞建设 CP002	10.00	2020.8.28	2021.8.28	4.80	正常
21 栖霞建设 SCP001	4.80	2021.2.24	2021.11.21	5.80	正常
21 栖霞建设 SCP002	5.00	2021.3.26	2021.12.21	5.80	正常
18 栖建 01	13.40	2018.4.2	3+2	6.36	正常
19 栖建 01	1.60	2019.7.12	3+2	5.40	正常
20 栖建 01	3.00	2020.12.4	3+2	5.00	正常
21 栖建 01	10.40	2021.2.9	3+2	5.48	正常
合计：	53.20				

资料来源：WIND

截至 2021 年 3 月末，该公司存续公司债所募资金均按计划用于偿还到期债券本金。

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2020年，受新冠肺炎疫情影响，全球遭受了自“大萧条”以来最严重的经济衰退，经济金融的脆弱性加剧、债务风险上升，中美关系以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2020年，新冠肺炎疫情冲击下，全球遭受了自“大萧条”以来最严重的经济衰退，贸易萎缩幅度显著扩大，金融市场大幅动荡。各主要经济体的超宽松货币政策和强力财政刺激政策加剧了全球经济金融的脆弱性、推升了政府债务风险。二季度以来，主要经济体经济相继进入幅度不同的修复状态，国家治理能力成为疫情防控和经济修复的主导因素。未来，疫情走势仍将是影响全球经济走势的关键变量，在全球疫情持续升级的情况下，疫苗研发、投产和使用等均存在不确定性，全球疫情防控形势依然严峻，预计2021年全球经济难以恢复到疫情前状态，美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍将持续。同时，中美关系以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而《区域全面经济伙伴关系协定》的签署及中欧双边投资协定完成谈判有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济疫后修复整体稳健，为全球范围内唯一实现正增长的主要经济体，但内部发展仍存在一定程度的不平衡和不充分。我国物价水平涨幅回落较快，失业率绝对水平已基本降到疫情前位置。规模以上工业企业增加值总量恢复较好且经营绩效有所好转，行业间修复节奏不同步且差异较大、产业链中面临的“卡脖子”问题有待解决。消费对经济的拉动力用离正常水平仍有差距，必需品、通讯器材、化妆品及汽车的零售增长相对较快，石油制品及服装鞋帽、针纺织品类销售大幅下滑；固定资产投资中房地产投资表现强劲且对上下游具有较好的拉动作用，基建投资力度保持稳健，制造业投资中除高技术制造业外其余均较疲弱；出口贸易逆势增长，且占全球出口的比例显著提升。人民币汇率表现强势，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署，宏观调

控政策不急转弯，将继续对经济提供必要的支持力度。我国财政政策保持积极，支出强度减弱，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为；政府债务水平上升速度将放缓，化解地方政府隐性债务风险工作需继续落实，地方政府债务风险依然总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持市场流动性合理充裕，续作两项直达工具，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、稳定宏观杠杆率的目标下，实体融资增速将有所放缓。金融监管持续强化，提高上市公司质量、健全金融机构治理，防止资本无序扩张，优化退市规则、统一债券市场监管并打击逃废债行为，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年。短期内，全球的疫情防控形势仍非常严峻，疫情变化、美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将不断回升；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现平稳且全年增速在基数效应下会有所加快；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

（2）行业因素

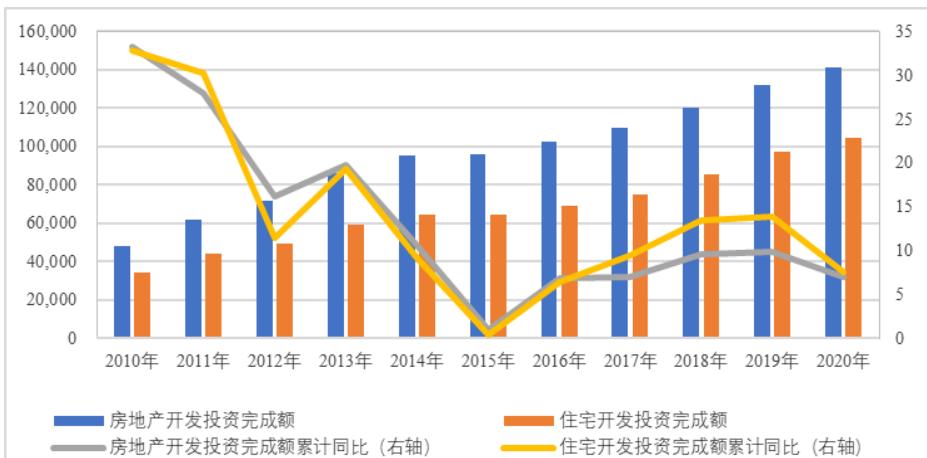
2020 年房地产开发投资保持正增长，下半年来持续提升的市场热度抵消了前期疫情影响，全年房地产市场销售呈现量增价涨的态势。近年国家对房地产调控坚持“房住不炒”定位，落实因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。近期房地产市场融资环境持续收紧，在弱化市场预期的同时或亦弱化按揭贷款便利程度，进而削弱居民购买力，预计未来住宅销售去化压力加大。同时收紧的外部融资环境也加快了资金及项目资源向高等级信用资质房企集聚的步伐，行业竞争格局日益分化，集中度将继续提升，中小房企面临挑战。在销售承压、大额到期债务待偿、增量融资受限的预估情境下，预计 2021 年全行业流动性风险将进一步升高，高杠杆、高负债的房企将面临很大的信用风险暴露可能性。

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。2010-2019 年我国房地产开发投资完成额从 4.83 万亿元升至 13.22 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 3.40 万亿元升至 9.71 万亿元，占比保持在 70%上下。

2020 年以来，一季度受新冠肺炎疫情影响行业运行基本停滞，房地产开发投资增速为-7.70%。随着 3 月份开始全国各地陆续复工复产，二季度起各企业加快了建设进度，6 月全国房地产开发投资累计同比由负转正。2020 年全年全国房地产开发投资完成额为 14.14 万亿元，同比增长 7.0%，其中住宅开发投资完成额为 10.44 万亿元，同比增长 7.6%，相比 2019 年，增速有所收窄。从各地区¹开发投资增长情况看，东部地区增长 7.6%，中部地区增长 4.4%，西部地区增长 8.2%，东北地区增长 6.2%。

图表 2. 2010-2020 年我国房地产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：国家统计局

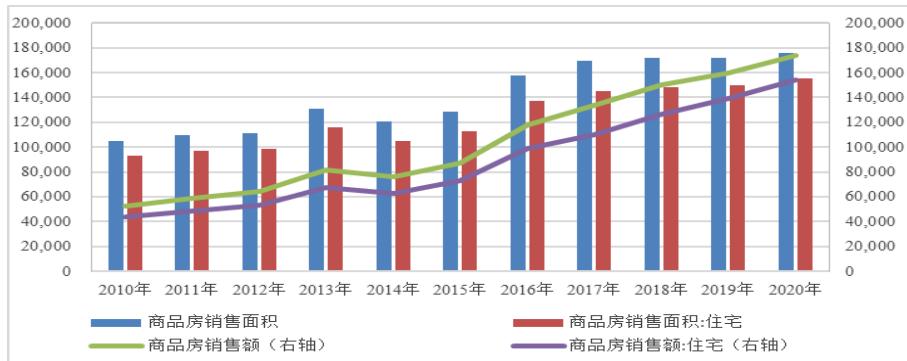
近两年我国商品房销售面积呈窄幅波动态势。2017-2019 年我国商品房销售面积分别为 16.94 亿平方米、17.17 亿平方米和 17.16 亿平方米，增速分别为 7.7%、1.3% 和-0.1%。2019 年我国商品房销售面积出现负增长，但销售均价小幅提升，销售额仍有所增长，全年商品房销售额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，其中住宅销售额增长 10.3%。进入 2020 年，一季度因疫情原因销售受到较大冲击，当期全国商品房销售面积 21,978 万平方米，同比下降 26.3%，其中住宅销售面积下降 25.9%；商品房销售额 20,365 亿元，下降 24.7%，其中住宅销售额下降 22.8%。二季度商品房销售出现了恢复性增长，降幅逐月收窄，三、四季度房地产市场热度持续提升，全年销售指标小幅增长。2020 年全年我国商品房销售面积为 17.61 亿平方米，同比增长 2.6%；其中住宅销售面积增长 3.2%，办公楼销售面积下降 10.4%，商业营业用房销售面积下降 8.7%。同期我国商品房销售额为 17.36 万亿元，同比增长 8.7%，其中住宅销售额增长 10.8%，办公楼销售额下降 5.3%，商业营业用房销售额下降 11.2%。分地区看，东部地区商品房销售面积同比增长 7.1%，销售额增长 14.1%；中部地区商品房销售面积下降 1.9%，销售额增长 1.0%；西部地区商品房销售面积增长 2.6%，销售额增长 5.1%；东北地区商品房销售面积下降 5.8%，销售额下降 1.5%。根据 Wind 数据显示，2020 年百城²住宅价格指数同比增长 3.46%，与 2019 年 12 月相比，

¹各地区分区如下：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）；中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南等 6 个省份；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）；东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江等 3 个省份。

²一线城市北京、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、

2020年12月百城住宅均价上涨627元/平方米至15,795元/平方米；其中一线城市住宅均价上涨1,079元/平方米至42,740元/平方米，二线城市住宅均价上涨451元/平方米至14,609元/平方米，三线城市住宅均价上涨440元/平方米至9,918元/平方米，同比上涨2.77%、3.18%和4.64%。从市场走势看，全年房地产市场销售呈量增价涨态势，各线城市走势较为趋同。

图表3. 2010-2020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

土地市场方面，为缓解疫情对经济发展的负面影响，2020年二季度起大部分城市加大了优质土地供应力度，全年住宅用地供应量和成交量均同比小幅增长。根据CREIS中指数据显示，2020年全国300个城市共推出各类建设用地14.31亿平方米，同比增长5.40%，其中住宅建设用地推出5.81亿平方米，同比增长3.96%。分城市能级来看，上述300个城市中一线城市住宅推地1,849.91万平方米，同比增长7.63%，成交1,675.50万平方米，同比增长11.78%；二线城市住宅推地22,795.71万平方米，同比增长4.67%，成交20,584.05万平方米，同比增长9.06%；三四线城市住宅推地33,500.83万平方米，同比增长3.29%，成交28,051.73万平方米，同比增长10.30%。全年土地市场活跃度提升，流拍率下降，溢价率略有提升，原因主要为：一方面，实体经济恢复缓慢，多地政府为缓解财政压力加大推地力度，土地供应量明显增多；一方面，房企顺市场低迷时调整土地储备结构拿地愿望较强。多重因素作用下，资金充裕的房企将获得良好的投资机遇。

B. 政策环境

从政策层面看，2020年以来我国房地产政策延续2019年主基调，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策差异化调控，房地产市场平稳健康发展的长效管理调控逐步实施。针对疫情对经济造成重大不利影响，强调不把房地产作为短期刺激经济的手段，保持房地产政策的连续性、一致性和稳定性。各地政府围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标，根据区域市场特点出台不同的调控政策，承担更多的调控主体责任。各地落实“因城施策”，有收有放，不断优化调控措施，保持房地产市场健康稳定发展。

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。

2020年初，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，以对冲疫情影响。随着市场逐渐回暖，部分地区对市场出现过高预期或过热形势，4月中和7月底的政治局会议两次重申“房住不炒”定位，促进房地产市场平稳健康发展。7月24日召开的房地产座谈会首次提出“实施好房地产金融审慎管理制度”。7月以来，包括杭州、东莞、宁波、内蒙古、郑州、深圳、南京等房价有所上涨的城市开始出台房地产调控收紧政策。8月，多个部门开始释放调控房地产市场和收紧房地产企业融资阀门的政策信号，后续将对房地产融资按“三条红线”进行分类监管。12月31日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（自2021年1月1日起实施），建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，以防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险，提高银行业金融机构稳健性。对房地产行业而言，8月份的房企“三条红线”监管政策从资金需求端对行业进行约束，银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度则从资金供给端实行总额控制，防止金融机构进一步做增量。新融资政策的出台将有利于市场主体形成稳定的政策预期，推动房地产行业长期稳健运行，防范化解房地产金融风险，促进房地产市场持续平稳健康发展。

2020年政府在土地政策的重要调整系国务院发布《国务院关于授权和委托用地审批权的决定》（以下简称“《决定》”），下放部分建设用地审批权至省、自治区、直辖市。用地审批权下放，赋予地方更大的自主权，让地方优化土地资源配置，释放地方发展的主动性、能动性，可助力地方经济发展，同时减少上报国务院审批的流程，可提高审批效率、项目落地效率和土地利用效率。《决定》还特别强调，各省级单位政府要严格审查涉及永久基本农田等特殊用地的占用，要切实保护耕地，节约集约用地，盘活存量土地。另外，国家对租赁住房的政策倾斜持续。针对2020年下半年以来热点城市土地市场持续供不应求、溢价率持续升高的态势，2021年2月起多个重点城市推行土地集中出让制度，即集中发布出让公告、集中组织出让活动，且2021年发布住宅用地公告不能超过三次。预计在透明度提升下更多企业可参与土地市场交易，同时企业也有更多竞品选择，有助于降低整体市场竞拍热度，整体地价也会因土地市场集中放量而平缓，地价涨幅有望进一步降低。而对于近年来扩张速度较快，且踩了红线的企业来说，集中供地模式或将产生一定资金压力。

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WIND资讯数据，2020年

CR10/CR20/CR50/CR100 比值由 2019 年的 26.28%/37.14%/52.92%/63.48 提升至 26.49%/38.02%/55.04%/66.15%，2020 年行业集中度提升，各档次企业销售占比均呈现小幅提升态势。预计未来行业集中度仍将提升。

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。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。

（3）区域市场因素

2020 年南京市房屋销售面积保持增长，土地交易市场活跃。

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。受新冠疫情影响，2020 年南京市房地产投资完成额同比增速有所放慢。但得益于铁路、高速公路网的进一步完善，南京市辐射范围不断扩大，区域市场景气度不降反升。为引导市场平稳健康地运行，当年南京市出台了“限房价、竞地价”、“宁九条”等调控措施，楼市稳定政策在执行层面得到进一步的细化和强化。

图表 4. 南京市房地产开发与销售情况

项目	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年第一季度
房地产投资完成额（亿元）	2,354.17	2,501.26	2,631.40	643.14
房地产投资完成额同比增长	8.50%	6.25%	5.20%	23.42%
房屋施工面积（万平方米）	8,656.96	8,996.95	8,663.99	6,695.48
房屋新开工面积（万平方米）	1,942.31	1,989.30	2,114.90	489.10
商品房销售面积（万平方米）	1,220.73	1,320.65	1,324.67	293.09
商品房销售面积同比增长	-14.60%	8.19%	0.30%	55.07%
商品房销售额（亿元）	2,731.98	2,510.15	3,269.50	776.67

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。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。2020 年出台的“宁九条”中要求，依据土地市场状况加大住宅用地供应力度，优先满足刚需。根据 CREIS 中指数据，2020 年南京市成交建设用地面积同比上升 12.35%；成交楼面地价同比上升 0.97%，土地出让金同比上升 23.40%。2021 年 5、7、10 月，南京市将进行三次集中供地。从 5 月竞拍情况看市场投资意愿较强，多数地块达成最高限价，市场景气度高。

图表 5. 南京市土地挂牌及成交情况

项目		2018 年	2019 年	2020 年	2020 年第一季度
挂牌	土地宗数（块）	325	366	407	103
	建设用地面积（万平方米）	1,419.37	1,621.40	1,761.07	289.28
	推出楼面地价（元/平方米）	3,589	4,659	4,968	3,774
成交	土地宗数（块）	303	361	402	89
	建设用地面积（万平方米）	1,276.77	1,555.79	1,747.98	242.89
	成交楼面地价（元/平方米）	3524	5341	5393	4384
	土地出让金（亿元）	956.53	1,696.84	2,093.90	215.22

资料来源：CREIS 中指数据，新世纪整理

受新冠疫情以及调控收紧等因素影响，2020 年无锡市房地产及土地市场呈现“量缩价高”的局面。

2019 年，无锡市在保持“房住不炒”的定位下维持了原有的限购、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。2020 年一季度，新冠疫情对无锡市房地产市场冲击大；同年 8 月，无锡市在原有限购、限价、限售、限签政策的基础上进一步收紧调控政策。受此影响，无锡市全年房地产投资完成额同比小幅下滑。

图表 6. 无锡市房地产开发与销售情况

项目	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年第一季度
房地产投资完成额（亿元）	1,311.53	1,358.29	1,350.02	326.12
房地产投资完成额同比增长	9.40%	3.57%	-0.61%	23.63%
房屋施工面积（万平方米）	5,981.74	6,353.18	6,363.12	5,014.48
房屋新开工面积（万平方米）	1,503.02	1,455.04	-	-
商品房销售面积（万平方米）	1,367.85	1,380.42	-	-
商品房销售面积同比增长	17.10%	0.92%	-	-
商品房销售额（亿元）	1,575.70	1,929.41	-	-

资料来源：Wind，新世纪整理

受新冠疫情影响，2020 年无锡市挂牌和成交的建设用地面积均有所减少。但由于主要分布于梁溪、锡山等楼面地价较高的热点区域，成交土地出让金规

模显著增长。总体而言,2020年无锡房地产及土地市场呈现“量缩价高”的局面。

图表7. 无锡市土地挂牌及成交情况

项目		2018年	2019年	2020年	2021年第一季度
挂牌	土地宗数(块)	393	345	314	96
	建设用地面积(万平方米)	1,404.69	1,445.95	1,328.41	397.01
	推出楼面地价(元/平方米)	2,751	3,442	4,577	3,813
成交	土地宗数(块)	380	322	296	95
	建设用地面积(万平方米)	1,347.78	1,330.20	1,211.05	390.38
	成交楼面地价(万元/平方米)	2,902	3,610	5,331	3,754
	土地出让金(亿元)	578.81	770.45	1,091.04	199.25

资料来源: CREIS 中指数据, 新世纪整理

2. 业务运营

该公司开发项目集中于南京和无锡, 以商品房和保障房为主。由于多个高毛利项目陆续进入预售状态, 近年公司资金回笼及整体业绩情况较好。但2020年部分新开盘项目的去化速度较慢, 且融资环境进一步趋紧, 或在一定程度上加大公司资金压力。

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8. 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不多, 其经营业绩易受项目开发周期影响而出现波动。2018-2020年及2021年第一季度, 公司房地产开发收入分别为21.21亿元、20.80亿元、30.28亿元和18.98亿元。同期, 公司综合毛利率分别为41.49%、41.55%、31.69%和36.22%。2020年显著下滑的原因主要系高毛利项目南京瑜憬湾的收入占比显著降低。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表9. 公司核心业务收入及变化情况(亿元, %)

主导产品或服务	2018年度	2019年度	2020年度	2021年第一季度	2020年第一季度
营业收入合计	23.31	22.89	32.95	20.00	8.53
其中: 房地产开发(亿元)	21.21	20.80	30.28	18.98	7.91

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年第一季度	2020 年第一季度
在营业收入中所占比重	90.99%	90.87%	91.92%	94.90%	92.73%
其中：（1）商品房	18.89	19.60	29.85	18.89	7.73
在房地产开发收入中所占比重	89.06%	94.23%	98.55%	99.53%	97.72%
（2）保障房	2.32	1.20	0.44	0.09	0.18
在房地产业务收入中所占比重	10.94%	5.77%	1.45%	0.47%	2.28
综合毛利率	41.49%	41.55%	31.69%	36.22%	30.53%
其中：房地产开发	43.74%	42.02%	33.12%	37.43%	31.81%
其中：（1）商品房	45.87%	46.63%	33.85%	37.58%	32.71%
（2）保障房	26.44%	5.72%	-16.14%	4.93%	-7.52%

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。公司项目多分布于南京、无锡和苏州三个城市，近年来营业收入主要源于南京和无锡区域。

图表 10. 公司房地产收入分布情况（单位：亿元、%）

区域分布	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
南京	15.18	71.60	14.58	70.11	8.10	26.76	5.26	27.74
无锡	6.00	28.30	6.16	29.61	22.15	73.14	13.64	71.86
苏州	0.02	0.10	0.06	0.28	0.03	0.10	0.08	0.41
合计	21.20	100.00	20.80	100.00	30.28	100.00	18.98	100.00

资料来源：栖霞建设

(A) 商品房

该公司在手项目集中于南京、无锡等地，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、无锡东方天郡及无锡栖庭陆续进入销售阶段，近年来公司回笼大量资金，为其加大新项目开工力度提供了支持。

图表 11. 公司房地产开发业务总体情况（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
2018 年	25.07	2.64	24.19	43.13	1.78	11.02	18.89
2019 年	29.39	20.11	17.91	34.74	1.94	9.88	19.60
2020 年	16.84	25.57	14.61	41.71	2.85	20.72	29.85
2021 年第一季度	5.83	8.73	6.23	20.78	3.33	9.41	18.89

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 2021 年 3 月末，该项目可供出售面积为 19.51 万平方米，已售面积为 15.17 万平方米；累计投入资金 28.63 亿元，累计回笼资金 38.40 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。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 月竣工交付，三、四期已于 2020 年 9 月竣工交付。截至 2021 年 3 月末，该项目可供出售面积为 48.43 万平方米，已售面积为 40.02 万平方米；累计投入资金 37.61 亿元，累计回笼资金 43.67 亿元。

无锡栖庭项目位于太湖大道与湖滨路交叉口，占地 4.49 万平方米，土地取得成本 5.65 亿元。无锡栖庭一期于 2016 年竣工交付，二期于 2021 年 3 月竣工交付。截至 2021 年 3 月末，该项目可供出售面积为 13.17 万平方米，已售面积为 12.71 万平方米；累计投入资金 14.67 亿元，累计回笼资金 21.22 亿元。

图表 12. 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		2020 年		2021 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（南京）	12.18	43.83	12.60	51.55	1.21	63.15	0.10	63.89
东方天郡（无锡）	2.19	50.97	4.40	30.18	20.93	32.41	0.30	49.61
栖园（无锡）	2.30	45.08	1.46	43.79	1.18	34.55	0.32	32.44
栖庭（无锡）	1.34	37.87	0.12	34.28	0.04	19.59	12.99	41.78
星叶枫庭（南京）	-	-	-	-	4.08	23.62	4.60	23.83
羊山湖花园（南京）	0.45	60.75	0.35	51.44	2.18	48.89	0.38	48.29
其他 ³	0.42	91.99	0.67	67.80	0.23	48.21	0.19	37.04
合计	18.89	45.87	19.60	46.63	29.85	33.85	18.89	37.58

资料来源：栖霞建设

在售及在建项目

截至 2021 年 3 月末，该公司主要在售、在建项目共 11 个，规划可售面积合计为 163.63 万平方米，已售面积为 104.57 万平方米，累计实现销售金额 194.66 亿元，占已投入资金 229.74 亿元的 84.73%。上述项目中，于 2020 年新开售的主要有南京欢乐城、无锡天樾雅苑和南京栖樾府（G07）项目，其中南京欢乐城去化速度较慢。此外，公司在建的南京星叶瑜憬尚府项目计划于 2021 年开始现房销售。

南京欢乐城项目地处南京市雨花台区西部的板桥区域，周边教育、医疗等配套设施相对欠缺，尚待进一步引入。2020 年 11 月，在板桥区域有站点规划的宁马城际铁路（地铁 S2 号线）进行了环评公示，或对该项目的去化速度产生积极作用。

³ 一些尾盘及尾盘车库车位。

图表 13. 2021 年 3 月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	建设进度	总投资规模	已投资规模	开工时间	(预计)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	100%	28.63	28.63	2012.12	2019.6	19.51	15.17	38.80	38.40
羊山湖花园	住宅	100%	13.23	13.23	2012.12	2015.6	10.11	7.28	16.39	15.89
南京星叶枫庭	住宅	95%	11.00	10.61	2017.6	2020.12	5.63	5.35	14.59	12.26
南京栖樾府 (G07)	住宅	85%	35.00	29.76	2020.3	2022.4	12.91	9.54	35.06	24.78
南京欢乐城	住宅	35%	42.00	35.66	2017.9	2022.9	23.00	1.55	3.64	1.07
南京星叶瑜憬尚府 (G53)	住宅	在建未售	31.00	26.07	2018.12	2022.6	-	-	-	-
南京合计	-	-	160.86	143.96	-	-	71.16	38.89	109.48	92.40
无锡栖庭	住宅	100%	14.67	14.67	2014.7	2021.3	13.17	12.71	21.25	21.22
无锡栖园	住宅	100%	13.82	13.80	2010.4	2022.12	13.19	9.79	14.30	14.10
无锡东方天郡	住宅	100%	38.70	37.61	2011.04	2020.09	48.43	40.02	43.67	43.67
无锡天樾雅苑	住宅	55%	27.30	15.17	2020.03	2023.05	15.42	2.54	4.53	4.01
无锡小计	-	-	94.49	81.25	-	-	90.21	65.06	83.75	83.00
苏州栖园	住宅	65%	6.70	4.53	2020.06	2022.12	2.26	0.62	2.43	2.32
合计	-	-	262.05	229.74	-	-	163.63	104.57	194.66	177.72

资料来源: 栖霞建设

除并表范围内项目以外, 该公司通过参股方式参与三块土地的合作开发。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%。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, 规划用途为住宅。

2018 年, 无锡卓辰以自有资金 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%。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, 规划用途为住宅。

图表 14. 合作开发项目情况 (单位: 亿元、万平方米)

	权益占比	期末权益应投资额	期末权益实际到位	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
苏地 2017-WG-68	20%	0.71	0.71	2018.9-2020.12	1.79	1.20	1.10	4.00	3.90
苏地 2017-WG-66	20%	0.82	0.82	2018.10-2020.12	2.05	1.43	1.43	4.80	4.40
南京 2020G16	49%	12.84	9.65	2020.10-2023.04	10.03	7.00	2.99	11.7	5.70

资料来源: 栖霞建设 (截至 2021 年 3 月末)

2020 年 5 月, 该公司原控股子公司南京星发房地产开发有限公司 (简称

“南京星发”)⁴以 17.50 亿元人民币竞得南京市 2020G16 号地块。2020 年 9 月公司转让部分南京星发股权，持股比例从 51% 降至 49%。南京市 2020G16 号地块位于南京市仙林鲤鱼山南侧，东至经天路，南至规划道路，西至鲤鱼山，北至毕升路；规划用途为住宅。

项目储备

2019 年 6 月 5 日，该公司以 10.60 亿元竞得南京市 2019G17 号地块，该地块土地出让金已全额缴纳，但因地铁施工原因政府尚未交地。

图表 15. 2021 年 3 月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
无锡栖园（酒店）	-	3.01	44,856	100%
南京 2019G17 地块	16.50	1.59	27,935	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，现阶段以项目代建形式为主。公司主要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，并垫付项目资金进行建设。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。

2018-2020 年，该公司分别实现保障房开发收入 2.32 亿元、1.20 亿元和 0.44 亿元，业务毛利率分别为 26.44%、5.72% 和 -16.14%。其中 2018 年大量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。2020 年业务毛利率为负，主要系保障房去化周期较长且销售单价相对稳定，而材料、人力成本上升较快所致。

图表 16. 截至 2021 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	5.15	4.50	5.04	17.46	11.12	2008.09	2020.12	竣工
南京幸福城	54.00	49.20	55.16	118.63	66.12	2011.03	2021.12	在建
合计	59.15	53.70	61.20	136.09	77.24	-	-	-

资料来源：栖霞建设

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⁵。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。

⁴ 公司原持有南京星发 51% 的股份。2020 年 9 月公司转让部分持股，月末对南京星发的持股比例降至 49%，南京星发不再是公司的控股子公司。

⁵ 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。

2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司物业管理业务实现收入分别为 1.31 亿元、1.47 亿元、1.68 亿元和 0.65 亿元。2020 年业务毛利率为 6.00%。截至 2021 年 3 月末，公司物业在管总面积为 797 万平方米，其中自建面积占比 72.53%。

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。2018-2020 年，公司分别实现租金业务收入 0.45 亿元、0.56 亿元和 0.73 亿元。截至 2020 年末，公司可租面积合计 9.01 万平方米，出租率为 75.83%，租金回收率 95.59%。

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 万元向栖霞建设集团收购了汇锦小贷 20.00% 股权。截至 2021 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。截至 2020 年末，汇锦小贷期末贷款余额为 0.71 亿元，贷款客户为 20 个；次级贷款⁶与贷款余额的比例为 10.39%。受新冠疫情影响，2020 年公司部分客户贷款出现逾期，导致不良率明显上升。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。2018-2020 年，汇锦小贷净利润分别为 0.16 亿元、0.11 亿元和 0.07 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 17. 公司小贷业务情况（单位：万元，个，%）

	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
贷款余额	13360	8670	7120	10755
贷款客户数量	58	22	20	28
单笔最大金额	750	750	500	500
不良率	1.80%	2.77%	10.39%	6.88%
次级贷款金额	240	240	740	740
当期收入（含投资收益）	1020	1823	1315	215
当期净利润	1648	1132	730	118

资料来源：栖霞建设

D. 建筑服务

为了向上下游拓展发展，2020 年 4 月，该公司与控股股东栖霞建设集团共同投资设立南京栖霞建设工程有限公司（简称“栖霞建工”）。公司持有栖霞建工 55% 股权，并将其纳入并表范围。2020 年，公司建筑服务板块业务收入为 0.23 亿元，业务毛利率为 2.00%。

目前栖霞建工具备建筑工程施工总承包二级资质、市政公用工程施工总承包二级资质。截至 2020 年末，栖霞建工在手订单规模为 0.19 亿元，客户主要

⁶ 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。

包括南京星发以及该公司并表企业。

E. 投资

该公司不以出售为目的的对外投资项目涉及标的主要包括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”）。公司其他对外投资项目体量较小。

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 2021 年 3 月末，公司为棕榈股份的第二大股东，持股 1.77 亿股，投资成本为 6.72 亿元，按 2021 年 3 月 31 日收盘价 3.51 元/股计算折合 6.21 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 2020 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 2020 年末，河北银行拥有网点总数 250 家，覆盖了河北省 11 个市，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 3,957.02 亿元，存款余额 2,832.55 亿元；贷款余额 2,450.26 亿元。同期末河北银行资本充足率 13.32%，核心资本充足率 10.17%；拨备覆盖率 133.41%，不良贷款率 1.98%。2020 年 7 月，公司收到河北银行 2019 年度股利分红 0.33 亿元（每股 0.15 元）。

图表 18. 2020 年公司主要对外投资情况（单位：万元）

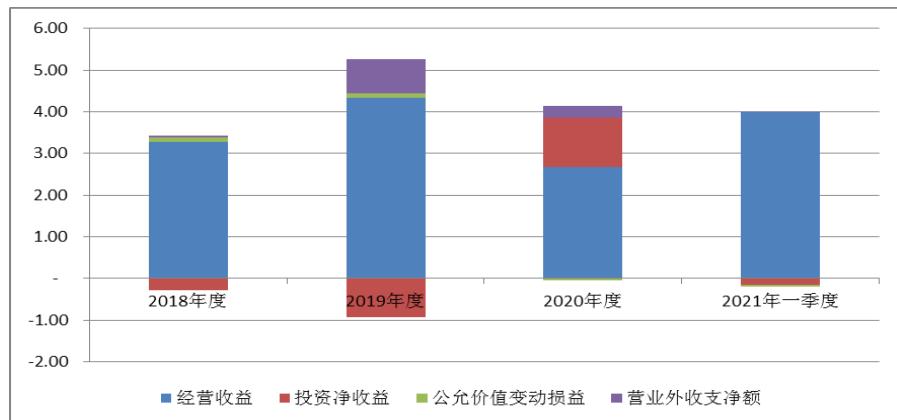
参股子公司	年末账面余额	当年确认股利收入	累计利得
棕榈生态城镇发展股份有限公司	55,579.65	-	-
河北银行股份有限公司	70,277.70	3,337.52	2,219.64
上海中城联盟投资管理股份有限公司	1,947.95	-	-524.37
南京晨骐股权投资中心（有限合伙）	6,585.19	-	1,585.19
南京海宜星能科技股份有限公司	1,199.46	-	-0.55

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。截至 2020 年末，公司持有华远地产（sh.600743）的少量股权，账面价值 1.05 亿元，在交易性金融资产科目核算。

(2) 盈利能力

图表 19. 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

得益于多个商品房项目的销售款陆续结转收入，近年来该公司经营收益情况较好，为其整体盈利提供了有效支撑。公司期间费用规模逐年递增，其结构以财务费用为主。2019 年公司财务费用同比下滑主要系利息收入冲抵所致。公司资产及信用减值损失规模较小，2018 年计提的 1.54 亿元主要系当时市场环境下计提的南京星叶瑜憬尚府项目存货跌价损失。

图表 20. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年第一季度	2020 年第一季度
营业收入合计 (亿元)	23.31	22.89	32.95	20.00	8.53
毛利 (亿元)	9.67	9.51	10.39	7.24	2.60
期间费用 (亿元)	2.93	3.00	3.65	1.35	0.86
期间费用率	12.59%	13.11%	11.09%	6.77%	10.09%
其中：销售费用	0.58	0.78	0.79	0.46	0.06
管理费用	0.81	0.86	1.04	0.39	0.26
财务费用	1.54	1.36	1.83	0.51	0.54
资产及信用减值损失 (亿元)	1.54	0.003	-0.02	-0.003	0.06
全年利息支出总额 (亿元)	5.80	5.48	7.00	-	-
其中：资本化利息数额 (亿元)	4.16	3.93	5.17	-	-

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

2018-2019 年该公司投资收益为负。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。2020 年公司实现投资收益 1.19 亿元，包括其他权益工具投资在持有期间取得的股利收入 0.33 亿元和处置交易性金融资产取得的投资收益 0.47 亿元，主要来自河北银行股利收入和私募基金赎回。

该公司营业外收入以违约金收入为主，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。2018-2020 年，公司净利润分别为 2.19 亿元、3.01 亿元和 3.17 亿元，整体盈利情况持续向好。

图表 21. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年第一季度
投资净收益	-0.28	-0.93	1.19	-0.16
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-0.05	-1.17	0.04	-0.19
营业外收入（亿元）	0.07	0.88	0.30	0.001
公允价值变动损益（亿元）	0.11	0.12	-0.06	-0.04

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

2021 年第一季度，该公司实现营业收入 20.00 亿元，综合毛利率为 36.22%；实现净利润 2.65 亿元。当期整体收入及盈利状况均显著优于上年同期。

（3）运营规划/经营战略

该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。同时，公司将不断强化工程建设与房地产主业的相互协同。

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。控股股东栖霞建设集团及实控人栖霞国资通过担保等多种方式为公司业务发展提供支持。

截至 2021 年 3 月末，栖霞建设集团持有该公司总股本的 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。截至 2021 年 3 月末，栖霞建设集团将持有公司股份中的 15,750.00 万股用于质押借款，占其持有的公司股份的 43.65%，质押比例适中。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日常交易、资金拆借和关联担保等方面。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。2020年，公司向关联方采购商品/接受劳务资金总额为0.78亿元；公司向关联方出售商品/提供劳务收到的资金总额为0.38亿元。

截至2020年末，该公司应收关联方各类款项余额3.13亿元，其中应收南京星发的2.55亿元为合作项目拆出借款，利率按8%执行。同期，公司应付关联方各类款项余额6.26亿元，其中应付深圳市卓越商业管理有限公司⁷的5.75亿元为合作项目拆入借款。

截至2020年末，该公司为栖霞建设集团及其下属子公司提供担保余额共计7.55亿元，为南京星发提供担保余额共计4.41亿元；栖霞建设集团为公司提供担保余额为25.55亿元。

截至2020年末，该公司不涉及重大诉讼事项。根据2021年6月7日的《企业信用报告》，公司无违约情况发生。

图表 22. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

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	2021/6/7	不涉及	无	不涉及
各类债券还本付息	万得资讯	2021/5/31	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

近年来该公司经营规模持续扩张，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。虽然财务杠杆波动较小，刚性债务整体规模攀升速度也相对较慢，但公司已积聚了一定规模的短期刚性债务，即期债务偿付压力加大。

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2018-2020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

⁷ 深圳市卓越商业管理有限公司系南京栖樾府（G07）项目公司南京星汇的参股股东。

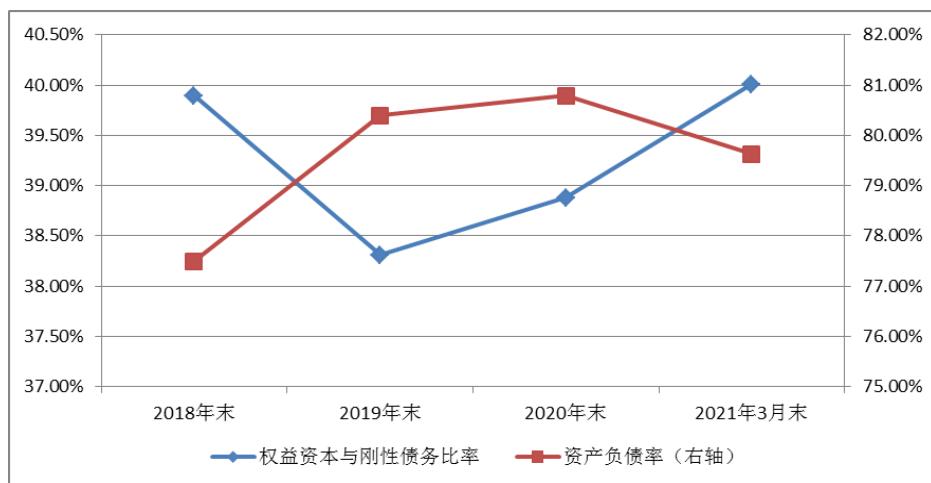
司转让南京星汇房地产开发有限公司（简称“南京星汇”）3%股权而失去控制权。2020年，公司以现金收购的形式获得南京星汇3%股权和南京杰贵信息科技有限公司100%股权，并获得这两家企业的控制权；协议转让南京星发1%股权而失去控制权。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

近年来该公司经营规模持续扩张，资金需求主要依赖于预收售房款以及刚性债务的增长，负债总额快速扩大而自有资本积累速度则相对较慢。2018-2020年末公司负债总额分别为126.37亿元、165.58亿元和178.69亿元，权益资本与刚性债务比例分别为39.90%、38.31%和38.88%。2021年3月末，由于部分预收售房款结转收入，公司负债规模略降至177.69亿元，资产负债率从年初的80.79%略降至79.63%。

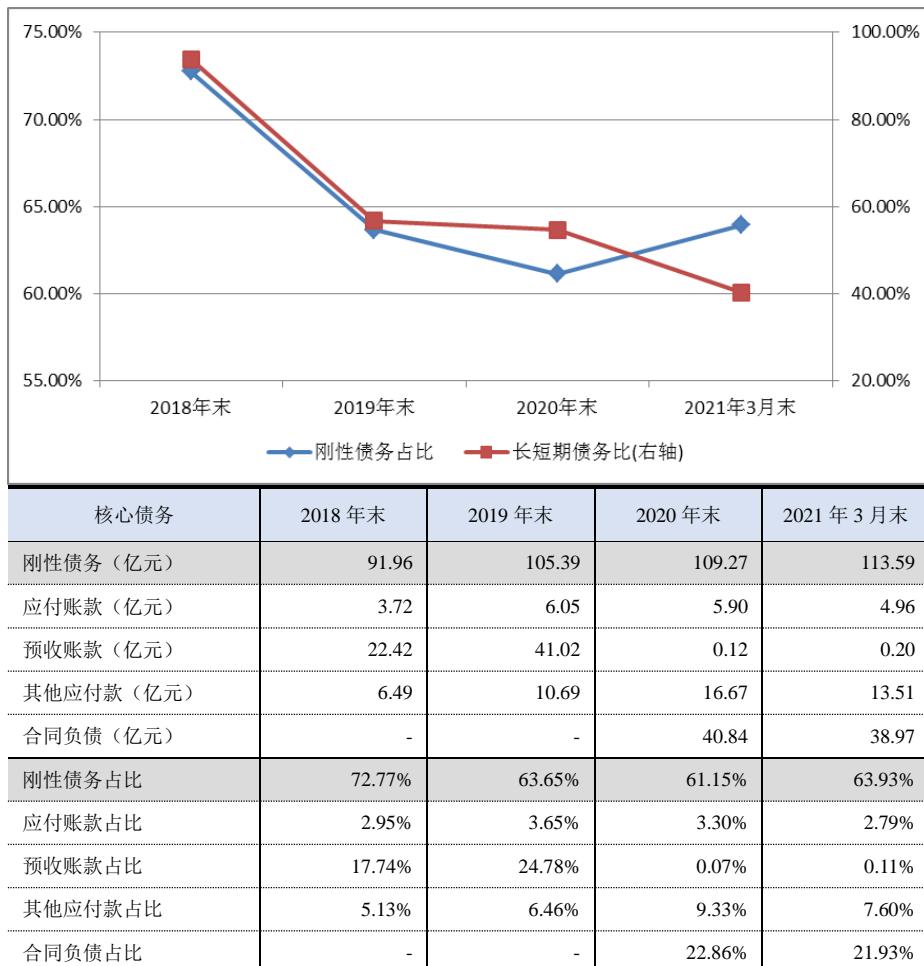
图表 23. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据栖霞建设所提供数据绘制。

(2) 债务结构

图表 24. 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。

由于预收售房款的快速增长以及中长期刚性债务的陆续到期，该公司流动负债占比不断提升，2020年末长短期债务比降至 54.71%。同期公司负债总额为 178.69 亿元，主要由刚性债务、合同负债和其他应付款构成。其中，刚性债务余额为 109.27 亿元，主要由银行借款和应付债券构成。合同负债余额为 41.02 亿元，主要为无锡栖庭、南京栖樾府等项目的预收售房款。其他应付款余额为 16.67 亿元，主要包括预提费用及土地增值税 6.92 亿元、往来借款入款 6.33 亿元和预收代建款及利息 2.93 亿元。

(3) 刚性债务

图表 25. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
短期刚性债务合计	31.17	45.74	46.27	62.84
其中：短期借款	-	-	0.59	0.10
一年内到期非流动负债	14.18	35.20	24.78	36.33

刚性债务种类	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
应付短期债券	14.97	10.01	20.38	25.26
应付票据	0.47	0.53	0.53	1.14
其他短期刚性债务	1.55	-	-	-
中长期刚性债务合计	60.79	59.65	63.00	50.75
其中：长期借款	32.72	39.03	44.35	35.66
应付债券	28.07	20.62	18.65	15.09

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

近年来该公司刚性债务持续增长，2021年3月末增至113.59亿元，以银行借款和公开市场发行债券为主。其中，短期刚性债务余额为62.84亿元，即期偿债压力大。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 26. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2018年度	2019年度	2020年度	2021年第一季度
营业周期(天)	2,891.15	3,301.06	2,385.97	-
营业收入现金率(%)	165.69	186.05	104.07	96.15
业务现金收支净额(亿元)	25.13	-24.06	-2.52	11.34
其他因素现金收支净额(亿元)	-5.93	0.74	0.18	-0.80
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	19.19	-23.32	-2.34	10.54
EBITDA(亿元)	4.86	5.96	6.01	-
EBITDA/刚性债务(倍)	0.05	0.06	0.06	-
EBITDA/全部利息支出(倍)	0.84	1.09	0.86	-

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。

该公司经营规模偏小，项目去化、购地等经营性活动对其现金流状况影响大。由于数个项目陆续进入可售状态，2018-2020年及2021年一季度公司预收了大量售房款，销售商品、提供劳务收到的现金分别为38.61亿元、42.59亿元、34.29亿元和19.23亿元，营业收入现金率指标良好。2019年公司经营性现金净流出23.32亿元，主要系竞拍土地以及项目研发投入的力度加大。2020年公司土地收储力度显著减弱，但由于在开发项目的持续投入，当期经营环节现金净流出2.34亿元。

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 27. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-7.13	4.04	1.48	-3.00
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	0.43	0.003	-0.04	-0.10
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.58	0.54	10.19	0.91
投资环节产生的现金流量净额	-7.28	4.59	11.63	-2.19

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。2020 年，由于回收私募投资、收到合作项目往来借款等因素，公司投资环节现金净流入规模大。

(3) 筹资环节

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司筹资环节现金流净额分别为 -4.21 亿元、20.97 亿元、-8.95 亿元和-2.41 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。

截至 2021 年 3 月末，该公司剔除合同负债后的资产负债率为 75.32%，净负债率为 187.44%，现金短债比为 0.45。公司刚性债务期限偏短，如果在手项目去化速度显著放缓，或将面临较大的偿债压力。

4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	136.49	176.77	190.24	191.41
	83.71%	85.83%	86.01%	85.78%
其中：现金类资产（亿元）	24.51	24.71	24.28	33.49
存货（亿元）	105.93	135.92	158.67	151.47
其他应收款（亿元）	1.39	13.35	3.57	2.82
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	26.57	29.19	30.93	31.73
	16.29%	14.17%	13.99%	14.22%
其中：可供出售金融资产（亿元）	11.87	-	-	-
其他权益工具投资（亿元）	-	9.15	8.00	8.33
投资性房地产（亿元）	8.07	9.55	9.19	9.11

主要数据及指标	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
长期股权投资（亿元）	0.44	6.45	8.90	8.71
期末全部受限资产账面金额（亿元）	14.80	9.96	19.46	19.51
受限资产账面余额/总资产（%）	9.08	4.84	8.80	8.74

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

截至 2020 年末，该公司资产总额为 221.18 亿元，其结构以流动资产为主，主要包括存货、现金类资产和其他应收款组成。截至 2020 年末，公司存货的账面价值为 158.67 亿元（包含资本化利息费 14.90 亿元），主要包括开发成本 127.44 亿元和开发产品 31.22 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 23.23 亿元和 1.05 亿元。货币资金中不可动用的部分为 0.77 亿元。其他应收款为 3.57 亿元，主要包括提供南京星发的合作开发项目款余额 2.55 亿元。

截至 2020 年末，该公司非流动资产为 30.93 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 8.00 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 7.03 亿元。投资性房地产账面价值为 9.19 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 8.90 亿元，内容是合联营企业的股权，其中包括持有棕榈股份的权益余额 5.58 亿元，以及持有南京星发的权益余额 2.44 亿元。

截至 2021 年 3 月末，该公司资产总额略升至 223.14 亿元，结构较年初变化不大。公司受限资产规模较小，同期末账面价值合计为 19.51 亿元。

图表 29. 2021 年 3 月末公司受限资产

主要数据及指标	期末账面价值	受限原因
货币资金	0.88	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	16.23	借款抵押
投资性房地产	2.40	借款抵押
合计	19.51	

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 30. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
流动比率（%）	209.39	167.36	164.71	151.16
速动比率（%）	44.45	38.22	26.94	31.23
现金比率（%）	37.60	23.40	21.02	26.45

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

2018-2020 年，该公司保持了较大的项目开发力度，导致各流动性指标均出现持续下降。目前公司在手项目的整体去化情况正常，资产流动性在合理

范围内。

6. 表外事项

截至 2020 年末，该公司不涉及重大未决诉讼。截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额共计 11.81 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，以及参股项目子公司。此外，公司本部及子公司按房地产经营惯例为商品房承购人向银行提供按揭贷款担保，同期余额为 6.68 亿元。

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 2020 年末，公司本部总资产为 148.28 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 75.62 亿元。2020 年度，公司本部实现营业收入 8.55 亿元，实现净利润 1.35 亿元。

外部支持因素

1. 政府支持

该公司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，同时是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地位，能在日常业务运营和融资担保方面得到股东的支持。控股股东栖霞建设集团及实控人栖霞国资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 2021 年 3 月末，公司已获银行授信总额为 103.25 亿元，其中已使用的授信额度为 57.67 亿元。

图表 31. 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	103.25	103.25	57.67	5.225%-7.125%
其中：国家政策性金融机构	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行	76.90	76.90	40.57	5.225%-6.175%
其中：大型国有金融机构占比	74.48%	74.48	70.35%	-

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理（截至 2021 年 3 月末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 外部担保

“19 栖建 01”、“20 栖建 01”及“21 栖建 01”均由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“19 栖建 01”、“20 栖建 01”及“21 栖建 01”的安全性。

2. 交叉保护

“19 栖建 01”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

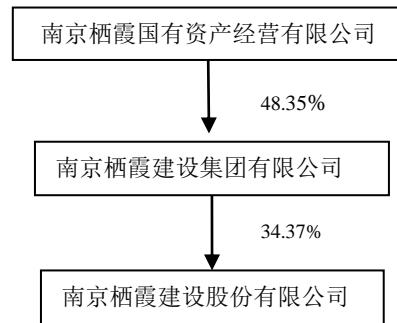
该公司是国有控股上市公司，法人治理结构健全，组织结构较为合理，工作管理规范，并制定了较为完善的内部管理制度。控股股东栖霞建设集团及实控人栖霞国资通过担保等多种方式为公司业务发展提供支持。

该公司开发项目集中于南京和无锡，以商品房和保障房为主。由于多个高毛利项目陆续进入预售状态，近年公司资金回笼及整体业绩情况较好。但 2020 年部分新开盘项目的去化速度较慢，且行业融资环境进一步趋紧，或在一定程度上加大公司资金压力。

近年来该公司经营规模持续扩张，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。虽然公司财务杠杆波动较小，刚性债务整体规模攀升速度也相对较慢，但 2021 年 3 月末公司已积聚了一定规模的短期刚性债务，即期债务偿付压力大。

附录一：

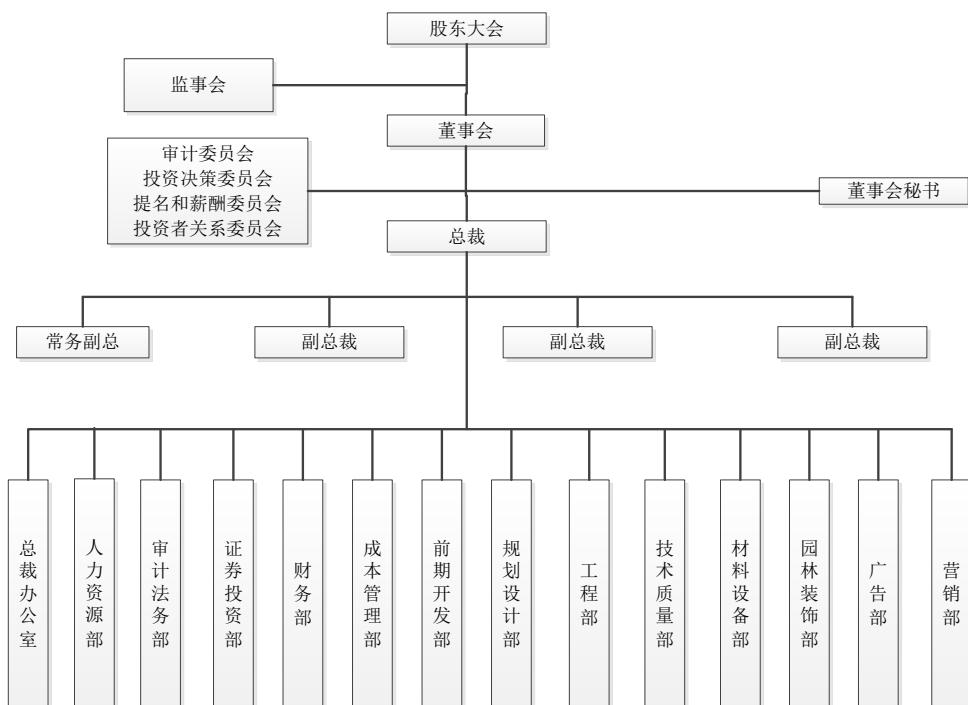
公司与实际控制人关系图



注：根据栖霞建设提供的资料绘制（截至 2020 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 2020 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	2020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	75.62	41.15	8.55	1.35	3.84
南京星汇房地产开发有限公司	南京星汇	控股子公司	51	房地产业	10.00	0.68	-	-0.21	8.72
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	0	1.70	0.11	0.09	0.19

注：根据栖霞建设 2020 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]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	163.06	205.96	221.18	223.14
货币资金 [亿元]	20.58	22.78	23.23	29.28
刚性债务[亿元]	91.96	105.39	109.27	113.59
所有者权益 [亿元]	36.69	40.37	42.48	45.45
营业收入[亿元]	23.31	22.89	32.95	20.00
净利润 [亿元]	2.19	3.01	3.17	2.65
EBITDA[亿元]	4.86	5.96	6.01	—
经营性现金净流入量[亿元]	19.19	-23.32	-2.34	10.54
投资性现金净流入量[亿元]	-7.28	4.59	11.63	-2.19
资产负债率[%]	77.50	80.40	80.79	79.63
权益资本与刚性债务比率[%]	39.90	38.31	38.88	40.01
流动比率[%]	209.39	167.36	164.71	151.16
现金比率[%]	37.60	23.40	21.02	26.45
利息保障倍数[倍]	0.83	1.07	0.85	—
担保比率[%]	16.08	66.26	69.17	40.69
营业周期[天]	2,891.15	3,301.06	2,385.97	—
毛利率[%]	41.49	41.55	31.54	36.22
营业利润率[%]	13.33	15.40	11.56	18.90
总资产报酬率[%]	3.03	3.19	2.77	—
净资产收益率[%]	5.82	7.80	7.64	—
净资产收益率*[%]	5.85	7.86	8.04	—
营业收入现金率[%]	165.69	186.05	104.07	96.15
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	31.27	-27.30	-2.11	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	9.88	-12.83	5.40	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.84	1.09	0.86	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.06	0.06	—

注：表中数据依据栖霞建设经审计的 2018~2020 年度及未经审计的 2021 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：
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]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
资产总额 [亿元]	561.40	687.88	731.71	744.83
货币资金 [亿元]	44.05	67.49	58.33	55.74
刚性债务[亿元]	283.37	370.73	349.89	352.74
所有者权益 [亿元]	175.75	196.18	187.25	186.96
营业收入[亿元]	35.57	40.32	40.80	9.58
净利润 [亿元]	1.37	4.52	3.87	0.78
EBITDA[亿元]	6.52	12.73	14.54	—
经营性现金净流入量[亿元]	-59.56	-27.36	-12.96	1.75
投资性现金净流入量[亿元]	-21.51	-9.67	-4.51	0.58
资产负债率[%]	68.69	71.48	74.41	74.90
长短期债务比[%]	154.57	136.52	102.18	85.80
权益资本与刚性债务比率[%]	62.02	52.92	53.52	53.00
流动比率[%]	256.83	245.87	193.47	175.11
速动比率 [%]	87.82	94.96	58.78	52.26
现金比率[%]	30.15	34.37	22.57	19.78
利息保障倍数[倍]	0.41	0.57	0.64	—
有形净值债务率[%]	221.57	253.28	292.96	300.54
担保比率[%]	53.35	27.94	30.42	38.66
毛利率[%]	9.06	26.74	28.22	30.41
营业利润率[%]	4.33	13.78	11.39	8.23
总资产报酬率[%]	0.96	1.75	1.79	—
净资产收益率[%]	0.84	2.43	2.02	—
净资产收益率*[%]	0.68	1.15	0.24	—
营业收入现金率[%]	48.17	137.16	157.12	87.84
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-38.23	-15.22	-5.43	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-24.14	-8.36	-3.60	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-52.03	-20.61	-7.32	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-32.86	-11.32	-4.85	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.53	0.66	0.73	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.04	0.04	—

注：表中数据依据栖霞国资经审计的2017-2019年度财务数据及未经审计的2020年一季度财务数据整理、计算。

附录六：

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。

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

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

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录七：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	4
		市场竞争	5
		盈利能力	4
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	3
		会计政策与质量	1
		现金流状况	9
		负债结构与资产质量	6
		流动性	1
	个体风险状况		3
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		3
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA

附录八：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2015年5月28日	AA/稳定	刘兴堂、章虎	新世纪评级方法总论(2012)	报告链接
	前次评级	2021年1月15日	AA/稳定	武嘉妮、高珊	新世纪评级方法总论(2012) 房地产开发行业信用评级方法(2015)	报告链接
	本次评级	2021年6月10日	AA/稳定	武嘉妮、高珊	工商企业评级模型(房地产开发) MX-GS010(2019.8)	-
债项评级(19栖建01)	历史首次评级	2019年6月10日	AA ⁺	武嘉妮、韩浩	新世纪评级方法总论(2012) 房地产开发行业信用评级方法(2015)	报告链接
	前次评级	2020年6月24日	AA ⁺	黄蔚飞、武嘉妮	工商企业评级模型(房地产开发)	报告链接
	本次评级	2021年6月10日	AA ⁺	武嘉妮、高珊	MX-GS010(2019.8)	-
债项评级(20栖建01)	历史首次评级	2020年7月2日	AA ⁺	黄蔚飞、武嘉妮	新世纪评级方法总论(2012) 房地产开发行业信用评级方法(2015) 工商企业评级模型(房地产开发)	报告链接
	本次评级	2021年6月10日	AA ⁺	武嘉妮、高珊	MX-GS010(2019.8)	-
债项评级(21栖建01)	历史首次评级	2021年1月15日	AA ⁺	武嘉妮、高珊	新世纪评级方法总论(2012) 房地产开发行业信用评级方法(2015) 工商企业评级模型(房地产开发)	报告链接
	本次评级	2021年6月10日	AA ⁺	武嘉妮、高珊	MX-GS010(2019.8)	-
债项评级(20栖霞建设CP001)	历史首次评级	2020年4月1日	A-1	韩浩、王云霄	新世纪评级方法总论(2012) 房地产开发行业信用评级方法(2015) 工商企业评级模型(房地产开发)	报告链接
	前次评级	2020年12月25日	A-1	黄蔚飞、武嘉妮	MX-GS010(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月10日	A-1	武嘉妮、高珊	新世纪评级方法总论(2012) 房地产开发行业信用评级方法(2015) 工商企业评级模型(房地产开发)	-
债项评级(20栖霞建设CP002)	历史首次评级	2020年8月18日	A-1	黄蔚飞、武嘉妮	新世纪评级方法总论(2012) 房地产开发行业信用评级方法(2015) 工商企业评级模型(房地产开发)	报告链接
	前次评级	2020年12月25日	A-1	黄蔚飞、武嘉妮	MX-GS010(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月10日	A-1	武嘉妮、高珊	新世纪评级方法总论(2012) 房地产开发行业信用评级方法(2015) 工商企业评级模型(房地产开发)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。