

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(2022)100281】

**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

	本次跟踪:	前次跟踪:	首次评级:
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
19 栖建 01	AA/稳定/AA+/2022 年 6 月 10 日	AA/稳定/AA+/2021 年 6 月 10 日	AA/稳定/AA+/2019 年 6 月 10 日
20 栖建 01	AA/稳定/AA+/2022 年 6 月 10 日	AA/稳定/AA+/2021 年 6 月 10 日	AA/稳定/AA+/2020 年 7 月 2 日
21 栖建 01	AA/稳定/AA+/2022 年 6 月 10 日	AA/稳定/AA+/2021 年 6 月 10 日	AA/稳定/AA+/2021 年 1 月 15 日
21 栖霞建设 MTN001	AA/稳定/AA+/2022 年 6 月 10 日		AA/稳定/AA+/2021 年 6 月 10 日
21 栖霞建设 MTN002	AA/稳定/AA+/2022 年 6 月 10 日		AA/稳定/AA+/2021 年 11 月 5 日
21 栖霞建设 MTN003	AA/稳定/AA+/2022 年 6 月 10 日		AA/稳定/AA+/2021 年 12 月 6 日
22 栖霞建设 MTN001	AA/稳定/AA+/2022 年 6 月 10 日		AA/稳定/AA+/2022 年 2 月 25 日

## 主要财务数据及指标

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	15.94	9.42	11.41	6.79
刚性债务	91.68	75.62	60.57	53.65
所有者权益	41.20	41.15	39.67	41.07
经营性现金净流入量	9.10	3.84	-6.36	5.88
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	205.96	221.18	231.54	241.15
总负债	165.58	178.69	186.39	194.47
刚性债务	105.39	109.27	89.78	81.97
所有者权益	40.37	42.48	45.15	46.68
营业收入	22.89	32.95	31.88	6.86
净利润	3.01	3.17	3.55	1.22
经营性现金净流入量	-23.32	-2.34	28.08	-6.82
EBITDA	5.96	6.01	6.59	-
资产负债率[%]	80.40	80.79	80.50	80.64
权益资本与刚性债务比率[%]	38.31	38.88	50.29	47.59
流动比率[%]	167.36	164.71	157.23	156.07
现金比率[%]	23.40	21.02	19.06	11.75
利息保障倍数[倍]	1.07	0.85	1.13	-
净资产收益率[%]	7.80	7.64	8.11	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-27.30	-2.11	15.38	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-12.83	5.40	15.47	-
EBITDA/利息支出[倍]	1.09	0.86	1.16	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.06	0.07	-
<b>担保方数据(南京栖霞国有资产经营有限公司)</b>				
所有者权益	187.25	203.36	-	-
权益资本与刚性债务余额比率[%]	53.52	58.91	-	-
担保比率	30.42	23.31	-	-

注: 根据栖霞建设经审计的 2019~2021 年及未经审计的 2022 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 2019~2020 年财务数据整理、计算。

## 分析师

高 珊 gs@shxsj.com  
刘睿杰 lrj@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、21 栖霞建设 MTN001、21 栖霞建设 MTN002、21 栖霞建设 MTN003 及 22 栖霞建设 MTN001 的跟踪评级反映了 2021 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、21 栖建 01、21 栖霞建设 MTN001、21 栖霞建设 MTN002、21 栖霞建设 MTN003 及 22 栖霞建设 MTN001 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。公司业绩及现金流状况易受单体项目开发与销售周期影响。

- **资金压力仍较大。**近期栖霞建设土地出让金支付规模较大，且后续存在一定的项目储备需求。同时，个别在售项目去化速度慢。公司面临资金压力。
- **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。**栖霞建设股权投资规模较大，存在一定的投资风险。同时，公司小贷业务已积聚一定风险。

#### ➤ 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；认为上述公司债券及中期票据还本付息安全性很强，并给予上述公司债券及中期票据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)、2021 年度第一期中期票据、2021 年度第二期中期票据、2021 年度第三期中期票据及 2022 年度第一期中期票据(简称 19 栖建 01、20 栖建 01、21 栖建 01、21 栖霞建设 MTN001、21 栖霞建设 MTN002、21 栖霞建设 MTN003 和 22 栖霞建设 MTN001)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 2021 年财务报表、未经审计的 2022 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 2022 年 3 月末,该公司存续债券共 7 支,均由南京栖霞国有资产经营有限公司(简称栖霞国资)提供担保。

**图表 1. 2022 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
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
21 栖霞建设 MTN001	8.90	2021.8.25	3	4.90	-
21 栖霞建设 MTN002	4.20	2021.11.18	3	4.60	-
21 栖霞建设 MTN003	4.40	2021.12.14	3	4.30	-
22 栖霞建设 MTN001	4.40	2022.3.9	3	3.80	-
<b>合计:</b>	<b>36.90</b>	-			

资料来源: WIND

截至 2022 年 3 月末,该公司存续公司债所募资金均按计划用于偿还存量债务。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项

债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

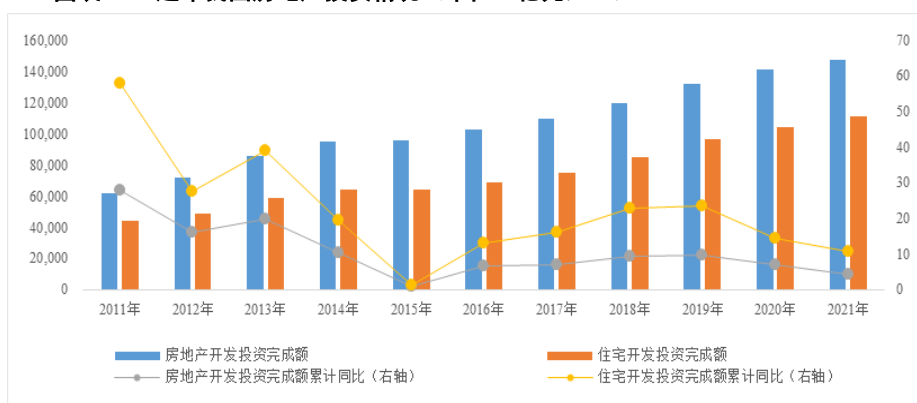
## （2）行业因素

2021 年我国房地产政策调控总体持续，企业加快推进存量项目以加速资金回笼，全年房地产投资与销售保持增长但增速逐步放缓，土地市场则呈现供需双缩局面。2021 年底以来，房地产市场政策环境逐步得到改善，但部分大型民营房企前期因信用风险暴露而逐步退出，行业竞争格局发生改变，整体经营效率或将较明显弱化。

### A. 行业概况

房地产业是国民经济的支柱性产业之一。2011-2021 年我国房地产开发投资完成额从 6.18 万亿元升至 14.76 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 4.43 万亿元升至 11.12 万亿元。近三年我国房地产开发投资完成额同比增速分别为 9.9%、7.0% 和 4.4%，放缓态势明显。2022 年前四个月，我国房地产开发投资完成额为 3.92 万亿元，同比增幅为-2.70%，其中住宅开发投资完成额为 2.95 亿元，同比增幅为-2.10%。

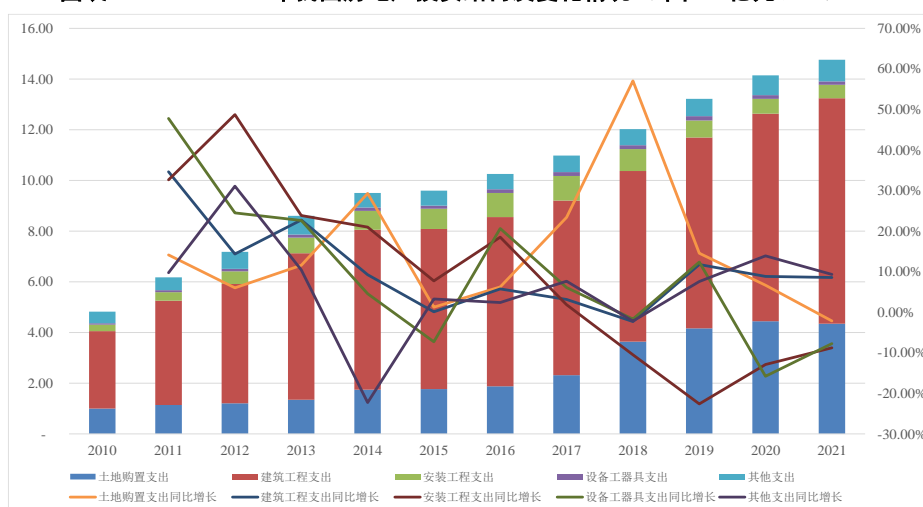
图表 2. 近年我国房地产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：国家统计局

房地产开发投资主要由土地购置支出和建筑工程支出构成。2011 年以来，我国房地产行业土地购置支出连续多年保持增长，从 1 万亿元增长至 2020 年的 4.45 万亿元，2021 年出现首次下滑，当年降幅为-2.13%；同期建筑工程支出从 3.06 万亿元增至 8.89 万亿元，其中 2021 年同比增长 8.55%，显著高于房地产开发投资增幅，反映出严格监管预售款以及融资持续收紧背景下房企加快存量项目建筑投资进度以加速回笼资金的紧迫性。

图表 3. 2011-2021 年我国房地产投资结构及变化情况（单位：亿元、%）

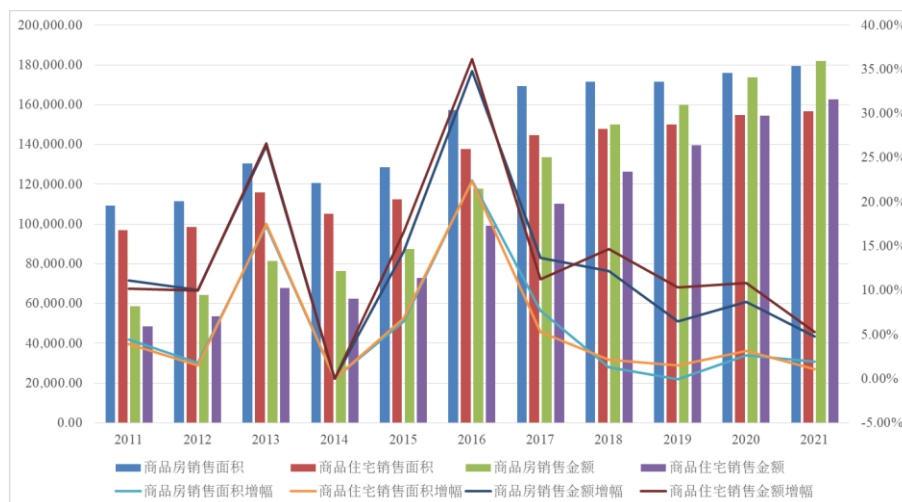


资料来源：根据 WIND 数据整理

2018 年以来我国商品房销售面积和商品住宅销售面积变动明显趋缓。2018~2021 年商品房销售面积分别为 17.17 亿平方米、17.16 亿平方米、17.61 亿平方米和 17.94 亿平方米，增速分别为 1.33%、-0.06%、2.64%和 1.90%；住宅销售面积分别为 14.79 亿平方米、15.01 亿平方米、15.49 亿平方米和 15.65 亿平方米，增速分别为 2.17%、1.50%、3.15%和 1.07%。同期商品房销售金额分别为 15.00 万亿元、15.97 万亿元、17.36 万亿元和 18.19 万亿元，增速分别为 12.17%、6.50%、8.69%和 4.79%；商品住宅销售金额分别为 12.64 万亿元、13.94 万亿元、15.46 万亿元和 16.27 万亿元，增速分别为 14.65%、10.32%、10.85%和 5.28%。在销售面积趋稳的情况下，销售金额增长相对较快，房价持续上涨但涨幅回落。同期我国商品房销售均价分别为 8,736.90 元/平方米、9,310.28 元

/平方米、9,859.53 元/平方米和 10,139.13 元/平方米，涨幅分别为 10.70%、6.56%、5.90%和 2.84%；商品住宅销售均价分别为 8,544.11 元/平方米、9,287.06 元/平方米、9,979.89 元/平方米和 10,395.94 元/平方米，涨幅分别为 12.22%、8.70%、7.46%和 4.17%。

图表 4. 近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

2022 年前 4 个月，受政策松绑效应存在时滞及部分主要城市疫情冲击等影响，我国房地产市场主要数据出现明显恶化。其中，房地产开发企业土地购置支出和建筑工程支出（累计数）均呈现负增长，分别为-2.70%和-3.84%；同期土地购置面积为 1766.14 万平方米，同比降幅高达-46.50%，为 2012 年以来同期最大降幅。同期全国商品房销售面积、销售金额和均价分别为 3.98 万平方米、3.78 万亿元和 9502.43 元/平方米，同比降幅分别为-20.95%、-29.51%和-10.83%；商品住宅销售面积、销售金额和均价分别为 3.37 万平方米、3.32 万亿元和 9859.67 元/平方米，同比降幅分别为-25.40%、-32.16%和-9.06%。

土地市场方面，为缓解疫情对经济的影响，2020 年二季度起大部分城市增加了优质土地供应并带动全年住宅用地供应量和成交量均同比小幅增长。2021 年受土地新政及融资进一步收紧等因素影响，全年土地市场供需收缩，交易量下行。根据 CREIS 中指数据显示，2021 年全国 300 个城市共推出各类建设用地 13.81 亿平方米，同比减少 6.67%，其中住宅建设用地 5.44 亿平方米，同比下降 8.87%；全年各类建设用地成交 11.27 亿平方米，同比下降 12.79%，其中住宅建设用地成交 4.01 亿平方米，同比下降 22.31%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅建设推地 2,534.08 万平方米，同比增长 36.17%，成交 1,988.70 万平方米，同比增长 17.63%；二线城市住宅建设推地 21,400.11 万平方米，同比下降 7.07%，成交 15,930.03 万平方米，同比下降 23.18%；三四线城市住宅建设推地 30,495.10 万平方米，同比下降 12.47%，成交 22,192.92 万平方米，同比下降 24.01%。

**图表 5. 2019-2021 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况**

指标	2019 年		2020 年		2021 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）	13.97	1.06%	14.80	5.96%	13.81	-6.67%
其中：住宅建设用地推出面积（亿平方米）	5.75	6.22%	5.97	3.87%	5.44	-8.87%
各类用地成交面积（亿平方米）	11.67	1.49%	12.93	10.78%	11.27	-12.79%
其中：住宅建设用地成交面积（亿平方米）	4.67	9.89%	5.16	10.49%	4.01	-22.31%
各类用地成交出让金（万亿元）	5.22	20.40%	6.14	17.84%	5.72	-6.97%
其中：住宅建设用地出让金（万亿元）	4.39	25.15%	5.23	18.96%	4.89	-6.51%
各类用地成交楼面均价（元/平方米）	4,018.01	15.55%	4,241.67	5.57%	4,897.54	15.46%
住宅建设用地成交楼面均价（元/平方米）	4,120.50	14.22%	4,456.51	8.15%	5,438.48	22.03%
各类用地成交溢价率		15.88%		17.71%		11.12%
住宅建设用地成交溢价率		14.13%		15.31%		11.02%

资料来源：CREIS 中指数据

注：住宅建设用地统计口径包括中指数据住宅用地与综合用地（含住宅）。

## B. 政策环境

2021 年以来我国房地产政策坚持“房住不炒”以及“稳地价、稳房价、稳预期”的主基调，国家及地方出台的政策组合拳覆盖了房地产行业各参与主体，强化资金流向监管，房地产开发企业融资环境进一步趋紧。在土地购置环节，22 个重点城市实施集中供地政策，同时要求房企投销比不高于 40%；在融资环节，央行执行房地产金融审慎管理制度，对金融机构提出贷款集中度限制，并通过“三道红线”分档对房企资产负债表进行监管，控制行业债务扩张速度；在销售环节，除限购、限售外，还强化了预售资金监管，同时限制金融机构的个人住房贷款放款比例。与此同时，各地方政府亦围绕中央相关政策方针并结合自身特点，通过行政、公积金、住房保障、市场监管及人口等政策层面进行房地产市场调控。如：年初北京、上海、武汉等地推出“房地联动”机制，在集中供地环节中，进一步对相应地块未来的房屋销售指导价设置上限；深圳、成都、西安等地则推出“二手房指导价”。

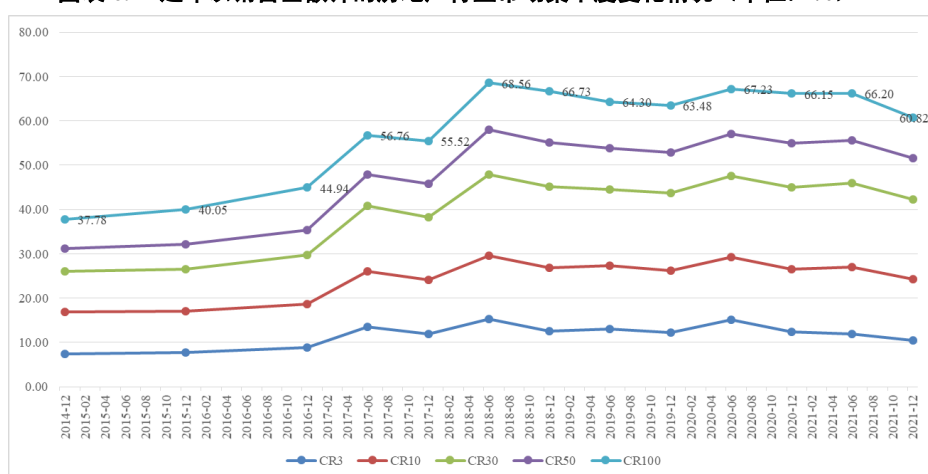
在多层次、全方位的政策调控下，我国住宅市场价格过快上涨的局面得到了有效遏制。但同时部分大型民营房地产开发企业的“高杠杆、高成本、高周转”模式难以为继，信用风险较集中暴露。为了确保房地产行业长效调控机制的政策框架逐步落地实施。2021 年 12 月以来在坚持不搞“大水漫灌”的前提下货币政策边际宽松，同时出台鼓励并购化债政策，近期更是因应国内外形势重大变化，及时优化调整各项调控政策，采取了包括降准、下调 5 年期贷款市场报价利率（LPR）等手段，全力推动包括房地产在内的经济运行处于健康有序发展轨道。多个地方政府也陆续出台包括购房补助在内的各项支持政策。

## 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。受益于城市化进程及经济增长等长期因素，“高杠杆、高成本、高周转”模式获得有效支撑，偏高的财务杠杆及融资成本、土地成本等，通常都能够通过快速周转加

以消化。众多民营企业也凭借相对更高的经营效率不断发展壮大，并在房地产这一支柱性产业重获得一席之地。但近年来随着限售、限贷、限购乃至强化预售资金监管等一系列政策的落实，“高周转”策略逐步失灵，“高杠杆、高成本”失去支撑，部分民营房地产开发企业信用风险暴露。随着市场环境的变化，尤其是部分民营房地产企业的逐步退出，未来行业竞争格局将发生深刻变化，能够低成本获得土地和资金的大型企业或地方企业，或将在竞争中获得一定优势。随着部分民营房企信用风险的渐次暴露，房地产行业销售金额（CR）集中度于 2018 年达到峰值，其后总体上趋于下滑，其中 2021 年出现明显下降。根据 Wind 数据，2021 年 CR3/CR10/CR30 /CR50 /CR100 比值由 2018 年的 12.58%/26.89%/55.10%/66.73% 降至 10.45%/24.20%/42.35%/51.55%/60.82%。

图表 6. 近年以销售金额计的房地产行业市场集中度变化情况（单位：%）



资料来源：Wind

#### D. 风险关注

**项目去化压力大。**长期而言，房地产需求与经济发展水平及居民收入状况密切相关。我国在较短时间内完成了工业化与城市化进程的主要部分，房地产需求相应较集中释放，行业得以快速发展。随着经济增速的逐步放缓以及房价的逐步高企，加之预期持有成本上升（房产税等），潜在需求或受到阶段性抑制。现阶段我国所处内外部环境更为复杂，经济发展面临多重挑战，居民就业与收入增长承压明显，房地产市场短期需求或将进一步弱化。而从主要房地产上市企业存货占款数据<sup>1</sup>看，2016~2021 年末存货余额合计数分别为 6.16 万亿元、8.08 万亿元、10.29 万亿元、12.53 万亿元、14.36 万亿元和 15.00 万亿元，2017~2021 年同比增幅分别为 31.14%、27.28%、21.79%、14.56% 和 4.47%。上述上市房企 2019~2021 年结转的营业收入合计数分别为 4.98 万亿元、5.62 万亿元和 6.25 万亿元<sup>2</sup>。此外，房产税改革尚待落地，也在一定程度上影响住宅去化。

<sup>1</sup> 以在沪、深、港证券交易所上市的 2020 年末存货占款金额排名前 100 的房地产开发企业为统计范围。其中中国恒大、融创中国、世茂集团、中国奥园、佳兆业集团和广宇发展尚未发布 2021 年度报告，其存货数据基准日为 2021 年 6 月 30 日。

<sup>2</sup> 中国恒大、融创中国、世茂集团、中国奥园、佳兆业集团和广宇发展尚未发布 2021 年度报告，其营业收入数据按照上年数据计算。

**开发投资或放缓。**2021 年国内房地产开发企业土地购置意愿趋弱，2022 年以来更是出现大幅度下滑，预计短期内新房开工量承压；受信用风险暴露或资金链紧张等因素影响，部分民营企业加速存量项目出清，该类项目集中投入期之后，建筑工程等投资也将放缓。此外，随着行业竞争格局的调整，整体运营效率将逐步弱化，将进一步对开发投资增长形成约束。

**仍面临一定的流动性风险释放压力。**房地产行业资金驱动特征极其明显。在销售压力大、大额债务陆续到期的情境下，部分房地产开发企业流动性依然承压。尤其是短期内有大量境外债务到期的房企，承压更为明显。

### (3) 区域市场因素

**2021 年南京市商品房销售面积同比大幅增长，但市场景气度自三季度开始显著下滑，2022 年一季度继续遇冷。**

南京市房地产市场自 2016 年 10 月起经历多轮“限购、限贷、限价、限售”以及市场整顿，区域房地产投资增速及商品房销售面积增速显著下降。2019 年，南京市政府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，但当年江宁、江北等非中心区域房屋销售情况良好，仍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增速有所放慢，但市场景气度不降反升，“限房价、竞地价”、“宁九条”等调控措施出台。2021 年南京市商品房销售面积同比增长 14.06%，但市场景气度以三季度为拐点呈现先高后低，降温明显。2022 年一季度，受市场环境在疫情防控等因素影响，南京商品住宅销售继续遇冷。5 月，南京市政府在人才购房支持、住房公积金贷款等方面出台了一系列放松政策，执行效果仍有待观察。

**图表 7. 南京市房地产开发与销售情况**

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年第一季度
房地产投资完成额（亿元）	2,501.26	2,631.40	2,719.80	648.62
房地产投资完成额同比增长	6.25%	5.20%	3.36%	0.85%
房屋施工面积（万平方米）	8,996.95	8,663.99	8,597.29	6,956.31
房屋新开工面积（万平方米）	1,989.30	2,114.90	1,957.63	477.09
商品房销售面积（万平方米）	1,320.65	1,324.67	1,510.95	171.70
商品房销售面积同比增长	8.19%	0.30%	14.06%	-41.42%
商品房销售额（亿元）	2,510.15	3,269.50	4,063.84	444.30

资料来源：Wind，新世纪整理

土地市场方面，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 年南京市土地市场高开低走，5、9、11 月的三轮集中土地出让分别挂牌 51 幅、42 幅和 46 幅土地，其中流拍分别有 0 幅、1 幅和 1 幅，底价成交土地分别有 7 幅、24 幅和 36 幅，触顶摇号土地分别有 36 幅、11 幅和 5 幅。2022

年4月，南京市集中土地出让挂牌20幅，其中流拍6幅，底价成交8幅，触顶摇号3幅，景气度进一步弱化。

**图表 8. 南京市土地挂牌及成交情况**

项目		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
挂牌	土地宗数（块）	360	415	379	41
	建设用地面积（万平方米）	1,556.71	1,784.65	1,364.90	151.01
	推出楼面均价（元/平方米）	4,988	5,022	7,442	7,887
成交	土地宗数（块）	348	408	350	34
	建设用地面积（万平方米）	1,495.76	1,746.58	1,157.61	127.13
	成交楼面均价（元/平方米）	5,658	5,549	7,958	6,675
	土地出让金（亿元）	1,753.89	2,127.69	2,010.43	197.42
	溢价率（%）	15.72	10.07	11.51	4.41

资料来源：CREIS 中指数据，新世纪整理

受新冠疫情以及政策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。2021 年无锡市房地产先热后冷，2022 年一季度市场景气度低。

2019 年，无锡市维持了原有限购、限价、限售、限签政策，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 年二季度，无锡市房地产市场景气度在受到新冠疫情冲击后回弹明显；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。2021 年无锡房地产市场先热后冷，全年商品房销售面积接近上年水平。2022 年 1-5 月，无锡市出台了限购放松、提高公积金贷款额度、下调住房转让增值税免征年限等一系列放松政策，执行效果有待观察

**图表 9. 无锡市房地产开发与销售情况**

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度
房地产投资完成额（亿元）	1,358.29	1,350.02	1,568.06
房地产投资完成额同比增长	3.57%	-0.61%	16.15%
房屋施工面积（万平方米）	6,353.18	6,363.12	6,076.26
房屋新开工面积（万平方米）	1,455.04	-	-
商品房销售面积（万平方米）	1,379.96	1,550.56	1,550.86
商品房销售面积同比增长	0.12%	12.36%	0.02%
商品房销售额（亿元）	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。但出让地块主要分布于梁溪、锡山等热点区域，成交土地出让金规模显著增长。2021 年无锡市三轮集中土拍的热度呈快速弱化趋势，触顶摇号土地分别有 15 幅、9 幅和 0 幅，而房企报名则从首轮的 260 次下滑至第三轮的 23 次。

图表 10. 无锡市土地挂牌及成交情况

项目		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
挂牌	土地宗数 (块)	317	321	323	37
	建设用地面积 (万平方米)	1,241.72	1,389.00	1,317.19	185.46
	推出楼面均价 (元/平方米)	3,636	4,483	5,502	3,419
成交	土地宗数 (块)	301	306	317	37
	建设用地面积 (万平方米)	1,146.69	1,303.04	1,285.83	185.46
	成交楼面均价 (万元/平方米)	3,799	5,086	5,799	3,436
	土地出让金 (亿元)	718.98	1,092.48	1,203.67	112.84
	溢价率 (%)	11.45	17.52	7.05	0.50

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。由于在手房地产项目数量有限, 公司业绩及资金回笼情况易受单体项目的开发与销售周期影响。2021 年公司合同销售面积及销售金额同比增幅较大, 整体经营情况较好, 但个别项目仍存在较大的去化压力。

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 11. 公司主业基本情况

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

资料来源: 栖霞建设

### (1) 主业运营状况/竞争地位

该公司业务规模相对较小, 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。2019-2021 年及 2022 年第一季度, 公司营业收入分别为 22.89 亿元、32.95 亿元、31.88 亿元和 6.86 亿元; 综合毛利率分别为 41.55%、31.54%、34.07%和 45.90%。

图表 12. 公司核心业务收入及变化情况 (单位: 亿元)

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计	22.89	32.95	31.88	6.86	20.00
其中: 房地产开发 (亿元)	20.80	30.28	28.58	6.02	18.98
在营业收入中所占比重	90.87%	91.92%	89.65%	87.75%	94.90%
其中: (1) 商品房	19.60	29.85	27.75	5.95	18.89
在房地产开发收入中所占比重	94.23%	98.55%	97.11%	98.91%	99.53%

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
(2) 保障房	1.20	0.44	0.83	0.07	0.09
在房地产业务收入中所占比重	5.77%	1.45%	2.89%	1.09%	0.47%
<b>综合毛利率</b>	<b>41.55%</b>	<b>31.54%</b>	<b>34.07%</b>	<b>45.90%</b>	<b>36.22%</b>
其中：房地产开发	42.02%	33.12%	36.46%	51.46%	37.43%
其中：(1) 商品房	46.63%	33.85%	37.16%	51.95%	37.58%
(2) 保障房	5.72%	-16.14%	13.23%	7.25%	4.93%

资料来源：栖霞建设

### A. 房地产开发

该公司在房地产开发领域有 30 多年的运营经验，在江苏市场有一定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 13. 公司房地产收入分布情况（单位：亿元、%）**

区域分布	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
南京	14.58	70.11	8.10	26.76	12.06	42.20	5.39	89.54
无锡	6.16	29.61	22.15	73.14	16.52	57.80	0.60	10.00
苏州	0.06	0.28	0.03	0.10	-	-	0.03	0.46
<b>合计</b>	<b>20.80</b>	<b>100.00</b>	<b>30.28</b>	<b>100.00</b>	<b>28.58</b>	<b>100.00</b>	<b>6.02</b>	<b>100.00</b>

资料来源：栖霞建设

### (A) 商品房

该公司在手项目以中小户型、中低价位的普通住宅为主，部分体量相对较大的项目采用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、无锡栖庭，以及南京栖樾府（G07）、无锡天樾雅苑、南京星叶瑜憬尚府（G53）等项目陆续进入销售阶段，近年来公司回笼大量资金，为在手项目的持续开发以及到期债务的偿付提供了支撑。

**图表 14. 公司商品房开发业务总体情况（单位：万平方米、亿元，万元/平方米）**

年度	新开工面积	竣工面积	合同销售面积	合同销售金额	合同销售均价	销售结算面积	销售结转收入
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	11.47	8.73	29.00	90.51	3.12	13.25	27.75
2022 年 第一季度	5.40	-	3.33	10.32	3.10	2.05	5.95

资料来源：栖霞建设

**图表 15. 公司主要商品房项目销售结转情况（单位：亿元，%）**

项目名称	2019 年		2020 年		2021 年		2022 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）	12.60	51.55	1.21	63.15	0.49	57.93	2.62	50.46
东方天郡（无锡）	4.40	30.18	20.93	32.41	1.16	45.45	0.10	61.82
栖园（无锡）	1.46	43.79	1.18	34.55	2.09	33.23	0.45	25.09

项目名称	2019 年		2020 年		2021 年		2022 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
栖霞（无锡）	0.12	34.28	0.04	19.59	13.28	41.30	0.05	67.37
星叶枫庭（南京）	-	-	4.08	23.62	8.76	25.32	0.24	37.18
羊山湖花园（南京）	0.35	51.44	2.18	48.89	1.64	54.53	1.90	55.35
其他 <sup>3</sup>	0.67	67.80	0.23	48.21	0.33	63.20	0.59	71.19
合计	19.60	46.63	29.85	33.85	27.75	37.16	5.95	51.95

资料来源：栖霞建设

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，土地取得成本为 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。由于拿地时间较早，近年来该项目的结转毛利率保持在较高水平。截至 2022 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 17.25 万平方米；累计投入资金 28.63 亿元，累计回笼资金 45.41 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 2022 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 44.17 万平方米；累计投入资金 38.49 亿元，累计回笼资金 45.66 亿元。

无锡栖霞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。无锡栖霞一期于 2016 年竣工交付，二期于 2021 年 3 月竣工交付。截至 2022 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 21.26 亿元。

### 在售及在建项目

截至 2022 年 3 月末，该公司主要在售、在建住宅项目共 14 个，规划可售面积合计为 196.32 万平方米，已售面积为 142.92 万平方米；已投入资金合计为 287.22 亿元，销售金额合计为 269.65 亿元。2020-2021 年，南京栖霞府（G07）、无锡天樾雅苑及南京星叶瑜憬尚府（G53）预售回笼资金量较大。

南京栖霞府（G07）位于浦口区江北快速路与七里河大街交叉口西北角，占地 6.98 万平方米，土地取得成本 23 亿元。项目于 2020 年 9 月开售，预计 2022 年 6 月竣工。截至 2022 年 3 月末，项目可供出售面积为 12.91 万平方米，已售面积为 11.56 万平方米；累计投入资金 31.65 亿元，累计回笼资金 39.02 亿元。

<sup>3</sup> 一些尾盘及尾盘车库车位。

图表 16. 2022 年 3 月末主要在售及在建商品房项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	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	100%	28.63	28.10	2012.12	2019.6	19.51	17.25	46.24	45.41
南京枫情水岸	100%	23.00	23.00	2012.8	2018.8	18.34	18.06	26.21	26.13
南京星叶瑜憬尚府（G53）	100%	31.00	25.43	2018.12	2022.6	8.04	4.92	18.19	17.01
羊山湖花园	100%	13.23	13.23	2012.12	2015.6	10.11	8.53	20.10	20.00
南京星叶枫庭	100%	11.00	10.55	2017.6	2021.12	5.63	5.36	14.63	14.63
南京栖霞府（G07）	90%	35.00	31.65	2020.3	2022.9	12.91	11.56	39.51	39.02
南京欢乐城	92%	42.00	38.84	2017.9	2022.9	23.00	3.09	7.13	6.74
南京 2019G17 地块	在建	16.50	12.05	2020.10	2024.3	2.42	-	-	-
南京 G112 地块	在建	21.00	13.76	-	-	3.89	-	-	-
<b>南京合计</b>	-	<b>221.36</b>	<b>196.61</b>	-	-	<b>103.85</b>	<b>68.77</b>	<b>172.01</b>	<b>168.94</b>
无锡栖园	100%	13.82	13.80	2010.4	2022.12	13.19	10.72	16.25	16.25
无锡东方天郡	100%	38.66	38.49	2011.4	2020.9	48.43	44.17	45.66	45.66
无锡栖庭	100%	14.67	14.32	2014.7	2021.3	13.17	12.71	21.26	21.26
无锡天樾雅苑	70%	27.30	18.77	2020.3	2022.12	15.42	4.98	8.88	8.74
<b>无锡小计</b>	-	<b>94.45</b>	<b>85.38</b>	-	-	<b>90.21</b>	<b>72.58</b>	<b>92.05</b>	<b>91.91</b>
苏州栖园	75%	6.70	5.23	2020.06	2022.12	2.26	1.57	5.59	5.49
<b>合计</b>	-	<b>322.51</b>	<b>287.22</b>	-	-	<b>196.32</b>	<b>142.92</b>	<b>269.65</b>	<b>266.34</b>

资料来源：栖霞建设

无锡天樾雅苑位于新吴区环太湖高速公路与通祥路交叉口东南侧，占地 8.92 万平方米，土地取得成本 12.31 亿元。项目于 2020 年 8 月开售，预计 2022 年 12 月竣工。截至 2022 年 3 月末，该项目可供出售面积为 15.42 万平方米，已售面积为 4.98 万平方米；累计投入资金 18.77 亿元，累计回笼资金 8.74 亿元。

南京星叶瑜憬尚府（G53）位于南京瑜憬湾项目西北侧，占地面积 8.02 万平方米，预计 2022 年 6 月竣工。公司于 2017 年以 17.60 亿元的价格拍得项目用地，后因市场环境变化，于 2018 年计提存货跌价准备 1.69 亿元。2021 年 11 月该项目开始预售，因售价及去化情况好于此前预期，故于当年全额转回了 1.69 亿元的跌价准备。截至 2022 年 3 月末，该项目可供出售面积为 8.04 万平方米，已售面积为 4.92 万平方米；累计投入资金 25.43 亿元，累计回笼资金 17.01 亿元。

该公司目前的主要在售项目中，于 2020 年开售的南京欢乐城去化速度慢。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。2022 年 3 月，板桥区域内多所幼儿园及小学进入开工阶段。5 月，宁马城际铁路（地铁 S2 号线）板桥北站开始围挡施工。此外，滨江大道 S338 雨花段预计 2022 年底建成通车。上述项目的推进将有效提升区域的公共服务水平及交通便利程度，或对该项目去化速度产生积极作用。

除并表项目以外，该公司通过参股方式参与两个住宅项目的合作开发。

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，土地出让金总额为 2.35 亿元。该地块位于姑苏区缘园路西、倪家桥小区南，目前项目已基本售罄。

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）<sup>4</sup>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%。该地块位于南京市仙林鲤鱼山南侧，目前项目处于尾盘销售状态。

**图表 17. 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	开工竣工时间	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	1.20	4.02	3.90
南京 2020G16	49%	12.84	11.12	2020.10-2023.04	10.03	7.00	6.85	25.65	24.40

资料来源：栖霞建设（截至 2022 年 3 月末）

### 项目储备

2021 年 11 月，该公司分别以 15.40 亿元和 12.90 亿元的价格竞得南京市 2021G118 号地块和 2021G112 号地块，并于当月和 2022 年 2 月完成土地款的分期支付。2022 年第一季度，公司已启动 G112 号地块的建设，G118 号地块则计划于年内开工。目前公司储备项目较少，未来或加大土地竞拍力度。

**图表 18. 2022 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
无锡栖霞（酒店）	-	3.01	4.49	100%
南京 G118 地块	27.00	1.85	5.12	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安排进行项目销售，销售回款由安居集团按照项目整体进度分期支付给公司。

2019-2021 年，该公司分别实现保障房开发收入 1.20 亿元、0.44 亿元和 0.83 亿元，毛利率分别为 5.72%、-16.14%和 13.23%，波动较大。

<sup>4</sup> 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。

图表 19. 截至 2022 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	规划建设面积	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	5.04	5.05	17.46	11.12	2008.09	2020.12	竣工
南京幸福城	54.00	49.25	56.53	118.63	66.12	2011.03	2023.12	在建
合计	59.15	54.29	61.58	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。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 1.0-3.2 元/月不等。2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司物业管理业务实现收入分别为 1.47 亿元、1.68 亿元、2.18 亿元和 0.65 亿元。其中，2021 年业务收入同比增长较快，主要系在管总面积增加 86.3 万平方米，且部分物业收费标准上调所致。截至 2022 年 3 月末，公司物业在管总面积为 883.3 万平方米，较年初没有变化；其中自建面积占比 69%。

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。2019-2021 年，公司分别实现租金业务收入 0.56 亿元、0.73 亿元和 0.72 亿元。截至 2021 年末，公司可租面积合计 13.21 万平方米，出租率为 78.96%，租金回收率 94.38%。

## 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 万元向控股股东南京栖霞建设集团有限公司（简称栖霞建设集团）收购了汇锦小贷 20.00% 股权。截至 2021 年末，公司直接持有汇锦小贷 90.00% 的股权。

截至 2022 年 3 月末，汇锦小贷期末贷款余额为 0.86 亿元，次级贷款与贷款余额的比例为 68.91%。

图表 20. 公司小贷业务情况（单位：万元，个，%）

	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
贷款余额	8670	7120	8636	7154
贷款客户数量	22	20	28	29
单笔最大金额	750	500	500	500
不良率	2.77%	10.39%	54.31%	68.91%
次级贷款金额	240	740	4690	4690
当期收入（含投资收益）	1823	1315	1050	134
当期净利润	1132	730	-50	97

资料来源：栖霞建设

#### D. 建筑服务

2020 年 4 月，该公司与栖霞建设集团共同投资设立了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。2021 年，公司建筑服务板块实现营业收入 0.29 亿元，业务毛利率为 2.15%。

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。2021 年度，栖霞建工新获得施工合同金额为 19.25 亿元，年末在手订单规模为 21.57 亿元，主要来自公司内部及合作开发项目。

#### E. 投资

该公司对外投资主要涉及棕榈生态城镇发展股份有限公司（简称棕榈股份）及河北银行股份有限公司（简称河北银行）。

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。截至 2022 年 3 月末，公司为棕榈股份的第二大股东，持股 1.77 亿股，投资成本约为 6.72 亿元，按当日收盘价 3.31 元/股计算折合 5.86 亿元。公司按权益法核算所持棕榈股份的股票，并将相关股权资产于长期股权投资科目列示。棕榈股份 2021 年净亏损 7.84 亿元，公司确认相应投资收益-0.90 亿元。

图表 21. 2021 年末公司主要对外投资情况（单位：万元）

参股子公司	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	46,552.85	-	-
河北银行股份有限公司	71,779.21	2,670.01	3,721.15
上海中城联盟投资管理股份有限公司	2,301.14	-	-1,376.86
南京晨骐股权投资中心（有限合伙）	6,397.43	-	1,397.43

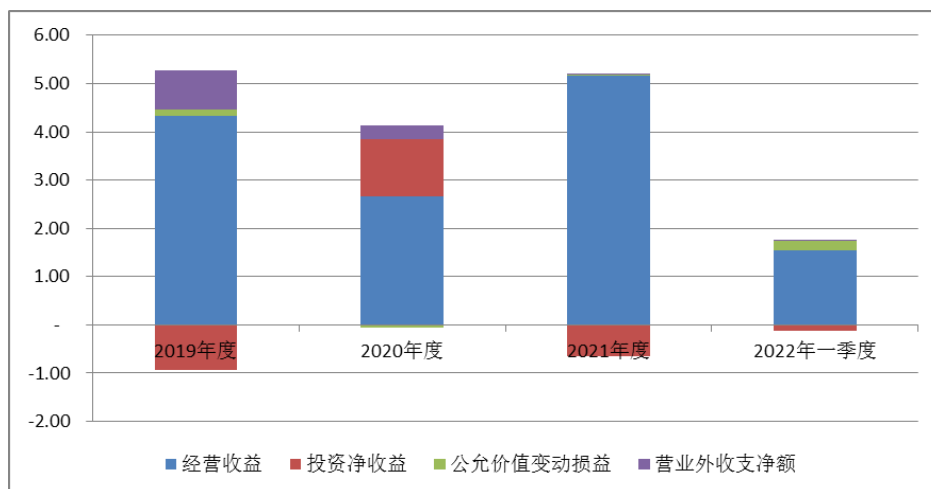
资料来源：栖霞建设

河北银行是一家省级城商行。截至 2021 年末，公司累计持有河北银行 2.225 亿股，持股比例 3.18%，相关股权资产于其他权益工具投资科目列示。截至 2021 年末，河北银行资产总额 4,416.03 亿元，存款余额 3,069.77 亿元；贷款余额 2,738.31 亿元。同期末河北银行资本充足率 12.19%，核心资本充足率 9.30%；拨备覆盖率 175.43%，不良贷款率 1.77%。2021 年 7 月，公司收到河北银行 2020 年度股利分红 0.27 亿元（每股 0.12 元）。

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，2021 年末账面价值为 1.98 亿元，于交易性金融资产科目列示。其中，单项金额较大的为所持有的 0.48 亿股华远地产（sh.600743）股权，账面价值为 0.96 亿元。

## (2) 盈利能力

图表 22. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据栖霞建设所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

近年来该公司营业收入和毛利率有所波动，但毛利润规模持续增长。公司期间费用以财务费用和管理费用为主，其规模随着经营规模的扩张而不断增大，期间费用率则呈现小幅波动。2021 年公司经营收益较上年有明显提升，主要系南京星叶瑜憬尚府项目存货跌价损失转回 1.69 亿元。

图表 23. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	22.89	32.95	31.88	6.86	20.00
毛利（亿元）	9.51	10.39	10.86	3.15	7.24
期间费用（亿元）	3.00	3.65	4.04	0.76	1.35
期间费用率	13.11%	11.09%	12.67%	11.08%	6.77%
其中：销售费用	0.78	0.79	0.85	0.15	0.46
管理费用	0.86	1.04	1.32	0.41	0.39
财务费用	1.36	1.83	1.87	0.21	0.51
资产及信用减值损失（亿元）	0.003	-0.02	-1.41	0.002	-0.003
全年利息支出总额（亿元）	5.48	7.00	5.68	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	3.93	5.17	3.87	-	-

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

2019-2021 年该公司投资收益波动明显。由于按权益法核算的棕榈股份股权产生 1.16 亿元亏损，导致 2019 年公司实现投资收益-0.93 亿元。2020 年公司投资收益主要来自河北银行股利收入和私募基金赎回。2021 年主要因棕榈股份大额亏损而形成 0.90 亿元损失，南京星发项目尚未达到结转标准而产生的 0.24 亿元损失。

图表 24. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
投资净收益	-0.93	1.19	-0.65	-0.11
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-1.17	0.04	-1.13	-0.25
营业外收入（亿元）	0.88	0.30	0.06	0.01
公允价值变动损益（亿元）	0.12	-0.06	0.02	0.21

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

该公司 2019-2021 年净利润分别为 3.01 亿元、3.17 亿元和 3.55 亿元，整体盈利情况持续向好。

2022 年第一季度，该公司结转营业收入 6.86 亿元，综合毛利率为 45.90%；实现净利润 1.22 亿元。当期整体盈利状况处于正常水平。

### （3）运营规划/经营战略

该公司将进一步加快楼盘销售和回款。对于区域市场热度不高的项目，公司拟调整营销思路，优化销售方案，加大推广力度以加快去化。同时，公司将不断强化工程建设、社区服务等板块与房地产主业的相互协同。财务方面，公司计划减债务，降杠杆，切实做好投融资工作。在保证融资渠道通畅的同时，努力探索新的融资方式。

## 管理

该公司是国有控股上市公司，法人治理结构较完整，组织结构较合理，并制定了必要的内部管理制度。控股股东栖霞建设集团及实控人栖霞国资持续通过担保等多种方式为公司业务发展提供支持。

截至 2022 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。栖霞国资为公司实际控制人。截至 2022 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%。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。2021 年，公司向关联方采购商品/接受劳务资金总额为 1.39 亿元；公司向关联方出售商品/提供劳务收到的资金总额为 0.13 亿元。

截至 2021 年末，该公司应收关联方各类款项余额 3.00 亿元，其中应收深圳市卓越商业管理有限公司（简称卓越商业）<sup>5</sup>2.76 亿元为合作项目拆出借款。同期，公司应付关联方各类款项余额 3.54 亿元，主要为应付南京星发 3.06 亿元的往来款。

截至 2021 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 7.05 亿元，为南京星发提供担保余额共计 4.17 亿元。同期，栖霞建设集团及栖霞国资为公司提供担保余额为 52.25 亿元。

截至 2021 年末，该公司不涉及重大诉讼事项。根据 2022 年 5 月 23 日的《企业信用报告》，公司无违约情况发生。

**图表 25. 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	2022/5/23	不涉及	无	不涉及
各类债券还本付息	万得资讯	2022/5/31	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

**2021 年该公司商品房去化速度明显加快，预收售房款规模的快速增长为其压降刚性债务以及扩张经营规模提供了有力支撑。**

### 1. 数据与调整

中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2019-2021 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。

2019 年，该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；同年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。2020 年，公司以现金收购的形式重新获得南京星汇 3% 股权和南京杰贵信息科技有限公司（简称杰贵信息）100% 股权，并获得这两家企业的控制权；协议转让南京星发

<sup>5</sup> 深圳市卓越商业管理有限公司系南京栖霞府（G07）项目公司南京星汇的参股东。

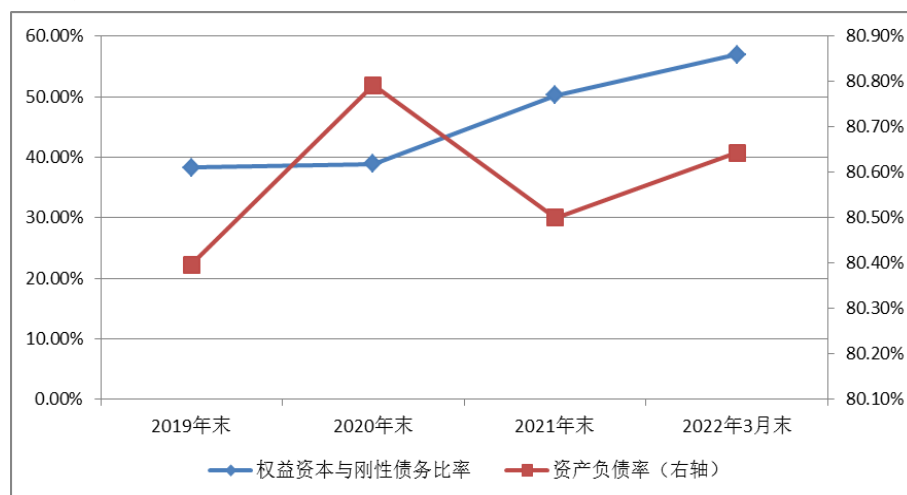
1%股权而失去控制权。2021 年，公司以 0.51 亿元协议转让了杰贵信息全部股权。

## 2. 资本结构

### （1）财务杠杆

得益于自身经营积累，近年来该公司所有者权益持续增长，资产负债率则于 80% 的水平附近小幅波动。2019-2021 年末公司负债总额分别为 165.58 亿元、178.69 亿元和 186.39 亿元，权益资本与刚性债务比例分别为 38.31%、38.88% 和 50.29%。2021 年公司商品房去化速度明显加快，预收售房款规模的快速增长为其压降刚性债务以及扩张经营规模提供了有力支撑。2022 年 3 月末，公司资产负债率从年初的 80.50% 略升至 80.64%，财务杠杆总体稳定。

图表 26. 公司财务杠杆水平变动趋势

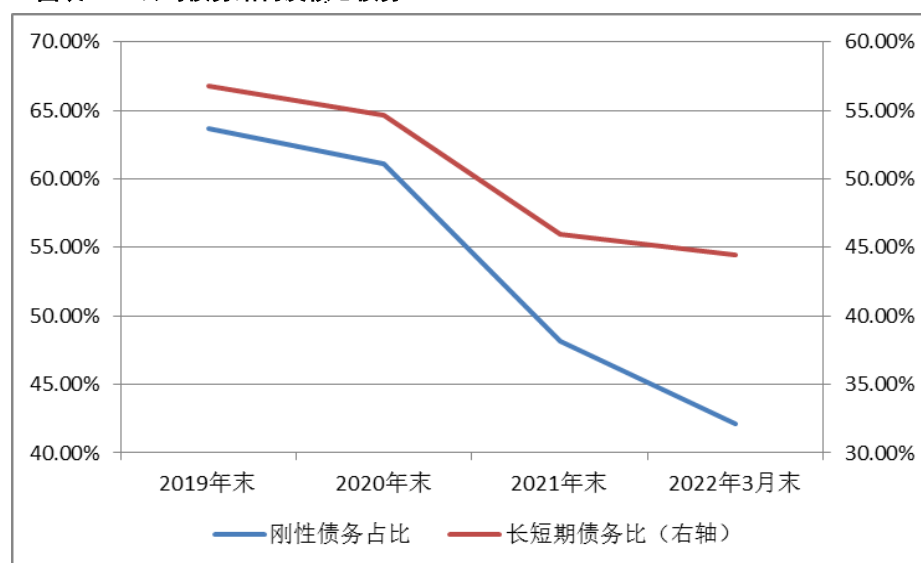


资料来源：根据栖霞建设所提供数据绘制。

### （2）债务结构

由于预收售房款快速增长以及中长期刚性债务的陆续临近到期，该公司流动负债占比不断上升，2021 年末长短期债务比降至 45.99%。同期末公司负债总额为 186.39 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 89.78 亿元，主要由银行借款和应付债券构成，较上年末压降明显；合同负债余额为 70.01 亿元，主要因南京栖霞府、南京瑜憬尚府、无锡天樾雅苑等项目销售回款规模较大而较上年末增长 29.17 亿元；其他应付款余额为 13.45 亿元，主要包括预提费用及土地增值税 7.89 亿元、南京星发等企业提供的往来借款 3.56 亿元和预收代建款及利息 1.47 亿元。2022 年 3 月末，公司负债规模略增长 8.08 亿元至 194.47 亿元，主要源于南京星叶瑜憬尚府（G53）项目产生的新增预收售房款，以及对南京星发等企业往来款增加带动的其他应付款增长。

图表 27. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	105.39	109.27	89.78	81.97
应付账款 (亿元)	6.05	5.90	4.21	3.49
预收账款 (亿元)	41.02	0.12	0.12	0.10
其他应付款 (亿元)	10.69	16.67	13.45	20.41
合同负债 (亿元)	-	40.84	70.01	78.78
刚性债务占比	63.65%	61.15%	48.17%	42.15%
应付账款占比	3.65%	3.30%	2.26%	1.80%
预收账款占比	24.78%	0.07%	0.06%	0.05%
其他应付款占比	6.46%	9.33%	7.22%	10.50%
合同负债占比	-	22.86%	37.56%	40.51%

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	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>45.74</b>	<b>46.27</b>	<b>32.08</b>	<b>23.29</b>
其中：短期借款	-	0.59	0.10	2.20
一年内到期非流动负债	35.20	24.78	26.03	21.09
应付短期债券 (于其他流动负债科目列示)	10.01	20.38	5.16	-
应付票据	0.53	0.53	0.79	-
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>59.65</b>	<b>63.00</b>	<b>57.71</b>	<b>58.69</b>
其中：长期借款	39.03	44.35	24.66	21.48
应付债券	20.62	18.65	33.04	37.21

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

为满足在手项目开发资金需求，2019-2020 年该公司保持了一定的新增债

务融资力度。随着多部门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，2021 年公司债务管控压力明显加大。得益于当年回笼大量预收售楼款，公司年末刚性债务规模降至 89.78 亿元，以银行借款和应付债券为主。其中，银行借款多为保证借款；债券则以公司债和中期票据为主，大部分将于 2024 年到期或进入赎回期。2022 年 3 月末，公司刚性债务进一步降至 81.97 亿元，结构较年初没有显著变化。

### 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	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
营业周期（天）	3,301.06	2,385.97	2,714.42	-
营业收入现金率（%）	186.05	104.07	206.07	96.15
业务现金收支净额（亿元）	-24.06	-2.52	30.73	-6.84
其他因素现金收支净额（亿元）	0.74	0.18	-2.65	0.01
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-23.32	-2.34	28.08	-6.82
EBITDA（亿元）	5.96	6.01	6.59	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.06	0.06	0.07	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.09	0.86	1.16	-

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，2019-2021 年及 2022 年一季度销售资金回笼量较大，销售商品、提供劳务收到的现金分别为 42.59 亿元、34.29 亿元、65.70 亿元和 16.60 亿元。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开发投入的力度加大。2020 年公司土地购置力度显著减弱，但在开发项目投入较大，经营环节现金净流出 2.34 亿元。2021 年，公司购入南京市 2021G118 号地块和 2021G112 号地块并按约定支付 50% 的土地出让金 14.15 亿元，但得益于南京栖霞府、南京瑜憬尚府、无锡天樾雅苑等项目的销售情况良好，当期仍实现经营性现金净流入 28.08 亿元。2022 年一季度，因支付剩余的 14.15 亿元土地出让金，公司经营环节现金净流出 6.82 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，近三年持续增长。得益于刚性债务规模的压减，2021 年公司 EBITDA 对利息支出的覆盖程度有所加强。

## (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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	4.04	1.48	0.25	1.04
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	0.003	-0.04	0.36	-0.0002
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.54	10.19	-0.45	-
投资环节产生的现金流量净额	4.59	11.63	0.16	1.04

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。2019 年，公司因棕榈股份投资框架协议解除后收到返还的 1.8 亿元股权转让预付款以及 0.73 亿元补偿款，当年投资环节呈现金净流入状态。2020 年，由于回收利得惠私募投资、收到合作项目回款等因素，公司投资环节现金净流入规模大。2021 年，公司投资环节现金流入流出规模均较大，主要涉及购买私募基金等交易性金融资产，以及合作项目往来借款，收支总体平衡。2022 年第一季度，公司投资环节现金净流入 0.92 亿元，主要系私募基金的赎回。

## (3) 筹资环节

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司筹资环节现金流净额分别为 20.97 亿元、-8.95 亿元、-28.84 亿元和-1.57 亿元。得益于多个项目的集中去化，2021 年公司经营环节现金流状况显著改善，刚性债务规模得以压减。

## 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	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	176.77	190.24	200.73	210.16
	85.83%	86.01%	86.69%	87.15%
其中：现金类资产（亿元）	24.71	24.28	24.33	15.83
预付款项（亿元）	0.48	0.46	14.84	0.56
存货（亿元）	135.92	158.67	153.72	185.01
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	29.19	30.93	30.81	30.99
	14.17%	13.99%	13.31%	12.85%
其中：其他权益工具投资（亿元）	9.15	8.00	8.05	8.48
投资性房地产（亿元）	9.55	9.19	8.76	8.72
长期股权投资（亿元）	6.45	8.90	7.29	7.04
期末全部受限资产账面金额（亿元）	9.96	19.46	15.61	14.66
受限资产账面余额/总资产（%）	4.84	8.80	6.74%	6.08%

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

截至 2021 年末，该公司资产总额为 231.54 亿元，以流动资产为主，主要

包括现金类资产、预付款项及存货。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 22.36 亿元和 1.98 亿元，货币资金中不可动用的部分为 0.49 亿元；预付款项余额为 14.84 亿元，主要系预付 G112、G118 部分土地款；存货账面价值为 153.72 亿元（含资本化利息 17.48 亿元），主要包括开发成本 130.50 亿元和开发产品 23.13 亿元。

截至 2021 年末，该公司非流动资产为 30.81 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 8.05 亿元，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 8.76 亿元，主要系采用成本法入账，且每年进行折旧摊销的商品房配套经营性物业；长期股权投资余额为 7.29 亿元，主要包括持有棕榈股份及南京星发的权益余额 4.66 亿元和 2.19 亿元。

截至 2022 年 3 月末，该公司资产总额增至 241.15 亿元，结构较年初变化不大，增长部分集中于存货。公司受限资产规模较小，同期末账面价值合计为 14.66 亿元。

**图表 32. 2022 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	0.08	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	12.50	借款抵押
投资性房地产	2.09	借款抵押
<b>合计</b>	<b>14.66</b>	

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	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率（%）	167.36	164.71	157.23	156.07
速动比率（%）	38.22	26.94	25.20	18.26
现金比率（%）	23.40	21.02	19.06	11.75

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

近年来，该公司在加快预收售房款回笼的同时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 2021 年末，该公司不涉及重大未决诉讼。截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额共计 9.74 亿元，担保对象主要为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，在商品房交付前为承购人向银行提供按揭贷款担保，期末余额为 9.70 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 2021 年末，公司本部总资产为 140.40 亿元，主要分布于存货和长期股权投资等科目；刚性债务总额为 60.57 亿元。2021 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. 控股股东支持

该公司能在日常业务运营和融资担保方面得到股东的支持。截至 2021 年末，栖霞建设集团及栖霞国资为公司提供担保余额为 52.25 亿元。

### 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 2022 年 3 月末，公司已获银行授信总额为 86.55 亿元，其中已使用的授信额度为 44.67 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	86.55	86.55	44.67	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	61.65	61.65	29.87	5.225%-6.175%
其中：大型国有金融机构占比	71.23%	71.23%	66.87%	-

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理（截至 2022 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、21 栖建 01、21 栖霞建设 MTN001、21 栖霞建设 MTN002、21 栖霞建设 MTN003 及 22 栖霞建设 MTN001 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。栖霞国资是栖霞行政区范围内最重要的基础设施建设和国有资产运营平台，主要负责园区开发与运营、土地整理、基础设施及保障房建设等业务，同时开展商品房开发等业务，营业收入主要来自商品房开发和保障房建设业务。

栖霞国资为国有独资公司，唯一股东及实际控制人为栖霞区财政局。栖

霞国资设置了必要的法人治理结构，建立了较为完善的内控体系，基本能够满足日常经营管理需要。关联交易方面，栖霞国资有较大规模的关联担保和关联往来，不利于财务风险的控制。栖霞国资是栖霞行政区范围内最重要的基础设施建设和国有资产运营平台，主要负责园区开发与运营、土地整理、基础设施及保障房建设等业务，同时在南京等地开展商品房开发等业务。栖霞国资营业收入主要来自商品房开发和保障房建设业务，土地整理收入、代建收入对营业收入形成重要贡献。未来，随各类项目建设的推进，公司仍面临较大的资金压力。

截至 2020 年末，栖霞国资经审计的合并口径资产总额为 754.78 亿元，所有者权益为 203.36 亿元。2020 年，栖霞国资实现营业收入 62.07 亿元，净利润 3.03 亿元，实现经营性现金流净额为 4.23 亿元。同期末，栖霞国资对外担保金额为 47.40 亿元，对外担保对象多为关联企业。

栖霞国资资产获利能力较弱，净利润对政府补助和投资收益的依赖度较高。近年来，栖霞国资主业支出规模持续较大，负债经营程度维持高位，积累的刚性债务规模较大，即期偿债压力有所上升。栖霞国资资产中存货占比较高，较大规模往来款回收存在不确定性，资产流动性较弱。同时，栖霞国资对当地国企提供较大规模担保，面临一定的或有负债风险。但栖霞国资作为栖霞行政区最重要的基础设施建设和国有资产运营平台，在栖霞区的业务地位突出，可得到栖霞区政府在资产注入、财政拨款、债务偿付等方面的持续支持，同时有较大规模未使用授信，以上因素均可对栖霞国资债务偿付提供一定支持。

2021 年 10 月 12 日，经新世纪评级信用评级委员会评审，评定栖霞国资主体信用等级为 AA+ 级，评级展望为稳定。整体来看，栖霞国资提供的担保进一步增强了 19 栖霞建设 MTN001、20 栖霞建设 MTN001、21 栖霞建设 MTN001、21 栖霞建设 MTN002、21 栖霞建设 MTN003 及 22 栖霞建设 MTN001 的安全性。

## 2. 交叉保护

21 栖霞建设 MTN001、21 栖霞建设 MTN002、21 栖霞建设 MTN003 及 22 栖霞建设 MTN001 均设置了交叉保护条款。相关条款的触发情形为：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、金融机构贷款等其他融资出现违约，或在债务既有设定的宽限期到期后应付未付。

## 跟踪评级结论

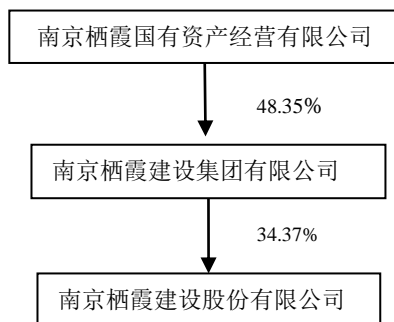
该公司是国有控股上市公司，法人治理结构较完整，组织结构较合理，并制定了必要的内部管理制度。控股股东栖霞建设集团及实控人栖霞国资持续通过担保等多种方式为公司业务发展提供支持。

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。由于在手房地产项目数量有限，公司业绩及资金回笼情况易受单体项目的开发与销售周期影响。2021 年公司合同销售面积及销售金额同比增幅较大，整体经营情况较好，但个别项目仍存在较大的去化压力。

2021 年该公司商品房去化速度明显加快，预收售房款规模的快速增长为其压降刚性债务以及扩张经营规模提供了有力支撑。

附录一：

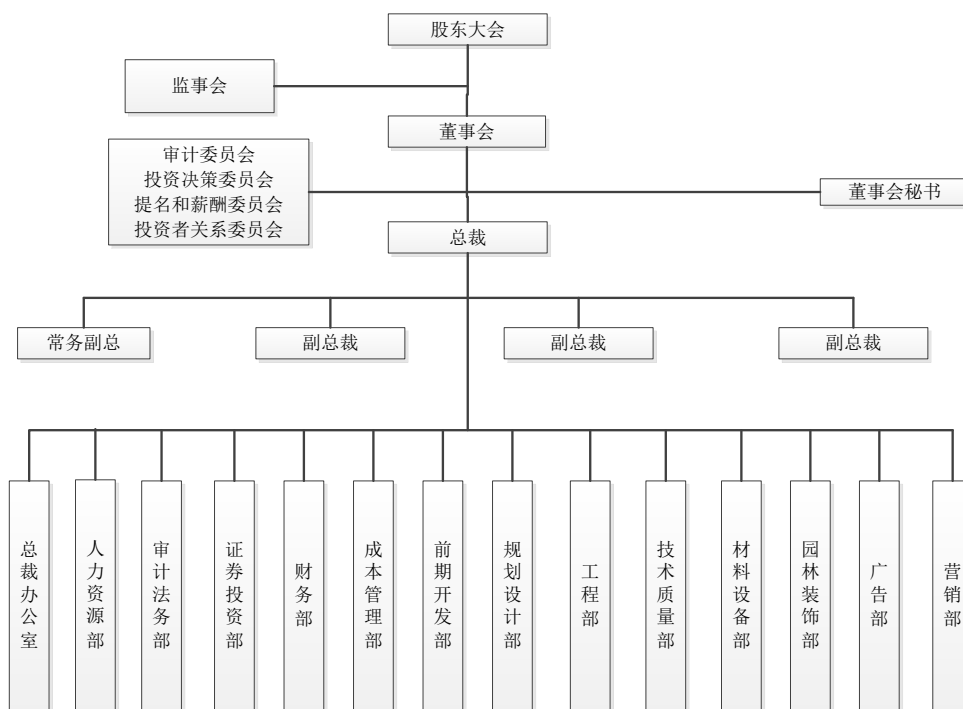
公司与实际控制人关系图



注：根据栖霞建设提供的资料绘制（截至2022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2022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	2021 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	60.57	39.67	12.52	-0.55	-6.36
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	3.78	0.39	-	-0.02	-0.29
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	1.72	0.006	0.01	0.15

注：根据栖霞建设 2021 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]	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
资产总额 [亿元]	205.96	221.18	231.54	241.15
货币资金 [亿元]	22.78	23.23	22.36	14.56
刚性债务[亿元]	105.39	109.27	89.78	81.97
所有者权益 [亿元]	40.37	42.48	45.15	46.68
营业收入[亿元]	22.89	32.95	31.88	6.86
净利润 [亿元]	3.01	3.17	3.55	1.22
EBITDA[亿元]	5.96	6.01	6.59	—
经营性现金净流入量[亿元]	-23.32	-2.34	28.08	-6.82
投资性现金净流入量[亿元]	4.59	11.63	0.16	1.04
资产负债率[%]	80.40	80.79	80.50	80.64
权益资本与刚性债务比率[%]	38.31	38.88	50.29	56.94
流动比率[%]	167.36	164.71	157.23	156.07
现金比率[%]	23.40	21.02	19.06	11.75
利息保障倍数[倍]	1.07	0.85	1.13	—
担保比率[%]	66.26	69.17	56.97	20.78
营业周期[天]	3,301.06	2,385.97	2,714.42	—
毛利率[%]	41.55	31.54	34.07	45.90
营业利润率[%]	15.40	11.56	14.31	23.86
总资产报酬率[%]	3.19	2.77	2.83	—
净资产收益率[%]	7.80	7.64	8.11	—
净资产收益率*[%]	7.86	8.04	-0.34	—
营业收入现金率[%]	186.05	104.07	206.07	241.98
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-27.30	-2.11	23.09	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-12.83	5.40	15.47	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.09	0.86	1.16	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.06	0.07	—

注：表中数据依据栖霞建设经审计的 2019~2021 年度及未经审计的 2022 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]	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额 [亿元]	687.88	731.71	754.78
货币资金 [亿元]	67.49	58.33	52.39
刚性债务[亿元]	370.73	349.89	345.20
所有者权益 [亿元]	196.18	187.25	203.36
营业收入[亿元]	40.32	40.80	62.07
净利润 [亿元]	4.52	3.87	3.03
EBITDA[亿元]	12.73	14.54	11.83
经营性现金净流入量[亿元]	-27.36	-12.96	4.23
投资性现金净流入量[亿元]	-9.67	-4.51	4.98
资产负债率[%]	71.48	74.41	73.06
长短期债务比[%]	136.52	102.18	87.09
权益资本与刚性债务比率[%]	52.92	53.52	58.91
流动比率[%]	245.87	193.47	188.58
速动比率 [%]	94.96	58.78	50.63
现金比率[%]	34.37	22.57	18.15
利息保障倍数[倍]	0.57	0.64	45.37
有形净值债务率[%]	253.28	292.96	0.53
担保比率[%]	27.94	30.42	272.87
毛利率[%]	26.74	28.22	23.31
营业利润率[%]	13.78	11.39	20.14
总资产报酬率[%]	1.75	1.79	6.28
净资产收益率[%]	2.43	2.02	1.33
净资产收益率*[%]	1.15	0.24	1.55
营业收入现金率[%]	137.16	157.12	0.45
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-15.22	-5.43	102.96
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.36	-3.60	1.50
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-20.61	-7.32	1.22
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-11.32	-4.85	3.26
EBITDA/利息支出[倍]	0.66	0.73	2.65
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.04	0.63

注：表中数据依据栖霞国资经审计的 2018-2020 年度财务数据整理、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	8
		负债结构与资产质量	6
		流动性	2
	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 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	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022 年 2 月 25 日	AA/稳定	武嘉妮、高珊	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015）</a> <a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022 年 6 月 10 日	AA/稳定	高珊、刘睿杰	<a href="#">MX-GS010(2019.8)</a>	-
债项评级 (19 栖建 01)	历史首次 评级	2019 年 6 月 10 日	AA <sup>+</sup>	武嘉妮、韩浩	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021 年 6 月 10 日	AA <sup>+</sup>	武嘉妮、高珊	<a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015）</a> <a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022 年 6 月 10 日	AA <sup>+</sup>	高珊、刘睿杰	<a href="#">MX-GS010(2019.8)</a>	-
债项评级 (20 栖建 01)	历史首次 评级	2020 年 7 月 2 日	AA <sup>+</sup>	黄蔚飞、武嘉妮	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021 年 6 月 10 日	AA <sup>+</sup>	武嘉妮、高珊	<a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015）</a> <a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022 年 6 月 10 日	AA <sup>+</sup>	高珊、刘睿杰	<a href="#">MX-GS010(2019.8)</a>	-
债项评级 (21 栖霞 建设 MTN001)	历史首次 评级	2021 年 1 月 15 日	AA <sup>+</sup>	武嘉妮、高珊	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021 年 6 月 10 日	AA <sup>+</sup>	武嘉妮、高珊	<a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015）</a> <a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022 年 6 月 10 日	AA <sup>+</sup>	高珊、刘睿杰	<a href="#">MX-GS010(2019.8)</a>	-
债项评级 (21 栖霞 建设 MTN002)	历史首次 评级	2021 年 6 月 10 日	AA <sup>+</sup>	武嘉妮、高珊	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015）</a> <a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022 年 6 月 10 日	AA <sup>+</sup>	高珊、刘睿杰	<a href="#">MX-GS010(2019.8)</a>	-
债项评级 (21 栖霞 建设 MTN003)	历史首次 评级	2021 年 11 月 5 日	AA <sup>+</sup>	武嘉妮、高珊	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015）</a> <a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022 年 6 月 10 日	AA <sup>+</sup>	高珊、刘睿杰	<a href="#">MX-GS010(2019.8)</a>	-
债项评级 (22 栖霞 建设 MTN001)	历史首次 评级	2021 年 12 月 6 日	AA <sup>+</sup>	武嘉妮、高珊	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015）</a> <a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022 年 6 月 10 日	AA <sup>+</sup>	高珊、刘睿杰	<a href="#">MX-GS010(2019.8)</a>	-
债项评级 (22 栖霞 建设 MTN001)	历史首次 评级	2022 年 2 月 25 日	AA <sup>+</sup>	武嘉妮、高珊	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015）</a> <a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022 年 6 月 10 日	AA <sup>+</sup>	高珊、刘睿杰	<a href="#">MX-GS010(2019.8)</a>	-

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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。