



内部编号:2023060508

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

分析师: 黄蔚飞  hwf@shxsj.com
刘睿杰  lrj@shxsj.com

评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com



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.

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号:【新世纪跟踪(2023)100438】

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 主体/展望/债项/评级时间	前次跟踪 主体/展望/债项/评级时间	首次评级 主体/展望/债项/评级时间
20 栖建 01:	AA/稳定/AA ⁺ /2023 年 6 月 26 日	AA/稳定/AA ⁺ /2022 年 6 月 10 日	AA/稳定/AA ⁺ /2020 年 7 月 2 日
21 栖建 01:	AA/稳定/AA ⁺ /2023 年 6 月 26 日	AA/稳定/AA ⁺ /2022 年 6 月 10 日	AA/稳定/AA ⁺ /2021 年 1 月 15 日
22 栖建 01:	AA/稳定/AA ⁺ /2023 年 6 月 26 日		AA/稳定/AA ⁺ /2022 年 6 月 10 日
21 栖霞建设 MTN001	AA/稳定/AA ⁺ /2023 年 6 月 26 日	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 ⁺ /2023 年 6 月 26 日	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 ⁺ /2023 年 6 月 26 日	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 ⁺ /2023 年 6 月 26 日	AA/稳定/AA ⁺ /2022 年 6 月 10 日	AA/稳定/AA ⁺ /2022 年 2 月 25 日

跟踪评级观点

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，在区域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。20 栖建 01、21 栖建 01、22 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，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，维持评级展望为稳定；认为上述公司债券及中期票据还本付息安全性很强，并维持上述公司债券及中期票据 AA⁺信用等级。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
母公司口径数据:				
货币资金(亿元)	9.42	11.41	4.59	7.00
刚性债务(亿元)	75.62	60.57	57.60	57.66
所有者权益(亿元)	41.15	39.67	39.27	38.99
经营性现金净流入量(亿元)	3.84	-6.36	-8.89	-0.31
合并口径数据及指标:				
总资产(亿元)	221.18	231.54	227.53	227.42
总负债(亿元)	178.69	186.39	181.14	180.77
刚性债务(亿元)	109.27	89.78	90.12	92.00
所有者权益(亿元)	42.48	45.15	46.38	46.66
营业收入(亿元)	32.95	31.88	69.14	18.67
净利润(亿元)	3.17	3.55	2.01	0.28
经营性现金净流入量(亿元)	-2.34	28.08	-9.05	8.79
EBITDA(亿元)	6.01	6.59	4.85	—
资产负债率[%]	80.79	80.50	79.61	79.49
权益资本与刚性债务比率[%]	38.88	50.29	51.47	50.71
流动比率[%]	164.71	157.23	183.57	186.47
现金比率[%]	21.02	19.06	17.83	25.67
利息保障倍数[倍]	0.85	1.13	0.86	—
净资产收益率[%]	7.64	8.11	4.40	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-2.11	23.09	-7.69	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.40	15.47	-2.25	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.86	1.16	1.02	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.07	0.05	—
担保人合并口径数据及指标: (南京栖霞国有资产经营有限公司)				
所有者权益(亿元)	203.36	208.64	211.74	219.11
权益资本与刚性债务比率[%]	58.91	61.06	63.74	65.92
担保比率	23.31	21.41	31.61	22.59
注: 根据栖霞建设经审计的 2020~2022 年及未经审计的 2023 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 2020~2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。				

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型: 工商企业评级方法与模型(房地产开发) FM-GS020 (2022.12)

评级要素		风险程度
个体信用	业务风险	3
	财务风险	3
初始信用级别		aa
流动性因素	-	
ESG 因素	-	
表外因素	-	
外部支持	其他因素	-
	调整理由: 无。	
	个体信用级别	
	支持因素	
	支持理由: 无。	
	主体信用级别	

同类企业比较表

企业名称（简称）	2022年/末主要经营及财务数据					
	合同销售额 (亿元)	总资产 (亿元)	毛利率 (%)	剔除预收账款与合同 负债后的资产负债率 (%)	EBITDA/利息 支出(倍)	现金短债比(倍)
渝开发	2.66	73.70	34.85	41.08	4.34	1.32
厦门特房集团	59.00	414.24	23.78	77.77	0.65	5.43
栖霞建设	47.04	227.53	17.80	56.45	1.02	1.10

注 1：渝开发全称为重庆渝开发股份有限公司，厦门特房集团全称为厦门经济特区房地产开发集团有限公司。

注 2：合同销售额系合并口径合同销售额，栖霞建设为商品房权益合同销售额。

注 3：剔除预收款项与合同负债后的资产负债率根据其他权益工具调整为负债后的数据计算。

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）、2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（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（分别简称 20 栖建 01、21 栖建 01、22 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，本评级机构根据提供的经审计的 2022 年财务报表、未经审计的 2023 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，进行了定期跟踪评级。

截至 2023 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. 2023 年 3 月末公司存续期内债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	起息日	期限（年）	发行利率（%）	本息兑付情况
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
22 栖建 01	1.60	2022.7.6	3+2	3.75	-
21 栖霞建设 MTN001	8.90	2021.8.25	3	4.90	正常
21 栖霞建设 MTN002	4.20	2021.11.18	3	4.60	正常
21 栖霞建设 MTN003	4.40	2021.12.14	3	4.30	正常
22 栖霞建设 MTN001	4.40	2022.3.9	3	3.80	正常
合计：	36.90	-	-	-	-

资料来源：栖霞建设

截至 2023 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

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；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，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续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；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。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。

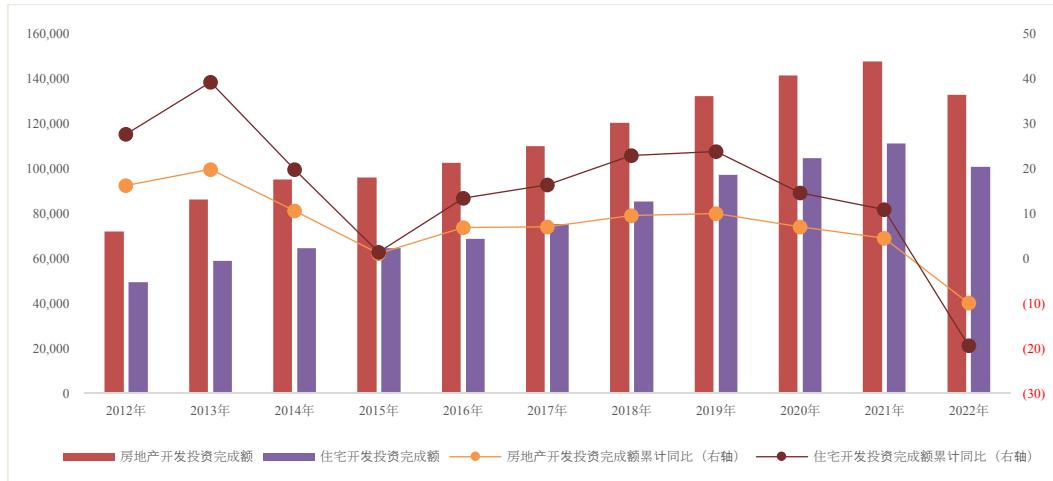
(2) 行业因素

2022年我国房地产投资、融资与销售数据同比全面下行，土地市场呈现供需持续双缩。2022年第四季度以来房地产融资政策逐步放松，行业融资环境有较明显改善，行业内优质企业资金压力边际放缓，但销售端需求仍较为低迷。在销售端不确定性较大下，行业的总体流动性压力犹存。长期看我国房地产行业高速扩张期已过，需探索出新的发展模式，实现平稳过渡。

A. 行业概况

房地产业是国民经济的支柱性产业之一。2012-2022年我国房地产开发投资完成额从7.18万亿元升至13.29万亿元，其中住宅开发投资完成额从4.94万亿元升至10.06万亿元。近三年我国房地产开发投资完成额同比增速分别为7.0%、4.4%和-10%，放缓态势明显，2022年为近二十年来首次负增长。

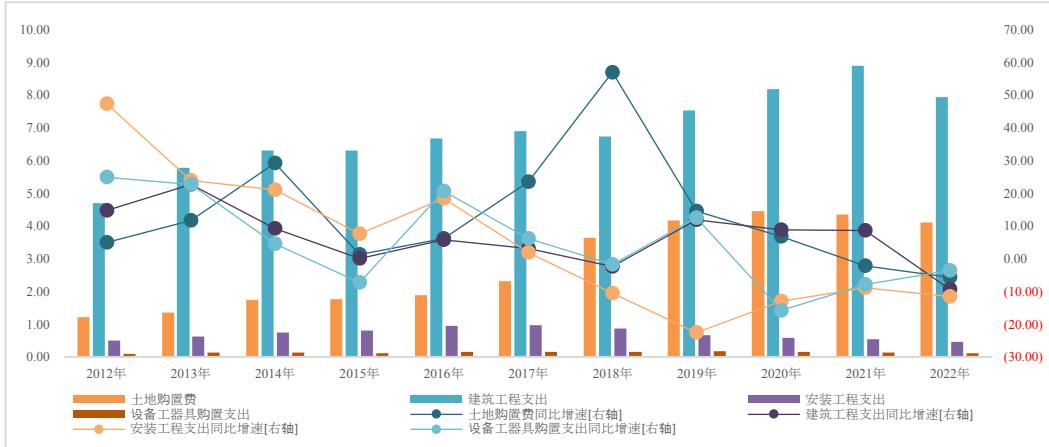
图表2. 我国房地产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，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。2012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1.21万亿元增长至2020年的4.45万亿元；2021-2022年趋势向下，土地购置支出分别为4.35万亿元和4.10万亿元。2012-2021年我国地产行业建筑工程支出由4.71万亿元增至8.89万亿元，其中2021年同比增长8.55%，2022年同比降至7.93万亿元。

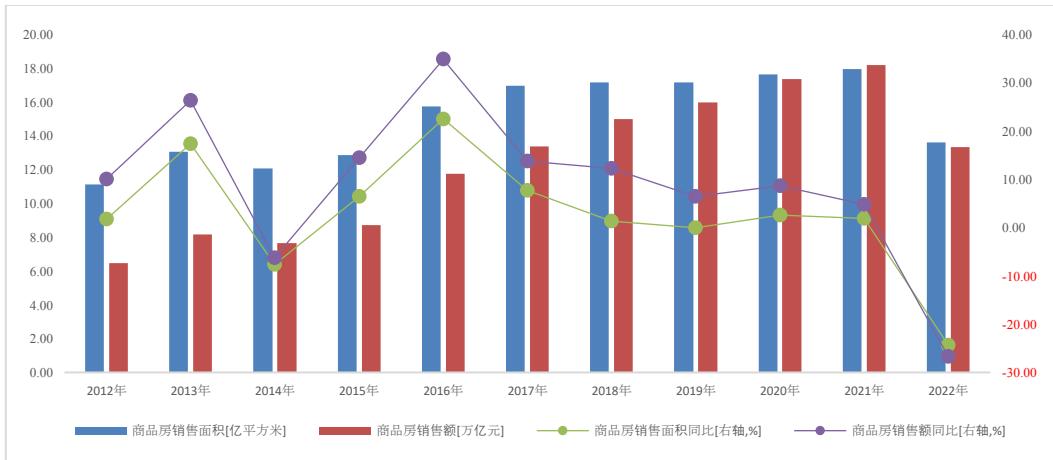
图表3. 我国商品房建设支出情况（单位：万亿元，%）



资料来源：Wind，国家统计局

2018年以来我国商品房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%、-0.10%、2.60%和1.90%；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%。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%。2022年经济下行压力加大，房产购置意愿趋弱，叠加行业风险事件频出，全年全国商品房销售面积、销售金额和均价分别为13.58亿平方米、13.33万亿元和9,813.82元/平方米，同比分别下降24.30%、26.70%和3.21%；其中商品住宅销售面积、销售金额和均价分别为11.46亿平方米、11.67万亿元和10,184.59元/平方米，同比降幅分别为26.80%、28.30%和2.03%。

图表4. 我国商品房销售情况



资料来源：Wind，国家统计局

资金获取方面，2022年我国房地产开发到位资金14.90万亿元，同比减少25.90%。其中：国内贷款1.74万亿元，同比下降25.4%；自筹资金5.29万亿元，同比下降19.1%；定金及预收款4.93万亿元，同比下降33.3%；个人按揭贷款2.38万亿元，同比下降26.5%。根据中指数据库口径，2019-2022年房金融资总量分别为2.39万亿元、2.27万亿元、1.77万亿元和0.88万亿元，2022年同比下降50.24%。

土地市场方面，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

交易量均同比小幅增长。2021 年受土地新政及融资收紧等因素影响，全年土地市场供需收缩，交易量下行。2022 年行业销售不畅，融资偏紧，房企拿地意愿低迷，加上集中供地政策持续，土地供需量继续下滑。根据 CREIS 中指数据显示，2022 年全国 300 个城市共推出各类建设用地 12.30 亿平方米，同比下降 9.90%，其中住宅类用地 3.51 亿平方米，同比下降 33.92%；全年各类建设用地成交 10.87 亿平方米，同比下降 3.65%，其中住宅建设用地成交 2.87 亿平方米，同比下降 28.48%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市推地 0.37 亿平方米，同比下降 21.66%，成交 0.35 亿平方米，同比下降 21.64%；二线城市推地 3.50 亿平方米，同比下降 23.12%，成交 3.14 平方米，同比下降 18.60%；三四线城市推地 8.43 平方米，同比下降 2.28%，成交 7.39 亿平方米，同比增长 5.73%。2022 年 300 城各类用地成交出让金为 4.14 万亿元，同比下降 27.53%；土地成交溢价率为 3.03%，持续回落。

图表 5. 近年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

指标	2020 年		2021 年		2022 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）	14.91	8.76%	13.65	-8.45%	12.30	-9.90%
其中：住宅类用地推出面积（亿平方米）	5.97	4.95%	5.32	-10.96%	3.51	-33.92%
各类用地成交面积（亿平方米）	12.93	10.31%	11.29	-12.74%	10.87	-3.65%
其中：住宅类用地成交面积（亿平方米）	5.17	9.96%	4.02	-22.36%	2.87	-28.48%
各类用地成交出让金（万亿元）	6.15	17.57%	5.72	-6.94%	4.14	-27.53%
其中：住宅类用地出让金（万亿元）	5.23	18.63%	4.89	-6.54%	3.38	-30.97%
各类用地成交楼面均价（元/平方米）	2516	5.71%	2747	9.18%	2166	-21.15%
住宅建设用地成交楼面均价（元/平方米）	4326	7.05%	5148	19.00%	5415	5.19%
各类用地成交溢价率	13.55%		9.83%		3.03%	
住宅建设用地成交溢价率	17.93%		11.61%		3.79%	

资料来源：CREIS

注：此处住宅类用地统计口径包括住宅用地与综合用地（含住宅）。

B. 政策环境

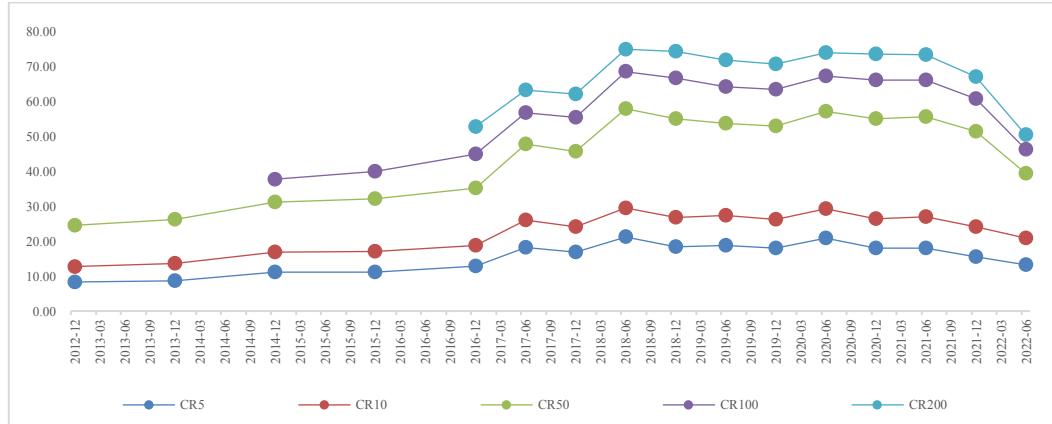
近年我国房地产行业调控政策保持“房住不炒”定位，同时强调“保交楼、保民生、保稳定”，稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制。严调控背景下房地产行业规模拐点显现，行业总体资金紧张，流动性承压。自 2021 年末以来调控政策逐步放松，但“房住不炒”下宽松幅度较为有限。2022 年 1-9 月，中央层面主要的调整措施包括两次降准、三次下调 5 年期以上 LPR 共 35BP、允许部分城市下调或取消住房贷款利率下限、下调首套住房贷款公积金利率以及房屋置换可减免个税等。地方层面则继续以“因城施策”为原则，多地限购、限售、限贷、限价政策松绑，部分高能级城市亦放松和鼓励落户。但从行业数据看，宽松政策对改善行业现金流的作用较为有限。9 月以来政策集中从金融机构部门发力，如指导政策性银行推出“保交楼”专项借款，以保证“保民生”的工作任务。11 月央行、银保监会出台“金融十六条”，信贷、债券及股权融资“三箭齐发”，政策从融资端加大支持力度，并体现出“保项目”与“保企业”并行的特征。2023 年 2 月自然资源部发布《关于进一步规范住宅用地供应信息公开工作的通知》（简称“《通知》”），对当前集中供地政策进行优化完善，该《通知》有利于降低同批次地块入市的竞争强度，缓解房企资金压力。当前行业政策较为宽松，以稳地价、稳房价，改善房企资产负债状况和修复市场信心为侧重点，保障房地产市场的平稳运行。

C. 竞争格局/态势

房地产开发行业是资金密集型产业，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、快周转”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中获得一席之地。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，“快周转”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 年以来下滑趋势更为明显。2022 年 6 月 CR5/CR10/CR50 /CR100/CR200 比值由 2018

年 12 月的 18.35%/26.89%/55.10%/66.73%/74.35% 降至 13.26%/20.89%/39.34%/46.26%/50.43%¹。

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、人口增长趋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较为复杂，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大幅回升的难度较大。以上市或发债的房地产企业存货占款数据²看，2018-2022 年 9 月末存货余额合计数分别为 8.25 万亿元、10.01 万亿元、11.42 万亿元、11.95 万亿元和 12.14 万亿元，同比增幅分别为 31.54%、21.32%、14.09%、4.70% 和 6.63%；同期上述房企存货去化率³分别为 34.67%、31.81%、31.19%、34.50% 和 25.24%。

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 年以来更是出现较大幅度下滑，土地成交量的减少将导致行业中短期内开工势能不足，行业增速或受限。2022 年行业内新购置土地的主体以国有企业为主，项目开发周期或将大幅度延长，很大程度上将影响行业的运行效率。一方面，融资成本控制能力对企业信用质量的重要性将进一步提升，另一方面，项目销售去化速度的整体放缓，又将对开发投资增长进一步形成约束。

流动性压力犹存。房地产行业资金驱动特征极其明显。2022 年第四季度以来行业融资环境得到大幅改善，部分经营相对稳健的优质房企得到一定资金救助，流动性压力有所缓解。但投资预期扭转下，项目销售压力仍存，随着大额债务的陆续到期，部分以往采用快周转开发模式的房地产开发企业仍然面临着流动性压力，部分出险民营开发商或将随着项目层面的风险缓慢出清而逐步退出市场。长期看，行业需探索出新的发展模式，实现平稳过渡。

(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。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 年南京市房地产开发投资低速增长，但新开工面积和商品房销售大幅下降，土地市场持续呈现供需双缩。

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

¹ 数据来源 wind。

² 选取以房地产开发为主业的 A 股上市公司及发债企业共计 126 家。

³ 存货去化率=当期销售额*（1-当期销售毛利率）/当期末存货*100%，2022 年 9 月末存货去化率分母采用 2022 年前三季度销售额/0.75 进行年化计算。当期销售额=当期末预收款项+当期末合同负债+当期营业收入-上期末预收款项-上期末合同负债。

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。2020-2021年南京市房地产投资及商品房销售面积保持增长，但市场景气度以2021年三季度为拐点呈现先高后低，降温明显。2022年，南京市政府陆续放松限购限贷限售限价，并通过减免住房转让税费、发放财政补贴等手段刺激购房需求。当年南京市房地产开发投资保持低位正增长，但新开工面积和商品房销售大幅下降。

图表7. 南京市房地产开发与销售情况

项目	2020年度	2021年度	2022年度	2023年第一季度
房地产投资完成额（亿元）	2,631.40	2,719.80	2,758.77	671.96
房地产投资完成额同比增长	5.20%	3.36%	1.43%	3.60%
房屋施工面积（万平方米）	8,663.99	8,597.29	7,845.46	6,532.93
房屋新开工面积（万平方米）	2,114.90	1,957.63	1,302.65	262.34
商品房销售面积（万平方米）	1,324.67	1,510.95	942.32	209.03
商品房销售面积同比增长	0.30%	14.06%	-37.63%	21.70%
商品房销售额（亿元）	3,269.50	4,063.84	2,428.14	587.79

资料来源：Wind，新世纪整理

土地市场方面，根据CREIS中指数据，2022年南京市成交建设用地面积同比下降9.99%；成交楼面地价同比下降25.90%，土地出让金同比下降35.02%。2022年南京市土地市场保持低位运行，涉宅用地供销规模双减。当年4、7、10、11、12月的五轮集中土地出让分别挂牌20幅、44幅、32幅、4幅和15幅土地，其中流拍分别有6幅、2幅、1幅、0幅和1幅，底价成交土地分别有8幅、31幅、27幅、4幅和14幅，触顶土地分别有3幅、5幅、1幅、0幅和0幅，溢价成交土地分别有3幅、6幅、0幅、0幅和0幅。2023年3月，南京市集中土地出让挂牌13幅，其中流拍0幅，底价成交6幅，触顶摇号4幅。2023年5月，南京市集中土地出让挂牌10幅，其中3幅触顶摇号，2幅竞价成交，5幅底价成交，景气度仍无显著回升。

图表8. 南京市土地挂牌及成交情况

项目		2020年	2021年	2022年	2023年第一季度
挂牌	土地宗数（块）	409	379	364	67
	建设用地面积（万平方米）	1,781.73	1,364.90	1,266.90	289.83
	推出楼面均价（元/平方米）	5,026	7,442	6,475	3,065
成交	土地宗数（块）	402	357	331	74
	建设用地面积（万平方米）	1,748.82	1,222.35	1,100.22	272.58
	成交楼面均价（元/平方米）	5,430	7,931	5,877	3,604
	土地出让金（亿元）	2,093.90	2,114.07	1,373.66	207.12
	溢价率（%）	10.41	11.13	2.88	6.88

资料来源：CREIS中指数据，新世纪整理

受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年及2023年第一季度持续低迷。

2020年二季度，无锡市房地产业务景气回弹明显；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，无锡市政府出台了限购放松、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，但当年房地产市场仍较为低迷。

图表9. 无锡市房地产开发与销售情况

项目	2020年度	2021年度	2022年度
房地产投资完成额（亿元）	1,350.02	1,568.06	1,386.79
房地产投资完成额同比增长	-0.61%	16.15%	-11.56%

项目	2020 年度	2021 年度	2022 年度
房屋施工面积（万平方米）	6,363.12	6,076.26	5,648.89
房屋新开工面积（万平方米）	--	--	--
商品房销售面积（万平方米）	1,550.56	1,550.86	--
商品房销售面积同比增长	12.36%	0.02%	--

资料来源：Wind，新世纪整理

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。与 2021 年相比，2022 年无锡市土地市场整体仍较为低迷。全年共完成 5 个批次集中供地，总计出让 62 宗涉宅用地，其中超过 50 宗地块由城投公司竞得。2023 年 4 月，无锡市首场土拍仍呈现成交率高、溢价率低、地方国企托底的特点。

图表 10. 无锡市土地挂牌及成交情况

项目		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
挂牌	土地宗数（块）	321	323	267	54
	建设用地面积（万平方米）	1,389.00	1,317.19	1,329.85	170.09
	推出楼面均价（元/平方米）	4,483	5,483	4,563	2,382
成交	土地宗数（块）	295	317	283	28
	建设用地面积（万平方米）	1,207.53	1,285.83	1,291.15	178.39
	成交楼面均价（万元/平方米）	5,333	5,799	4,654	343
	土地出让金（亿元）	1,088.63	1,203.67	1,060.72	9.96
	溢价率（%）	17.73	7.05	0.69	0

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，其整体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。截至 2022 年末，因个别在售项目去化速度慢，公司已积聚了一定的资金沉淀压力。此外，近两年公司拍地力度较大，新获项目正陆续进入预售阶段，整体去化压力或将进一步加大。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 11. 公司业务收入构成及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年第一季度	2022 年第一季度
营业收入合计	32.95	31.88	69.14	18.67	6.86
其中： 房地产开发	30.28	28.58	65.62	17.01	6.02
在营业收入中所占比重	91.92%	89.65%	94.91%	91.13%	87.75%
其中：（1）商品房	29.85	27.75	65.28	16.88	5.95
在房地产开发收入中所占比重	98.55%	97.11%	99.49%	99.20%	98.91%
（2）保障房	0.44	0.83	0.34	0.14	0.07
在房地产业务收入中所占比重	1.45%	2.89%	0.51%	0.80%	1.09%
综合毛利率	31.54%	34.07%	17.80%	12.62%	45.90%
其中： 房地产开发	33.12%	36.46%	18.51%	12.24%	51.46%
其中：（1）商品房	33.85%	37.16%	18.56%	12.23%	51.95%
（2）保障房	-16.14%	13.23%	9.75%	13.18%	7.25%

资料来源：栖霞建设

A. 房地产开发

该公司有 30 多年的房地产开发经验，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 12. 公司房地产收入分布情况（单位：亿元、%）

区域分布	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
南京	8.10	26.76	12.06	42.20	52.57	80.12	13.24	77.84
无锡	22.15	73.14	16.52	57.80	7.55	11.50	3.50	20.58
苏州	0.03	0.10	-	-	5.50	8.38	0.27	1.59
合计	30.28	100.00	28.58	100.00	65.62	100.00	17.01	100.00

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。2020-2022 年，公司商品房业务收入分别为 29.85 亿元、27.75 亿元和 65.28 亿元。其中，2020-2021 年结转收入较大的项目分别为无锡东方天郡和无锡栖庭。2022 年商品房业务收入同比增长 135.24%，主要系南京瑜憬尚府和南京栖樾府等项目交付结转收入所致；当年业务毛利率同比下降 18.60 个百分点至 18.56%，主要系当期结转收入的南京瑜憬尚府和南京栖樾府土地成本较高。

图表 13. 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 额	合同销售 均价	销售结算 面积	销售结转 收入
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	50.58	46.63	11.57	47.04	4.07	23.84	65.28
2023 年第一季度	--	14.09	4.17	17.36	4.16	6.38	16.88

资料来源：栖霞建设

图表 14. 公司主要商品房项目销售结转情况（单位：亿元，%）

项目名称	2020 年		2021 年		2022 年		2023 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
南京瑜憬湾花园	1.21	63.15	0.49	57.93	7.80	53.95	0.35	40.67
无锡东方天郡	20.93	32.41	1.16	45.45	0.93	49.46	--	--
无锡栖园	1.18	34.55	2.09	33.23	1.17	26.49	--	--
无锡栖庭	0.04	19.59	13.28	41.30	--	--	--	--
南京星叶枫庭	4.08	23.62	8.76	25.32	--	--	--	--
南京羊山湖花园	2.18	48.89	1.64	54.53	3.77	52.52	--	--
南京枫情水岸	--	--	--	--	1.50	54.00	--	--
南京栖樾府	--	--	--	--	7.48	9.45	11.17	9.63
南京星叶欢乐花园	--	--	--	--	6.63	9.95	0.63	8.14
无锡天樾雅苑	--	--	--	--	5.32	10.15	3.20	14.46
苏州栖园	--	--	--	--	5.46	10.99	0.24	38.29
南京瑜憬尚府	--	--	--	--	24.58	6.29	0.53	1.81
其他 ⁴	0.23	--	0.33	--	0.64	--	0.76	--
合计	29.85	33.85	27.75	37.16	65.28	18.56	16.88	12.23

资料来源：栖霞建设

南京瑜憬湾花园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 12.50 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

⁴ 一些尾盘及尾盘车库车位。

来该项目的结转毛利率保持在较高水平。截至 2023 年 3 月末，该项目可供出售面积为 19.76 万平方米，已售面积为 17.78 万平方米；累计投入资金 27.90 亿元，累计回笼资金 47.66 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 2023 年 3 月末，该项目可供出售面积为 46.72 万平方米，已售面积为 44.84 万平方米；累计投入资金 38.66 亿元，累计回笼资金 46.72 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 1 月竣工交付。截至 2023 年 3 月末，该项目可供出售面积为 13.23 万平方米，已售面积为 12.53 万平方米；累计投入资金 14.68 亿元，累计回笼资金 21.34 亿元。

南京瑜憬尚府位于南京瑜憬湾项目西北侧，占地面积 8.02 万平方米，已于 2022 年 12 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 2023 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 7.51 万平方米；累计投入资金 26.78 亿元，累计回笼资金 27.80 亿元。

南京栖樾府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 2023 年 6 月竣工。截至 2023 年 3 月末，项目可供出售面积为 12.68 万平方米，已售面积为 11.56 万平方米；累计投入资金 32.63 亿元，累计回笼资金 38.54 亿元。

在售及在建项目

截至 2023 年 3 月末，该公司主要在售、在建住宅项目共 18 个，规划可售面积合计为 227.39 万平方米，已售面积为 153.09 万平方米；已投入资金合计为 345.24 亿元，销售金额合计为 317.85 亿元。除前述已结转大量收入的项目以外，南京星叶云汇府（2021G112 地块）和南京星叶翰锦苑（2019G17 地块）等 2022 年新开盘项目虽未结转收入，但已回笼了一定规模的资金。

南京星叶云汇府（2021G112 地块）位于建邺区双闸街道，占地 1.84 万平方米，土地取得成本 12.90 亿元。项目于 2022 年 11 月开始预售，预计于 2025 年 3 月竣工。截至 2023 年 3 月末，该项目可供出售面积 3.88 万平方米，已售面积为 2.96 万平方米；累计投入资金 14.15 亿元，累计回笼资金 14.70 亿元。

南京星叶翰锦苑（2019G17 地块）位于秦淮区城中板块，毗邻朝天宫，占地 1.59 万平方米，土地取得成本 10.60 亿元。该项目预计于 2025 年 3 月竣工，其中 B 地块已于 2022 年 12 月开始预售，A 地块目前处于地基建设阶段，尚未开盘。该项目紧邻地铁五号线，地铁五号线目前处于在建阶段，预计 2025 年通车，或将有效提升区域交通便利程度，对该项目去化速度产生积极作用。截至 2023 年 3 月末，该项目可供出售面积 3.38 万平方米，已售面积为 0.99 万平方米；累计投入资金 13.20 亿元，累计回笼资金 6.51 亿元。

目前该公司在售项目中，南京星叶欢乐花园和南京星叶栖悦湾项目去化速度慢。南京星叶欢乐花园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，于 2020 年开售。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。上述项目的推进提升了区域的公共服务水平及交通便利程度，对该项目去化速度产生积极作用。2022 年该项目交付结转收入 6.63 亿元，并于当年计提存货减值损失 0.86 亿元。截至 2023 年 3 月末，项目可供出售面积为 23.19 万平方米，已售面积为 3.87 万平方米；累计投入资金 40.60 亿元，累计回笼资金 8.52 亿元。

南京星叶栖悦湾项目地处建邺区中新生态科技岛南区域，于 2022 年 12 月开售。该项目周边基础教育、医疗、商业等配套设施服务相对欠缺，且岛南在售及即将上市新房体量较大，对项目去化速度

有一定影响。截至 2023 年 3 月末，项目可供出售面积为 5.30 万平方米，已售面积为 1.13 万平方米；累计投入资金 17.15 亿元，累计回笼资金 3.96 亿元。

截至 2023 年 3 月末，该公司尚未进入预售阶段的在建项目共三个，系 2022 年以 50.70 亿元取得的燕子矶新城 G33（燕尚玥府）、仙林湖 G35（半山玥府）和栖霞山 G37 地块（枫情玥府）三幅地块⁵。其中，南京 G33（燕尚玥府）项目位于栖霞区燕子矶新城，占地 4.49 万平方米，土地取得成本 23.00 亿元，项目计划于 2023 年 6 月开售；南京 G35（半山玥府）项目位于栖霞区仙林街道，占地 4.73 万平方米，土地取得成本 21.30 亿元，计划于 2023 年 7 月开售；G37（枫情玥府）项目位于栖霞区栖霞街道，占地 2.99 万平方米，土地取得成本 6.40 亿元，项目计划于 2023 年 8 月开售。

图表 15. 2023 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
南京瑜憬湾花园	已完工	27.90	27.90	2012.12	2019.06	19.76	17.78	47.73	47.66
南京枫情水岸	已完工	23.19	23.19	2012.08	2018.08	18.50	17.17	26.71	26.52
南京瑜憬尚府	已完工	27.81	26.78	2018.12	2022.12	8.04	7.51	27.80	27.80
南京羊山湖花园	已完工	13.23	13.23	2012.12	2015.06	10.17	8.63	20.41	20.41
南京星叶枫庭	已完工	10.95	10.95	2017.06	2021.12	5.63	5.36	14.68	14.65
南京栖樾府	部分已完工	35.00	32.63	2020.03	2023.06	12.68	11.56	39.51	38.54
南京星叶欢乐花园	部分已完工	42.00	40.60	2017.09	2025.12	23.19	3.87	8.83	8.52
南京星叶翰锦苑 (2019G17 地块)	在建	16.50	13.20	2020.10	2025.03	3.38	0.99	8.51	6.51
南京星叶云汇府 (2021G112 地块)	在建	19.30	14.15	2022.05	2025.03	3.88	2.96	16.43	14.70
南京星叶栖悦湾 (2021G118 地块)	在建	20.00	17.15	2022.05	2025.03	5.30	1.13	5.59	3.96
南京 G33 项目 (燕尚玥府)	在建	40.00	13.87	2022.11	2025.06	12.11	--	--	--
南京 G35 项目 (半山玥府)	在建	35.00	11.37	2022.10	2025.12	8.38	--	--	--
南京 G37 项目 (枫情玥府)	在建	12.00	3.70	2022.12	2025.12	4.99	--	--	--
南京合计	--	322.88	248.72	--	--	136.01	76.96	216.20	209.27
无锡栖园	已完工	13.82	13.82	2010.04	2015.12	13.19	11.10	16.98	16.98
无锡东方天郡	已完工	38.66	38.66	2011.04	2020.09	46.72	44.84	46.72	46.72
无锡栖庭	已完工	14.68	14.68	2014.07	2021.01	13.23	12.53	21.34	21.34
无锡天樾雅苑	已完工	24.19	23.54	2020.03	2022.12	15.78	5.85	10.27	10.09
无锡小计	--	91.35	90.70	--	--	88.92	74.32	95.31	95.13
苏州栖园	已完工	6.70	5.82	2020.06	2022.10	2.46	1.81	6.34	6.34
合计	--	420.93	345.24	--	--	227.39	153.09	317.85	310.74

资料来源：栖霞建设

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）⁶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，目前项目处于尾盘销售状态。

⁵ 2022 年 7 月，该公司分别以 23 亿元、21.30 亿元和 6.40 亿元的价格竞得南京市 2022G33 号地块、南京市 2022G35 地块和南京市 2022G37 号地块，并于当年支付土地款共计 25.35 亿元。2023 年 4 月，公司支付 G33 号地块剩余土地款 11.50 亿元，G35 地块和 G37 地块剩余土地出让金共计 13.85 亿元将按合同约定于 2023 年 7 月 12 日前付清。

⁶ 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 16. 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	1.20	4.02	3.90
半山云邸（南京 2020G16 ）	49%	11.86	10.98	2020.10-2023.04	10.03	7.04	6.89	25.80	25.80

资料来源：栖霞建设（截至 2023 年 3 月末）

项目储备

目前该公司储备项目较少，未来将根据在手项目的去化节奏适时调整土地竞拍力度。

图表 17. 2023 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	4.49	100%

资料来源：栖霞建设

(B) 保障房

该公司近年来未承接新的保障房项目，现阶段收入主要来源于存量项目的尾盘、底商物业销售。2020-2022 年，公司分别实现保障房开发收入 0.44 亿元、0.83 亿元和 0.34 亿元，业务毛利率分别为 16.14%、13.23% 和 9.75%。

图表 18. 截至 2023 年 3 月末建保障房项目情况（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	5.15	5.05	17.46	11.12	2008.09	2020.12	竣工
南京幸福城	54.00	49.85	56.60	118.63	66.12	2011.03	2023.12	在建
合计	59.15	55.00	61.65	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，该公司主要为各类中高档住宅小区、商业办公楼提供物业管理服务。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。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司物业管理业务实现收入分别为 1.68 亿元、1.80 亿元、1.85 亿元和 0.84 亿元。截至 2023 年 3 月末，公司物业在管总面积为 1,015 万平方米；其中自建面积占比 67%。

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。2020-2022 年，公司分别实现租金业务收入 0.73 亿元、0.72 亿元和 0.47 亿元。其中由于租金减免，2022 年租金收入有所下降。截至 2022 年末，公司可租面积合计 13.57 万平方米，出租率为 67.80%，租金回收率 94.66%。

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）。截至 2022 年末，公司直接持有汇锦小贷 90% 股权⁷。

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 2023 年 3 月末，汇锦小贷期末贷款余额为 8,212 万元，次级贷款⁸与贷款余额的比例为 49.68%。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周期较长且执行难度较高。2020-2022 年，汇锦小贷净利润分别为 0.07 亿元、-0.005 亿元和 0.04 亿元。其中，2021 年出现净亏损主要系贷款损失准备金的提取规模增长所致。

⁷ 截至 2022 年末，公司全资子公司南京东方房地产开发有限公司持有汇锦小贷 5% 股权。

⁸ 次级贷款指客户逾期 90 天还未还本付息，法院判决已下，目前在走流程或准备起诉的贷款。

图表 19. 公司小贷业务情况 (单位: 万元, 个)

	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
贷款余额	7,120	8,636	9,162	8,212
贷款客户数量	20	28	27	24
单笔最大金额	500	500	500	500
不良率	10.39%	54.31%	48.35%	49.68%
次级贷款金额	740	4,690	4,430	4,080
当期收入 (含投资收益)	1,315	1,050	581	182
当期净利润	730	-50	433	166

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。2022 年, 公司建筑服务实现营业收入 0.70 亿元, 业务毛利率为 4.59%。

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。2022 年度, 栖霞建工新获得施工合同金额为 33.43 亿元, 年末在手订单规模为 54.41 亿元, 主要来自公司内部及合作开发项目。

E. 投资

该公司对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)投入资金量较大。截至 2023 年 3 月末, 公司为棕榈股份第二大股东, 持股 1.75 亿股, 投资成本约为 6.72 亿元, 按当日收盘价 2.87 元/股计算折合 5.02 亿元, 浮亏数额较大。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 2022 年净亏损 7.25 亿元, 公司确认相应投资收益 -0.75 亿元。河北银行是一家省级城商行。截至 2022 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 2022 年末, 河北银行资产总额 4,892.12 亿元, 存款余额 3,656.93 亿元; 贷款余额 3,001.06 亿元。同期末河北银行资本充足率 14.38%, 核心资本充足率 9.12%; 拨备覆盖率 181.66%, 不良贷款率 1.52%。2023 年 5 月, 公司收到河北银行 2022 年度股利分红 0.33 亿元(每股 0.15 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, 2022 年末账面价值为 0.51 亿元, 于交易性金融资产科目列示。

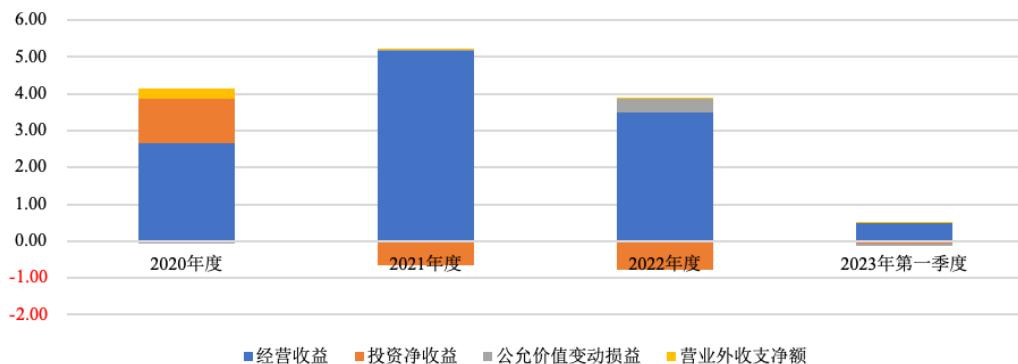
图表 20. 2022 年末公司主要对外投资情况 (单位: 万元)

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	41,742.79	--	-12,775.00
河北银行股份有限公司	66,296.23	--	-1,761.83
上海中城联盟投资管理股份有限公司	1,826.03	--	-1,851.97
南京晨祺股权投资中心(有限合伙)	6,171.68	382.98	1,171.68

资料来源: 栖霞建设

(2) 盈利能力

图表 21. 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。

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。2022 年由于银行借款利息减少，公司财务费用同比下降 50.34% 至 0.93 亿元，带动期间费用规模的缩减以及期间费用率的明显下降。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。2022 年公司经营收益小幅回落，主要系南京星叶欢乐花园项目计提存货跌价损失 0.86 亿元。

图表 22. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年第一季度	2022 年第一季度
营业收入合计 (亿元)	32.95	31.88	69.14	18.67	6.86
毛利 (亿元)	10.39	10.86	12.31	2.36	3.15
期间费用 (亿元)	3.65	4.04	3.17	1.13	0.76
期间费用率	11.09%	12.67%	4.58%	6.07%	11.08%
其中：销售费用 (亿元)	0.79	0.85	1.02	0.38	0.15
管理费用 (亿元)	1.04	1.32	1.21	0.42	0.41
财务费用 (亿元)	1.83	1.87	0.93	0.34	0.21
资产及信用减值损失 (亿元)	0.02	1.41	-0.88	0.01	-0.002
全年利息支出总额 (亿元)	7.00	5.68	4.76	--	--
其中：资本化利息数额 (亿元)	5.17	3.87	3.81	--	--

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

近年来该公司投资收益由正转负。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 年主要系联营企业棕榈股份大额亏损而形成 0.90 亿元损失，以及联营企业南京星发在手项目尚未竣工交付而产生的 0.24 亿元损失。2022 年主要因棕榈股份继续亏损而形成 0.75 亿元损失。

图表 23. 影响公司盈利的其他因素分析 (亿元)

影响公司盈利的其他因素	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年第一季度	2022 年第一季度
投资净收益	1.19	-0.65	-0.79	-0.07	-0.11
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.04	-1.13	-0.79	-0.09	-0.25
营业外收入	0.30	0.06	0.06	0.01	0.01
公允价值变动损益	-0.06	0.02	0.38	-0.06	0.21

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

该公司 2020-2022 年公司净利润分别为 3.17 亿元、3.55 亿元和 2.01 亿元，盈利情况总体稳定。

2023 年第一季度，该公司结转营业收入 18.67 亿元，综合毛利率为 12.62%；实现净利润 0.28 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

该公司将坚定实施“一业为主，多元发展”战略，谨慎防范风险，坚持稳中求进，以提升产品品质和性价比为主线，切实做好促销售、提效率、保品质、控成本、求创新等工作，进一步提升房地产开发主业，积极培育新的利润增长点，努力开创高质量发展新局面。

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 2023 年 3 月末，栖霞建设集团持有该公司 34.37% 的股权，为公司控股股东。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，在内部审计、内部监督、财务管理、对外投资等方面制定了相关的内控制度。

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。2022 年，公司向关联方采购商品/接受劳务资金总额为 1.61 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 2022 年末，该公司应收关联方各类款项余额 1.12 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）⁹1.11 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 11.21 亿元，主要为应付南京星发往来款 3.26 亿元和应付南京迅燕建设有限公司（简称“南京迅燕”）¹⁰借款 6.11 亿元。

截至 2022 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 8.16 亿元，为南京星发提供担保余额共计 1.15 亿元。同期末，栖霞建设集团及栖霞国资为公司提供担保余额为 55.32 亿元。

截至 2022 年末，该公司不涉及重大诉讼事项。根据 2023 年 5 月 31 日的《企业信用报告》，公司无违约情况发生。

图表 24. 公司不良行为记录列表（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	2023/5/31	不涉及	无	不涉及
各类债券还本付息	万得资讯	2023/6/2	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。

⁹ 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。

¹⁰ 2022 年，公司和南京迅燕公司出资成立子公司南京星燕房地产开发有限公司（简称南京星燕），公司出资 3 亿元，占注册资本比例的 60%，南京迅燕出资 2 亿元占注册资本的 40%，公司拥有对其的实质控制权。南京星燕主要负责南京 G33 项目。

财务

近年来，该公司负债经营程度总体平稳。2022 年刚性债务规模总体维持，期限结构有所改善。随着在手项目开发的持续推进，预计未来或有一定的新增融资需求。公司资产以存货为主，其变现能力受开发进度、预售情况及市场环境等多重因素影响。目前公司货币资金较为充裕，可为即期债务的偿付提供一定支持。

1. 数据与调整

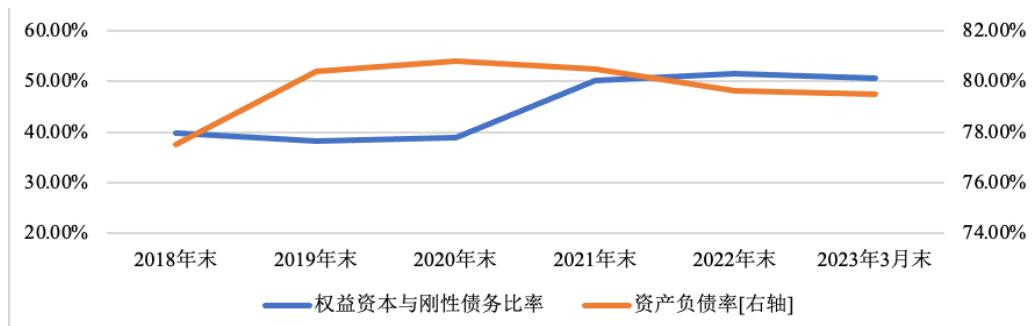
中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2020-2022 年合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则基本准则及其补充规定。根据财政部 2017 年颁布的相关规定，公司进行了相关会计政策变更。

2020 年，该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 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。2022 年，公司通过非同一控制下企业合并的方式将东方天郡幼儿园纳入合并范围，并新设立 5 家子公司。总体而言，上述合并口径变化对公司整体经营的影响较小。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 25. 公司财务杠杆水平变动趋势

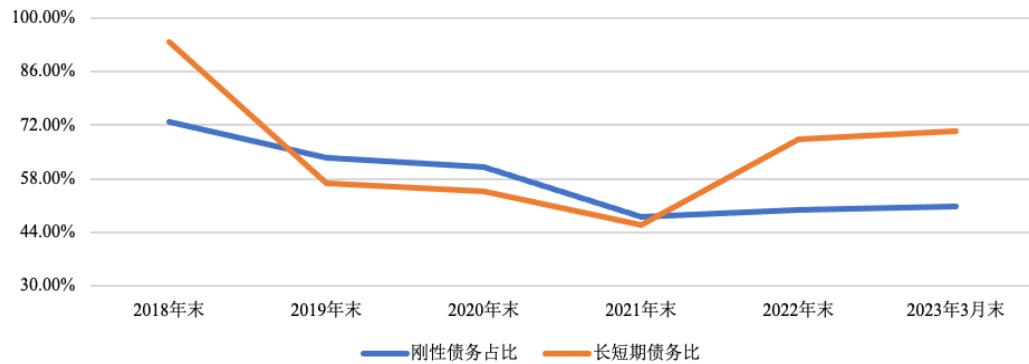


资料来源：根据栖霞建设所提供数据绘制。

得益于自身经营积累，近年来该公司所有者权益持续增长，2020-2022 年末分别为 42.48 亿元、45.15 亿元和 46.38 亿元。同期，公司负债总额分别为 178.69 亿元、186.39 亿元和 181.14 亿元，资产负债率则在 80% 的水平附近小幅波动。2020-2022 年末公司权益资本与刚性债务比例分别为 38.88%、50.29% 和 51.47%，其中 2021 年显著提升主要系自身主动压降刚性债务所致。2023 年 3 月末，公司资产负债率从年初的 79.61% 略降至 79.49%，财务杠杆总体稳定。

(2) 债务结构

图表 26. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2020 年末 金额 (亿元)	占比 (%)	2021 年末 金额 (亿元)	占比 (%)	2022 年末 金额 (亿元)	占比 (%)	2023 年 3 月末 金额 (亿元)	占比 (%)
刚性债务	109.27	61.15	89.78	48.17	90.12	49.75	92.00	50.89
应付账款	5.90	3.30	4.21	2.26	8.01	4.42	7.94	4.39
其他应付款	16.67	9.33	13.45	7.22	23.28	12.85	22.43	12.41
合同负债	40.84	22.86	70.01	37.56	52.59	29.03	51.35	28.41

资料来源：根据栖霞建设所提供数据绘制。

截至 2022 年末，该公司负债总额为 181.14 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 90.12 亿元，主要由银行借款和应付债券构成，期限结构较上年末改善。合同负债余额为 52.59 亿元，同比下降 24.88%，主要系南京瑜憬尚府、南京星叶欢乐花园及南京栖樾府等项目的预收售房款集中结转收入所致。其他应付款余额为 23.28 亿元，主要包括预提费用及土地增值税 10.93 亿元，应付南京迅燕及南京星发等企业的往来款 10.28 亿元，以及预收代建款和利息 1.47 亿元。2023 年 3 月末，公司负债规模略降至 180.77 亿元，结构较年初没有太大变化。

图表 27. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
短期刚性债务合计	46.27	32.08	17.37	17.97
其中：短期借款	0.59	0.10	1.70	3.50
一年内到期非流动负债	24.78	26.03	15.67	14.46
应付短期债券（于其他流动负债科目列示）	20.38	5.16	--	--
应付票据	0.53	0.79	--	--
中长期刚性债务合计	63.00	57.71	72.75	74.03
其中：长期借款	44.35	24.66	35.14	36.71
应付债券	18.65	33.04	37.60	37.32

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理

2021 年该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，期末刚性债务规模降至 89.78 亿元。2022 年公司刚性债务规模变化不大但对债务期限结构进行了优化，中长期刚性债务占比显著提升。期末公司刚性债务中，银行借款多为保证借款；债券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。2023 年 3 月末，公司刚性债务规模略升至 92.00 亿元，结构较年初没有显著变化。

3. 现金流量

图表 28. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度	2022 年第一季度
营业周期(天)	2,385.97	2,714.42	1,050.46	--	--
营业收入现金率(%)	104.07	206.07	79.59	113.08	96.15
业务现金收支净额(亿元)	-2.52	30.73	-8.12	8.77	-6.84
其他因素现金收支净额(亿元)	0.18	-2.65	-0.92	0.03	0.01
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	-2.34	28.08	-9.05	8.79	-6.82
EBITDA(亿元)	6.01	6.59	4.85	--	--
EBITDA/刚性债务(倍)	0.06	0.07	0.05	--	--
EBITDA/全部利息支出(倍)	0.86	1.16	1.02	--	--

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，2020-2022 年及 2023 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 34.29 亿元、65.70 亿元、55.02 亿元和 21.11 亿元。2020 年公司土地购置力度显著减弱，但因开发项目投入较大，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，但得益于南京栖樾府、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，公司购入南京市 NO.2022G33 号地块、南京市 NO.2022G35 号地块和南京市 NO.2022G37 号地块并按约定支付 50% 的土地出让金 25.35 亿元，当期经营环节现金净流出 9.05 亿元。2023 年一季度，因南京星叶云汇府销售 6.81 亿元、南京星叶栖悦湾销售 3.28 亿元、南京星叶翰锦苑销售 3.02 亿元，公司经营环节现金净流入 8.79 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。由于利润总额的明显减少，2022 年公司 EBITDA 较上年下降 1.74 亿元至 4.85 亿元，对刚性债务和利息支出的覆盖程度亦有所下降。

图表 29. 公司投资环节现金流量状况(亿元)

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度	2022 年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	1.48	0.25	1.35	0.03	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	-0.04	0.36	0.06	0.01	-0.0002
其他因素对投资环节现金流量影响净额	10.19	-0.45	3.51	-0.02	-
投资环节产生的现金流量净额	11.63	0.16	4.92	0.02	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。2020 年，由于收回利得惠私募投资及收到合作项目回款，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，由于收回对上市公司华远地产的股权投资 1.97 亿元，收回卓越商业和南京迅燕等合作项目往来借款共计 4.20 亿元，公司投资环节现金净流入 4.92 亿元。2023 年第一季度，公司投资环节现金净流入 0.02 亿元。

2020-2022 年及 2023 年第一季度，该公司筹资环节现金流净额分别为 -8.95 亿元、-28.84 亿元、0.89 亿元和 -0.72 亿元。其中 2021 年大额净流出，主要系公司主动压缩刚性债务规模所致。

4. 资产质量

图表 30. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	190.24	200.73	197.60	197.65
	86.01%	86.69%	86.85%	86.91%
其中：现金类资产（亿元）	24.28	24.33	19.19	27.21
预付款项（亿元）	0.46	14.84	0.11	0.42
存货（亿元）	158.67	153.72	172.91	164.06
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	30.93	30.81	29.92	29.77
	13.99%	13.31%	13.15%	13.09%
其中：其他权益工具投资（亿元）	8.00	8.05	7.43	7.42
投资性房地产（亿元）	9.19	8.76	8.55	8.42
长期股权投资（亿元）	8.90	7.29	6.68	6.58
期末全部受限资产账面金额（亿元）	19.46	15.61	2.42	2.41
受限资产账面余额/总资产（%）	8.80	6.74	1.07	1.06

资料来源：根据栖霞建设所提供数据整理。

截至 2022 年末，该公司资产总额为 227.53 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 18.68 亿元和 0.51 亿元，货币资金中不可动用的部分为 0.05 亿元。预付款项余额为 0.11 亿元，较上年末减少 14.83 亿元，主要系上期预付 2021G112、2021G118 项目部分土地款本期转入开发成本所致。存货账面价值为 172.91 亿元（含资本化利息 12.65 亿元），主要包括开发成本 122.76 亿元和开发产品 50.14 亿元。

截至 2022 年末，该公司非流动资产为 29.92 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 7.43 亿元，主要包括对河北银行的股权投资余额 6.63 亿元。投资性房地产账面价值为 8.55 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 6.68 亿元，主要包括持有棕榈股份及南京星发的权益余额 4.09 亿元和 2.13 亿元。

截至 2023 年 3 月末，该公司资产总额略降至 227.42 亿元，结构较年初变化不大。同期，公司受限资产规模较小，同期末账面价值合计为 2.41 亿元。

图表 31. 2023 年 3 月末公司受限资产（单位：亿元）

主要数据及指标	期末账面价值	受限原因
货币资金	0.03	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	0.31	借款抵押
投资性房地产	2.06	借款抵押
合计	2.41	--

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 32. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动比率（%）	164.71	157.23	183.57	186.47
速动比率（%）	26.94	25.20	22.83	31.30
现金比率（%）	21.02	19.06	17.83	25.67

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，导致速动比率和现金比率均出现持续下降。2022年末，由于流动负债规模有所减少，公司流动比率较年初上升26.34个百分点至183.57%。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2022年末，该公司不涉及重大未决诉讼。截至2023年3月末，公司对外担保余额共计12.22亿元，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南京星发。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7.22亿元。

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2022年末，公司本部总资产为135.73亿元，主要分布于存货和长期股权投资等科目；刚性债务总额为57.60亿元。2022年度，公司本部实现营业收入20.71亿元，实现净利润1.13亿元。

外部支持

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2022年末，栖霞建设集团及栖霞国资为公司提供担保余额为55.32亿元。

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2023年3月末，公司已获银行授信总额为111.60亿元，其中已使用的授信额度为57.09亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 外部担保

20栖建01、21栖建01、22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主要的基础设施建设和国有资产运营平台，负责基础设施及保障房项目建设、园区开发与运营，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房地产开发及代建业务，其中房地产开发收入规模较大。2022年，随商品房项目集中交付结转确认收入，栖霞国资营业收入大幅增长。目前，栖霞国资在建项目仍较多，投资需求较大，同时部分商品房项目面临去化压力，整体资金压力较大。

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。

截至2022年末，栖霞国资经审计的合并口径资产总额为800.02亿元，所有者权益为211.74亿元。2022年，栖霞国资实现营业收入85.04亿元，净利润0.21亿元，实现经营性现金流净额为-21.99亿元。

同期末，栖霞国资对外担保金额为 66.92 亿元，为对当地国企提供的担保。

栖霞国资资产获利能力较弱，净利润易受政府补助、投资净收益及资产减值损失等非经常损益影响。2022 年，随非经常损益下降，其净利润降至微利。栖霞国资资产中回款时间不确定的应收类款项、委托代建项目成本以及投资回收周期较长的产业园区开发成本规模较大，资产实际流动较弱。近年来，栖霞国资负债经营程度持续处于高水平，前期积累的刚性债务规模较大，但债务结构偏长期、融资渠道较畅通，即期偿债压力可控。同时，栖霞国资对当地国企提供较大规模担保，需关注或有负债风险。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，以上因素均可为栖霞国资债务偿付提供一定支持。

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 20 栖建 01、21 栖建 01、22 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

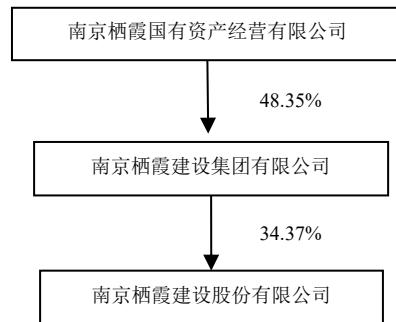
该公司是国有控股上市公司，法人治理结构较完整，组织结构较合理，并制定了必要的内部管理制度。控股股东栖霞建设集团及实控人栖霞国资持续通过担保等多种方式为公司业务发展提供支持。

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，其整体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。截至 2022 年末，因个别在售项目去化速度慢，公司已积聚了一定的资金沉淀压力。此外，近两年公司拍地力度较大，新获项目正陆续进入预售阶段，整体去化压力或将进一步加大。

近年来，该公司负债经营程度总体平稳。2022 年刚性债务规模总体维持，期限结构有所改善。随着在手项目开发的持续推进，预计未来或有一定的新增融资需求。公司资产以存货为主，其变现能力受开发进度、预售情况及市场环境等多重因素影响。目前公司货币资金较为充裕，可为即期债务的偿付提供一定支持。

附录一：

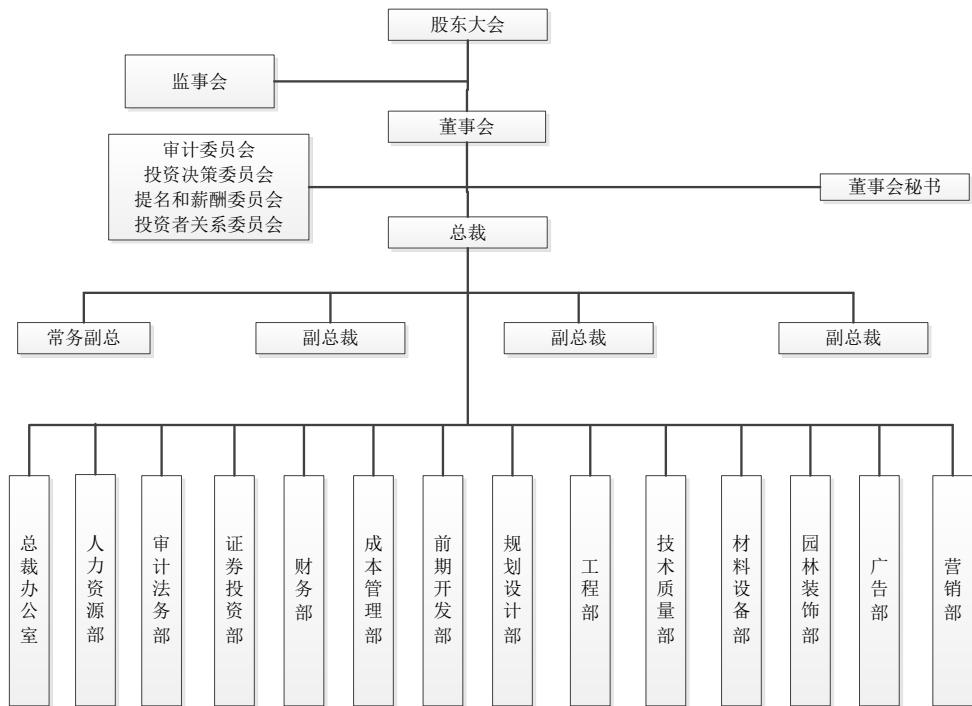
公司与实际控制人关系图



注：根据栖霞建设提供的资料绘制（截至 2023 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 2023 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	2022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	57.60	39.27	20.71	1.13	-8.89
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	--	0.61	7.48	1.97	-1.57
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	--	1.64	0.03	0.04	-0.05

注：根据栖霞建设 2022 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]	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
资产总额 [亿元]	221.18	231.54	227.53	227.42
货币资金 [亿元]	23.23	22.36	18.68	26.76
刚性债务[亿元]	109.27	89.78	90.12	92.00
所有者权益 [亿元]	42.48	45.15	46.38	46.66
营业收入[亿元]	32.95	31.88	69.14	18.67
净利润 [亿元]	3.17	3.55	2.01	0.28
EBITDA[亿元]	6.01	6.59	4.85	—
经营性现金净流入量[亿元]	-2.34	28.08	-9.05	8.79
投资性现金净流入量[亿元]	11.63	0.16	4.92	0.02
资产负债率[%]	80.79	80.50	79.61	79.49
权益资本与刚性债务比率[%]	38.88	50.29	51.47	50.71
流动比率[%]	164.71	157.23	183.57	186.47
现金比率[%]	21.02	19.06	17.83	25.67
利息保障倍数[倍]	0.85	1.13	0.86	—
担保比率[%]	69.17	56.97	20.06	26.20
营业周期[天]	2,387.99	2,716.61	1,050.46	—
毛利率[%]	31.54	34.07	17.80	12.62
营业利润率[%]	11.56	14.31	4.48	1.96
总资产报酬率[%]	2.77	2.83	1.78	—
净资产收益率[%]	7.64	8.11	4.40	—
净资产收益率*[%]	8.04	-0.34	4.23	—
营业收入现金率[%]	104.07	206.07	79.59	113.08
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-2.11	23.09	-7.69	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.40	15.47	-2.25	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.86	1.16	1.02	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.07	0.05	—

注：表中数据依据栖霞建设经审计的 2020~2022 年度及未经审计的 2023 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：

担保方主要数据及指标

主要财务数据与指标(合并口径)	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
资产总额[亿元]	754.78	798.92	800.02	801.00
货币资金[亿元]	52.39	69.81	51.89	50.42
刚性债务[亿元]	345.20	341.69	332.21	332.40
所有者权益[亿元]	203.36	208.64	211.74	219.11
营业收入[亿元]	62.07	55.21	85.04	19.22
净利润[亿元]	3.03	4.42	0.21	0.25
EBITDA[亿元]	11.83	13.51	7.31	—
经营性现金净流入量[亿元]	4.23	51.17	-21.99	-28.80
投资性现金净流入量[亿元]	4.98	-8.87	6.10	2.37
资产负债率[%]	73.06	73.89	73.53	72.65
长短期债务比[%]	87.09	85.08	106.03	111.13
权益资本与刚性债务比率[%]	58.91	61.06	63.74	65.92
流动比率[%]	188.58	187.31	207.04	219.47
速动比率[%]	50.63	55.79	56.63	66.29
现金比率[%]	18.15	25.12	18.70	18.46
短期刚性债务现金覆盖率[%]	45.37	77.55	80.39	81.34
利息保障倍数[倍]	0.47	0.43	0.31	—
有形净值债务率[%]	272.87	284.49	278.96	266.47
担保比率[%]	23.31	21.41	31.61	22.59
毛利率[%]	20.14	24.32	16.19	14.88
营业利润率[%]	6.28	9.71	1.61	1.77
总资产报酬率[%]	1.33	1.25	0.59	—
净资产收益率[%]	1.55	2.14	0.10	—
净资产收益率*[%]	0.45	1.00	-0.79	—
营业收入现金率[%]	102.96	151.30	82.80	1.30
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.50	16.68	-7.28	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	1.22	14.90	-6.53	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.26	13.79	-5.26	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	2.65	12.32	-4.71	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.56	0.59	0.48	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.04	0.02	—

注：表中数据依据栖霞国资经审计的 2020~2022 年度及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%

指标名称	计算公式
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(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)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
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%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(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)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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、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：

发行人历史评级

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) 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)MX-GS010(2019.8)	报告链接
	前次评级	2022年6月10日	AA/稳定	高珊、刘睿杰	新世纪评级方法总论(2012) 新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级方法与模型(房地产开发)FM-GS020(2022.12)	报告链接
	本次评级	2023年6月26日	AA/稳定	黄蔚飞、刘睿杰	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级方法与模型(房地产开发)FM-GS020(2022.12)	-
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)MX-GS010(2019.8)	报告链接
	前次评级	2022年6月10日	AA ⁺	高珊、刘睿杰	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级方法与模型(房地产开发)FM-GS020(2022.12)	-
	本次评级	2023年6月26日	AA ⁺	黄蔚飞、刘睿杰	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级方法与模型(房地产开发)FM-GS020(2022.12)	-
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)MX-GS010(2019.8)	报告链接
	前次评级	2022年6月10日	AA ⁺	高珊、刘睿杰	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级方法与模型(房地产开发)FM-GS020(2022.12)	-
	本次评级	2023年6月26日	AA ⁺	黄蔚飞、刘睿杰	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级方法与模型(房地产开发)FM-GS020(2022.12)	-
债项评级(22栖建01)	历史首次评级	2022年6月10日	AA ⁺	高珊、刘睿杰	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)MX-GS010(2019.8)	报告链接
	本次评级	2023年6月26日	AA ⁺	黄蔚飞、刘睿杰	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级方法与模型(房地产开发)FM-GS020(2022.12)	-
债项评级(21栖霞建设MTN001)	历史首次评级	2021年6月10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)MX-GS010(2019.8)	报告链接
	前次评级	2022年6月10日	AA ⁺	高珊、刘睿杰	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级方法与模型(房地产开发)FM-GS020(2022.12)	报告链接
	本次评级	2023年6月26日	AA ⁺	黄蔚飞、刘睿杰	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级方法与模型(房地产开发)FM-GS020(2022.12)	-
债项评级(21栖霞建设MTN002)	历史首次评级	2021年11月5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)MX-GS010(2019.8)	报告链接
	前次评级	2022年6月10日	AA ⁺	高珊、刘睿杰	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级方法与模型(房地产开发)FM-GS020(2022.12)	报告链接
	本次评级	2023年6月26日	AA ⁺	黄蔚飞、刘睿杰	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级方法与模型(房地产开发)FM-GS020(2022.12)	-
债项评级(21栖霞建设MTN003)	历史首次评级	2021年12月6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)MX-GS010(2019.8)	报告链接
	前次评级	2022年6月10日	AA ⁺	高珊、刘睿杰	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级方法与模型(房地产开发)FM-GS020(2022.12)	报告链接
	本次评级	2023年6月26日	AA ⁺	黄蔚飞、刘睿杰	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级方法与模型(房地产开发)FM-GS020(2022.12)	-
债项评级(22栖霞建设MTN001)	历史首次评级	2022年2月25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)MX-GS010(2019.8)	报告链接
	前次评级	2022年6月10日	AA ⁺	高珊、刘睿杰	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级方法与模型(房地产开发)FM-GS020(2022.12)	报告链接
	本次评级	2023年6月26日	AA ⁺	黄蔚飞、刘睿杰	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级方法与模型(房地产开发)FM-GS020(2022.12)	-

注1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。