跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1069 号

南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司主体长期信用状况和公开发行的“16 河西 01”及“16 河西 02”进行了跟踪评级，确定：

南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司公开发行的“16 河西 01”及“16 河西 02”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司公开发行公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 河西 01	20 亿元	5 年	AAA	AAA	2017 年 6 月 28 日
16 河西 02	8 亿元	5 年	AAA	AAA	2017 年 6 月 28 日

担保方：南京东南国资投资集团有限责任公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2018 年 6 月 27 日

主要财务数据：

发行人

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	736.21	716.93	762.50
所有者权益（亿元）	251.94	269.77	289.94
长期债务（亿元）	353.60	294.24	346.24
全部债务（亿元）	447.54	415.21	435.67
营业收入（亿元）	72.72	34.84	10.88
净利润（亿元）	3.58	2.01	0.29
EBITDA（亿元）	5.88	4.06	--
经营性净现金流（亿元）	80.76	4.70	-8.92
营业利润率（%）	10.64	17.82	14.75
净资产收益率（%）	1.44	0.77	--
资产负债率（%）	65.78	62.37	61.97
全部债务资本化比率（%）	63.98	60.62	60.04
流动比率（倍）	4.43	3.63	4.78
EBITDA 全部债务比（倍）	0.01	0.01	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.26	0.21	0.09
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.21	0.15	--

担保方

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	1,268.91	1,294.40
所有者权益（亿元）	346.93	401.92
营业收入（亿元）	92.97	64.20
净利润（亿元）	2.55	3.86
资产负债率（%）	72.66	68.95

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、公司 2018 年 1 季报未经审计，相关指标未予年化；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2017 年，南京市及河西新城区经济发展趋势向好，为南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司（以下简称“公司”或“新城国资”）提供了良好的外部发展环境，公司仍作为南京市河西新城区内唯一的基础设施建设主体，在区域垄断性方面仍具有显著优势，业务多元化发展能够有效分散风险，河西新城区土地储备充足。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）同时也关注到，公司工程结算业务收入有所下滑、代建项目回款质量下降、其他应收款项对公司资金形成明显占用、资产受限规模大、投资支出规模大及短期偿债压力较大等因素对公司信用水平带来一定不利影响。

公司作为河西新城区唯一的基础设施建设开发主体，良好的外部经营环境有助于公司保持稳健经营。未来，河西新城区潜在土地出让收益和充足的土地资源对其整体偿债能力形成一定支撑。

“16 河西 01”和“16 河西 02”由南京东南国资投资集团有限责任公司（以下简称“东南国资”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。东南国资业务区域垄断优势明显、资产规模较大、股东背景较强，其担保对于“16 河西 01”和“16 河西 02”到期还本付息仍具有一定积极影响。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 河西 01”和“16 河西 02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．2017 年，公司在河西新城区基础设施建设领域仍处于行业垄断地位。

2．2017 年，公司业务继续多元化发展，园林工程、餐饮及会展业务持续发展，对公司

主营业务收入形成有益补充。

3．河西新城区剩余可供出让用地规模较大，土地储备充足，对公司整体偿债能力形成一定支撑。

4．2017 年，担保方东南国资业务区域垄断优势仍明显、资产规模较大、股东背景较强，其担保对“16 河西 01”和“16 河西 02”的信用水平仍具有一定积极影响。

关注

1．后青奥会时期，河西新城区基础设施逐步完善，2017 年公司工程结算业务收入有所下降。同时，公司代建项目回款滞后，回款质量下降，未来款项回收受河西新城区土地出让情况影响较大，存在一定不确定性。

2．2017 年，公司其他应收款和存货规模仍较大，对资金形成明显占用且资产受限规模较大，公司整体资产质量一般。

3．2017 年公司债务负担仍较重，且短期债务规模加大，存在较大短期偿债压力；未来公司投资规模较大，存在一定资金支出压力。

4．2017 年，担保方东南国资资产受限规模较大，整体资产质量一般；债务负担仍较重，且存在较大短期偿债压力；东南国资营业利润受投资收益影响较大，盈利能力仍较弱。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

徐汇丰

电话：010-85172818

邮箱：xuhf@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司（以下简称“公司”或“新城国资”）原名为南京市河西新城区国有资产经营（控股）有限责任公司，系由南京市人民政府于 2002 年 7 月下发的《市政府关于组建南京市河西新城区国有资产经营（控股）有限责任公司的批复》（宁政复【2002】75 号文）批准组建的国有独资公司。2003 年 1 月，公司经南京市工商行政管理局核准注册成立，注册资本 1.00 亿元，出资人为南京河西新城区开发建设指挥部（现已更名为南京河西新城区开发建设管理委员会，以下简称 “河西管委会”）。历经多次增资及股权变更，截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 36.66 亿元，实收资本 36.66 亿元，南京市东南国资投资集团有限责任公司（以下简称“东南国资”）和河西管委会分别持有公司 60%和 40%的股份，公司控股股东仍为东南国资，实际控制人为南京市人民政府国有资产监督管理委员会。

截至 2017 年底，公司经营范围和组织结构较上年均未发生变化；公司纳入合并范围的子公司共 12 家，公司本部在册员工 728 名。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 716.93 亿元，负债合计 447.16 亿元，所有者权益 269.77 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 247.55 亿元。2017 年，公司实现营业收入 34.84 亿元，净利润 2.01 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.03 亿元；经营活动现金流量净额为 4.70 亿元，现金及现金等价物净增加额为-19.76 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 762.50 亿元，负债合计 472.56 亿元，所有者权益 289.94 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 267.73 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.88 亿元，净利润 0.29 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.30 亿元；经营活动现金流量净额为 -8.92 亿元，现金及现金等价物净增加额为 8.28 亿元。

公司住所：南京市建邺区应天大街 901 号；法定代表人：古国才。

二、债券发行及募集资金使用情况

“南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司公开发行 2016 年公司债券”分两期发行。第一期债券简称“16 河西 01”，发行额度 20 亿元，期限 5 年，发行利率为 3.47%，每年付息一次，在债券存续期的第 3 年至第 5 年，每年底分别按照债券发行总额 30%、30%、40%的比例偿还债券本金。“16 河西 01”起息日为 2016 年 6 月 17 日，已于 2016 年 7 月 12 日在上海证券交易所上市，债券代码“136498.SH”，付息日为 2017 年至 2021 年每年的 6 月 17 日，兑付日为 2021 年 6 月 17 日。公司已于 2017 年 6 月 19 日（因遇法定节假日或休息日，原付息日为 2017 年 6 月 17 日，顺延至其后的第一个工作日）完成支付 2016 年 6 月 17 日至 2017 年 6 月 16 日期间的利息费用；已于 2018 年 6 月 14 日完成支付 2017 年 6 月 17 日至 2018 年 6 月 16 日期间的利息费用。“16 河西 01”募集资金 20 亿元，其中扣除相关费用后的募集资金中有 19.80 亿元用于偿还公司经济适用房项目的金融机构借款，与募集说明书的相关约定一致。

第二期债券简称“16 河西 02”，发行额度 8 亿元，期限 5 年，发行利率为 3.20%，每年付息一次，在债券存续期的第 3 年至第 5 年，每年底分别按照债券发行总额 30%、30%、40%的比例偿还债券本金。“16 河西 02”起息日为 2016 年 7 月 22 日，已于 2016 年 9 月 2 日在上海证券交易所上市，债券代码“136574.SH”，付息日为 2017 年至 2021 年每年的 7 月 22 日，兑付日为 2021 年的 7 月 22 日。公司已于 2017 年 7 月 22 日完成支付 2016 年 7 月 22 日至 2017 年 7 月 21 日期间的利息费用。“16 河西 02”募集资金 8 亿元，其中扣除相关费用后的募集资金中有 7.92 亿元用于

偿还公司经济适用房项目的金融机构借款，与募集说明书的相关约定一致。

“16 河西 01”和“16 河西 02”两期债券均由东南国资提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、行业及区域分析

2017 年，公司业务范围仍以河西地区城市基础设施建设为主，本报告行业分析主要围绕基础设施建设行业展开。

1．基础设施建设

（1）行业概况

作为周期性行业，城市基础设施建设行业的发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动着行业增长。随着近年来国民经济实力的增强以及中国城镇化进程的加快，全国固定资产投资总额逐年增长。但受全球经济复苏疲软、国内经济结构调整以及房地产周期性调整等因素影响，2011 年以来，全国固定资产投资增速逐年下降。2017 年，全国固定资产投资额完成 64.12 万亿元，较上年增长 7.00%，增速较上年下降 0.90 个百分点，增速继续放缓。2017 年固定资产投资（不含农户）63.17 万亿元，较上年增长 7.20%，其中，2017 年第一产业投资 2.09 万亿元，较上年增长 11.80%；第二产业投资 23.58 万亿元，较上年增长 3.20%；第三产业投资 37.50 万亿元，较上年增长 9.50%。

受全国固定资产投资增速下降影响，2011 年国内基础设施建设行业投资增速大幅下降，但 2012 年以来在保障房、水利建设等基础设施建设投资的支持下，基础设施建设行业整体保持了较高的增速，2014 年以后，基础设施建设投资增速开始回落。2017 年，全国基础设施建设行业累计完成投资 14.00 万亿元，较上年增长 19.00%。

中国目前正处于城镇化高速发展阶段，城镇化率从 1978 年的 17.9%增长到 2017 年的 58.52%，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件。虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求。在这样的背景之下，市政公共事业将迎来一个大规模的建设期，与之相配套的水利水电、能源交通、环保市政等基础设施建设工程也将加快建设步伐。

总体看，近几年受全球经济复苏乏力的影响，我国经济下行压力增大，经济结构调整成为新常态，制造业投资增速的放缓以及房地产产能过剩导致全国固定资产投资增速进一步放缓，进而导致基础设施建设投资增速放缓压力增大。但我国城镇化水平仍有待进一步提高，基础设施建设投资仍有进一步增长的潜力。

（2）行业政策

近年来，我国愈发重视城市基础设施建设。十八大报告指出要推动城乡发展一体化，通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。同时还加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。

2017 年 2 月，国务院印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》（以下简称《规划》），明确了“十三五”时期现代综合交通运输体系发展的指导思想、发展目标和主要任务。《规划》提

出，到 2020 年，基本建成安全、便捷、高效、绿色的现代综合交通运输体系，部分地区和领域率先基本实现交通运输现代化。网络覆盖加密拓展，综合衔接一体高效，运输服务提质升级，智能技术广泛应用，绿色安全水平提升。高速铁路覆盖 80%以上的城区常住人口 100 万以上城市，铁路、高速公路、民航运输机场基本覆盖 20 万以上人口城市，城市轨道交通运营里程比 2015 年增长近一倍，油气主干管网快速发展，综合交通网总里程达到 540 万公里左右。

2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50 号）（以下简称“50 号文”），该文要求尽快组织一次地方政府及其部门融资担保行为摸底排查，督促相关部门、市县政府加强与社会资本方的平等协商，依法完善合同条款，分类妥善处置，全面改正地方政府不规范的融资担保行为。上述工作应当于 2017 年 7 月 31 日前清理整改到位。50 号文提出，进一步健全信息披露机制，融资平台公司在境内外举债融资时，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能，并明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。

2017 年 6 月 1 日，财政部、国土资源部公布了《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预〔2017〕62 号，以下简称《办法》）。《办法》明确为完善地方政府专项债券管理，2017 年先从土地储备领域开展试点，发行土地储备专项债券，规范土地储备融资行为。

2017 年 6 月 2 日，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》，要求地方政府及其部门不得利用或虚构政府购买服务合同为建设工程变相举债，严禁将铁路、公路、机场等基础设施建设，农田水利等建设工程作为政府购买服务项目。各省财政厅报经省级政府批准后，会同相关部门组织全面摸底排查本地区政府购买服务情况，发现违法违规问题的，督促相关地区和单位限期依法依规整改到位，并将排查和整改结果于 2017 年 10 月底前报送财政部。

2018 年 2 月 8 日，国家发改委和财政部发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财经〔2018〕194 号），要求严格防范地方债务风险，坚决遏制地方政府隐形债务增量。

2018 年 2 月 24 日，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预〔2018〕34 号），要求依法规范地方政府债务限额管理和预算管理，及时完成存量地方政府债务置换工作。

总体看，近年来政策加大对城市基础设施建设的支持力度；在地方政府性债务管理方面，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范；在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后期监督管理的全程监控，将成为新趋势。

2．区域经济环境概况

公司主要从事南京市河西新城区基础设施建设业务，其经营发展受南京市及南京市河西新城区经济水平及政府财力情况的影响。

（1）南京市

2017 年，南京市国民经济保持平稳发展，全年实现地区生产总值 11,715.10 亿元，较上年增长 8.10%。其中，第一产业增加值 263.01 亿元，增长 1.20%；第二产业增加值 4,454.87 亿元，增长 5.10%，其中工业增加值 3,853.39 亿元，增长 6.00%；第三产业增加值 6,997.22 亿元，增长 10.30%。按常住人口计算的人均地区生产总值为 141,103 元，三次产业结构调整为 2.3:38.0:59.7，第三产业增加值占地区生产总值比重比上年提高 1.30 个百分点。高新技术产业产值占规模以上工业比重为 45.89%，较上年提升 0.58 个百分点。

2017 年，南京市全年完成全社会固定资产投资 6,215.20 亿元，较上年增长 12.30%。其中国有及国有经济控股投资 2,631.95 亿元，增长 31.00%。南京市完成房地产开发投资 2,170.21 亿元，增速为 17.60％。

南京市全年完成一般公共预算收入 1,271.91 亿元，较上年同口径增长 11.90%。其中税收收入 1,044.61 亿元，增长 13.20%，税收占 82.10%。全年一般公共预算支出 1,353.96 亿元，较上年增长 15.30%，其中城乡社区、社会保障和就业、住房保障、农林水事务支出分别增长 19.30%、27.40%、27.70%和 27.50%。财政一般公共预算支出中民生支出占比达 78%，连续 9 年入选中国“最具幸福感城市”。

总体看，南京市区域经济实力和财政实力持续增强，固定资产投资和房地产开发投资力度持续加大，为公司发展提供了良好的外部环境。

（2）河西新城区

河西新城区为非行政在编区域名称，仅为地理惯称。河西新城区位于南京主城西南部，北起三汊河，南接秦淮新河，西临长江夹江，东至外秦淮河、南河，总面积约 94 平方公里，主要位于南京市建邺区内。河西新城区北部 20 平方公里在 2000 年前后已基本建成，中部 21 平方公里借助十运会、第四届世界城市论坛的契机基本成型，南部 15 平方公里在青奥会前全面拉开建设框架，西部 15 平方公里江心洲正与新加坡合作开发建设中新生态科技岛。2007 年统计人口约 35 万人，规划人口 60 万人。

未来，河西新城区将按照“一地五中心”的发展定位，打造国内一流、国际知名旅游目的地，泛长三角区域金融中心，长三角创新创意中心，南京都市圈会议展览中心，南京文化体育中心和南京商务商贸中心，全方位推进现代化国际性城市中心建设。

河西管委会为南京市政府直属正局级事业单位，成立于 2002 年 2 月，作为南京市政府的派出机构，没有独立财权，主要负责河西新城区规划、开发建设、组织协调，以及对外融资工作。

总体看，河西新城区未来发展潜力良好，河西新城区各项建设工作稳步推进，为公司发展提供了良好的外部发展环境。

四、外部支持

为支持公司的良好经营发展，政府持续给予公司财政补贴，2015~2017 年，公司分别收到政府财政补贴 274.60 万元、64.11 万元和 117.40 万元，公司将其计入“营业外收入-政府补助”科目。

整体看，公司作为南京市河西新城区城市基础设施建设开发的唯一主体， 在财政补贴方面持续获得外部支持。

五、管理分析

2017 年，公司监事和高级管理人员无变动。董事人员有所变动，2017 年 8 月 22 日，根据《南京东南国资投资集团有限责任公司文件》，推荐薛勇同志任公司董事，张丽同志不再担任公司董事，该人员变化为工作岗位正常变动所致。

薛勇先生， 1980 年 11 月出生，本科学历，先后在南京港股份有限公司、南京白云化工环境监测有限公司、江苏新世纪江南环保股份有限公司任职。现任东南国资财务部副部长及公司董事。

总体看，2017 年公司管理层有所变动，但主要管理制度连续，目前公司管理运作正常。

六、经营分析

1．经营概况

2017 年，公司主营业务仍包括工程结算业务、房屋销售、园林工程和酒店餐饮及会展业务等。2017 年，公司实现营业收入 34.84 亿元，较上年大幅下降 52.09%，主要系工程结算业务和房屋销售业务收入大幅减少所致，实现净利润 2.01 亿元，较上年下降 43.70%；公司主营业务收入占 97.52%，与上年基本持平，主营业务仍十分突出。

从主营业务收入构成看，2017 年公司主营业务收入及利润的主要来源仍为工程结算和房屋销售业务，两者收入合计在主营业务收入占比在 75%以上。2017 年，工程结算业务收入 21.43 亿元，较上年大幅下降 59.04%，主要系后青奥会时期，公司代建项目承接的数量和规模下降，使得工程结算量下降所致。房屋销售业务收入 4.60 亿元，较上年下降 66.88%，主要系结转的房产销售收入有所下降所致。2017 年，园林工程业务收入 2.95 亿元，较上年增长 44.36%，主要系园林业务结算量增加所致；餐饮及会展业务收入 2.46 亿元，较上年增长 5.14%，变化不大，园林工程、餐饮及会展业务收入对主营业务收入起到一定补充作用。其他业务收入规模仍较小。

表 1　公司 2016~2017 年主营业务收入及毛利率情况表（单位：万元、%）

行业	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程结算	523,171.53	72.33	6.76	214,299.67	63.06	8.28
房屋销售	138,928.19	19.21	12.19	46,017.47	13.54	19.10
园林工程	20,425.50	2.82	13.13	29,486.82	8.68	9.61
餐饮及会展	23,349.51	3.23	76.59	24,550.27	7.22	74.73
公园门票及管养	4,892.60	0.68	43.68	6,362.42	1.87	38.34
客房	3,287.58	0.45	99.56	8,640.75	2.54	97.85
出租车	2,118.32	0.29	-0.71	1,656.88	0.49	-17.88
其他	7,165.12	0.99	10.04	8,796.41	2.59	-15.34
合计	**723,338.35**	**100.00**	**10.91**	**339,810.70**	**100.00**	**16.76**

资料来源：公司审计报告

从毛利率看，2017 年，工程结算业务毛利率 8.28%，较上年变化不大，公司工程结算业务绝大部分为代建政府工程，约定的项目开发收益为在项目开发成本基础上加成一定比例，该比例整体较为稳定；房屋销售业务毛利率 19.10%，较上年增加 6.91 个百分点，主要系 2017 年公司销售的部分保障房价格高于可供出售房屋的平均价格所致；园林工程业务毛利率 9.61%，较上年下降 3.52 个百分点，主要系受市场竞争因素影响所致；餐饮及会展业务毛利率 74.43%，较上年基本持平。受上述因素综合影响，2017 年，公司主营业务毛利率 16.76%，较上年增加 5.85 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 10.88 亿元，较上年同期增长 3.16%；实现净利润 0.29 亿元，较上年同期增长 50.25%。

总体看，2017 年，公司工程结算及房屋销售业务收入大幅减少带动主营业务收入规模减少；但受工程结算及房屋销售业务毛利率增加的影响，主营业务综合毛利率有所增加；园林工程、餐饮及会展业务持续发展，对公司主营业务收入形成有益补充。

2．工程结算业务

工程结算业务为公司第一大板块， 2017 年其收入仍占据了公司主营业务收入的 60%以上。

工程结算业务主要由公司本部进行运营，根据公司与河西管委会签署的《南京河西新城区城市基础设施建设与土地开发委托协议》（以下简称“协议”），公司主要负责河西新城区内的城市基础设施代建项目和土地一级开发项目。其中土地一级开发项目与公司的主营业务无直接关系（具体处理方式见下文“土地一级开发项目”板块），不计入公司的主营业务收入，因此公司工程结算业务所确认的收入和发生的成本全部来源于“城市基础设施代建项目”板块。

城市基础设施代建项目

2017 年公司基础设施代建项目业务模式较上年无变化，仍是与河西管委会签订协议，先期垫付城市基础设施建设成本，公司盈利来自委托开发收益，一般项目委托开发收益以成本的一定比例计算，一般不低于 6%。

账务处理方面，公司城建项目建设业务的会计处理如下：公司代建项目在“预付账款”及“在建工程”科目进行核算，公司支付代建项目工程款时计入“预付账款”，待取得发票或工程决算后转入“在建工程”，期末根据与委托方核定的代建工程量确认公司代建成本，双方确认后公司将“在建工程”及“预付账款”核算的工程支出作为本年代建成本计入主营业务成本。公司根据代建成本加上受托开发收益确认本年代建收入，同时借记“其他应收款”，待公司收到南京河西管委会代建回购款时，冲减“其他应收款”。由于公司代建项目多，涉及工程的前期、设计、施工等多环节，为便于分类归集，故公司在“在建工程”科目核算；由于会计期末与委托方确认结转，故无实质性影响。

收入确认方面，仍按照季度末暂结算、半年预结算和审计最终决算三阶段进行。每季度末河西管委会和公司双方财务暂以公司实际支出的项目成本以及相应的委托开发收益先行确认收入。

结算方式较上年未发生变化，仍是每半年根据当年公司实际支出的项目成本以及相应的委托开发收益，经河西管委会审核后以工程产值确认书的方式进行预结算；工程竣工验收后以决算审计报告进行最终的决算。工程预结算后，河西管委会在半年内按不低于预结算工程产值的 90%支付回款，每季度的支付进度不低于预结算工程产值的 40%，在办理工程项目竣工决算审计后的三个月内全额将款项支付给公司。

政府回款资金来源方面，为保障河西新城区开发建设的顺利实施，南京市政府下发了《市政府批转河西建设指挥部等部门关于<河西新城区土地出让金及规费收取、使用、管理办法>的通知》（宁政发[2003]168 号文），规定河西新城区范围内的土地出让金及规费，实行收支两条线管理，专项用于河西新城区的开发建设，以及公司的资本运作。

实际收入确认方面，2017 年，公司实现工程结算业务收入 21.43 亿元，较上年大幅下降 59.04%，后青奥会时期，河西新城区规模较大的基础设施项目已基本建设完成，随着河西新城区基础设施逐步完善，公司承接的基础设施项目规模开始下降且将趋于稳定，未来几年公司工程结算业务收入将稳定在 20.00 亿元左右。

实际回款方面，2017 年公司当年工程结算业务确认收入 21.43 亿元，收到回款 12.10 亿元，回款质量下降，主要系受河西管委会 2017 年土地出让收入大幅减少，资金吃紧影响，公司工程结算业务回款滞后。公司工程结算业务回款质量受河西管委会土地出让情况影响较大，存在较大不确定性。

表 2　公司当年工程结算业务回款情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
确认收入	38.22	52.32	21.43
回款金额	38.14	51.06	12.10

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司在建的代建项目情况如下表所示，总投资金额 108.26 亿元，已完成投资 26.64 亿元，尚需投资 81.62 亿元，其中 2018 年计划投资 34.53 亿元。未来投资规模大，存在一定资本支出压力。

表3　截至2018年3月底公司在建基础建设项目情况（单位：年、亿元）

项目名称	建设期间	回购期间	总投资额	已投资额	拟回购金额	未来三年投资计划		
						2018	2019	2020
河西南部道路建设	2016~2020	2019~2021	20.28	2.24	21.50	4.97	8.11	4.96
公交场站、垃圾中转站等市政配套项目	2016~2019	2019~2021	5.50	0.16	5.83	1.72	3.62	0.00
河道建设及整治	2017~2020	2019~2021	1.31	0.53	1.39	0.34	0.44	0.00
学校建设	2018~2020	2019~2023	37.85	2.71	40.12	6.50	14.32	14.32
中南部地区提升	2018~2019	2019~2021	3.32	0.00	5.31	2.00	1.32	0.00
南京国际博览中心三期	2016~2018	2019~2022	40.00	21.00	42.40	19.00	0.00	0.00
合计	--	--	**108.26**	**26.64**	**116.55**	**34.53**	**27.81**	**19.28**

资料来源：公司提供

土地一级开发项目

根据协议，公司与河西管委会共同委托具有相关资质的单位进行河西新城区内的土地平整工作。鉴于土地拆迁进度与土地出让金回笼出现不匹配，公司受河西管委会委托先行垫付前期发生的土地征拆及土地平整等费用。土地整理完成后，由河西管委会进行收储并通过招、拍、挂的方式进行出让，河西管委将上述土地出让金及规费返还作为公司前期垫付资金的还款来源。

2017年，公司账务处理方式未发生变化，公司前期发生的土地整理相关的成本记入“其他应收款”，即借记“其他应收款”，贷记“银行存款”；收到河西管委会的收入返还后，借记“货币资金”，贷记“其他应收款”。根据双方的约定，在土地一级开发过程中，由公司代为垫付的拆迁及土地平整费用不纳入公司《建设与开发委托协议》中的“建设与开发的直接成本”，与公司的主营业务无直接关系，不计入公司的主营业务收入。

垫资方面，公司代河西管委会垫付的土地一级开发项目款项及工程代建项目已确认收入未收入的款项均纳入“其他应收款”科目核算，其中土地一级开发项目由于垫资规模较大产生的其他应收款规模较大，代建项目产生的其他应收款规模相对较小。截至2017年底，公司其他应收款余额289.74亿元，较上年小幅下降2.84%，其中应收河西管委会余额271.90亿元，占其他应收款余额总额的93.84%。整体看，公司其他应收款项规模大，对公司流动资金形成明显占用，且款项回收受河西新城区土地出让情况影响大。

2017 年，河西新城区出让土地面积 30.07 万平方米，获得土地出让收入 75.43 亿元，较上年减少 34.45 亿元；获得出让收益 34.07 亿元，较上年大幅减少 62.84 亿元。整体看，2017 年河西新城区获得的土地出让收入难以覆盖截至 2017 年底公司应收河西管委会 271.90 亿元的款项，未来公司对河西管委会款项的回收存在一定不确定性。

表 4　河西新城区土地开发出让情况（单位：万平方米、亿元）

年度	开发面积	储备面积	出让面积	出让收入	出让收益
2015 年	105.20	90.95	20.58	54.98	35.74
2016 年	55.77	101.56	24.71	109.88	96.91
2017 年	12.98	97.07	30.07	75.43	34.07
合计	**173.95**	**289.58**	**75.36**	**331.61**	**200.59**

资料来源：公司提供

截至2018年3月底，河西新城区剩余可供出让用地约236万平方米，土地储备充足。河西新城区的土地出让计划需根据南京市政府每年制定的土地收储和出让计划而定，因此，公司无法提供未来几年较为准确和详细的土地出让计划。

总体看，2017年公司工程结算业务仍为公司第一大板块，但工程结算业务收入大幅减少；受河西管委会土地出让收入大幅减少影响，公司工程结算业务回款滞后，回款质量下降；且公司土地一级开发项目垫资规模较大，对公司流动资金形成明显占用，款项回收受河西新城区土地出让情况影响大，未来款项回收存在一定不确定性。河西新城区剩余可供出让用地规模较大，土地储备充足，对公司整体偿债能力形成一定支撑。

3．房屋销售业务

公司房地产业务主要由下属子公司南京奥体建设开发有限责任公司（以下简称“奥体建设”）承担，为房地产开发一级资质企业。奥体建设的经营范围主要在河西新城区，除了商品房开发业务外，还承担河西新城区保障房的开发职能。保障房建设方面，公司与河西管委会签订委托代建协议，由公司负责代建，政府采购价格采取成本（经审定的工程总造价）加利润的方式确定，初步约定回购毛利率为 3%。公司商品房业务采用市场化运作模式。

2017 年，公司房屋销售业务收入 4.60 亿元，较上年大幅下降 66.88%，主要系结转的房产销售收入有所增加所致；房屋销售业务毛利率 19.10%，较上年增加 6.91 个百分点，主要系 2017 年公司销售的部分保障房价格高于可供出售房屋的平均价格所致。2017 年，公司房屋销售收入中，4.20 亿元来自保障房收入，0.40 亿元来自商品房销售，仍然以保障房销售业务为主。

截至 2018 年 3 月底，公司已建成紫薇园、青铜园、木樨园、莲花村经济适用房 A 区、中和村经济适用房 A 区和 B 区等 11 个项目，建筑面积合计 192.11 万平方米，可供出售面积 148.23 万平方米，已出售面积 134.43 万平方米，剩余可出售面积 13.80 万平方米。

目前主要在建项目为中和村经济适用房四期、青奥村项目、无锡紫兰园和奥体新城社区中心项目，项目总投资金额 108.00 亿元，截至 2018 年 3 月底已投资金额 56.47 亿元，尚需投资金额 51.53 亿元，其中 2018 年计划投资 22.53 亿元。

表 5　截至 2018 年 3 月底公司在建房地产项目（单位：年、亿元）

项目名称	建设期	内容及规模	总投资	已完成投资	2018 年计划投资	2019 年计划投资	2020 年投资计划
青奥村	2011~2020	公寓、商业、赛会设施等，总建筑面积 46 万平方米	70.00	48.61	11.39	5.00	5.00
中和村经济适用房四期	2016~2019	住宅（经济适用房）、商业等，总建筑面积 30.00 万平方米	22.00	4.51	7.49	10.00	--
无锡紫兰园	2017~2019	住宅、商业，总建筑面积 18.01 万平方米	12.00	3.13	1.37	4.50	3.00
奥体新城社区中心	2018~2020	商业，总建筑面积 5.53 万平方米	4.00	0.22	2.28	1.00	0.50
合计			**108.00**	**56.47**	**22.53**	**20.50**	**8.50**

资料来源：公司提供

青奥村项目系 2010 年南京市成功申办 2014 年青奥会后，于 2011 年开始建设的项目，属于普通商品房性质，计划总投资为 70.00 亿元，投资资金来源于公司自有资金和银行贷款。青奥村共包含 7 栋公寓（A-G 栋），总建筑面积为 46.00 万平方米，其中 A-F 栋已建成，主要在赛会期间

为运动员提供住宿服务，G 栋尚未开工建设。青奥会结束后，公司计划将 A、B、C 三栋作为住宅销售，三栋共计 1,012 套住房、住宅面积为 14.18 万平方米。D、E、F 三栋作为国际人才公寓对外出租，三栋共计 942 套住房、住宅面积为 13.22 万平方米。目前，青奥村公寓项目处于重整装修阶段。

中和村四期项目类别为保障房项目，项目总投资 22 亿元，已通过公司股东东南国资下属的南京东南新型城镇化建设股权投资基金融资 22 亿元，建设地点位于建邺区龙王大街以东、螺塘街以北、高庙路南，可建筑用地面积为 7.46 公顷，项目分为地块一、地块二两个地块，主要建设内容为住宅以及配套设施，地块一用地面积约 28,990 平方米，地块二用地面积约 45,630 平方米。拟建总建筑面积约 30 万平方米，其中地上 建筑面积约 24 万平方米。

截至 2018 年 3 月底，公司暂无拟建项目。

截至 2018 年 3 月底，奥体建设拥有土地 87 宗，共计 46.81 万平方米，入账价值 24.22 亿元（反映在“存货”科目），其中：住宅用地 40.96 万平方米、商办用地 4.69 万平方米、公共设施用地 0.92 万平方米、教科用地 0.24 万平方米，主要分布在建邺区河西中部和南部以及无锡新区，地理位置尚可。

整体看，公司土地资源丰富，2017 年，公司在建房地产项目投资规模较大，存在一定资金支出压力。

4．园林绿化工程业务

公司园林绿化工程主要由下属子公司南京市园林经济开发有限责任公司（以下简称“南京园林”）负责。南京园林成立于 1993 年，注册资本 2,000 万元，采用市场化经营，主要承接各类绿化项目工程的建设。

2017 年，南京园林工程业务收入 3.58 亿元，较上年大幅增长 75.49%，园林绿化业务受工程承接量的影响，有所波动。

总体看，2017 年，子公司南京园林工程业务收入大幅增长，对公司主营业务收入形成有益补充。

5．客房、餐饮及会展业务

公司拥有金陵江滨国际会议中心酒店、南京国际博览中心一期及续建项目和金陵江滨国际会议中心资产。目前，金陵江滨酒店入住率在 60%~70%左右；南京国际博览中心一期及续建项目用于会展场馆的使用；金陵江滨国际会议中心作为酒店资产使用。

2017 年，公司客房、餐饮及会展业务实现收入 3.32 亿元，较上年增长 24.60%，随着河西新城区各项配套的完善和成熟，公司的会展、酒店等自营业务已成长为公司重要的业务收入增长点。

总体看，2017 年，公司客房、餐饮及会展业务收入大幅增长，对公司主营业务收入形成有益补充。

6．经营关注

（1）后青奥会时期，河西新城地区基础设施逐步完善，2017 年公司工程结算业务收入规模大幅下降，受河西管委会土地出让收入大幅减少影响，公司工程项目回款滞后，回款质量下降，未来回款情况受河西管委会土地出让收入情况影响较大，存在一定不确定性。

（2）公司土地一级开发业务垫资规模大，形成较大其他应收款项，对资金形成较大占用。

（3）截至 2018 年 3 月底，公司基础设施代建项目及房地产建设项目投资规模较大，存在一

定资金支出压力。

7．未来发展

公司未来战略定位为：实施区域开发中以系统开发模式为先导的多元化发展战略，成为城市综合运营与服务商。

根据中国社科院发布的城市蓝皮书，到2030年中国城镇化率将达到65%左右。公司是在河西新城区开发建设基础上形成和发展起来的，参与了区域开发的全过程，积累了区域开发的相关经验和能力。在未来发展中，公司仍将以区域开发为主要对象，通过河西区域开发成功经验复制，掌控区域内具体项目的开发权利。

公司在未来的区域开发中，将以项目总承包商的角色，采取规划、融资、建设、运营、管理“五位一体”的系统开发模式，从区域开发的设计入手，做好整个区域开发的构架与规划。

未来，公司将采取多元化经营战略，基于持有型物业进行商业开发，以物业管理、商业经营和相关产业投资为主要内容，形成多元化经营板块、产业投资板块。

总体看，公司未来发展定位合理，具体实施策略切实可行。

七、财务分析

1．财务概况

公司提供的2017年合并财务报表经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见；公司提供的2018年一季度合并财务报表未经审计。公司执行最新企业财务会计准则。2017年公司纳入合并范围内的子公司仍为12家，2018年一季度合并范围未发生变化，财务报表可比性强。

2．资产质量

截至2017年底，公司资产总额716.93亿元，较年初下降2.62%，主要系流动资产减少所致；其中，流动资产和非流动资产占总资产的比重分别为76.79%和23.21%，公司资产仍以流动资产为主。

截至2017年底，公司流动资产合计550.54亿元，较年初下降4.17%，主要系货币资金和其他应收款减少所致；公司流动资产主要以货币资金（占11.80%）、预付款项（占6.63%）、其他应收款（占52.44%）和存货（占27.92%）为主。公司货币资金为64.96亿元，较年初下降26.04%，主要系偿还融资款所致；货币资金中银行存款56.11亿元，其他货币资金8.85亿元；受限货币资金0.69亿元，包括质押保证金0.66亿元和法院冻结银行存款0.03亿元。公司预付款项合计36.49亿元，较年初下降4.55%，主要系部分预付款转入存货所致；公司预付款项主要为预付工程款，预付款项前五名均为项目施工方，合计占66.79%，集中度较高。

截至2017年底，公司其他应收款合计288.69亿元，较年初下降2.87%，主要系河西管委会拨付了部分土地出让金及规费所致；其他应收款构成中，93.84%为应收河西管委会垫付的拆迁款和土地整理费用等款项，集中度较高。根据河西管委会2016年11月出具的《说明函》，截至2016年9月底，公司其他应收款科目余额中应收河西管委会的金额为270.26亿元，主要系土地开发垫付款，根据河西管委会与公司签订的合作协议，河西管委会将以河西新城区土地出让金及规费返还收入作为公司垫付的征地拆迁及土地平整费用的还款来源。截至2018年3月底，已还款44.50亿元。

截至 2017 年底，公司存货账面价值为 153.70 亿元，较年初增长 13.98%，主要系工程施工投入增加所致；存货中开发成本 147.61 亿元，主要包括青奥中心、青奥村和青奥城等项目；公司未计提跌价准备。

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 166.39 亿元，较年初增长 2.90%，主要系公司可供出售金融资产及长期股权投资增加所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 7.44 %）、长期股权投资（占 10.60%）、固定资产（占 12.74%）和无形资产（占 66.21%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产合计 12.38 亿元，较年初增长 14.96%，主要系公司增加对南京宁北轨道交通有限公司投资 1.61 亿元所致，公司可供出售的金融资产主要为国开思远（北京）投资基金有限公司、南京宁北轨道交通有限公司等公司股份，2017 年公司可供出售金融资产获得一定分红，质量尚可。截至 2017 年底，公司长期股权投资 17.63 亿元，较年初增长 23.69%，主要系被投资单位整体持续盈利使得账面价值增加所致，公司长期股权投资主要为对南京中冶和熙置业有限责任公司、南京中冶正兴置业有限责任公司、南京金融城建设发展股份有限公司的投资；公司长期股权投资按照权益法计量。截至 2017 年底，公司固定资产合计 21.20 亿元，较年初下降 2.58%，主要系计提折旧所致；公司固定资产主要为河西管委会之前年度向公司无偿划入的南京国际博览中心一期及续建项目和金陵江滨酒店；累计计提折旧 4.57 亿元，成新率 83.46%，成新率较高；公司未办妥产权证书的固定资产合计金额 379.23 万元。截至 2017 年底，公司无形资产合计 110.16 亿元，较年初小幅增长 0.23%；公司无形资产主要为土地使用权 110.15 亿元，土地资产包括公司办公楼、会展一期土地、河西南部 35 号、36 号、37 号地块及其他土地，其他土地主要是公司代河西管委会购买所得。

截至 2018 年 3 月底，公司资产合计 762.50 亿元，较年初增长 6.36%；流动资产和非流动资产分别占 78.03%和 21.97%，占比变动不大。

资产受限方面，截至 2018 年 3 月底，公司使用权受限的资产主要是用于抵押的土地使用权和用于质押的土地出让收入收费权。用于抵押的土地使用权评估价值共计 317.89 亿元，用于质押的土地出让收入费用权共计 3.14 亿元，公司受限资产占公司资产总额比重为 44.78%，公司资产受限规模较大。

总体看，2017 年，资产规模略有缩减，资产结构仍以流动资产为主。流动资产中其他应收款和存货占比较大，对公司资金形成一定占用；非流动资产中，无形资产比例较高，以土地使用权为主；公司使用权受限的资产规模较大，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债规模为 447.16 亿元，较年初下降 7.66%，主要系非流动负债减少所致；其中流动负债和非流动负债的占比分别为 33.96%和 66.04%，与年初相比，流动负债占比有所提高。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 151.86 亿元，较年初增长 17.14%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致；主要由应付账款（占 7.46%）、其他应付款（占 7.04%）和一年内到期的非流动负债（占 76.37%）构成。

截至 2017 年底，公司应付账款合计 11.33 亿元，较年初下降 5.09%，主要系应付工程款减少所致。公司其他应付款合计 10.69 亿元，较年初下降 16.84%，主要系偿还南京市河西新城区开发建设管理委员会往来款所致。公司一年内到期的非流动负债合计 115.97 亿元，较年初增长 46.92%，

主要为一年内到期的长期借款 71.77 亿元和一年内到期的应付债券 44.20 亿元。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 295.30 亿元，较年初下降 16.73%，主要系长期借款转入一年内到期的非流动负债所致，主要由长期借款（占 71.35%）和应付债券（占 28.30%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 210.68 亿元，较年初下降 14.50%，主要系公司偿还部分债务所致；长期借款主要由质押借款 2.47 亿元、抵押借款 149.17 亿元、保证借款 18.75 亿元及信用借款 40.29 亿元构成，从还款来源看，公司偿还长期借款的资金主要来源于代建项目回款、土地出让金返还及房屋销售款；公司应付债券为 83.56 亿元，较年初下降 22.03%，主要“15 宁河西 PPN001”转入一年内到期的非流动负债所致。

截至 2017 年底，公司全部债务合计 415.21 亿元，较年初下降 7.22%，主要系偿还借款所致；其中，短期债务合计 120.97 亿元，长期债务合计 294.24 亿元，仍以长期债务为主，但公司 2018 年集中偿付压力较大。从财务指标来看，公司资产负债率为 62.37%，较年初下降 3.41 个百分点；全部债务资本化比率为 60.62%，较年初下降 3.36 个百分点；长期债务资本化比率为 52.17%，较年初下降 6.22 个百分点，公司债务负担有所减轻，但整体债务负担仍偏重。

表 6　截至 2017 年底公司债务到期期限分布情况（单位：亿元、%）

到期年份	短期债务	长期借款	应付债券	合计	占比
2018 年	120.97	--	--	120.97	36.48
2019 年	--	34.96	21.00	55.96	16.87
2020 年	--	49.24	36.00	85.24	25.70
2021 年	--	40.16	28.00	68.16	20.55
2022 年	--	28.05	--	28.05	8.46
2023 年及以上	--	58.27	--	58.27	17.57
合计	**120.97**	**210.68**	**85.00**	**416.65**	**100.00**

资料来源：公司提供，联合评级整理。
注：上表长期债务中应付债券按面值计算，未考虑利息摊销。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 472.56 亿元，较年初增长 5.68%，主要系公司于 2018 年 3 月发行了“18 宁河西 MTN002”（发行规模 28.00 亿元）和“18 宁河西 SCP001”（发行规模 14.00 亿元）导致应付债券增长所致。其中流动负债和非流动负债占比分别为 26.35%和 73.65%；公司全部债务合计 435.67 亿元，较年初增加 4.93%，主要系长期债务规模增加所致，其中短期债务占 20.53%，长期债务占 79.47%，短期债务占比较上年下降 8.61 个百分点。受资产规模加大影响，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.97%、60.04%和 54.42%，分别较年初下降 0.40 个百分点、下降 0.57 个百分点和上升 2.26 个百分点。

总体看，截至 2017 年底，公司债务规模有所下降，债务负担减轻，但仍处于较高水平；公司债务仍以长期债务为主，但短期债务规模较大，2018 年公司存在较大集中偿付压力。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 269.77 亿元，较年初增长 7.08%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益 247.55 亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 14.81%、资本公积占 60.59%、盈余公积占 0.94%、未分配利润占 23.67%。公司少数股东权益增加 14.38 亿元至 22.22 亿元，主要系奥体建设下属子公司南京诚奥房地产开发有限公司的其他股东增资所致。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益为 289.94 亿元，较年初增长 7.48%，主要系公司发行 20 亿元永续债“18 宁河西 MTN001”计入其他权益工具核算所致；所有者权益构成较年初有所变化，实收资本、资本公积及未分配利润占比均有所下降，而新增其他权益工具占 7.43%。

总体看，2017 年公司所有者权益有所增长，主要系少数股东权益及未分配利润增长所致；公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，稳定性较好。

4．盈利能力

目前公司收入来源仍主要为工程结算业务和房屋销售业务收入。2017 年，受河西新城区代建工程结算量较少及保障房收入规模减少影响，公司营业收入较上年下降 52.09%，为 34.84 亿元；当年营业成本较上年下降 56.12%为 28.30 亿元；营业利润率较上年增加 7.18 个百分点至 17.82%；公司净利润较上年下降 43.70%，为 2.01 亿元。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用合计 4.34 亿元，较上年增长 7.66%；其中，销售费用为 1.09 亿元，较上年增长 49.03%；管理费用为 3.56 亿元，较上年增长 5.74%，主要系管理人员工资增加所致；财务费用为-0.31 亿元，公司财务费用为负主要系绝大部分代建项目相关利息为资本化利息所致。公司 2017 年费用收入比为 12.47%，较上年上升 6.92 个百分点，费用控制能力有所下降。

利润构成方面，2017 年，公司实现投资收益为 0.94 亿元，较上年下降 9.45%，主要系权益法核算的长期股权投资收益下降所致，在营业利润中占 32.34%，较上年上升 9.75 个百分点；公司营业外收入为 0.03 亿元，较上年下降 68.40%。公司营业外收入占利润总额 0.98%，占比较小，公司利润对营业外收入的依赖度很低。

盈利指标方面，2017 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 0.31%、0.40%和 0.77%，分别较上年下降 0.18 个百分点、0.20 个百分点和 0.67 个百分点，盈利能力有所下降。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.88 亿元，较上年同期增加 3.16%；实现净利润 0.29 亿元，较上年同期增长 50.26%。

总体看，受公司工程结算业务和房屋销售业务收入下降影响，2017 年公司营业收入规模大幅减少，利润总额仍对投资收益有一定依赖性，公司盈利能力有所下降，整体盈利能力偏弱。

5．现金流

从经营活动来看，2017 年公司经营活动现金流入量为 59.16 亿元，较上年下降 61.03%，主要系受河西管委会 2017 年获得的土地出让收入大幅减少影响，公司当年工程结算业务和土地一级开发业务项目回款大幅下滑所致；2017 年公司经营活动现金流出 54.46 亿元，较上年下降 23.35%，主要系支付土地开发成本现金流出减少。2017 年公司经营活动现金流量净额为 4.70 亿元，较上年大幅减少 76.06 亿元。从收入实现质量来看，2017 年公司现金收入比较上年增加 32.81 个百分点至 108.83%。

从投资活动来看，2017 年公司投资活动现金流入为 10.36 亿元，较上年大幅下降 81.07%。2016 年公司投资活动现金流入较大主要是收回投资收到的现金 54.51 亿元，系处置了部分理财产品和持有至到期投资收入现金所致；2017 年，主要为赎回理财产品收到的现金。2017 年公司投资活动现金流出为 14.34 亿元，较上年下降 71.20%，主要系对青奥中心项目投资减少所致；2016~2017 年，公司投资活动现金流净额分别为 4.97 亿元和-3.97 亿元。

从筹资活动来看，2017 年公司筹资活动现金流入量为 124.93 亿元，较上年下降 23.33%，主

要为借款收到的现金；筹资活动现金流出量为 145.42 亿元，较上年下降 41.97%，主要为偿还借款本息；2016~2017 年，公司筹资活动现金流净额分别为-87.63 亿元和-20.48 亿元，主要系公司逐步降低融资规模，大量偿还原有负债所致。

2018 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 19.22 亿元，现金收入比为 176.69%；受支付与河西管委会等单位往来款规模较大的影响，公司经营活动现金流量净额呈现净流出，为-8.92 亿元。同期，公司投资活动较少，其中投资支付的现金 1.27 亿元为公司长期股权投资资金。2018 年 1~3 月，公司取得借款收到的现金 10.00 亿元；发行债券收到的现金 61.88 亿元系 2018 年 3 月成功发行了“18 宁河西 MTN001”、“18 宁河西 MTN002”和“18 宁河西 SCP001”；筹资活动现金流出主要为偿还债务本息；2018 年 1~3 月，公司筹资活动现金净额 18.51 亿元。

总体看，2017 年，受河西管委会土地出让收入规模大幅下降影响，公司代建项目回款滞后，经营活动现金流量净额大幅减少；公司逐步降低融资规模使得 2017 年筹资活动表现为净流出。考虑到公司在建及拟建项目未来资金需求，公司融资压力较大。

6．偿债能力

短期偿债能力指标方面，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别由年初的 4.43 倍和 3.39 倍下降至 3.63 倍和 2.61 倍；截至 2017 年底，公司现金短期债务比 0.55 倍，公司现金对短期债务的保护程度尚可。整体上看，公司短期偿债能力有所下降，短期偿债能力一般。

长期偿债能力指标方面，2017 年公司 EBITDA 为 4.06 亿元，较上年下降 30.87%，主要系公司利润总额减少所致；其中，利润总额占 67.51%、计入财务费用的利息支出占 3.61%、折旧占 20.69%、摊销占 8.19%。2017 年，公司 EBITDA 全部债务比为 0.01 倍，较上年无变化；EBITDA 利息保护倍数由上年的 0.26 倍下降至 0.21 倍，主要系 EBITDA 大幅减少所致。整体上看，EBITDA 对利息的保障能力较差，公司长期偿债能力有待提升。

截至 2018 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

截至 2017 年底，公司对外担保余额 1.82 亿元，担保比率 0.67%，被担保企业为南京河西新城区开发建设管理委员会，公司代偿负债风险小。

截至 2018 年 3 月底，公司获得银行授信合计 508.53 亿元，尚未使用的授信额度为 61.86 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

根据公司《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1032010500503310S）显示，截至 2018 年 4 月 28 日，公司不存在未结清的不良信贷情况；已结清信贷记录中，有 6 笔关注类贷款，系银行自身系统问题所致。

总体上看，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力有待提升，间接融资渠道有待拓宽。

八、公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）为 89.43 亿元，约为“16 河西 01”和“16 河西 02”本金合计（28 亿元）的 3.19 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产为 289.94 亿元，约为债券本金合计（28 亿元）的 10.36 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16 河西 01”和“16 河西 02”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 4.06 亿元，约为“16 河西 01”和“16 河西 02”本金合计（28 亿元）的 0.15 倍，公司 EBITDA 对“16 河西 01”和“16 河西 02”本金的覆盖程

度一般。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 59.16 亿元，约为“16 河西 01”和“16 河西 02”本金合计（28 亿元）的 2.11 倍，公司经营活动现金流入量对“16 河西 01”和“16 河西 02”的覆盖程度高。

综合以上分析，公司作为南京市政府专项负责河西新城区规划建设的国有企业，在南京河西城市基础设施建设领域具有很强的经营优势，加之基础设施建设的投资和建设风险较小，联合评级认为，公司对“16 河西 01”和“16 河西 02”的偿还能力仍极强。

九、债权保护分析

“16 河西 01”和“16 河西 02”由东南国资提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

1．东南国资概况[1]

2014 年 3 月 28 日，根据《中共南京市委南京市人民政府关于组建南京东南国资投资集团有限责任公司的决定》（宁委【2014】151 号），南京市政府出资设立东南国资，南京市国有资产监督管理委员会（以下简称“南京市国资委”）对东南国资履行出资人职责。东南国资资本金由南京市国资委持有的新城国资 60%股权、南京市南部新城开发建设（集团）有限公司（以下简称“南部新城公司”）60%股权、南京仙林智慧科技有限公司 60%股权、南京仙林新市区开发有限公司（以下简称“仙林新市区公司”）60%股权和南京市麒麟科技创新园（生态科技城）开发建设管理委会员持有的南京市科技创新投资有限责任公司（以下简称“南京科创”）40%股权等资产组成，净资产总量 156.00 亿元计入公司长期股权投资，其中核定 50.00 亿元计入实收资本，106.00 亿元计入资本公积。截至 2017 年底，东南国资注册资本为 50.00 亿元，实收资本 50.00 亿元，南京市国资委为东南国资股东和实际控制人。

东南国资经营范围为：城市功能项目和产业转型升级载体（含持有型物业）的投资、运营、管理；土地开发整理；资产经营；股权和基金管理，投融资咨询。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。2017 年东南国资经营范围较上年未发生变化。

截至 2017 年底，东南国资合并资产总额 1,294.40 亿元，负债总额 892.48 亿元，所有者权益 401.92 亿元，其中归属母公司所有者权益 220.57 亿元。2017 年，东南国资实现合并营业收入 64.20 亿元，净利润 3.86 亿元，其中归属母公司所有者的净利润为 2.62 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.37 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.11 亿元。

东南国资注册地址：南京市麒麟科技创新园智汇路 300 号；法定代表人：李晖。

2．东南国资业务经营情况

（1）经营概况

2017 年，东南国资经营业务仍然包括工程结算业务、房屋销售业务、餐饮及会展业务、园林及工程业务、客房业务、公园门票及管养业务、出租车业务及其他业务。2017 年，东南国资实现营业收入 64.20 亿元，较上年下降 30.95%，主要系工程结算业务收入大幅减少所致，东南国资主营业务收入占 96.55%，较上年变化不大，主营业务仍十分突出。

[1] 东南国资未提供相关经营资料，本报告担保方内容撰写资料全部来自于东南国资审计报告。

表7　2016~2017年东南国资主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程结算业务	66.10	71.43	5.21	33.97	54.81	6.75
房屋销售业务	20.38	22.02	13.45	19.62	31.65	7.56
餐饮及会展业务	2.09	2.26	79.42	2.65	4.27	77.17
园林工程业务	1.79	1.94	15.54	2.59	4.19	14.30
客房业务	0.55	0.59	79.43	0.77	1.24	79.35
公园门票及管养业务	0.40	0.44	28.75	0.74	1.19	15.36
出租车业务	0.21	0.23	-0.71	0.17	0.27	-17.89
其他业务	1.02	1.10	24.83	1.48	2.39	51.75
合　计	**92.54**	**100.00**	**9.64**	**61.99**	**100.00**	**12.34**

资料来源：东南国资审计报告

从收入构成看，2017 年东南国资主营业务收入及利润的主要来源仍为工程结算和房屋销售业务，两者收入合计在主营业务收入占比在 85.00%以上。2017 年，东南国资工程结算业务收入规模较上年大幅下降 48.61%，主要系受代建工程项目规模下降使得结转收入有所减少所致；房屋销售业务收入较上年变化不大；餐饮及会展业务、园林工程业务、客房等其他业务在主营业务收入中占比仍较小，对主营业务收入规模影响不大。

毛利率方面，2017 年，工程结算业务毛利率为 6.75%，较上年增加 1.54 个百分点，变化不大；房屋销售业务毛利率为 7.56%，较上年下降 5.89 个百分点，主要系 2017 年来自南京科创的拆迁安置房销售收入规模较大，而其毛利率水平较低所致。受收入占比较大的工程结算业务毛利率影响，2017 年公司主营业务毛利率 12.34%，较上年增加 2.70 个百分点。

总体看，2017 年，受工程结算业务收入下滑影响，东南国资营业收入规模明显减少；受占比较大的工程业务毛利率增加影响，东南国资主营业务毛利率有所提升。

（2）工程结算业务（基础设施代建项目）

基础设施代建项目方面，2017 年，东南国资的基础设施代建业务范围仍覆盖南京市江南地区内的四大功能区，分别为河西新城区、麒麟科创园、南部新城区和仙林大学城（科技城）。仍然是由东南国资下属四个主要子公司各负责一个功能区的开发建设，其中新城国资负责河西新城区，南京科创负责麒麟科技园，南部新城公司负责南部新城区，仙林新市区公司负责仙林大学城（科技城）。东南国资工程结算业务具有一定区域垄断优势。

2017 年，东南国资来自前五名客户营业收入合计 51.20 亿元，占东南国资全部营业收入的 79.77%，客户集中度较高。前五大客户的营业收入中，南京科创确认来自南京市麒麟科技创新园生态科技城开发建设管理委员会的收入 19.14 亿元，其中 15.07 亿元系房屋销售业务所得，剩余 4.07 亿元主要系基础设施代建项目所获收入。除此之外，由新城国资确认的来自河西管委会的收入 21.18 亿元、由南部新城公司确认的来自南京市南部新城开发建设管委会的收入 7.79 亿元及由仙林新市区公司确认的来自南京市仙林大学城管委会收入 2.35 亿元基本是来自基础设施代建业务所获收入。

表8　2017年东南国资前五名客户营业收入情况（单位：万元、%）

客户名称	营业收入	占公司全部营业收入的比例
南京市河西新城区开发建设管理委员会	211,834.98	33.00
南京市麒麟科技创新园生态科技城开发建设管理委员会	191,368.27	29.81

客户名称	营业收入	占公司全部营业收入的比例
南京市南部新城开发建设管委会	77,858.20	12.13
南京市仙林大学城管理委员会	23,486.97	3.66
江门北控水环境开发有限公司	7,482.00	1.17
合　　计	**512,030.43**	**79.77**

资料来源：东南国资审计报告

代建业务模式主要是东南国资在各功能区的子公司同各区管委会签订委托代建协议，由各子公司负责筹资进行项目建设，并收取项目建设成本及代建管理费（项目建设成本的一定比例）。各子公司主要根据每年工程量成本金额加管理费确认当年收入。

账务处理方面，南京科创同新城国资有所不同。新城国资账务处理方式见上文相关内容。南京科创建设项目在“存货”科目进行核算，支付建设项目工程款时每月根据工程量计算记入“存货-开发成本”，期末根据与委托方核定的建设工程量确认建设成本，双方确认后南京科创将“存货-开发成本”核算的工程支出作为本年建设成本计入主营业务成本。南京科创及委托方根据建设成本加上受托开发收益确认本年建设收入，同时借记“应收账款”，待南京科创收到麒麟科创管委会结算款时，贷记“应收账款”。

回款方面，鉴于新城国资代建项目收入占东南国资代建业务收入比重相对较高，因此东南国资回款质量参考上文新城国资的相关内容。

整体看，2017 年东南国资基础设施类项目实现的工程收入规模大幅减少，占主营业务收入的比重有所下降，但占比仍较大。公司基础设施建设业务盈利能力较稳定，但业务盈利水平不高。

（3）房屋销售业务

东南国资房屋销售业务收入主要来自下属子公司新城国资和南京科创。其中新城国资房屋销售业务参考上文主体经营部分内容。

南京科创负责实施建设麒麟科技创新园经济适用住房（拆迁安置房）A、B、C、D、E、F 地块项目，工程建设及房屋销售必须严格按市政府《南京市经济适用住房管理实施细则》（宁政发[2008]116 号）的规定执行。截至 2017 年 12 月 31 日，公司已完成经济适用住房（拆迁安置房）A、B、C、D、E、F 地块项目建设，南京科创按照麒麟科创园拆迁办确定的销售价格将房屋销售给符合安置条件并经麒麟创园拆迁办确认的拆迁户共计 9,975 套，以开具的售房发票累计确认收入 20.70 亿元，南京市麒麟科技创新园（生态科技城）开发建设管理委员会补贴部分差价收入 8.60 亿元，累计合计收入 29.30 亿元，其中 2017 年确认收入合计 15.07 亿元。按照安置房项目收入扣减流转税后为零毛利的结算方式，结转安置房累计成本 27.73 亿元。2017 年，东南国资实现房屋销售业务收入 19.62 亿元，较上年变化不大；毛利率为 7.56%，较上年下降 5.89 个百分点，主要系 2017 年来自南京科创的拆迁安置房销售收入规模较大，而其毛利率水平较低所致。

总体看，2017 年东南国资房屋销售业务仍然来自新城国资和南京科创，受所售房屋以保障房和拆迁安置房为主影响，房屋销售业务毛利率水平低，盈利能力弱。

（4）其他业务

东南国资的餐饮及会展业务、园林工程业务、公园门票及管养、客房及出租车业务均来自于新城国资，相关业务介绍请参见前文新城国资的业务介绍。

总体看，东南国资成立时间较短，涉及业务较多，目前新城国资在其业务收入中占比较大。代建业务有一定的区域垄断优势，但目前项目的盈利水平仍不高。

3．东南国资财务分析

东南国资提供的2017年度合并财务报表已经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。东南国资财务报表按照最新企业会计准则编制。2017年东南国资纳入合并范围的子公司新增两家，分别是新设成立的南京东南奥体置业有限责任公司和新设成立的南京东南青年汇建设投资基金一期企业（有限合伙），由于新纳入合并范围的子公司资产及收入规模均较小，财务报表的可比性强。

资产质量

截至2017年底，东南国资资产总额达到1,294.40亿元，较年初增长2.01%，主要系流动资产增加所致。从资产构成来看，其中流动资产占78.45%，非流动资产占21.55%，占比较上年变化不大，仍以流动资产为主。

截至2017年底，东南国资流动资产合计1,015.42亿元，较年初增长2.23%，主要系其他应收款增长所致；其中以货币资金（占14.99%）、其他应收款（占50.67%）和存货（占26.84%）为主。

截至2017年底，东南国资货币资金152.26亿元，较年初下降7.25%，主要系偿还融资款所致，其中所有权受到限制的货币资金10.01亿元，系质押保证金9.75亿元和其他保证金0.33亿元，货币资金受限比例不高。其他应收款合计514.49亿元，较年初增长11.33%，主要系应收各管委会代建工程款和垫付的拆迁款增加所致，从欠款方来看，应收河西管委会占56.25%，应收南京市南部新城开发建设管理委员会占38.87%，合计占95.12%，集中度高，坏账准备计提比例0.21%。存货账面价值为272.53亿元，较年初增长0.59%，其中开发成本为233.79亿元（占85.78%），主要为未完工的基建项目和房屋建设项目，未计提跌价准备。

截至2017年底，东南国资非流动资产合计278.98亿元，较年初小幅增加1.21%，主要以可供出售金融资产（占16.17%）、长期股权投资（占11.98%）、投资性房地产（占13.38%）、固定资产（占11.89%）和无形资产（占41.02%）为主。

截至2017年底，东南国资可供出售金融资产合计45.12亿元，较年初下降26.97%，主要系东南国资持有的20亿元平安证券国立1号定向资产管理计划到期所致。东南国资可供出售的金融资产主要为南京东南基础设施建设股权投资基金一期企业（有限合伙）15.60亿元、南京宁北轨道交通有限公司5.74亿元、国开思远（北京）投资基金有限公司3.00亿元、南京东南新型城镇化建设股权投资基金一期企业（有限合伙）6.60亿元、南京证券股份有限公司3.00亿元和南京高科置业有限公司2.97亿元。长期股权投资合计33.43亿元，较年初增长9.07%，主要系被投单位南京金融城建设发展股份有限公司发生权益变动1.41亿元及追加对富安达基金管理有限公司投资所致。投资性房地产37.33亿元，较年初增加29.38亿元，主要系确认方式发生变化所致，2017年由按成本计量的投资性房地产入账改为按公允价值计量的投资性房地产入账。固定资产账面价值合计33.16亿元，较年初增长7.71%，主要系仙林大学城科技园项目由在建工程转入固定资产3.59亿元所致；累计折旧、减值准备；固定资产成新率为85.65%，成新率较高。在建工程余额为3.53亿元，较年初减少20.40亿元，主要系仙林大学城科技园项目、科研用房项目及特区一期启动区项目合计22.09亿元的在建工程项目建设完成所致。无形资产114.43亿元，较年初变化不大，公司无形资产以土地使用权为主，占99.98%。

受限资产方面，截至2018年3月底，东南国资用于抵押的房产、土地使用权共计352.84亿元；此外还有10.07亿元受限的货币资金。东南国资受限资产合计占净资产的90.29%，受限资产规模较大。

总体看，2017年，东南国资资产规模较年初有所增长，资产构成以流动资产为主；流动资产

中其他应收款及存货占比高，对公司资金形成较大占用；东南国资受限资产规模较大，资产流动性较弱，公司整体资产质量一般。

负债与所有者权益

截至 2017 年底，东南国资负债合计 892.48 亿元，较年初下降 3.20%，主要系非流动负债减少所致。其中，流动负债占比为 37.38%，非流动负债占比为 62.62%，非流动负债占比较上年下降 5.23 个百分点，但负债结构仍以非流动负债为主。

截至 2017 年底，东南国资流动负债合计 333.60 亿元，较年初增长 12.56%，流动负债以短期借款（占 5.19%）、应付账款（占 14.09%）、其他应付款（占 18.89%）和一年内到期的非流动负债（占 56.90%）为主。

截至 2017 年底，东南国资短期借款为 17.30 亿元，较年初增长 46.61%，主要系新增 3.00 亿元保证借款及新增 2.5 亿元信用借款所致。应付账款合计 47.00 亿元，较年初增长 7.07%，主要为应付工程款。其他应付款合计 63.03 亿元，较年初下降 18.45%，主要系往来款减少所致。一年内到期的非流动负债为 189.81 亿元，较年初增长 56.29%，其中一年内到期的长期借款 145.61 亿元，一年内到期的应付债券 44.20 亿元。

截至 2017 年底，东南国资非流动负债合计 558.88 亿元，较年初下降 10.67%，主要系长期借款和应付债券减少所致，非流动负债构成以长期借款（占 75.41%）和应付债券（占 19.92%）为主。其中，长期借款余额为 421.45 亿元，较年初下降 7.68%，其中质押借款 128.02 亿元、抵押借款 150.52 亿元、保证借款 103.95 亿元、信用借款 38.97 亿元。应付债券余额为 111.32 亿元，较年初下降 15.74%，主要系部分一年内到期的应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。

截至 2017 年底，东南国资全部债务合计 743.78 亿元，较年初下降 3.69%；其中，短期债务为 207.11 亿元，占 27.85%；长期债务 536.67 亿元，占 72.15%，仍以长期债务为主，公司 2018 年集中偿付压力较大。截至 2017 年底，东南国资资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 68.95%、64.92%和 57.18%，分别较年初下降 3.71 个百分点、下降 4.08 个百分点和下降 6.85 个百分点；债务负担有所下降，但仍偏重。

截至 2017 年底，东南国资所有者权益合计 401.92 亿元，较年初增长 15.85%，主要系资本公积和少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占 54.88%，归属于母公司所有者权益中，实收资本占 22.67%，资本公积占 58.56%，盈余公积占 0.06%，未分配利润占 16.99%。截至 2017 年底，东南国资资本公积 129.16 亿元，较年初增加 5.93 亿元，主要系南京市财政局拨付公司的发展基金。东南国资少数股东权益由 2016 年底的 138.69 亿元增加至 2017 年底的 181.35 亿元。

总体看，2017 年，东南国资债务负担略有下降，但仍属较重，且短期债务规模较大，存在较大短期偿债压力；所有者权益中少数股东权益规模占比较大，稳定性较弱。

盈利能力

2017 年，随着工程结算业务规模的下滑，东南国资实现营业收入 64.20 亿元，较上年下降 30.95%；实现营业利润 5.17 亿元，较上年增长 59.19%，主要系投资收益大幅增长所致；实现净利润 3.86 亿元，较上年增长 51.83%。

从期间费用来看，2017 年东南国资费用总额为 8.28 亿元，较上年增长 30.55%。费用构成来看，2017 年销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 14.24%、65.54%和 20.22%，管理费用占比较大，主要由职工薪酬、折旧及摊销费构成。财务费用 1.67 亿元，较上年大幅增加 1.03 亿元，主要系随着东南国资工程建设和房地产业务规模扩大，直接融资和间接融资规模不断扩大，利息

支出增加所致。2017 年东南国资费用收入比为 12.90%，较上年增加 6.08 个百分点，费用控制能力有所减弱。

2017 年东南国资投资收益金额为 5.17 亿元，较上年增加 3.21 亿元，主要系持有理财产品取得投资收益 2.40 亿元及持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益 2.02 亿元所致，占营业利润的 90.50%，占比较高；2017 年东南国资的营业外收入 0.09 亿元，较上年下降 69.71%，占利润总额的 1.67%；其他收益 0.04 亿元，规模较小。

从盈利指标来看，2017 年东南国资的营业利润率为 13.78%，较上年增加 5.08 个百分点，毛利润水平有所提升；2017 年总资本收益率、总资产收益率、净资产收益率分别为 0.55%、0.63%和 1.03%，较上年分别下降 0.24 个百分点、0.25 个百分点和 0.29 个百分点。

总体看，2017 年东南国资营业收入有所下降，费用控制能力较弱，且受所从事业务属性的影响，盈利能力仍较弱，利润受投资收益影响较大。

现金流

从经营活动看，2016~2017 年，东南国资经营活动现金流量净额分别为 99.97 亿元和 8.37 亿元，2017 年公司经营活动现金流量净额大幅减少，主要系收到往来款减少所致；其中，经营活动现金流入为 117.04 亿元，经营活动现金流出为 108.67 亿元。2017 年，东南国资现金收入比为 98.16%，较上年提升 26.58 个百分点，收入实现质量有所提高。

从投资活动看，2017 年东南国资投资活动现金流量由净流出转为净流入状态，净流入额为 27.91 亿元。其中，收回投资收到现金流入 127.33 亿元，较上年增加 72.24 亿元；投资活动现金流出为 104.92 亿元，较上年减少 60.53 亿元，主要系支付其他与投资活动有关的现金减少 80.19 亿元所致。由于其投资支出规模大幅减少同时收回投资收到的现金增加，东南国资投资活动现金流入可满足自身的投资支出需求。

从筹资活动看，2017 年东南国资筹资活动现金流量净额为-37.38 亿元，持续呈净流出状态，主要系偿还债务支付的现金较多所致。

总体看，2017 年，受收到往来款减少影响，东南国资经营净现金流大幅减少；加大投资活动现金回流同时收紧投资支出，使得投资活动现金由净流出转净流入状态；与此同时，东南国资继续加大偿还债务力度，筹资活动的现金呈流出状态。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，东南国资流动比率和速动比率分别由年初的 3.35 倍和 2.44 倍下降至 3.04 倍和 2.23 倍，流动资产对流动负债覆盖程度较高；现金短期债务比为 0.74 倍，现金类资产对短期债务的保护能力一般。整体看，东南国资的短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2017 年，东南国资 EBITDA 为 9.74 亿元，较上年增长 52.29%，主要系营业利润和计入财务费用的利息支出增加所致；其中，折旧占 1.01%、摊销占 16.70%、计入财务费用的利息支出占 24.87%、利润总额占 57.42%。2017 年，东南国资 EBITDA 全部债务比 0.01 倍，与上年持平，EBITDA 对全部债务的保障程度有待提高；EBITDA 利息倍数[2]为 4.02 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可。整体看，东南国资长期偿债能力一般。

2018 年 3 月底，东南国资对外共担保共计 25.68 亿元，占东南国资净资产的 6.08%，东南国资或有负债规模较大。

截至 2017 年底，东南国资不存在对财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生较大影响的未决诉讼或仲裁事项。

[2] 因东南国资未提供资本化利息数据，东南国资相关指标计算均未含资本化利息

截至 2017 年底，东南国资拥有银行综合授信 903.82 亿元，其中已使用授信额度 699.09 亿元，尚未使用授信额度约 204.73 亿元，外部融资渠道畅通。

根据东南国资提供的中国人民银行企业信用报告（中证码编码为：3201010012918311）显示，截至 2018 年 2 月 26 日，东南国资本部无已结清和未结清的不良类或关注类贷款记录。

总体看，2017 年东南国资短期偿债能力较好，EBITDA 对全部债务的保障程度有待提高，但未来随着业务规模的不断扩展，南京市政府对东南国资的大力支持，对长期偿债能力形成一定保障。

4．担保效果评价

从担保效果来看，以 2017 年东南国资财务数据测算，“16 河西 01”和“16 河西 02”本金（28 亿元）占东南国资资产总额的 2.16%，占所有者权益总额的 6.97%，占比很低，东南国资 EBITDA 对“16 河西 01”和“16 河西 02”本金（28 亿元）的覆盖倍数为 0.35 倍，覆盖程度一般；经营活动现金流入量对“16 河西 01”和“16 河西 02”本金（28 亿元）的覆盖倍数为 4.18 倍，覆盖程度很高。

总体看，2017 年，东南国资资产规模有所增长，其经营活动和盈利情况保持正常，其担保对于“16 河西 01”和“16 河西 02”的信用状况仍具有显著的积极作用。

十、综合评价

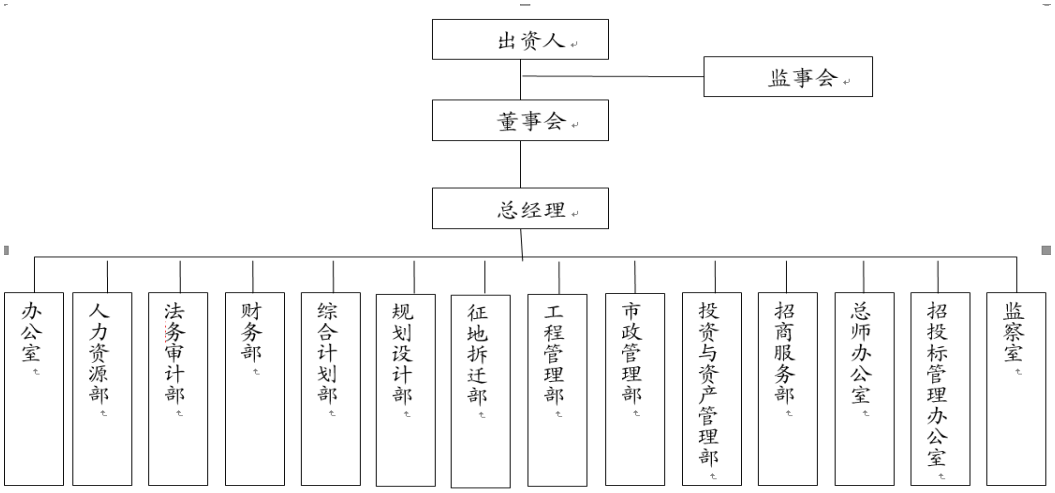
2017 年，南京市及河西新城区经济发展趋势向好，为公司的发展提供了良好的外部发展环境，公司仍作为南京市河西新城区内唯一的基础设施建设主体，在区域垄断性方面仍具有显著优势，业务多元化发展能够有效分散风险，河西新城区土地储备充足。联合评级同时也关注到，公司工程结算业务收入有所下滑、代建项目回款质量下降、其他应收款项对公司资金形成明显占用、资产受限规模大、投资支出规模大及短期偿债压力较大等因素对公司信用水平带来一定不利影响。

公司作为河西新城区唯一的基础设施建设开发主体，良好的外部经营环境有助于公司保持稳健经营。未来，河西新城区潜在土地出让收益和充足的土地资源对其整体偿债能力形成一定支撑。

“16 河西 01”和“16 河西 02”由东南国资提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。东南国资业务区域垄断优势明显、资产规模较大、股东背景较强，其担保对于“16 河西 01”和“16 河西 02”到期还本付息仍具有一定积极影响。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 河西 01”和“16 河西 02”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司组织结构图



附件 1-1 南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	736.21	716.93	762.50
所有者权益（亿元）	251.94	269.77	289.94
短期债务（亿元）	93.94	120.97	89.43
长期债务（亿元）	353.60	294.24	346.24
全部债务（亿元）	447.54	415.21	435.67
营业收入（亿元）	72.72	34.84	10.88
净利润（亿元）	3.58	2.01	0.29
EBITDA（亿元）	5.88	4.06	--
经营性净现金流（亿元）	80.76	4.70	-8.92
应收账款周转次数（次）	35.37	19.45	--
存货周转次数（次）	0.48	0.20	--
总资产周转次数（次）	0.09	0.05	--
现金收入比率（%）	76.02	108.83	176.69
总资本收益率（%）	0.49	0.31	--
总资产报酬率（%）	0.60	0.40	--
净资产收益率（%）	1.44	0.77	--
营业利润率（%）	10.64	17.82	14.75
费用收入比（%）	5.55	12.47	10.97
资产负债率（%）	65.78	62.37	61.97
全部债务资本化比率（%）	63.98	60.62	60.04
长期债务资本化比率（%）	58.39	52.17	54.42
EBITDA 利息倍数（倍）	0.26	0.21	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.01	0.01	--
流动比率（倍）	4.43	3.63	4.78
速动比率（倍）	3.39	2.61	3.52
现金短期债务比（倍）	0.94	0.55	1.00
经营现金流动负债比率（%）	62.30	3.09	-7.16
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.21	0.15	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、公司 2018 年 1 季报未经审计，相关指标未予年化；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　南京东南国资投资集团有限责任公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	1,268.91	1,294.40
所有者权益（亿元）	346.93	401.92
短期债务（亿元）	154.75	207.11
长期债务（亿元）	617.52	536.67
全部债务（亿元）	772.27	743.78
营业收入（亿元）	92.97	64.20
净利润（亿元）	2.55	3.86
EBITDA（亿元）	6.40	9.74
经营性净现金流（亿元）	99.97	8.37
应收账款周转次数（次）	16.09	8.86
存货周转次数（次）	0.32	0.20
总资产周转次数（次）	0.07	0.05
现金收入比率（%）	71.58	98.16
总资本收益率（%）	0.31	0.55
总资产报酬率（%）	0.38	0.63
净资产收益率（%）	0.74	1.03
营业利润率（%）	8.70	13.78
费用收入比（%）	6.82	12.90
资产负债率（%）	72.66	68.95
全部债务资本化比率（%）	69.00	64.92
长期债务资本化比率（%）	64.03	57.18
EBITDA 利息倍数（倍）	7.12	4.02
EBITDA 全部债务比（倍）	0.01	0.01
流动比率（倍）	3.35	3.04
速动比率（倍）	2.44	2.23
现金短期债务比（倍）	1.07	0.74
经营现金流动负债比率（%）	33.73	2.51

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；
2、已将担保方东南国资长期应付款中带息部分计入长期债务核算。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）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。

AAA 级：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：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：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：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；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。