

信用等级公告

联合[2016]927 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拟公开发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，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）有限责任公司拟公开发行的 2016 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年七月十八日

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 2016 年公开发行公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 28 亿元

债券期限：5 年

还本付息方式：每年付息一次，在债券存续期的第 3 年至第 5 年，每年末分别按照债券发行总额 30%、30%、40% 的比例偿还债券本金

担保方：南京东南国资投资集团有限责任公司

担保方式：无条件不可撤销连带责任保证担保

评级时间：2016 年 7 月 18 日

主要财务数据：

发行人

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	687.26	730.25	815.85	833.97
所有者权益（亿元）	202.83	234.68	245.17	247.48
长期债务（亿元）	316.74	325.69	378.04	376.22
全部债务（亿元）	443.44	453.41	532.33	553.23
营业收入（亿元）	47.08	63.75	52.42	13.84
净利润（亿元）	3.85	31.62	6.16	0.10
EBITDA（亿元）	5.82	43.59	8.48	--
经营性净现金流（亿元）	-114.41	-55.01	-11.42	-54.52
营业利润率（%）	13.66	6.32	15.13	9.76
净资产收益率（%）	3.80	14.45	2.57	0.04
资产负债率（%）	70.49	67.86	69.95	70.33
全部债务资本化比率（%）	68.62	65.89	68.47	69.09
流动比率（倍）	3.26	3.46	3.37	3.21
EBITDA 全部债务比（倍）	0.01	0.10	0.02	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.29	1.30	0.26	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.21	1.56	0.30	--

担保方

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	1,038.92	1,174.21	1,215.52
所有者权益（亿元）	281.03	313.93	328.37
营业收入（亿元）	61.76	78.43	76.08
净利润（亿元）	3.97	31.13	6.70
资产负债率（%）	72.95	73.26	72.99

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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、本报告中数据如无特别注明均为合并口径。3、2016 年一季度数据未经审计，相关指标未经年化处理。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）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（以下简称“新城国资”或“公司”）的评级反映了其作为南京市河西新城区内唯一的基础设施建设主体，主业处于区域垄断地位，在区域经济发展环境和政府支持等方面优势显著。联合评级同时也关注到，政府支付公司代建项目的资金来源主要是土地出让收益，易受宏观调控和房地产市场影响，并且由于基础设施建设与土地一级开发的资金需公司自行融资垫付，造成了较重的债务负担，上述因素均对公司信用水平带来一定不利影响。

未来公司将着力发展基础设施和工程建设业务，并将进一步完善河西新城的管理运营体系，逐步向城市综合运营商转型，公司发展前景良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券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。东南国资业务范围广、资产规模较大、股东背景较强，其担保对本次债券的信用水平带来显著的积极影响。

本次债券在债券存续期的第 3 年至第 5 年，每年末分别按照债券发行总额 30%、30%、40% 的比例偿还债券本金。分期偿还有利于减轻公司集中偿还压力，减轻公司财务负担。

基于对公司主体长期信用状况及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 南京市经济发展较好，公司在河西新城区城市基础设施领域具备很强的经营优势。

2. 公司主要从事南京市河西新城区基础设施投资和建设，运营风险较小。

3. 南京市政府在资产、项目划拨、偿债资金等方面给予公司大力支持。

4. 本次债券采用分期偿还方式，有利于减轻公司集中偿还压力，减轻公司财务负担。

5. 东南国资经营范围广、资产规模较大、股东背景较强，其担保对本次债券的信用水平带来显著的积极影响。

关注

1. 公司业务对政府政策依赖程度较高。

2. 由于基础设施建设与土地一级开发资金需自行融资垫付，公司债务负担较重。公司其他应收款占比较大，对公司资金形成了一定的占用。

3. 目前公司代建业务范围主要局限在河西新城地区，随着河西新城区基础设施建设逐步完善，公司面临向城市综合运营商的转型的压力。

4. 公司盈利受投资收益波动影响较大，公司盈利的稳定性需进一步关注。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

申中一

电话：010-85172818

邮箱：shenzy@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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

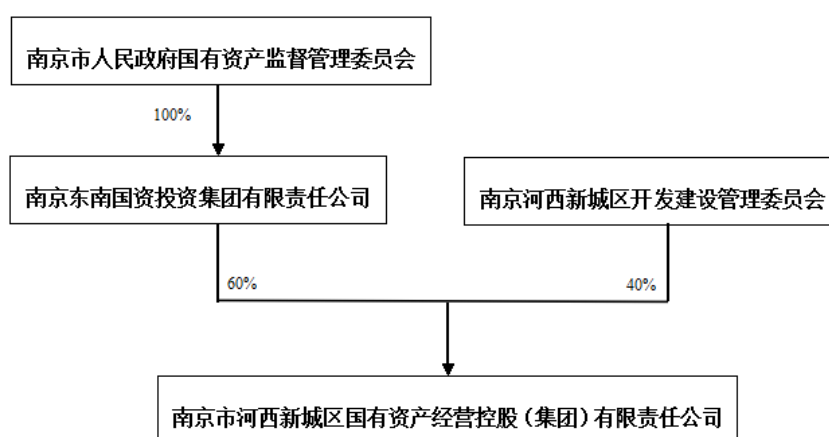
南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司（以下简称“公司”或“新城国资”）原名为南京市河西新城区国有资产经营（控股）有限责任公司，系由南京市人民政府于2002年7月下发的《市政府关于组建南京市河西新城区国有资产经营（控股）有限责任公司的批复》（宁政复【2002】75号文）批准组建的国有独资公司。2003年1月，公司经南京市工商行政管理局核准注册成立，注册资本1.00亿元，出资人为南京河西新城区开发建设指挥部（现已更名为南京河西新城区开发建设管理委员会，以下简称“管委会”或“河西管委会”）。2003年8月，公司注册资本增至5.00亿元。

2005年3月，根据南京市人民政府对《关于将河西国资公司出资人调整为市国资集团的请示》的批复意见（宁府办文【2005】190号）和南京市国有资产投资管理控股（集团）有限公司（以下简称“市国资集团”）《关于明确南京市河西新城区国有资产经营（控股）有限公司出资人及增加资本金的通知》（宁国资集团【2005】20号），出资人由管委会调整为市国资集团，同时将管委会的有关滨江公园土地资产15.66亿元注入公司，注册资本增至20.66亿元。

2006年6月，经南京市人民政府宁政复【2006】46号文件批复，公司更名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，出资人由市国资集团调整为南京市人民政府国有资产监督管理委员会。根据南京市人民政府国有资产监督管理委员会宁国资委产【2010】187号文件批复，公司增加注册资本人民币16.00亿元，变更后的注册资本为人民币36.66亿元，至2011年末公司已收到由管委会代南京市国资委缴纳出资16.00亿元，办理了验资手续并进行了工商变更。

2014年，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），公司出资人由南京市人民政府国有资产监督管理委员会变更为南京东南国资投资集团有限责任公司和南京河西新城区开发建设管理委员会，持股比例分别为60.00%和40.00%。截至2015年底，公司注册资本36.66亿元，公司控股股东为南京东南国资投资集团有限责任公司，最终控制方为南京市人民政府国有资产监督管理委员会，如下图所示。

图1 截至2015年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为南京市国资委授权范围内的国有资产投资、经营、管理；城市基础设施、市政公用配套设施、社会服务配套设施项目的投资、建设、经营、管理。

截至2016年3月末，公司下设办公室、人力资源部、法务审计部、财务部、综合计划部等

14 个职能部门（详见附件 1-1）；下设南京河西新城建设发展有限公司（以下简称“新城建设”）、南京奥体建设开发有限责任公司（以下简称“奥体建设”）等一级子公司共 12 家（见附件 1-2）。截至 2016 年 3 月末，公司本部在册员工 40 人。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 815.85 亿元，负债合计 570.68 亿元，所有者权益 245.17 亿元，其中归属于母公司所有者权益 240.53 亿元。2015 年公司实现营业收入 52.42 亿元，净利润 6.16 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.16 亿元；经营活动现金流量净额为-11.42 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.94 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额 833.97 亿元，负债合计 586.49 亿元，所有者权益 247.48 亿元，其中归属于母公司所有者权益 240.64 亿元。2016 年 1~3 月公司实现营业收入 13.84 亿元，净利润 0.10 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.11 亿元；经营活动现金流量净额为-54.52 亿元，现金及现金等价物净增加额-33.05 亿元。

公司注册地址：南京市建邺区应天大街 901 号；法定代表人：古国才。

二、本次公司债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司公开发行 2016 年公司债券”（以下简称“本次债券”）。本次债券发行规模为不超过人民币 28 亿元（含 28 亿元），期限为 5 年。本次债券面向合格投资者公开发行；票面金额为人民币 100 元，按面值发行；票面利率通过簿记建档方式确定，在债券存续期内固定不变。本次债券在债券存续期的第 3 年至第 5 年，每年末分别按照债券发行总额 30%、30%、40%的比例偿还债券本金（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第 1 个交易日）。本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

南京东南国资投资集团有限责任公司为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司经济适用房项目的金融机构借款和经济适用房项目的后续投资。

三、行业分析

公司作为南京市国资委直属企业和南京市河西新城区基础设施建设主体，业务范围主要涉及河西地区城市基础设施、市政公共配套设施、社会服务配套设施项目建设；近三年其工程结算收入占主营业务收入 65%以上，其中部分为公司根据河西管委会的委托在河西新城区建设开发用地范围内，进行城市基础设施的代建收入。综上，本报告行业分析围绕城市基础设施建设行业展开。

（一）宏观经济和政策环境

经济运行和发展趋势方面，国家统计局数据显示，2015 年我国国内生产总值同比增长 6.9%，，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，运行较为平稳，结构调整在加快推进，保持稳中有进的态势，产业结构更趋优化，服务业占 GDP 比重升至 50.5%，首次超过 50%。总体来看，国内经济发展告别高增长的旧模式进入到“常态增长”阶段；经济结构不断优化升级，

第三产业消费需求逐步成为主体；经济从要素驱动、投资驱动转向创新驱动，进入经济发展“新常态”。

财政政策方面，2015 年全国财政收入一般公共预算收入 152,217 亿元，同口径增长 5.8%，较上年回落 2.8 个百分点；一般公共预算支出 175,768 亿元，同口径增长 13.17%；全年财政赤字首次突破 2 万亿元，达 23,551 亿元，赤字率 2.4%。货币政策方面，2015 年，央行先后分别进行了五次降息降准，同时综合运用多种政策工具增加流动性供给，降低了社会融资成本。

总体看，我国经济发展正处于结构调整期，2015 年积极的财政政策和宽松的货币政策有利于城市基础设施建设行业的发展。

（二）行业及区域经济环境

1. 行业分析

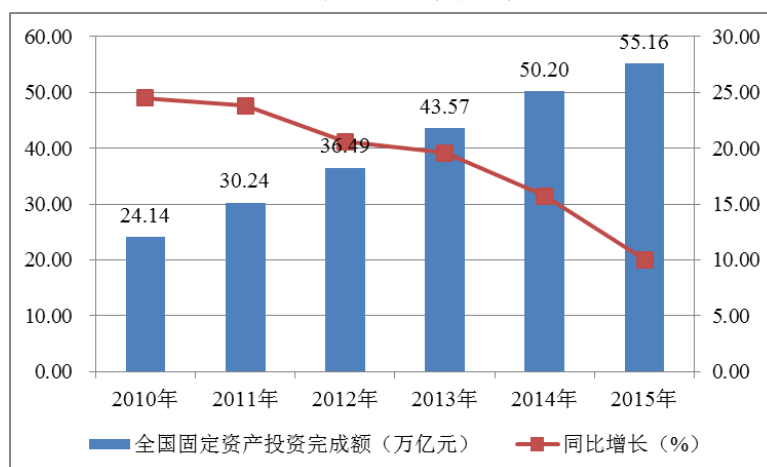
（1）行业概况

城市基础设施建设包括机场、火车、地铁、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

中国是全球最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了許多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

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，2010 年以来，全国固定资产投资增速逐年放缓。2015 年，全国固定资产投资完成额 55.16 万亿元，同比增长 10.00%，较上年减少 5.70 个百分点，增速有所放缓。2015 年，全国新增固定资产投资完成额 38.62 万亿元，同比增长 15.90%，较上年增速大幅下降 9.50 个百分点。具体到三次产业来看，2015 年第一产业固定资产投资完成额 1.56 万亿元，同比增长 31.80%，增速同比下降 2.10 个百分点；第二产业固定资产投资完成额 22.41 万亿元，同比增长 8.00%，增速同比下降 5.20 个百分点；第三产业固定资产投资完成额 31.19 万亿元，同比增长 10.60%，增速同比下降 6.20 个百分点。

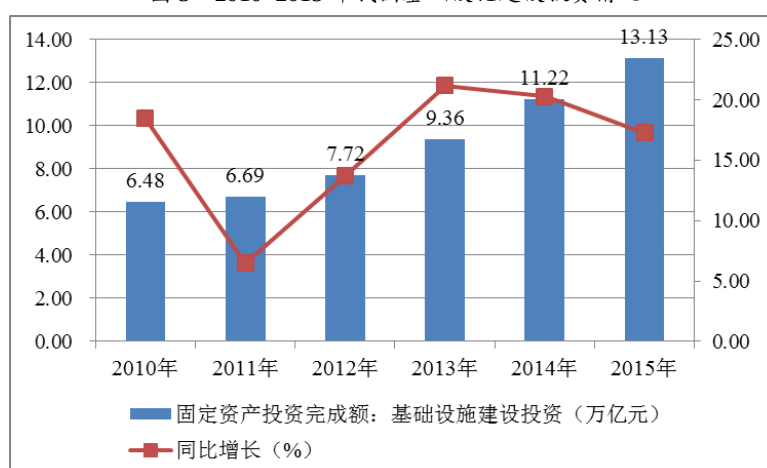
图2 2010~2015年全国固定资产投资完成额



资料来源：Wind 资讯

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的投资支持下，基础设施建设行业整体保持了较高的增速。2015年，全国基础设施建设行业累计完成投资13.13万亿元，同比累计增长了17.29%，增速较上年下降1.18个百分点，但行业投资总额达到一个新的高点。

图3 2010~2015年我国基础设施建设投资情况



资料来源：Wind 资讯

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2015年的56.10%，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。

2013年9月，国务院印发的《关于加强城市基础设施建设的意见》（下称“意见”）作为改革开放以来国务院首次就城市基础设施建设发表的政策，具有标志性意义。意见强调了城市基础设施的质量，同时明确了六项重点任务：加强城市供水、污水、雨水、燃气、供热、通信等各类地下管网建设和改造；加强城市排水防涝防洪设施建设，解决城市积水内涝问题；加强城市污水和生活垃圾处理设施建设；加强城市道路交通基础设施建设；加强城市电网建设，推进城市电网智能化；加强生态园林建设。此外意见还明确地方政府要确保对城市基础设施建设的资金投入力度；要进一步推进投融资体制和运营机制改革，建立政府与市场合理分工的城市基础设施投融资体制。

2014年9月，在推进新型城镇化建设试点工作座谈会中，李克强总理再次重申，推进新型城镇化建设要加快基础设施建设，同时在“十三五”时期重点向中西部倾斜。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43号文》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发【2015】40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年5月，财政部、人民银行、银监会发布《对发改办财金【2015】1327号文件的补充说明》，对于主体信用等级为AA的企业，以自身合法拥有的资产进行抵质押或由担保公司提供第三方担保的债券，或项目自身收益确定且回报期较短的债券，不受发债企业数量指标限制；允许企业借借新还旧，企业在主体与债项信用等级均满足要求的情况下，可使用不超过40%的募集资金用于偿还银行贷款和补充营运资金；支持PPP项目开展

2015年8月，国家发改委发布《项目收益债券管理暂行办法》，对发行项目收益债券募集资金用途予以限制，其资金只能用于该项目建设、运营或设备购置，不得置换项目资本金或偿还与项目有关的其他债务，但偿还已使用的超过项目融资安排约定规模的银行贷款除外。

总体看，近年来政策加大对城市基础设施建设的支持力度，着重强调了城乡一体化、高质量、

合理市场分工以及中西部地区的建设发展。在地方政府性债务管理方面，通过多次分类整合，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，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。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督管理的全程监控，将成为新趋势。

（3）行业关注

行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市场发育尚不完善，体制和机制尚未完全理顺，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此竞争环境下，毛利率空间受到挤压。

流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点，目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

代建项目回收结算周期长、受当地政府财政收支影响大

代理政府建设的城市基础设施，往往受到当地政府的财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，影响城市化进程。

（4）行业发展

我国城镇化水平仍有进一步提高的空间，将促进我国基础设施建设投资继续增长

截至 2015 年末，中国城镇化率为 56.10%，较上年提高 1.33 个百分点，但距发达国家仍有较大差距，未来中国城镇化率仍有很大上升空间。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，从而逐渐缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣；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、城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

引入私营资本参与基础设施建设

长期以来，我国基础设施建设资金普遍依靠政府负债以及土地出让收入。随着土地出让收入增幅下降，地方债压力不断加大，形成债务风险隐患，中央加强了对地方债务的控制。在新的形势下，基础设施建设模式须从政府主导转向市场主导。中央提出要积极发展混合所有制，鼓励社会资本通过特许经营、股权投资、公私合营等方式，积极参与基础设施投资运营。引入私营资本实现项目共建合营，既可缓解地方政府债务，解决资金问题，也可以提高运营效率。

总体看，受益于城市化进程的进一步推进，我国基础设施有望保持进一步发展；另一方面，我国基础设施建设模式将可能发生改变，由过去完全政府主导向 PPP 模式（即政府和私营共同参与）转变。

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经济水平及政府财力情况的影响。

南京市

2015 年，南京市国民经济保持稳定增长，全年全市实现地区生产总值 9,720.77 亿元，较上年增长 9.3%。其中，第一产业增加值 232.39 亿元，同比增长 3.4%；第二产业增加值 3,916.11 亿元，增长 7.2%，其中全部工业增加值 3,395.26 亿元，同比增长 8.0%；第三产业增加值 5,572.27 亿元，同比增长 11.3%，产业结构继续优化。三次产业增加值比例调整为 2.4: 40.3: 57.3。服务业主体地位继续强化，服务业增加值占全市地区生产总值的比重达到 57.3%，较上年提高 1.5 个百分点。按常住人口计算，全年人均地区生产总值达到 118,171 元。

南京市全年完成全社会固定资产投资 5,484.47 亿元，较上年增长 0.4%。其中，国有及国有经济控股投资 1,962.24 亿元，较上年下降 10.6%。

南京市全年完成一般公共预算收入 1,020.03 亿元，较上年增长 12.9%（剔除原政府性基金收入后同口径增长 9.3%）。其中，税收收入 838.67 亿元，较上年增长 10.8%，占一般公共预算收入的比重为 82.2%。全年一般公共预算支出 1,045.18 亿元，较上年增长 13.5%。其中，住房保障支出增长 44.0%、教育支出增长 29.3%、社会保障和就业支出增长 21.8%、交通运输支出增长 21.6%、医疗卫生与计划生育支出增长 18.5%，增幅均高于一般公共预算支出平均水平。

2015 年，全年全体居民人均可支配收入 40,455.17 元，较上年增长 8.5%，收入增速没能跑赢 GDP。其中，南京城镇居民人均可支配收入 46,103.62 元，较上年增长 8.3%；农村居民人均可支配收入 19,482.91 元，比上年增长 10.3%。

全年全体居民人均生活消费支出 24,876 元，比上年增长 7.7%。其中，城镇居民人均生活消费支出为 27,794 元，比上年增长 7.5%；农村居民人均生活消费支出为 14,041 元，比上年增长 9.5%。

总体看，南京市区域经济实力和财政实力持续增强，为城市基础设施建设发展提供了良好的外部环境；城乡居民收入水平和消费水平的提高，加大了对城市基础设施和公用事业的需求。

河西新城区情况

公司的重要建设合同基本均与河西管委会签订，河西管委会资金主要来源为河西新城区土地一级开发形成的土地出让金及规费，河西新城区的经济发展、人口集聚、区域建设、民生配套对当地土地价格有一定的支撑作用。

河西新城位于南京西南，横跨南京市建邺、鼓楼和下关 3 个行政区。河西新城总面积约 94 平方公里，规划人口 60 万人。河西新城规划定位为商务、商贸、文体三大功能为主的城市副中心，居住与就业兼顾的中高档居住区和以滨江风貌为特色的城市西部休闲游览地，采取“新区中心、地区中心、社区中心”三级中心配套体系，其中新区中心 1 个（即 CBD）、地区中心 3 个，社区中心 8 个。河西中央商务区（河西 CBD）是华东地区第二大中央商务区，仅次于上海陆家嘴金融贸易区。区域金融和商务中心正加速形成，截至 2014 年末累计建成商务楼宇 50 多幢，总建筑面积 500 万平方米，在建商务载体近 1,000 万平方米，入驻各类金融机构近 300 家。2014 年，南京市成功举办了青奥会，河西新城区域内的青奥村、国际青年文化中心、国际青年文化公园、“南京眼”步行桥、奥林匹克博物馆等青奥配套工程全面建成，成为向世界展示南京现代化建设新成就的窗口。

民生配套方面，河西新城按照“5 分钟便民服务圈”、“10 分钟体育圈、文化圈”、“15 分钟医疗圈”的规划标准，优先完善了医疗、教育、社区中心等公共配套建设。此外，2015 年，国际青年文化中心土建施工全面完成，内装施工即将全面展开，保利大剧院正式投入使用，已办演出 157 场，接待观众达 20 万人次。青奥村国际社区改造建设工作基本完成，开始试营业；配套的伊顿国际学校正式开学；西餐厅、酒吧等商业配套开始营业。滨江风光带河西段基本建成，设施配套基本到位，奥林匹克博物馆实现常态化运营，公园景区累计接待游客 350 多万人次。滨河风光带

景观和泵站建设接近尾声。CBD 二期 23 个重点项目相继建成，新华报业、华泰证券、省农信社、交通银行等大楼均已投入使用。国际博览中心二期（8 万平方米）建成投用，三期项目（38 万平方米）正式开工。诸多有影响力的项目落户河西南部地区，华侨城鱼背文化旅游项目、城市综合体等项目推进顺利，地价温和上涨，房地产项目出现了量价齐升的好势头。新开工学子路、白鹭东街、五号河等一批道路、河道。黄河路市政综合体、南部市政综合体工程进展顺利。河西儿童医院已建成投用。国际医院完成土地挂牌，拟建成通过国际 JCI 资质认证的高端综合性医院。奥体二中、南部初级中学基本建成。中和村经适房三期正在后期收尾。中部地区水环境整治工程继续推进，通过采用清淤、补水、生态治理等多种手段，河道水质明显改善。天保路等 4 个公共管廊建成投用。有轨电车、新能源出租车等低碳项目运营有序。

长期规划方面，由于河西新城区的不断发展与变化，2002 版的河西总体规划已无法指导目前的规划建设，南京市规划局于 2014 年 12 月公布了《河西新城区整体城市设计》方案。此次规划提出河西的功能定位为：以金融商务和文化休闲功能为主导的，以科技智慧产业为支撑的，现代文明与滨江特色风貌相辉映的，绿色生态型南京标志地区。2015 年，南京市规划局公布了对河西新城区北部和南部的详细规划成果，以规划图的形式将规划细化到该区域的每栋建筑物的功能形态。

总体看，南京市河西新城区区域建设速度较快，青奥会相关配套设施建设水平较高提升区域知名度，民生配套设施到位，形成了一定的人口集聚效应，区域未来发展前景较好。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是南京市河西新城区唯一的基础设施建设主体，是规划河西新城区的重要参与者和建设河西新城区的主要实施者。作为河西新城唯一的城市基础设施建设企业，公司以基础设施建设为核心，以园林绿化、资产管理、会展服务、酒店餐饮、物业管理和房地产开发为支撑业务，业务发展得到了市政府强有力支持。

公司在南京市河西新城城市基础设施领域处于行业领先地位。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，南京河西新城区开发建设管理委员会与公司签署了《河西新城区城市基础设施建设与土地一级开发委托协议》，协议约定，由公司受托河西新城区建设开发用地范围内的城市基础设施建设与土地一级开发。

公司近几年承揽了包括青奥城、CBD 绿轴、中央公园、河西新城区道路建设等在内的几乎所有大型基础设施建设项目，以其较强的专业能力和优良的业绩，在行业内树立了良好的品牌形象。公司在长期基础设施投资建设与运营过程中积累了丰富的经验，建立了严格高效的项目建设和管理制度，形成了一套在现有体制下降低投资成本、保证工程质量、缩短工期的高效管理程序。各项工程从设计规划到审计验收和资金结算，由专门部门实施，截至本报告出具之日，尚未发生质量纠纷和资金结算困难等类似事件。

总体看，公司在南京市城市建设领域发挥着积极作用，地方政府对公司的职能定位明确，在新城建设资金的筹集、使用和管理中具有不可替代的地位。

2. 人员素质

公司现有董事、监事及高级管理人员等 8 人，其中董事长兼总经理 1 人。

古国才先生，1970 年出生，硕士研究生学历。历任河西指挥部（现河西管委会）招商处处长；

南京奥体建设开发有限责任公司副总经理、常务副总经理、总经理；现任南京奥体建设开发有限责任公司董事长兼总经理，南京东南国资投资集团有限责任公司副总经理，南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司董事长兼总经理。

张丽女士，1968 年出生，董事兼财务部部长，本科学历，高级会计师。历任南京机电设备总公司出纳会计、成本会计、总账会计；曾担任南京朗驰集团有限责任公司财务部副主任；南京朗驰集团有限责任公司财务部主任；南京朗驰集团有限责任公司总经理助理；南京朗驰集团有限责任公司总会计师；南京朗驰集团有限责任公司副总经理；现任南京东南国资投资集团有限责任公司财务部部长、南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司董事、财政部部长。

截至 2016 年 3 月底，公司在职员工 888 人。从员工文化素质情况来看，研究生及以上学历占 6.08%，大学学历占 28.49%，大专及以下学历的占比 65.43%；从员工年龄构成来看，35 岁及以下的占比 57.66%，36~50 岁的占 34.57%，50 岁以上的占 7.77%。

总体看，公司高管人员经验丰富，文化素质较高，公司员工整体素质较好，可满足公司管理运营的需求。

3. 政府支持

资本注入

公司是南京市河西地区城市基础设施建设开发的重要实体，基于其特殊职能定位，成立伊始即得到了南京市政府及河西管委会的大力支持，注册资本不断增加。截至 2015 年末，公司注册资本由 2003 年成立时的 1.00 亿元增加至 36.66 亿元。

资产划拨和政府补贴

政府在资产划拨和政府补贴等方面对公司的支持稳定持续。2012 年公司获得南京国际博览中心一期及续建项目资产和金陵江滨国际会议中心资产。2013 年公司获得 3 幅河西南部地区的土地资产，分别为河西 35、36 和 37 号 B 地块，上述地块均为城镇混合住宅用地，土地性质为出让用地，合计 614 亩，共计 100.27 亿元。

2013~2015 年，公司分别收到政府财政补贴 884.88 万元、509.45 万元和 274.60 万元，呈逐年下降趋势，主要是由于 2013 年和 2014 年公司获得亚青赛和青奥会相关财政补贴，2015 年该补贴收入随着亚青赛和青奥会的结束而不再持续。

债务偿还

公司为满足政府代建项目的建设资金需求，主要采取对外举债方式进行筹资。根据宁政发【2003】168 号文件，市政府为保障公司举债资金的如期偿还以及代建政府项目建设顺利进程，由河西管委会对代建项目进行定期回购，并定期划拨一部分项目建设资金，其回购和项目建设资金来源主要为河西地区土地一级开发形成的土地出让收益以及规费收入；其流程为：河西管委会根据公司项目建设进度和资金需求，将其收储的河西地区的土地进行出让，取得的土地出让收入上缴南京市财政，南京市财政扣除相关税费将其返还至河西管委会，河西管委会扣除相关成本费用，根据公司资金需求和代建政府项目进程，进行划拨和回购。

2013~2015 年，河西新城区开发土地面积合计 238.10 万平方米，出让土地面积合计 171.35 万平方米，实现土地出让收入合计 228.26 亿元。

表 1 河西新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
2013	70.00	433.00	43.48	131.10	84.75
2014	62.90	65.52	107.29	42.18	27.42
2015	105.20	90.95	20.58	54.98	35.74

资料来源：公司提供

此外，南京市政府为进一步加强河西新城区建设的偿债能力，将城市市政公用基础设施配套费和河西新区道路管网及公建配套建设费两项规费划拨给河西管委会，河西管委会根据公司资金需求和代建政府项目进程划拨给公司。

项目建设支持

公司作为南京市河西新城区内唯一的基础设施建设主体，承揽了包括青奥城、CBD 绿轴、中央公园、河西新城区道路建设等在内的几乎所有大型基础设施建设项目；此外南京市政府通过《关于进一步加快河西新城建设发展的若干意见》等支持性文件对项目的运作提供了有力支持。

总体看，公司得到了南京市政府及河西管委会在资产注入、财政补贴等多方面的持续大力支持。

五、公司管理

1. 治理结构

根据《中华人民共和国公司法》、《企业国有资产监督管理暂行条例》和《南京市企业国有资产监督管理暂行办法》，公司制定了章程，建立了公司的治理结构。

公司设股东会；股东会由全体股东组成，是公司的最高权力机构。公司设董事会，由 3 名董事组成，包括一名职工代表，董事会成员由股东委派；其中的职工代表由公司职工代表大会选举产生。董事会设董事长 1 人，由股东推荐，经董事会选举产生；同时董事长为公司法定代表人。公司设监事会行使监督职能。监事会代表股东对公司国有资产运营和保值增值情况实行监督。监事会由 5 人组成，监事会成员由股东委派，但其中的职工代表由职工代表大会选举产生。监事会设主席 1 人；监事不得兼任公司的董事及高管人员职务。公司设总经理 1 人，总经理对董事会负责，并接受监事会监督；此外，可根据需要设总会计师、总经济师、总工程师。

总体看，公司治理结构完善，实际运行情况良好。

2. 管理制度

公司下设办公室、人力资源部、法务审计部、财务部、综合计划部、规划设计部、征地拆迁部、工程管理部、市政管理部、投资与资产管理部、招商服务部、总师办公室、招投标管理办公室和监察室 14 个职能部门。

公司有较为完善的制度。行政管理方面，公司制定了一系列详尽的管理办法，包括《重大事项报告管理规定》、《基本建设项目文件归档要求与档案整理规范》和《保密管理工作规定》等。组织人事管理方面，公司通过《专业技术职务评聘管理办法》、《绩效考核管理办法》、《关于加强在职教育、培训的管理规定》和《关于聘请长年专家顾问的管理办法》等一系列制度完善了招聘、薪酬、绩效考核、奖惩以及晋升等事项和流程，同时在完善人员结构、提高员工素质方面做出了积极努力。

财务资金管理方面，公司制定了《财务收支管理规定》、《对外经济担保的暂行规定》等一系列制度。审计管理方面，公司通过《内部审计暂行规定》、《财务收支审计暂行办法》、《建设项目

竣工结算暂行管理办法》和《投资项目跟踪审计实施暂行办法》等一系列制度完善加强了审计监督的职责，确保了国有资产能够安全、高效运作。

工程项目管理方面，公司制定了《工程项目计量及变更管理规定》和《建设工程项目安全生产管理暂行办法》等制度。资产管理方面，公司通过《投资项目科学决策指导意见》、《国有资产管理暂行规定》和《经营性资产管理暂行办法》等制度力求达到科学有效的资产管理目标。

此外，公司还在监督管理和综合管理方面围绕党风廉政建设、改进工作作风、提高执行能力、优化流程和提高效率等方面制定了一系列制度、措施。

在子公司管理方面，财务上与公司采用统一会计体系核算，财务负责人由公司财务部委派；经营人员由河西管委会和公司统一委派，人员招聘由公司统一进行；对子公司工程项目和财务报告，公司进行定期审计、抽查。

总体看，公司建立了完善的治理结构，制定了完备的管理制度，管理风险低。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为工程结算、房地产开发、园林绿化、酒店餐饮及会展、公园门票及管养等业务。2013~2015 年，公司主营业务收入随着每年结转收入项目的不同而有所波动，分别为 46.83 亿元、63.67 亿元和 52.03 亿元，年均复合增长率 5.41%。公司主营业务收入构成中工程结算和房地产开发业务收入占比较大，2015 年收入分别为 38.22 亿元（占比 73.45%）和 7.72 亿元（占比 14.85%）。园林绿化和酒店餐饮及会展业务收入在公司主营业务收入中也占有一定比例，但近三年收入均有一定波动性。此外公司自 2014 年起新增了出租车业务，但收入占比较小。

受房地产开发业务毛利率波动影响，公司综合毛利率近三年波动较大，分别为 16.37%、8.34% 和 17.62%。2013~2015 年，公司房地产开发业务毛利率波动较大，三年分别为 36.54%、5.60% 和 50.73%，2014 年所结转房地产开发收入全部为保障房收入，导致该年公司房地产业务毛利率较低，2015 年所结转房地产开发收入主要为商品房收入，其中紫薇园项目早年受让土地成本较低，该项目结转收入带动公司 2015 年房地产业务毛利率大幅升高；近三年，工程结算业务毛利率波动不大，分别为 5.60%、6.36% 和 6.61%，但整体处于较低水平；酒店餐饮及会展业务毛利率较高且较为稳定，近三年分别为 77.61%、77.69% 和 79.79%；园林绿化业务毛利率根据项目不同而有所波动，三年分别为 12.39%、14.59% 和 10.44%；公园门票及管养业务和出租车业务对公司经营影响较小。

表 2 2013~2015 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

行业	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程结算	312,831.48	66.80	5.60	414,902.11	65.17	6.36	382,178.44	73.45	6.61
房地产开发	107,478.09	22.95	36.54	180,240.90	28.31	5.60	77,248.95	14.85	50.73
园林绿化	20,983.60	4.48	12.39	16,779.42	2.64	14.59	22,606.46	4.34	10.44
酒店餐饮及会展	18,073.70	3.86	77.61	16,072.26	2.52	77.69	25,566.84	4.91	79.79
公园门票及管养	3,509.32	0.75	17.41	1,518.75	0.24	50.16	2,976.44	0.57	72.07
出租车业务	--	--	--	537.35	0.08	-9.95	2,416.99	0.46	7.00
其他业务	5,400.73	1.15	48.04	6,629.76	1.04	14.80	7,326.14	1.41	29.41
合计	468,276.92	100.00	16.37	636,680.56	100.00	8.34	520,320.25	100.00	17.62

资料来源：公司审计报告

2016 年 1~3 月，公司主营业务收入 13.84 亿元，同比减少 3.76%。

总体看，公司近年经营性业务收入情况较好，但由于房地产开发业务盈利能力下降，综合毛利率逐年下降，未来盈利能力有待提升。

2. 城市基础设施代建业务

基础设施建设板块为公司业务的第一大板块，其收入占据了公司主营业务收入的 65%以上。其中部分为来自河西管委会委托的代建业务收入，由公司本部进行运营。其他工程决算收入主要由公司子公司南京河西新城建设发展有限公司和南京河西工程项目管理有限公司等通过自身优势，通过市场竞争获得。公司的一级土地开发业务也包含在工程结算业务中，主要为针对委托代建项目的一级土地开发。

公司市政基础设施类项目建设采用代建制。河西管委会就建设与开发范围内的所有征地批复后实施、拆迁和市政配套项目设施建设等以委托方式交由公司实施，包括办理相关前期手续；实施征地批后实施工作；实施拆迁工作；完成地上物拆除、地下构筑物移除、渣土清运、围墙施工、场地平整等工作；组织市政基础设施的建设（道路、河道、泵站、景观绿化、供电项目、交通设施、路灯工程、教育文化、工艺配套项目及市政府下达的其他项目）等。

公司与河西管委会签订相关委托建设工程事项协议，根据协议，公司先期垫资城市基础设施建设与土地一级开发总费用，包括城市基础设施建设与土地一级开发的直接成本、间接成本和河西管委会支付给公司的委托开发收益。直接成本包括前期费用，征地费用及税费、拆迁补偿费，土地整理、交付过程中发生的有关补偿费用，市政基础设施建设有关费用，土地储备开发过程中发生的审计、律师、工程监理费用等。间接成本包括财务费用、管理费用和营业税金及附加。委托开发收益根据项目施工周期、组织难度情况，按不低于建设与开发直接成本的 6%计算。

公司建设与开发总费用的结算按照季度末暂结算、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建设和开发的直接成本和间接成本以及相应的委托开发收益先行确认产值；每半年再根据公司当年实际支出的建设和开发实际成本和间接成本以及相应的委托开发收益，经河西管委会审核后并以工程产值确认书的方式进行预结算；工程竣工验收后再以土地一级开发总费用的决算审计报告进行最终的决算。工程预决算后，河西管委会在半年内按不低于预结算工程产值的 90%支付开发费用，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。

自成立起至 2016 年 3 月末，公司负责投资代建项目计划总投资额合计 308.85 亿元，其中累计已完成投资合计 278.24 亿元；截至 2016 年 3 月末，公司尚有青奥城、河西南部道路建设以及学校、社区中心、市政综合体配套项目在建，计划总投资 122.84 亿元，已累计投资 96.23 亿元。公司的资金需求主要依靠银行融资、土地出让收益以及相关配套规费，项目回款情况较好（表 3）。

表 3 截至 2016 年 3 月底公司累计投资代建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	计划投资额	建设周期	建设进度	截至 2016 年 3 月末实际总投资	截至 2016 年 3 月末已结算金额	截至 2016 年 3 月末未结算金额
1	河西北部道路建设	33.10	2003-2011	完工	33.10	33.10	0.00
2	河道泵站	5.40	2003-2011	完工	5.40	5.40	0.00
3	供电杆线迁移	3.50	2003-2008	完工	3.50	3.50	0.00
4	滨江大道中段	12.00	2003-2006	完工	12.00	12.00	0.00
5	CBD 绿轴、中央公园	6.00	2005-2008	完工	6.00	6.00	0.00
6	滨江公园、绿博园	5.60	2003-2005	完工	5.60	5.60	0.00
7	学校社区中心公交等	4.81	2003-2011	完工	4.81	4.81	0.00
8	南京国际博览中心一期	18.00	2007-2008	完工	18.00	18.00	0.00
9	新城大厦一期	4.00	2006-2008	完工	4.00	4.00	0.00
10	行政审批中心及配套	14.50	2009-2013	完工	14.50	14.50	0.00
11	滨江风光带河西段	3.50	2013-2014	完工	3.50	3.50	0.00
12	学校、社区中心等配套项目建设	16.80	2010-2014	完工	16.80	16.80	0.00
13	河西中部道路建设	5.00	2010-2012	完工	5.00	5.00	0.00
14	河道泵站建设	0.70	2010-2012	完工	0.70	0.70	0.00
15	南京市档案馆、方志馆建设	2.90	2012-2013	完工	2.90	2.90	0.00
16	河西南部道路建设	26.00	2013-2014	完工	22.00	22.00	0.00
17	南京国际博览中心二期	12.00	2012-2014	完工	12.00	11.90	0.10
18	青奥城	100.00	2011-2016	在建	92.50	92.30	0.20
19	河西大型综合性医院	12.20	2011-2015	完工	12.20	11.90	0.30
20	河西南部道路建设	4.94	2015-2016	在建	1.58	1.42	0.16
21	学校、社区中心、市政综合体等配套项目	17.90	2015-2016	在建	2.15	1.93	0.22
合计	--	308.85	--	--	278.24	277.26	0.98

资料来源：公司提供

2013~2015 年，公司政府代建项目以及其他客户委托建设项目工程决算收入有所波动，三年分别为 31.28 亿元、41.49 亿元和 38.22 亿元。收入确认方面，每年年末由施工单位确认施工进度，根据完工进度百分比确认代建收入。同时应注意到，由于公司政府代建项目受河西地区发展状况制约，加之工程进度的不确定性，以及工期安排的不规律性，公司政府代建项目工程决算收入稳定性较低。公司工程结算业务毛利率水平逐年有所增长，近三年分别为 5.60%、6.36%和 6.61%。

总体看，近三年公司市政基础设施类项目实现的工程收入有所波动，在营业收入中占比较大。由于工程结算收入中政府代建项目与河西管委会签定的协议锁定了该部分的收益，因此公司公益类项目建设业务盈利能力较稳定，但盈利水平不高。

3. 房地产开发业务

公司房地产开发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。由于南京市“国资房企退市令”，2014 年奥体建设拆分的 2 个项目公司：南京奥信房地产开发有限公司（以下简称“南京奥信”）和南京奥和房地产开发有限公司（以下简称“南京奥和”）的 100%股权分别以 9.00 亿元和 35.20 亿元转让给佳兆业集

团（深圳）有限公司和上海建工房产有限公司；截至 2015 年末，奥体建设总资产 110.88 亿元，总负债 63.66 亿元，所有者权益 47.22 亿元。“退市前”，奥体建设主要经营河西地区的一般商品房和保障房开发；“退市后”，奥体建设经营范围主要为河西地区保障房的开发以及已开发销售项目的运营管理。保障房主要用于河西南部回迁，由南京市政府拆迁办统一安置；保障房开发利润率为开发成本的 3%。近三年，公司房地产开发板块收入呈波动下降态势，三年分别实现收入 10.75 亿元、18.02 亿元和 7.72 亿元；毛利率波动较大，分别为 36.54%、5.60%和 50.73%。其中，2014 年所结转房地产收入全部为保障房收入，导致该年房地产业务毛利率较低；2015 年所结转房地产开发收入主要为商品房收入，其中紫薇园项目早年受让土地成本较低，该项目结转收入带动公司 2015 年房地产业务收入毛利率大幅上升至 50.73%。

截至 2016 年 3 月末，公司已陆续建成交付海棠园、青铜园、莲花村经济适用房 A 地、中和村经济适用房一期、二期、清竹园、木樨园、翠杉园、丹枫园、紫薇园等项目。

表 4 截至 2016 年 3 月末公司已建成项目销售情况表（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	总投资	类型	完工时间	建筑面积	可售面积	已售面积	销售单价	回款情况	剩余面积	备注
清竹园	5.79	住宅	2005.12	21.32	15.62	15.16	4,500	7.62	0.46	剩余面积为持有经营的商业用房
木樨园	2.95	住宅	2006.06	9.63	6.10	6.04	5,500	3.66	0.06	剩余面积为持有经营的商业用房
丹枫园	7.06	住宅	2007.05	16.60	12.37	12.00	一期 5,800，二期 6,900	8.58	0.37	剩余面积为持有经营的商业用房
翠杉园	3.15	住宅	2009.04	8.64	6.68	6.50	5,100	3.71	0.18	剩余面积为持有经营的商业用房
海棠园	6.28	住宅	2010.04	15.23	11.77	10.69	8,900	10.04	1.08	剩余面积为持有经营的商业用房
青桐园	7.55	住宅	2011.10	12.77	9.27	8.54	13,000	10.84	0.73	剩余面积中持有经营的商业用房 0.72 万平方米，未售面积 0.01 万平方米
紫薇园	13.90	住宅	2014.01	10.20	7.29	6.29 ¹	28,000	16.86	1.00	剩余面积中持有经营的商业用房 0.62 万平方米，未售面积 0.38 万平方米
中和村经济适用房一期 A 区	18.00	保障房	2012.12	41.23	37.49	36.56	3,900	2.48	0.93	剩余面积为持有经营的商业用房

中和村经济适用房一期 B 区	10.00	保障房	2013.12	15.81	14.36	8.10	3,900	3.36	6.26	剩余面积中持有经营的商业用房 0.81 万平方米，未售面积 5.45 万平方米
中和村经济适用房二期	22.00	保障房	2015.12	25.08	18.86	0.92	3,900	0.36	17.75	剩余面积中持有经营的商业用房 1 万平方米
合计	96.68	-	-	176.51	139.81	104.51	--	67.51	29.65	--

资料来源：公司提供

在建项目方面，奥体建设目前主要的在建项目为中和村经济适用房三期项目和青奥村项目。

中和村经济适用房三期项目位于河西南部渭路以东、汶河路南北两侧，总建筑面积 15.00 万平方米，计划投资总额 10.00 亿元。截至 2016 年 3 月末已完成投资 3.80 亿元；2016 年 4~12 月、2017 两年分别计划投资 3.20 亿元和 3.00 亿元。

中和村经济适用房四期项目位于建邺区龙王大街以东，螺塘街以北，高庙路以南。用地面积 7.46 万平方米，建筑面积 30 万平方米，由奥体建设负责建设，截至 2016 年 3 月末已完成投资 0.07 亿元，2016 年 4~12 月、2017 两年分别计划投资 18.06 亿元和 8.00 亿元。

青奥村项目位于南京建邺区江山大街西侧，为青奥会配套项目，占地面积 14.31 万平方米，建筑面积 46.00 万平方米，计划总投资 60.00 亿元。青奥村已于 2014 年竣工，并作为运动员村完成了服务青奥会的使命；后续将进行改造和重新装修，完成后将作为公寓进行销售。截至 2016 年 3 月末已完成投资 47.80 亿元；2016 年 4~12 月、2017 年和 2018 年分别计划投资 29.20 亿元、18.00 亿元和 7.00 亿元。

表 5 截至 2016 年 3 月末公司在建、拟建房地产项目表（单位：万平方米、万元）

项目类型	建设期	建筑面积	总投资	已投资	计划投资		
					2016 年 4~12 月	2017 年	2018 年
中和村三期	2014~2017	15.63	100,000	37,957.39	32,042.61	30,000	0
青奥村	2011-2017	46.00	700,000	439,406.14	180,593.86	80,000	0
中和村四期	2016-2018	30.00	220,000	662.44	79,337.56	70,000	70,000
合计	--	91.63	1,020,000	478,025.97	291,974.03	180,000	70,000

资料来源：公司提供

总体看，公司未来将重点开发保障房项目，收入、利润规模或将受到一定影响。

4. 酒店餐饮及会展业务

酒店餐饮及会展板块分别由子公司南京河西新城江滨会议中心有限公司和南京河西会议展览有限公司负责，包括金陵江滨酒店和南京国际博览中心的运营。

金陵江滨国际会议中心酒店是南京首家以商务会议和休闲度假为主题的江畔园林式酒店。毗邻奥体中心，北与绿博园相接。该酒店 2006 年 6 月正式开始运营，具备 5 星级酒店标准，拥有 222 间客房，2,000 平方米的会议场地和一流的专业设施。2009 年 11 月起，河西管委会、河西国资决定金陵江滨国际会议中心酒店与金陵会议中心合并管理，在人力、物力上实现资源整合、共享。同时，经河西指挥部、国资集团批准，2010 年 4 月，“金陵江滨国际会议中心酒店”正式更

名为“金陵江滨酒店”。目前，金陵江滨酒店入住率在 60%左右。

2012 年，公司获得政府划转的金陵江滨国际会议中心资产和南京国际博览中心一期及续建项目。目前金陵江滨国际会议中心划拨资产作为酒店资产使用；南京国际博览中心一期及续建项目用于会展场馆的使用。南京国际博览中心的运营由南京河西会议展览有限公司（以下简称“河西会展”）负责。河西会展作为全市会展产业的龙头，已在全国产生一定影响，先后承办了中国国际机床展等 20 多个国际品牌展会，并圆满完成了青奥会场馆保障和办赛任务；国际博览中心二期也已于 2015 年 3 月启用。

2013~2015 年，公司酒店餐饮及会展业务收入波动增长，三年分别为 1.81 亿元、1.61 亿元和 2.56 亿元，其中 2015 年该业务收入增长较多，系博览中心二期场馆于 2015 年投入运营以及国际青年酒店餐饮业务于 2015 年运营所致。2013~2015 年，公司酒店餐饮及会展业务维持了较高的毛利率，分别为 77.61%、77.69%和 79.79%，总体较稳定。

总体看，公司酒店餐饮及会展业务盈利能力较强，随着河西新区开发建设和青奥会后金陵江滨酒店和南京国际博览中心知名度逐步打开，公司酒店和会展资产运营状况有望得到提升。

5. 园林绿化业务

园林绿化板块由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”）负责运营，包括园林建筑规划、设计、施工一级盆景、花卉、苗木的培育和銷售等。南京园林成立于 1993 年，注册资本 2,000 万元，拥有绿化一级资质，采用市场化经营，主要承接各类项目工程的建设。截至 2015 年末，南京园林总资产为 4.43 亿元，总负债为 3.45 亿元，所有者权益为 0.98 亿元。

2013~2015 年，公司园林绿化业务收入分别为 2.10 亿元、1.68 亿元和 2.26 亿元。2014 年收入下降主要系南京园林由于“国有资本退出设计、施工、监理、养护、环卫、园林、审图、咨询等八大领域”需接受审计，2014 年 6 月至 2015 年 4 月未参加招标，业务受影响所致；2015 年公司开拓外地市场，承接了洛阳市洛河水系综合整治示范段工程，同时持续进行原青奥文化体育公园后期提升工程、浦口区美丽乡村绿化环境提升工程等项目，带动 2015 年公司园林绿化业务收入快速增长。公司园林绿化业务毛利率由于项目不同有所波动，2013~2015 年分别为 12.39%、14.59%和 10.44%。经过青奥建设后，南京的绿化工程市场已经饱和，压价情况严重，加上公司承接的外地工程运行成本较高，导致 2015 年公司该业务板块毛利率有所下降。

总体看，公司园林业务近年经营情况受市场影响波动较大，该板块收入及毛利率均存在较大不确定性。

6. 重要事项

中央纪委监察部网站 2014 年 9 月 13 日公告称，南京市委常委、建邺区纪委书记冯亚军（南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司董事长）涉嫌严重违纪违法，截至 2015 年末，冯亚军正接受组织调查。

2014 年 9 月，根据《南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司股东会决议》，免去冯亚军的公司董事长、法人代表职务，选举古国才为公司董事长、法定代表人。截至本报告出具日，公司已完成工商变更。

7. 经营关注

（1）近年来公司盈利能力持续下降，尤其是房地产业务剥离一般商品房板块后，毛利率下降幅度较大；基本设施和工程建设业务中的政府代建业务，公司与河西管委会签订协议锁定了该

部分收益，盈利能力不强。公司未来盈利能力有待提升。

(2) 随着河西新城地区基础设施逐步完善，加之河西新区储备土地减少，公司代建业务的发展和还款资金的来源受到一定限制，公司需在业务上寻求新的突破，并面临一定自身定位转型的压力。

(3) 河西新城区开发建设管理委员会对公司形成较大的资金占用，对公司资金使用以及流动性产生一定影响。

8. 未来发展

河西新城建设方面，公司将进一步提升河西新城的品质和功能性。尤其是在建设低碳生态智慧的城市方面，公司将进一步加强国家级低碳生态示范区工程建设和示范引领，强化低碳生态智慧的城市特质。此外公司还将围绕“后青奥”主题，进一步完善与城市新中心定位相适应的管理运营体系。

业务方面，公司将着力发展代建业务，促进代建业务利用前期的资源积累以及自身专业优势，走出和河西，走出南京。同时，青奥会后，随着河西新城基础设施建设的逐步完善，公司在定位上将逐步向城市综合运营商转变。

目前河西新城区可出让用地主要集中在南部地区。根据南京市规划局 2010 年 6 月公示《河西新城区南部地区（MCeO40、MCdO70）控制性详细规划》，南部地区规划总用地面积为 1,417.39 万平方米，其中城市建设用地 1,374.06 万平方米，非城市建设用地 43.33 万平方米；截至目前，河西新城区南部地区剩余可出让用地约 350 万平方米，其中住宅用地约 146 万平方米，商办用地约 99 万平方米。考虑到房地产市场波动影响，保守以河西地区 2016 年楼面均价 20,000 元/平方米的 2/3 约 13,333 元/平方米、3 倍容积率进行计算，可形成土地出让收益约 980 亿元，能够较好覆盖公司代建工程投资成本及代建收益。但联合评级同时关注到，受政策和房地产行业波动影响大，河西新城区土地出让面积各年不均衡，具有一定波动性。

随着南京市房地产市场价格自 2015 年下半年进入快速上升期，南京市土地市场水涨船高，河西新城区作为南京市土地价格最高的区域，频繁出现地王。河西管委会所持有的河西南部土地价格，从 2015 年初二类住宅价格 2,000 万元/亩，目前已超过 4,000 万/亩。由于土地市场向好，河西管委会收回的土地出让款将对公司未来代建项目回款提供有力保障，预计 2016 至 2017 年，回款将超过 150 亿元。

总体看，公司未来发展规划明确；随着河西新城建设进一步完善、公司业务范围逐步向河西新城外辐射加之未来的逐步转型，公司业务多样性将得到加强，业务规模以及盈利能力有望进一步提升，同时，由于土地市场向好，河西管委会收回的土地出让款将对公司未来代建项目回款提供有力保障。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013 年~2015 年财务报表均已经江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司根据财政部 2014 年新发布和修订的企业会计准则对会计政策进行相应变更，并自 2014 年 7 月 1 日起执行新会计准则，此追溯调整不影响当期合并财务报表和可比期间合并财务报表所有者权益项目和利润表项目。联合评级认为统一口径有利于分析公司业务的发展变化，本报告采用的 2013 年的财务数据为追溯调整后的数据。

公司所有财务数据均为合并报表口径，2014 年公司新设子公司南京河西新能源客运服务有限公司和金帆酒店管理服务有限公司，纳入合并范围；2015 年公司合并范围未发生变化。总体看，公司近三年主营业务未发生变化，新纳入合并范围子公司规模较小，财务数据的可比性较强。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 815.85 亿元，负债合计 570.68 亿元，所有者权益 245.17 亿元，其中归属于母公司所有者权益 240.53 亿元。2015 年公司实现营业收入 52.42 亿元，净利润 6.16 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.16 亿元；经营活动现金流量净额为-11.42 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.94 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额 833.97 亿元，负债合计 586.49 亿元，所有者权益 247.48 亿元，其中归属于母公司所有者权益 240.64 亿元。2016 年 1~3 月公司实现营业收入 13.84 亿元，净利润 0.10 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.11 亿元；经营活动现金流量净额为-54.52 亿元，现金及现金等价物净增加额-33.05 亿元。

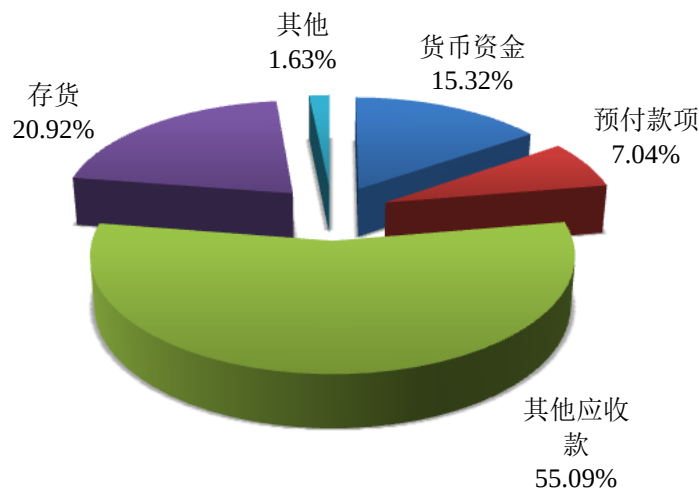
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模逐年上升，年均复合增长率 8.95%。公司资产构成以流动资产为主，近三年流动资产占比均在 75%以上。截至 2015 年末，公司资产总额 815.85 亿元，较上年末增长 11.72%；其中流动资产占比 77.21%，非流动资产占比 22.79%。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产规模逐年增长，从 2013 年的 520.48 亿元上升至 2015 年的 629.95 亿元，年均复合增长率为 10.02%，主要系其他应收款所致。截至 2015 年末，公司流动资产 629.95 亿元，主要以货币资金（占比 15.32%）、预付款项（占比 7.04%）、其他应收款（占比 55.09%）和存货（占比 20.92%）构成。

图 4 截至 2015 年末公司流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金有所波动，年均复合下降 12.20%。截至 2015 年末，公司货币资金 96.52 亿元，较上年末增长 16.60%，主要系公司取得大量长期借款所致。截至 2015 年末，公司货币资金主要以银行存款（占比 83.34%）和其他货币资金（占比 16.65%）为主，货币资金中除保证金 10.60 亿元（占比 10.98%）外，无抵押、冻结等对变现有限制和存放在境外或有潜在回收风险的款项，货币资金受限比例较低。

公司预付账款系代建工程垫款。2013~2015 年，公司预付款项逐年增长，年均复合增长 16.74%。截至 2015 年末，公司预付款项 44.33 亿元，较上年末增长 11.11%，主要系工程量增多且未结算所致；其中账龄 1 年以内的占比 29.55%，账龄 1 至 2 年的占比 23.52%，账龄 2 至 3 年的占比 23.91%，账龄 3 年以上的占比 23.03%。预付款项期末前五名均为公司施工方，因工程尚未结算使得账款未结算，2015 年末预付账款前五名余额合计 27.31 亿元（占比 61.60%）。

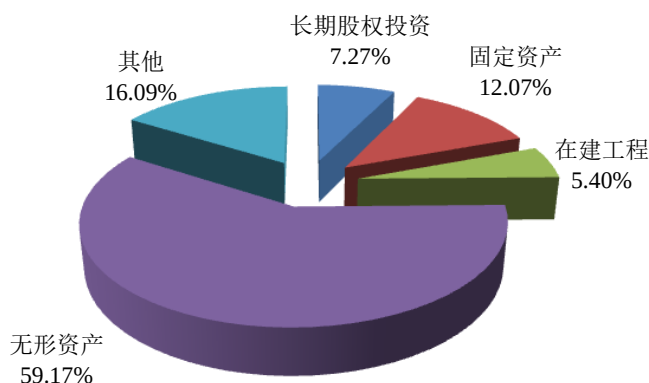
2013~2015 年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长率 13.29%。公司其他应收款主要为南京河西管委会（同级管理层）欠款，2015 年末占比 95.00%，对公司资金形成较大占用。截至 2015 年末，公司其他应收款 347.02 亿元，较上年末增长 14.89%，主要系河西管委会欠款增加所致。账龄方面，公司 1 年以内的其他应收款占比 52.15%，1~2 年的其他应收款占比 19.26%，2~3 年的其他应收款占比 25.22%。2015 年，公司计提坏账准备 1.05 亿元，占其他应收款余额的 0.30%，计提比例较低。

公司存货主要由开发成本（2015 年末占比 97.72%）和开发产品（2015 年末占比 1.95%）构成；其中开发成本主要为公司代建以及房地产业务项目。2013~2015 年，公司存货有所波动，三年复合增长率为 21.46%。2015 年末，公司存货 131.78 亿元，较上年末下降 1.60%。截至 2015 年末，公司存货中没有用于抵押的部分。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产规模有所波动，年均复合增长率为 5.57%。截至 2015 年末，公司非流动资产 185.90 亿元，较上年末增长 15.22%，主要系公司购买大量理财产品带动持有至到期投资快速增长所致。截至 2015 年末，公司非流动资产主要由无形资产（占比 59.17%）、固定资产（占比 12.07%）、长期股权投资（占比 7.27%）和在建工程（5.40%）构成。

图 5 截至 2015 年末公司非流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2015 年，公司持有至到期投资 18.00 亿元，全部为当年新增的各个银行的理财产品，期限均在 1 年以内。

公司长期股权投资主要为对联营企业的投资。2013~2015 年，公司长期股权投资有所波动，年均复合增长率为 1.58%。截至 2015 年末，公司长期股权投资 13.52 亿元，较上年末增加 3.10 亿元，主要系对南京金融城建设发展股份有限公司和南京中冶正兴置业有限责任公司的投资增加所致。

2013~2015 年，公司固定资产规模较为稳定，三年复合下降 1.63%。截至 2015 年末，公司固定资产净额 22.44 亿元，较上年末减少 4.37%。固定资产主要以房屋及建筑物为主，占比 90%以

上；累计折旧 2.15 亿元，占固定资产原值的 9.05%；固定资产成新率 90.94%，成新率较高。

2013~2015 年，公司在建工程规模变化不大，三年复合增长率为 0.24%。截至 2015 年末，公司在建工程 10.03 亿元，较上年末变化不大；公司在建工程为滨江公园项目，占比 99%以上。

2013~2015 年，公司无形资产规模保持稳定，年均复合增长率 0.43%。截至 2015 年末，公司无形资产 109.99 亿元，较上年末无形资产规模与构成均无明显变化，几乎全部为土地使用权（占比 99.99%）。公司无形资产主要由公司办公楼土地、会展中心一期土地和河西南部 35~37 号地块土地使用权构成，河西南部 35~37 号地块为 2013 年公司新增土地使用权，土地性质为出让用地（宁建国用份【2013】第 02763~02765 号），价值合计 100.27 亿元，其中 36~37 号地块目前用作贷款抵押，地块用途受限，不具备变现能力；贷款资金用于青奥基础设施配套项目，项目竣工交付后将实施抵押物置换。

截至 2016 年 3 月末，公司资产总计 833.97 亿元，较 2014 年末增长 2.22%，主要系往来款增长带动其他应收款快速增长所致。其中流动资产占比 78.71%，非流动资产占比 21.29%，资产结构变动不大。

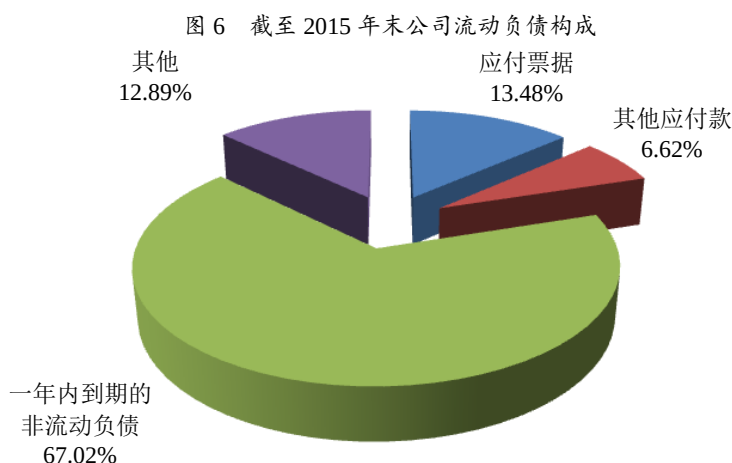
总体看，公司资产规模呈逐年增长态势，以流动资产为主。流动资产中，其他应收款规模较大，在一定程度上影响了公司资金的使用效率；非流动资产中，无形资产比例较高，以土地使用权为主。公司整体资产质量较高。

3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015 年，随着公司借款规模扩大，负债规模逐年增长，年均复合增长率 8.95%。截至 2015 年末，公司负债合计 570.68 亿元，其中流动负债占比 32.76%，负债结构以非流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债规模逐年增长，年均复合增长率 8.28%，主要系一年内到期的流动负债及应付票据增长所致。截至 2015 年末，公司流动负债 186.94 亿元，主要由一年内到期的非流动负债（占比 67.02%）、应付票据（占比 13.48%）和其他应付款（占比 6.62%）构成。



数据来源：公司审计报告

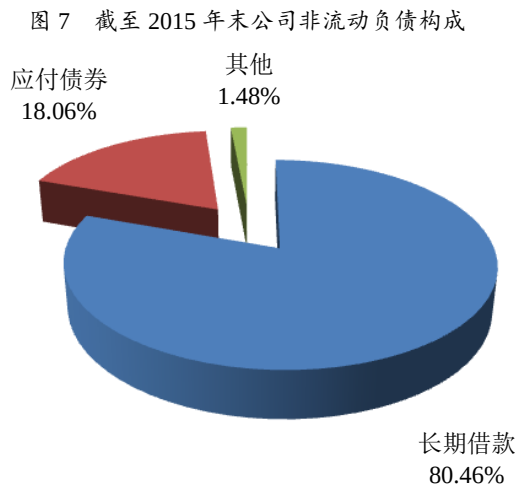
2013~2015 年，公司应付票据快速增长，三年复合增长 72.18%。截至 2015 年末，公司应付票据 25.20 亿元，较上年末增长 180.00%，主要系河西管委会以票据形式支付部分工程款带动公司商业承兑汇票和银行承兑汇票大规模增长所致。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债持续快速增长，年均复合增长 32.00%。截至

2015 年末，公司一年内到期的非流动负债 125.28 亿元，较上年末增长 33.02%，系一年内到期的长期借款和应付债券转入所致。

公司其他应付款主要为计提的土地增值税以及河西区内其他建设投资单位的保证金、往来款等。2013~2015 年，公司其他应付款有所波动，年均复合下降 5.75%。2015 年末，公司其他应付款 12.37 亿元，较上年末增长 53.27%，主要系土地增值税以及南京市新城科技园建设发展有限责任公司的应付工程款、尚未交付的莲花村经济适用房增长所致。

2013~2015 年，公司非流动负债规模逐年增长，年均复合增长 8.66%，主要系长期借款增长所致。截至 2015 年末，公司非流动负债 383.74 亿元，主要由长期借款（占比 80.46%）和应付债券（占比 18.06%）构成。



数据来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长率 10.18%。截至 2015 年末，公司长期借款 308.74 亿元，较上年末增长 16.89%。从长期借款期限分布来看，长期借款中，1~2 年占比 21.62%，2~3 年占比 33.55%，3 年及以上的占比 44.83%。

2013~2015 年，公司应付债券有所波动，年均复合增长率 5.36%。截至 2015 年末，公司应付债券 69.30 亿元，较上年末增长 12.58%，主要系发行 PPN 和资产证券化所致。

2013~2015 年，公司有息债务随公司负债规模扩大而逐年上升，年均复合增长率 9.56%。截至 2015 年末，公司全部债务 532.33 亿元，较上年末增长 17.41%，其中短期债务和长期债务分别占 28.98%和 71.02%。近三年，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均有所波动；2015 年末公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.95%、68.47%和 60.66%，均较上年有所提升，主要系长期借款快速增长所致。

截至 2016 年 3 月末，公司负债合计 586.49 亿元，较 2014 年末增长 2.77%。其中流动负债占比 34.86%，非流动负债占比 65.14%，负债结构较 2014 年末变化不大。

总体看，公司负债规模逐年增长，以非流动负债为主。公司有息债务规模大且逐年增长，以长期债务为主，2015 年，随着长期借款的快速增长，公司债务负担有所加重。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 9.94%，主要系未分配利润增长所致。截至 2015 年末，公司所有者权益合计 245.17 亿元，其中归属于母公司所有者权益占 98.11%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 15.24%，资本公积占 61.71%，盈余公积占 0.82%，未分配利润占 22.23%。公司权益结构稳定性较好。公司资本公积全部为南京市国资委划拨给公司的

河西滨江公园地块。

截至 2016 年 3 月末，公司所有者权益较年初变化不大，所有者权益合计 247.48 亿元，较年初增长 0.94%。

总体看，公司所有者权益逐年增长，主要系未分配利润增长所致；公司权益中资本公积占比较大，公司权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入随着工程结算和房地产业务收入的波动而有所波动，年复合增长率为 5.52%，三年分别为 47.08 亿元、63.75 亿元和 52.42 亿元。同期，公司营业成本逐年增长，近三年分别为 39.20 亿元、58.38 亿元和 42.91 亿元，年均复合增长率为 4.62%。2013~2015 年，公司利润总额波动较大，三年分别为 4.89 亿元、42.53 亿元和 7.29 亿元，主要系 2014 年公司子公司奥体建设转让持有的南京奥和以及南京奥信股权带动投资收益大幅增加 40.88 亿元所致。2013~2015 年，公司净利润分别为 3.85 亿元、31.62 亿元和 6.16 亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为 3.85 亿元、31.62 亿元和 6.16 亿元。

从利润构成来看，2013~2015 年，公司实现投资收益分别为 1.03 亿元、41.92 亿元和 2.94 亿元，2014 年投资收益金额较大系公司处置南京奥和和南京奥信的股权所致，近三年投资收益在利润总额中占比分别为 20.76%、98.57%和 40.35%，占比有所波动，投资收益对公司利润的影响较大。公司营业外收入主要为固定资产处置利得和政府补助，规模整体较小且近三年逐年下降；2013~2015 年，营业外收入占利润总额比重分别为 1.96%、0.15%和 0.58%，整体看公司利润对营业外收入的依赖度很低。

公司期间费用以管理费用为主，近三年逐年增长，年复合增长率 16.74%。2015 年，公司费用总额 3.50 亿元，其中销售费用 0.53 亿元，管理费用 3.01 亿元，财务费用-0.04 亿元。管理费用近三年持续增长，年均复合增长率为 20.21%；销售费用近三年呈波动态势；由于公司大部分利息支出予以资本化，近三年公司财务费用均为负值。2013~2015 年，公司费用收入比呈逐年增长态势，分别为 5.45%、5.10%和 6.67%，公司费用控制能力有所下降。

盈利指标方面，受营业成本波动影响，近三年公司营业利润率有所波动，分别为 13.66%、6.32%和 15.13%。近三年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均随着利润的波动而先升后降，2015 年，三项指标分别为 0.85%、0.95%和 2.57%，分别较上年减少 3.89 个百分点、5.05 个百分点和 11.88 个百分点。

2016 年第一季度，公司实现营业收入 13.84 亿元，同比减少 3.76%；净利润 0.10 亿元，同比减少 0.17 亿元。

总体看，近年公司经营性业务盈利能力波动较大，整体盈利能力偏弱。

5. 现金流

从经营活动来看，近三年公司经营活动现金流入量随着收入规模的波动而有所波动，年均复合增长 3.80%；经营活动现金流出随着经营规模的波动而有所波动，年均复合增长率为-30.52%。近三年，公司经营活动现金流均呈净流出状态，分别为-114.41 亿元、-55.01 亿元和-11.42 亿元。从收入实现质量来看，近三年公司的现金收入比分别为 130.71%、90.66%和 105.20%，2015 年公司收入实现质量波动下降，但相对处于较高水平。

从投资活动来看，近三年，公司投资活动现金流入量有所波动，三年分别为 2.25 亿元、53.72 亿元和 4.20 亿元，三年复合增长率为 36.52%，2014 年公司收回投资收到的现金增加以及子公司

奥体建设转让南京奥信和南京奥和股权带动该年投资活动现金流入大幅增长；公司投资活动现金流出量有所波动，年均复合增长率 65.29%，2015 年为 22.95 亿元，同比增长 10.26 亿元，主要系公司购买大量银行理财带动投资支付的现金增加所致；2013~2015 年，公司投资活动现金流净额分别为-6.14 亿元、41.03 亿元和-18.74 亿元。

从筹资活动来看，近三年公司筹资活动现金流入量随着取得借款收到的现金波动而有所波动，三年分别为 336.29 亿元、171.76 亿元和 261.19 亿元，三年复合下降 11.87%；筹资活动现金流出量随着偿还债务支付的现金而逐年增加，三年分别为 181.65 亿元、186.82 亿元和 214.09 亿元，三年复合增长率为 8.56%；筹资活动现金流净额分别为 154.64 亿元、-15.05 亿元和 47.10 亿元。

近三年，公司现金及现金等价物净增加额分别为 34.09 亿元、-29.04 亿元和 16.94 亿元，三年复合增长率为-29.51%，筹资活动现金流对公司现金流情况影响较大。

2016 年 1~3 月，经营活动现金流净额-54.52 亿元，投资活动现金流净额 8.01 亿元，筹资活动现金流净额 13.46 亿元。现金及现金等价物净增加额-33.05 亿元。

总体看，公司近三年经营活动净现金流持续表现为净流出但净流出规模逐年减小，公司债务规模较大导致筹资活动现金流对公司现金流情况影响较大。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，2013~2015 年，公司流动比率分别为 3.26 倍、3.46 倍和 3.37 倍；速动比率同样保持在较高水平，分别为 2.70 倍、2.65 倍和 2.66 倍，流动资产对流动负债的覆盖程度较高。公司现金短期债务比呈波动态势，分别为 0.99 倍、0.65 倍和 0.66 倍。整体看，公司流动性良好，短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面，近三年公司 EBITDA 随着利润总额的波动而有所波动，三年分别为 5.82 亿元、43.59 亿元和 8.48 亿元，年均复合增长率 20.70%。从 EBITDA 的构成来看，2015 年公司 EBITDA 中，折旧占比 10.20%，摊销占比 3.26%，计入财务费用的利息支出占比 0.48%，利润总额占比 86.06%。2013~2015 年，EBITDA 利息倍数分别为 0.29 倍、1.30 倍和 0.26 倍；EBITDA 全部债务比分别为 0.01 倍、0.10 倍和 0.02 倍，EBITDA 对利息及全部债务的覆盖程度较低。综合考虑公司作为南京市河西新城区基础设施建设主体及其职能，公司长期偿债能力尚可。

截至 2015 年末，公司共获得各家银行授信 528.83 亿元，尚未使用额度 20.00 亿元；公司尚无重大诉讼事项。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1032010500503310S），截至 2016 年 5 月 9 日，公司无未结清的不良信贷情况，过往债务履约情况良好。

截至 2015 年末，公司对外担保余额 44.91 亿元，担保金额占公司净资产的 18.32%，被担保方企业主要为投资方和联营公司。

总体看，公司债务规模较大，短期偿债能力较强，长期偿债能力尚可；但考虑到公司政府性建设主体性质，公司整体偿债能力较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2016 年 3 月末，公司全部债务合计 553.23 亿元，本次拟发行债券规模为 28.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较小。本次债券发行后，虽然公司债务负担将有所

加重，但尚处于合理水平。

以 2016 年 3 月末的财务数据为基础，假设募集资金净额为 28.00 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 62.03%、70.14%和 71.29%，债务负担有所增加。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2015 年的相关财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 8.48 亿元，为本次公司债券发行额度（28.00 亿元）的 0.39 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2015 年经营活动产生的现金流入 79.40 亿元，为本次公司债券发行额度（28.00 亿元）的 2.84 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度高；经营活动现金净现金流-11.42 亿元，经营活动现金净流量不能提供有效保障。现金类资产 101.54 亿元，为本次债券发行额度（28.00 亿元）的 3.63 倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度高。

本次债券在债券存续期的第 3 年至第 5 年，每年末分别按照债券发行总额 30%、30%、40% 的比例偿还债券本金。分期偿还有利于减轻公司集中偿还压力，减轻公司财务负担。

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，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

为确保本次公司债券如期兑付，公司采用第三方信用担保方式为本次债券提供担保。根据东南国资为本次债券向债券持有人出具的担保函，东南国资为公司本次拟发行的不超过 28 亿元公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及其利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

2. 担保人信用分析

（1）东南国资概况

2014 年 3 月 28 日，根据中国共产党南京市委宁委【2014】151 号文，南京市政府出资设立南京东南国资投资集团有限责任公司，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（以下简称“仙林智慧公司”）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）开发建设管理委员会（以下简称“麒麟管委会”）持有的南京市科技创新投资有限责任公司（以下简称“南京科创公司”）40%股权等资产组成。截至 2015 年底，东南国资注册资本为 50.00 亿元，南京市国资委为公司股东和实际控制人。

根据宁委【2014】151 号文，东南国资负责承担江南各功能区重大功能项目投资和产业转型升级载体（含持有型物业）建设、区域内土地开发整理、资产运营管理。

截至 2015 年底，东南国资合并资产总额为 1,215.52 亿元，负债总额为 887.14 亿元，所有者权益为（含少数股东权益）328.37 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 183.04 亿元。2015 年

东南国资实现合并营业收入 76.08 亿元，净利润 6.70 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 4.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额-58.21 亿元，现金及现金等价物净增加额 25.65 亿元。

东南国资注册地址：南京市麒麟科技创新园（生态科学城）东麒路 666 号；公司法定代表人：殷竞武。

（2）经营情况

东南国资由新城国资公司、南部新城公司、仙林智慧公司、仙林新市区公司和南京科创 5 家公司组成，主营业务包括客房业务、餐饮及会展业务、园林工程业务、房屋销售业务、公园门票及管养业务、工程结算业务和其他业务。

公司主营业务构成如下表所示，除工程结算收入外，其他类别收入均来自新城国资；工程结算收入来自新城国资、南京科创公司和南部新城公司。近三年，东南国资主营业务收入有所波动，分别为 61.00 亿元、77.82 亿元和 75.55 亿元。公司主营业务收入构成中，房屋销售和工程结算业务收入占比较大，2015 年分别为 20.46%和 71.04%。餐饮及会展业务、园林工程业务收入在公司主营业务收入中也占有一定比例，但占比相对较小。

毛利率方面，房屋销售业务毛利率波动幅度较大，2013~2015 年分别为 36.54%、5.60%和 29.25%，主要为商品房和保障房销售占比变化影响所致；工程结算业务毛利率逐年有所增长，但整体水平不高，三年分别为 4.92%、4.93%和 7.29%；餐饮及会展业务毛利率小幅波动，整体处于较高水平，2015 年为 77.44%；园林工程业务毛利率有所波动，2015 年为 10.44%。受收入占比较大的房屋销售和工程结算业务毛利率影响，公司主营业务毛利率呈波动态势，2015 年为 14.35%。

表6 2012年~2014年东南国资营业收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
客房业务	0.18	0.29	87.73	0.23	0.29	89.68	0.29	0.38	98.19
餐饮及会展业务	1.63	2.68	76.52	1.38	1.77	75.72	2.27	3.00	77.44
园林工程业务	2.10	3.44	12.39	1.68	2.16	14.59	2.26	2.99	10.44
房屋销售业务	10.75	17.62	36.54	18.02	23.16	5.60	15.45	20.46	29.25
公园门票及管养业务	0.35	0.58	17.41	0.15	0.20	50.16	0.30	0.39	72.07
工程结算业务	45.42	74.46	4.92	55.20	70.93	4.93	53.67	71.04	7.29
出租车业务	--	--	--	0.05	0.07	-9.95	0.24	0.32	7.00
其他业务	0.58	0.94	50.06	1.10	1.42	47.57	1.07	1.41	-9.57
合计	61.00	100.00	13.40	77.82	100.00	7.48	75.55	100.00	14.35

资料来源：东南国资审计报告

城市基础设施代建业务

东南国资的基建业务范围覆盖南京市江南地区内的四大功能区，分别为河西新城区、南部新城区、仙林大学城（科技城）和麒麟科创园。

东南国资下属子公司各负责一个功能区的开发建设，居区域垄断地位。收入结构方面，近三年东南国资工程结算收入主要来自新城国资和南京科创公司。

新城国资城市基础设施代建业务的描述详见前文。

根据南京科创公司与南京市麒麟科技创新园（生态科技城）开发建设指挥部（现：麒麟管委会）签订的《委托代建协议》，南京科创公司负责南京市麒麟科创园内的基础设施项目建设。南京科创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 3%）；其中项目建设成本包括但不限于项目前期费用（勘察、设计、造价咨询和招标代理）、征地拆迁

费用、基础设施建设费用及公建配套费、因建设需要向银行及其他金融机构支付的利息及融资间接费用（按实际发生额计入成本）、其他因项目建设需要发生的合理费用。麒麟管委会将依据南京城建项目建设管理有限公司麒麟分公司所提供的跟踪审计数据作为收入确认依据，根据工程量进度每月结算、按月入账。项目竣工验收合格后，南京科创公司将其移交给麒麟管委会及其指定的单位，南京科创公司按照经南京市审计部门审定的工程项目决算金额 1.03 倍与南京市财政局进行结算（即每年返还投入成本+3%管理费）。南京科创公司根据每年工程量成本金额加管理费确认当年收入。

南京科创公司代建收入主要来自麒麟管委会出让土地收入的返还。麒麟科创园未来三年拟出让土地 4,700 亩，科研用地、住宅用地及商业用地的比例为 4: 4: 2，考虑到麒麟科创园近年实际出让土地价格以及土地市场波动与房地产政策影响，麒麟管委会未来三年土地出让收入现金流预计达到 219.50 亿元。综合考虑市场和政策因素，土地出让收益的实现存在一定不确定性。

南部新城尚未进行大规模开发，南部新城公司实现的收入来自其子公司南京智慧新城工程管理有限公司（以下简称“智慧新城公司”）承建的玉兰路项目，东南国资以年度发生的成本加计提的管理费确认为当年营业收入。此外，智慧新城公司受托建设纬七路东进工程和南京市南部新城医疗中心项目，上述两项目采用回购模式，智慧新城公司负责资金的筹集、征地拆迁、前期手续办理、工程监理、施工、设备采购等工程工作，待成功验收并移交后，南部新城管委会予以回购，回购资金包含项目成本、建设管理费及项目融资管理费。

仙林新市区公司与南京仙林大学城管理委员会签署了《基础设施建设与土地一级开发委托协议》，约定由仙林新市区公司进行区域内的基础设施建设和土地一级开发，仙林新市区公司将项目发包给仙林智慧公司代为建设，仙林新市区公司负责项目立项及筹措资金。待项目竣工后仙林智慧公司将资产移交给仙林新市区公司，仙林新市区公司根据决算单收取项目建设成本（直接成本和间接成本）和委托开发收益；委托开发收益根据项目施工周期、组织难度情况，在回购时按双方确认收益为准。

整体看，近三年东南国资市政基础设施类项目实现的工程收入规模有所波动，占主营业务收入的比重较大。公司公益类项目建设业务盈利能力较稳定，但业务盈利水平不高。

其他业务

东南国资的房地产业务、客房、餐饮及会展业务和园林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优势，但目前项目的盈利水平不高。

（3）财务分析

东南国资提供的 2013~2015 年度模拟财务报表系假设东南国资根据中共南京市委办公厅于 2014 年 3 月 28 日下发的宁委【2014】151 号“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”，于 2011 年 1 月 1 日已经完成仙林新市区公司、南京科创公司、南部新城公司、仙林智慧公司和新城国资公司的股权划拨，该财务报表以上述公司股权划入后的资产、业务架构为基础，视同此架构在编制报表期间一直存在为假设编制，以持续经营为基础编制并根据实际发生的交易和事项，按照《企业会计准则》的有关规定进行编制。该模拟财务报表已经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，三年财务数据可比性强。

截至 2015 年底，东南国资纳入合并范围的子公司共 31 家，其中二级子公司 6 家，分别为仙林新市区公司、南京科创公司、南部新城公司、仙林智慧公司、新城国资和南京东南投资基金管理有限公司（以下简称“东南基金公司”）；与 2014 年底相比，公司合并范围新增子公司 2 家和孙公司 1 家，分别为子公司东南基金公司、子公司南京国立资产管理有限责任公司和孙公司南京仙林地铁投资管理有限公司，减少 2 家孙公司，分别为公司子公司仙林新市区公司的子公司南京仙林地铁投资管理有限公司和南京仙林鼓楼医院投资管理公司。

截至 2015 年底，东南国资合并资产总额为 1,215.52 亿元，负债总额为 887.14 亿元，所有者权益为（含少数股东权益）328.37 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 183.04 亿元。2015 年东南国资实现合并营业收入 76.08 亿元，净利润 6.70 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 4.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额-58.21 亿元，现金及现金等价物净增加额 25.65 亿元。

资产

近三年，东南国资资产规模呈增长态势，年均复合增长 8.17%。截至 2015 年底，东南国资资产总额达 1,215.52 亿元，较年初增长 3.52%。从资产构成来看，以流动资产为主，截至 2015 年底，流动资产占资产总额的 78.03%，非流动资产占资产总额的 21.97%。

近三年，东南国资流动资产年均复合增长 35.11%。截至 2015 年底，流动资产总额 948.51 亿元，较年初增长 6.03%，主要是货币资金和其他应收款增加所致。流动资产构成中以货币资金（占比 16.43%）、其他应收款（占比 46.42%）和存货（占比 26.57%）为主。近三年，东南国资货币资金年均复合增长 1.18%，截至 2015 年底，东南国资货币资金 155.82 亿元，较年初增长 23.07%，主要系承兑汇票保证金增加所致。近三年，其他应收款年均复合增长 18.29%，截至 2015 年底，其他应收款 440.33 亿元，较年初增长 24.48%，主要系新城国资公司应收河西新城管委会工程款及与其他政府部门、单位的往来款增加所致，公司其他应收款中，对南京河西新城区开发建设管理委员会和南京市南部新城开发建设管理委员会的应收往来款合计 398.64 亿元，占比 90.53%。东南国资其他应收款规模大，主要系应收政府部门款项，安全系数高，但受资金拨付效率影响大，对东南国资资金形成较大占用。东南国资存货主要由开发成本（占比 97.18%）和开发产品（占比 1.93%）构成，近三年，东南国资存货年均复合增长 5.80%，截至 2015 年底，东南国资存货 252.00 亿元，较年初减少 26.42%，主要是由于随着对未完工基建项目和房屋的持续开发，开发成本快速减少所致。截至 2015 年末，东南国资未计提存货跌价准备。

近三年，东南国资非流动资产年均复合减少 0.66%。截至 2015 年底，非流动资产总额 267.00 亿元，较年初减少 4.53%，主要系其他非流动资产减少所致。非流动资产构成以可供出售金融资产（占比 11.65%）、固定资产（占比 14.42%）、在建工程（占比 10.60%）和无形资产（占比 43.36%）为主。2015 年底，东南国资可供出售金融资产较年初大幅增长 259.40%达 31.11 亿元，系东南国资新设子公司东南基金公司投资南京东南基础设施建设股权投资基金一期企业（有限合伙）、南京东南新型城镇建设股权投资基金一期企业（有限合伙）以及东南国资投资南京宁北轨道交通有限公司所致。固定资产主要为房屋和建筑物，近三年年均复合增长 22.58%，截至 2015 年末，固定资产 38.50 亿元，较年初减少 15.44%，主要系合并范围减少所致。近三年在建工程年均复合减少 4.17%，2015 年底在建工程 28.31 亿元，较年初增长 64.36%，主要系新增特区一期启动区项目 11.03 亿元所致。无形资产几乎全部为土地使用权，近三年年均复合减少 4.96%，2015 年底为 115.77 亿元，较年初减少 10.38%。

总体看，近年来东南国资资产规模有所增长，资产构成中流动资产占比略高，流动资产中变现能力较差的其他应收款及存货占比高，对公司资金形成较大占用，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

近年来，东南国资负债规模有所增长，年均复合增长 8.19%。截至 2015 年底，东南国资负债总计 887.14 亿元，较年初增长 3.12%。从负债构成看，流动负债合计 331.53 亿元（占比 37.37%），非流动负债合计 555.62 亿元（占比 62.63%），负债中非流动负债占比较高。

近三年，东南国资流动负债年均复合减少 4.59%，2015 年末为 331.53 亿元，较年初减少 17.58%，主要系其他应付款减少所致。流动负债构成以短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主，占比分别为 7.24%、12.09%、15.06%、14.50%和 46.18%。近三年，公司短期借款年均复合减少 36.40%，截至 2015 年底，短期借款余额为 24.00 亿元，较年初减少 38.98%，主要系归还部分借款所致；应付票据年均复合增长 84.76%，2015 年底较年初增长 233.74%，系公司议价能力增强，采用商业票据支付的业务规模增加所致；应付账款年均复合增长 30.61%，2015 年底为 49.93 亿元，较年初减少 4.81%；其他应付款年均复合减少 45.48%，截至 2015 年底为 48.07 亿元，较年初减少 70.83%，主要系往来款减少所致；一年内到期的非流动负债年均复合增长 34.49%，截至 2015 年底为 153.11 亿元，较年初增长 36.22%，主要系长期借款陆续到期转入流动负债所致。

近三年，东南国资非流动负债年均复合增长 18.79%，截至 2015 年末，非流动负债 555.62 亿元，较年初增长 21.30%，主要系长期借款增长所致。非流动负债构成以长期借款和应付债券为主，2015 年末分别占比为 84.13%和 12.47%。近三年，长期借款年均复合增长 19.74%，2015 年末为 467.47 亿元，较年初增长 19.48%，长期借款中，抵押借款占比 46.67%，保证借款占比 31.34%；应付债券年均复合增长 5.36%，截至 2015 年末，应付债券合计 69.30 亿元，较年初增长 12.58%，新增债券为“15 宁河西 PPN001”、“15 宁河西 MTN001”、“15 宁河西 CP001”和民生银行资产证券化。

有息债务方面，2013~2015 年，东南国资全部债务规模逐年增长，年均复合增长 17.71%；截至 2015 年底，东南国资全部债务 753.97 亿元，其中短期债务 217.20 亿元，长期债务 536.77 亿元。有息债务结构上，短期债务占比 28.81%，长期债务占比 71.19%，东南国资有息债务以长期债务为主。东南国资资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率整体呈波动态势，2015 年底的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.99%、69.66%、62.04%，上述指标分别较年初下降 0.32、上升 3.40 和 2.99 个百分点。东南国资债务规模呈快速上升趋势，整体债务负担较重，但债务结构较为合理。

东南国资所有者权益近年来稳步增长，截至 2015 年底，东南国资所有者权益合计 328.37 亿元，其中，归属母公司所有者权益 183.04 亿元，归属母公司所有者权益中，实收资本占比 27.32%、资本公积占比 54.42%、未分配利润占比 18.26%，所有者权益稳定性较好。

总体看，东南国资整体债务负担较重，债务结构较为合理；所有者权益稳定性较好。

盈利能力

近年来，东南国资营业收入有所波动，年均复合增长 10.99%；同时，由于 2014 年处理房地产投资带动该年投资收益规模大，导致该年利润高。2015 年，东南国资实现营业收入 76.08 亿元，同比减少 3.00%；实现营业利润 7.60 亿元，同比减少 82.00%，实现净利润 6.70 亿元，同比减少 48.47%。

从期间费用来看，近三年东南国资费用总额分别为 3.16 亿元、4.45 亿元和 5.88 亿元，年均复合增长 36.40%。费用构成来看，2015 年销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 9.40%、84.72%和 5.88%，管理费用占比较大。近三年，东南国资销售费用波动下降，管理费用增长较快，

2015 年财务费用快速增长。2013 年~2015 年东南国资费用收入比分别为 5.12%、5.67%和 7.73%，费用控制能力较强。

近三年东南国资投资收益金额分别为 1.02 亿元、41.92 亿元和 4.34 亿元，年均复合增长 106.73%，其中 2014 年东南国资获得投资收益金额较大，由 2013 年的 1.02 亿元增至 41.92 亿元，主要系子公司新城国资处置旗下房地产投资所产生的投资收益，投资收益对东南集团的盈利影响较大。

从盈利指标来看，随着营业收入规模增长，2012 年~2014 年东南国资的营业利润率为 11.84%、6.32%和 11.94%，呈波动上升趋势，毛利润水平一般；2013 年~2015 年，总资本收益率分别为 0.61%、3.56%和 0.73%，净资产收益率分别为 1.86%、10.46%和 2.09%，其中，2014 年总资本收益率和净资产收益率明显上升系投资收益大幅增加带动净利润大幅增长所致。

总体看，东南国资受所从事业务属性的影响，经确认的收入规模相对于资产规模较小，且盈利能力较弱，利润受投资收益影响较大。

现金流

从经营活动看，近三年东南国资经营活动净现金流分别为-117.49亿元、-92.11亿元和-58.21 亿元，持续呈现净流出态势，主要系支付其他与经营活动有关的现金波动所致，净流出规模逐年减少；从收入实现质量指标看，近三年东南国资的现金收入比为 108.05%、111.33%和 82.62%，东南国资 2015 年增加应收账款及应收票据的业务规模导致 2015 年收入实现质量明显下降。

从投资和筹资活动看，2013~2015 年投资活动产生的现金流量净额分别为-13.33 亿元、35.28 亿元和-46.84 亿元，呈波动态势，由于购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金金额较大，2013 和 2015 年投资活动净现金流呈净流出态势，2014 年由于处置子公司及其他营业单位收到的现金净额增加，投资现金流呈净流入。经营现金流的持续为负及投资规模的增加使得东南国资外部融资需求升高，2013~2015 年东南国资筹资活动现金流量净额分别为 174.18 亿元、47.34 亿元和 130.70 亿元，东南国资整体融资规模较大。

总体看，随着下属各子公司所属功能区基建项目的大量投入，以及由于与所属功能区管委会往来款规模较大，东南国资经营活动现金净净额持续呈现净流出，与此同时，东南国资对外融资规模亦大幅上升，外部借款有力的支撑着区域范围内的开发建设。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2015 年底，东南国资流动比率为 2.86 倍，速动比率为 2.10 倍，流动资产对流动负债覆盖程度尚可；现金短期债务比为 0.74 倍，现金对短期有息负债的保护能力一般。东南国资经营活动现金流量持续呈净流出态势，对流动负债无保障能力。此外，东南国资全部债务主要由长期债务构成，短期债务规模较小，且东南国资现金类资产相比于短期债务规模尚可。整体看，东南国资短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2013 年~2015 年，东南国资 EBITDA 分别为 6.16 亿元、43.86 亿元和 11.07 亿元，三年年均复合增长 34.03%。从 EBITDA 的构成来看，2015 年公司 EBITDA 中，利润总额占比 72.26%，折旧占比 17.06%，摊销占比 5.01%，计入财务费用的利息支出占比 5.68%。近三年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 228.25 倍、290.72 倍和 9.10 倍，2015 年该指标大幅下降，主要系公司债务规模扩大带动利息规模快速增长所致，但 EBITDA 对利息的覆盖能力仍属较强；EBITDA 全部债务比分别为 0.01 倍、0.07 倍和 0.01 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度较弱。财务指标显示东南国资自身偿债能力弱，但伴随着东南国资项下较大规模的经营性资产逐渐步入成熟运营阶段，东南国资收入规模有望快速增长，同时考虑到南京市政府对东南国资的大力支持及土地收益预期，东南国资整体偿债能力尚可。

截至 2015 年底，东南国资对外担保余额为 144.66 亿元，担保比率为 44.05%，被担保单位主要以政府企事业单位为主，或有风险较低。截至 2015 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。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（信用机构代码为：G1032011504462340N），截至 2016 年 5 月 9 日，东南国资无未结清的不良信贷、已结清不良信贷和欠息情况。东南国资信贷过往债务履约情况良好。

总体看，东南国资短期偿债能力尚可，EBITDA 对全部债务的保障程度较弱，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。

对本次债券的担保能力

从本次公司债券的担保能力看，以 2015 年底财务数据测算，本次公司债券发行额度占东南国资资产总额及所有者权益的比重分别为 2.30%和 8.53%，整体占比较小，东南国资资产和权益对本次债券的保护程度高。

总体看，东南国资作为南京市江南地区四个功能区城市基础设施投资建设的主体，南京市政府为其可持续发展提供了大力支持。东南国资自身经营稳健，区域内竞争优势明显，整体抗风险能力很强。本次债券发行规模占其资产比重较低，其担保对于本次公司债券的到期还本付息具有明显的积极作用。

十、综合评价

南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司作为南京市河西新城区内唯一的基础设施建设主体，在南京市河西城市基础设施领域处于行业领先地位，在区域经济发展环境和政府支持等方面优势显著。近年来，公司资产规模快速增长；政府在资产划拨等方面对公司的支持稳定持续。但联合评级也注意到，政府支付公司代建项目的资金来源主要是土地出让收益，易受宏观调控和房地产市场影响，并且由于基础设施建设与土地一级开发资金需公司自行融资垫付，造成了较重的债务负担，上述不利因素均对公司信用水平带来一定影响。

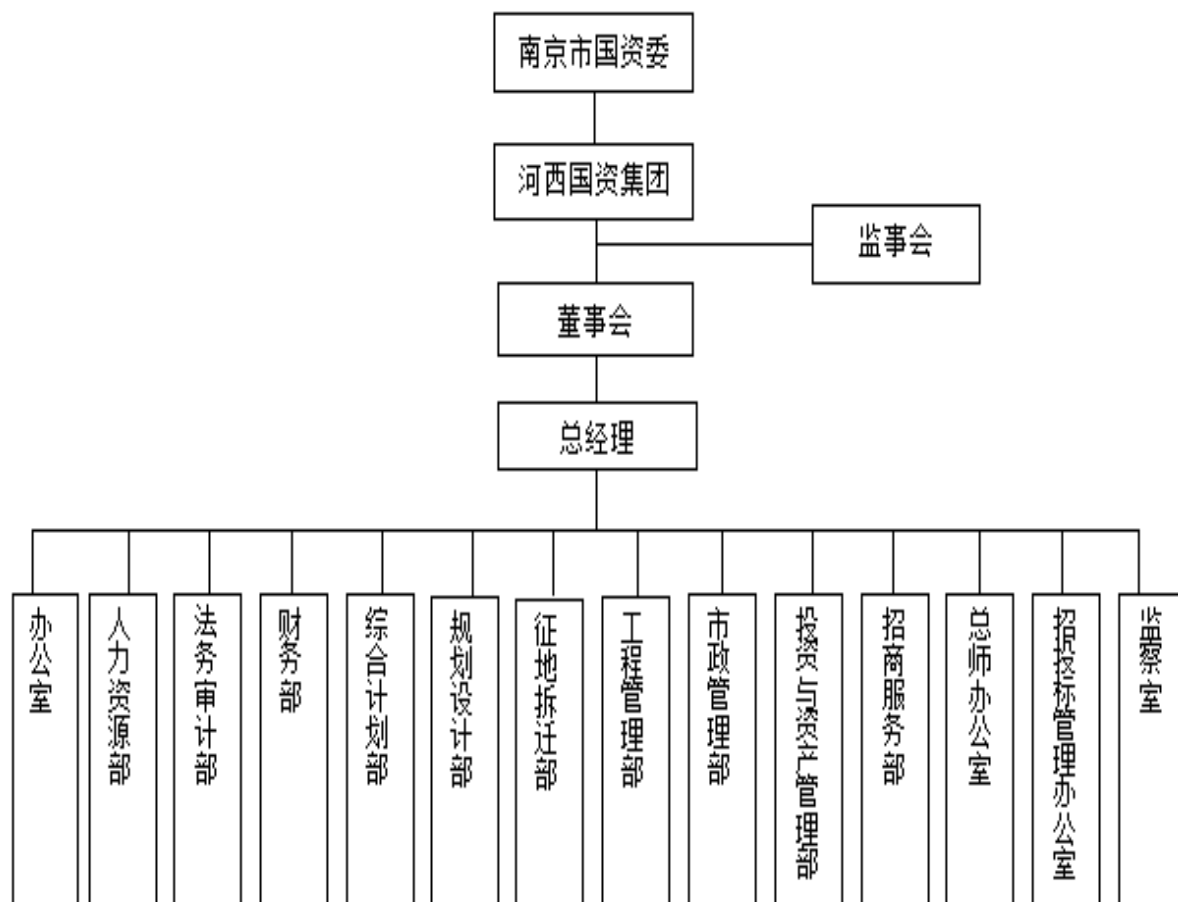
未来公司将着力发展基础设施以及其他工程建设业务，并将进一步完善河西新城的管理运营体系，逐步向城市综合运营商转型。整体看，公司发展前景良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由南京东南国资投资集团有限责任公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。东南国资业务范围广、资产规模较大、股东背景较强，其对本次债券的担保反映出东南国资对公司的信心和支持，对本次债券的信用水平带来积极影响。同时，本次债券分期偿还还将有助于减轻公司未来集中偿付的压力。

本次发行的公司债券拟全部用于偿还公司经济适用房项目的金融机构借款和经济适用房项目的后续投资。同时，本次债券在债券存续期的第 3 年至第 5 年，每年末分别按照债券发行总额 30%、30%、40%的比例偿还债券本金。分期偿还有利于减轻公司集中偿还压力，减轻公司财务负担。

基于对公司主体长期信用状况及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

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 2 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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
资产总额（亿元）	687.26	730.25	815.85	833.97
所有者权益（亿元）	202.83	234.68	245.17	247.48
短期债务（亿元）	126.70	127.72	154.28	177.01
长期债务（亿元）	316.74	325.69	378.04	376.22
全部债务（亿元）	443.44	453.41	532.33	553.23
营业收入（亿元）	47.08	63.75	52.42	13.84
净利润（亿元）	3.85	31.62	6.16	0.10
EBITDA（亿元）	5.82	43.59	8.48	0.20
经营性净现金流（亿元）	-114.41	-55.01	-11.42	-54.52
应收账款周转次数（次）	17.91	27.46	24.92	--
存货周转次数（次）	0.58	0.52	0.32	--
总资产周转次数（次）	0.09	0.09	0.07	--
现金收入比率（%）	130.71	90.66	105.20	130.53
总资本收益率（%）	1.19	4.74	0.85	--
总资产报酬率（%）	0.94	6.00	0.95	--
净资产收益率（%）	2.55	14.45	2.57	--
营业利润率（%）	13.66	6.32	15.13	9.76
费用收入比（%）	5.45	5.10	6.67	6.81
资产负债率（%）	70.49	67.86	69.95	70.33
全部债务资本化比率（%）	68.62	65.89	68.47	69.09
长期债务资本化比率（%）	60.96	58.12	60.66	60.32
EBITDA 利息倍数（倍）	0.29	1.30	0.26	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.01	0.10	0.02	--
流动比率（倍）	3.26	3.46	3.37	3.21
速动比率（倍）	2.70	2.65	2.66	2.38
现金短期债务比（倍）	0.99	0.65	0.66	0.39
经营现金流动负债比率（%）	-71.76	-33.47	-6.11	-26.67
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.21	1.56	0.30	--

附件 3 南京东南国资投资集团有限责任公司

主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	1,038.92	1,174.21	1,215.52
所有者权益（亿元）	281.03	313.93	328.37
短期债务（亿元）	155.72	163.74	217.20
长期债务（亿元）	388.45	452.81	536.77
全部债务（亿元）	544.17	616.55	753.97
营业收入（亿元）	61.76	78.43	76.08
净利润（亿元）	3.97	31.13	6.70
EBITDA（亿元）	6.16	43.86	11.07
经营性净现金流（亿元）	-117.49	-92.11	-58.21
应收账款周转次数（次）	3.32	5.98	11.99
存货周转次数（次）	0.30	0.25	0.22
总资产周转次数（次）	0.07	0.07	0.06
现金收入比率（%）	108.05	111.33	82.62
总资本收益率（%）	0.61	3.56	0.73
总资产报酬率（%）	0.63	3.83	0.72
净资产收益率（%）	1.86	10.46	2.09
营业利润率（%）	11.84	6.32	11.94
费用收入比（%）	5.12	5.67	7.73
资产负债率（%）	72.95	73.26	72.99
全部债务资本化比率（%）	65.94	66.26	69.66
长期债务资本化比率（%）	58.02	59.06	62.04
EBITDA 利息倍数（倍）	228.25	290.72	9.10
EBITDA 全部债务比（倍）	0.01	0.07	0.01
流动比率（倍）	2.11	2.22	2.86
速动比率（倍）	1.49	1.37	2.10
现金短期债务比（倍）	0.98	0.78	0.74
经营现金流动负债比率（%）	-32.26	-22.90	-17.56

附件 4 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)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券到期偿还额
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 / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次债券到期偿还额

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 + 应付短期债券 + 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 5 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。

联合信用评级有限公司关于南京市河西新城区 国有资产经营控股（集团）有限责任公司 2016 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司的相关状况，如发现南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司、监管部门等。

