信用等级公告

联合〔2019〕1681号

联合资信评估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）有限责任公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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，“15宁河西MTN001”“18宁河西MTN001”“18宁河西MTN002”“18宁河西MTN003”和“19宁河西MTN001”的信用等级为AAA，“18宁河西CP001”和“18宁河西CP002”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 宁河西 MTN001	28.00 亿元	2020/09/21	AAA	AAA
18 宁河西 MTN001[1]	20.00 亿元	2021/03/05	AAA	AAA
18 宁河西 MTN002	28.00 亿元	2023/03/16	AAA	AAA
18 宁河西 CP001	14.00 亿元	2019/6/29	A-1	A-1
18 宁河西 CP002	14.00 亿元	2019/8/30	A-1	A-1
18 宁河西 MTN003[2]	8.00 亿元	2021/8/16	AAA	AAA
19 宁河西 MTN001	14.00 亿元	2024/1/31	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 24 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	88.65	65.96	74.25	79.19
资产总额(亿元)	736.21	716.93	778.93	804.12
所有者权益(亿元)	251.94	269.77	301.11	305.66
短期债务(亿元)	93.94	120.97	113.12	114.79
长期债务(亿元)	353.60	294.24	330.36	346.08
全部债务(亿元)	447.54	415.21	443.48	460.87
营业收入(亿元)	72.72	34.84	55.25	6.83
利润总额(亿元)	4.65	2.74	4.30	0.29
EBITDA(亿元)	5.88	4.06	6.02	--
经营性净现金流(亿元)	80.76	4.70	-20.48	-0.14
营业利润率(%)	10.64	17.82	13.66	25.23
净资产收益率(%)	1.42	0.75	1.17	--
资产负债率(%)	65.78	62.37	61.34	61.99
全部债务资本化比率(%)	63.98	60.62	59.56	60.12
流动比率(%)	443.16	362.53	404.33	406.52
经营现金流动负债比(%)	62.30	3.09	-13.92	--
全部债务/EBITDA(倍)	76.13	102.17	73.72	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.26	0.21	0.28	--

[1]“18 宁河西 MTN001”为可续期中期票据，到期兑付日为首个行权日。

[2]“18 宁河西 MTN003”为可续期中期票据，到期兑付日为首个行权日。

评级观点

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”）是南京市河西新城区唯一的城市基础设施建设开发主体，跟踪期内，在政府补贴方面得到政府的持续支持，公司营业收入增幅较大。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司建设和偿债资金来源受政策和市场因素影响、政府性其他应收款项对公司资金形成明显占用、未来投资规模较大和短期债务规模较大等因素给公司经营及信用水平带来的负面影响。

良好的外部经营环境、持续的政府支持有助于公司保持稳健经营；河西新城区潜在土地出让收益和充足的土地资源对公司整体偿债能力形成支撑，联合资信对公司评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“15 宁河西 MTN001”“18宁河西MTN001”“18宁河西 MTN002”“ 18宁河西MTN003”和“19宁河西MTN001”的信用等级为AAA，“18宁河西CP001”和“18宁河西CP002”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，南京市区域经济实力稳步增强，固定资产投资和房地产开发投资力度持续加大，公司发展的外部环境良好。
2. 公司是南京市河西新城区唯一的城市基础设施建设开发主体，在河西新城区基础设施建设领域处于行业垄断地位，跟踪期内，公司持续获得政府在政府补贴方面给予的支持。

注：2019年一季度财务数据未经审计

分析师：郝一哲　车兆麒
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

关注

1. 公司项目建设和偿债资金主要来自河西新城区土地出让收益，受土地市场因素和政府土地出让计划影响较大，未来河西新城区土地出让存在一定不确定性。
2. 公司对政府的其他应收款规模大，对公司资金占用明显。
3. 公司未来投资规模较大，存在一定融资压力。
4. 跟踪期内，公司债务规模有所增长，整体债务负担仍较重，短期债务规模较大，存在一定短期偿债压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由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“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）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（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构以及经营范围未发生变化。截至2019年3月底，公司注册资本36.66亿元，实收资本36.66亿元，南京东南国资投资集团有限责任公司（以下简称“东南国资”）和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”）分别持股60.00%和40.00%，公司实际控制人为南京市国资委。

截至2018年底，公司资产总额778.93亿元，所有者权益合计301.11亿元（含少数股东权益22.20亿元）；2018年，公司实现营业收入55.25亿元，利润总额4.30亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额804.12亿元，所有者权益合计305.66亿元（含少数股东权益22.19亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入6.83亿元，利润总额0.29亿元。

公司地址：南京市建邺区应天大街901号；公司法定代表人：古国才。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至报告出具日，联合资信所评的“15宁河西MTN001”“18宁河西MTN001”“18宁河西MTN002”“18宁河西CP001”“18宁河西CP002”“18宁河西MTN003”“19宁河西MTN001”尚需偿还债券余额合计126.00亿元。跟踪期内，“15宁河西MTN001”“18宁河西MTN001”和“18宁河西MTN002”已按时足额支付存续债券应付利息，“18宁河西CP001”“18宁河西CP002”“18宁河西MTN003”和“19宁河西MTN001”均未到首个付息日。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

名　称	余额	起息日	期限	票面利率
15宁河西MTN001	28.00	2015/09/21	5	4.60
18宁河西MTN001	20.00	2018/03/05	3+N	6.10
18宁河西MTN002	28.00	2018/03/16	5	5.73
18宁河西CP001	14.00	2018/06/29	1	4.97
18宁河西CP002	14.00	2018/08/30	1	3.99
18宁河西MTN003	8.00	2018/08/16	3+N	5.68
19宁河西MTN001	14.00	2019/01/31	5	4.25

资料来源：联合资信整理

截至报告出具日，存续债券所募集的资金均按计划用于偿还金融机构借款。

“18宁河西MTN001”和“18宁河西MTN003”为可续期中期票据，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的

稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及

单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、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，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

根据 2014 年《43 号文》，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），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自

负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《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》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险””
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济发展

公司是南京市河西新城区唯一的城市基础设施建设开发主体，是规划河西新城的重要参与者和建设河西新城区的主要实施者，公司业务和收入来源于政府，受当地经济发展和财

政实力影响较大。

南京市经济概况

南京市是江苏省省会，位于江苏省西南部，是长三角经济核心区的重要区域中心城市，是中国重要的综合性交通枢纽城市。

根据《南京市2018年国民经济和社会发展统计公报》，2018年，南京市实现地区生产总值12820.40亿元，比上年增长8.0%。其中，第一产业增加值273.42亿元，比上年增长0.6%；第二产业增加值4721.61亿元，增长6.5%；第三产业增加值7825.37亿元，增长9.1%。三次产业结构调整为2.1：36.9：61.0，服务业增加值占GDP比重比上年提高1.3个百分点。高新技术产业产值占规模以上工业比重为47.85%，比上年提升1.96个百分点。

2018年，南京市社会固定资产投资6799.43亿元，比上年增长9.4%。其中国有经济控股和非国有经济投资均增长8.6%，港澳台及外商投资下降4.1%。民间投资增长22.7%。分产业看，第一产业投资下降22.6%；第二产业投资增长10.6%；第三产业投资增长9.5%。三次产业投资比例为0.1：16.3：83.6。

2018年，南京市完成房地产开发投资2354.17亿元，比上年增长8.5%。其中，住宅投资1547.64亿元，增长0.3%；商业用房投资351.93亿元，增长33.8%。全年新开工保障房456万平方米，竣工356万平方米。

2018年，南京市完成一般公共预算收入1470.02亿元，比上年同口径增长11.1%。其中税收收入1242.49亿元，增长13.3%，税收占比84.5%。全年一般公共预算支出1532.71亿元，比上年增长13.2%，其中住房保障、教育、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育支出分别增长39.3%、16.2%、10.2%、6.9%。财政一般公共预算支出中民生支出占比达75%。

河西新城区发展情况

河西新城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。

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。

2018年，河西新城区开发土地面积83.75万平方米，出让土地面积1.65万平方米，实现出让收入1.50亿元，实现出让收益0.95亿元。跟踪期内，河西新城区土地出让面积同比大幅减少主要系政府管控政策所致。

表3　河西新区土地开发出让情况

（单位：万平方米、亿元）

项　目	2016年	2017年	2018年
开发面积	55.77	12.98	83.75
储备面积	101.56	97.07	372.43
出让面积	24.71	30.07	1.65
出让收入	201.20	75.43	1.50
出让收益	130.78	34.07	0.95

资料来源：公司提供

未来，河西新城区将按照“一地五中心”的发展定位，高标准打造国内一流、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。

总体来看，跟踪期内，南京市区域经济实力持续增强，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；河西新城区未来发展潜力良好，各项建设工作稳步推进，储备可供出让土地面积充足，为公司未来收入回款及偿债能力的增强提供了有力的保障。

六、基础素质分析

公司是南京市河西新城区唯一的城市基础设施建设开发主体，是规划河西新城的重要参与者和建设河西新城区的主要实施者。公司承建了河西新城区几乎所有大型基础设施建设项目，在南京市河西城市基础设施建设开发领域处于行业垄断地位。

跟踪期内，公司在财政补贴方面获得政府的持续支持。2018年公司收到政府财政补贴770.65万元，公司将其计入“营业外收入-政府补助”和“其他收益”科目。

根据公司《企业信用报告（详版）》（中征码：3201010001604918）显示，截至2019年5月31日，公司（本部）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，相关银行已出具说明，关注类贷款系银行自身系统问题所致。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管无变动；法人治理结构、管理体制和管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2018 年，公司实现主营业务收入 53.59 亿元，同比增长 58.55%，主要系工程结算业务和房屋销售业务收入增加所致。2018 年，公司工程结算业务收入 28.15 亿元，同比增长 31.35%，主要系河西新城区代建工程结算量增加所致。同期，受房地产开发进度及销售安排的影响，房屋销售业务收入为 14.66 亿元，同比增长 10.06 亿元；酒店餐饮及会展业务和园林工程业务收入有所增长，但在主营业务收入中占比仍较小。

受工程结算业务和房屋销售业务收入占比变化及房屋销售业务毛利率波动影响，2018 年，公司主营业务毛利率有所波动为 12.66%，同比下降 4.10 个百分点。2018 年工程结算业务毛利率为 6.85%，同比下降 1.43 个百分点，主要系 2018 年子公司承接的高毛利率代建项目减少所致；房屋销售毛利率为 5.28%，同比下降 13.82 个百分点，主要系公司 2018 年出售房产主要为低毛利率的保障房所致；酒店餐饮及会展业务毛利率为 81.33%，较上年保持相对稳定；园林工程业务毛利率受市场竞争因素影响有所下降。

2019 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 6.83 亿元，相当于 2018 年主营业务收入的 12.74%，主要来源于工程结算业务，占比 44.72%。受工程结算业务、园林工程业务和其他业务毛利率增长影响，2019 年 1—3 月，公司主营业务毛利率 26.13%，较上年全年水平增长 13.47 个百分点。

表 4　2017—2018 年及 2019 年 1—3 月公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年			2018 年			2019 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程结算业务	21.43	63.06	8.28	28.15	52.52	6.85	3.05	44.72	8.65
房屋销售业务	4.60	13.54	19.10	14.66	27.35	5.28	0.00	0.00	--
园林工程业务	2.95	8.68	9.61	4.41	8.24	6.78	1.59	23.29	8.74
酒店餐饮及会展业务	3.32	9.77	80.75	4.34	8.10	81.33	1.26	18.38	80.19
其他业务	1.68	4.95	4.72	2.03	3.79	12.33	0.93	13.62	40.26
合计	**33.98**	**100.00**	**16.76**	**53.59**	**100.00**	**12.66**	**6.83**	**100.00**	**26.13**

资料来源：公司审计报告和财务报表
注：其他业务收入为公园门票及管养业务、出租车业务、物业管理和广告等收入

2. 业务经营分析

（1）工程结算业务

公司工程结算业务主要由公司本部负责。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。

城市基础设施代建项目

河西管委会委托公司在河西新城区建设开发用地范围内进行市政基础设施类项目建设，采用代建模式，由河西管委会安排采购。采购资金主要来源于河西新城区土地一级开发形成的土地出让金及规费。根据协议，公司代建政府项目的工程利润率确定为不低于 6%（含税，按照年投资完成额加计不低于 6%后确认为公司主营业务收入）。

2018 年及 2019 年 1—3 月，公司分别实现工程结算业务收入 28.15 亿元和 3.05 亿元。2018 年及 2019 年 1—3 月，公司分别获得工程回款 11.94 亿元和 5.80 亿元（未收到的款项反映在“其他应收款”）。

截至 2019 年 3 月底，公司在建的基础设施建设项目有学校建设、河西南部道路建设、市政综合体及社区中心等配套设施和公交场站及垃圾中转站等市政配套项目，总投资金额 92.20 亿元，已完成投资 34.70 亿元，尚需投资 57.50 亿元。公司未来投资规模大，存在资本支出压力。截至 2019 年 3 月底，公司暂无拟建的基础设施建设项目。

表5　截至2019年3月底公司在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	总投资额	已投资额	2019 年 4 月—12 月计划投资	2020 年计划投资	2021 年计划投资
河西南部道路建设	2016—2021	11.78	1.57	1.61	4.30	4.30
公交场站、垃圾中转站、绿化景观等市政配套项目	2016—2021	3.41	1.12	1.38	0.46	0.45
学校建设	2018—2021	41.11	12.21	5.07	11.92	11.91
市政综合体、社区中心等配套设施	2015—2021	35.90	19.80	5.50	5.30	5.30
合计	**--**	**92.20**	**34.70**	**13.56**	**21.98**	**21.96**

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。前期发生的土地征拆及土地平整等费用由公司自筹。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，河西管委会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。

根据双方协议，在土地一级开发过程中，公司垫付的土地征拆及土地平整等费用不计入“建设与开发的直接成本”，土地出让金及规费返还收入与公司主营业务无直接关系，不计入公司主营业务收入。

（2）房地产业务

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。奥体建设拥有房地产开发一级资质，其经营范围主要在河西新城区，除了商品房开发业务外，还承担河西新城区经济适用房的开发职能。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。政府购买价格采取成本（经审定的工程总造价）加利润方式确定（初步约定毛利率为 3%）。

2017 年收入规模较小，主要系当年收入只确认了体量较小的中和村经适房一期 B 区所致；2018 年收入同比大幅上升，主要系确认了大部分中和村二期及三期的收入所致。毛利率方面，2018 年，公司房屋销售业务毛利率为 5.28%，同比下降 13.82 个百分点，主要系 2018 年公司房屋销售业务主要都是中和村经济适用房而商品房销售占比较低所致。2019 年 1—3 月，公司暂无房屋销售收入。

截至 2019 年 3 月底，公司已建成房地产项目的总投资为 106.68 亿元，可售面积合计 149.77 万平方米，已售面积合计 137.19 万平方米，共回款 91.61 亿元。

目前，公司主要在建项目为中和村经济适用房四期、青奥村、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2019年3月底已投资金额66.06亿元，剩余投资金额41.94亿元。截至2019年3月底，公司暂无拟建的房地产项目。

表 6　截至 2019 年 3 月底公司在建房地产项目（单位：亿元）

项目名称	建设期间	内容及规模	总投资	截至 2019 年 3 月底已完成投资	2019 年 4 月—12 月计划投资	2020 年计划投资	2021 年计划投资
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 30.37 万平方米	22.00	9.57	12.43	--	--
青奥村	2011—2021	公寓、商业、赛会设施等，总建筑面积 46 万平方米	70.00	49.77	10.23	5.00	5.00
无锡紫兰园	2017—2020	住宅、商业，总建筑面积 23.46 万平方米	12.00	5.96	3.04	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	0.76	2.24	1.00	--
合计			**108.00**	**66.06**	**27.94**	**9.00**	**5.00**

资料来源：公司提供

中和村经济适用房四期项目为保障房项目，项目总投资 22.00 亿元，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。截至 2019 年 3 月底，已投资金额 9.57 亿元。

青奥村项目于 2011 年开始建设，总投资金额 70.00 亿元，截至 2019 年 3 月底已投资金额 49.77 亿元。青奥村共包含 7 栋公寓（A—G 栋），其中 A—F 栋已建成，G 栋尚未开工建设。目前，A、B、C、D 栋正在装修，其中 D 栋中的 200 多套住房近期上市出让；E、F 栋作为长租公寓已完成装修对外经营。

无锡紫兰园项目包括 7 层和 11 层小高层、商业、幼儿园等，项目总投资 12.00 亿元，截至 2019 年 3 月底，已投资金额 5.96 亿元。

奥体新城社区中心项目规划建设地上 10 层建筑一栋，包含停车场，其他服务设施，文化、娱乐、体育、行政企事业办公及其他辅助设施。该项目总投资金额 4.00 亿元，截至 2019 年 3 月底已投资金额 0.76 亿元，项目未来主要收入来源为租金。

整体看，跟踪期内，公司房地产业务收入有所增长，毛利率大幅下降；公司房地产项目未来收益易受宏观政策因素和房地产市场因素影响，具有一定不确定性；公司房地产业务未来投资规模较大，存在资金压力。

（3）客房、餐饮及会展业务

公司拥有金陵江滨酒店、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。

2018 年和 2019 年 1—3 月，公司酒店餐饮及会展业务分别实现收入 4.34 亿元和 1.26 亿元，收入增长主要系入住率增长和平均房价增长所致。

（4）园林绿化工程

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2000万元，采用市场化经营，主要承接各类绿化项目工程的建设。

2018年和2019年1—3月，公司分别实现园林工程业务收入为4.41亿元和1.59亿元。

总体看，跟踪期内，受工程结算业务和房屋销售业务收入增长的影响，公司收入快速上升；在建项目储备为未来收入提供保障。公司项目建设和偿债资金主要来自河西新城区土地出让收益，目前河西新城区土地储备充足，出让后能够较好覆盖公司工程投资成本及收益。但联合资信也关注到，土地出让收益易受

宏观政策环境和土地市场环境影响，未来河西新城区土地出让存在一定不确定性。公司未来投资规模较大，存在一定资金压力。

3. 未来发展

政府代建项目建设为公司主要业务，同时，公司将继续加强公司经营性资产运作，提高公司盈利能力。公司作为河西新城区的建设者和和运营者，既要承担起建设开发的重任，又要做好对建设过程中所形成的国有资产的经营管理，对河西新城的经济繁荣和环境美化起到举足轻重的作用。因此，公司的战略思路是实现区域开发与运营并举，其战略定位可描述为：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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年合并财务报表，众华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019年一季度财务报表未经审计。

截至2019年3月底，公司纳入合并范围的子公司共11家。跟踪期内，公司合并范围减少1家子公司，该子公司资产规模及收入规模均较小，公司财务数据可比性强。

截至2018年底，公司资产总额778.93亿元，所有者权益合计301.11亿元（含少数股东权益22.20亿元）；2018年，公司实现营业收入55.25亿元，利润总额4.30亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额804.12亿元，所有者权益合计305.66亿元(含少数股东权益22.19亿元)；2019年1—3月，公司实现营业收入6.83亿元，利润总额0.29亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 778.93 亿元，同比增长 8.65%。其中流动资产占 76.36%，非流动资产占 23.64%，公司资产仍以流动资产为主。

表 7　2017—2018 年及 2019 年 3 月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科　目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	64.96	9.06	73.51	9.44	78.27	9.73
其他应收款	290.52	40.52	332.09	42.63	338.81	42.13
存货	153.70	21.44	156.56	20.10	166.68	20.73
流动资产	**550.54**	**76.79**	**594.75**	**76.36**	**611.18**	**76.01**
无形资产	110.16	15.37	110.13	14.14	110.13	13.70
非流动资产	**166.39**	**23.21**	**184.18**	**23.64**	**192.94**	**23.99**
资产总额	**716.93**	**100.00**	**778.93**	**100.00**	**804.12**	**100.00**

资料来源：公司审计报告和财务报表

2018 年底，公司流动资产 594.75 亿元，同比增长 8.03%，主要系货币资金和其他应收款增加所致。流动资产中，货币资金 73.51 亿元，同比增长 13.18%，主要系公司发行债券所致，其中受限资金 0.03 亿元，主要为法院冻结银行存款 0.03 亿元；公司预付款项 36.49 亿元，同比下降 22.98%，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，其中占比较大的预付对象有南京中冶正兴置业有限责任公司、中建八局第三建设有限公司、苏州第一建筑集团有限公司、江苏盐城二建集团有限公司和建邺区房产管理局；公司其他应收款（剔除应收利息和应收股利，下同）330.23亿元，同比增长 14.39%，主要系公司代河西管委会垫付工程款及相关费用增加所致，其中93.84%的其他应收款为应收河西管委会垫付

的拆迁款和土地整理费用等往来款项，对公司资金占用明显；公司存货 156.56 亿元，同比增长 1.86%，其中开发成本 146.02 亿元，主要包括青奥中心、青奥村和青奥城（部分工程已结转收入，尚未结转的成本账面价值 13.34 亿元）等项目；公司其他流动资产 2.17 亿元，同比下降 8.89%，主要系公司预缴土地增值税减少所致。

2018 年底，公司非流动资产 184.18 亿元，同比增长 10.69%。非流动资产中，公司可供出售金融资产为 16.88 亿元，同比增长 36.35%，主要系公司增持南京宁北轨道交通有限公司股份 4.53 亿元所致；公司长期股权投资 20.60 亿元，同比增长 16.84%，主要系公司增加南京金融城建设发展股份有限公司和富安达基金管理有限公司的投资所致；公司长期应收款为 7.28 亿元，主要为新增的中和村经济适用房购房款。

2019 年 3 月底，公司资产总额 804.12 亿元，较上年底增长 3.23%；公司流动资产和非流动资产占比保持稳定。货币资金 78.27 亿元，较上年底增长 6.47%，主要系发行债券所致；公司其他应收款 338.81 亿元，较上年底增长 2.60%；随着公司建设项目推进造成开发成本持续投入，公司存货 166.68 亿元，较上年底增长 6.46%；公司可供出售金融资产 26.02 亿元，较上年底增加 54.18%，主要系公司对被投资单位南京宁北轨道交通有限公司和紫金财产保险股份有限公司投资增加所致。

2019 年 3 月底，公司资产中用于抵押的土地使用权和房屋所有权评估价值合计 49.15 亿元、用于质押的土地出让收入收费权共计 1.67 亿元。

跟踪期内，公司资产仍以流动资产为主，流动资产中其他应收款占比仍较大，对公司资金形成占用，公司整体资产质量一般。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益 301.11 亿元（含少数股东权益 22.20 亿元），同比增长 11.62%，主要系公司分别于 2018 年 3 月和 8 月发行规模合计为 28.00 亿元的可续期中期票据所致。

2019 年 3 月底，公司所有者权益 305.66 亿元（含少数股东权益 22.19 亿元），较上年底增长 1.51%，主要由实收资本（占 11.99%）、资本公积（占 49.07%）和未分配利润（占 20.27%）构成。

总体看，受发行可续期中期票据影响，跟踪期内公司所有者权有所增长。公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，稳定性较好。

负债

2018 年底，公司负债总额 477.82 亿元，同比增长 6.86%。其中，流动负债占 30.78%，非流动负债占 69.22%，公司负债仍以非流动负债为主。

2018 年底，公司流动负债 147.10 亿元，同比下降 3.14%，主要系一年内到期的非流动负债下降所致。公司流动负债主要由短期借款（占 17.00%）、应付票据及应付账款（7.84%）、其他应付款（占 8.83%）和一年内到期的非流动负债（59.90%）构成。2018 年底，公司短期借款 25.00 亿元，同比增长 400.00%，主要为保证借款 10.00 亿元和信用借款 15.00 亿元；公司其他应付款 12.98 亿元，较上年底保持相对稳定，其中其他应付款（剔除应付利息和应付股利，下同）9.61 亿元，同比下降 10.04%，主要系偿付南京市河西新城区开发建设管理委员会往来款和南京风光建设拆迁有限公司购房款所致；公司一年内到期的非流动负债 88.12 亿元，同比下降 24.02%，主要为一年内到期的长期借款 10.56 亿元和应付债券 77.56 亿元。

2018 年底，公司非流动负债 330.72 亿元，同比增长 12.00%，主要由长期借款和应付债券构成。2018 年底，公司长期借款 212.28 亿元，较上年底变化不大，其中抵押物为土地使用权的抵押借款 137.55 亿元，质押物为公司收费权

的质押借款 1.67 亿元，保证借款 30.30 亿元，信用借款 42.76 亿元；公司应付债券 118.08 亿元，同比增长 41.32%，主要系公司新发行“18 宁河西 MTN002”“18 宁河西 CP001”“18 宁河西 CP002”“18 宁河西 SCP002”“18 宁河西 SCP003”“18 宁河西 PPN001”和“18 宁河西 PPN002”所致。

从有息债务看，2018 年底，公司全部债务 443.48 亿元，同比增长 6.81%。2018 年底公司债务结构仍以长期债务为主，公司短期债务和长期债务占全部债务的比重分别为 25.51%和 74.49%。从财务指标看，2018 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.34%、59.56%和 52.32%，同比分别变化-1.03 个、-1.06 个和 0.15 个百分点。整体看，公司债务负担仍较重。从债务期限结构看，截至 2018 年底，公司 1 年内到期债务 113.12 亿元，存在一定的短期偿债压力。

表8　公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
短期债务	120.97	113.12
长期债务	294.24	330.36
全部债务	415.21	443.48
长期债务资本化比率	52.17	52.32
全部债务资本化比率	60.62	59.56
资产负债率	62.37	61.34

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年 3 月底，公司负债总额 498.46 亿元，较上年底增长 4.32%，主要来自应付债券及其他应付款的增加。2019 年 3 月底，公司全部债务 460.87 亿元，较上年底增长 3.92%；其中短期债务 114.79 亿元，长期债务 346.08 亿元。2019 年 3 月底，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 61.99%、60.12%和 53.10%，较上年底有所上升。若将公司所有者权益中可续期中期票据“18 宁河西 MTN001”及“18 宁河西 MTN003”计入有息债务后，2019 年 3 月底，公司全部债务（考虑永续后）为 488.70 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 65.45%、63.75%和 57.37%，债务规模及负担将进一步上升。

跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务结构仍以长期债务为主，公司债务负担较重，存在一定的短期偿债压力。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 55.25 亿元，同比增长 58.55%，主要系工程结算业务和房地产销售业务收入增长所致。同期，公司营业成本 46.89 亿元，同比增长 65.70%，增幅高于营业收入增幅；受此影响，公司营业利润率为 13.66%，同比下降 4.16 个百分点。

表 9　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
营业收入	34.84	55.25
其他收益	--	0.07
投资收益	0.94	2.20
营业利润	2.91	4.45
营业外收入	0.03	0.03
利润总额	2.74	4.30
营业利润率	17.82	13.66
总资本收益率	0.32	0.47
净资产收益率	0.75	1.17

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018 年公司期间费用 5.25 亿元，同比增长 20.97%，主要为管理费用。期间费用占营业收入比重为 9.50%，较上年下降 2.97 个百分点。

2018 年，公司投资收益 2.20 亿元，同比增长 133.87%，主要系权益法核算的长期股权投资收益增加所致。

2018 年，公司利润总额 4.30 亿元，同比增长 56.68%。2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.47%和 1.17%，同比分别变化 0.15 个和 0.42 个百分点，公司盈利能力弱。

2019年1—3月，公司实现营业收入6.83亿元，利润总额0.29亿元；营业利润率有所提高，

为25.23%。

跟踪期内，公司营业收入规模受工程结算业务和房屋销售业务收入增长影响而大幅增长，但主营业务利润率有所下降；公司整体盈利能力弱。

5. 现金流

从经营活动看，2018年，公司经营活动现金流入86.55亿元，同比增长46.31%，主要系公司与河西管委会等单位往来款（反映在收到其他与经营活动有关的现金）增加所致。2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为56.27亿元，主要为公司收到管委会的代建工程回款和土地出让回款；公司现金收入比为101.85%，收入实现质量较好。同期，公司经营活动现金流出107.03亿元，同比增长96.53%，主要系往来款及工程建设投入增加所致。2018年公司经营活动现金流量净额为-20.48亿元。

从投资活动看，2018年，公司投资活动现金流入0.20亿元，主要为持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益。同期，公司投资活动现金流出8.06亿元，主要为投资支付的现金。2018年公司投资活动产生的现金流量净额为-7.86亿元。

从筹资活动看，2018年，公司筹资活动现金流入量224.78亿元，同比增长93.08%，主要为取得借款收到的现金和吸收投资收到的现金。2018年，公司筹资活动现金流出187.22亿元，主要为偿还借款本息。2018年公司筹资活动现金净额37.56亿元。

表10　2017—2018年公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入	59.16	86.55
经营活动现金流出	54.46	107.03
经营活动净现金流	4.70	-20.48
投资活动净现金流	-3.97	-7.86
筹资活动净现金流	-20.48	37.56
现金收入比	108.83	101.85

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019年1—3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金5.55亿元，现金收入比为81.25%；受支付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-0.14亿元。同期，公司投资活动现金流呈现净流出状态，为-4.48亿元，主要为投资支付的现金。2019年1—3月，公司取得借款收到的现金8.25亿元；发行债券收到的现金24.00亿元；筹资活动现金流出主要为偿还债务本息；2019年1—3月，公司筹资活动现金流净额5.84亿元。

跟踪期内，受往来款和工程建设投入影响，公司经营活动现金流净额由正转负，呈现净流出状态，且规模较大；公司投资活动现金流净额持续为负；公司筹资活动现金流净额由负转正，呈现净流入状态；公司收入实现质量较好。公司目前在建及拟建未来资金需求较大，公司存在一定融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年底公司流动比率和速动比率分别为 404.33% 和 297.89%； 2019 年 3 月底，上述两项指标分别为 406.52%和 295.66%。2018 年，公司经营活动现金流净额为负，对流动负债无保障能力。2018 年底及 2019 年 3 月底，公司现金类资产分别为 74.25 亿元和 79.19 亿元，相当于同期短期债务的 0.66 倍和 0.70 倍，公司存在一定的短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为 6.02 亿元，全部债务/EBITDA 为 73.72 倍，EBITDA 保障倍数为 0.28 倍，公司长期偿债指标弱。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 548.07 亿元，尚未使用授信额度 86.69 亿元，间接融资渠道亟待拓宽。

截至2019年3月底，公司合并口径无对外担保。

总体看，公司作为南京市河西新城区唯一

的城市基础设施建设开发主体，跟踪期内持续受到政府在政府补贴方面的支持，区域垄断优势明显，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产总额为672.57亿元，同比增长10.31%。母公司资产占合并口径资产总额的86.35%。其中，流动资产为479.01亿元。从构成看，流动资产主要由其他应收款和货币资金构成；非流动资产主要由长期股权投资和无形资产构成。

截至2018年底，母公司所有者权益为240.04亿元，同比增长14.83%。其中，实收资本占15.27%，资本公积占62.59%，其他权益工具占11.59%，未分配利润占9.45%。母公司所有者权益较为稳定。

截至2018年底，母公司负债规模较上年下降7.94%，主要由非流动负债构成。其中，非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。母公司2018年底资产负债率为64.31%，同比下降1.41个百分点。

2018年，母公司营业收入为29.20亿元，占合并口径营业收入的52.85%。营业成本为27.20亿元。母公司2018年净利润为3.17亿元，同比增长42.85%。

截至2019年3月底，母公司资产总额694.22亿元，所有者权益合计244.72亿元；2019年1—3月，母公司实现营业收入2.99亿元，利润总额0.35亿元。

十、存续期内债券偿债能力分析

截至报告出具日，联合资信所评公司存续债券余额126.00亿元。2018年，公司经营活动现金流入量86.55亿元，为公司存续期内债券余额的0.69倍；公司EBITDA为6.02亿元，为公司存续期内债券余额0.05倍。

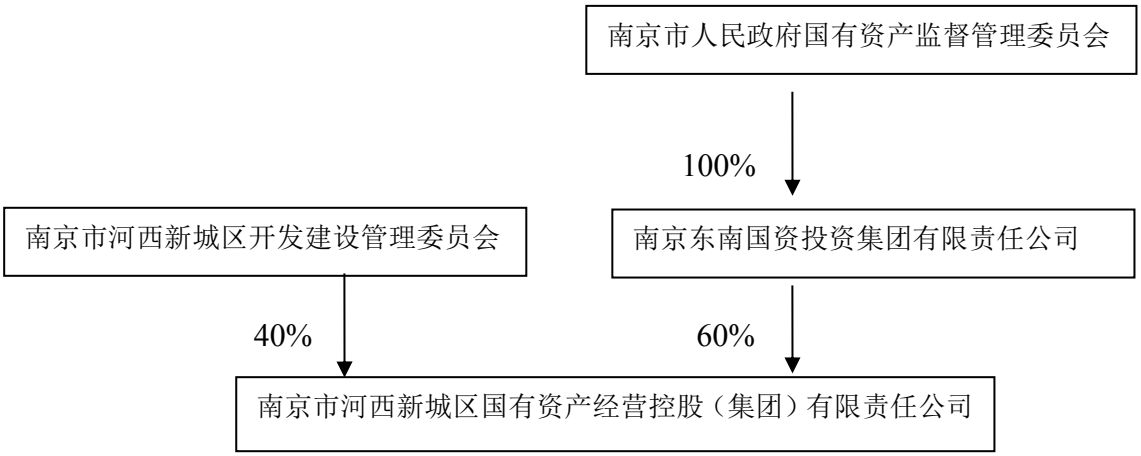
根据对公司存续债券的期限结构分析，公司单年最高偿付本金28.00亿元。2018年，公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为公司单年最高偿付本金28.00亿元的3.09倍和0.22倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对联合资信所评公司存续债券单年最高偿付本金的保障能力较强。

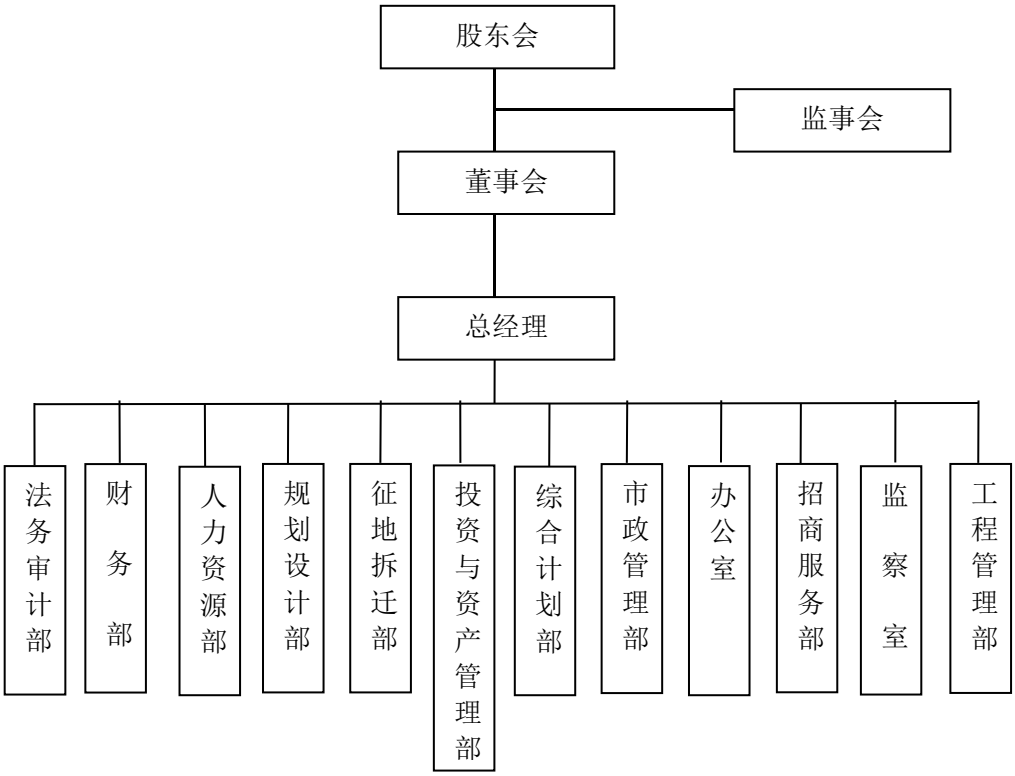
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“15宁河西MTN001”“18宁河西MTN001”“18宁河西MTN002”“18宁河西MTN003”和“19宁河西MTN001”的信用等级为AAA，“18宁河西CP001”和“18宁河西CP002”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　截至 2019 年 3 月底公司纳入合并范围子公司情况

（单位：万元）

公司名称	业务性质	注册资本	经营范围	持股比例		表决权比例
				直接	间接	
南京河西新城建设发展有限公司	工程建设	12000.00	房地产开发；商品房销售及信息咨询；苗木培育、销售；市政工程设计、施工	100%	--	100%
南京奥体建设开发有限责任公司	房地产	35000.00	房地产开发、销售、租赁；物业管理；建筑工程；桩基工程等	80%	20%	100%
南京滨江公园管理有限公司	服务业	1000.00	公园的经营管理；园区物业管理；园区养护管理等	100%	--	100%
南京河西会议展览有限责任公司	服务业	5000.00	展览展示、会务服务；展览工程设计、制作及施工等	100%	--	100%
南京河西新城江滨会议中心有限公司	酒店业	2000.00	会务服务；百货销售；实业投资；酒店管理服务等	100%	--	100%
南京市园林经济开发有限责任公司	工程施工	6000.00	园林建筑规划、设计、施工等	95%	5%	100%
南京河西工程项目管理有限公司	服务业	1000.00	项目选址、规划、勘探、设计、招标代理服务；工程监理；建设项目咨询、管理服务和技术资源交流；房地产策划	100%	--	100%
南京青奥城建设发展有限责任公司	房地产	122000.00	房地产开发、销售	100%	-	100%
江苏台湾名品城开发有限公司	服务业	1000.00	南京台湾名品城项目的开发建设、经营管理	80%	-	80%
南京河西新能源客运服务有限公司	服务业	5000.00	客运出租运输。汽车租赁；充电场站投资、营运及维护。	60%	-	60%
南京金帆酒店管理股份有限公司	服务业	1000.00	酒店管理；企业管理；物业管理；百货销售；自营和代理各类商品及技术的进出口业务等。	70%	-	70%

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	88.65	65.96	74.25	79.19
资产总额(亿元)	736.21	716.93	778.93	804.12
所有者权益(亿元)	251.94	269.77	301.11	305.66
短期债务(亿元)	93.94	120.97	113.12	114.79
长期债务(亿元)	353.60	294.24	330.36	346.08
全部债务(亿元)	447.54	415.21	443.48	460.87
营业收入(亿元)	72.72	34.84	55.25	6.83
利润总额(亿元)	4.65	2.74	4.30	0.29
EBITDA(亿元)	5.88	4.06	6.02	--
经营性净现金流(亿元)	80.76	4.70	-20.48	-0.14
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.13	20.12	39.47	--
存货周转次数(次)	0.48	0.20	0.30	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.05	0.07	--
现金收入比(%)	76.02	108.83	101.85	81.25
营业利润率(%)	10.64	17.82	13.66	25.23
总资本收益率(%)	0.52	0.32	0.47	--
净资产收益率(%)	1.42	0.75	1.17	--
长期债务资本化比率(%)	58.39	52.17	52.32	53.10
全部债务资本化比率(%)	63.98	60.62	59.56	60.12
资产负债率(%)	65.78	62.37	61.34	61.99
流动比率(%)	443.16	362.53	404.33	406.52
速动比率(%)	339.14	261.32	297.89	295.66
经营现金流动负债比(%)	62.30	3.09	-13.92	--
全部债务/EBITDA(倍)	76.13	102.17	73.72	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.26	0.21	0.28	--

注：2019 年一季报财务数据未经审计

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　义
A-1	为最高级短期债券，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	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 5-4　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变