



信用等级通知书

信评委函字[2020]G006-1号

上海大宁资产经营（集团）有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“上海大宁资产经营（集团）有限公司面向合格投资者公开发行2020年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零二零年一月三日

上海大宁资产经营（集团）有限公司 面向合格投资者公开发行 2020 年公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	上海大宁资产经营（集团）有限公司
发行总额	本期债券的发行总额为不超过人民币10亿元（含10亿元）。
债券期限	本期债券的期限为7年，附第5年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率	本期债券票面利率为固定利率。
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自到期日起不另计利息。

概况数据

大宁资产	2016	2017	2018	2019.9
所有者权益（亿元）	70.99	73.43	77.39	76.36
总资产（亿元）	150.23	159.76	182.36	178.34
总债务（亿元）	58.97	73.07	88.89	89.06
营业总收入（亿元）	6.80	5.55	7.68	3.59
营业毛利率（%）	42.03	49.72	50.51	55.72
EBITDA（亿元）	3.38	3.89	5.09	-
所有者权益收益率（%）	1.29	1.19	0.65	-
资产负债率（%）	52.75	54.03	57.56	57.18
总债务/EBITDA（X）	17.42	18.81	17.46	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.39	1.26	1.16	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2017年末其他应付款中的有息债务已调整至短期债务核算，2018年末应付债券中的“14 大宁 MTN001”已调整至短期债务核算。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“上海大宁资产经营（集团）有限公司面向合格投资者公开发行 2020 年公司债券（第一期）”信用级别为 AA⁺，该级别反映了本期债券的安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定发行主体上海大宁资产经营（集团）有限公司（以下简称“大宁资产”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。该级别反映了大宁资产偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了静安区拥有的区位优势、公司在静安区城市建设进程中的重要地位、拥有良好的发展前景等正面因素对公司信用水平的支撑作用。同时，中诚信证评也关注到旧区改造业务自主性较弱、期间费用对经营性业务利润侵蚀较大以及受限资产规模较大等可能对公司信用状况产生的影响。

正 面

- 区域经济实力强，区位优势显著。公司隶属于静安区国资委。静安区地处上海中心城区，经济实力较强，为公司业务开展提供了良好的外部环境。
- 公司职能定位明确，业务来源有保障。公司是静安区“中部繁荣”重点工程的主要建设主体，承担了大宁国际区域城市建设的业务职能，重点开发结合商务、休闲、生态的大型城市综合体，职能明确，业务开展较有保障。
- 物业资产升值快，收入增长空间较大。公司未来经营重点聚焦于大宁板块内新建经营性物业的经营，该地段商业氛围逐渐积聚，资产升值较快，随着各在建项目完工并投入运营，公司物业出租的租金收入将有较大的增长空间，这将提升公司整体盈利能力以及业务获现能力。

分析师

刘艳美 ymliu@ccxr.com.cn

江林燕 lyjiang@ccxr.com.cn

杨成 chyang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2020年1月3日

关注

- 公司旧区改造业务自主性较弱，收入稳定性不足。公司的旧区改造等业务主要按照区政府的年度规划开展，公司自主性相对较弱，此外房地产市场的波动也增大了土地市场的不确定性，同时也增加了公司旧区改造业务收入的不确定性。
- 期间费用对经营性业务利润侵蚀较大。近年来公司期间费用规模较大，2016~2018年及2019年1~9月，公司期间费用合计分别为2.91亿元、3.58亿元、5.44亿元和4.23亿元，三费收入占比分别为42.78%、64.60%、70.76%和117.75%，对经营性业务利润形成较大侵蚀；同期，公司经营性业务利润分别为-0.22亿元、-1.00亿元、-1.81亿元和-2.22亿元，呈持续亏损状态。
- 受限资产规模较大。截至2019年9月末，公司投资性房地产、在建工程等资产抵押借款而受限，受限规模合计83.90亿元，占期末总资产的比重为47.05%，规模较大，对公司资产整体流动性产生一定影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本期评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本期评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发行主体概况

上海大宁资产经营（集团）有限公司（以下简称“大宁资产”或“公司”）是于 2008 年 7 月 22 日经上海市闸北区¹国有资产监督管理委员会《关于同意成立上海大宁资产经营有限公司的批复》（闸国资【2008】128 号）的同意而成立的国有独资公司，初始注册资本 1 亿元。2010 年 9 月 19 日，根据闸北区国资委《关于同意向上海大宁资产经营有限公司股权增资的批复》（闸国资【2010】89 号），闸北区国资委对公司增资 10.30 亿元，其中，以货币资金出资 3.10 亿元，以其持有的上海金贸资产投资有限公司 100% 股权、上海金贸实业有限公司 100% 股权、上海市闸北区商业资产经营有限公司 100% 股权，合计出资 7.20 亿元，变更完成后公司的注册资本增至 11.30 亿元。2012 年 7 月，根据闸北区国资委《关于同意对大宁资产经营（集团）有限公司增资的批复》（闸国资【2011】122 号），闸北区国资委向公司增资 18.70 亿元，公司注册资本增至 30 亿元，增加的注册资金由评估作价后的实物资产（79 套产权房、85 套使用权房、共和新路 2440 号土地使用权）和货币资金组成。2016 年 7 月 18 日，根据上海市静安区人民政府《关于同意变更原闸北区国有资产监督管理委员会全资、控股及参股企业出资人的批复》（静府复【2016】2 号），公司股东由上海市闸北区国有资产监督管理委员会变更为上海市静安区国有资产监督管理委员会，现已完成章程修订及工商登记手续。截至 2019 年 9 月末，公司注册资本和实收资本均为 30 亿元，公司实际控制人为静安区国资委。

公司是静安区国资委管辖的重点企业之一，承担了较为重要的城市开发及国有资产运营的任务，目前形成了以旧区改造、物业租赁、商品销售及贸易为核心的业务结构。截至 2019 年 9 月末，公司纳入合并范围的一级子公司 8 家、二级子公司 8 家。

截至 2018 年 12 月 31 日，公司总资产 182.36 亿元，所有者权益合计 77.39 亿元（含少数股东权

益），资产负债率为 57.56%。2018 年，公司实现营业收入 7.68 亿元，取得净利润 0.50 亿元，经营活动净现金 4.88 亿元。

截至 2019 年 9 月 30 日，公司总资产 178.34 亿元，所有者权益合计 76.36 亿元（含少数股东权益），资产负债率为 57.18%。2019 年 1~9 月，公司实现营业收入 3.59 亿元，取得净利润-0.87 亿元，经营活动现金净流量为 7.30 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	上海大宁资产经营（集团）有限公司面向合格投资者公开发行 2020 年公司债券（第一期）
发行总额	本期债券的发行总额为不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元）。
债券期限	本期债券的期限为 7 年，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
票面金额和发行价格	本期债券面值为 100 元，按面值平价发行。
债券利率	本期债券票面利率为固定利率。
付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自到期日起不另计利息。
募集资金用途	本期债券的募集资金拟全部用于偿还有息债务本金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

上海市经济运行状况

上海位于中国东部，地处长江入海口，面向太平洋。上海是中国最大的经济中心、重要的国际航运中心，肩负着面向世界、推动长三角地区一体化和长江经济带发展的重任，在全国经济建设和社会发展中具有十分重要的地位和作用。2018 年末，上海土地面积为 6,340.5 平方千米，常住人口 2,423.78 万人。

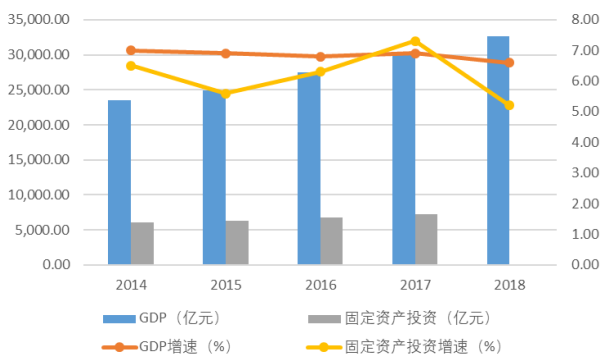
作为全国经济实力最雄厚和最发达的中心城市之一，近年来尽管面临着国内外经济发展趋缓的严峻挑战，但上海市经济始终保持较快的发展势头。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，上海市实现地区生产总值（GDP）分别为 27,466.15 亿元、30,133.86 亿元、32,679.87 亿元和 25,361.20 亿元，

¹ 闸北区与静安区已于 2015 年 11 月合并为静安区。

同比增长 6.80%、6.90%、6.60% 和 6.0%。具体来看，2018 年上海市第一产业增加值 104.37 亿元，下降 6.90%；第二产业增加值 9,732.54 亿元，增长 1.8%；第三产业增加值 22,842.96 亿元，增长 8.70%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重为 69.90%，较上年提高 0.7 个百分点，按常住人口计算的上海市人均生产总值为 13.50 万元，在全国各省区市中继续保持领先水平。

固定资产投资方面，2016~2017 年上海市完成全社会固定资产投资总额分别为 6,755.88 亿元、7,246.60 亿元，同比增长 6.30% 和 7.30%。2018 年固定资产投资总额比上年增长 5.2%，其中，第一产业投资额同比增长 209.10%，第二产业同比增长 17.20%，第三产业同比增长 3.20%。2019 年 1~9 月上海市固定资产投资总额比去年同期增长 4.80%。

图 1：2014~2018 年上海市主要经济指标及其增速情况



资料来源：上海市统计公报，中诚信证评整理

2018 年上海市全年实现工业增加值 7,362.84 亿元，比上年增长 4.30%。全年完成工业总产值 34,071.19 亿元，增长 1.6%，其中，规模以上工业总产值 32,237.19 亿元，增长 1.6%。在规模以上工业总产值中，国有控股企业 12,094.57 亿元，增长 2.30%。全年节能环保、新一代信息技术、生物医药、高端装备、新能源、新材料和新能源汽车等战略性新兴产业制造业完成工业总产值 8,113.34 亿元，比上年增长 5.50%。

随着经济的稳定增长，上海市财政实力持续增强。2016~2018 年，上海市一般公共预算收入分别为 6,406.13 亿元、6,642.30 亿元和 7,108.10 亿元，分别同比增长 16.10%、9.10% 和 7.00%。其中，税收收入分别为 4,736.24 亿元、5,865.50 亿元和

6,285.00 亿元，税收收入是上海市公共财政预算收入的主要构成，近年来占比均在 70% 以上。政府性基金收入方面，2016~2018 年，政府性基金收入分别为 2,295.00 亿元、1,960.60 亿元和 2,095.40 亿元，2018 年增长主要系上海市推出租赁住房用地，租赁住房用地成交量上升带动土地市场回暖。

表 2：上海市 2016~2018 年主要财政收支指标

单位：亿元

项目	2016	2017	2018
公共财政预算收入	6,406.13	6,642.30	7,108.10
其中：税收收入	4,736.24	5,865.50	6,285.00
政府性基金收入	2,295.00	1,960.60	2,095.40
公共财政预算支出	6,918.94	7,547.60	8,351.50
政府性基金支出	2,687.50	2,044.90	2,351.90
公共财政平衡率	92.59%	88.01%	85.11%

资料来源：公开数据，中诚信证评整理

财政支出方面，上海市财政支出逐年增长，2016~2018 年，上海市一般公共预算支出分别为 6,918.94 亿元、7,547.60 亿元和 8,351.50 亿元，分别同比增长 11.70%、9.10% 和 10.70%。地方公共财政预算支出的构成中，用于社会保障和就业、教育、一般公共服务、医疗卫生与计划生育等民生方面的开支相对较多。政府性基金支出方面，2016~2018 年，上海市政府性基金支出分别为 2,687.50 亿元、2,044.90 亿元和 2,351.9 亿元。

从收支平衡来看，2016~2018 年上海市财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）分别为 92.59%、88.01% 和 85.11%，财政自给率较高。

总体来看，上海市保持了较好的经济和财政增速，综合竞争实力位于全国前列，且其较好的产业结构为其未来的持续稳定发展奠定了基础，亦为地方企业的发展提供了较好的环境优势。

静安区经济运行状况

静安区是上海的中心城区之一，2015 年 11 月 4 日，上海市政府宣布原静安、原闸北两区“撤二建一”，设立新的静安区，全区总面积 37 平方公里，常住人口 107 万，下辖 13 个街道 1 个镇，276 个居（村）委会。

两区合并后，静安区经济实力有所提升。2016~2017 年，静安区分别实现地区生产总值

1,649.72 亿元和 1,703.68 亿元，按可比价格计算，分别比上年增长 8.7% 和 7.0%。其中，2017 年全区第二产业增加值 99.97 亿元，增长 3.5%；第三产业增加值 1,603.71 亿元，增长 7.2%。第三产业增加值占地区生产总值的比重为 94.1%，第三产业仍为上海市静安区经济增长的重要驱动力。2017 年，按当年常住人口计算的静安区人均生产总值为 15.98 万元，较上年提高了 0.53 万元。

固定资产投资方面，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，静安区全年完成社会固定资产投资分别为 315.35 亿元、316.81 亿元、242.00 亿元和 183.73 亿元，同比增长率分别为 11.9%、0.5%、-23.61% 和 -2.5%，近年来静安区固定资产投资规模有所降低。

财政收支方面，从区本级财力来看，2016~2018 年，静安区全年实现一般公共预算收入分别为 229.71 亿元（区级，下同）、232.80 亿元和 246.83 亿元；其中，税收收入分别为 220.14 亿元、217.54 亿元和 231.50 亿元，占一般公共预算收入的比重分别为 95.83%、93.45% 和 93.79%，税收收入占比较高，收入结构较为稳定。同期，静安区完成一般公共预算支出分别为 345.40 亿元、312.17 亿元和 370.55 亿元。2018 年一般公共预算支出同比增长 18.7%，其中，一般公共服务支出 11.54 亿元，教育支出 43.97 亿元，社会保障和就业支出 30.91 亿元，医疗卫生与计划生育支出 15.41 亿元。2019 年 1~6 月，静安区实现一般公共预算收入 149.31 亿元，同比增长 0.8%；同期发生一般公共预算支出 160.95 亿元，同比降低 2.56%。2016~2018 年，静安区公共财政平衡率分别为 66.51%、74.57% 和 66.61%，财政自给能力一般。

政府性基金收支方面，2016~2018 年静安区实现政府性基金收入分别为 95.17 亿元（区级，下同）、10.80 亿元和 56.62 亿元，2018 年增长主要系土地市场回暖所致；同期，政府性基金支出分别为 144.29 亿元、43.48 亿元和 108.14 亿元。2019 年 1~6 月，区级政府性基金收入 81.69 亿元，政府性基金支出 54.86 亿元。

表 3：上海市静安区 2016~2018 年主要财政收支指标

单位：亿元			
项目	2016	2017	2018
公共财政预算收入	229.71	232.80	246.83
其中：税收收入	220.14	217.54	231.50
政府性基金收入	95.17	10.80	56.62
公共财政预算支出	345.40	312.17	370.55
政府性基金支出	144.29	43.48	108.14
公共财政平衡率	66.51%	74.57%	66.61%

注：以上为区级财政指标

资料来源：公开数据，中诚信证评整理

图 2：静安区“一轴三带”规划图



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

区域发展上，为确保“一轴三带”发展战略尽快落地，2017 年 11 月，静安区制定出台《关于推进落实“一轴三带”发展战略的实施意见》，计划到 2020 年，基本实现“一轴”南北贯通、共享互融，“三带”功能差异互补，“一轴三带”区域成为静安产业能级最高、要素最为集聚、创新最为活跃、管理水平最高的区域。2018 年，南京西路两侧高端商务商业集聚带全年实现税收总收入 323.65 亿元。陕西北路老字号专业街完成升级改造，正式开街；苏州河两岸人文休闲创业集聚带全年实现税收总收入 74.6 亿元。博华广场等高品质楼宇建成启用；中环两翼产城融合发展集聚带全年实现税收总收入 120.73 亿元。其中南翼大宁地区深化环上大国际影视产业园区建设，引进影视企业 42 家；北翼市北

高新园区品牌效应显著，已经集聚大数据企业 196 家，上海市大数据中心正式入驻，园区 2 号地块实现竣工，3 块租赁住宅项目实现开工。“三带”集聚了全区 43.9% 的纳税企业，贡献了全区 71.8% 的税收。

旧区改造方面，“十三五”期间，上海要完成拆除二级以下旧里房屋 350 万平方米，需投入资金 4,500 亿元至 5,000 亿元，平均每年投入约 1,000 亿元。在上海旧区改造的整体布局下，静安区城市建设及旧区改造也将加快推进。根据《静安区国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，“十三五”期间，静安区将以“建管并举、管理为先”为原则推进旧区改造，计划基本完成全区成片二级以下旧里改造，拆除成片二级以下旧里约 32.64 万平方米，受益居民 1.8 万户；同时，将大力拓展旧改融资渠道，吸引各类社会资金参与，形成多元化的资源导入渠道。2018 年，静安区完成二级旧里为主的房屋改造面积 5.80 万平方米，动迁及征收居民 3,130 户。

总体来看，静安区凭借良好的区位优势以及在上海所处的举足轻重的地位，经济实现较快增长，“一轴三带”发展战略进展顺利，预计未来静安区的经济实力将随之获得持续发展和增强。

竞争优势及政府支持

明确的业务职能定位

作为原闸北区国资委管辖的区重点企业，两区合并之后，公司在业务开展范围将拓展至静安区全区。目前，静安区国资委管辖的重点企业有着较为明确的职能分工，包括大宁资产、上海北方企业(集团)有限公司、上海市北高新(集团)有限公司、上海不夜城联合发展(集团)有限公司、上海凯成控股有限公司、上海苏河湾投资控股有限公司、上海静安投资有限公司、上海静工(集团)有限公司、上海九百(集团)有限公司、上海静安置业(集团)有限公司以及上海开开(集团)有限公司等企业。

公司主要承担了静安区中北部(主要为大宁板块及周边区域)城市建设的业务职能，是区内“中部繁荣”重点工程的主要建设主体。目前，公司在在大宁国际地区重点开发结合商务、休闲、生态的大

型城市综合体，职能明确，业务开展较有保障。

表 4：静安区国资委管辖重点企业业务职能情况

名称	业务职能
上海大宁资产经营(集团)有限公司	原闸北区中部(主要为大宁板块及周边区域)城市建设及开发的业务职能，“中部繁荣”重点工程的建设主体。
上海市北高新(集团)有限公司	原闸北区北部产业园区建设，市北高新技术服务业园区的开发建设、招商引资及企业综合服务管理。
上海北方企业(集团)有限公司	原闸北区商业住宅等房地产项目开发，区政府保障性住房、旧区改造等任务。
上海不夜城联合发展(集团)有限公司	原闸北区上海火车站周边高档商业、办公楼等物业管理，闸北区公租房管理。
上海凯成控股有限公司	原闸北区政府重大市政工程的前期配套、轨交站点建设及危房棚户区改造。
上海苏河湾投资控股有限公司	重点对苏河湾地块 3.19 平方公里规划、市政建设、政府公用性配套设施代建及旧物业改造。
上海静安投资有限公司	城市更新投融资及建设、产业投资、股权运作、实业投资等资本运作。
上海静工(集团)有限公司	文化创意产业园区及众创空间开发运营、精品幼儿园所建设与运营。
上海九百(集团)有限公司	商业地产开发、特色食品、现代百货运营管理、酒店管理。
上海静安置业(集团)有限公司	物业管理、房屋开发置换、商业地产运营、建筑装饰装修、旧区改造。
上海开开(集团)有限公司	医药、食品、服饰、外贸、社区商业。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

优质的物业资产

作为静安区中环两翼产城融合发展集聚带的主要投资、建设和管理主体之一，以及静安区国有资产的主要经营管理者之一，公司成立时代管了多家原闸北区属的工业企业、区属商业等，在对大部分实行体制改革后，该企业所属的商铺网点、工业厂房、仓库等房产均归于公司名下，建筑面积约 5.8 万平方米；2012 年 7 月公司完成第 2 次资产重组，获得注入房产 6.98 万平方米(含土地使用权)；2016 年，股东方又向公司无偿划拨了平型关路及粤秀路多处房产，建筑面积共 4,636.56 平方米，合计价值 0.68 亿元。同时，公司重点在大宁区域新开发了多个房产项目，包括大宁中心广场(分为一、二、四期)、大宁人才公寓等。上述房产地理位置优越，可为公司带来可观的旧区改造收入或租金收入。

土地资产方面，截至 2019 年 9 月末，公司自有土地 296,279.00 平方米，其中包括大宁灵石公园

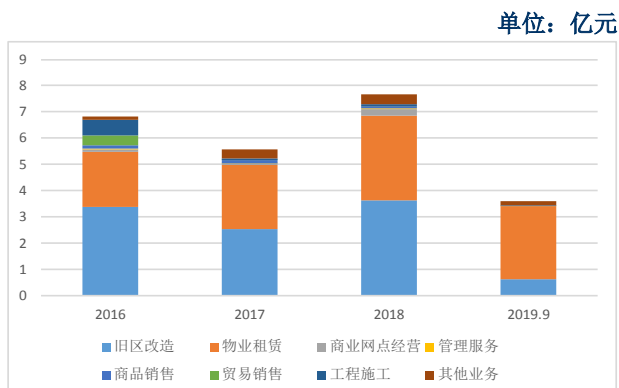
230,460 平方米和共和新路 2440 号的地下空间 65,819.00 平方米。未来,公司可进一步对上述土地进行开发,或将为公司带来一定的经济收益。

业务运营

如前所述,公司拥有大量优质房产,对位于旧城改造范围内的老旧房产,区政府会对其进行拆迁,给予公司相应的补偿(公司计入“旧区改造收入”),其余房产公司最终均将通过公开拍卖的方式完成处置。但在未拆迁或拍卖之前,所有房产均采用出租的方式经营。同时,公司重点在大宁区域新开发了多个房产项目,完工后也主要通过对外出租的方式运营,实现租金收入。除此之外,公司其他业务还包括建材贸易、工程施工等。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月,公司分别实现营业收入 6.80 亿元、5.55 亿元、7.68 亿元和 3.59 亿元。

从收入构成上看,旧区改造业务因系由区政府统一安排,公司缺乏自主性,故收入呈现一定的波动,2018 年公司旧区改造收入为 3.61 亿元,同比增加 43.44%,占比 47.06%,仍系公司最大的收入来源;同期出租业务收入为 3.24 亿元,占比 42.14%,同比增加 32.94%,主要受益于自建物业的完工并逐步实现对外出租;商业网点经营收入主要来自老旧房的拍卖收入,受当地房地产市场行情影响较大,2018 年商业网点经营收入为 0.26 亿元,同比增加 350.78%,占比 3.34%;建材贸易业务系代理模式,毛利较低,主要以满足自身项目建设需求为主,2018 年未对外开展业务,当年贸易收入为零;此外公司还有少量的管理服务、商品销售、工程施工及其他业务收入,合计 0.57 亿元,占比 7.46%。

图 3: 2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司营业收入构成



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

出租业务

目前,公司物业出租业务包括旧物业出租和新建物业出租,资产质量良好。旧物业主要指上述由原闸北区政府向公司划转的商业网点以及公司代管的老旧房产,新建物业则包括公司投资建设的大宁音乐广场、大宁中心广场二期、大宁中心广场四期、大宁人才公寓和大宁小城物业。

旧物业出租

公司的旧物业即为公司名下部分存量商铺及少量厂房,近年公司陆续对旧物业进行处置,2016~2018 年因拆迁及拍卖而分别减少 18 处、13 处和 15 处,截至 2019 年 9 月末,公司尚未处置的存量商铺共 145 处,主要分布于共和新路板块、上海火车站板块、广中西路板块以及苏河湾板块,总计建筑面积 11.95 万平方米,除部分公司自用、拆迁关空外均用于出租,总可出租面积(不含公共部分)7.35 万平方米,出租率 91.09%。承租人以零散客户为主,但较为稳定,合同租赁期在 1~10 年间,月租实行押一付三制度,租金标准为 1~2 元/平方米/天,租赁期满后,租金会有不低于 10% 的上调。受旧物业处置的影响,公司旧物业可租面积下降,租金收入随之呈下降趋势,2016~2018 年及 2019 年 1~9 月,分别实现旧物业出租收入 0.43 亿元、0.34 亿元、0.39 亿元和 0.28 亿元。

表 5: 截至 2019 年 9 月末公司存量房前五大租户

单位: 平方米、万元

承租方	合同期限	出租面积	年租金
芝鑫宾馆	2016.10~2024.09	5,966.05	510.00
上海弘恒贸易有限公司	2016.08~2020.12	2,567.00	206.13
静安区机关事务管理局	2017.09~2022.08	3,075.65	336.78
高益投资(潮府酒家)	2018.01~2027.12	4,000.00	318.00
上海弘恒贸易有限公司	2016.08~2020.12	2,567.00	206.13
合计	-	18,175.70	1,577.04

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

新建物业出租

目前,公司用于出租的新建物业包括大宁音乐广场(大宁中心广场一期)、大宁中心广场二期、大宁人才公寓、大宁小城、大宁中心广场四期(757

项目)、大宁星光耀广场 6 个项目。

表 6: 截至 2019 年 9 月末公司已运营的新建物业租赁情况

单位: 万平方米、元/平方米/天、亿元

项目	建筑面积	可租面积	出租率	平均价格	2016 年租金收入	2017 年租金收入	2018 年租金收入	2019 年 1~9 月租金收入
大宁音乐广场	13.66	6.79	93.60%	5.42	0.46	0.78	1.03	0.81
大宁中心广场二期	9.84	8.32	94.58%	3.86	1.08	1.06	1.06	0.91
大宁人才公寓	1.80	1.68	97.71%	1.92	0.05	0.05	0.06	0.07
大宁小城	2.45	1.36	78.26%	2.34	0.06	0.06	0.08	0.07
大宁中心广场四期	8.17	4.81	32.85%	5.5	-	-	0.005	0.09
大宁星光耀广场	5.17	3.58	60.34%	2.28	-	-	0.09	0.22
合计	40.09	26.54	-	-	1.65	1.95	2.33	2.17

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

具体来看, 大宁音乐广场项目(大宁中心广场一期)包括商业部分和办公楼部分, 其中商业部分可租面积 4.09 万平方米, 已于 2016 年 5 月份开业招租, 已陆续引进 104 家商户入驻, 运营情况良好; 办公楼 H 座总高 16 层, 总建筑面积 2.78 万平方米, 可租面积 2.70 万平方米, 定位为影视、文化、传媒产业办公写字楼, 自 2017 年开始对外出租, 依托环上大影视基地的优势, 引进文化传媒类企业客户入驻。截至 2019 年 9 月末, 大宁音乐广场项目已签约客户包括阿科玛(中国)投资有限公司上海分公司、海上明珠国际影城等, 平均出租率达 93.60%, 日租金平均为 5.42 元/平方米/天, 2016~2018 年及 2019 年 1~9 月, 分别实现租金收入 0.46 亿元、0.78 亿元、1.03 亿元和 0.81 亿元。

表 7: 截至 2019 年 9 月末大宁音乐广场前五大租户

单位: 平方米、万元

承租方	合同期限	出租面积	年租金
阿科玛(中国)投资有限公司上海分公司	2017.4.1~2023.3.31	4,178.30	732.04
海上明珠国际影城	2015.11.30~2036.6.30	3,371.57	540.00
上海翌恒网络科技有限公司	2016.7.1~2026.6.30	4,912.00	358.58
耐克商业(中国)有限公司	2016.6.12~2024.9.11	942.00	240.68
亚太财产保险有限公司上海分公司	2018.3.1~2023.2.28	1,308.78	224.52
合计	-	14,712.65	2,095.82

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

大宁中心广场二期于 2011 年 10 月开展招商工

作, 可租面积 8.32 万平方米, 运营较为稳定。目前已有金佰利、京瓷、飞利浦等世界 500 强企业及环上大影视园区入驻, 截至 2019 年 9 月年末项目出租率达到 94.58%。受租赁空窗期及新入驻客户根据合同约定可享受一定的免租期的影响, 目前该项目平均租金为 3.86 元/平方米/天; 2016~2018 年及 2019 年 1~9 月, 分别实现租金收入 1.08 亿元、1.06 亿元、1.06 亿元和 0.91 亿元。

表 8: 截至 2019 年 9 月末大宁中心广场二期前五大租户

单位: 平方米、万元

承租方	合同期限	出租面积	年租金
心动网络股份有限公司	2015.2.1~2020.2.28	6,797.21	885.71
上海贝塔斯曼商业服务有限公司	2013.4.15~2025.4.14	7,587.15	858.48
心动网络股份有限公司	2018.11.1~2022.10.31	5,163.34	659.61
亿腾商务咨询(上海)有限公司	2016.9.1~2020.8.31	3,236.52	491.43
安川电机(中国)有限公司	2014.8.15~2019.8.14	3,632.00	510.38
合计	-	26,416.22	3,405.61

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

大宁人才公寓项目方面, 截至 2019 年 9 月末, 公司共经营灵石路人才公寓、平顺路人才公寓、保德路人才公寓、长安路人才公寓、慧景公寓及红枫路人才公寓 6 处人才公寓项目, 合计建筑面积 1.80 万平方米(可出租面积 1.68 万平方米)、共有 195 个住宅单元, 是原闸北区人才引进的配套工程。截至 2019 年 9 月末, 已出租面积达到 1.64 万平方米, 整体出租率约为 97.71%。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月分别实现物业租赁收入 482.45 万元、457.39

万元、616.91 万元和 713.79 万元。

大宁小城项目位于大宁灵石公园西北角，该项目于 2012 年 4 月开工建设，建设期 18 个月，位于大宁灵石公园西北角，项目总建筑面积 2.45 万平方米，其中地上 1.45 万平方米，地下 1 万平方米，可出租面积 1.36 万平方米。项目定位原为集主题性、趣味性和科技感为一体的儿童乐园，总投资 2.2 亿元，自筹资金 1.05 亿元，此外国开行上海分行向公司提供 14 年期固定资产贷款 1.15 亿元。项目于 2015 年 6 月起对外出租，其中 8,000 平方米系租赁与儿童乐园公司，其余则分租给零散商户，如新东方等教育机构等。但由于儿童乐园经营状况未达到预期，2017 年对儿童乐园部分进行了业态调整，并于 2018 年 9 月调整结束。截至 2019 年 9 月末，该项目出租率为 78.26%。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，大宁小城分别实现物业租赁收入 643.39 万元、553.98 万元、763.63 万元和 671.54 万元。

大宁中心广场四期项目（757 项目）于 2018 年 3 月竣工交付，定位为高端商务办公楼，位于广中西路，南侧是大宁绿地，西邻多媒体园区，建筑面积 8.17 万平方米，可租面积 4.81 万平米。截至 2019 年 9 月末，该项目共引进乔达国际货运（中国）有限公司、上海逸刻新零售网络科技有限公司、上海摩高建筑规划设计咨询有限公司等商户入驻，出租率为 32.85%，由于项目完工时间较晚且租赁前期存在免租装修期，故 2018 年仅实现租金收入 0.005 亿元，2019 年 1~9 月共实现出租收入 0.09 亿元。

除了自行筹建的方式外，公司还会综合考虑资金成本和投资空间，采用外购的方式添置新物业项目。2016 年公司预购了上海绿地星奕房地产开发有限公司投资建设的大宁星光耀广场 6#、7#、8# 号楼，总购房款 9.32 亿元，于 2018 年 1 月完成交付。该项目类型为商用办公楼，位于沪太路 1111 弄，隶属于静安区大宁板块，建筑面积合计 5.17 万平方米，可租面积 3.58 万平方米。截至 2019 年 9 月末，6 号楼及 7 号楼已分别于 2018 年 5 月、2018 年 8 月整体签约出租，8 号楼目前尚未完工。2018 年及 2019 年 1-9 月，星光耀项目产生租金收入 0.09 亿

元和 0.22 亿元，2018 年收入较低，主要系新物业租赁初期存在 3 到 8 个月不等的免租装修期所致。

在建拟建方面，截至 2019 年 9 月末，公司在建物业主要系 472 项目，拟建项目主要系大宁中心广场五期项目（地下空间），未来完工后将主要以对外出租的方式运营。

472 项目定位为中高端的商务型商业中心，位于广延路，东侧与广延路相邻（中间 30 米绿化带），南侧是住宅小区明园涵翠苑，西邻在建闸北区体育中心，北侧与汶水路相邻（中间有 50 米绿化带），具有较好的外围交通。该项目占地面积 1.46 万平方米，总建筑面积为 7.72 万平方米。项目已于 2015 年 12 月正式开工，预计于 2020 年竣工交付，计划总投资 13.97 亿元，已获得银行项目授信 8 亿元。截至 2019 年 9 月末，项目已完成投资 11.01 亿元。该项目主要由商业区租赁、机动车停车位租赁产生收益，项目建设完成后预计可实现 1.28 亿元/年租金收入。

大宁中心广场五期项目（地下空间）位于广中西路以南、规划万荣路以东、共和新路以西，土地性质为划拨，规划建筑面积 3.64 万平方米，建设内容主要为对老广中公园及过渡区域进行改造、新建配套用房、地下公园配套设施、地下停车库等，定位为 1 号线与规划中的 21 号线地铁的换乘配套、大型地下停车库、地下商业配套设施，建设完成后拟用于对外出租。该项目规划总投资 8.50 亿元，截至 2019 年 9 月末，已投资 0.18 亿元，主要系项目前期费用支出，目前该项目正式开工时间尚未确定。

表 9：截至 2019 年 9 月末公司在建、拟建新物业项目进度情况

项目	开工时间	建设周期	建筑面积	总投资	已投资	完工进度	未来投资安排		
							2019.10~12	2020	2021
单位：万平方米、亿元									
在建项目：									
472 项目	2015.12	47 个月	7.72	13.97	11.01	95.74%	2.19	0.77	0
拟建项目：									
大宁中心广场五期项目（地下空间）	尚未确定	-	3.64	8.50	0.19	-	-	-	-
合计	-	-	11.36	22.47	11.20	-	2.19	0.77	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，公司新建物业区位条件良好，物业品质较高，目前已陆续完工并投入运营，出租情况良好，业务前景较好。但在建项目后续投资规模仍较大，中诚信证评将持续关注未来的资金情况及物业的实际出租情况。

旧区改造

公司名下部分存量老旧房产处于原闸北区旧城改造的范围内，按照安排，区政府每年均会对部分旧房进行动迁，同时给予公司相应的拆迁补偿，补偿标准根据房屋面积并参考同区域房屋市场价确定。公司将收到的补偿款计为旧区改造收入，相应的成本主要包括被拆迁房产的账面价值、清退房屋租赁合同的违约补偿金和被动迁房屋权利人历史遗留的债务纠纷补偿金、企业职工安置费用等。

业务流程方面，旧区改造及动拆迁事宜由上海市及静安区土地发展中心负责，指定动拆迁公司进行拆迁工作，动迁完毕后对土地进行招拍挂对外出让。根据区财政的资金安排，公司在开始动迁时收取 50% 的动迁款，余款一般在半年内到账。

由于公司该业务依据政府旧区改造总体规划进行，加之不同地段的房价有一定差别，公司动迁规模及收入呈现一定波动性。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司动迁地块数量分别为 13 处、12 处、16 处和 4 处，动迁的建筑面积分别为 5,174.79 平方米、5,292.27 平方米、7,737.72 平方米和 4,812.09 平方米，取得的收入分别为 3.36 亿元、2.52 亿元、3.61 亿元和 0.60 亿元。

表 10：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司旧区动迁情况

	单位：处、平方米、亿元			
	2016	2017	2018	2019.1~9
动迁数量	13	12	16	4
建筑面积	5,174.79	5,292.27	7,737.72	4,812.09
动迁补偿收入	3.36	2.52	3.61	0.60

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，近年随着存量房产的陆续动迁，公司未来可动迁的房产面积逐步缩小，且该业务受房地产市场及政府旧区改造总体规划进度的影响较大，需关注公司存量房未来的动迁情况。

商业网点经营及其他

公司每年会根据当地房地产市场行情，对部分老旧房进行非公开拍卖处置，从而形成商业网点经营收入；商业网点经营的成本主要为房屋账面价值、清退承租房的租赁合同违约补偿金、土地增值税等。2018 年，公司仅拍卖一处旧房产，实现商业网点经营收入 2,566.59 万元，同比增加 350.78%。2019 年 1~9 月，公司无拍卖处置房产。

表 11：2016~2018 年公司商业网点经营情况

项目名称	2016	2017	2018
拍卖数量（处）	5	1	1
建筑面积（平方米）	378.24	182.49	1,310.00
处置收入（万元）	1,054.68	569.37	2,566.59

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司贸易销售业务的品种主要为建材，由子公司上海金贸实业有限公司和上海雷勃贸易有限公司运营，以满足自身项目建设需求为主。依托于自身建设项目对材料的需求，公司与上游供应商建立采购渠道，并向下游施工单位进行销售，价差即为公司的贸易业务利润。随着自身建设项目逐渐竣工

交付，同时考虑到建材市场的不稳定性，公司近年不断缩减建材贸易的业务规模，致使该业务收入持续下滑，未来公司将逐渐退出该业务，寻找其他盈利渠道。2018年以来公司未对外开展贸易业务，该业务收入为零。

公司商品销售收入主要为大宁灵石公园门票收入和园内小卖部收入，由于该公园自2017年4月起免费开放，导致当年公园门票收入减少，目前公司商品销售收入仅为园内小卖部收入；2018年，公园实现收入687.59万元，较上年减少32.88%。2019年1~9月，实现收入239.37万元。

代建管理业务由子公司上海闸北安居房产开发有限公司（以下简称“安居房产”）负责运营，安居房产主要从事房地产经营开发及物业管理咨询服务等业务，具体负责原闸北体育中心项目的代建工作，采用代收代建的业务模式，由区政府负责项目的投融资，安居房产按照工程支出的1.5%收取代建管理费，计入管理服务收入；该项目已于2017年9月底竣工交付，目前尚无新的代建项目，2018年公司该业务实现管理服务收入343.85万元，同比增加12.09%。2019年1~9月，实现收入245.72万元。

此外，公司的其他业务包括出租菜场摊位、收取停车费、代收租赁户水电费等。菜场出租方面，股东方2016年向公司无偿划拨的平型关路1517、1525、1537、1541、1545号以及粤秀路1476、1480、1482号等两处菜场已于2017年6月投入运营，建筑面积分别为2,666.48平米和1,970.08平米，账面价值合计0.68亿元；2017年股东方又向公司无偿划拨了徐家宅路93号、107号和普济路45、53号及恒丰路318弄11号房产等两处菜场，账面价值合计0.94亿元，也于2018年3月投入运营；公司将这些菜场装修后对外出租，收取的摊位租金计入其他收入，其规模随着菜场房产的增加而有所增长。2016~2018年及2019年1~9月，公司其他业务共实现收入0.11亿元、0.34亿元、0.39亿元和0.16亿元。

总体看，作为静安区中北部大宁国际区域内的商业、商务及城市综合体项目的重要建设主体，公

司战略地位显著，在资产注入方面获得股东方的大力支持；同时，公司自身新建经营性物业项目建设稳步推进，且项目都处于静安区较为繁华的中北部地区，商业氛围逐渐积聚，资产升值较快，未来随着项目的建成使用以及租金价格的上升，公司将获得较为稳定的租赁业务收入，经营前景良好。

公司治理

治理结构

公司按照《公司法》等法律法规及现代企业制度的要求，完善了公司治理结构，已建立了董事会、监事会及管理层为主体结构的决策与经营管理体系，董事会是公司的决策机构和执行机构，直接向股东负责。董事会按股东授权行使《公司法》所规定的股东大会的部分职权，由5人组成，由出资人委派，包括董事长1人、总经理1人、总会计师1人、职工董事1人、外部董事1人。公司设立监事会，由5名监事组成，设监事长1名、职工监事2名。公司总经理、副总经理由董事会聘任或解聘，总经理负责公司日常经营管理工作，对董事会负责，副总经理协助总经理工作。

内部控制

近年公司持续加强内部控制机制的建设，结合自身的实际情况，从决策、经营、投融资、财务、对外担保、内部审计、关联交易、信息披露、下属公司管理等角度建立了内部控制制度体系，主要包括了货币资金管理制度、资金收支预算管理制度、资产集中管理制度、内部审计制度、对外担保制度、对外投资管理制度、关联交易管理制度等。

对下属子公司管理方面，公司要求下属公司应根据自身经营特征，定期报送月度报告、季度报告、年度报告，包括营运报告、产销量报表、资产负债表、损益报表、现金流量报表、向他人提供资金及提供担保报表等。另外，为加强货币资金管理，提高财务资金使用效率，降低资金成本，公司通过财务结算中心采取资金统一结算、统一贷款、统一收支及统一管理。同时未经公司董事会批准，下属公司不得擅自进行对外担保、对外借款、对外投资、收购兼并、资产抵押、资产处置、合并、分立、增

加、减少注册资本、收益分配等重大事项，下属公司的任何正常业务外的投资也必须报公司董事会审批。

总体看，公司的治理结构较为完善，内部控制制度较为健全，对下属企业的管控能力较强，能够保证业务的稳定发展。

战略规划

根据公司的“十三五”战略规划，下一个五年公司将重点完成标志静安区中部繁荣的六项重点建设项目，将大宁国际中心与多媒体谷片区打造成为闸北区政治、经济、文化、商业、办公的中心区。

随着大宁中心广场各期项目相继竣工并投入使用，原闸北中部“双核驱动、两翼齐飞”的格局已初具雏形。产业结构方面，公司将从商业为主的业务结构向影视产业涉足，启动多元化发展的脚步。未来，公司的商业项目将由零散点状开发过渡到集约式的商业区域开发，招商手段也由原来的传统招商过度到了现代园区招商，形成“环上大国际影视园区”，实现中部商业文化创意产业集聚，提升公司的综合竞争力。

总体看，公司的发展战略符合静安区城市建设的整体规划，自身将重点发展影视、物业与商业网点经营相结合、相互促进的业务模式，前景较好。

财务分析

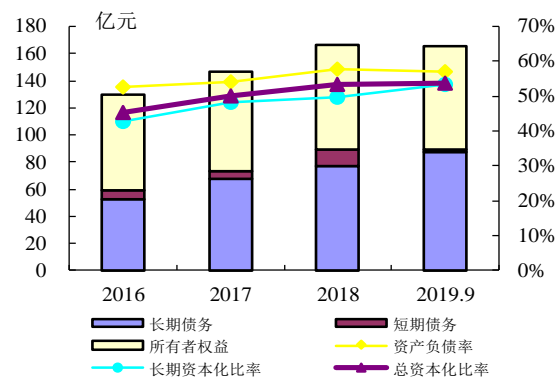
以下财务分析基于公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年、2017年、2018年审计报告及未经审计的2019年三季度财务报表，均为合并口径。

资本结构

近年来随着上海市房地产市场的发展，公司投资性房地产的公允价值大幅增加，同时，随着股东方资产注入以及公司在建项目的持续推进，公司资产规模整体呈上升趋势，2016~2018年末，公司资产总额分别为150.23亿元、159.76亿元和182.36亿元。随着公司新建物业项目的建设推进，公司资金需求逐步增加，从而导致负债总额持续增加，2016~2018年，公司负债总额分别为79.24亿元、

86.32亿元和104.97亿元。所有者权益方面，大宁中心广场四期（757项目）竣工后由在建工程转入投资性房地产使其他综合收益增加，加之留存收益的日渐积累，公司所有者权益也不断增长，2016~2018年，公司所有者权益分别为70.99亿元、73.43亿元和77.39亿元。截至2019年9月末，公司总资产、总负债及所有者权益分别为178.34亿元、101.97亿元和76.36亿元。

图 4：2016~2018 年末及 2019 年 9 月末公司资本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务杠杆方面，近年来由于业务规模快速扩张，外部融资规模也随之增加，致使资产负债率持续上升。2016~2018年末及2019年9月末，公司资产负债率分别为52.75%、54.03%、57.56%和57.18%，总资本化比率分别为45.38%、49.88%、53.46%和53.84%。

从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主，2016~2018年末及2019年9月末公司非流动资产分别为121.54亿元、125.22亿元、137.46亿元和141.10亿元，占总资产的比重分别为80.90%、78.39%、75.38%和79.12%。公司非流动资产主要包括投资性房地产、在建工程和固定资产，截至2018年末分别为98.14亿元、11.70亿元和16.02亿元。具体看，2018年，星光耀项目和大宁中心广场四期（757项目）投入运营，由在建工程转出至投资性房地产科目，使得在建工程较上年减少63.08%至11.70亿元；投资性房地产较上年末增加46.47%至98.14亿元；固定资产主要为政府划拨的土地资产，位于大宁灵石公园内，2018年末账面净值16.02亿元，同比增加20.66%，主要系广中西路水景完工后由在建工程转入所致。截至2019年9月末，投资性

房地产98.42亿元、固定资产15.88亿元和在建工程13.69亿元。

2016~2018年末及2019年9月末，公司流动资产分别为28.69亿元、34.53亿元、44.91亿元和37.23亿元。公司流动资产主要由其他应收款和货币资金构成，截至2018年末，上述两个科目的余额分别为24.03亿元和16.08亿元，其中其他应收款主要为应收上海中亚商业（集团）有限公司（以下简称“中亚集团”）的款项11.71亿元，主要为公司代付的职工安置款，中亚集团的实际控制人亦是静安区国资委，其已出函明确该款项将于相关房屋资产处置（出售、拆迁）后予以返还，截至目前仍未有具体的回收计划，对公司资金形成一定占用。截至2019年9月末，公司流动资产37.23亿元，主要包括其他应收款18.68亿元和货币资金6.73亿元，其中当期货币资金较上年末减少9.35亿元，主要系公司购买了理财产品，该理财产品计入了其他流动资产科目。

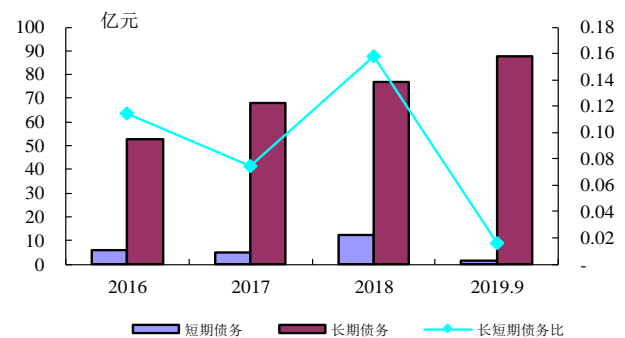
负债构成方面，公司负债以非流动负债为主。2016~2018年末及2019年9月末，公司非流动负债分别为60.11亿元、75.58亿元、95.56亿元和96.45亿元，占总负债的比重分别为75.85%、87.55%、91.03%和94.58%，主要系应付债券和长期借款构成。截至2018年末，公司应付债券55.64亿元，同比增加14.23%，系公司2018年成功发行五年期公司债券“18大宁01”和“18大宁02”所致，发行规模分别为12亿元和8亿元，票面利率分别为6.00%和6.30%；长期借款为31.10亿元，同比增加61.40%，系当年经营规模扩张、在建项目推进所致，借款期限为10~15年不等，综合利率在4.90%~5.88%之间。截至2019年9月末，公司长期借款41.94亿元和应付债券45.70亿元。

2016~2018年末及2019年9月末，公司流动负债分别为19.14亿元、10.75亿元、9.41亿元和5.52亿元，占负债总额的比重分别为24.15%、12.45%、8.97%和5.42%，公司流动负债减少主要系由其他应付款、短期借款和一年内到期的非流动负债等减少所致。其中，截至2018年末，公司其他应付款4.15亿元，同比减少8.51%，主要系与上海宁汇投资管理有限公司、上海铭洲投资管理有限公司、上海市环上大

国际影视园区管理委员会办公室、上海市闸北区商业网点管理办公室、闸北区促进中部繁荣繁华工作推进小组办公室、上海市闸北区彭浦镇人民政府等单位的往来款和暂借款1.41亿元；短期借款已全部到期偿还完毕，由上年的1.00亿元减至0.00亿元；一年内到期的非流动负债主要是临近到期的长期借款2.14亿元，同比减少21.72%。截至2019年9月末公司流动负债5.52亿元，主要包括其他应付款3.01亿元和应付利息1.28亿元。

有息债务方面，随着资金需求的增长，公司的融资规模也不断上升，2016~2018年末及2019年9月末，公司总债务分别为58.97亿元、73.07亿元、88.89亿元和89.06亿元。从债务结构来看，公司有息债务以长期债务为主，同期，公司长期债务分别为52.91亿元、67.98亿元、76.74亿元和87.63亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为0.11倍、0.07倍、0.16倍和0.02倍，整体看，公司以长期债务为主的债务结构较为合理，但整体规模较大，且有逐步扩大的趋势，未来存在一定的偿还压力。

图 5：2016~2018 年末及 2019 年 9 月末公司债务结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

债务到期分布方面，2019年10~12月、2020年、2021年、2022年及以后，公司到期债务金额分别为0.58亿元、2.84亿元、27.12亿元和58.52亿元，主要集中在2021年及以后到期，长期偿债压力较大，未来资金安排需关注。

表 12：截至 2019 年 9 月末公司债务到期分布情况

单位：亿元

到期年份	2019.10~12	2020	2021	2023 及以后
到期债务	0.58	2.84	27.12	58.52

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，随着项目建设的推进，近年来公司债

务规模不断增长，但财务杠杆比率仍处于合理水平，以长期债务为主的期限结构有利于公司对资金的稳定使用。考虑到公司在建项目规模较大，未来的融资安排仍需关注。

盈利能力

公司收入主要来源于旧区改造和物业租赁等收入，2016~2018年及2019年1~9月，公司营业总收入分别为6.80亿元、5.55亿元、7.68亿元和3.59亿元。分业务板块来看，不同业务的营收规模呈现了不同的走势。其中，旧区改造业务因受政府规划影响较大，产生的业务收入不稳定，2016~2018年及2019年1~9月，公司旧城改造业务收入分别为3.36亿元、2.52亿元、3.61亿元和0.60亿元；出租业务方面，随着新建经营性物业投入使用及物业租金标准的上浮，公司物业租赁收入稳步上升，2016~2018年及

2019年1~9月，公司经营性物业取得租金收入分别为2.10亿元、2.44亿元、3.24亿元和2.79亿元；贸易销售业务因公司工程项目逐渐竣工交付及业务调整，该业务收入持续下降，2018年以来，无该项业务收入体现。

毛利率方面，近年来公司营业毛利率持续保持在较高水平，且呈上升趋势，2016~2018年及2019年1~9月公司的营业毛利率分别为42.03%、49.72%、50.51%和55.27%。分板块来看，随着土地成交价的不断上涨，公司旧区改造业务毛利率始终保持在较高水平；由于大宁广场二期于2012年开始投入运营至今，部分租户已过免租期，加之公司新建物业的投入运营及租金价格的提升，公司出租业务毛利率逐年上升，带动公司整体毛利率的上涨，盈利能力逐年改善。

表 13：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司营业收入及毛利率构成情况

单位：亿元

业务名称	2016		2017		2018		2019.1~9	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
旧区改造	3.36	56.49%	2.52	56.95%	3.61	60.09%	0.60	70.92%
物业租赁	2.1	35.47%	2.44	47.37%	3.24	49.71%	2.79	55.58%
商业网点经营	0.11	0.69%	0.06	4.84%	0.26	-0.13%	0	-
管理服务	0.02	41.02%	0.03	52.80%	0.03	36.53%	0.02	40.09%
商品销售	0.13	74.33%	0.1	76.98%	0.07	15.55%	0.02	35.74%
贸易销售	0.39	0.98%	0.01	-40.95%	0	-	0	-
工程施工	0.59	10.08%	0.06	2.13%	0.08	-3.09%	0	-
其他业务	0.11	45.39%	0.34	22.38%	0.39	20.04%	0.16	-6.81%
合计	6.80	42.03%	5.55	49.72%	7.68	50.51%	3.59	55.27%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司的期间费用以管理费用和财务费用为主，其中管理费用主要系日常支出及员工薪酬，近年来公司管理费用稍有波动，2016~2018年及2019年1~9月分别为1.35亿元、1.28亿元、1.56亿元和1.04亿元；财务费用因有息债务规模的增加而增长较快，2016~2018年及2019年1~9月分别为1.39亿元、2.12亿元、3.60亿元和2.83亿元。同期，公司三费合计分别为2.91亿元、3.58亿元、5.44亿元和4.23亿元，三费收入占比分别为42.78%、64.60%、70.76%和117.75%，期间费用规模较大，对利润产生较大吞噬。随着债务规模的上升，预计财务费用

支出仍将增长，公司三费收入占比存在一定上行压力。

表 14：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司期间费用分析

单位：亿元、%

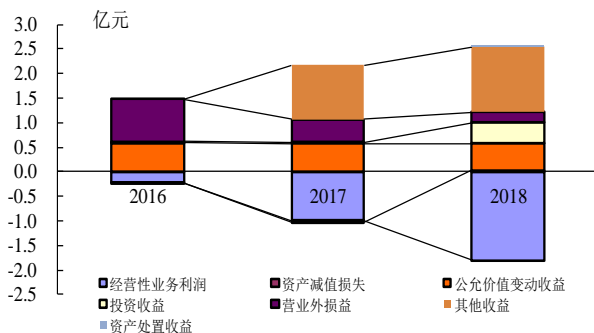
	2016	2017	2018	2019.1~9
销售费用	0.17	0.18	0.27	0.23
管理费用	1.35	1.28	1.56	1.17
财务费用	1.39	2.12	3.60	2.83
三费合计	2.91	3.58	5.44	4.23
营业总收入	6.80	5.55	7.68	3.59
三费收入占比	42.78	64.60	70.76	117.75

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，由于期间费用规模较大，近年

来公司经营性业务利润处于亏损状态，公允价值变动收益、营业外损益及其他收益系公司利润总额的主要构成。2016~2018年，公司利润总额分别为1.25亿元、1.15亿元和0.78亿元，其中经营性业务利润分别为-0.22亿元、-1.00亿元和-1.81亿元，呈持续亏损状态；公允价值变动收益分别为0.58亿元、0.58亿元和0.55亿元，主要是投资性房地产按公允价值计量而增加的收益；营业外损益和其他收益主要为政府补贴，以区政府给予的招商引资扶持资金为主，2016~2018年公司获得财政扶持资金分别为0.86亿元、1.11亿元和1.33亿元。

图 6：2016~2018 年公司利润总额构成



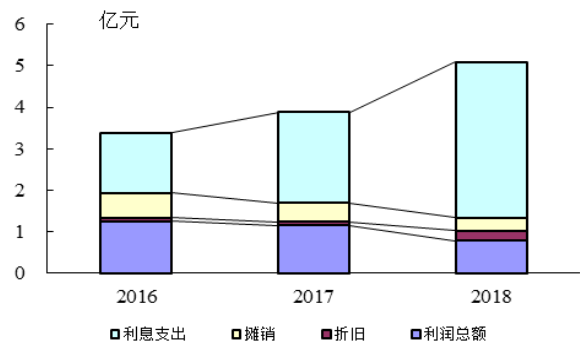
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，近年公司营业毛利率保持相对较高水平，但逐渐增加的期间费用使公司经营性业务盈利状况较差，利润总额对公允价值变动收益及政府补贴的依赖度较大。未来随着新建的经营性物业完工并对外出租，预计公司收入水平及盈利能力将得到提升。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要是由利润总额和利息支出构成。如前所述，不断攀升的债务规模导致利息支出规模不断增加，整体来看，公司 EBITDA 逐年走高，2016~2018 年，公司 EBITDA 分别为 3.38 亿元、3.89 亿元和 5.09 亿元。

图 7：2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

偿债指标方面，从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2016~2018 年公司总债务/EBITDA 分别为 17.42 倍、18.81 倍和 17.46 倍，EBITDA 利息倍数分别为 1.39 倍、1.26 倍和 1.16 倍。总体看，随着债务规模的扩大及利息支出的增加，公司 EBITDA 对债务本金的覆盖水平不足且有所弱化，但对利息的覆盖程度尚可。

经营活动现金流方面，随着公司旧区改造及物业租赁等核心业务的顺利开展，销售商品收入有所增长，加之支付的其他往来款有所减少，近年来公司经营性净现金流逐年增加。2016~2018 年，公司经营活动净现金流分别为 1.84 亿元、3.41 亿元和 4.88 亿元。现金流指标方面，公司经营性现金流对债务本息的保障程度相对较低，2016~2018 年，公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.03 倍、0.05 倍和 0.05 倍，经营活动净现金流/利息支出分别为 0.76 倍、1.11 倍和 1.11 倍。

表 15：2016~2018 年公司偿债能力分析

	2016	2017	2018
总资产 (亿元)	150.23	159.76	182.36
总债务 (亿元)	58.97	73.07	88.89
资产负债率 (%)	52.75	54.03	57.56
总资本化比率 (%)	45.38	49.41	53.46
经营活动净现金流 (亿元)	1.84	3.41	4.88
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.03	0.05	0.05
经营活动净现金流/利息支出 (X)	0.76	1.11	1.11
EBITDA (亿元)	3.38	3.89	5.09
总债务/EBITDA (X)	17.42	18.81	17.46
EBITDA 利息倍数 (X)	1.39	1.26	1.16

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家银行金融机构保持良好的合作关系，截至 2019 年 9 月末，公司合并

口径取得各银行授信总额 82.29 亿元，已使用额度为 43.37 亿元，尚未使用 45.92 亿元，备用流动性充足。

受限资产方面，截至 2019 年 9 月末，公司投资性房地产、在建工程等资产抵押借款而受限，受限规模合计 83.90 亿元，占期末总资产的比重为 47.05%。公司的受限资产规模较大，可能对资产的有效运用形成一定负面影响，中诚信证评将予以关注。

总体而言，近年公司债务期限结构维持在合理水平，自身经营保持了一定的获现能力，对同期债务利息的偿还具备保障能力，未来随着物业租赁业务规模的扩大，公司的收入水平将有所增长，盈利能力有望得到提升，从而对债务本息偿还形成有效保障。

结 论

综上，中诚信证评评定上海大宁资产经营（集团）有限公司的主体信用级别为 **AA⁺**，评级展望为稳定；评定“上海大宁资产经营（集团）有限公司面向合格投资者公开发行 2020 年公司债券（第一期）”信用级别为 **AA⁺**。

关于上海大宁资产经营（集团）有限公司 面向合格投资者公开发行2020年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

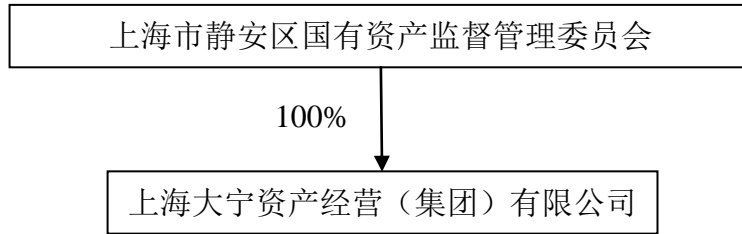
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本期评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

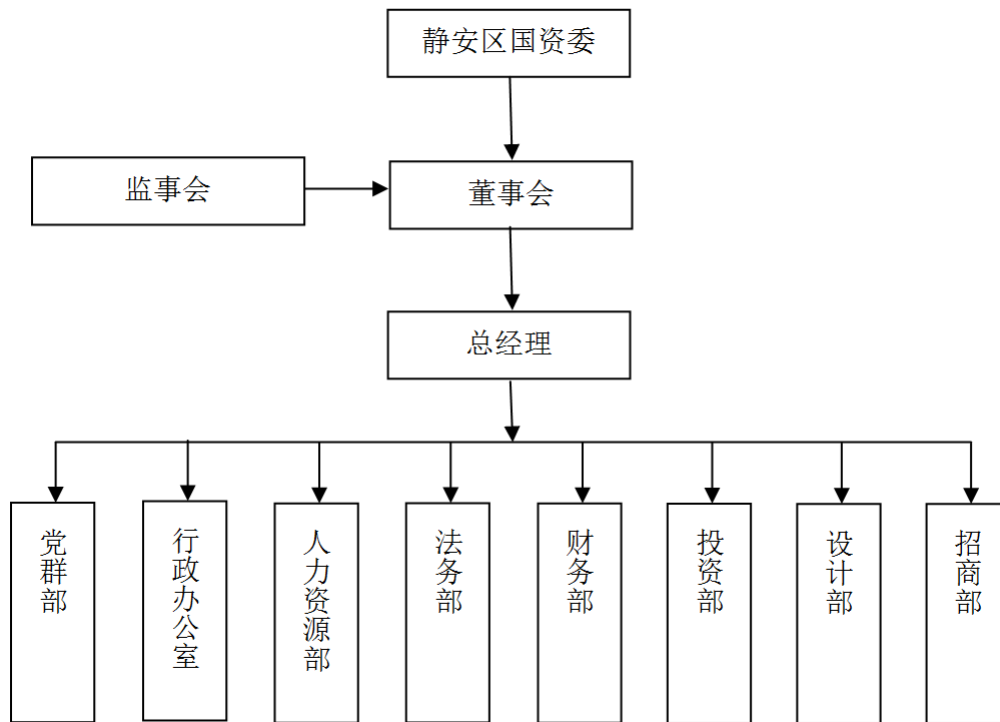
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：上海大宁资产经营（集团）有限公司股权结构图（截至 2019 年 9 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：上海大宁资产经营（集团）有限公司组织结构图（截至 2019 年 9 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：上海大宁资产经营（集团）有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	91,593.39	136,570.12	160,833.31	67,284.94
应收账款净额	4,024.23	6,934.00	18,717.06	9,324.42
存货净额	332.49	10.04	8.28	2.30
流动资产	286,885.77	345,304.14	449,069.69	372,346.45
长期投资	39,716.44	58,608.68	51,549.68	69,073.50
固定资产合计	1,044,174.10	1,119,842.87	1,258,638.43	1,280,037.82
总资产	1,502,334.57	1,597,554.26	1,823,642.76	1,783,366.38
短期债务	60,636.64	50,892.79	121,436.87	14,300.00
长期债务	529,060.08	679,803.05	767,433.65	876,339.78
总债务（短期债务+长期债务）	589,696.72	730,695.84	888,870.53	890,639.78
总负债	792,449.67	863,217.39	1,049,696.30	1,019,727.60
所有者权益（含少数股东权益）	709,884.89	734,336.87	773,946.46	763,638.77
营业总收入	68,017.03	55,491.66	76,818.17	35,948.19
三费前利润	26,938.10	25,875.63	36,305.86	19,104.88
投资收益	281.96	265.29	4,194.41	3,472.02
净利润	9,152.73	8,742.30	5,011.37	-8,676.22
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	33,847.37	38,852.24	50,896.39	19,933.84
经营活动产生现金净流量	18,415.54	34,075.52	48,823.53	73,034.13
投资活动产生现金净流量	-138,856.90	-75,629.97	-155,076.80	-127,919.14
筹资活动产生现金净流量	112,743.42	86,531.18	130,516.46	-38,663.36
现金及现金等价物净增加额	-7,697.94	44,976.73	24,263.19	-93,548.38
财务指标	2016	2017	2018	2019.9
营业毛利率（%）	42.03	49.72	50.51	55.27
所有者权益收益率（%）	1.29	1.19	0.65	-
EBITDA/营业总收入（%）	49.76	70.01	66.26	-
速动比率（X）	1.50	3.21	4.77	6.74
经营活动净现金/总债务（X）	0.03	0.05	0.05	-
经营活动净现金/短期债务（X）	0.30	0.67	0.40	-
经营活动净现金/利息支出（X）	0.76	1.11	1.11	2.20
EBITDA 利息倍数（X）	1.39	1.26	1.16	-
总债务/EBITDA（X）	17.42	18.81	17.46	-
资产负债率（%）	52.75	54.03	57.56	57.18
总资本化比率（%）	45.38	49.88	53.46	53.84
长期资本化比率（%）	42.70	48.07	49.79	53.44

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

期费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用+研发费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
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，安全性易受不利环境变化的影响。
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。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。