



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪788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其
贵公司已发行的“上海大宁资产经营（集团）有限公司公
开发行2016年公司债券（第一期）”、“上海大宁资产经
营（集团）有限公司公开发行2017年公司债券（第一
期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评
级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级
展望稳定；维持上述债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年六月二十五日

上海大宁资产经营（集团）有限公司公开发行 2016 年公司 债券（第一期）、2017 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

债券名称	上海大宁资产经营（集团）有限公司 公开发行 2016 年公司债券（第一期）		
发行主体	上海大宁资产经营（集团）有限公司		
债券简称	16 沪宁 01		
债券代码	136771.SH		
发行规模	人民币 12 亿元		
存续期限	2016/10/20~2023/10/20（附第 5 年末发 行人赎回选择权、调整票面利率选择 权和投资者回售选择权）		
上次评级时间	2017/8/15		
上次评级结果	主体级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	债项级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	主体级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	债项级别	AA ⁺	

债券名称	上海大宁资产经营（集团）有限公司 公开发行 2017 年公司债券（第一期）		
发行主体	上海大宁资产经营（集团）有限公司		
债券简称	17 沪宁 01		
债券代码	143172.SH		
发行规模	人民币 8 亿元		
存续期限	2017/7/25~2024/7/25（附第 5 年末发 行人赎回选择权、调整票面利率选择 权和投资者回售选择权）		
上次评级时间	2018/6/15		
上次评级结果	主体级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	债项级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	主体级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	债项级别	AA ⁺	

概况数据

大宁资产	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	70.99	73.43	77.39
总资产（亿元）	150.23	159.76	182.36
总债务（亿元）	58.97	73.07	88.89
营业总收入（亿元）	6.80	5.55	7.68
营业毛利率（%）	42.03	49.72	50.51
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
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

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”）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，始终保持显著的战略地位，同时静安区经济实力的不断增强，为公司提供了良好的经营环境，物业资产升值快，公司整体运营情况稳中有升。但同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“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因素可能对公司信用状况产生的影响。

综上，中诚信证评维持公司主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；维持“上海大宁资产经营（集团）有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）”信用级别为 AA⁺，维持“上海大宁资产经营（集团）有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）”信用级别为 AA⁺。

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，2017 年，静安区实现地区生产总值 1,703.68 亿元，同比增长 7.0%，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

胡辉丽 hlhu@ccxr.com.cn

刘艳美 ymliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月25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，公司三费合计分别为 2.91 亿元、3.58 亿元和 5.44 亿元，三费收入占比分别为 42.78%、64.60% 和 70.76%，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 亿元和-1.81 亿元，呈持续亏损状态。
- 受限资产规模较大。截至 2018 年末，公司应收账款、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 82.52 亿元，占期末总资产的比重为 45.25%，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、除因本次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 and 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。

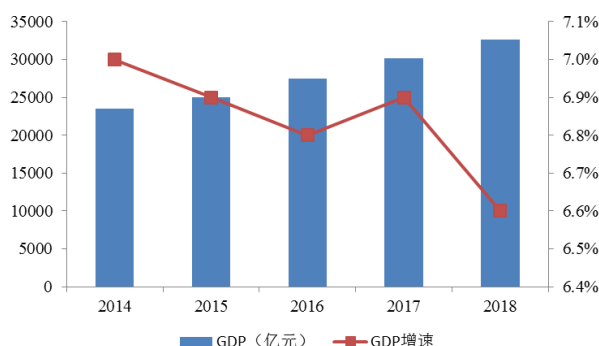
6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

行业及区域环境分析

2018 年，上海市经济保持了良好的发展态势，经济总量及财政实力得到进一步巩固和加强，为企业的发展创造了有利的环境

作为全国经济实力最雄厚和最发达的中心城市，尽管面临国内外经济走势下行的态势，上海市经济仍保持了较好的发展势头，第三产业已成为经济增长的重要驱动力。截至 2018 年末，上海市面积 6,340.5 平方公里，下辖 16 个区，常住人口总数为 2,423.78 万人。2018 年，上海市实现生产总值（GDP）32,679.87 亿元，比上年增长 6.6%。其中，第一产业增加值 104.37 亿元，下降 6.9%；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 8.7%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重为 69.9%，比上年提高 0.7 个百分点，第三产业仍为上海市经济增长的重要驱动力。按常住人口计算，2018 年上海市人均生产总值为 13.50 万元。

图 1：2014~2018 年上海市 GDP 和 GDP 增速情况



资料来源：上海市统计局，中诚信证评整理

随着供给侧结构性改革的推进，上海市科技和实体经济的支撑作用不断增强，以信息技术、现代物流等为代表的第三产业快速发展，带动税收收入持续增长，2018 年上海市实现一般公共预算收入 7,108.1 亿元，比上年增长 7%，其中，税收收入 6,285 亿元，同比增长 7.15%，在一般公共预算收入中占比 88.42%，较上年上升 0.11 个百分点，财政收入质量较高。自 2017 年 7 月 24 日上海市首次推出租赁住房用地以来，租赁住宅用地成为土拍市场主角，带动 2018 年上海市土地市场回暖，政府性基金收入止跌回升，2018 年上海市政府性基金收入为

2,095.4 亿元，同比增加 6.88%。

总体来看，上海市经济保持了较快的发展，全市经济总量和综合竞争力处于全国领先地位。目前，中国经济体制的改革转型，上海自贸区的设立以及国家金融改革、开放、创新的“先行先试”战略的推行均将为上海的经济转型发展开辟全新的路径。依托在中国经济发展过程中的重要战略地位，上海市经济总量必将得到进一步巩固和加强，也将为企业的发展创造有利的环境。

两区合并后的静安区推行“一轴三带”战略进展顺利，2018 年经济及财政实力持续提升，原闸北区域的旧区改造将在“十三五”期间逐步推进

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，经济实力显著提升。具体来看，2017 年，静安区实现地区生产总值 1,703.68 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.0%。其中，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。2018 年，静安区全年完成社会固定资产投资 242 亿元，比上年减少 23.61%。

财政收支方面，2018 年，静安区财政实力大幅提升，全年全区完成税收总收入 723.30 亿元，同比增长 5.50%。从区本级财力来看，2018 年静安区实现一般公共预算收入 246.83 亿元（区级，下同），同比增长 6.03%；其中，税收总收入 231.50 亿元，占一般公共预算收入的 93.79%，同比增长 6.42%。同期，静安区实现政府性基金收入 56.62 亿元，同比增长 424.24%；同期实现转移性收入 114.63 亿元，同比 37.56%。同期，静安区完成一般公共预算支出 370.55 亿元，同比增长 18.70%；财政平衡率为 66.61%，较上年下降 7.96 个百分点。

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，南北复合发展轴交通功能加速完善，南北通道一期工程(场中路-中山北路)通车一年运行良好，南北通道二期工程(中山北路-中兴路)征收腾地工作稳步推进，昌平路桥桥梁部分基本完成建设；南京西路两侧高端商务商业集聚带进一步优化，全年实现税收总收入 323.65 亿元，占全区税收总收入的 44.75%；苏州河“一河两岸”规划进一步落地，两岸贯通、慢行系统互联互通工程有序推进，全年实现税收总收入 74.60 亿元，占全区税收总收入的 10.31%；中环两翼产城融合发展集聚带能级不断提升，全年实现税收总收入 120.73 亿元，占全区税收总收入的 16.69%，其中南翼大宁地区环上大国际影视产业园区新引进影视企业 42 家、园区企业立项电影 21 部，北翼市北高新园区以“中国大数据产业之都”、“中国创新型产业社区”等为建设目标，新引进上海市大数据中心、上海-亚马逊 AWS 联合创新中心、“智慧城市创新实践展示体验中心”等项目投入使用，产业发

展生态进一步完善。

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的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，静安区启动 3 幅旧改地块征收，完成二级旧里为主的房屋改造 5.8 万平方米，受益居民 3,130 户。

总体来看，静安区凭借良好的区位优势以及在上海市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。

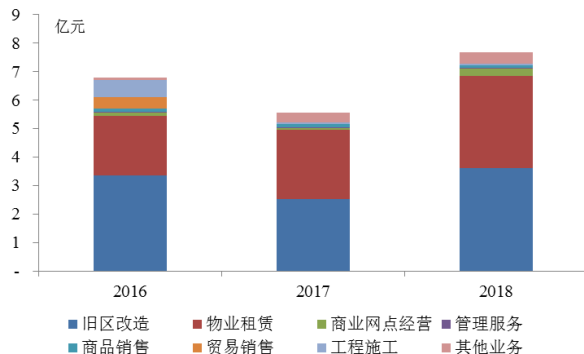
业务运营

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，公司目前主要负责静安区中北部大宁板块及周边区域的城市建设及经营，业务主要包括旧区改造、物业出租、商业网点经营等。

从收入情况来看，2018 年，公司主营业务开展顺利，带动当期营业收入同比增加 38.43%至 7.68 亿元。从构成上看，旧区改造业务因系由政府统一安排，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 年末未对外开展业务，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 年公司营业收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

出租业务

受陆续处置的影响，公司名下存量旧物业的可租面积逐年下降，但随着新建物业的竣工运营及租金水平的提升，公司整体出租业务收入持续扩大，且可租物业资产质量良好，价值仍有上升空间

公司物业出租业务包括旧物业出租和新建物业出租。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，2018 年因拆迁及拍卖而减少 15 处，截至 2018 年末，公司尚未处置的存量商铺共 144 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 11.75 万平方米，可租面积 7.01 万平方米，出租率 90.65%。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。2018 年公司旧物业实现出租收入 0.40 亿元，较上年增加 16.69%，主要系租金上涨所致。

新建物业出租方面，截至 2018 年末，公司用于出租的新建物业包括大宁音乐广场、大宁中心广场二期、大宁人才公寓、大宁小城以及大宁中心广场四期(757 项目)等 5 个项目，可租面积共计 25.41 万平方米，较 2017 年末增加 8.39 万平方米，其中大宁中心广场四期系于 2018 年 3 月竣工交付，并开始招商运营；大宁星光耀项目是公司于 2016 年外购而来，并于 2018 年下半年投入运营。随着在建项目的陆续竣工并投入运营，公司新物业可租面积有所提升，同时在商圈效应的带动下，新物业出租情况稳中向好，租金收入随之呈上升趋势，2018 年，公司新建物业实现出租收入 2.33 亿元，较上年增长 19.23%。

表 1：截至 2018 年末公司已完工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
大宁音乐广场	13.66	6.79	69.81%	5.61	0.46	0.78	1.03
大宁中心广场二期	9.84	8.32	96.01%	4.87	1.08	1.06	1.06
大宁人才公寓	0.92	0.56	98.90%	2.95	0.05	0.05	0.06
大宁小城	2.45	1.36	86.91%	1.50	0.06	0.06	0.08
大宁中心广场四期	8.17	4.81	3.78%	5.50	-	-	0.005
大宁星光耀广场	5.17	3.58	59.83%	3.99	-	-	0.09
合计	40.21	25.41	-	-	1.65	1.95	2.33

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，2018 年末商业部分出租率达 94.03%；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，2018 年末办公楼部分出租率为 33.31%。目前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 69.81%，日租金平均为 5.61 元/平方米/天，2018 年实现租金收入 1.03 亿元，较上年增长 32.05%。

表 2：截至 2018 年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	376.00
上海翌恒网络科技有限公司	2016.7.1 ~2026.6.30	4,912.00	436.00
耐克商业（中国）有限公司	2016.6.12 ~2024.9.11	942.00	266.00
亚太财产保险有限公司上海分公司	2018.3.1 ~2023.2.28	1,308.78	168.39
合计	-	14,514.87	1,978.43

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 6.69 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 强企业及环大宁影视园区入驻，截至 2018 年末项目出租率达到 94.04%，较上年回升 1.97 个百分点。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 4.87 元/平方米/天，较上年下降 0.43 元/平方米/天；2018 年实现租金收入 1.06 亿元，与上年持平。

表 3：截至 2018 年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	659.62
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	463.99
合计	-	26,416.22	3,359.23

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 2018 年末，公司共经营灵石路人才公寓、平顺路人才公寓、保德路人才公寓及长安路人才公寓 4 处人才公寓项目，合计建筑面积 0.92 万平方米、可出租面积 0.56 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，运营也较为稳定。截至 2018 年末，该项目出租率 98.90%，与上年持平；2018 年实现租金收入 0.06 亿元，较上年增加 20.00%。

大宁小城项目位于大宁灵石公园西北角，项目总建筑面积 2.45 万平方米，可出租面积 1.36 万平方米，由于前租户儿童乐园的经营状况未达到预期，已经退租，现该部分 8,000 平方米正在与意向客户杰的牧场正在洽谈商务细节条款，其余则分租给零散商户，如新东方等教育机构。截至 2018 年末，该项目出租率达 86.91%，2018 年实现租金收入 0.08 亿元，同比增长 33.33%。

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 2018 年末，该项目已引进上海摩高建筑规划设计咨询有限公司、上海逸刻网络科技有限公司等 2 家商户入驻，出租率为 3.78%；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。按照 85%出租率及目前周边市场平均租金水平测算，预计可获租金 0.55 亿元/年。

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项目，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 2 号、3 号、5 号，毗邻大宁商圈，建筑面积合计 5.17 万平方米，可租面积 3.58 万平方米；其中，3 号楼、5 号楼已分别于 2018 年 5 月和 8 月整体签约出租，2 号楼拟改建为人才公寓对外出租，目前尚未开工。截至 2018 年末，该项目整体出租率已达到 59.83%，2018 年实现租金收入 0.09 亿元。

从在建情况来看，截至 2018 年末，公司在建物业包括 472 项目、表壳三厂装修项目和大宁中心广场五期项目（地下空间）等 3 个，未来完工后将以对外出租的方式运营，规划总投资 23.53 亿元，已投资 11.03 亿元，计划 2019~2021 年分别投资 3.49 亿元、0.96 亿元和 0.04 亿元用于后续建设。随着在

建物业的逐步完工，公司可租物业面积及租金收入
将有望提升，但较大的投资额使公司未来面临一定
资本支出压力。

表 4：截至 2018 年末公司在建新物业项目进度情况

单位：万平方米、亿元

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	2020	2021
472 项目	2015.12	41 个月	7.72	14.04	10.03	71.40%	3.29	0.73	-
表壳三厂装修项目	2017.11.15	-	0.88	0.99	0.85	85.66%	0.10	0.04	-
大宁中心广场五期项目（地下空间）	-	-	3.64	8.50	0.15	1.76%	0.10	0.19	0.04
合计	-	-	12.24	23.53	11.03	46.88%	3.49	0.96	0.04

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

旧区改造业务系在区政府的统一规划下进行，2018 年随着政府相关规划的加快推进，公司动迁规模及收入均有所增加，需关注未来该收入的稳定性

如前所述，按照区政府安排，公司每年均会对部分旧房进行动迁，同时获得政府给予的相应拆迁补偿，补偿标准根据房屋面积并参考同区域房屋市场价确定。公司将获得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。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。

公司该业务的开展是在区政府和土地规划中心的统一规划和安排下推进的，每年动迁的数量和面积存在不稳定性，因此近年来旧区改造业务收入规模也呈现波动性。2018 年，公司动迁地块 16 处（其中 2 处为土地使用权），动迁的建筑面积合计 7,737.72 平方米，取得动迁补偿收入 3.61 亿元，较上年增加 43.44%。

表 5：2016~2018 年公司旧区动迁情况

	2016	2017	2018
动迁数量（处）	13	12	16
建筑面积（平方米）	5,174.79	5,292.27	7,737.72
动迁补偿收入（亿元）	3.36	2.52	3.61

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

公司商业网点经营收入受房地产市场行情影响较大，且随着存量房的减少，未来该业务收入将逐渐减少；建材贸易业务以满足自身项目建设需求为主，未来公司将逐渐退出该业务；随着菜场逐步装修完毕投入运营，其他业务收入正成为公司收入的有益补充

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%。

表 6：2016~2018 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，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%。

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；该项目已经于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%。

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。2018年，公司其他业务共实现收入0.39亿元，同比增长38.43%。

总体看，作为静安区中北部大宁国际区域内商业、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。

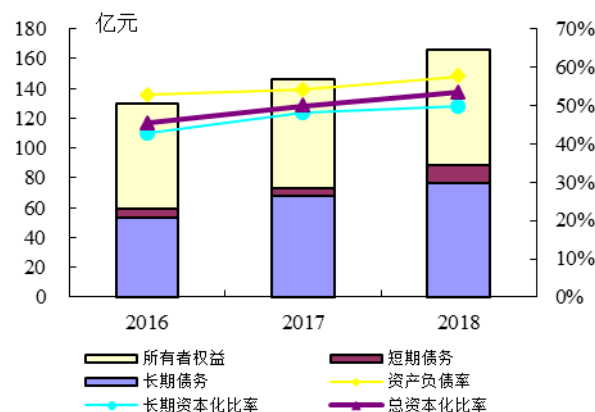
财务分析

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，均为合并口径。

资本结构

2018年以来，随着业务规模不断扩张，公司资产规模由上年末的159.76亿元增至182.36亿元，同比增加14.15%。净资产方面，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，2018年末，公司所有者权益同比增加5.39%至77.39亿元，自有资本实力进一步提高。同时，随着大宁中心广场五期（地下空间）等大型在拟建工程项目的推进，公司资金需求逐步增加，从而导致负债总额持续增加，同期末，公司负债总额为104.97亿元，同比增加21.60%。同时，受负债规模上升的影响，公司资产负债率持续上升，2018年末公司资产负债率、总资本化比率分别增至57.56%和53.46%，分别较上年提高3.53个百分点和3.58个百分点。

图4：2016~2018年末公司资本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主，2018年末非流动资产137.46亿元，同比增加9.77%，占总资产比重为75.38%，主要包括投资性房地产98.14亿元、在建工程11.70亿元和固定资产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。

同期，公司流动资产44.91亿元，同比增加30.05%，主要由其他应收款24.03亿元和货币资金16.08亿元构成。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，较上年减少1.20亿元，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。

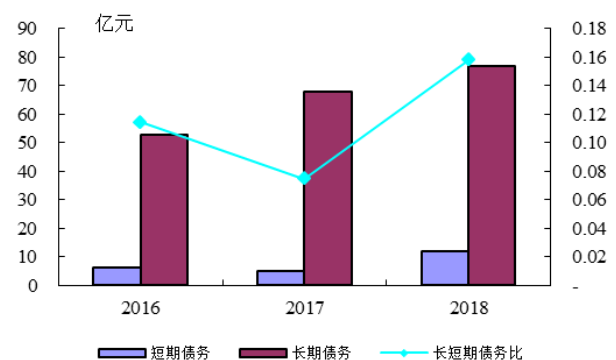
负债构成方面，公司负债以非流动负债为主。截至2018年末，公司非流动负债共95.56亿元，占总负债的比重为91.03%，同比增加26.44%，主要系应付债券和长期借款增加所致。其中，应付债券55.64亿元，同比增加14.23%，系公司2018年成功发行五年期公司债券“18大宁01”和“18大宁02”所致，发行规模分别为12亿元和8亿元，票面利率分别为6.00%和6.30%；长期借款为31.10亿元，同比增加61.40%，系当年经营规模扩张、在建项目推进所致，借款期限为10~15年不等，综合利率在4.90%~5.88%之间。

2018年末公司流动负债共9.41亿元，同比减少12.40%，主要为其他应付款、短期借款和一年内到期的非流动负债等减少所致。其中，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%。

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，且以长期债务为主。截至2018年末，公司总债务由上年的73.07亿元增至88.89亿元，其中短期债务、长期债务分别为12.14亿元和76.74亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）由0.07倍增至0.14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 年末公司债务结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从债务到期分布来看，2018~2022 年、2023 年及以后，公司到期债务金额分别为 12.14 亿元、2.50 亿元、26.67 亿元、17.09 亿元和 30.49 亿元，主要集中在 2023 年及以后到期，2021 年是公司中期内的偿债高峰系，短期偿债压力较小。

表 7：截至 2018 年末公司债务到期分布情况

单位：亿元					
	2019	2020	2021	2022	2023 及以后
到期债务本金	12.14	2.50	26.67	17.09	30.49

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，2018年公司实现营业收入7.68亿元，同比增

加38.43%；其中，旧区改造收入、物业租赁收入分别为3.61亿元和3.24亿元，分别同比增加43.44%和32.94%，合计占营业收入的比重为89.20%。

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，2018年公司的营业毛利率为50.51%，较上年提升0.79个百分点，盈利能力逐年改善。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，2018年该业务毛利率为60.09%，较上年提升3.14个百分点；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，加之大宁片周边租金水平的上涨，2018年，公司出租业务毛利率增至49.71%，较上年提高2.34个百分点。

表 8：2016~2018 年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	
	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%
物业租赁	2.10	35.47%	2.44	47.37%	3.24	49.71%
商业网点经营	0.11	0.69%	0.06	4.84%	0.26	-0.13%
管理服务	0.02	41.02%	0.03	52.80%	0.03	36.53%
商品销售	0.13	74.33%	0.10	76.98%	0.07	15.55%
贸易销售	0.39	0.98%	0.01	-40.95%	0.00	-
工程施工	0.59	10.08%	0.06	2.13%	0.08	-3.09%
其他业务	0.11	45.39%	0.34	22.38%	0.39	20.04%
合 计	6.80	42.03%	5.55	49.72%	7.68	50.51%

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折旧费及员工薪酬，随着员工薪酬的增加，2018年公司管理费用由上年的1.28亿元增至1.56亿元；因有息债务规模增加，2018年公司财务费用增至3.60亿元，同比增加69.97%。同期，公司期间费用合计为5.44亿元，期间费用收入占比为70.76%，期间费用规模较高，对利润产生较大吞噬。随着债务规模的上升，预计财务费用支出未来仍将增长，公司期间费用收入占比存在一定上行压力。

表 9：2016~2018 年公司期间费用分析

单位：亿元

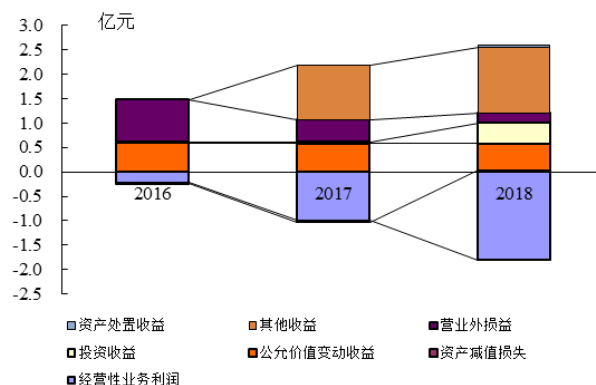
	2016	2017	2018
销售费用	0.17	0.18	0.27
管理费用	1.35	1.28	1.56
财务费用	1.39	2.12	3.60
研发费用	-	-	-
期间费用合计	2.91	3.58	5.44
营业总收入	6.80	5.55	7.68
期间费用收入占比	42.78%	64.60%	70.76%

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，2018

年公司经营性业务利润持续呈亏损状态，亏损缺口有所放大，公允价值变动收益及其他收益系公司利润总额的主要构成。2018年，公司利润总额为0.78亿元，同比减少8.05%，其中经营性利润持续为负，由上年的-1.00亿元降至-1.81亿元；公允价值变动收益主要是投资性房地产按公允价值计量而增加的收益，2018年公司公允价值变动损益0.55亿元，同比减少5.25%；其他收益为1.33亿元，主要为区政府给予的招商引资扶持资金，较上年增加0.22亿元。

图 6：2016~2018 年公司利润总额构成



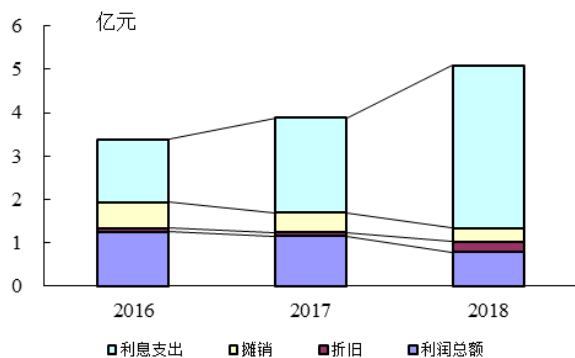
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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业务盈利能力减弱，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，2018 年，公司 EBITDA 增至 5.09 亿元，同比增加 31.00%，包括财务性利息支出 3.75 亿元、利润总额 0.78 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，2018 年公司总债务/EBITDA 由上年的 18.81 倍降至 17.46 倍，EBITDA 利息倍数由上年的 1.26 倍降至 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，对利息的保障程度尚可但有所弱化。

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，2018 年公司经营活动净现金流由上年的 3.41 亿元增至 4.88 亿元。现金流指标方面，受债务规模大幅增长的影响，公司经营性现金流对债务本息的保障程度仍旧相对较低，2018 年公司经营活动净现金流/总债务为 0.05 倍，经营活动净现金流/利息支出为 1.11 倍。

表 10：2016~2018 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 2018 年末，公司合并口径取得各银行授信总额 80.29 亿元，已使用额度为 33.26 亿元，其中尚未使用 47.03 亿元，备用流动性充足。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司应收账款、投资性房地产、在建工程等资产抵质押借款而受限，受限规模合计 82.52 亿元，占期末总资产的比重为 45.25%。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。

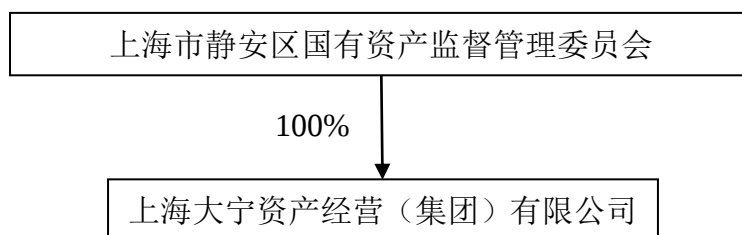
或有负债方面，截至 2018 年末，公司无对外担保。重大未决诉讼或仲裁方面，因与麒麟网（北京）影视文化传媒有限公司（以下简称“麒麟网”）房屋租赁及其他纠纷，公司向上海市静安区人民法院提起诉讼（（2018）沪 0106 民初 24954 号）；截至 2018 年末，公司账面应收麒麟网余额 903.89 万元，系公司替其垫付的租金及利息。

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

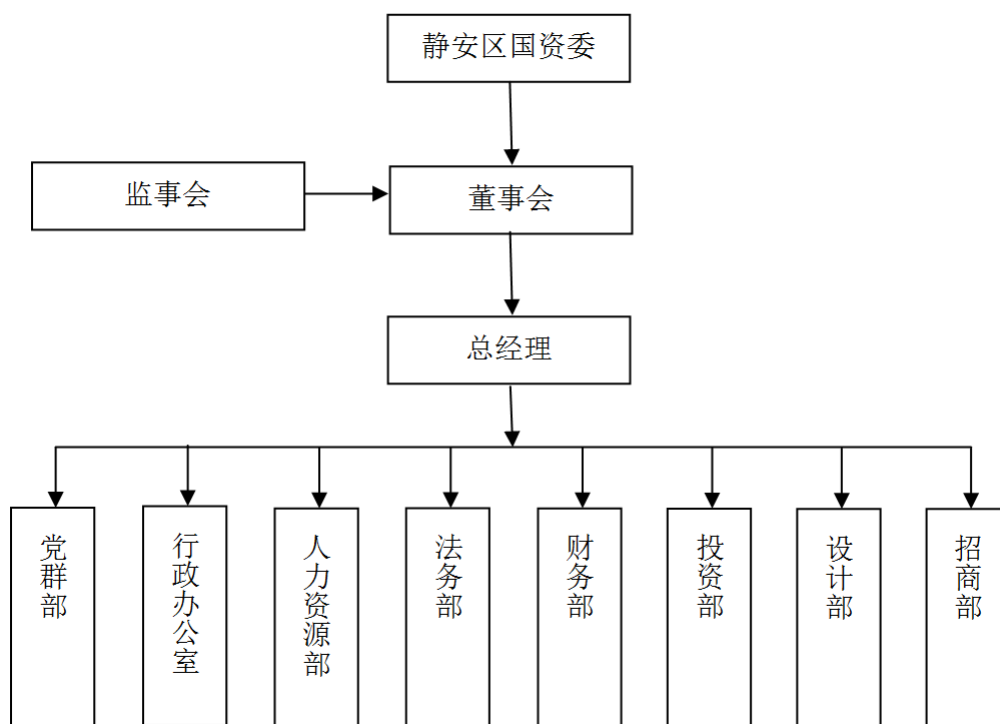
综上，中诚信证评维持上海大宁资产经营（集团）有限公司的主体信用级别为**AA⁺**，评级展望为稳定；维持“上海大宁资产经营（集团）有限公司公开发行2016年公司债券（第一期）”信用级别为**AA⁺**，维持“上海大宁资产经营（集团）有限公司公开发行2017年公司债券（第一期）”信用级别为**AA⁺**。

附一：上海大宁资产经营（集团）有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 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 2018 年 12 月 31 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（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	91,593.39	136,570.12	160,833.31
应收账款净额	4,024.23	6,934.00	18,717.06
存货净额	332.49	10.04	8.28
流动资产	286,885.77	345,304.14	449,069.69
长期投资	39,716.44	58,608.68	51,549.68
固定资产合计	1,044,174.10	1,119,842.87	1,258,638.43
总资产	1,502,334.57	1,597,554.26	1,823,642.76
短期债务	60,636.64	50,892.79	121,436.87
长期债务	529,060.08	679,803.05	767,433.65
总债务（短期债务+长期债务）	589,696.72	730,695.84	888,870.53
总负债	792,449.67	863,217.39	1,049,696.30
所有者权益（含少数股东权益）	709,884.89	734,336.87	773,946.46
营业总收入	68,017.03	55,491.66	76,818.17
期间费用前利润	26,938.10	25,875.63	36,305.86
投资收益	281.96	265.29	4,194.41
净利润	9,152.73	8,742.30	5,011.37
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	33,847.37	38,852.24	50,896.39
经营活动产生现金净流量	18,415.54	34,075.52	48,823.53
投资活动产生现金净流量	-138,856.90	-75,629.97	-155,076.80
筹资活动产生现金净流量	112,743.42	86,531.18	130,516.46
现金及现金等价物净增加额	-7,697.94	44,976.73	24,263.19
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	42.03	49.72	50.51
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
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
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
总资本化比率（%）	45.38	49.88	53.46
长期资本化比率（%）	42.70	48.07	49.79

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。

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

期间费用前利润=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

期间费用收入比=（财务费用+管理费用+销售费用+研发费用）/营业总收入

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。