

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（第二期）信用评级报告

项目负责人：赵 敏 mzhao@ccxi.com.cn

赵敏

项目组成员：江林燕 lyjiang@ccxi.com.cn

江林燕

杨 成 chyang@ccxi.com.cn

杨成

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 05 月 21 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]1601D 号

上海大宁资产经营（集团）有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任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（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月二十一日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
上海大宁资产经营（集团）有限公司	1 亿元	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	每年付息一次，到期一次还本付息	偿还有息债务本金

评级观点：中诚信国际评定上海大宁资产经营（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；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（第二期）”的债项信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际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方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际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对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

大宁资产（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	159.76	182.36	184.18	201.64
所有者权益合计（亿元）	73.43	77.39	78.58	78.59
总负债（亿元）	86.32	104.97	105.60	123.05
总债务（亿元）	73.07	88.89	89.62	108.34
营业总收入（亿元）	5.55	7.68	7.45	1.47
经营性业务利润（亿元）	0.11	-0.47	0.33	-0.04
净利润（亿元）	0.87	0.50	0.61	-0.01
EBITDA（亿元）	3.30	4.54	4.95	--
经营活动净现金流（亿元）	3.41	4.88	-3.24	-0.35
收现比(X)	1.06	0.92	1.19	0.50
营业毛利率(%)	49.72	50.51	60.70	56.95
应收类款项/总资产(%)	12.53	14.25	10.48	10.20
资产负债率(%)	54.03	57.56	57.34	61.02
总资本化比率(%)	49.88	53.46	53.28	57.96
总债务/EBITDA(X)	22.12	19.58	18.10	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.07	1.03	1.08	--

注：1.中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2. 公司总债务包括其他应付款科目中的带息债务部分；3. 公司提供的 2020 年一季度财务报表未经审计且公司未提供现金流量补充表，故相关指标无效

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。

■ **公司商业服务资产升值快，租金收入增长空间较大。**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，随着大宁中心广场四期以

及星光耀广场的出租率提升，加之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，这将提升公司业务获现能力。

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，2017~2019 年及 2020 年 1~3 月，公司期间费用合计分别为 3.58 亿元、5.44 亿元、5.82 亿元和 1.59 亿元，期费收入占比分别为 64.60%、70.76%、78.04%和 107.56%，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 0.11 亿元、-0.47 亿元、0.33 亿元和-0.04 亿元。

■ **受限资产规模较大。**截至 2020 年 3 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 86.12 亿元，占期末总资产的比重为 42.71%，规模较大，对公司资产整体流动性产生一定影响。

评级展望

中诚信国际认为，上海大宁资产经营（集团）有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著扩充，物业资产规模和质量大幅提升，商圈聚集效应等级提升，盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**地方经济环境恶化或公司地位下降，使得股东及各方支持能力下降，支持意愿减弱；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化及备用流动性减少；核心经营性资产划出或特殊因素使得经营性物业出租率大幅下滑等。

同行业比较

2019 年上海市静安区部分基础设施投融资企业主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
静安投资	95.50	53.16	44.34	1.34	0.31	-0.80
静安置业	78.58	29.93	61.91	10.16	0.64	-0.84
大宁资产	184.18	78.58	57.34	7.45	0.61	-3.24

注：“静安投资”为“上海静安投资有限公司”简称；“静安置业”为“上海静安置业（集团）有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

发行主体概况

上海大宁资产经营（集团）有限公司成立于2008年7月22日，系根据原上海市闸北区国有资产监督管理委员会¹（以下简称“原闸北区国资委”）

《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），由原闸北区国资委以货币资金出资设立，注册资本1.00亿元，初始注册名称为“上海大宁资产经营有限公司”。2010年9月19日，根据原闸北区国资委《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），原闸北区国资委对大宁资产增加注册资本10.30亿元，其中以货币出资3.10亿元、以其持有的上海金贸资产投资有限公司、上海金贸实业有限公司和上海市闸北区商业资产经营有限公司的100%股权，分别作价出资0.18亿元、4.74亿元和2.28亿元，增资后公司注册资本为11.30亿元。2011年10月，根据原闸北区国资委《股东决定书》，公司名称变更为“上海大宁资产经营（集团）有限公司”。2012年7月，根据原闸北区国资委《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），原闸北区国资委对大宁资产增加注册资本18.70亿元，公司注册资本金增至30.00亿元，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）和货币资金两部分组成。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），公司股东由原闸北区国资委变更为上海市静安区国有资产监督管理委员会（以下简称“静安区国资委”），章程修订及工商登记手续均已完成。截至2020年3月末，公司注册资本和实收资本均为30.00亿元，控股股东及实际控制人均为静安区国资委，纳入合并范围的子公司合计16家，其中一级子公司8家，二级子公司8家。

¹ 原闸北区与静安区已于2015年11月合并为静安区。

公司目前主要承担静安区中北部城市建设，是静安区内“中部繁荣”重点工程的主要建设主体，经营范围包括旧区改造、物业租赁、贸易销售和工程施工等。

表1：公司主要子公司

全称	简称
上海大宁建设投资管理有限公司	大宁建投
上海大宁绿地开发建设有限公司	大宁绿地开发
上海市闸北区商业资产经营有限公司	商业资产
上海大宁商业投资有限公司	大宁商投
上海闸北安居房产开发有限公司	安居房产
上海宁嘉房地产开发有限公司	宁嘉公司

本期债券概况

本期债券注册额度为11亿元，本期拟发行1亿元，发行期限为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。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。本期债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券的募集资金拟全部用于偿还有息债务本金。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度GDP同比下滑6.8%，较去年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1-2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。

此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

行业及区域经济环境

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

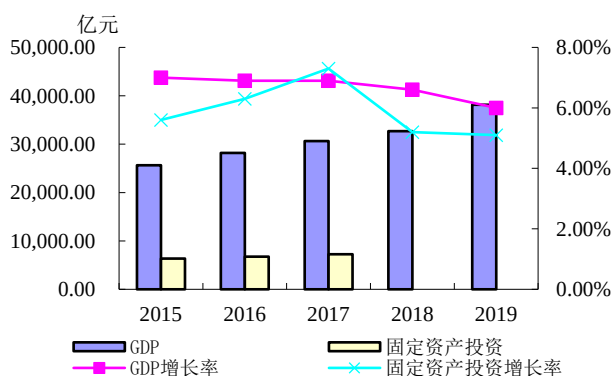
上海位于中国东部，地处长江入海口，面向太平洋。上海是中国最大的经济中心、重要的国际航运中心，肩负着面向世界、推动长三角地区一体化和长江经济带发展的重任，在全国经济建设和社会发展中具有十分重要的地位和作用。上海在科尔尼发布的 2019 年全球城市综合排名中排名世界第 19 位，中国第 3 位；在 2019 年全球城市营商环境指数暨百强城市排行榜中，上海排名世界第 48 位，中国第 4 位。截至 2019 年末，全市常住人口总数为 2,428.14 万人。

作为全国经济实力最雄厚和最发达的中心城

市之一，近年来上海市经济发展态势良好。2017~2019 年，上海市地区生产总值分别为 30,632.99 亿元、32,679.87 亿元和 38,155.32 亿元，分别较上年增长 6.9%、6.6%和 6.0%。上海市产业结构由 2017 年的 0.3:30.5:69.2 调整为 2019 年的 0.3:27.0:72.7，第三产业对经济增长的贡献力度较大且逐年提高。

2017 年，上海市完成全社会固定资产投资总额 7,246.60 亿元。2017~2019 年，上海市全社会固定资产投资总额比去年同期分别增长 7.3%、5.2%和 5.1%。其中 2019 年，上海市制造业投资在新能源汽车、电子信息等一批大项目的带动下，比上年增长 21.1%，六个重点工业行业投资增长 24.2%。其中，生物医药制造业投资增长 79.0%，汽车制造业投资增长 48.5%，石油化工及精细化工制造业投资增长 36.6%，电子信息产品制造业投资增长 12.9%，工业投资持续增长较快。

图 1：2015~2019 年上海市主要经济指标及其增速



资料来源：上海市统计年鉴及国民经济和社会发展统计公报；2019 年上海市国民经济运行新闻稿等

随着经济的稳定增长，上海市财政实力持续增强。2017~2019 年，上海市一般公共预算收入分别为 6,642.30 亿元、7,108.10 亿元和 7,165.1 亿元，以税收收入为主，近三年税收收入占比均在 85%以上，收入结构较为稳定。同期，政府性基金收入分别为 1,960.60 亿元、2,095.40 亿元和 2,418.10 亿元，近三年随土地市场回暖呈增长态势。

财政支出方面，2017~2019 年，上海市一般公共预算支出分别为 7,547.60 亿元、8,351.50 亿元和

8,179.3 亿元，2019 年同比下降 2.1%。同期，政府性基金支出分别为 2,044.9 亿元、2,351.9 亿元和 2,580.0 亿元。上海市近三年公共财政平衡率均在 85%以上，财政自给能力较强。

截至 2019 年末，上海市政府债务余额为 5,722.1 亿元，其中一般债务余额 2,787.7 亿元，专项债务余额 2,934.4 亿元，地方政府债务率为 46.1%，债务规模适度，风险总体可控。

表 2：上海市 2017~2019 年主要财政收支指标

单位：亿元

项目	2017	2018	2019
公共财政预算收入	6,642.3	7,108.1	7,165.1
其中：税收收入	5,865.5	6,285.0	6,216.3
政府性基金收入	1,960.6	2,095.4	2,418.1
公共财政预算支出	7,547.6	8,351.5	8,179.3
政府性基金支出	2,044.9	2,351.9	2,580.0
公共财政平衡率	88.01%	85.11%	87.60%

资料来源：公开数据，中诚信国际整理

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，预计未来经济实力将随之获得进一步增强

静安区位于上海市中心区域，东与黄浦区、虹口区、宝山区为邻，西与长宁区、普陀区、宝山区交汇，南与徐汇区衔接，北与宝山区接壤。“静安”因境内古刹静安寺而得名。2015 年 10 月，国务院批复原闸北、静安两区“撤二建一”，设立新的静安区。2016 年 3 月，“撤二建一”工作完成，新的静安区成立。新的静安区总面积 37 平方公里，下辖 13 个街道 1 个镇，276 个居（村）委会。静安区历史文脉悠久、城市环境优美、商业商务发达、创新活力迸发、信息交通便捷，是上海市对外交流的重要窗口。静安区的经济财政实力在上海各区处于中上游水平。

表 3：2018 年上海市各区 GDP 及一般公共预算收入情况

地区	GDP (亿元)	GDP 增速 (%)	一般公共预算收入 (亿元)
浦东新区	10,460.09	7.90	1,066.20
嘉定区	2,362.70	6.20	269.92
黄浦区	2,270.31	6.60	225.00
闵行区	2,013.65	6.50	296.80
杨浦区	1,847.76	7.10	126.71
静安区	1,833.27	6.90	246.83
徐汇区	1,667.39	-	193.52
长宁区	1,418.78	7.60	162.84
宝山区	1,392.06	5.10	160.45
松江区	1,279.67	7.00	204.38
青浦区	1,074.30	6.40	203.10
普陀区	1,001.77	6.50	114.05
奉贤区	841.50	6.10	151.20
虹口区	838.01	5.90	116.75
金山区	759.87	7.40	124.63
崇明区	351.10	5.50	83.80

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

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。

图 2：静安区“一轴三带”规划图



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

产业特色方面，静安区汇聚了上海市能级最高

的中央商务区之一南京西路街区，集中了南京西路和大宁两大市级商圈以及曹家渡、苏河湾两个区级商业中心。静安区经济产业链完整，南北梯度明显，产业业态丰富且门类齐全。现代服务业高度发达，其中，商贸服务业品牌荟萃、专业服务业总部集聚、金融服务业创新拓展、文化创意服务业影响力增强、信息技术服务业壮大发展。与此同时，静安区内汇集了嘉里中心、越洋广场、会德丰广场、恒隆广场、梅龙镇广场、中信泰富广场、浦西洲际酒店、大悦城、嘉里不夜城等众多高端商业商务楼宇。良好的区位优势 and 发达的楼宇经济吸引了一大批跨国公司 & 地区总部和国际企业，目前已经聚集跨国公司地区总部接近 60 家。

近年来，静安区经济实力不断增强。2016~2018 年，静安区分别实现地区生产总值 1,649.72 亿元、1,703.68 亿元和 1,833.27 亿元，按可比价格计算，分别增长 8.7%、7.0%和 6.9%；2018 年，静安区第三产业增加值为 1,728.23 亿元，同比增长 7.5%，占地区生产总值的比重为 94.3%。

财政实力方面，2017~2019 年，静安区全年实现一般公共预算收入分别为 232.80 亿元（区级，下同）、246.83 亿元和 247.63 亿元，其中税收收入占比分别为 93.45%、93.79%和 91.05%，税收收入占比较高，财政收入质量较好。受“减税降费”的影响，2019 年静安区一般公共预算收入同比增速仅为 0.32%。同期，政府性基金收入分别为 10.80 亿元、56.62 亿元和 112.72 亿元，旧区改造带动土地市场回暖，政府性基金收入持续增加。

财政支出方面，2017~2019 年，静安区完成一般公共预算支出分别为 312.17 亿元、370.55 亿元和 297.54 亿元，政府性基金预算支出分别为 43.48 亿元、108.14 亿元和 266.46 亿元，2019 年增长主要系征地和拆迁补偿支出增加所致。同期公共财政平衡率分别为 74.57%、66.61%和 83.23%，2019 年财政自给能力有所提高。

政府债务方面，截至 2019 年末静安区地方政府债务余额 4,499,069 万元，其中一般债务 1,189,081 万元，专项债务 3,309,988 万元。一般债务和专项债

务规模均控制在市财政局下达的地方政府债务限额内，债务风险总体可控。

表 4：上海市静安区 2017~2019 年主要财政收支指标

单位：亿元

项目	2017	2018	2019
公共财政预算收入	232.80	246.83	247.63
其中：税收收入	217.54	231.50	225.46
政府性基金收入	10.80	56.62	112.72
公共财政预算支出	312.17	370.55	297.54
政府性基金支出	43.48	108.14	266.46
公共财政平衡率	74.57%	66.61%	83.23%

注：以上为区级财政指标

资料来源：公开数据，中诚信国际整理

中诚信国际认为，静安区在上海市的经济发展中占据了重要的地位，近年来经济发展态势良好，且财政收入稳定性较好。随着“一轴三带”发展战略的推进，静安区的经济实力有望持续增强，为公司业务的发展创造更加优越的环境。

区域平台情况

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，包括上海静安投资有限公司、上海大宁资产经营（集团）有限公司、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 5：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、原闸北区公租房管理。
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、精品幼教园所建设与运营。
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，中诚信国际整理

业务运营

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，所有房产均采取出租的方式经营。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，实现商业服务收入。除此之外，公司其他业务还包括建材贸易、工程施工等。2017~2019 年及 2020 年 1~3 月，公司分别实现营业收入 5.55 亿元、7.68 亿元、7.45 亿元和 1.47 亿元。

从收入构成上看，商业服务业务资产情况较好，近年来保持稳定增长趋势，2019 年实现商业服务业务收入 3.37 亿元，占比 45.17%，系公司最大的收入来源；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，2019 年公司旧区改造收入为 3.12 亿元，与 2018 年基本持平，占比 41.83%，系公司主要的收入来源之一；

同期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，2019 年商业网点经营收入为 0.84 亿元，占比 11.23%；2019 年公司无工程施工业务收入体现；此外公司还有少量的贸易销售、公园经营等其他业务收入，合计 0.13 亿元，占比 1.78%。

表 6：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.3
商业服务收入	2.35	2.91	3.37	0.83
旧区改造收入	2.52	3.61	3.12	0.44
网点经营收入	0.45	0.68	0.84	0.13
工程施工收入	0.06	0.08	-	0.05
其他业务收入	0.17	0.40	0.13	0.03
合计	5.55	7.68	7.45	1.47
占比	2017	2018	2019	2020.3
商业服务收入	42.42	37.88	45.17	56.5
旧区改造收入	45.41	47.06	41.83	29.58
网点经营收入	8.06	8.9	11.23	8.93
工程施工收入	1.02	1.01	-	3.29
其他业务收入	3.09	5.15	1.78	1.70
合计	100	100	100	100

资料来源：公司提供

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

表 7：截至 2020 年 3 月末公司已运营的新建物业租赁情况（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	2017 年租金收入	2018 年租金收入	2019 年租金收入
大宁音乐广场	13.66	6.79	92.89%	5.03	0.78	1.03	1.12
大宁中心广场二期	9.84	8.32	94.23%	4.76	1.06	1.06	1.10
大宁中心广场三期	2.23	2.23	100%	4.22	0.16	0.31	0.31
大宁人才公寓	1.8	1.68	97.17%	2.16	0.05	0.06	0.10
大宁中心广场四期	8.17	4.81	32.85%	5.88	-	0.005	0.10
大宁星光耀广场	5.17	3.58	60.34%	4.02	-	0.09	0.30
合计	40.87	27.41	-	-	2.05	2.555	3.03

注：部分项目实际投资情况与计划投资情况存在一定差异；大宁中心广场三期仅包括发行人长期租赁经营的南区 A1、A2 区域。

资料来源：公司提供

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 13.66 万平方

较好。但在建项目后续投资规模仍较大，需持续关注未来的资金情况及物业的实际出租情况

近年来，公司积极打造新静安环大宁市级商业中心和环上大国际影视产业园区，并陆续开发运营了大宁中心广场一期、大宁中心广场二期、大宁中心广场三期、大宁中心广场四期、大宁人才公寓和西南咖啡吧等多个商业项目，逐步在大宁地区形成了集文化创意、购物体验、休闲娱乐、商务办公等多元化功能于一体的、商旅文充分联动的高能级特色智慧商圈，并为入驻商铺及企业提供一揽子综合服务。

公司商业服务板块主要系基于上述商业项目提供商业综合体管理服务及其他商务服务，其中商业综合体管理服务收入分为租赁收入和非租赁收入，其中租赁收入系向客户提供商业物业及人才公寓等租赁服务；非租赁服务系为物业管理过程中收取的水电费、停车费、广告费等物业管理收入。

目前，公司管理的新建物业包括大宁音乐广场（大宁中心广场一期）、大宁人才公寓、大宁中心广场二期、大宁中心广场三期、大宁中心广场四期（757 项目）、大宁星光耀广场 6 个项目。

米，可租面积 6.79 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 2020 年 3 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 92.89%，日租金平均为 5.03 元/平方米/天，2017~2019 年，分别实现租金收入 0.78 亿元、1.03 亿元和 1.12 亿元。

表 8：截至 2019 年大宁中心广场一期前五大租户

单位：平方米、万元

承租方	合同期限	出租面积	年租金
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	394.43
耐克商业（中国）有限公司	2016.6.12 ~2024.9.11	942.00	240.68
上海盛楼企业管理服务有限公司	2019.05.16 ~2029.05.15	14,517.88	2,384.56
合计	-	27,921.75	4,291.71

资料来源：公司提供

大宁中心广场二期于 2011 年 10 月开展招商工作，可租面积 9.84 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 2020 年 3 月末项目出租率达到 94.23%。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 4.76 元/平方米/天；2017~2019 年，分别实现租金收入 1.06 亿元、1.06 亿元和 1.10 亿元

表 9：截至 2019 年大宁中心广场二期前五大租户

单位：平方米、万元

承租方	租赁起止期	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
	2018.11.1- 2022.10.31	5,163.34	659.61
上海贝塔斯曼商业服务有限公司	2019.4.15- 2025.4.14	7,587.15	858.48
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	2019.8.15- 2022.8.14	3,632.00	510.38
西诺迪斯食品（上海）有限公司	2018.7.16- 2024.7.15	3,011.51	397.91
合计	-	29,427.73	3,803.52

资料来源：公司提供

大宁中心广场三期亦为上海电气（集团）总公司下属上海电气集团置业有限公司的旧厂房进行综合改扩建而成，项目紧靠大宁中心广场二期而建，位于其西北侧，两者共同构成环上大国际影视园区的主体区域。项目由 20 幢三至五层的单体组成，其中南区 A1、A2 楼为世界 500 强企业飞利浦设立的地区总部及研发中心量身定制。大宁中心广场三期是一个以高品质独栋别墅为主的花园式低密度创意办公园区。与大宁音乐广场、大宁中心广场二期等成熟载体形成了协同效应。2017~2019 年，大宁中心广场三期分别实现租金收入 0.16 亿元、0.31 亿元和 0.31 亿元。

大宁人才公寓项目方面，截至 2020 年 3 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 2020 年 3 月末，已出租面积达到 1.64 万平方米，整体出租率约为 97.17%。2017~2019 年分别实现租赁收入 0.05 亿元、0.06 亿元和 0.10 亿元。

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 2020 年 3 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 2018~2019 年仅实现租金收入 0.005 亿元和 0.10 亿元。该项目预计 2020 年可基本完成出租签约，项目正常运营情况下每年可产生收入 1.06 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，星光耀项目产生租金收入 0.09 亿元和 0.10 亿元，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以及整体出租率不高所致。

在建拟建方面，截至 2020 年 3 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 5 月竣工交付，计划总投资 13.97 亿元，已获得银行项目授信 8 亿元。截至 2020 年 3 月末，项目已完成投资 11.99 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，目前该项目正式开工时间尚未确定。

公司其他商务服务收入主要来自于代建管理费收入及菜场委托管理费收入，整体占营业收入的比例较低。

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。菜场委托管理方面，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商务服务收入。随着代建上海市静安区体育中心工程管理费收入确认完成，公司 2019 年其他商业服务收入大幅下滑。2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司的其他商务服务收入分别为 323.06 万元、563.57 万元、248.43 万元和 27.36 万元。

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

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。2017~2019 年及 2020 年 1~3 月，公司动迁地块数量分别为 12 处、16 处、8 处和 2 处，动迁的建筑面积分别为 5,292.27 平方米、7,737.72 平方米、6,922.79 平方米和 1,026.98 平方米，取得的收入分别为 2.52 亿元、3.61 亿元、3.12 亿元和 0.44 亿元。

表 10：2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司旧区动迁情况
单位：处、平方米、亿元

	2017	2018	2019	2020.3
动迁数量	12	16	8	2
建筑面积	5,292.27	7,737.72	6,922.79	1,026.98
动迁补偿	2.52	3.61	3.12	0.44

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司网点经营业务收入受处置进度的影响而稍有波动，但公司目前存量旧物业资产地理位置优越，出租率较高，每年可对公司的营业收入形成一定的补充

公司的网点经营业务包括旧物业拍卖、旧物业租赁以及旧物业水电费收入。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，从而形成旧物业拍卖收入；旧物业拍卖的成本主要为房屋账面值、清退承租房的租赁合同违约补偿金、土地增值税等。2019 年，公司拍卖 6 处旧房产，实现拍卖收入 2,590.83 万元，同比增加 94.44%。2020 年 1~3 月，公司无拍卖处置房产。

表 11：2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司商业网点经营情况（单位：处、平方米、万元）

项目名称	2017	2018	2019	2020.3
拍卖数量	1	1	6	0
建筑面积	182.49	1,310.00	1,448.38	0
处置收入	569.37	2,566.59	2,590.83	0

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司的旧物业出租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，该部分物业逐年减少，截至 2020 年 3 月末，公司尚未处置的存量房产共 138 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，地理位置优越，开发较成熟，总计建筑面积 11.30 万平方米，出租率 90.27%，处于较高水平。公司存量房产的承租人以零散客户为主，合同租赁期多为 3~5 年。公司根据客户租用面积大小给予一定的优惠，租金方式按年、半年、季度或月支付，大多为按季支付。2017~2019 年及 2020 年 1~3 月，分别实现旧物业出租收入 0.34 亿元、0.39 亿元、0.55 亿元和 0.13 亿元，受旧物业处置和租金水平的影响有所波动。同期分别实现旧物业水电费等收入分别为 514.96 万元、399.07 万元、243.42 万元和 28.16 万元；随着旧物业出租的减少，该项收入逐年下降。

战略规划及管理

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

据公司的“十三五”战略规划，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。

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

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》所规定的股东会的一部分职权，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。

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、对外投资融资管理制度、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、资产负债报表、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。

财务分析

以下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 2017~2019 年度审计报告以及公司提供的未经审计

的 2020 年一季度财务报表。公司各期财务报告及报表均按照新会计准则编制。以上数据均采用各期财务报告的期末数。

盈利能力

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

公司收入主要来源于商业服务、旧区改造和网点经营等收入，2017~2019 年及 2020 年 1~3 月，公司营业总收入分别为 5.55 亿元、7.68 亿元、7.45 亿元和 1.47 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。商业服务方面，随着新建经营性物业投入使用及物业租金标准的上浮，公司商业服务收入稳步上升，2017~2019 年及 2020 年 1~3 月，公司商业服务收入分别为 2.35 亿元、2.91 亿元、3.37 亿元和 0.83 亿元；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，2017~2019 年及 2020 年 1~3 月，公司旧城改造业务收入分别为 2.52 亿元、3.61 亿元、3.12 亿元和 0.44 亿元；网点经营业务受近年来处置的网点项目较多，营业收入稍有增长，2017~2019 年及 2020 年 1~3 月，公司网点经营业务收入分别为 0.45 亿元、0.68 亿元、0.84 亿元和 0.13 亿元。

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，2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司的营业毛利率分别为 49.72%、50.51%、60.70%和 56.95%。分板块来看，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，2019 年公司商业服务业务毛利率大幅上升，带动公司整体毛利率的上涨，盈利能力稍有改善；随着土地成交价的不上涨，公司旧区改造业务毛利率始终保持在较高水平；因公司旧物业项目位置优越，租金水平较高，加之 2019 年处置的项

目较多，当年网点经营业务的毛利率增幅较大。

表 12：2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况

单位：亿元、%

业务名称	2017		2018		2019		2020.1~3	
	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
商业服务收入	2.35	49.85	2.91	49.13	3.37	55.50	0.83	64.55
旧城改造收入	2.52	56.95	3.61	60.09	3.12	72.34	0.44	51.53
网点经营收入	0.45	21.54	0.68	23.14	0.84	45.40	0.13	44.71
工程施工收入	0.06	2.13	0.08	3.32	-	-	0.05	8.83
其他业务	0.17	30.89	0.19	29.76	0.13	15.88	0.03	57.70
合 计	5.55	49.72	7.68	50.51	7.45	60.70	1.47	56.95

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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逐年上升，2017~2019 年及 2020 年 1~3 月分别为 1.28 亿元、1.56 亿元、1.66 亿元和 0.43 亿元；财务费用因有息债务规模的增加而增长较快，2017~2019 年及 2020 年 1~3 月分别为 2.12 亿元、3.60 亿元、3.83 亿元和 1.09 亿元。同期，公司期费合计分别为 3.58 亿元、5.44 亿元、5.82 亿元和 1.59 亿元，期间费用收入占比分别为 64.60%、70.76%、78.04%和 107.56%，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 13：2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司期间费用分析

单位：亿元、%

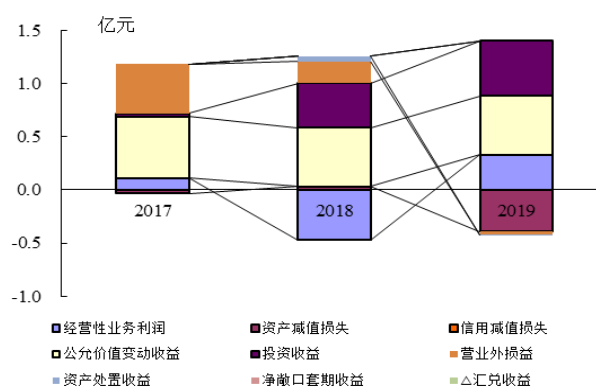
	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	0.18	0.27	0.33	0.06
管理费用	1.28	1.56	1.66	0.43
财务费用	2.12	3.60	3.83	1.09
期费合计	3.58	5.44	5.82	1.59
营业总收入	5.55	7.68	7.45	1.47
期费收入占比	64.60	70.76	78.04	107.56

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

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表现较差，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。2017~2019 年，公司利润总额分别为 1.15 亿

元、0.78 亿元和 0.98 亿元，其中经营性业务利润分别为 0.11 亿元、-0.47 亿元和 0.33 亿元；公允价值变动收益分别为 0.58 亿元、0.55 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，2017~2019 年公司获得财政扶持资金分别为 1.11 亿元、1.33 亿元和 1.78 亿元。

图 3：2017~2019 年公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

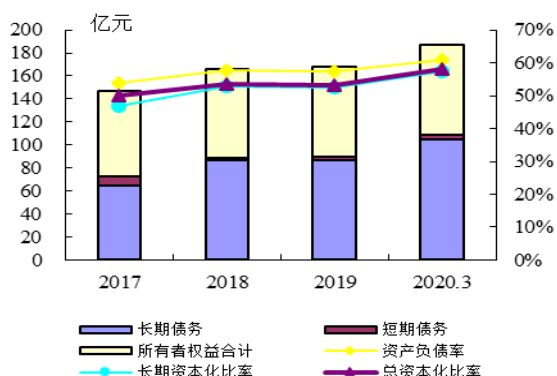
资产质量

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，同时其在建项目规模较大，未来的融资安排仍需关注

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，2017~2019 年末，公司资产总额分别为 159.76 亿元、182.36 亿元和 184.18 亿元。随着公司商业服务项目的建设推进以及公司转型需求，公司资金需求逐步增加，从而导致负债总额持续增加，2017~2019 年末，公司负债总额分别为 86.32 亿元、104.97 亿元和 105.60 亿元。所有者权益方面，大宁中心广场四期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小幅增长，2017~2019 年，公司所有者权益分别为 73.43 亿元、77.39 亿元和 78.58 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司总资产、总负债及所有者权益分别为 201.64 亿元、123.05 亿元和 78.59 亿元。

图 4：2017~2019 年末及 2020 年 3 月末公司资本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司资产负债率分别为 54.03%、57.56%、57.34% 和 61.02%，总资本化比率分别为 49.88%、53.46%、53.28% 和 57.96%。

从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主，2017~2019 年末及 2020 年 3 月末公司非流动资产分别为 125.22 亿元、137.46 亿元、142.04 亿元和 143.67 亿元，占总资产的比重分别为 78.39%、75.38%、77.12% 和 71.25%。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。具体来看，2017~2019 年末及 2020 年 3 月末公司投资性房地

产分别为 67.01 亿元、98.14 亿元、99.93 亿元和 100.39 亿元，同期末，在建工程分别为 31.70 亿元、11.70 亿元、13.82 亿元和 14.87 亿元，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，使得在建工程减少投资性房地产增加。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司固定资产分别为 13.28 亿元、16.02 亿元、15.49 亿元和 15.48 亿元，主要系房屋建筑物及其土地。

2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司流动资产分别为 34.53 亿元、44.91 亿元、42.13 亿元和 57.96 亿元，占总资产的比重分别为 21.61%、24.62%、22.88% 和 28.75%。公司流动资产主要由其他应收款和货币资金构成。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司其他应收款余额分别为 19.33 亿元、24.03 亿元、18.42 亿元和 18.88 亿元，其中 2019 年末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 11.88 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。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司货币资金分别为 13.66 亿元、16.08 亿元、8.28 亿元和 13.49 亿元，主要系银行存款，截至 2020 年 3 月末，货币资金无受限情况。

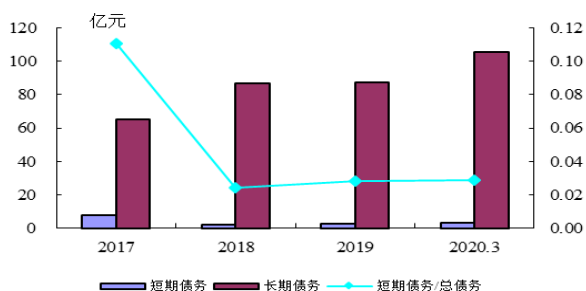
负债构成方面，公司负债以非流动负债为主。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司非流动负债分别为 75.58 亿元、95.56 亿元、96.22 亿元和 114.38 亿元，占总负债的比重分别为 87.55%、91.03%、91.11% 和 92.96%，主要系应付债券和长期借款构成。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司长期借款余额分别为 19.27 亿元、31.10 亿元、40.36 亿元和 42.64 亿元，主要系银行的抵押、质押及保证借款，随着公司经营规模扩张、在建项目推进，借款规模持续增长，借款期限为 10~15 年不等，综合利率在 4.90%~5.88% 之间。同期末，公司应付债券分别为

48.71 亿元、55.64 亿元、46.20 亿元和 62.60 亿元，主要系公司近年来陆续发行的中期票据、公司债等。

2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司流动负债分别为 10.75 亿元、9.41 亿元、9.38 亿元和 8.66 亿元，占负债总额的比重分别为 12.45%、8.97%、8.89%和 7.04%，公司流动负债主要系由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。其中，2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司其他应付款余额分别为 4.53 亿元、4.15 亿元、5.12 亿元和 3.96 亿元，2019 年末公司其他应付款主要系保证金 1.12 亿元、政府扶持金 1.31 亿元以及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、上海市闸北区商业网点管理办公室、上海市闸北区彭浦镇人民政府等单位的往来款 0.72 亿元和暂借款 0.50 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，2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司一年内到期的非流动负债分别为 2.74 亿元、2.14 亿元、2.55 亿元和 2.10 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，2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司总债务分别为 73.07 亿元、88.89 亿元、89.62 亿元和 108.34 亿元。从债务结构来看，公司有息债务以长期债务为主，同期末，公司长期债务分别为 64.99 亿元、86.74 亿元、87.07 亿元和 105.24 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.12 倍、0.02 倍、0.03 倍和 0.03 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 5：2017~2019 年末及 2020 年 3 月末公司债务结构分析



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

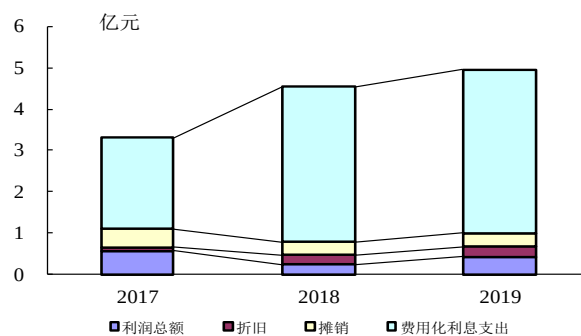
现金流及偿债能力

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

经营活动现金流方面，随着公司商业服务业务及旧区改造等核心业务的顺利开展，销售商品收入逐年增长，近年来公司往来款交易频繁，收到和支付其他与经营活动有关的现金波动较大，使得公司经营净现金流呈波动态势。2017~2019 年，公司经营净现金流分别为 3.41 亿元、4.88 亿元和-3.24 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，2017~2019 年，公司经营净现金流/总债务分别为 0.05 倍、0.05 倍和-0.04 倍，经营活动净现金流/利息支出分别为 1.11 倍、1.11 倍和-0.71 倍。

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，2017~2019 年，公司 EBITDA 分别为 3.30 亿元、4.54 亿元和 4.95 亿元。

图 6：2017~2019 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

偿债指标方面，从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2017~2019 年公司总债务/EBITDA 分别为 22.12 倍、19.58 倍和 18.10 倍，EBITDA 利息倍数分别为 1.07 倍、1.03 倍和 1.08 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。

表 14：2017~2019 年公司偿债能力分析

	2017	2018	2019
总资产（亿元）	159.76	182.36	184.18
总债务（亿元）	73.07	88.89	89.62
资产负债率（%）	54.03	57.56	57.34
总资本化比率（%）	49.88	53.46	53.28
经营活动净现金流（亿元）	3.41	4.88	-3.24
经营活动净现金流/ 总债务（X）	0.05	0.05	-0.04
经营活动净现金流/ 利息支出（X）	1.11	1.11	-0.71
EBITDA（亿元）	3.30	4.54	4.95
总债务/EBITDA（X）	22.12	19.58	18.10
EBITDA 利息倍数（X）	1.07	1.03	1.08

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

债务到期分布方面，截至 2020 年 3 月末，公司有息债务余额为 108.34 亿元，其中 2020 年 04~12 月、2021 年、2022 年、2023 年及以后，公司到期债务金额分别为 3.10 亿元、26.99 亿元、16.90 亿元和 61.34 亿元，主要集中在 2022 年及以后到期，长期偿债压力较大，未来资金安排需关注。

表 15：截至 2020 年 3 月末公司债务到期分布情况

单位：亿元				
到期年份	2020. 04~12	2021	2022	2023 及 以后
到期债务	3.10	26.99	16.90	61.34

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司拥有一定备用流动性，对整体偿债能力提供一定支持，受限资产规模较大但无对外担保

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 2020 年 3 月末，公司合并口径取得各银行授信总额 84.60 亿元，已使用额度为 45.74 亿元，尚未使用 38.86 亿元，备用流动性充足。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司投资性房地产、在建工程和应收账款抵押借款而受限，受限规模合计 86.12 亿元，占期末总资产的比重为 42.71%。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，中诚信国际将予

以关注。

对外担保方面，截至 2020 年 3 月 31 日，公司无对外担保情况。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2020 年 5 月 21 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为静安区内重要的城市建设及运营主体，公司职能定位明确，经营的物业资产优质，且在发展过程中得到了原闸北区政府和现静安区政府的大力支持

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。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，公司在静安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。

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商业服务及旧区改造收入。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定上海大宁资产经营（集团）有限公司主体信用等级为 **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（第二期）”的债项信用等级为 **AA⁺**。

中诚信国际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（第二期）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，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次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次债券偿债保障情况等因素，以对本次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，本公司将于本次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，自本次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）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次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。

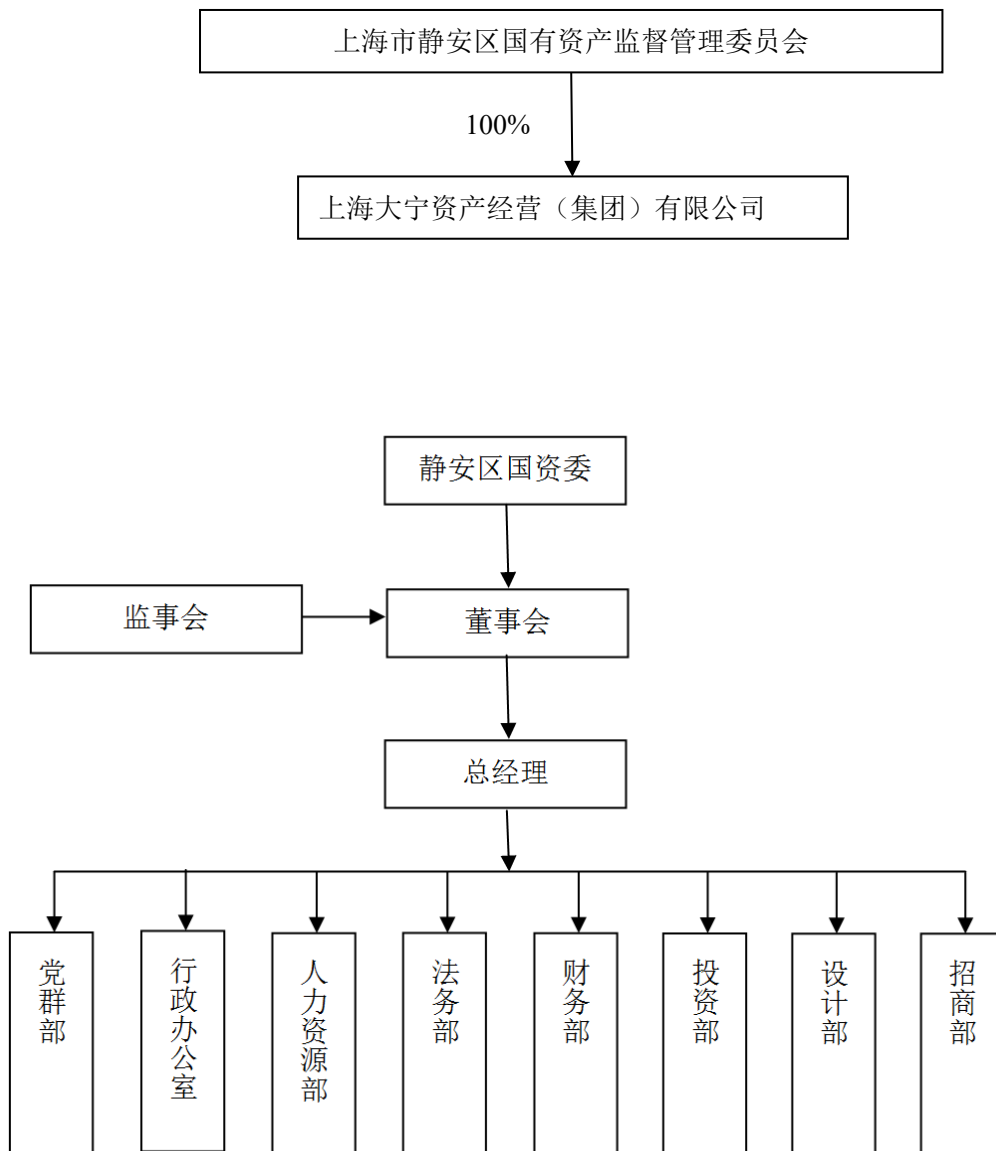
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 05 月 21 日

附一：上海大宁资产经营（集团）有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：上海大宁资产经营（集团）有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	136,570.12	160,833.31	82,804.08	134,947.30
应收账款	6,934.00	18,717.06	8,813.43	16,964.01
其他应收款	193,290.49	240,272.17	184,187.65	188,789.49
存货	10.04	8.28	95,327.05	98,284.83
长期投资	58,608.68	51,549.68	71,375.42	71,375.42
在建工程	317,026.42	117,047.18	138,181.16	148,657.60
无形资产	12,642.00	12,642.00	12,687.24	12,736.46
总资产	1,597,554.26	1,823,642.76	1,841,755.21	2,016,376.29
其他应付款	45,312.04	41,457.88	51,159.07	51,498.62
短期债务	80,839.04	21,444.00	25,494.69	31,046.73
长期债务	649,856.80	867,426.53	870,739.03	1,052,396.03
总债务	730,695.84	888,870.53	896,233.72	1,083,442.76
总负债	863,217.39	1,049,696.30	1,056,000.71	1,230,460.47
费用化利息支出	22,013.66	37,504.88	39,537.78	#VALUE!
资本化利息支出	8,800.45	6,484.83	6,139.22	#VALUE!
实收资本	300,000.00	300,000.00	300,000.00	300,000.00
少数股东权益	37,421.88	51,708.35	50,779.59	50,865.08
所有者权益合计	734,336.87	773,946.46	785,754.50	785,915.82
营业总收入	55,491.66	76,818.17	74,520.19	14,749.96
经营性业务利润	1,088.15	-4,743.74	3,311.09	-374.29
投资收益	265.29	4,194.41	5,159.19	318.51
净利润	8,742.30	5,011.37	6,137.22	-73.68
EBIT	33,489.38	45,336.25	49,333.28	-
EBITDA	33,039.05	45,388.14	49,526.10	-
销售商品、提供劳务收到的现金	58,858.47	71,044.95	88,766.69	7,375.91
收到其他与经营活动有关的现金	91,536.60	81,989.99	48,308.71	132,162.19
购买商品、接受劳务支付的现金	20,636.00	18,941.31	103,820.80	6,309.18
支付其他与经营活动有关的现金	82,330.79	73,434.75	51,912.02	131,460.04
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	63,404.99	101,182.13	22,631.98	19,989.94
经营活动产生现金净流量	34,075.52	48,823.53	-32,385.49	-3,456.43
投资活动产生现金净流量	-75,629.97	-155,076.80	-1,846.49	-120,475.79
筹资活动产生现金净流量	86,531.18	130,516.46	-43,797.26	176,075.44
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	49.72	50.51	60.70	56.95
期间费用率(%)	64.60	70.76	78.04	107.56
应收类款项/总资产(%)	12.69	14.25	10.48	10.20
收现比(%)	1.06	0.92	1.19	0.50
总资产收益率(%)	2.16	2.65	2.69	-
资产负债率(%)	54.03	57.56	57.34	61.02
总资本化比率(%)	49.88	53.46	53.28	57.96
短期债务/总债务(%)	0.11	0.02	0.03	0.03
FFO/总债务(X)	0.04	0.05	0.05	-0.01
FFO 利息倍数(X)	0.94	1.07	1.05	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.11	1.11	-0.71	-
总债务/EBITDA(X)	22.12	19.58	18.10	-
EBITDA/短期债务(X)	0.41	2.12	1.94	-
货币资金/短期债务(X)	1.69	7.50	3.25	4.35
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.07	1.03	1.08	-

注：1、2020 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他应付款科目有息部分调整至短期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
现金流	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	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
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。