

上海大宁资产经营（集团）有限公司 2021 年度跟踪评级报告

项目负责人：刘艳美 ymliu@ccxi.com.cn

项目组成员：周晓春 xchzhou@ccxi.com.cn

杨 成 chyang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021) 60330988

传真：(021) 60330991

2021 年 6 月 28 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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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.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。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1819 号

上海大宁资产经营(集团)有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“19 大宁 MTN001”、“20 大宁 MTN001”、“20 大宁 MTN002”、“21 大宁 MTN001”、“16 沪宁 01”、“17 沪宁 01”、“20 大宁 01”、“20 大宁 02”、“20 大宁 Y1”、“21 大宁 Y1”和“21 大宁 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持上海大宁资产经营(集团)有限公司(以下简称“大宁资产”或“公司”)的主体信用等级为**AA+**，评级展望为稳定；维持“19大宁MTN001”、“20大宁MTN001”、“20大宁MTN002”、“21大宁MTN001”、“16沪宁01”、“17沪宁01”、“20大宁01”、“20大宁02”、“20大宁Y1”、“21大宁Y1”和“21大宁01”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)	2018	2019	2020	2021.3
总资产(亿元)	182.36	184.18	244.30	245.52
所有者权益合计(亿元)	77.39	78.58	86.27	92.38
总负债(亿元)	104.97	105.60	158.04	153.14
总债务(亿元)	88.89	89.62	135.69	135.56
营业总收入(亿元)	7.68	7.45	7.09	2.90
经营性业务利润(亿元)	-0.47	0.33	-1.28	0.03
净利润(亿元)	0.50	0.61	0.14	0.10
EBITDA(亿元)	5.09	5.51	6.41	-
经营活动净现金流(亿元)	4.88	-3.24	0.37	-1.00
收现比(X)	0.92	1.19	1.08	0.54
营业毛利率(%)	50.51	60.70	66.77	61.78
应收类款项/总资产(%)	14.25	10.48	10.59	11.27
资产负债率(%)	57.56	57.34	64.69	62.37
总资本化比率(%)	53.46	53.28	61.13	59.47
总债务/EBITDA(X)	17.46	16.28	21.16	-
EBITDA利息倍数(X)	1.16	1.21	1.08	-

注：1.中诚信国际根据2018年~2020年审计报告及2021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.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

上海大宁资产经营(集团)有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	-0.63	5
	收现比(X)*	1.08	8
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	6.89	10
	受限资产占总资产的比重(X)	0.50	4
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	86.27	7
	总资本化比率(X)	0.61	6
	资产质量	7	7
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	7	7
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	7	7
打分结果			a
BCA			a
支持评级调整			4
评级模型级别			AA+
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量，支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用2018年~2020年三年数据计算得出

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，2020年及2021年1~3月，公司期间费用合计分别为7.03亿元和2.14亿元，期费收入占比分别为99.07%和73.86%，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-1.28亿元和0.03亿元。
- **受限资产规模较大。**截至2021年3月末，公司投资性房地产、在建工程等资产因抵押借款而受限，受限规模合计121.54亿元，占期末总资产的比重为49.50%，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。

评级历史关键信息

上海大宁资产经营(集团)有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	21 大宁 MTN001 (AA+)	2021/02/10	江林燕、杨成	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	-
AA+/稳定	20 大宁 MTN002 (AA+) 20 大宁 MTN001 (AA+) 19 大宁 MTN001 (AA+)	2020/06/02	赵敏、江林燕、杨成	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA+/稳定	20 大宁 MTN002 (AA+)	2020/04/24	刘艳美、江林燕、杨成	中诚信国际基础设施投融资评级方法 C250000_2018_01	阅读全文
AA+/稳定	20 大宁 MTN001 (AA+)	2020/03/06	黄菲、王紫薇	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01	阅读全文
AA+/稳定	19 大宁 MTN001 (AA+)	2019/09/25	黄菲、王紫薇、吴萍	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01	阅读全文

注：中诚信国际原口径

同行业比较

2020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)
大宁资产	244.30	86.27	64.69	7.09	0.14	0.37
静安投资	107.40	56.13	47.74	1.37	1.41	-0.98
静安置业	72.14	33.17	54.02	14.64	3.31	4.58

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

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 大宁 MTN001	AA+	AA+	2020/06/02	1.00	1.00	2019/11/29~2024/11/29	--
20 大宁 MTN001	AA+	AA+	2020/06/02	6.00	6.00	2020/03/19~2025/03/19	--
20 大宁 MTN002	AA+	AA+	2020/06/02	5.00	5.00	2020/04/30~2025/04/30	--
21 大宁 MTN001	AA+	AA+	2021/02/10	7.00	7.00	2021/03/09~2026/03/09	--
16 沪宁 01	AA+	AA+	2020/06/02	12.00	12.00	2016/10/20~2023/10/20 (5+2)	调整票面利率、回售、赎回
17 沪宁 01	AA+	AA+	2020/06/02	8.00	8.00	2017/07/25~2024/07/25 (5+2)	调整票面利率、回售、赎回
20 大宁 01	AA+	AA+	2020/06/02	10.00	10.00	2020/01/14~2027/01/14 (5+2)	调整票面利率、回售
20 大宁 02	AA+	AA+	2020/05/21	1.00	1.00	2020/09/14~2027/09/14 (5+2)	调整票面利率、回售
20 大宁 Y1	AA+	AA+	2020/06/09	10.00	10.00	2020/06/19~2025/06/19 (5+N)	调整票面利率、债券偿还顺序等同于公司普通债务
21 大宁 Y1	AA+	AA+	2021/01/26	6.00	6.00	2021/03/09~2024/03/09 (3+N)	调整票面利率、债券偿还顺序等同于公司普通债务
21 大宁 01	AA+	AA+	2021/03/17	5.00	5.00	2021/04/06~2028/04/06 (5+2)	调整票面利率、回售

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

公司分别于 2016 年 10 月、2017 年 7 月、2020 年 1 月、2020 年 9 月、2020 年 6 月、2021 年 3 月和 2021 年 4 月公开发行 2016 年公司债券(第一期)(债券简称：“16 沪宁 01”)、2017 年公司债券(第一期)(债券简称：“17 沪宁 01”)、面向合格投资者公开发行 2020 年公司债券(第一期)(债券简称：“20 大宁 01”)、面向合格投资者公开发行 2020 年公司债券(第二期)(债券简称：“20 大宁 02”)、面向合格投资者公开发行 2020 年可续期公司债券(第一期)(债券简称：“20 大宁 Y1”)、面向合格投资者公开发行 2021 年可续期公司债券(第一期)(债券简称：“21 大宁 Y1”)和面向专业投资者公开发行 2021 年公司债券(第一期)(债券简称：“21 大宁 01”)，发行金额分别为 12 亿元、8 亿元、10 亿元、1 亿元、10 亿元、6 亿元和 5 亿元，期限除 20 大宁 Y1 和 21 大宁 Y1 均为 7 年。截至 2021 年 3 月末，募集资金已按照募集说明书中披露的用途使用完毕。

公司每年按时付息，募集资金使用严格按照募集说明书约定，在使用过程中履行了相关程序，且募集资金专项账户运作正常。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要

保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020 年上海市仍保持较好的经济增速和较强的财政实力，综合竞争实力位于全国前列

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。

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。2020 年上海市地区生产总值为 38,700.58 亿元，较上年增长 1.7%。其中，2020 年，第一产业增加值 103.57 亿元，下降 8.2%；第二产业增加值 10,289.47 亿元，增长 1.3%；第三产业增加值 28,307.54 亿元，增长 1.8%。上海市产业结构由 2019 年的 0.3:27.0:72.7 调整为 2020 年的 0.3:26.6:73.1，第三产业对经济增长的贡献力度较大且持续提高。

固定资产投资方面，2020 年上海市全社会固定资产投资总额比上年增长 10.3%，其中第二产业投资增长 16.5%，非国有经济投资增长 13.1%，固定资产投资强劲。工业生产方面，2020 年，上海市全年实现工业增加值 9,656.51 亿元，比上年增长 1.4%；全年完成工业总产值 37,052.59 亿元，增长 1.6%。其中规模以上工业总产值 34,830.97 亿元，增长 1.9%。全年六个重点工业行业完成工业总产值 23,784.22 亿元，比上年增长 4.1%，占全市规模以上工业总产值的比重为 68.3%；全年规模以上工业产品销售率为 99.4%。

财政收入方面，2020 年上海市财政收入受疫情及减税降费的影响有所下降，当年实现一般公共预算收入 7,046.3 亿元，较上年下降 1.7%，其中税收收入 5,841.9 亿元，一般公共预算收入占比 82.91%。2020 年政府基金收入为 3,175.0 亿元，较上年增长 31.30%，土地市场呈增长态势。

财政支出方面，2020 年上海市一般公共预算支出为 8,102.1 亿元，同比下降 0.94%，政府性基金支出为 3,697.8 亿元，同比增长 57.23%。2020 年上海市财政平衡率为 86.97%，较上年下降 0.63 个百分点。

截至 2020 年末，上海市政府债务余额为 6,891.5 亿元，其中一般债务余额 2,999.2 亿元，专项债务余额 3,892.3 亿元；上海市政府债务限额为 9,723.1 亿元，其中一般债务限额为 4,391.5 亿元，专项债务限额为 5,331.6 亿元，债务规模适度，风险总体可控。

表 1：上海市 2018~2020 年主要财政收支指标（亿元）

项目	2018	2019	2020
公共财政预算收入	7,108.1	7,165.1	7,046.3
其中：税收收入	6,285.0	6,216.3	5,841.9
政府性基金收入	2,095.4	2,418.1	3,175.0
公共财政预算支出	8,351.5	8,179.3	8,102.1
政府性基金支出	2,351.9	2,580.0	3,697.8
公共财政平衡率	85.11%	87.60%	86.97%

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，2020 年经济实力稳步提升，财政自给率进一步提高

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 2：2020 年上海市各区 GDP 及一般公共预算收入情况（%、亿元）

地区	GDP	GDP 增速	一般公共预算收入
浦东新区	13,207.03	4.0	1,077.00
黄浦区	2,617.00	1.5	229.20
闵行区	2,564.82	1.4	298.30
嘉定区	2,488.44	-3.9	220.40
静安区	2,323.08	1.1	250.14
徐汇区	2,176.73	2.5	198.10
杨浦区	2,106.63	1.2	128.45
松江区	1,637.11	3.9	220.62
宝山区	1,578.48	1.6	152.97
青浦区	1,194.01	3.8	210.10
奉贤区	1,190.19	2.0	161.60
普陀区	1,129.51	1.0	110.63
长宁区	1,097.36	-7.1	129.03
金山区	1,076.28	0.6	126.32
虹口区	--	--	119.39
崇明区	381.83	1.2	119.00

注：虹口区暂未公布 2020 年 GDP 及 GDP 增速

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2020 年静安区经济实力稳步提升，当年全区实现地区生产总值 2,323.08 亿元，按可比价格计算，比上年增长 1.1%。其中，第二产业增加值 62.71 亿元，可比下降 12.1%；第三产业增加值 2,260.16 亿元，可比增长 1.5%；第三产业增加值占地区生产总值比重为 97.3%，比上年提高 0.4 个百分点。

固定资产投资方面，2020 年静安区全年完成全社会固定资产投资总额（含市直管项目）308.06 亿元，比上年增长 30.9%；区级固定资产投资总额 299.99 亿元，比上年增长 32.6%。

财政实力方面，2020 年，静安区全年实现一般公共预算收入 250.14 亿元，同比增速 1.01%。2020 年税收收入占比 87.41%，税收收入占比仍处于较高的水平，静安区财政收入质量较好。2020 年政府性基金收入 108.49 亿元，主要系江宁社区 C050201 单元 023-7、市北高新技术服务业园区 N070501 单元 22-02 等地块土地出让价款收入。

财政支出方面，2020 年，静安区完成一般公共预算支出 295.70 亿元，较上年同比减少 0.62%。2020 年政府性基金支出 132.74 亿元，主要系征地和拆迁补偿、棚户区改造、廉租住房等国有土地使用权出让收入安排的支出。2020 年静安区公共财政平衡率 84.59%，较上年提升 1.36 个百分点，财政自给能力有所提高。

政府债务方面，截至 2020 年末，静安区地方政府债务余额 474.6 亿元，其中一般债务 118.7 亿元，专项债务 355.9 亿元；地方政府债务限额 622.0 亿元，其中一般债务限额 165.4 亿元，专项债务限额 456.6 亿元。一般债务和专项债务规模均控制在地方政府债务限额内，债务风险总体可控。

表 3：2018~2020 年来上海市静安区主要财政收支指标（亿元）

项目	2018	2019	2020
公共财政预算收入	246.83	247.63	250.14
其中：税收收入	231.50	225.46	218.68
政府性基金收入	56.62	112.72	108.49
公共财政预算支出	370.55	297.54	295.70

政府性基金支出	108.14	266.46	132.74
公共财政平衡率	66.61%	83.23%	84.59%

注：以上为区级财政指标

资料来源：公开数据，中诚信国际评整理

跟踪期内，公司一处新建物业项目完工并投入运营，整体出租情况良好，业务前景较好，但在建及拟建项目后续投资规模较大，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。

截至 2021 年 3 月末，公司管理的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、大宁中环广场、君庭项目 8 个项目。其中，2020 年 9 月之前，大宁中心广场二期、三期以及灵石路人才公寓系从上海电气（集团）总公司租借；2020 年 9 月，公司完成了对大宁中心广场二期、三期以及灵石路人才公寓等项目的收购，评估价值合计 17.33 亿元，收购金额总计 20.34 亿元。大宁中环广场项目系公司 2020 年完工并投入运营的新项目，目前已产生部分租赁收入。此外，公司于 2020 年 12 月受让上海君业投资有限公司持有的上海君庭置业有限公司（以下简称“君庭置业”）100% 股权，君庭置业开发的君庭项目亦产生部分租赁收入。

表 4：截至 2021 年 3 月末公司已运营的物业租赁情况（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	2018 年租金收入	2019 年租金收入	2020 年租金收入	2021 年 1~3 月租金收入
大宁音乐广场	13.66	6.79	94.48%	5.25	1.02	1.12	0.82	0.27
大宁中心广场二期	9.84	8.32	97.00%	4.09	1.01	1.10	1.05	0.19
大宁中心广场三期	4.60	4.60	100.00%	3.51	0.31	0.31	0.37	0.21
大宁人才公寓	3.81	3.26	87.62%	2.95	0.06	0.10	0.19	0.06
大宁中心广场四期	8.17	4.81	43.30%	4.65	0.01	0.10	0.20	0.06
大宁星光耀广场	3.16	2.15	100.00%	4.02	0.09	0.30	0.18	0.07
大宁中环广场	7.72	3.68	35.00%	3.60	-	-	-	0.04
君庭项目	6.00	2.78	77.15%	3.33	-	-	0.02	0.03
合计	56.96	36.39	-	-	2.50	3.03	2.83	0.93

注：2019 年及之前大宁中心广场三期仅包括长期租赁经营的南区 A1、A2 区域，2020 年 9 月公司将三期全部资产购入（含土地及地上构筑物），截至 2020 年 9 月末，除南区的 A1、A2 区域的出租收入，其他区域的租金收入暂未入账；大宁星光耀广场项目 8 号楼人才公寓部分调整统计至大宁人才公寓。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 13.66 万平方米，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 2021 年 3 月末，大宁音乐广场项目已签约客户包括上海盛棱实业有限公司、阿科玛（中国）投资有限公司上海分公司、上海上影海上影城开发管理有限公司、上海翌恒网络科技有限公司、耐克商业（中国）有限公司等，平均出租率为

94.48%，日租金平均为 5.25 元/平方米/天。2020 年及 2021 年一季度，分别实现营业收入 0.82 亿元和 0.27 亿元，受疫情影响稍有下滑。

表 5：截至 2021 年 3 月末大宁中心广场一期前五大租户（平方米、万元）

承租方	合同期限	出租面积	年租金
上海盛棱实业有限公司	2019/5/16-2029/5/15	10,867.28	1,784.95
阿科玛（中国）投资有限公司上海分公司	2017/4/1-2023/3/31	4,475.09	783.49
上海上影海上影城开发管理有限公司	2015/11/30-2035/11/29	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	289.33
合计	-	24,567.94	3,792.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 强企业及环大宁影视园区入驻，截至 2021 年 3 月末项目出租率达到 97.00%。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加之疫情影响，目前该项目平均租金为 4.09 元/平方米/天。2020 年及 2021 年一季度，分别实现营业收入 1.05 亿元和 0.19 亿元，2020 年营业收入较 2019 年下降 0.05 亿元。

表 6：截至 2021 年 3 月末大宁中心广场二期前五大租户（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	2020.2.29-2022.10.31	6,797.21	930.36
	2018.11.1-2022.10.31	5,163.34	716.15
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	2020.9.1-2023.8.31	3,236.52	520.96
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	417.69
合计	-	29,427.73	3,954.02

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。2019 年及之前公司经营的大宁中心广场三期仅包括长期租赁经营的南区 A1、A2 区域，2020 年 9 月公司将三期全部资产购入（含土地及地上构筑物），截至 2021 年 3 月末，大宁广场三期已经全部对外出租，租金收入自 2020 年 9 月起归公司所有，2020 年及 2021 年一季度，分别实现营业收入 0.37 亿元和 0.21 亿元，2020 年营业收入较上年增加 0.06 亿元。

大宁人才公寓项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司共经营灵石路人才公寓、慧景公寓、止园路人才公寓及大宁星光耀人才公寓等多处人才公寓项目，合计建筑面积 3.81 万平方米（可出租面积 3.26 万平方米），是原闸北区人才引进的配套工程。截至 2021 年 3 月末，已出租面积达到 2.83 万平方米，整体出租率约为 87.62%。2020 年及 2021 年一季度，分别实现营业收入 0.19 亿元和 0.06 亿元，2020 年营业收入较上期增加 0.09 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 2021 年 3 月末，该项目共引进舒勒（中国）锻压技术有限公司、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 43.30%，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 年实现收入较少，2020 年及 2021 年一季度，项目分别实现营业收入 0.20 亿元和 0.06 亿元，2020 年营业收入较上年增加 0.10 亿元。该项目

若招商完成，正常运营情况下每年可产生收入 0.88 亿元。

大宁中环广场项目为公司跟踪期内新完工并投入运营的物业项目。该项目为公司旗下的中环地标级商业综合体，位于大宁中心广场东北侧，具有较好的外围交通。项目占地面积 1.46 万平方米，总建筑面积为 7.72 万平方米，其中地上建筑面积 4.39 万平方米，地下建筑面积 3.33 万平方米，由一栋 17 层 80 米的高层商业建筑和 3 栋小型多层餐饮建筑构成，是公司进一步推动大宁商圈及文创高地建设，完善区域影视、电竞产业聚集的重要工程。中环广场项目总投资 14.95 亿元，于 2015 年 12 月正式开工，于 2020 年 9 月竣工交付，主要由商业综合体运营产生收益，自 2021 年一季度开始产生租赁收入，2021 年一季度实现营业收入 0.04 亿元，主要是上海佰正居企业发展有限公司入驻，目前已出租面积为 13,065.92 平方米。

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 3.16 万平方米，可租面积 2.15 万平方米。其中，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 号楼作为人才公寓已于 2020 年 5 月份开始出租。截至 2021 年 3 月末，公司星光耀广场 6、7、8 号楼已全部出租，2020 年及 2021 年一季度，项目分别实现营业收入 0.18 亿元和 0.07 亿元。

2020 年 12 月，公司以 47,200 万元受让上海君业投资有限公司持有的上海君庭置业有限公司 100% 股权，从而获得君庭置业开发的君庭项目。君庭项目位于三门路以南、国安路以东、政高路以北、国亮路以西，共涉及上海新江湾城 24-1、2、4 地块综合项目、上海新江湾城 24-3 地块商办项目，四个地

块项目总用地面积 21,540 平方米，总建筑面积 91,030.95 平方米，产证总面积 84,471.06 平方米，其中地上面积 57,131.1 平方米，地下面积 33,899.85 平方米，已售面积 33,092.45 平方米。项目主要由商业综合体运营产生收益，自 2021 年一季度开始产生租赁收入，2021 年一季度实现营业收入 0.03 亿元，主要有上海粤鲜餐饮管理有限公司、上海阅文餐饮管理有限公司入驻，已出租面积 21,483.72 平方米。

在建项目情况，目前公司在建项目主要系晋元北项目，该项目位于上海市静安区东至规划尧州路，西至乌镇路，南至蒙古路，北至新疆路。用地面积 5,065.7 平方米，总建筑面积约 26,641.90 平方米。其中地上建筑面积约 17,673.70 平方米，地下建筑面积约 8,968.23 平方米，由 24 层塔楼，8 层板楼及 2 层商业配套用房组成，建设可售商品住宅、保障房、自持租赁住房、居委会用房、物业管理用房、公共卫生、生活垃圾房及商业配套用房等；地下系由 2 层地下停车库（含部分民防设施）及配套用房。该项目于 2020 年 9 月开工，预计 2022 年 10 月竣工，预计总投 139,853.27 万元（其中土地款 98,193.25 万元，相关税金 2,906.25 万元），截至 2021 年 3 月末已投资 111,057.56 万元。

公司拟建项目主要系大宁中心广场五期项目（地下空间），该项目位于广中西路以南、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 12.37 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；2020 年股东方又向公司无偿划拨了平陆路 1025、1039 号 1-2 层的菜场，账面价值 3,484.37 万元，该笔资产于 2020 年 11 月入账，目前尚未投入运营；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。2020 年及 2021 年一季度公司其他商务服务收入分别为 323.67 万元和 7.07 万元，2020 年公司其他商务服务收入较 2019 年增加 0.61 万元，基本保持持平。

跟踪期内，公司旧区动迁业务规模有所下降，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。2020 年及 2021 年 1~3 月，公司动迁地块数量分别为 6 处和 9 处，动迁的建筑面积分别为 4,668.74 平方米和 3,785.27 平方米，取得的收入分别为 2.01 亿元和 1.49 亿元，2020 年公司动迁收入较 2019 年下降 1.11 亿元。

表 7：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司旧区动迁情况（处、平方米、亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
动迁数量	16	8	6	9
建筑面积	7,737.72	6,922.79	4,668.74	3,785.27
动迁补偿	3.61	3.12	2.01	1.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，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。2020 年公司拍卖 7 处旧房产，实现拍卖收入 11,102.76 万元，较 2019 年大幅增加 0.85 亿元。2021 年 1~3 月，公司尚未实现旧物业拍卖收入。

表 8：近年来公司商业网点经营情况（处、平方米、万元）

项目名称	2018	2019	2020	2021.1~3
拍卖数量	1	6	7	-
建筑面积	1,310.00	1,448.38	3,825.02	-
处置收入	2,566.59	2,590.83	11,102.76	-

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 2021 年 3 月末，公司尚未处置的存量房产共 134 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 11.18 万平方米，出租率 91.01%，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。2020 年及 2021 年 1~3 月，分别实现旧物业出租收入 0.64 亿元和 0.20 亿元，2020 年旧物业出租收入较 2019 增加 0.09 亿元。同期分别实现旧物业水电费等收入分别为 163.12 万元和 52.58 万元，2020 年较上期减少 80.21 万元。

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 2018~2020 年度审计报告以及公司提供的未经审计的 2021 年 1~3 月财务报表。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，均为合并口径。

跟踪期内，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对公司经营性业务形成较大侵蚀，利润总额对公允价值变动收益及投资收益的依赖度较大

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，2020 年及 2021 年 1~3 月，公司营业总收入分别为 7.09 亿元和 2.90 亿元，2020 年公

司营业收入较 2019 年减少 0.36 亿元，主要系旧城改造收入下降所致。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，但 2020 年由于疫情影响，公司实现商业服务收入 3.14 亿元，较 2019 年略微减少 0.23 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，2020 年公司实现旧城改造收入 2.01 亿元，较 2019 年下降 1.11 亿元，商业服务收入与旧城改造收入为公司最主要的收入来源，2020 年及 2021 年 1~3 月，上述两个业务板块收入占公司当期营业收入的比重分别为 72.67%和 88.54%。

毛利率方面，近年来公司营业毛利率持续保持在较高水平，2020 年及 2021 年 1~3 月公司的营业毛利率分别为 66.78%和 61.78%，2020 年公司营业毛利率较 2019 年增加 6.08 个百分点，主要系公司新增 2 处租赁物业，租金标准有所提升所致。分板块来看，由于大宁中环广场和君庭项目等新建物业的投入运营及租金价格的提升，2020 年公司商业服务业务毛利率大幅上升达 62.56%，较 2019 年增加 7.06 个百分点，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不断上涨，公司旧区改造业务毛利率始终保持在较高水平，2020 年毛利率为 80.37%，2020 年毛利率较 2019 年 8.03 个百分点；因公司旧物业项目位置优越，租金水平较高，网点经营业务的毛利率逐年递增，2020 年及 2021 年 1~3 月毛利率分别为 61.33%和 62.81%，2020 年毛利率较 2019 年增加 15.93 个百分点。

表 9：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

业务名称	2018		2019		2020		2021.1~3	
	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	2.91	49.13	3.37	55.50	3.14	62.56	1.08	69.12
旧城改造收入	3.61	60.09	3.12	72.34	2.01	80.37	1.49	59.96
网点经营收入	0.68	23.14	0.84	45.40	1.77	61.33	0.20	62.81
工程施工收入	0.08	3.32	-	-	0.05	3.11	-	-
其他业务	0.19	29.76	0.13	15.88	0.12	55.51	0.13	19.68
合计	7.68	50.51	7.45	60.70	7.09	66.78	2.90	61.78

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，2020年及2021年1~3月，分别为1.68亿元和0.57亿元，2020年公司管理费用较上年增加0.02亿元；财务费用因有息债务规模的增加而增长较快，2020年及2021年1~3月，分别为5.08亿元和1.53亿元，2020年公司财务费用较2019年增加1.25亿元，增幅较大。同期，公司期间费用合计分别为7.03亿元和2.14亿元，2020年公司期间费用合计数较去年同期增幅为20.83%，期间费用收入占比分别为99.07%和73.86%，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，公司期费收入占比存在一定上行压力。

表 10：近年来公司期间费用分析（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1-3
销售费用	0.27	0.33	0.27	0.05
管理费用	1.56	1.66	1.68	0.57
财务费用	3.60	3.83	5.08	1.53
期间费用合计	5.44	5.82	7.03	2.14
营业总收入	7.68	7.45	7.09	2.90
期间费用收入占比	70.76	78.04	99.07	73.86
利润总额	0.78	0.98	0.42	0.10
公允价值变动损益	0.55	0.55	0.23	-
投资收益	0.42	0.52	1.49	0.07
其他收益	1.33	1.78	1.54	0.40
经营性业务利润	-0.47	0.33	-1.28	0.03

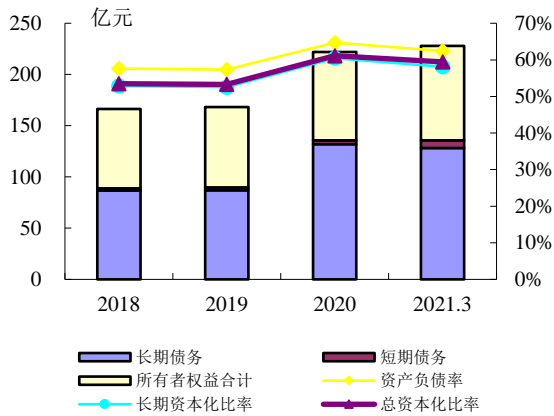
资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

利润总额方面，由于期间费用规模较大，近年来公司利润总额表现较差，2020年及2021年1~3月，公司利润总额分别为0.42亿元和0.10亿元，2020年利润总额较2019年下降0.56亿元，降幅达57.31%，主要系2020年公司财务费用大幅增加侵蚀经营性业务利润所致。公司利润总额主要由公允价值变动收益和投资收益构成。2020年及2021年1~3月，公司公允价值变动收益分别为0.23亿元和0亿元，主要是投资性房地产按公允价值计量而增加的收益，2020年公司公允价值变动损益较上年减少0.32亿元；同期公司投资收益分别为1.49亿元

和0.07亿元，较上期增幅达189.26%，主要系公司处置可供出售金融资产及理财产品获得，被处置的可供出售金融资产系公司持有的上海银行股权；同期公司其他收益1.54亿元和0.40亿元，主要系公司获得财政扶持资金，2020年公司其他收益较2019年减少0.24亿元，财政扶持资金对公司利润总额起到了一定的补充。

跟踪期内，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，同时其在建和拟建项目规模较大，未来的融资安排仍需关注

随着股东方资产注入、在建项目的推进以及公司自主购入的资产，公司资产规模整体呈上升趋势，2020年及2021年3月末，公司资产总额分别为244.30亿元和245.52亿元，2020年末公司资产总额较2019年增加32.65%。随着公司商业服务项目的建设推进以及公司转型需求，2020年公司陆续将大宁中心二期、三期项目的土地产权购入，公司负债总额大幅增长。2020年及2021年3月末，公司负债总额分别为158.04亿元和153.14亿元，2020年末公司负债总额较上年末增加49.65%。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，评估增值部分计入其他综合收益，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，2020年及2021年3月末，公司所有者权益分别为86.27亿元和92.38亿元，2020年末所有者权益较上年增加9.79%。

图 1：2018~2020 年及 2021 年 3 月末公司资本结构分析


资料来源：公司财务报告，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。2020 年及 2021 年 3 月末，公司资产负债率分别为 64.69% 和 62.37%，总资本化比率分别为 61.13% 和 59.47%，2020 年末公司资产负债率与总资本化比率较 2019 年分别上升 7.35 个百分点和 7.85 个百分点。

从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主，2020 年及 2021 年 3 月末公司非流动资产分别为 164.39 亿元和 164.50 亿元，2020 年公司非流动资产较 2019 年末增加 22.35 亿元，增幅达 15.74%，占总资产的比重分别 67.29% 和 67.00%。公司非流动资产主要包括投资性房地产和固定资产。具体来看，2020 年及 2021 年 3 月末公司投资性房地产分别为 137.03 亿元和 137.11 亿元，2020 年公司投资性房地产较 2019 年增加 37.10 亿元，增幅达 37.12%，主要系 2020 年公司购入的大宁中心二期、三期的土地等资产以及大宁中环广场（472 项目）完工后自在建工程转入投资性房地产科目所致；同期末，公司固定资产分别为 15.34 亿元和 15.29 亿元，主要系房屋建筑物及其土地，2020 年末公司固定资产较 2019 年末减少 0.16 亿元。

2020 年及 2021 年 3 月末，公司流动资产分别为 79.91 亿元和 81.02 亿元，2020 年公司流动资产

较 2019 年增加 37.77 亿元，占总资产的比重分别为 32.71% 和 33.00%。公司流动资产主要由其他应收款和货币资金构成。2020 年及 2021 年 3 月末，公司其他应收款余额分别为 20.45 亿元和 21.06 亿元，2020 年较 2019 年增加 2.03 亿元，其中 2020 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 12.80 亿元，占其他应收款的比重为 61.09%，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。2020 年及 2021 年 3 月末，公司货币资金分别为 26.22 亿元和 25.68 亿元，2020 年末较 2019 年末增加 17.94 亿元，主要系银行存款，截至 2020 年末，货币资金无受限情况。

表 11：近年来公司资产主要构成（亿元）

科目	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	16.08	8.28	26.22	25.68
其他应收款	24.03	18.42	20.45	21.06
投资性房地产	98.14	99.93	137.03	137.11
固定资产	16.02	15.49	15.34	15.29
资产总计	182.36	184.18	244.30	245.52

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

负债构成方面，公司负债以非流动负债为主。2020 年及 2021 年 3 月末，公司非流动负债分别为 141.15 亿元和 137.43 亿元，2020 年公司非流动负债较 2019 年增加 44.93 亿元，增幅达 46.70%，主要系 2020 年公司长期借款和应付债券大幅增加所致，同期公司非流动负债占总负债的比重分别为 89.31% 和 89.74%，主要由应付债券和长期借款构成。2020 年及 2021 年 3 月末，公司长期借款余额分别为 63.21 亿元和 64.45 亿元，2020 年末长期借款较 2019 年增加 56.62%，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 3~15 年不等，综合利率在 4.20%~5.88% 之间。同期末，公司应付债券分别为 68.67 亿元和 63.71 亿元，2020 年公司应付债券较 2019 年增加 21.96 亿元，系公司于 2020 年新发行

“20 大宁 MTN001”、“20 大宁 MTN002”、“20 大宁 01”和“20 大宁 02”等 2 只中期票据、2 只公募公司债所致，共募集资金 22.00 亿元。

2020 年及 2021 年 3 月末，公司流动负债分别为 16.89 亿元和 15.71 亿元，占负债总额的比重分别为 10.69%和 10.26%，2020 年公司流动负债较上年增加 7.51 亿元，增幅为 80.02%。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，2020 年及 2021 年 3 月末，公司其他应付款余额分别为 5.87 亿元和 5.16 亿元，2020 年末公司其他应付款较上年增加 14.82%，主要系政府扶持金 1.53 亿元以及与上海大宁菜市场经营管理有限公司、上海宁汇投资管理有限公司、上海铭洲投资管理有限公司等单位的往来款 1.63 亿元，其中，上海宁汇投资管理有限公司、上海铭洲投资管理有限公司均为民营企业。一年内到期的非流动负债主要是临近到期的长期借款，2020 年及 2021 年 3 月末，公司一年内到期的非流动负债分别为 3.81 亿元和 2.41 亿元，2020 年末公司一年内到期的非流动负债较上期增加 49.32%。

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，2020 年及 2021 年 3 月末，公司总债务分别为 135.69 亿元和 135.56 亿元，2020 年公司总债务规模较上年增加 46.06 亿元，主要系公司长期债务大幅增加。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 131.88 亿元和 128.16 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.03 倍和 0.06 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。

跟踪期内，随着债务规模不断增加，公司经营活动净现金流无法覆盖债务本息，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所下降

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。2020 年及 2021 年 1~3 月，公司经营活动净现金流分别为 0.37 亿元和 -1.00 亿元，2020 年公司经营活动净现金流较 2019 年增加 3.61 亿元，由负转正。现金流指标方面，公司经营净现金流对债务本息的保障程度相对较低，2020 年及 2021 年 1~3 月，公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.003 倍和 -0.03 倍，经营活动净现金流/利息支出分别为 0.06 倍和 -0.61 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，2020 年，公司 EBITDA 分别为 6.41 亿元，较 2019 年增加 0.91 亿元。

由于 2020 年公司债务规模大幅增加，总债务/EBITDA 随之上升，EBITDA 对利息支出的覆盖能力有所下降。2020 年，公司总债务/EBITDA 与 EBITDA 利息覆盖系数分别为 21.16 倍和 1.08 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖能力较 2019 年均有所下降。

表 12：2018~2020 年及 2021 年 3 月末公司偿债能力分析

	2018	2019	2020	2021.3
短期债务（亿元）	2.14	2.55	3.81	7.41
长期债务（亿元）	86.74	87.07	131.88	128.16
总债务（亿元）	88.89	89.62	135.69	135.56
货币资金/短期债务（X）	7.50	3.25	6.89	3.47
EBITDA/短期债务（X）	2.37	2.16	1.68	-
经营活动净现金流（亿元）	4.88	-3.24	0.37	-1.00
经营活动净现金流/总债务（X）	0.05	-0.04	0.003	-0.03
经营活动净现金流/利息支出（X）	1.11	-0.71	0.06	-0.61
EBITDA（亿元）	5.09	5.51	6.41	-
总债务/EBITDA（X）	17.46	16.28	21.16	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.16	1.21	1.08	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

债务到期分布方面，截至 2021 年 3 月末，公司有息债务余额为 135.56 亿元。其中，2021 年公司到期债务 7.41 亿元，债务集中于 2025 年及以后到期，长期偿债压力较大，需关注未来偿债资金安排。

表 13: 截至 2021 年 3 月末公司债务到期分布情况 (亿元)

到期年份	2021.4-12	2022	2023	2024	2025 及以后
到期债务	7.41	16.50	33.07	3.50	75.08

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

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 2021 年 3 月末, 公司合并口径取得各银行授信总额 125.98 亿元, 已使用额度为 74.58 亿元, 尚未使用 51.40 亿元, 备用流动性充足。

受限资产方面, 截至 2021 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 121.54 亿元, 占期末总资产的比重为 49.50%。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 2021 年 3 月末, 公司对外担保余额为 2.00 亿元, 占同期净资产的比重为 2.16%, 被担保人为西藏城市发展投资股份有限公司¹ (股票代码: 600773.SH), 公司对外担保规模较小。

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, 2021 年 5 月 6 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; 2020 年, 股东方向公司无偿划拨平陆路 1025 号、1039 号 2 处房产, 房产入账价值为 0.35 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。2020 年, 公司确认政府扶持资金 1.54 亿元。

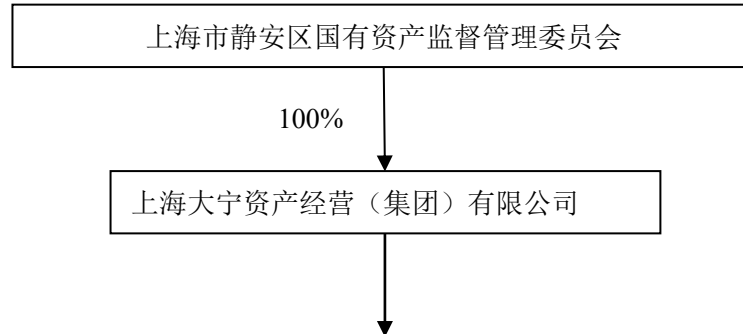
评级结论

综上所述, 中诚信国际维持上海大宁资产经营 (集团) 有限公司的主体信用等级为 **AA+**, 评级展望为稳定; 维持“19 大宁 MTN001”、“20 大宁 MTN001”、“20 大宁 MTN002”、“21 大宁 MTN001”、“16 沪宁 01”、“17 沪宁 01”、“20 大宁 01”、“20 大宁 02”、“20 大宁 Y1”、“21 大宁 Y1”和“21 大宁 01”的债项信用等级为 **AA+**。

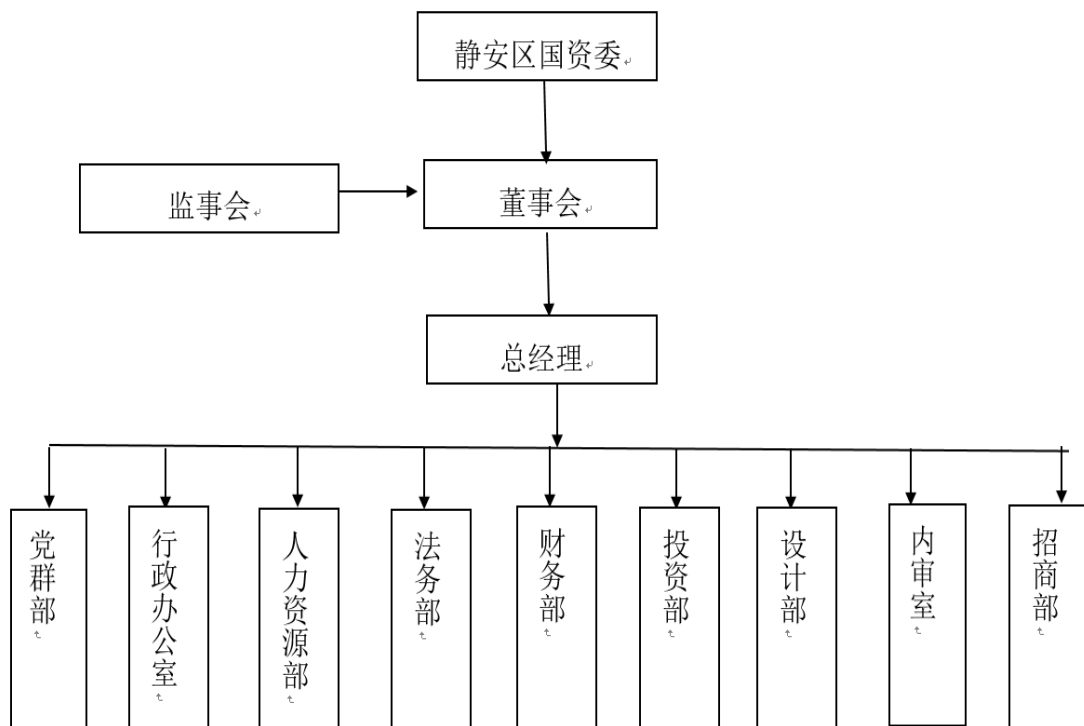
为房地产开发、旧区改造、保障性住房建设。

¹ 西藏城市发展投资股份有限公司为上市公司, 股票代码 600773.SH, 实际控制人为上海市静安区国有资产监督管理委员会, 主要从事业务

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 2021 年 3 月末）



主要子公司全称	简称	持股比例
上海大宁建设投资管理有限公司	大宁建投	100.00
上海大宁绿地开发建设有限公司	大宁绿地开发	100.00
上海市闸北区商业资产经营有限公司	闸北商业资产	100.00
上海大宁商业投资有限公司	大宁商投	100.00
上海闸北安居房产开发有限公司	安居房产	100.00
上海宁嘉房地产开发有限公司	宁嘉公司	100.00
上海金贸实业有限公司	金贸实业	100.00
上海君庭置业有限公司	君庭置业	100.00



资料来源：公司提供

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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	160,833.31	82,804.08	262,186.26	256,810.45
应收账款	18,717.06	8,813.43	54,283.05	66,124.50
其他应收款	241,207.62	184,187.65	204,509.04	210,572.03
存货	8.28	95,327.05	148,833.27	149,146.65
长期投资	51,549.68	71,375.42	58,133.72	58,133.72
在建工程	117,047.18	138,181.16	5,517.27	8,638.84
无形资产	12,642.00	12,687.24	13,085.14	13,084.60
总资产	1,823,642.76	1,841,755.21	2,443,028.15	2,455,163.25
其他应付款	59,343.95	51,159.07	77,322.90	64,925.16
短期债务	21,444.00	25,494.69	38,068.93	74,053.69
长期债务	867,426.53	870,739.03	1,318,790.54	1,281,584.21
总债务	888,870.53	896,233.72	1,356,859.47	1,355,637.90
总负债	1,049,696.30	1,056,000.71	1,580,354.96	1,531,362.03
费用化利息支出	37,504.88	39,537.78	54,247.49	16,535.87
资本化利息支出	6,484.83	6,139.22	5,014.25	0.00
实收资本	300,000.00	300,000.00	300,000.00	300,000.00
少数股东权益	51,708.35	50,779.59	25,626.90	26,315.06
所有者权益合计	773,946.46	785,754.50	862,673.19	923,801.23
营业总收入	76,818.17	74,520.19	70,932.33	29,007.46
经营性业务利润	-4,743.74	3,311.09	-12,775.84	329.80
投资收益	4,194.41	5,159.19	14,923.66	654.46
净利润	5,011.37	6,137.22	1,366.35	989.99
EBIT	45,336.25	49,333.28	58,429.43	17,525.86
EBITDA	50,896.39	55,055.60	64,121.54	-
销售商品、提供劳务收到的现金	71,044.95	88,766.69	76,283.98	15,525.17
收到其他与经营活动有关的现金	81,989.99	48,308.71	401,556.65	106,214.62
购买商品、接受劳务支付的现金	18,941.31	103,820.80	32,805.06	17,331.31
支付其他与经营活动有关的现金	73,434.75	51,912.02	416,977.57	107,591.35
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	59,766.00
资本支出	101,182.13	22,631.98	257,468.70	7,308.54
经营活动产生现金净流量	48,823.53	-32,385.49	3,680.39	-10,044.11
投资活动产生现金净流量	-155,076.80	-1,846.49	-334,012.31	-131,747.65
筹资活动产生现金净流量	130,516.46	-43,797.26	509,714.10	36,415.95
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	50.51	60.70	66.77	61.78
期间费用率(%)	70.76	78.04	99.07	73.86
应收类款项/总资产(%)	14.25	10.48	10.59	11.27
收现比(X)	0.92	1.19	1.08	0.54
总资产收益率(%)	2.65	2.69	2.73	2.86
资产负债率(%)	57.56	57.34	64.69	62.37
总资本化比率(%)	53.46	53.28	61.13	59.47
短期债务/总债务(X)	0.02	0.03	0.03	0.05
FFO/总债务(X)	0.05	0.05	0.04	-0.03
FFO 利息倍数(X)	1.07	1.05	0.80	-0.61
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.11	-0.71	0.06	-0.61
总债务/EBITDA(X)	17.46	16.28	21.16	-
EBITDA/短期债务(X)	2.37	2.16	1.68	-
货币资金/短期债务(X)	7.50	3.25	6.89	3.47
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.16	1.21	1.08	-

注：1.中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 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.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
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	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
偿债能力	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。