

上海大宁资产经营（集团）有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：张 卡 kzhang01@ccxi.com.cn

项目组成员：宋丹丹 ddsong@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 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[2022]跟踪 1918 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”、“21 大宁 01”和“21 大宁 02”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

二零二二年六月二十八日

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”）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”、“21 大宁 01”和“21 大宁 02”债项信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际肯定了静安区区域经济实力强，区位优势显著，公司职能定位明确，业务来源有保障及公司商业服务资产升值快，租金收入增长空间较大等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司旧区改造业务自主性较弱，收入稳定性不足、期间费用对经营性业务利润侵蚀较大和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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	184.18	243.85	255.58	251.00
所有者权益合计（亿元）	78.58	85.48	92.89	91.96
总负债（亿元）	105.60	158.37	162.70	159.04
总债务（亿元）	89.62	135.69	137.51	136.57
营业总收入（亿元）	7.45	7.12	12.22	1.45
经营性业务利润（亿元）	0.33	-1.28	0.29	-0.64
净利润（亿元）	0.61	0.14	0.56	-0.55
EBITDA（亿元）	4.95	6.69	7.51	-
经营活动净现金流（亿元）	-3.24	0.37	8.70	0.55
收现比(X)	1.19	1.07	1.01	1.17
营业毛利率(%)	60.70	66.49	56.99	79.34
应收类款项/总资产(%)	10.48	10.63	10.88	10.89
资产负债率(%)	57.34	64.94	63.66	63.36
总资本化比率(%)	53.28	61.35	59.68	59.76
总债务/EBITDA(X)	18.10	20.29	18.31	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.08	1.04	1.16	-

注：1、中诚信国际根据公司 2019 年及 2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理；2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；3、EBITDA 剔除公允价值变动损益。

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)*	-0.17	6
	收现比(X)*	1.06	8
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	1.06	8
	受限资产占总资产的比重(X)	0.51	3
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	92.89	7
	总资本化比率(X)	0.60	7
业务运营 (20%)	资产质量	7	7
	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 2019 年~2021 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“一轴三带”发展战略中环南翼的建设主体，承担了大宁区域运营商的业务职能，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，随着出租率不断提升，加之在建项目完工及区域外并购项目投入运营，公司物业出租的租金收入将有较大的增长空间。

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，2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，公司期间费用合计分别为 5.82 亿元、7.03 亿元、7.91 亿元和 1.99 亿元，期间费用率较高，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 0.33 亿元、-1.28 亿元、0.29 亿元和 -0.64 亿元，经营性业务利润表现较差。

■ **受限资产规模较大。**截至 2022 年 3 月末，公司投资性房地产、存货因抵押借款而受限，受限规模合计 129.80 亿元，占期末总资产的比重为 51.71%，受限规模较大，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。**公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**公司业务稳定性或可持续性下降；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

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+) 20 大宁 MTN002 (AA+) 20 大宁 MTN001 (AA+) 19 大宁 MTN001 (AA+)	2021/06/28	刘艳美、周晓春、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	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+)	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

2021 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 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
大宁资产	255.58	92.89	63.66	12.22	0.56	8.70
静安投资	110.42	56.43	48.90	1.63	0.38	-3.25
静安置业	117.26	31.08	73.49	8.77	-1.02	0.91

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+	2021/06/28	1.00	1.00	2019/11/29~2024/11/29	--
20 大宁 MTN001	AA+	AA+	2021/06/28	6.00	6.00	2020/03/19~2025/03/19	--
20 大宁 MTN002	AA+	AA+	2021/06/28	5.00	5.00	2020/04/30~2025/04/30	--
21 大宁 MTN001	AA+	AA+	2021/06/28	7.00	7.00	2021/03/09~2026/03/09	--
16 沪宁 01	AA+	AA+	2021/06/28	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+	2021/06/28	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+	2021/06/28	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+	2021/06/28	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+	2021/06/28	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+	2021/06/28	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+	2021/06/28	5.00	5.00	2021/04/06~2028/04/06 (5+2)	调整票面利率、回售
21 大宁 02	AA+	AA+	2021/09/22	5.00	5.00	2021/10/12~2028/10/12 (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、2021 年 4 月和 2021 年 10 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”)、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”)和面向专业投资者公开发行 2021 年公司债券(第二期) (债券简称:“21 大宁 02”)，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、5 亿元和 5 亿元，除 20 大宁 Y1 (5+N) 和 21 大宁 Y1 (3+N) 为永续债外，其他债券期限均为 7 年 (期限结构为 5+2 年)。截至 2022 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。公司计划于 2022 年 7 月 25 日对“17 沪宁 01”行使赎回选择权，对赎回登记日登记在册的“17 沪宁 01”全部赎回。

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。

宏观经济与政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增

速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回

落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021 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。2021 年上海市地区生产总值为 43,214.85 亿元，较上年增长 8.1%。其中，第一产业增加值 99.97 亿元，下降 6.5%；第二产业增加值 11,449.32 亿元，增长 9.4%；第三产业增加值 31,665.56 亿元，增长 7.6%。上海市三次产业结构由 2020 年的 0.3:26.6:73.1 调整为 2021 年的 0.2:26.5:73.3，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，2021 年上海市全社会固定资产投资总额比上年增长 8.1%，其中第二产业投资增长 8.2%；非国有经济投资增长 8.0%，固定资产投资强劲。工业生产方面，2021 年，上海市全年实现工业增加值 10,738.80 亿元，比上年增长 9.5%；全年完成工业总产值 42,013.99 亿元，增长 10.2%。其中，规模以上工业总产值 39,498.54 亿元，增长 10.3%。在规模以上工业总产值中，国有控股企业总产值 12,707.55 亿元，增长 6.6%。

财政收入方面，随着疫情影响的消除，2021 年上海市财政收入增速较快，当年实现一般公共预算收入 7,771.8 亿元，较上年增长 10.3%，其中税收收入 6,606.7 亿元，一般公共预算收入占比 85.01%。2021 年政府性基金收入为 3,769.0 亿元，较上年增长 18.7%，土地市场热度不减。

财政支出方面，2021 年上海市一般公共预算支出为 8,430.9 亿元，同比增长 4.1%，政府性基金支出为 3,568.5 亿元，同比下降 3.5%。2021 年上海市财政平衡率为 92.18%，较上年增长 5.21 个百分点。

地方政府性债务方面，2021 年，经国务院批准，财政部核定上海市政府债务限额为 10,603.1 亿元，其中一般债务限额 4,639.5 亿元，专项债务限额

5,963.6 亿元；截至 2021 年底，上海市政府债务余额为 7,356.8 亿元，其中一般债务余额 3,120.3 亿元，专项债务余额 4,236.5 亿元，债务规模适度，风险总体可控。

表 1：上海市 2019~2021 年主要财政收支指标（亿元）

项目	2019	2020	2021
一般公共预算收入	7,165.1	7,046.3	7,771.8
其中：税收收入	6,216.3	5,841.9	6,606.7
政府性基金收入	2,418.1	3,175.0	3,769.0
一般公共预算支出	8,179.3	8,102.1	8,430.9
政府性基金支出	2,580.0	3,697.8	3,568.5
公共财政平衡率	87.60%	86.97%	92.18%

资料来源：上海市人民政府，中诚信国际整理

静安区凭借良好的区位优势，2021 年经济财政实力稳步提升，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 2：2021 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	15,353.00	10.00	1,173.70
黄浦区	2,902.40	--	267.03
闵行区	2,843.19	8.00	331.11
嘉定区	2,705.60	6.10	243.51
静安区	2,565.43	6.20	278.48
徐汇区	--	--	220.54
杨浦区	--	--	143.01
长宁区	1,826.52	11.20	150.33
松江区	1,750.00	--	250.10
宝山区	1,725.56	6.50	172.90
青浦区	1,317.25	6.10	231.10
奉贤区	1,300.00	9.00	220.80

普陀区	1,226.49	4.80	125.56
虹口区	1,200.00	--	155.23
金山区	1,182.78	7.50	134.32
崇明区	409.72	4.00	146.05

注：部分区域暂未公布 2021 年 GDP 及 GDP 增速数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2021 年静安区经济实力稳步提升，根据初步核算结果，静安区当年全区实现地区生产总值 2,565.43 亿元，较上年增长 6.2%。实现全社会固定资产投资同比增长 12%。

财政实力方面，2021 年，静安区全年实现一般公共预算收入 278.48 亿元，同比增速 11.33%。2021 年税收收入占比 88.91%，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。2021 年政府性基金收入 238.24 亿元，主要系灵石社区 N070403 单元 095a-02、095b-01 地块，南京西路街道南西社区 C050401 单元 115-02、03、06、08 地块等土地出让价款收入及补缴的土地价款收入。

财政支出方面，2021 年，静安区完成一般公共预算支出 292.71 亿元，较上年同比减少 1.01%。2021 年政府性基金支出 196.69 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。2021 年静安区公共财政平衡率 95.14%，较上年提升 10.55 个百分点，财政自给能力有所提高。

地方政府性债务方面，截至 2021 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 3：2019~2021 年静安区主要财政收支指标（亿元）

项目	2019	2020	2021
一般公共预算收入	247.63	250.14	278.48
其中：税收收入	225.46	218.68	247.59
政府性基金收入	112.72	108.49	238.24
一般公共预算支出	297.54	295.70	292.71
政府性基金支出	266.46	132.74	196.69
公共财政平衡率	83.23%	84.59%	95.14%

资料来源：静安区人民政府，中诚信国际整理

跟踪期内，公司产权结构与公司治理结构维持不变

跟踪期内，公司产权结构未发生变动；截至目前，公司唯一股东及实际控制人仍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”）。跟踪期内，公司治理结构未发生变化，公司组织结构完善，内部管理制度健全，日常经营正常运转。

公司物业区位条件良好，物业品质较高，出租情况良好，业务前景较好；跟踪期内，公司通过股权收购使得可供租赁物业规模同比增长，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

公司积极打造新静安大宁区域运营建设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、大宁中环广场、大宁人才公寓等多个商业项目，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 2022 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、君庭广场、启迪大厦、华清大厦 10 个项目。其中，2020 年 12 月，公司以 8.17 亿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广场项目。2021 年 7 月，公司以 3.87 亿元受让启迪控股股份有限公司持有的上海多媒体谷投资有限公司（以下简称“多媒体谷”）50% 股权，至此公司合计持有多媒体谷 100% 股权，从而获得其已投资建成的启迪大厦项目和华清大厦项目。

表 4：截至 2022 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	2019 年租金收入	2020 年租金收入	2021 年租金收入	2022 年 1-3 月租金收入
大宁音乐广场	11.74	6.79	89.10%	5.00	1.12	0.82	1.11	0.30
大宁中心广场二期	6.38	5.21	99.31%	4.82	1.10	1.05	1.23	0.20
大宁中心广场三期	15.91	6.57	98.67%	3.51	0.31	0.37	0.25	0.05
大宁人才公寓	3.83	3.11	89.32%	2.95	0.10	0.19	0.28	0.07
大宁中心广场四期	7.55	4.81	52.81%	4.54	0.10	0.20	0.26	0.04
大宁星光耀广场	3.16	2.15	100.00%	4.13	0.30	0.18	0.29	0.07
大宁中环广场	7.16	3.69	40.42%	3.82	-	-	0.18	0.05
君庭项目	5.18	2.80	71.87%	2.90	-	0.02	0.24	0.03
启迪大厦	2.68	2.32	82.31%	4.37	-	-	0.10	0.07
华清大厦	2.12	1.90	71.97%	4.30	-	-	0.09	0.05
合计	65.71	39.35	-	-	3.03	2.83	4.03	0.93

注：因公司统计口径调整，上表中部分物业建筑面积及可租面积有所调整；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 105 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 2022 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89.10%,日租金平均为5.00元/平方米/天。2021年及2022年1~3月,分别实现租金收入1.11亿元和0.30亿元,其中,2021年同比增长35.37%。

表 5: 截至 2022 年 3 月末大宁中心广场一期前五大租户情况 (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	2015/11/30-2036/6/30	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	289.33
合计	-	24,567.94	3,792.20

注:公司租赁合同期限较长,合同一般约定租赁期内租金按租约年递增,此处及以下其他物业资产前五大租户表中的年租金均为报告期末所在租约年区间的对应年租金。

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

大宁中心广场二期是环上大国际影视园区的核心区域,整体布局主要包括创意办公区域、商业区域等,于2011年10月开展招商工作,可租面积5.21万平方米,运营较为稳定。目前已有金佰利、京瓷、飞利浦等世界500强企业及环上大宁影视园区入驻,截至2022年3月末项目出租率达到99.31%,平均租期为三年,租金方式多为按年、半年、季度或月支付,大多为按月支付,月度租金押一付三,平均日租金4.82元/平方米。2021年及2022年1~3月,分别实现租金收入1.23亿元和0.20亿元,其中,2021年同比增长17.14%。

表 6: 截至 2022 年 3 月末大宁中心广场二期前五大租户情况 (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	2020.2.29-2022.10.31	6,797.21	930.36
	2018.11.1-2022.10.31	5,163.34	716.15
	2021.4.1-2024.3.31	3,278.34	598.29

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	2018.7.16-2024.7.15	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	-	32,706.07	4,552.33

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

大宁中心广场三期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月公司将大宁中心广场三期全部资产购入(含土地及地上构筑物),且截至2022年3月末,大宁广场三期出租率98.67%,平均租金为3.51元/平方米/天,租金收入自2020年9月起全部归公司所有。2021年及2022年1~3月,大宁中心广场三期分别实现租金收入0.25亿元和0.05亿元,其中,2021年同比减少32.43%,主要系根据新的会计准则,该项目部分租户的租金收入改为净额法计算所致。

大宁人才公寓项目方面,截至2022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、红枫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3.83万平方米(可出租面积3.11万平方米)。截至2022年3月末,整体出租率约为89.32%,平均租金为2.95元/平方米/天。2021年及2022年1~3月,分别实现租赁收入0.28亿元和0.07亿元,其中,2021年同比增长47.37%。

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7.55万平方米,可租面积4.81万平米。截至2022

年3月末，该项目共引进上海信谊医药有限公司、上海医药进出口有限公司、舒勒（中国）锻压技术有限公司等商户入驻，出租率为52.81%，平均租金为4.54元/平方米/天。2021年及2022年1~3月，分别实现租赁收入0.26亿元和0.04亿元，其中，2021年同比增长30.00%。

表7：截至2022年3月末大宁中心广场四期主要租户情况（平方米、万元）

承租方	合同期限	出租面积	年租金
上海医药进出口有限公司	2020.12.01-2024.07.31	3,022.83	446.85
舒勒（中国）锻压技术有限公司	2020.11.16-2028.11.15	2,418.45	361.92
上海信谊联合医药药材有限公司	2020.4.1-2024.7.31	1,819.65	268.99
上海医药集团信谊洋浦有限公司上海分公司	2020.4.1-2024.7.31	1,819.65	268.99
上海信谊医药有限公司	2020.4.1-2024.7.31	1,819.65	268.99
上海信谊天一药业有限公司	2020.4.1-2024.7.31	1,819.65	268.99
合计	-	12,719.88	1,884.73

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

大宁中环广场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7.16万平方米，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年开始产生租赁收入，主要是上海佰正居企业发展有限公司和悠裕（上海）食品科技有限公司入驻。截至2022年3月末，大宁中环广场出租率为40.42%，平均租金为3.82元/平方米/天。2021年及2022年1~3月，分别实现租赁收入0.18亿元和0.05亿元。

表8：截至2022年3月末公司大宁中环广场主要租户的出租情况表（平方米、万元）

承租方	租赁起止期	出租面积	年租金
-----	-------	------	-----

上海佰正居企业发展有限公司	2020/12/1-2036/11/30	13,065.92	416.54
悠裕（上海）食品科技有限公司	2021/7/1-2026/6/30	1,834.11	361.56
合计	-	14,900.03	778.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。2021年及2022年1~3月，星光耀项目分别实现租赁收入0.29亿元和0.07亿元，其中，2021年同比增长61.11%。

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2.15万平方米，总建筑面积5.18万平方米，可租面积2.80万平方米。项目主要由商业综合体运营产生收益，主要有上海粤鲜餐饮管理有限公司、上海睿儒娱乐有限公司、上海柏艾企业管理有限公司等公司入驻。截至2022年3月末，君庭项目出租率为71.87%，平均日租金2.90元/平方米。2021年及2022年1~3月，分别实现租赁收入0.24亿元和0.03亿元。

表9：截至2022年3月末公司君庭广场前五大租户的出租情况表（平方米、万元）

承租方	租赁起止期	出租面积	年租金
上海睿儒娱乐有限公司	2020/5/10-2030/5/9	3,961.92	405.09
上海柏艾企业管理有限公司	2021/6/1-2031/5/31	4,588.68	309.80
上海派威健身管理有限公司	2016/7/27-2026/7/26	2,286.16	187.99
上海粤鲜餐饮管理有限公司	2017/8/4-2023/8/3	1,414.58	170.90
上海荟彩阁餐饮有	2017/9/1-	1,094.70	164.71

限公司	2023/9/12		
合计	-	13,346.04	1,238.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

启迪大厦和华清大厦均位于静安区广中西路777弄，南临大宁灵石公园，东靠上海城区中轴线—南北高架，西近沪太路，是上海多媒体谷二期工程的重要项目。其中，启迪大厦建筑面积26,840.37平方米、可租面积23,159.05平方米，项目主要由商业综合体运营产生收益，截至2022年3月末，主要有埃森哲（中国）有限公司、建信人寿保险有限公司等公司入驻，出租率达82.31%，2021年下半年及2022年1~3月，分别实现租赁收入0.10亿元和0.07亿元。华清大厦建筑面积21,162.07平方米、可租面积18,988.00平方米，大厦为5A甲级写字楼，项目主要由商业综合体运营产生收益，截至2022年3月末，主要有埃森哲（中国）有限公司、迪堡金融设备有限公司等入驻，出租率达71.97%，2021年下半年及2022年1~3月，分别实现租赁收入0.09亿元和0.05亿元。

表 10：截至 2022 年 3 月末公司启迪大厦前五大租户的出租情况表（平方米、万元）

承租方	租赁起止期	出租面积	年租金
埃森哲（中国）有限公司	2020.10.11-2025.10.10	4,858.98	715.32
建信人寿保险有限公司上海分公司	2019.12.1-2022.11.30	1,608.62	252.47
阳光财产保险股份有限公司上海市分公司	2019.6.1-2022.5.31	1,619.66	226.62
爱玛客服务产业（中国）有限公司上海第一分公司	2019.9.1-2022.8.31	840.52	147.26
苏州西门子电器有限公司上海分公司	2019.11.16-2022.11.15	1,042.21	118.69
合计	-	9,969.99	1,460.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 11：截至 2022 年 3 月末公司华清大厦前五大租户的出租情况表（平方米、万元）

承租方	租赁起止期	出租面积	年租金
埃森哲（中国）有限公司	2020.9.1-2025.10.10	4,870.44	599.78
迪堡金融设备有限公司	2020.1.1-2022.12.31	1,563.67	212.18

¹ 原名晋元北项目。

上海盛宙实业有限公司	2020.12.29-2023.12.28	1,217.61	177.77
北京金道天成信息系统有限公司上海分公司	2021.10.1-2024.9.30	708.79	113.06
晶珂实业（上海）有限公司	2019.5.1-2022.4.30	708.04	108.54
合计	-	9,068.55	1,211.33

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目情况，目前公司在建项目系天目社区项目¹和大宁中心广场五期项目（地下空间）。其中，天目社区项目位于上海市静安区东至规划充外路，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26,641.93平方米。其中地上建筑面积约17,324.69平方米，地下建筑面积约8,968.23平方米，由1#楼25层塔楼及2#楼9层板楼组成，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2023年竣工，预计总投13.99亿元（其中土地款9.53亿元，相关税金0.29亿元），截至2022年3月末已投资11.18亿元。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，建设完成后拟用于对外出租。该项目规划总投资14.20亿元，截至2022年3月末已投资0.86亿元。

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；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。2021 年及 2022 年 1~3 月公司其他商务服务收入分别为 591.52 万元和 45.77 万元。

跟踪期内，公司动迁规模及收入大幅增长，但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，补偿标准或是根据房屋面积就地补偿相同面积的土地；或是根据房屋面积并参考同区域房屋市场价确定补偿金额。由于公司存量老旧房产中部分房产产权和使用权分离，公司只拥有使用权（无期限限制）或产权，故公司在收到补偿款后会按照产权方 20%、使用权方 80% 的比重分配补偿款。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。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司动迁地块数量分别为 29 处和 1 处，动迁的建筑面积分别为 10,480.08 平方米和 92.52 平方米，取得的收入分别为 3.93 亿元和 0.09 亿元。2021 年，政府集中规划了几个片区的旧区改造工作，故当年公司动迁数量大幅增长，当年动迁收入较上年增长 95.52%。

表 12：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司旧区动迁情况（处、平方米、亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
动迁数量	8	6	29	1
建筑面积	6,922.79	4,668.74	10,480.08	92.52
动迁补偿	3.12	2.01	3.93	0.09

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，受处置进度的影响，公司网点经营业务收入规模较上年降幅较大，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，其中，亦包括部分产权和使用权分离的房产。对于公司仅拥有使用权（无期限限制）的房产需通过拍卖或出租的方式实现收益。近年来，公司陆续对旧物业进行处置。

旧物业拍卖方面，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，近年来进行拍卖的主要是仅有使用权的房产，对象主要是企业用户；2021 年以来，公司计划开始安排对拥有产权的房产进行拍卖，整体上，可用于拍卖的存量房产有限。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。2021 年公司拍卖旧物业较少，共拍卖 1 处旧房产，实现拍卖收入 49.11 万元，较上年度大幅下降。2022 年 1~3 月，公司尚未实现旧物业拍卖收入。

表 13：近年来公司商业网点经营情况（处、平方米、万元）

项目名称	2019	2020	2021	2022.1~3
拍卖数量	6	7	1	0
建筑面积	1,448.38	3,825.02	19.51	0.00
处置收入	2,590.83	11,102.76	49.11	0.00

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 2022 年 3 月末，公司尚未处置的存量房产共 130 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 12.21 万平方米，出租率 90.30%，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。2021 年及 2022 年 1~3 月，分别实现旧物业出租收入 0.84 亿元和 0.16 亿元，2021 年收入较上年增长 31.25%。同期，公司分别实现代收代付的旧物业水电费等收入分别为 222.46 万元和 60.48 万元。

2021 年，公司收购多媒体谷后，基于项目管理方面的考虑，出售其持有的位于上海市外（如无锡等）城市的商铺等房产，同时，在静安区政府的协调下，出售小部分非核心自有的商业综合体，当年确认营业收入 2.14 亿元。

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 2019 年度审计报告、经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年度审计报告以及公司提供的未经审计的 2022 年 1~3 月财务报表。其中，2019 年、2021 年及 2022 年一季度数据均为各期报告期末数，2020 年数据为 2021 年度审计报告期初数。公司各期财务报告及报表均按照新会计准则编制，均为合并口径。

跟踪期内，公司新增部分租赁物业，同时出售部分商业综合体，加之政府旧城改造规划的影响，公司营业总收入较上年大幅增长，但毛利率相对有所下降，同时逐渐增加的期间费用使公司经营性业务盈利状况较差，经营性业务利润对政府补贴的依赖度仍较大

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，2021 年，公司营业总收入为 12.21 亿元，较上年大幅增长 71.63%。分业务板块来看，商业服务方面，随着新收购的经营性物业投入使用及物业出租率的增长，2021 年，公司实现商业服务收入 4.92 亿元，较上年增长 56.69%；旧区改造业务受政府规划影响较大，2021 年，政府集中规划了几个片区的旧区改造工作，故当年公司动迁数量大幅增长，当年实现动迁收入 3.93 亿元，较上年增长 95.52%；网点经营业务收入规模受处置进度的影响较大，2021 年实现收入 0.87 亿元，较上年大幅下降；同期，公司出售多媒体谷持有的位于上海市外城市的商铺等房产及小部分非核心自有的商业综合体，实现营业收入 2.14 亿元。2022 年 1~3 月，公司实现营业总收入 1.44 亿元，主要来自于商业服务收入的 1.17 亿元。

毛利率方面，2021 年，公司的营业毛利率为 56.96%，较上年下降 9.53 个百分点，主要系受旧城改造毛利率大幅下降和商业综合体销售毛利率较低影响。分板块来看，随着新收购的经营性物业投入使用及物业出租率的增长，2021 年，公司商业服务业务毛利率大幅上升 12.43 个百分点为 74.99%；由于不同房源的动迁收入及其入账成本不同，故公司旧区改造业务毛利率亦会呈现较大波动，2021 年，该业务毛利率为 44.68%，较上年大幅下降 35.69 个百分点，主要系当年动迁的大宁中环广场 2 号楼毛利率为 7.38%，拉低了旧城改造业务的整体毛利率；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，2021 年毛利率为 73.04%，较上年增加 11.71 个百分点；2021 年，公司商业综合体销售毛利率为 35.53%，相对拉低了公

司整体毛利率水平。2022年1~3月，公司各业务板块毛利率均有所增长，整体营业毛利率为79.98%，较2021年增长23.02个百分点。

表 14：2021 年及 2022 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

业务名称	2019		2020		2021		2022.1~3	
	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	3.37	55.50	3.14	62.56	4.92	74.99	1.17	82.76
旧城改造收入	3.12	72.34	2.01	80.37	3.93	44.68	0.09	52.57
网点经营收入	0.84	45.40	1.77	61.33	0.87	73.04	0.16	75.79
工程施工收入	-	-	0.05	3.11	0.004	100.00	0.00	0.00
商业综合体销售收入	-	-	-	-	2.14	35.53	0.00	0.00
其他业务	0.13	15.88	0.15	44.16	0.35	32.53	0.02	77.38
合计	7.45	60.70	7.12	66.49	12.22	56.96	1.45	79.98

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，跟踪期内呈持续增长趋势，2021年及2022年1~3月，期间费用分别为7.91亿元和1.99亿元。其中，管理费用主要系日常支出及员工薪酬，同期分别为1.87亿元和0.52亿元，其中2021年较上年增长11.31%；同期财务费用分别为5.85亿元和1.45亿元，其中2021年较上年增长15.16%，主要系总债务规模增加同时部分项目于当年完工相关利息不再资本化所致。2021年及2022年1~3月，公司期间费用率分别为64.69%和137.43%，其中2021年较上年大幅下降，但2022年1~3月较上年大幅增长，整体来看，期间费用对利润仍产生了较大吞噬。

表 15：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	0.33	0.27	0.19	0.02
管理费用	1.66	1.68	1.87	0.52
研发费用	-	-	-	-
财务费用	3.83	5.08	5.85	1.45
期间费用合计	5.82	7.03	7.91	1.99
营业总收入	7.45	7.12	12.22	1.45
期间费用率	78.04	98.64	64.69	137.43
利润总额	0.98	0.42	0.96	-0.55
公允价值变动损益	0.55	0.23	0.48	-
投资收益	0.52	1.49	0.34	0.12
经营性业务利润	0.33	-1.28	0.29	-0.64
其中：其他收益	1.78	1.54	1.94	0.24

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业

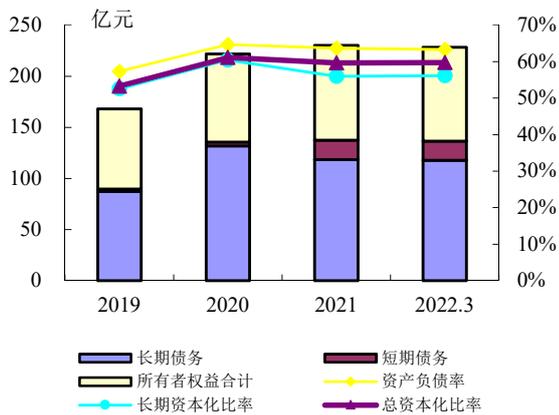
务利润、公允价值变动收益及投资收益构成。2021年及2022年1~3月，公司利润总额分别为0.96亿元和-0.55亿元，其中，2021年较上年大幅增长，但整体规模仍较小。由于期间费用规模较大，公司经营业务利润表现较差，同期分别为0.29亿元和-0.64亿元，其中，其他收益分别为1.94亿元和0.24亿元，以区政府给予的招商引资扶持资金为主。2021年及2022年1~3月，公司公允价值变动收益分别为0.48亿元和0.00亿元，主要是投资性房地产按公允价值计量而增加的收益；同期，公司投资收益分别为0.34亿元和0.12亿元，主要由公司购买固定收益类保本理财产品以及所持有的长期股权投资产生，由于2020年公司处置持有的上海银行股权，导致当年投资收益规模较大，故2021年投资收益相对上年大幅下降。

随着项目建设的推进及新资产的购入，跟踪期内，公司资产及债务规模均有所增长，公司资产主要以投资性房地产为主，具有一定的收益性，但公司财务杠杆比率整体较高

跟踪期内，随着在建项目的推进及公司自主购入资产，公司资产规模整体呈上升趋势，2021年末及2022年3月末，公司资产总额分别为255.58亿元和251.00亿元，其中，2021年末较上年末增长4.81%。同期末，公司负债总额分别为162.70亿元和159.04亿元，负债规模呈波动趋势，其中2021

年末较上年末增长 2.73%。2021 年末及 2022 年 3 月末,公司所有者权益分别为 92.89 亿元和 91.96 亿元,其中 2021 年末较上年末增长 8.66%,主要由实收资本、其他权益工具、资本公积和其他综合收益构成。跟踪期内,公司实收资本、资本公积和其他综合收益变动均不大,所有者权益变动主要受其他权益工具规模变动影响。同期末,公司实收资本均为 30.00 亿元;公司资本公积均为 11.82 亿元;其他综合收益分别为 21.95 亿元和 21.83 亿元。同期末,公司其他权益工具分别为 9.91 亿元和 15.88 亿元,系公司于 2020 年 6 月 18 日发行的规模为 10.00 亿元的可续期公司债及于 2021 年 3 月 8 日发行的规模为 6.00 亿元的可续期公司债。

图 1: 2019~2021 年末及 2022 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,跟踪期内,公司财务杠杆水平有所下降,2021 年末及 2022 年 3 月末,公司资产负债率分别为 63.66%和 63.36%,总资本化比率分别为 59.68%和 59.76%,其中,2021 年末较上年分别下降 1.29 个百分点和 1.67 个百分点。若除去所有者权益中的其他权益工具,则 2022 年末及 2022 年 3 月末,公司资产负债率将分别为 67.53%和 69.69%。整体来看,公司财务杠杆比率较高。

从资产构成来看,公司资产以非流动资产为主,2021 年末及 2022 年 3 月末公司非流动资产分别为 174.44 亿元和 174.04 亿元,其中,2021 年末较上年同比增长 6.40%,占总资产的比重分别为

68.25%和 69.34%,其中,2021 年末同比增长 1.02 个百分点。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,2021 年末及 2022 年 3 月末公司以公允价值模式计量的投资性房地产分别为 148.16 亿元和 147.88 亿元,主要系公司对外出租的房屋建筑物。其中,2021 年增幅为 8.42%,主要系当年公司将多媒体谷纳入合并范围,新增部分租赁资产所致;同期末,公司固定资产分别为 15.13 亿元和 15.08 亿元,主要系房屋建筑物及其土地,跟踪期内因折旧影响规模呈小幅下降趋势。

2021 年末及 2022 年 3 月末,公司流动资产分别为 81.14 亿元和 76.96 亿元,规模呈现波动,占总资产的比重分别为 31.75%和 30.66%。公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、其他应收款和存货构成。2021 年末及 2022 年 3 月末,公司货币资金分别为 20.41 亿元和 25.21 亿元,主要系银行存款,其中,2021 年末较上年大幅下降 22.16%,主要系公司利用闲置资金购买短期保本理财所致。截至 2022 年 3 月末,货币资金无受限情况;同期末,公司交易性金融资产分别为 16.95 亿元和 9.70 亿元,主要系从“其他流动资产”重分类至“交易性金融资产”的短期理财产品 and 新增购买的短期保本理财;同期末,其他应收款余额分别为 21.30 亿元和 21.02 亿元,其中 2021 年末同比增长 4.16%,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 60.09%,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,该部分款项预计将在未来 5-7 年内逐步收回,对公司资金形成一定占用;同期末,公司存货分别为 15.78 亿元和 15.81 亿元,主要系公司在开发的天目社区项目和大宁中心广场五期项目(地下空间)的成本投入,其中,2021 年末同比增长 6.05%。

表 16: 近年来公司资产主要构成(亿元)

科目	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	8.28	26.22	20.41	25.21

交易性金融资产	-	-	16.95	9.70
其他应收款	18.42	20.45	21.30	21.02
存货	9.53	14.88	15.78	15.81
投资性房地产	99.93	136.65	148.16	147.88
固定资产	15.49	15.34	15.13	15.08
资产合计	184.18	243.85	255.58	251.00

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。2021年末及2022年3月末，公司非流动负债分别为130.43亿元和130.07亿元，其中，2021年末同比下降7.79%，占总负债的比重分别为80.16%和81.79%，其中，2021年末同比下降9.14个百分点，主要由应付债券和长期借款构成。同期末，公司长期借款余额分别为58.50亿元和58.16亿元，主要系银行的抵押、质押及保证借款。其中，2021年末同比下降7.45%，主要系跟踪期内公司偿还部分借款同时部分借款临近到期转入一年内到期的非流动负债所致。截至2021年末，长期借款期限为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59.75亿元和59.74亿元，主要系公司近年来陆续发行的中期票据、公司债等。其中，2021年末同比下降12.99%，主要系“17大宁01”和“17沪宁01”临近到期或面临行权转入一年内到期的非流动负债所致。

表 17：截至 2022 年 3 月末公司存续债券情况（亿元）

债券名称	发行时间	期限	债券余额
16 沪宁 01	2016-10-18	7 年	11.96
17 沪宁 01	2017-07-21	7 年	7.96
17 大宁 01	2017-10-31	5 年	5.99
18 大宁 02	2018-06-25	5 年	7.98
19 大宁 MTN001	2019-11-27	5 年	1.00
20 大宁 01	2020-01-14	7 年	9.91
20 大宁 MTN001	2020-03-17	5 年	5.99
20 大宁 MTN002	2020-04-29	5 年	4.99
20 大宁 02	2020-09-14	7 年	0.99
21 大宁 MTN001	2021-03-09	5 年	6.99
21 大宁 01	2021-04-06	7 年	4.97
21 大宁 02	2021-10-12	7 年	4.97
合计	-	-	73.70

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

公司流动负债随着长期借款和应付债券临近

到期而大幅增长，2021年末及2022年3月末，公司流动负债分别为32.27亿元和28.96亿元，占负债总额的比重分别为19.84%和18.21%，公司流动负债主要系由应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。同期末，公司应付账款分别为3.23亿元和3.05亿元，其中，2021年末较上年末下降23.10%，主要系当期公司支付了部分工程款所致。截至2021年末，公司应付账款应付上海君业投资有限公司的资产购置款及应付上海八润建筑工程有限公司、上海建工集团股份有限公司等公司的工程款；同期末，公司其他应付款余额分别为6.34亿元和7.37亿元，其中，2021年末较上年末增长7.47%，主要系应付暂借款增加所致。截至2021年末，公司其他应付款主要系应付暂借款1.57亿元、押金保证金1.54亿元、应付政府扶持金1.00亿元以及与上海市闸北区商业网点管理办公室和上海市闸北区商业生活服务公司等单位的往来款；同期末，公司一年内到期的非流动负债分别为19.26亿元和18.68亿元，2021年度规模大幅增长，主要系临近到期的长期借款和应付债券。

表 18：近年来公司负债及所有者权益主要构成（亿元）

科目	2019	2020	2021	2022.3
应付账款	0.68	4.20	3.23	3.05
其他应付款	5.12	5.90	6.34	7.37
一年内到期的非流动负债	2.55	3.81	19.26	18.68
长期借款	40.36	63.21	58.50	58.16
应付债券	46.72	68.67	59.75	59.74
负债合计	105.60	158.37	162.70	159.04
实收资本	30.00	30.00	30.00	30.00
其他权益工具	-	9.91	15.88	15.88
资本公积	10.63	11.45	11.82	11.82
其他综合收益	23.13	21.73	21.95	21.83
所有者权益合计	78.58	85.48	92.89	91.96

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司总债务规模小幅增长，2021年末及2022年3月末，公司总债务分别为137.51亿元和136.57亿元，其中，2021年末较上年末增长1.34%。从债务结构来看，公司有息债务仍以长期债务为主，同期末，公司长期债务分别为118.25亿元和117.89亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为0.16倍和0.16倍，整体看，公司以长期债务为主的

债务结构较为合理。

公司受限资产规模较大，但自身经营保持了一定的获现能力，对债务利息的偿还具备保障能力，且跟踪期内，经营性现金流和 EBITDA 对债务本息的保障程度均有所增强，同时，公司债务期限结构维持在合理水平，且拥有一定备用流动性，对整体偿债能力提供一定支持

经营活动现金流方面，2021 年及 2022 年 1~3 月，公司经营活动净现金流分别为 8.70 亿元和 0.55 亿元，其中，2021 年度较上年度大幅增长，主要系当年销售商品、提供劳务收到的现金增长较多所致。现金流指标方面，跟踪期内，公司经营性现金流对债务本息的保障程度均有所提高，但对债务本金的覆盖能力仍较差，2021 年及 2022 年 1~3 月，公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.06 倍和 0.02 倍，经营活动净现金流/利息支出分别为 1.34 倍和 0.37 倍，其中，2021 年较上年分别增长 0.057 倍和 1.28 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，近年来债务规模的增长导致利息支出规模随之增加，跟踪期内，公司 EBITDA 持续走高，2021 年，公司 EBITDA 为 7.51 亿元，较上年增长 12.29%。偿债指标方面，2021 年，公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 18.31 倍和 1.16 倍，较上年分别增长 1.98 倍和 0.12 倍，公司 EBITDA 对债务本金的覆盖水平不足，但对利息的覆盖程度尚可，且跟踪期内 EBITDA 对债务本息的保障程度均有所增强。

表 19：近年来公司偿债能力分析

	2019	2020	2021	2022.3
短期债务（亿元）	2.55	3.81	19.26	18.68
长期债务（亿元）	87.07	131.88	118.25	117.89
总债务（亿元）	89.62	135.69	137.51	136.57
货币资金/短期债务（X）	3.25	6.89	1.06	1.35
EBITDA/短期债务（X）	1.94	1.76	0.39	-
经营活动净现金流（亿元）	-3.24	0.37	8.70	0.55
经营活动净现金流/总债务	-0.04	0.003	0.06	0.02*

² 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

(X)				
经营活动净现金流/利息支出（X）	-0.71	0.06	1.34	0.37
EBITDA（亿元）	4.95	6.69	7.51	-
总债务/EBITDA（X）	18.10	20.29	18.31	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.08	1.04	1.16	-

注：EBITDA 剔除公允价值变动损益；*指标经过年化处理。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

债务到期分布方面，截至 2022 年 3 月末，公司有息债务余额为 136.57 亿元。其中，2022 年 4~12 月、2023 年~2027 年及以后到期的债务规模分别为 18.68 亿元、33.52 亿元、8.49 亿元、29.04 亿元、25.67 亿元和 21.17 亿元，分布较为均匀，考虑到公司备用流动性及融资渠道较畅通，公司偿债压力可控。

表 20：截至 2022 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

到期年份	2022 年 4-12 月	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年及 以后
到期债务	18.68	33.52	8.49	29.04	25.67	21.17

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 2022 年 3 月末，公司合并口径取得各银行授信总额 123.31 亿元，已使用额度为 62.84 亿元，其中尚未使用 60.47 亿元，备用流动性充足。

受限资产方面，截至 2022 年 3 月末，公司投资性房地产、存货因抵押借款而受限，受限规模合计 129.80 亿元，占期末总资产的比重为 51.71%。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 2022 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 2.17%，被担保人为西藏城市发展投资股份有限公司²（股票代码：600773.SH），公司对外担保规模较小。

截至 2022 年 3 月末，公司暂无对公司财务状

要从事业务为房地产开发、旧区改造、保障性住房建设。

况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生重大不利影响的未决诉讼或仲裁事项。

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，截至 2022 年 5 月 25 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，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静安区政府的大力支持

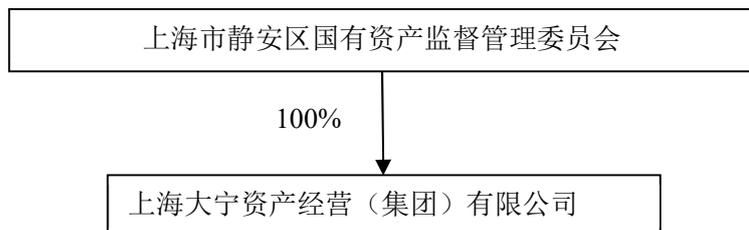
作为静安区“一轴三带”发展战略中环南翼的建设主体，公司主要承担了大宁区域城市建设运营商的业务职能。目前，公司在大宁地区重点开发结合商务、休闲、生态的大型城市综合体，职能明确，业务开展较有保障。

2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别获得政府补助等计入其他收益 1.94 亿元和 0.24 亿元。

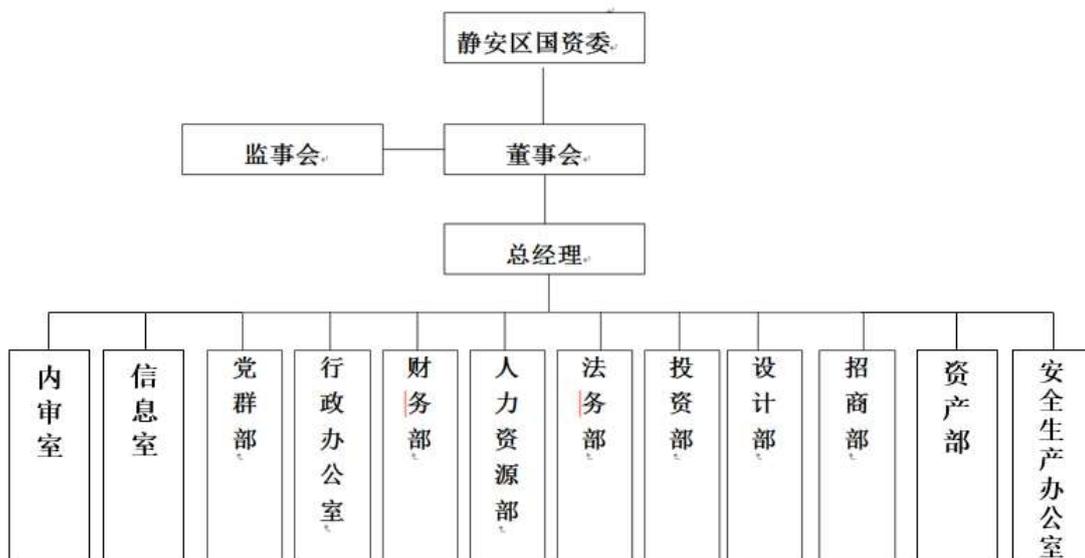
评级结论

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”、“21 大宁 01”和“21 大宁 02”的债项信用等级为 **AA+**。

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 2022 年 3 月末）



全称	注册资本（万元）	持股比例（%）
上海大宁广荣投资有限公司	65,400.00	50.00
上海宁嘉房地产开发有限公司	39,000.00	100.00
上海君庭置业有限公司	31,000.00	100.00
上海金贸实业有限公司	12,770.00	100.00
上海大宁绿地开发建设有限公司	10,000.00	100.00
上海宁销商业管理有限公司	10,000.00	100.00
上海宁音企业管理有限公司	10,000.00	100.00
上海大宁建设投资管理有限公司	9,000.00	100.00
上海大宁商业投资有限公司	5,000.00	100.00
上海市闸北区商业资产经营有限公司	3,000.00	100.00
清宁（上海）资本管理有限公司	2,000.00	53.00
上海闸北安居房产开发有限公司	559.09	100.00
上海雷勃贸易有限公司	466.46	100.00
上海宁臻商业管理有限公司	100.00	100.00
上海宁耀商业管理有限公司	100.00	100.00
上海宁立商业管理有限公司	100.00	100.00
上海宁坚商业管理有限公司	100.00	100.00
上海宁月商业管理有限公司	100.00	100.00
上海宁净商业管理有限公司	100.00	100.00
上海宁万商业管理有限公司	100.00	100.00
上海宁礼商业管理有限公司	100.00	100.00
上海宁纯商业管理有限公司	100.00	100.00
上海宁羿商业管理有限公司	100.00	100.00
上海宁未商业管理有限公司	100.00	100.00



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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	82,804.08	262,186.26	204,111.06	252,079.83
应收账款	8,813.43	54,591.80	52,485.51	50,569.10
其他应收款	184,187.65	204,509.04	213,009.79	210,217.18
存货	95,327.05	148,833.27	157,801.16	158,135.07
长期投资	71,375.42	57,389.30	33,638.00	33,638.00
在建工程	138,181.16	5,517.27	8,666.77	8,668.49
无形资产	12,687.24	13,085.14	13,161.34	13,300.37
总资产	1,841,755.21	2,438,511.07	2,555,825.49	2,509,974.49
其他应付款	51,159.07	77,734.44	81,157.11	73,702.89
短期债务	25,494.69	38,068.93	192,574.00	186,800.32
长期债务	870,739.03	1,318,790.54	1,182,482.78	1,178,936.99
总债务	896,233.72	1,356,859.47	1,375,056.79	1,365,737.31
总负债	1,056,000.71	1,583,683.20	1,626,974.75	1,590,368.38
费用化利息支出	39,537.78	59,261.73	64,255.70	15,000.98
资本化利息支出	6,139.22	5,014.25	491.31	128.10
实收资本	300,000.00	300,000.00	300,000.00	300,000.00
少数股东权益	50,779.59	25,626.90	36,585.24	35,870.29
所有者权益合计	785,754.50	854,827.87	928,850.73	919,606.11
营业总收入	74,520.19	71,241.08	122,238.17	14,457.27
经营性业务利润	3,311.09	-12,767.49	2,901.00	-6,362.21
投资收益	5,159.19	14,923.66	3,420.14	1,214.08
净利润	6,137.22	1,374.71	5,593.10	-5,458.32
EBIT	49,333.28	63,452.03	73,854.33	9,542.66
EBITDA	49,526.10	66,880.24	75,097.07	-
销售商品、提供劳务收到的现金	88,766.69	76,283.98	122,891.01	16,904.56
收到其他与经营活动有关的现金	48,308.71	401,556.65	216,481.98	2,576.83
购买商品、接受劳务支付的现金	103,820.80	32,805.06	23,802.98	4,769.64
支付其他与经营活动有关的现金	51,912.02	416,977.57	217,124.50	2,270.64
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	59,676.00	0.00
资本支出	22,631.98	257,468.70	18,818.51	3,758.71
经营活动产生现金净流量	-32,385.49	3,680.39	87,043.71	5,545.45
投资活动产生现金净流量	-1,846.49	-334,012.31	-132,309.94	72,712.99
筹资活动产生现金净流量	-43,797.26	509,714.10	-12,808.97	-30,289.67
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	60.70	66.49	56.99	79.34
期间费用率(%)	78.04	98.64	64.69	137.43
应收类款项/总资产(%)	10.48	10.63	10.88	10.89
收现比(X)	1.19	1.07	1.01	1.17
总资产收益率(%)	2.69	2.96	2.95	1.51*
资产负债率(%)	57.34	64.94	63.66	63.36
总资本化比率(%)	53.28	61.35	59.68	59.76
短期债务/总债务(X)	0.03	0.03	0.14	0.14
FFO/总债务(X)	0.05	0.04	0.08	0.02
FFO 利息倍数(X)	1.05	0.74	1.62	0.37
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-0.71	0.06	1.34	0.37
总债务/EBITDA(X)	18.10	20.29	18.31	-
EBITDA/短期债务(X)	1.94	1.76	0.39	-
货币资金/短期债务(X)	3.25	6.89	1.06	1.35
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.08	1.04	1.16	-

注：1、中诚信国际根据 2019 年及 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理；2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；3、.EBITDA 剔除公允价值变动损益；4、*指标经过年化处理。

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+租赁负债+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=股权投资+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。