

上海静安置业（集团）有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：邢 杰 jxing@ccxi.com.cn

项目组成员：孙 悦 ysun02@ccxi.com.cn

陈星宇 xychen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 6 月 29 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 and 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 2494 号

上海静安置业（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 静安置业 MTN001”、“21 静安置业 MTN001(权益出资)”、“21 静安置业 MTN002”和“21 静安 01”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

二零二二年六月二十九日

评级观点：中诚信国际维持上海静安置业（集团）有限公司（以下简称“静安置业”）的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“19 静安置业 MTN001”、“21 静安置业 MTN001(权益出资)”、“21 静安置业 MTN002”和“21 静安 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际肯定了区域经济实力较强，区位优势显著、公司战略地位较为突出且股东支持力度大以及较大的资产增值空间等因素对公司发展的积极作用。同时，中诚信国际关注到债务压力有所增大，同时面临一定的资金支出压力、收入规模及盈利能力波动较大等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

概况数据

静安置业（合并口径）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	78.58	72.14	117.26
所有者权益合计（亿元）	29.93	33.17	31.08
总负债（亿元）	48.65	38.97	86.18
总债务（亿元）	16.93	18.47	65.59
营业总收入（亿元）	10.16	14.64	8.77
经营性业务利润（亿元）	-0.35	4.13	-1.90
净利润（亿元）	0.64	3.31	-1.02
EBITDA（亿元）	2.41	6.60	2.19
经营活动净现金流（亿元）	-0.84	4.58	0.91
收现比(X)	0.95	0.67	0.93
营业毛利率(%)	25.70	48.53	18.45
应收类款项/总资产(%)	10.66	13.36	8.22
资产负债率(%)	61.91	54.02	73.49
总资本化比率(%)	36.14	35.76	67.85
总债务/EBITDA(X)	7.01	2.80	29.96
EBITDA 利息倍数(X)	3.13	9.10	1.14

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告整理；2、中诚信国际分析时将其他流动负债中的带息债务调整至短期债务、将长期应付款中的带息债务根据到期时间分别计入短期债务和长期债务。

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)

上海静安置业（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)*	0.22	6
	收现比(X)*	0.85	7
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.55	4
	受限资产/总资产的比重(X)	0.02	10
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	31.08	7
	总资本化比率(X)	0.68	6
	资产质量	8	8
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	6	6
打分结果			a ⁺
BCA			a ⁺
支持评级调整			3
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

■ **区域经济实力较强，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；2021 年，静安区实现地区生产总值 2,565.43 亿元，较上年增长 6.2%，较强的区域经济为公司发展提供了较好的外部条件。

■ **公司战略地位较为突出，且股东支持力度大。**公司在静安区的物业管理业务及动拆迁业务方面具有一定的垄断性。同时，政府还在政府补助等方面给予了一定的支持。

■ **较大的资产增值空间。**截至 2021 年末，公司投资性房地产为 75.43 亿元，大部分资产所处地理位置优越，稀缺性强，未来资产有较大的增值空间。

关 注

■ **债务压力有所增大，同时面临一定的资金支出压力。**2021 年公司新增张园城市更新项目，主要通过外部融资进行投资，截至 2021 年末总债务增长至 65.59 亿元，较上年末增加 47.12 亿元，债务压力有所增大；张园城市更新项目总投资 93.09 亿元，同期末尚需投资 44.19 亿元，公司面临一定的资金支出压力。

■ **收入规模及盈利能力波动较大。**2021 年，受政府动迁规划影响，公司未取得被动迁业务收入，营业收入由 2020 年的 14.64 亿元减少至 8.77 亿元，利润总额亦因此由正转负，公司收入及盈利能力受外部因素影响波动较大。

评级展望

中诚信国际认为，上海静安置业（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。**区域经济实力显著增强，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。**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

上海静安置业（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 静安置业 MTN002 (AA+)	2021/10/22 2021/10/22	邢杰、孙悦； 邢杰、孙悦	中诚信国际基础设施投融资评级方法 C250000 2019_02	阅读全文 阅读全文
AA+/稳定	19 静安置业 MTN001 (AA+) 21 静安置业 MTN001(权益出资) (AA+)	2021/05/20	邢杰、汤爱萍、 孙悦	中诚信国际基础设施投融资评级方法 C250000 2019_02	阅读全文
AA+/稳定	21 静安置业 MTN001(权益出资) (AA+)	2020/09/07	江林燕、钟晓南	中诚信国际基础设施投融资评级方法 C250000 2019_02	阅读全文
AA+/稳定	19 静安置业 MTN001 (AA+)	2019/08/09	郭静静、郭鑫	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000 2019_02	阅读全文

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(%)	营业收入总 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
静安置业	117.26	31.08	73.49	8.77	-1.02	0.91
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

注：“大宁资产”为“上海大宁资产经营（集团）有限公司”简称；“静安投资”为“上海静安投资（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
21 静安 01	AA+	AA+	2021/09/13	12.00	12.00	2021/09/27~2026/09/27	调整票面利率、回售
21 静安置业 MTN002	AA+	AA+	2021/10/22	8.00	8.00	2021/11/02~2024/11/02	--
21 静安置业 MTN001 (权益出资)	AA+	AA+	2021/05/20	7.00	7.00	2021/04/29~2024/04/29	--
19 静安置业 MTN001	AA+	AA+	2021/05/20	8.00	8.00	2019/10/22~2024/10/22	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

公司于 2021 年 9 月在上海证券交易所公开发行上海静安置业（集团）有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（“21 静安 01”），募集资金 12.0 亿元，扣除发行费用后拟全部用于偿还有息负债。截至 2022 年 4 月 30 日，公司将 1.88 亿元用于偿还银行贷款，约 10.08 亿元用于偿还融资租赁款，剩余 104.99 万元未使用，已使用募集资金的用途与募集说明书约定一致，使用合法合规。

宏观经济和政策环境

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，供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%。

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。

作为静安区唯一一家区属房管主体，公司跟踪期内继续承担静安区公房物业管理任务，物业管理面积基本保持稳定，收入小幅下降

公司定位于静安区唯一一家区属房管集团，承担了静安区约 661 万平方米（含直管公房管理面积约 150 万平方米，售后公房管理面积约 274 万平方米，商品房物业管理面积约 237 万平方米）房屋管理及物业管理。与此同时，公司积极拓展市场化物业管理业务，增加物业管理范围。目前，公司的物业管理业务分为公房物业管理及市场化物业管理。

2021 年，公司合并口径物业管理业务收入为 1.83 亿元，同比小幅下降 5.13%。

公房物业管理业务

公房物业管理业务主要由下属子公司上海静安置业物业管理有限公司（以下简称“静安物业”）负责运营。静安物业成立于 1994 年 4 月，主要经营范围为物业管理、停车库经营、代办动迁、室内装潢、水电安装等业务。

静安物业主要为上海市静安区公房的住户提供物业管理服务，公房是指管理的使用权房屋（直管公房）以及居民购买产权后的房产（称售后公房），针对直管公房，公司相关收入来源于收取租金和提供物业管理服务（含专项整治活动，如二次供水改造、消防简易喷淋改造、卫生间改造等活动）所收取的物业管理费、专项整治费及保安保洁费等；针对售后公房，公司收取一定的物业管理费。由于公房业务为民生服务业务，公房相关业务不以盈利为目的，公房的租金标准和物业管理费用标准均由房管局统一确定标准。其中，近三年售后公房物业管理费用的标准均为 0.80 元/平方米/月，直管公房租金的标准根据解放以来近 36 个相关文件确定，上海市房管部门会根据物价水平进行不定期的调整。公司向居民收取的租金、物业管理费、专项整治费及保安保洁费等，在财务报表中一并计入

“物业管理”收入科目。

2021 年末，公司在静安区直管公房管理面积 150 万平方米，较上年未发生变化；售后公房管理面积为 274 万平方米，较上年末减少 36 万平方米，主要系部分售后公房被动迁所致。2021 年，公司实现公房相关收入为 1.34 亿元，较 2020 年基本持平，包含直管公房租金 0.54 亿元，公房物业管理 0.81 亿元。

市场化物业管理业务

公司市场化物业管理业务主要由上海巨星物业管理有限公司（以下简称“巨星物业”）负责。巨星物业成立于 1996 年 11 月，具有 ISO9001 资格认证，主要从事的经营范围为物业管理、动拆迁服务、保洁服务及绿化养护等。

运作模式方面，巨星物业主要承接市场物业管理服务，并收取物业管理费以及停车费、电梯广告费、维修费等其他费用，收费标准参考市场价。2021 年末，巨星物业住宅小区物业管理面积 39.47 万平方米，政府办公楼物业管理面积 8.06 万平方米。综合来看，巨星物业运营情况稳定，截至 2021 年末，巨星物业市场化物业管理面积达 48.68 万平方米。2021 年，巨星物业实现市场化物业管理收入 2,547.28 万元，较上年变化不大。

表 4：截至 2021 年末巨星物业的市场化物业管理面积（平方米）

物业项目	2019	2020	2021
住宅小区	385,207.45	394,746.65	394,746.65
政府办公楼	70,299.17	69,219.17	80,570.00
商办房产	11,500.00	11,500.00	11,500.00
合计	467,006.62	475,465.82	486,816.65

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：2021 年巨星物业管理费及管理面积明细（元/平方米/月、平方米、万元）

物业名称	物业费	2021 年末物业管理面积	2021 年度物业管理费
人才大厦	1.58	21,059.00	82.88
月季园	1.58	73,000.00	18.17
银开小区	1.58	35,788.00	43.42
平安昌平	1.90	23,824.00	76.40
襄乐大厦	1.58	19,000.00	47.47
丽致公寓	2.15	20,016.00	69.29
教师公寓	1.35	65,605.80	76.17
中邮华祺	1.55/21.50	22,000.00	275.23
宝城公寓	2.15/1.60	9,539.20	19.32

茂名公寓	1.20	36,000.00	28.78
沪中新苑	1.58	75,914.65	135.52
石门二路文化中心	15.77	3,050.00	102.74
延安中路 789 号	30.07	-	-
常德路 370 号	23.85	26,700.00	489.76
置业集团	14.74	2,500.00	94.25
胶州路 300 号	34.93	13,016.00	84.87
基督教青年会	14.62	1,500.00	26.31
芷江街道	14.09	10,525.00	356.77
静安建筑	43.85	2,000.00	127.00
曹家渡街道	6.50	3,000.00	167.64
临汾街道	17.85	3,779.00	22.72
静安工人文化宫	26.71	4,000.00	137.95
静安工人体育馆	--	15,000.00	39.89
黄渡基地	--	--	24.73
合计	--	486,816.65	2,547.28

注：中邮华祺物业管理分为居民住宅及办公楼物业管理，居民住宅的物业管理价格较低。静安工人体育馆和黄渡基地按服务收费，不按具体面积和单价核算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年，公司没有直管公房或自有房产被动迁，动迁业务收入大幅下降

公司动迁业务分为主动动迁业务和被动动迁业务，该业务的收入主要为公司被动迁的直管公房补偿收入和下属子公司上海市静安第一房屋征收服务事务有限公司（以下简称“第一征收所”）受静安区人民政府的委托提供动迁劳务取得的收入。在上海旧区改造的整体布局下，静安区城市建设及旧区改造也将加快推进，为公司该业务提供了良好的发展环境。

业务模式方面：主动动迁业务是指，第一征收所受静安区政府委托提供动迁服务，对标的地块实施征收补偿工作，并就委托范围的房屋征收与补偿开展具体工作，不包括土地整理和房屋拆迁，第一征收所相应收取征收地块的劳务费，协议期限至委托范围的房屋征收与补偿工作完成为止。公司根据区政府的委托数量和项目体量的大小来确定动迁服务收入总量，同时根据服务的进度取得阶段性服务收入，项目动迁完成后公司取得全部收入。主动动迁的资金由静安区政府筹措，静安区政府根据实

际服务进度支付公司动迁服务费。第一征收所作为静安区南部唯一一家静安区政府授权进行动迁服务的主体，该业务具有一定的垄断性和可持续性。被动动迁业务是指，公司被动迁的直管公房或自有房产被列入动迁范围后，公司可根据被列入范围房屋数量、新旧程度、地段及面积等因素取得补偿收入，涉及到的补偿收入按照上海市统一拆迁补偿标准进行补偿。由于被列入动迁范围的房屋有不确定性，故其业务收入存在一定波动，但是近年来在上海旧区改造的整体布局下，静安区城市建设及旧区改造加快推进，为公司该业务提供了良好的发展环境。

2021 年，公司动迁数量 3 处，其中，被动迁数量 0 处，主动动迁数量 3 处；同期，公司动迁建筑面积 78,381.64 平方米。2021 年，公司实现动迁服务收入 0.11 亿元，全部来自主主动动迁。动迁服务收入较上年大幅下降主要系受政府拆迁规划影响，没有直管公房或公司自有房产被动迁所致。中诚信国际将对公司被动迁业务的未来发展保持持续关注。

表 6：2019~2021 年公司旧区动迁情况

项目名称	2019	2020	2021
动迁数量（处）	31	4	3
其中：被动迁	29	2	0

动迁	2	2	3
建筑面积（平方米）	127,131.85	80,787.23	78,381.64
其中：被动迁	2,996.16	2,405.59	0
动迁	124,135.69	78,381.64	78,381.64
收入（亿元）	1.53	4.91	0.11
其中：被动迁	1.24	4.81	0
动迁	0.29	0.10	0.11
成本（亿元）	0.56	0.03	0.05
其中：被动迁	0.30	0.00	0
动迁	0.26	0.03	0.05

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司租赁房产区位条件良好，出租率维持较高水平；跟踪期内公司新增张园城市更新项目且投资较大，需关注后续资金投资情况

公司房屋租赁业务的运营主体为本部、下属三级子公司上海张园建设投资有限公司（以下简称“张园建设”）和上海吴江路休闲街管理有限公司。其中，张园建设成立于 2014 年 12 月，由静安地铁公司和上海沪中房地产联合发展有限公司联合出资，张园建设的经营范围为房地产开发、经营等业务，其拥有房地产开发企业暂定资质证书（沪房管（静安）第 0000205 号）以及物业服务企业三级资质证书（沪（静安）141 号）。

业务模式方面，公司通过出租或出售的方式运营商业地产、非居住办公地产及其他地产项目，并收取相应的租赁收入和地产销售收入。资金平衡等方面，公司主要通过自筹或者对外融资进行购买、建设或者合作运营地产项目，通过对外出租和出售形成资金回流。

目前，公司房屋租赁板块主要以丰盛里、威海路 696、724 号、武宁南路 203 号等项目为主，其他单体租金规模较小的众多房产租赁项目广泛分布在上海市静安区。其中，丰盛里为自建项目，威海路 696、724 号、武宁南路 203 号等项目为自购项

目。张园建设运营的项目为丰盛里项目，土地性质为出让地，该土地位于轨道交通 12 号线南京西路站地块。该项目依托于政府推进张园地区保护性开发的契机，张园建设将丰盛里项目建成为一个开发品质高、文化底蕴深的特色商业街区，实现商铺出租、物业管理及举办市场活动等多元化商业运营综合体。丰盛里项目得益于优越的地理位置及稀缺的优质营商环境，截至 2021 年末，丰盛里出租率 92.30%，较上年提升 9.4 个百分点，主要系对项目局部空铺进行了布局调整及外立面改造，新签租赁合同较多所致；威海路 696、724 号出租率 100%，武宁南路 203 号等项目出租率 100.00%，均处于较高水平，运营状况良好。

2021 年，公司实现房屋租赁收入 1.96 亿元，主要系丰盛里、威海路 696、724 号和武宁南路 203 号等项目贡献的租赁收入。2021 年受疫情影响减小，因此前述项目收入较上年有所增长，基本恢复至 2019 年的收入水平。

截至 2021 年末，公司账面土地资产为 753.00 亩，均位于长三角一体化示范区范围内，账面价值为 1.22 亿元。其中，640.00 亩为出让地，113.00 亩为划拨地，公司土地均已办理土地使用权证，土地用途为住宅及商业。

表 7：2019~2021 年公司主要商业地产出租率情况

项目	总投资 (亿元)	运营主体	出租率		
			2019 年	2020 年	2021 年
丰盛里	13.55	张园建设	85.87%	82.90%	92.30%
威海路 696、724 号	2.37	公司本部	100.00%	100.00%	100.00%
武宁南路 203 号等项目	5.75	公司本部	99.61%	99.61%	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：2019 年~2021 年末公司主要商业地产出租面积及收入情况（平方米、万元）

项目	出租面积			租赁收入		
	2019 年	2020 年	2021 年	2019 年	2020 年	2021 年
丰盛里	11,682.57	11,574.69	13,810.24	5,125.07	3,431.00	4,961.00
威海路 696.724 号	9,780.49	9,780.49	9,780.49	2,225.10	2,149.58	2,232.88
武宁南路 203 号等项目	16,409.16	16,409.16	16,301.59	1,636.53	1,447.31	1,754.56
合计	37,872.22	37,764.34	39,892.32	8,986.70	7,027.89	8,948.44

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司有 2 个在建商业地产运营项目，合计总投资 95.39 亿元，截至 2021 年末已投资 50.44 亿元。其中张园城市更新项目是公司于 2021 年内启动的重大项目，该项目的实施以改善基地内居民的居住条件为基础，进一步保护张园历史风貌、焕发张园活力，提升静安区城市形象，促进区域经济发展。该项目主要建设内容为通过土地招拍挂获得静安区南西社区 C050401 单元 115-02、03、06、08 地块，四个地块总占地面积 4.13 万平方米，总建筑面积约 12.81 万平方米，其中地上建筑面积约 5.57 万平方米，包括商业 2.82 万平方米，

住宅 0.89 万平方米，办公 0.56 万平方米；地下建筑面积约 7.25 万平方米，其中商业 1.45 万平方米，车库 1.70 万平方米，酒店 0.96 万平方米，地铁南京西路站换乘通道及轨交区 0.99 万平方米。截至 2021 年末，该项目已投资 48.90 亿元，主要为土地出让金 47.72 亿元，尚需投资 44.19 亿元，其中 2022~2024 年张园城市更新项目分别拟投资 10.48 亿元、4.08 亿元和 4.57 亿元，公司面临一定的资金压力。项目建成后，将主要通过商业、办公、客房和地下车库的出租收入实现资金回流。

表 9：截至 2021 年末公司在建商业地产开发情况（亿元）

项目名称	计划总投资额	建设周期	后续运营计划	累计投入	投资计划		
					2022 年	2023 年	2024 年
张园城市更新项目	93.09	2021.12-2026.12	出租	48.90	10.48	4.08	4.57
南京西路 1699 号商业改造工程	2.30	2017.1-2022.12	出租	1.54	0.37	待定	待定

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司拟建的商业地产运营项目为苏州芦墟项目，该项目占地 640 亩，地处苏州吴江芦墟地区，目前已投入约 1.25 亿元，项目处于长三角一体化发展规划区内，具体建设方案尚在规划中。

公司承接了静安区大量的高端装修装饰和历史保留保护建筑修缮项目；跟踪期内，装饰工程业务收入保持稳定，但新签合同和在手未完工合同金额有所减少

公司装饰工程业务主要由上海静安建筑装饰实业股份有限公司（以下简称“静安建筑”）负责。静安建筑成立于 1990 年 7 月，静安建筑主营业务为房屋建筑工程施工总承包、建筑装修装饰工程专业承包、建筑装饰工程设计、机电设备安装工程专

业承包、送变电工程专业承包、建筑工程设计、建筑幕墙工程设计等。其中，持有的主要资质有：（1）上海市住房和城乡建设管理委员会于 2020 年 11 月 6 日颁发的《建筑业企业资质证书》（证书编号为 D231491558），资质类别及等级为建筑工程施工总承包一级，市政公用工程总承包三级，建筑装修装饰工程专业承包一级，建筑幕墙工程专业承包二级，建筑机电安装工程专业承包三级，古建筑工程专业承包三级，输变电工程专业承包三级，特种工程（结构补强）专业承包不分级，有效期至 2025 年 11 月 05 日；（2）《安全生产许可证》（编号（沪）JZ 安许证字[2016]011881），许可范围为建筑施工，证书有效期为 2019 年 5 月 9 日至 2022 年 5 月 8 日；（3）上海市文物局于 2019 年 7 月 25 日颁发的《文物保护工程施工资质证书》（证书编号为

SH0102SG0016), 资质等级为二级, 业务范围为近现代重要史迹及代表性建筑, 有效期为 12 年。

静安建筑定位为上海市高端装饰装修及历史保留保护建筑修缮主体, 按照国家的相关工程项目质量要求以及项目中标的相关要求进行建设施工, 施工完成后由符合规定的质量评定单位进行质量检验, 质量达标后, 委托方按合同支付工程款项。静安建筑主要为客户提供大中型装修、装饰及服务, 盈利模式为项目承包经营制, 资金平衡主要是客户提供保证金并按照工程进度收取进度款, 若有阶段性资金不足, 可以通过银行贷款等形式进行资金平衡。公司装饰工程业务主要集中在上海地区, 并以静安区内项目为主。

近年来, 静安建筑主要承接项目有金山区石化街道海棠新村售后公房多层综合整治工、金山区石化街道东礁二村售后公房多层综合整治工程、北京

环球影城主题公园项目、静安豪景苑公共部位玻化砖返修工程、康定东路 85 号优秀历史建筑外立面保护修缮工程、梅陇中学(金汤校区)大修工程等, 项目完成及储备情况良好。2021 年, 静安建筑实现装饰工程收入为 3.98 亿元, 较 2020 年相比基本持平。

2021 年, 静安建筑新签装饰工程合同金额 2.55 亿元, 同比减少 20.81%; 新签合同个数为 77 个, 当期完成金额 3.12 亿元, 在手未完工合同金额 0.13 亿元, 同比亦有所减少。

在建项目方面, 截至 2021 年末, 装饰工程主要有上海中医药大学附属岳阳中西医结合医院青海路门诊部装饰装修项目、淮海中路 1202 号优秀历史建筑装修工程以及新桥镇雅鹿新苑一期修缮工程等 10 个在建项目, 合同造价总额为 2.21 亿元, 其中已回款 1.02 亿元, 回款比例达 46.12%。

表 10: 2018~2021 年装饰工程合同签订情况(亿元、个)

类别	2019	2020	2021
新签合同金额	5.85	3.22	2.55
新签合同个数	80	64	77
当期完成金额	5.28	4.07	3.12
在手未完工合同金额	1.55	0.70	0.13

注: 在手未完工合同金额为未完工合同的剩余待完成部分的金额, 非未完工合同总额

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

表 11: 截至 2021 年末装饰工程主要在建项目情况(万元、%)

序号	工程名称	业主方	合同 造价金额	开工时间	预计 竣工时间	回款 金额	回款 比例	预计回款 完成时间
1	静安区苏河湾项目慎余里保护性修复总承包工程	上海华合房地产开发有限公司	4,100.00	2021.4.1	2022.3.31	907.20	22.13	2023.3.31
2	静安区文物保护点国立暨南大学旧址保护修缮工程	上海览海置业有限公司	550.00	2021.4.11	2022.3.31	121.26	22.05	2023.3.31
3	驻疆办上海大厦大修工程	上海市人民政府驻新疆办事处	1,628.41	2021.7.1	2022.6.30	792.79	48.69	2023.6.30
4	上海中医药大学附属岳阳中西医结合医院青海路门诊部装饰装修项目	上海中医药大学附属岳阳中西医结合医院	1,978.61	2021.8.1	2022.3.31	1,170.55	59.16	2023.3.31
5	七宝镇七莘路 3333 号万科城市花园 8 区 12 号加装电梯项目	上海市闵行区万科城市花园业主委员会	61.35	2021.11.2	2022.3.31	18.40	30.00	2022.12.31
6	静安区疾病预防控制中心实验室新址装修项目	上海市静安区疾病预防控制中心	3,318.43	2021.12.14	2022.11.30	736.30	22.18	2023.11.30
7	静安区政府采购中心开标室及办公场所装修工程	上海市静安区机关事务管理局	204.26	2021.11.4	2022.10.30	91.91	45.00	2023.10.30
8	淮海中路 1202 号优秀历史建筑装修工程	中华企业股份有限公司	2,561.18	2020.6.18	2020.10.10	1,528.69	59.69	2022.12.30
9	新桥镇雅鹿新苑一期修缮工程	上海市松江区新桥镇人民政府	6,831.03	2020.8.10	2021.10.30	4,391.09	64.28	2022.12.30

10	南阳实验幼儿园（本部）修缮工程	上海市静安区教育局校舍基建管理站	889.74	2020.10.8	2021.10.30	444.87	50.00	2022.12.30
合计			22,123.01	-	-	10,203.06	46.12	-

注：按照质保期要求，剩余 3%~5% 价款在取得项目竣工验收报告后的 2 年内完成支付，上表中“预计回款完成时间”不考虑该剩余价款
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期公司代建业务已全部回款，目前无在建拟建项目，未来该业务的持续情况值得关注

公司代建业务主要由上海静安地铁投资有限公司（以下简称“静安地铁公司”）负责。静安地铁公司成立于 2008 年 8 月，经营范围为实业投资，资产管理，房地产开发及经营等。

2009 年 5 月，静安区人民政府、公司及上海申通地铁集团有限公司（以下简称“申通地铁”）签署《关于上海轨道交通 12、13 号线工程的投资分工协议》（以下简称“协议”），协议约定了 12 号线南京西路站和 13 号线南京西路站中的 42 号地块规划征地范围内的代建业务（即动拆迁），同时静安区政府指定静安地铁公司作为本协议的实施主体，静安地铁公司收取 3% 代建管理费。项目周期均为 10 年，开发完成后，公司可获得收入包括劳务代建收入，也共享开发后的休闲街以及商业体等商业价值。该部分代建业务建设资金来源主要为申通地铁和静安区财政局的项目资本金以及公司对外融资。截至 2021 年末，42 号地块规划征地范围内的代建业务已完成，剩余善后工作所需的资金由建设单位提供，不需要公司垫付。

账务处理方面，静安地铁公司在建设实施过程中自筹资金进行建设，并将相应的支出计入开发成本，收到静安区属部门拨付相应款项（除贷款贴息外）后冲减开发成本。截至 2021 年末，公司代建业务已累计投入 34.16 亿元，已冲减开发成本 34.16 亿元。

截至 2021 年末，公司代建业务方面无在建拟建项目，未来该业务的持续情况值得关注。

2021 年，公司其他业务稳步推进，对公司营业收入形成有益补充

公司其他业务中，除代建业务外，主要包括酒

店餐饮服务收入、广告业务收入、建筑材料销售收入和存量房产销售收入等。2021 年，公司实现其他业务收入 0.88 亿元，占营业总收入的比重为 10.08%。2021 年其他业务收入较上年减少 1.40 亿元，主要原因为：（1）2020 年其他收入中包含静安地铁代建项目结算确认的收入 0.99 亿元，而 2021 年该项目结算收入降至 0.39 亿元；（2）房产销售收入主要来源于公司的存量房产，主要包括在动迁业务中用于补偿后剩下的存货、郊区的少量零星房产等，每年的销售情况具有不确定性，2021 年较 2020 年有所下降。

表 12：公司其他业务收入情况（亿元）

项目	2019	2020	2021
广告业务收入	0.02	0.04	0.03
建筑材料销售收入	0.23	--	--
房产销售收入	0.01	1.01	0.12
酒店餐饮收入	0.10	0.07	0.03
委托贷款利息收入	0.06	0.06	0.06
其他收入	0.11	1.11	0.64
合计	0.53	2.29	0.88

注：其他收入中包括代建管理费收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于公司提供的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 2019~2021 年财务报告，数据均采用当年审计报告的期末数。公司各期财务报告均按新会计准则编制。

跟踪期内受政府动迁规划影响，公司动迁服务收入大幅减少的影响，公司 2021 年营业收入及营业毛利率水平因此下降；期间费用对经营性业务利润侵蚀程度提升，利润总额由正转负

公司营业总收入主要来自于物业管理、装饰工程、房屋租赁和动迁服务等。2021 年，公司实现营业总收入 8.77 亿元，同比下降 40.07%，主要系 2020

年原计入递延收益的 4.77 亿元征收价值补偿集中确认导致动迁服务收入基数较大，以及 2021 年受政府动迁规划影响动迁服务收入大幅减少所致。2021 年，随着物业管理专项整治活动收入减少，公司物业管理收入小幅下降至 1.83 亿元。2021 年，占公司收入比重较大的装饰工程业务收入较上年基本保持不变。2021 年，受疫情影响较小，租赁业务收入较 2020 年有所增长，该板块业务收入为 1.96 亿元。其他业务方面，随着静安地铁公司代建业务的完工，2021 年未确认相关代建收入，同时伴随公司零星房产销售的减少，2021 年公司其他业务收入减少至 0.88 亿元。

毛利率方面，2021 年公司营业毛利率为 18.45%，2021 年下降主要系毛利率水平较高的动迁服务业务确认收入大幅减少所致。除此之外，2021 年公司受到疫情影响较 2020 年减少，物业管理、房屋租赁和装饰工程板块毛利率有所恢复。

表 13：2019~2021 年公司营业总收入构成及毛利率情况（亿元、%）

	2019		2020		2021	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
物业管理	1.53	12.92	1.93	5.92	1.83	11.71
装饰工程	4.61	9.51	3.92	2.46	3.98	8.58
房屋租赁	1.97	36.65	1.59	19.35	1.96	35.47
动迁服务	1.53	63.01	4.92	99.33	0.11	52.84
其他	0.53	55.57	2.29	74.55	0.88	34.62
合计	10.16	25.70	14.64	48.53	8.77	18.45

资料来源：公司财务报表，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为主，管理费用主要系职工薪酬及日常开支，近年来管理费用呈上升趋势，2021 年管理费用为 2.32 亿元；同期，公司期间费用合计为 3.28 亿元，期间费用率为 37.41%，较上年增加 19.77 个百分点，主要有两方面的原因：（1）2021 年公司收入受动迁服务收入减少影响而大幅降低；（2）2021 年内债务规模增长导致财务费用增长。总体来看，公司对三费的控制能力有待提高。

2021 年，公司利润总额为-0.54 亿元，由上年的盈利 4.76 亿元转为亏损，主要原因为受政府规划影响动迁服务收入大幅减少导致公司经营性业务利润大幅减少所致。此外，2021 年公司实现营业外收入 0.75 亿元，主要为政府补助，规模较上年基本保持不变，对公司的盈利能力仍能起到一定补充作用。

表 14：近年来公司盈利能力分析（亿元、%）

	2019	2020	2021
销售费用	0.06	0.04	0.02
管理费用	2.26	2.23	2.32
财务费用	0.42	0.32	0.94
期费合计	2.73	2.58	3.28
营业总收入	10.16	14.64	8.77
期间费用率	26.89	17.64	37.41
经营性业务利润	-0.35	4.13	-1.90
营业外收入	0.79	0.72	0.75
利润总额	0.57	4.76	-0.54

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司主要通过外部融资的方式取得资金并投入张园城市更新项目，公司总资产及总负债规模均大幅增加，财务杠杆水平大幅推升

2021 年，随着公司业务发展特别是对张园城市更新项目的大量投资，公司资产规模大幅上升。截至 2021 年末，公司资产规模为 117.26 亿元。从资产构成方面来看，同期末公司资产以非流动资产为主，占比达 76.88%。公司流动资产主要包括货币资金、其他应收款、存货、合同资产和其他流动资产。截至 2021 年末，公司货币资金为 12.20 亿元，其中受限货币资金 0.62 亿元，主要系保函保证金、保证金账户、司法冻结¹及工商注销被冻结的货币资金等。2021 年末，公司其他应收款 8.93 亿元，其中包括因轨道交通 12、13 号线南京西路站和武宁路站土地动迁业务等而产生的应收静安区财政局代建项目款项 8.10 亿元，账龄集中于 1~2 年，需关注后续回款情况；公司存货主要系开发成本及库存商品，截至 2021 年末公司存货为 2.45 亿元，较 2020 年末小幅下降，主要受装饰工程业务项目建设的影

¹ 绿地控股集团有限公司于 2020 年 6 月作为原告诉公司子公司沪中房地产、上海静安公房资产经营有限公司（以下简称“静安公房”）在“翡翠公司产权项目”一案应承担赔偿责任。绿地控股集团有限公司已就该

案申请司法保全，静安公房和沪中房地产合计被冻结金额为 48,120,339.49 元。

响而有所波动；2021 年，公司新增合同资产科目，主要系 2021 年公司执行新收入准则，将不满足无条件收款权的工程施工科目余额重分类至合同资产所致，主要来自装饰工程业务，2021 年末余额 1.60 亿元。截至 2021 年末公司其他流动资产为 0.71 亿元，较上年末大幅降低主要系结构性存款 3.10 亿元转入交易性金融资产所致。

公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产和在建工程构成。2021 年末，公司投资性房地产账面价值 75.43 亿元，较上年末增长 184.86%，主要系新增张园项目建设投入所致。同期末，公司固定资产 2.68 亿元，较上年小幅下降主要系部分转出所致。同期末，公司在建工程较上年末大幅增长 372.94%至 7.40 亿元，主要系新增昌化路 600 弄 1-5 号在建工程成本 5.04 亿元所致。

表 15：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021
货币资金	16.57	18.71	12.20
其他应收款	7.69	8.06	8.93
存货	16.67	3.15	2.45
合同资产	0.00	0.00	1.60
其他流动资产	2.11	3.64	0.71
流动资产	43.94	35.18	27.12
投资性房地产	24.18	26.48	75.43
固定资产	3.37	3.19	2.68
在建工程	0.90	1.56	7.40
非流动资产	34.64	36.96	90.15
总资产	78.58	72.14	117.26

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司负债总额大幅增长 121.17%至 86.18 亿元。从构成来看，2021 年末，公司非流动负债占负债总额的比重增长至 51.20%，公司债务在 2021 年转为以非流动负债为主。公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和其他流动负债构成。截至 2021 年末，短期借款 6.70 亿元，主要系信用借款和质押借款，较上年末变化不大；同期末，公司应付账款余额较上年大幅增长至 3.24 亿元，主要系装饰工程业务暂估入账的应付工程款增加所致；同期末，其他应付款 15.68 亿元，较上年末变化不大，主要系静安地铁公司代建项目往来款

项尚待结算所致；同期末，其他流动负债大幅增长至 14.91 亿元，主要系新增的短期融资租赁款，加权平均实际利率 5.60%，租赁物主要是公司商业地产的附属设施如消防、强弱电、给排水、暖通、安防等。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。截至 2021 年末，上述科目的余额分别为 7.40 亿元和 34.94 亿元，较 2020 年末均大幅增长，新增融资主要用于归还前期债务。其中长期借款主要系银行的抵押及信用借款；应付债券系公司 2019 年发行的“19 静安置业 MTN001”和 2021 年新发行的“21 静安置业 MTN001（权益出资）”、“21 静安置业 MTN002”和“21 静安 01”。

表 16：近年来公司主要负债和所有者权益情况（亿元）

	2019	2020	2021
短期借款	2.60	7.47	6.70
应付账款	0.29	1.28	3.24
其他应付款	23.86	15.52	15.68
其他流动负债	0	0.25	14.91
流动负债合计	29.90	27.81	42.06
长期借款	5.84	2.73	7.40
应付债券	7.99	7.99	34.94
非流动负债合计	18.75	11.15	44.12
负债合计	48.65	38.97	86.18
实收资本	15.89	15.89	15.89
资本公积	7.01	7.01	7.01
未分配利润	3.50	6.51	4.21
所有者权益	29.93	33.17	31.08
短期债务	3.10	7.75	22.19
长期债务	13.83	10.72	43.39
总债务	16.93	18.47	65.59
资产负债率(%)	61.91	54.02	73.49
总资本化比率(%)	36.14	35.76	67.85

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司所有者权益有所减少，截至 2021 年末，公司所有者权益为 31.08 亿元。其中实收资本和资本公积余额保持不变，未分配利润因本年亏损和股利分配减少至 4.21 亿元，系所有者权益减少的主要原因。

财务杠杆方面，随着 2021 年公司增加长期负债用于张园城市更新项目建设，公司负债率水平上升。截至 2021 年末，公司资产负债率由上年末的

54.02%提升至 73.49%；总资本化比率由上年末的 35.76%提升至 67.85%。整体来看公司财务杠杆水平大幅升高，需关注公司债务杠杆水平未来变化情况。

有息债务方面，2021 年末，公司总债务为 65.59 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，公司长期债务为 43.39 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.51 倍。整体来看跟踪期内公司债务规模大幅增长，长短期债务结构有所改善。

跟踪期内，受征收补偿款确认收入及回款下降影响，经营活动净现金流大幅下降，对债务本息的保障能力有所下降；EBITDA 大幅减少，对债务本金的保障程度有所下降，但仍能覆盖债务利息

经营活动现金流方面，2021 年，公司经营活动净现金流为 0.91 亿元，较上年大幅下降，主要系征收补偿款收入本年下降所致。经营活动净现金流对债务本息的保障能力有所减弱。2021 年，公司投资活动净现金流大幅净流出，主要系张园项目建设投资支出所致。2021 年公司通过银行借款及发行债券等方式筹资资金，用于项目建设，筹资活动净现金流同比大幅增长。

表 17：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021
经营活动净现金流	-0.84	4.58	0.91
投资活动净现金流	-0.24	-3.49	-53.88
筹资活动净现金流	-0.05	0.98	44.70
经营净现金流/总债务(X)	-0.05	0.25	0.01
经营活动净现金流/利息支出(X)	-1.09	6.31	0.48
EBITDA	2.41	6.60	2.19
总债务/EBITDA(X)	7.01	2.80	29.95
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.13	9.10	1.14
货币资金/短期债务	5.34	2.42	0.55
经营活动净现金流/短期债务	-0.27	0.59	0.04
EBITDA/短期债务	0.78	0.85	0.10

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

获现能力方面，2021 年公司 EBITDA 大幅减少，主要系利润总额较上年大幅减少所致。同时随着债务本金的增长，EBITDA 对债务本金的保障能力大幅下降，但仍能覆盖利息支出。

债务到期分布方面，截至 2021 年末，公司有息债务余额为 65.59 亿元。其中 2022 年、2023 年、2024 年和 2025 年及以后到期债务金额分别为 29.10 亿元、0.05 亿元、34.88 亿元和 1.09 亿元，短期内公司偿债压力较大，需关注公司偿债资金安排情况。

表 18：截至 2021 年末公司债务到期分布情况（亿元）

到期年份	2022	2023	2024	2025 及以后
到期债务	29.10	0.05	34.88	1.09

注：1、上表中金额均为债务本金，不含利息，故与审计报告数值略有差异；2、部分债券设定了投资者回售条款，上表中假设到回售期时，全部回售。

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，受限资产规模一般且无对外担保

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 2021 年末，公司合并口径取得各银行授信总额 34.36 亿元，已使用额度为 14.38 亿元，尚未使用 19.98 亿元，备用流动性尚可。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司货币资金因保证金、司法冻结及工商注销冻结合计 0.62 亿元，因银行抵押贷款而受限的投资性房地产 2.09 亿元。受限规模合计 2.71 亿元，占期末总资产的比重为 2.32%。

对外担保方面，截至 2021 年末，公司无对外担保情况。

未决诉讼方面，绿地控股集团有限公司于 2020 年 6 月作为原告起诉公司子公司沪中房地产、上海静安公房资产经营有限公司（下称公房资产公司）在“翡翠公司产权项目”一案应承担赔偿责任。截至 2021 年末，公司已全额计提预计负债 0.27 亿元。

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 1 月 24 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公房管理维护主体，公司职能定位明确，在资金注入、政府补助等方面获得当地政府的支持

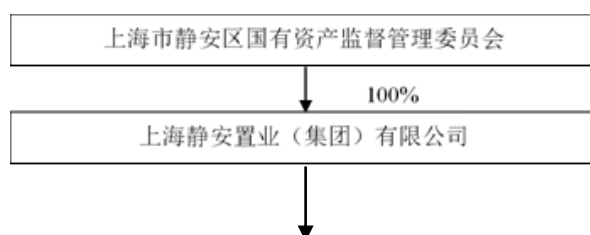
作为静安区资产经营平台之一，公司主要承担了区内公房管理维护职能，同时也是区级资产管理和运营主体，当地政府在资产注入和财政补贴方面持续给予了一定的支持。

资产注入方面，公司成立之初，房管局将直管公房及部分经营的衍生资金合计 15.89 亿元作价出资注入至公司。2018 年 10 月，静安区国资委将持有的上海锦迪城市建设开发有限公司 70% 国有股权无偿划转至静安置业。政府补助方面，2021 年，公司收到计入营业外收入的政府补助 0.64 亿元。

评级结论

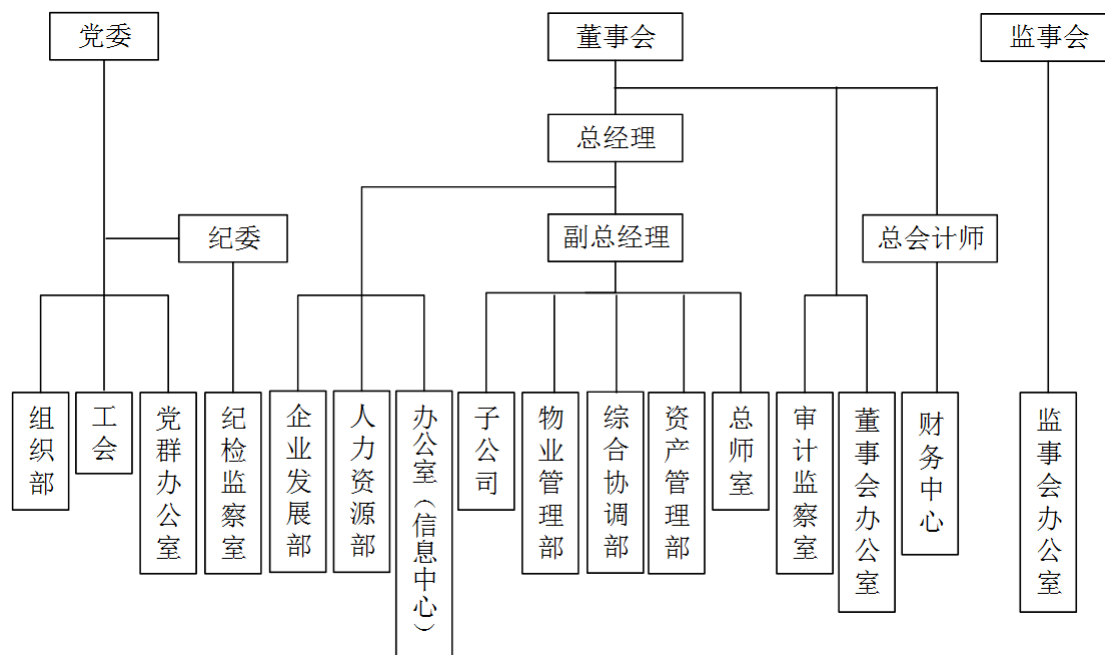
综上所述，中诚信国际维持上海静安置业（集团）有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“19 静安置业 MTN001”、“21 静安置业 MTN001（权益出资）”、“21 静安置业 MTN002”和“21 静安 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：上海静安置业（集团）有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年末）



子公司全称	持股比例(%)	表决权比例(%)
上海沪中房地产联合发展有限公司	100.00	100.00
上海安中物业公司	100.00	100.00
上海静安公房资产经营有限公司	100.00	100.00
上海市静安区房地产开发经营有限公司	100.00	100.00
苏州国际丽都置业有限公司	91.60	91.60
上海沪中花苑房产有限公司	100.00	100.00
上海静安置业股份有限公司	80.72	80.72
上海创家房屋拆迁有限公司	100.00	100.00
上海市静安房产市场	100.00	100.00
上海创艺广告公司	100.00	100.00
上海静安置业房屋置换有限公司	100.00	100.00
上海静安文化传媒投资有限公司	100.00	100.00
上海浩安危旧房开发经营公司	100.00	100.00
上海静安地铁投资有限公司	100.00	100.00
上海张园建设投资有限公司	100.00	100.00
上海张园物业管理有限公司	100.00	100.00
上海静安置业物业管理有限公司	100.00	100.00
上海巨星物业有限公司	100.00	100.00
上海金威物业有限公司	100.00	100.00
上海延中物业管理有限公司	100.00	100.00
上海宝翔物业有限公司	100.00	100.00
上海张宅物业有限公司	100.00	100.00
上海武兴物业发展公司	100.00	100.00
上海南泰建筑装饰工程有限公司	100.00	100.00
上海锦城绿化有限公司	100.00	100.00
上海德义房屋维修有限公司	100.00	100.00
上海金宝电梯工程有限公司	100.00	100.00
上海康定物业管理有限公司	100.00	100.00
上海康定房产经租服务部	100.00	100.00
上海静岑企业发展有限公司	100.00	100.00
上海静安置业集团淀山湖森林度假村	100.00	100.00
上海静安建筑装饰实业股份有限公司	68.19	68.19
上海建筑电动工具厂有限公司	100.00	100.00
上海兴安置业发展有限公司	100.00	100.00
上海新静安建筑装饰材料有限公司	100.00	100.00
上海静安不锈钢材料有限公司	52.50	52.50
上海静安置业设计有限公司	100.00	100.00
上海市静安第一房屋征收服务事务所有限有限公司	100.00	100.00
上海锦迪城市建设开发有限公司	70.00	70.00
上海锦顺物业管理有限公司	100.00	100.00
上海吴江路休闲街管理有限公司	100.00	100.00
上海京兆置业有限公司	100.00	100.00
上海磐怡科技有限公司	60.00	60.00

上海静安水电设备安装有限公司	100.00	100.00
上海静安城市更新建设发展有限公司	100.00	100.00
上海静恒商业管理有限公司	60%	60%
上海静置房地产经纪有限公司	51%	51%



注：1、以上持股比例按照本公司内各企业对该等子公司的持股比例之和填列，其中对上海静安地铁投资有限公司本公司直接持股 50.00%，通过上海锦迪城市建设开发有限公司持股 50.00%，合计持股 100.00%。2、上海南泰建筑装饰工程有限公司、上海德义房屋维修有限公司及上海安中物业公司已注销登记，但银行账户尚未注销，2021 年审计报告仍将其纳入合并范围。3、原上海静岑淀山湖职工培训中心 2021 年更名为上海静岑企业发展有限公司。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：上海静安置业(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
货币资金	165,691.76	187,107.50	122,015.00
应收账款	6,854.52	15,820.63	7,040.21
其他应收款	76,876.08	80,572.97	89,323.75
存货	166,706.64	31,510.74	24,480.30
长期投资	30,699.23	31,243.65	31,301.61
在建工程	9,021.93	15,644.01	73,986.87
无形资产	948.33	999.53	1,089.58
总资产	785,791.15	721,366.97	1,172,639.11
其他应付款	238,642.71	155,182.78	156,770.56
短期债务	31,004.65	77,447.21	221,937.39
长期债务	138,329.02	107,206.15	433,925.17
总债务	169,333.67	184,653.36	655,862.56
总负债	486,517.04	389,652.61	861,805.36
费用化利息支出	7,718.02	7,246.07	15,189.59
资本化利息支出	0.00	0.00	3,982.96
实收资本	158,899.00	158,899.00	158,899.00
少数股东权益	32,198.12	34,243.73	36,612.45
所有者权益合计	299,274.10	331,714.36	310,833.75
营业总收入	101,597.52	146,395.86	87,742.20
经营性业务利润	-3,541.27	41,322.87	-18,975.78
投资收益	1,371.81	3,120.60	3,245.89
净利润	6,430.15	33,055.61	-10,153.77
EBIT	13,413.51	54,823.47	9,769.72
EBITDA	24,139.66	65,951.86	21,893.19
销售商品、提供劳务收到的现金	96,560.55	97,833.38	81,284.21
收到其他与经营活动有关的现金	74,952.48	99,871.77	258,477.69
购买商品、接受劳务支付的现金	74,165.55	59,818.97	45,206.32
支付其他与经营活动有关的现金	73,472.52	52,824.38	249,487.32
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00
资本支出	4,588.58	32,688.27	549,837.03
经营活动产生现金净流量	-8,384.45	45,758.13	9,149.86
投资活动产生现金净流量	-2,351.07	-34,922.54	-538,792.45
筹资活动产生现金净流量	-543.22	9,754.91	447,016.83
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	25.70	48.53	18.45
期间费用率(%)	26.89	17.64	37.41
应收类款项/总资产(%)	10.66	13.36	8.22
收现比(X)	0.95	0.67	0.93
总资产收益率(%)	1.78	7.28	1.03
资产负债率(%)	61.91	54.02	73.49
总资本化比率(%)	36.14	35.76	67.85
短期债务/总债务(%)	0.18	0.42	0.34
FFO/总债务(X)	0.11	0.29	0.02
FFO 利息倍数(X)	2.42	7.35	0.58
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-1.09	6.31	0.48
总债务/EBITDA(X)	7.01	2.80	29.96
EBITDA/短期债务(X)	0.78	0.85	0.10
货币资金/短期债务(X)	5.34	2.42	0.55
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	3.13	9.10	1.14

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告整理；2、中诚信国际分析时将其他流动负债中的带息债务调整至短期债务、将长期应付款中的带息债务根据到期时间分别计入短期债务和长期债务。

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+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=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。