



# 上海静安置业（集团）有限公司

## 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号:信评委函字[2023]跟踪 1700 号

---

## 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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	上海静安置业（集团）有限公司	AA <sup>+</sup> /稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“21 静安置业 MTN001（权益出资）”、“21 静安置业 MTN002”、“21 静安 01”	AA <sup>+</sup>

### 评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为静安区的经济地位重要，经济财政实力在上海市内领先，潜在的支持能力很强；上海静安置业（集团）有限公司（以下简称“静安置业”或“公司”）在静安区国有资产经营和城市更新开发建设中发挥重要作用，区域重要性较强，与静安区政府维持高度的紧密关系。同时，中诚信国际预计，静安置业业务竞争力较强且资产有较大增值空间，能维持资本市场认可度，再融资能力保持强劲；同时，需关注公司收入规模及盈利能力有待提升以及面临一定的资金支出压力对其经营和整体信用状况造成的影响。

### 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。

### 调级因素

**可能触发评级上调因素：**区域经济及财政实力大幅增强；公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性。

**可能触发评级下调因素：**区域经济显著下滑，致使股东及相关各方支持能力下降；公司地位下降，致使股东及相关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。

### 正面

- **区域经济实力很强。**静安区地处上海中心城区，2022年，静安区实现地区生产总值2,627.97亿元，较强的区域经济为公司发展提供了良好的外部条件。
- **业务竞争力较强且资产有较大增值空间。**公司的公房物业管理和动迁服务业务具有一定的垄断性和专营性，且公司主要商业物业及拟建项目均位于静安区核心区域，整体来看公司业务竞争力较强；同时公司所持有房地产地理位置优越，具备一定的稀缺性，未来有较大的增值空间。

### 关注

- **收入规模及盈利能力仍有待提升。**2022年，公司租赁板块因免租政策导致收入小幅下降，同时装饰工程板块因承接集团内项目导致收入大幅减少，整体来看2022年公司收入规模有所下降，当期仍亏损0.16亿元，公司收入规模及盈利能力仍有待提升。
- **面临一定的资金支出压力。**截至2022年末，张园城市更新项目计划总投资93.09亿元，已投资55.21亿元；2023年以来，公司调整了张园城市更新项目的实施方案，在原方案的基础上新增C050401单元115-10地块，项目计划总投资相应增加，整体来看公司面临一定的资金支出压力。

项目负责人：邢 杰 jxing@ccxi.com.cn

项目组成员：陈星宇 xychen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

## 财务概况

静安置业（合并口径）	2020	2021（追溯前）	2021 <sup>1</sup> （追溯后）	2022
资产总计（亿元）	72.14	117.26	186.36	195.97
经调整的所有者权益合计 <sup>2</sup> （亿元）	33.17	31.08	84.26	85.17
负债合计（亿元）	38.97	86.18	102.10	110.80
总债务（亿元）	18.47	65.59	65.59	78.72
营业总收入（亿元）	14.64	8.77	9.01	6.47
经营性业务利润（亿元）	4.13	-1.90	-0.90	-2.03
净利润（亿元）	3.31	-1.02	0.69	-0.16
EBITDA（亿元）	6.21	1.10	1.26	1.81
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	4.58	0.91	1.00	1.19
总资本化比率(%)	35.76	67.85	43.77	48.03
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	8.57	0.57	0.66	0.44

注：1、中诚信国际根据静安置业提供的其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 2021~2022 年度审计报告整理。其中，2020 年及 2021 年财务数据采用审计报告期初数，2022 年财务数据采用审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 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	-	2022/10/09	邢杰、陈星宇	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000 2022_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	21 静安置业 MTN002 (AA+)	2022/06/29	邢杰、孙悦、陈星宇	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
	21 静安置业 MTN001 (权益出资) (AA+)				
AA+/稳定	21 静安置业 MTN002 (AA+)	2021/10/22	邢杰、孙悦；	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
		2021/10/22	邢杰、孙悦		
AA+/稳定	21 静安置业 MTN001 (权益出资) (AA+)	2020/09/07	江林燕、钟晓南	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	-	2019/08/09	郭静静、郭鑫	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 140000 2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 同行业比较（2022 年数据）

项目	静安置业	静安投资	大宁资产
最新主体信用等级	AA+	AA+	AA+
地区	上海市-静安区	上海市-静安区	上海市-静安区
GDP（亿元）	2,627.97	2,627.97	2,627.97
一般公共预算收入（亿元）	279.42	279.42	279.42
经调整的所有者权益合计（亿元）	85.17	56.85	68.42
总资本化比率(%)	48.03	53.04	68.47
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.44	0.58	0.74

注：静安投资系“上海静安投资（集团）有限公司”的简称，大宁资产系“上海大宁资产经营（集团）有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

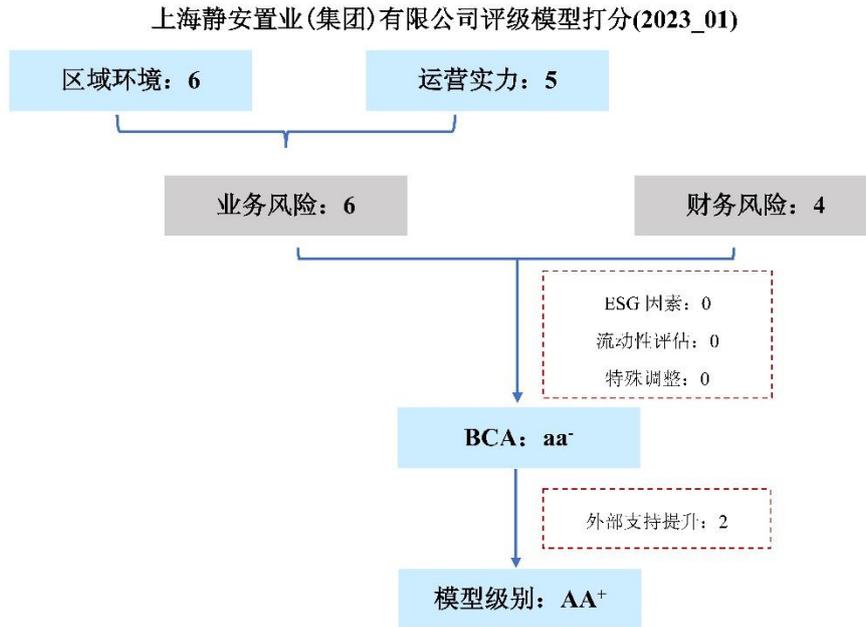
## 本次跟踪债项情况

<sup>1</sup> 注：2022 年 10 月 17 日，经公司第三十一次董事会决议批准，对投资性房地产的后续计量方式由成本模式计量变更为公允价值模式计量。确定本次会计政策变更日期为 2022 年 1 月 1 日。公司依据上海立信中诚房地产土地估价有限公司出具的立信中诚咨报字（2022）沪第 0002 号投资性房地产公允价值估值报告确定了投资性房地产公允价值变动，并对相关科目进行了追溯调整。

<sup>2</sup> 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括因发行永续债等资本工具形成的其他权益工具和公益性资产投资或划转形成的实收资本或资本公积，静安置业 2020~2022 年上述调整项金额均为 0。

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 静安 01	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2022/06/29	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 <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2022/06/29	8.00	8.00	2021/11/02~2024/11/02	-
21 静安置业 MTN001 (权益出 资)	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2022/06/29	7.00	7.00	2021/04/29~2024/04/29	-

## 评级模型



## 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000\_2022\_03

### ■ 业务风险:

中诚信国际认为，静安置业主要展业区域位于上海市内核心位置，近年来对张园城市更新项目投入较大，具有较强的业务竞争力。公司房屋租赁、物业管理和装饰工程板块稳定发展，同时可租赁资产持续增加，公司业务稳定性和可持续性较强。张园城市更新项目剩余待投资规模较大，需关注后续资金支出和项目收益实现情况。

### ■ 财务风险:

中诚信国际认为，静安置业所有者权益基本保持稳定，公司主要通过外部融资支持张园城市更新等项目的投入，公司资产规模有所增长，财务杠杆比率有所上升。随着利息支出的大幅增长，EBITDA 和经营活动净现金流对利息的保障能力进一步弱化。

### ■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对静安置业个体基础信用等级无影响，静安置业具有 aa<sup>-</sup> 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和中等的财务风险。

### ■ 外部支持:

中诚信国际认为，静安区政府有很强的支持能力并对公司有较强的支持意愿，主要体现在静安区六大产业的持续发展，以及较强劲的经济财政实力；同时，静安置业系静安区重要的国有资产经营和城市更新开发建设主体，区域重要性较强，与政府的关联度高。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 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

“21 静安 01”募集资金共 12.0 亿元，募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债。目前上述 12.0 亿元已按照原定募集资金用途全部使用完毕。

## 近期关注

### 宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年

政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

## 区域环境

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”。新的静安区总面积 37 平方公里，下辖 13 个街道 1 个镇，266 个居（村）委会。静安区汇聚了上海市的中央商务区之一——南京西路街区以及上海市中心城区园区转型的成功案例——市北高新园区；集中了南京西路、大宁和苏河湾三大市级商圈以及曹家渡区级商业中心。“十四五”期间，静安区将巩固优势产业基本盘，重点培育商贸服务、金融服务、专业服务、数据智能、文化创意和生命健康六大产业，形成创新型的高端化、现代化服务业体系。2021 年末，静安区常住人口 96.60 万人。

2022 年，静安区实现地区生产总值（GDP）2,627.97 亿元，比上年下降 1.5%。同年，静安区按 2021 年末常住人口计算的人均生产总值为 27.20 万元，在上海市下辖各区中居中上水平。2022 年，静安区全社会固定资产投资额预计同比增长 1% 左右。涉外经济全年实现税收 447.79 亿元，规模和占比均为中心城区第一。200 幢重点楼宇实现税收 606.5 亿元，亿元楼 82 幢，其中月亿楼 10 幢。2022 年，全区商贸服务、金融服务、专业服务、数据智能、文化创意和生命健康六大产业共实现税收 638.89 亿元，人力资源服务、金融市场服务等行业呈现较好发展势头，税收分别同比增长 9.27%、6.04%。

表 1：2022 年上海市下属各区经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
上海市	44,652.80	-	17.94	-	7,608.19	-
浦东新区	16,013.40	1	27.76	2	1,192.49	1
黄浦区	3,023.05	2	51.93	1	273.95	4
闵行区	2,880.11	3	10.77	11	307.30	2
嘉定区	2,768.30	4	14.93	8	230.72	5
<b>静安区</b>	<b>2,627.97</b>	<b>5</b>	<b>27.20</b>	<b>4</b>	<b>279.42</b>	<b>3</b>
徐汇区	2,557.9	6	22.94	5	226.25	6
杨浦区	2,076.97	7	16.88	7	143.49	13
长宁区	1,922.19	8	27.63	3	155.60	12
宝山区	1,771.2	9	7.87	15	173.77	11
松江区	1,750.12	10	9.03	14	221.31	8
奉贤区	1,371.11	11	11.95	10	222.48	7

青浦区	1,334.45	12	10.32	12	217.14	9
虹口区	1260.13	13	17.63	6	181.88	10
普陀区	1,248.23	14	10.04	13	138.12	14
金山区	1,117.74	15	13.71	9	105.83	16
崇明区	404.16	16	6.66	16	121.88	15

注：人均 GDP 系根据 2021 年末常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2022 年，静安区一般公共预算收入规模同比小幅增长，但财政平衡能力有所下降。静安区一般公共预算收入中税收收入占比仍维持在 85% 以上。2022 年静安区税收收入较上年基本保持稳定，仍主要来自于增值税、企业所得税、个人所得税。非税收入主要以国有资源（资产）有偿使用收入为主。政府性基金收入是静安区地方政府财力的重要补充。2022 年，静安区政府性基金收入较 2021 年大幅下降，主要系国有土地使用权出让收入同比减少所致。再融资环境方面，静安区广义债务率水平不高，同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，整体再融资环境较好。

表 2：近年来静安区地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
GDP（亿元）	2,323.08	2,565.43	2,627.97	690.99
GDP 增速(%)	1.10	6.20	-1.50	7.1
人均 GDP（万元）	23.81	26.56	27.20	-
固定资产投资增速(%)	30.9	11.3	2.5	25.7
一般公共预算收入（亿元）	250.14	278.48	279.42	86.96
政府性基金收入（亿元）	108.49	238.24	170.28	-
税收收入占比(%)	87.42	88.91	86.30	-
公共财政平衡率(%)	84.59	95.14	86.06	82.27

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

## 运营实力

中诚信国际认为，静安置业的运营实力较好，跟踪期内，公司仍作为静安区内重要的国有资产经营和城市更新开发建设主体，负责物业管理、装饰工程、房屋租赁和动迁服务等业务，主要展业区域仍位于上海市内核心位置，对张园城市更新项目持续投入，具有较强的业务竞争力；跟踪期内，公司新增公租房出租业务，张园西区已于 2022 年底开始试营业，同时物业管理和装饰工程板块稳定发展，公司业务稳定性和可持续性较强。张园城市更新项目剩余待投资规模较大，需关注后续资金支出和项目收益实现情况。

表 3：2020~2022 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020			2021			2022		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
物业管理	1.93	13.16	5.92	1.31	14.50	25.81	1.41	21.74	10.44
装饰工程	3.92	26.79	2.46	3.98	44.23	8.58	2.00	30.89	6.54
房屋租赁	1.59	10.86	19.35	2.72	30.19	54.59	2.44	37.65	41.56
动迁服务	4.92	33.58	99.33	0.11	1.26	52.84	0.10	1.52	30.18
其他	2.29	15.61	74.55	0.88	9.82	34.62	0.53	8.20	12.49
合计	14.64	100.00	48.53	9.01	100.00	28.08	6.47	100.00	21.42

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 物业管理板块

公司作为静安区区属房管集团，承担区内公房的物业管理职能，具有一定的专营性，跟踪期内相关收入较为稳定；市场化物业管理方面，公司所服务物业情况有所变化，整体管理面积有所减少，但物业管理费收入小幅增长。整体来看，公司物业管理业务可持续性较好。

公司定位于静安区区属房管集团，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。

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均计入物业管理收入。

跟踪期内，公司取得的直管公房租金和公房物业管理收入基本保持稳定，但 2022 年公司公房房屋修缮工程投入有所增加，导致物业管理板块毛利率有所下降。

表 4：2020-2022 年公房相关收入情况（亿元）

物业项目	2020	2021	2022
直管公房租金	0.50	0.54	0.50
公房物业管理（含专项活动）	0.83	0.81	0.76
<b>收入合计</b>	<b>1.33</b>	<b>1.34</b>	<b>1.26</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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化物业管理服务，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。跟踪期内，由于业务布局的正常调整，巨星物业与月季园、银开小区、石门二路文化中心、临汾街道等客户终止合作，同时新开拓了天目西路街道、南京西路街道和胶州路 58 号胶州大楼等客户。整体上来看，巨星物业管理的住宅小区面积有所下降，但因跟踪期内终止合作的客户物业管理费普遍较低，而新增客户物业费收取较高，巨星物业收入小幅增长。

**表 5：2020~2022 年末巨星物业的市场化物业管理面积（平方米）**

物业项目	2020	2021	2022
住宅小区	394,746.65	394,746.65	292,958.65
政府办公楼	69,219.17	80,570.00	92,735.80
商办房产	11,500.00	11,500.00	7,300.00
<b>合计</b>	<b>475,465.82</b>	<b>486,816.65</b>	<b>392,994.45</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 6：2021 年及 2022 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	物业费标准	2021 年末 物业管理面积	2021 年度 物业管理费	2022 年末 物业管理面积	2022 年 物业管理费
物业 1	1.58	21,059.00	82.88	21,059.00	83.48
物业 2	1.58	73,000.00	18.17	-	-
物业 3	1.58	35,788.00	43.42	-	-
物业 4	1.90	23,824.00	76.40	23,824.00	69.31
物业 5	1.58	19,000.00	47.47	19,000.00	46.67
物业 6	2.15	20,016.00	69.29	20,016.00	69.59
物业 7	1.35	65,605.80	76.17	65,605.80	75.77
物业 8	1.55/21.50	22,000.00	275.23	22,000.00	268.46
物业 9	2.15/1.60	9,539.20	19.32	9,539.20	14.95
物业 10	1.20	36,000.00	28.78	36,000.00	25.04
物业 11	1.58	75,914.65	135.52	75,914.65	123.28
物业 12	15.77	3,050.00	102.74	-	-
物业 13	23.85	26,700.00	489.76	26,751.00	489.76
物业 14	14.74	2,500.00	94.25	2,300.00	93.91
物业 15	34.93	13,016.00	84.87	13,016.00	89.97
物业 16	14.62	1,500.00	26.31	1,500.00	26.31
物业 17	14.09	10,525.00	356.77	10,525.00	301.40
物业 18	43.85	2,000.00	127.00	3,500	120.47
物业 19	6.50	3,000.00	167.64	5,399	177.98
物业 20	17.85	3,779.00	22.72	-	-
物业 21	26.71	4,000.00	137.95	7,000	179.24
物业 22	-	15,000.00	39.89	15,000.00	44.03
物业 23	-	-	24.73	-	16.49
物业 24	-	-	-	3,134.00	51.26
物业 25	-	-	-	4,000.00	89.68
物业 26	-	-	-	7,910.80	187.45
<b>合计</b>	-	<b>486,816.65</b>	<b>2,547.28</b>	<b>392,994.45</b>	<b>2,644.50</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 动迁服务板块

公司受静安区政府委托提供动迁劳务收取动迁服务费，该类主动动迁业务具有一定的垄断性和可持续性，但对收入和利润的贡献相对有限；此外，公司被动迁收入受政府旧区改造整体规划的影响较大，跟踪期内公司未产生被动迁收入，收入稳定性较差，需对公司被动迁业务的未来发展保持持续关注。

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所有限公司（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。

跟踪期内，公司动迁服务板块业务模式未发生变化，仍为主动动迁和被动动迁两类：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。

跟踪期内，公司主动动迁业务持续开展，动迁面积较上年大幅增长，但因业务性质原因收入及利润贡献能力依然有限；跟踪期内，公司仍未取得被动迁收入。整体来看，公司动迁服务板块收入稳定性较差，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 7：2020-2022 年公司旧区动迁情况

项目名称	2020	2021	2022
<b>动迁数量（处）</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
其中：被动迁	2	0	0
动迁	3	3	3
<b>建筑面积（平方米）</b>	<b>13,286.99</b>	<b>5,981.90</b>	<b>12,038.83</b>
其中：被动迁	2,405.59	0.00	0.00
动迁	10,881.40	5,981.90	12,038.83
<b>收入（亿元）</b>	<b>4.91</b>	<b>0.11</b>	<b>0.10</b>
其中：被动迁	4.81	0.00	0.00
动迁	0.10	0.11	0.10
<b>成本（亿元）</b>	<b>0.06</b>	<b>0.03</b>	<b>0.07</b>
其中：被动迁	0.00	0.00	0.00
动迁	0.06	0.03	0.07

注：建筑面积与动迁数量为当期实际开展数。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 房屋租赁板块

跟踪期内，公司房屋租赁业务稳定发展，出租率保持在较高水平，为公司营业收入提供了稳定的收入来源；2022 年，公司取得政府无偿划入的上海市闸北公共租赁住房投资运营有限公司 100% 股权，房屋租赁板块实力进一步增强。跟踪期内，公司持续推进张园城市更新项目建设，该项目剩余待投资规模较大，需关注后续资金支出和项目收益实现情况。

跟踪期内，公司房屋租赁业务主要由公司本部、下属子公司上海张园建设投资有限公司（以下简称“张园建设”）、上海吴江路休闲街管理有限公司、上海静安城市更新建设发展有限公司（以下简称“静安城市更新”）和上海市闸北公共租赁住房投资运营有限公司（以下简称“闸北公租房”）等公司负责。其中，张园建设成立于 2014 年 12 月，由上海静安地铁投资有限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。2022 年 7 月，根据静国资委产〔2022〕2 号《上海市静安区国有资产管理监督管理委员会关于将闸北公租房公司无偿划转至置业集团的通知》，静安区国有资产监督管理委员会将其持有的债被公租房公司 100% 股权无偿划转给静安置业，划转基准日为 2021 年 12 月 31 日，相关工商登记变更已于 2022 年 12 月完成，公司新增公租房出租业务。

公租房方面，根据沪房规范〔2017〕1 号文《上海市房屋管理局关于印发〈市筹公共租赁住房准入资格申请审核实施办法〉的通知》和静房管规〔2017〕1 号文《静安区公共租赁住房供应和租后管理办法》，由租户提出申请，提交证明材料，经区保障中心审查，符合条件的租户，发放《静安区公共租赁住房准入资格确认书》，租户凭确认书选择房源签订租赁合同。公租房租赁合同一次最长签订 2 年，累计不超过 6 年。公租房的租金收取方式为付三押一。

截至 2022 年末，公司共有公租房项目 11 个，总计 749 套，主要位于静安区内，建筑面积 34,353.53 平方米；截至 2022 年末，已出租 717 套，建筑面积 32788.53 平方米，平均租金为 71.96 元/平方米/月。2022 年公司公租房业务实现收入 3,031.11 万元，较 2021 年同比增长 38.90%，增幅较大主要系跟踪期内原来由静安区保障中心托管的涛路 100 弄等项目正式划归闸北公租房公司所致。

一般租赁业务方面，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，公司商业物业主要以丰盛里、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。

跟踪期内，得益于优越的地理位置及稀缺的优质营商环境，丰盛里、威海路 696、724 号和武宁南路 203 号等项目出租率维持在较高水平，运营状况良好。租赁收入方面，跟踪期内上述物业租赁收入有所下降，主要原因为 2022 年内公司向部分客户提供了阶段性免租政策。

表 8：2020-2022 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		
			2020	2021	2022
丰盛里	13.55	张园建设	82.90%	92.30%	91%
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%	100.00%	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 9：2020-2022 年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		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
丰盛里	11,574.69	13,810.24	13,545.48	3,431.00	4,961.00	3,925.23
威海路 696、724 号	9,780.49	9,780.49	9,780.49	2,149.58	2,232.88	2,230.66
武宁南路 203 号等项目	16,409.16	16,301.59	16,194.02	1,447.31	1,754.56	1,460.19
<b>合计</b>	<b>37,764.34</b>	<b>39,892.32</b>	<b>39,519.99</b>	<b>7,027.89</b>	<b>8,948.44</b>	<b>7,616.08</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 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 2022 年末已投资 57.12 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，主要由全资子公司静安城市更新负责，该项目的实施在原味传承海派历史特色风貌的基础上，拓展体验式商业、多元式文化的功能空间，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。该项目计划总投资 93.09 亿元，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 地块后进行保护性开发，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 2022 年末，该项目已投资 55.21 亿元，主要为土地成本 47.72 亿元，尚需投资 37.88 亿元，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。

2023 年以来，公司调整了张园城市更新项目的实施方案，在原方案的基础上新增 C050401 单元 115-10 地块，115-10 地块总占地面积 0.49 万平方米，计划总建筑面积约 1.95 万平方米，其中地上建筑面积约 0.68 万平方米，地下建筑面积约 1.27 万平方米，项目计划总投资相应增加 12.21 亿元。整体来看，张园城市更新项目未来待投资金额规模较大，公司面临一定的资金支出压力。同时，张园西区已于 2022 年底开始营业，预计将于 2023 年开始产生一定的租赁收入。

**表 10：截至 2022 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		
					2023	2024	2025
张园城市更新项目	93.09	2021.12-2026.12	出租	55.21	15.40	10.02	10.53
南京西路 1699 号商业改造工程	2.30	2017.1-2023.12	出租	1.91	0.39	-	-
<b>合计</b>	<b>95.39</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>57.12</b>	<b>15.79</b>	<b>10.02</b>	<b>10.53</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 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。

## 装饰工程板块

公司承接高端装饰装修和历史保留保护建筑修缮项目，展业范围主要集中于上海市内。跟踪期内承接集团内部张园城市更新项目导致新签合同金额及当期完成金额同比大幅增加，但合并口径收

入贡献有所减少。

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 2022 年 2 月 22 日至 2025 年 2 月 21 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修装饰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。

跟踪期内，静安建筑主要完工重点项目有静安区苏河湾项目慎余里保护性修复总承包工程、驻疆办上海大厦大修工程、七宝镇七莘路 3333 号万科城市花园 8 区 12 号加装电梯项目、静安区政府采购中心开评标室及办公场所装修工程、南阳实验幼儿园（本部）修缮工程等。装饰工程合同签订及完成方面，跟踪期内静安建筑新签合同金额及当期完成金额同比均大幅增加，主要系承接了集团内部的张园城市更新（西区 115-02 地块保护性综合改造工程）项目所致，该项目合同造价金额 3.47 亿元，收入于合并时抵消，因此 2022 年公司装饰工程板块收入规模有所下降。截至 2022 年末，在手未完工合同金额 1.35 亿元，项目储备情况尚可。

表 11：2020-2022 年装饰工程合同签订情况（亿元、个）

类别	2020	2021	2022
新签合同金额	3.22	2.55	7.28
新签合同个数	64	77	98
当期完成金额	4.07	3.12	6.06
在手未完工合同金额	0.70	0.13	1.35

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

截至 2022 年末，静安建筑主要有康定路 733 号 70 号修缮工程、静安区苏州河沿线（静安段北岸）建筑外立面综合整治工程、静安区疾病预防控制中心实验室新址装修项目等 10 个主要在建项目，未来业务可持续性较好。

**表 12：截至 2022 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	项目 1	业主 1	1,678.66	2022.6.1	2023.5.31	322.68	19.23	2024.3.31
2	项目 2	业主 2	550.00	2021.4.11	2023.5.31	121.26	22.05	2024.3.31
3	项目 3	业主 3	3,847.23	2022.11.1	2023.9.30	1,923.62	50.00	2024.6.30
4	项目 4	业主 4	1,978.61	2021.8.1	2023.3.31	1,170.55	59.16	2023.7.31
5	项目 5	业主 5	68.35	2022.6.2	2023.3.31	20.50	30.00	2023.12.31
6	项目 6	业主 6	3,318.43	2021.12.14	2023.3.31	1,232.92	37.15	2023.11.30
7	项目 7	业主 7	1,231.21	2022.11.4	2023.10.30	345.00	28.02	2024.10.30
8	项目 8	业主 8	297.76	2022.11.5	2023.11.10	89.33	30.00	2024.12.30
9	项目 9	业主 9	823.87	2022.3.5	2023.4.13	659.09	80.00	2023.12.30
10	项目 10	业主 10	726.63	2022.10.8	2023.10.30	217.88	30.00	2024.12.30
合计			14,520.75	-	-	6,102.83	42.03	-

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

## 其他业务板块

公司还能取得广告业务收入、建筑材料销售收入、房产销售收入、酒店餐饮收入、委托贷款利息收入以及代建收入等，对公司整体收入和利润形成有益补充；但 42 号地块规划征地范围内的代建业务已竣工，跟踪期内确认的代建管理费收入同比有所下降，代建管理费收入未来不具有可持续性。

除前述业务板块外，公司还能取得广告业务收入、建筑材料销售收入、房产销售收入、酒店餐饮收入、委托贷款利息收入以及代建收入等，对公司整体收入和利润形成有益补充。2022 年，毛利率较高的代建管理费收入有所下降，导致其他业务板块毛利率有所降低。

**表 13：2020~2022 年公司其他收入情况（亿元）**

项目	2020	2021	2022
广告业务收入	0.04	0.03	0.03
建筑材料销售收入	-	-	0.05
房产销售收入	1.01	0.12	0.21
酒店餐饮收入	0.07	0.03	0.01
委托贷款利息收入	0.06	0.06	0.00
其他收入	1.11	0.64	0.23
合计	2.29	0.88	0.53

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

公司存量房产销售业务运营主体包括上海创家房屋拆迁有限公司（以下简称“创家房屋”）、上海锦迪城市建设开发有限公司、静安物业。房产销售所涉及房产均非公司自行开发房产，公司将所持有的各类分散在上海市内非核心区域的零星房产出售，以便于后续购置核心区域相对集中的房产，业务盈利来源于出售价款与购置成本及税费的差额。该业务并非主营业务，跟踪期内处置此类房产较少，取得收入 0.21 亿元。

公司代建业务主要由子公司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，也共享开发后的周边自持休闲街以及商业体的商业价值增值。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 2020 年末，42 号地块规划征地范围内的代建业务已完成，项目审定竣工决算金额 34.16 亿元减去累计收到区属部门拨付款项 26.62 亿元后，确认应收静安区财政局代建债权其他应收款 7.54 亿元，该部分资金缺口前期已由上海轨道交通十三号线发展有限公司给付静安地铁公司的 7.78 亿元覆盖，不需静安地铁公司垫付。按照协议约定，收回所承担的前期动迁费用具体时间和相关细则由上海轨道交通十三号线发展有限公司与上海市静安区土地管理中心视地铁车站建设和项目开发情况另行商定。2022 年，申通地铁收到静安区区建设委员会的结算款，申通地铁将对静安地铁公司 7.78 亿往来款结平。至此，静安地铁公司也同步调整账面对应申通公司 7.78 亿的往来科目及对应区财政的相应科目，截至 2022 年末静安地铁公司与静安区财政局尚余 0.25 亿元的款项有待结清。2022 年，公司结算确认 0.07 亿元代建管理费收入，较上年 0.39 亿元大幅下降，该收入未来不具有可持续性。截至 2022 年末，公司无拟建代建项目。

## 财务风险

**中诚信国际认为，公司的财务风险处于中等水平，主要系跟踪期内公司所有者权益基本保持稳定，具备一定的资本实力；2022 年以来公司主要通过外部融资支持张园城市更新等项目的投入，公司资产规模有所增长，财务杠杆比率有所上升；跟踪期内，随着利息支出的大幅增长，EBITDA 和经营活动净现金流对利息的保障能力进一步弱化。**

### 资本实力与结构

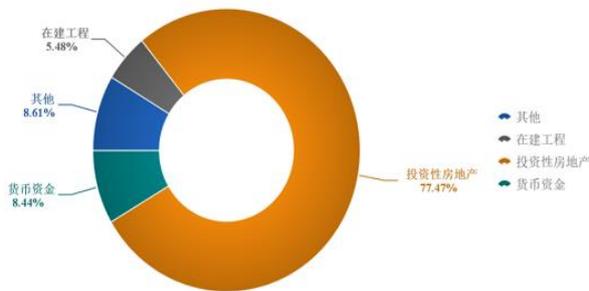
*跟踪期内，公司资本实力保持稳定；2022 年以来随着张园城市更新项目、昌化路 600 弄 1-5 号房屋收购以及南京西路 1699 号商业改造工程等项目的投入，公司资产规模有所增长，公司主要通过外部融资支持前述项目建设，财务杠杆比率有所上升；公司资产仍主要由在建城市更新项目和各类商业物业构成，主要位于静安区内，资产质量很高。*

跟踪期内，公司仍作为静安区内重要的国有资产经营和城市更新开发建设主体，在静安区战略地位突出，2022 年以来随着张园城市更新项目的建设持续投入，公司资产规模继续增长，2022 年同比增长 5.16%。

跟踪期内，公司物业管理、装饰工程、房屋租赁、动迁服务等业务为核心的行业布局未发生变化，资产主要由上述业务形成的投资性房地产、在建工程和货币资金等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构，截至 2022 年末非流动资产占总资产的比重为 87.01%。公司未来仍将持续推进张园城市更新项目建设，预计非流动资产占比仍将持续提升。如前所述，跟踪期内随着公司持续推

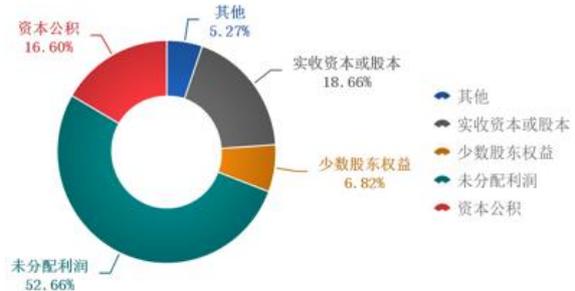
进张园城市更新项目建设，公司投资性房地产由 2022 年初的 140.23<sup>3</sup>亿元增长至 2022 年末的 151.82 亿元，该项目建成后主要依靠租金收入实现收益。截至 2022 年末，公司投资性房地产中的丰盛里商业物业及其占有范围内的土地使用权因资产支持专项计划而抵押，张园城市更新项目因银团贷款抵押，公司投资性房地产受限比例较高。在建工程方面，2021 年 6 月，静安区国资委同意公司开展昌化路 600 弄 1-5 号房屋置换项目，公司随后开展相关房屋收购，拟用于筹措公共租赁住房房源并平移张园地块配建保障房，跟踪期公司继续开展昌化路房屋收购，项目账面价值增加 1.22 亿元；同时跟踪期内南京西路 1699 号商业改造工程持续投入，并补缴了土地出让金，导致该项目账面价值增加 2.47 亿元。此外，公司保有一定规模的货币资金可用于经营周转及债务偿付，截至 2022 年末，公司货币资金余额 16.55 亿元，其中受限货币资金余额 0.60 亿元。总体来看，资产仍主要由在建城市更新项目和各类商业物业构成，流动性一般，收益性很好，资产质量很高。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，公司经调整的所有者权益基本保持稳定，仍主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。预计未来随着留存收益的累积，公司经调整的所有者权益将小幅提升，资本实力仍将保持相对稳定。

跟踪期内，公司通过外部融资支持张园城市更新项目、昌化路 600 弄 1-5 号房屋收购以及南京西路 1699 号商业改造工程等的项目建设投入，公司财务杠杆水平有所提升，但仍保持在相对合理水平。未来随着项目建设的逐步推进，公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务规模和财务杠杆率预计仍将有所增长。

表 14：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021（追溯前）	2021（追溯后）	2022
总资产	72.14	117.26	186.36	195.97
非流动资产占比	51.23	76.88	83.31	87.01
经调整的所有者权益合计	33.17	31.08	84.26	85.17
资产负债率	54.02	73.49	54.79	56.54
总资本化比率	35.76	67.75	43.77	48.03

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流分析

<sup>3</sup> 追溯调整前，2022 年投资性房地产期初数为 75.43 亿元，因公司将投资性房地产的计量方法由成本模式变更为公允价值模式而追溯调整增加 61.44 亿元，同时因新增子公司闸北公租房追溯调整增加 3.36 亿元，追溯调整后 2022 年投资性房地产期初数变更为 140.23 亿元。

跟踪期内，公司收入质量有所提升，经营活动获现能力仍保持小幅净流入态势；同时张园城市更新项目等项目的投资导致公司投资活动现金流呈现大额净流出态势；公司主要依赖外部融资完成上述项目投资及建设期债务的付息偿付，跟踪期内公司筹资活动现金呈现大额净流入状态。

跟踪期内，公司收入仍主要来自于物业管理、装饰工程、房屋租赁和动迁服务等业务，收入规模受免租政策和装饰工程板块大规模开展集团内项目影响而有所降低。公司销售商品、提供劳务收到的现金主要为收到的物业管理费、各类租金和工程回款，跟踪期内因装饰工程板块收到前期计入合同资产的工程款项，公司收现比增长至 1 以上。

经营活动净现金流方面，2022 年以来，公司购买商品、接受劳务支付的现金规模仍保持相对稳定；同时往来款项造成的现金流入/流出，收支相抵后对净现金流影响不大。2022 年，公司经营活动净现金流仍保持小幅净流入态势。

跟踪期内，公司投资活动现金流入规模依然较小，同时张园城市更新项目、昌化路 600 弄 1-5 号房屋收购以及南京西路 1699 号商业改造工程等项目的投资导致公司投资活动现金流呈现大额净流出态势，净流出规模较上年有所减小。

如前所述，公司主要依赖外部融资完成上述项目投资及建设期债务的付息偿付，跟踪期内公司筹资活动现金呈现大额净流入状态。总体来看，公司通过外部债务融资基本可以覆盖资金缺口，并保持一定规模的现金及现金等价物余额。

表 15：近年来公司现金流情况（亿元、X）

	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	4.58	1.00	1.19
投资活动产生的现金流量净额	-3.49	-55.16	-11.72
筹资活动产生的现金流量净额	0.98	44.70	10.20
现金及现金等价物净增加额	2.06	-9.45	-0.33
收现比	0.67	0.93	1.11

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 偿债能力

跟踪期内，公司债务规模整体呈增长态势，债务期限结构趋于合理，与其业务特征相匹配；公司 EBITDA 主要由费用化利息构成，跟踪期内有所增长，但利息支出增长幅度较大，EBITDA 和经营活动净现金流对利息的保障能力进一步弱化。

跟踪期内，随着项目建设投资需求，公司外部债务融资不断推升，债务规模持续增长，2022 年末债务同比增长 20% 左右。公司债务以银行借款、应付债券为主，且银行借款多为信用借款。2022 年以来公司短期债务占比持续降低，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

表 16：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

金额	2023	2024	2025	2026	2027	2028 及以上
银行借款	21.90	9.18	3.31	-	-	9.41
债券融资	55.97	9.00	27.00	8.50	-	11.47
合计	77.87	18.18	30.31	8.50	-	20.88

注：上表不考虑债务利息。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由费用化利息支出构成，跟踪期内有所增长。公司债务于 2021 年下半年开始快速增长，因此 2022 年全年利息支出较 2021 年同比大幅上涨，总体来看公司 EBITDA 对债务利息的覆盖能力有所弱化。同时，因利息规模快速增长的原因，公司经营活动净现金流无法覆盖债务利息且覆盖能力进一步弱化。

表 17：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022
总债务	18.47	65.59	78.72
短期债务占比	41.94	33.84	23.54
EBITDA	6.21	1.26	1.81
EBITDA 利息覆盖倍数	8.57	0.66	0.44
经营活动净现金流利息覆盖倍数	6.31	0.52	0.29

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模较大，截至 2022 年末，公司受限资产占当期末总资产的 39.90%，抵质押融资空间较小。或有负债方面，截至 2022 年末，公司无对外担保。

表 18：截至 2022 年末公司受限资产情况表（亿元）

项目	2022 年末账面价值	受限原因
货币资金	0.60	保函保证金、保证金账户、司法冻结及工商注销被冻结等
应收账款	0.02	国君-静安置业丰盛里商业物业资产支持专项计划质押
投资性房地产	73.84	丰盛里商业物业及其占有范围内的土地使用权因国君-静安置业丰盛里商业物业资产支持专项计划抵押；张园城市更新项目因银团贷款抵押
在建工程	3.73	银行项目贷款抵押
合计	78.20	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

未决诉讼方面，绿地控股集团有限公司（以下简称“绿地控股”）就第三人苏州翡翠国际社区置业有限公司（以下简称“翡翠国际”）股权转让纠纷向上海市浦东新区人民法院起诉公司子公司沪中房地产、静安公房等五方，要求包括沪中房地产、静安公房等五方共同向翡翠国际补足资产共计人民币 0.90 亿元。截至目前，上海市浦东新区人民法院正在审理过程中，尚未就本案作出判决。公司因此已于 2020 年计提预计负债 0.27 亿元，截至 2022 年末仍为 0.27 亿元。此外，绿地控股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 0.54 亿元。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 4 月，公司近三年未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 假设与预测<sup>4</sup>

### 假设

<sup>4</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

——2023 年，公司仍作为静安区重要的国有资产经营和城市更新开发建设主体，没有显著规模的资产划入或划出。

——2023 年，公司房屋租赁业务收入及盈利水平将有所恢复，其他各业务板块收入及盈利水平将较以前基本稳定。

——2023 年，公司在建项目投资规模预计在 15~20 亿元，无规模较大的股权类投资。

——公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增债务类融资 20 亿元左右。

## 预测

表 19：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率(%)	43.77	48.03	49.05~59.95
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.66	0.45	0.50~0.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

## 流动性评估

**中诚信国际认为，公司流动性强，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。**

截至 2022 年末公司可动用账面资金为 15.94 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2022 年末，公司银行授信总额为 87.16 亿元，尚未使用授信额度为 65.47 亿元，备用流动性较好。此外，静安区经济基础好，区域内国企流动性相对宽裕，有一定企业间临时拆借资金的空间；且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设和债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于张园城市更新项目建设，资金需求约 15~20 亿元。截至 2022 年末，公司一年内到期债务约 18.53 亿元，此外 2022 年公司利息支出已上升至 4.15 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模增加而增加。综上所述，公司流动性强，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

## ESG 分析<sup>5</sup>

**中诚信国际认为，公司主营业务面临环境风险较小，近年来未发生重大安全生产事故以及劳动诉讼事项，战略规划清晰，内控和治理结构相对健全。**

<sup>5</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

环境方面，截止目前，公司在资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好。

社会方面，公司在开展房屋租赁、征迁服务等业务时会涉及部分合同纠纷。公司员工激励机制、培养体系较为健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故，也未出现产品责任事件。

治理方面，公司近年来高级管理人员有所变动，整体公司治理稳定性一般。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

## 外部支持

### 中诚信国际认为，静安区政府的支持能力很强，主要体现在以下方面：

静安区作为上海市传统的重要中央商务区，区内汇集了众多高端商业商务楼宇，众多跨国公司总部在此集聚，近年来静安区服务经济、总部经济、楼宇经济、外向型经济等特色产业持续发展。同时，近年来静安区注重培育产业发展新动能，重点发展商贸服务、金融服务、专业服务、数据智能、文化创意、生命健康等六大产业，形成了创新型的高端化、国家化现代服务体系，为全区经济、财政实力增长提供了有力支撑。2022 年，静安区 GDP 在上海市 16 个区中排名第 5 位、一般公共预算收入在在上海市 16 个区中排名第 3 位。同时，近年来静安区政府融资规模呈下降趋势，2022 年末，静安区地方政府债务余额 419.66 亿元，较 2021 年末减少 15.75 亿元。截至 2022 年末，静安区政府债务率（78.6%）低于国际 100%警戒标准，在上海市 16 个区中排名中游。

### 同时，静安区政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性较强：公司是静安区国资委下属国有企业，作为静安区重要的国有资产经营和城市更新开发建设主体，主要负责公房管理维护、其他各类国有房产的经营和装饰工程业务；2021 年以来，公司受区政府委托全面负责张园城市更新项目的开发建设。公司与区内部分平台职能定位有所重合，但各自分工明确，资产规模在静安区国资委管理资产中占较大，区域重要性较强。
- 2) 与政府的关联度高：公司由静安区国资委直接控股，根据区政府意图承担张园城市更新及其他片区改造的投融资任务，股权结构和业务开展均与区政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度一般：2020~2022 年公司获得计入营业外收入的政府补助 0.70 亿元、0.64 亿元和 0.01 亿元。如前所述，2022 年静安区国资委将闸北公租房公司 100%股权无偿划转给公司，增加公司资本公积 7.11 亿元。

表 20：静安区级类平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润
上海静安新静安（集团）有限公司	静安区国资委 100%	静安区最重要的城市更新和资产运营主体，负责房地产开发、基建代建、物业租赁和酒店经营	192.06	69.37	63.88	5.70	1.97
上海市北高新（集团）有限公司	静安区国资委 100%	市北高新产业园区的产业开发及经营主体，承担了市北高新园区内产业载体的开发、建设和管理以及数据中心的建设与	399.45	120.65	69.79	28.57	1.46

		运营					
上海静安置业（集团）有限公司	静安区国资委 100%	静安区重要的国有资产经营和城市更新开发建设主体。负责公房管理维护、其他各类国有房产的经营和装饰工程；城市更新方面主要负责张园城市更新项目	195.97	85.17	56.54	6.47	-0.16
上海大宁资产经营（集团）有限公司	静安区国资委 100%	承担大宁区域运营商职能，重点开发并经营大型城市综合体	262.49	90.09	65.68	5.24	-1.73
上海静安投资（集团）有限公司	静安区国资委 100%	静安区重要的国有资产经营和城市更新开发建设主体，主要开展资产运营、城市更新和类金融等业务	168.14	56.85	66.19	1.45	0.30
上海北方企业（集团）有限公司	静安区国资委 100%	负责静安区内直管公房的管理修缮和老旧城区的动迁改造	111.17	29.99	73.02	0.77	0.03

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，静安区政府很强的支持能力和对公司较强的支持意愿可为公司带来较强的外部支持。

## 同行业比较

中诚信国际认为，静安置业与静安投资、大宁资产等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，以上企业均属于静安区国资委控股国有企业，静安区政府对上述公司均具有较强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，静安置业与可比公司均位于上海市静安区，静安区经济总量、财政实力和财政平衡能力在上海市各区中排名前列，对当地平台企业的支持能力很强。静安置业作为静安区重要的国有资产经营和城市更新开发建设主体，与静安投资和大宁资产均为静安区国资委实际控制的重要平台，静安区政府对上述平台均有较强的支持意愿。

其次，静安置业的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对其的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，主业发展突出。

此外，静安置业的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产规模处于比较组平均水平，权益规模略高于比较组，总体资本实力较强；公司债务规模处于比较组平均水平，财务杠杆水平不高且结构合理；公司经营活动现金流处于比较组平均水平，但 EBITDA 偏低，对债务利息的保障能力较弱；公司近 3 年融资额低于平均水平，债券市场认可度较高，可用银行授信充足，再融资能力较强。

表 21：2022 年同行业对比表

	静安置业	静安投资	大宁资产
最新主体信用等级	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
地区	上海市-静安区	上海市-静安区	上海市-静安区
GDP（亿元）	2,627.97	2,627.97	2,627.97
GDP 增速(%)	-1.50	-1.50	-1.50
人均 GDP（万元）	27.20	27.20	27.20
一般公共预算收入（亿元）	279.42	279.42	279.42
公共财政平衡率(%)	86.06	86.06	86.06
政府债务余额（亿元）	419.66	419.66	419.66

控股股东及持股比例	静安区国资委 100%	静安区国资委 100%	静安区国资委 100%
职能及地位	静安区重要的国有资产经营和城市更新开发建设主体，业务范围主要包括物业管理、动迁服务、装饰工程和房地产租赁等	静安区重要的国有资产经营和城市更新开发建设主体，主要开展资产运营、城市更新和类金融等业务	主要承担静安区中北部城市建设，是静安区“一轴三带”发展战略中环南翼的建设主体，经营范围包括旧区改造、物业租赁、贸易销售和工程施工等
核心业务及收入占比	物业管理 21.74%、装饰工程 30.89%、房屋租赁 37.65%	资产运营业务 86.60%、类金融业务 13.40%	商业服务 79.85%、网点经营 16.82%
总资产（亿元）	195.97	168.14	262.49
经调整的所有者权益合计（亿元）	85.17	56.85	68.42
总债务（亿元）	78.72	64.21	148.56
总资本化比率(%)	48.03	53.04	68.47
营业总收入（亿元）	6.47	1.45	5.24
净利润（亿元）	-0.16	0.30	-1.73
EBITDA（亿元）	1.81	1.29	4.96
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.44	0.58	0.74
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.19	3.42	-2.51
可用银行授信余额（亿元）	65.47	7.50	57.52
债券融资余额（亿元）	55.94	60.00	110.06

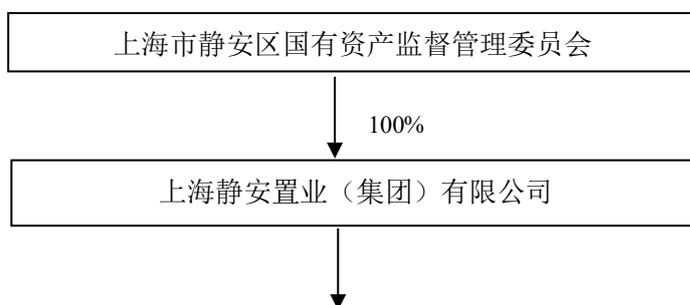
注：1、债券融资余额均为 2023 年 6 月 2 日数据，统计口径含资产支持证券；2、静安置业可用银行授信余额截至 2022 年末、静安投资和大宁资产可用银行授信余额截至 2023 年 3 月末。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

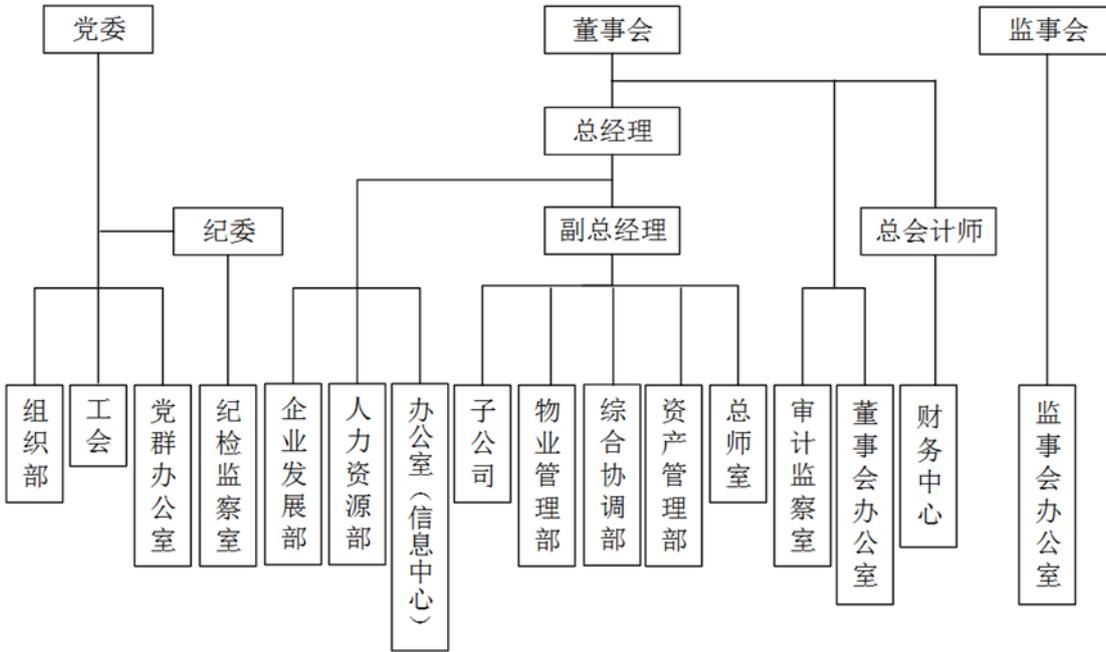
## 评级结论

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

## 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 2022 年末）



序号	一级子公司名称	注册资本（万元）	持股比例(%)
1	上海静安城市更新建设发展有限公司	238,000.00	100.00
2	上海沪中房地产联合发展有限公司	8,000.00	100.00
3	上海静安公房资产经营有限公司	2,000.00	100.00
4	上海新静安建筑装饰材料有限公司	2,000.00	100.00
5	上海市静安区房地产开发经营有限公司	2,000.00	100.00
6	上海巨星物业有限公司	1,000.00	100.00
7	上海市静安第一房屋征收服务事务有限公司	1,000.00	100.00
8	上海创家房屋拆迁有限公司	900.00	100.00
9	上海静安置业物业管理有限公司	500.00	100.00
10	上海静安置业房屋置换有限公司	500.00	100.00
11	上海市静安房产市场有限公司	500.00	100.00
12	上海张宅物业有限公司	130.00	100.00
13	上海宝翔物业有限公司	100.00	100.00
14	上海康定物业管理有限公司	50.00	100.00
15	上海延中物业管理有限公司	50.00	100.00
16	上海静岑企业发展有限公司	980.00	100.00
17	上海静安文化传媒投资有限公司	1000.00	100.00
18	上海浩安危旧房开发经营公司	500.00	100.00
19	上海市闸北公共租赁住房投资运营有限公司	73,380.00	100.00
20	上海锦迪城市建设开发有限公司	5,000.00	70.00
21	上海静安建筑装饰实业股份有限公司	5,000.00	68.19
22	上海静安置业股份有限公司	3,000.00	80.72
23	上海馨怡科技有限公司	1000.00	60.00
24	上海静安地铁投资有限公司	40,000.00	50.00
25	上海静安置业设计有限公司	258.00	50.00



资料来源：公司提供

## 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）	2020	2021（追溯前）	2021（追溯后）	2022
货币资金	187,107.50	122,015.00	158,538.43	165,466.87
非受限货币资金	178,438.30	115,812.54	152,335.97	159,430.93
应收账款	15,820.63	7,040.21	7,045.68	13,390.82
其他应收款	80,572.97	89,323.75	89,255.47	24,720.12
存货	31,510.74	24,480.30	27,978.76	24,016.62
长期投资	31,243.65	31,301.61	31,301.61	32,253.11
在建工程	15,644.01	73,986.87	74,043.41	107,322.69
无形资产	999.53	1,089.58	1,264.71	1,114.39
总资产	721,366.97	1,172,639.11	1,863,584.68	1,959,687.66
其他应付款	155,182.78	156,770.56	157,170.37	93,565.24
短期债务	77,447.21	221,937.39	221,937.39	185,324.23
长期债务	107,206.15	433,925.17	433,925.17	601,894.74
总债务	184,653.36	655,862.56	655,862.56	787,218.97
总负债	389,652.61	861,805.36	1,021,005.45	1,107,958.28
利息支出	7,246.07	19,172.55	19,172.55	41,459.78
经调整的所有者权益合计	331,714.36	310,833.75	842,579.23	851,729.38
营业总收入	146,395.86	87,742.20	90,053.60	64,708.71
经营性业务利润	41,322.87	-18,975.78	-9,033.33	-20,348.37
其他收益	1,131.76	757.72	1,093.40	6,033.74
投资收益	3,120.60	3,245.89	3,245.89	4,678.40
营业外收入	7,208.74	7,544.51	7,599.39	604.59
净利润	33,055.61	-10,153.77	6,943.50	-1,593.95
EBIT	50,993.74	-1,112.98	8,656.17	14,083.59
EBITDA	62,122.12	11,010.49	12,589.61	18,075.88
销售商品、提供劳务收到的现金	97,833.38	81,284.21	83,528.06	71,962.03
收到其他与经营活动有关的现金	99,871.77	258,477.69	259,633.18	87,890.71
购买商品、接受劳务支付的现金	59,818.97	45,206.32	46,799.04	52,924.85
支付其他与经营活动有关的现金	52,824.38	249,487.32	249,953.69	65,642.46
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	105.00
资本支出	32,688.27	549,837.03	550,006.87	98,283.27
经营活动产生的现金流量净额	45,758.13	9,149.86	10,048.18	11,944.69
投资活动产生的现金流量净额	-34,922.54	-538,792.45	-551,555.28	-117,245.64
筹资活动产生的现金流量净额	9,754.91	447,016.83	447,016.83	102,012.57
现金及现金等价物净增加额	20,590.49	-82,625.76	-94,490.28	-3,288.38

财务指标	2020	2021（追溯前）	2021（追溯后）	2022
营业毛利率(%)	48.53	18.45	28.08	21.42
期间费用率(%)	17.64	37.41	35.88	56.96
应收类款项/总资产(%)	13.36	8.22	5.17	1.94
收现比(X)	0.67	0.93	0.93	1.11
资产负债率(%)	54.02	73.49	54.79	56.54
总资本化比率(%)	35.76	67.85	43.77	48.03
短期债务/总债务(%)	41.94	33.84	33.84	23.54
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	6.31	0.48	0.52	0.29
总债务/EBITDA(X)	2.97	59.57	52.10	43.55
EBITDA/短期债务(X)	0.80	0.05	0.06	0.10
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	8.57	0.57	0.66	0.44

注：中诚信国际根据 2021、2022 年审计报告整理；将其他流动负债中的带息债务调整至短期债务。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
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	
现金流	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/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn