



上海大宁资产经营（集团）有限公司 2025 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[2025]跟踪 0790 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 6 月 20 日

本次跟踪发行人及评级结果	上海大宁资产经营（集团）有限公司	AA ⁺ /稳定
本次跟踪债项及评级结果	“21 大宁 MTN001”、“20 大宁 02”、“21 大宁 01”、“21 大宁 02”、“22 大宁 01”	AA ⁺
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。	
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；上海大宁资产经营（集团）有限公司（以下简称“大宁资产”或“公司”）在静安区国有资产经营和城市建设中发挥重要作用，职能定位清晰，资产质量较好，业务经营向好。同时，需关注收入及盈利稳定性不足、期间费用对经营性业务利润侵蚀较大、债务规模较大且财务杠杆率高及受限资产规模较大等因素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。	
调级因素	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

- 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，资产价值较高。

关 注

- 受房产销售周期影响，公司营业收入及盈利水平波动较大，此外，期间费用对经营性业务利润侵蚀较大，尽管跟踪期内，得益于收入大幅增长期间费用率显著下降，但公司费用控制仍面临压力。
- 跟踪期内，公司总债务规模仍较大，财务杠杆水平高，截至2025年3月末总资本化比率已达71.36%。
- 公司投资性房地产、存货因抵押借款而受限，受限规模较大，对公司资产整体流动性产生一定影响。

项目负责人：吴凯琳 klwu@ccxi.com.cn

项目组成员：王晨莉 chlwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

大宁资产（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	262.49	305.84	306.67	306.55
经调整的所有者权益合计 ¹ （亿元）	74.21	78.46	82.29	81.87
负债合计（亿元）	172.39	211.51	214.46	214.77
总债务（亿元）	148.56	187.78	202.18	204.01
营业总收入（亿元）	5.24	6.64	23.71	1.36
净利润（亿元）	-1.73	-0.87	1.11	-0.42
EBIT（亿元）	4.01	4.94	8.91	0.76
EBITDA（亿元）	4.86	4.94	9.55	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-2.51	-39.86	2.68	0.58
营业毛利率（%）	70.36	73.16	46.09	78.74
总资产收益率（%）	1.55	1.74	2.91	0.99*
EBIT 利润率（%）	76.53	74.32	37.59	55.88
资产负债率（%）	65.68	69.16	69.93	70.06
总资本化比率（%）	66.69	70.53	71.07	71.36
总债务/EBITDA（X）	30.57	38.02	21.16	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.83	0.89	1.45	--
FFO/总债务（X）	-0.02	-0.25	0.06	-0.03*

注：1、中诚信国际根据公司提供的其经中华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年度审计报告、其经上海华皓会计师事务所（普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2024 年度审计报告及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理。其中，2022 年及 2023 年财务数据分别采用了 2023 年及 2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数；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，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

本次跟踪情况

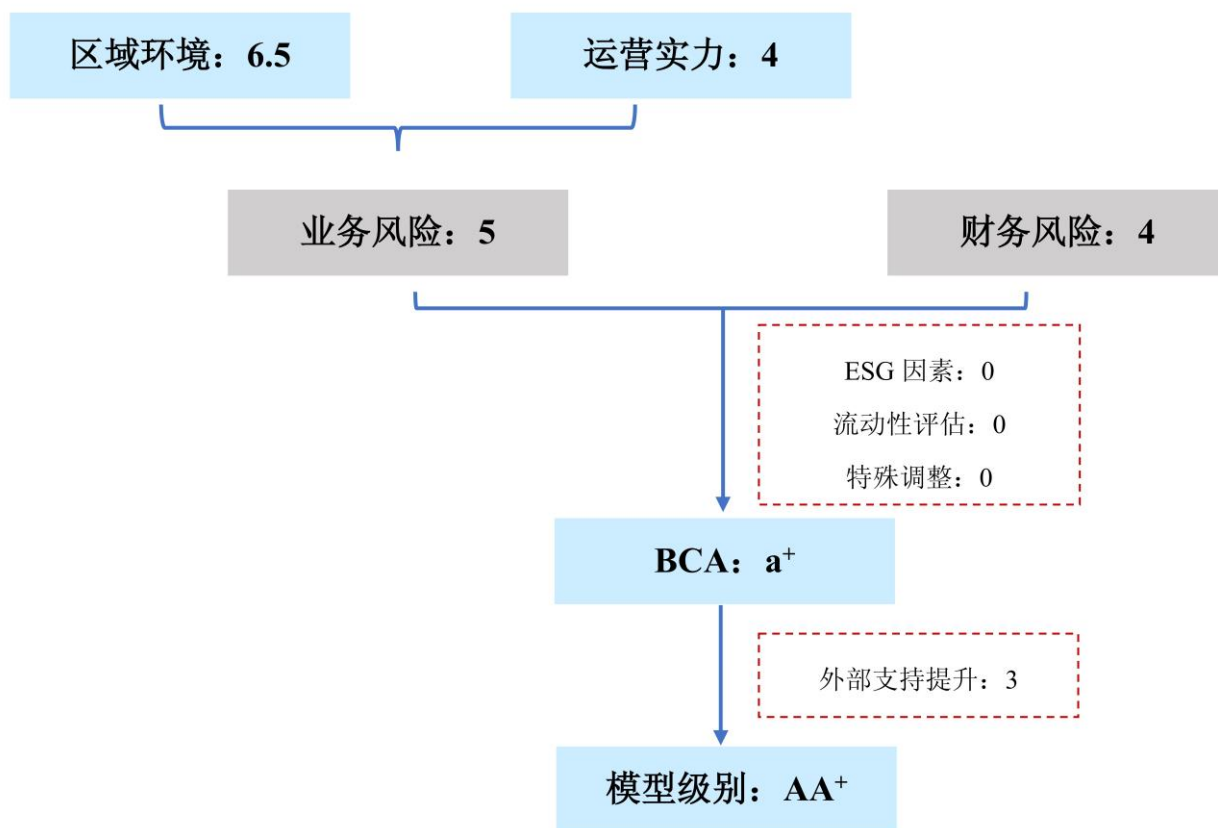
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
21 大宁 MTN001	AA+	AA+	2024/06/25 至本 报告出具日	7/7	2021/03/09~2026/ 03/09	--
20 大宁 02	AA+	AA+	2024/06/25 至本 报告出具日	1/1	2020/09/14~2027/ 09/14（5+2）	调整票面利率、回售
21 大宁 01	AA+	AA+	2024/06/25 至本 报告出具日	5/5	2021/04/06~2028/ 04/06（5+2）	调整票面利率、回售
21 大宁 02	AA+	AA+	2024/06/25 至本 报告出具日	5/5	2021/10/12~2028/ 10/12（5+2）	调整票面利率、回售
22 大宁 01	AA+	AA+	2024/06/25 至本 报告出具日	8/8	2022/07/12~2029/ 07/12（5+2）	调整票面利率、回售

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
大宁资产	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/06/25 至本报告出具日

¹ 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等，大宁资产 2022~2024 年及 2025 年 3 月末上述调整项金额分别为 15.88 亿元、15.88 亿元、9.91 亿元和 9.91 亿元，均为当期末永续债余额。

评级模型

上海大宁资产经营(集团)有限公司评级模型打分(C210300_2024_01_2025_1)



注：

调整项：当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

个体信用状况（BCA）：受债务规模攀升、总资本化比率提高等因素影响，公司个体信用状况由 aa⁻调整至 a⁺。

外部支持：静安区政府有很强的支持能力且对公司的支持意愿较强，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，大宁资产作为静安区“一轴三带”发展战略中环南翼的建设主体，承担大宁区域城市建设运营商的业务职能，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。

方法论：中诚信国际城市产业投资运营行业评级方法与模型 C210300_2024_01²

² 变更评级方法与模型的说明：上海大宁资产经营（集团）有限公司前次所使用的评级方法与模型为《中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2024_04》，本次评级使用《中诚信国际城市产业投资运营行业评级方法与模型 C210300_2024_01》，本次更换评级方法与模型的主要原因是公司承担大宁区域城市建设运营商的业务职能，目前核心业务为资产经营及城市更新业务，据此《中诚信国际城市产业投资运营行业评级方法与模型 C210300_2024_01》将更有利于准确评价上海大宁资产经营（集团）有限公司的信用水平。本次更换评级方法与模型对评级结果不产生影响。

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接 https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVCOwNlnY7FvBMhw

区域环境

中诚信国际认为，静安区区位优势明显，政治经济地位重要，经济财政实力在上海市内领先，再融资环境较好，潜在的支持能力很强。

静安区位于上海市中心区域，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，经济财政实力在上海市内领先。2024 年，静安区一般公共预算收入同比增长 5.01%，其中税收收入占比呈下降趋势但仍维持在 80%以上。2024 年，静安区土地出让收入激增带动政府性基金收入大幅增长。再融资环境方面，静安区广义债务率水平不高，同时区内平台的融资主要依赖银行和直融等渠道，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 1：近年来静安区地方经济财政实力

项目	2022	2023	2024	2025.1~3
GDP（亿元）	2,627.97	2,846.03	3,369.93	834.42
GDP 增速（%）	-1.50	7.00	3.70	5.40
人均 GDP（万元）	27.94	30.39	36.26	--
固定资产投资增速（%）	2.5	20.9	10.0	--
一般公共预算收入（亿元）	279.42	287.80	302.22	90.20
政府性基金收入（亿元）	170.28	108.63	277.57	--
税收收入占比（%）	86.30	85.42	81.73	--
公共财政平衡率（%）	86.06	83.19	86.29	130.20

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%，2024 年人均 GDP 使用 GDP/常住人口计算。

资料来源：上海市人民政府、上海市统计局、上海市统计年鉴，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍作为静安区“一轴三带”发展战略中环南翼的建设主体，承担大宁区域城市建设运营商的业务职能，地位保持不变，具有较强的业务竞争力，具体开展商业服务、城市更新、网点经营等业务。受市场环境影响，公司所持商业综合体的出租率及租赁价格整体有所下滑；网点经营业务运营较为稳定；随着宁嘉馨苑实现交付，带动收入大幅增长，但在建项目尚需投资规模较大。

表 2：2022~2024 年及 2025 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

业务	2022			2023			2024			2025.1~3		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商业服务	4.18	79.85	71.34	5.10	76.81	73.67	4.64	19.57	70.52	1.14	84.07	81.54
城市更新	0.40	7.56	69.74	0.53	7.91	85.61	14.63	61.73	64.36	0.00	0.20	-220.54
网点经营	0.58	11.06	63.11	0.85	12.80	67.03	0.90	3.78	73.03	0.20	14.49	74.11

商业综合体销售	--	--	--	--	--	--	3.43	14.49	38.09	--	--	--
其他	0.08	1.46	73.65	0.16	2.38	80.61	0.02	1.35	57.51	0.02	1.24	-8.78
合计	5.24	100.00	70.36	6.64	100.00	73.16	23.71	100.00	46.09	1.36	100.00	78.74

注：2024 年商业综合体销售收入系无锡办公楼售卖收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

商业服务板块，跟踪期内，公司商业服务板块的业务模式未发生变化，通过前期股东注入以及自建或收购取得的商业项目提供商业综合体管理服务及其他商务服务，业务稳定性较好。公司商业综合体管理服务分为租赁服务和非租赁服务，其中租赁服务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服务。跟踪期内，公司已出租物业的租金水平在同区域处于中等水平，受市场行情影响，部分商户退租，导致公司部分物业资产出租率有所下降，但整体运营情况良好。

表 3：截至 2025 年 3 月末公司已运营物业租赁情况（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	2022 年租金收入	2023 年租金收入	2024 年租金收入	2025 年一季度租金收入
大宁音乐广场	11.74	6.43	67.19%	4.93	0.72	1.00	0.63	0.20
大宁中心广场二期	6.38	5.38	72.58%	4.05	1.08	1.06	0.97	0.17
大宁中心广场三期	15.91	6.57	60.00%	4.50	0.13	0.25	0.18	0.07
大宁中心广场四期	5.55	2.76	63.06%	4.19	0.24	0.24	0.25	0.06
大宁星光耀广场	3.16	2.15	100.00%	4.35	0.14	0.30	0.29	0.07
大宁人才公寓	3.83	3.37	81.27%	2.95	0.26	0.26	0.26	0.06
大宁中环广场	7.16	3.64	68.68%	3.91	0.11	0.29	0.30	0.07
君庭广场	5.18	2.68	69.03%	2.31	0.12	0.25	0.24	0.04
启迪大厦	2.68	2.34	40.97%	4.04	0.25	0.21	0.16	0.03
华清大厦	2.12	1.92	49.25%	3.71	0.16	0.18	0.14	0.03
大宁欧洲城	3.36	3.32	48.19%	4.29	0.00	0.00	0.22	0.06
合计	67.07	40.56	--	--	3.21	4.04	3.64	0.86

注：1、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；2、大宁中心广场二期、三期建筑面积包括无证及临时建筑面积；3、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；4、可租面积包括商业及办公，不含自用部分。

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（大宁中心广场一期）项目分为商业和办公两部分，定位为集精品百货、餐饮美食、地方特色、休闲娱乐、甲级写字楼、停车场为一体的商业综合体，跟踪期内整体运营情况良好，前五大租户未变，整体出租率较去年同期末有所下滑，平均日租金基本持平。

表 4：截至 2025 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
上海盛棱企业管理服务有限公司	2023/7/1-2029/5/15	7,257.59	1,470.36
阿科玛（中国）投资有限公司上海分公司	2023/4/1-2028/3/31	3,650.74	666.24
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	300.00
上海翌恒网络科技有限公司	2016/7/1-2026/6/30	4,912.00	448.20
耐克商业（中国）有限公司	2016/6/12-2026/9/11	942.00	221.12
合计	--	20,133.90	3,105.92

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，跟踪期内前五大租户未变，整体出租率较去年小幅下滑，平均日租金同比小幅增长。

表 5：截至 2025 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	2020/2/29-2028/12/31	6,797.21	930.37
	2018/11/1-2028/12/31	5,163.34	716.16
上海迈睿数智营销服务有限公司	2019/4/15-2025/4/14	7,587.15	941.56
安川电机（中国）有限公司	2019/8/15-2025/8/14	3,632.00	551.48
苏州亿腾药品销售有限公司	2018/7/16-2025/8/31	3,236.52	531.59
西诺迪斯食品（上海）有限公司	2018/7/16-2026/7/15	3,011.51	461.66
合计	--	29,427.73	4,132.82

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

大宁中心广场三期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。大宁中心广场三期南区 A1、A2 楼为飞利浦设立的地区总部及研发中心量身定制，跟踪期内整体出租率有所下滑，平均日租金较去年同期有所增长。

大宁中心广场四期项目（757 项目）定位为高端商务办公楼，跟踪期内前五大租户未发生变动，整体出租率和平均日租金则较去年同期略有下降。

表 6：截至 2025 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	2020/12/1-2025/12/31	3,022.83	446.85
	2021/10/1-2025/12/31	616.47	91.13
	2021/9/1-2025/12/31	1,819.65	268.99
上海信谊联合医药药材有限公司	2020/4/1-2025/12/31	1,819.65	268.99
	2021/12/1-2025/12/31	1,819.65	268.99
上海医药集团信谊洋浦有限公司上海分公司	2020/4/1-2025/12/31	1,819.65	268.99
上海信谊医药有限公司	2020/4/1-2025/12/31	1,819.65	268.99
上海信谊天一药业有限公司	2020/4/1-2025/12/31	1,819.65	268.99
合计	--	14,557.20	2,151.92

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

大宁星光耀广场系公司外购所得，共三栋楼宇，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，跟踪期内出租率仍保持 100%，8 号楼作为人才公寓已于 2020 年 5 月份开始出租。跟踪期内主要租户未发生变动，平均日租金较上年同期持平。

表 7：截至 2025 年 3 月末大宁星光耀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
上海江程资产管理有限公司	2018/8/1-2028/7/31	14,859.81	2,416.80
创域智慧科技（上海）有限公司	2023/3/1-2028/2/29	6,620.95	1,014.96
合计	--	21,480.76	3,431.76

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司经营灵石路、止园路、大宁星光耀人才公寓和慧景公寓共 4 处人才公寓项目，跟踪期内，大宁人才公寓整体运营稳定，出租率较上年同期略有下降，平均日租金与上年同期持平。

大宁中环广场项目为公司旗下的中环地标级商业综合体，跟踪期内前五大租户未发生变动，整体出租率及平均日租金与上年同期持平。

表 8：截至 2025 年 3 月末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	1,716.84
上海瑞慈瑞延门诊部有限公司	2022/11/15-2028/11/14	4,488.36	753.60

悠裕（上海）食品科技有限公司	2021/7/1-2026/6/30	1,834.11	281.16
上海傲云企业管理有限公司	2022/10/1-2025/9/30	1,385.87	222.60
上海真霖商贸有限公司	2022/11/1-2025/10/31	158.33	29.52
合计	--	20,932.59	3,003.72

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

君庭广场系公司于 2020 年收购所得，位于上海新江湾城，主要由商业综合体运营产生收益。跟踪期内前五大租户变动较大，整体出租率较上年同期有所下滑，平均日租金基本持平。

表 9：截至 2025 年 3 月末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
上海柏艾企业管理有限公司	2023/3/15-2028/3/14	3,557.19	476.07
披云网络科技集团有限公司	2024/11/1-2027/10/31	627.5	109.94
上海柏艾企业管理有限公司	2021/6/1-2031/5/31	4,588.68	603.79
周林	2025/1/5-2028/1/4	3,645.39	229.52
上海粤鲜餐饮管理有限公司	2023/8/4-2028/8/3	1,706.28	211.75
合计	--	14,125.04	1,631.07

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

启迪大厦和华清大厦系公司于 2021 年收购所得，主要由商业综合体运营产生收益。跟踪期内，启迪大厦及华清大厦的前五大租户发生变动，整体出租率及平均日租金较去年同期末均有下降。

表 10：截至 2025 年 3 月末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	2,439.37	329.81
阳光财产保险股份有限公司上海市分公司	2022/6/1-2025/5/31	1,619.66	113.31
上海刘春雷律师事务所	2020/10/1-2025/9/30	624.60	68.39
上海焕知科技有限公司	2024/1/5-2027/1/4	1,323.64	183.59
苏州西门子电器有限公司上海分公司	2022/11/16-2025/11/15	1,042.21	113.10
合计	--	7,049.48	808.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 11：截至 2025 年 3 月末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	559.77
上海寰宇乾堃航天科技有限公司	2023/5/1-2026/4/30	509.57	78.12
上海市静安区机关事务管理局	2024/7/1-2029/6/30	1,239.81	76.93
上海上咨规划建筑设计有限公司	2025/3/1-2028/2/29	648.23	41.01
北京金道天成信息系统有限公司上海分公司	2021/10/1-2027/9/30	708.79	78.26
合计	--	7,976.84	834.09

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

大宁欧洲城系公司于 2023 年末收购所得，主要开发经营位于洛川东路的东方明珠欧洲城商业一条街，收入主要来自于房屋租赁、停车位租赁和物业管理。跟踪期内，受部分楼宇提质改造影响，强制清退部分租户，致使大宁欧洲城整体出租率大幅下降，此外，受管理费上涨影响，平均日租金随之增长。

表 12：截至 2025 年 3 月末大宁欧洲城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
上海文化广播影视集团有限公司	2024/7/1-2026/6/30	6,194.34	721.13
上海新人人企业管理有限公司	2024/7/1-2029/6/30	3,029.29	364.88

申万宏源证券有限公司上海静安区洛川东路证券营业部	2024/7/1-2025/6/30	970.30	143.39
中国银行股份有限公司上海市闸北支行	2024/7/1-2029/6/30	500.00	155.12
中国农业银行股份有限公司上海闸北支行	2024/7/1-2029/6/30	1,360.00	297.84
合计	--	12,053.93	1,682.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

城市更新板块，跟踪期内，宁嘉馨苑（天目社区 C07-0102 单元 20B-01 地块住宅项目）实现交付，确认收入 14.39 亿元，仍余少量商品房及车位未销售；静安区天目社区 C07-0102 单元 07-03 地块住宅项目建设持续推进；静安区 238 街坊零星旧改项目系 2023 年静安区体量最大的零星旧城区改建项目，预计总投资 85.49 亿元，目前仍处于前期征收阶段，已同银行签署《静安区 238 街坊零星旧改项目银团贷款合同》，合同总金额为 65.72 亿元，借款期限为 10 年。

表 13：截至 2025 年 3 月末公司已完工、在建及拟建项目情况表（万平方米、亿元）

项目名称	项目类型	建筑面积	建设进度	建设周期	总投资	已投资	已销售回款
静安区天目社区 C07-0102 单元 20B-01 地块住宅项目（宁嘉馨苑）	住宅	2.66	已交付	2020.10-2023.10	13.99	13.18	16.08
静安区天目社区 C07-0102 单元 07-03 地块住宅项目	住宅	2.39	建设阶段	2023.11~2026.11	12.19	8.91	--
静安区 238 街坊零星旧城区改建项目	旧改	8.86（暂估）	前期征收阶段	待定	85.49（暂估）	60.49	--
总计	--	13.91	--	--	111.67	82.58	16.08

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

老旧房产动迁板块，公司名下部分存量老旧房产处于旧区改造的范围内，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。该业务依据政府旧区改造总体规划进行，跟踪期内公司动迁收入规模与上年基本持平。

表 14：2022~2024 年及 2025 年 1~3 月公司旧区动迁情况（处、平方米、亿元）

	2022	2023	2024	2025.1~3
动迁数量	3	2	3	0
建筑面积	488.03	947.84	550.37	0
动迁补偿	0.09	0.24	0.24	0

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

网点经营板块，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，其中少量物业资产由于历史原因无产证，同时亦包括部分产权和使用权分离的房产。跟踪期内，公司网点经营业务模式未发生改变。公司进行拍卖的主要是仅有使用权的房产。跟踪期内，公司未处置旧物业资产。截至 2025 年 3 月末，公司尚未处置的存量房产共 125 处，主要分布于共和新路板块、上海火车站板块、广中西路板块以及苏河湾板块，地理位置优越，开发较成熟，总计建筑面积 11.80 万平方米，出租率 93.2%。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，2024 年旧物业出租收入较上年小幅增长。

表 15：近年来公司商业网点经营情况（处、平方米、万元）

项目名称	2022	2023	2024	2025.1~3
拍卖数量	3	1	0	0
建筑面积	1,105.76	1,883.00	0	0
处置收入	3,015.91	2,898.31	0	0

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，2024 年随着股东增资，公司自有资本实力进一步夯实，城市更新项目建设不断投入，推升债务规模增长，财务杠杆率持续小幅上升。2024 年随着项目销售资金回流，公司经营活动净现金流呈流入状态，但仍无法覆盖利息支出；跟踪期内，公司盈利有所改善，EBITDA 保持增长，其对债务本息的覆盖有所提升；此外，通畅的融资渠道能较好保障其现金流需求，后续需关注未来盈利水平及财务杠杆水平变化情况。

盈利能力

公司收入主要来源于商业服务、城市更新、商业综合体销售等收入，受城市更新项目开发销售节奏影响，收入存在一定波动，其中 2024 年营业总收入实现大幅增长，主要系当年宁嘉馨苑交付及无锡办公楼销售。同期，受收入结构变化影响，公司营业毛利率有所下降。期间费用方面，随着业务发展，公司主要由管理费用和财务费用构成的期间费用保持小幅上涨，但得益于 2024 年收入的较快增长，当年期间费用率显著下降，但整体来看，公司费用控制能力仍面临波动压力。公司利润总额主要来源于经营性业务利润，2024 年扭亏为盈，但需关注各业务板块后续盈利稳定性。

表 16：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2022	2023	2024	2025.Q1
营业毛利率	70.36	73.16	46.09	78.74
期间费用合计	7.66	6.99	7.05	1.63
期间费用率	146.14	105.20	29.74	120.15
其他收益	2.06	1.81	1.26	0.09
经营性业务利润	-2.15	-0.81	3.44	-0.60
利润总额	-1.16	-0.40	2.72	-0.42
EBIT 利润率	76.53	74.32	37.59	55.88

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

跟踪期内，公司存货增加并带动资产规模呈增长趋势，但增速已显著放缓。公司资产结构中非流动资产占比较高，非流动资产主要系投资性房地产，采用公允价值计量，投资性房地产主要系公司自持的商业综合体，整体规模较大且对公司收益及现金流的贡献度很高，资产收益性较好，但受限规模较大。流动资产主要由存货、交易性金融资产、其他应收款和货币资金构成。其中，存货主要系城市更新项目投入，随着建设推进，存货规模保持增长；公司其他应收款仍主要系应收上海中亚商业（集团）有限公司（以下简称“中亚集团”）的款项，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；交易性金融资产主要系公司利用闲置资金购买的短期保本结构性存款产品；公司货币资金未受限，流动性强。随着城市更新项目投入的放缓、预收房款的结转以及资金使用效率的进一步提高，2024 年末公司负债总额较上年末基本持平，但以银行间接融资及债券融资

的有息债务保持增长趋势。所有者权益方面，受益于股东增资到位，带动公司所有者权益上升。综上，2024 年以来公司财务杠杆比率整体仍处于高位。

表 17：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2022	2023	2024	2025.3
资产总计	262.49	305.84	306.67	306.55
非流动资产占比	66.64	58.87	59.05	59.09
经调整的所有者权益合计	74.21	78.46	82.29	81.87
总债务	148.56	187.78	202.18	204.01
短期债务/总债务	19.87	4.74	14.95	14.81
资产负债率	65.68	69.16	69.93	70.06
总资本化比率	66.69	70.53	71.07	71.36

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流及偿债情况

2024 年公司无锡办公楼实现销售，加之城市更新项目投资有所放缓，全年经营活动净现金流呈净流入。2024 年公司购买了结构性存款，全年投资活动产生的现金流呈净流出。公司通过筹资活动现金流来弥补投资活动产生的资金缺口，主要依靠银行借款、发行债券、股东资金支持等来筹集资金。偿债能力方面，2024 年公司经营活动净现金流转正，但仍无法覆盖利息支出，EBITDA 受益于经营规模的扩大保持增长，其对债务本息的覆盖能力有所增强。同时，截至 2025 年 3 月末，公司可动用账面资金为 20.28 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源；同期末，公司银行授信总额为 177.26 亿元，尚未使用授信额度为 83.83 亿元，备用流动性充足。整体来看，公司较为充裕的资金储备以及畅通的外部融资渠道可为到期债务偿付提供有力支撑，整体偿债能力仍处于较好水平。

表 18：截至 2025 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元、%）

类型	成本	金额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3-4 年	4-5 年	5 年以上	
银行借款	短期、长期及一年内到期	2.00~4.095	87.84	8.27	11.97	9.31	2.53	2.48	53.28
债券融资	中期票据、定向债务融资工具、 公募公司债及私募公司债	2.02~4.60	106.07	21.96	18.33	18.32	22.86	24.60	--
债券融资	永续债	4.60	9.91	--	--	--	--	--	--
合计	--	--	203.82	30.23	30.30	27.63	25.39	27.08	53.28

注：不含租赁负债，四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表 19：近年来公司现金流及偿债相关指标情况（亿元、X）

项目	2022	2023	2024	2025.Q1
经营活动产生的现金流量净额	-2.51	-39.86	2.68	0.58
投资活动产生的现金流量净额	15.39	-0.10	-12.18	1.36
筹资活动产生的现金流量净额	-12.07	35.93	10.75	-0.10
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-0.43	-7.15	0.41	0.34
总债务/EBITDA	30.57	38.02	21.16	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.83	0.89	1.45	--

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，截至 2025 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 123.93 亿元，受限资产占当期

末公司总资产的比例为 40.43%，公司受限资产规模较大，对资产的流动性形成一定负面影响。

或有负债方面，截至 2025 年 3 月末，公司对外担保金额为 8.78 亿元，占同期末净资产的比例为 9.56%³，被担保人为西藏城市发展投资股份有限公司⁴（股票代码：600773.SH），公司对外担保规模较小。

表 20：截至 2025 年 3 月末公司受限资产情况（万元）

项目	账面价值	受限原因
投资性房地产	1,157,771.69	借款抵押
存货	81,291.60	借款抵押
应收账款	237.74	借款质押
合计	1,239,301.03	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 2025 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

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。

外部支持

跟踪期内，静安区经济发展态势持续向好。公司维持区域重要性，由静安区国资委直接控股，公司各项业务关系到国计民生的重点行业，股权结构和业务开展均与政府具有极高的关联性，在增资、运营补贴等方面有良好记录。跟踪期内，公司获得各类政府补助 1.26 亿元，静安区国资委向公司增资 3.05 亿元。综上，跟踪期内静安区政府具备很强的支持能力，同时保持对公司较强的支持意愿，可为公司带来较强的外部支持。

跟踪债券信用分析

“20 大宁 02”募集资金 1 亿元，全部用于偿还有息债务本金。“21 大宁 01”募集资金 5 亿元，全部用于偿还有息债务。“21 大宁 02”募集资金 5 亿元，全部用于偿还有息债务。“22 大宁 01”募集资金 8 亿元，全部用于偿还有息债务本金。截至目前，上述债券募集资金已按要求使用完毕。

“21 大宁 MTN001”、“20 大宁 02”、“21 大宁 01”、“21 大宁 02”、“22 大宁 01”均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，多元化板块增强业务持续性和稳定性，虽然债务规模不断扩大，但考虑到公司外部支持有力，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险很低。

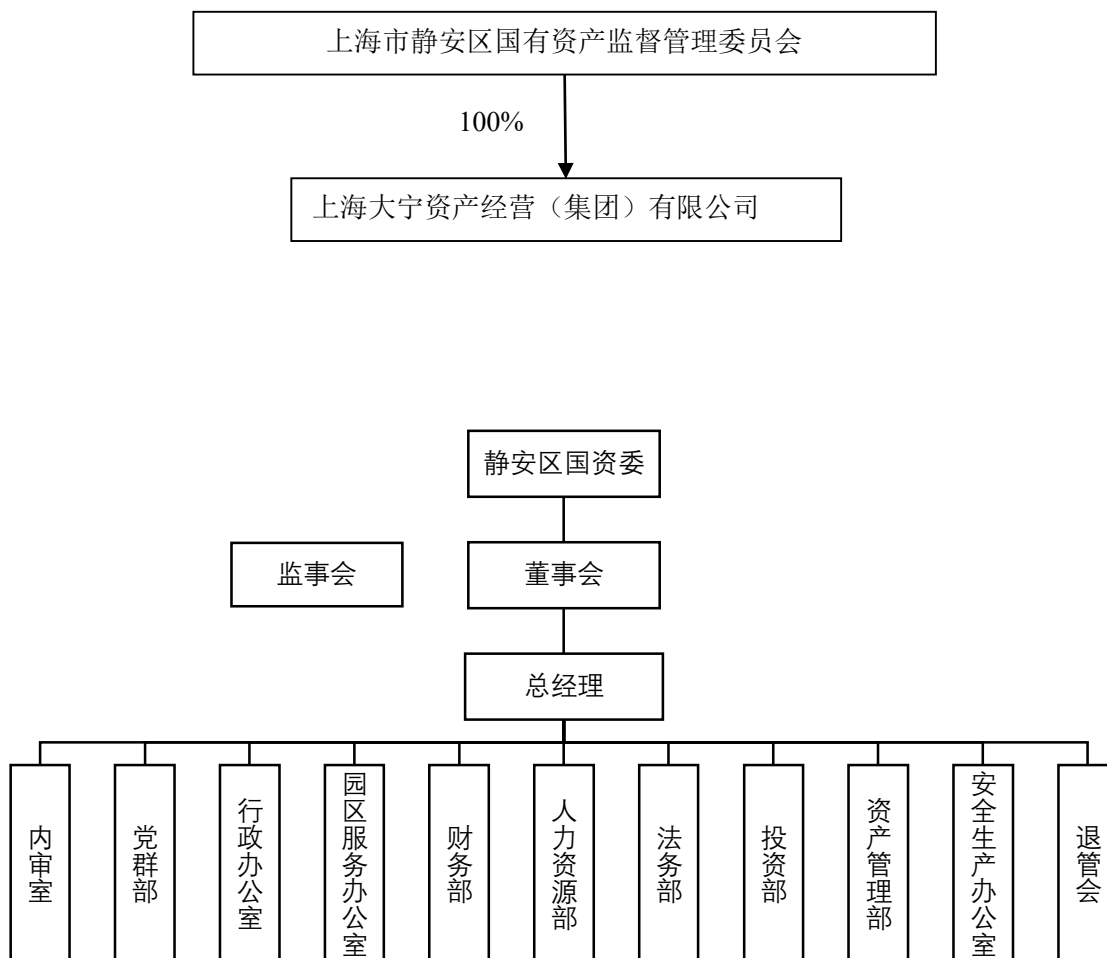
评级结论

³ 公司对外担保具体情况见附三。

⁴ 西藏城市发展投资股份有限公司为上市公司，股票代码 600773.SH，实际控制人为上海市静安区国有资产监督管理委员会，主要从事业务为房地产开发、旧区改造、保障性住房建设。

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“21 大宁 MTN001”、“20 大宁 02”、“21 大宁 01”、“21 大宁 02”、“22 大宁 01”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 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：上海大宁资产经营（集团）有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	348,593.57	299,899.81	184,515.82	202,845.12
应收账款	49,802.23	45,292.43	47,859.51	35,296.59
其他应收款	208,832.46	206,540.34	183,710.44	184,946.90
存货	236,129.49	674,960.21	715,896.97	720,572.55
长期投资	37,348.78	42,567.19	45,080.49	44,331.53
固定资产	155,413.87	152,508.71	171,871.45	171,350.72
在建工程	3,345.04	4,746.38	113.09	113.09
无形资产	13,113.77	13,059.03	12,892.44	13,003.18
资产总计	2,624,863.94	3,058,447.11	3,066,698.91	3,065,473.95
其他应付款	74,636.52	66,966.74	61,157.39	54,760.21
短期债务	295,166.70	88,985.20	302,327.44	302,088.48
长期债务	1,190,396.09	1,788,818.10	1,719,451.23	1,738,042.26
总债务	1,485,562.80	1,877,803.30	2,021,778.67	2,040,130.74
净债务	1,273,344.81	1,577,903.49	1,837,262.85	1,837,285.62
负债合计	1,723,934.51	2,115,086.15	2,144,632.65	2,147,651.40
所有者权益合计	900,929.43	943,360.96	922,066.27	917,822.56
利息支出	58,795.40	55,751.83	66,072.72	16,734.95
营业总收入	52,432.80	66,448.59	237,055.28	13,575.65
经营性业务利润	-21,537.58	-8,065.26	34,419.89	-5,961.93
投资收益	1,811.22	1,475.42	999.02	1,238.35
净利润	-17,310.44	-8,706.40	11,128.78	-4,243.71
EBIT	40,126.09	49,386.23	89,116.93	7,586.46
EBITDA	48,601.48	49,386.23	95,545.83	--
经营活动产生的现金流量净额	-25,120.72	-398,550.98	26,818.27	5,755.86
投资活动产生的现金流量净额	153,933.74	-979.29	-121,832.72	13,570.86
筹资活动产生的现金流量净额	-120,706.09	359,340.84	107,501.70	-997.41
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率（%）	70.36	73.16	46.09	78.74
期间费用率（%）	146.14	105.20	29.74	120.15
EBIT 利润率（%）	76.53	74.32	37.59	55.88
总资产收益率（%）	1.55	1.74	2.91	0.99*
流动比率（X）	1.53	3.55	3.19	3.32
速动比率（X）	1.12	1.65	1.37	1.41
存货周转率（X）	0.08	0.04	0.18	0.02*
应收账款周转率（X）	1.03	1.40	5.09	1.31*
资产负债率（%）	65.68	69.16	69.93	70.06
总资本化比率（%）	66.69	70.53	71.07	71.36
短期债务/总债务（%）	19.87	4.74	14.95	14.81
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.07	-0.25	-0.02	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.33	-5.20	-0.16	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-0.43	-7.15	0.41	0.34
总债务/EBITDA（X）	30.57	38.02	21.16	--
EBITDA/短期债务（X）	0.16	0.55	0.32	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.83	0.89	1.45	--
EBIT 利息保障倍数（X）	0.68	0.89	1.35	0.45
FFO/总债务（X）	-0.02	-0.25	0.06	--

注：中诚信国际根据 2022 年、2023 年、2024 年审计报告及 2025 年一季度未经审计的财务报表整理。

附三：上海大宁资产经营（集团）有限公司对外担保明细（截至 2025 年 3 月末）

序号	被担保对象	企业性质	担保起始日	担保到期日	担保余额（万元）
1	西藏城市发展投资股份有限公司	国有企业	2020-11-16	2026-5-17	20,000.00
2	西藏城市发展投资股份有限公司	国有企业	2022-09-07	2028-03-07	60,000.00
3	上海宁汇资产管理有限公司	国有参股企业	2024-03-13	2034-02-19	7,760.00
--	合计	--	--	--	87,760.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附四：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
	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
经营效率	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
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
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/营业总收入
	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
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	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，影响报表使用人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。

附五：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