



上海大宁资产经营（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0914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）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 25 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 “19 大宁 MTN001”、“20 大宁 MTN001”、“20 大宁 MTN002”、“21 大宁 MTN001”、“16 沪宁 01”、“20 大宁 01”、“20 大宁 02”、“20 大宁 Y1”、“21 大宁 Y1”、“21 大宁 01”、“21 大宁 02”、“22 大宁 01” **AA⁺**

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，对静安区政府的重要性较强，与静安区政府维持高度的紧密关系。同时，中诚信国际预计，大宁资产业务发展趋于稳定，资产价值具有增值空间，能维持资本市场认可度，拥有较强的再融资能力；同时，需关注部分业务自主性较弱，收入稳定性不足、期间费用对经营性业务利润侵蚀较大、债务规模较大且财务杠杆率较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

- **部分业务自主性较弱，收入稳定性不足。**公司的旧区改造及网点拍卖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及网点拍卖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。**公司期间费用规模较大，期间费用率较高，对经营性业务利润形成较大侵蚀。
- **债务规模较大且财务杠杆率较高。**跟踪期内，公司总债务规模仍较大，财务杠杆水平有所增长，截至 2023 年 3 月末，公司资产负债率已达到 66.15%，总资本化比率已达 69.23%，财务杠杆水平偏高。
- **受限资产规模较大。**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：高翔云 gaoxy@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

财务概况

大宁资产（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	243.85	255.58	262.49	263.05
经调整的所有者权益合计（亿元）	69.78	71.21	68.42	67.37
负债合计（亿元）	158.37	162.70	172.39	174.01
总债务（亿元）	145.60	153.70	148.56	151.58
营业总收入（亿元）	7.12	12.22	5.24	1.40
经营性业务利润（亿元）	-1.19	0.39	-2.15	-0.77
净利润（亿元）	0.14	0.56	-1.73	-0.77
EBITDA（亿元）	5.87	7.62	4.96	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	0.37	8.70	-2.51	-0.60
总资本化比率（%）	67.60	68.34	68.47	69.23
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.88	1.09	0.74	-

注：1、中诚信国际根据公司提供的其经中审会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年及 2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年及 2021 年财务数据分别采用了 2021 年及 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 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，特此说明。

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	-	2022/09/02	张卡、宋丹丹	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2022_01	-
AA+/稳定	21 大宁 MTN001 (AA+) 20 大宁 MTN002 (AA+) 20 大宁 MTN001 (AA+) 19 大宁 MTN001 (AA+)	2022/06/28	张卡、宋丹丹	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
AA+/稳定	-	2014/05/09	闫文涛、牟霏	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（地方投融资平台）CCXI_140200_2014_01	阅读全文
AA/稳定	-	2012/10/31	李燕、胡君然	-	阅读全文

注：中诚信国际原口径

同行业比较（2022 年数据）

项目	大宁资产	静安置业	静安投资
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）	68.42	85.17	56.85
总资本化比率（%）	68.47	48.03	53.01
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.74	0.44	0.58

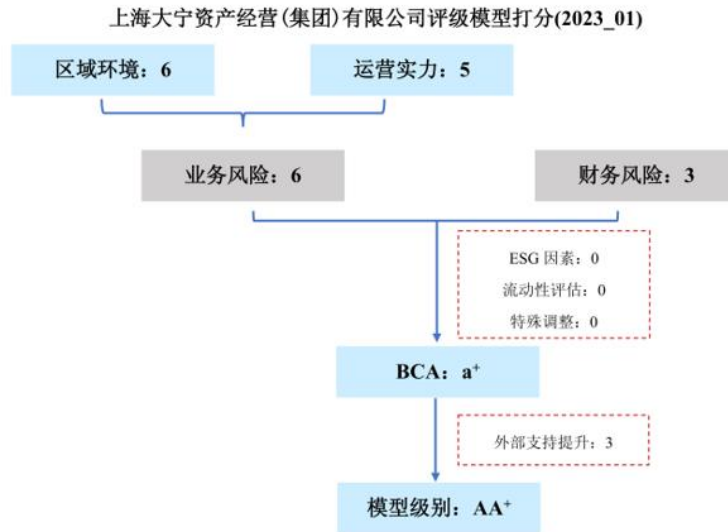
注：静安置业系“上海静安置业（集团）有限公司”的简称；静安投资系“上海静安投资（集团）有限公司”的简称。

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

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
19 大宁 MTN001	AA+	AA+	2022/06/28	1.00	1.00	2019/11/29~2024/11/29	-
20 大宁 MTN001	AA+	AA+	2022/06/28	6.00	6.00	2020/03/19~2025/03/19	-
20 大宁 MTN002	AA+	AA+	2022/06/28	5.00	5.00	2020/04/30~2025/04/30	-
21 大宁 MTN001	AA+	AA+	2022/06/28	7.00	7.00	2021/03/09~2026/03/09	-
16 沪宁 01	AA+	AA+	2022/06/28	12.00	12.00	2016/10/20~2023/10/20 (5+2)	调整票面利率、回售、赎回
20 大宁 01	AA+	AA+	2022/06/28	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+	2022/06/28	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+	2022/06/28	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+	2022/06/28	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+	2022/06/28	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+	2022/06/28	5.00	5.00	2021/10/12~2028/10/12 (5+2)	调整票面利率、回售
22 大宁 01	AA+	AA+	2022/06/28	8.00	8.00	2022/07/12~2029/07/12 (5+2)	调整票面利率、回售

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，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，具有较强的业务竞争力；公司经营范围包括旧区改造、物业租赁、网点经营和工程施工等，整体来看，业务整体稳定性及可持续性较强；公司资产以流动资产为主，拥有较大规模的投资性房地产，具有较好的收益性，但资产受限规模较大，流动性一般，整体资产价值一般。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，大宁资产的财务风险处于较高水平。近年来，公司净资产规模相对较稳定，整体资本实力较好；但公司财务杠杆水平高企且呈增长趋势，整体债务规模较大，EBITDA 对债务本息覆盖能力有待提高。

■ 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大宁资产个体基础信用等级无影响，大宁资产具有 a⁺ 的个体基础信用评估等级，反映了其较低的业务风险和较高的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，静安区政府的支持能力很强，对公司的支持意愿较强，主要体现在静安区的区域地位，以及较强劲的经济财政实力和增长能力；大宁资产是静安区中环南翼的建设主体，成立以来持续获得政府在股权划转、资本注入等方面的大力支持，具备较高的重要性及与政府的高度关联性。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

公司分别于 2016 年 10 月、2020 年 1 月、2020 年 9 月、2020 年 6 月、2021 年 3 月、2021 年 4 月、2021 年 10 月和 2022 年 7 月公开发行 2016 年公司债券(第一期) (债券简称：“16 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 年永续期公司债券(第一期) (债券简称：“20 大宁 Y1”)、面向合格投资者公开发行 2021 年永续期公司债券(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”)、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”)和 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期) (债券简称：“22 大宁 01”)，发行金额分别为 12 亿元、10 亿元、1 亿元、10 亿元、6 亿元、5 亿元、5 亿元和 8 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 2023 年 3 月末，募集资金已按照募集说明书中披露的用途使用完毕。

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

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持续提升，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.ccxi.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
静安区	2,627.97	5	27.20	4	279.42	3
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	1,260.13	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

近年来，静安区一般公共预算收入规模持续增长，但财政平衡能力有所波动。静安区一般公共预算收入中税收收入占比在 85% 以上，税收收入中占比最高的两类为增值税和企业所得税。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	-
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，大宁资产的运营实力较强，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，具有较强的业务竞争力；公司经营范围包括旧区改

造、物业租赁、网点经营和工程施工等，跟踪期内各业务板块稳步发展，整体稳定性及可持续性较强；但随着静安区旧区改造逐步完成，公司旧区改造业务规模有所下降，同时，外部环境对公司物业租赁业务造成了一定影响，使得公司跟踪期内盈利情况不佳，后续盈利恢复情况需保持关注。

表 3：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

业务	2020			2021			2022			2023.1~3		
	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	3.14	44.07	62.56	4.92	40.21	74.99	4.19	79.90	71.34	1.19	84.83	79.68
旧区改造	2.01	28.26	80.37	3.93	32.15	44.68	0.09	1.81	20.54	-	-	-
网点经营	1.77	24.87	61.33	0.87	7.10	73.04	0.88	16.83	70.67	0.18	12.81	65.52
工程施工	0.05	0.68	3.11	0.004	0.03	100.00	-	-	-	-	-	-
商业综合体销售	-	-	-	2.14	17.52	35.53	-	-	-	-	-	-
其他	0.15	2.12	44.16	0.35	2.97	32.53	0.08	1.46	73.65	0.03	2.35	77.58
合计	7.12	100.00	66.49	12.22	100.00	56.99	5.24	100.00	70.36	1.40	100.00	77.82

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，公司仍作为静安区国有资产的主要经营管理者之一，物业资产集中于静安区中环两翼产城融合发展集聚带，区位条件良好，物业品质较高，出租情况良好，业务竞争力较强。但外部环境和租金减免政策对公司商业服务业务收入造成了一定影响，未来盈利恢复情况需关注。

跟踪期内，公司商业服务板块的业务模式未发生变化，公司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，由于受市场行情影响，部分商户退租，导致公司部分物业资产出租率下降；同时，2022 年公司根据《上海市静安区国有资产监督管理委员会关于印发〈静安区国有企业减免小微企业和个体工商户房屋租金实施办法〉的通知》（静国资委财[2022]3 号）文件的要求，对承租房屋从事生产经营活动的小微企业和个体工商户免除 2022 年 6 个月租金，对 2022 年租期不满一年的承租人按实际租期提供按比例免租。2022 年公司共减免租金约 1.29 亿元，租金减免事项对公司营收及盈利情况造成了一定的影响，对此静安区国资委给予了公司 50%减免租金的资金补贴。

表 4：截至 2023 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	2020 年租金收入	2021 年租金收入	2022 年租金收入	2023 年一季度租金收入
大宁音乐广场	11.74	6.64	84.12%	5.60	0.82	1.11	0.72	0.26
大宁中心广场二期	6.38	5.38	85.90%	4.35	1.05	1.23	1.08	0.20
大宁中心广场三期	15.91	6.57	86.50%	3.51	0.37	0.25	0.13	0.06
大宁中心广场四期	5.55	2.54	63.68%	4.55	0.20	0.26	0.24	0.08
大宁星光耀广场	3.16	2.15	100.00%	4.31	0.18	0.29	0.14	0.07
大宁人才公寓	3.83	3.11	85.29%	2.95	0.19	0.28	0.26	0.06
大宁中环广场	7.16	3.69	62.87%	4.38	-	0.18	0.11	0.07
君庭广场	5.18	2.77	74.51%	3.37	0.02	0.24	0.12	0.03
启迪大厦	2.68	2.32	76.80%	4.15	-	0.10	0.25	0.06
华清大厦	2.12	1.90	71.58%	4.05	-	0.09	0.16	0.04
合计	63.71	37.07	-	-	2.83	4.03	3.21	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，跟踪期内大宁音乐广场（大宁中心广场一期）整体运营情况良好，前五大租户较为稳定，整体出租率较上年期末略有下降，平均日租金则较去年同期略有增长。截至 2023 年 3 月末，大宁音乐广场整体出租率达 84.12%，日租金平均为 5.60 元/平方米/天。2022 年及 2023 年 1~3 月，大宁音乐广场项目分别实现租金收入 0.72 亿元和 0.26 亿元，其中 2022 年租金收入较上年下降 35.14%。

表 5：截至 2023 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
上海盛棧企业管理服务有限公司	2019/5/16-2029/5/15	10,867.28	2,554.08
阿科玛（中国）投资有限公司上海分公司	2017/4/1-2023/3/31 2023/4/1-2026/3/31	4,475.09	678.00
上海翌恒网络科技有限公司	2016/7/1-2026/6/30	4,912.00	448.20
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
耐克商业（中国）有限公司	2016/6/12-2024/9/11	942.00	278.88
合计	-	24,567.94	4,259.16

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较为稳定，但整体出租率和平均日租金均较去年同期有所下降。截至 2023 年 3 月末，大宁中心广场二期出租率为 85.90%，平均日租金 3.66 元/平方米。2022 年及 2023 年 1~3 月，分别实现租金收入 1.08 亿元和 0.20 亿元，其中 2022 年租金收入较上年下降 12.20%。

表 6：截至 2023 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	2018.7.16-2023.8.31	3,236.52	520.96
西诺迪斯食品（上海）有限公司	2018.7.16-2024.7.15	3,011.51	439.68
合计	-	29,427.73	4,100.21

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，跟踪期内主要租户稳定，整体出租率较上年期末有所下降，平均日租金则与上年持平。截至 2023 年 3 月末，大宁广场三期出租率为 86.50%，平均租金为 3.51 元/平方米/天。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司大宁中心广场三期分别实现租金收入 0.13 亿元和 0.06 亿元，其中 2022 年租金收入较上年下降 48.00%。

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，整体运营情况稳定。截至 2023 年 3 月末，该项目出租率为 63.68%，平均租金为 4.55 元/平方米/天。2022 年及 2023 年 1~3 月，该项目分别实现租赁收入 0.24 亿元和 0.08 亿元，其中 2022 年租

金收入较上年稍有下降。

表 7：截至 2023 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
	2020.12.01-2024.07.31	3,022.83	446.85
上海医药进出口有限公司	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	2020.4.1-2024.7.31	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	2020.4.1-2024.7.31	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	-	14,557.20	2,151.92

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，跟踪期内，该项目新招引了上海瑞慈瑞延门诊部有限公司、上海傲云企业管理有限公司等公司入驻，整体出租率及平均日租金均较上年有大幅增长。截至 2023 年 3 月末，大宁中环广场出租率为 62.87%，平均租金为 4.38 元/平方米/天。2022 年及 2023 年 1~3 月，大宁中环广场分别实现租赁收入 0.11 亿元和 0.07 亿元，其中 2022 年租金收入较上年下降 0.07 亿元，主要受租金减免影响。

表 8：截至 2023 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
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

跟踪期内，大宁人才公寓整体运营稳定，出租率较上年同期末稍有下降，平均日租金与上年同期持平。截至 2023 年 3 月末，大宁人才公寓整体出租率约为 85.29%，平均租金为 2.95 元/平方米/天。2022 年及 2023 年 1~3 月，分别实现租赁收入 0.26 亿元和 0.06 亿元，其中 2022 年租金收入较上年稍有下降。

大宁星光耀广场系公司外购所得，共三栋楼宇，跟踪期内出租率 100%。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。跟踪期内，原租户上海极家汇实业有限公司（以下简称“极家汇实业”）租期到期不再续租，公司与极家汇实业的关联公司创域智慧科技（上海）有限公司签订新的租约，出租面积与极家汇实业的租约一致，年租金则有所增长。2022 年及 2023 年 1~3 月，大宁星光耀广场分别实现租赁收入 0.14 亿元和 0.07 亿元，其中 2022 年租金收入较上年下降 51.72%，主要受租金减免影响。

表 9：截至 2023 年 3 月末公司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	2,278.01
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

君庭广场系公司于 2020 年收购所得，主要由商业综合体运营产生收益。跟踪期内，君庭广场出租率及平均日租金均有所增长。截至 2023 年 3 月末，君庭广场出租率为 74.51%，平均日租金 3.37 元/平方米/天。2022 年及 2023 年 1~3 月，分别实现租赁收入 0.12 亿元和 0.03 亿元，其中 2022 年租金收入较上年下降 50.00%，主要受租金减免影响。

表 10：截至 2023 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
上海柏艾企业管理有限公司	2023/3/15-2028/3/14	4,332.85	632.60
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
合计	-	16,584.19	1,706.38

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变动较大，且启迪大厦整体出租率和平均日租金均较去年同期有所下降，而华清大厦的平均日租金相对去年同期略有下降，整体出租率则基本持平。截至 2023 年 3 月末，启迪大厦整体出租率达 76.80%，平均日租金 4.15 元/平方米/天，2022 年及 2023 年 1~3 月，分别实现租赁收入 0.25 亿元和 0.06 亿元；华清大厦整体出租率达 71.58%，平均日租金 4.05 元/平方米/天，2022 年及 2023 年 1~3 月，分别实现租赁收入 0.16 亿元和 0.04 亿元。

表 11：截至 2023 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	6,478.64	953.76
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	249.28
民众证券投资咨询有限公司上海分公司	2021.6.1-2023.10.14	1,619.66	228.28
上海誉照绿色能源有限公司	2022.12.1-2025.11.30	712.00	124.74
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	103.78
合计	-	11,472.17	1,659.84

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 12：截至 2023 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	684.42
上海盛宙实业有限公司	2020.12.29-2023.12.28	1,217.61	176.59

大图文化传播（上海）有限公司	2023.2.10-2028.2.9	1,299.98	122.15
晶珂实业（上海）有限公司	2022.5.1-2025.4.30	708.04	111.13
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	103.63
合计	-	8,804.86	1,197.92

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司继续推进在建项目天目社区项目。该项目整体建设进度已接近尾声，跟踪期内投资规模不大，截至 2023 年 3 月末已实现预售款 17.05 亿元，预计 2023 年年内实现交付。公司此前在建的大宁中心广场五期项目（地下空间）项目因客观原因暂停，已投资 0.86 亿元。公司新增拟建项目 0703 地块项目，项目计划总投资 11.33 亿元，目前已支付土地款 7.85 亿元，预计 2023 年 7 月正式开工。

表 13：截至 2023 年 3 月末公司在建及拟建项目情况表（万平方米、亿元）

项目名称	位置	建筑面积	建设内容	建设周期	总投资	已投资	已销售回款
天目社区	东至规划充外路，西至乌镇路，南至蒙古路，北至新疆路	2.66	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（含部分人防设施）及配套用房	2020.9-2023	13.99	12.37	17.05
0703 地块项目	位于静安区北站街道，东至 07-05b 养老院，南至海宁路，西至晋元加油站，北至天目大楼、沪金大楼	2.39	由 21 层高层，4 层多层，3 层公建配套设施，设备辅助用房等组成，建设可售商品住宅、保障房、居委会用房、业委会用房、物业管理用房、生活垃圾房、社区公共服务用房、开关站及社区养老福利用房等；地下建筑由两层地下室组成，功能为停车库（含部分人防设施）、设备用房等	预计 2023.7-2026.1	11.33	土地款 7.85	-
总计	-	5.05	-	-	25.32	20.22	17.05

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司其他商务服务收入主要来自于菜场委托管理费，整体占营业收入的比例较低。跟踪期内，公司将 2020 年股东方向公司无偿划拨的平陆路 1025、1039 号 1-2 层的菜场装修后投入运营，但受租金减免影响，2022 年其他商务服务收入仍较上年下降 17.70%。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司其他商务服务收入分别为 486.85 万元和 0.75 万元。

老旧房产动迁板块

随着存量房产的陆续动迁，近年来公司可动迁的房产面积逐步缩小，跟踪期内公司动迁项目规模较小，旧区改造收入较上年大幅下降；同时，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，整体业务稳定性较弱，收入存在一定不确定性，需关注存量房产未来的动迁情况。

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。由于公司该业务依据政府旧区改造总体规划进行，跟踪期内政府动迁规模较小，加之不同地段的房价有一定差别，公司动迁规模及收入均较上年大幅下降。2022 年，公司旧区改造收入为 948.60 万元，较上年 3.93 亿元下降较多，且 2023 年一季度尚未实

现旧区改造收入。

表 14：2020-2022 年及 2023 年 1-3 月公司旧区动迁情况（处、平方米、亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
动迁数量	6	29	3	-
建筑面积	4,668.74	10,480.08	488.03	-
动迁补偿	2.01	3.93	0.09	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

网点经营板块

公司目前存量旧物业资产地理位置优越，跟踪期内出租率较高，对公司营业收入形成一定的补充；但少量物业资产由于历史原因无产证，且该业务收入规模受拍卖处置进度的影响波动性较大，需关注业务收入的稳定性。

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，公司继续对旧物业进行处置，导致可租赁网点规模下降。截至 2023 年 3 月末，公司尚未处置的存量房产共 128 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 12.11 万平方米，出租率 90.94%。

跟踪期内，公司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。2022 年，公司处置了 3 处旧物业资产，实现收入 0.30 亿元，较上年处置收入增幅较大；2023 年一季度公司未实现网点处置收入。2022 年及 2023 年一季度，公司分别实现网点租赁收入 0.58 亿元和 0.18 亿元，其中 2022 年网点租赁收入较上年大幅下降主要系受租金减免影响。

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	2020	2021	2022	2023.1~3
拍卖数量	7	1	3	-
建筑面积	3,825.02	19.51	1,105.76	-
处置收入	11,102.76	49.11	3,015.91	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他板块

公司其他业务收入主要包括贸易销售收入、公园经营收入及商业综合体销售收入等，跟踪期内，公司暂停贸易业务且未销售商业综合体，公园经营收入亦因租金减免影响下降，其他业务收入对总收入的支撑能力有所减弱。

公司的贸易销售业务主要由全资子公司上海宁极贸易有限公司（以下简称“宁极公司”）负责，包括建材购销贸易业务和国际货运代理业务。宁极公司以货运代理为贸易方式，加入铁路货运业务链，搭建一个货运代理的集合运输平台，一端对接班列公司，一端对接货运代理公司，服务于中欧班列国内沿线的铁路货运需求。跟踪期内，由于受外部环境影响，宁极公司暂停国际货代业务，未实现贸易销售收入。

公司公园经营收入主要为公园内休闲文化设施大宁小城租赁收入及其他场地租赁收入、广告费收入等。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司的公园经营收入分别为 229.24 万元及 139.40 万元，其中 2022 年收入规模较上年大幅下降，主要系公司对小微企业及个体工商户租户减免租金所致。大宁小城项目为公司精心打造的特色公共休闲文化设施，地处大宁公园西北角，项目总建筑面积 2.45 万平方米，可出租面积 1.36 万平方米。截至 2023 年 3 月末，大宁小城的出租率为 75.60%，平均租金为 2.93 元/平方米/天，跟踪期内出租率及平均日租金均有所增长。截至 2023 年 3 月末，大宁小城已引进全国首家亲子室内洞穴探险乐园“探洞工场”、潘晓婷桌球俱乐部、4A 级青年活动中心 BigE 等项目。

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。跟踪期内，公司未处置其他房产，未实现商业综合体销售收入。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于较高水平。跟踪期内公司资产呈增长态势，资产结构未发生明显变化，仍具有较好的收益性，但资产流动性一般；净资产规模相对较稳定，整体资本实力较好；公司财务杠杆水平高企且呈增长趋势，整体债务规模较大，经营获现对债务本息覆盖能力有待提高。

资本实力与结构

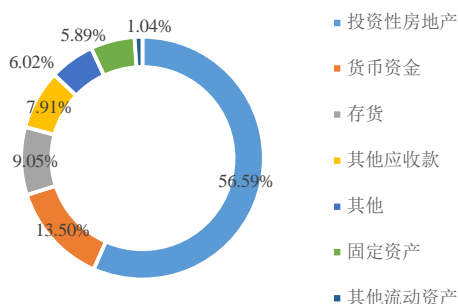
随着业务持续发展，跟踪期内公司资产规模稳步增长，资产结构未发生明显变化，仍具有较好的收益性，但投资性房地产受限规模较大，且应收类款项对资金形成一定占用，资产流动性一般；整体来看，公司资产价值一般。跟踪期内，公司财务杠杆率仍处于较高水平且呈持续增长趋势，资产负债结构有待优化。

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。跟踪期内，随着项目建设的不断推进，公司资产规模较上年有所增长，2022 年末总资产规模较上年末增长 2.70%。

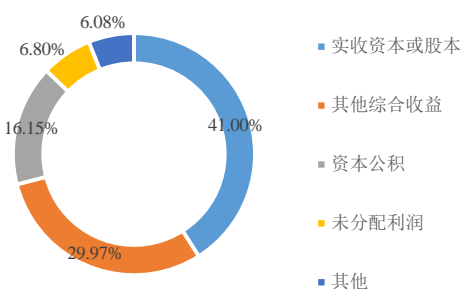
公司资产主要由商业服务板块及网点经营板块形成的投资性房地产、存货、应收类款项及货币资金等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构，跟踪期内公司资产结构未发生重大变化，非流动资产占总资产的比重仍超过 65%。考虑到公司未来仍将保持商业服务及网点经营为主业的业务布局，预计其资产结构将保持相对稳定。跟踪期内，公司投资性房地产规模未发生明显变化，投资性房地产整体规模较大且对公司收益及现金流的贡献度很高，资产收益性较好；但受限规模较大，且少量房产无产证，资产流动性一般。公司存货主要系天目社区项目的成本投入，跟踪期内，公司购买 0703 地块计入存货，导致存货规模增长，目前该项目已逐步预售，后续随着项目完工交付，预计存货规模或将下降。跟踪期内，公司其他应收款没有发生明显变化，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，截至 2022 年末金额为 12.80 亿元，占其他应收款的比重为 60.15%，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。跟踪期内，公司货币资金规模较上

年大幅增长 70.79%，主要系公司收到天目社区预售收入及收回短期理财资金所致，但公司货币资金大规模受限，主要系天目社区预售收入因该项目尚未完成交付而受限。截至 2023 年 3 月末，公司货币资金受限 13.00 亿元，占全部货币资金的比重为 36.61%。总体来看，公司资产价值一般。

跟踪期内，公司实收资本、资本公积规模未发生变化，其他综合收益较上年稍有下降；2022 年末，公司经调整的所有者权益较上年末下降 3.92% 至 68.42 亿元，主要系未分配利润因支付其他权益工具中的可续期公司债利息及向股东分红而下降影响。预计短期内公司经调整的所有者权益将不会出现大幅变动。

图 1：截至 2023 年 3 月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 2023 年 3 月末公司权益情况


资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，公司财务杠杆水平有所增长，资产负债率已达到 65% 以上，总资本化比率逐渐逼近 70%，杠杆水平偏高。随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将有所增长，公司财务杠杆率预计仍将处于较高水平。

表 16：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
总资产	243.85	255.58	262.49	263.05
非流动资产占比	67.23	68.25	66.64	66.72
经调整的所有者权益合计	69.78	71.21	68.42	67.37
资产负债率	64.94	63.66	65.68	66.15
总资本化比率	67.60	68.34	68.47	69.23

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

跟踪期内，公司收入质量较好，但经营活动净现金流由正转负，经营活动获现能力表现一般；由于公司收回了大量短期理财，使得投资活动净现金流呈大幅流入态势，为公司经营活动产生的资金缺口和债务还本付息提供了一定的支持。

受政府政策规划、租金减免及市场行情等因素影响，跟踪期内公司收入规模下降较多，其中 2022 年营业收入较上年下降 57.11%；公司收入以新旧物业资产的租金收入为主，由于承租方租金支付多采用预付款的方式，故公司收入质量仍较好，收现比呈现上升态势且比率始终大于 1。

跟踪期内，公司经营活动净现金流由正转负，呈净流出态势。其中，2022 年经营活动净现金流净流出 2.51 亿元，主要系受租金减免等影响，当年销售商品、提供劳务收到的现金大幅较少，同时，公司购买 0703 地块，支付土地出让金 7.49 亿元，使得支付其他与经营活动有关的现金较上年大

幅增长；2023 年一季度，公司经营活动净现金流亦呈现小幅净流出态势。整体来看，跟踪期内公司经营活动获现能力总体表现一般，经营活动净现金流无法有效覆盖债务本息。

跟踪期内，公司未进行资产收购，且收回了大量短期理财致使其投资活动净现金流转负为正，且 2022 年净流入规模较大；2023 年一季度，公司投资活动净现金流亦呈现小幅净流入态势。

2022 年，公司筹资活动产生的现金流量净额呈大幅流出态势，主要系公司债务还本付息支出较多所致。由于公司跟踪期内收回大量短期理财，因此获得的资金能够对公司经营活动产生的资金缺口和债务本息偿还提供有效支撑，故公司跟踪期内对外融资规模并未大幅扩张。总体来看，跟踪期内，公司通过外部债务融资叠加经营性回款等方式筹集的资金基本可以覆盖资金缺口，并保持小规模现金及现金等价物净增加额。

表 17：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.1-3
经营活动产生的现金流量净额	0.37	8.70	-2.51	-0.60
投资活动产生的现金流量净额	-33.40	-13.23	15.39	0.36
筹资活动产生的现金流量净额	50.97	-1.28	-12.07	0.89
现金及现金等价物净增加额	17.94	-5.81	0.81	0.65
收现比	1.07	1.01	1.25	1.49

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，公司债务规模虽稍有下降但整体规模仍较大，且短期债务占比有所增长，EBITDA 与经营活动净现金流对债务本息的保障能力不足，公司债务偿还对外部融资存在较强依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

公司总负债主要系刚性债务，跟踪期内总债务规模呈波动下降趋势，其中 2022 年末总债务规模较上年末下降 3.35%，2023 年一季度则有所回升。截至 2023 年 3 月末，公司总债务为 151.58 亿元，其占总负债的比例为 87.11%，总债务规模仍较大。公司债务以银行借款及发行的债券为主，且银行借款多有抵质押及担保措施；债务结构方面，公司债务以长期债务为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理，但跟踪期内短期债务占比有所增加。

表 18：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	类型	成本	金额	2023 年 4-12 月	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2027 年 以后
银行借款	短期、长期及一年 内到期	2.70%~5.58%	53.24	8.49	8.08	8.31	8.12	7.17	13.07
债券融资	中期票据、公募公 司债及私募公司债	3.20%~6.30%	97.96	19.98	1.00	21.89	20.91	18.30	15.88
其他	租赁负债	-	0.37	0.04	0.33	-	-	-	-
合计	-	-	151.58	28.51	9.41	30.2	29.03	25.47	28.95

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由利润总额及费用化利息支出构成，2022 年，公司营业收入大幅下降，加之期间费用规模较大，期间费用率较高，对经营性业务利润形成较大侵蚀，同时公司对小微企业及个体工商户租户减免租金，使得利润总额由正转负；同时，公司总债务规模有所下降，费用化利息支出亦有所减少，使得 EBITDA 规模大幅下降。跟踪期内，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力弱

化，且无法有效覆盖债务本息。此外，公司经营活动净现金流对债务本息的保障能力亦不足。

表 19：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务	145.60	153.70	148.56	151.58
短期债务占比	2.61	12.53	19.87	19.54
EBITDA	5.87	7.62	4.96	-
EBITDA 利息覆盖倍数	0.88	1.09	0.74	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.06	1.25	-0.37	-0.38

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 2023 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 123.26 亿元，受限资产占当期末公司总资产的比例为 46.86%，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 2023 年 3 月末，公司对外担保金额为 8.00 亿元，占同期末净资产的比例为 8.98%，被担保人为西藏城市发展投资股份有限公司¹（股票代码：600773.SH），公司对外担保规模较小。

表 20：截至 2023 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	1,096,204.56	借款抵押
货币资金	129,955.19	借款抵押
存货	6,391.60	借款抵押
应收账款	11.32	借款质押
合计	1,232,562.67	-

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 2023 年 4 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。

假设与预测²

假设

- 2023 年，公司仍作为静安区内重要的城市建设及运营主体，没有显著规模的资产划入和划出；
- 2023 年，受益于外部环境恢复，公司商业服务业务及网点经营业务收入均有所增长；受静安区旧区改造规划影响，旧区改造业务收入将有所增长；公司将确认天目社区项目销售收入，实现较大规模的商业综合体销售收入；
- 2023 年，公司在建项目投资规模预计在 10~15 亿元，股权类新增投资在 1~2 亿元，保本型理财产品规模缩小；
- 公司债务规模将呈小幅增长态势，2023 年无新增权益类融资、债务类净融资 3~5 亿元。

预测

¹ 西藏城市发展投资股份有限公司为上市公司，股票代码 600773.SH，实际控制人为上海市静安区国有资产监督管理委员会，主要从事业务为房地产开发、旧区改造、保障性住房建设。

² 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。

表 21：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（%）	68.34	68.47	64.68~71.49
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.09	0.74	1.26~1.54

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，公司流动性很好，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

2023 年 3 月末公司可动用账面资金为 21.86 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供一定直接资金来源。同时，截至 2023 年 3 月末，公司银行授信总额为 112.58 亿元，尚未使用授信额度为 57.52 亿元，备用流动性较充足。同时，公司作为静安区“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，可持续获得政府的补贴支持；且公司近年来在债券市场表现较为活跃，目前在手未使用批文 25.30 亿元，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及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于建设类项目，整体资金大约 10~15 亿元。同时，公司短期债务压力不大，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务约 30 亿元，每年的利息支出金额大约在 5~8 亿元左右。综上所述，公司流动性很好，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³

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，ESG 对持续经营和信用风险负面影响呈中性。

环境方面，公司的主营业务面临环境风险较小，目前未受到监管处罚。

社会方面，公司近年来未发生重大安全生产事故、质量事故等情况，未因不正当竞争等受到市场监督管理部门的处罚，企业员工激励机制以及培养体系建设情况尚可。

治理方面，公司战略规划清晰，内控和治理结构相对健全，近年来未被监管部门处罚，对下属子公司管控情况尚可。

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。

³ 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。

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上海市 16 个区中排名第 4 位。同时，近年来静安区政府融资规模并无明显增加，2022 年末地方政府债务余额为 419.66 亿元，较上年末下降 3.62%。截至 2022 年末，静安区政府债务率低于国际 100%警戒标准，在上海市 16 个区中排名中游。

静安区政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 2 个方面：

- 1) 区域重要性较强：静安区国资委管辖的重点企业较多，各平台均有着较为明确的职能分工，公司主要承担了大宁区域城市建设运营商的业务职能，是静安区“一轴三带”发展战略中环南翼的建设主体。公司职能定位明确，业务开展较有保障，区域重要性较强。
- 2) 与政府的关联度高：公司是静安区国资委下属重要子公司之一，在政府的规划下负责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，股权结构和业务开展均与政府具有高度的关联性，获得静安区政府在资产注入和资金补贴等方面的有力支持。

表 22：2022 年静安区平台比较（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
上海大宁资产经营（集团）有限公司	静安区国资委 100%	大宁区域城市建设运营商，是静安区“一轴三带”发展战略中环南翼的建设主体	262.49	90.09	65.68	5.24	-1.73
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运营	399.45	120.65	69.79	28.57	1.46
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
上海新静安（集团）有限公司	静安区国资委 100%	静安区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
上海静安投资（集团）有限公司	静安区国资委 100%	静安区城市更新、公租房运营及政府引导基金受托管理机构	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，静安区政府的支持能力很强，对公司支持意愿较强，可为公司带来的外部支持较强。

同行业比较

中诚信国际认为，大宁资产与静安置业、静安投资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，并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，大宁资产是静安区“一轴三带”发展战略中环南翼的建设主体，静安置业和静安投资是静

安区重要的国有资产经营和城市更新开发建设主体，三者均为静安区国资委实际控制的重要平台，当地政府对它们有较强的支持意愿。

其次，大宁资产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。基于当地政府对它的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，业务结构较为多元化，同时公司商业服务业务的物业区位条件良好，物业品质较高，出租情况良好，但也存在随着静安区旧区改造逐步完成，公司可动迁的房产面积逐步缩小，旧城改造业务和旧物业拍卖业务稳定性不足等问题。

然后，大宁资产的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产规模高于比较组平均水平，权益规模处于比较组中等水平，总体资本实力较强；债务结构合理，但债务规模及财务杠杆水平均高于比较组，资本结构有待优化；EBITDA 对利息覆盖能力处于中上水平；近 3 年融资额高于平均水平，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 23：2022 年同行业对比表

	大宁资产	静安置业	静安投资
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
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	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	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
核心业务及收入占比	商业服务 79.85%、网点经营 16.82%	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%
总资产（亿元）	262.49	195.97	168.14
经调整的所有者权益合计（亿元）	68.42	85.17	56.85
总债务（亿元）	148.56	78.72	64.14
总资本化比率(%)	68.47	48.03	53.01
营业总收入（亿元）	5.24	6.47	1.45
净利润（亿元）	-1.73	-0.16	0.30
EBITDA（亿元）	4.96	1.81	1.29
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	0.74	0.44	0.58
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-2.51	1.19	3.42
可用银行授信余额（亿元）	60.47	65.47	7.50
债券融资余额（亿元）	110.06	55.94	60.00

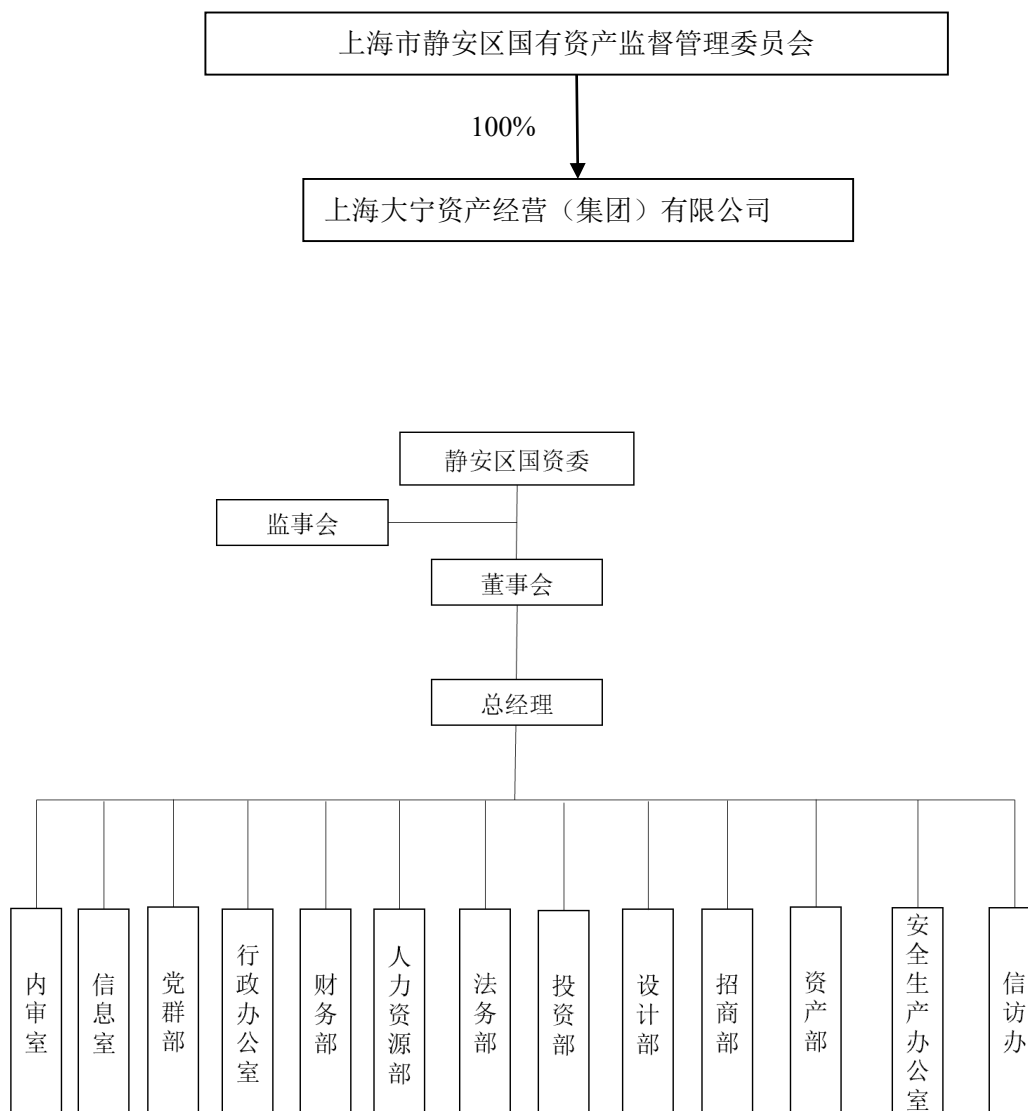
注：债券余额系企业预警通截至出报告日的债券余额。

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、20 大宁 01、20 大宁 02、20 大宁 Y1、21 大宁 Y1、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 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：上海大宁资产经营（集团）有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	26.22	20.41	34.86	35.51
非受限货币资金	26.22	20.41	21.22	22.51
应收账款	5.46	5.25	4.98	4.63
其他应收款	20.45	21.30	20.88	20.81
存货	14.88	15.78	23.61	23.82
长期投资	5.74	3.36	3.73	3.92
在建工程	0.55	0.87	0.33	0.49
无形资产	1.31	1.32	1.31	1.32
资产总计	243.85	255.58	262.49	263.05
其他应付款	5.90	8.12	7.46	6.67
短期债务	3.81	19.26	29.52	29.62
长期债务	141.79	134.45	119.04	121.96
总债务	145.60	153.70	148.56	151.58
负债合计	158.37	162.70	172.39	174.01
利息支出	6.66	6.99	6.72	1.58
经调整的所有者权益合计	69.78	71.21	68.42	67.37
营业总收入	7.12	12.22	5.24	1.40
经营性业务利润	-1.19	0.39	-2.15	-0.77
其他收益	1.54	1.94	2.06	0.20
投资收益	1.49	0.34	0.18	0.01
营业外收入	0.00	0.04	0.01	0.00
净利润	0.14	0.56	-1.73	-0.77
EBIT	5.30	7.01	4.11	0.53
EBITDA	5.87	7.62	4.96	-
销售商品、提供劳务收到的现金	7.63	12.29	6.57	2.09
收到其他与经营活动有关的现金	40.16	21.65	24.68	0.85
购买商品、接受劳务支付的现金	3.28	2.38	1.99	1.16
支付其他与经营活动有关的现金	41.70	21.71	28.73	1.04
吸收投资收到的现金		5.97	0.00	0.00
资本支出	25.75	1.88	0.64	0.71
经营活动产生的现金流量净额	0.37	8.70	-2.51	-0.60
投资活动产生的现金流量净额	-33.40	-13.23	15.39	0.36
筹资活动产生的现金流量净额	50.97	-1.28	-12.07	0.89
现金及现金等价物净增加额	17.94	-5.81	0.81	0.65
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	66.49	56.99	70.36	77.82
期间费用率（%）	98.64	64.69	146.14	139.31
应收类款项占比（%）	10.63	10.88	10.38	10.20
收现比（X）	1.07	1.01	1.25	1.49
资产负债率（%）	64.94	63.66	65.68	66.15
总资本化比率（%）	67.60	68.34	68.47	69.23
短期债务/总债务（%）	2.61	12.53	19.87	19.54
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.06	1.25	-0.37	-
总债务/EBITDA（X）	24.80	20.16	29.97	-
EBITDA/短期债务（X）	1.54	0.40	0.17	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.88	1.09	0.74	-

注：中诚信国际根据公司 2021~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季报整理；公司所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；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。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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/总资产
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/总资产	(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
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（不含计入非经常性损益的其他收益）
EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益
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
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
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