



上海大宁资产经营（集团）有限公司

主动评级报告

信用等级：AA-_{pi} 信用展望：稳定
评级时间：2021年09月10日

主要经营指标	2017	2018	2019	2020H1
旧区改造收入(亿元)	5.52	3.61	3.38	2.13
商业服务收入(亿元)	2.55	2.91	3.32	1.57
主要财务指标	2017	2018	2019	2020Q3
现金类资产(亿元)	13.66	16.08	8.28	25.89
资产总额(亿元)	159.76	182.36	184.18	234.68
所有者权益(亿元)	73.43	77.39	78.58	87.95
短期债务(亿元)	3.74	2.14	2.55	1.70
全部债务(亿元)	71.72	88.89	89.62	131.18
营业总收入(亿元)	5.55	7.68	7.45	5.26
利润总额(亿元)	1.15	0.78	0.98	-0.38
EBITDA(亿元)	3.89	5.09	5.51	-
经营净现金流(亿元)	3.41	4.88	-3.24	1.26
营业毛利率(%)	49.72	50.51	60.70	59.55
EBIT 利润率(%)	60.35	59.02	66.20	-
总资产报酬率(%)	2.16	2.65	2.69	-
资产负债率(%)	54.03	57.56	57.34	62.52
全部债务资本化比率(%)	49.41	53.46	53.28	59.86
流动比率(倍)	3.21	4.77	4.49	8.75
现金类资产/短期债务(倍)	3.65	7.50	3.25	15.27
全部债务/EBITDA(倍)	18.46	17.46	16.28	-
EBITDA 利息保障倍数(倍)	1.03	1.07	1.08	-

资料来源：公开资料，公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年三季度财务报表。

市场服务

电话：010-88090123

免责声明：1、本报告为主动评级报告，报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责；2、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等；3、本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下，不得在任何披露文件中被援引或提及，中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任；4、未经中债资信书面同意的情况下，不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露，不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。

评级结论

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”）是上海市静安区国资委全资控股的商业、商务以及城市综合体项目的建设主体。公司主要业务包括旧区改造和物业租赁等，中短期内业务结构将保持稳定。公司拥有较高的区域市场地位，旧城改造业务存量房产规模较大，但受政府旧区改造总体规划进度影响，收入规模或存在一定波动，商业地产租赁业务整体收益水平较高，新建物业区位条件较好，出租率较高，整体经营风险较低。财务方面，公司经营性业务利润持续亏损，利润对政府补贴和公允价值变动收益的依赖程度较大，公司整体债务负担一般，短期偿债指标表现很好，长期偿债指标表现偏弱，整体财务风险较低。外部支持对公司具有很强的增信作用。综合上述因素，中债资信对公司主体信用等级评定为AA-_{pi}，信用展望为稳定。

评级要素

■ 经营风险要素

- **行业风险：**我国商业地产整体呈现供给过剩态势，其依托城市发展因而区域差异性较明显，近年来一线城市商业物业存量较饱和，增量空间有限，二线及以下城市经济水平差异较大，局部地区商业地产出现供需失调。
- **规模及市场地位：**公司主要承担静安区中北部（主要为大宁板块及周边区域）城市建设的业务职能，是区内“中部繁荣”重点工程的主要建设主体，职能明确，在区域内拥有较高的市场地位。
- **旧区改造业务：**公司成立时受托于原闸北区国资委对600多家企业实行体制改革，拥有产权房、使用权房及无证房，面积合计34.8万平方米，按照政府旧城改造计划，公司陆续对名下房产进行处置或拆迁。房屋处置方面，在政府统一安排下，公司定期对部分存量房屋进行拍卖处置，与买方在签订合同时收取50%~70%的预收房款，余款到账后办理房屋转让过户手续，并确认收入。房屋动迁方面，按照政府旧城改造计划，公司对名下老旧厂房等进行动迁，同时获得动迁补偿收入，补偿收入由房屋面积、新旧程度等并参考同区域房屋市价确定，公司在开始动迁时收取50%的动迁款，余款一般在半年内到账，2017年至2019年末，共完成旧区地块动迁36处，合计动迁2.00万平方米，取得动迁补偿收入约9.50亿元，每平方米动迁款约为4.75万元。截至2020年3月末，公司尚有未处置房产138处，面积合计11.30万平方米，其中63%为商业办公地产，主要集中在静安区共和新路板块及广中西路苏河湾板块等。总体看，公司存量房产规模较大，但该业务收入受政府旧区改造总体规划进度影响未来或仍存在一定波动。
- **商业地产租赁业务：**公司商业地产租赁业务主要涉及部分存量旧物业经营

(出租率为 90.27%) 和新建物业出租 (包括大宁音乐广场、大宁中心广场二期、大宁中心广场三期、大宁人才公寓、大宁中心广场四期和大宁星光耀广场), 包含购物中心、写字楼和公寓住宅等多种业态。公司新建物业区位条件较好, 可出租面积约为 27.41 万平方米, 整体出租率较高, 2019 年租金收入为 3.03 亿元, 办公及商业部分平均租金多在 4 元/平方米/天~6 元/平方米/天, 租金价格水平一般, 但其中大宁中心广场四期和大宁星光耀广场由于尚处于招商阶段以及免租装修期, 目前出租率和租金收入较低。公司尚有在建新物业 472 项目, 总建筑面积 7.72 万平方米, 预计未来可实现年租金收入 1.28 亿元。

●其它业务: 公司从事部分道路施工、绿化养护市政工程项目, 其他业务还包括出售大宁公园门票及公园内商品、代建上海市静安区体育中心工程管理费收入及菜场委托管理费收入等, 但规模很小。

●管理和战略: 公司目前在建项目主要为 472 项目, 截至 2020 年 6 月末已完成投资 11.99 亿元, 未来仍需投资 1.98 亿元。同时, 公司计划筹建大宁中心广场五期 (地下空间配套项目), 规划投资 8.50 亿元, 尚未确定开工时间。公司未来资本支出压力一般。

■ 财务风险要素

●资产质量: 公司资产以非流动资产为主 (占比约为 69.78%), 主要为投资性房地产、固定资产和在建工程, 截至 2020 年 9 月末, 公司投资性房地产 122.18 亿元, 以公允价值计量, 随着新建物业陆续完工, 投资性房地产规模不断增长。公司流动资产主要为货币资金、其他应收款, 同期末其他应收款余额为 20.19 亿元, 规模较大, 主要是公司将代区国资委管理企业的下岗人员安置费计入其他应收款科目, 未来以托管企业的房产处置收入作为回款来源, 但尚未有具体回收计划, 对资金形成一定占用。受限资产方面, 截至 2020 年 6 月末公司受限资产 86.27 亿元, 主要为用于抵质押的投资性房地产和在建工程, 占同期总资产比重约 38.65%, 受限资产规模较大, 资产流动性较差。

●盈利能力和现金流: 旧区改造业务和商业地产租赁业务构成公司营业收入和毛利润的主要来源, 但公司财务费用因有息债务规模上升呈现较快增长趋势, 较高的期间费用对利润形成侵蚀, 经营性业务利润持续亏损, 利润对政府补贴和公允价值变动收益的依赖程度较大。2019 年受支付天目社区地块土地款 9.53 亿元影响, 经营活动现金流大额净流出, 同时 2020 年前三季度受支付其他与经营活动有关的现金增加影响, 经营活动现金流净流入规模有所下降, 工程投入增加致使投资活动现金流持续净流出, 资金平衡对外部融资依赖较大。

●资本结构和偿债指标: 公司债务规模快速扩张, 截至 2020 年 9 月末债务规模较年初增长 46.37%, 债务结构以长期债务为主 (占比 98.70%), 同期末资产负债率及全部债务资本化比例分别为 62.52% 和 59.86%, 整体债务负担一



般。偿债指标方面，2020年9月末现金类资产/短期债务为15.27倍，短期偿债指标表现很好，（现金类资产+存货+投资性房地产-预收账款）/全部债务为1.21倍，长期偿债指标表现偏弱。截至2020年6月末，公司取得银行授信总额89.82亿元，尚未使用授信额度37.40亿元，备用流动性一般。截至2020年6月末公司无对外担保。

■ 外部支持

公司现在由上海市静安区国资委全资控股，自成立以来，在业务开展过程中得到了原闸北区及静安区政府的有力支持，2012年资产重组期间获得共6.98万平方米房产注入以及6.58万平方米土地划拨。此外，2017~2019年，公司分别获得政府补贴1.11亿元、1.33亿元和1.78亿元。政府外部支持对公司的增信作用很强。

附件一：

信用等级符号及含义

中债资信评估有限责任公司主体评级业务采用的信用等级符号是对受评主体违约风险的评价，整个等级符号体系划分为四等十级，主动评级时以“pi”下标标注。主动评级业务采用的主体信用等级符号分别为 AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}、D_{pi}，其中 AAA_{pi} 至 B_{pi} 级别可用“+”或“-”符号进行微调，表示在本等级内略高或略低于中等水平。各等级符号的含义如下：

等级符号	等级含义
AAA _{pi}	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 _{pi}	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A _{pi}	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 _{pi}	偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般。
BB _{pi}	偿还债务的能力较弱，受不利经济环境的影响很大，违约风险较高。
B _{pi}	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 _{pi}	主体基本无法偿还债务，未来一段时间内将发生违约。
CC _{pi}	主体基本难以偿还债务，短期内将发生违约。
C _{pi}	主体已发布债务兑付风险提示、申请破产等情况，表示主体即将违约。
D _{pi}	主体已经违约。

信用评级报告声明

（一）本报告为主动评级报告，报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）无法对引用资料的真实性及完整性负责。

（二）中债资信对上海大宁资产经营（集团）有限公司（以下简称“受评主体”）的信用等级评定是依据中债资信内部评级程序要求、以中债资信的评级方法为依据，在参考评级模型处理结果的基础上，通过信用评审委员的专业经验判断而确定的。本报告所依据的评级方法、评级模型和评级程序在中债资信官方网站公开披露。

（三）中债资信所评定的受评主体信用等级仅反映受评主体违约可能性的高低，并非是对其是否违约的直接判断。

（四）中债资信所评定的受评主体信用等级反映的是中债资信对受评主体长期信用质量的判断，是中债资信对受评主体未来一个经济周期经营风险和财务风险综合评估的结果，而不是仅反映评级时点受评主体的信用品质。

（五）本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下，不得在任何披露文件中被援引或提及，中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任；未经中债资信书面同意的情况下，不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露、不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。

（六）中债资信及其相关信用评级分析师、信用评审委员与受评主体之间，不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系；本报告的评级结论是中债资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，中债资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、独立、公正的原则，未因受评主体和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

（七）本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

（八）本报告所评定的信用等级自评级报告出具之日起一年内有效。

（九）本报告版权归中债资信所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。