



# 2026 年度上海大宁资产经营(集团)有限公司信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20260188M-01

---

## 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 2026 年 1 月 21 日至 2027 年 1 月 21 日。主体评级有效期内，中诚信国际将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。
- 未经中诚信国际事先书面同意，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。

## 跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2026 年 1 月 21 日

<b>受评主体及评级结果</b>	上海大宁资产经营(集团)有限公司	AA+/稳定
<b>评级观点</b>	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。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偏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。	
<b>评级展望</b>	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。	
<b>调级因素</b>	<b>可能触发评级上调因素：</b> 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。 <b>可能触发评级下调因素：</b> 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

- **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。
- **资产质量较好。**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

- **收入及盈利稳定性不足。**受房产销售周期影响，公司营业收入及盈利水平波动较大，且物业出租也面临一定经营压力；公司期间费用对经营性业务利润侵蚀较大，2025 年以来经营亏损压力上升。
- **债务规模较大且财务杠杆率偏高。**近年来，随着项目建设持续推进，公司债务规模增速较快，整体债务规模较大，债务负担较重，使得财务杠杆水平偏高且呈上升趋势，截至 2025 年 9 月末总资本化比率达 72.73%。
- **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：唐韵 ytang@ccxi.com.cn  
 项目组成员：王晨莉 chlwang@ccxi.com.cn  
                   陶景 jtao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988  
 传真：(021)60330991

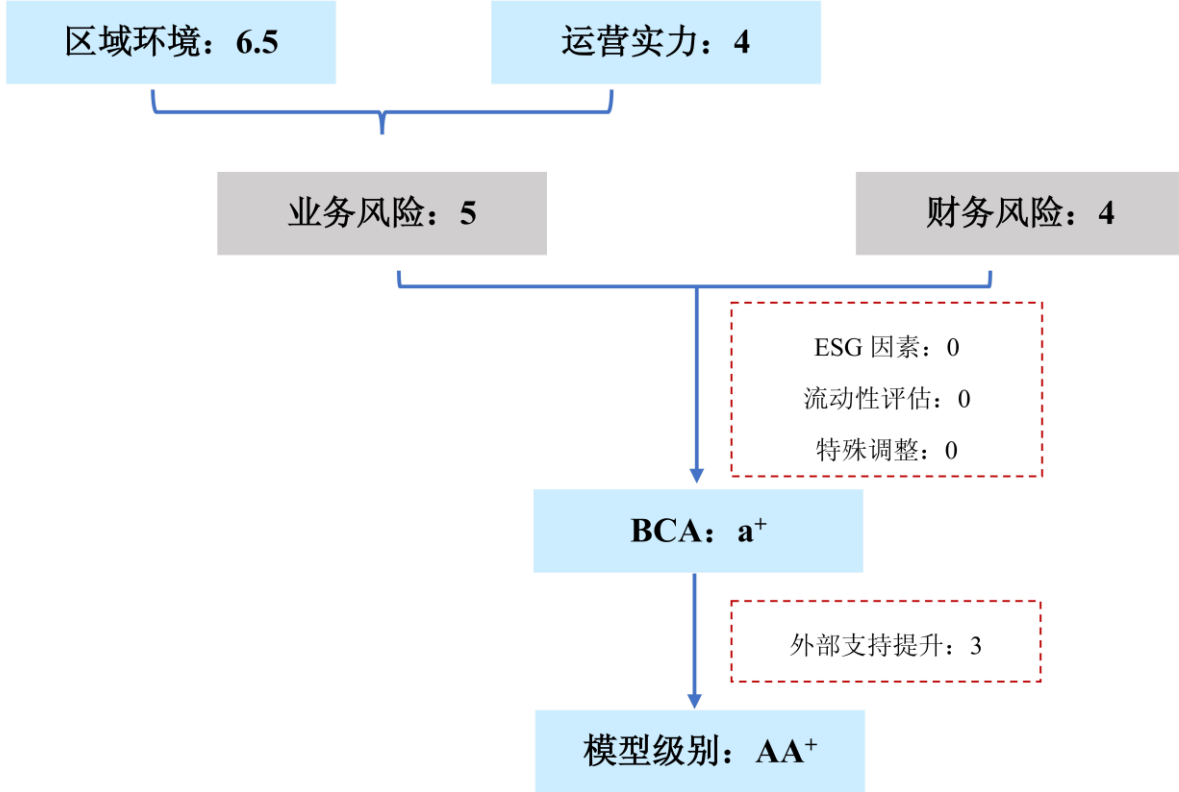
## 财务概况

大宁资产(合并口径)	2022	2023	2024	2025.9/2025.1~9
资产总计(亿元)	262.49	305.84	306.67	312.24
所有者权益合计(亿元)	90.09	94.34	92.21	90.84
负债合计(亿元)	172.39	211.51	214.46	221.40
总债务(亿元)	148.56	187.78	202.18	213.01
营业总收入(亿元)	5.24	6.64	23.71	4.27
净利润(亿元)	-1.73	-0.87	1.11	-1.67
EBIT(亿元)	4.01	4.94	8.91	1.79
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	0.43
营业毛利率(%)	70.36	73.16	46.09	66.13
总资产收益率(%)	1.55	1.74	2.91	0.77*
EBIT 利润率(%)	76.53	74.32	37.59	41.97
资产负债率(%)	65.68	69.16	69.93	70.91
总资本化比率(%)	66.69	70.53	71.07	72.73
总债务/EBITDA(X)	30.57	38.02	21.16	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.73	0.78	1.30	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	-0.38	-6.31	0.36	0.09
FFO/总债务(X)	-0.02	-0.25	0.06	--

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 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 年三季度财务报表整理。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。

● 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。

**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\_01

## 评级对象概况

大宁资产前身为上海大宁资产经营有限公司，系 2008 年 7 月由原上海市闸北区国有资产监督管理委员会<sup>1</sup>（以下简称“原闸北区国资委”）出资设立，初始注册资本 1.00 亿元。后经股权划转、多次增资及更名，截至 2025 年 9 月末，公司注册资本与实收资本均为 30.00 亿元，公司唯一股东和实际控制人均为静安区国资委。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。

表 1：截至 2025 年 9 月末公司主要子公司情况（亿元、%）

全称	简称	持股比例	截至 2025 年 9 月末			2025 年 1~9 月	
			总资产	净资产	资产负债率	营业总收入	净利润
上海大宁建设投资管理有限公司	大宁建投	100.00	9.19	4.31	53.10	0.64	-0.06
上海大宁绿地开发建设有限公司	绿地开发	100.00	41.25	15.75	61.79	0.26	-0.37
上海大宁广荣投资有限公司	广荣投资	50.00	8.90	2.74	69.10	0.03	-0.06
上海大宁商业投资有限公司	大宁商投	100.00	4.16	2.14	48.56	1.81	0.16
上海金贸实业有限公司	金贸实业	100.00	17.36	14.07	19.00	0.61	0.25

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 业务风险

### 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2025 年三季度受政策效应边际递减、关税预期扰动以及“抢出口”放缓、“反内卷”治理短期阵痛等影响，中国经济基本面走弱，增长压力显现，四季度或延续供强需弱的局面，高基数下增速或进一步放缓，但伴随“两新”“两重”政策加力扩围，扩大内需、活跃资本市场、整治“内卷”等一系列政策发力显效，全年实现 5% 的经济增长目标仍有支撑。

2025 年 7 月以来，内外需扰动加剧，生产、消费、投资、出口等数据全面下滑，经济增长压力逐渐显现，三季度实际 GDP 同比增长 4.8%，较二季度回落 0.4 个百分点，前三季度实际 GDP 同比增长 5.2%，仍高于全年经济增长目标。经济数据下滑背后存在多重因素制约：一是“以旧换新”政策效应边际递减，家电家具、汽车等置换需求逐步见顶，叠加居民可支配收入增速持续放缓，社零额增速已连续 4 个月回落；二是“反内卷”推进下，上游原材料价格企稳迹象显现，但也伴随着部分行业生产放缓、投资下滑；三是房地产尚未止跌，投资增速再创新低，叠加专项债投资效率和空间不足，基建投资大幅下滑拖累固定资产投资增速转负。但也要看到，生产端韧性较强，高技术制造业生产和投资表现亮眼，外需在短暂回落后再度反弹，特别是对非美地区出口增速再创新高，对经济增长形成有力支撑。

中诚信国际认为，四季度中美关税博弈再遇新变数，出口边际承压但影响或有限，叠加内生性消费和投资需求仍有待改善、房地产企稳回升动能减弱、价格水平整体低迷等问题尚存，中国经济或延续供强需弱的格局，高基数影响下经济增速或进一步放缓。但也要看到中国经济的韧性，实现全年 5% 的经济增长目标有多重支撑：一是“国补”剩余限额资金下达叠加传统消费旺季来临，消费仍将延续结构性修复；二是“反内卷”推进下产能治理显效，部分领域价格水平有所企稳，企业

<sup>1</sup> 原闸北区与静安区已于 2015 年 11 月合并为静安区。

利润改善对内需形成结构性支撑；三是财政增量政策已陆续出台，目前 5,000 亿元新型政策性金融工具已启动投放，5,000 亿结存限额较去年加量升级，相当于为地方提供了万亿增量财政资金，有望带动配套融资需求释放，基建投资回升或带动整体投资改善；四是新动能持续蓄势为经济增长打开空间，今年以来中国在人工智能、量子计算、生物医药等科技前沿领域取得重要突破，同时低空经济、深海科技、人形机器人等新兴行业布局持续深化，创新驱动的新格局正在形成。四季度将召开二十届四中全会，研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划，可能会有配套新政策出台。伴随宏观政策连续性与稳定性加强，中国经济将延续企稳回升态势，预计全年实现 5% 左右的增长目标压力不大。

综合以上因素，中诚信国际预计 2025 年四季度中国 GDP 增速将在 4.6% 左右。从中长期来看，稳增长政策效应持续释放加之改革措施持续深化落地，中国经济持续回升向好的基本面未变。

详见《供强需弱的格局再强化，年内完成增速目标压力不大》，[报告链接](#)：

<https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/12184?type=1>

## 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。

静安区系上海市中心区域，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，2024 年末，静安区常住人口 92.93 万人。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。近年来静安区各项经济指标居于上海市前列，2024 年静安区实现地区生产总值（GDP）3,369.93 亿元，比上年增长 3.7%；同年，静安区人均 GDP 为 36.26 万元。2024 年，静安区全社会固定资产投资总额 482.97 亿元，总量再创新高。2025 年 1~9 月，静安区实现地区生产总值（GDP）2,469.81 亿元，同比增长 4.9%。

表 2：2024 年上海市下属区县经济财政概况

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	53,926.71	--	21.74	--	8,374.20	--
浦东新区	17,752.28	1	30.68	5	1,308.66	1
闵行区	4,119.25	2	15.12	10	336.73	2
徐汇区	3,931.20	3	35.76	4	281.87	5
<b>静安区</b>	<b>3,369.93</b>	<b>4</b>	<b>36.26</b>	<b>3</b>	<b>302.22</b>	<b>3</b>
黄浦区	3,344.41	5	66.44	1	299.40	4
嘉定区	3,029.60	6	16.03	8	243.42	6
长宁区	2,789.31	7	40.70	2	180.97	12

杨浦区	2,668.64	8	22.24	6	168.29	13
松江区	2,276.23	9	11.62	14	204.55	10
宝山区	2,110.57	10	9.32	15	182.55	11
青浦区	1,825.24	11	14.17	12	216.36	8
奉贤区	1,680.07	12	14.74	11	216.84	7
普陀区	1,590.67	13	12.74	13	166.79	14
虹口区	1,524.53	14	22.17	7	208.82	9
金山区	1,238.05	15	15.24	9	106.13	15
崇明区	448.81	16	6.75	16	94.51	16

注：1、各区人均 GDP 系 2024 年 GDP/常住人口计算而来；2、一般公共预算收入数据使用各区域 2024 年预算执行报告、2024 年 1~12 月统计数据或政府工作报告披露数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

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 3：近年来静安区地方经济财政实力

项目	2022	2023	2024	2025.1~9
GDP（亿元）	2,627.97	2,846.03	3,369.93	2,469.81
GDP 增速（%）	-1.5	7.0	3.7	4.9
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	222.22
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	84.91

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：公开资料，中诚信国际整理

## 运营实力

中诚信国际认为，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，具有较强的业务竞争力；公司经营范围包括商业服务、城市更新、网点经营等。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以及无锡办公楼和底层商铺销售，带动收入大幅增长，但在建项目尚需投资规模较大。

表 4：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

业务	2022			2023			2024			2025.1~9		
	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	76.80	73.67	4.64	19.57	70.52	3.24	75.99	71.62
城市更新	0.40	7.56	69.74	0.53	7.91	85.61	14.63	61.73	38.05	0.34	7.91	7.42
网点经营	0.58	11.06	63.11	0.85	12.80	67.03	0.90	3.78	73.03	0.63	14.83	71.90
商业综合体销售	--	--	--	--	--	--	3.43	14.49	38.09	--	--	--
其他	0.08	1.53	74.87	0.17	2.49	49.42	0.10	0.43	58.81	0.05	1.28	35.88

合计	5.24	100.00	70.36	6.64	100.00	73.16	23.71	100.00	46.09	4.27	100.00	66.13
----	------	--------	-------	------	--------	-------	-------	--------	-------	------	--------	-------

注：商业综合体销售收入系基于项目管理方面的考虑，2024 年公司出售持有的无锡启迪大厦的办公楼及底层商铺等房产产生的收入；其他收入主要为公园经营收入及大宁小城项目相关收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 商业服务板块

**公司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。**

公司积极打造新静安大宁区域运营建设和环上大国际影视产业园区，并陆续开发运营了大宁中心广场、大宁中环广场、大宁人才公寓等多个商业项目，逐步在大宁地区形成了集文化创意、购物体验、休闲娱乐、商务办公等多元化功能于一体的、商旅文充分联动的高能级特色智慧商圈，并为入驻商铺及企业提供一揽子综合服务。

业务模式方面，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。2024 年，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有所下降，但整体运营情况良好。

表 5：截至 2025 年 9 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 年前三季度租金收入
大宁音乐广场	11.74	6.45	65.58%	4.00	0.72	1.00	0.63	0.53
大宁中心广场二期	6.38	5.38	70.00%	3.65	1.08	1.06	0.97	0.62
大宁中心广场三期	15.91	6.57	60.00%	4.50	0.13	0.25	0.18	0.21
大宁商务中心	5.55	2.76	84.06%	3.81	0.24	0.24	0.25	0.17
大宁星光耀广场	3.16	2.15	100.00%	3.27	0.14	0.30	0.29	0.11
大宁人才公寓	3.83	3.38	86.09%	2.95	0.26	0.26	0.26	0.20
大宁中环广场	7.16	3.64	62.64%	4.08	0.11	0.29	0.30	0.19
君庭广场	5.18	2.68	68.19%	2.18	0.12	0.25	0.24	0.09
启迪大厦	2.68	2.33	33.92%	3.90	0.25	0.21	0.16	0.08
华清大厦	2.12	1.92	27.62%	3.40	0.16	0.18	0.14	0.07
大宁欧洲城	3.36	3.32	54.77%	3.71	0.00	0.00	0.22	0.15
合计	67.07	40.58	--	--	4.03	4.04	3.64	2.42

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，2024 年整体运营情况良好，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；2025 年前三季度，前五大租户有所变化，整体出租率和平均日租金均出现不同程度下降。

**表 6：截至 2025 年 9 月末大宁中心广场前五大租户情况（平方米、万元）**

承租方	合同期限	出租面积	年租金
阿科玛（中国）投资有限公司上海分公司	2023/4/1-2028/3/31	3,976.85	691.06
上海盒马网络科技有限公司	2016/7/1-2026/6/30	4,912.00	448.20
上海禄泰实业有限公司	2023/11/1-2025/12/31	827.00	299.44
上海玖知置业有限公司	2024/12/1-2027/11/30	1,302.30	237.70
耐克商业（中国）有限公司	2024/9/12-2026/9/11	942.00	221.12
<b>合计</b>	--	<b>11,960.15</b>	<b>1,897.52</b>

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，2024 年整体出租率较去年小幅下滑，平均日租金同比小幅增长；2025 年前三季度，前五大租户有所变化，整体出租率和平均日租金均出现不同程度下降。

**表 7：截至 2025 年 9 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
心动互动娱乐有限公司	2020/2/29-2028/12/31	6,797.21	818.72
	2018/5/1-2028/12/31	3,007.72	351.30
上海迈睿数智营销服务有限公司	2019/4/15-2027/4/14	7,587.15	941.56
心动网络股份有限公司	2018/11/1-2028/12/31	5,163.34	621.92
安川电机（中国）有限公司	2019/8/15-2027/8/14	3,632.00	463.98
西诺迪斯食品（上海）有限公司	2018/7/16-2026/7/15	3,011.51	461.66
<b>合计</b>	--	<b>29,198.93</b>	<b>3,659.14</b>

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，2024 年以来整体出租率有所下滑，平均日租金较去年同期末有所增长；2025 年前三季度，整体出租率和平均日租金保持稳定。

大宁商务中心定位为高端商务办公楼，2024 年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末略有下降；2025 年前三季度，前五大租户未发生变动，整体出租率有所上升，平均日租金有所下降；此外，大部分租赁合同均将于 2025 年末到期，需关注后续合同续签情况。

**表 8：截至 2025 年 9 月末大宁商务中心主要租户情况（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	2020/12/01-2025/12/31	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，2024 年以来出租率保持 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。2024 年以来主要租户未发生变动，平均日租金呈先扬后抑态势。

**表 9：截至 2025 年 9 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
上海江钊科技发展有限公司	2025/5/1-2028/7/31	14,859.81	1,545.79
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	2,560.75

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、慧景公寓和宁嘉馨苑共 5 处人才公寓项目，2024 年大宁人才公寓整体运营稳定，出租率较上年同期末有所上升，平均日租金与上年同期持平；2025 年前三季度，大宁人才公寓出租率有所上升，平均日租金有所下滑。

大宁中环广场项目为公司旗下的中环地标级商业综合体，2024 年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；2025 年前三季度，大宁中环广场前五大租户有所变动，出租率有所下降。

**表 10：截至 2025 年 9 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	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
合众人寿保险股份有限公司上海分公司	2023/11/15-2026/11/14	858.31	144.11
合计	--	21,632.57	3,118.31

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。2024 年以来前五大租户变动较大，整体出租率较上年同期有所下滑。

**表 11：截至 2025 年 9 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
上海华庭美巢酒店公寓管理有限责任公司	2025/7/1-2030/6/30	4,588.68	779.34
上海音浪时代企业管理有限公司	2025/1/5-2028/1/4	3,645.39	306.03
上海源铨果品贸易有限公司	2025/7/4-2029/7/3	1,706.28	143.24
披云网络科技集团有限公司	2021/11/1-2027/10/31	627.50	109.94
上海宝里体育发展有限公司	2025/4/1-2030/3/31	1,500.00	109.50
合计	--	12,067.85	1,448.05

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。2024 年以来，启迪大厦及华清大厦的前五大租户均有所变动，整体出租率及平均日租金均呈下降态势并处于较

低水平。

**表 12: 截至 2025 年 9 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	2,439.37	329.81
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	2022/11/16-2028/11/15	1,042.21	117.76
上海刘春雷律师事务所	2020/10/1-2028/9/30	624.60	79.79
上海道客锦科科技设备有限公司	2025/6/3-2028/6/2	577.45	24.59
<b>合计</b>	--	<b>6,007.27</b>	<b>735.54</b>

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

**表 13: 截至 2025 年 9 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	1,217.61	36.22
上海市静安区机关事务管理局	2024/7/1-2029/6/30	1,239.81	76.93
北京金道天成信息系统服务有限公司上海分公司	2021/10/1-2027/9/30	708.79	78.26
上海上咨规划建筑设计有限公司	2025/3/1-2028/2/29	648.23	41.01
上海江茂建筑设计有限公司	2025/3/1-2028/2/29	262.81	16.63
<b>合计</b>	--	<b>4,077.25</b>	<b>249.05</b>

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。因部分楼宇加固、提质改造, 对部分租户进行业态调整, 致使 2024 年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; 2025 年前三季度, 大宁欧洲城前五大租户有所变动, 出租率及平均日租金均有所下降。

**表 14: 截至 2025 年 9 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
上海文广互动电视有限公司	2024/7/1-2029/6/30	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
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
中国银行股份有限公司	2024/7/1-2029/6/30	500.00	155.12
上海银行股份有限公司	2024/7/1-2029/6/30	450.00	139.61
<b>合计</b>	--	<b>11,533.63</b>	<b>1,678.58</b>

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

## 城市更新板块

**公司参与区域内的城市更新建设, 随着项目完工交付, 2024 年公司城市更新业务收入大幅增加。**

公司按照上海市及静安区政府规划, 基于促进城市更新、盘活存量低效用地而开展的房地产开发建设、动拆迁、商品房销售, 以及存量物业管理及处置等相关业务参与区域内的城市更新建设。

2019 年, 公司按照静安区政府盘活存量低效用地及促进城市更新要求, 参与购买天目社区 C07-0102 单元 20B-01 地块用于建设项目, 项目占地面积 5,065.71 平方米, 总建筑面积 26,073.4 平方

米,其中地上建筑面积约 17,466.91 平方米,建设可售商品住宅、保障房、自持租赁住房、物业管理用房、公共卫生间、生活垃圾房及商业配套用房等,地下建筑面积 8,606.49 平方米,由 2 层地下室组成,功能为地下车库及配套用房。项目备案总投资 13.99 亿元,2020 年 12 月开工。2024 年,公司交付静安区天目社区 C07-0102 单元 20B-01 地块住宅项目(宁嘉馨苑);2024 年及 2025 年 1~9 月,公司分别确认销售收入 14.39 亿元和 0.33 亿元。上述项目可销售面积为 18,868.91 万平方米,截至 2025 年 9 月末,已投资规模 13.35 亿元,已销售面积 13,052.86 万平方米,已收到销售款 16.16 亿元,该项目尚未确认收入规模有限,对公司收入及盈利贡献将减弱。

**表 15: 截至 2025 年 9 月末公司在建项目情况表(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
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(含部分民防设施)、设备用房等	2023.11~2026.11	12.19	9.61	预售阶段
静安区 238 街坊零星旧改项目	东至西藏北路、南至芷江西路、西至共和新路、北至中山北路(部分)	8.86 (暂估)	对基地内居民和单位实施房屋征收、拆除旧房、平整场地,并实施建设开发的一二级联动	待定	85.49 (暂估)	61.07	未销售
合计	--	11.25	--	--	97.68	70.68	--

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

## 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;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,补偿标准或是根据房屋面积就地补偿相同面积的土地;或是根据房屋面积并参考同区域房屋市场价确定补偿金额。由于公司存量老旧房产中部分房产产权和使用权分离,公司只拥有使用权(无期限限制)或产权,故公司在收到补偿款后会按照产权方 20%、使用权方 80%的比重分配补偿款。公司将收到的补偿款计为旧区改造收入,相应的成本主要包括被拆迁房产的账面价值、清退房屋租赁合同的违约补偿金和被动迁房屋权利人历史遗留的债务纠纷补偿金、企业职工安置费用等。

业务流程方面,旧区改造及动拆迁事宜由上海市及静安区土地发展中心负责,指定动拆迁公司进行拆迁工作,动迁完毕后对土地进行招拍挂对外出让。根据区财政的资金安排,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。

由于公司该业务依据政府旧区改造总体规划进行,受当年动迁规模及动迁项目位置影响,公司动迁规模及收入呈现一定波动性。2022~2024 年及 2025 年 1~9 月,公司动迁地块数量分别为 3 处、

2 处、3 处和 0 处，动迁的建筑面积分别为 488.03 平方米、947.84 平方米、550.37 平方米和 0 平方米，取得的收入分别为 948.60 万元、2,358.02 万元、2,407.80 万元及 0 万元。

表 16: 近年来公司旧区动迁情况(处、平方米、亿元)

	2022	2023	2024	2025.1~9
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

公司目前存量旧物业资产地理位置优越，整体出租率较高，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，亦包括部分产权和使用权分离的房产。对于公司仅拥有使用权（无期限限制）的房产需通过拍卖或出租的方式实现收益。

旧物业拍卖方面，公司每年会根据当地房地产市场行情，对部分老旧房进行公开拍卖，从而形成旧物业拍卖收入，近年来进行拍卖的主要是公司持有的使用权房和产权房，对象主要是企业用户；2021 年以来，公司计划开始安排对拥有产权的房产进行拍卖，整体上，可用于拍卖的存量房产有限。旧物业拍卖的成本主要为房屋账面值、清退承租房的租赁合同违约补偿金、土地增值税等。

表 17: 近年来公司旧物业拍卖情况(处、平方米、万元)

项目名称	2022	2023	2024	2025.1~9
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	4.57

注：2025 年 1~9 月确认的收入为以前出让产权房的补差款。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司的旧物业出租即为公司名下部分存量商铺及少量厂房，近年公司陆续对旧物业进行处置，该部分物业逐年减少。截至 2025 年 9 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 88.77%，处于较高水平。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。租金方式按年、半年、季度或月支付，大多为按季支付。2022~2024 年及 2025 年 1~9 月，分别实现旧物业出租收入 0.58 亿元、0.81 亿元、0.86 亿元和 0.61 亿元。同期分别实现旧物业水电费等收入分别为 220.25 万元、360.80 万元、349.14 万元和 235.36 万元。

## 财务风险

中诚信国际认为，随着项目建设推进及完工交付，2024 年公司收入规模大幅增长，实现扭亏为盈，但短期可确认收入项目量较少，2025 年前三季度经营复亏；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；公司财务杠杆水平偏高且呈增长趋势，整体债务规模较大，经营获现对债务本息覆盖能力不足。

## 盈利能力

**2024 年公司收入规模大幅增长，实现扭亏为盈，但处置收入不具有可持续性，且城市更新项目收入波动较大，需关注各业务板块后续盈利稳定性。**

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以及无锡办公楼和底层商铺销售。同时，受收入结构变化影响，公司营业毛利率呈波动态势。期间费用方面，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，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，公司费用控制仍面临压力。公司利润总额主要来源于经营性业务利润，2024 年扭亏为盈，但收入波动较大，且 EBIT 利润率有所下降，2025 年前三季度亏损规模较大，需关注各业务板块后续盈利稳定性。

表 18：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2022	2023	2024	2025.1~9
营业毛利率	70.36	73.16	46.09	66.13
期间费用合计	7.66	6.99	7.05	4.88
期间费用率	146.14	105.20	29.74	114.38
其他收益	2.06	1.81	1.26	0.40
经营性业务利润	-2.15	-0.81	3.44	-2.03
利润总额	-1.16	-0.40	2.72	-1.62
EBIT 利润率	76.53	74.32	37.59	41.97

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

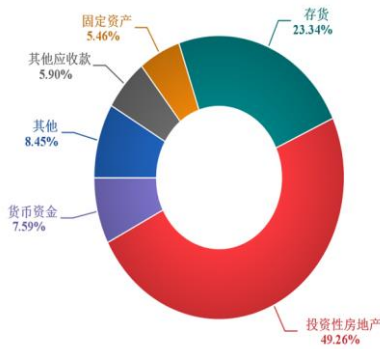
**随着业务持续发展，近年来公司资产规模稳步增长，资产结构未发生明显变化，具有较好的收益性，但投资性房地产受限规模较大，且应收类款项对资金形成一定占用，资产流动性一般。公司财务杠杆率处于较高水平且呈持续增长趋势，资本结构有待优化。**

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。近年来，随着项目建设的不断推进，公司资产保持增长态势，2025 年 9 月末总资产较年初增长 1.82%。

公司资产主要由商业服务板块、城市更新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，近年来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约 59%。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。投资性房地产主要系公司自持的商业综合体，采用公允价值计量，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，降低了该部分资产的流动性。公司存货主要系 0703 地块项目和静安区 238 街坊零

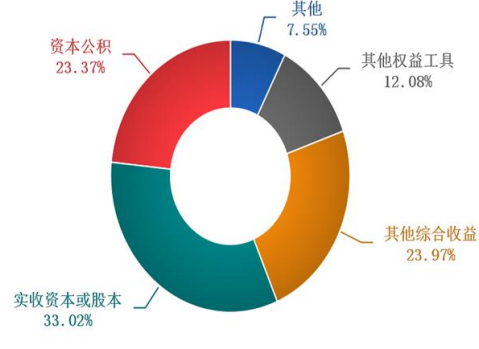
星旧改项目投入，随着建设推进，存货规模保持增长。其他应收款主要系应收上海中亚商业有限公司（以下简称“中亚公司”）的款项，主要为公司代付的职工安置款，中亚公司的实际控制人亦是静安区国资委，其已出函明确该款项将于相关房屋资产处置（出售、拆迁）后予以返还，该部分款项预计将在未来 5-7 年内逐步收回，对公司资金形成一定占用。公司保有一定规模的货币资金及等价物用于经营周转及债务偿付，截至 2025 年 9 月末，货币资金未受限。总体来看，公司资产流动性一般。

图 1：截至 2025 年 9 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 2025 年 9 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

近年来受益于股东增资以及股权划入，公司资本公积保持增长，带动经调整的所有者权益增长，其中 2023 年及 2024 年，静安区国资委分别向公司增资 3.00 亿元和 3.00 亿元。2025 年前三季度，公司亏损导致经调整的所有者权益有所下降。预计未来政府将持续向公司拨付资金及划转资产，公司所有者权益将进一步增厚，资本实力或将进一步增强。

近年来公司财务杠杆水平始终保持高位且呈上升趋势，2025 年 9 月末资产负债率和总资本化比率均突破 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，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 19：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2022	2023	2024	2025.9
资产总额	262.49	305.84	306.67	312.24
非流动资产占比	66.64	58.87	59.05	58.17
经调整的所有者权益合计	74.21	78.46	82.29	79.86
资产负债率	65.68	69.16	69.93	70.91
总资本化比率	66.69	70.53	71.07	72.73

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

公司经营活动获现能力表现一般，同时项目建设主要依赖外部融资，导致其债务规模较大，债务负担相对较重，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。2024 年，公司 EBITDA 能够对利息形成一定覆盖，经营活动净现金流对利息保障能力不足。

如前所述,2024 年宁嘉馨苑交付以及无锡办公楼和底层商铺销售,公司营业总收入实现大幅增长。现金流方面,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;2025 年 1~9 月,公司经营活动净现金流小幅净流入。整体来看,公司经营活动获现能力总体表现一般。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。公司主要依赖于银行借款和债券发行来弥补资金缺口,近年来债券融资金额呈增长态势,需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。同时,受益于股东的持续支持,近三年公司吸收投资收到的现金合计 6.05 亿元,亦是其资金补充的重要渠道。总体来看,公司通过外部债务融资叠加政府拨款等股权融资方式筹集的资金,基本可以覆盖资金缺口。

公司负债主要系刚性债务,随着经营业务的持续发展、投资支出增长,公司外部债务融资需求不断推升,债务规模增长较快。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。

**表 20: 截至 2025 年 9 月末公司债务到期分布情况(亿元)**

类型		金额	1 年以内	1 年以上
银行借款	短期、长期及一年内到期	89.47	12.52	76.95
债券融资	中期票据、公司债、CMBS	112.07	29.47	82.60
债券融资	永续债	10.98	0	10.98
<b>合计</b>	--	<b>212.52</b>	<b>41.99</b>	<b>170.53</b>

注:此处债务不含租赁负债。

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,2024 年公司扭亏为盈,带动 EBITDA 规模大幅增长,其对利息的保障能力较上年有所提升且能够对利息形成一定覆盖。此外,公司经营活动净现金流对利息的保障能力有所改善,但仍显不足。

截至 2025 年 9 月末,公司可动用账面资金为 23.71 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,公司银行授信总额为 181.72 亿元,尚未使用授信额度为 92.26 亿元,备用流动性较为充足;此外,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。

**表 21: 近年来公司现金流及偿债相关指标情况(亿元、X)**

	2022	2023	2024	2025.9/2025.1~9
经营活动产生的现金流量净额	-2.51	-39.86	2.68	0.43
投资活动产生的现金流量净额	15.39	-0.10	-12.18	-0.36
筹资活动产生的现金流量净额	-12.07	35.93	10.75	5.18
总债务	148.56	187.78	202.18	213.01
短期债务占比	19.87	4.74	14.95	19.69
EBITDA	4.86	4.94	9.55	--
EBITDA 利息保障倍数	0.73	0.78	1.30	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-0.38	-6.31	0.36	0.09

总债务/EBITDA	30.57	38.02	21.16	--
------------	-------	-------	-------	----

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 其他事项

**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。**

受限情况方面，截至 2025 年 9 月末，公司受限资产账面价值合计 127.33 亿元，受限资产占当期末公司总资产的比例为 40.78%，主要为抵押的投资性房地产 118.46 亿元和存货 8.84 亿元，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 9 月末，公司对外担保金额共计 2.70 亿元，占期末净资产的比例为 2.97%，被担保人为静安区属国企西藏城市发展投资股份有限公司<sup>2</sup>（股票代码：600773.SH）和关联企业上海宁汇资产管理有限公司，公司对外担保规模较小。截至 2025 年 9 月末，公司不存在对其持续经营产生重大不利影响的未决诉讼或仲裁事项。

**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 12 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。

## 外部支持

**公司是静安区“一轴三带”发展战略中环南翼的建设主体，主要承担了大宁区域城市建设运营商的业务职能，在资金注入、财政补贴等方面持续获得政府的支持。**

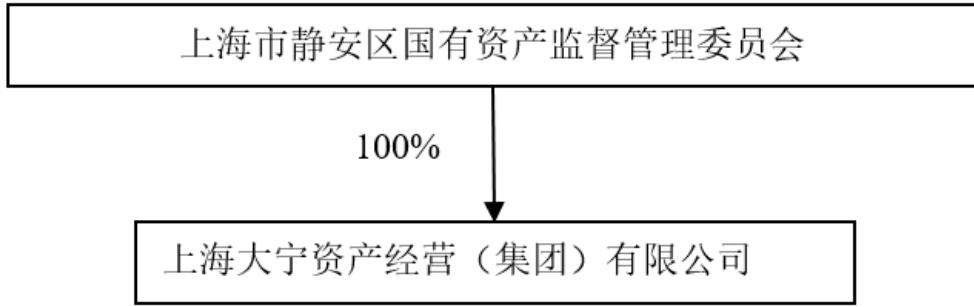
静安区位于上海市中心区域，重点培育商贸服务、金融服务、专业服务、数据智能、文化创意和生命健康六大产业，形成创新型的高端化、现代化服务业体系，经济财政实力在上海市内领先。公司是静安区“一轴三带”发展战略中环南翼的建设主体，主要承担了大宁区域城市建设运营商的业务职能，由静安区国资委直接控股，公司各项业务关系到国计民生的重点行业，股权结构和业务开展均与政府具有高度的关联性，在资金注入、财政补贴等方面有良好记录。2023 年及 2024 年，静安区国资委分别向公司增资 3.00 亿元和 3.00 亿元。2023 年~2024 年及 2025 年 1~9 月，公司分别获得计入其他收益的各类产业扶持和专项补贴 1.81 亿元、1.26 亿元和 0.40 亿元。

## 评级结论

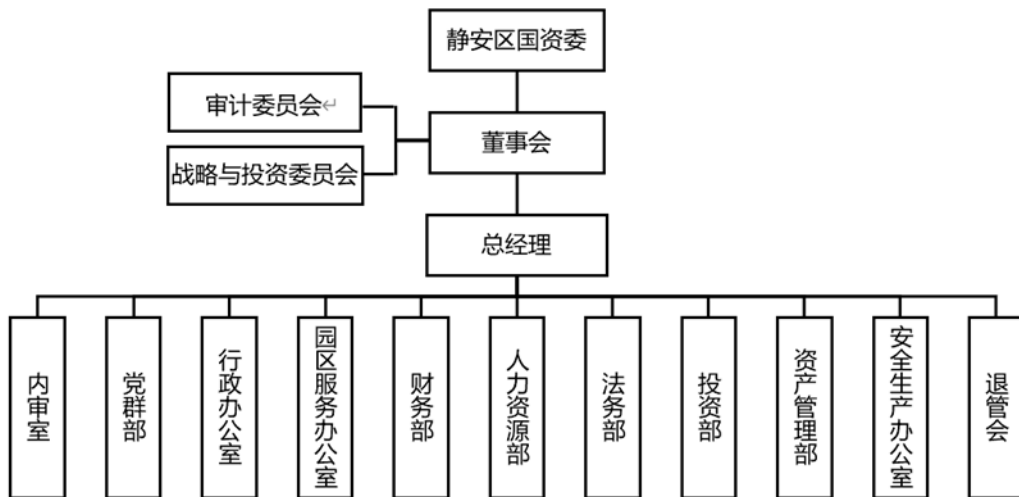
综上所述，中诚信国际评定上海大宁资产经营(集团)有限公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定。

<sup>2</sup> 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。

### 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 12 月末)



序号	主要子公司名称	简称	持股比例 (%)
1	上海大宁建设投资管理有限公司	大宁建投	100.00
2	上海大宁绿地开发建设有限公司	绿地开发	100.00
3	上海大宁广荣投资有限公司	广荣投资	50.00
4	上海大宁商业投资有限公司	大宁商投	100.00
5	上海金贸实业有限公司	金贸实业	100.00



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: 万元)	2022	2023	2024	2025.9/2025.1~9
货币资金	348,593.57	299,899.81	184,515.82	237,060.55
应收账款	49,802.23	45,292.43	47,859.51	31,155.58
其他应收款	208,832.46	206,540.34	183,710.44	184,230.98
存货	236,129.49	674,960.21	715,896.97	728,830.47
长期投资	37,348.78	42,567.19	45,080.49	42,875.09
投资性房地产	1,486,043.42	1,531,238.13	1,531,141.73	1,538,023.93
固定资产	155,413.87	152,508.71	171,871.45	170,394.17
在建工程	3,345.04	4,746.38	113.09	1,004.00
无形资产	13,113.77	13,059.03	12,892.44	12,992.07
资产总计	2,624,863.94	3,058,447.11	3,066,698.91	3,122,401.38
其他应付款	74,636.52	66,966.74	61,157.39	49,192.89
短期债务	295,166.70	88,985.20	302,327.44	419,318.67
长期债务	1,190,396.09	1,788,818.10	1,719,451.23	1,710,808.25
总债务	1,485,562.80	1,877,803.30	2,021,778.67	2,130,126.92
净债务	1,273,344.81	1,577,903.49	1,837,262.85	1,893,066.37
负债合计	1,723,934.51	2,115,086.15	2,144,632.65	2,213,977.37
经调整的所有者权益	742,122.01	784,553.55	822,949.28	798,648.15
利息支出	66,209.40	63,165.83	73,486.72	47,208.78
营业总收入	52,432.80	66,448.59	237,055.28	42,676.52
经营性业务利润	-21,537.58	-8,065.26	34,419.89	-20,280.08
投资收益	1,811.22	1,475.42	999.02	2,789.75
净利润	-17,310.44	-8,706.40	11,128.78	-16,652.72
EBIT	40,126.09	49,386.23	89,116.93	17,910.69
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	4,338.67
投资活动产生的现金流量净额	153,933.74	-979.29	-121,832.72	-3,576.06
筹资活动产生的现金流量净额	-120,706.09	359,340.84	107,501.70	51,782.12
财务指标	2022	2023	2024	2025.9/2025.1~9
营业毛利率(%)	70.36	73.16	46.09	66.13
期间费用率(%)	146.14	105.20	29.74	114.38
EBIT 利润率(%)	76.53	74.32	37.59	41.97
总资产收益率(%)	1.55	1.74	2.91	0.77*
流动比率(X)	1.53	3.55	3.19	2.71
速动比率(X)	1.12	1.65	1.37	1.20
存货周转率(X)	0.08	0.04	0.18	0.03*
应收账款周转率(X)	1.03	1.40	5.09	1.44*
资产负债率(%)	65.68	69.16	69.93	70.91
总资本化比率(%)	66.69	70.53	71.07	72.73
短期债务/总债务(%)	19.87	4.74	14.95	19.69
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.07	-0.25	-0.02	0.00
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务	-0.33	-5.20	-0.16	0.01

(X)

经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	-0.38	-6.31	0.36	0.09
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)	0.73	0.78	1.30	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	0.61	0.78	1.21	0.38
FFO/总债务 (X)	-0.02	-0.25	0.06	--

注：中诚信国际根据公司 2023~2024 年审计报告及未经审计的 2025 年三季报整理；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。

### 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
	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
经营效率	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)
	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	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
	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：1、“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；2、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”；3、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[2023]65 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