

跟踪评级公告

联合评字[2016]552 号

上海嘉宝实业（集团）股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

上海嘉宝实业（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

上海嘉宝实业（集团）股份有限公司发行的“14 嘉宝债”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年 六 月 七 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

上海嘉宝实业（集团）股份有限公司

公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	发行规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
14 嘉宝债	9.60 亿元	AA	AA	2015 年 6 月 24 日

担保方：上海市嘉定区国有资产经营（集团）有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2016 年 6 月 7 日

主要财务数据：

发行人

项 目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	89.28	92.79	106.74
所有者权益（亿元）	34.52	34.90	53.73
长期债务（亿元）	17.63	18.24	12.18
全部债务（亿元）	18.63	19.19	12.18
营业收入（亿元）	16.37	20.96	7.93
净利润（亿元）	4.00	2.94	1.02
EBITDA（亿元）	5.57	4.60	--
经营性净现金流（亿元）	-15.89	7.90	4.21
营业利润率（%）	26.66	17.58	20.97
净资产收益率（%）	12.13	8.47	--
资产负债率（%）	61.33	62.39	49.66
全部债务资本化比率（%）	35.05	35.47	18.48
流动比率（倍）	2.18	2.12	2.41
EBITDA 全部债务比（倍）	0.30	0.24	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.46	4.32	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.58	0.48	--

担保方-嘉定国资

项 目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	100.24	114.30
所有者权益（亿元）	29.46	33.16
营业收入（亿元）	2.80	3.95
净利润（亿元）	5.00	0.35
资产负债率（%）	70.61	70.99

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、公司 EBITDA 均含投资性房地产折旧及摊销；3、公司 2016 年 1 季报未经审计，相关指标未予年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

上海嘉宝实业（集团）股份有限公司（以下简称“嘉宝集团”或“公司”）作为区域性房地产开发企业（以上海嘉定及周边区域为主），在区域市场品牌知名度等方面具有一定的竞争优势。跟踪期内，受益于市场环境好转，公司销售面积和金额明显增长；伴随 2016 年非公开发行股票，公司资本实力得到充实，货币资金充足，债务负担明显下降。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产市场波动、公司业务区域较为集中、在手项目仍需要一定的去化周期等因素对公司信用水平带来的不利影响。

本次债券由上海市嘉定区国有资产经营（集团）有限公司（以下简称“嘉定国资”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。2015 年，嘉定国资经营状况稳定，考虑到其作为嘉定区实施“国有股权综合管理和投融资”的主体，在嘉定区经济和社会发展中具有重要的地位，其提供的无条件不可撤销的连带责任担保对本次债券的信用状况仍具有一定的积极影响。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“14 嘉宝债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 公司业务主要集中在上海嘉定区，该区是上海市的卫星城市，具有区位优势，公司在嘉定区域市场内有一定竞争力。

2. 公司在建项目规模较大，尚可满足未来一段时间的销售需求。

3. 伴随 2016 年公司非公开发行股票，公司资本得到充实，现金类资产充足；且募集资金用于项目开发，公司资金支出压力不大。

4. 2016 年 1 季度，公司偿还较大规模的

借款，债务负担明显下降。

关注

1. 房地产行业受宏观政策调控影响大，未来房地产市场运行存在一定不确定性；同时，公司房地产开发区域集中在上海嘉定区及周边区域，区域房地产行情波动将对公司业绩造成较大影响。

2. 公司土地储备规模较小，可持续发展能力有待提升。

3. 由于结转收入的房地产项目不同，2015年公司主营业务毛利率明显下降；此外，公司营业外收入对盈利有一定影响。

4. 公司尚有一项未决诉讼，涉及金额较大，需持续关注该事项发展。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

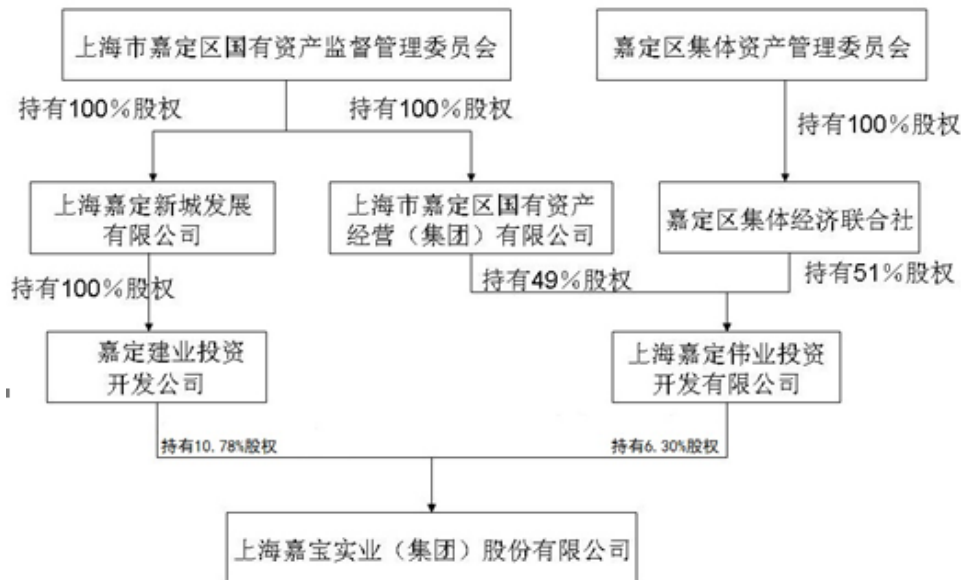


一、主体概况

上海嘉宝实业（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“嘉宝集团”）前身是上海嘉宝照明电器公司，由上海光明灯头厂、上海南翔灯泡厂、上海联合灯泡厂和上海中华灯泡厂组建而成，是我国当时最大的电光源生产和出口企业之一。1992年4月，经上海市经济委员会批准（沪经企[1992]275号），公司改组并更名为上海嘉宝实业股份有限公司。1992年5月，公司经中国人民银行上海市分行金融管理处批准（[1992]275 沪人金股字第 14 号）在境内公开发行股票（股票代码：600622，股票简称：嘉宝实业），并于当年 12 月在上海证券交易所上市。1994 年 8 月，公司更名为现用名；2003 年 4 月 7 日公司股票简称变更为“嘉宝集团”。

后历经多次送红股、转股、配股及增资等，截至 2016 年 3 月末，公司注册资本为 6.83 亿元，总股本为 6.83 亿股。公司实际控制人为上海市嘉定区国有资产监督管理委员会。

图 1 截至 2016 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：房地产开发经营，自有房屋租赁，实业投资，国内贸易（除专项规定），进出口业务（按外经贸委批件执行），企业管理，企业管理咨询，劳务服务，照明设备的销售。目前公司主要从事房地产行业。

截至 2015 年底，公司下辖 16 家子公司。2015 年，公司合并范围有所变化，其中，公司对上海安江实业发展有限公司减资退出、对上海嘉宝贸易发展有限公司进行股权转让，两公司不再纳入合并范围；此外，公司投资新设上海嘉宝实业集团投资管理有限公司和上海奇伊投资管理咨询有限公司。截至 2015 年底，公司在职员工共 384 名，人员数量较上年末变化幅度小，公司职能部门设置未发生变化。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 92.79 亿元，负债合计 57.89 亿元，股东权益（含少数股东权益）34.90 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 31.50 亿元。2015 年，公司实现营业收入 20.96 亿元，净利润（含少数股东损益）2.94 亿元，其中归属于母公司净利润 2.75 亿元；经营活动现金流量净额为 7.90 亿元，现金及现金等价物净增加额为 8.36 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 106.74 亿元，负债合计 53.01 亿元，股东权益（含少

数股东权益) 53.73 亿元, 其中归属于母公司所有者权益合计 50.34 亿元。2016 年 1~3 月, 公司实现营业收入 7.93 亿元, 净利润(含少数股东损益) 1.02 亿元, 其中归属于母公司净利润 1.04 亿元; 经营活动现金流量净额为 4.21 亿元, 现金及现金等价物净增加额为 8.59 亿元。

二、债券发行情况及募集资金使用

上海嘉宝实业(集团)股份有限公司 2014 年公司债(以下简称“14 嘉宝债”或“本次债券”)债券代码为 122333.SH。本次债券发行工作于 2014 年 10 月 27 日结束, 债券期限为 5 年(附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售权), 计息期限为 2014 年 10 月 23 日至 2019 年 10 月 22 日止; 票面利率为 5.50%, 固定不变; 在本次债券存续的第 3 年末, 发行人可选择上调票面利率 0 至 100 个基点(含本数), 债券票面年利率为债券存续期前 3 年票面年利率 5.50%加上上调基点, 在债券存续期后 2 年固定不变。本次债券采用单利按年计息, 不计复利, 逾期不另计利息。本次债券扣除债券承销商以及相关佣金后募集资金净额 9.48 亿元。截至 2015 年底, 公司已将全部募集资金用于补充流动资金。公司于 2015 年 10 月 23 日支付自 2014 年 10 月 23 日至 2015 年 10 月 22 日期间的利息。

本次债券由上海市嘉定区国有资产经营(集团)有限公司(以下简称“嘉定国资”)提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

三、运营环境

1. 行业概况

2015 年, 我国房地产行业增速进一步放缓。受经济增速放缓和行业宏观调控政策的影响, 2015 年全国房地产开发投资 95,035.61 亿元, 同比增长 1.00%, 增速较上年同期下滑 9.50 个百分点, 为近五年来的最低点。其中, 住宅投资增速最为缓慢, 但住宅投资占比 60% 以上, 仍居各类房产之首; 办公楼投资表现相对较好, 增速一直保持在两位数以上; 商业营业用房 2015 年增速下滑最为明显。2015 年一线城市投资增速仍保持高位, 三线城市出现回稳迹象。

(1) 土地供给

2015 年土地市场供应减少, 均价上涨, 不同城市分化加剧。2015 年全国 100 个大中城市成交土地面积 4.68 亿平方米, 比上年下降 18.04%。从各类用地的供求结构来看, 2015 年工业用地供求量仍具各类之首, 占比均超 50%, 商办类用地和其他用地基本持平, 住宅类用地继续下滑约 3 个百分点。土地价格方面, 由于 2014 年以来政府陆续出台“930”新政等政策刺激房地产市场需求, 提高市场活力, 但在整体去库存的背景下, 土地供应缩减, 导致 2015 年土地溢价率大幅上涨, 2015 年土地溢价率达 29.97%, 为市场高点。其中工业用地平均溢价率 0.74%, 较上年下降 0.82%; 住宅类用地平均溢价率 21.59%, 较上年上升 8.35 个百分点; 商办类用地平均溢价率 5.93%, 较上年下降 3.74 个百分点。

2015 年, 一线城市由上半年控制供地节奏至年末优质地块集中放量, 市场再次呈现“U”型走势, 宅地价格上涨明显, 京沪表现突出; 二线城市以分化为主, 热点区域高价地频现, 整体均价及溢价率同比上涨; 三四线城市受楼市库存压力影响, 土地市场仍显低迷。

(2) 开发资金来源

土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素, 近年受宏观调控和市场供需影响, 土地价格有所波动, 整体增速呈下降趋势。目前房地产企业资金来源总额及结构较为稳定, 预收资金和

自筹资金仍为房地产投资的主要资金来源。

开发资金来源方面，进入2015年，国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有公司法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015年，房地产开发企业到位资金125,203亿元，同比增长2.6%，增速较上年增加2.7个百分点。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%；利用外资297亿元，下降53.6%；自筹资金49,038亿元，下降2.7%；其他资金55,655亿元，增长12.0%。在其他资金中，定金及预收款32,520亿元，增长7.5%；个人按揭贷款16,662亿元，增长21.9%。

（3）商品房市场供需

在国家调结构、稳增长的政策背景下，房地产销售面积出现回升，销售价格回升趋势明显；各类城市房价分化加速，一线城市呈量价齐升局面。

从商品房市场供求情况看，2015年，商品房销售面积12.85亿平方米，同比增长6.50%，增速较上年提高14.10个百分点。其中，办公楼销售面积增速最快，达16.20%，增速较上年提高29.20个百分点，增幅较大。分城市来看，一线城市2015年商品房销售面积增幅最大，同比增长15.30%，二三线城市增速均在10.00%以下。

从销售价格来看，2015年5月份以来百城住宅均价开始逐步提高，12月，住宅平均价格为10,980.00元/平方米，同比增速为4.15%，增速较上年同期增加6.84个百分点。2015年以来一线城市房价整体保持增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自2014年4月份以来连续12个月下跌，2015年5月份开始有所好转，11~12月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自2014年至2015年7月连续下跌，8月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

（4）行业竞争

房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。2015年，房地产行业集中度进一步提升。房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为17.05%和23.06%，分别较上年上升0.13和0.27个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到11.41%和14.75%，分别较上年提升0.90和1.01个百分点。

2. 行业政策

2015年，中央明确稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。2015年3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，2015年以来，央行多次降息降准，调整后，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史最低位；除此之外，政府4次下调首套房及二套房个贷首付比例，同时在放松限购限贷、调整公积金、财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016年2月，政府即出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。

总体看，在我国房地产市场去库存的背景下，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，但行业在可预见的未来仍将受政策的影响体现出比较明显的行业波动。

3. 行业关注

(1) 商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

(2) 行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企。截至2015年底，房地产行业总体资产负债率为76.40%，较2014年的74.58%提高了1.82个百分点，房地产板块整体债务率较高。

(3) 市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

(4) 房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

4. 行业发展

(1) 地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产行业的金融化趋势日渐明显。

(2) 转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

(3) 合作开发成为主流模式

房地产行业投资收益在利润中的占比普遍提升。从收益构成看，2015年房地产上市公司投资收益总额308亿，同比增长23.19%，显示了行业合作开发及多元经营的趋势，未来项目增值将更多以资本利得的方式变现。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演更重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见房地产行业实质性调整刚刚开始，市场的分化将进一步加大。未来几年，预期龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

5. 区域经济及房地产市场情况

公司业务主要分布在上海市嘉定区及周边区域，上海市经济发展及房地产市场情况对公司经营有较大影响。

2015年，上海市实现地区生产总值24,964.99亿元，同比增长6.9%。其中，第一产业增加值109.78亿元，同比下降13.2%；第二产业增加值7,940.69亿元，增长1.2%；第三产业增加值16,914.52亿元，

增长10.6%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重为67.8%，比上年提高3.0个百分点，上海市产业结构进一步得到优化。截至2015年底，上海市全市常住人口总数2,415.27万人，其中，户籍常住人口1,433.62万人，外来常住人口981.65万人。

2015年，在政府多次降准降息、降低二套房首付比例、放松公积金信贷门槛等政策的持续刺激下，上海楼市交易量明显提升，改善性需求释放显著，2015年成为住宅市场限购以来上海楼市“最佳表现年”。

从投资规模看，上海市全年完成房地产开发投资3,468.94亿元，较上年增长8.2%；其中，住宅投资1,813.32亿元，较上年增长5.1%。上海市商品房施工面积15,095.33万平方米，较上年增长2.8%；竣工面积2,647.18万平方米，较上年增长14.4%。2015年上海房地产投资规模继续扩大，但投资增速有所放缓。

从成交量和成交均价来看，上海市商品房销售面积2,431.36万平方米，同比增长16.6%，创2009年以来新高，其中住宅销售面积2,009.17万平方米，同比增长12.8%；全年商品房销售额5,093.55亿元，同比增长45.5%，其中住宅销售额4,319.93亿元，同比增长47.8%；全年商品房销售均价20,949元/平方米，较上年上涨24.79%；全年存量房买卖登记面积2,647.83万平方米，同比增长66.9%。2015年，上海楼市交易量大幅增长，销售均价涨幅明显，呈现出“量价齐升”的走势。

从土地供给方面来看，2015年上海市共计出让国有建设用地使用权1,240公顷，较上年较少17.5%。成交土地溢价率高达52.79%。2015年，上海市出让土地数量减少，但出让价格大幅增长。

进入2016年，面对房地产市场迅速上涨的态势，上海市出台多项政策进行调控。相关政策主要包括从严执行住房限购政策，将非本市户籍居民购房资格由缴纳社会保险或个人所得税满2年调整为满5年及以上；对购买第2套住房再次申请商业贷款的居民家庭，购买普通自住房的首付款比例需超过50%，购买非普通自住房的，则需超过70%；同时增加商品住房用地供应，增加商品住房用地的中小套型比例；加快推进中心城区成片二级以下旧里房屋改造和“城中村”改造等。

总体看，2015年上海市经济持续平稳增长；受到多重政策利好的叠加效应，上海当地产市场呈现“量价齐升”的走势，2015年交易量达到近年来的最好水平；2016年上海市政府已出台多项政策调控房地产市场，上海市房地产市场面临一定的调整压力。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事李峰因工作变动原因辞任公司董事，监事茅健因工作需要辞任公司监事。2015年7月，公司股东大会选举新任董事和监事，分别由龚侃侃和朱建明担任。除此之外，公司其他董事、监事和高级管理人员无变动，高管团队基本稳定，相关管理制度延续以往模式。

五、经营分析

1. 经营概况

2015年，公司主营业务收入及利润的主要来源仍为房地产开发与销售业务，该板块收入在营业收入中的占比在90%以上，主业突出。2015年，伴随结转商品房收入规模扩大，公司实现营业收入20.96亿元，同比增长27.98%；但受房地产业务毛利率下降影响，公司实现净利润2.94亿元，同比减少26.43%。

从主营业务收入构成来看，伴随2015年公司房地产销售结转收入增长，该板块在主营业务收入中的占比为96.26%，较上年提高14.72个百分点。2015年4月起，公司对承担商业业务的子公

司上海嘉宝贸易发展有限公司（以下简称“嘉宝贸易”）的持股比例降低到 40%，不再纳入合并范围，使得公司商业业务收入大幅减少，商业业务收入占比相应下降至 2.72%，公司 2016 年将无此板块收入。其他业务主要系服务业，规模较小，对公司收入影响不大。

表 1 公司 2014~2015 年主营业务收入及毛利率情况表（单位：万元，%）

项目	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产业务	133,293.76	81.55	47.82	201,495.18	96.26	27.00
商业	28,584.02	17.49	2.82	5,689.75	2.72	3.37
其他	1,581.72	0.97	29.00	2,133.03	1.02	32.56
合计	163,459.50	100.00	39.77	209,317.96	100.00	26.41

资料来源：公司提供

从毛利率来看，由于公司 2014 年结转项目主要为紫提湾项目，而 2015 年公司结转项目包括宝菊清水园动迁配套房项目和梦之湾项目中的低密住宅产品，两项目毛利率均较低，从而拉动公司房地产业务毛利率由 2014 年的 47.82% 下降至 2015 年的 27.00%；此外，公司其他业务毛利率较高，但对公司利润影响有限。受上述因素影响，公司主营业务毛利率由 2014 年的 39.77% 下降至 26.41%。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.93 亿元，较上年同期增长 25.69%；实现净利润 1.02 亿元，较上年同期下降 13.81%，主要系上年同期公司结转物业动迁补偿收入，导致营业外收入规模较大所致。此外，伴随结转项目的变化，公司主营业务毛利率有所回升，达到 33.68%。

总体看，随着结转项目规模扩大，公司营业收入规模明显增长；受结转项目不同，公司房地产业务毛利率有所下降，但整体仍处于较高水平。

2. 房地产业务

（1）土地、项目储备情况

在土地储备方面，公司房地产项目主要集中于上海市嘉定区内。公司具体土地储备手段主要为通过“招、拍、挂”方式取得，为了项目的整体规划，公司在获取土地储备之前会先行对项目整体成本、预期售价、预期利润空间等进行测算，保证公司合理的毛利空间，整体土地储备策略较为理性；同时，公司进行部分动迁配套住宅业务。

2015 年，考虑到在开发项目规模较大，公司未新增土地储备，主要进行现有项目开发。截至 2015 年底，公司尚未开发的土地储备规划建筑面积为 10.44 万平方米，分别为竹筱项目和盛创三期，均为多年前取得的项目。公司未开发项目拟投入额为 6.50 亿元，所需资金规模不大。

表 2 截至 2015 年末公司土地储备情况（单位：万平方米，亿元）

拟建项目	拟建房产性质	土地面积	规划建筑面积	取得时间	目前进展情况	拟投入资金
竹筱项目	住宅	1.93	5.16	2002 年	前期设计阶段	3.50
盛创三期	办公	1.30	5.28	2006 年	前期设计阶段	3.00
合计	--	3.23	10.44	--	--	6.50

资料来源：公司提供

2016 年，公司预计将加大拿地力度，力争有所突破。同时，公司加大转型发展步伐，涉足房地产金融，探索轻资产经营模式。具体来看，2016 年 1 月，公司与中国光大控股有限公司（以下简称“光大控股”）合作设立上海光翎投资中心（有限合伙），有限合伙人认缴出资总额为 32 亿

元；其中，公司认缴额为 4.5 亿元，占 14.062%，为权益级有限合伙人。合伙企业普通合伙人为上海光控浦燕股权投资管理有限公司。该有限合伙企业约定应将全部出资投资于位于上海市闸北区沪太路 319 街坊 87 丘地块的商业办公项目。

总体看，2015 年公司未取得新的项目储备；目前项目储备规模较小，可持续发展能力有待提升；公司探索地产基金业务，投资收益将受到投向项目的实际运行状况影响。

（2）项目开发情况

2014 年，公司不断加快项目建设力度，梦之湾项目、宝菊清水园项目相继竣工。2015 年，随着公司项目建设进度的持续推进，公司新开工面积为 21.63 万平方米，但由于公司项目较少，进度安排不均衡，年内无竣工项目，使得 2015 年年底在建面积较上年末有所增长，达到 101.58 万平方米。

表 3 公司 2014~2015 年主要项目开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2014 年	2015 年
新开工面积	39.04	21.63
竣工面积	26.87	0.00
期末在建面积	79.95	101.58

资料来源：公司提供

注：由于动态调整，公司期末在建面积可能与实际情况略有差异。

从公司项目的资金需求来看，截至 2015 年底，公司在建项目共 8 个，包括嘉宝大厦项目、梦之晨项目和梦之缘项目等，主要分布在上海嘉定区、浦东区和江苏昆山市。截至 2015 年底，公司在建项目计划投资额为 110.42 亿元，已投资 76.39 亿元，尚需 34.03 亿元资金投入。

表 4 截至 2015 年底公司持有项目投资情况（单位：万元）

项目名称	类型	总投资	截至 2015 年底 已投资情况	未来投资情况		
				2016 年	2017 年	2018 年
梦之湾（嘉定）	商品房	232,734	225,598	3,568	3,568	
梦之缘（嘉定）	商品房	230,000	143,275.67	33,810	35,400	10,160
前滩后院（浦东）	商品房	172,576	124,531.31	19,900	13,050	7,830
梦之城（昆山）	商品房	135,000	79,327.05	37,150	11,800	6,722.95
梦之悦（昆山）	商品房	168,788	72,890.29	29,510	17,300	27,160
云翔佳苑（嘉定）	动迁配套房	100,000	60,044.03	34,808	3,000	1,147.97
宝菊清水园（嘉定）	动迁配套房	42,112	40,348	882	882	
嘉宝大厦	商业办公	23,000	17,908	3,500	1,592	
合计	--	1,104,210	763,922.35	163,128.00	86,592.00	53,020.92

资料来源：公司提供

注：昆山梦之悦项目原名称为“梦之晨二期”；前滩后院项目原名为“杨思”；嘉宝大厦项目拟用于公司办公和出租。

公司开发项目资金来源包括自有资金、项目销售收入以及外部融资，考虑到公司 2016 年通过非公开发行股票募集资金 17.97 亿元，主要用于昆山梦之悦项目、昆山梦之城项目和嘉定梦之缘项目，公司面临的资金支出压力不大。

总体看，随着新建项目开工，公司 2015 年年底在建面积规模较大；虽尚需投入的资金规模较大，但考虑到 2016 年非公开发行股票募集资金，公司面临的资金支出压力不大。

（3）项目销售情况

公司房地产开发项目涉及政府动迁配套房、住宅商品房、商务办公等不同业态，房地产开发

满足条件结转收入规模受项目性质影响较大。2014 年，公司房地产结转面积和结转收入分别为 11.97 万平方米和 12.89 亿元，主要结转项目为商业物业，销售均价较低；2015 年，公司结转面积较 2014 年增加 13.70%，且均价有所上升，使得公司结转收入金额增至 17.34 亿元。此外，2015 年公司转让上海嘉定大融城项目（原新荟购物广场项目）在建项目，确认收入 1.80 亿元，该项目转让毛利率为 29.44%。

表 5 近两年公司房地产销售数据（单位：万平方米，亿元，元/平方米，%）

项目	2014 年	2015 年	变化情况
签约销售面积	13.25	17.24	30.11
签约销售金额	13.88	21.30	53.46
销售均价	10,476	12,355	17.94
结转收入面积	11.97	13.61	13.70
结转收入	12.89	17.34	34.52

资料来源：公司提供

注：结转收入数据未包括物业出租收入、转让嘉定大融城项目收入，故数据与财务报表中房地产业务收入存在差异。

从签约销售情况来看，2014 年，公司签约销售面积和销售金额分别为 13.25 万平方米和 13.88 亿元；2015 年，受益于房地产行业的整体好转，公司签约销售面积为 17.24 万平方米、签约销售金额为 21.30 亿元，分别同比增长 30.11%和 53.46%，销售态势良好。

表 6 截至 2015 年底公司持有房地产项目销售数据（单位：平方米，元/平方米）

序号	项目名称	可售面积	已取得预售证面积	已售面积	总待售面积	销售单价
1	紫提湾（嘉定）	205,110	205,110	184,015	21,095	16,070
2	梦之湾（嘉定）	195,131	195,131	136,626	58,505	17,037
3	宝菊清水园（嘉定）	61,694	61,694	51,227	10,467	6,783
4	梦之城（昆山）	195,429	195,429	135,785	59,644	8,456
5	梦之缘（嘉定）	205,617	54,339	16,620	188,997	23,383
6	前滩后院（浦东）	29,025	--	--	29,025	--
7	梦之悦（昆山）	168,762	--	--	168,762	--
8	云翔佳苑（嘉定）	181,086.62	--	--	181,087	--
合计		1,241,854.62	711,703	524,273	717,582	--

资料来源：公司提供

从公司在售项目情况来看，截至 2015 年底，公司尚有待售面积 71.76 万平方米。公司待售项目主要分布在上海嘉定区、浦东新区和昆山市，所处区域经济发展情况良好，但相较于公司每年的签约销售面积，公司待售项目规模较大，需要一定的去化周期。

2016 年 1 季度，公司签约销售面积和协议销售金额分别为 5.82 万平方米和 11.95 亿元，同比增幅较大，销售态势良好；同时，公司结转销售面积 4.85 万平方米，结转销售收入 7.68 亿元，较上年同期分别增加了 45.15%和 39.50%。

总体看，2015 年公司结转和签约销售回款的规模均呈明显增长态势，销售态势良好；公司尚有较大规模的待售面积，可支撑公司未来销售需求。

（4）物业出租业务

除房地产开发销售外，公司自持部分物业，用以出租。2014~2015 年，公司出租物业收入分别为 4,350.40 万元和 4,504.68 万元，基本保持稳定。

公司自持物业主要包括工业类、办公类、商业类等，可出租面积合计113,055平方米，出租率整体保持在较高水平；平均租金与物业类型相关，差异较大。

表 7 截至 2015 年底公司物业出租情况（单位：平方米，%，万元，元/平方米/月）

类型	可出租面积	已出租面积	出租率	合同年租金	平均基本租金
工业类	68,741	68,716	99.96	1,267.48	15.37
办公类	9,508	9,478	99.68	616.66	54.22
商业类	34,806	30,801	88.49	2,491.87	67.42
合计	113,055	108,995	96.41	4,376.01	33.46

资料来源：公司提供

总体看，公司物业出租业务比较稳定，对公司盈利有一定补充作用。

3. 重大事项

经中国证券监督管理委员会证监许可[2016]100 号文核准，公司以非公开发行方式发行人民币普通股（A 股）股票 168,302,207 股，发行募集资金总额为人民币 18.19 亿元，扣除发行费用人民币后募集资金净额为人民币 17.97 亿元。上述募集资金于 2016 年 1 月 29 日到位，众华会计师事务所（特殊普通合伙）对募集资金到位情况进行了验证并出具了《验资报告》（众华验字（2016）第 0604 号）。

公司非公开发行股票募集资金主要用于房地产开发项目，即昆山梦之悦项目、昆山梦之城项目和嘉定梦之缘项目，拟投入募集资金共计 18.19 亿元。

表 8 公司募集资金使用用途情况（单位：万元）

项目	拟投入募集资金
昆山梦之悦项目	79,972.69
昆山梦之城项目	36,462.00
嘉定梦之缘项目	65,500.00
合计	181,934.69

资料来源：公司提供

总体看，公司顺利进行非公开发行股票事宜，有利于提高公司资本实力；伴随募集资金逐步投入相关项目，公司项目开发所面临的资金支出压力相应减轻。

4. 经营关注

（1）公司为区域性的房地产开发企业，业务主要集中于上海市嘉定区，当地经济发展以及区域房地产行情的波动易对公司的经营业务产生较大影响，公司仍面临一定的业务集中风险。

（2）公司 2015 年未拿地，虽目前在开发项目规模较大，但土地储备规模较小，公司可持续发展能力有待提升。

5. 未来发展

公司董事会审议通过《公司“四五”（2016—2020）发展战略规划》（以下简称“四五战略规划”）。公司将坚持房地产主导产业不动摇，坚持稳中求进、重在可持续发展不偏航。

具体来看，公司将继续执行“一业为主、适度多元、本土做强、逐步向外”的基本战略，积极贯彻“以项目开发和物业经营为载体，以创新模式与转型发展为动力，以扩大合作和提升能力

为途径，以紧贴区域发展和深耕本地为重点，以优化结构和提高质量为抓手，以强化品牌和提高效益为目标，以突出专业能力和综合实力为竞争优势”的战略方针。同时，公司将积极参与区域的新城建设、北虹桥开发、总部经济、产业集聚、科创中心承载区等平台打造和项目开发；积极探索收购兼并、置业置换、管理输出、地产基金、战略合作、供应链优化等做强做大新路径；积极推进‘四个能力’（设计引领、成本管控、营销实现、现场把控等能力）提高和‘走出去’步伐加大”的战略部署。

通过上述战略实施，公司力争使净资产收益率在沪深房地产上市公司中处于中上游水平，使公司在 2020 年底成为“发展模式创新、行业优势明显，产品质量上乘、品牌效应显著，专业能力领先、综合实力突出、具有自身特色的房地产综合开发和运营的大型企业。

总体看，公司发展战略比较稳健，有利于公司持续健康发展。

六、财务分析

1. 财务状况

公司提供的 2015 年财务报表经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见；公司提供的 2016 年 3 月末的财务报表未经审计。公司执行最新的企业会计准则。在合并范围变化方面，公司对上海安江实业发展有限公司减资退出、对上海嘉宝贸易发展有限公司进行股权转让，两公司不再纳入合并范围；此外，公司投资新设上海嘉宝实业集团投资管理有限公司和上海奇伊投资管理咨询有限公司。考虑到公司主业变化不大，公司财务报表可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 92.79 亿元，负债合计 57.89 亿元，股东权益（含少数股东权益）34.90 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 31.50 亿元。2015 年，公司实现营业收入 20.96 亿元，净利润（含少数股东损益）2.94 亿元，其中归属于母公司净利润 2.75 亿元；经营活动现金流量净额为 7.90 亿元，现金及现金等价物净增加额为 8.36 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 106.74 亿元，负债合计 53.01 亿元，股东权益（含少数股东权益）53.73 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 50.34 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.93 亿元，净利润（含少数股东损益）1.02 亿元，其中归属于母公司净利润 1.04 亿元；经营活动现金流量净额为 4.21 亿元，现金及现金等价物净增加额为 8.59 亿元。

2. 资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额 92.79 亿元，较年初增长 3.93%，主要系公司流动资产规模增长所致。截至 2015 年底，公司流动资产和非流动资产占总资产的比重分别为 89.66% 和 10.34%，公司资产仍以流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 83.20 亿元，较年初增长 3.41%，主要来自于货币资金的增长；公司流动资产主要由货币资金（占 15.20%）、存货（占 79.75%）和其他流动资产（占 3.21%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金为 12.64 亿元，较年初增长 195.25%，主要系 2015 年公司房地产业务销售资金回笼及收回的保本型理财产品投资所致，公司货币资金无所有权或使用权受到限制的情况。截至 2015 年底，公司存货账面价值为 66.35 亿元，较年初小幅减少 1.55%，主要系公司房地产开发业务投入增加和销售收入结转双重作用所致；其中，主要由开发成本（合计 50.40 亿元）和开发产品（合计 15.74 亿元）构成，均为公司开发的商品房项目；由于房地产开发项目保值增值

的能力较强，公司认为房地产开发项目发生减值的风险较小，因此未对存货中开发成本和开发产品计提跌价准备，仅对存货中的原材料、库存商品和低值易耗品共计提了40.29万元跌价准备；此外，公司已抵押的存货账面价值为13.33亿元，占比为20.09%。截至2015年底，公司其他流动资产主要包括预交税费和委托贷款，账面价值合计2.67亿元，较年初减少63.23%，主要是2015年收回保本型银行理财产品投资所致。

截至2015年底，公司非流动资产合计9.59亿元，较年初增长8.69%，主要系可供出售金融资产增加所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占32.01%）、长期股权投资（占30.84%）、投资性房地产（占21.42%）和固定资产（占10.21%）构成。具体来看，截至2015年底，公司可供出售金融资产合计3.07亿元，较年初增长142.09%，主要系公司2015年不再对上海太平国际货柜有限公司构成重大影响，故将其从长期股权投资调整为按成本计量的可供出售金融资产（账面价值为0.95亿元），加之可供出售金融资产公允价值上升0.78亿元所致。截至2015年底，公司长期股权投资合计2.96亿元，较年初减少38.01%，主要系公司将上海太平国际货柜有限公司股权划入可供出售金融资产所致。公司投资性房地产主要为以经营租赁形式向第三方出租的商铺、厂房和商务办公场所等，截至2015年底，公司投资性房地产合计2.05亿元，较年初减少9.04%，主要系正常摊销所致。此外，公司固定资产合计0.98亿元，较年初大幅增长987.19%，主要系公司购买嘉罗公路1385号房屋建筑物所致。

截至2016年3月底，伴随公司完成非公开发行股票募集资金到位，公司资产合计106.74亿元，较年初增长15.03%；流动资产和非流动资产分别占91.15%和8.85%，流动资产占比进一步提高。其中，公司货币资金合计21.23亿元，较年初增长67.94%。

总体看，伴随公司非公开发行股票募集资金，公司资产规模有所增长；其中，公司货币资金充足，存货规模较大且质量较好。整体上看，公司资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

伴随公司房地产销售额增长，公司预收款项规模有所扩大，带动公司负债规模增长。截至2015年底，公司负债规模为57.89亿元，较年初增长5.72%；其中流动负债和非流动负债的占比分别为67.70%和32.30%，与年初变化不大。

截至2015年底，公司流动负债合计39.19亿元，较年初增长6.34%，主要系预收款项增长所致；其中主要由应付账款（占4.08%）、预收款项（占56.80%）和其他应付款（占32.23%）构成。

截至2015年底，公司应付账款合计1.60亿元，较年初增长89.72%，主要系公司在建项目规模较大使得应付工程款增加所致；公司预收款项合计22.26亿元，主要为预售购房款，较年初增长14.02%；其他应付款合计12.63亿元，较年初减少7.70%，主要系与关联方往来款（占21.75%）、动迁回购款（占53.35%）及预提土地增值税（占16.46%）均有所减少所致。

截至2015年底，公司非流动负债合计18.70亿元，主要由长期借款（占45.64%）和应付债券（占51.89%）构成。其中长期借款8.53亿元，较年初增长7.66%，主要系新增抵押借款；公司应付债券为9.70亿元，即“14嘉宝债”。

截至2015年底，公司有息债务合计19.19亿元，较年初增长2.99%，主要系长期借款增长所致；其中，短期债务合计0.95亿元，长期债务合计18.24亿元，公司债务结构较年初变化不大。从财务指标来看，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为62.39%、35.47%和34.32%，分别较年初增长1.05个百分点、0.42个百分点和0.51个百分点，公司债务负担略有提高，

但整体上仍处于较低水平。

2016年一季度，伴随非公开发行股票募集资金到位，资金充足，公司使用部分资金偿还借款，使得负债规模和债务规模均有下降。截至2016年3月底，公司负债合计53.01亿元，较年初减少8.43%，其中流动负债和非流动负债占比分别为67.70%和32.30%；公司有息债务合计12.18亿元，较年初下降36.49%，其中长期借款为2.35亿元和应付债券为9.83亿元。受公司偿还借款影响，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为49.66%、18.48%和18.48%，分别较2015年底下降12.73个百分点、16.99个百分点和15.83个百分点，公司债务负担明显下降。

总体看，2015年底，公司流动负债主要以预收售房款、关联方往来和垫付动迁房工程款等为主，公司非流动负债主要为应付债券和长期借款，实际负债水平一般。伴随公司2016年1季度偿还大规模借款，公司有息债务规模明显下降，债务负担处于低水平。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益合计34.91亿元，较期初增长1.10%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益和少数股东权益分别占90.24%和9.76%。归属于母公司所有者权益中，股本占16.33%、资本公积占19.41%、盈余公积占6.71%、未分配利润占53.19%、其他综合收益占4.36%，未分配利润占比仍较大。

2016年1季度，公司完成非公开发行股票，募集资金净额17.97亿元；截至2016年3月底，公司所有者权益增至53.73亿元，较年初增长53.95%，增幅显著。具体来看，公司归属于母公司所有者权益为50.34亿元，其中股本占13.56%、资本公积占44.48%、盈余公积占4.20%、其他综合收益占2.41%、未分配利润占35.35%，股本和资本公积占比明显提高。

总体看，2015年公司所有者权益变化不大，未分配利润所占比重较大；伴随公司非公开发行股票募集资金，2016年3月底公司所有者权益显著增长，且稳定性有所提高。

4. 盈利能力

公司收入来源主要为房地产项目的销售收入。伴随结转面积的增长，公司2015年营业收入明显增长，为20.96亿元，同比增长27.98%；但受所结转房地产的毛利率有所下降及投资收益减少影响，公司净利润有所下滑，为2.94亿元，同比减少26.43%。

期间费用方面，2015年，公司期间费用合计1.04亿元，同比下降19.54%；其中，销售费用为0.36亿元，同比小幅增长3.26%；管理费用为0.33亿元，同比减少57.18%，主要系2014年公司发行公司债券费用计入管理费用所致；财务费用为0.35亿元，同比增长98.43%，主要系公司债券利息支出增加所致。受收入规模增长较大影响，公司2015年费用收入比为4.96%，较上年下降2.93个百分点，费用控制能力有所增强。

投资收益方面，2014~2015年，公司投资收益分别为0.77亿元和0.22亿元，2015年公司投资收益规模下降较大，主要系公司权益法下确认参股企业投资收益减少所致。此外，公司2015年营业外收入为1.14亿元，同比下降9.67%；2015年营业外收入主要系固定资产处置利得（0.62亿元）和地方奖励（0.50亿元），公司营业外收入在利润总额中的占比为28.62%，对利润影响较大，但可持续性较弱。

由于公司结转项目不同，毛利率明显下降，2015年，公司营业利润率为17.58%，较上年下降9.08个百分点；公司总资产收益率、净资产收益率以及总资产报酬率分别为6.59%、5.02%和8.47%，较上年均有所下降，公司盈利能力有所下降。

2016年一季度，公司实现营业收入7.93亿元，较上年同期增长25.69%，主要系公司结转梦之

湾项目规模较大所致；实现营业利润1.34亿元，较上年同期增长39.87%，主要系当期公司结转梦之湾项目主要为高层建筑，毛利率较高所致；实现净利润1.02亿元，较上年同期下降13.81%，主要系公司上年同期物业动迁补偿收入形成的营业外收入规模较大所致。

总体看，2015年公司营业收入规模明显增长，但受所结转房地产项目的整体毛利率相对较低影响，公司盈利能力有所下降；此外，营业外收入对公司净利润有一定影响。

5. 现金流

2015年，伴随公司房产销售规模扩大，公司经营性现金流入量为28.53亿元，同比增长56.04%；同时由于公司未取得新的土地储备，致使公司经营性现金流出量为20.64亿元，同比上年减少46.13%，2015年经营活动现金流呈净流入状态。由于公司签约销售回款规模增长使得公司2015年现金收入比明显提高，现金收入比为129.11%，同比上年提高23.21个百分点。

投资活动方面，公司2015年投资活动现金流入量和流出量分别为41.25亿元和39.00亿元，分别较上年同期减少20.16%和19.85%，使得公司投资活动现金流量净流入2.24亿元，主要系公司收回了保本理财产品投资所致。

筹资活动方面，公司2015年筹资活动现金流入量为1.56亿元，筹资活动现金流出量为3.30亿元，筹资活动现金流量净额由上年的净流入转为净流出1.77亿元，主要系2015年公司实施利润分配及支付的公司债券利息，而上年发行公司债券募集资金9.6亿元所致。

2016年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额为4.21亿元，主要系公司收到的商品房预售款增加所致；投资活动产生的现金流量净额为-6.31亿元，主要系公司购买的保本型银行理财产品；筹资活动产生的现金流量净额为10.69亿元，主要是公司非公开发行股票收到的现金。

总体看，2015年公司商品房销售状况良好且未新增土地储备，经营活动现金流呈净流入状态。2016年1季度，公司通过非公开发行股票募集资金，且销售回款状况良好，公司筹资压力不大。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，2015年公司流动比率为2.12倍，较上年末小幅下降，主要系流动负债增长所致；同时，公司速动比率为0.43倍，较上年末小幅提高，主要系货币资金等流动资产增长所致。2015年，公司现金短期债务比13.94倍，公司现金储备对短期债务的保护程度很高，公司短期偿债能力强。

长期偿债能力方面，2015年公司EBITDA为4.60亿元，同比下降17.42%，主要系公司利润总额减少所致；其中，利润总额占86.48%、计入财务费用的利息支出占12.86%、折旧和摊销占0.66%。2015年，公司EBITDA全部债务保护倍数0.24倍，EBITDA利息保护倍数为4.32倍，分别较上年下降0.06倍和2.14倍，主要系长期债务规模的扩大以及所需支付利息相应增长所致。但整体上看，EBITDA对利息倍数的保障能力仍属较强，对全部债务的保障程度一般。考虑到2016年1季度公司已偿还大规模借款，公司实际的长期偿债能力强。

截至2016年3月底，公司有一项未决诉讼事项。2016年1月，上海华中实业（集团）有限公司就其与公司控股子公司上海嘉宏房地产有限责任公司（以下简称“嘉宏公司”）此前的地产合作开发事宜，向上海市嘉定区人民法院递交了民事起诉状，请求依法判令上海嘉宏房地产有限责任公司向其支付补偿款6,119.75万元。法院已于2016年1月19日进行了开庭审理。目前，嘉宏公司没有收到上述民事裁定书。该事项涉案金额较大，联合评级将持续关注该事宜进展。

截至2015年底，公司对外提供担保共1笔，担保余额合计0.50亿元，规模不大，主要系对上海嘉定工业区开发（集团）有限公司（以下简称“嘉定开发”）进行的担保，担保到期日为2016

年6月20日。该担保存在反担保措施，加之其为嘉定区国有资产监督管理委员会下属全资企业，主要承担嘉定工业区的基础设施开发和运营工作，目前被担保企业经营情况正常，公司代偿风险较低。

截至2015年底，公司获得银行授信合计19.50亿元，尚未使用的授信额度为16.33亿元，公司间接融资渠道良好。作为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

根据中国人民银行征信中心查询信息，截至2016年4月19日，公司无未结清不良信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体上看，公司短期偿债能力和长期偿债能力均属较强；但公司存在一项金额较大的未决诉讼，联合评级将持续关注该事宜进展。

七、本次公司偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016年3月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）为21.77亿元，约为“14嘉宝债”本金（9.60亿元）的2.27倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产为53.73亿元，约为债券本金合计（9.60亿元）的5.60倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“14嘉宝债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为4.60亿元，约为债券本金合计（9.60亿元）的0.48倍，公司EBITDA对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入28.53亿元，约为债券本金合计（9.60亿元）的2.97倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为上海嘉定区国资背景的房地产上市公司，经营稳健，债务负担较轻；未来随着公司存量房产进一步销售实现，公司整体收入规模有望持续扩大。联合评级认为，公司对“14嘉宝债”的偿还能力很强。

八、债权保护分析

本次债券由嘉定国资提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

嘉定国资于2001年6月27日注册成立，是上海市嘉定区国有资产监督管理委员会（以下简称“嘉定区国资委”）下属的国有独资企业。嘉定国资是嘉定区唯一的实施“国有股权综合管理和投融资”的主体。嘉定国资为嘉定区投融资平台企业，历年来不断参与区内企业投建、投资、改制工作，积极促进了区域的整体发展。

2015年，嘉定区全区经济增速有所下降，但仍保持在较好水平，全年共实现经济增加值1,756.1亿元，同比增长7.0%；全年实现财政总收入797.1亿元，同比增长6.4%，其中包括一般公共预算收入191.36亿元。2015年，嘉定区全年实现税收总收入765.2亿元，同比增长6.9%，其中区级税收180.6亿元，同比增长12.7%；实现属地税收592.8亿元，同比增长13.5%。总体上看，嘉定区经济发展态势良好，财政收入稳步增长，为企业发展提供较好的外部环境。

在经营战略方面，当地主管单位对嘉定国资的管控力度强，一般结合当地整体经济发展态势，按照整合区内资源，提升资产运营效率的思路，对嘉定国资的业务结构进行适时调整。嘉定国资在2012年依照嘉定国资委的要求，将旗下轨道、公路建设板块资产及交通运输资产对外无偿划转的基础上，又于2014年对下属嘉定房地产集团公司（以下简称“嘉房集团”）的进行退资，由于该次退资，致使嘉定国资的收入结构出现明显变化。2015年，根据上海市嘉定区国有资产监督管

理委员会《关于无偿划转上海奥林实业有限公司等 6 家企业股权的通知》（嘉国资委综（2015）44 号、45 号决定，将嘉定国资持有的上海奥林实业有限公司、上海嘉定影剧院有限责任公司、上海嘉隆物业管理有限公司等共计 12 家企业股权分别无偿划转至上海绿洲投资控股集团有限公司和上海新嘉商业投资有限公司。截至 2015 年底，该划转工作尚未完成。未来伴随该股权划转事宜完成，嘉定国资资产、利润等可能有所减少，业务范围也将面临一定的变化。

截至 2015 年底，嘉定国资合并资产总额 114.30 亿元，负债合计 81.14 亿元，股东权益（含少数股东权益）33.16 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 27.07 亿元。2015 年，嘉定国资实现营业收入 3.95 亿元，净利润（含少数股东损益）0.35 亿元，其中归属于母公司净利润 0.25 亿元；经营活动现金流量净额为-1.96 亿元，现金及现金等价物净增加额为 1.62 亿元。

从担保效果来看，以 2015 年嘉定国资财务数据测算，本次债券发行额度（9.6 亿元）占嘉定国资资产总额的 8.40%，占所有者权益总额的 28.95%，占比较高；嘉定国资经营活动现金流入量对本次债券发债额度（9.6 亿元）的覆盖倍数为 1.49 倍，覆盖程度尚可。

总体看，2015 年，嘉定国资资产规模有所增长，其经营活动和盈利情况保持正常，其担保对于本次债券的信用状况具有一定的积极作用。

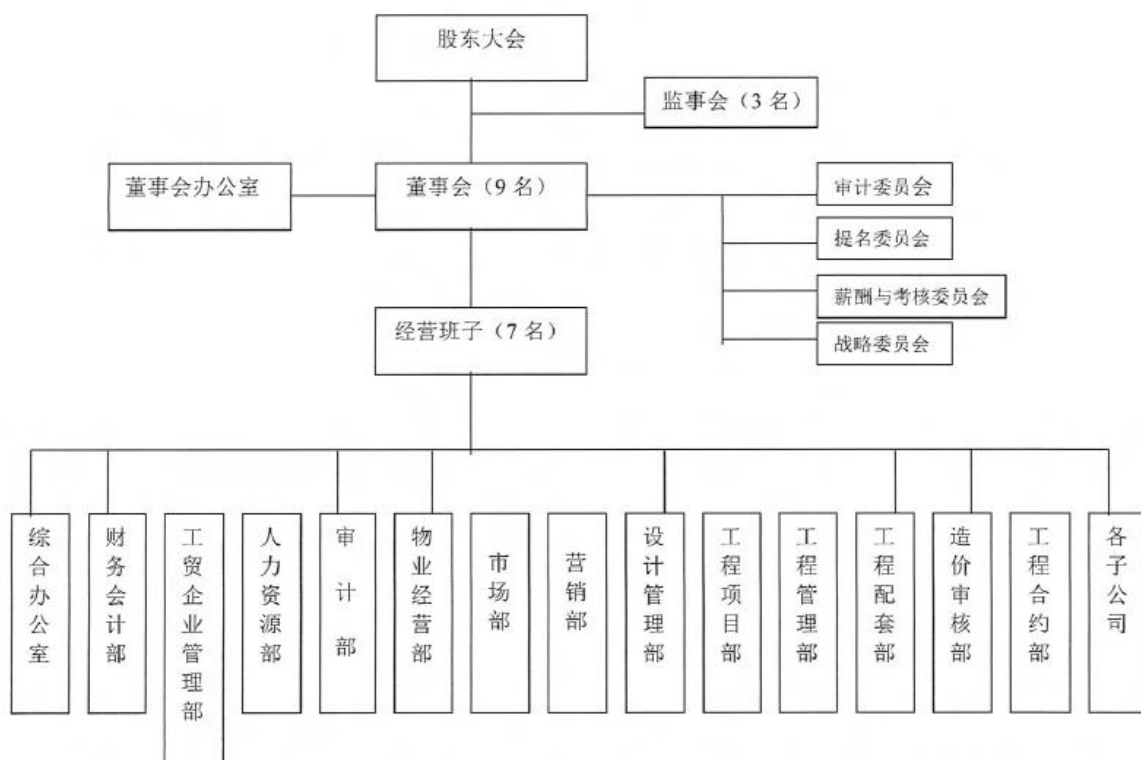
九、综合评价

上海嘉宝实业（集团）股份有限公司作为区域性房地产开发企业（以上海嘉定及周边区域为主），在区域市场品牌知名度等方面仍具有一定的竞争优势。跟踪期内，受益于市场环境回升，公司销售面积和金额明显增长；伴随 2016 年非公开发行股票，公司资本实力得到充实，货币资金充足，债务负担明显下降。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产业政策调控、公司业务比较集中、待售面积较大等不利因素。

本次债券由上海市嘉定区国有资产经营（集团）有限公司（以下简称“嘉定国资”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。2015 年，嘉定国资经营状况稳定，考虑到其作为嘉定区实施“国有股权综合管理和投融资”的主体，在嘉定区经济和社会发展中具有举足轻重的地位，其提供的无条件不可撤销的连带责任担保对本次债券的信用状况仍具有一定的积极作用。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“14 嘉宝债”“AA”的债项信用等级。

附件 1 上海嘉宝实业（集团）股份有限公司 组织结构图



附件 2 上海嘉宝实业（集团）股份有限公司

主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	89.28	92.79	106.74
所有者权益（亿元）	34.52	34.90	53.73
短期债务（亿元）	1.00	0.95	--
长期债务（亿元）	17.63	18.24	12.18
全部债务（亿元）	18.63	19.19	12.18
营业收入（亿元）	16.37	20.96	7.93
净利润（亿元）	4.00	2.94	1.02
EBITDA（亿元）	5.57	4.60	1.37
经营性净现金流（亿元）	-15.89	7.90	4.21
应收账款周转次数（次）	169.60	1,216.55	--
存货周转次数（次）	0.17	0.23	--
总资产周转次数（次）	0.19	0.23	--
现金收入比率（%）	105.90	129.11	128.33
总资本收益率（%）	9.87	6.59	1.71
总资产报酬率（%）	6.58	5.02	1.37
净资产收益率（%）	12.13	8.47	2.31
营业利润率（%）	26.66	17.58	20.97
费用收入比（%）	7.89	4.96	3.60
资产负债率（%）	61.33	62.39	49.66
全部债务资本化比率（%）	35.05	35.47	18.48
长期债务资本化比率（%）	33.80	34.32	18.48
EBITDA 利息倍数（倍）	6.46	4.32	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.30	0.24	--
流动比率（倍）	2.18	2.12	2.41
速动比率（倍）	0.35	0.43	0.79
现金短期债务比（倍）	4.86	13.94	--
经营现金流动负债比率（%）	-43.11	20.15	10.41
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.58	0.48	--

注：EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 应付融资租赁款

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 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债 + 其他流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）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。

AAA 级：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 级：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 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。