

信用等级公告

联合[2014]001 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上海嘉宝实业（集团）股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2014 年公司债券进行综合分析和评估，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

上海嘉宝实业（集团）股份有限公司拟发行的 2014 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一四年九月二日

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.lianhecreditrating.com.cn>

上海嘉宝实业（集团）股份有限公司

2014 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA
 发行人主体信用等级：AA
 评级展望：稳定
 担保方式：无条件不可撤销连带责任保证担保
 发行规模：不超过 9.6 亿元
 债券期限：不超过 7 年
 还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本
 评级时间：2014 年 09 月 25 日

主要财务数据

发行人				
项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
资产总额(亿元)	60.30	71.66	79.00	90.59
所有者权益(亿元)	23.07	25.57	31.39	33.49
长期债务(亿元)	2.14	4.19	3.00	3.70
全部债务(亿元)	3.49	5.80	5.73	10.60
营业收入(亿元)	16.22	21.17	18.99	9.59
净利润(亿元)	2.70	3.05	3.65	2.86
EBITDA(亿元)	3.18	4.16	5.07	4.03
经营性净现金流(亿元)	-1.53	-4.52	5.52	-11.24
营业利润率(%)	7.47	18.51	22.97	29.11
净资产收益率(%)	12.21	12.53	12.82	8.83
资产负债率(%)	61.75	64.31	60.26	63.03
全部债务资本化比率(%)	13.13	18.49	15.44	24.04
流动比率	1.42	1.45	1.52	1.46
EBITDA 全部债务比	0.91	0.72	0.89	0.38
EBITDA 利息倍数(倍)	36.96	23.35	18.51	20.09

担保方

项目	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额(亿元)	117.80	128.13	139.34
所有者权益(亿元)	19.45	21.41	25.95
营业收入(亿元)	10.91	5.94	10.40
净利润(亿元)	0.67	1.51	0.80
资产负债率(%)	83.49	83.29	81.37

注：①本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；②本报告财务数据及指标计算均为合并口径；③公司半年报未经审计。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对上海嘉宝实业（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“嘉宝集团”）的评级反映了公司作为区域性的房地产开发企业，在区域市场品牌知名度、适度多元化经营、土地储备、外部支持等方面具有一定的竞争优势。同时，联合评级也关注到房地产业政策调控、商业贸易毛利摊薄、投资收益波动等因素可能给公司经营与发展带来的影响。

公司资产质量良好，发展思路清晰，房地产主业日益突出。公司土地储备、项目储备较为丰富，随着在建项目的逐步结转，公司盈利能力有望持续增强，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期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。嘉定国资作为嘉定区实施“国有股权综合管理和投融资”的主体，其资产规模较大，投资业务涉及多个行业，在嘉定区经济和社会发展中具有举足轻重的地位。嘉定国资提供的无条件不可撤销的连带责任担保对本期债券的信用状况有积极的作用。

综合来看，本期债券到期不能偿付本息的风险很低。

优势

1. 公司资产质量较好，现金类资产较充足，负债水平适中，有利于债务的顺利偿还。
2. 公司适度多元化发展策略有利于降低业务单一性带来的经营风险，并对公司收入规模、收益增长提供一定程度的保障。
3. 公司土地储备策略较为稳健，项目盈利空间有保障。目前公司土地储备可满足未来 2~3 年的开发需求，保证了公司未来经营发展的需要。

4.公司预收账款规模较大，为其盈利能力的释放奠定了良好基础。

5.公司所处地上海嘉定区是上海市的卫星城市，区位优势好，公司在嘉定区域市场内有一定竞争力。

关注

1.房地产业易受经济波动影响；房地产项目具有开发周期长、资金投入量大、高杠杆化等特点，上述因素可能会对公司经营发展形成不利影响。

2.公司房地产开发区域集中，区域房地产行情波动将对公司业绩造成较大影响。

3.公司房地产开发在建项目和拟建项目较多，资金需求压力较大，近年来经营现金流才逐步改观。

4.公司对外投资规模较大，投资收益波动对盈利水平的影响需要关注。

分析师

金磊

电话：010-85172818

邮箱：jinl@unitedratings.com.cn

张祎

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@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.lianhecreditrating.com.cn

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与上海嘉宝实业（集团）股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与上海嘉宝实业（集团）股份有限公司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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因上海嘉宝实业（集团）股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由上海嘉宝实业（集团）股份有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

上海嘉宝实业（集团）股份有限公司 2014 年公司债券信用等级自本次债券发行之日起至到期兑付日有效；本次债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

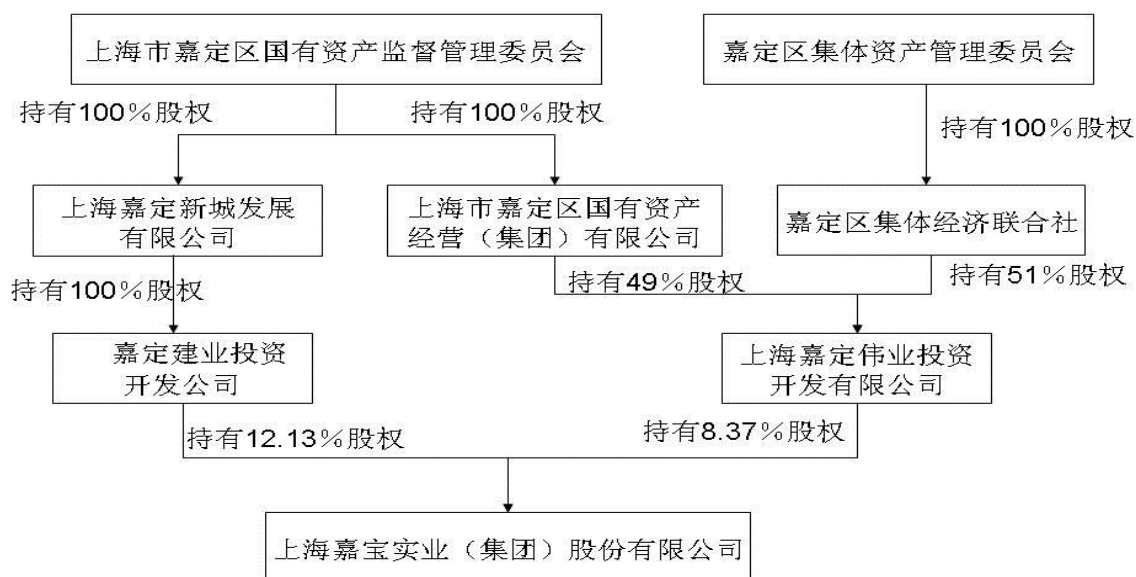
一、主体概况

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”）前身是国内最大的电光源生产企业——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申华灯泡厂等四个电光源企业共同组建而成，是当时全国最大的电光源生产和出口企业之一。

公司于 1992 年 4 月经上海市经济委员会以沪经企【1992】275 号文批准，将原上海嘉宝照明电器公司改组为上海嘉宝实业股份有限公司。1992 年 5 月，经中国人民银行上海市分行金融管理处【1992】沪人金股字第 14 号文批准同意在境内公开发行股票（股票代码：A 股 600622），并于 1992 年 12 月在上海证券交易所上市。1994 年 8 月，公司以上海嘉宝实业股份有限公司为核心组建嘉宝集团。

截至 2014 年 6 月底，公司注册资本为 51,430.38 万元，总股本为 51,430.38 万股，全部为流通股。

图 1 截至 2014 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：生产和制造电机、电器，实业投资，国内贸易（除专项规定），劳务服务，进出口业务（按外经贸委批件执行），房地产开发经营，自有房屋租赁。

截至 2014 年 6 月底，公司设立了董事会办公室、综合办公室、财务会计部、工贸企业管理部、人力资源部、审计部、物业经营部、市场部、营销部、设计管理部、工程项目部、工程管理部、工程配套部、造价审核部、工程合约部等部门，纳入合并报表范围的子公司 17 家。截至 2014 年 6 月底，公司拥有在职员工 384 名。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 79.00 亿元，负债合计 47.61 亿元，股东权益（含少数股

东权益) 31.39 亿元。2013 年公司实现营业收入 18.99 亿元, 净利润(含少数股东损益) 3.65 亿元, 2013 年公司经营活动现金流量净额为 5.52 亿元, 现金及现金等价物净增加额为 3.27 亿元。

截至 2014 年 6 月底, 公司合并资产总额 90.59 亿元, 负债合计 57.10 亿元, 股东权益(含少数股东权益) 33.49 亿元。2014 年 1~6 月公司实现营业收入 9.59 亿元, 净利润(含少数股东损益) 2.86 亿元, 2014 年 1~6 月公司经营活动现金流量净额为-11.24 亿元, 现金及现金等价物净增加额为-2.28 亿元。公司注册地址: 嘉定区清河路 55 号 6-7F, 法定代表人姓名: 钱明。

二、本期债券情况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“2014 年上海嘉宝实业(集团)股份有限公司公司债券”(以下简称“本期债券”), 规模为不超过 9.60 亿元。本期债券票面金额 100 元/张, 平价发行。本期债券的期限为不超过 7 年, 可以为单一年限品种, 也可以是多种期限的混合品种。本期债券的具体品种、各品种的期限、发行规模等由嘉宝集团和保荐人(主承销商)根据市场情况确定。

本期公司债券票面利率在债券存续期内固定不变, 采取单利按年计息, 不计复利, 每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金一起支付。本期债券采取网上与网下相结合的发行方式, 票面利率将根据网下询价结果, 由嘉宝集团和保荐人(主承销商)通过市场询价协商确定。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金拟全部用于补充流动资金。

三、行业分析

1. 行业状况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业, 在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展, 中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作, 房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变, 从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前, 我国房地产业主要体现以下特征:

第一, 区域性较强, 企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性, 大型房地产企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地, 而中西部地区的房地产企业普遍规模较小, 数量也较少。另外, 我国房地产企业还呈现出较强的区域性, 某一地区的市场, 外地房地产企业较难进入。

第二, 受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多, 相对可开发土地较少, 房地产业发展相当迅速, 部分地区土地寸土寸金。另外, 房地产企业属资金密集型产业, 特别是民营房地产企业, 可用于开发的资金相当紧张, 银行贷款又受到一些政策的限制。所以, 土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三, 高负债、高风险、波动性大。房地产企业在发展时, 往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷, 行业风险较高。在这样的市场环境下, 整个房地产业受到政策、市场等条件的影响, 波动较大。

第四, 与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性, 决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展, 每一个阶段都与国家或地方出台的一

些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地由政府相关部门发生种种联系。

从近年房地产行业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。后随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是2011年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9月~11月一二线城市房地产成交价格均出现一定程度的下跌。受2011年行业低迷影响，2012年房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.2%，增速较2011年放缓11.7个百分点。商品房施工面积57.3亿平方米，比上年增加13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.7亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度明显回升，2013年全国房地产开发投资86,013亿元，同比增长19.8%，增速较2012年提高3.6个百分点。商品房施工面积66.6亿平方米，比上年增加16.1%，增幅同比增长2.9个百分点；新开工面积20.1亿平方米，比上年增长13.5%，增幅同比增长20.8个百分点。

2. 市场供需

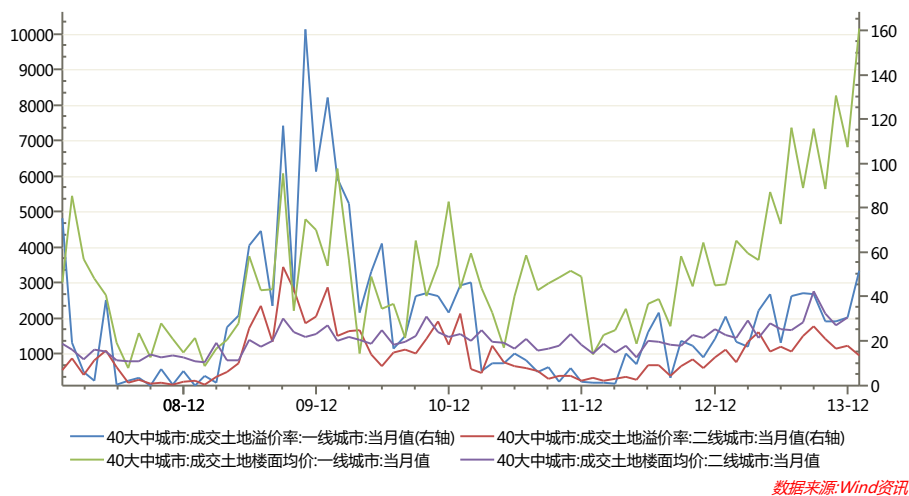
(1) 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2011年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显低迷的态势，但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元，创历史新高，北京、上海等地已经进入土地收入“千亿”俱乐部。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势。全国300个城市土地共成交近12亿平方米，较上年同期下降14.6%，其中，住宅用地成交3.8亿平方米，同比下降23.1%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2012年下半年以来，一线城市土地溢价率持续走高，也带动了住宅楼面均价结构性上涨。2012年全国300个城市住宅用地楼面均价为1,347元/平方米，同比上涨7.4%，其中12月达1,675元/平方米，为2010年4月调控以来最高值。受供应量增加影响，2013年土地成交量较2012年增加，住宅类用地涨幅较明显。2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%；土地出让金总额为31,304.5亿元，同比增加50%。

2013年重点城市地价升高，带动楼面均价整体水平明显高于上年。全国300个城市土地成交楼面均价1,174元/平方米，同比上涨27%。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，楼面均价领涨。2013年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

图 2 2008 年以来全国 40 个大中城市用地楼面均价及平均溢价率（单位：元/平方米、%）



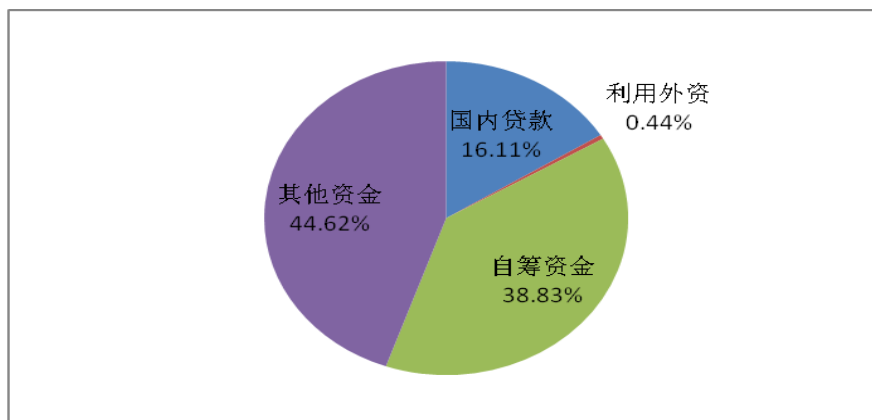
资料来源: wind 资讯

总体看，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，但整体保持在较高水平。值得注意的是，2013 年由于土地供应量较大，土地成本较高，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

（2）开发资金来源状况

2008 年以来，由于需求面观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。从房地产资金来源情况看，房地产开发企业资金来源总体增速增长。据国家统计局数据显示，2013 年房地产开发企业本年资金来源 122,122.47 亿元，比上年增长 26.5%，增速较上年增长 13.8 个百分点。其中，国内贷款 19,672.66 亿元，比上年增长 33.1%，增速较上年增长 19.9 个百分点；利用外资 534.17 亿元，增长 32.8%，增速已经由负转正；自筹资金 47,424.95 亿元，增长 21.3%，较上年增长 9.6 个百分点；其他资金 54,490.70 亿元，增长 28.9%，增速较上年增长 14.2 个百分点。

图 3 2013 年房地产行业资金来源构成



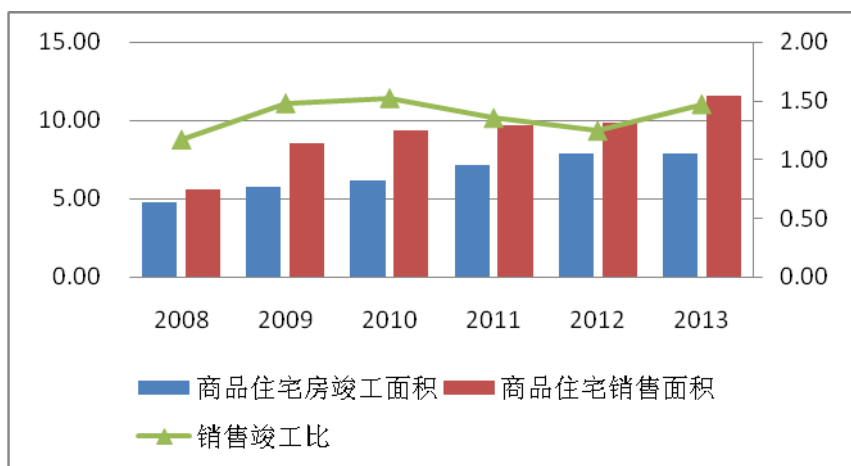
资料来源: 国家统计局

总的来看，偏紧的货币供应，使房地产业的资金来源更为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力可能持续。

（3）市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2012年全国房地产开发企业房屋施工面积57.34亿平方米，比上年增长13.2%；房屋新开工面积17.73亿平方米，下降7.3%；房屋竣工面积9.94亿平方米，增长7.3%；其中，住宅竣工面积79,043万平方米，增长6.4%。与此同时，在一系列房地产市场调控政策作用下，全年商品房销售面积11.13亿平方米，比上年增长1.8%；其中，住宅销售面积增长2%，办公楼销售面积增长12.4%，商业营业用房销售面积下降1.4%。商品房销售额6.45万亿元，增长10%；其中，住宅销售额增长10.9%，办公楼销售额增长12.2%，商业营业用房销售额增长4.8%。2013年统计数据显示，房屋竣工面积10.14亿平方米，增长2.0%，增速下降0.5个百分点；其中，住宅竣工面积7.87亿平方米，下降0.4%。2013年，商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.3%，增速较上年回落0.5个百分点。2013年房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。

图4 2008~2013年全国商品住宅供求情况（单位：亿平方米）



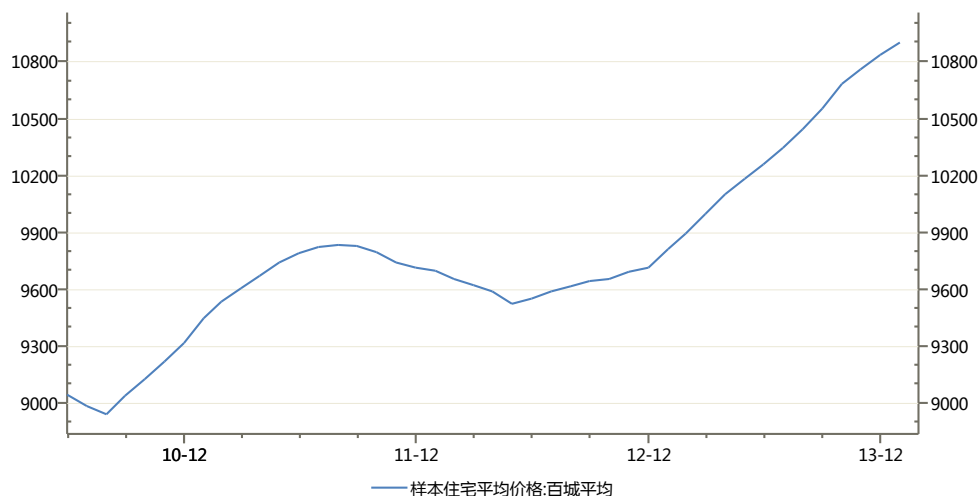
资料来源：国家统计局、联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于1说明供不应求，小于1说明供大于求。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现，2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，结束了连续9个月下跌趋势，呈止跌回升态势，这种上升态势一直延续到2013年。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。2014年2月百城住宅均价为10,960元/平方米，同比上涨10.79%。

图 5 近年来年全国百城住宅销售价格指数变化情况



资料来源: wind 资讯

数据来源:Wind资讯

总的来看,从 2008 年开始,全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势,2013 年也已经基本确立了持续上涨趋势。这其中主要原因首先是中国持续经济发展,按照十八大报告提出的目标,至 2020 年仍将保持年均 7.5% 的增长速度,经济平稳增长为房地产价格提供了经济基础保障;其次城镇化发展势必将大幅增加城镇常住人口,这部分新增需求为房地产价格提供了需求支撑;最后人均收入可持续增长,十八大报告提出到 2020 年人均收入翻番,预计未来改善型需求将得到持续释放,为房地产价格提供购买力支撑。

3. 竞争格局

从 2003 年至今,房地产市场已经走过了黄金 10 年,随着近年来调控政策的逐渐加码,房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长、企业分化加剧、行业集中度不断提高的发展态势。

进入 2013 年,行业集中度进一步提升。2013 年上半年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 15.21% 和 21.14%,提高了 2.45 个和 3.52 个百分点;前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比达到 9.85% 和 13.09%,分别提高 2.13 和 2.71 个百分点(详见下表)。与此同时,进入行业前 10 和前 20 名的门槛不断提高,2013 年中行业前 10 名企业的最低销售额为 283 亿元,同比提高了 62.6%;前 20 名企业的最低销售额也从 79 亿元大幅提高 83.5% 至 145 亿元。

表 1 2010~2013 年上半年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年上半年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	15.21%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	21.14%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	9.85%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	13.09%

资料来源: 联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势,资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中,龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于:大型房地产企业项目储备丰富,现金流稳定充裕,

较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大、保利及中海等传统优势房企稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 2 2014 年中国房地产上市公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	世茂房地产控股有限公司
2	保利房地产（集团）股份有限公司	7	碧桂园控股有限公司
3	中国海外发展有限公司	8	富力地产股份有限公司
4	恒大地产集团有限公司	9	融创中国控股有限公司
5	龙湖地产有限公司	10	华润置地有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布

总体看，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。

4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2009年上半年，房地产行业宏观调控政策相对宽松。但是，随着各地纷纷出台房地产鼓励政策，房价明显上涨。下半年，政策逐渐转向收紧，12月国务院出台“新国四条”抑制房价过快上涨。2010年，国家出台了更为严厉的房地产政策，如明确二套房贷首付不能低于40%，贷款利率严格按照风险定价，增加住房有效供给，抑制房地产投机，实行更为严格的差别化信贷政策等。

2011年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011年1月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年1,000万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011年1月27日，中国财政部表示，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。

未来一段时期宏观经济将保持中位数增速，GDP增长率在7-8%之间，7%是保就业的底线，8%

以上则需要依靠出口拉动。当前经济发展的主基调是调结构、稳增长、促就业。调结构是指以由传统的投资和出口为主，变为消费、投资、出口协调发展，其效果短期不明显，但从中长期角度来看有益于经济的平稳发展。稳增长是指在拉动经济的三驾马车之中，出口方面已经出现萎缩，而投资和消费都离不开房地产行业，因此后期对房地产调控加码的力度概率较低。此外近半年从中央层面有意淡化新“国五条”的影响，几次中央经济工作会议均未提及房地产调控问题，有意对其进行冷处理。而促就业则是保民生，7%的增速下限是中央可以容忍的经济增速底线，超过这个底线，则有可能出台刺激措施。对于行业调控政策，之前的政策多为被动型，滞后效应明显，没有很好的遵循市场规律，缺乏因势利导，政策的成本高而效率低，后期即使出台新的调控手段，也不会做出台一刀切之类的政策，会做到有保有压。

表 3 2009 年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2009 年 5 月	国务院发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》
2009 年 12 月	国务院常务会议提出“新国四条”
2010 年 1 月	国务院发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2010 年 4 月	国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》
2011 年 1 月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011 年 1 月	国务院“新国八条”
2013 年 2 月	国务院“新国五条”

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，目前房地产行业调控压力依然较大，调控方向将从行政手段逐渐转变为长效的经济手段。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望继续保持和改进。行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

5. 行业关注

行业发展与房地产调控政策密切相关

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性，如果国家未来采取更为严格的调控政策，如扩大房产税、限购范围扩大等均可能导致房地产行业出现波动，影响房地产企业的回款能力和现金流。

资金成本上升

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。房地产企业往往通过增加外部融资扩大开发规模，这是国内房地产市场一直以来的基本模式。如 2012 年国内 A 股 24 家上市房地产公司平均资产负债率高达 73.1%。如果遇到加息、上调存款准备金等因素导致市场资金面趋紧，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

一、二线城市和三、四线城市持续分化

近几年来相当一部分三四线城市市场快速扩张，需求有过度释放迹象。特别是 2013 年以来，部分三四线城市的房地产市场已经充分暴露。例如，鄂尔多斯市，常住人口不到 200 万，土地消化周期近 10 年，严重供过于求。展望未来，如果中国经济在转型压力下低速增长，很可能有更多的地级市出现住宅供求失衡、房地产泡沫破裂的现象。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

房地产企业融资渠道转变

由于近年来连续不断的房地产宏观调控，目前房地产企业的传统融资渠道受到极大的限制，房地产企业原有通过融资囤地获得跨越式增长的情况将不复存在。房地产开发企业整体上融资成本将会高于以往，这将迫使其拓展包括房地产基金在内的新兴融资方式，并将深刻影响房地产开发企业的运作模式和经营策略。目前国内万科、金地等大型房地产企业纷纷借助香港市场进行债务融资。

房地产开发企业盈利模式发生转变

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，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，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。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，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小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

目前，公司具有一级房地产开发资质，形成了以房地产开发和物业租赁经营为主、以对外投资为辅的产业架构，已跨入大体量、多项目、跨区域、多业态地产开发的新阶段，年开发建筑面积近百万平方米。公司房地产在上海市场范围内有较强的品牌认可度，如公司旗下楼盘嘉宝·紫提湾项目曾先后获得新浪乐居颁发的“信心人气楼盘奖”、第一地产授予的“品质奖”最佳规划奖、被《第一财经·第一地产·看房》栏目评为“最佳人气楼盘”、获上海市房地产行业协会授予的“上海市优秀住宅金奖”、获上海市住房保障和房屋管理局授予的节能省地型“四高”优秀小区荣誉、获上海市园林绿化行业协会授予的“园林杯优质工程金奖”等多项荣誉；嘉宝梦之湾项目获得第一财经·第一地产颁发的精良制作奖和搜房网颁发的“2013年度上海电商热销楼盘”称号，被上海市房地产经纪行业协会评为“2013年度上海市房地产经纪行业规范案场”；公司开发的其他楼盘也荣获了多项业内荣誉称号，在区域市场内获得了客户的广泛认可。

公司房地产开发市场目前主要定位于上海嘉定区域市场，并着力打造自身在区域市场的品牌影响力及客户认可度。截至2014年6月底，公司共拥有在建项目5个，其中4个位于嘉定区域，公司拥有土地储备29.44万平方米，位于上海和昆山区域。

总体来看，尽管公司资产规模和经营规模与行业内其他上市公司相比仍有一定差距，但公司战略明确，重点集中在区域市场发展，在区域市场内有一定的品牌知名度，有一定的区域市场竞争力。

2. 人员素质

公司设董事长、副董事长、监事会主席各 1 名，高级管理人员 7 名，公司董事长兼任总裁。公司管理人员均有比较丰富的行业经验和管理经验，了解行业的整体状况和公司的运营发展。

公司董事长兼总裁钱明先生，1963 年 8 月出生，工商管理硕士，曾任江西省彭泽县芙蓉乡团委书记、副乡长；嘉定区委政策研究室科长、副主任；公司副董事长等职。

公司董事会秘书孙红良先生，1969 年 7 月出生，工商管理硕士，经济师，物业管理师，曾任公司办公室秘书、党委委员、总裁助理、副总裁等职。

公司财务负责人暨财务会计部经理金红女士，1973 年 12 月出生，大学本科，会计师，曾任上海嘉宏房地产有限责任公司财务负责人、公司财务会计部副经理等职。截至 2014 年 6 月底，公司在职员工 384 人，其中行政管理人员占 28.64%，销售人员占 4.12%，技术人员占 3.90%，财务专业人员占 3.65%，生产及辅助人员（主要是物业服务人员）占 59.64%；从文化程度看，大专及以上学历人员占比 30.21%，目前员工专业结构及学历水平基本可以满足公司发展需要。

总体看，公司高管人员具有丰富的管理经验，员工素质基本满足公司经营发展需要。

3. 区域环境

目前，公司房地产投资项目主要集中在上海嘉定区，公司经营将直接受到上海嘉定区区域房地产市场环境影响。

嘉定区地处上海市西北部，全区总面积 463.6 平方公里，现辖 7 个镇、3 个街道、1 个市级工业区及菊园新区，是上海市的卫星城市。据第六次全国人口普查资料显示，嘉定常住人口有 147.12 万人，其中外省市来沪常住人口占比 56.29%。嘉定地理位置较为优越，中心区离上海市中心人民广场约 30 公里，距虹桥国际机场、上海火车站均在 25 公里左右，有利于吸引市区人口到嘉定安居置业，而上海市为解决人口总量持续增长与中心城区承载能力之间日益尖锐的矛盾，明确把郊区建设作为上海城市未来发展的重点，为嘉定区房地产行业的持续发展创造了良好的条件。

至 2020 年，上海市中心城区的总人口将控制在 1,000 万左右，大量的市区人口将向郊区分流。嘉定新城不仅作为上海“十一五”期间重点建设的三大新城之一，而且是三大新城中距离市中心最近的、承载着疏导中心城区 80~100 万过密人口向近郊转移的重任，因此在吸引市区人口方面具有较强的区位优势。

近年来，嘉定地区国民经济保持平稳增长态势，据《2013 年嘉定区国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2013 年嘉定区全年实现增加值 1,460.6 亿元，可比增长 8.9%；实现财政总收入 660.0 亿元，同比增长 15.1%。2013 年全区城镇居民家庭人均年可支配收入 36,336 元，比上年增长 9.4%，农村居民家庭人均年可支配收入 21,469 元，比上年增长 10.5%。随着居民收入水平的提高，将使更多住房潜在需求转化为有效需求。

根据《2013 年嘉定区国民经济和社会发展统计公报》公布的数据显示，2013 年嘉定区房地产投资规模进一步扩大，房地产成交活跃。2013 年，嘉定区全年完成房地产开发投资 293.4 亿元，较上年增长 42.4%。其中住宅投资 180.0 亿元，比上年增长 34.2%；商业用房投资 33.7 亿元，比上年增长 19.9%；办公楼投资 23.0 亿元，比上年增长 42.4%。全年房屋施工面积 1,584.9 万平方米，比上年增长 12.2%，其中新开工面积 477.5 万平方米，同比增长 37.2%；竣工面积 486.6 万平方米，

比上年增长 19.1%。商品房现房销售面积 208.8 万平方米，比上年增长 97.9%，现房销售额 178.1 亿元，比上年增长 72.2%；期房销售面积 166.6 万平方米，比上年增长 29.3%，期房销售额 268.9 亿元，比上年增长 44.5%。

2013 年，上海“国五条”实施细则出台，进一步明确了 2013 年住房价格控制目标，继续加大保障性住房建设比重，增加中小户型、中低价位普通商品住房供应。2013 年，嘉定区稳步推进保障性住房建设，全年动迁配套房投资 51.5 亿元，房屋施工面积 346.4 万平方米，其中新开工面积 211.8 万平方米，房屋竣工面积 93.5 万平方米。嘉定区继续推进大型社区建设，全年大型社区投资 20.5 亿元，房屋施工面积 127.9 万平方米，全年房屋竣工面积 29.5 万平方米。

表 4 2010~2012 年嘉定区商品房销售情况表

项目	2010 年	2011 年	2012 年
预销售面积（万平方米）	267.8	199.8	276.0
预销售金额（亿元）	380.1	284.7	329.2
预销售均价（元/平方米）	14,193.4	14,247.8	11,926.2
存量房销售面积（万平方米）	71.4	74.3	86.0
存量房销售金额（亿元）	70.3	59.3	82.3
存量房销售均价（元/平方米）	9,845.9	7,980.6	9,566.2

资料来源：嘉定年鉴

注：预销售均价与存量房销售均价由统计年鉴中相关销售面积与销售金额计算得出。

从商品房销售价格来看，2012 年受多项房地产政策调控影响，商品房预销售均价有所下降，存量房销售均价有一定幅度上涨。从嘉定区统计局公布的 2013 年 3 季度房地产市场分析来看，2013 年 1~9 月，嘉定区全区商品房销售面积达 205.8 万平方米，商品房销售金额 278.1 亿元，交易均价为 13,513.1 元/平方米，较 2012 年房地产交易价格有所上升，房产交易较为活跃。

整体来看，嘉定区作为上海市的卫星城市，有一定的区位优势。随着嘉定全区房地产投资规模和销售的适应性调整，逐渐释放的刚性需求和城市化进程催生的新生需求使市场信心得到激发，嘉定区区域内房地产成交较为活跃，区内房地产开发有望保持稳中有升态势。

五、公司管理

1. 治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《企业内部控制基本规范及应用指引》、监管部门规范性文件等有关要求，不断完善公司治理，健全内部控制的组织架构，合理设置管理职能部门，制定和实施了比较系统的现代企业制度，规范公司运作。

目前公司建立了由股东大会、董事会、监事会、经理层等组成的法人治理结构。股东大会是公司的最高权力机构；董事会是公司常设决策机构，对股东大会负责。公司董事会由 9 名董事组成，设董事长、副董事长各 1 名。公司监事会由 3 名监事组成，其中包括 1 名公司职工代表监事。董事会下设审计委员会、战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会，并制定了议事规则。监事会监督董事和经理的行为，向股东大会负责。公司实行董事会领导下的总裁负责制，总裁受董事会的委托负责日常的经营管理并接受董事会和监事会的监督。

总体看，公司认真履行对于上市公司的监管规定，股东大会、董事会、监事会能够独立运作，整体治理运行情况良好。

2. 管理体制

公司董事会及管理层在不断完善公司治理结构的基础上，设有董事会办公室、财务会计部、工贸企业管理部、审计部、物业经营部、人力资源部、工程项目部、造价审核部、市场部、营销部、设计管理部等15个职能部门。公司拥有8家全资子公司，9家控股子公司，公司的组织结构体系比较健全、完整。公司明确了各部门、层级的职责与权限，并建立相应的监督与考核制度，确保了各部门、各层级责、权、利的匹配，保证了董事会与管理层的决策得以顺利贯彻执行。

财务管理方面，为规范公司财务行为，公司实行“统一管理、责任中心控制、内审外审并举、责任追究制”的财务管理模式，由公司总部对各级财务人员、财务核算与监督进行统一管理。

全面预算管理方面，公司预算管理的范围涵盖总部各部室及各子（分）公司，公司的全面预算体系涵盖经营预算、投资预算、筹资预算、财务预算等一系列预算，包含预算编制、预算审批、预算下达、预算指标分解及责任落实、预算执行控制、预算分析、预算调整等步骤。

投资管理方面，公司选择投资项目坚持以战略发展为先导，突出房地产主业，审慎、稳健地选择投资项目。公司由归口管理部门对项目进行前期调查审核后上报有权决策机构审批。公司总部全资项目或控股项目，原则上纳入公司总部统一管理；属二级企业投资的项目，原则上由二级企业进行投资。公司总部有权按照实际经营需要调整归口管理部门或单位。未经公司总部有权决策机构批准，子公司不得进行任何性质和形式的投资，不得拆借资金。

筹资管理方面，公司对下属子公司开展筹资业务实行授权开展制，仅公司总部及经授权批准开展筹资业务的子公司可对外筹资。采用资本市场再融资筹集资金，需上报公司股东大会决议，采用向银行等金融机构融资方式，由财务会计部逐级提请相关有权决策机构审批。

对外担保方面，公司对外担保由公司总部统一授权。未经公司总部书面批准，不得进行对外担保业务。

土地储备战略方面，公司土地储备规模一般以满足公司未来2~3年开发需要，按照“本土做强、逐步向外”的基本战略，通过对目标地块进行盈利预测并形成土地储备策略。即先由市场部通过市场调研提供市场调研报告及竞争楼盘清单，设计管理部据此进行初步设计规划后，设计管理部、市场部、营销部通过沟通确定各种房型的面积组合，并根据历史数据计算项目整体目标成本费用的参考值，形成项目拓展阶段的成本费用估算表，在此基础上确定土地价格。

总体来看，公司内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是一家以房地产开发和物业租赁经营为主，兼有物业管理、商业贸易、对外投资在内的综合性房地产集团。

近年来，公司严格按照“一业为主、适度多元、本土做强、逐步向外”的基本战略规划，逐步扩大房地产开发规模。2011~2013年，随着各业务板块规模的逐步调整，公司工业生产和商业贸易规模下降较大，受此影响，公司营业收入有所波动，年均复合增长8.22%。2013年，公司实现营业收入18.99亿元，较上年下降10.27%，其中，公司主营业务收入占比99.64%，公司主营业务突出。2011~2013年，公司实现净利润分别为2.70亿元、3.05亿元和3.65亿元，年均复合增长16.38%，增速高于收入增速。公司近三年主营业务收入构成情况如表5所示。

表 5 公司 2011~2013 年主营业务收入情况表 (单位: 万元, %)

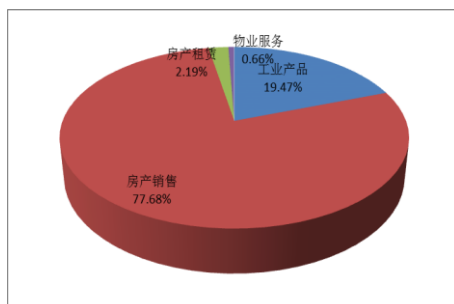
项目	2011 年		2012 年		2013 年	
	主营业务收入	毛利率	主营业务收入	毛利率	主营业务收入	毛利率
分行业						
工业	8,419.53	12.50%	8,449.47	17.50%	4,617.00	11.78%
商业	67,469.58	2.08%	95,980.64	1.97%	32,232.93	2.76%
房地产业	84,249.08	14.38%	105,552.83	47.00%	151,156.80	41.08%
服务业	996.88	8.47%	1,007.09	-9.37%	1,250.75	17.79%
分产品						
工业产品	75,889.11	3.23%	104,430.11	3.22%	36,849.93	3.89%
房产销售	81,187.34	12.86%	102,292.39	46.54%	147,016.78	40.36%
物业租赁	3,297.17	55.71%	3,260.44	61.43%	4,140.02	66.72%
物业服务	761.44	-10.19%	1,007.09	-9.37%	1,250.75	17.79%
分地区						
华东地区	93,786.15	13.82%	112,861.19	44.86%	157,905.97	39.77%
华南地区	2,055.41	7.23%	1,219.49	9.94%	852.97	9.83%
华北地区	177.07	41.35%	19.48	24.05%	72.25	22.05%
海外地区	65,116.44	2.26%	96,889.88	2.20%	30,426.30	2.80%
合计	161,135.06	9.10%	210,990.03	25.06%	189,257.49	33.69%

资料来源: 公司提供

注: 分产品分类中工业产品收入主要包含公司工业生产产品收入及商业贸易收入; 公司工业产品主要是电容器、集鱼灯、无极灯等产品, 截至 2013 年 9 月底, 公司工业生产因产业结构的战略性调整已全部停产; 公司商业贸易主要是协助没有出口权的厂商进行外销业务、协助国外客户完成从国内采购的商品保管出口业务及少量的代理进口业务。

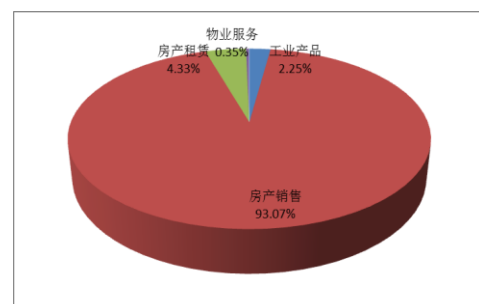
从产品收入角度看, 近三年除工业产品外, 公司各产品收入均有一定程度上升, 特别是房产销售收入, 年均复合增长分别达 34.57%, 增速较快。工业产品收入主要是指公司工业生产产品及商业贸易收入, 公司主营业务收入主要来自于工业产品和房产销售, 近三年该两项业务收入占主营业务收入比重分别为 97.48%、97.98%和 97.15%, 公司物业租赁和物业服务收入虽有所增长, 但整体对主营业务收入的实现贡献较小。

图 4 2013 年公司各产品收入实现情况



资料来源: 公司提供

图 5 2013 年公司各产品毛利实现情况



资料来源: 公司提供

从地区角度看主营业务收入, 公司市场主要集中在华东地区和海外地区。其中, 公司房地产开发业务坚持区域市场发展, 着力嘉定区区域内自身品牌建设, 重点建立区域核心竞争力; 而公司商业贸易业务则主要是协助没有出口权的厂商进行外销业务、协助国外客户完成从国内采购的商品保管出口业务及少量的代理进口业务, 销售集中在海外地区。2013 年, 公司将业务重心转至房地产业务, 商业贸易业务规模大幅下降, 随着公司业务板块的逐步调整, 商业贸易业务未来将

不断下降，对公司的利润贡献持续变小。

从产品毛利率来看，公司物业租赁、房产销售业务毛利率较高。2011 年公司主营业务收入增长主要来自于当期结转的永翔佳苑政府动迁配套房和对外贸易业务，项目毛利率较低，导致公司整体毛利率大幅下降，2012 年公司紫提湾项目部分商品房符合结转收入条件，当期毛利率有所回升。房产销售对公司毛利实现的贡献较大，占比 89.70%。2013 年，紫提湾项目部分商品房结转收入，公司房产销售规模持续增加，房产销售对公司毛利的贡献程度达 93.07%，是公司毛利的主要来源。为了合理保障房产销售预期收益，公司在获取土地储备时奉行稳健策略，提前做好相关测算，根据预期利润空间匡算土地储备成本区间，土地储备策略较为理性。

2014 年 1~6 月，公司实现营业收入 9.59 亿元，较去年同期增长 9.73%，主要系房地产业务结转收入增长所致；实现净利润 2.86 亿元，较去年同期增长 69.49%，增速快于营业收入增速，主要系土地使用权补偿收入增长导致营业外收入大幅增长所致。

总体来看，房地产业务是公司利润的主要来源，公司土地储备较为理性，各项产品收入均呈增长态势，公司整体经营情况较为稳健。

2. 业务运营

公司以房地产开发和物业租赁经营为主，兼有物业管理、商业贸易、对外投资业务。

房地产开发

(1) 项目开发

公司房地产开发项目主要集中在上海市嘉定区区域市场，受区域市场房地产发展情况影响较大。

2011~2013 年，公司房地产开发施工面积基本稳定，整体经营规模相对稳定。目前，公司房地产开发主要包括住宅开发、商业综合体开发及商务办公用房开发。

表6 2011~2013年公司主要开发数据情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年
建设项目（个）	6	6	6
施工面积（万平方米）	85.30	84.99	83.03
新开工项目（个）	3	1	1
新开工面积（万平方米）	42.40	2.34	25.65
实现预售项目（个）	2	0	1
实现预售金额（万元）	125,394	52,959	229,446
完成交付项目（个）	1	2	1
完成交付面积（万平方米）	2.65	40.25	10.81

资料来源：公司提供

注：该表中实现预售金额按协议预售签约金额统计。

2011 年，公司房地产开发规模较 2010 年增长较快，房地产施工面积从 2010 年的 51.45 万平方米增长至 85.30 万平方米。2011~2013 年，公司房地产开发施工面积基本维持稳定。2013 年，公司新增开工项目 1 个，新开工面积 25.65 万平方米，实现完成交付项目 1 个，完成交付面积 10.81 万平方米。

2013 年公司实现合同销售金额 229,446 万元，实现合同销售面积 18.94 万平方米，主要合同销售项目为嘉宝梦之湾商品房项目。截至 2013 年底，公司已办理预售许可证面积 8.76 万平方米，

正在办理预售许可证面积 7.47 万平方米，合计 16.23 万平方米，按目前市价估计，预计尚可为公司带来 23.29 亿元的收入。

自公司确定“一业为主、适度多元、本土做强、逐步向外”的基本战略规划以来，公司集中优势资源集中发展房地产业务，并根据国家宏观调控政策的思维走向，结合公司对市场形势的预判，加大了对商业综合体、商务办公用房等非住宅项目的开发力度，从一定程度上降低了公司的经营风险。

2014 年上半年，公司加速推进在建项目的持续建设，截至 2014 年 6 月底，公司在建面积合计达 72.21 万平方米。

总体看，近几年公司房地产开发的规模基本稳定，随着全国房地产市场的逐步升温，公司加快了项目的开发步伐以配合公司战略目标的实现。目前，公司的专业能力和综合实力基本能满足项目开发规模的需求。但受制于公司经营规模、资金规模等因素，公司难以承载同时开工项目过多的压力，其每年开工面积和竣工面积受项目进度影响较大，项目结转的均衡性和稳定性有待提升。

（2）房屋销售

公司对于商品房住宅项目的销售，主要是通过引入专业的营销企划公司进行代理销售，目标对象主要是以刚性需求和改善性需求为主；公司建设的政府动迁配套房，主要由政府整体回购；对于商务办公用房的销售，公司通过引进国内外著名的基金公司进行整体销售为主，自销为辅。对于商业综合体，公司通过引进战略合作伙伴共同开发经营。如新荟购物广场项目即采用合作开发经营模式，由公司负责开发建设，并由公司携手光大安石中国房地产基金、同昌盛业资产管理顾问有限公司成立合资公司负责运营，各机构各自发挥自身比较优势，促进项目的运营、销售。多样化的销售策略能有效提高公司房屋销售策划定位的准确性，快速将潜在客户转化为有效客户，提高销售速度。

表 7 2011~2013 年公司房地产销售数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
达预售项目（个）	2	0	1
商品房协议销售面积（万平方米）	22.40	4.37	18.94
商品房协议销售金额（亿元）	12.54	5.30	22.95
商品房协议销售均价（元/平方米）	5,476	12,128	12,118
商品房结转收入面积（万平方米）	12.79	5.78	18.35
商品房结转收入（亿元）	8.08	10.06	14.67
车库协议销售面积（万平方米）	0.34	0.63	0.088
车库协议销售金额（亿元）	0.04	0.17	0.027
车库协议销售均价（元/平方米）	1,176	2,698	3,131
车库结转收入面积（万平方米）	0.34	0.63	0.088
车库结转收入（亿元）	0.04	0.17	0.027

资料来源：公司提供

从结转情况来看，公司房地产开发涉及政府动迁配套房、住宅商品房、商务办公等不同业态建设，房地产开发满足条件结转收入规模受项目性质影响较大，如 2011 年结转收入项目主要是永翔佳苑动迁配套房项目，均价及毛利率水平较低，结转面积规模较大，但收入规模不高；2012 年

紫提湾项目部分商品满足条件结转收入，均价及毛利率水平较高，当期结转面积较上年大幅下降，但结转收入基本与上年持平；2013 年，实现结转收入的仍是紫提湾项目部分商品房，结转面积较 2012 年大幅增长，当期房产销售收入大幅增加。

营销方面，公司积极尝试创新营销方式，除充分利用专业营销企业及其合作伙伴在营销方面的资源外，公司通过广告宣传促销、楼盘庆典仪式、现场售楼处销售、房地产交易会销售等多种方式促进公司销售，如公司 2011 年初与《第一财经·第一地产》签署品牌战略合作协议，冠名播出嘉宝集团《楼闻天下》，推广公司“品质地产、品位生活”的品牌理念。

总体来看，公司房地产业务受宏观调控及建设项目性质影响，收入有所波动，公司通过借助专业销售、企划团队力量来加强销售力度。未来一段时间，国家对房地产行业的宏观调控力度仍将持续加强，公司销售仍在很大程度受到宏观调控政策影响。

（3）土地储备和在建项目

为保持公司可持续发展能力，配合公司长期战略规划的实现，公司对土地的战略储备较为重视。

从土地储备的目标区域来看，公司土地储备配合公司房地产项目区域开发战略主要集中于上海嘉定区域市场。2012 年，在继续坚持本土区域市场的情况下，公司与网尚世界（北京）数字电影文化发展有限公司合作，联合在昆山花桥拿地，迈出房地产业务“走出去”战略的第一步。

公司土地储备主要通过“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，避免土地成本过高蚕食公司利润，风格较为理性。

随着公司对房地产经营的持续开发建设，公司土地储备稳步增长。2011 年，公司新增住宅、商业性质土地储备 74,122.7 平方米，楼板价位 7,500 元/平方米；2012 年，公司与网尚世界（北京）数字电影文化发展有限公司合作项目在昆山花桥新增住宅性质土地储备 66,666.7 平方米，楼板价 1,058 元/平方米，新增文化娱乐、办公、配套商业性质土地储备 159,840.90 平方米，楼板价 900 元/平方米；2013 年公司新增动迁配套住宅项目，取得土地储备 74,152.9 平方米，楼板价 800 元/平方米。公司土地储备策略严格按照公司流程，通过预期利润空间计算可承受土地价格，公司近几年新增土地储备保持了公司的理性风格。

表 8 截至 2014 年 6 月底土地储备情况（单位：平方米）

序号	土地面积	所处区域	持股比例	土地使用性质	取得时间	价格
1	27,784	菊园新区	100.00%	住宅	2003.12.31	总价：1,711.22 万元
2	12,980	徐行镇	51.00%	商务办公	2006.09.06	总价：1,347.81 万元
3	74,122.7	嘉定新城	40.00%	住宅、商业	2011.09.01	总价：99,954 万元
4	74,152.9	南翔镇	100.00%	住宅（动迁配套）	2013.04.01	总价：13,348 万元
5	79,580.10	昆山花桥	97.67%	住宅、商业	2013.12.26	总价：68,598.05 万元
6	25736.20	浦东杨思	60.00%	住宅	2014.01.23	总价：104,200 万元

资料来源：公司提供

从公司目前土地储备情况来看，公司与网尚世界（北京）数字电影文化发展有限公司合作项目的土地储备位于昆山花桥，其他土地储备全部位于上海地区。在公司土地储备中，住宅用地、商务办公用地、商业综合体均有一定量储备，符合公司房地产业务多元化的战略规划。公司 2011

年后取得的土地面积较大。从公司资产、业务经营规模来看，目前公司的土地储备能够满足公司未来 2~3 年的项目开发建设需要。

表 9 截至 2014 年 6 月底公司在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

序号	项目名称	项目类型	位置	公司所属权益比例	占地面积	规划建筑面积	总投资	已投资
1	宝菊清水园	动迁安置房	菊园新区	100%	2.84	7.60	3.92	2.67
2	嘉宝梦之湾	住宅及配套用房	菊园新区	100%	10.81	23.98	23.20	19.87
3	嘉宝商厦商务办公大楼	商务办公	嘉定新城	100%	0.72	2.34	2.30	1.12
4	嘉宝紫提湾商业（新荟购物广场）	商业	嘉定新城	100%	4.33	12.64	6.92	2.32
5	嘉宝梦之晨	住宅	昆山花桥	97.67%	6.67	25.65	14.04	3.37

资料来源：公司提供

从公司在建项目来看，截至 2014 年 6 月底，公司在建项目总占地面积 25.37 万平方米，计划总投资 50.38 亿元，已完成投资 29.35 亿元，尚需投资 21.03 亿元。公司计划在未来两年时间内，新增梦之缘（联友项目）、云翔佳苑动迁配套房、盛创企业家园三期等项目的建设。由于公司拟建项目较多，公司存在较大的资金压力。

从目前公司在建项目建设进度与预计进度情况来看，公司建设进度基本符合预期。一般来说，公司从拿地到竣工需约 42 个月（指高层项目），公司项目整体周转效率仍有提高空间。

总体看，公司近年来新增土地储备的规模较大，随着目前在建项目的持续推进建设及新项目的开展，公司存在较大的资金压力。

其他业务

（1）投资性物业

在房地产开发的过程中，公司对房地产经营实现适度多元化，对于部分增值潜力较大的商业物业、住宅等，公司作为投资性物业而长期持有，作为房地产开发业务的必要补充。2011~2013 年，公司物业租赁业务收入稳步增长，三年收入分别为 0.33 亿元、0.33 亿元和 0.41 亿元，毛利率分别为 55.71%、61.43%和 66.72%。

表 10 截至 2013 年底公司主要持有物业情况（单位：平方米）

序号		项目	建筑面积	区域	性质		用途
					自用面积	出租面积	
颐和公司	1	翔浏路 678 号	16,386.48	南翔镇	0	16,386.48	工业
	2	宝嘉公路 2248 号	11,264.81	徐行镇	0	11,264.81	工业
	3	澄浏路 891 号	4,262.65	徐行镇	0	4,262.65	工业
	4	北京崇文管村	264.58	北京崇文	0	264.58	住宅
集团公司	1	中山南二路	1,175.42	徐汇区	0	1,175.42	商务
	2	中谊大厦	1,156.29	普陀区	528.55	627.74	商务
	3	宝嘉公路 1052 号	3,826.00	徐行镇	0	3,826.00	工业

	4	德华路 201 号	587.16	南翔镇	0	587.16	住宅
	5	大治东路 328 号	8,074.96	马陆镇	0	8,074.96	工业
	6	梅园路 240 号	5,391.45	嘉定镇	0	5,391.45	工业
	7	嘉安大厦	174.2	普陀区	42.55	131.65	商务
	8	清河路	1,600.00	嘉定镇	0	1,600.00	商业
	9	横仓路 1655 号	26,679.39	马陆镇	47.49	26,631.9	工业
嘉宏公司	1	清水路 9、11 号	47.58	嘉定镇	0	47.58	店铺
	2	菊园新区清水路 43—69 号	211.28	嘉定镇	0	211.28	店铺
	3	清河路 412 号	210.00	嘉定镇	0	210.00	商业
	4	沙霞路 96、98 号南大街 138—146、150—164 号	705.80	嘉定镇	0	705.80	商业
	5	南大街 170—196（双号）	442.45	嘉定镇	36.68	405.77	商业
	6	南大街 270—274 号（双号）	502.00	嘉定镇	0	502.00	办公
	7	曹安路 1356—1414 号	3,008.92	真新街道	0	3,008.92	商业
	8	新郁路 179—197、201—221、清峪路 1045—1059、1065—1081（单号）	6,972.57	真新街道	0	6,972.57	商业
	9	新郁路 133—153 号、157—173 号（单号）金沙江路 2970—3000、3006—3036 号（双号）	11,450.26	真新街道	0	11,450.26	商业
盛创公司	1	嘉罗公路 1667—1677、1681—1691 号（单号）	2,016.87	徐行镇	1,084.67	932.20	商业、办公
奇伊公司	1	民主东街 1、5 号	62.11	南翔镇	0	62.11	商业
	2	民主东街 22-56 号（双号）	776.18	南翔镇	0	776.18	商业
	3	民主东街 98 弄	3,335.57	南翔镇	0	3,335.57	商业
	4	民主东街 113、115 号	104.82	南翔镇	0	104.82	商业
	5	古猗园路 391、393 号	170.20	南翔镇	0	170.20	店铺
	6	古猗园路 8 号 213、214、215、216	368.75	南翔镇	0	368.75	店铺
	7	民主东街 12、12-1 至 12-4、14、14-1 至 14-4、18、18-1 至 18-4、20、20-1 至 20-4 号	893.76	南翔镇	0	893.76	商业
	8	城中街 23、25 号	62.44	嘉定镇	0	62.44	商业
	9	中联大厦 2910	149.22	普陀区	0	149.22	商务
	10	清河路 55 号	3,000.00	嘉定镇	3,000.00	0.00	办公
合计			115,334.17		4,739.94	110,594.23	

资料来源：公司提供

注：上述出租面积中未扣除公共设施用房面积。

公司的投资性物业主要集中在上海嘉定地区，公司对投资性物业采用成本模式进行后续计量。截至 2013 年底，公司持有物业主要为出租的厂房、店铺、办公用房等，分布较为分散。公司投资

性物业由公司物业经营部集中经营、统一招租、统一管理，每年实现合同租金约 4,000 万元。由于公司投资性物业地理位置较好、取得时成本相对较低，物业增值潜力较大。

总体看，公司通过自持物业租赁经营能够获得持续稳定的收益及现金流，降低售房业务单一性所带来的经营风险。

（2）商业贸易业务

公司的商业贸易业务主要由子公司上海嘉宝贸易发展有限公司运作，主要是协助没有出口权的厂商进行外销业务、协助国外客户完成从国内采购的商品保管出口业务，并有少量的代理进口业务。2011~2013 年，公司商业贸易业务分别实现收入 6.75 亿元、9.60 亿元和 3.22 亿元，受公司 2013 年业务板块调整影响，2013 年商业贸易业务规模下降幅度较大。受商业贸易业务性质影响，商业贸易板块毛利率较低，2011~2013 年实现毛利率分别为 2.08%、1.97%和 2.76%，对公司利润实现的贡献度较低。

在目前自营进出口权放开的大环境下，公司贸易业务的发展潜力、发展空间逐步缩小，公司本着“控制风险、逐步退出”的原则，短期内着重强调贸易业务的风险控制，保持公司平稳运营。从长期看，公司将逐步剥离贸易业务。截至目前，公司已对上海嘉宝贸易发展有限公司进行了减资、改制，其注册资本已由 2,900 万元变更为 600 万元，相关工商变更登记手续已办理完毕。

（3）工业生产

公司工业产品主要是电容器、集鱼灯、无极灯等产品。2011~2013 年，公司工业生产业务分别实现收入 0.84 亿元、0.84 亿元和 0.46 亿元。随着公司战略计划的逐步实行，公司对工业生产业务进行了一系列调整。截至 2013 年 9 月底，公司工业生产企业已全部停产。

（4）投资业务

公司在发展过程中，择机选择市场前景好、盈利能力强、具有优秀管理能力的企业进行股权投资。截至 2013 年 12 月底，公司长期股权投资中共有合营企业 1 家，联营企业 6 家，其他投资企业 1 家。

表 11 截至 2013 年底公司重点长期股权投资情况（单位：万元、%）

被投资单位	主营业务	期末余额	持股比例	表决权比例	核算方法
上海高泰稀贵金属股份有限公司	金属材料的生产和销售	1,194.85	25.68	25.68	权益法
上海格林风范房地产发展有限公司	房地产开发经营	67,744.44	30.00	30.00	权益法
上海太平国际货柜有限公司	箱式货柜的生产和销售	8,295.15	14.00	14.00	权益法
上海嘉定老庙黄金有限公司	黄金饰品的销售	927.01	49.00	49.00	权益法
上海安亭老庙黄金有限公司	黄金饰品的销售	84.23	49.00	49.00	权益法

资料来源：公司提供

上海格林风范房地产发展有限公司（以下简称“格林房地产”）注册资本 2 亿元，主要从事房地产开发经营，公司对该项长期股权投资采用权益法进行后续计量。格林房地产自 2003 年起开发建设格林世界项目，目前已近尾声。该项目 2011~2013 年分别实现 6.81 亿元、1.53 亿元和 0.90 亿元，公司该项长期股权投资分别确认投资收益 2.04 亿元、0.46 亿元和 0.27 亿元，投资收益规模随格林房地产所开发建设的格林世界项目结转收入规模逐年下降而减少。

上海太平国际货柜有限公司（以下简称“国际货柜”）注册资本 0.26 亿美元，主要生产标准

罐式集装箱，同时研发生产各类特种罐及大容量交换式罐。罐箱设计方面，国际货柜公司采用经典的 FF3 Collar 结构，不仅适用于远洋运输，而且适合于中国国情下的铁路和公路运输。国际货柜目前年产量可达 5,000 台罐，主要客户有 HOYER、STOLT、TAL、GESEACO、EUROTAINER 等全球最大的船公司、租箱公司。2011~2013 年，公司该项长期股权投资分别确认投资收益 0.18 亿元、0.11 亿元和 0.04 亿元，投资收益规模有所下降。

除通过对不同行业优秀公司进行股权投资外，公司通过投资购买其他上市公司股票、基金实现投资收益，分散投资风险。为提高资金的使用价值，公司根据内部授权，在满足房地产项目正常开发需要和不影响土地储备的前提下，利用阶段性的闲置资金购买短期、保本型银行理财产品。截至 2013 年底，公司持有交易性金融资产余额 0.67 亿元，持有可供出售金融资产 0.87 亿元，持有银行理财产品余额 4.50 亿元，公司投资持有的股票、基金等产品的市值波动将对公司投资收益产生较大影响。

表 12 近三年公司投资收益实现情况 (单位: 万元、%)

项目	2011 年	2012 年	2013 年
投资收益	23,943.91	7,387.59	5,317.12
在营业利润中占比	88.98	19.63	13.53

资料来源: 公司提供

总体看，公司对外投资是对实体经营活动的必要补充，投资收益对营业利润贡献较大，但公司股权投资企业的业绩波动，公司所持有股票、基金等投资工具的市值波动对公司投资收益的实现有较大影响，难以保证公司投资收益的稳定性。

3. 经营效率

2011~2013 年，公司资产总额和所有者权益复合增长率分别为 14.46% 和 16.66%，资产规模增长较快；营业收入复合增长率为 8.22%，净利润年均复合增长 16.38%，增幅高于营业收入增幅。2011~2013 年，公司应收账款周转率逐年提高，主要是房地产销售和贸易板块作为公司营业收入的主要增长点，应收账款产生较少，应收账款的增长速度小于营业收入所致，2013 年公司应收账款周转次数增加至 70.82 次；随着公司业务规模的不断扩张，公司存货规模有所增长，存货周转率有所回落，2013 年底，公司存货周转率为 0.26 次；随着营业收入规模的波动，公司总资产周转率有所波动，2013 年资产周转率为 0.25 次。从同行业比较来看，公司存货周转率、应收账款周转率和总资产周转率处于行业中等水平。

表 13 房地产开发类上市公司 2013 年经营效率指标 (单位: 次)

证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
泛海建设	0.10	8.22	0.17
招商地产	0.25	272.58	0.27
广宇集团	0.19	310.77	0.22
中华企业	0.18	342.12	0.22
世茂股份	0.33	17.43	0.23
万科 A	0.32	54.54	0.32
嘉宝集团	0.26	75.72	0.25

资料来源: Wind 资讯

注: Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据

4. 关联交易

公司与关联方不存在商品采购、劳务提供方面的关联交易情况，关联交易主要体现为关联债权债务交易。

截至 2013 年底，公司关联债权债务关系主要是公司控股股东上海嘉定新城发展有限公司按其在上海嘉宝联友房地产有限公司的持股比例，向该项目公司提供 19,783.90 万元借款用于支付土地款，并向公司提供了 20,000 万元委托贷款；2007 年 12 月，公司与金地（集团）股份有限公司、联营公司上海格林风范房地产发展有限公司达成协议，在开发“格林世界”项目过程中，在出现阶段性资金盈余后，上海格林风范房地产发展有限公司按照其股东持股比例向公司和金地（集团）股份有限公司提供资金。截至 2013 年底，上海格林风范房地产发展有限公司向公司提供使用资金 89,574.70 万元。

总体看，公司的关联交易规模较大，主要是与关联方的债权债务往来，对公司经营提供了较大的资金支持。

5. 未来发展

公司的基本发展战略是“一业为主、适度多元、本土做强、逐步向外”的基本战略，即以房地产及物业租赁经营为主业打造公司核心业务，集中优势资源，重点将核心业务优先做强做大，同时继续择机参股发展前景好、效益显著、可持续发展的企业，以高附加值为导向、高科技产业为补充，形成一个核心业务突出、经营稳健、管理卓越、效益显著且可持续发展的，在国内具有较强知名度和品牌影响力的综合性实业集团。

未来，公司将进一步集中优势资源发展房地产和物业租赁经营主业。公司房地产业务发展将进一步优化项目结构，扩大商业地产、商务办公地产的开发比重，分散住宅经营风险，并择机自持优秀商业地产、办公地产项目，扩大物业租赁业务规模。公司将在“本土做强、逐步向外”的战略指导下，寻找区域市场外优秀项目，逐步向外开拓市场。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2011 年~2013 年合并财务报表均已经众华会计师事务所（特殊普通合伙）¹审计，并出具了标准无保留审计意见。公司经审计的财务报表按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》编制。公司 2014 年半年报未经审计。

公司 2010 年~2014 年 6 月底财务报告的合并范围变动情况见下表：

表 14 2010 年~2014 年 6 月底公司合并范围变动情况

时间	变动情况	公司名称
2010 年	增加	上海嘉宝新菊房地产有限公司
2011 年	增加	上海嘉宝联友房地产有限公司
		上海嘉定颐和苗木有限公司
2012 年	增加	昆山嘉宝网尚置业有限公司
		昆山嘉宝网尚文化投资有限公司
2013 年	减少	上海嘉宝欧亚电子有限公司

¹ 上海众华沪银会计师事务所有限公司转制为特殊普通合伙事务所，2014 年 1 月 1 日起以众华会计师事务所（特殊普通合伙）的名义承接业务并出具报告。

2014 年	增加	上海嘉宝锦熙置业有限公司
2014 年	减少	上海嘉宝协力电子有限公司
2014 年	减少	昆山嘉宝网尚文化投资有限公司

资料来源：公司提供

注：2013 年 9 月，公司转让持有的上海嘉宝欧亚电子有限公司全部股权，自该月起欧亚公司不再纳入公司合并报表范围，但其 2013 年 1~8 月份利润表和现金流量表仍将纳入公司合并报表范围。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 79.00 亿元，负债合计 47.61 亿元，股东权益（含少数股东权益）31.39 亿元。2013 年公司实现营业收入 18.99 亿元，净利润（含少数股东损益）3.65 亿元，2013 年公司经营活动现金流量净额为 5.52 亿元，现金及现金等价物净增加额为 3.27 亿元。

截至 2014 年 6 月底，公司合并资产总额 90.59 亿元，负债合计 57.10 亿元，股东权益（含少数股东权益）33.49 亿元。2014 年 1~6 月公司实现营业收入 9.59 亿元，净利润（含少数股东损益）2.86 亿元，2014 年 1~6 月公司经营活动现金流量净额为-11.24 亿元，现金及现金等价物净增加额为-2.28 亿元。

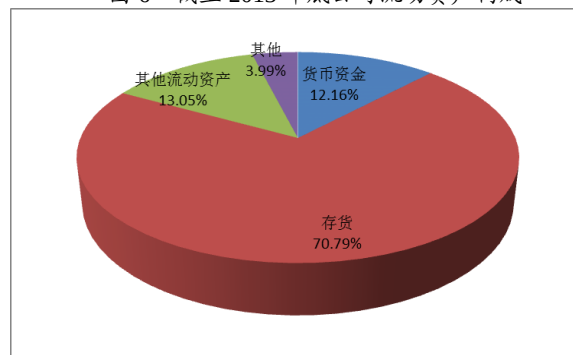
2. 资产质量

2011~2013 年公司资产规模持续扩大，年均复合增长率为 14.46%，资产构成以流动资产为主，近三年占比均在 80%以上，流动资产占比高符合房地产开发企业特征。截至 2013 年底，公司资产规模达 79.00 亿元，其中流动资产占比 85.21%，非流动资产占比 14.79%。

流动资产

截至 2013 年底，公司流动资产为 67.31 亿元，以货币资金、存货和其他流动资产为主（图 6）。

图 6 截至 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2011~2013 年，公司货币资金总额有所波动，年均复合增长 6.87%。公司的货币资金以银行存款为主。截至 2013 年底，公司货币资金为 8.19 亿元，比上年增长 66.36%，主要系公司开发的梦之湾楼盘实现预售所致。截至 2013 年底，公司无使用受限的货币资金。

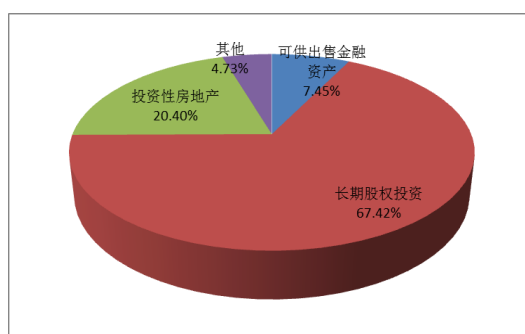
2011~2013 年，随着公司土地储备增加及房地产开发项目的增加、持续建设，公司存货规模有所增加，三年复合增长率达 24.11%。公司存货构成主要为开发成本和开发产品，近三年合计占比均在 99%以上。截至 2013 年底，公司存货账面价值为 47.65 亿元，其中开发成本和开发产品分别占比 80.87%和 18.73%，存货规模较上年同比下降 3.81%，主要系盛创科技园、永翔佳苑和紫提湾一期二标等项目部分开发产品结转成本所致。由于房地产开发项目保值增值的能力较强，且近几年房地产开发项目发生减值的风险较小，故公司存货中开发成本和开发产品部分未计提跌价准备。

公司其他流动资产项目包含预缴税款及购买的保本型银行理财产品，2011~2013 年，公司其他流动资产增长迅速，年均复合增长率达 22.52%，主要系公司购买理财产品规模增加所致。截至 2013 年底，公司其他流动资产合计 8.79 亿元，其中预缴税款 0.71 亿元，购买银行理财产品 4.50 亿元，购买国债回购产品 3.57 亿元。2013 年底公司其他流动资产规模较上年同期增长 99.65%，主要系购买理财产品及国债回购产品规模增加所致。

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产规模呈波动上升态势，近三年年均复合增长了 4.91%，主要系长期股权投资和投资性房地产增加所致。截至 2013 年底，公司非流动资产总额为 11.69 亿元，以可供出售金融资产、长期股权投资和投资性房地产为主（图 7）。

图 7 截至 2013 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

公司可供出售金融资产主要为公司持有的上市公司流通股。2011~2013 年，公司持有可供出售金融资产随其持有的上市公司股权市价上升而上升，年均复合上升 17.64%。截至 2013 年底，公司可供出售金融资产账面价值为 0.87 亿元，较上年小幅增长 32.35%，主要系所持上市公司股权市值上升所致。

公司投资性房地产主要为商铺、厂房、商务办公场所等，这些物业绝大多数处于上海区域，公司以经营租赁的形式出租给第三方。2011~2013 年，公司投资性房地产净额年均复合增长率为 1.71%。截至 2013 年底，公司投资性房地产账面价值为 2.38 亿元，较年初增长 7.17%，主要系出租房屋及建筑物增加所致。按照公司的发展战略，未来公司将继续加大对优质投资性物业的投资，公司投资性物业有望持续增加。

近三年，公司长期股权投资规模稳步增长，年均增长率为 6.12%。截至 2013 年底，公司长期股权投资为 7.88 亿元，主要由公司与其他公司合营、联营和参股成立的企业构成，涉及货柜、房地产开发、黄金饰品销售等各类行业。

截至 2014 年底，公司资产总计 90.59 亿元，较年初增长 14.68%，主要系长期股权投资及存货中的开发成本大幅增长所致；公司资产中流动资产占比 85.47%，资产构成仍以流动资产为主。

总体看，公司资产规模不大，以流动资产为主；流动资产中以房地产开发项目为主的存货占比较大；非流动资产以投资性房地产和长期股权投资为主；公司现金类资产较充足，整体资产质量良好。

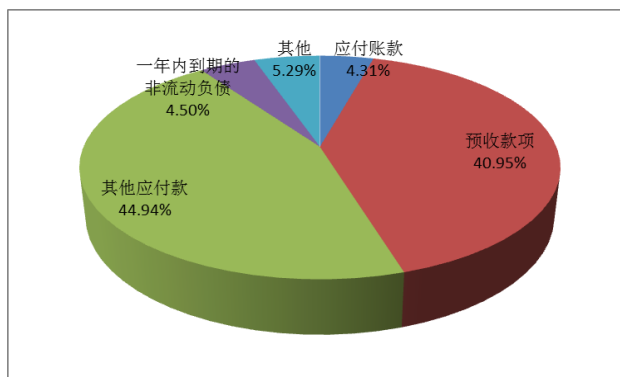
3. 负债及所有者权益

负债

2011~2013 年，公司负债规模逐年增加，年均复合增长率 13.07%。截至 2013 年底，公司负债合计 47.61 亿元，同比增长了 3.29%。近三年公司负债主要以流动负债为主。截至 2013 年底，公司流动负债和非流动负债分别占比 93.28%和 6.72%。

2011~2013 年，公司流动负债规模持续上升，年均复合增长 12.70%。截至 2013 年底，公司流动负债合计 44.41 亿元，以应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主（图 8）。

图8 2013年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2011~2013 年，公司应付账款金额波动下降，年均复合下降 4.47%，主要是公司支付房地产业务结转按合同确认的应付未付工程款所致。截至 2013 年底，公司应付账款余额为 1.91 亿元，较上年下降 40.71%，主要为应付工程款。

公司预收款项主要系对已经签订商品房销售合同，但未达到竣工结算条件的项目所收取的客户房款，该款项在工程进度达到结算条件时将结转为营业收入。2011~2013 年，公司预收款项呈波动上升。截至 2013 年底，公司预收款项合计 18.19 亿元，较上年同比增长 52.31%，主要是由于公司梦之湾项目商品房实现预售所致。由于预收款项大部分届时将结转为收入，对于公司而言不存在实际偿付压力。

2011~2013 年，公司其他应付款金额波动增加，年均复合增长 11.67%，主要是与关联方债权债务往来、预付的动迁房购置款、预提土地增值税等。截至 2013 年底，公司其他应付款余额为 19.96 亿元，较上年同比下降 16.81%，主要系下属子公司归还购买土地使用权所增加少数股东欠款所致。截至 2013 年底，公司其他应付款中，与关联方往来占比达 54.91%，其中主要是上海嘉定新城发展有限公司对公司提供使用资金 1.98 亿元及联营企业上海格林风范房地产发展有限公司向公司提供使用资金 8.96 亿元。

近三年，公司非流动负债增长快速，年均复合增长率为 18.68%，主要系长期借款迅速增加所致。截至 2013 年底，公司非流动负债合计 3.20 亿元，主要由长期借款（占比 93.79%）和递延所得税负债（占比 5.90%）构成。

为满足大量增加的新项目和支付土地成本的资金需求，公司融资力度逐年加大，长期借款规模持续增长，主要系为满足房地产开发项目资金需求，新增借入抵押借款及信用借款所致。截至 2013 年，公司长期借款余额合计为 3.00 亿元，较上年下降 28.45%，主要系 2011 年上海嘉定新城发展有限公司通过中国建设银行嘉定支行向公司提供的委托贷款转入一年内到期的非流动负债核算所致。

近三年，公司递延所得税负债年均复合增长 21.30%。截至 2013 年底，公司递延所得税负债合计 0.19 亿元，主要系公司持有以公允价值计量的资产的账面价值和公允价值的差异所致。

截至 2014 年 6 月底，公司负债合计 57.10 亿元，较年初大幅增长 19.94%，主要系银行借款增长以及其他应付款中与关联方往来款项、控股子公司收到的少数股权往来款项等规模增长所致。公司负债中，流动负债占比 93.15%，公司负债仍以流动负债为主。近三年，公司有息债务规模呈逐年迅速增加的态势，三年复合增长率为 28.21%。截至 2013 年底，公司全部债务为 5.73 亿元，其中短期债务和长期债务分别占比 47.65%和 52.35%。2013 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 60.26%、15.44%和 8.72%，与上年相比均有所下降。

截至 2014 年 6 月底，公司债务规模较年初大幅增长 85.00%至 10.60 亿元，资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 63.03%、24.04%和 9.95%，较年初均有所上升，但有息负债规模整体仍处于可控水平。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，整体债务规模有所增长，剔除预收房款因素的影响，公司实际负债水平适中，经营比较稳健。

所有者权益

近三年公司所有者权益的年均复合增长率为 16.66%，主要来源于未分配利润的增长。截至 2013 年底，公司所有者权益 31.39 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 26.83 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占 19.17%，资本公积占 26.25%，盈余公积占 6.47%，未分配利润占 48.11%，未分配利润占比较高，权益的稳定性较弱。

截至 2014 年 6 月底，公司所有者权益为 33.49 亿元，主要受公司未分配利润增加影响，所有者权益较年初上升 6.69%，公司所有者权益稳定性较弱。总体看，公司未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

近三年，公司的营业收入分别为 16.22 亿元、21.17 亿元和 18.99 亿元，年均复合增长 8.22%。房产销售和工业产品销售是公司收入的主要来源，近三年均维持在 90%以上。2013 年，公司关停了工业生产，缩小商业贸易规模，营业收入较 2012 年下降 10.27%。2011~2013 年，因受参股企业地产项目结转接近尾声的影响，对外投资收益有较大幅度下降；公司确认房产收入规模增长带来公司营业税金的大幅增加，近三年公司营业税金及附加年均增长 150.84%。公司利用闲置资金购买理财产品，公司理财收益增加，利息收入持续下跌。受上述综合因素影响，近三年公司净利润年均复合上升 16.38%。

从利润构成看，公司利润主要来自于房地产销售等主营业务，但是由公司长期股权投资及持有的可售金融资产等带来的投资收益也对公司利润有较大贡献。2011~2013 年，公司投资收益对营业利润的贡献分别为 88.98%、19.63%和 13.53%。2011~2013 年，公司投资收益呈现大幅下降态势，在营业利润中占比大幅下降，主要系公司参股企业上海格林风范房地产发展有限公司开发的格林世界项目基本结束，结转收入、净利润逐年减少，致使公司按权益法确认投资收益大幅下跌所致。2013 年，子公司上海嘉宏房地产有限责任公司取得土地使用权补偿收入及子公司上海嘉丽宝电子有限公司处置资产实现营业外收入 9,108.52 万元，较上年增长 623.50%，占当期利润总额的 18.98%，对利润总额贡献较大。

从期间费用来看，2011~2013 年，公司费用收入比分别为 4.69%、5.06%和 4.91%，呈波动上升趋势。近三年随着公司房地产项目营销力度的变化，公司销售费用波动下降，年均复合下降 8.65%；近三年公司利用闲置资金购买银行理财产品，利息收入逐渐下跌，财务费用转负为正。2013

年公司费用总额 0.93 亿元，其中销售费用和管理费用合计占比 98.22%，对公司盈利水平影响较大。

从各项盈利指标来看，2011~2013 年，公司营业利润率增速较大，三年分别为 7.47%、18.51% 和 22.97%。2013 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 10.88%、6.47% 和 12.82%，较上年微幅增加。与国内同行业其他主要上市公司比较，公司各项主要盈利指标处于中等水平（如下表所示）。

表 15 2013 年主要房地产上市公司盈利指标情况

证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
泛海建设	13.31	4.57	54.98
招商地产	16.77	7.14	41.52
广宇集团	11.56	4.80	35.00
中华企业	7.03	4.70	41.01
世茂股份	12.28	5.65	41.80
万科 A	21.49	7.02	31.47
嘉宝集团	13.28	6.39	33.57

资料来源：Wind 资讯；

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2014 年 1~6 月，公司实现营业收入 9.59 亿元，较去年同期增长 9.73%，主要系房地产业务结转收入增长所致；实现净利润 2.86 亿元，较去年同期增长 69.49%，增速快于营业收入增速，主要系土地使用权补偿收入增长导致营业外收入大幅增长所致。

总体看，公司盈利能力较强，随着公司业务结构的逐步调整，房地产业务占比逐步提高，未来盈利水平有望得到进一步提升。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2011~2013 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-1.53 亿元、-4.52 亿元和 5.52 亿元。2011 年和 2012 年，随着公司房地产项目业务工程款的增加及增加土地储备支付的土地款增加，公司经营活动产生的现金流呈净流出的状态。2013 年，因商品房预售实现的现金流入大幅增加，公司经营活动产生的现金流实现净流入。从收入实现质量来看，近三年现金收入比分别为 116.29%、76.75% 和 133.86%，波动较大，公司收入实现质量波动主要是由于各期结转收入的项目性质不同所致，如 2012 年公司紫提湾部分商品房满足收入结转条件，公司营业收入大幅上升，致使现金收入比下降较多。

从投资活动来看，2011~2013 年，投资活动现金流量净额分别为-4.96 亿元、0.69 亿元和-3.93 亿元，因公司购买理财产品较为频繁、金额较大影响，投资活动产生的现金流量净额变动较大。2011 年，因购买保本型银行理财产品，公司投资活动现金净流出 4.96 亿元。2012 年，因公司投资的部分银行委托理财产品到期收回，公司投资活动现金净流入 0.69 亿元。2013 年，因公司购买银行理财产品和国债回购产品规模有所增加，公司投资活动现金净流出-3.93 亿元。

从筹资活动情况来看，2011~2013 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 1.35 亿元、1.58 亿元和 1.67 亿元。公司筹资活动现金流出主要系偿还银行贷款及利息，筹资活动现金流入主要系取得银行借款。随着公司房地产开发项目的增加，公司筹资规模迅速增长，公司有一定的筹资压力。

2014 年 1~6 月，公司经营活动现金流净额为-11.24 亿元，主要系支付新增土地储备的土地出让

金所致，公司现金收入比为105.39%，较年初有所下降，但收入实现质量仍属良好；公司投资活动产生的现金流量净额为3.91亿元，主要系收回的理财产品及国债投资规模较大所致；公司筹资活动产生的现金流量净额为5.05亿元，主要系取得银行借款规模较大所致。总体看，2011年以来，公司加大了土地储备和项目开发的力度，使得经营活动现金呈净流出状态，随着在建项目逐步实现预售的影响，经营活动产生的现金流量净额逐渐转负为正；投资活动产生的现金流量净额波动较大；随着经营规模的扩大，公司对融资的需求不断增长，筹资活动现金净流入的规模微幅增长。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013年，公司流动比率小幅上升，同时在存货波动增长的影响下，速动比率呈波动下降态势，2013年底，流动比率和速动比率分别为1.52和0.44；现金短期债务比为3.24，现金对短期债务的保护程度较高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，近三年，EBITDA年均复合增长26.25%，2013年公司EBITDA为5.07亿元，EBITDA利息倍数为18.51倍，EBITDA全部债务比为0.89倍，EBITDA对全部债务的保障程度较高。

截至2014年6月底，公司对外担保总额为1.7亿元，无对合并报表范围内下属子公司的担保。其中，公司2012年12月24日与西上海（集团）有限公司（以下简称“西上海”）签订了关于互相提供银行借款担保的合作协议，截至2014年6月底，公司为西上海提供担保累计金额为1.2亿元，西上海为公司提供担保累计金额为1.2亿元。西上海位于上海嘉定区内，经营范围为实业投资、国内贸易（除专项规定）、房地产开发和物业管理、招商。截至2013年底，西上海经审计总资产43.27亿元，资产负债率为65.78%，经营状况稳定。另外，公司为上海嘉定工业区开发（集团）有限公司（以下简称“嘉定开发”）提供的连带责任担保金额为0.5亿元，嘉定开发承担了嘉定工业区的基础设施开发和运营工作，由嘉定区国有资产监督管理委员会100%持股。上述担保涉及的或有风险较小。

截至2014年6月底，公司取得银行授信额度5亿元，其中未使用额度4.25亿元。

截至2014年6月底，公司无逾期担保及涉诉担保，无未决重大诉讼或仲裁事项。

总体看，公司现金类资产较为充裕，开发产品可售规模较大，整体偿债能力强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至2014年6月底，公司全部债务合计10.60亿元，本次拟发行债券规模为9.60亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较大，对公司负债水平的影响较大。

以2014年6月底财务数据为基础，假设募集资金净额为9.60亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为28.42%、37.62%和66.57%，债务负担有所增加，但有利于债务结构的改善。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以2013年底的相关财务数据为基础，公司2013年EBITDA为5.07亿元，为本次公司债券发行额度（9.60亿元）的0.53倍，EBITDA对本次债券的覆盖程度较好；2013年经营活动产生的现金流入27.72亿元，为本次公司债券发行额度（9.60亿元）的2.89倍，公司经营活动现金流入量

规模较大，对本次债券覆盖程度较高；现金类资产 8.85 亿元，为本次债券发行额度（9.60 亿元）的 0.92 倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度较好。

综合以上分析，虽然公司整体资产规模相对业内其他上市公司较小，但主业房地产业务的区域竞争力优势明显，考虑到公司在区域市场上积累的品牌影响力，其适度“多元化”的经营模式也使公司具备了一定的抗风险能力，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力较强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

根据公司与嘉定国资签订的协议和嘉定国资出具的《担保函》，嘉定国资为公司本期发行的不超过9.6亿元公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括本次债券的全部本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

嘉定国资承担保证责任的期间为公司本次发行债券约定之偿付期届满之日起两年。本次债券持有人、本次债券受托管理人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，或其在保证期限主张债权后未在诉讼时效届满之前向担保人追偿的，担保人免除保证责任。

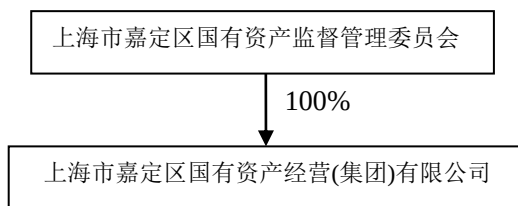
2. 担保人信用分析

（1）嘉定国资概况

嘉定国资系2001年6月27日经上海市嘉定区人民政府嘉府（2001）第73号文批复，由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”）出资设立的国有独资企业。成立以来，嘉定国资在嘉定区政府重大项目的投融资业务、对外投资国有（集体）股权管理、区属企业的改制改组、区属企业资产的盘活、国有企业不实资产核销后的资产处置业务等方面积极开展工作，参与了多家公司的投资兴建以及改制和重组等工作。

截至2013年底，嘉定国资注册资本80,000万元，出资人和实际控制人为嘉定区国资委。

图 9 截至 2013 年底嘉定国资股权及控制关系图



资料来源：公司提供

嘉定国资经营范围包括实业投资，资产经营及管理，咨询服务，市政项目投资与建设，物业管理（涉及行政许可的，凭许可证经营）。作为嘉定区唯一的实施“国有股权综合管理和投融资”的主体，嘉定国资主要职能包括：一是代表区国资委作为区属重要公司和公益性项目的出资人；二是区重大项目的投融资和组织实施的主体；三是政企分开后部分政府功能性公司的出资主体和项目实施主体。

截至 2013 年底，嘉定国资资产总额为 139.34 亿元，负债总额为 113.39 亿元，所有者权益为 25.95 亿元；2013 年嘉定国资实现营业收入 10.40 亿元，利润总额 0.96 亿元，经营活动现金流量

净额为-3.23 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.96 亿元。

（2）经营分析

经营环境

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与合作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地区城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2013 年全国固定资产投资总额完成 43.65 万亿元，比上年名义增长 19.6%。分产业看，第一产业投资 9,241 亿元，同比增长 32.5%；第二产业投资 184,804 亿元，增长 17.4%；第三产业投资 242,482 亿元，增长 21%。第二产业中，工业投资 181,864 亿元，增长 17.8%，增速回落 0.1 个百分点；其中，采矿业投资 14,750 亿元，增长 10.9%；制造业投资 147,370 亿元，增长 18.5%；电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资 19,744 亿元，增长 18.4%。总体看来，2013 年国内经济运行总体平稳，稳中有进，但也应关注到，我国经济正处于发展转型的关键时期，长期积累的深层次矛盾尚待缓解，经济企稳回升的基础仍需巩固。

近年来，随着嘉定区地方经济的快速发展，嘉定区财政收入也呈不断增长趋势。2013 年，嘉定区财政总收入实现 659.99 亿元，同比增长 15.1%；其中，中央级收入实现 383.57 亿元，同比增长 14.6%；市级收入实现 131.03 亿元，同比增长 11.9%；区级收入实现 145.39 亿元，同比增长 19.6%。2013 年，嘉定区地方财政收入实现 145.39 亿元，同比增收 23.79 亿元，增长 19.6%，在全市各区县中名列前茅。其中，税收收入完成 137.59 亿元，同比增长 17.3%；非税收入完成 7.80 亿元，同比增长 79.8%。

2013 年嘉定区地方财政收入执行情况，主要呈现为以下特点：一是全区经济总量持续增长，各项经济发展指标均保持了良好的增长，为地方财政收入同比增长连续二年领跑全市打下了坚实的基础；增值税、营业税、企业所得税和个人所得税四大主体税种均保持了 17%以上的增长，贡献了全区增量的逾九成，是全区地方收入增长的重要保证；二是产业结构进一步优化，第三产业增长情况良好，贡献了地方收入增量的逾七成，拉动地方收入增长近 15 个百分点，是经济增长的主力；三是汽车业（含汽车制造及销售）在本年度快速增长，拉动地方收入增长逾 7 个百分点，贡献了地方收入增量的近四成，“一业特强”效应进一步显现；四是随着 2013 年楼市的逐步回暖，房地产业对地方收入贡献逐步加大，同比增长逾 10.0%，带动地方财政收入增长逾 3 个百分点，拉动效应明显。

整体来看，嘉定区财政收入保持增长，税收收入在财政收入中占比较高，财政收入的稳定性和可持续性较强，未来随着嘉定区经济的快速发展，嘉定区财政实力有望进一步增强。作为嘉定区重要的国有综合性投融资和资产经营公司，嘉定国资将受益于嘉定区经济的发展和财政实力的增强。

经营概况

成立以来，嘉定国资作为嘉定区重要的投融资平台企业，不断参与区内企业投建、投资、改

制工作，并逐渐成为区内重要的土地整理开发和综合性投资平台企业。

2012 年，为整合区内资源，对资产实行分类管理，提升资产运营效率，嘉定国资开始实施功能化整合和集团化重组，具体是：按照上海市嘉定区国有资产监督管理委员会要求，嘉定国资将旗下轨道、公路建设板块资产及交通运输资产无偿划转至上海嘉定交通发展有限公司，嘉定国资以新金融、新产业、新农村、社会事业和资产管理为核心主业。

上述资产无偿划转完成后，嘉定国资整体资产规模大幅下降，并不再从事与道路建设和运输服务有关的业务，使得嘉定国资整体的收入和利润规模均大幅下降，为保持可比性，经营分析以重组后范围为准。

2013 年，嘉定国资实现营业收入 10.40 亿元（含利息收入和手续费及佣金收入），较上年同期增长 75.03%，主要系房地产开发收入规模增长所致。但受结转项目中高端产品占比下降、保障房等低盈利项目结转面积增长影响，嘉定国资房地产开发业务毛利率较上年同期大幅下降 12.07 个百分点，带动主营业务毛利率同比下降 6.04 个百分点。除房地产开发业务外，嘉定国资其他业务收入和利润规模相对较小。

表16 嘉定国资营业收入和利润情况（单位：万元）

项目	2012 年			2013 年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
房地产开发	31,101	20,401	34.40%	76,751	59,615	22.33%
物业管理费	3,872	3,143	18.83%	4,989	4,552	9.00%
IT 信息工程	6,950	5,894	15.19%	7,156	6,560	8.00%
学校收入	2,315	2,619	-13.13%	2,464	2,773	-13.00%
融资担保	822	37	95.50%	859	409	52.00%
国鑫小贷	-	-	-	244	1	100.00%
物业租赁	3,507	1,303	62.85%	6,141	1,344	78.12%
影剧院	979	307	69.00%	1,130	324	71.00%
其他	9,696	7,009	27.71%	3,805	1,823	52.09%
合计	59,242	40,713	31.28%	103,537	77,402	25.24%

资料来源：嘉定国资提供（未包括利息收入和手续费及佣金收入）

总体看，目前嘉定国资主营业务以房地产开发为主，受结转周期影响，其房地产开发业务收入不够稳定，毛利率也有所波动。

业务开展

① 房地产开发

嘉定国资房地产开发业务主要由下属子公司上海嘉定区房地产（集团）有限公司（以下简称“嘉房集团”）负责运营，此外嘉定国资下属子公司上海泰翔房地产开发有限公司（以下简称“泰翔房地产”）也以房地产开发为主业。嘉定国资房地产开发业务以嘉定区内场馆、中心、学校的动迁改造或保障房建设为主，商业地产开发规模相对较小。

2013 年嘉定国资实现房地产开发业务收入 7.67 亿元，毛利润 1.71 亿元，其中嘉房集团实现销售收入 6.57 亿元，毛利润 1.49 亿元，是嘉定国资房地产开发业务收入和利润的主要来源。2013 年，嘉房集团新开工面积 24.80 万平方米，在建工程面积 51.60 万平方米，竣工面积 7.90 万平方米。

表17 2013年嘉房集团开发房地产情况

序号	项目名称	施工面积(万平方米)	新开工面积(万平方米)
1	南门社区 B8 地块	13	3
2	安亭三号地块	5.4	
3	常熟琴湖壹号	26.4	15
4	菊园宅基地置换	6.8	6.8
	小计	51.6	24.8

资料来源：嘉定国资提供

2013 年，嘉房集团开发的项目中，菊园高压走廊安置房是区属保障房项目，总建筑面积为 67,422 平方米，项目开工手续，包括办理报建、招投标、报监、施工许可证等工作已按时完成，目前正在大力推进房屋主体结构的建设。南门 B8 集装箱基地是区属保障房项目，总建筑面积为 129,080 平方米，目前该项目已基本全部完成主体建设工作，各相关配套设施也在不断完善当中，预计将在 2014 年完成交房。常熟琴湖壹号项目是下属参股公司的一个项目，目前一期多层公寓小区配套（景观）工程全面施工，上下水、燃气工程已经完成，高层公寓主体结构完成，进入内外装饰施工阶段；二期工程已全面开工。安亭三号项目按计划有序推进了 3 幢高层、3 幢联排别墅及地下车库的工程建设，已完成了地下车库一人防工程的竣工备案制验收。

2013 年，泰翔房地产主要承建嘉定区南翔新镇区 1#地块动迁配套商品房建设项目，该项目属保障房开发项目，项目总投资 14.81 亿元，总建筑面积 26.51 万平方米，目前已累计投资 3.78 亿元，预计 2015 年 12 月完工。

总体看，嘉定国资房地产开发业务以动迁房或保障房为主，主要项目稳步推进，业务开展情况正常。

② 资产经营管理和其他业务

嘉定国资资产经营业务围绕区委区政府提出的实施产业结构调整、稳定民生和社会管理目标展开。2013 年，嘉定国资积极开展零星资产的处置和不良租赁户的清退工作，不断提升物业服务和管理水平。截至 2013 年底，嘉定国资投资性房地产账面价值为 9.63 亿元，自持物业出租面积约为 12.17 万平方米，2013 年嘉定国资实现物业租赁收入 0.61 亿元，毛利润 0.48 亿元。

表17 嘉定国资主要物业资产构成情况 （单位：平方米）

物业名称	出租面积
农工商下属物业 10 处	6,717
安亭园工路 1099 号	21,058
棉纺厂下属 3 处	9,434
食品公司下属 25 处	8,676
国集下属清河路 43 号	336
养鸡场	14,795
华亭良种繁育场下属 3 处	5,296
毛巾十六厂下属 4 处	19,916
嘉定税务咨询事务所	1,195
其他	34,264
合计	121,686

资料来源：嘉定国资，面积仅统计有产权证物业

嘉定国资其他业务主要包括信息产业、文化传媒、纺织、学校教学、担保和物业管理等，其中纺织、学校教学等业务主要是嘉定国资为发挥其在嘉定区内整合资源、资产投资、产业转型重

组过程中所形成，信息产业、文化传媒、担保等业务主要是嘉定国资引导区内资源发挥产业转型、提升、创新等功能过程中形成。目前，嘉定国资其他业务收入规模不大，对利润贡献较小。

股权投资

作为嘉定区政府性项目投融资平台和区域国资布局结构调整、资源整合的平台，嘉定国资股权投资规模较大，截至 2013 年底，嘉定国资长期股权投资账面金额为 19.18 亿元，投资参股公司主要以房地产、金融及新兴产业为主。嘉定国资主要通过本部实现对外投资，投资包括产业投资、实体投资、股权投资和基金投资。

整体看，嘉定国资股权投资业务规模较大，在嘉定区产业投资、转型、提升进程中起到了较为重要的作用。

(3) 财务分析

嘉定国资 2012 年、2013 年财务数据经天职国际会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，为保持可比性，2012 年财务数据以 2013 年经审计财务报告的期初数为准。

截至 2013 年底，嘉定国资资产总额为 139.34 亿元，负债总额为 113.39 亿元，所有者权益为 25.95 亿元；2013 年嘉定国资实现营业收入 10.40 亿元，利润总额 0.96 亿元，经营活动现金流量净额为-3.23 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.96 亿元。

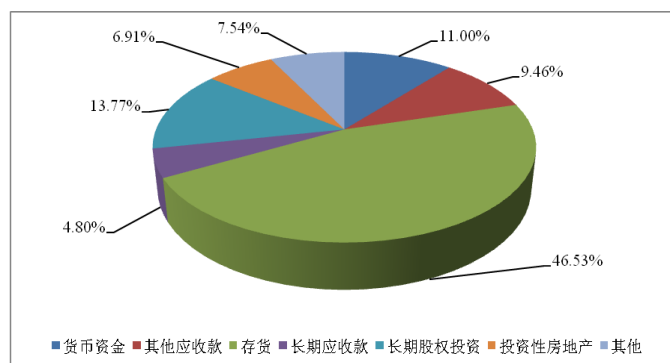
资产质量

截至 2013 年底，嘉定国资资产总额为 139.34 亿元，较上年增长 8.75%；嘉定国资资产构成中流动资产占 68.09%，非流动资产占 31.91%，流动资产占比较大。

嘉定国资流动资产主要为货币资金、其他应收款和存货；非流动资产主要以长期应收款和股权投资为主。截至 2013 年底，嘉定国资货币资金账面金额为 15.32 亿元，以银行存款为主；2013 年末嘉定国资收到嘉定区国资委投资款 3.71 亿元，受此影响，嘉定国资货币资金账面金额较上年增长 34.79%。

截至 2013 年底，嘉定国资其他应收款账面金额为 13.19 亿元，主要为区内关联企业或政府部门的往来款；存货账面金额为 64.83 亿元，主要为土地或房地产项目开发成本；长期股权投资主要为嘉定国资本部及下属嘉定创投投资的各种金融、新产业公司；投资性房地产账面金额为 9.63 亿元，较上年末有所增长，主要系下属子公司嘉房集团 2013 年新增房屋物业 1.57 亿元所致。

图10 截至2013年底嘉定国资资产构成情况



资料来源：嘉定国资提供

总体看，嘉定国有资产规模较大，资产构成中存货及关联方应收账款占比较大，整体资产质量一般。

负债和所有者权益

受业务规模扩大影响，嘉定国资负债水平维持在较高水平，截至 2013 年底，嘉定国资负债总额为 113.39 亿元，较上年增长 6.25%，负债构成中流动负债占 51.73%，非流动负债占 48.27%。截至 2013 年底，嘉定国资资产负债率为 81.37%，全部债务资本化比率为 46.36%，负债水平较高，但刚性债务规模一般。

截至 2013 年底，嘉定国资流动负债合计为 58.66 亿元，以预收款项和其他应付款为主，分别占流动负债的 48.79%和 42.00%，预收款项主要为预收购房款，其他应付款主要为应付关联方往来款。

截至 2013 年底，嘉定国资非流动负债合计为 54.73 亿元，主要为长期借款和专项应付款。嘉定国资长期借款主要以信用和保证借款为主，专项应付款主要为应付土地储备中心拆迁补偿款。

总体看，嘉定国资负债水平较高，但刚性债务规模一般，考虑到嘉定国资预收账款规模较大、货币资金充足等因素，其实际债务负担一般。

2013 年，嘉定国资所有者权益合计为 25.95 亿元，较上年增长 21.22%，其中归属母公司所有者权益合计为 16.47 亿元，少数股东权益为 9.48 亿元。归属母公司所有者权益中注册资本、资本公积、未分配利润分别占 48.56%、56.95%和-6.78%。

盈利能力

嘉定国资收入主要来源于房地产开发收入，2013 年嘉定国资实现营业收入 10.40 亿元，实现营业利润 0.69 亿元。

从费用情况看，近三年嘉定国资期间费用合计分别为 2.19 亿元、1.46 亿元和 2.20 亿元，费用构成中管理费用占比较大。2011 年~2013 年，嘉定国资费用收入比分别为 20.07%、24.56%和 21.11%，费用收入比波动不大。

为保障嘉定国资对嘉定区内产业整合进行引导以及各类保障性安居工程的顺利推进，嘉定区政府对嘉定国资每年均有一定规模的政府补助。2011 年~2013 年，嘉定国资营业外收入分别为 1.54 亿元、1.36 亿元和 0.34 亿元，主要以政府补助为主。

从盈利指标看，2013 年嘉定国资总资产收益率、净资产收益率分别为 1.91%和 3.40%，盈利指标表现一般。考虑到嘉定区经济发展形势良好，未来随着各类土地和房地产开发项目的推进，嘉定国资收入和利润规模有望得以增长。

总体来看，嘉定国资目前盈利能力一般，随着区域经济的发展，其收入和利润规模有望得以增长。

现金流状况

作为嘉定区政府性项目投融资平台和区域国资布局结构调整、资源整合的平台，嘉定国资整体现金流规模较大。2013 年嘉定国资经营活动产生的现金流入和流出分别为 34.77 亿元和 38.01 亿元，规模较大，主要系关联方往来款形成的其他与经营活动有关的现金规模较大所致。

为实现嘉定国资作为嘉定区政府性项目投融资平台的功能，近两年，嘉定国资投资活动均表现为净流出，分别为 11.19 亿元和 4.83 亿元。2013 年，嘉定国资经营活动和投资活动现金流出规模较大，为满足经营发展需要，嘉定国资对外融资规模增长，主要表现在取得借款收到的现金方

面。2013 年嘉定国资取得借款收到的现金为 16.31 亿元，较上年大幅增长 133.99%。

总体来看，嘉定国资经营活动现金流规模较大，作为政府性项目投资平台，嘉定国资投资活动现金流支出规模较大，存在一定的外部资金需求。

偿债能力分析

嘉定国资的债务结构以长期为主，2013 年底嘉定国资全部债务为 22.43 亿元，其中长期债务为 19.75 亿元。从短期偿债能力指标看，2013 年底，嘉定国资流动比率和速动比率分别为 1.62 和 0.51，受资产中存货占比较大影响，嘉定国资速动比率偏低。截至 2013 年底，嘉定国资现金短期债务比为 5.73，现金对短期债务的保障能力较强。

从长期偿债能力看，2013 年嘉定国资筹资活动前现金流净额债务保护倍数为负，现金全部债务比为 0.68。考虑到嘉定国资现金对全部债务覆盖程度良好，以及未来其在嘉定区经济和社会中的地位，嘉定国资长期债务偿付能力处于正常水平。

债权保护效果分析

以 2013 年底财务数据测算，本期债券发行额度（9.6 亿元）占嘉定国资资产总额的 6.89%，所有者权益总额的 36.99%，嘉定国资资产规模较大，其所提供的担保对于本期债券的信用状况具有一定的积极作用。

十、综合评价

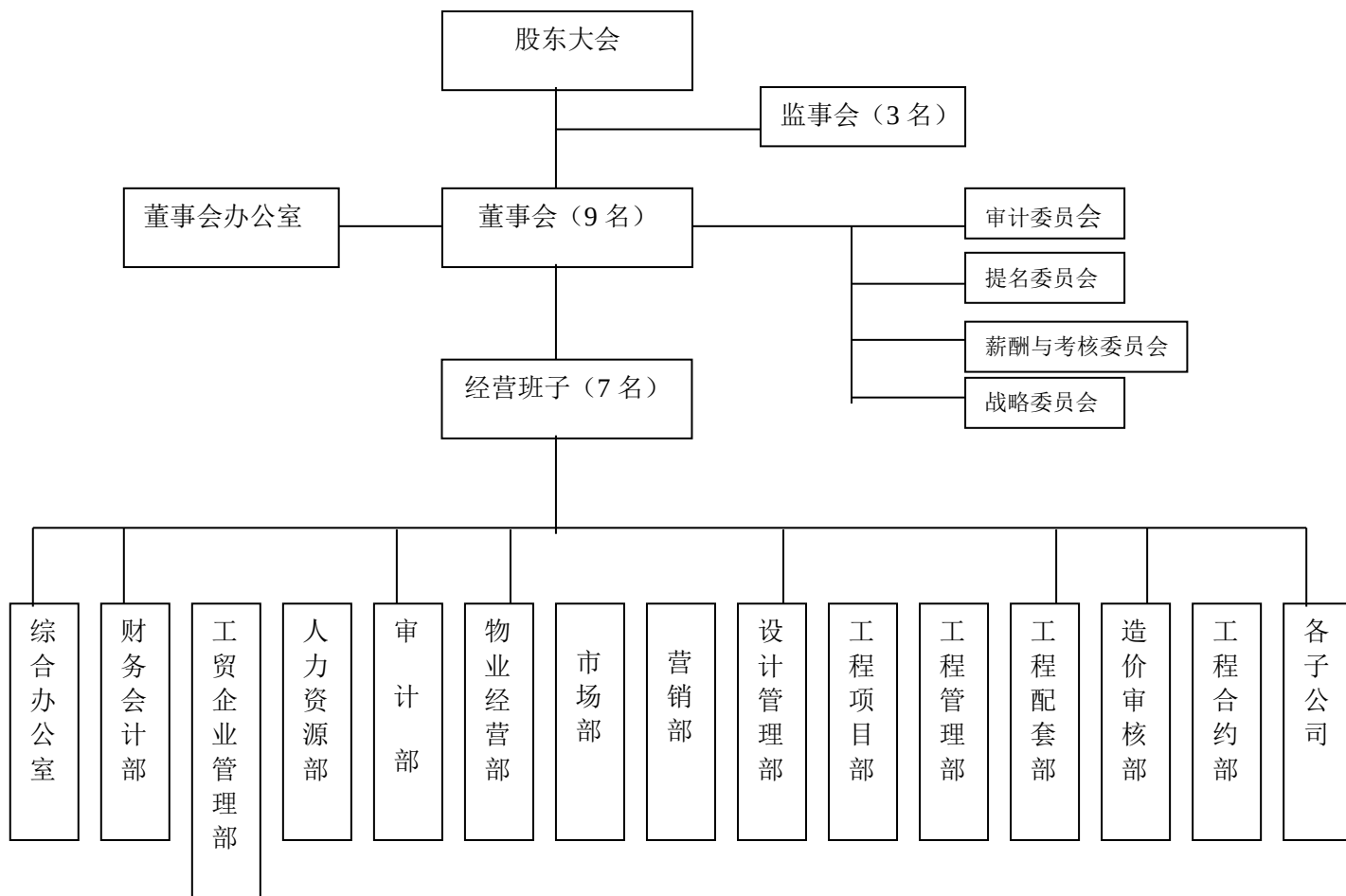
上海嘉宝实业（集团）股份有限公司作为区域性的房地产开发企业，在区域市场品牌知名度、适度多元化经营、土地储备、外部支持等方面具有一定的竞争优势。同时，联合评级也关注到房地产业政策调控、商业贸易毛利摊薄、投资收益波动等因素可能给公司经营与发展带来的影响。

公司资产质量良好，发展思路清晰，主业经营日益突出。随着在建项目的逐步结转，公司盈利能力有望持续增强。

本期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。嘉定国资作为嘉定区实施“国有股权综合管理和投融资”的主体，其资产规模较大，投资业务涉及多个行业，在嘉定区经济和社会发展中具有举足轻重的地位。嘉定国资提供的无条件不可撤销的连带责任担保对本期债券的信用状况有积极的作用。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本期拟发行的不超过 9.6 亿元公司债券到期不能偿付本息的风险很低。

附件 1 上海嘉宝实业（集团）股份有限公司
组织结构图



附件 2-1 上海嘉宝实业（集团）股份有限公司

2011~2014 年 6 月合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 6 月
流动资产：					
货币资金	71,681.53	49,208.65	81,861.33	6.87	59,035.60
交易性金融资产	2,514.72	5,636.27	6,673.71	62.91	3,926.50
应收票据	284.20	22.53	0.00	-100.00	
应收账款	2,440.12	3,388.97	1,628.01	-18.32	1,073.73
预付款项	46,882.87	3,639.08	2,667.18	-76.15	3,672.16
应收利息					18.79
应收股利					
其他应收款	5,146.77	3,539.09	15,895.89	75.74	3,436.97
存货	309,353.05	495,392.70	476,511.79	24.11	645,617.21
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	58,535.80	44,011.95	87,870.84	22.52	57,451.53
流动资产合计	496,839.06	604,839.25	673,108.75	16.40	774,232.49
非流动资产：					
可供出售金融资产	6,291.62	6,579.27	8,707.79	17.64	9,695.56
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	69,954.17	76,304.53	78,783.20	6.12	93,719.25
投资性房地产	23,042.76	22,240.86	23,836.60	1.71	23,125.24
固定资产	3,627.02	3,770.55	2,654.41	-14.45	2,561.63
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程	78.00	156.13	0.00	-100.00	
工程物资					
固定资产清理					
无形资产					
开发支出					
商誉					
长期待摊费用	28.59	13.40	159.80	136.41	140.88
递延所得税资产	3,145.39	2,729.33	2,709.12	-7.19	2,417.58
其他非流动资产					
非流动资产合计	106,167.55	111,794.07	116,850.92	4.91	131,660.14
资产总计	603,006.61	716,633.32	789,959.67	14.46	905,892.64

附件 2-2 上海嘉宝实业（集团）股份有限公司
2011~2014 年 6 月合并资产负债表（负债和所有者权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 6 月
流动负债：					
短期借款	12,796.68	11,800.00	7,300.00	-24.47	49,000.00
交易性金融负债					
应付票据					
应付账款	20,974.21	32,288.23	19,142.75	-4.47	6,309.18
预收款项	144,466.42	119,400.96	181,859.99	12.20	182,779.79
应付职工薪酬	7,863.29	2,992.25	3,263.25	-35.58	3,222.58
应交税费	2,203.23	6,258.18	12,366.20	136.91	9,110.69
应付利息	24.63	23.65	13.30	-26.52	63.38
应付股利	564.05	562.70	562.70	-0.12	10,848.78
其他应付款	160,039.23	239,891.15	199,560.62	11.67	250,509.53
一年内到期的非流动负债	700.00	4,300.00	20,000.00	--	20,000.00
其他流动负债					
流动负债合计	349,631.72	417,517.12	444,068.80	12.70	531,843.92
非流动负债：					
长期借款	21,360.00	41,925.00	29,997.30	18.51	37,000.00
应付债券					
长期应付款					
专项应付款					
预计负债	65.56	106.96	102.04	24.76	0.00
递延所得税负债	1,281.61	1,353.52	1,885.65	21.30	2,132.59
其他非流动负债					
非流动负债合计	22,707.17	43,385.48	31,985.00	18.68	39,132.59
负债合计	372,338.90	460,902.60	476,053.80	13.07	570,976.52
所有者权益：					
股本	51,430.38	51,430.38	51,430.38	0.00	51,430.38
资本公积	68,614.72	68,830.46	70,426.85	1.31	71,167.48
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	15,009.85	16,989.60	17,366.53	7.56	17,366.53
未分配利润	84,198.26	104,805.93	129,062.30	23.81	146,422.76
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	219,253.21	242,056.38	268,286.06	10.62	286,387.15
少数股东权益	11,414.50	13,674.34	45,619.81	99.92	48,528.96
所有者权益合计	230,667.71	255,730.72	313,905.87	16.66	334,916.12
负债和所有者权益总计	603,006.61	716,633.32	789,959.67	14.46	905,892.64

附件 3 上海嘉宝实业（集团）股份有限公司

2011~2014 年 6 月合并利润表

（单位：人民币万元）

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 1~6 月
一、营业收入	162,177.57	211,682.33	189,948.53	8.22	95,940.80
减：营业成本	146,857.99	158,289.13	126,180.36	-7.31	51,396.67
营业税金及附加	3,199.30	14,220.91	20,130.08	150.84	16,613.79
销售费用	3,946.71	4,780.52	3,293.31	-8.65	1,603.81
管理费用	5,280.93	5,877.76	5,857.94	5.32	2,661.96
财务费用	-1,623.31	47.67	166.27	--	-111.09
资产减值损失	674.46	-1,126.57	326.46	-30.43	-6.15
加：公允价值变动收益	-877.45	647.11	-22.09	-84.13	559.71
投资收益	23,943.91	7,387.59	5,317.12	-52.88	1,526.97
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	22,255.34	5,223.52	3,013.70	-63.20	458.37
汇兑收益					
二、营业利润	26,907.96	37,627.61	39,289.14	20.84	25,868.48
加：营业外收入	2,066.93	1,258.95	9,108.52	109.92	12,448.21
减：营业外支出	144.71	18.50	408.70	68.06	15.90
其中：非流动资产处置损失	11.06	3.51	136.24	250.93	
三、利润总额	28,830.18	38,868.05	47,988.96	29.02	38,300.78
减：所得税费用	1,870.60	8,406.22	11,475.04	147.68	9,655.22
四、净利润	26,959.58	30,461.83	36,513.92	16.38	28,645.57
其中：归属于母公司所有者的净利润	26,693.56	30,301.99	33,890.76	12.68	27,646.54
少数股东损益	266.01	159.84	2,623.16	214.02	999.03

附件 4 上海嘉宝实业（集团）股份有限公司
2011~2014 年 6 月合并现金流量表

（单位：人民币万元）

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 1~6 月
一、经营活动产生的现金流量：					
销售商品、提供劳务收到的现金	188,599.33	162,461.30	254,260.37	16.11	101,111.85
收到的税费返还	8,510.47	12,151.60	4,098.78	-30.60	2,361.74
收到其他与经营活动有关的现金	19,942.14	43,333.71	18,845.16	-2.79	19,641.85
经营活动现金流入小计	217,051.94	217,946.62	277,204.31	13.01	123,115.44
购买商品、接受劳务支付的现金	190,321.65	219,244.57	121,900.90	-19.97	193,985.25
支付给职工以及为职工支付的现金	5,768.51	8,932.91	9,998.46	31.65	3,023.31
支付的各项税费	10,960.68	5,787.41	18,038.10	28.29	25,932.73
支付其他与经营活动有关的现金	25,347.98	29,221.58	72,035.87	68.58	12,620.44
经营活动现金流出小计	232,398.82	263,186.46	221,973.32	-2.27	235,561.72
经营活动产生的现金流量净额	-15,346.88	-45,239.85	55,230.98	--	-112,446.28
二、投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金	343,736.36	399,711.99	335,892.33	-1.15	166,904.55
取得投资收益收到的现金	1,989.98	2,537.23	2,836.18	19.38	1,349.97
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1,080.17	70.88	5.93	-92.59	0.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	9.15	--	342.01
投资活动现金流入小计	346,806.51	402,320.09	338,743.59	-1.17	168,596.53
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,426.93	901.72	145.22	-75.54	60.63
投资支付的现金	393,961.71	394,536.44	377,667.02	-2.09	129,342.50
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	208.31	--	57.88
投资活动现金流出小计	396,388.64	395,438.16	378,020.54	-2.34	129,461.00
投资活动产生的现金流量净额	-49,582.14	6,881.94	-39,276.95	-11.00	39,135.53
三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金	3,000.00	2,100.00	29,400.00	213.05	4,000.00
发行债券所收到的现金					
取得借款收到的现金	34,156.68	40,965.00	33,872.30	-0.42	56,500.00
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	37,156.68	43,065.00	63,272.30	30.49	60,500.00
偿还债务支付的现金	15,100.00	17,796.68	34,600.00	51.37	7,797.30
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,531.58	9,497.55	11,978.54	18.49	2,216.78
支付其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流出小计	23,631.58	27,294.23	46,578.54	40.39	10,014.08
筹资活动产生的现金流量净额	13,525.10	15,770.77	16,693.76	11.10	50,485.92
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	46.61	114.26	4.90	-67.59	-0.90
五、现金及现金等价物净增加额	-51,357.30	-22,472.88	32,652.69	--	-22,825.73
加：期初现金及现金等价物余额	123,038.83	71,681.53	49,208.65	-36.76	81,861.33
六、期末现金及现金等价物余额	71,681.53	49,208.65	81,861.33	6.87	59,035.60

附件 5 上海嘉宝实业（集团）股份有限公司

2011~2014 年 6 月合并现金流量表补充资料

（单位：人民币万元）

补充资料	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 1~6 月
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：					
净利润	26,959.58	30,461.83	36,513.92	16.38	28,645.57
加：资产减值准备	674.46	-1,126.57	326.46	-30.43	-6.15
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	750.46	1,358.72	442.04	-23.25	140.65
无形资产摊销					
长期待摊费用摊销	11.18	17.18	34.58	75.85	18.92
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-1,128.99	-14.52	-3,006.09	63.18	0.00
固定资产报废损失					
公允价值变动损失	877.45	-647.11	22.09	-84.13	-559.71
财务费用	768.24	426.69	735.74	-2.14	974.86
投资损失	-23,943.91	-7,387.59	-5,317.12	-52.88	-1,526.97
递延所得税资产减少	39.05	416.06	20.21	-28.07	291.54
递延所得税负债增加					
存货的减少	-25,677.10	-185,362.31	17,574.46	--	-185,464.30
经营性应收项目的减少	-35,964.67	44,956.93	-13,258.97	-39.28	12,002.07
经营性应付项目的增加	39,876.55	71,057.30	19,626.44	-29.84	32,300.89
其他	1,410.82	603.53	1,517.23	3.70	736.36
经营活动产生的现金流量净额	-15,346.88	-45,239.85	55,230.98	--	-112,446.28

注：该表中其他列示的投资性房地产摊销额。

附件 6 上海嘉宝实业（集团）股份有限公司

主要财务指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	55.45	68.28	70.82	63.92
存货周转次数(次)	0.49	0.39	0.26	0.09
总资产周转次数(次)	0.29	0.32	0.25	0.11
现金收入比率(%)	116.29	76.75	133.86	105.39
盈利能力				
总资本收益率(%)	11.29	10.77	10.88	7.32
总资产报酬率(%)	5.26	6.00	6.47	4.64
净资产收益率(%)	12.21	12.53	12.82	8.83
主营业务毛利率(%)	9.10	25.06	33.69	46.38
营业利润率(%)	7.47	18.51	22.97	29.11
费用收入比(%)	4.69	5.06	4.91	4.33
财务构成				
资产负债率(%)	61.75	64.31	60.26	63.03
全部债务资本化比率(%)	13.13	18.49	15.44	24.04
长期债务资本化比率(%)	8.48	14.09	8.72	9.95
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	36.96	23.35	18.51	20.09
EBITDA 全部债务比(倍)	0.91	0.72	0.89	0.38
经营现金债务保护倍数(倍)	-0.44	-0.78	0.96	-1.06
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-1.86	-0.66	0.28	-0.69
流动比率(倍)	1.42	1.45	1.52	1.46
速动比率(倍)	0.54	0.26	0.44	0.24
现金短期债务比(倍)	5.52	3.41	3.24	0.91
经营现金流动负债比率(%)	-4.39	-10.84	12.44	-21.14
经营现金利息偿还能力(倍)	-17.82	-25.41	20.15	-56.08
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-75.41	-21.54	5.82	-36.56
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.33	0.43	0.53	0.42

附件 7-1 上海市嘉定区国有资产经营(集团)有限公司

资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	113,971.44	113,694.24	153,247.29	15.96
交易性金融资产	1,994.78	416.39	332.26	-59.19
应收票据	235.00	0.00	0.00	-100.00
应收账款	1,924.06	4,726.62	6,288.27	80.78
预付款项	39,565.01	45,265.88	485.07	-88.93
应收保费	0.00	30.00	0.00	--
应收股利	0.00	0.00	1,000.00	--
其他应收款	61,360.81	164,538.62	131,873.61	46.60
存货	589,568.91	552,469.23	648,310.90	4.86
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	--
其他流动资产	464.99	3,307.49	7,211.20	293.80
流动资产合计	809,085.00	884,448.49	948,748.60	8.29
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资	0.00	0.00	5,207.40	--
长期应收款	70,313.10	70,313.10	66,813.10	-2.52
长期股权投资	192,719.11	202,622.88	191,805.75	-0.24
投资性房地产	36,083.91	34,634.16	96,328.84	63.39
固定资产	14,579.49	11,819.85	10,626.61	-14.63
生产性生物资产				
油气资产				
在建工程	17,977.92	34,725.30	30,548.67	30.35
工程物资				
固定资产清理	281.05	386.17	281.05	0.00
无形资产	6,367.43	14,039.27	14,893.43	52.94
开发支出				
商誉	1,516.71	1,516.71	1,516.71	0.00
长期待摊费用	750.40	393.20	228.07	-44.87
递延所得税资产	0.65	52.94	39.79	684.95
其他非流动资产	28,345.76	26,345.76	26,345.76	-3.59
非流动资产合计	368,935.52	396,849.32	444,635.19	9.78
资产总计	1,178,020.52	1,281,297.81	1,393,383.79	8.76

附件 7-2 上海市嘉定区国有资产经营(集团)有限公司

资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	36,700.00	9,697.00	16,140.00	-33.68
交易性金融负债				
应付票据	700.00	1,200.00	700.00	0.00
应付账款	44,582.76	44,203.72	35,909.21	-10.25
预收款项	190,600.01	248,538.15	286,200.04	22.54
应付职工薪酬	393.85	490.17	1,095.07	66.75
应交税费	-11,638.23	-14,021.89	-16,735.46	19.92
应付利息	0.00	0.00	39.91	--
应付股利	7,797.63	4,454.78	5,727.03	-14.30
其他应付款	186,837.25	328,273.49	246,363.70	14.83
保险合同准备金	27.30	602.47	949.50	489.75
一年内到期的非流动负债	0.00	550.00	9,950.00	--
其他流动负债	100.00	485.47	220.00	48.32
流动负债合计	456,100.57	624,473.37	586,559.01	13.40
非流动负债：				
长期借款	192,634.00	123,499.61	190,686.95	-0.51
应付债券				
长期应付款	7,463.93	6,843.51	6,842.00	-4.26
专项应付款	327,285.46	312,399.85	349,776.29	3.38
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计	527,383.40	442,742.97	547,305.24	1.87
负债合计	983,483.97	1,067,216.33	1,133,864.25	7.37
所有者权益：				
注册资本	80,000.00	80,000.00	80,000.00	0.00
资本公积	47,774.06	59,753.82	93,813.85	40.13
减：库存股				
专项储备				
盈余公积	448.61	1,559.11	2,087.74	115.73
未分配利润	-13,682.57	-8,091.86	-11,168.14	-9.65
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	114,540.10	133,221.07	164,733.44	19.93
少数股东权益	79,996.45	80,860.40	94,786.10	8.85
所有者权益合计	194,536.55	214,081.48	259,519.54	15.50
负债和所有者权益总计	1,178,020.52	1,281,297.81	1,393,383.79	8.76

附件 8 上海市嘉定区国有资产经营(集团)有限公司

合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
一、营业收入	109,112.89	59,403.51	103,974.16	-2.38
减: 营业成本	99,390.51	40,713.22	77,401.83	-11.75
营业税金及附加	5,847.90	2,736.36	6,738.05	7.34
手续费及佣金支出				
提取保险合同准备金净额	27.30	575.17	347.03	256.53
销售费用	1,405.11	1,067.87	1,280.59	-4.53
管理费用	15,415.56	12,821.37	17,527.74	6.63
财务费用	5,079.28	698.50	3,144.20	-21.32
资产减值损失	22.23	113.94	74.38	82.92
加: 公允价值变动收益(损失以“一”号填列)	-209.18	84.34	-11.31	-76.75
投资收益(损失以“一”号填列)	11,945.60	2,349.60	9,492.61	-10.86
汇兑收益(损失以“一”号添列)				
二、营业利润(亏损以“一”号填列)	-6,338.58	3,111.01	6,941.05	--
加: 营业外收入	15,361.39	13,622.74	3,434.63	-52.71
减: 营业外支出	468.12	59.39	775.43	28.70
三、利润总额(亏损总额以“一”号填列)	8,554.69	16,674.36	9,600.24	5.93
减: 所得税费用	1,849.37	1,585.03	1,559.10	-8.18
四、净利润(净亏损以“一”号填列)	6,705.32	15,089.33	8,041.14	9.51
其中: 归属于母公司所有者的净利润	2,023.16	11,798.03	3,806.97	37.17
少数股东损益	4,682.15	3,291.30	4,234.17	-4.90

注: 此表中营业总收入为营业收入与利息收入之和。

附件 9 上海市嘉定区国有资产经营(集团)有限公司
现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	121,330.96	128,453.94	115,198.75	-2.56
收到原保险合同保费取得的现金	74.15	590.24	757.47	219.61
收到再保险业务现金净额	0.00	4,726.62	446.91	--
处置交易性金融资产净增加额	0.00	30.00	0.00	--
收取利息、手续费及佣金的现金	11.53	161.01	0.00	-100.00
收到的税费返还	12.57	259.30	136.71	229.82
收到其他与经营活动有关的现金	284,724.11	813,392.06	231,206.79	-9.89
经营活动现金流入小计	406,153.32	947,613.17	347,746.63	-7.47
购买商品、接受劳务支付的现金	155,061.78	116,895.91	136,109.12	-6.31
客户贷款及垫款净增加额	2,000.00	0.00	6,060.00	74.07
支付原保险合同赔付款项的现金	0.00	0.00	1,014.20	--
支付利息、手续费及佣金的现金	0.44	3.40	14.24	468.99
支付给职工以及为职工支付的现金	15,842.65	11,153.10	16,978.42	3.52
支付的各项税费	10,749.11	7,402.21	13,207.19	10.85
支付其他与经营活动有关的现金	109,231.01	626,986.20	206,670.49	37.55
经营活动现金流出小计	292,884.99	762,440.83	380,053.66	13.91
经营活动产生的现金流量净额	113,268.33	185,172.34	-32,307.03	--
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	17,347.10	10,161.87	11,568.18	-18.34
取得投资收益收到的现金	8,100.84	4,737.20	6,894.50	-7.75
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	69,469.01	33.19	904.65	-88.59
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	372.44	--
收到其他与投资活动有关的现金	23.64	30.00	5,733.90	1,457.49
投资活动现金流入小计	94,940.59	14,962.25	25,473.69	-48.20
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	206,891.15	19,334.85	28,730.51	-62.74
投资支付的现金	35,352.77	107,467.74	44,435.43	12.11
支付其他与投资活动有关的现金	150,173.87	12.68	643.21	-93.46
投资活动现金流出小计	392,417.79	126,815.27	73,809.15	-56.63
投资活动产生的现金流量净额	-297,477.20	-111,853.01	-48,335.46	-59.69
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	79,555.67	47,938.30	52,090.00	-19.08
取得借款收到的现金	111,550.00	69,687.45	163,063.50	20.90
收到其他与筹资活动有关的现金	175,055.72	32,217.12	35,018.98	-55.27
筹资活动现金流入小计	366,161.39	149,842.87	250,172.48	-17.34
偿还债务支付的现金	235,199.15	165,274.83	75,033.16	-43.52
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	54,212.51	9,314.57	21,646.20	-36.81
支付其他与筹资活动有关的现金	121.16	48,850.00	33,297.58	1,557.79
筹资活动现金流出小计	289,532.82	223,439.40	129,976.94	-33.00
筹资活动产生的现金流量净额	76,628.56	-73,596.53	120,195.54	25.24
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-107,580.30	-277.20	39,553.05	--
加: 期初现金及现金等价物余额	221,551.74	113,971.44	113,694.24	-28.36
六、期末现金及现金等价物余额	113,971.44	113,694.24	153,247.29	15.96

附件 10 上海市嘉定区国有资产经营(集团)有限公司 主要财务指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
经营效率			
总资产周转次数（次）	0.19	0.05	0.08
现金收入比率	111.20	216.24	110.80
盈利能力			
净资产收益率（%）	6.89	7.39	3.40
营业利润率（%）	3.55	26.86	19.08
费用收入比（%）	20.07	24.56	21.11
财务构成			
资产负债率（%）	83.49	83.29	81.37
全部债务资本化比率（%）	54.19	39.93	46.36
长期债务资本化比率（%）	49.75	37.84	43.22
偿债能力			
经营现金债务保护倍数	0.49	1.30	-0.14
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	-0.80	0.52	-0.36
流动比率	1.77	1.42	1.62
速动比率	0.48	0.53	0.51
现金短期债务比	3.10	9.56	5.73
经营现金流动负债比率	24.83	29.65	-5.51

附件 11 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+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

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 12 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。

联合信用评级有限公司关于 上海嘉宝实业（集团）股份有限公司 2014 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年上海嘉宝实业（集团）股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

上海嘉宝实业（集团）股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。上海嘉宝实业（集团）股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注上海嘉宝实业（集团）股份有限公司的相关状况，如发现上海嘉宝实业（集团）股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如上海嘉宝实业（集团）股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至上海嘉宝实业（集团）股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布，并同时报送上海嘉宝实业（集团）股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一四年九月二十五日