

# 跟踪评级公告

联合[2017]840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发行的“14 嘉宝债”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“正面”

上海嘉宝实业（集团）股份有限公司发行的“14 嘉宝债”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一七年六月二十一日

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>

# 上海嘉宝实业（集团）股份有限公司

## 公司债券 2017 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：正面

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	债券期限	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	5 年 (3+2)	AA	AA	2016 年 6 月 7 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：无条件不可撤销连带责任保证担保

跟踪评级时间：2017 年 6 月 21 日

主要财务数据

发行人

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	92.79	143.58	126.17
所有者权益（亿元）	34.90	58.88	58.34
长期债务（亿元）	18.24	10.10	10.23
全部债务（亿元）	19.19	11.09	10.23
营业收入（亿元）	20.96	23.64	6.25
净利润（亿元）	2.94	2.91	1.58
EBITDA（亿元）	4.60	4.50	--
经营性净现金流（亿元）	7.90	17.41	-4.83
营业利润率（%）	17.58	19.44	--
净资产收益率（%）	8.47	6.20	--
资产负债率（%）	62.39	58.99	53.76
全部债务资本化比率（%）	35.47	15.85	14.92
流动比率（倍）	2.12	1.61	1.62
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.41	--
EBITDA 利息倍数（倍）	7.77	8.21	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.48	0.47	--

担保方

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	109.04	116.77
所有者权益（亿元）	28.12	26.74
营业收入（亿元）	3.95	2.60
净利润（亿元）	0.51	0.35
资产负债率（%）	74.21	77.10

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；2、公司 2017 年 1 季报未经审计，相关指标未予年化；3、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”）作为国有控股上市公司，以房地产开发及房地产基金管理为主业，房地产项目分布以上海市嘉定区及周边区域为主，其在区域市场品牌知名度等方面具有一定的竞争优势，2016 年，受益于市场环境好转，公司销售面积和金额明显增长；新纳入的房地产基金业务产业链完整，运营经验丰富；通过非公开发行股票资本得到充实，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”）也关注到房地产行业未来仍存在一定的不确定性；公司持有完全尚未开发土地储备规模较小和商誉规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2017 年 4 月，公司实际控制人变更为中国光大集团股份公司（以下简称“光大集团”），股东实力雄厚，未来公司有望从股东方获得更大的支持。

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。2016 年，嘉定国资经营状况稳定，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证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”，评级展望为“正面”；同时维持“14 嘉宝债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2016 年，公司通过受让光大安石（北京）房地产投资顾问有限公司（以下简称“光大安石”）和光大安石（北京）资产管理有限公司（以下简称“安石资管”）各 51% 股权，获得优质的房地产私募基金管理类资产、品牌及优秀管理团队，打通了房地产基金募、投、

管、退全产业链，增强了公司投融资和盈利能力。

2. 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；募集资金用于项目开发，公司资金支出压力不大。

3. 2016 年，公司偿还了较大规模的借款，债务负担明显下降，整体债务负担较轻。

4. 公司控股股东的上级公司中国光大控股有限公司（以下简称“光大控股”）作为多元化的金融服务提供商，自身实力雄厚，在中国金融业具有较高的地位和市场影响力。

### 关注

1. 房地产行业高速发展的阶段已经过去；同时房地产政策面临整体调整，调控政策再度趋紧，不排除房地产市场再度低迷的可能；同时，公司房地产业务集中在上海市嘉定区，区域房地产行情波动将对公司业绩造成较大影响。

2. 截至 2016 年底，公司房地产项目储备大部分投入在建，持有的完全尚未开发土地储备规模较小，需关注其对后续房地产开发业务发展的影响。

3. 公司通过并购形成了较大规模的商誉，如未来经营未达预期，可能面临一定的减值风险。

### 分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

李 聪

电话：010-85172818

邮箱：lic@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：



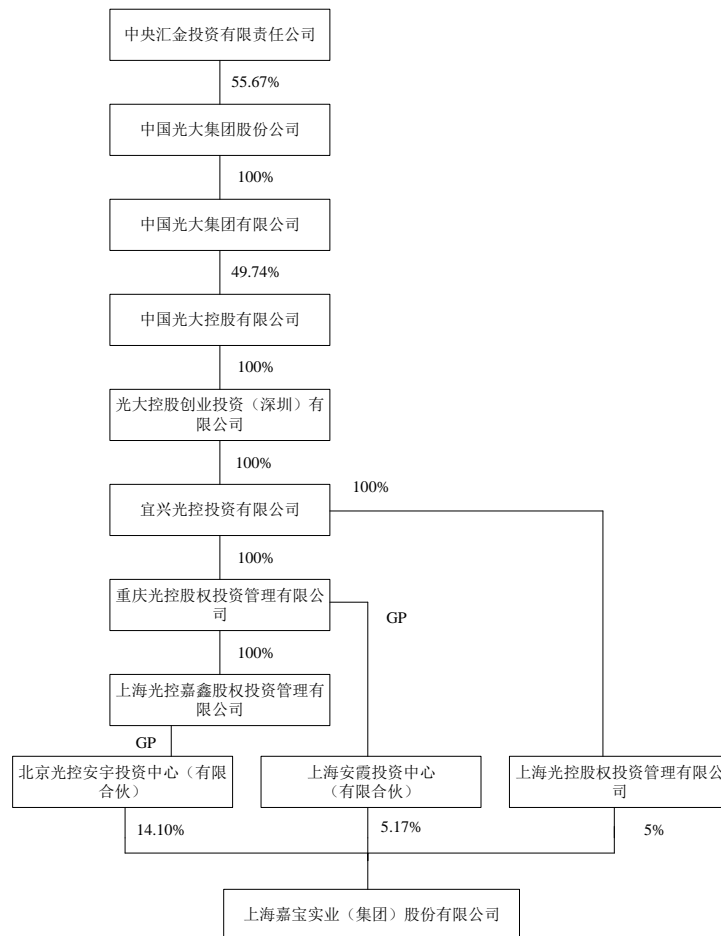
联合信用评级有限公司

## 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申华灯泡厂组建而成。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.SH，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，公司更名为现名；2003年4月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年底，公司注册资本为6.83亿元，实际控制人为上海市嘉定区国有资产监督管理委员会。

2016年1月，公司通过向光大控股下属企业定增方式引入光大控股为公司的战略股东方，光大控股合计持有公司股份14.28%；此后，光大控股对公司多次增持，截至2017年4月22日，光大控股通过间接控制的下属企业上海光控股权投资管理有限公司（以下简称“光控投资”）及其一致行动人北京光控安宇投资中心(有限合伙)（以下简称“光控安宇”）、上海安霞投资中心(有限合伙)（以下简称“安霞投资”）合并持有公司24.27%的股份，为公司第一大持股主体。光控投资、光控安宇和安霞投资均系由光大控股间接控制的下属企业，同时结合公司现有股权结构及第九届董事会及监事会成员构成情况，公司实际控制人变更为光大集团，最终控制人为中央汇金投资有限责任公司。

图1 截至2017年4月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2016年，公司经营范围较上年发生变化，根据公司董事会及股东大会审议通过的相关议案，公司经营范围增加了“企业管理，企业管理咨询”。

截至2016年底，下辖24家子公司，合并范围较年初增加了8个子公司。截至2016年底，公司在职工共479名，较年初增加了95人。截至本报告出具日，公司设立了地产开发业务管理决策委员会、地产基金业务立项和投资决策委员会，分别对地产开发和地产基金业务进行管理。地产开发业务管理决策委员会下设设计管理部、造价审核部、工程合约部、工程管理部、市场部、营销部等职能部门；地产基金业务立项和投资决策委员会下设投资部、风险稽核部、法律合规部等职能部门（见附件1），较年初发生一定变化。

截至2016年底，公司合并资产总额143.58亿元，负债合计84.69亿元，所有者权益（含少数股东权益）58.88亿元，其中归属于母公司所有者权益合计51.08亿元。2016年，公司实现营业收入23.64亿元，净利润（含少数股东损益）2.91亿元，其中归属于母公司所有者净利润2.96亿元；经营活动现金流量净额为17.41亿元，现金及现金等价物净增加额为21.01亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额126.17亿元，负债合计67.83亿元，所有者权益（含少数股东权益）58.34亿元，其中归属于母公司所有者权益合计52.19亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入6.25亿元，净利润（含少数股东损益）1.58亿元，其中归属于母公司所有者净利润1.43亿元；经营活动现金流量净额为-4.83亿元，现金及现金等价物净增加额-8.93亿元。

公司注册地址：上海市嘉定区清河路55号6-7F；法定代表人：钱明。

## 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年公司债券（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年末公司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；票面利率为5.50%，在本次债券存续的第3年末，公司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。公司已将全部募集资金用于补充流动资金。2016年的付息情况为：公司于2016年10月24日支付了自2015年10月23日至2016年10月22日期间的利息。

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。

## 三、行业分析

公司主营业务是房地产开发销售，属于房地产行业，新纳入的房地产基金管理业务属于房地产基金管理行业。

### 1. 房地产行业

#### （1）行业概况

2016年，受信贷政策刺激以及去库存政策的影响，房地产市场回暖，全国房地产开发投资102,581亿元，比上年名义增长6.9%（扣除价格因素实际增长7.5%）。其中，住宅投资68,704亿元，较上年增长6.4%，增速提高0.4个百分点。

2016年，全国房屋新开工面积166,928万平方米，较上年增长8.1%，增速提高0.5个百分点；其中，住宅新开工面积115,911万平方米，较上年增长8.7%。房屋竣工面积106,128万平方米，增长6.1%，增速回落0.3个百分点；其中，住宅竣工面积77,185万平方米，较上年增长4.6%。

需要注意的是，2016年开始，一二三线城市投资增速开始趋同，一线城市投资增速放缓，二线城市自年初开始投资增幅增长，三线城市投资受去库存及市场预期影响增长有所滞后。受一线城市土地供应限制及限购政策从严等因素限制，未来可能再度出现一线走低、三线走高的背离局面。

总体看，2016年房地产行业整体回暖，投资和开发面积等重要指标同比均有所提升，但市场有所分化。

### （2）行业供需

土地供应方面，2016年房地产开发企业土地购置面积为22,025万平方米，比上年下降3.4%；土地成交价款9,129亿元，增长19.8%，增速回落1.6个百分点。土地成交宗数共64,502宗，同比下降10.71%；土地成交面积为188,102.22万平方米，同比下降6.08%；土地成交价款共34,637.32亿元，同比增长22.45%。2016年，随着房地产市场不断升温，房价不断升高，同时部分城市土地供应收缩，导致“地王”频现。截至2016年底，成交土地溢价率为27.38%。

销售方面，随着信贷刺激政策以及各种政府政策的出台，2016年商品房销售面积为157,349万平方米，较上年增长22.5%。全国房地产市场价格持续增长，2016年12月，百城住宅价格指数同比增长18.71%。我国房价自2002年至今一直处于波动上升的态势，截至2016年底，百城住宅平均价格13,035元/平方米，已达到历史高点。

截至2016年底，全国商品房待售面积为69,539万平方米，比上年末下降3.2%，但较11月底增加444万平方米，连续9个月库存下降的态势被打破。截至2015年底，我国商品住宅待售面积4.52亿平方米，2016年底降至4.03亿平方米，下降了11%。而待售面积仅仅是指已经竣工的建筑面积，还有大量已经开工尚未竣工的面积，我国房地产去化压力有所缓解，但仍面临一定的压力。

总体看，受“去库存”政策影响，2016年房地产开发企业购置面积和土地成交面积较上年有所下降，2016年上半年成交土地溢价率总体快速上涨，下半年有所回落；商品房销售面积较2015年有所回升，住宅销售均价已达到历史高点；待售面积同比略有下降，去化压力有所缓解。

### （3）行业政策

2016年2月，政府出台两项利好政策，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。6月，国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确指出要支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。这项政策不仅可以增强土地政策的适用性和灵活性，还可实现对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

2016年9~10月初，各地政府密集出台多项房地产调控政策，包括北上广深等一线城市，也包括南京、合肥等热点城市以及无锡、佛山等三线城市。本轮调控因城施政：一线城市调控最为严厉，重点在于抑制投机、去杠杆、同时保证刚需住宅的供应；厦门、南京、武汉等热点二线城市二套房首付比例大幅提升，以上城市大幅提高二套房首付比例，对本地逐渐升温的房地产投资情绪起到重要的抑制作用，同时有效降低杠杆，预防由此导致的金融风险；其它城市根据各地房地产特殊情况作出针对性调整，并预防未来投资投机性购房增长。

此外，2016年9月，政府出台严控房地产企业发债的审批政策，收缩融资渠道，控制投资节奏和开发商借款比率。10月12日央行召集多家银行召开商业银行住房信贷的会议，要求各商业

银行理性对待楼市的同时，加强信贷结构调整，在强化住房信贷管理的同时控制好相关贷款风险；随后上海市银监局也对管辖内银行发出房贷的风险警示，可视为信贷政策的定向收紧。

2017年3月，房地产热点城市调控升级，限购限贷城市不断增加，共涉及24个城市，且限购限贷力度有所加强。本轮调控以限购、限贷为主要手段，热点城市在抑制投资需求的基础上突出“补库存”；强三四线城市限购政策以预防性动机为主；其余三四线城市受益于差异化信贷政策倾斜继续坚持去库存。

总体看，目前我国房地产行业因城施策，分类调控。2016年9月份开始的限贷限购政策重在减缓一二线城市房价上涨幅度，打压投资投机性行为。自2017年3月开始，新一轮限购、限贷政策出台且力度有所加强。

#### （4）行业关注

##### 发债规模激增，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。由于近年来政府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；2016年，房地产行业总体发债规模为9,663.05亿元，较2015年增长46.38%，房企融资环境明显改善，房企公司债发行量持续提升，此轮发债规模的激增导致整体房地产行业资产负债率处于较高水平，需关注并防范后续风险。

##### 房地产调控政策再度趋严

进入2016年，我国房地产调控政策再度趋严，全国20余个城市陆续出台从限购、限价、限贷和限售四个方面对房地产行业进行调控。2017年3月后续政策继续出台，房地产行业再度面临进入行业紧缩期的可能。

##### 市场格局持续分化

近年来随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，除去少量地理位置特殊的三四线城市（环京、环沪、环深）外，部分三四线城市库存去化并不乐观，去库存仍是这些区域房地产市场调控的重要任务之一。

#### （5）未来发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，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。

## 2. 房地产基金行业

房地产投资基金指投资于房地产及其相关产业链的投资基金，即通过发行基金单位，集中投资者资金，由基金托管人托管，基金管理人管理和运用资金，为基金单位持有人利益而投资于房地产产业链相关资产（包括房地产项目、抵押贷款、房地产企业的股权、债权、MBS及其他不动产相关金融产品）的投资实体。

房地产投资基金可以按照募集方式、组织形式、运作模式、投资类型和投资策略进行分类。按照募集方式划分，房地产投资基金可以分为公募型和私募型基金，REITs是公募房地产投资基金的主要表现形式，而有限合伙型的封闭式地产基金则是私募地产基金的主要表现形式；按照组织形式划分，房地产投资基金又可以分为契约型、公司型和有限合伙型基金；按照运作模式划分，

可以分为封闭式和开放式基金；按照投资类型划分，可以分为股权投资基金和债权投资基金；按照投资策略分类，可以分为核心型、核心增益型、增值型、机会型等基金。

2016年，中国房地产基金整体呈现快速增长趋势，中国证券投资基金业协会基金备案数据统计，2016年全年，共新增641只地产基金，承诺募集总规模超过6,000亿元人民币，地产基金已经成为中国私募股权市场中重要的资产类别。

目前，随着中国房地产行业和金融行业的双轮发展，房地产基金行业格局处于频繁变动当中，主要体现在行业规模快速扩张，基金管理机构遍地开花，同时行业内部存在极大的分化不均和资源分配不平衡，从业人员流动性高等方面。2016年，随着利率下行，房地产基金整体收益率有所下调，进入10%以下区间。

从长远看，房地产基金在我国仍有较大的发展潜力。首先我国房地产行业正经历从成长期向成熟期的渐变，虽然增速放缓、企业需要转型，但行业发展空间依然很大，房地产基金将推动房地产行业的创新、转型和升级；其次房地产行业属于相关产业关联度极高的一个产业，房地产基金有助于推动产业链的优化，推动房地产企业的跨界转型；再次房地产基金可平滑与减缓房地产周期带来的系统性风险，改善企业资金链状况，为企业多元化经营和功能的完善提供资金支持，专业的管理降低房地产投资的风险；最后房地产基金将是居民大类资产配置的工具，特别是公募REITs等开放后，将为投资人带来稳定的收益。

另从房地产私募基金的募集渠道看，国际房地产私募基金的资金来源，绝大多数来源于公共养老基金、企业养老基金、大学投资基金等机构投资者，其余较少部分来自于个人和基金合伙人，相比之下，我国私募房地产基金市场由于存在较多的限制，资金来源相对较小，限制了我国地产私募基金的发展，但逐步由个人投资人转向机构投资人为主。随着未来金融监管限制的持续成熟和完善，我国房地产基金募集资金来源有望拓宽，预计未来我国房地产基金市场尚有较大发展潜力。

总体看，我国房地产基金行业受上游房地产业发展影响较大，近年来行业发展迅速，未来发展潜力较大。

### 3. 区域房地产市场情况

公司主营业务中房地产业务主要分布在上海市嘉定区及周边区域，上海市房地产市场情况对公司经营有较大影响。

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；加快推进中心城区二级以下旧里房屋改造和“城中村”改造等。2017年5月，上海市住建委等六部门联合发布《关于开展商业办公项目清理整顿工作的意见》，对商办类项目进行进一步整顿。其中规定，对已售未交付入住的项目，要按照商业办公房屋功能进行全面整改，由相关部门联合验收，不符合商业办公要求的，不得交付，不得办理房屋交易登记手续。此外，新规强调，上海停止审批公寓式办公项目。加强商业办公用地的规划管理，加强业态引导和管控；在商业办公用途土地出让合同中，明确不得建设公寓式办公项目。

从投资规模看，上海市2016年完成房地产开发投资3,709.03亿元，较上年增长6.9%。其中，住宅投资1,965.43亿元，增长8.4%；办公楼投资695.95亿元，增长6.3%；商业营业用房投资519.41亿

元，增长11.1%。商品房施工面积15,111.24万平方米，增长0.1%；竣工面积2,550.64万平方米，下降3.6%。

从成交量和销售额来看，商品房销售面积2,705.69万平方米，增长11.3%，其中，住宅销售面积2,019.80万平方米，增长0.5%。全年商品房销售额6,695.85亿元，增长31.5%，其中，住宅销售额5,233.29亿元，增长21.1%。全年存量房买卖登记面积3,398.31万平方米，增长28.3%。

价格方面，2016年，上海市新建住宅平均销售价格25,910元/平方米，同比增长20.51%。从区域分布看，内环线以内87,426元/平方米，内外环线之间44,984元/平方米，外环线以外18,127元/平方米。

从土地供应来看，2016年上海市土地出让宗数共为199宗，同比下降16.03%；2016年上海市土地出让面积为842.8万平方米，同比下降21.53%。2016年上海市土地成交宗数共为184宗，同比下降15.98%；土地成交面积为789.98万平方米，同比下降22.55%；土地成交价款共1,550.21亿元，同比下降7.40%。2016年上海市土地出让地面均价为14,117元/平方米，成交地面均价为19,623元/平方米，溢价率为48.76%。

总体看，2016年受到多重政策利好的叠加效应，上海房地产市场交易量和销售额有所增长，但土地供应方面有所收紧；2016年和2017年上半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

2016年，公司董事蒋丽敏、裴家文因工作变动原因辞任公司董事，公司股东大会选举陈爽、Pan Ying（潘颖）担任公司新任董事；独立董事傅强国被公司股东大会免职，公司股东大会选举陈乃蔚担任公司新任独立董事；监事会主席杨正球因达退休年龄辞职。公司股东大会选举陈旭担任公司新任监事会主席。

2017年4月，公司召开第八届董事会第二十六次会议及第八届监事会第十八次会议，分别审议通过了《关于公司董事会进行换届选举的议案》及《关于公司监事会进行换届选举的议案》。公司第九届董事会6名非独立董事中，其中4名由光大控股通过下属企业提名；公司第九届监事会2名非职工代表监事中，1名由光大控股通过下属企业提名。根据《公司法》、《上市公司收购管理办法》及《上海证券交易所股票上市规则》等相关法律法规对实际控制人的定义和关于拥有上市公司控制权认定的相关规定，结合公司现有股权结构及第九届董事会及监事会成员构成情况，认定公司实际控制人为光大集团。

因公司经营范围和组织架构皆发生变化，2017年4月29日，公司正式披露修订后的公司章程。

总体看，公司实际控制人变更为光大集团，公司董事、监事和发生一定变动，公司章程亦发生一定变化，需持续关注实际控制人变更及董事会及监事会换届后对公司经营的影响。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

2016年，公司收购光大安石和安石资管，合并日为2016年12月31日，光大安石和安石资管纳入公司2016年度资产负债表合并范围，未纳入2016年度利润表和现金流量表合并范围，因此房地产基金管理收入及利润尚未体现。

故 2016 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，该板块收入在主营业务收入中的占比在 90% 以上。2016 年，伴随着结转商品房公司收入规模有所扩大，实现主营业务收入 23.49 亿元，同比增长 12.79%；同期公司实现净利润 2.91 亿元，同比减少 1.11%，主要系营业税金增长及营业外收入减少所致，但整体变化幅度较小。

从主营业务收入构成来看，伴随 2016 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 98.81%，较上年提高 2.55 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的持股比例降低至 40.00%，不再纳入合并范围，故公司 2016 年无此板块收入；公司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 2015 年~2017 年 3 月主营业务收入及毛利率情况表（单位：亿元，%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产	20.15	96.26	27.00	23.21	98.81	30.03	5.49	87.98	37.59
商业	0.57	2.72	3.37	--	--	--	--	--	--
房地产资产管理	--	--	--	--	--	--	0.69	11.06	94.86
其他	0.21	1.02	32.56	0.28	1.19	27.46	0.06	0.96	-9.63
合计	<b>20.93</b>	<b>100.00</b>	<b>26.41</b>	<b>23.49</b>	<b>100.00</b>	<b>30.00</b>	<b>6.24</b>	<b>100.00</b>	<b>43.43</b>

资料来源：公司提供

注：房地产收入中包含物业租赁收入。

从毛利率来看，由于公司 2016 年结转的项目毛利率均较高，从而拉动公司房地产业务毛利率由 2015 年的 27.00% 小幅增长至 2016 年的 30.03%，并带动公司主营业务毛利率由 2015 年的 26.41% 增长至 2016 年的 30.00%。

2017 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 6.24 亿元，同比下降 21.19%，主要系房地产结转收入下降所致。其中，房地产销售收入 5.49 亿元，同比下降 31.50%，受新增房地产基金收入影响，房地产销售收入占比下降至 87.98%；房地产基金收入 0.69 亿元，占比为 11.06%，对公司利润形成一定补充。从毛利率看，2017 年一季度房地产结转收入来源项目前期土地成本较低，受此影响，房地产销售毛利率提升至 37.59%，同时由于房地产基金业务毛利率较高（94.86%），公司综合毛利率进一步提升至 43.43%。

总体看，2016 年随着结转项目规模扩大，公司主营业务收入规模有所增长；受结转项目不同，公司房地产业务毛利率有所提升，整体仍处于较高水平。2017 年第一季度，随着毛利率较高的房地产基金业务纳入合并范围和结转项目不同，公司毛利率水平进一步提升。

## 2. 房地产业务

### （1）土地储备情况

2016 年，公司土地储备仍集中于上海市嘉定区内及周边区域。公司获取土地储备方式未发生变化。

2016 年，公司通过二手并购的方式获得土地一幅，为上海嘉定新城 A03-5 地块（梦之星项目），地块项目土地面积 2.44 万平方米，容积率 1.6，规划建筑面积 5.5 万平方米。截至 2016 年底，公司持有待开发的土地面积为 5.67 万平方米，位于上海嘉定区，规划计容建筑面积 11.57 万平方米。公司在拿地方面采取审慎态度，公司在拿地之前先进行整体成本和预期售价测算，以保证合理的利润空间。

整体来看，公司房地产储备项目大部分已经投入在建，完全尚未开发土地储备规模较小，分

布区域较为集中，综合公司销售规模和开工面积来看，需关注后续公司房地产开发业务的可持续发展。

(2) 项目开发情况

2016年，公司新开工面积为5.16万平方米，较上年减少76.14%，主要系公司开始逐步转型所致；竣工面积为25.72万平方米，较上年大幅增长，主要系公司项目建设进度的持续推进所致；受上述因素影响，公司期末在建面积较上年下降20.24%至81.02万平方米。

表2 公司2015~2016年主要项目开发数据情况(单位:万平方米)

项目	2015年	2016年
新开工面积	21.63	5.16
竣工面积	0.00	25.72
期末在建面积	101.58	81.02

资料来源:公司提供

截至2017年3月底，公司在建项目共7个，主要分布在上海和昆山，业态涵盖住宅产品、动迁配套和商业办公楼等，总建筑面积86.77万平方米，预计总投资额89.62亿元，截至2017年3月底已投资63.48亿元，2017~2019年计划分别投资14.05亿元、9.21亿元和2.95亿元，结合公司近年来的销售规模来看，对外融资压力不大。

表3 截至2017年3月底公司持有项目投资情况(单位:万平方米、亿元)

序号	项目名称	地理位置	项目类型	土地面积	规划建筑面积	预计总投资额	已投资金额	未来投资计划		
								2017	2018	2019
1	前滩后院	上海	住宅	2.57	6.06	19.31	15.78	2.02	1.08	0.72
2	梦之悦	昆山	住宅	7.96	21.63	18.57	9.52	3.04	3.71	0.70
3	梦之月(竹筱)	上海	住宅	1.93	5.16	3.87	0.73	1.16	1.31	0.24
4	梦之缘	上海	商住办	7.41	23.15	24.09	19.21	3.66	1.35	0.17
5	云翔佳苑	上海	动迁配套房	7.42	22.69	10.78	8.76	2.57	0.53	0.11
6	梦之星	上海	住宅	2.44	5.68	10.25	7.48	1.07	1.12	0.90
7	嘉宝大厦	上海	商办	1.03	2.40	2.75	2.00	0.53	0.11	0.11
合计				30.76	86.77	89.62	63.48	14.05	9.21	2.95

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”。

总体看，2016年公司新开工面积有所下降，年底在建面积规模较大，尚需投入的资金规模尚可，总体对外融资压力不大。

(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，房地产开发结转收入规模受项目性质影响较大。2016年，公司结转面积较2015年增加50.26%至20.45万平方米，由于公司2016年结转的项目主要位于上海周边地区，销售均价低于上海城区，导致结转销售均价有所下降，受上述因素影响，公司结转收入金额增长30.97%至22.71亿元。

表4 2015~2016年公司房地产销售数据(单位:万平方米、亿元、元/平方米、%)

项目	2015年	2016年	同比增减
签约销售面积	17.24	18.25	5.86
签约销售金额	21.30	33.37	56.67

销售均价	12,355	18,285	48.00
结转收入面积	13.61	20.45	50.26
结转收入	17.34	22.71	30.97

资料来源：公司提供

注：结转收入数据未包括物业出租收入、2015 年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。

2016 年，公司销售模式未发生变化。从签约销售情况来看，得益于公司项目良好的区位优势，公司签约销售面积和销售金额分别为 18.25 万平方米和 33.37 亿元，分别较上年增长了 5.86% 和 56.67%；受近年来上海市房地产销售均价拉动影响，2016 年公司销售均价为 18,285 元/平方米，较上年增长 48.00%，整体销售态势良好。

表 6 截至 2016 年底公司持有房地产项目销售数据（单位：平方米）

地区	项目	项目业态	总可售面积	已售面积
上海嘉定	紫提湾	住宅	21,095	11,599
上海嘉定	梦之湾	住宅	58,495	58,883
上海嘉定	梦之缘	商住办	128,287	60,469
昆山花桥	梦之晨	住宅	59,644	59,644
上海嘉定	宝菊清水园	动迁配套房	10,467	1,253
合计			<b>277,988</b>	<b>191,848</b>

资料来源：公司提供

从公司在售项目情况来看，截至 2016 年底，公司尚有待售面积 8.62 万平方米。公司待售项目主要分布在上海嘉定区和周边城市昆山市，所处区域经济发展情况良好，去化压力不大。

截至 2017 年 3 月底，公司可销售面积 10.25 万平方米，2017 年 1~3 月，公司签约销售面积 0.29 万平方米，签约销售金额 1.15 亿元，签约销售均价进一步提升至 39,655 元/平方米。

总体看，2016 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，去化压力不大。

### 3. 重大事项

#### 新增房地产基金管理业务

2016 年 11 月，公司以现金方式出资 15.44 亿元人民币，受让关联人 EBA Investments (Advisory) Limited（以下简称“光大安石投资（咨询）有限公司”）持有的光大安石 51% 股权、安石资管 51% 股权。当月，此次交易完成工商变更登记。2016 年 12 月 31 日，光大安石和安石资管纳入公司 2016 年度资产负债表合并范围，未纳入 2016 年度利润表和现金流量表合并范围。

光大安石拥有中国证券投资基金业协会颁发的私募投资基金管理人资格，是光大控股旗下最具规模的产业投资基金管理人，是光大控股旗下排他性的房地产投资平台。光大安石拥有资深的房地产投资运营管理团队和操作、运营房地产项目的投资管理经验，专注于中国房地产私募股权投资近 10 年，累计投资项目超过 90 个。2016 年，光大安石实现收入 3.96 亿元，实现净利润 2.24 亿元。安石资管主要从事对光大安石所投资的项目进行投后运营、管理服务，2016 年，安石资管实现收入 0.32 亿元，实现净利润 0.03 亿元。通过收购股权，公司迅速获得光大控股旗下优质的房地产私募基金管理业务的资产、品牌及优秀管理团队，打通了房地产投资管理的完整产业链。

光大安石房地产基金业务主要投向商业地产项目。中国的商业地产（主要为购物中心）在 2011-2012 年住宅限购的时候经历了大规模的投资，但是由于缺乏管理运营经验，除了部分品牌开

发商（如万达、宝龙、中粮等）之外，很多商业地产运营绩效较差，未能达到开发商的预期收益。商业地产的运营瓶颈为光大安石带来机会：一方面，光大安石专业的房地产项目运营团队具备持续经营管理的经验和能力，有能力将运营较差的商业地产改造升级，使之带来稳定的现金流入；另一方面，商业地产资金沉淀量大且投资回报期长的性质，对股东方的资金链造成较大的压力，光大安石通过募集资金和资产证券化，能够有效分解资金压力。

投资流程方面，房地产基金业务主要分为募集、投资、投后管理、退出四个阶段。

募集方面，光大安石通常先行制定募集说明书，向潜在的投资人或合作机构进行推介。在《私募投资基金监督管理暂行办法》及《私募投资基金募集行为管理办法》颁布后，光大安石按照相关要求对意向客户进行适当性匹配和风险揭示，审查资格并签署《认购风险说明书》后，与客户签署认购协议。在《私募投资基金监督管理暂行办法》及《私募投资基金募集行为管理办法》颁布后，光大安石按照相关要求对意向客户进行适当性匹配和风险揭示风险评级，审查资格并签署《认购风险说明书》后，与客户签署认购协议。在募集环节，光大安石的实际控制人光大集团拥有强大的金融资源优势，旗下拥有银行、证券、保险、资管等各类金融牌照，对光大安石的业务环节中发挥着积极的作用。

“投”+“管”方面，团队和资源是核心竞争力。具体而言，“投”主要指丰富的项目资源和成熟的拓展能力，“管”则是对于被投资项目的投后管理，包括全方位的对于物业的开发和改造管理能力，两者相辅相成，以实现被投资项目“增值”进而获得较高的投资回报。光大安石高管和团队主要成员曾任职于铁狮门、雷曼兄弟、高盛、摩根大通、麦肯锡、中信等国内外顶尖机构，拥有丰富的商业地产金融领域的实践经验，同时也拥有丰富的业内资源（项目和人脉），为光大安石业务规模的持续增长奠定了良好的基础。

在退出方式方面，基金全部通过投资人分配收益的方式退出，资产证券化的发展为基金的退出提供了更为便利的方式。截至本报告出具日，光大安石基金尚未出现退出失败的案例。

基金收益分配方面，基金收入来源为基金管理费和收益分成。基金管理费用的收取基数和收取比例由公司与基金投资人协商决定。

房地产基金服务体系包括房地产股权投资和资产并购类、房地产融资类、商业地产管理输出和轻资产运营包租服务以及房地产资产证券化投资及服务。

房地产股权投资和资产并购类主要为，光大安石通过股权收购或资产收购的形式，获取土地使用权、在建工程或已建成的物业，通过主动开发建设或改造或运营管理提升资产价值，从而为投资人获取股权投资收益的业务模式。

房地产融资模式主要为，光大安石将资金发放给房地产企业，运用于房地产公司购买项目土地、房地产项目的开发与建设与优质资产的收/并购业务等，为投资人获取收益的业务模式。

商业运营模式主要为，光大安石通过为购物中心、写字楼等商业地产项目提供项目开发设计服务、运营管理服务、包租及委托管理服务，为投资人获取收益的业务模式。光大安石成功创立并打造了大融城品牌，以重庆、北京、上海三地为核心发展，致力于在全国范围内复制发展以“大融城”命名的商业地产项目。目前大融城品牌下运营及在建商业项目共 9 个，其中重庆观音桥大融城已于 2016 年资产证券化挂牌。重庆大融城位于重庆市江北区观音桥步行街，前期为烂尾项目，商业面积 9.5 万余平方米（含停车场超过 12 万余平方米），光大安石作为基金管理人，所管理的基金作为股东方介入管理，对项目进行了重新定位、招商调改及运营调整，调整后大融城各核心指标得到了显著改善。

房地产资产证券化模式主要为，光大安石通过房地产项目 ABS 的发行，以房地产租金以及房

地产变现收入为还款来源，协助业主以及证券公司等进行资产管理与次级投资等，同时为投资人获取收益的业务模式。光大安石对项目进行重组、优化，提升资产价值，形成标准化产品架构，实现项目的资产证券化退出。

风险管控方面，光大安石强调对房地产业务的主动风险识别以及对各类物业的资产管理能力。光大安石已建立战略层面、流程层面、保障层面和基础层面全方位的风险管理体系。通过风险识别、风险评估、风险应对和风险监测，对各类项目的“融、投、管、退”进行全面流程风险控制。在宏观层面，对地产市场、政策、利率等定期跟踪，适时结合实际情况调整展业策略。在项目层面，对项目实行严格筛选和评估，建立了完善的项目风险评估体系和风险识别体系；依托自身的投资管理能力，通过设计出风险可控、且符合投资者需求的交易方案及资金结构来降低资产本身的风险；在项目开发、改造及运营过程中，利用自身的投后管理团队持续提升物业运营效率和租金收入水平，对项目全过程进行高质量的管理和监控。经过多年的运营，光大安石在房地产投资运营管理领域积累了丰富的经验，截至2016年底，光大安石累计投资项目93个，累计项目投资金额700.60亿元；截至2017年3月底，累计投资项目98个，累计投资金额722.68亿元。

公司进行本次交易的前提条件之一是光大安石所作出的如下业绩承诺：光大安石承诺在2016会计年度、2017会计年度、2018会计年度累计实现的归属于公司所有者的净利润合计不低于69,097.84万元，其中预计2016会计年度实现的归属于公司所有者的净利润不低于21,091.00万元，预计2017会计年度实现的归属于公司所有者的净利润不低于22,611.61万元，预计2018会计年度实现的归属于公司所有者的净利润不低于25,395.23万元。根据众华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的众会字（2017）第1730号专项审核报告，2016年度光大安石和安石资管合计实现净利润为22,761.04万元，超过了2016年盈利预测数。

总体看，由于2016年12月公司房地产基金业务才纳入合并范围，收入及利润未体现在2016年公司合并利润表中；公司房地产基金管理板块资产优良，运营模式成熟，未来稳定发展可期。房地产基金业务收入的增加有望使得公司盈利水平进一步提升。同时，公司房地产基金业务面临与公司传统房地产开发业务的整合，对公司经营和管理提出新的机遇与挑战。

### 非公开发行股票

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16,830.22万股，最终发行价格为10.81元/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全部用于房地产开发项目的开发，即昆山梦之悦项目、昆山梦之城项目和嘉定梦之缘项目。

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。

### 实际控制人变更

自2016年7月起，光大控股作为战略股东方多次通过下属子公司增持股份。2016年7月，北京光安阳光投资中心（有限合伙）（以下简称“光安投资”）购买公司A股股份3,406.20万股，占公司总部本的4.99%，本次权益变动后，光安投资与其一致行动人光控安宇、上海安霞合计持有公司总股本的19.27%。2016年8月，光安投资将其持有的公司全部股权转让给其一致行动人光控安宇，本次权益变动系光安投资及其一致行动人内部之间的股权转让，该一致行动人持股总数

未发生变化。2017年3月至4月，上海光控增持公司A股股份3,413.03万股，占公司总股本的5.00%。本次权益变动后，上海光控与其一致行动人光控安宇、上海安霞合计持有公司总股本的24.27%。2017年4月20日，光大控股通过控制的下属企业合并持有公司24.27%股份。同时公司召开第八届董事会第二十六次会议及第八届监事会第十八次会议，分别审议通过了《关于公司董事会进行换届选举的议案》及《关于公司监事会进行换届选举的议案》。公司第九届董事会6名非独立董事中，其中4名由光大控股通过下属企业提名；公司第九届监事会2名非职工代表监事中，1名由光大控股通过下属企业提名。

根据《公司法》、《上市公司收购管理办法》及《上海证券交易所股票上市规则》等相关法律法规对实际控制人的定义和关于拥有上市公司控制权认定的相关规定，结合公司现有股权结构及第九届董事会及监事会成员构成情况，公司认定：公司实际控制人为光大集团，最终控制人为中央汇金投资有限责任公司。

2017年4月22日，公司发布《上海嘉宝实业（集团）股份有限公司关于公司实际控制人变更的提示性公告》，公司实际控制人由嘉定区国资委变更为光大集团。

#### 4. 经营关注

(1) 公司为国有控股房地产开发企业，房地产业务主要集中于上海市嘉定区及周边区域，项目集中度较高，如该区域市场需求或价格发生较大变化，将对公司的经营业绩产生影响。

(2) 公司新收购的光大安石和安石资管与公司原有业务在业务领域、业务模式、组织架构、企业文化和管理制度等方面均存在一定差异，双方需要在战略规划、资源配置、管理等层面逐渐融合，整合效果能否达到并购预期存在一定的不确定性。另外，在房地产市场区域分化格局加剧的背景下，区域经济、产业、资源及人口发展等因素波动，均可能会对公司管理基金的底层资产现金回流及持有价值造成一定的影响。

#### 5. 未来发展

公司未来将继续执行“一业为主、适度多元、本土做强、逐步向外”的基本战略，着力推进“轻重并举、双轮驱动”的发展战略。一方面加大房地产开发力度，优化产品结构，强化服务意识，提升能力水平；另一方面，依托光大安石平台自身“融、投、管、退”的全链条服务优势，战略聚焦于主动管理有稳定现金流的持有型资产，积极发展资产证券化，构建符合投资者投资预期与风险偏好的多元化创新金融产品体系，持续稳定地为投资者提供良好的业绩回报。

公司将推动核心业务向多元化、规模化、国际化、品牌化和综合型、专业型、创新型、优质型发展；拓展公司发展空间，增强公司发展后劲；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。公司2017年主要工作思路如下：

(1) 传统房地产开发方面，在做好既有项目开发的基础上，适时参与住宅土地竞拍，增加土地资源储备。

(2) 轻资产运营方面，加快扩大基金管理规模，促进轻资产业务发展。公司将加大资源倾斜力度，加大对轻资产业务的扶持，在光大控股的支持下，使之继续保持乃至扩大其在房地产私募基金行业的领先优势。

(3) 团队融合方面，积极加强团队整合，实现优势互补，产生1+1大于2的效应；同时加快嘉宝地产品牌和光大安石私募基金品牌的联动，使公司各项业务产生品牌溢价，获得品牌增值，

从而提升公司核心竞争能力。

总体看，公司未来规划清晰明确，随着一系列战略规划的实施，公司综合实力有望进一步增强。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的2016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2017年一季度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，2016年公司合并范围内增加8家公司，2017年一季度合并报表范围减少1家。考虑到公司主业变化不大，会计政策连续，公司财务报表可比性较强。

2016年，公司收购光大安石和安石资管，合并日为2016年12月31日，光大安石和安石资管纳入公司2016年度资产负债表合并范围，未纳入2016年度利润表和现金流量表合并范围。

截至2016年底，公司合并资产总额143.58亿元，负债合计84.69亿元，所有者权益（含少数股东权益）58.88亿元，其中归属于母公司所有者权益合计51.08亿元。2016年，公司实现营业收入23.64亿元，净利润（含少数股东损益）2.91亿元，其中归属于母公司所有者净利润2.96亿元；经营活动现金流量净额为17.41亿元，现金及现金等价物净增加额为21.01亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额126.17亿元，负债合计67.83亿元，所有者权益（含少数股东权益）58.34亿元，其中归属于母公司所有者权益合计52.19亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入6.25亿元，净利润（含少数股东损益）1.58亿元，其中归属于母公司所有者净利润1.43亿元；经营活动现金流量净额为-4.83亿元，现金及现金等价物净增加额-8.93亿元。

### 2. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额143.58亿元，较年初增长54.73%，主要系公司流动资产规模增长所致。截至2016年底，公司流动资产和非流动资产占总资产的比重分别为82.75%和17.25%，公司资产构成仍以流动资产为主。

#### 流动资产

截至2016年底，公司流动资产合计118.81亿元，较年初增长42.80%，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34.95%）和存货（占59.29%）构成。

截至2016年底，公司货币资金为41.53亿元，较年初增长228.46%，主要系公司非公开发行股票募集资金及房地产开发业务收到商品房预售款增长所致，公司货币资金主要由银行存款（占80.23%）构成，受限货币资金规模为7.87亿元（占18.95%），占比较高，主要是公司与光大安石的共管账户资金<sup>1</sup>。

截至2016年底，公司存货账面价值为70.44亿元，较年初小幅增长6.16%，主要系公司开发成本中新增梦之星项目所致；其中，主要由开发成本（合计58.48亿元）和开发产品（合计11.74亿元）构成，均为公司开发的商品房项目；由于公司房地产开发项目保值增值的能力较强，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。

<sup>1</sup> 根据公司与光大安石《股权购买协议》约定，公司与光大安石投资（咨询）有限公司开设了银行共管账户（用于支付股权受让款），共管账户内任何资金划转均需公司及光大安石投资（咨询）有限公司共同授权。

### 非流动资产

截至2016年底，公司非流动资产合计24.76亿元，较年初增长158.20%，主要系当期新增大规模的商誉所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占14.52%）、长期股权投资（占18.89%）、投资性房地产（占7.65%）和商誉（占51.03%）构成。

截至2016年底，公司可供出售金融资产账面价值合计3.59亿元，较年初增长17.11%，主要系光大安石纳入合并范围所致。

截至2016年底，公司长期股权投资合计4.68亿元，较年初增长58.17%，主要系公司投资合营企业上海光渝投资中心（有限合伙）所致。

公司投资性房地产全部按成本计量，截至2016年底，公司投资性房地产账面价值合计1.89亿元，较年初减少7.75%，主要系正常摊销所致。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。

截至2015年底，公司无商誉。截至2016年底，公司商誉为12.64亿元，主要系公司2016年受让光大安石51%股权，购并日公司收购价格超过享有的光大安石可辨认净资产公允价值部分确认了商誉所致。考虑到目前光大安石仍在业绩承诺期内，若其未能完成预估净利润目标，公司将面临商誉减值风险。2016年，光大安石和安石资管合计实现净利润为22,761.04万元，超过了2016年盈利预测数。

截至2016年底，公司受限资产合计7.87亿元，全部为货币资金，占资产比例为5.48%，占比较低。

截至2017年3月底，公司资产合计126.17亿元，较上年底减少12.12%，主要系流动资产减少所致；其中流动资产和非流动资产分别占73.65%和26.35%，非流动资产占比进一步提高。其中，公司货币资金合计24.72亿元，较上年底减少40.46%，主要系公司支付了光大安石和安石资管各51%股权受让款所致。

总体看，伴随公司非公开发行股票募集资金及收购资产，公司资产规模大幅增长，以流动资产为主；其中，公司货币资金充足，受限规模较小，存货规模较大且质量较好；但公司并购光大安石后产生较大规模商誉，未来需关注商誉减值风险（2016年业绩已超过盈利预测）；公司整体资产质量尚可。

### 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2016年底，公司负债规模为84.69亿元，较年初增长46.30%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债和非流动负债的占比分别为87.40%和12.60%，以流动负债为主。

截至2016年底，公司流动负债合计74.02亿元，较年初增长88.88%，主要系预收款项增长所致；其中主要由预收款项（占51.28%）和其他应付款（占39.02%）构成。

截至2016年底，公司预收款项合计37.96亿元，主要为预售购房款，较年初增长70.53%，主要系收到梦之缘、梦之晨项目商品房预售款所致。

截至2016年底，公司其他应付款合计28.88亿元，较年初增长128.69%，主要系2016年底新增应付收购光大安石、安石资管股权款项所致。

截至2016年底，公司非流动负债合计10.67亿元，与年初基本持平；主要由应付债券（占90.93%）构成。

截至2016年底，公司应付债券为9.70亿元，与年初基本持平，即公司发行的“14嘉宝债”，此债券最迟将在2019年到期。

截至2016年底，公司全部债务合计11.09亿元，较年初减少42.18%，主要系公司偿还了部分长期借款所致；其中，短期债务合计0.99亿元，长期债务合计10.10亿元，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58.99%、15.85%和14.65%，分别较年初下降了3.40个百分点、19.62个百分点和19.67个百分点，公司债务负担有所减轻，且整体上仍处于较低水平。

截至2017年3月底，公司负债合计67.83亿元，较上年底减少19.91%，主要系流动负债减少所致，其中流动负债和非流动负债占比分别为84.34%和15.66%；公司全部债务合计10.23亿元，较年初减少7.75%，全部由长期债务构成。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53.76%、14.92%和14.92%，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别较上年底下降了5.23个百分点、0.93个百分点，长期债务资本化比率较上年底增长了0.28个百分点，公司整体债务负担进一步下降。

总体看，截至2016年底，公司流动负债主要以预收售房款为主，公司非流动负债主要为应付债券，未面临集中偿付压力；公司债务结构以长期债务为主，伴随公司2016年偿还了部分长期借款，公司有息债务规模明显下降，债务负担处于较低水平。

#### 所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益合计58.88亿元，较年初增长68.70%，主要系公司当期非公开发行股票溢价导致资本公积增长所致。其中，归属于母公司所有者权益和少数股东权益分别占86.75%和13.25%。归属于母公司所有者权益中，股本占13.36%、资本公积占43.84%、盈余公积占4.23%、未分配利润占35.69%、其他综合收益占2.87%，资本公积和未分配利润占比较大，资本公积来源为股票溢价。

截至2017年3月底，公司所有者权益58.33亿元，与年初基本持平。具体来看，公司归属于母公司所有者权益为52.19亿元，其中股本占13.08%、资本公积占42.91%、盈余公积占4.14%、其他综合收益占2.21%、未分配利润占37.66%。

总体看，2016年，公司所有者权益变化较大，归属于母公司所有者权益中资本公积和未分配利润占比重较大，公司所有者权益稳定性尚可。

#### 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2016年营业收入有所增长，为23.64亿元，同比增长12.79%；但受营业税金增长及营业外收入减少影响，公司净利润略有下滑，为2.91亿元，同比减少1.11%。

期间费用方面，2016年，公司期间费用合计1.16亿元，同比增长11.23%；其中，销售费用为0.43亿元，同比增长19.72%；管理费用为0.56亿元，同比增长70.90%，主要系收购光大安石和安石资管各51%股权支付相关费用所致；财务费用为0.16亿元，同比减少53.41%，主要系利息收入增长所致。公司2016年费用收入比为4.89%，较上年下降0.07个百分点，费用控制能力仍属较强。

2015~2016年，公司投资收益分别为0.22亿元和0.29亿元，增长较快，2016年公司投资收益在营业利润中的占比为8.03%，影响较小；公司2016年营业外收入为0.30亿元，同比下降73.33%，主要系固定资产处置利得和地方奖励大幅下降所致，2016年公司营业外收入在利润总额中的占比为7.82%，占比较上年大幅减少。

由于公司结转项目不同，毛利率有所上升，2016年，公司营业利润率为19.44%，较上年上升1.86个百分点；受公司非公开发行股票导致资产增加摊薄收益，收购光大安石导致合并资产总额增加而利润尚未并表等综合影响，公司总资本收益率、净资产收益率以及总资产报酬率分别为5.57%、6.20%和3.75%，分别较上年下降了7.49个百分点、10.65个百分点和6.10个百分点，公司盈利能力有所下降。

2017年1~3月，公司实现营业收入6.25亿元，较上年同期减少21.19%，主要系房地产开发业务结转商品房销售收入减少所致；实现净利润1.58亿元，较上年同期增长54.10%，主要系毛利率较高的基金业务纳入合并范围所致，其中归属于母公司所有者净利润为1.43亿元。

总体看，2016年公司营业收入规模有所增长，但受营业税金增长及营业外收入减少影响，公司净利润小幅下降；受非公开发行股票及收购光大安石并表时点影响，公司部分盈利指标有所下降，随着公司房地产基金业务的并入，未来盈利能力有望提升。

#### 5. 现金流

经营活动方面，2016年，伴随公司房产销售规模扩大，公司经营性现金流入量为42.72亿元，较上年增长49.71%；同时由于公司购买商品、接受劳务支付的现金增长，致使公司经营性现金流出量为25.31亿元，同比增长22.64%；受上述因素影响，2016年经营活动现金流净流入17.41亿元，同比增长120.46%。

投资活动方面，2016年，公司投资活动现金流入量为55.57亿元，较上年增长34.72%，主要系银行理财产品和国债到期赎回所致；公司投资活动现金流出量为60.28亿元，较上年增长52.52%，主要系滚动购买银行理财产品和国债到期回购所致；受上述因素影响，公司投资活动净现金流由上年的净流入转为净流出4.71亿元。

筹资活动方面，公司2016年筹资活动现金流入量为19.68亿元，较上年增长1,163.70%，主要系公司非公开发行股票所致；公司筹资活动现金流出量为11.37亿元，较上年增长241.42%，主要系偿还借款支付的现金增长所致；受上述因素影响，筹资活动现金流量净额由上年的净流出转为净流入8.31亿元。考虑到公司在建或拟建项目后续投资规模不大，公司对外融资压力不大。

2017年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-4.83亿元，主要系公司房地产开发业务销售资金回笼减少所致；投资活动产生的现金流量净额为-3.01亿元，主要系公司支付了光大安石股权受让款所致；筹资活动产生的现金流量净额为-1.09亿元，主要是公司偿还了部分短期借款所致。

总体看，2016年公司经营活动现金流呈净流入状态；考虑到公司在建或拟建项目后续投资规模不大，公司对外融资压力不大。

#### 6. 偿债能力

短期偿债能力方面，截至2016年底公司流动比率为1.61倍，较年初小幅下降0.52倍，同时，公司速动比率为0.65倍，较年初小幅下降0.22倍，主要系流动负债增长较快所致。截至2016年底，公司现金短期债务比为42.75倍，较年初大幅增长28.80倍，主要系货币资金增长较快所致，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，2016年公司EBITDA为4.50亿元，同比下降2.21%，变化幅度较小；其中，利润总额占86.36%、计入财务费用的利息支出占12.17%、折旧和摊销占1.47%。2016年，公司EBITDA全部债务比为0.41倍，EBITDA利息保护倍数为8.21倍，较上年的0.24倍和7.77倍有所增长，公司EBITDA对利息的保障能力仍属较强，对全部债务的保障程度尚可。

截至 2017 年 3 月底，公司无重大未决诉讼事项。

截至 2017 年 3 月底，公司对外提供担保共 1 笔，担保金额合计 1.20 亿元，规模不大，系对西上海（集团）有限公司进行的担保，担保到期日为 2018 年 1 月 30 日。该担保存在反担保措施，加之目前被担保企业经营情况正常，公司代偿风险较低。

截至 2017 年 3 月底，公司未获得银行综合授信额度，但公司已与金融机构建立战略合作关系，间接融资渠道顺畅。作为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G1031011400284230T），截至 2017 年 5 月 3 日，公司无未结清不良和关注类信贷信息记录，已结清信贷信息记录中存在 23 笔关注类贷款，主要系早期形成的关注贷款，均正常收回。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力尚可。

## 七、本次公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 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 25.49 亿元，约为“14 嘉宝债”本金（9.60 亿元）的 2.66 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产为 58.34 亿元，约为债券本金合计（9.60 亿元）的 6.08 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“14 嘉宝债”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为 4.50 亿元，约为债券本金合计（9.60 亿元）的 0.47 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入 42.72 亿元，约为债券本金合计（9.60 亿元）的 4.45 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为具有一定区域品牌知名度的房地产上市公司，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，房地产基金业务的全面展开，公司整体收入规模有望持续扩大，公司对“14 嘉宝债”的偿还能力较强。

## 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。

2016 年，嘉定区全区经济增速有所下降，但仍保持在较好水平，全区全年共实现增加值 1,875.9 亿元，同比增长 6.9%；全年实现财政总收入 846.9 亿元，同比增长 6.2%，其中包括一般公共预算收入 227.3 亿元，同比增长 18.8%。2016 年，嘉定区全年实现税收总收入 802.0 亿元，同比增长 4.8%；属地税收 644.1 亿元，同比增长 8.7%。全年一般公共预算支出 297.2 亿元，同比增长 50.2%。整体看，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。

经营方面，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。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。

2016 年，随着划转工作的完成，嘉定国资形成了以金融服务、产业投资和园区运营三大主业为主的布局。其中，金融服务业务主要为打造区域性的综合金融控股平台。嘉定国资通过股权投资、债权融资、金融服务三大业务在资本运作、风险控制、运营配置等方面的协同运作，提高运营效率，提升服务能级，进一步引导新型金融产业集聚、助推区内产业升级。产业投资业务主要为打造区域性的产业投资控股平台，加大“四新”企业投资力度，特别是产业链投资布局和早期项目孵化投资；嘉定国资充分发挥资本运作功能，加快与资本市场对接，培育多元的退出渠道，推动投资企业上市。园区运营业务主要为打造区域性的科技产业园区建设与运营平台。嘉定国资通过科技产业园区的专业开发运营，不断整合优化项目、提升资产品质，搭建企业服务、投融资服务以及企业发展平台，使园区成为创新企业的摇篮，探索区域“园区二次开发”的新模式。

截至 2016 年底，嘉定国资合并资产总额 116.77 亿元，负债合计 90.04 亿元，股东权益（含少数股东权益）26.74 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 21.08 亿元。2016 年，嘉定国资实现营业收入 2.60 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 0.19 亿元；经营活动现金流量净额为 4.34 亿元，现金及现金等价物净增加额为 3.90 亿元。

从担保效果来看，以 2016 年嘉定国资财务数据测算，本次债券发行额度（9.60 亿元）占嘉定国资资产总额的 8.22%，占所有者权益总额的 35.90%，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（9.60 亿元）的覆盖倍数为 0.85 倍，覆盖程度一般。

根据嘉定国资提供的中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G10310114021832901），截至 2017 年 3 月 13 日，公司无未结清不良和关注类信贷信息记录，已结清信贷信息记录中存在 1 笔关注类贷款。总体看，2016 年，嘉定国资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。

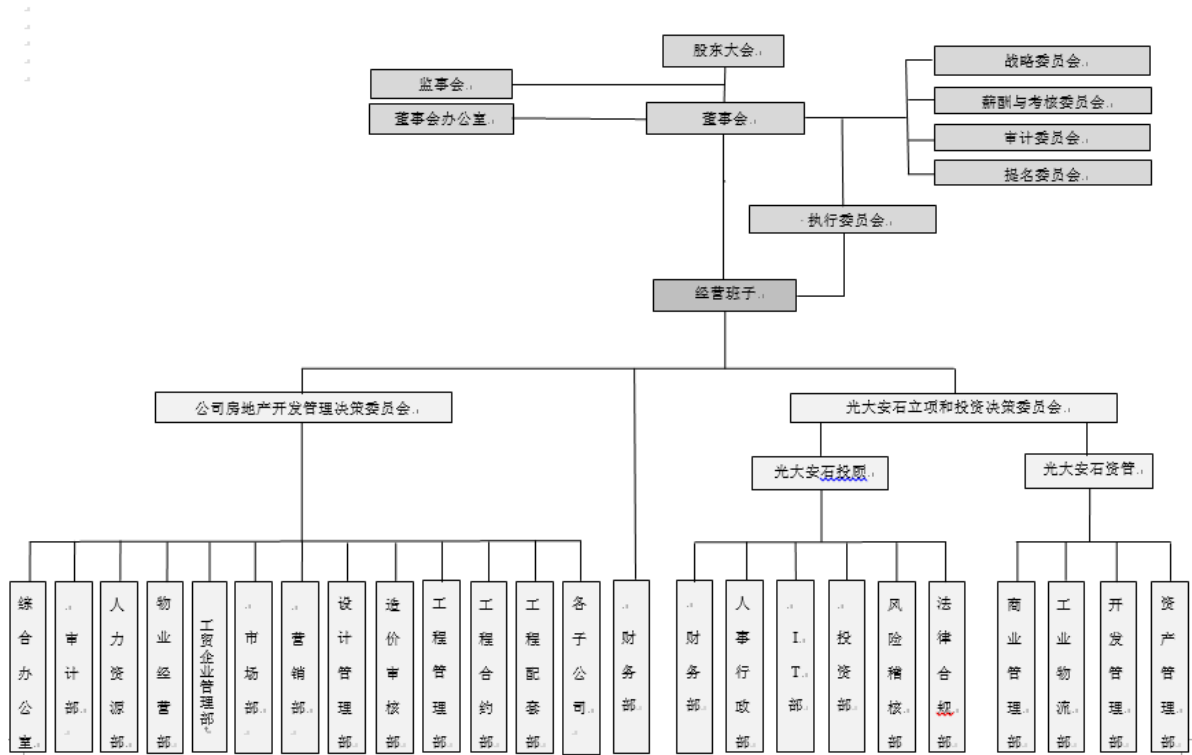
## 九、综合评价

公司作为国有控股上市公司，以房地产开发及房地产基金管理为主业，房地产项目分布以上海市嘉定区及周边区域为主，其在区域市场品牌知名度等方面具有一定的竞争优势，2016 年，受益于市场环境好转，公司销售面积和金额明显增长；新纳入的房地产基金业务产业链完整，运营经验丰富；通过非公开发行股票资本得到充实；债务负担明显下降。2017 年 4 月，公司实际控制人变更为中国光大集团股份公司（以下简称“光大集团”），股东实力雄厚。同时，联合评级也关注到房地产行业未来仍存在一定的不确定性；公司持有完全尚未开发土地储备规模较小和商誉规模较大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。2016 年，嘉定国资经营状况稳定，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证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”，评级展望为“正面”；同时维持“14 嘉宝债”的债项信用等级为“AA”。

## 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	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	92.79	143.58	126.17
所有者权益（亿元）	34.90	58.88	58.34
短期债务（亿元）	0.95	0.99	0.00
长期债务（亿元）	18.24	10.10	10.23
全部债务（亿元）	19.19	11.09	10.23
营业收入（亿元）	20.96	23.64	6.25
净利润（亿元）	2.94	2.91	1.58
EBITDA（亿元）	4.60	4.50	--
经营性净现金流（亿元）	7.90	17.41	-4.83
应收账款周转次数（次）	1216.55	125.50	--
存货周转次数（次）	0.23	0.24	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.20	--
现金收入比率（%）	129.11	166.38	39.99
总资本收益率（%）	6.59	5.57	--
总资产报酬率（%）	5.02	3.75	--
净资产收益率（%）	8.47	6.20	--
营业利润率（%）	17.58	19.44	38.52
费用收入比（%）	4.96	4.89	7.54
资产负债率（%）	62.39	58.99	53.76
全部债务资本化比率（%）	35.47	15.85	14.92
长期债务资本化比率（%）	34.32	14.65	14.92
EBITDA 利息倍数（倍）	7.77	8.21	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.41	--
流动比率（倍）	2.12	1.61	1.62
速动比率（倍）	0.43	0.65	0.57
现金短期债务比（倍）	13.94	42.75	--
经营现金流动负债比率（%）	20.15	23.52	-8.44
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.48	0.47	--

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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
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。