# 跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1221 号

光大嘉宝股份有限公司：

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

**光大嘉宝股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”**

**光大嘉宝股份有限公司公开发行的“19 嘉宝 01”债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

# 光大嘉宝股份有限公司
# 公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

| 债券简称 | 债券余额 | 债券期限 | 上次评级结果 | 本次评级结果 | 上次评级时间 |
|---|---|---|---|---|---|
| 19 嘉宝 01 | 8.80 亿元 | 5 年（3+2） | AA+ | AA+ | 2019 年 9 月 4 日 |

跟踪评级时间：2020 年 6 月 11 日

主要财务数据：

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 134.50 | 250.99 | 284.17 | 280.88 |
| 所有者权益（亿元） | 60.64 | 81.47 | 94.78 | 95.59 |
| 长期债务（亿元） | 13.89 | 65.37 | 85.56 | 86.46 |
| 全部债务（亿元） | 14.29 | 92.97 | 97.09 | 98.44 |
| 营业收入（亿元） | 30.83 | 47.58 | 48.21 | 8.22 |
| 净利润（亿元） | 6.78 | 11.70 | 4.39 | 0.80 |
| EBITDA（亿元） | 10.28 | 19.94 | 14.10 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 12.52 | 17.76 | -1.13 | -0.71 |
| 营业利润率（%） | 38.26 | 43.97 | 34.59 | 39.37 |
| 净资产收益率（%） | 11.35 | 16.46 | 4.98 | -- |
| 资产负债率（%） | 54.91 | 67.54 | 66.65 | 65.97 |
| 全部债务资本化比率（%） | 19.07 | 53.29 | 50.60 | 50.74 |
| 流动比率（倍） | 1.66 | 1.54 | 1.49 | 1.51 |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.72 | 0.21 | 0.15 | -- |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 15.26 | 5.07 | 2.30 | -- |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 1.17 | 2.27 | 1.60 | -- |

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 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 公司长期应付款已调整为长期债务；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项待偿本金

评级观点

跟踪期内，光大嘉宝股份有限公司（以下简称“公司”）在不动产资管细分领域仍具备很强竞争优势。公司不动产资管在管项目区域布局较好、板块收入增长较快，债务负担有所减轻，债务结构较为合理。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到新冠肺炎疫情短期内对公司不动产资管业务造成一定影响，并表不动产资管项目加大公司投资风险、项目退出会造成公司财务指标波动，持有未开发土地储备规模小、区域集中度高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司作为中国光大控股有限公司（以下简称“光大控股”）下属唯一的排他性不动产资产管理平台，未来有望持续获得较大的股东支持。随着公司不动产资管业务投入力度的进一步加大，公司的盈利结构将得到进一步的优化，经营状况有望保持良好。

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“稳定”；同时维持“19 嘉宝 01”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1．**公司在不动产资管细分领域仍具备很强竞争优势。**公司不动产资管业务继续保持行业领先地位，竞争力较强。公司作为光大控股下属唯一不动产资管平台，可获得股东有力支持。

2．**公司不动产资管在管项目区域布局较好，板块收入增长较快。**2019 年，公司不动产资管业务稳步发展，在管项目规模大且区域布局较好，板块收入快速增长并维持很高的毛利水平。

3．**公司债务负担减轻，债务结构较合理，项目资本支出压力不大。**2019 年，公司债务负担有所减轻，债务以长期债务为主，债务结

构较合理。房地产在建项目尚需投资规模一般，资本支出压力不大。

关注

1．**短期内新冠肺炎疫情对公司不动产资管业务造成一定影响。**公司不动产资管业务业态中综合体和商业占比较高，受新冠肺炎疫情影响，居民消费下滑明显，将直接加大公司商业运营压力，而商业投资热情下降短期内或将加大公司项目退出和项目募资压力。

2．**较大规模的并表不动产资管项目加大公司投资风险，项目退出会造成公司财务指标波动。**公司将部分不动产资管项目纳入合并范围，加大了公司投资风险。待项目运作成熟后，并表投资项目退出将造成公司财务指标较大波动。

3．**公司持有未开发土地储备规模小，区域集中度高。**公司未开发土地储备规模较小，若公司无法及时补充土地储备，房地产开发业务可持续性发展存在不确定性。同时，公司房地产开发业务主要位于上海市嘉定区，区域集中度高，项目开发易受区域市场及区域政策影响大。

分析师

卢　瑞　登记编号（R0040219010003）
王　彦　登记编号（R0040219040002）

**邮箱：**lh@unitedratings.com.cn
**电话：**010-85172818
**传真：**010-85171273
**地址：**北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
**网址：**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他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

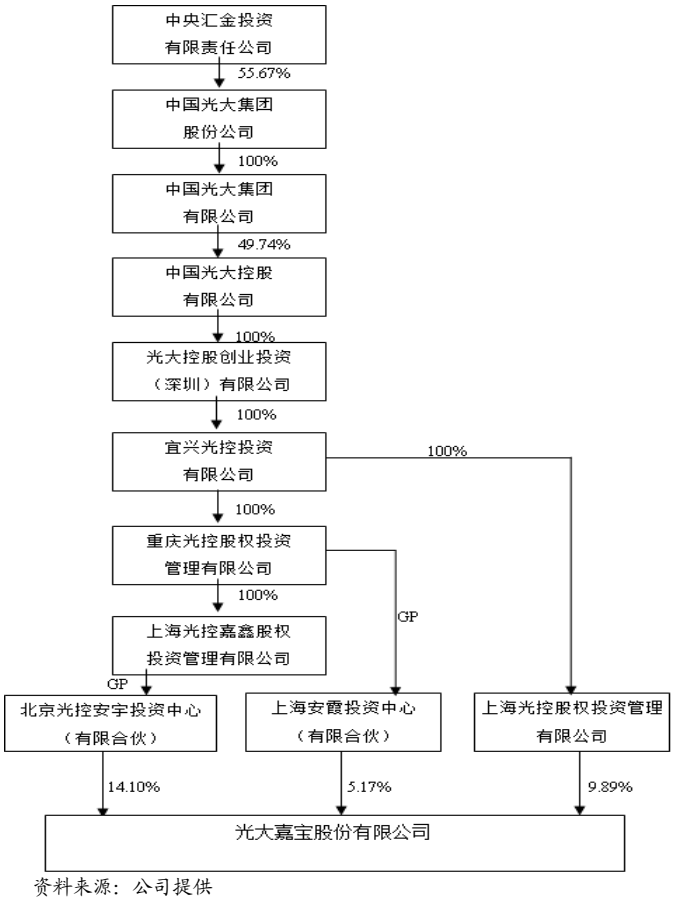
## 一、主体概况

光大嘉宝股份有限公司（以下简称“公司”或“光大嘉宝”）前身是上海嘉宝照明电器公司，1992 年 4 月，公司改制并更名为上海嘉宝实业股份有限公司。1992 年 5 月，公司在中国境内公开发行股票（股票代码：600622.SH，股票简称：嘉宝实业），并在上海证券交易所上市。1994 年 8 月，公司更名为“上海嘉宝实业（集团）股份有限公司”；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，公司通过向中国光大控股有限公司（以下简称“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。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）、上海安霞投资中心（有限合伙）合并持有公司 24.27%的股份，为公司第一大持股主体，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”），最终控制人为中央汇金投资有限责任公司（以下简称“中央汇金”）。2017 年 10 月，公司变更为现名；2017 年 11 月，股票简称变更为“光大嘉宝”。经过多次资本公积转增股本，截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 15.00 亿元，光控投资及其一致行动人共持有公司 29.17%的股份，公司实际控制人为光大集团，最终控制人为中央汇金。

截至 2020 年 3 月底，公司股东未将持有的本公司股权进行质押。

图 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图




资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。2019 年 1 月，公司对组织结构进行了调整；调整后内设董事会办公室、综办人事部、信息技术部、财务部、风控部、内审部、法律合规部、战略发展及自有资金投资管理部、自持资产开发部、自持资产运营部；同时，公司设管理决策委员会和投资决策委员会，对有关重要事项和重大投资进行集体决策和管理（详见附件 1）。截至 2019 年底，公司共有员工 931 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 284.17 亿元，负债合计 189.39 亿元，所有者权益 94.78 亿元，其中归属于母公司所有者权益 63.78 亿元。2019 年，公司实现营业收入 48.21 亿元，净利润 4.39 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.51 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.13 亿元，现金及现金等价物净增加额-21.07 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 280.88 亿元，负债合计 185.29 亿元，所有者权益 95.59 亿元，其中归属于母公司所有者权益 64.67 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 8.22 亿元，净利润 0.80 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.88 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.71 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.66 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：张明翱。

## 二、债券发行情况及募集资金使用

经中国证监会（证监许可〔2019〕578 号文）核准，公司获准在中国境内面向合格投资者公开发行不超过人民币 8.80 亿元的公司债券。2019 年 9 月 24 日，公司发行“光大嘉宝股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”，债券简称“19 嘉宝 01”，债券代码：155736.SH，发行金额 8.80 亿元，发行票面利率 4.46%，债券期限 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，每年付息一次。截至本报告出具日，“19 嘉宝 01”尚未到第一个付息日。

本次债券无担保，截至 2020 年 4 月底，本次债券募集资金扣除发行费用后已全部用于偿还到期的“14 嘉宝债”。

## 三、行业分析

公司目前主要从事不动产资产管理、不动产投资和房地产开发业务。房地产基金是实现不动产资管业务的一种主要手段和载体，下文主要介绍房地产基金行业和房地产开发行业。

1. 房地产基金行业

**地产基金行业整体承压，但仍然保持了一定的规模和活力。**

截至2019年底，中国证券投资基金业协会已登记私募基金管理人24,471家，较年初小幅增长0.09%；已备案私募基金81,739只，较年初增长9.51%，涨幅有所收窄；管理基金规模13.74万亿元，较年初增长7.52%。其中私募股权、创业投资类基金管理人14,882家，管理私募股权投资基金28,490只，管理基金规模8.59万亿元。根据中国证券投资基金业协会数据统计，2019年，全年共新增283支已备案地产基金，承诺募集总规模为2,000亿元人民币左右，地产基金在2017年首次出现募集规模和基金数量的下降，2018年大幅萎缩，2019年延续这一趋势，新增基金的数量和规模均有较大幅度下降。从2019年新增地产基金的类型来看，城镇化和基础设施基金数量最多，占比约为44%，其次为住宅和商业，占比分别约为38%和16%。根据诺承投资数据统计，截至2019年底，中国人民币地产基金市场已有2,752支基金实体，由755家管理人发行管理，管理资金规模接近1.7万亿人

民币，保持了一定规模的增长。总体看，地产基金行业整体承压，但仍然保持了一定的规模和活力。

政策层面，2019 年 5 月，银保监会发布银保监发〔2019〕23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资。房地产信托资金受限，对地产基金的发展起到了一定的抑制作用。

2. 房地产开发行业

（1）行业概况

**2019 年，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，土地市场趋于理性，销售面积出现负增长，行业集中度继续提升；2020 年一季度受新冠疫情影响，国内房地产市场下行明显。政策上仍然以“房住不炒”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。**

2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点。2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，其中一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，二、三线城市住宅价格指数增速继续下探。

2020 年 1－3 月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就 2020 年 3 月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，降幅较前两月收窄 8.60 个百分点；房地产销售面积 21,978.32 万平方米，同比下降 26.30%，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点；房地产销售金额 20,364.86 亿元，同比下降 24.70%，降幅较前两月收窄 11.20 个百分点。

2019 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.28%和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

2019年，房住不炒和因城施策仍是主基调。2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。2020年4月17日，中共中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区、青岛等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

（2）行业关注

**行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大**

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

**房地产调控政策短期内不会退出**

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及近年来政治局会议上多次强调“房住不炒”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

**中小房企面临被整合风险**

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

（3）行业发展

**未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。**

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，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。

## 四、管理分析

**跟踪期内，公司根据需要修改公司章程及部分管理制度，并调整了部分董事、监事及高级管理人员。**

跟踪期内，公司相继修订了《公司章程》《股东大会规则》《董事会议事规则》《总裁工作细则》《担保管理规则》和《董事会执行委员会议事规则》等制度，不断整合优化经营管理决策程序。

2019 年 1 月，公司召开第九届董事会第十二次（临时）会议，同意公司总裁钱明先生、高级副总裁陈正友先生、副总裁沈培新先生、副总裁石建良先生分别辞去上述职务，并聘任陈宏飞先生为公司总裁，其之前担任的常务副总裁职务自然免职，聘任周颂明先生、于潇然女士、陈正友先生为公司副总裁。

2019 年 5 月，公司召开 2018 年年度股东大会，审议通过了《关于调整公司监事会成员的议案》，即同意陈旭先生辞去公司监事职务（已达法定退休年龄），选举杨莉萍女士为公司监事。

2019 年 6 月，陈爽先生因工作变动向公司提交书面辞呈，辞去公司董事、董事长等职务；胡兵先生因工作变动向公司提交书面辞职报告，辞去公司副总裁职务。

2019 年 7 月，公司召开 2019 年第二次临时股东大会，审议通过了《关于选举赵威先生为公司第九届董事会董事的议案》，选举赵威先生为公司第九届董事会董事。

2019 年 12 月，PAN YING（潘颖）先生因工作变动辞去公司董事、董事会执行委员会主席职务，龚侃侃先生辞去公司董事、董事会审计和风险管理委员会委员职务。公司召开 2019 年第五次临时股东大会，审议通过了《关于选举两名公司第九届董事会董事的议案》，选举张明翱先生、严凌先生为公司第九届董事会董事。

赵威先生，1971 年 10 月出生，经济学博士。曾任中国再保险（集团）股份有限公司副总裁兼财务负责人及亚洲再保险公司理事会理事，中再资产管理股份有限公司副董事长、总经理，新华资产管理股份有限公司副总裁，中国人寿富兰克林资产管理有限公司总裁，中国人寿香港资产管理有限公司总经理，中再资产管理（香港）有限公司董事长及中再资本管理有限责任公司董事长，北京京能清洁能源电力股份有限公司非执行董事等职。目前，赵威先生不再担任公司董事职务，现任光大控股执行董事兼首席执行官、中国飞机租赁集团控股有限公司主席兼执行董事。

张明翱先生，1967 年 6 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大学本科学历。曾任中国光大银行股份有限公司（以下简称“光大银行”）资产管理部总经理，光大银行无锡分行党委书记、行长，光大银行中小企业业务部风险总监，光大银行苏州分行党委委员、风险总监等职。现任公司董事长、董事会执行委员会主席等职；光大控股执行董事及首席投资官、董事会下属执行委员会和战略委员会以及管理决策委员会成员；Ying Li International Real Estate Limited （英利国际置业股份有限公司）非执行及非独立主席。

严凌先生，男，1971 年 3 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历。曾任上海嘉定交通发展集团有限公司党委书记、董事长、总经理，上海嘉定轨道交通建设投资有限公司党委书记、董事长、总经理等职。现任公司董事，上海市嘉定区国有资产经营（集团）有限公司党委书记、董事长等职。

杨莉萍女士，1960 年 4 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大学本科学历。曾任嘉定区委统战部副部长，嘉定区水务局党委书记、副局长，嘉定区环保局党组书记、局长等职。现任公司监事会主席。

## 五、经营分析

1．经营概况

**2019 年，公司收入规模变动不大，但受房地产开发毛利率下降和财务费用增加等因素共同影响，公司净利润明显下降。2020 年 1－3 月，受房地产开发结转规模减少影响，公司收入和净利润均有下降。**

2019 年，公司仍主要从事不动产资产管理、不动产投资和房地产开发业务。2019 年，公司实现营业收入 48.21 亿元，较上年增长 1.32%，较上年变化不大；净利润 4.39 亿元，较上年下降 62.49%，主要系房地产开发毛利率下降和财务费用增加等因素共同影响所致。

2019 年，公司主营业务收入占比 98.79%，主业仍十分突出。从收入构成看，2019 年，公司收入仍主要来自房地产开发和不动产资管。具体看，2019 年，公司房地产开发收入较上年小幅下降 4.41%，变化不大，结转收入主要来自嘉宝名邸项目和梦之悦项目；不动产资管收入较上年大幅增长 36.97%，主要系超额管理费增加所致，收入占比也小幅提升至 18.87%。公司其他业务收入规模小，影响不大。

从毛利率看，2019 年，公司主营业务毛利率较上年下降 12.46 个百分点至 43.79%，主要系收入占比高的房地产开发毛利率下降所致。具体看，2019 年，公司房地产开发毛利率较上年下降 18.48 个百分点至 32.96%，主要系 2018 年结转的梦之缘项目售价高致使 2018 年毛利率大幅提升所致，公司房地产开发毛利率仍处于较高水平；不动产资管毛利率仍处于较高水平。公司其他业务收入占比低，其毛利率变动对公司影响一般。具体情况见下表。

表 1　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2017 年 | | | 2018 年 | | | 2019 年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 房地产开发 | 25.13 | 81.63 | 33.93 | 39.94 | 85.67 | 51.44 | 38.18 | 80.17 | 32.96 |
| 不动产资管 | 5.31 | 17.25 | 94.39 | 6.56 | 14.07 | 91.11 | 8.99 | 18.87 | 91.28 |
| 其他 | 0.35 | 1.12 | 15.53 | 0.12 | 0.27 | -238.66 | 0.46 | 0.97 | 15.42 |
| **合计** | **30.79** | **100.00** | **44.15** | **46.62** | **100.00** | **56.25** | **47.62** | **100.00** | **43.79** |

资料来源：联合评级依据公司年报整理

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 8.22 亿元，较上年同期下降 43.95%，主要系房地产开发结转规模下降所致；实现净利润 0.80 亿元，较上年同期下降 38.27%。

2．不动产资管业务

**2019年，光大安石作为国内领先的不动产资管平台，仍具有较强的竞争力；公司不动产资管业务平稳发展，投资项目城市布局较好，超额管理费收入增加推动公司不动产资管营业收入较快增长；公司并表基金项目体量大，有助于提升公司盈利能力，但同时加大了公司投资风险，项目退出也会造成财务指标较大波动。2020年新冠肺炎疫情爆发，公司商业运营、项目退出及项目募资压力或将加大。**

公司于 2016 年引入光大控股作为战略股东，并在 2016 年完成收购光大安石（北京）房地产投资股份有限公司（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 51.00%股权，新增不动产资管业务（房地产基金）。随着公司不动产资管规模扩大，以及房地产开发项目的陆续销售和竣工结转，不动产资管业务逐步成为公司重要的利润来源。公司不动产资管业务以光大安石为主要运营主体，安石资管主要提供投资项目的投后管理。光大安石于 2015－2020 年连续 6 年获得国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院发布的房地产基金综合实力第一名，竞争力较强。

2019 年，公司继续积极拓展投资项目，新增项目投资额较上年增长 70.98%至 133.43 亿元；退出项目投资金额合计 136.23 亿元。截至 2019 年底，公司在管项目规模 468.30 亿元，较年初变动不大。从业态分布看，截至 2019 年底，公司在管项目仍以综合体（占 36.37%）、商业（占 31.82%）和写字楼（占 12.76%）为主。2020 年新冠肺炎疫情爆发以来，居民出行和消费均受到明显冲击，商业运营压力加大，商业投资热情也有下降，而公司在管项目中综合体和商业占比较高，新冠肺炎疫情或将短期内对公司商业运营效益和在管项目退出带来不利影响。

表2　光大安石业务情况（单位：个、亿元）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|---|---|---|---|
| 新增投资项目 | 27 | 13 | 13 |
| 新增项目投资额合计 | 231.51 | 78.04 | 133.43 |
| 退出项目个数 | 24 | 10 | 5 |
| 退出项目投资金额合计 | 76.55 | 98.96 | 136.23 |
| 期末持有投资项目个数 | 34 | 37 | 45 |
| 期末持有投资项目金额合计 | 492.02 | 471.10 | 468.30 |

资料来源：公司年报

2019 年，公司对参与的基金项目新增实际投资 31.04 亿元，处置基金份额（含未实缴部分）19.00 亿元，公司投资净流出规模较大。截至 2019 年底，公司对参与的基金项目投资余额 50.37

亿元，投资项目主要位于上海、重庆、成都和北京等具备较强人口和经济基础的城市，城市整体布局较好。公司通过参与对管理项目的投资获取相应的投资收益，有助于公司增强不动产资管业务的盈利能力，但同时也加大公司不动产资管业务风险；新冠肺炎疫情爆发以来，商业运营和商业投资均受到冲击，短期内或将对公司参与的基金项目盈利及项目份额处置带来不利影响，若公司无法及时处置投资的基金份额，公司的融资压力将有所加大。

表3　公司不动产资管业务参与基金情况（单位：%、亿元）

| 投资项目 | 认缴比例 | 认缴份额 | 2019 年新增投资额 | 2019 年处置份额 | 截至 2019 年底项目累计投资额 | 截至 2019 年底公司投资余额 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 重庆观音桥大融城项目 | 50.00 | 2.35 | -- | 1.54 | 10.55 | 0.23 |
| 上海明悦项目 | 28.26 | 2.86 | 0.49 | 0.50 | 4.05 | 2.74 |
| 上海静安大融城项目 | 50.00 | 4.50 | -- | 2.10 | 4.50 | 2.40 |
| 上海静安大融城项目 | -- | -- | -- | 3.00 | 3.00 | -- |
| 上海光大安石中心项目 | 42.00 | 4.20 | 1.20 | -- | 4.66 | 4.66 |
| 西安大融城项目 | -- | -- | -- | 3.00 | 3.00 | -- |
| 西安大融城项目 | 50.00 | 6.50 | 5.01 | 4.99 | 6.51 | 1.52 |
| 上海越虹广场项目 | 49.21 | 6.44 | 2.85 | 1.21 | 7.75 | 6.54 |
| 广东江门项目 | 20.33 | 1.58 | -- | 1.56 | 2.64 | 1.08 |
| 成都双流项目 | -- | -- | -- | 0.41 | 0.41 | -- |
| 嘉兴平湖项目 | -- | -- | -- | 0.57 | 0.57 | -- |
| 重庆朝天门项目 | 10.00 | 1.80 | -- | -- | 1.80 | 1.80 |
| 北京上东今旅项目 | 29.28 | 4.10 | -- | -- | 7.60 | 4.60 |
| 广东红树林麻涌项目 | 28.53 | 1.00 | 0.40 | 0.11 | 0.62 | 0.50 |
| 重庆北碚项目 | 28.78 | 0.93 | 0.23 | -- | 0.23 | 0.23 |
| 光大安石虹桥中心项目 | 60.47 | 17.49 | 7.83 | -- | 8.83 | 8.83 |
| 上海杨浦电厂项目 | 49.99 | 2.49 | -- | -- | 2.20 | 2.20 |
| 新光大中心项目 | 37.43 | 7.99 | 6.55 | -- | 6.55 | 6.55 |
| 新光大中心项目 | 5.72 | 5.38 | 5.38 | -- | 5.38 | 5.38 |
| 重庆远成项目 | 11.36 | 1.00 | 0.18 | -- | 0.18 | 0.18 |
| 中关村项目 | 2.41 | 0.85 | 0.85 | -- | 0.85 | 0.85 |
| 江桥项目 | 46.49 | 1.72 | 0.09 | -- | 0.09 | 0.09 |
| **合计** | -- | **73.17** | **31.04** | **19.00** | **81.96** | **50.37** |

注：2019 年新增投资额为公司实缴出资或实际受让额，2019 年处置份额包含了实缴份额和未实缴份额
资料来源：公司年报

截至 2019 年底，公司纳入合并范围的基金共 3 只，分别为光控安石-上海一号私募投资基金（光大安石中心项目）、珠海安石宜昭投资中心（有限合伙）（西安大融城项目）和上海光野投资中心（有限合伙）（光大安石虹桥中心），项目投资总额合计 110.32 亿元，并表项目体量大。公司将部分基金项目纳入合并范围，项目运作成熟后转让退出，一方面，公司通过将部分基金项目纳入合并范围可以放大投资收益，但同时也承担更大的投资风险；另一方面，随着项目转让退出后，公司的财务指标也将出现较大波动。

盈利模式方面，公司通过光大安石作为私募基金管理人，以管理人的身份或品牌输出的形式，对相关物业进行升级、改造、开发和运营管理，获取相应的管理费收入，通常以基金规模和一定管理费率（约 1.00%~2.00%）计算并收入，此外，公司还会通过投资基金产品的有限合伙（含优先级份额和权益级份额）、普通合伙份额来获取相应的投资收益，截至 2019 年底，公司 LP 投资余额（不含认缴未出资部分）为 50.19 亿元，较上年增加 11.86 亿元。2019 年，公司不动产资产

管理业务营业收入 9.34 亿元（包括对并表基金收取的管理费），较上年增长 31.00%，主要来自超额管理收入增长，其中管理及咨询服务费收入 5.02 亿元，超额管理费收入 3.41 亿元（上年为 0.85 亿元），其他收入 0.91 亿元。

3．房地产开发业务

**公司新增土地储备和期末未开发土地储备规模均较小，房地产开发业务规模可持续性存在一定不确定性；在建项目尚需投入的资金规模尚可，资本支出压力较小；签约销售面积和规模均增长较快；在售和待售项目规模较小，区域集中度高，区域房地产政策对公司销售情况有一定影响。**

土地储备方面，2019 年 10 月，公司在上海嘉定区共获取 2 块土地储备，其中新成路地块项目土地储备权益比例 39.00%，土地面积 2.80 万平方米，计容建筑面积 5.05 万平方米，购地支出 11.10 亿元，楼面均价 21,999 元/平方米；云翔二期项目（动迁安置房项目）土地储备权益比例 65.00%，土地面积 2.20 万平方米，规划计容建筑面积 5.38 万平方米，购地支出 2.23 亿元，楼面均价 4,140 元/平方米。2020 年 1－3 月，公司无新增土地储备。截至 2020 年 3 月底，公司尚有未开发土地储备计容建筑面积 14.81 万平方米，全部位于上海市嘉定区，土地储备区位布局好，但相较于公司销售规模，公司土地储备规模较小，房地产开发业务的发展可持续性存在一定不确定性。

表 4　截至 2020 年 3 月底公司主要土地储备情况（单位：万平方米、%）

| 项目名称 | 区域 | 土地用途 | 权益比例 | 土地面积 | 规划计容建筑面积 |
|---|---|---|---|---|---|
| 盛创三期 | 上海嘉定 | 商办 | 51.00 | 1.35 | 4.38 |
| 新成路地块 | 上海嘉定 | 住宅 | 39.00 | 2.80 | 5.05 |
| 云翔二期 | 上海嘉定 | 住宅 | 65.00 | 2.20 | 5.38 |
| **合计** | -- | -- | -- | **6.35** | **14.81** |

资料来源：公司提供

项目开发方面，2019 年，公司新开工建筑面积 15.81 万平方米，为上海嘉定梦之晴项目（原上海嘉定安亭项目）；竣工建筑面积 32.40 万平方米，为浦东前滩后院、昆山花桥梦之悦、嘉定梦之月和嘉定梦之星项目，期末在建面积 15.81 万平方米，规模较小。2020 年 1－3 月，公司无新开工和竣工项目。

表 5　主要项目开发数据情况（单位：万平方米）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 1－3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 新开工面积 | 5.68 | -- | 15.81 | -- |
| 竣工面积 | 48.25 | 5.92 | 32.40 | -- |
| 期末在建面积 | 38.53 | 32.47 | 15.81 | 15.81 |

注：期末在建面积来自施工许可证
资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内主要在建项目仅上海嘉定梦之晴项目，项目计划总投资 26.61 亿元，已完成投资 19.50 亿元，预计 2020 年 4－12 月投资 2.66 亿元，2021 年投资 3.00 亿元，结合公司近年来的销售规模和不动产资管收入来看，资本支出压力不大。

项目销售方面，2019 年，受益于推盘增加，公司签约销售面积和签约销售金额分别较上年增长 96.49%和 48.36%，签约销售均价较上年有所下降，主要系昆山花桥梦之悦项目销售价格相对较低所致。项目结转方面，2019 年，公司项目结转面积变动不大，但因结转项目差异，结转收入

较上年下降 12.19%。2020 年 1－3 月，公司签约销售和项目结转规模均较小。具体情况见下表。

表 6　公司房地产销售数据

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 1－3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 签约销售面积（万平方米） | 4.57 | 5.69 | 11.18 | 0.21 |
| 签约销售金额（亿元） | 24.29 | 24.42 | 36.23 | 0.89 |
| 销售均价（元/平方米） | 53,142 | 42,917 | 32,406 | 42,381 |
| 结转收入面积（万平方米） | 20.80 | 14.02 | 14.03 | 1.77 |
| 结转收入（亿元） | 24.45 | 38.38 | 33.70 | 6.18 |

注：上表中结转收入不包含车位收入
资料来源：公司年报及经营数据公告

从公司在售项目情况来看，截至 2020 年 3 月底，公司在售和待售项目共有 3 个，尚余待售面积 19.41 万平方米，规模较小。公司待售项目主要分布在上海和昆山市，区域集中度高，区域房地产政策对公司销售情况有一定影响。

表 7　截至 2020 年 3 月底公司持有房地产在售和待售项目数据（单位：万平方米、%）

| 项目名称 | 所在城市 | 开盘时间 | 权益比例 | 总可售面积 | 已取得预售证面积 | 已售面积 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 梦之悦 | 昆山花桥 | 2017 年 11 月 | 100.00 | 16.85 | 12.85 | 6.72 |
| 梦之星 | 上海嘉定 | 2018 年 12 月 | 51.00 | 3.67 | 3.67 | 3.63 |
| 梦之晴 | 上海嘉定 | 2020 年 4 月 | 33.15 | 9.24 | -- | -- |
| **合计** | | -- | -- | **29.76** | **16.52** | **10.35** |

注：上述住宅项目不包括车位及办公等
资料来源：公司提供

4．经营关注

**公司不动产资管业务并表投资项目体量大，加大公司投资风险，项目退出会造成财务指标波动**

公司纳入合并范围的基金项目体量大，有助于提升公司盈利能力，但同时加大了公司项目投资风险。待项目运作成熟后，并表投资项目退出将造成公司财务指标较大波动。

**新冠肺炎疫情爆发加大公司不动产资管业务商业运营、项目退出及项目募资压力**

2020 年新冠肺炎疫情爆发以来，全国居民消费下滑明显，对商业运营和商业投资短期内造成一定冲击。公司不动产资管业务业态中综合体和商业占比较高，居民消费下滑将直接加大公司商业运营压力，而商业投资热情下降或将加大公司项目退出和项目募资压力。

**公司持有未开发土地储备规模小，区域集中度高**

相较于新开工规模和销售规模，公司持有的未开发土地储备规模小，需关注公司房地产开发业务的可持续性发展。公司土地储备区域布局好但集中度高，若区域房地产市场景气度或政策发生重大不利变化，将对公司房地产销售去化及现金回流产生影响。

5．未来发展

**公司将继续聚焦“不动产资产管理”细分行业，规划清晰可行。**

公司继续坚持主动管理和价值投资的核心理念，聚焦“不动产资产管理”核心主业，巩固和扩大公司在细分行业中的头部地位和市场份额，努力将公司打造成为国内领先的跨境不动产投资和资产管理平台。

## 六、财务分析

1．财务概况

公司提供的2019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2020年一季度财务报表未经审计。公司财务报表按照企业会计准则编制。在合并范围变化方面，2019年，公司非同一控制下企业合并10家子公司，处置3家子公司，其他变动为新设子公司；2020年1－3月，公司非同一控制下合并1家子公司。考虑到公司增加或减少子公司规模不大，主营业务未发生变化，公司财务报表可比性较强。

截至2019年底，公司合并资产总额284.17亿元，负债合计189.39亿元，所有者权益94.78亿元，其中归属于母公司所有者权益63.78亿元。2019年，公司实现营业收入48.21亿元，净利润4.39亿元，其中归属于母公司所有者的净利润4.51亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.13亿元，现金及现金等价物净增加额-21.07亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额280.88亿元，负债合计185.29亿元，所有者权益95.59亿元，其中归属于母公司所有者权益64.67亿元。2020年1－3月，公司实现营业收入8.22亿元，净利润0.80亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.88亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.71亿元，现金及现金等价物净增加额-5.66亿元。

2．资产质量

**公司资产规模继续增长，非流动资产占比提升较快。公司货币资金较充足，存货、投资性房地产和在建工程区位布局较好，但存货中开发产品规模大，资产受限比例较高。**

截至2019年底，公司合并资产总额284.17亿元，较年初增长13.22%，主要系非流动资产增加所致。其中流动资产占45.89%，非流动资产占54.11%，资产结构相对均衡，非流动资产占比较年初上升12.51个百分点。

截至2019年底，公司流动资产130.40亿元，较年初下降11.03%，主要系货币资金减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占26.41%）和存货（占62.35%）构成。

截至2019年底，公司货币资金34.44亿元，较年初下降45.06%，主要系偿还一年内到期的长期借款和支付土地出让金所致；货币资金主要为银行存款（占95.41%），含6.06亿元受限货币资金，系定期存单质押或诉讼保全款所致，受限比例17.61%，受限比例一般。截至2019年底，公司存货81.30亿元，较年初增长13.33%，主要系新增土地储备及在建项目持续投入所致；存货主要由开发成本（占54.00%）和开发产品（占45.69%）构成，开发产品主要为商品房（占55.06%）和综合体（占40.27%），开发产品规模较大；公司累计计提存货跌价准备33.76万元，计提比例很低，其中开发成本和开发产品均未计提跌价准备。

截至2019年底，公司非流动资产153.77亿元，较年初增长47.25%，主要系投资性房地产和在建工程增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占31.07%）、投资性房地产（占20.92%）、在建工程（占34.61%）和商誉（占8.22%）构成。

截至2019年底，公司长期股权投资47.78亿元，较年初增长26.42%，主要系增加不动产投资所致，累计计提减值准备0.05亿元；2019年，公司权益法核算的长期股权投资损失0.42亿元。截至2019年底，公司投资性房地产32.18亿元，较年初增长184.80%，主要系公司控股的一号基金及其下属企业开发的光大安石中心项目部分存货转入投资性房地产和本期新增纳入合并范围的安石宜昭及其下属企业运营的西安大融城项目共同影响所致；公司投资性房地产以成本模式进行后续计量，累计计提折旧3.15亿元，累计计提减值准备0.22亿元。截至2019年底，公司在建工程53.23亿元，

较年初增长70.18%，主要系本期新增纳入合并范围的上海光野及其下属企业开发的光大安石虹桥中心项目所致。截至2019年底，公司商誉12.64亿元，较年初无变化，若光大安石后续业绩未达预期，公司将面临商誉减值风险。

截至2019年底，公司受限资产合计117.64亿元，占合并资产总额的41.40%，受限比例较高，受限资产主要为在建工程、存货和投资性房地产等。

表8 截至2019年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 账面价值 | 占对应科目比例 | 受限原因 |
|---|---|---|---|
| 货币资金 | 6.06 | 17.61 | 定期存单质押/诉讼保全款 |
| 存货 | 32.37 | 39.81 | 抵押借款 |
| 固定资产 | 0.13 | 10.33 | 抵押借款 |
| 投资性房地产 | 25.85 | 80.33 | 抵押借款 |
| 在建工程 | 53.23 | 100.00 | 抵押借款 |
| **合计** | **117.64** | -- | -- |

资料来源：公司年报

截至2020年3月底，公司合并资产总额280.88亿元，较年初下降1.16%，资产规模及资产结构较年初变化不大。截至2020年3月底，公司货币资金28.78亿元，较年初下降16.44%，主要系房地产开发销售回款较少所致。

3．负债及所有者权益

（1）负债

**公司负债总额继续增长，非流动负债占比提升较高。公司全部债务小幅增长，但债务负担有所减轻，债务结构进一步优化，但2020－2021年公司有一定集中偿债压力。**

截至2019年底，公司负债总额189.39亿元，较年初增长11.72%，主要系非流动负债增加所致。其中流动负债占46.21%，非流动负债占53.79%，非流动负债占比上升9.77个百分点。

截至2019年底，公司流动负债87.52亿元，较年初下降7.78%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。公司流动负债主要由应付账款（占8.70%）、其他应付款（占30.09%）、预收款项（占41.91%）和一年内到期的非流动负债（占9.18%）构成。

截至2019年底，公司短期借款3.50亿元，全部为当期新增借款，且均为信用借款。截至2019年底，公司应付账款7.62亿元，较年初下降1.50%，较年初变化不大。截至2019年底，公司其他应付款26.21亿元，较年初增长2.49%，较年初变化不大，账龄以一年以内（占72.70%）为主。截至2019年底，公司预收款项36.68亿元，较年初增长28.24%，主要系房地产开发业务收到的商品房预售款增加所致。截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债8.04亿元，较年初下降70.88%，主要为临近到期的长期借款。

截至2019年底，公司非流动负债101.87亿元，较年初增长36.53%，主要系应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占38.43%）、应付债券（占45.56%）和递延所得税负债（占10.21%）构成。

截至2019年底，公司长期借款39.15亿元，较年初增长1.04%，较年初变化不大；长期借款主要由抵押借款（占90.29%）构成。截至2019年底，公司应付债券46.41亿元，较年初增长75.06%，主要系新发行公司债券“19嘉宝01”（8.80亿元）和两期债权融资计划（19光大嘉宝ZR001和19光大嘉宝ZR002，合计10.00亿元）所致。截至2019年底，公司递延所得税负债10.40亿元，较年初

增长44.27%，主要系非同一控制下合并上海光野，购并日资产估值增加而确认的递延所得税负债增加所致。

截至2019年底，公司全部债务97.09亿元，较年初增长4.44%。其中短期债务占11.88%，长期债务占88.12%，以长期债务为主。截至2019年底，公司短期债务11.54亿元，较年初下降58.20%，主要系归还到期的长期借款所致；长期债务85.56亿元，较年初增长30.88%，主要系发行债券及债权融资计划所致。截至2019年底，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66.65%、50.60%和47.44%，较年初分别下降0.89个百分点、下降2.69个百分点和提高2.93个百分点，公司债务负担有所减轻，债务结构较合理。

截至2020年3月底，公司负债总额185.29亿元，较年初下降2.17%，负债总额和负债结构较年初变化均不大。截至2020年3月底，公司全部债务98.44亿元，较年初增长1.39%，较年初变化不大。其中短期债务11.98亿元（占12.17%），长期债务86.46亿元（占87.83%），均较年初变化不大。截至2020年3月底，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65.97%、50.74%和47.49%，较年初分别下降0.68个百分点、提高0.13个百分点和提高0.05个百分点，债务负担较年初变动不大。从债务期限分布看，考虑债券回售的情况下，公司2020－2021年有一定债务集中到期压力。

表 9　截至 2020 年 3 月底公司债务分布情况（单位：亿元）

| 项目 | 2020 年 4－12 月到期 | 2021 年到期 | 2022 年到期 | 2023 年以后 | 小计 |
|---|---|---|---|---|---|
| 短期借款 | 3.96 | -- | -- | -- | **3.96** |
| 一年内到期的非流动负债 | 8.02 | -- | -- | -- | **8.02** |
| 长期借款 | -- | 28.01 | 2.63 | 9.56 | **40.20** |
| 应付债券 | 20.00 | 16.50 | 8.80 | -- | **45.30** |
| **合计** | **31.98** | **44.51** | **11.43** | **9.56** | **97.47** |

注：1. 与报表金额有差异，系报表金额包含对应计提的利息；2. 应付债券均已按照回售日期调整
资料来源：公司提供

（2）所有者权益

**公司因将部分在管的基金纳入合并范围，少数股东权益大幅增长。公司权益中少数股东权益和未分配利润占比较高，权益稳定性有待提高。**

截至 2019 年底，公司所有者权益为 94.78 亿元，较年初增长 16.33%，主要系少数股东权益增加所致。其中归属于母公司所有者权益占比为 67.30%，少数股东权益占比为 32.70%。归属于母公司所有者权益 63.78 亿元，股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 23.51%、22.30%、-0.02%和 49.42%。公司权益中少数股东权益和未分配利润占比较高，权益稳定性有待提高。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 95.59 亿元，较年初增长 0.86%，所有者权益规模及结构较年初均变动不大。

4．盈利能力

**公司收入变动不大，但受房地产开发毛利率下降和财务费用增加等因素共同影响，公司净利润及各项盈利指标均有下降。**

2019年，公司实现营业收入48.21亿元，较上年增长1.32%，较上年变化不大；净利润4.39亿元，较上年下降62.49%，主要系房地产开发毛利率下降和财务费用增加共同影响所致。

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额为9.97亿元，较上年增长28.77%，主要系财务费

用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为9.56%、44.94%和45.50%，以管理费用和财务费用为主。其中销售费用为0.95亿元，较上年下降16.71%，主要系房地产开发业务销售渠道费减少所致；管理费用为4.48亿元，较上年增长9.25%，主要系合并范围增加所致；财务费用为4.53亿元，较上年增长81.72%，主要系利息支出增加以及上年度部分符合资本化的借款利息当期计入财务费用所致。

2019年，公司实现投资收益0.54亿元，较上年下降82.48%，主要系不动产投资业务投资收益减少所致；投资收益占营业利润比重为7.87%，对营业利润影响有一定影响。

2019年，随着公司利润规模下降，公司各项盈利指标均有不同程度下滑，其中营业利润率、总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为34.59%、5.58%、4.73%和4.98%，分别较上年下降9.38个百分点，6.11个百分点、5.16个百分点和11.48个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 8.22 亿元，较上年同期下降 43.95%，主要系房地产开发结转规模下降所致；实现净利润 0.80 亿元，较上年同期下降 38.27%。

5．现金流

**受支付土地出让金等因素影响，公司经营活动现金流转为净流出；随着不动产投资业务规模的持续扩大，公司投资活动现金流持续净流出，未来公司仍存在一定融资需求。**

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入59.64亿元，较上年增长27.94%，主要系收回往来款增加所致；经营活动现金流出60.77亿元，较上年增长110.61%，主要系支付土地出让金和支付往来款增加所致。2019年，公司经营活动现金净流出1.13亿元，较上年净流入转为净流出。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入109.25亿元，较上年增长553.98%，主要系收回利用闲置资金进行国债回购投资和收回不动产投资所致；投资活动现金流出119.58亿元，较上年增长148.94%，主要系利用闲置资金进行国债回购投资和增加不动产投资所致。2019年，公司投资活动现金净流出10.33亿元，净流出系增加对不动产投资业务的投资所致。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入49.37亿元，较上年下降26.67%，主要系减少借款所致；筹资活动现金流出58.98亿元，较上年增长155.22%，主要系偿还到期的长期借款所致。2019年，公司筹资活动现金净流出9.61亿元，较上年净流入转为净流出。

2020年1－3月，公司经营活动现金净流出0.71亿元，投资活动现金净流出5.07亿元，筹资活动现金净流入0.12亿元，投资活动现金净流出规模较大，系对外投资及对投资的不动产基金项目公司借款增加所致。

6．偿债能力

**公司短期偿债能力强，长期偿债能力尚可；同时考虑公司作为国内不动产资管领域领先企业，不动产投资经验丰富，公司整体偿债能力很强。**

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率由年初的 1.54 倍下降至 1.49 倍，速动比率由年初的 0.79 倍下降至 0.56 倍，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至 2019 年底，公司现金短期债务比由年初的 2.32 倍上升至 3.10 倍。截至 2020 年 3 月底，公司现金短期债务比为 2.51 倍。公司现金类资产对短期债务的保障程度高。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 14.10 亿元，较上年下降 29.31%，主要系利润总额下降所致。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 8.97%）、计入财务费用的利息支出（占 41.34%）和利润总额（占 48.43%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 5.07 倍下降至 2.30 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.21 倍下降

至 0.15 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2020 年 3 月底，公司有 1 项未决诉讼。公司控股子公司上海泰琳实业有限公司（以下简称“上海泰琳”）与上海易初莲花连锁超市有限公司（以下简称“易初莲花”）于 2002 年 4 月 26 日签订《易初莲花购物中心天山店房屋租赁合同》，于 2014 年 1 月 28 日签署《虹桥临空 24 号地块改造工程之易初莲花购物中心天山店房屋改建协议》，因上述协议未能执行导致纠纷，易初莲花于 2018 年 9 月 11 日向上海市第一中级人民法院提起诉讼，请求法院判决上海泰琳支付违约赔偿金人民币 1.94 亿元。根据有关协议安排，公司认为上海泰琳实际需要承担的补偿金额为 0.60 亿元，故计提了 0.60 亿元的预计负债。2019 年 2 月 27 日，上海泰琳就上述诉讼事项向上海市长宁区人民法院提起诉讼，请求法院判决易初莲花返还上海泰琳预付的损失赔偿款超额部分暂计人民币 0.16 亿元。2020 年 5 月，上海市一中院判决易初莲花与上海泰琳签订的相关合同解除，上海泰琳支付易初莲花违约金 1.30 亿元。目前，上海泰琳已上诉至上海市高级人民法院。

截至 2020 年 3 月底，公司对外提供担保共 3 笔，担保金额合计 18.61 亿元，占公司当期净资产的比例为 19.47%。公司对外担保均有反担保措施，公司或有负债风险一般。

截至 2019 年底，公司获得的银行授信额度合计 52.76 亿元，已使用 44.86 亿元，间接融资渠道有待拓宽。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，截至 2020 年 4 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 23 笔关注类贷款，主要系早期形成的关注贷款，均正常收回。

7．母公司财务分析

**母公司资产以其他应收款、长期股权投资和其他非流动金融资产为主；母公司作为部分借款和全部债券的债务主体，债务负担一般；母公司收入规模较小，现金流量规模不大。**

截至 2019 年底，母公司资产总额 115.14 亿元，较年初增长 13.46%，其中流动资产 38.04 亿元（占比 33.03%），非流动资产 77.11 亿元（占比 66.97%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（6.08 亿元，占 15.98%）和其他应收款（占 82.63%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 59.88%）和其他非流动金融资产（占 35.82%）构成。

截至 2019 年底，母公司负债总额 73.86 亿元，较年初增长 32.19%，其中流动负债 23.65 亿元（占比 32.03%），非流动负债 50.20 亿元（占比 67.97%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 14.80%）和其他应付款（占 82.49%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 7.55%）和应付债券（占 92.44%）构成。截至 2019 年底，母公司全部债务资本化比率为 56.53%，较 2018 年底上升 10.25 个百分点，债务负担有所加重，但债务负担仍属一般。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 41.29 亿元，较年初下降 9.49%。其中，股本为 15.00 亿元（占 36.32%）、资本公积合计 14.60 亿元（占 35.36%）、未分配利润合计 8.77 亿元（占 21.24%）、盈余公积合计 3.06 亿元（占 7.40%），所有者权益稳定性一般。

2019 年，母公司营业收入为 0.36 亿元，净利润为-2.44 亿元，母公司层面收入规模小。

2019 年，母公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额分别为 11.67 亿元、-20.95 亿元和 8.99 亿元。

## 七、公司债券偿还能力分析

**公司资产、盈利及现金流对“19 嘉宝 01”按期偿付的保障程度较好，并考虑到公司作为光**

**大控股下属唯一的排他性不动产资产管理平台，行业竞争力较强，公司对“19 嘉宝 01”的偿还能力很强。**

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产为 30.06 亿元，为“19 嘉宝 01”待偿本金（余额 8.80 亿元）的 3.42 倍，公司现金类资产对“19 嘉宝 01”的覆盖程度高；截至 2020 年 3 月底，公司净资产为 95.59 亿元，为“19 嘉宝 01”待偿本金（余额 8.80 亿元）的 10.86 倍，公司净资产对“19 嘉宝 01”按期偿付的保障作用强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 14.10 亿元，为“19 嘉宝 01”待偿本金（余额 8.80 亿元）的 1.60 倍，公司 EBITDA 对“19 嘉宝 01”的覆盖程度较强。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 59.64 亿元，为“19 嘉宝 01”待偿本金（余额 8.80 亿元）的 6.78 倍，公司经营活动产生的现金流入对“19 嘉宝 01”的覆盖程度高。

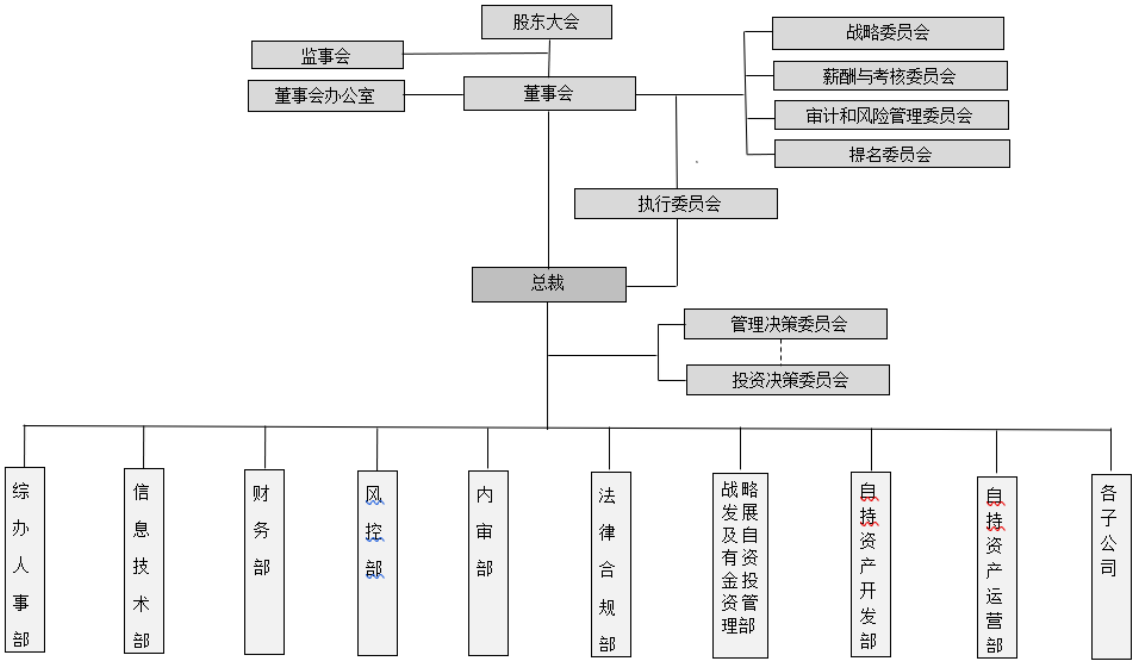
## 八、综合评价

跟踪期内，公司在不动产资管细分领域仍具备很强竞争优势。公司不动产资管在管项目区域布局较好、板块收入增长较快，债务负担有所减轻，债务结构较为合理。同时，联合评级也关注到新冠肺炎疫情短期内对公司不动产资管业务造成一定影响，并表不动产资管项目加大公司投资风险、项目退出会造成公司财务指标波动，持有未开发土地储备规模小、区域集中度高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司作为光大控股下属唯一的排他性不动产资产管理平台，未来有望持续获得较大的股东支持。随着公司不动产资管业务投入力度的进一步加大，公司的盈利结构将得到进一步的优化，经营状况有望保持良好。

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“稳定”；同时维持“19 嘉宝 01”的债项信用等级为“AA+”。

# 附件 1　截至 2020 年 3 月底光大嘉宝股份有限公司组织结构图



# 附件 2　光大嘉宝股份有限公司
# 主要计算指标

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 134.50 | 250.99 | 284.17 | 280.88 |
| 所有者权益（亿元） | 60.64 | 81.47 | 94.78 | 95.59 |
| 短期债务（亿元） | 0.40 | 27.60 | 11.54 | 11.98 |
| 长期债务（亿元） | 13.89 | 65.37 | 85.56 | 86.46 |
| 全部债务（亿元） | 14.29 | 92.97 | 97.09 | 98.44 |
| 营业收入（亿元） | 30.83 | 47.58 | 48.21 | 8.22 |
| 净利润（亿元） | 6.78 | 11.70 | 4.39 | 0.80 |
| EBITDA（亿元） | 10.28 | 19.94 | 14.10 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 12.52 | 17.76 | -1.13 | -0.71 |
| 流动资产周转次数（次） | 0.28 | 0.39 | 0.35 | -- |
| 存货周转次数（次） | 0.27 | 0.32 | 0.35 | -- |
| 总资产周转次数（次） | 0.22 | 0.25 | 0.18 | -- |
| 现金收入比率（%） | 102.11 | 89.74 | 99.16 | 49.34 |
| 总资本收益率（%） | 10.29 | 11.68 | 5.58 | -- |
| 总资产报酬率（%） | 7.09 | 9.89 | 4.73 | -- |
| 净资产收益率（%） | 11.35 | 16.46 | 4.98 | -- |
| 营业利润率（%） | 38.26 | 43.97 | 34.59 | 39.37 |
| 费用收入比（%） | 12.30 | 16.27 | 20.67 | 21.78 |
| 资产负债率（%） | 54.91 | 67.54 | 66.65 | 65.97 |
| 全部债务资本化比率（%） | 19.07 | 53.29 | 50.60 | 50.74 |
| 长期债务资本化比率（%） | 18.64 | 44.52 | 47.44 | 47.49 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 15.26 | 5.07 | 2.30 | -- |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.72 | 0.21 | 0.15 | -- |
| 流动比率（倍） | 1.66 | 1.54 | 1.49 | 1.51 |
| 速动比率（倍） | 0.69 | 0.79 | 0.56 | 0.54 |
| 现金短期债务比（倍） | 82.58 | 2.32 | 3.10 | 2.51 |
| 经营现金流动负债比率（%） | 21.01 | 18.71 | -1.29 | -0.86 |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 1.17 | 2.27 | 1.60 | -- |

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 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 公司长期应付款已调整为长期债务；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项待偿本金

# 附件 3　有关计算指标的计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---|---|
| 增长指标 | |
| 年均增长率 | （1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100%<br>（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-税金及附加）/营业收入×100% |
| 费用收入比 | （管理费用+销售费用+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） |
| 本次公司债券偿债能力 | |
| EBITDA 偿债倍数 | EBITDA/本次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/本次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/本次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+长期应付款

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。