

信用等级公告

联合〔2020〕576号

联合资信评估有限公司通过对光大嘉宝股份有限公司及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据进行综合分析和评估，确定光大嘉宝股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，光大嘉宝股份有限公司 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年三月十七日



光大嘉宝股份有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：12 亿元

本期中期票据期限：5 年期，附第 3 年末投资者回售选择权和公司票面利率调整选择权

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：12 亿元拟全部用于偿还公司到期的北金所债券融资工具以及到期或回售的债务融资工具

评级时间：2020 年 3 月 17 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司一般工商企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺		评级结果	AA ⁺	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2	
			行业风险	2	
		自身竞争力	基础素质	3	
			企业管理	2	
			经营分析	2	
财务风险	F1	现金流	资产质量	3	
			盈利能力	1	
			现金流量	2	
		资本结构	1		
			偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

光大嘉宝股份有限公司（以下简称“公司”或“光大嘉宝”）为中国光大集团股份公司（以下简称“光大集团”）旗下上市公司，公司发展战略定位于国内领先的不动产跨境投资和资产管理平台。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对光大嘉宝的评级反映了公司近年来经营稳健，不动产资管业务“募、投、管、退”产业链完整，资产主动管理能力强，核心团队运营和管理经验丰富，在不动产资管行业地位领先；股东背景强大，未来有望持续获得股东较大支持；公司盈利能力稳步增强。同时联合资信也关注到公司房地产业务板块可售货值规模较小，重资产发展模式受到限制；商誉规模较大，未来存在一定的减值风险；近年来公司投资力度较大，资金缺口逐年增加，未来存在较大的对外融资需求等因素对其信用水平的不利影响。

2017 年 4 月，公司实际控制人变更为光大集团，光大集团具有牌照金融资源。公司控股股东中国光大控股有限公司（以下简称“光大控股”）是中国领先的跨境投资及资产管理公司，同时兼具境外上市平台优势，整体实力雄厚，公司作为光大控股下属唯一的不动产资产管理平台，未来有望持续获得股东较大支持。随着公司不动产资管规模的持续扩大及对该业务资源的不断投入，公司盈利结构有望持续优化。综合考虑，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

- 不动产资管业务综合实力较强。**公司不动产资管业务具有完善的“募、投、管、退”全产业链闭环机制，具有良好的投资和投后管理能力；核心团队行业经验丰富。公司子公司光大安石（北京）房地产投资顾问有限公司在不动产资管行业具有良好的市场口碑。
- 股东背景强大。**光大控股作为多元化的金融服务提供商，自身实力很强，在中国金融业具有较高的地位和影响力，公司为光大控股下属唯一的不动产资产管理平台，未来有望持续获得股东较大支持。
- 债务负担一般。**近年来，公司收入规模和利润水平稳步增长，盈利能力增强，债务负担一般，经营活动获现能

分析师：牛文婧 王 聪

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

力较强，货币资金充裕。

关注

1. **房地产业务转型面临一定的不确定性。**公司房地产板块土地储备规模较小，可售货值规模不大，传统重资产发展模式受限；公司房地产板块积极探索新发展模式，加快从重资产模式向轻资产模式转型，未来转型面临一定的不确定性。
2. **商誉存在减值风险。**2016—2018 年，公司商誉均为 12.64 亿元，商誉规模较大。
3. **未来存在较大的对外融资需求。**公司近年来投资规模较大，经营性现金流无法覆盖投资支出，资金缺口逐年增加，公司存在较大的对外融资需求。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
现金类资产（亿元）	42.32	33.03	64.11	43.73
资产总额（亿元）	143.58	134.50	250.99	236.81
所有者权益（亿元）	58.88	60.64	81.47	85.46
短期债务（亿元）	0.99	0.40	27.60	14.27
长期债务（亿元）	10.10	13.89	65.26	67.10
全部债务（亿元）	11.09	14.29	92.85	81.36
营业收入（亿元）	23.64	30.83	47.58	23.27
利润总额（亿元）	3.88	9.18	16.18	3.70
EBITDA（亿元）	4.50	10.07	19.56	--
经营性净现金流（亿元）	17.41	12.52	17.76	-1.25
营业利润率（%）	19.44	38.26	43.97	30.50
净资产收益率（%）	4.94	11.19	14.36	--
资产负债率（%）	58.99	54.91	67.54	63.91
全部债务资本化比率（%）	15.85	19.07	53.26	48.77
流动比率（%）	160.51	166.24	154.42	166.04
经营现金流动负债比（%）	23.52	21.01	18.71	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.47	1.42	4.75	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.96	14.96	4.98	--
公司本部（母公司）口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	89.03	77.82	101.49	98.24
所有者权益（亿元）	41.53	47.27	45.61	43.74
全部债务（亿元）	10.10	14.29	39.31	43.66
营业收入（亿元）	0.20	0.20	0.67	0.20
利润总额（亿元）	0.68	7.81	0.40	-0.10
资产负债率（%）	53.35	39.26	55.05	55.48
全部债务资本化比率（%）	19.57	23.22	46.29	49.96
流动比率（%）	128.42	214.40	163.61	151.39
经营现金流动负债比（%）	20.92	-73.56	-36.65	--

注：公司 2019 年上半年财务报表未经审计；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由光大嘉宝股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

光大嘉宝股份有限公司

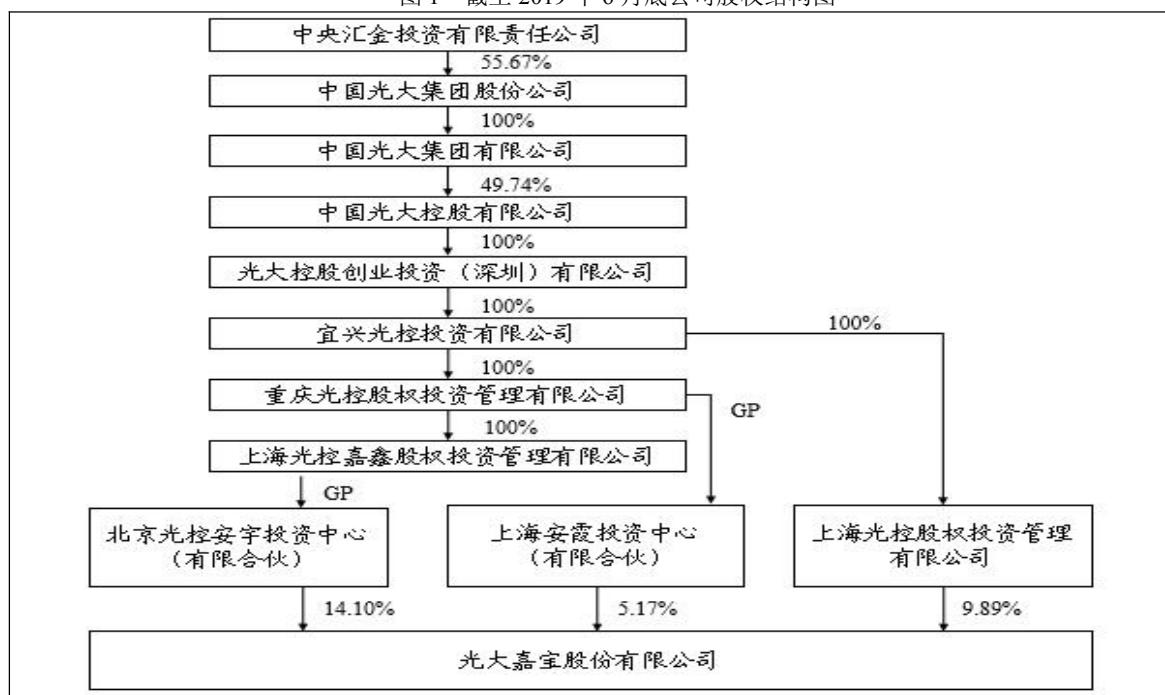
2020 年度第一期中期票据信用评级报告

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（以下简称“嘉宝照明”），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，是中国当时最大的电光源生产和出口企业。1992 年

4 月，经上海市经济委员会批准（沪经企（1992）275 号），将嘉宝照明改组并更名为上海嘉宝实业股份有限公司。1992 年 12 月，公司成功在上海证券交易所上市（股票代码：600622.SH，股票简称：嘉宝实业）。2000 年，公司通过重大股权重组，成为上海市嘉定区国有资产相对控股的上市公司。2003 年 4 月 7 日公司股票简称变更为“嘉宝集团”。

图 1 截至 2019 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2015 年 12 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投资者，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“上海安霞”）合并持有公司 24.27% 的股份，为公司第一大持股主体。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。光大控股成为公司的控股股

东。而光大控股的实际控制人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。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，最终控制人为中央汇金投资有限责任公司。公司在 2017 年 10 月初更名为现在的“光大嘉宝股份有限公司”，2017 年 11 月初，股票简称变更为“光大嘉宝”。

2018 年，公司资本公积转增股本 2.66 亿股，转增后总股本为 11.54 亿股。2019 年上半年，公司资本公积转增股本 3.46 亿股，转增后总股本为 15.00 亿股。截至 2019 年 6 月底，公司股本 15.00 亿元，光控投资及其一致行动人共持有本公司 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投资有限责任公司。

2019 年 1 月，公司对组织机构进行了调整；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，公司总裁下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。截至 2018 年底，公司共有员工 344 人。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 250.99 亿元，所有者权益 81.47 亿元（含少数股东权益 20.45 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 47.58 亿元，利润总额 16.18 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司（合并）资产总额 236.81 亿元，所有者权益合计 85.46 亿元（含少数股东权益 23.74 亿元）；2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 23.27 亿元，利润总额 3.70 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：赵威。

二、本期中期票据概况

公司于 2020 年注册总额度 20 亿元的中期票据，首期计划发行光大嘉宝股份有限公司 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据发行额度为 12 亿元，5 年期，附第 3 年末投资者回售选择权和公司票面利率调整选择权，还本付息方式为按年付息，到期一次还本。本期中期票据募集资金 12 亿元拟全部用于偿还公司到期的北金所债券融资工具以及到期或回售的债务融资工具。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济与政策环境分析

（1）宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，我国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见表 1），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度 GDP 同比增长 6.5%，第二季度同比增长 6.3%，第三季度和第四季度同比增长均为 6.0%，逐季下滑态势明显。

表 1 2016—2019 年我国主要经济数据

项目	2016	2017	2018	2019
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6

CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率 (%)	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1

注: 1. 增速及增幅均为同比增长情况; 2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价; 3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率, 规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率, GDP 为不变价规模

数据来源: 国家统计局, wind, 联合资信整理

消费和固定资产投资增长持续处于回落状态, 对外贸易总额同比减少。2019 年, 社会消费品零售总额同比增长 8.0%, 较上年下滑 1.0%, 其中网上零售额 10.6 万亿元, 同比增长 16.5%。全国固定资产投资 (不含农户) 同比增长 5.4%, 比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看, 制造业投资增速为 3.1%, 比上年低 6.4 个百分点, 其中 12 月有所回升; 基础设施投资增速为 3.8%, 增速与上年持平; 房地产投资增速为 9.9%, 比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%, 比上年回落 4.0 个百分点; 国有投资增速为 6.8%, 比上年高 4.9 个百分点。2019 年, 货物进出口总额 31.54 万亿元, 同比增长 3.4%, 增速比上年回落 6.3 个百分点。其中, 出口增长 5.0%, 进口增长 1.6%。进出口相抵, 顺差 2.92 万亿元, 同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 38.8%、14.1%、-10.7% 和 0.4%, 对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元, 增长 10.8%。

工业生产较为低落, 服务业较快发展。2019 年, 国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%, 占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0% 和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%, 增速较上年同期回落 0.6 个百分点; 工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降 14%, 此后降幅有所收窄, 但一直为负增长, 工业企

业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.4%, 其中, 战略性新兴产业服务业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0% 和 12.0%; 规模以上服务业企业营业利润同比增长 3.5%。2019 年 12 月份, 服务业业务活动预期指数为 59.1%, 增长势头较好。

居民消费价格涨幅上升, 生产价格同比下降。2019 年, 居民消费价格指数 (CPI) 同比上涨 2.9%, 涨幅比上年扩大 0.8 个百分点, 其中猪肉价格上涨较快, 全年同比上涨 42.5%。食品价格全年上涨 9.2%, 涨幅比上年提高 7.4 个百分点; 非食品价格上涨 1.4%, 涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%, 涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年, 工业生产者出厂价格指数 (PPI) 同比下降 0.3%, 比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数 (PIRM) 同比下降 0.7%, 涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

财政收入增长放缓, 支出保持较快增长, 收支缺口扩大。2019 年, 全国一般公共预算收入 190382 亿元, 同比增长 3.8%, 增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元, 同比增长 1.0%; 非税收入 32390 亿元, 同比增长 20.2%。2019 年, 全国一般公共预算支出 238874 亿元, 同比增长 8.1%, 增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看, 与基建投资相关的支出明显增长, 城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元, 较去年同期大增 2.91 万元。

就业形势基本稳定, 但就业压力持续存在。在制造业生产收缩, 服务业增长放缓的影响下, 全国就业形势趋于严峻。2019 年全年调查失业率均在 5% (含) 以上, 较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数, 2019 年全年一直在荣枯线以下, 反映出企业对劳动力需求的收缩态势。

（二）宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债券规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是降低金融机构存款准备金率，其中 1 月和 9 月全面下调金融机构存款准备金率共 1.5 个百分点，释放长期流动性约 2.3 万亿元，为市场注入了适度充裕的流动性；同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率，加强对中小微企业的信贷支持，“三挡两优”的存款准备金率框架初步形成；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下调 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面，主要是继续优化营商环境，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

（三）宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长。在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群居家隔离无法外出消费，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据大幅回落。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了我国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中

国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响，通货膨胀和失业压力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面，由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务业盈利预期，延缓企业复工复产，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债券限额 8480 亿元（其中一般债券限额 5580 亿元、专项债券限额 2900 亿元），合计提前下达 2020 年新增地方债券限额 18480 亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按央行再贷款利率的 50% 给予贴息。2 月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。央行于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约 8000 多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2 月以来，央行连续降低了 OMO 操作利率和 MLF 操作利率，2 月 20 日 LPR 报价下调，其中 1 年期报价 4.05%，

下调 10bp，5 年期报价 4.75%，下调 5bp，信贷市场利率全面下行。同时，2 月开市的前两天内（2 月 3—4 日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放资金 1.7 万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

四、行业分析

1. 房地产行业分析

（1）房地产开发行业

延续 2017 年以来房地产市场的严控形势，2018 年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

房地产投资开发方面，2018 年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.50%，增速较上年增加 2.50 个百分点；其中住宅投资 8.52 万亿元，同比增长 13.40%，增速较上年增加 4.00 个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比增长 17.20%，其中住宅新开工面积 15.34 亿平方米，同比增

长 19.70%。全国房屋施工面积 82.23 亿平方米，同比增长 5.20%；其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018 年全年商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下降 6.40 个百分点；共实现销售额 15.00 万亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下降 1.50 个百分点。价格方面，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，2018 年百城住宅平均价格累计上涨 5.09%，较 2017 年增速下降 2.06 个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018 年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

（2）土地市场与信贷环境

2018 年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度。2018 年，全国 300 城市共推出用地 12.84 亿平方米，同比增长 20%，其中住宅用地共推出 5.05 亿平方米，同比增长 26%；土地成交量 10.55 亿平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交 3.89 亿平方米，同比增长 10%。进入 2018 年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较 2017 年明显增加。价格方面，2018 年，全国 300 个城市土地出让金总额为 41773 亿元，同比增长 2%，较 2017 年增长 2%；300 个城市成交楼面均价为 2159 元/平方米，同比下跌 11%；平均溢价率为 13%，较 2017 年同期下降 16 个百分点。总体看，进入 2018 年以来，全国 300 城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看,2018年,房地产开发企业资金到位165963亿元,比上年增长6.4%,增速比1-11月份回落1.2个百分点,比上年回落1.8个百分点。其中,国内贷款24005亿元,下降4.9%;利用外资108亿元,下降35.8%;自筹资金55831亿元,增长9.7%;定金及预收款55418亿元,增长13.8%;个人按揭贷款23706亿元,下降0.8%。

2018年以来,证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧,通道业务全面叫停,各类非标准化产品持续受到政策限制,资金难以流向房地产行业,银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧;债券市场上,房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度,成功发行债券的主要以龙头企业为主;个人按揭贷款方面,各地区贷款利率各地区均持续走高,贷款额度审批趋严,放款速度减缓,为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下,房地产企业加快开发进度,加大推盘力度,促销售抓回款,以实现资金快速周转。进入2018年10月以来,金融市场上货币政策出现松动。11月15日,国家发改委表示支持民营企业市场化融资,并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施,拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外,多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调,如北京、上海、武汉、杭州、广州等地,利率调整主要涉及首套房贷,贷款审批速度也有所加快。

总体看,虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象,财政金融定向“微调”,但在7月31日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下,政策大幅度宽松可能性不大,房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入,融资方面仍将维持较大压力,限制政策难以大幅松动。

(3) 政策环境

2018年3月,两会政府工作报告提出,要落实地方主体责任,继续实行差别化调控,促进房地产市场平稳健康发展;启动新的三年棚改攻坚计划,加大公租房保障力度;支持居民自住购房需求,培育住房租赁市场,发展共有产权住房。在相关政策的指导下,各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策,热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级,部分三四线城市也出台了规范制度。

此后,2018年5月,住建部发布《住房城乡规划建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》,其中提出3—5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年,各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面,国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后,各地持续发力集体建设用地建设租赁住房,北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度,并针对地区房地产市场情况,制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面,北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于85%的,收购转化为共有产权住房,从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系,明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模,增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策,试点时限为1年。

2018年6月,国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行,住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求,即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区,

应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018年7月31日，中共中央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了2018年下半年稳中求进的总基调。但同样在2018年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7月太原宣布取消二手房限售，12月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在2018年12月13日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

2. 房地产基金行业

近年来，随着经济发展、人口向城市聚集、第三产业的比重不断提高，城市对办公、购物中心、长租公寓、仓储物流等各类持有型地产的需求正在不断增长。中国不动产投资市场越来越活跃，以不动产私募基金为代表的资本在不动产大宗交易市场中逐步崛起，这预示着地产存量时代的到来，也昭示着地产融资模式变革的必然趋势。基于国内巨大的地产存量更新规模，以基金方式投资于不动产业务的发展空间十分广阔。作为一种资

产配置工具，不动产私募基金未来将成为机构和个人投资者资产配置的重要组成部分。未来，随着国内REITs市场不断发展、投资者退出渠道日趋丰富，国内不动产资产管理行业将更具生机和活力。

同时，该行业也面临着一定的挑战。一方面，宏观环境层面面临经济转型升级的压力增大，金融行业整体去杠杆、资管新规及配套细则落地、私募基金行业监管政策趋严，均使得不动产私募基金管理人普遍感到募资的压力大、难度高；另一方面，上述因素也使得不动产私募基金管理人的门槛有所提高，这对于运作规范、具有较强主动管理能力和成熟ABS退出能力的资产管理机构而言，其核心竞争力优势将愈加突显。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年6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投资有限责任公司。

2. 股东实力

光大控股于1997年在香港成立，是中国领先的跨境投资及资产管理公司，母公司光大集团在中国拥有庞大业务网络及资源。光大控股通过所管理的多个私募基金、创投基金、产业基金、夹层基金、母基金、固定收益和股票基金，利用强大的自有资金，与投资者共同培育了众多具有高增长潜力的企业，同时配合中国企业的发展需求，将海外的技术优势与中国市场相结合，为中国客户参与海外投资提供了多元化的金融服务。截至2018年底，光大控股共管理62只基金，已完成募资规模港币1435亿元，投资覆盖多个行业。光大控股投后管理项目总数达158个。

光大嘉宝作为光大控股旗下唯一的不动产资产管理平台，光大控股从募、投、管、

退的全资管链条给予光大嘉宝全面支持，包括但不限于在光大安石（北京）房地产投资顾问有限公司（以下简称“光大安石”）收购境内外项目的前期阶段为其提供流动性支持用于锁定项目、直接认购光大安石发起基金的份额；光大控股的全资子公司上海光控股权投资管理有限公司在 2017 年 4 月 6 日至 2018 年 4 月 6 日期间累计增持 4.89% 公司股份至 9.89%，充分彰显控股股东和实际控制人对于公司未来的发展信心。

3. 企业规模与竞争力

公司传统业务以房地产开发为主，产品在上海市及周边地区拥有较高的市场认可度。公司拥有房地产开发一级资质，多个项目获得上海市和昆山市市级奖项。2015 年，紫提湾项目入选第七届上海市优秀住宅作品集；2016 年昆山花桥嘉宝梦之晨项目 4# 楼被昆山市住房和城乡建设局和昆山市建筑行业协会评为昆山市级优质结构工程奖；嘉宝·梦之湾景苑获得上海市房地产行业协会颁发的第九届“上海市优秀住宅”金奖；嘉定大融城项目获得上海市优质工程“白玉兰奖”。

2016 年，公司收购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% 的股权，新增房地产基金管理业务。光大安石作为光大控股旗下唯一的不动产资产管理平台，专注于中国房地产投资逾 10 年。光大安石提供固定收益组合管理、主动开发业务管理、商业运营业务管理等全套综合房地产资产管理服务，提供从前期、设计、成本合约、工程建设、到项目整体招商、销售、融资安排，并能够最终实现以资产出售、股权交易、证券化等多种方式退出的一体化解决方案，能够实现开发及商业项目的全流程管理。

光大安石在 2015—2019 年连续五年蝉联由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三家单位

联合颁布的“中国房地产基金综合能力 TOP10”榜首。公司在商业、办公楼、工业物流等领域稳步拓展，拥有长期培育的自有商业品牌“大融城”，其荣获“2016 年中国商业地产项目品牌价值 TOP10”，在全国屡获殊荣，品牌美誉度和影响力皆不断提升。重庆观音桥大融城，荣获“2015—2016 年度中国商业地产金坐标奖—中国商业地产杰出运营项目”。青岛卓越大融城于 2017—2018 年先后获得“2017 年度最值得期待商业项目”、“最具活力卖场奖”等。光大安石作为国内首单地产基金储架式商业 REITs 的发行者，获得由深圳证券交易所颁发的“优秀固定收益业务创新机构”奖项。

2018 年，光大安石中国房地产基金顺利推进北京新光大中心、上海光大安石中心等位于一线城市的投资开发管理项目，同时积极发展“大融城”与“大融汇”两条商业产品线，运营及管理迎合“新零售”需求和购物中心及迎合“新批发”趋势的商贸展销中心。年内上海静安大融城项目、西安大融城项目、重庆朝天门大融汇相继开业。截至 2019 年 6 月底，光大安石在管及在建的“大融城”项目已达 17 个，布局于上海、北京、重庆、西安、青岛等多个一二线城市，总面积达 180 万平方米。此外，2018 年，光大安石收购美国知名本土资产管理者 Arrow RE Holdings 公司，进一步向全球跨境不动产资产管理人的发展方向努力。

以重庆观音桥为底层资产的首誉光控-光控安石大融城资产支持专项计划斩获“2016 年度中国房地产金融最佳案例奖”“2016REITs 与商业地产抵押贷款 ABS 最受欢迎奖”“中国 REITs 联盟 2016 最佳类 REITs 奖”。同时光大安石与第一太平戴维斯合资成立物管公司，对光大安石旗下的商业、办公楼、工业园区开展主动物业管理。

总体看，公司传统房地产开发业务区域市场认可度较高；子公司光大安石业务定位

明确，行业运营经验丰富，旗下大融城品牌认可度高，业务涵盖“募、投、管、退”全产业链，竞争优势明显。

4. 人员素质

截至2019年6月底，公司有董事9名（其中独立董事3名），监事3名，董事长1名，董事会秘书1名，财务负责人1名。

公司董事长赵威先生，1971年10月出生，经济学博士。赵威先生曾任中国再保险（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；现任公司董事长、光大控股执行董事兼首席执行官、中国光大银行股份有限公司非执行董事等职。

副董事长钱明先生，1963年8月出生，硕士。钱明先生曾任江西省彭泽县芙蓉乡副乡长，上海市嘉定区委政策研究室科长、副主任，公司董事长、总裁、党委副书记等职；现任公司副董事长、党委书记等职。

公司董事PAN YING（潘颖）先生，1970年1月出生，美国国籍，大学本科。潘颖先生曾任职于国家外汇管理局外汇储备交易处、中国人民银行全资子公司华安投资（香港）、美国洛杉矶的Seagate资产管理公司及光大海基资本等单位；现任公司董事、董事会执行委员会主席，光大控股首席投资官及管理决策委员会成员，Ying Li International Real Estate Limited 非执行非独立副董事长，石化油服独立董事等职。

公司总裁陈宏飞先生，1974年1月出生，硕士。陈宏飞先生曾任职于北京建筑设计院，Barker Pacific Group, Inc（洛杉矶），雷曼兄弟

商业地产组下属公司，铁狮门中国基金等多家企业；现任公司董事、总裁，光大安石（北京）房地产投资顾问有限公司董事长兼总经理等职。

截至2019年6月底，公司拥有在职员工361人。从受教育程度看，高中以下的占14.96%，高中及中专的占9.42%，专科占14.40%，本科及以上学历占61.22%。从年龄看，20~30岁的占13.02%，30~40岁的占44.32%，40~50岁的占22.71%，50岁以上的占19.95%。

总体看，公司董事及高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验；员工受教育程度和年龄结构构成较为合理，能够满足日常经营管理需要。

六、管理分析

1. 法人治理结构

根据《公司法》《证券法》、规范性文件、《公司章程》等有关规定，公司逐步建立健全了与业务性质和规模相适应的治理结构。股东大会、董事会、监事会之间权责明确，各司其职、各尽其责，相互制衡、相互协调，形成了合理的分工和制衡，保证了公司治理结构、内部机构设置和运行机制的有效和规范。

公司董事会由9名董事组成，其中独立董事3人；监事会由3名监事组成，负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。公司实行董事会领导下的总裁负责制，公司设总裁1人，由董事会聘任，对董事会负责；公司总裁主要负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议并接受董事会和监事会的监督。

总体看，公司法人治理结构健全，运行有效。

2. 管理水平

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在财务

管理、内部审计、子公司管理、资产管理、内部关联交易管理等方面建立了相应的内部控制制度。

财务管理方面，公司根据《企业会计准则》《企业内部控制基本规范》及其应用指引等有关规定，结合公司实际情况，制定了公司财务管理制度。该制度适用于公司及其各子（分）公司，从总则、货币资金管理、债权债务管理、存货管理、固定资产管理、无形资产管理、成本费用管理、利润及利润分配管理等多个方面对公司财务进行规范。

子公司管理方面，为加强对子公司的管理，公司对子公司董事、监事和高管的产生及职责，子公司投资和经营决策管理、财务管理、内部审计监督以及信息披露等多方面进行了明确规范。其中明确规定公司通过子公司股东会行使股东权力，选举子公司董事、监事。公司对各子公司实行财务垂直领导和管理，财务部门的负责人由公司委派。公司定期或不定期实施对子公司的审计监督。

同时，公司制定了《固定资产管理制度》、《存货管理制度》《无形资产管理制度》《资产处置管理制度》等相关制度加强资产管理，并且还制定了《突发事件处理制度》《内部关联交易管理制度》《担保管理制度》等加强风险管理。

此外，公司在业务方面也制定了一系列的管理制度。在房地产开发业务方面，制定了《工程项目招投标管理制度》《地产项目采购管理制度》《设计变更管理制度》《项目指令管理制度》等。在地产业务基金业务方面，制定了《投资决策管理制度》、《运营风险控制制度》、《稽核监察制度》等。

总体看，公司部门设置合理，内部管理制度较为健全，管理制度规范，整体运作情况良好。

七、重大事项

1. 新增房地产基金管理业务

2016年11月，公司发布《关于受让光大安石51%股权、安石资管51%股权暨关联交易的公告》，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（中文名称“光大安石投资（咨询）有限公司”，以下简称“光大安石投资”）持有的光大安石51%股权、安石资管51%股权（下文将光大安石和安石资管合称为“目标公司”）。光大安石投资为控股型公司，主要通过光大安石、安石资管开展具体业务，光大安石与安石资管在业务推进过程中分别负责房地产投资项目的投前、投后管理，两者共同构成房地产投资管理的完整业务链。

公司进行本次交易的前提条件之一是光大安石投资所作出的如下业绩承诺：光大安石投资承诺目标公司合计在2016会计年度、2017会计年度、2018会计年度（前述三个会计年度合称“业绩承诺期”）累计实现的归属于目标公司所有者的净利润合计不低于69097.84万元（“承诺净利润”），其中预计2016会计年度实现的净利润不低于21091.00万元，预计2017会计年度实现的净利润不低于22611.61万元，预计2018会计年度实现的净利润不低于25395.23万元（前述业绩承诺期内每一会计年度预计实现的净利润以下各称“年度预估净利润”）。前述每一会计年度的净利润为预计数字，在每一会计年度结束后，由会计师出具专项审核意见；在2018会计年度结束后第一个季度内综合评估承诺净利润的实现情况。其中目标公司2016—2018年实际实现净利润分别为22761.04万元、24744.11万元和26858.80万元，业绩承诺完成率分别为107.92%、109.43%和105.76%，业绩承诺完成情况良好。

本次交易完成后，公司新增光大安石及安石资管两家并表子公司，获得优质的不动

产资产管理业务的资产、品牌及优秀管理团队，打通了房地产投资项目的投前至投后管理通道，综合实力得到提升。同时联合资信也关注到，公司商誉规模较大，如果光大安石未来经营业务出现重大收缩等，有可能出现计提商誉减值的风险。

2. 实际控制人变更

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。

3. 人事变动

公司部分高级管理人员调整

2019年1月21日，公司召开第九届董事会第十二次（临时）会议，审议通过了《关于调整公司部分高级管理人员的议案》，即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；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。

公司监事会主席辞职和选举新任监事会主席

因已达法定退休年龄，陈旭先生提出辞去公司监事职务之申请。2019年5月21日，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，选举杨莉萍女士为公司监事。同日，公司召开第九届监事会第十三次（临时）会议，审议通过了《关于选举公司监事会主席的议案》，即选举杨莉萍女士为公司第九届监事会主席。

公司董事长辞职和选举新任董事长

2019年6月10日，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。根据《公司法》《公司章程》等有关规定，陈爽先生的辞职未导致公司董事会成员低于法定人数，不会影响公司董事会正常运作，上述辞呈自送达公司董事会之日起生效。具体内容详见公司临2019-036号公告。

2019年7月1日，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》。同日，公司召开第九届董事会第十八次（临时）会议，审议通过了《关于选举公司第九届董事会董事长的议案》，即选举赵威先生为公司第九届董事会董事长。

公司副总裁辞职

2019年6月10日，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。根据公司有关规定，经公司董事会提名委员会通过，公司董事会同意胡兵先生辞去其公司副总裁之职务。

八、经营分析

1. 经营概况

公司收入快速增长，毛利率处于行业较

高水平。

2017年，公司将光大安石和安石资管纳入合并范围，新增不动产资管业务，2018年，公司仍主要从事不动产资管和房地产开发业务，并逐步确立不动产资管为核心发展业务。

收入方面，2016—2018年，公司营业收入快速增长，年均复合增长41.88%。2018年，营业收入为47.58亿元，同比增长54.33%，主要系房地产收入增加所致。细分板块看，2018年，各细分板块收入均实现同比增长，房地产业务、物业租赁、不动产资管和其他业务分别同比增长58.93%、5.56%、23.54%和176.92%。

毛利率方面，2016—2018年，公司毛利率逐年增长，分别为30.43%、44.16%和

56.97%。2018年，公司毛利率同比增长12.81个百分点，主要系收入占比最高的房地产板块毛利率大幅提升所致。细分板块看，2018年，房地产业务和其他业务毛利率出现上升，分别同比提升17.51个百分点和34.68个百分点，房地产业务毛利率大幅提升主要系结转梦之缘毛利率项目所致。其余板块毛利率出现小幅下降，物业租赁和不动产资管毛利率分别同比下降1.74个百分点和3.28个百分点。

2019年1—6月，公司实现营业收入23.27亿元，为2018年全年的48.91%；毛利率为35.47%，较2018年下降21.50个百分点，主要系房地产业务毛利率大幅下降所致。2019年1—6月，公司房地产业务毛利率大幅下降主要系结转产品结构差异所致。

表2 近年来公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

业务类型	2016年			2017年			2018年			2019年1—6月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
房地产业务	23.21	98.22	30.33	25.13	81.51	33.93	39.94	83.95	51.44	19.32	83.03	26.12
不动产资管	--	--	--	5.31	17.22	94.39	6.56	13.79	91.11	3.17	13.64	92.45
其他	0.42	1.79	52.59	0.39	1.27	19.35	1.08	2.26	54.03	0.77	3.33	35.14
合计	23.64	100.00	30.43	30.83	100.00	44.16	47.58	100.00	56.97	23.27	100.00	35.47

资料来源：公司提供

2. 不动产资管业务

光大安石作为国内领先的房地产基金，拥有完善的募、投、管、退全产业链闭环机制，具备良好的投资和投后资管能力；公司核心团队长期稳定，有多年雷曼兄弟和光大控股从业资历，具备丰富行业经验；不动产资产管理板块资产优良，运营模式成熟，未来发展稳定可期。不动产资管业务收入的增加有望使得公司盈利水平进一步提升。同时，业务整合对公司经营和管理提出挑战。

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服务。

2018年，公司不动产资管业务实现收入

6.56亿元，同比增长23.54%，主要系管理及咨询服务收入增加以及新增超额管理费收入所致；毛利率为91.11%，同比下降3.28个百分点。

2019年1—6月，公司不动产资管业务收入为3.17亿元，为2018年全年的48.32%；毛利率为92.45%，较2018年提升1.34个百分点。

不动产资管业务投资标的类型

光大安石投资标的既包括低风险且已开始形成现金流的成熟物业资产，也包括位于核心区位，能通过重新定位、改造升级或再开发及运营优化带来显著增值潜力的物业。目前，光大安石主要投资领域集中在购物中心、大型商业综合体、写字楼和物流园项目等领域。

（1）购物中心和大型商业综合体

光大安石投资位于二线、三线城市的市中心购物中心，以及一线城市、重点二线城市的区域型购物中心。光大安石已建立商业地产运营平台和零售商业自主品牌“大融城”。光大安石在国内多个二三线城市的核心地段，以及多个一线和强二线城市的副中心区域，包括上海、北京、重庆、西安、青岛、顺德、江门等城市，管理及在建大融城、大融汇体系项目共 17 个，面积约 180 万平米。同时，光大安石也会投资位于一、二线城市的大型商业综合体，涵盖酒店、公寓、办公楼、商业等不同业态，通过对项目重新定位，进行主动开发、销售，以及积极创新的资产运营，提升资产价值。

（2）写字楼

光大安石投资位于一线城市核心区及次核心区的低风险和已开始形成现金流的成熟写字楼资产，也投资位于核心区位但经营不善或业态落后的物业，通过进行重新定位、改造升级或开发、以及运营优化来提升写字楼价值，形成稳定现金流。

（3）物流园项目

光大安石在全国重要物流节点，多个一二线城市布局物流产业园，包括成熟运营的、在建的以及大量储备的物流园项目。光大安石建立了功能完备的物流地产团队，包含业务发展、招商运营、工程管理、资管物管等职能部门。

不动产资管业务风控体系

光大安石综合资管体系完善，风险控制制度健全，形成了完善的募、投、管、退全产业链闭环机制，拥有独立的决策体系、灵活的投资策略、房地产全业态以及全生命周期的操盘能力和风险控制能力。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，有利于发挥联动协同作用。

“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、改造和综合性的运营管理能力，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。

在退出方面，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。目前，光大安石尚未出现退出失败的案例。

不动产资管业务盈利模式

公司通过控股的光大安石平台作为私募基金管理人，重点投资于持有型物业，并以管理人的身份或以品牌输出的形式，对相关物业进行升级、改造、开发、运营等经营管理，获得相应的管理费收入，通常以基金规模和一定管理费率（通常在 1.00%~2.00%/年左右）计算并收取。

此外，公司也会通过投资基金产品的有限合伙、普通合伙份额获得相应的投资收益，有限合伙份额通常包括优先级份额和权益级份额，其优先级有限合伙份额投资收益通常按照投资金额以及固定的收益率计算并收取，权益级有限合伙份额投资收益除按照投资金额以及固定的收益率计算并收取外还享有在分配完优先级有限合伙份额投资收益后分配的一定比例的剩余收益。普通合伙份额投资收益通常按基金收益分配完优先级和权益级

有限合伙份额投资本金和预期收益后剩余的部分进行分配。

业务运营情况

2018年光大安石新增投资项目为13个，同比减少14个，主要系2018年金融及地产行业资金偏紧等因素影响所致。截至2019年6月底，光大安石在管项目42个，在管规模人民币469.39亿元。

表3 2017年以来光大安石业务情况
(单位: 个、亿元)

项目	2017年	2018年	2019年1-6月
新增投资项目	27	13	9
新增项目投资额合计	231.51	78.04	70.18

退出项目个数	24	10	4
退出项目投资金额	76.55	98.96	71.79
期末持有投资项目个数	34	37	42
期末持有投资项目金额合计	492.02	471.10	469.39

资料来源: 公司提供

截至2019年6月底，光大安石管理的资产规模为469.39亿元，其中综合体管理规模占33.89%、商业在管规模占32.33%、写字楼在管规模占13.17%，工业地产在管规模占7.96%、住宅在管规模占1.57%，其他在管规模占11.08%。公司在管项目主要位于北京、上海等城市，项目所处位置交通便利，地理位置优越，项目前景良好。截至2019年6月底，公司长期在管规模前五大项目如下表所示。

表4 截至2019年6月底公司长期在管规模前五大项目概况(单位: 亿元)

基金名称	项目业态	所在城市	基金形式(债权/权益/混合)	在管规模
上海钊励/上海晟科	综合体	北京	混合	85.70
上海光翎/光控安石-静安大融城私募股权投资基金	商业	上海	混合	43.00
上海光渝/光控安石-大融城私募投资基金	商业	重庆	混合	28.54
上海光野	综合体	上海	混合	18.71
上海光魅	写字楼	北京	混合	14.00
合计				189.95

资料来源: 公司提供

在公司管理的项目中，公司也会选择跟投一些项目。截至2019年6月底，公司长期股权投资为38.23亿元，主要由公司投资的不动产基金项目构成。2018年及2019年上半年，公司长期股权投资投资收益分别为2.18亿元和0.77亿元。

3. 房地产开发

公司目前在建和在售项目规模较小，可售货值规模不大，公司靠拿地、建设、销售重资产模式受到一定限制。近年来公司积极探索联合拿地、管理输出等新的发展模式，

加速从重资产经营模式向轻资产经营模式转变，同时动迁安置房收入也保持一定规模，随着公司不断聚焦不动产资管业务，预计未来公司房地产收入不会大幅增长。

随着公司不断聚焦不动产资管业务，地产开发板块积极转型，探索联合拿地、管理输出等新方法，加速从重资产经营模式向轻资产经营模式转变。目前，公司房地产开发项目涉及政府动迁安置房、住宅商品房、商务办公楼等不同业态，主要布局于上海市嘉定区及周边地区，区位优势较好。

表5 近年来公司房地产业务板块收入构成(单位: 亿元、%)

业务	2017年		2018年		2019年1-6月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
普通住宅、商业、办公物业项目	18.97	41.05	35.72	54.03	15.66	29.43

动迁安置房	4.92	5.30	3.16	16.90	3.24	5.27
-------	------	------	------	-------	------	------

注：本表普通住宅、商业、办公物业项目和动迁安置房收入合计数和表2中房地产收入数据差异系表2中房地产收入除这两项收入外，还包括租赁收入和车库收入

资料来源：公司提供

截至2019年6月底，公司已完工项目4个，其中梦之晨项目已经销售完毕，其余3个项目均处于尾盘销售阶段，销售进度均在

85%以上，累计销售回款金额126.37亿元，截至2019年6月底累计确认收入104.49亿元。

表6 公司主要已完工普通住宅和商业、办公物业项目运营情况（单位：万平方米、亿元、%）

序号	项目名称	地理位置	项目类型	总建筑面积	总投资金额	销售进度	销售阶段	累计销售回款金额	累计确认收入金额
1	梦之晨	昆山花桥	住宅	25.65	13.50	100.00	销售完毕	19.11	18.82
2	梦之缘	上海嘉定	商住办	23.15	24.09	90.02	尾盘销售中	45.21	40.34
3	梦之湾	上海嘉定	住宅	22.91	23.27	98.29	尾盘销售中	31.27	30.90
4	嘉宝名邸	上海浦东	住宅	6.06	19.31	89.47	尾盘销售中	20.66	14.43
5	梦之悦	昆山花桥	住宅	21.63	18.57	23.38	销售中	10.12	-
合计				99.40	98.74	--	--	126.37	104.49

资料来源：公司提供

截至2019年6月底，公司在建项目3个，总建筑面积合计26.74万平方米，计划总投资60.01亿元，已投资55.26亿元，尚需投资8.99亿元，2019年7—12月、2020年和2021年分别计划投资2.27亿元、1.69亿元和0.80亿元。公司在建项目规模不大，未来资本支出压力不大。

公司4个在建项目均已办理建设用地规划许可证、土地使用权证、建设工程规划许可证和建筑工程施工许可证等四证。其中，梦之悦和梦之星项目已获取部分预售许可证，梦之月项目已取得所有可供出售房屋的预售

许可证。上述项目预计2020年都能完工交付。

在建项目预售进度方面，梦之悦项目销售进度较低，为23.38%；梦之月和梦之星项目预售进度分别为89.97%和93.06%。

光大安石中心项目总建筑面积15.90万平方米，其中13.20万平方米用于出租（其中，可供出租面积为7.20万平方米，尚在升级改造中以后用于出租的面积为6.00万平方米）、2.70万平方米用于销售。截至2019年6月底，该项目已出售面积约4000平方米，销售进度为14.82%，剩余可供出售面积约2.30万平方米。

表7 公司在建项目情况（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	总建筑面积	预计总投资额	已投资金额	未来投资计划		
								2019年7—12月	2020年	2021年
1	梦之月	上海嘉定	住宅	1.93	5.16	3.87	2.32	1.47	0.08	--
2	梦之星	上海嘉定	住宅	2.44	5.68	10.90	9.66	0.41	0.83	--
3	光大安石中心	上海杨浦	商办	2.50	15.90	45.24	43.28	0.39	0.78	0.80
合计				6.87	26.74	60.01	55.26	2.27	1.69	0.80

资料来源：公司提供

截至2019年6月底，公司土地储备占地面积共7.35万平方米。其中，徐行地块（盛

创科技园项目）于2006年取得，取得时间较早，该项目总占地面积为8.58万平方米，于

2006年12月开工，共分三期进行开发。项目一期于2008年8月竣工、项目二期于2013年5月竣工，总占地面积为7.28万平方米。项目三期占地1.30万平方米，待规划开发。

2018年12月21日，公司子公司上海嘉宝联友房地产有限公司（以下简称“嘉宝联友”）与上海佳美置业投资发展有限公司（以

下简称“佳美置业”）以16.88亿元的价格，联合竞得安亭地块（即梦之晴项目），其中嘉宝联友投资比例为51.00%，佳美置业投资比例为49.00%。该地块位于嘉定区安亭镇，东至萃浦路，西至双浦路，南至硕望路，北至地块边界，宗地总面积6.05万平方米，土地用途为普通商品房。

表8 公司土地储备情况（单位：万平方米、亿元）

序号	地块名称	坐落位置	拟建项目类别	土地面积	取得时间	出让金金额	截至2019年6月底已交出让金
1	徐行地块	上海嘉定区徐行镇	商业、办公	1.30	2006年	0.14	0.14
2	安亭地块	上海市嘉定区安亭镇	住宅	6.05	2019年	16.88	16.88
合计				7.35	--	17.02	17.02

资料来源：公司提供

可售货值方面：在建项目梦之月和梦之星项目预售进度很高，可售货值较低。公司可售货值集中在梦之悦和光大安石中心项目。此外，公司尚有两幅土地储备，未来随着项目的开发，可释放出一定货值。总体看，公司可售货值规模不大。

4. 经营效率

2016—2018年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数三年加权平均值分别为62.67次、0.29次和0.23次；2018年上述指标分别为44.76次、0.32次和0.25次。公司经营效率正常。

5. 未来发展

在房地产开发业务方面，公司不断加大开发力度，优化产品结构，强化服务意识，提升能力水平。

在不动产资管业务方面，依托光大安石平台自身“募、投、管、退”的全链条服务优势，以“核心城市+区域聚焦”为主要经营策略，以“重资产收购+轻资产管理输出”为主要经营模式，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。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。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2016—2018年度合并财务报告，众华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见的审计结论。公司2019年半年度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至2019年6月底，公司纳入合并范围子公司共有41家。2016年，公司新纳入合并范围子公司5家。2017年公司新纳入合并范围的子公司6家，不再纳入合并范围子公司2家。2018年，公司新纳入合并范围子公司4家。2018年公司新纳入合并报表范围的有光控安石-上海一号私募投资基金、上海明悦酒店管理有限公司和上海锦博置业有限公司，这三家公司资产规模比较大。总体看，公司合并范围变化对财务数据可比性有一定影响，财务数据可比性一般。

截至2018年底，公司（合并）资产总额250.99亿元，所有者权益81.47亿元（含少数股东权益20.45亿元）；2018年，公司实现

营业收入 47.58 亿元，利润总额 16.18 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司（合并）资产总额 236.81 亿元，所有者权益 85.46 亿元（含少数股东权益 23.74 亿元）；2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 23.27 亿元，利润总额 3.70 亿元。

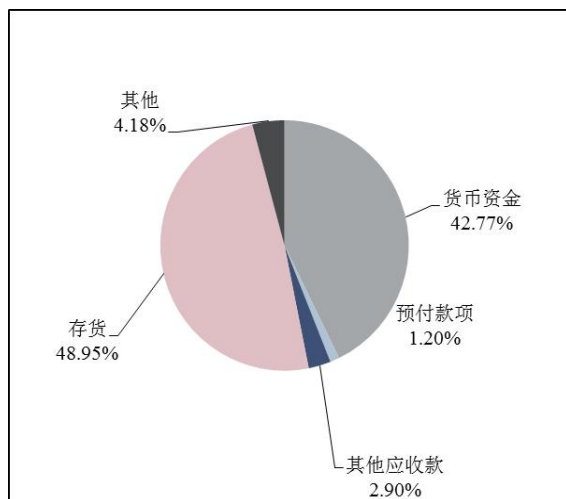
2. 资产质量

近年来公司资产规模波动增长，流动资产中存货和货币资金占比高。公司并购光大安石后产生较大规模商誉，未来应关注商誉减值风险；2018 年在管基金因符合控制标准纳入合并范围，但在基金退出后出表，可能对公司财务指标造成一定波动。公司整体资产质量良好。

2016—2018 年，公司资产规模波动增长，年均复合增长 32.22%。截至 2018 年底，公司资产总额 250.99 亿元，较上年底增长 86.61%，主要系非流动资产增长所致。其中流动资产占 58.39%，非流动资产占 41.61%。

2016—2018 年，公司流动资产规模波动中有所增长，年均复合增长 11.07%。截至 2018 年底，公司流动资产合计 146.57 亿元，较上年底增长 47.99%，主要系货币资金和存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 42.77%）和存货（占 48.95%）构成。

图2 截至2018年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2016—2018 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 22.86%。截至 2018 年底，公司货币资金 62.68 亿元，较上年底增长 95.64%，主要系光控安石-上海一号私募投资基金纳入公司合并报表范围，该基金下属企业开发的光大安石中心项目因借新还旧事宜暂时性增加 18.00 亿元银行借款及房地产开发业务销售回笼资金所致；货币资金主要由银行存款（占 73.57%）和其他货币资金（占 26.42%）构成；货币资金受限金额 11.30 亿元，受限比例为 18.03%。

2016—2018 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 67.99%。截至 2018 年底，公司其他应收款 4.25 亿元，较上年底增长 224.34%，主要系支付上海市嘉定区规划和土地管理局土地保证金所致。

2016—2018 年，公司存货波动幅度较大，年均复合增长 0.92%。截至 2018 年底，公司存货 71.74 亿元，较上年底增长 24.11%，主要系上海锦博置业有限公司开发的梦之星项目和光控安石-上海一号私募投资基金下属企业开发管理的光大安石中心项目纳入公司报表范围所致；公司存货主要由开发成本（54.56%）和开发产品（45.14%）构成；公司开发成本主要由商品房构成，开发产品主要由商品房、动迁房和综合体构成；计提存货跌价准备 35.76 万元；存货受限金额 27.53 亿元，受限比例 38.37%，系抵押借款所致。

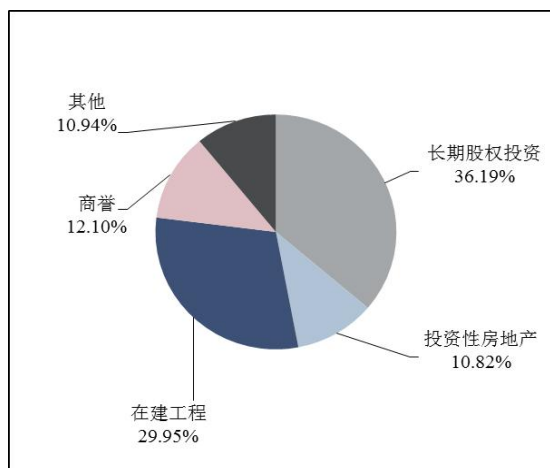
2016—2018 年，公司其他流动资产波动中有所下降，年均复合下降 6.12%。截至 2018 年底，公司其他流动资产 3.57 亿元，较上年底增长 35.01%，主要系增加银行理财产品投资所致。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产规模快速增长，年均复合增长 105.36%。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 104.43 亿元，较上年底增长 194.47%，主要系在建工程和长期股权投资增加所致。公司非流动资产主要

由长期股权投资（占 36.19%）、投资性房地产（占 10.82%）、在建工程（占 29.95%）和商誉（占 12.10%）构成。

图3 截至2018年底非公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2016—2018 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 184.24%。截至 2018 年底，公司长期股权投资 37.79 亿元，较上年年底增长 710.29%，主要系增加对不动产投资业务投资所致。

公司采用成本模式对投资性房地产进行后续计量。2016—2018 年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长 144.19%。截至 2018 年底，公司投资性房地产 11.30 亿元，较上年年底增长 234.05%，主要系光控安石-上海一号私募投资基金下属企业开发的光大安石中心项目部分物业用于出租所致；投资性房地产受限金额 9.40 亿元，受限比例 83.19%，系抵押借款所致。

截至 2018 年底，公司在建工程 31.28 亿元，系 2018 年上海明悦酒店管理有限公司和光控安石-上海一号私募投资基金纳入公司合并报表范围，上海明悦酒店管理有限公司对持有的上海明悦项目物业升级改造，光控安石-上海一号私募投资基金下属企业开发的光大安石中心项目部分物业内部装修所致；在建工程受限金额 31.33 亿元。

2016—2018 年，公司商誉均为 12.64 亿元，保持不变。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；公司综合考虑光大安石（北京）房地产投资顾问有限公司业务模式、所处行业地位和实际经营情况，结合上海众华资产评估有限公司出具的评估报告，公司认为收购光大安石（北京）房地产投资顾问有限公司形成的商誉无需计提减值准备。

2016—2018 年，公司无形资产快速增长，年均复合增长 1445.79%。截至 2018 年底，公司无形资产 4.22 亿元，同比增加 4.18 亿元，主要系上海明悦酒店管理有限公司纳入公司合并报表范围，增加上海明悦项目土地使用权所致；无形资产受限金额 4.18 亿元，受限比例 99.05%，系抵押借款所致。

截至 2019 年 6 月底，公司资产总额 236.81 亿元，较上年年底下降 5.65%。其中，流动资产占 56.07%，非流动资产占 43.93%，资产结构较上年年底变化不大。其中，货币资金较上年年底下降 32.84%，主要系偿还一年内到期的长期借款所致。投资性房地产较上年年底增长 127.14%，主要系公司控股的光控安石-上海一号私募投资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珠海安石宜昭投资中心（有限合伙）及其下属企业运营的西安大融城项目所致；在建工程较上年年底下降 39.63%，主要原因是本期上海光稳投资中心（有限合伙）不再纳入公司合并报表范围，对应其及其下属企业运营的上海明悦项目在建工程不再纳入公司合并报表。

截至 2019 年 6 月底，公司所有权或使用权受限资产总额合计 61.74 亿元，占同期资产总额的 26.07%，资产受限比例不高。

3. 负债及所有者权益

公司所有者权益中未分配利润占较高，所有者权益稳定性一般；有息债务规模快速增长，公司整体债务负担一般。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益规模快速增长，年均复合增长 17.63%。截至 2018 年底，公司所有者权益总额 81.47 亿元，较上年底增长 34.35%。其中，归属于母公司所有者权益占比 74.90%，少数股东权益占 25.10%。公司归属于母公司所有者权益主要由股本（占 18.90%）、资本公积（占 28.98%）和未分配利润（占 46.47%）构成。

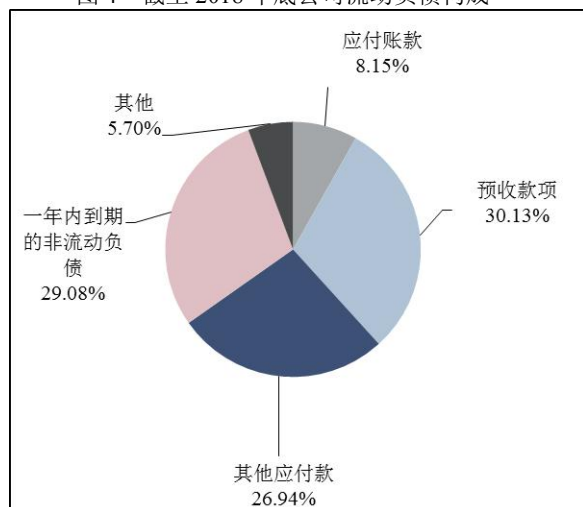
截至 2019 年 6 月底，公司所有者权益 85.46 亿元，较上年底增长 4.89%，所有者权益变化不大。

负债

2016—2018 年，公司负债规模波动增长，年均复合增长 41.48%。截至 2018 年底，公司负债总额 169.52 亿元，较上年底增长 129.51%，主要系非流动负债增长所致；其中流动负债占 55.99%，非流动负债占 44.01%。

2016—2018 年，公司流动负债规模波动中有所增长，年均复合增长 13.23%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 94.91 亿元，较上年底增长 59.30%，主要系其他应付款和一年内到期非流动负债增加所致。公司流动负债主要由预收款项（占 30.13%）、其他应付款（占 26.94%）和一年内到期的非流动负债（占 29.08%）构成。

图 4 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2016—2018 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 58.14%。截至 2018 年底，公司应付账款 7.73 亿元，较上年底增长 9.73%。从账龄上看，1 年以内的占 58.58%，1~2 年的占 21.27%，2~3 年的占 13.94%，3 年以上的占 6.21%。

2016—2018 年，公司预收款项波动中有所下降，年均复合下降 13.20%。截至 2018 年底，公司预收款项 28.60 亿元，较上年底下降 28.57%，主要系房地产开发预收的商品房预售款符合条件结转收入所致。从账龄上看，1 年以内的占 70.20%，1~2 年的占 29.54%，3 年以上的占 0.26%。

2016—2018 年，公司其他应付款波动中有所下降，年均复合下降 5.91%。截至 2018 年底，公司其他应付款 25.57 亿元，较上年底增长 186.80%，主要系收到动迁配套房项目往来款和少数股东往来款所致。从账龄看，1 年以内的占 75.94%，1~2 年的占 18.43%，3 年以上的占 5.63%。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 27.60 亿元，较上年底增长 6799.50%，主要系光控安石-上海私募投资基金纳入公司合并报表范围增加的 1 年内到期的长期借款及公司“14 嘉宝债”1 年内到期所致。其中，一年内到期的长期借款 18.00 亿元，一年内到期的应付债券 8.80 亿元。

2016—2018 年，公司非流动负债规模快速增长，年均复合增长 164.43%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 74.61 亿元，较上年底增长 422.40%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 51.93%）和应付债券（占 35.53%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 884.20%。截至 2018 年底，公司长期借款 38.75 亿元，较上年底增长 674.91%，主要系光控安石-上海一号私募投资基金下属企业纳入公司合并报表范围增加

长期银行借款所致。

2016—2018 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 65.29%。截至 2018 年底，公司应付债券 26.51 亿元，较上年底增长 198.17%，主要系公司发行 20.00 亿元的非公开定向债务融资工具（包括 10 亿元的“18 光大嘉宝 PPN001”、2 亿元的“18 光大嘉宝 PPN002”、4 亿元的“18 光大嘉宝 PPN003”和 4 亿元的“18 光大嘉宝 PPN004”）所致。

截至 2019 年 6 月底，公司负债总额 151.35 亿元，较上年底下降 10.72%。其中，流动负债占 52.83%，非流动负债占 47.17%，负债结构较上年底变化不大。

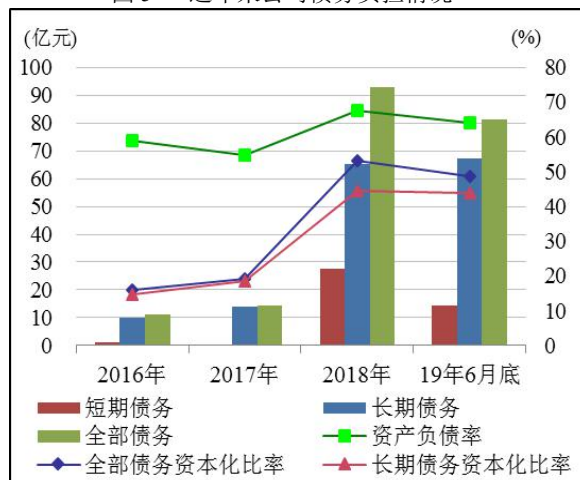
表 9 截至 2019 年 6 月底公司长期借款期限分布
(单位: 亿元)

期限	金额
1~2 年	8.00
2~3 年	28.39
3 年以上	4.20
合计	40.59

资料来源：公司提供

有息债务方面，2016—2018 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长 189.32%。截至 2018 年底，公司有息债务 92.85 亿元，同比增长 549.74%，主要系光控安石-上海私募投资基金纳入公司合并报表范围增加一年内到期的非流动负债和长期借款，以及公司发行非公开定向债务融资工具所致。同期，公司短期债务占 29.72%，长期债务占 70.28%，短期债务占比上升 26.92 个百分点，主要系一年内到期的非流动负债大幅增加所致。截至 2019 年 6 月底，公司有息债务 81.36 亿元，较上年底下降 12.38%，其中短期债务占 17.53%，长期债务占 82.47%，短期债务占比比较上年底下降 12.19 个百分点。

图 5 近年来公司债务负担情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

债务指标方面，2016—2018 年，公司资产负债率波动增长，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率持续增长，三年加权平均值分别为 62.04%、35.52%和 30.76%。截至 2018 年底分别为 67.54%、53.26%和 44.47%。截至 2019 年 6 月底，这三项指标分别为 63.91%、48.77%和 43.98%，分别较上年底下降 3.63 个百分点、下降 4.49 个百分点和下降 0.49 个百分点。

4. 盈利能力

近年来公司收入规模不断增长，随着光大安石和安石资管纳入合并范围，公司盈利能力明显提高。未来随着不动产资产管理业务模式的发展，公司整体盈利水平有望进一步提升。

2016—2018 年，公司营业总收入快速增长，年均复合增长 41.88%。2018 年，公司营业总收入 47.58 亿元，同比增长 54.33%，主要系房地产结转收入增加所致。2016—2018 年，公司营业成本不断增长，年均复合增长 11.59%。2018 年，公司营业成本 20.47 亿元，同比增长 18.91%。2016—2018 年，公司营业利润率持续增长，三年加权平均值为 37.35%，2018 年为 43.97%，同比增长 5.71 个百分点。

公司主业盈利水平较高。

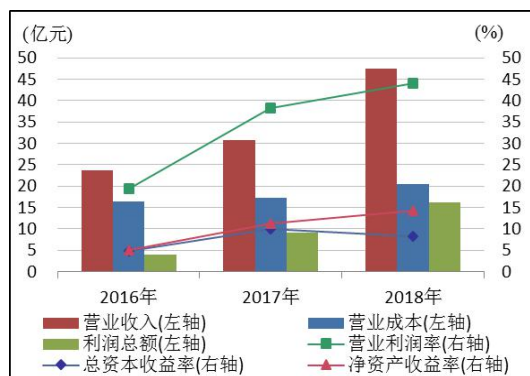
2016—2018 年，公司期间费用规模快速增长，年均复合增长 158.65%。2018 年，公司期间费用合计 7.74 亿元，同比增长 103.98%，主要系管理费用和财务费用大幅增加所致。其中销售费用占 14.78%，管理费用占 52.98%，财务费用占 32.24%。2018 年，销售费用同比增长 39.61%，主要系房地产开发业务广告费和销售渠道费增加所致；管理费用同比增长 51.32%，主要系光控安石-上海一号私募投资基金及上海明悦酒店管理有限公司纳入合并报表范围增加的管理费用及本期按公司薪酬考核方案计提的职工奖励所致；财务费用同比增长 841.39%，主要系融资规模增加所致。2016—2018 年，公司期间费用占营业收入比分别为 4.89%、12.30%和 16.27%。公司期间费用控制能力有待提高。

非经常损益方面，2016—2018 年，公司公允价值变动损益分别为-0.08 亿元、0.16 亿元和-0.14 亿元；投资收益分别为 0.29 亿元、0.68 亿元和 3.08 亿元，2018 年投资收益大幅增长主要系公司不动产投资业务投资收益增加所致；营业外收入分别为 0.30 亿元、0.08 亿元和 0.02 亿元。2016—2018 年，公司非经常性损益占利润总额的比重分别为 13.37%、9.98%和 18.28%。非经常性损益对利润总额的影响不大。

2016—2018 年，公司利润总额快速增长，年均复合增长 104.17%。2018 年，公司利润总额 16.18 亿元，同比增长 76.28%，主要系房地产业务收入规模增加所致。

2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 23.27 亿元，为 2018 年全年的 48.91%；利润总额 3.70 亿元，为 2018 年全年的 22.88%；同期营业利润率由上年的 43.97%降至 30.50%。

图 6 近年来公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

盈利指标方面，2016—2018 年，公司总资本收益率波动增长，净资产收益率持续增长，三年加权平均值分别为 8.15%和 11.52%。2018 年分别为 8.36%和 14.36%。公司整体盈利水平较高。

5. 现金流

公司近年来投资活动规模较大，经营性现金流无法覆盖投资支出，资金缺口逐年增加，公司存在较大的对外融资需求。

2016—2018 年，公司经营活动现金流入分别为 42.72 亿元、35.80 亿元和 46.61 亿元，2018 年较上年增长 10.81 亿元，主要系当年房地产销售回款增加所致。2016—2018 年，公司经营活动现金流出分别为 25.31 亿元、23.28 亿元和 28.85 亿元。2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 17.41 亿元、12.52 亿元和 17.76 亿元。

公司投资活动现金流入主要由收回投资收到的现金构成，2016—2018 年，公司投资活动现金流入分别为 55.57 亿元、25.53 亿元和 16.71 亿元。公司投资活动现金流出主要由投资支付的现金构成，2016—2018 年，公司投资活动现金流出分别为 55.93 亿元、50.75 亿元和 48.03 亿元。2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-0.36 亿元、-25.22 亿元和-31.33 亿元。

2016—2018 年，公司筹资活动前现金流

量净额分别为 17.04 亿元、-12.71 亿元和 -13.57 亿元，资金缺口逐年增加。

2016—2018 年，公司筹资活动现金流入分别为 19.68 亿元、5.11 亿元和 67.32 亿元，2018 年较上年增长 62.22 亿元，主要系当年借款增加和发行债券所致。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出分别为 11.37 亿元、5.30 亿元和 23.11 亿元，2018 年大幅增加主要系偿还债务支付的现金增加所致。2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 8.31 亿元、-0.20 亿元和 44.21 亿元。

2019 年 1—6 月，公司经营活动现金流量净额为 -1.25 亿元；投资活动现金流量净额为 -2.25 亿元；筹资活动前现金流量净额为 -3.50 亿元；筹资活动现金流量净额为 -9.90 亿元。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率波动下降，速动比率持续增长，这两项指标三年加权平均值分别为 159.18% 和 73.25%，2018 年分别为 154.42% 和 78.84%。截至 2019 年 6 月底，上述两项指标分别为 166.04% 和 71.16%。2016—2018 年，公司经营现金流动负债比持续下降，分别为 23.52%、21.01% 和 18.71%。2016—2018 年，公司现金类资产/短期债务分别 42.75 倍、82.58 倍和 2.32 倍。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年公司 EBITDA 分别为 4.50 亿元、10.07 亿元和 19.56 亿元；全部债务/EBITDA 分别为 2.47 倍、1.42 倍和 4.75 倍；EBITDA 利息倍数分别为 6.96 倍、14.96 倍和 4.98 倍。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至 2019 年 6 月底，公司无重大未决诉讼事项。

截至 2019 年 6 月底，公司对外担保余额为 18.61 亿元，占总资产的 7.86%，占净资产的 21.78%，担保规模较大。若未来被担保方

偿债能力出现不利情况，可能为公司带来一定代偿风险。

截至 2019 年 6 月底，公司获得的银行授信额度合计 38.71 亿元，尚未使用授信额度 0.61 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。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1031011400284230T），截至 2020 年 3 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。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

9. 母公司财务分析

母公司资产规模波动增长，长期股权投资规模较大，符合母公司投资控股性公司特点。母公司债务负担较轻，考虑到母公司收入规模较小以及筹资前现金流量净额持续为负，存在较大的对外融资需求。

2016—2018 年，母公司资产规模波动中有所增长，年均复合增长 6.77%。截至 2018 年底，母公司资产总额 101.49 亿元，较上年底增长 30.42%，主要系非流动资产增长所致；其中流动资产占 40.65%，非流动资产占 59.35%。其中，期末余额较大的有其他应收款（期末余额 34.22 亿元）、可供出售金融资产（期末余额 22.73 亿元）和长期股权投资（期末余额 37.58 亿元）。

2016—2018 年，母公司负债规模波动中有所增长，年均复合增长 8.46%。截至 2018 年底，母公司负债总额 55.87 亿元，较上年

底增长 82.90%，主要系非流动负债增长所致；其中流动负债占 45.13%，非流动负债占 54.87%。其中，期末余额较大的有其他应付款（期末余额 14.29 亿元）、一年内到期的非流动负债（期末余额 8.80 亿元）和应付债券（期末余额 26.51 亿元）。

2016—2018 年，母公司所有者权益规模波动中有所增长，年均复合增长 4.80%。截至 2018 年底，母公司所有者权益总额 45.61 亿元，较上年下降 3.50%。母公司所有者权益主要由实收资本（占 25.29%）、资本公积金（占 39.59%）和未分配利润（占 27.58%）构成。

2016—2018 年，母公司全部债务规模快速增长，年均复合增长 97.25%。2018 年，母公司全部债务合计 39.31 亿元，同比增长 175.06%，主要系发行债券所致。其中，短期债务占 22.38%，长期债务占 77.62%。2016—2018 年，母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率三年加权平均值分别为 49.97%、34.02%和 30.77%，2018 年分别为 55.05%、46.29%和 40.08%。母公司整体债务负担较轻，债务结构比较合理。

2016—2018 年，母公司营业总收入快速增长，年均复合增长 84.60%。2018 年，母公司营业总收入 0.67 亿元，同比增长 231.20%。2016—2018 年，母公司利润总额波动下降，年均复合下降 23.54%。2018 年，母公司利润总额 0.40 亿元，同比下降 94.91%。

2016—2018 年，母公司经营活动现金流量净额分别为 7.72 亿元、-12.06 亿元和 -9.24 亿元；投资活动现金流量净额分别为 -9.39 亿元、-8.12 亿元和 -8.75 亿元；筹资活动前现金流量净额分别为 -1.67 亿元、-20.18 亿元和 -18.00 亿元；筹资活动现金流量净额分别为 16.00 亿元、2.12 亿元和 22.49 亿元。

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司拟发行本期中期票据额度 12 亿元，本期拟发行中期票据占 2019 年 6 月底公司长期债务和全部债务的比重分别为 17.88%和 14.75%，对公司现有债务结构有一定影响。

截至 2019 年 6 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 63.91%、48.77%和 43.98%。本期中期票据发行后，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将分别上升至 65.65%、52.21%和 48.07%，公司债务负担略有加重。考虑到本期中期票据募集资金 12 亿元拟全部用于偿还公司到期的北金所债券融资工具以及到期或回售的债务融资工具，公司实际债务负担或将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的 3.56 倍、2.98 倍和 3.88 倍。同期，公司经营活动现金净流量分别为本期中期票据的 1.45 倍、1.04 倍和 1.48 倍。经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障能力尚可。2016—2018 年，公司 EBITDA 较快增长，分别为本期中期票据的 0.37 倍、0.84 倍和 1.63 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力尚可。经营活动净现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障能力一般。

十一、结论

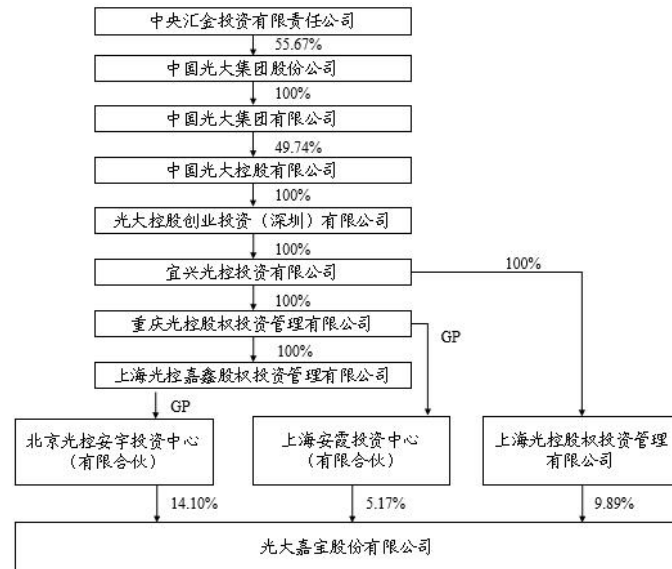
公司发展战略定位于国内领先的不动产跨境投资和资产管理平台。公司近年来经营稳健，不动产资管业务“募、投、管、退”产业链完整，资产主动管理能力强，核心团队运营和管理经验丰富，在不动产资管行业地位领先；股东背景强大，未来有望持续获

得股东较大支持；公司盈利能力稳步增强。同时联合资信也关注到公司房地产业务板块可售货值规模较小，重资产发展模式受到限制；商誉规模较大，未来存在一定的减值风险；近年来公司投资力度较大，资金缺口逐年增加，未来存在较大的对外融资需求等因素对其信用水平的不利影响。

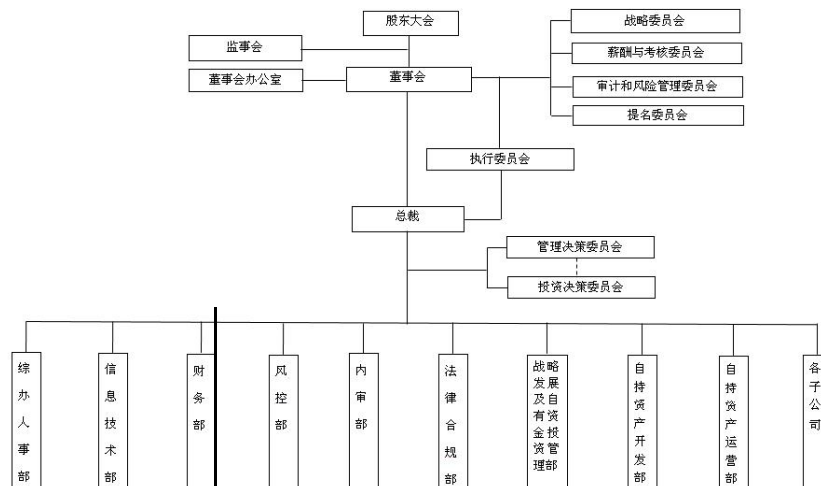
2017年4月，公司实际控制人变更为光大集团，光大集团具有全牌照金融资源。公司控股股东光大控股是中国领先的跨境投资及资产管理公司，同时兼具境外上市平台优势，整体实力很强，公司作为光大控股下属唯一的不动产资产管理平台，未来有望持续获得较大的股东支持。随着公司不动产资管规模的持续扩大及对该业务资源的不断投入，公司盈利结构有望持续优化。联合资信对公司评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 截至 2019 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 6 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 6 月底公司主要子公司情况

序号	公司名称	持股比例 (%)		注册资本 (万元)	子公司类别
		直接	间接		
1	光大安石 (北京) 房地产投资顾问有限公司	51.00	--	美元 1600.00	控股
2	光大安石 (北京) 资产管理有限公司	51.00	--	美元 20.00	控股
3	光控安石 (北京) 投资管理有限公司	--	51.00	10000.00	控股
4	光控安石 (上海) 商业管理有限公司	--	51.00	100.00	控股
5	光控第一太平物业管理 (上海) 有限公司	--	28.05	300.00	控股
6	珠海光石安潮投资有限公司	--	42.33	300.00	控股
7	上海安迎投资管理有限公司	--	51.00	1000.00	控股
8	光控安石 (横琴) 资产管理有限公司	--	51.00	300.00	控股
9	CEL JIA BAO (HONGKONG) LIMITED	100.00	--	美元 1.00	全资
10	EBA Investments Real Estate Partners	--	51.00	美元 5.00	控股
11	珠海安石宜奈投资中心 (有限合伙)	--	51.00	0.00001	控股
12	EBA (HongKong) Asset Management Limited	--	51.00	美元 100.00	控股
13	EBA Prosperous Investment Centre LLC	--	51.00	美元 433.50	控股
14	上海嘉宝实业集团投资管理有限公司	100.00	--	5000.00	全资
15	上海奇伊投资管理咨询有限公司	100.00	--	500.00	全资
16	上海嘉宝神马房地产有限公司	100.00	--	3000.00	全资
17	上海嘉宝新菊房地产有限公司	--	100.00	56000.00	全资
18	上海嘉宝联友房地产有限公司	--	65.00	54000.00	控股
19	昆山嘉宝网尚置业有限公司	--	100.00	45000.00	全资
20	上海锦博置业有限公司	--	51.00	35000.00	控股
21	上海嘉宝锦熙置业有限公司	--	60.00	10000.00	控股
22	上海嘉宝奇伊房地产经营有限公司	--	100.00	9000.00	全资
23	上海盛创科技园发展有限公司	--	51.00	8000.00	控股
24	上海嘉宏房地产有限责任公司	--	90.00	3000.00	控股
25	上海嘉宝宜合置业有限公司	--	100.00	500.00	全资
26	上海嘉定颐和苗木有限公司	--	100.00	500.00	全资
27	上海嘉定颐和电机电脑有限公司	--	100.00	1000.00	全资
28	上海宝菊房地产开发有限公司	--	100.00	1000.00	全资
29	上海尧琛实业有限公司	--	100.00	500.00	全资
30	上海嘉宝物业服务有限公司	--	94.00	300.00	控股
31	光控安石--上海一号私募投资基金 (注 2)	--	42.00	100000.00	控股
32	瑞诗房地产开发 (上海) 有限公司 (注 3)	--	42.00	37400.00	控股
33	上海安功投资有限公司 (注 3)	--	42.00	100.00	控股
34	上海嘉宝劳动服务有限公司	60.00	--	50.00	控股
35	上海联友置业有限公司	--	33.25	80000.00	控股
36	珠海安石宜昭投资中心 (有限合伙)	50.00	--	130010.00	控股
37	珠海光石安琰投资有限公司	--	50.00	100.00	控股

序号	公司名称	持股比例 (%)		注册资本 (万元)	子公司类别
		直接	间接		
38	西安光石正尚商业运营管理有限公司	--	50.00	1000.00	控股
39	Everbright Capital Management Limited	--	51.00	港币 700.00	控股
40	重庆市美家德实业发展有限公司	--	30.60	1000.00	控股
41	珠海安石宜涵投资中心 (有限合伙)	--	51.00	--	控股
42	珠海安石宜茂投资中心 (有限合伙)		51.00	2.00	控股

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	42.32	33.03	64.11	43.73
资产总额(亿元)	143.58	134.50	250.99	236.81
所有者权益合计(亿元)	58.88	60.64	81.47	85.46
短期债务(亿元)	0.99	0.40	27.60	14.27
长期债务(亿元)	10.10	13.89	65.26	67.10
全部债务(亿元)	11.09	14.29	92.85	81.36
营业收入(亿元)	23.64	30.83	47.58	23.27
利润总额(亿元)	3.88	9.18	16.18	3.70
EBITDA(亿元)	4.50	10.07	19.56	--
经营性净现金流(亿元)	17.41	12.52	17.76	-1.25
财务指标				
销售债权周转次数(次)	134.62	44.56	44.76	--
存货周转次数(次)	0.24	0.27	0.32	--
总资产周转次数(次)	0.20	0.22	0.25	--
现金收入比(%)	166.38	102.11	89.74	114.17
营业利润率(%)	19.44	38.26	43.97	30.50
总资本收益率(%)	4.94	9.95	8.36	--
净资产收益率(%)	4.94	11.19	14.36	--
长期债务资本化比率(%)	14.65	18.64	44.47	43.98
全部债务资本化比率(%)	15.85	19.07	53.26	48.77
资产负债率(%)	58.99	54.91	67.54	63.91
流动比率(%)	160.51	166.24	154.42	166.04
速动比率(%)	65.34	69.22	78.84	71.16
经营现金流动负债比(%)	23.52	21.01	18.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.96	14.96	4.98	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.47	1.42	4.75	--

注：2019 年半年度财务数据未经审计

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	28.32	2.53	6.89	10.29
资产总额(亿元)	89.03	77.82	101.49	98.24
所有者权益合计(亿元)	41.53	47.27	45.61	43.74
短期债务(亿元)	0.00	0.40	8.80	13.15
长期债务(亿元)	10.10	13.89	30.51	30.51
全部债务(亿元)	10.10	14.29	39.31	43.66
营业收入(亿元)	0.20	0.20	0.67	0.20
利润总额(亿元)	0.68	7.81	0.40	-0.10
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	7.72	-12.06	-9.24	6.82
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	2300.97	467.56	--
存货周转次数(次)	0.71	0.51	0.82	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.01	--
现金收入比(%)	119.98	117.65	45.34	63.19
营业利润率(%)	53.53	40.82	76.78	55.67
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	1.18	16.65	1.18	--
长期债务资本化比率(%)	19.57	22.71	40.08	41.09
全部债务资本化比率(%)	19.57	23.22	46.29	49.96
资产负债率(%)	53.35	39.26	55.05	55.48
流动比率(%)	128.42	214.40	163.61	151.39
速动比率(%)	128.01	213.52	163.05	150.80
经营现金流动负债比(%)	20.92	-73.56	-36.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

附件 4 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 光大嘉宝股份有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪 评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

光大嘉宝股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

光大嘉宝股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对光大嘉宝股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，光大嘉宝股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注光大嘉宝股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现光大嘉宝股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对光大嘉宝股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如光大嘉宝股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对光大嘉宝股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与光大嘉宝股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。