信用等级公告

联合〔2020〕2697 号

联合资信评估有限公司通过对光大嘉宝股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持光大嘉宝股份有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“20 光大嘉宝 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十四日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

光大嘉宝股份有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
光大嘉宝股份有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
20 光大嘉宝MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 光大嘉宝MTN001	12亿元	12亿元	2025/06/10[1]

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020年7月24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	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构		2
		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

[1] 期限为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

评级观点

跟踪期内，光大嘉宝股份有限公司（以下简称“公司”或“光大嘉宝”）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，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）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、2019年盈利水平下降等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对存续期内债券保障能力较强。

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。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA+，维持“20光大嘉宝MTN001”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

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的排他性不动产资管平台，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，项目开发受区域市场及区域政策影响大。
4. **2019 年公司利润总额同比下降。**2019 年，因结转项目销售均价明显下降，致毛利率及利润总额同比大幅下降。
5. **公司资产受限比例较高，直接融资渠道有待拓宽，存在一定的集中兑付压力。**截至 2019 年底，公司资产受限比例为 41.40%，受限比例较高。

分析师：王 聪 牛文婧
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

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	33.03	64.11	35.78	30.06
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
利润总额（亿元）	9.18	16.18	6.83	1.41
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（%）	11.19	14.36	4.63	--
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（%）	166.24	154.42	148.98	150.91
经营现金流动负债比（%）	21.01	18.71	-1.29	--
EBITDA 利息倍数（倍）	15.26	5.07	2.30	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.39	4.66	6.89	--
公司本部（母公司）口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	77.82	101.49	115.14	113.51
所有者权益（亿元）	47.27	45.61	41.29	40.91
全部债务（亿元）	14.29	39.31	53.70	53.66
营业收入（亿元）	0.20	0.67	0.36	0.32
利润总额（亿元）	7.81	0.40	-3.27	-0.51
资产负债率（%）	39.26	55.05	64.14	63.96
全部债务资本化比率（%）	23.22	46.29	56.53	56.74
流动比率（%）	214.40	163.61	160.80	156.80
经营现金流动负债比（%）	-73.56	-36.65	49.34	--

注：公司 2020 年一季度财务报表未经审计；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

评级历史：

债项简称	债项级别	主体等级	评级展望	评级时间	项目组成员	评级方法/模式	评级报告
20 光大嘉宝 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/03/17	牛文婧 王聪	联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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 年跟踪评级报告

一、 跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于光大嘉宝股份有限公司（以下简称“公司”或“光大嘉宝”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

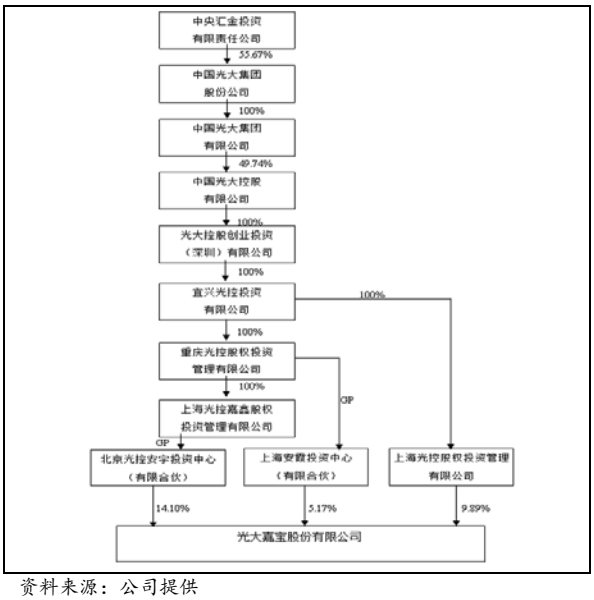
二、 主体概况

公司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，公司资产总额284.17亿元，所有者权益合计94.78亿元（含少数股东权益30.99亿元）；2019年，公司实现营业收入48.21亿元，利润总额6.83亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额280.88亿元，所有者权益合计95.59亿元（含少数股东权益30.92亿元）；2020年1－3月，公司实现营业收入8.22亿元，利润总额1.41亿元。

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。

三、 存续债券概况及募集资金使用情况

截至目前，公司经联合资信评定的存续债券为“20 光大嘉宝 MTN001”，于 2020 年 6 月 8 日发行，目前募集资金已经使用完毕。

表 1 本次跟踪相关债券情况（单位：亿元、%）

证券名称	发行日期	到期日期	当前余额	票面利率（当期）	回售日
20 光大嘉宝 MTN001	2020-06-08	2025-06-10	12.00	3.98%	2023-06-10

资料来源：Wind

四、 宏观经济和政策环境

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，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

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 2），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

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
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年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，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。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；基础设施投资增速为 3.8%，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%，比上年低 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 8.0%、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%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物

进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。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 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，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和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

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（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。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 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，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。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 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，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下

调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型

基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、 行业分析

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. 房地产行业分析

（1） 行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

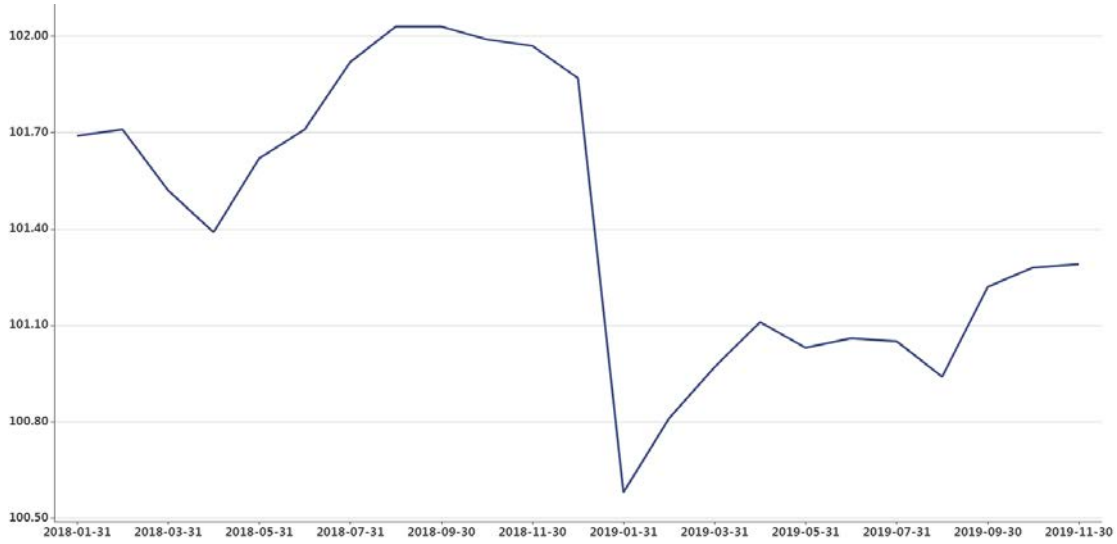
房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完

成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

图 2　2018 年－2019 年 11 月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式

缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

（2） 土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过 50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20%的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00%的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1－3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。

表 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18	24004.52	14.46	25228.77	14.13
利用外资	168.19	0.11	107.98	0.07	175.72	0.10
自筹资金	50872.22	32.60	55830.65	33.64	58157.84	32.56
其他资金	79770.46	51.12	86019.74	51.83	95046.26	53.21
其中：定金及预收款	48693.57	31.20	55418.17	33.39	61359.00	34.35
个人按揭	23906.31	15.32	23705.89	14.28	27281.00	15.27
合 计	**156052.62**	**100.00**	**165962.89**	**100.00**	**178608.59**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

（3） 政策环境

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。（具体政策内容见

表 4）

表 4　2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019 年 7 月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 9 月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019 年 11 月	央行	强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。（具体政策内容见表 5）

表 5　2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 5 月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔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
2019 年 7 月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019 年 7 月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019 年 8 月	银保监会	银保监会决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019 年 9 月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

六、 基础素质分析

1. 产权状况

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。

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 2019 年底，光大控股基金募集总额达 1570 亿元，2019 年公司首次入选由 PEI300 评选的世界私募股权机构百强，在中国机构中排名靠前。

光大嘉宝作为光大控股旗下唯一的排他性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。

3. 企业规模与竞争力

跟踪期内，光大安石在管项目规模较大，投资项目布局较好。

截至 2020 年 3 月底，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 18 个，面积约 200 万平米。截至 2020 年 3 月底，光大安石在管项目 44 个，在管资产规模 457.93 亿元。

七、 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。

八、 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，对公司影响不大。

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，而 2019 年结转项目销售均价明显下降所致，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。

表 6 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：联合资信依据公司年报整理

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，新冠肺炎疫情短期内或将对公司商业运营效益和在管项目退出带来不利影响。

表7 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8 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 4140 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 9 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 10 公司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。

表 11 公司房地产销售数据

（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
签约销售面积	4.57	5.69	11.18	0.21
签约销售金额	24.29	24.42	36.23	0.89
销售均价	53142	42917	32406	42381
结转面积	20.80	14.02	14.03	1.77
结转收入	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 12 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. 经营效率

公司经营效率一般

2019年，公司销售债权周转次数、存货周转率和总资产周转率分别为28.74次、0.35次和0.18次，分别同比减少16.02次、增加0.03次和减少0.07次。

5. 未来发展

公司将继续聚焦“不动产资产管理”细分行业，发展规划清晰可行。

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。

九、 财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年度合并财务报告，众华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见审计结论。2020年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，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，公司资产总额284.17亿元，所有者权益合计94.78亿元（含少数股东权益30.99亿元）；2019年，公司实现营业收入48.21亿元，利润总额6.83亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额280.88亿元，所有者权益合计95.59亿元（含少数股东权益30.92亿元）；2020年1－3月，公司实现营业收入8.22亿元，利润总额1.41亿元。

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，较上年底增长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，非流动资产占比较上年底上升12.51个百分点。

截至2019年底，公司流动资产130.40亿元，较上年底下降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，较上年底下降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，较上年底增长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，较上年底增长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，较上年底增长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，较上年底增长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，较上年底增长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，较上年底无变化，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13　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，较上年底下降1.16%，资产规模及资产结构较上年底变化不大。截至2020年3月底，公司货币资金28.78亿元，较上年底下降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，较上年底增长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，较上年底下降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，较上年底下降1.50%，较上年底变化不大。截至2019年底，公司其他应付款26.21亿元，较上年底增长2.49%，较上年底变化不大，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，较上年底增长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，较上年底下降70.88%，主要为临近到期的长期借款。

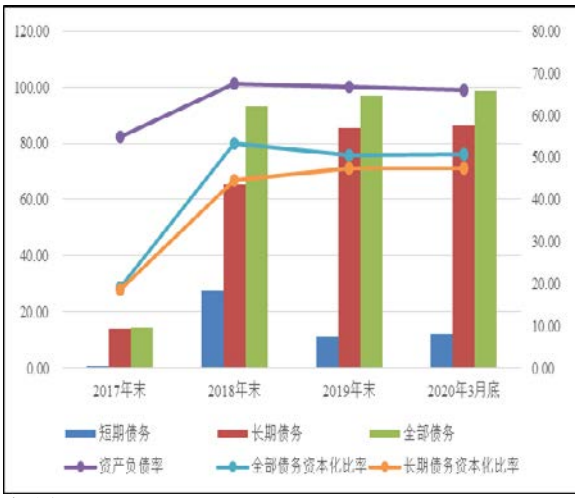
截至2019年底，公司非流动负债101.87亿元，较上年底增长36.53%，主要系应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占38.43%）、应付债券（占45.56%）和递延所得税负债（占10.21%）构成。

截至2019年底，公司长期借款39.15亿元，较上年底增长1.04%，较上年底变化不大；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，较上年底增长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，较上年底增长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，较上年底增长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，较上年底下降58.20%，主要系归还到期的长期借款所致；长期债务85.56亿元，较上年底增长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%，较上年底分别下降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。

图 3　公司债务负担走势



资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司负债总额185.29亿元，较上年底下降2.17%，负债总额和负债结构较上年底变化均不大。截至2020年3月底，公司全部债务98.44亿元，较上年底增长1.39%，较上年底变化不大。其中短期债务11.98亿元（占12.17%），长期债务86.46亿元（占87.83%），均较上年底变化不大。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%，较上年底分别下降0.68个百分点、提高0.13个百分点和提高0.05个百分点，债务负担较上年底变动不大。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 14　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，较上年底增长 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，较上年底增长 0.86%，所有者权益规模及结构较上年底均变动不大。

4. 盈利能力

跟踪期内，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。

表 15　近年来公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入小计	35.80	46.61	59.64
经营活动现金流出小计	23.28	28.85	60.77
销售商品、提供劳务收到的现金	31.48	42.70	47.80
购买商品、接受劳务支付的现金	10.10	12.02	35.01
收到其他与经营活动有关现金	4.32	3.91	11.82
支付其他与经营活动有关现金	4.61	6.89	10.72
经营现金流量净额	12.52	17.76	-1.13
投资活动现金流入小计	25.53	16.71	109.25
投资活动现金流出小计	50.75	48.03	119.58
投资活动现金流量净额	-25.22	-31.33	-10.33
筹资活动前现金流量净额	-12.71	-13.57	-11.46
筹资活动现金流入小计	5.11	67.32	49.37
筹资活动现金流出小计	5.30	23.11	58.98
筹资活动现金流量净额	-0.20	44.21	-9.61

资料来源：公司财务报告

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，公司流动比率降至 148.98%，速动比率降至

56.09%，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至 2019 年底，公司现金类资产/短期债务升至 3.10 倍。截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产/短期债务为 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，同比下降 29.29%，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 利息倍数降至 2.30 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；公司全部债务/EBITDA 升至 6.89 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

表 16　公司偿债能力指标（单位：%、倍、亿元）

项目	项目	2017 年	2018 年	2019 年
短期偿债能力指标	流动比率	166.24	154.42	148.98
	速动比率	69.22	78.84	56.09
	经营现金流动负债比	21.01	18.71	-1.29
	现金类资产/短期债务	82.58	2.32	3.10
长期偿债能力指标	EBITDA	10.28	19.94	14.10
	全部债务/EBITDA	1.39	4.66	6.89
	EBITDA 利息倍数	15.26	5.07	2.30

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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。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，较上年底增长 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，较上年底增长 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，较上年底下降 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。

十、 存续期内债券偿还能力

公司经营活动现金流入量对联合资信评定债券和2021年待偿还债券保障能力较强。

截至目前，经联合资信评定的公司存续期内的债券余额合计12.00亿元，具体债项见表17。

仅考虑联合资信评级债券

目前，公司经联合资信评级债券为“20光大嘉宝MTN001”，余额为12.00亿元，2019年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为“20光大嘉宝MTN001”的4.97倍、-0.09倍和1.18倍，经营活动现金流入量对“20光大嘉宝MTN001”保障能力较强，EBITDA对“20光大嘉宝MTN001”保障能力一般；经营活动现金流量净额对“20光大嘉宝MTN001”保障能力很弱。

考虑公司全部债券

公司一年内需要偿还的债券余额合计10.00亿元，2020年3月底公司现金类资产为一年内到期债券的3.01倍。

考虑公司全部债券，且假设债券全部回售，2020年、2021年、2022年、2023年、2036年待偿还债券余额分别为10.00亿元、16.49亿元、8.80亿元、12.00亿元和0.01亿元，2021年为公司待偿还债券高峰期。在此以2021年待偿还债券余额16.49亿元为基数对公司存续期内债券偿还能力进行测算。2019年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为2021年待偿还债券余额的3.62倍、-0.07倍和0.86倍。公司经营活动现金流入量对存续期内债券保障能力较强，EBITDA和经营活动现金流量净额对存续期内债券保障能力很弱。

表17 截至2020年6月底公司存续债券概况（单位：亿元、%）

证券名称	发行日期	到期日期	当前余额	票面利率（当期）	回售日
联合资信评级债券					
20 光大嘉宝 MTN001	2020-06-08	2025-06-10	12.00	3.98	2023-06-10
非联合资信评级债券					
18 光大嘉宝 PPN003	2018-09-06	2021-09-07	4.00	6.9	2020-09-07
18 光大嘉宝 PPN002	2018-07-02	2021-07-03	2.00	6.9	2020-07-03
18 光大嘉宝 PPN004	2018-12-03	2021-12-04	4.00	5.84	2020-12-04
18 光大嘉宝 ABN001 优先 A	2018-10-25	2036-07-20	3.73	6	2021-10-30
18 光大嘉宝 ABN001 优先 B	2018-10-25	2036-07-20	2.76	7.5	2021-10-30
18 光大嘉宝 PPN001	2018-01-29	2021-01-30	10.00	5.2	
19 嘉宝 01	2019-09-20	2024-09-24	8.80	4.46	2022-09-24
18 光大嘉宝 ABN001 次	2018-10-25	2036-07-20	0.01	0	
小计	--	--	**35.30**	--	
合计	--	--	**47.30**	--	--

资料来源：Wind

表 18　存续债券保障能力测算

（单位：亿元、倍）

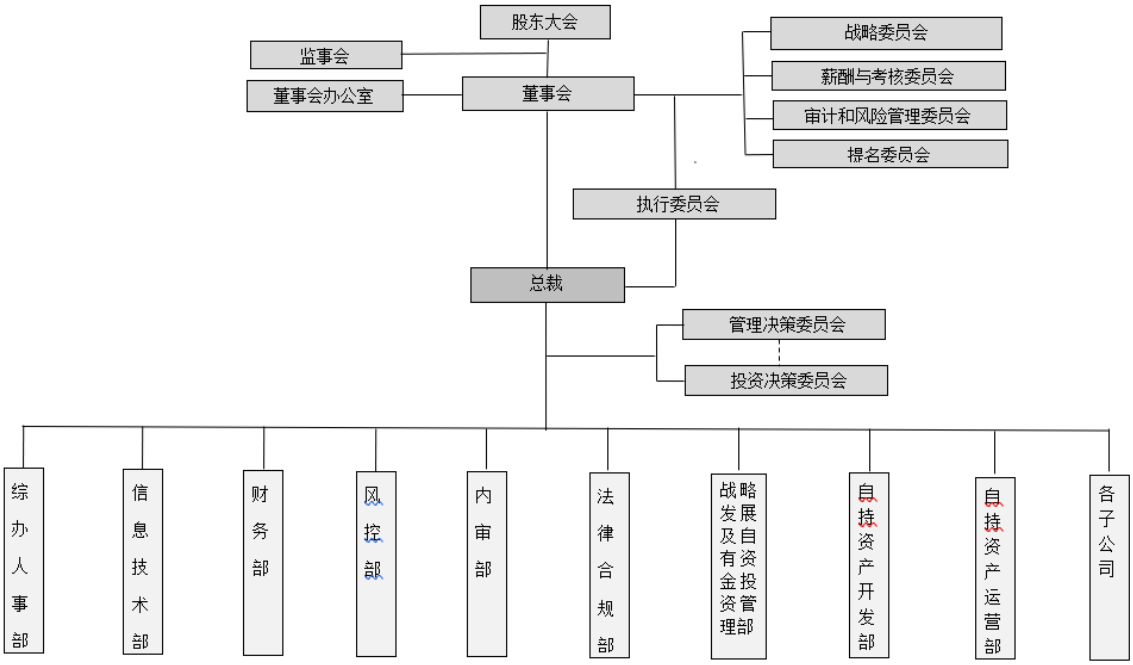
指标	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	35.80	46.61	59.64
经营活动现金流量净额	12.52	17.76	-1.13
EBITDA	10.28	19.94	14.10
联合资信评定债券保障能力测算			
经营活动现金流入量保障倍数	2.98	3.88	4.97
经营活动现金流量净额保障倍数	1.04	1.48	-0.09
EBITDA 保障倍数	0.86	1.66	1.18
债券偿还高峰期 2021 年待偿还债券保障能力测算			
经营活动现金流入量保障倍数	2.17	2.83	3.62
经营活动现金流量净额保障倍数	0.76	1.08	-0.07
EBITDA 保障倍数	0.62	1.21	0.86

注：数据略有差异系四舍五入造成
资料来源：联合资信根据公司财务报告计算整理

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA^{+}，维持“20光大嘉宝MTN001”的信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司组织机构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
				直接	间接	
上海嘉宝神马房地产有限公司	上海	上海	房地产开发经营	100	-	投资设立
上海嘉宝奇伊房地产经营有限公司	上海	上海	房地产开发经营	-	100	投资设立
上海宝菊房地产开发有限公司	上海	上海	房地产开发经营	-	100	投资设立
上海嘉宏房地产有限责任公司	上海	上海	房地产开发经营，物业管理	-	90	非同一控制合并
上海嘉宝物业服务有限公司	上海	上海	物业管理、五金交电、建材等	-	94	投资设立
上海盛创科技园发展有限公司	上海	上海	科技园建设，实业投资等	-	51	投资设立
上海嘉宝新菊房地产有限公司	上海	上海	房地产开发经营	-	100	投资设立
上海嘉定顾和电机电脑有限公司	上海	上海	电机电脑机电产品及物业租赁	-	100	投资设立
上海嘉定顾和苗木有限公司	上海	上海	苗木种植、培育	-	100	投资设立
上海嘉宝联友房地产有限公司	上海	上海	房地产开发经营	-	65	投资设立
上海联鹏置业有限公司	上海	上海	房地产开发经营	-	39	投资设立
上海联友置业有限公司	上海	上海	房地产开发经营	-	33.15	投资设立
昆山嘉宝网尚置业有限公司	昆山	昆山	房地产开发经营	-	100	投资设立
上海嘉宝锦熙置业有限公司	上海	上海	房地产开发经营	-	60	投资设立
上海锦博置业有限公司	上海	上海	房地产开发经营	-	51	非同一控制合并
上海尧琛实业有限公司	上海	上海	企业管理	-	100	投资设立
上海嘉宝宜合置业有限公司	上海	上海	房地产开发经营	-	100	投资设立
上海嘉宝劳动服务有限公司	上海	上海	劳动服务、劳力输出	60	-	投资设立
上海嘉宝实业集团投资管理有限公司	上海	上海	投资管理	100	-	投资设立
上海奇伊投资管理咨询有限公司	上海	上海	投资咨询	100	-	投资设立
CELJIABAO（HONGKONG）LIMITED	香港	香港	贸易	100	-	投资设立
光大安石（北京）房地产投资顾问有限公司	北京	北京	投资咨询	51	-	非同一控制合并
光控安石（北京）投资管理有限公司	北京	北京	资产管理	-	51	非同一控制合并
上海安迎投资管理有限公司	上海	上海	股权投资管理	-	51	投资设立
EBA（HongKong）Asset Management Limited	香港	香港	投资咨询	-	51	投资设立
EBA Investments Real Estate Partners	开曼	开曼	投资管理	-	51	投资设立
EBA Prosperous Investment Centre LLC	美国	美国	投资管理	-	51	投资设立
Everbright Capital Management Limited	香港	香港	投资管理		51	非同一控制合并
珠海安石宜涵投资中心（有限合伙）	珠海	珠海	租赁和商务服务业		51	非同一控制合并
珠海安石宜茂投资中心（有限合伙）	珠海	珠海	租赁和商务服务业		51	非同一控制合并
光大安石（北京）资产管理有限公司	北京	北京	投资咨询	51	-	非同一控制合并
光控第一太平物业管理（上海）有限公司	上海	上海	物业管理	-	28.05	非同一控制合并
光控安石（上海）商业管理有限公司	上海	上海	投资咨询，商业管理	-	51	非同一控制合并
重庆市美家德实业发展有限公司	重庆	重庆	房屋租赁	-	30.6	非同一控制合并
珠海光石安潮投资有限公司	珠海	珠海	投资咨询	-	42.33	投资设立
光控安石（横琴）资产管理有限公司	横琴	横琴	资产管理	-	51	投资设立
上海光融贸易有限公司	上海	上海	百货零售,贸易代理	-	51	投资设立
上海安融贸易中心（有限合伙）	上海	上海	化妆品销售,商务咨询	-	25.5	投资设立
珠海安石宜奈投资中心（有限合伙）	珠海	珠海	股权投资,投资管理,资产管理	-	48.57	投资设立
光控安石-上海一号私募投资基金	上海	上海	投资咨询	-	30	非同一控制合并
上海安功投资有限公司	上海	上海	投资咨询	-	30	非同一控制合并
瑞诗房地产开发（上海）有限公司	上海	上海	房地产开发	-	30	非同一控制合并
上海光野投资中心（有限合伙）	上海	上海	租赁和商务服务业	46.78	-	非同一控制合并
上海安赟投资有限公司	上海	上海	租赁和商务服务业	-	46.78	非同一控制合并
上海泰琳实业有限公司	上海	上海	居民服务、修理和其他服务业	-	46.78	非同一控制合并
珠海安石宜昭投资中心（有限合伙）	珠海	珠海	租赁和商务服务业	49.12		非同一控制合并
珠海光石安琼投资有限公司	珠海	珠海	租赁和商务服务业	-	48.63	非同一控制合并
西安光石正尚商业运营管理有限公司	西安	西安	租赁和商务服务业	-	48.63	非同一控制合并

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	33.03	64.11	35.78	30.06
资产总额(亿元)	134.50	250.99	284.17	280.88
所有者权益合计(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
利润总额(亿元)	9.18	16.18	6.83	1.41
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
财务指标				
销售债权周转次数(次)	44.56	44.76	28.74	--
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(%)	102.11	89.74	99.16	49.34
营业利润率(%)	38.26	43.97	34.59	39.37
总资本收益率(%)	9.95	8.35	5.32	--
净资产收益率(%)	11.19	14.36	4.63	--
长期债务资本化比率(%)	18.64	44.52	47.44	47.49
全部债务资本化比率(%)	19.07	53.29	50.60	50.74
资产负债率(%)	54.91	67.54	66.65	65.97
流动比率(%)	166.24	154.42	148.98	150.91
速动比率(%)	69.22	78.84	56.09	54.34
经营现金流动负债比(%)	21.01	18.71	-1.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.26	5.07	2.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.39	4.66	6.89	--

注：2020 年一季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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.53	6.89	6.52	3.07
资产总额(亿元)	77.82	101.49	115.14	113.51
所有者权益合计(亿元)	47.27	45.61	41.29	40.91
短期债务(亿元)	0.40	8.80	3.50	3.96
长期债务(亿元)	13.89	30.51	50.20	49.70
全部债务(亿元)	14.29	39.31	53.70	53.66
营业收入(亿元)	0.20	0.67	0.36	0.32
利润总额(亿元)	7.81	0.40	-3.27	-0.51
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-12.06	-9.24	11.67	-1.21
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2300.97	467.56	214.89	--
存货周转次数(次)	0.51	0.82	1.27	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.01	0.00	--
现金收入比(%)	117.65	45.34	131.37	18.01
营业利润率(%)	40.82	76.78	44.28	80.89
总资本收益率(%)	13.91	0.73	-2.71	--
净资产收益率(%)	16.65	1.18	-5.90	--
长期债务资本化比率(%)	22.71	40.08	54.87	54.85
全部债务资本化比率(%)	23.22	46.29	56.53	56.74
资产负债率(%)	39.26	55.05	64.14	63.96
流动比率(%)	214.40	163.61	160.80	156.80
速动比率(%)	213.52	163.05	160.43	156.42
经营现金流动负债比(%).	-73.56	-36.65	49.34	--
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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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 5-3　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 5-2　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