

信用等级公告

联合〔2020〕3115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 年度第二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 年度第二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
二〇二〇年八月十二日



光大嘉宝股份有限公司

2020 年度第二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: 4 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: 拟全部用于偿还公司到期或回售的债务融资工具
评级时间: 2020 年 8 月 12 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	
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; 债务负担减轻, 债务结构较合理, 项目资本支出压力不大。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; 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等因素对其信用水平的不利影响。

经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力很强, EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

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

1. 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。
2. 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市场影响力, 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。

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。
4. **经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力很强，EBITDA 对本期中期票据保障能力强。**2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行额度的 8.95 倍、11.65 倍和 14.91 倍；EBITDA 分别为本期中期票据发行额度的 2.52 倍、4.89 倍和 3.25 倍。

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. **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. **2019 年公司利润总额同比下降。**2019 年，公司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。
4. **商誉存在减值风险。**2017 年以来公司商誉均为 12.64 亿元，商誉规模较大。

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

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
AA ⁺	稳定	2020/03/17	牛文婧、王聪	联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法 /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）	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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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 年度第二期中期票据信用评级报告

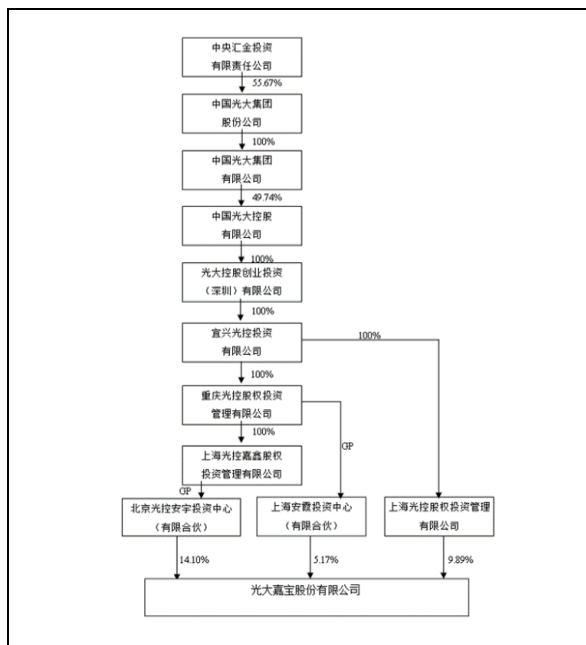
一、主体概况

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

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2020年3月底，公司共有员工910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。

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，本期计划发行光大嘉宝股份有限公司2020年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据发行额度为4亿元，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拟全部用于偿还公司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1），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1 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。

四、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81739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2000亿元人民币左右，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，人民币地产基金市场已有2752支基金实体，由755家管理人发行管理，管理资金规模接近1.7万亿元人民币，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。

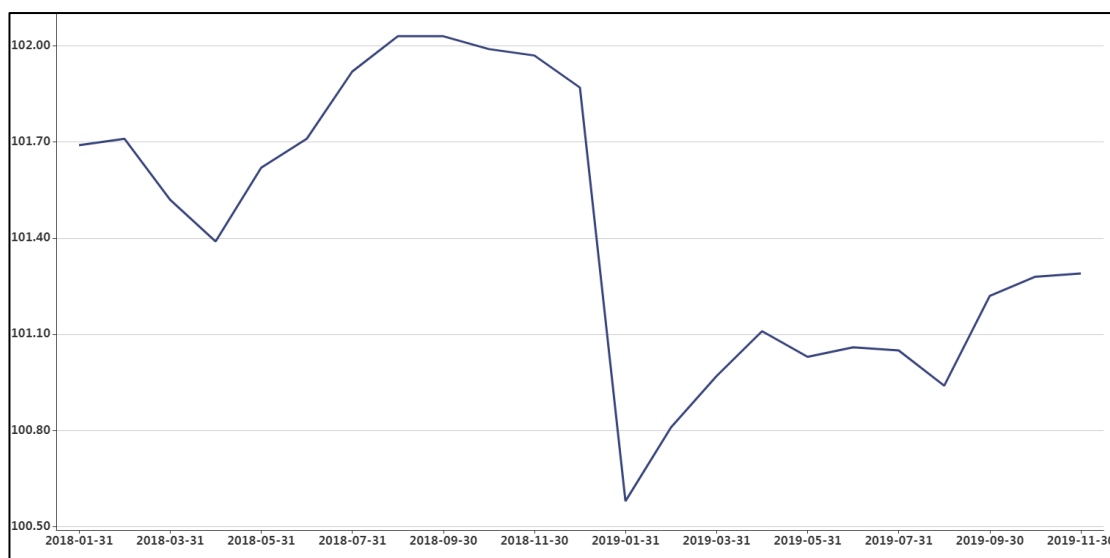
从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

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 2 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 3）

表 3 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 4）

表 4 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

五、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

公司股东实力极强，对公司支持力度很大。

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。

3. 企业规模与竞争力

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。

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—2020 年连续六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 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。

4. 人员素质

公司董事及高层管理人员变动比较频繁，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。

截至 2020 年 3 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。

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。

董事长张明翱先生，1967 年 6 月出生，中国国籍，大学本科学历。现任公司董事长，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；YingLiInternationalRealEstateLimited（英利国际置业股份有限公司）非执行及非独立主席。曾任中国光大银行股份有限公司资产管理部总经理；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；光大银行南京分行业务管理部、信贷管理部总经理兼放款中心主任等职。

截至 2020 年 3 月底，公司拥有在职员工 910 人，教育程度和年龄构成见表 5，公司员工构成能够满足公司发展需要。

表 5 截至 2020 年 3 月底公司员工构成
(单位：人、%)

教育程度	人数	占比
本科及以上	333	36.59
专科	225	24.73
高中及中专	224	24.62
其他	128	14.07
合计	910	100.00
年龄（岁）	人数	占比
20-30	198	21.76
30-40	396	43.52
40-50	198	21.76
50 以上	118	12.97
合计	910	100.00

资料来源：公司提供

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构健全，运行有效。

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。

2. 管理水平

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。

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》《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。

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。

八、经营分析

1. 经营概况

2017—2019 年，公司收入快速增长，毛利率波动较大，但整体处于较高水平。2020 年 1—3 月，受房地产开发结转规模减少影响，公司收入和利润总额均有下降。

公司主要从事不动产资产管理、不动产投资和房地产开发业务。2017—2019 年，公司主营业务收入快速增长，年均复合增长 24.36%。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。细分板块看，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，2017—2019 年，公司综合毛利率分别为 44.15%、56.25%和 43.79%，其中 2019 年公司主营业务毛利率较上年下降 12.46 个百分点，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。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入为 8.22 亿元，较上年下降 43.95%；利润总额为 1.41 亿元，较上年下降 30.90%。

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：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。

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 18 个，面积约 200 万平方米。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

近年来，公司新增投资项目和退出项目波动较大。2018 年，受金融及地产行业资金偏紧等因素影响，公司新增投资项目数量和新增项目投资额均出现明显下降。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 2020 年 3 月底，公司在管项目规模 457.93 亿元，较年初变动不大。从业态分布看，截至 2020 年 3 月底，公司在管项目仍以综合体（占 32.48%）、商业（占 37.19%）和写字楼（占 10.70%）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 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	2020 年 1—3 月
新增投资项目	27	13	13	0
新增项目投资金额合计	231.51	78.04	133.43	0.85
退出项目个数	24	10	5	1
退出项目投资金额合计	76.55	98.96	136.23	11.22
期末持有投资项目个数	34	37	45	44
期末持有项目投资金额合计	492.02	471.10	468.30	457.93

资料来源：公司提供

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。

3. 房地产开发

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；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。

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。

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，2017 年以来，公司新开工面积、竣工面积和期末在建面积波动较大，且整体规模较小。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，2017 年以来，公司签约销售面积和签约销售金额规模均较小。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

公司经营效率正常。

2017—2019 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 36.71 次、0.33 次和 0.21 次；2019 年上述指标分别为 28.74 次、0.35 次和 0.18 次。

5. 未来发展

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。

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。

度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司共有 48 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。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

近年来公司资产规模快速增长，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。

九、财务分析

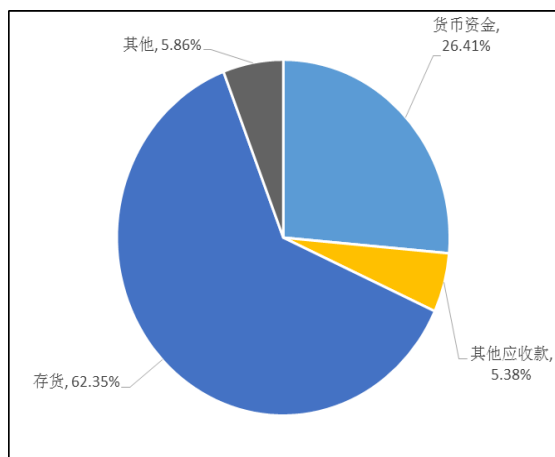
1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2017—2019 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 2020 年一季度

2017—2019年，公司资产总额快速增长，年均复合增长45.35%。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。

2017—2019年，公司流动资产波动中有所增长，年均复合增长14.74%。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。公司流动资产构成见图3。

图3 截至2019年底公司流动资产构成



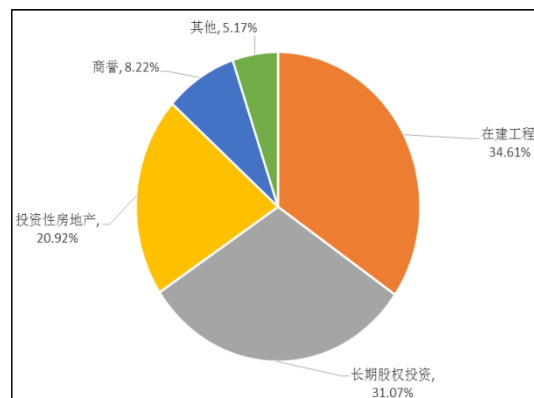
资料来源：公司提供

2017—2019年，公司货币资金波动中有所增长，年均复合增长3.67%。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。

2017—2019年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长108.23%。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。

图4 截至2019年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2017—2019年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长220.05%。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。

2017—2019年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长208.44%。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。

2017—2019年，公司商誉未发生变化。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

所有者权益

2019年，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。

2017—2019年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长25.01%。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。

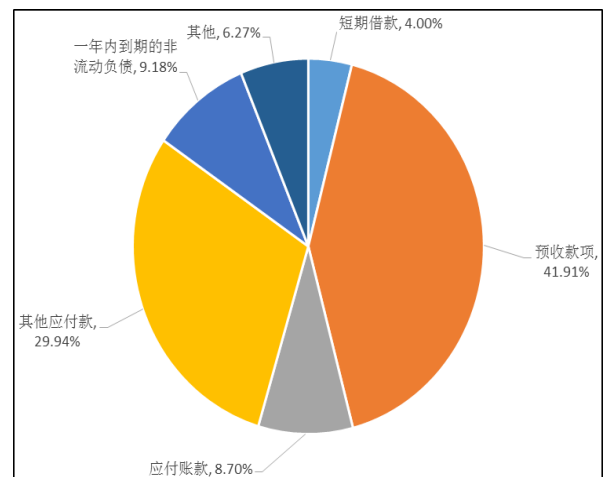
负债

公司负债总额快速增长，非流动负债占比提升较高。公司全部债务快速增长，债务负担呈增长趋势，债务结构以长期债务为主。2020—2021年公司有一定集中偿债压力。

2017—2019年，公司负债总额快速增长，年均复合增长60.13%。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。

2017—2019年，公司流动负债合计波动增长，年均复合增长21.21%。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。公司流动负债主构成见图5。

图5 截至2019年底公司流动负债构成



资料来源: 公司财务报告

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。

2017—2019年，公司应付账款波动中有所增长，年均复合增长3.96%。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。

2017—2019年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长71.45%。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。

2017—2019年，公司预收款项波动中有所下降，年均复合下降4.29%。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。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长348.23%。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。

2017—2019年，公司非流动负债合计快速增长，年均复合增长167.07%。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。

2017—2019年，公司长期借款快速增长，年均复合增长179.81%。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。

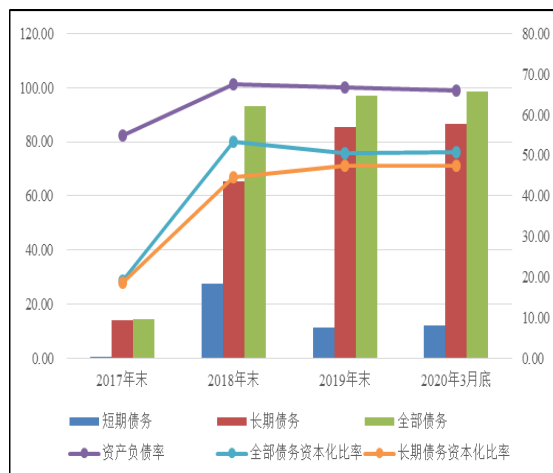
2017—2019年，公司应付债券快速增长，年均复合增长128.47%。截至2019年底，公司应付债券46.41亿元，较上年底增长75.06%，主要系新发行公司债券“19嘉宝01”（8.80亿元）和两期债权融资计划（19光大嘉宝ZR001和19光大嘉宝ZR002，合计10.00亿元）所致。

2017—2019年，公司递延所得税负债快速增长，年均复合增长415.50%。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。

2017—2019年，公司全部债务快速成长，年均复合增长160.66%。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6 近年来公司债务负担走势



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

4. 盈利能力

近年来公司收入快速增长。但随着期间费用快速增长以及房地产业务毛利率的波动下降，公司盈利水平呈下降趋势。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得以提升。

2017—2019年，公司营业收入快速增长，年均复合增长25.04%，2019年为48.21亿元，较上年增长1.32%；2017—2019年，公司净利润波动下降，年均复合下降19.58%，2019年为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，2017—2019年，公司期间费用快速增长，年均复合增长62.07%。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

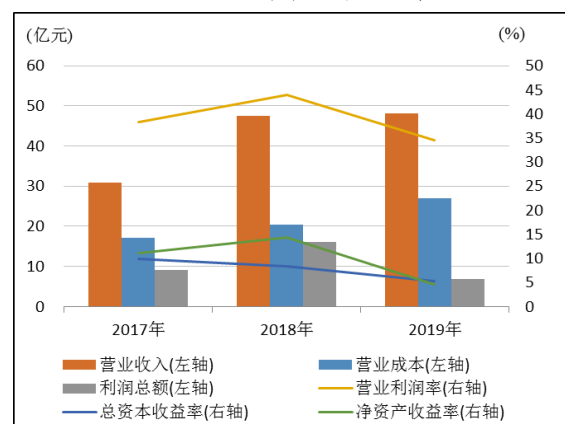
发业务销售渠道费减少所致；管理费用为4.48亿元，较上年增长9.25%，主要系合并范围增加所致；财务费用为4.53亿元，较上年增长81.72%，主要系利息支出增加以及上年度部分符合资本化的借款利息当期计入财务费用所致。

2017—2019年，公司投资收益分别为0.68亿元、3.08亿元和0.54亿元，其中2019年较上年下降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。

2017—2019年，公司营业利润率波动下降，总资本收益率持续下降，净资产收益率波动下降，三年加权平均值分别为38.14%、7.16%和8.86%。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、总资本收益率和净资产收益率分别为34.59%、5.58%和4.98%，分别较上年下降9.38个百分点、6.11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%。

图 7 近年来公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

5. 现金流

2017年和2018年，公司经营活动现金流量净额呈净流入状态，2019年受支付土地出

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外部融资需求。

从经营活动来看，2017—2019年，公司经营活动现金流入和经营活动现金流出均呈逐年增长，2017年和2018年，公司经营活动现金流量净额呈净流入状态，2019年转为净流出。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，2017—2019年，公司投资活动现金流入和投资活动现金流出均波动增长，连续三年呈净流出状态。其中，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。

2017—2019年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-12.70亿元、-13.57亿元和-11.46亿元，公司经营活动现金流无法覆盖投资活动支出，存在一定的外部融资需求。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入和流出均波动较大。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

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率持续下降，速动比率波动下降，两项指标加权平均值分别为154.07%和65.54%，2019年底分别为148.98%和56.09%。截至2020年3月底，上述两指标分别为150.91%和54.34%。2017—2019年，公司经营现金流动负债比持续下降，分别为21.01%、18.71%和-1.29%。2017—2019年及2020年3月底，公司现金类资产/短期债务分别为82.58倍、2.32倍、3.10倍和2.51倍。公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为10.28亿元、19.94亿元和14.10亿元；全部债务/EBITDA分别为1.39倍、4.66倍和6.89倍；EBITDA利息倍数分别为15.26倍、5.07倍和2.30倍。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 8 月 6 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

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、本期中期票据偿还能力分析

本期中票票据发行对公司现有债务结构影响不大; 经营活动现金流入量对本期中票票据保障能力很强, EBITDA 对本期中票

据保障能力强。

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 4.00 亿元，本期拟发行中期票据占截至 2020 年 3 月底公司长期债务和短期债务的比重分别为 4.63% 和 4.06%，对公司现有债务结构影响不大。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%。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分别升至 66.45%、51.73% 和 48.62%。公司债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金拟全部用于偿还公司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值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行额度的 8.95 倍、11.65 倍和 14.91 倍；公司经营活动净现金流分别为本期中期票据发行额度的 3.13 倍、4.44 倍和 -0.28 倍；EBITDA 分别为本期中期票据发行额度的 2.52 倍、4.89 倍和 3.25 倍。经营活动现金流入对本期中期票据保障能力很强，EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

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；债务负担减轻，债务结构较合理，项目资本支出压力不大。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；较大

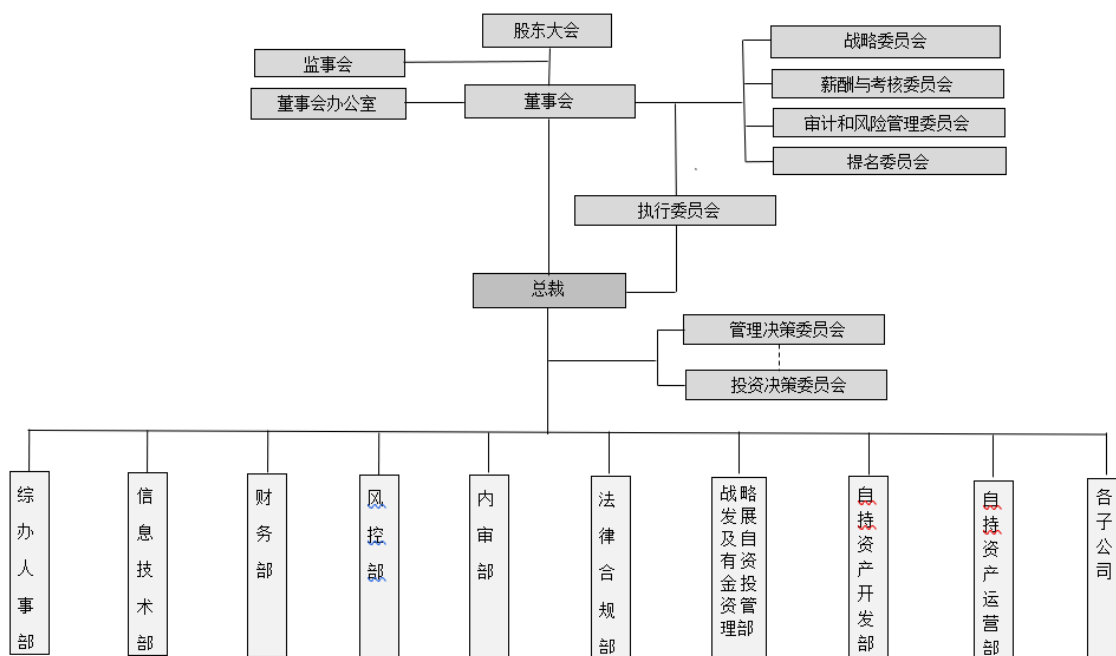
规模的并表不动产资管项目加大公司投资风险，项目退出会造成公司财务指标波动等因素对其信用水平的不利影响。

经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力很强，EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

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 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
上海嘉定顺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
上海嘉定顺和苗木有限公司	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
珠海安石宜泰投资中心(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
上海安赞投资有限公司	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
珠海光石安琰投资有限公司	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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
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 年度第二期中期票据的跟踪 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，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，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。