

跟踪评级公告

联合[2018]1159号

光大嘉宝股份有限公司：

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

光大嘉宝股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

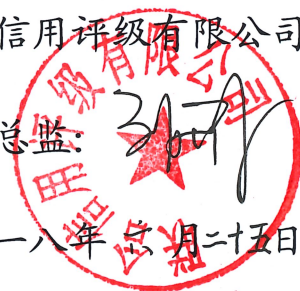
光大嘉宝股份有限公司公开发行的“14 嘉宝债” 的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年八月二十五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

光大嘉宝股份有限公司

公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：正面

债项信用等级

债券简称	发行规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
14 嘉宝债	9.60 亿元	5 年 (3+2)	AA	AA+	2017 年 6 月 21 日

担保方：上海市嘉定区国有资产经营（集团）有限公司

担保方式：无条件不可撤销连带责任保证担保

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

主要财务数据

发行人

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	143.58	134.50	195.50
所有者权益（亿元）	58.88	60.64	73.63
长期债务（亿元）	10.10	13.89	51.88
全部债务（亿元）	11.09	14.29	58.99
营业收入（亿元）	23.64	30.83	12.16
净利润（亿元）	2.91	6.78	2.45
EBITDA（亿元）	4.50	10.07	--
经营性净现金流（亿元）	17.41	12.52	1.80
营业利润率（%）	19.44	38.26	34.31
净资产收益率（%）	6.20	11.35	--
资产负债率（%）	58.99	54.91	62.34
全部债务资本化比率（%）	15.85	19.07	44.48
流动比率（倍）	1.61	1.66	2.12
EBITDA 全部债务比（倍）	0.41	0.70	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.96	14.96	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.51	1.14	--

担保方

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	119.21	123.33
所有者权益（亿元）	29.23	30.28
营业收入（亿元）	2.43	4.71
净利润（亿元）	0.31	0.13
资产负债率（%）	75.48	75.45

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、公司 2018 年 1 季报未经审计，相关指标未予年化；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2017 年，光大嘉宝股份有限公司（以下简称“光大嘉宝”或“公司”）作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，坚持“轻重并举、双轮驱动”的发展战略，着重强调产融结合，实施地产开发和不动产资产管理双主业运行的经营模式，其在不动产资管行业地位、运营与管理经验、业务团队和风控体系等方面具有较强的竞争优势；公司在建项目资本支出压力不大，且销售前景良好；新纳入的不动产资管业务产业链完整，运营经验丰富。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产行业未来仍存在一定的不确定性、公司土地储备规模较小和业务转型给经营和管理带来一定挑战等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2017 年 4 月，公司实际控制人变更为光大集团，股东实力雄厚，未来公司有望从股东方获得较大的支持。随着公司不动产资管规模的持续扩大和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。

“14 嘉宝债”由上海市嘉定区国有资产经营（集团）有限公司（以下简称“嘉定国资”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。2017 年，嘉定国资经营状况稳定，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保对“14 嘉宝债”的信用状况仍具有一定的积极影响。

综上，联合评级上调公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时上调“14 嘉宝债”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 公司不动产资产管理业务具有完善的募、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；核心团队具备丰富行

业经验和全球化视野，在管资产规模大，增强了公司投融资和盈利能力。公司自主商管品牌“大融城”品牌知名度较高。

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

3. 公司在建项目未来资本支出压力较小，且待售项目销售前景良好。

4. 公司收入和净利润水平大幅提升；货币资金较充裕，盈利能力有所提高，经营活动产生的现金持续净流入，且债务结构合理。

关注

1. 2017 年以来，全国楼市调控长期化，楼市调控政策可能对公司项目销售存在较大影响；同时，公司房地产业务集中在上海市嘉定区及周边区域，区域房地产行情波动可能对公司业绩造成一定影响。

2. 截至 2017 年底，公司持有的完全尚未开发土地储备规模较小，需关注公司传统房地产开发业务可持续性。

3. 公司不动产资产管理业务面临与公司传统房地产开发业务的整合，对公司经营和管理提出一定挑战。

分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



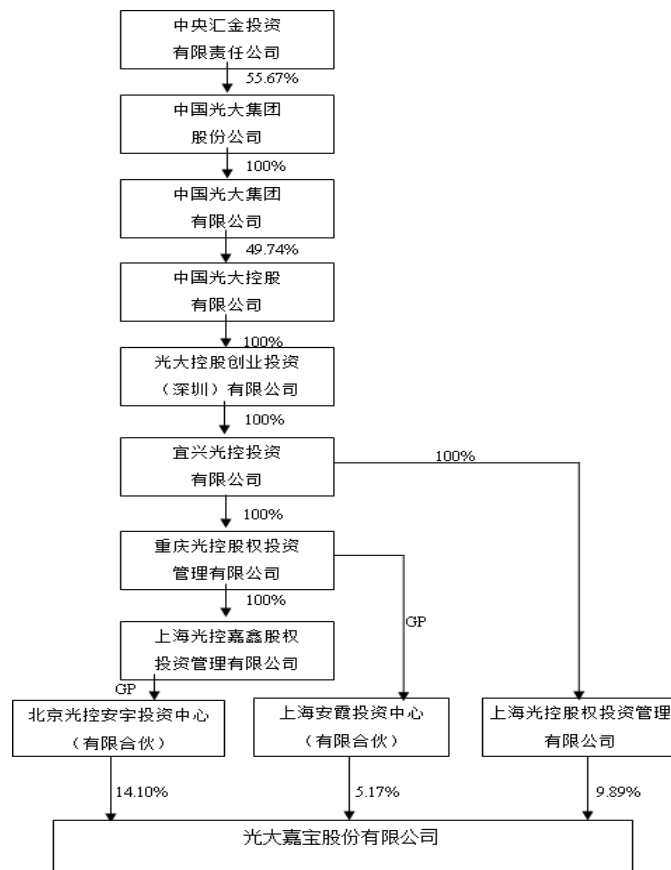
联合信用评级有限公司

一、主体概况

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，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中华灯泡厂组建而成。1992年4月，经上海市经济委员会批准（沪经企[1992]275号），公司改制并更名为上海嘉宝实业股份有限公司。1992年5月，公司经中国人民银行上海市分行金融管理处批准（[1992]275沪人金股字第14号）在境内公开发行股票（股票代码：600622.SH，股票简称：嘉宝实业），并于当年12月在上海证券交易所上市。1994年8月，公司更名为“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）（以下简称“光控安宇”）、上海安霞投资中心（有限合伙）（以下简称“安霞投资”）合并持有公司24.27%的股份，为公司第一大持股主体，同时结合公司股权结构及第九届董事会及监事会成员构成情况，公司实际控制人变更为中国光大集团公司（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。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”。经光大控股对公司多次增持，截至2018年3月底，光控投资及其一致行动人共持有本公司29.17%的股份。

图1 截至2018年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017 年，公司经营范围在上年的基础上，增加“投资管理、资产管理、投资咨询”的内容。2017 年，公司组织结构有所变动，成立公司董事会执行委员会、房地产开发管理决策委员会、地产基金业务（光大安石）立项和投资决策委员会（见附件 1）；截至 2017 年底，公司员工 462 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 134.50 亿元，负债合计 73.86 亿元，所有者权益（含少数股东权益）60.64 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 54.39 亿元。2017 年，公司实现营业收入 30.83 亿元，净利润（含少数股东损益）6.78 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 5.45 亿元；经营活动现金流量净额为 12.52 亿元，现金及现金等价物净增加额为-12.91 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 195.50 亿元，负债合计 121.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）73.63 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 55.82 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.16 亿元，净利润（含少数股东损益）2.45 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 1.52 亿元；经营活动现金流量净额为 1.80 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.37 亿元。

公司注册地址：上海市嘉定区清河路 55 号；法定代表人变更为陈爽。

二、债券发行情况及募集资金使用

光大嘉宝股份有限公司 2014 年公司债券（以下简称“14 嘉宝债”或“本次债券”）债券代码为 122333.SH。本次债券发行工作于 2014 年 10 月 27 日结束，债券期限为 5 年（附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售权），计息期限为 2014 年 10 月 23 日至 2019 年 10 月 22 日；票面利率为 5.50%，在本次债券存续的第 3 年末，公司可选择上调票面利率 0 至 100 个基点（含本数），债券票面年利率为债券存续期前 3 年票面年利率 5.50%加上上调基点，在债券存续期后 2 年固定不变。本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本次债券扣除债券承销商以及相关佣金后募集资金净额 9.48 亿元。公司已将全部募集资金用于补充流动资金。2017 年的付息情况为：公司于 2017 年 10 月 23 日支付了自 2016 年 10 月 23 日至 2017 年 10 月 22 日期间的利息，并于 2017 年 10 月 23 日完成回售 8,020.10 万元，债券余额为 87,979.90 万元。

本次债券由上海市嘉定区国有资产经营（集团）有限公司（以下简称“嘉定国资”）提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

三、行业分析

公司目前是双主业运营，除了传统的房地产开发销售之外，新纳入不动产资产管理业务；房地产基金是实现不动产资管业务的一种主要手段和载体，下文主要介绍房地产基金行业。

1. 房地产开发行业

（1）行业概况

2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年回升 0.16 个百分点；其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发投资比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发投资比重为 14.24%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 7.2%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 11.6%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.5%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.0%。随着限价政策的严格执行，房价的预期逐渐平稳，有

助于房企的拿地、开工、建设按计划进度进行，房地产开发投资保持平稳增长。

土地供应方面，2017年，全国300个城市成交面积95,036万平方米，同比增加8%；土地出让金总额为40,623亿元，同比增加38%。其中，住宅用地成交面积35,433万平方米，同比增加24%；商办类用地成交土地面积10,225万平方米，同比减少10%。分城市来看，2017年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

资金来源方面，2017年，全年房地产开发企业到位资金156,053亿元，同比增长8.20%，增速较上年下降7.00个百分点。其中，国内贷款25,242亿元，同比增长17.30%；利用外资168.19亿元，同比增长19.80%；自筹资金50,872亿元，同比增长3.50%；其他资金79,770亿元，同比增长8.60%。在其他资金中，定金及预收款48,694亿元，同比增长16.10%；个人按揭贷款23,906亿元，同比下降2.00%，银行信贷收缩使得按揭贷款增速有所下降。同时资管新规的出台将使得非标业务尤其是信托通道业务面临收缩压力，在地产调控持续的背景下，房企获得资金将愈发困难。

市场供需方面，2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,408万平方米，同比增长7.70%。其中，住宅销售面积同比增长5.30%，办公楼销售面积同比增长24.30%，商业营业用房销售面积同比增长18.70%；住宅销售额同比增长11.30%，办公楼销售额同比增长17.50%，商业营业用房销售额同比增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923万平方米，同比减少15.30%，其中住宅待售面积同比减少25.10%，办公楼待售面积同比增加0.90%，商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

销售价格方面，2017年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的21.37%大幅下降至年末的1.43%，二线城市同比增速从年初的18.27%下降至年末的7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到12%左右水平。

竞争格局方面，2017年，房地产市场集中度继续提高，前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为24.10%和32.50%，分别较上年提高5.29和7.17个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别为15.38%和20.03%，分别较上年提高3.19和4.09个百分点。据克而瑞统计，2017年千亿房企阵营增加到17家，销售额Top10的门槛提升到1,500亿元，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2017年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。

（2）行业政策

2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。2017年4月6日，住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，通知指出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序。2017年7月下旬，中

共中央政治局召开了会议，提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向。

2017年10月18日，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。2017年12月18日，中央经济工作会议提出，“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”，发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。2018年3月“两会”期间，政府工作报告提出“更好解决群众住房的问题”和“稳妥推进房地产税立法”两大方面，政府政策基调延续此前提出的“因城施策”、“长效机制”等宗旨，在棚改、区域协调发展、差别化调控和房地产税等具体领域释放政策信号。

总体看，2017年，政府强调稳定房地产市场，实行差别化调控，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制。

（3）行业关注

行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至2017年9月底，Wind资讯的地产行业资产负债率为79.01%，较2016年底提高了2.24个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，考虑回售选择权的情况下，2018和2019年迎来行业偿债高峰，需关注房企集中偿付压力。

房地产调控政策不放松，但实行差异化调控

2016年10月至2017年8月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线城市房地产明显降温。2017年末，兰州、武汉、南京等城市限购政策开始放松，但调控的整体基调未发生改变。

中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

（4）行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

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

2. 房地产基金行业

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

房地产投资基金可以按照募集方式、组织形式、运作模式、投资类型和投资策略进行分类。按照募集方式划分，房地产投资基金可以分为公募型和私募型基金，REITs是公募房地产投资基金的主要表现形式，而有限合伙型的封闭式地产基金则是私募地产基金的主要表现形式；按照组织形式划分，房地产投资基金又可以分为契约型、公司型和有限合伙型基金；按照运作模式划分，可以分为封闭式和开放式基金；按照投资类型划分，可以分为股权投资基金和债权投资基金；按照投资策略分类，可以分为核心型、核心增益型、增值型、机会型等基金。

我国房地产基金是在外资私募房地产基金进入的基础上发展壮大的。上世纪90年代，外资房地产基金开始进入我国，本土房地产基金2000年后逐步起步，2007年《合伙企业法》修订后，中国的有限合伙制私募股权投资基金迎来爆发式增长。2008年金融危机和新一轮房地产调控为房地产基金发展带来了新的机遇。

截至2017年底，中国证券投资基金业协会已登记私募基金管理人22,446家，同比增长28.76%；已备案私募基金66,418只，同比增长42.82%；管理基金规模11.10万亿元，同比增长40.68%。其中，私募股权、创业投资类基金管理人13,200家，管理正在运作的基金28,465只，管理基金规模7.09万亿元。截至2017年底，国内人民币地产基金市场已有1,723只基金实体，由631家管理人发行管理，总管理资金规模超过1.2万亿元人民币，保持了一定的规模增长。

从退出渠道看，当前中国的私募房地产基金退出方式较为单一，大多是通过大股东回购、项目清算等退出，在面临市场调整去化率下降时，基金管理人及投资者都只能束手无策。而近期以来，国内资产证券化开始起步，多个地产公司开始尝试通过资产证券化进行融资。虽然目前国内正在尝试的资产证券化离国际上真正的资产证券化产品仍有较大差距，但未来借助国内资产证券化等渠道的兴起，国内房地产基金将迎来更多元化的退出渠道以及较强的流通活力。

目前，随着中国房地产行业和金融行业的双轮发展，房地产基金行业格局处于频繁变动当中，主要体现在行业规模快速扩张，基金管理机构遍地开花，同时行业内部存在极大的分化不均和资源分配不平衡、从业人员流动性高等情况。

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

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

力。

中国不动产资产管理行业市场营收空间巨大，随着资产证券化渠道的兴起，房地产基金的退出渠道更加多元化。投资能力、投后管理能力、风控能力突出的房地产基金管理公司将引领市场，带领行业内其他公司步入持续发展的轨道。

总体看，我国房地产基金行业受上游房地产业发展影响较大；随着资产证券化渠道的兴起，房地产基金的退出渠道更加多元化；近年来行业发展迅速，未来发展潜力较大。

3. 区域房地产市场情况

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

从投资规模看，上海市2017年完成房地产开发投资3,856.53亿元，比上年增长4.0%。其中，住宅投资2,152.40亿元，比上年增长9.5%；办公楼投资642.20亿元，比上年下降7.7%；商业营业用房投资506.71亿元，比上年下降2.4%。商品房施工面积15,362.25万平方米，比上年增长1.7%；竣工面积3,387.56万平方米，比上年增长32.8%。

从成交量和销售额来看，商品房销售面积1,691.60万平方米，比上年下降37.5%。其中，住宅销售面积1,341.62万平方米，比上年下降33.6%。全年商品房销售额4,026.67亿元，比上年下降39.9%。其中，住宅销售额3,336.09亿元，比上年下降36.3%。全年存量房买卖登记面积1,563.53万平方米，比上年下降54.0%。

价格方面，2017年，上海市新建住宅平均销售价格24,866元/平方米。从区域分布看，内环线以内新建住宅平均销售价格为95,502元/平方米，内外环线之间新建住宅平均销售价格为43,733元/平方米，外环线以外新建住宅平均销售价格为18,541元/平方米。

从土地供应来看，2017年上海市土地出让宗数共为268宗，同比增长30.10%；2017年上海市供应土地面积为1,025.03万平方米，同比增长15.03%。2017年上海市土地成交宗数共为254宗，同比增长33.68%；土地成交面积为983.6万平方米，同比增长22.72%；土地成交价款共1,471.97亿元，同比减少10.16%。2017年上海市土地出让楼面均价为8,138.08元/平方米。

房地产政策方面，2017年4月，上海政府发布公开红头文件《关于加强本市经营性用地出让管理的若干规定》，对商办土地出让明确若干重大新规；5月，市住建委下发《关于进一步加强本市房地产市场监管规范商品住房预销售行为的通知》，明确要求新开盘商品住房采取由公证机构主持的摇号方式公开销售；严格落实购房实名制；不得以任何名义收取价外价。7月，上海正式发布沪住房发展“十三五”规划，根据《上海市住房发展“十三五”规划》，“十三五”期间城镇住房供应总量以及住房用地供应总量将显著增加，其中新增住房供应总套数约170万套，比“十二五”增加60%左右；住房用地预计供应5,500公顷。上海市将积极推进购租并举的住房体系建设，进一步健全房地产市场健康发展长效机制。

总体看，2017年上海市出台多项政策对房地产市场进行调控，土地供应有所增长，交易方面呈现“量缩价稳”的总体态势。

四、管理分析

1. 公司治理与制度

2017年，为规范公司及相关信息披露义务人的信息披露行为，督促公司及相关信息披露义务人依法合规履行信息披露义务，维护公司利益和投资者的合法权益，公司修订了《信息披露事务

管理制度》，并制定了《信息披露暂缓与豁免管理制度》。同时，公司特设立董事会执行委员会，具体协调、指导房地产开发和不动产资管业务，并相继修订了《公司章程》、《总裁工作细则》、《公司投资管理制度》等制度。

2017年，公司董事会选举陈爽为董事长，钱明为副董事长；股东大会选举陈宏飞、王玉华为公司董事，张晓岚为独立董事，曾瑞昌为监事；董事会聘任陈宏飞为常务副总裁，陈正友为高级副总裁，胡兵、沈培新和余小玲为副总裁。原董事长钱明、副董事长沈培新、董事李俭、独立董事袁树民和监事朱建明由于任期届满离任。

董事长陈爽曾任公司董事、诺亚控股有限公司独立董事、光大证券股份有限公司董事等职。现任公司董事长、中国光大控股有限公司执行董事兼首席执行官、管理决策委员会主席、中国光大集团有限公司执行董事兼副总经理等职。

总体看，通过换届选举，公司董事会和监事会及经营管理层结构得到进一步改善，专业能力和管理水平得到进一步提升；增加经营范围、修改公司章程，表明公司向不动产资管业务发展的信心。公司董事、监事和高管发生一定变动，公司章程亦发生一定变化，需关注实际控制人变更、董事会及监事会换届后对公司经营的影响。

2. 股东支持

公司控股股东光大控股（股票代码：0165.HK）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实力，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2017年底，光大控股共管理48只基金，已完成募资规模港币1,291亿元，投资覆盖多个行业，其中超过150家企业已通过在中国及海外市场上市或并购转让等方式退出。

光大嘉宝作为光大控股旗下排他性的唯一不动产资管平台，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光控投资在2017年4月7日至2018年4月6日期间累计增持4.89%公司股份，体现出控股股东和实际控制人对于公司未来的发展信心。

总体看，公司控股股东光大控股作为中国领先的跨境投资及资产管理公司，整体实力强；公司作为其旗下唯一不动产资管平台，在资金、业务等各个方面获得股东支持。

五、经营分析

1. 经营概况

2017年，公司坚持“轻重并举、双轮驱动”的发展战略，实施地产开发和不动产资管双主业运行的经营模式。公司强调产融结合，培育发掘核心资产，主动聚焦管理有稳定现金流的持有型资产，积极发展资产证券化业务，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。2017年，公司营业收入及利润的主要来源为房地产开发与销售业务，随着光大安石（北京）房地产投资顾问有限公司（以下简称“光大安石”）和光大安石（北京）资产管理有限公司（以下简称“安石资管”）纳入合并范围，不动产资产管理业务成为收入和利润的有效补充。

2017 年，随着光大安石和安石资管纳入公司合并报表范围，公司 2017 年实现营业收入 30.83 亿元，同比增长 30.45%；受此影响，公司净利润（含少数股东损益）为 6.78 亿元，同比增长 133.32%。

从主营业务收入构成来看，2017 年，受公司房地产交付面积增加影响，公司房地产开发业务收入为 25.13 亿元，同比增长 8.26%；该板块在主营业务收入中的占比为 82.56%。2017 年，公司新增不动产资产管理业务，实现收入 5.31 亿元，该板块在主营业务收入中的占比为 17.44%。

表 1 公司 2016~2017 年主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	23.21	98.81	30.03	25.13	82.56	33.93
不动产资管	--	--	--	5.31	17.44	94.39
合计	23.21	98.81	30.03	30.44	100.00	44.48

资料来源：公司年报

从毛利率来看，受结转项目差异影响，房地产开发业务毛利率由 2016 年的 30.03% 小幅增长至 2017 年的 33.93%；公司不动产资管业务毛利率高，2017 年为 94.39%，主要系支出计入管理费用¹所致，不动产资管业务带动公司主营业务毛利率由 2016 年的 30.03% 增长至 2017 年的 44.48%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.16 亿元，较上年同期增长 94.66%，主要系房地产开发业务结转商品房销售收入增加所致；实现净利润 2.45 亿元，较上年同期增长 55.10%，其中归属于母公司所有者净利润为 1.52 亿元。

总体看，2017 年随着光大安石和安石资管纳入合并范围，公司主营业务收入规模有所增长；受结转项目不同，公司房地产业务毛利率有所提升，新增不动产资管业务毛利率高，带动整体毛利率有所上升。

2. 房地产开发业务

（1）土地储备情况

2017~2018 年 3 月，公司未购置土地。截至 2018 年 3 月底，公司尚有一块土地尚未开发，该土地位于上海嘉定区，土地面积 12,980.00 平方米，对应规划建筑面积 41,831.42 平方米，物业类型为办公用地，公司权益比例为 51%。

总体看，综合公司销售规模和开工面积来看，公司土地储备规模较小且 2017 年末购置土地，需关注后续公司房地产开发业务的可持续发展。

（2）项目开发情况

2017 年，公司新开工面积为 5.68 万平方米，与上年基本持平；竣工面积为 48.25 万平方米，较上年大幅增长，主要系公司项目建设进度的持续推进所致；受上述因素影响，公司期末在建面积为 38.53 万平方米。2018 年 1~3 月，公司无新开工和竣工情况。

表 2 2016~2018 年 3 月公司主要项目开发数据情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
新开工面积（万平方米）	5.16	5.68	0.00
竣工面积（万平方米）	25.72	48.25	0.00
期末在建面积（万平方米）	81.09	38.53	38.53

资料来源：公司提供

¹ 2017 年公司不动产资管业务管理费用为 14,416.35 万元。

截至 2018 年 3 月底，公司在建项目共 4 个，主要分布在上海和昆山，预计总投资额为 52.00 亿元，截至 2018 年 3 月底已投资 39.10 亿元，2018 年 4~12 月、2019 年和 2020 年计划分别投资 6.98 亿元、4.24 亿元和 1.68 亿元，结合公司近年来的销售规模来看，资本支出压力不大。

表 3 截至 2018 年 3 月底公司持有项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	项目位置	计划投资	已完成投资	未来投资计划		
				2018 年 4~12 月	2019 年	2020 年
前滩后院	上海浦东	19.31	17.08	0.90	0.72	0.61
梦之悦	昆山花桥	18.57	12.37	3.71	1.69	0.80
梦之月	上海嘉定	3.87	1.50	1.06	1.23	0.08
梦之星	上海嘉定	10.25	8.15	1.31	0.60	0.18
合计	--	52.00	39.10	6.98	4.24	1.68

资料来源：公司提供

总体看，2017 年公司新开工节奏保持平稳，竣工面积大幅增长；公司在建项目尚需投入的资金规模尚可，资本支出压力较小。

（3）项目销售情况

2017 年，公司销售模式未发生变化。从签约销售情况来看，受上海市调控政策以及公司推盘节奏影响，公司签约销售面积和销售金额分别为 4.57 万平方米和 24.29 亿元，分别较上年减少 74.96%和 27.21%；受预售项目前滩后院销售均价拉动影响，2017 年公司销售均价为 53,142 元/平方米，较上年上升 190.63%，整体销售情况尚可。

公司房地产开发项目涉及政府动迁配套房、住宅商品房、商务办公等不同业态，房地产开发结转收入规模受项目性质影响较大。2017 年，公司结转面积为 20.80 万平方米，结转收入金额为 24.45 亿元，与上年基本持平。

表 4 2017~2018 年 3 月公司房地产销售数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
签约销售面积（万平方米）	18.25	4.57	0.88
签约销售金额（亿元）	33.37	24.29	4.72
销售均价（元/平方米）	18,285	53,142	53,511
结转收入面积（万平方米）	20.45	20.80	3.42
结转收入（亿元）	22.71	24.45	10.44

资料来源：公司提供

从公司在售项目情况来看，截至 2018 年 3 月底，公司在售/待售项目共有 5 个，总可售面积为 40.67 万平方米，尚有待售面积 27.67 万平方米，货值较大。公司待售项目主要分布在上海和昆山市，区域集中度较高，需关注区域房地产政策对公司销售情况的影响。

表 5 截至 2018 年 3 月底公司持有房地产在售/待售项目数据（单位：平方米、元/平方米）

项目名称	所在城市	开盘时间	总可面积	已取得预售证面积	已售面积
梦之缘	上海嘉定	2015 年 12 月	134,921.35	134,921.35	113,671.61
前滩后院	上海浦东	2017 年 5 月	29,536.02	29,536.02	16,338.27
梦之悦	昆山花桥	2017 年 12 月	168,464.04	34,060.44	0.00

梦之月	上海嘉定	未开盘	33,985.86	0.00	0.00
梦之星	上海嘉定	未开盘	39,765.68	0.00	0.00
合计		--	406,672.95	198,517.81	130,009.88

资料来源：公司提供

注：上述面积为住宅可售面积，不包括车位及办公等

总体看，2017年受上海市调控政策以及公司推盘节奏影响，公司签约销售金额有所下滑；签约销售均价大幅上升；公司在售/待售项目货值较大，区域集中度较高，需关注区域房地产政策对公司销售情况的影响。

3. 不动产资管业务

2016年11月，公司以现金方式出资15.44亿元人民币，受让关联人EBA Investments (Advisory) Limited（以下简称“光大安石投资（咨询）有限公司”）持有的光大安石51%股权、安石资管51%股权。2016年12月，光大安石和安石资管纳入公司合并范围，公司新增不动产资管业务。

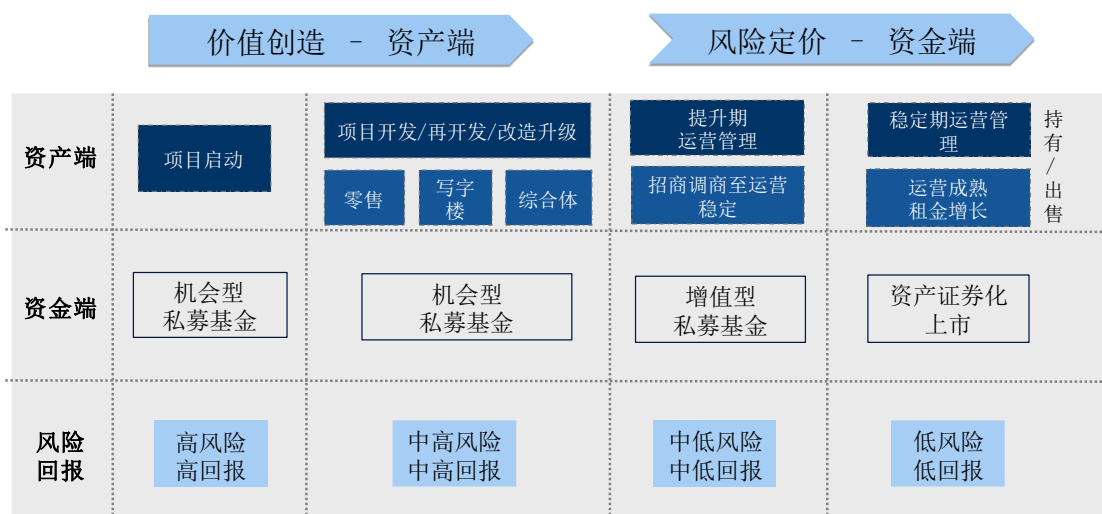
光大安石是公司与香港上市公司中国光大控股有限公司旗下最具规模的产业投资基金管理人与地产投资平台，并已连续四年蝉联“中国房地产基金综合能力TOP10”榜首。光大安石打造的自主商管品牌“大融城”品牌知名度较高，影响力不断提升。光大安石成立的“首誉光控-光控安石大融城资产支持专项计划”是中国内地首单房地产私募基金的类REIT，也是我国境内不动产走入“PERE+REITs”的标志性事件。安石资管主要从事对光大安石所投资的项目进行投后运营、管理服务。不动产管理业务收入与来源主要来源于光大安石。

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，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。保险资金已经逐步配置到光大嘉宝所管理的项目，发展前景可观。“投”+“管”方面，光大安石的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”指投后管理能力，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”进而获得良好的投资回报。在退出方式方面，基金全部通过投资人分配收益的方式退出，资产证券化的发展为基金的退出提供了更为便利的方式。截至本报告出具日，光大安石基金尚未出现退出失败的案例。光大安石的主要收入来源为基金管理费和收益分成，基金管理费的收取基数和收取比例由公司与基金投资人协商决定。

团队方面，光大安石高管和团队主要成员曾任职于铁狮门、雷曼兄弟、高盛、摩根大通、麦肯锡、中信等国内外顶尖机构，拥有丰富的商业地产金融领域的实践经验，同时也拥有丰富的业内资源（项目和人脉），为光大安石业务规模的持续增长奠定了良好的基础。

图2 光大安石产业流程

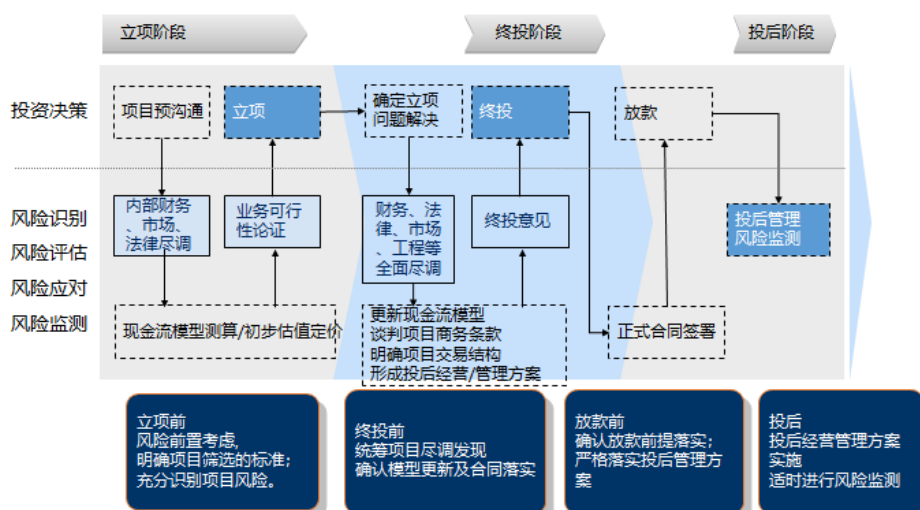


资料来源：公司提供

盈利模式方面，光大安石的收入模式主要是作为基金管理人收取固定管理费、输出资管服务收入、及项目退出时作为普通合伙人收取的超过门槛收益率的超额收益（视实际情况而定）。固定管理费收入是按照在管基金实际缴纳金额的固定比例按年收取，呈逐年稳定上涨趋势，2017年度平均管理费费率区间为1.0%-1.5%。

风险管控方面，光大安石强调对房地产业务风险的主动识别和主动应对，风险管理贯穿整个资产管理的全流程。公司注重风控文化的建设和员工风控意识的培养。光大安石已建立战略层面、流程层面、保障层面和基础层面全方位的风险管理体系。通过风险识别、风险评估、风险应对和风险监测，对各类项目的“募、投、管、退”进行全面流程风险控制。在宏观层面，对地产市场、政策、利率等定期跟踪，适时结合实际情况调整展业策略。在项目层面，对项目实行严格筛选和评估，建立了完善的项目风险评估体系和风险识别体系；依托自身的投资管理能力，通过设计出风险可控、且符合投资者需求的交易方案及资金结构来降低资产本身的风险；在项目开发、改造及运营过程中，利用自身的投后管理团队持续提升物业运营效率和租金收入水平，对项目全过程进行高质量的管理和监控。

图3 风险管理体系之风险管理流程



资料来源：公司提供

2017年，光大安石新增投资项目27个，新增管理规模人民币231.51亿元；退出投资项目24个，退出项目投资金额人民币76.55亿元，到期退出向投资人分配收益的总金额为人民币5.83亿元。截至2017年底，光大安石在管项目34个，在管规模人民币492.02亿元。截至2018年3月底，光大安石在管项目37个，在管规模人民币502.98亿元。

表6 2017年光大安石业务情况

项目	2017 年
新增投资项目（个）	27
新增项目投资额合计（亿元）	231.51
退出项目个数（个）	24
退出项目投资金额合计（亿元）	76.55
期末持有投资项目个数（个）	34
期末持有投资项目金额合计（亿元）	492.02

资料来源：公司提供

光大安石不动产资管业务主要投向商业地产和综合体项目。截至2017年底，光大安石管理资产中，商业在管规模占35.92%，综合体在管规模占25.57%，写字楼在管规模占17.33%，住宅在管规模占7.76%。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2018年3月底，公司在管规模前五大项目如下表所示。

表7 截至2018年3月底公司在管规模前五大项目概况（单位：平方米、亿元）

项目名称	项目业态	所在城市	总建筑面积	在管规模
项目一	综合体	北京	719,439.00	95.72
项目二	商业	上海	195,837.74	32.02
项目三	商业	重庆	129,011.59	28.54
项目四	写字楼	北京	48,720.73	14.00
项目五	写字楼	上海	158,879.00	18.71
合计	--	--	1,251,888.06	188.99

资料来源：公司提供

投后管理能力方面，光大安石有专门的光大安石资产管理团队，由各普通合伙人授权，负责全部房地产投资的项目主动开发管理和运营。光大安石的资产管理部门总部包括四个部门：风险及资产组合管理部门、开发事业部、商业事业部、工业地产事业部。区别于一般金融机构和房地产的投后管理部门，光大安石的资产管理强调在过程中对风险的主动识别和处理、对于房地产各资产类型全方面的开发改造和综合性的运营管理能力。同时光大安石通过总部及项目现场结合的管理体系，对光大安石投资的全部项目提供从前期定位、设计、工程建设，到项目整体招商租赁、销售、资产管理以及最终实现证券化上市的一体化解决方案。

资产证券化能力方面，2017年起，光大安石先后以Pre-ABS资金提供方，ABS特殊资产服务商、夹层投资人、财务顾问等角色参与了多单房地产资产证券化项目，物业品类涵盖长租公寓、商业办公、购物中心等多种类型，产品类型涵盖类REIT（单一资产、资产包、储架式）及CMBS，在各类项目中积累了丰富的实操经验。截至目前，以上项目均已成功挂牌或取得交易所发行无异议函，项目获批融资规模累计突破80亿元。

公司进行并购的前提条件之一是光大安石投资（咨询）有限公司所作出的如下业绩承诺：光大安石投资（咨询）有限公司承诺光大安石、安石资管在2016会计年度、2017会计年度、2018会

计年度累计实现的归属于公司所有者的净利润合计不低于69,097.84万元，其中预计2016会计年度实现的归属于公司所有者的净利润不低于21,091.00万元，预计2017会计年度实现的归属于公司所有者的净利润不低于22,611.61万元，预计2018会计年度实现的归属于公司所有者的净利润不低于25,395.23万元。根据众华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的专项审核报告，2016~2017年，光大安石和安石资管合计实现净利润为22,761.04万元和24,744.11万元，超过了盈利预测数，业绩承诺完成情况良好。

总体看，光大安石作为国内领先的地产基金，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，具备丰富行业经验和全球化视野；公司不动产资管板块资产优良，运营模式成熟，未来稳定发展可期。同时，公司不动产资管业务面临与公司传统房地产开发业务的整合，对公司经营和管理提出新的机遇与挑战。

4. 经营关注

（1）公司持有的完全尚未开发土地储备规模较小，需关注公司传统房地产开发业务可持续性。同时，公司项目主要集中于上海市嘉定区及周边区域，项目集中度较高，如该区域市场需求或价格发生较大变化，将对公司的经营业绩产生影响。

（2）公司新收购的光大安石和安石资管与公司原有业务在业务领域、业务模式、组织架构、企业文化和管理制度等方面均存在一定差异，双方需要在战略规划、资源配置、管理等层面逐渐融合，整合效果能否达到并购预期存在一定的不确定性，如果光大安石未能完成预估净利润目标，或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。

（3）在房地产市场区域分化格局加剧的背景下，区域经济、产业、资源及人口发展等因素波动，均可能会对公司管理基金的底层资产现金回流及持有价值造成一定的影响。

5. 未来发展

公司将继续推进“轻重并举、双轮驱动”的发展战略。在房地产开发业务方面，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，战略聚焦于主动管理有稳定现金流的持有型资产，积极发展资产证券化，构建符合投资者投资预期与风险偏好的多元化创新金融产品体系，持续稳定地为投资者提供良好的业绩回报。

公司将推动核心业务向多元化、规模化、国际化、品牌化和综合型、专业型、创新型、优质型发展；拓展公司发展空间，增强公司发展后劲；力争使净资产收益率进一步提高，使公司在2020年底成为发展模式创新、行业优势明显、产品质量上乘、品牌效应显著、专业能力领先、综合实力突出、具有自身特色和特点的房地产综合开发和运营企业以及国内领先的不动产跨境投资和资产管理平台。

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

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017年财务报表经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见；公司提供的2018年一季度的财务报表未经审计。公司执行最新的企业会计准则

则。在合并范围变化方面，2017 年公司合并范围内增加 6 家公司。2018 年 1~3 月，公司新增 6 家子公司。考虑到公司主业变化不大，会计政策连续，公司财务报表可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 134.50 亿元，负债合计 73.86 亿元，所有者权益（含少数股东权益）60.64 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 54.39 亿元。2017 年，公司实现营业收入 30.83 亿元，净利润（含少数股东损益）6.78 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 5.45 亿元；经营活动现金流量净额为 12.52 亿元，现金及现金等价物净增加额为-12.91 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 195.50 亿元，负债合计 121.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）73.63 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 55.82 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.16 亿元，净利润（含少数股东损益）2.45 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 1.52 亿元；经营活动现金流量净额为 1.80 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.37 亿元。

2. 资产质量

截至2017年底，公司资产总额134.50亿元，较年初减少6.32%，主要系公司流动资产规模下降所致。截至2017年底，公司流动资产和非流动资产占总资产的比重分别为73.63%和26.37%，公司资产构成仍以流动资产为主，但流动资产占比有所下降。

流动资产

截至2017年底，公司流动资产合计99.04亿元，较年初减少16.64%，主要系货币资金和存货减少所致；公司流动资产主要由货币资金（占32.35%）和存货（占58.36%）构成。

截至2017年底，公司货币资金为32.04亿元，较年初减少22.84%，主要系支付受让光大安石和安石资管各51%股权款所致，公司货币资金主要由银行存款（占76.12%）和其他货币资金（占23.87%）构成，受限货币资金规模为11.30亿元（占35.27%），占比较高，主要系公司定期存单质押所致。

截至2017年底，公司存货账面价值为57.80亿元，较年初减少17.95%，主要系上海锦博置业有限公司不再纳入公司合并报表范围所致；其中，主要由开发成本（占46.92%）和开发产品（占52.67%）构成，开发产品占比较高；由于公司房地产开发项目保值增值的能力较强，因此未对存货中开发成本和开发产品计提跌价准备，仅对存货中的原材料、库存商品和周转材料共计提了35.76万元跌价准备。

非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产合计35.46亿元，较年初增长43.22%，主要系可供出售金融资产和其他非流动资产大幅增长所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占18.74%）、长期股权投资（占13.15%）、投资性房地产（占9.54%）、固定资产（占5.74%）、商誉（占35.63%）和其他非流动资产（占13.25%）构成。

截至2017年底，公司可供出售金融资产账面价值合计6.65亿元，较年初增长84.91%，主要系公司认购上海光魅投资中心（有限合伙）3亿元财产份额所致。

截至2017年底，公司长期股权投资合计4.66亿元，较年初变动不大。

公司投资性房地产全部按成本计量，截至2017年底，公司投资性房地产账面价值合计3.38亿元，较年初增长78.50%，主要系嘉宝大厦达到预计可使用状态，对出租部分公司转入投资性房地产所致。公司投资性房地产主要为以经营租赁形式向第三方出租的商铺、厂房和商务办公场所。公司投资性房地产累计折旧和累计摊销1.55亿元，成新率为68.68%，成新率尚可；计提减值准备0.02亿元。

截至2017年底，公司固定资产合计2.03亿元，较年初增长119.58%，主要系嘉宝大厦达到预计可使用状态，对自用部分公司转入固定资产所致。

截至2017年底，公司商誉为12.64亿元，主要系公司2017年受让光大安石51%股权，购并日公司收购价格超过享有的光大安石可辨认净资产公允价值部分确认了商誉所致。考虑到目前光大安石仍在业绩承诺期内，若其未能完成预估净利润目标，公司将面临商誉减值风险。

截至2017年底，公司其他非流动资产合计4.70亿元，主要为公司通过银行委托贷款方式向上海锦博置业有限公司提供梦之星合作开发项目的开发建设款项。

截至2017年底，公司受限资产合计11.30亿元，全部为货币资金，占资产比例为8.40%，占比相对较低。

截至2018年3月底，公司资产合计195.50亿元，较上年底增长45.35%，主要系存货和在建工程大幅增加所致；其中流动资产和非流动资产分别占70.00%和30.00%，非流动资产占比小幅提升。其中，公司存货合计94.72亿元，较上年底增长63.86%，主要系光控安石-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纳入公司合并报表范围所致；公司长期股权投资14.18亿元，较上年底增长204.06%，主要系出资认缴上海光丹投资中心（有限合伙）4.9亿元财产份额和上海光翎投资中心（有限合伙）4.5亿元财产份额所致；公司新增在建工程15.55亿元，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所致。

总体看，由于公司支付受让光大安石和安石资管股权款以及处置上海锦博置业有限公司股权，公司资产规模有所下降，以流动资产为主；其中，公司货币资金充足，但受限规模较大；存货中开发产品占比较高，未来投资规模不大；投资性房地产成本计量，有一定增值空间；公司并购光大安石后产生较大规模商誉，未来需关注商誉减值风险；公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

负债

截至2017年底，公司负债规模为73.86亿元，较年初减少12.79%，主要系流动负债减少所致；其中流动负债和非流动负债的占比分别为80.66%和19.34%，流动负债占比有所下降。

截至2017年底，公司流动负债合计59.58亿元，较年初减少19.52%，主要系其他应付款减少所致；流动负债主要由应付账款（占11.83%）、预收款项（占67.20%）和其他应付款（占14.96%）构成。

截至2017年底，公司应付账款合计7.05亿元，较年初增长127.93%，主要系应付工程款增加所致。

截至2017年底，公司预收款项合计40.04亿元，主要为预售购房款，较年初增长5.48%，主要系收到商品房预售款所致。

截至2017年底，公司其他应付款合计8.92亿元，较年初减少69.13%，主要系支付受让光大安石、安石资管各51%股权的款项所致。

截至2017年底，公司非流动负债合计14.28亿元，较年初增长33.85%，主要系长期借款增加所致；主要由长期借款（占35.01%）和应付债券（占62.25%）构成。

截至2017年底，公司长期借款为5.00亿元，较年初增长1,150.00%，主要系项目投入以及投资项目增加，对应融资增加所致。其中2018年到期1亿元，2019年到期1亿元，2020年到期3亿元，期限分布较为均匀。

截至2017年底，公司应付债券为8.89亿元，较年初减少8.37%，主要系“14嘉宝债”于2017年

10月23日完成回售8,020.10万元所致，“14嘉宝债”债券余额8.80亿元将在2019年到期。

截至2017年底，公司全部债务合计14.29亿元，较年初增长28.83%，主要系公司长期借款增加所致；其中，短期债务合计0.40亿元，长期债务合计13.89亿元，以长期债务为主，公司债务结构较年初变化不大。从财务指标来看，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为54.91%、19.07%和18.64%，分别较年初下降4.08个百分点、上升3.22个百分点和上升3.99个百分点，公司债务负担有所上升，但整体上仍处于较低水平。公司融资成本较低，截至2017年末，公司综合融资成本为5.39%。

截至2018年3月底，公司负债合计121.88亿元，较上年底增长65.01%，主要系长期借款和应付债券增长所致，其中流动负债和非流动负债占比分别为52.89%和47.11%，非流动负债占比大幅提升；公司全部债务合计58.99亿元，较年初增长312.75%，主要系公司借款和应付债券增加所致；其中长期债务占87.95%，债务结构合理。截至2018年3月底，公司应付债券19.02亿元，较年初增长113.82%，主要系公司发行“18光大嘉宝PPN001”（债券代码：031800045.IB；债券期限：2+1年）所致。截至2018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62.34%、44.48%和41.34%，分别较上年底增加7.43个百分点、25.41个百分点和22.70个百分点，公司整体债务负担有所提升，但整体债务负担不重。

总体看，由于公司支付股权款，公司流动负债有所下降；公司债务结构以长期债务为主，债务结构合理；债务负担有所上升，但整体上仍处于合理水平且融资成本较低。

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计60.64亿元，较年初增长2.99%，变动不大。其中，归属于母公司所有者权益和少数股东权益分别占89.69%和10.31%。归属于母公司所有者权益中，股本占16.31%、资本公积占37.41%、盈余公积占5.42%、未分配利润占39.46%、其他综合收益占1.40%，资本公积和未分配利润占比较大，资本公积主要来源为股票溢价。

截至2018年3月底，公司所有者权益73.63亿元，较上年底增长21.41%，主要系少数股东权益增加所致。具体来看，公司归属于母公司所有者权益为55.82亿元，其中股本占15.90%、资本公积占36.45%、盈余公积占5.28%、其他综合收益占1.20%、未分配利润占41.17%。截至2018年3月底，公司少数股东权益17.81亿元，较上年底增长184.87%，主要系公司受让光控安石-上海一号私募投资基金30%财产份额，将其纳入公司合并报表范围以及公司并表的上海光稳投资中心（有限合伙）收到其他有限合伙人出资款所致。

总体看，2017年，公司所有者权益变化不大，归属于母公司所有者权益中资本公积和未分配利润占比重较大，公司所有者权益稳定性一般。2018年1季度，公司少数股东权益大幅增长。

4. 盈利能力

随着光大安石、安石资管纳入公司合并报表范围，公司2017年营业收入为30.83亿元，同比增长30.45%；公司净利润（含少数股东损益）为6.78亿元，同比增长133.32%，增幅高于收入，主要系光大安石和安石资管纳入合并范围所致。

期间费用方面，2017年，公司期间费用合计3.79亿元，同比增长227.96%；销售费用、管理费用和财务费用占比分别为21.60%、71.42%和6.99%。其中，销售费用为0.82亿元，同比增长88.99%，主要系房地产开发业务销售广告费和销售渠道费增加所致；管理费用为2.71亿元，同比增长383.71%，主要系光大安石、安石资管纳入合并范围所致；财务费用为0.27亿元，同比增长62.47%，主要系长期借款增加导致借款利息支出增长所致。

2017年，公司投资收益分别为0.68亿元，同比增长131.00%，主要系本期权益法核算参股企业上海光渝投资中心（有限合伙）净利润增加，公司对应确认投资收益所致；2017年公司投资收益在营业利润中的占比为7.45%，影响较小。

2017年，公司营业利润率为38.26%，较上年上升18.82个百分点；受利润规模大幅提升影响，公司总资本收益率、净资产收益率以及总资产报酬率分别为10.29%、11.35%和7.09%，分别较上年提升4.72个百分点、5.15个百分点和3.34个百分点，公司盈利能力有所提高。

2018年1~3月，公司实现营业收入12.16亿元，较上年同期增长94.66%，主要系房地产开发业务结转商品房销售收入增加所致；实现净利润2.45亿元，较上年同期增长55.10%，其中归属于母公司所有者净利润为1.52亿元。

总体看，2017年公司营业收入和利润规模有所增长，盈利能力有所提高；受光大安石、安石资管纳入合并范围影响，期间费用大幅增加；随着公司不动产资管业务的并入及不断拓展，公司未来盈利能力有望进一步提升。

5. 现金流

经营活动方面，2017年，受公司房产销售规模下降影响，公司经营性现金流入量为35.80亿元，同比减少16.19%；同时由于公司未购置土地影响，公司经营性现金流出量为23.28亿元，同比减少8.00%；受上述因素影响，2017年经营活动现金流量净额为12.52亿元，同比减少28.10%。

投资活动方面，2017年，公司投资活动现金流入量为25.53亿元，同比减少54.06%，主要系收到到期理财产品规模减少所致；公司投资活动现金流出量为50.75亿元，同比减少15.80%，主要系滚动购买银行理财产品减少所致；受上述因素影响，2017年公司投资活动产生的现金流量净额为-25.22亿元，同比增长435.64%，净流出金额大幅增长。

筹资活动方面，公司2017年筹资活动现金流入量为5.11亿元，同比减少74.06%，主要系2016年公司非公开发行股票所致；公司筹资活动现金流出量为5.30亿元，同比减少53.37%，主要系偿还借款支付的现金减少所致；受上述因素影响，2017年公司筹资活动产生的现金流量净额为-0.20亿元。

2018年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为1.80亿元；投资活动产生的现金流量净额为-11.29亿元，主要系公司支付光控安石-上海一号私募投资基金财产份额受让款、支付上海明悦酒店管理有限公司股权受让款以及出资认缴上海光丹投资中心（有限合伙）和上海光翎投资中心（有限合伙）财产份额所致；筹资活动产生的现金流量净额为11.86亿元，主要系公司发行10亿元非公开定向债务融资工具所致。

总体看，2017年公司新增不动产资管业务，经营活动现金流呈净流入状态；考虑到公司在建或拟建项目后续投资规模不大，公司对外融资压力不大。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，截至2017年底公司流动比率为1.66倍，速动比率为0.69倍，均较年初有所改善，主要系其他应付款大幅下降所致。截至2017年底，公司现金短期债务比为82.58倍，公司现金储备对短期债务的保护程度很高；整体看，公司短期偿债能力强。

长期偿债能力方面，2017年公司EBITDA为10.07亿元，同比增长124.07%，主要系利润总额大幅提升所致；其中，利润总额占91.15%、计入财务费用的利息支出占6.69%、折旧和摊销占2.17%。2017年，公司EBITDA全部债务比为0.70倍，EBITDA利息保护倍数为14.96倍，公司EBITDA对利息和全部债务的保障程度较强；整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年 3 月底，公司无重大未决诉讼事项。

截至 2018 年 3 月底，公司对外提供担保共 2 笔，担保金额合计 7.91 亿元（按公司权益比例计算），占公司当期净资产的比例为 14.17%，主要是：（1）公司控股子公司光控安石（北京）投资管理有限公司为 EBA INVESTMENTS (YIYUE) LIMITED 提供存单质押担保；（2）公司下属企业上海明悦酒店管理有限公司以其物业为其上级公司上海安潜投资管理有限公司提供抵押担保。目前，被担保企业经营情况正常，公司代偿风险较低。

截至 2018 年 3 月底，公司获得的银行授信额度合计 5 亿元，已全部使用，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（机构信用代码：G1031011400284230T），截至 2018 年 4 月 27 日，公司无未结清不良和关注类信贷信息记录，已结清信贷信息记录中存在 23 笔关注类贷款，主要系早期形成的关注贷款，均正常收回。

总体看，公司偿债能力较强。同时考虑公司作为国内不动产资管领域龙头企业，不动产投资经验丰富，公司整体偿债能力很强。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）为 35.37 亿元，约为“14 嘉宝债”债券余额（8.80 亿元）的 4.02 倍，公司现金类资产对债券余额的覆盖程度较高；净资产为 73.63 亿元，约为债券余额（8.80 亿元）的 8.37 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“14 嘉宝债”债券余额按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 10.07 亿元，约为债券余额（8.80 亿元）的 1.14 倍，公司 EBITDA 对债券余额的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 35.80 亿元，约为债券余额（8.80 亿元）的 4.07 倍，公司经营活动现金流入量对债券余额的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为具有一定区域品牌知名度的房地产上市公司，经营稳健，债务负担较轻；未来随着公司存量房产进一步销售实现，不动产资管业务的稳健发展，公司整体收入规模有望持续扩大，公司对“14 嘉宝债”的偿还能力很强。

八、债权保护分析

本次债券由嘉定国资提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

嘉定国资于 2001 年 6 月 27 日注册成立，是上海市嘉定区国有资产监督管理委员会（以下简称“嘉定区国资委”）下属的国有独资企业。嘉定国资是嘉定区唯一的实施“国有股权综合管理和投融资”的主体。嘉定国资为嘉定区投融资平台企业，历年来不断参与区内企业投建、投资、改制工作，积极促进了区域的整体发展。

2017 年，嘉定区全年实现增加值 2,151.7 亿元，可比增长 8.6%，增速较上年提高 1.7 个百分点。属地增加值 1,449.5 亿元，可比增长 7.1%，其中第二产业完成 830.2 亿元，可比增长 8.0%，对经济增长的贡献率为 62.9%，第三产业完成 615.6 亿元，可比增长 6.0%，对经济增长的贡献率为 37.4%。三次产业结构比重为 0.2:57.3:42.5。财政收入稳定增长，2017 年实现财政总收入 927.8 亿元，同比增长 9.5%。其中，中央级收入 469.1 亿元，同比增长 8.8%；市级收入 206.4 亿元，同比增长 10.2%。全年实现属地财政总收入 780 亿元，同比增长 13.1%。整体看，嘉定区经济发展

态势良好，财政收入稳步增长，为企业发展提供较好的外部环境。

经营方面，当地主管单位对嘉定国资的管控力度强，一般结合当地整体经济发展态势，按照整合区内资源，提升资产运营效率的思路，对嘉定国资的业务结构进行适时调整。

截至 2017 年底，嘉定国资合并资产总额 123.33 亿元，负债合计 93.05 亿元，所有者权益（含少数股东权益）30.28 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 24.70 亿元。2017 年，嘉定国资实现营业收入 4.71 亿元，净利润（含少数股东损益）0.13 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 0.23 亿元；经营活动现金流量净额为-6.81 亿元，现金及现金等价物净增加额为 2.71 亿元。

从担保效果来看，以 2017 年嘉定国资财务数据测算，本次债券余额（8.80 亿元）占嘉定国资资产总额的 7.13%，占所有者权益总额的 29.05%，占比较高；嘉定国资经营活动现金流入量对本次债券发债额度（8.80 亿元）的覆盖倍数为 0.40 倍，覆盖程度一般。

根据嘉定国资提供的中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G1031011402183290I），截至 2018 年 4 月 17 日，嘉定国资无未结清不良和关注类信贷信息记录，已结清信贷信息记录中存在 1 笔关注类贷款。

总体看，2017 年，嘉定国资经营活动和盈利情况保持正常，其担保对于本次债券的信用状况具有一定的积极作用。

九、综合评价

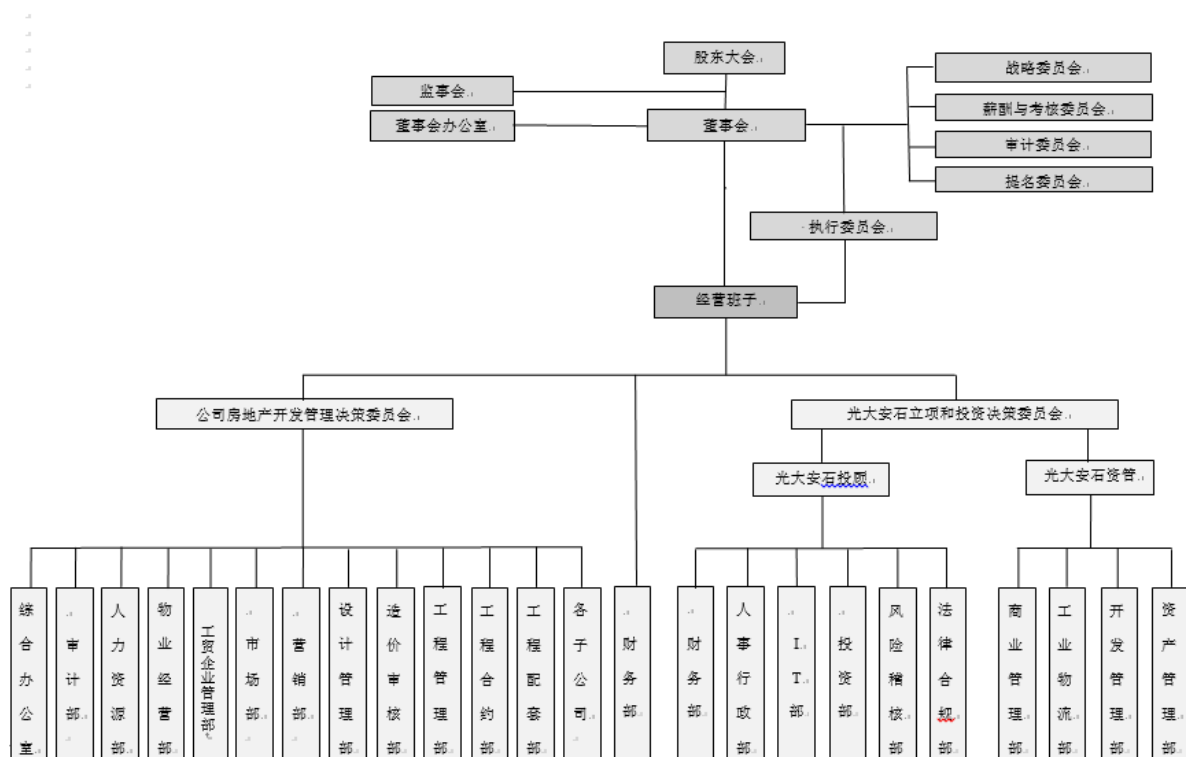
公司作为光大集团旗下上市公司，坚持“轻重并举、双轮驱动”的发展战略，着重强调产融结合，实施地产开发和不动产资管双主业运行的经营模式，其在不动产资产运营与管理能力、管理团队和风控体系等方面具有一定的竞争优势；公司待售项目货值较大，销售前景良好，新纳入的不动产资管业务产业链完整，运营经验丰富。同时，联合评级也关注到房地产行业未来仍存在一定的不确定性、公司土地储备规模较小和业务转型给经营和管理带来一定挑战等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2017 年 4 月，公司实际控制人变更为光大集团，股东实力雄厚，未来公司有望从股东方获得较大的支持。随着公司不动产资管规模的持续扩大和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。

“14 嘉宝债”由嘉定国资提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。2017 年，嘉定国资经营状况稳定，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保对“14 嘉宝债”的信用状况仍具有一定的积极影响。

综上，联合评级上调公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时上调“14 嘉宝债”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1 光大嘉宝股份有限公司 组织结构图



附件 2 光大嘉宝股份有限公司 主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	143.58	134.50	195.50
所有者权益（亿元）	58.88	60.64	73.63
短期债务（亿元）	0.99	0.40	7.11
长期债务（亿元）	10.10	13.89	51.88
全部债务（亿元）	11.09	14.29	58.99
营业收入（亿元）	23.64	30.83	12.16
净利润（亿元）	2.91	6.78	2.45
EBITDA（亿元）	4.50	10.07	--
经营性净现金流（亿元）	17.41	12.52	1.80
应收账款周转次数（次）	125.50	43.74	--
存货周转次数（次）	0.24	0.27	--
总资产周转次数（次）	0.20	0.22	--
现金收入比率（%）	166.38	102.11	82.66
总资本收益率（%）	5.57	10.29	--
总资产报酬率（%）	3.75	7.09	--
净资产收益率（%）	6.20	11.35	--
营业利润率（%）	19.44	38.26	34.31
费用收入比（%）	4.89	12.30	6.40
资产负债率（%）	58.99	54.91	62.34
全部债务资本化比率（%）	15.85	19.07	44.48
长期债务资本化比率（%）	14.65	18.64	41.34
EBITDA 利息倍数（倍）	6.96	14.96	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.41	0.70	--
流动比率（倍）	1.61	1.66	2.12
速动比率（倍）	0.65	0.69	0.65
现金短期债务比（倍）	42.75	82.58	4.98
经营现金流动负债比率（%）	23.52	21.01	2.80
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.51	1.14	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、公司 2018 年 1 季报未经审计，相关指标未予年化；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+其他流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。