

# 跟踪评级公告

联合[2019]883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”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：

二零一九年五月三十日

---

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 2019 年跟踪评级报告

### 主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA+ 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA+ 评级展望: 稳定

### 债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
14 嘉宝债	8.80 亿元	5 年 (3+2)	AA+	AA+	2018 年 6 月 25 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: 2019 年 5 月 30 日

主要财务数据:

### 发行人

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	134.50	250.99	220.34
所有者权益 (亿元)	60.64	81.47	80.80
长期债务 (亿元)	13.89	65.37	66.91
全部债务 (亿元)	14.29	92.97	75.82
营业收入 (亿元)	30.83	47.58	14.67
净利润 (亿元)	6.78	11.70	1.30
EBITDA (亿元)	10.28	19.94	--
经营性净现金流 (亿元)	12.52	17.76	0.42
营业利润率 (%)	38.26	43.97	23.34
净资产收益率 (%)	11.35	16.46	--
资产负债率 (%)	54.91	67.54	63.33
全部债务资本化比率 (%)	19.07	53.29	48.41
流动比率 (倍)	1.66	1.54	1.85
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.72	0.21	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	15.26	5.07	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.17	2.27	--

### 担保方

项目	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	123.33	119.54
所有者权益 (亿元)	30.28	30.85
营业总收入 (亿元)	4.71	5.07
净利润 (亿元)	0.13	0.20
资产负债率 (%)	75.45	74.19

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 2019 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化; 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

跟踪期内, 光大嘉宝股份有限公司 (以下简称“光大嘉宝”或“公司”) 逐步确立了不动产资管为公司核心发展业务方向, 继续保持不动产资管行业领先地位, 竞争力较强; 公司盈利能力有所增强, 货币资金较充裕, 债务结构合理。同时, 联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 也关注到房地产和不动产资管行业受相关政策影响较大、公司房地产项目区域集中度高、土地储备规模较小、债务规模快速增长、在管基金对财务稳定性存在一定影响等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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

“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。2018 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, 联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”, 评级展望为“稳定”; 同时维持“14 嘉宝债”的债项信用等级为“AA+”。

### 优势

1. 公司不动产资管业务继续保持行业领先地位, 竞争力较强。

2. 公司间接控股股东光大控股自身实力雄厚, 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不大; 2018 年, 公司收入和净利润水平大幅提升,

盈利能力有所提高。

4. 公司货币资金较充裕，经营活动产生的现金流持续净流入，且债务结构合理，短期偿债能力指标较强。

### 关注

1. 近期，房地产行业政策变化较大，且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务造成一定影响。同时，不动产资管行业受金融行业政策影响较大。

2. 截至 2019 年 3 月底，公司持有的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. 公司债务规模快速增长，权益稳定性有待提高。

4. 公司在管基金符合控制标准纳入合并范围，但基金在退出时，可能对公司财务指标造成一定波动。

### 分析师

罗星驰

电话：010-85172818

邮箱：luoxc@unitedratings.com.cn

卢 瑞

电话：010-85172818

邮箱：lur@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：



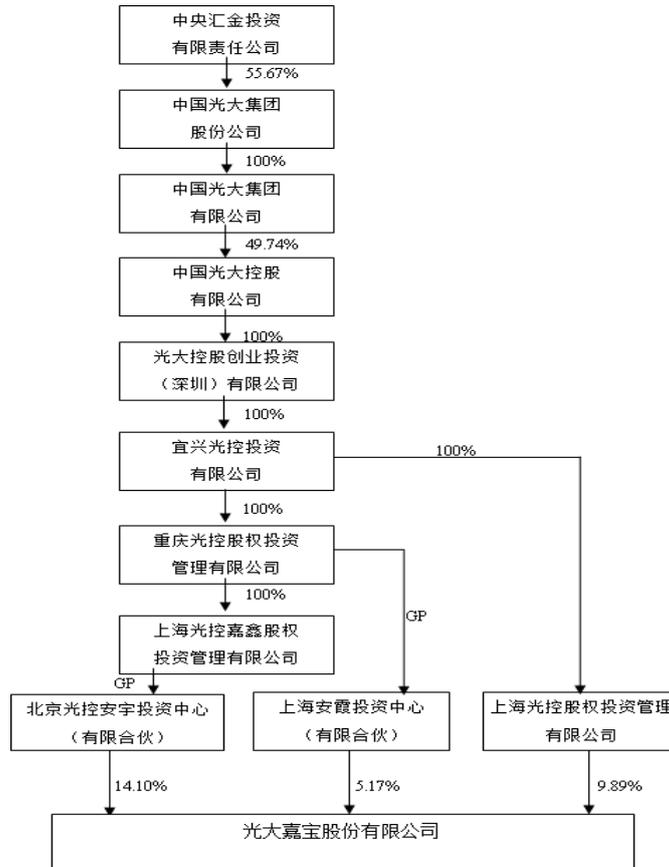
联合信用评级有限公司

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，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。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2019年3月底，公司注册资本11.54亿元，光控投资及其一致行动人共持有公司29.17%的股份，仍为公司第一大持股主体，公司实际控制人仍为光大集团。

图1 截至2019年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018年，公司经营范围未发生变化。2019年1月，公司对组织机构进行了调整；调整后下设

董事会办公室、综办人事部、信息技术部、财务部、风控部、内审部、法律合规部、战略发展及自有资金投资管理部、自持资产开发部、自持资产运营部；同时，公司总裁下设管理决策委员会和投资决策委员会，对有关重要事项和重大投资进行集体决策和管理（详见附件1）。截至2018年底，公司共有员工344人。

截至2018年底，公司合并资产总额250.99亿元，负债合计169.52亿元，所有者权益（含少数股东权益）81.47亿元，其中归属于母公司所有者权益合计61.03亿元。2018年，公司实现营业收入47.58亿元，净利润（含少数股东损益）11.70亿元，其中归属于母公司所有者的净利润8.81亿元；经营活动现金流量净额为17.76亿元，现金及现金等价物净增加额为30.64亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额220.34亿元，负债合计139.53亿元，所有者权益（含少数股东权益）80.80亿元，其中归属于母公司所有者权益合计62.84亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入14.67亿元，净利润（含少数股东损益）1.30亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.64亿元；经营活动现金流量净额为0.42亿元，现金及现金等价物净增加额-19.94亿元。

公司注册地址：上海市嘉定区清河路55号；法定代表人：陈爽。

## 二、债券发行情况及募集资金使用

经中国证监会证监许可[2014]891号文核准，公司获准向社会公开发行面值不超过9.60亿元的公司债券。2014年10月23日，公司发行“上海嘉宝实业（集团）股份有限公司2014年公司债券”，发行规模9.60亿元，债券代码：122333.SH，债券简称为“14嘉宝债”。

“14嘉宝债”票面利率为5.50%，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）。“14嘉宝债”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，与募集说明书的相关承诺一致。“14嘉宝债”已于2017年10月23日完成回售0.80亿元，债券余额为8.80亿元。公司已于2018年10月23日支付“14嘉宝债”自2017年10月23日至2018年10月22日期间的利息。

“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”）提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

## 三、行业分析

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

### 1. 房地产开发行业

#### （1）行业概况

2018年，全国房地产开发投资120,263.51亿元，同比增长9.50%，在土地购置费和补库存驱动的新开工高速增长下继续维持在高位。土地供应量继续上扬，全国300个城市土地供应量128,440万平方米，同比增长20%；土地成交面积105,492万平方米，同比增长14%；土地出让金总额为41,773亿元，同比微增2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积171,654.36万平方米，同比增长1.30%，全国房地产销售金额149,972.74亿元，同比增长12.20%，销售面积及销售金额同比增速（2017年增速分别为7.70%和13.70%）均有所放缓，处于2015年6月以来的相对较低位。价格方面，一二三线城市百

城住宅价格指数增速在调控下也有所放缓。

2019年一季度，全国房地产开发投资23,803.00亿元，同比增长11.80%，增速创近几年新高，主要系土地购置费依旧高位，以及一季度销售、资金端改善，房企新开工和施工意愿增强，带动建安投资回升所致。但一季度土地市场下行，全国300个城市土地市场按一二三线城市统计的指标均不同程度下降；其中2019年3月，二线城市土地成交溢价率和楼面均价同环比均涨，二线城市土地市场热度有所回升。2019年1~3月，全国房地产开发企业到位资金38,948.00亿元，同比增长5.90%，增速较前两月回升3.8个百分点，其中国内贷款、个人按揭贷款同比转正；另首套房及二套房房贷利率2019年以来连续三月（1~3月）下降，2019年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。2019年1~3月，全国房地产销售面积29,828.94万平方米，同比下降0.90%，增速转负，但较前两月上涨2.7个百分点；销售金额27,038.77亿元，同比增长5.60%，增速较前两月上涨2.80个百分点；受益于调控政策在因城施策下结构性微调、信贷条件宽松，一二线城市被压制需求释放，3月房地产销售情况有所好转，但4月中央政治局会议再提“房住不炒”，预计后续市场以“稳”为主。

集中度方面，2018年，前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为26.89%和38.32%；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别为19.08%和25.74%，集中度继续提升。

政策方面，2018年，政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。2019年两会明确提出“落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展”；2019年4月19日中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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。”

总体看，2018年房地产开发投资保持较高韧性，土地市场趋于理性，销售面积和销售价格在调控深化影响下，均有所放缓；行业集中度继续提升。2019年一季度，地产投资增速创近年新高，行业融资环境有所改善，但土地市场和销售整体下行，二线城市土地和销售回暖，房企逐步回归二线城市，政策上仍然以“房住不炒”、“因城施策”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

## （2）行业关注

### 行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

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

### 房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及2019年3月23日住建部副部长在中国发展高层论坛2019年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

### 中小房企面临被整合风险

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

## （3）行业发展

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积

累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

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

截至2018年底，中国证券投资基金业协会已登记私募基金管理人24,448家，同比增长8.92%；已备案私募基金74,642只，同比增长12.38%；管理基金规模12.78万亿元，同比增长15.12%。其中，私募股权、创业投资类基金管理人14,683家，管理私募股权投资基金27,176只，管理基金规模7.71万亿元。根据诺承投资的统计，截至2018年底，人民币地产基金市场已有2,538支基金实体，由764家管理人发行管理，总管理资金规模近1.5万亿元，保持了一定的规模增长。根据基金业协会数据显示，2018年全年共新增408支已备案地产基金，承诺募集总规模约为3,000亿元人民币。相较2017年数据，新增基金数量略有下降，新增基金规模基本持平。2018年地产行业和金融行业在政策和市场层面受到了调控，作为衍生行业的地产基金遭遇了行业性的整体下滑。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。

2018年4月，央行、银保监会、证监会、外汇局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称“《资管新规》”），《资管新规》限制或禁止部分产品份额分级、资管产品嵌套、刚性兑付等安排，可能对私募基金的融资和结构设计产生一定影响。

总体看，2018年受政策影响，地产基金行业整体承压，但仍然保持了一定的规模和活力。

## 3. 区域房地产市场情况

公司传统的房地产开发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。

2018年，上海市完成房地产开发投资4,033.18亿元，比上年增长4.6%；其中，住宅投资比上年增长3.4%。商品房施工面积14,672.37万平方米，比上年下降4.5%；竣工面积3,115.76万平方米，比上年下降8.0%。商品房销售面积1,767.01万平方米，比上年增长4.5%；其中，住宅销售面积1,333.29万平方米，比上年下降0.6%。全年存量房买卖登记面积1,5647.11万平方米，比上年下降1.1%。以2017年价格为100，全年新建商品住宅销售价格指数为99.8，二手住宅销售价格指数为98.2。整体看，受调控政策持续影响，以及新增供应下降，上海市住宅成交低位运行。

2018年，上海市供应土地面积为1,243.74万平方米，同比增长21.34%，其中住宅类用地594.44万平方米，同比变化不大；土地成交面积为1,098.59万平方米，同比增长11.69%；其中住宅类用地成交552.63万平方米，同比下降10.15%。整体看，上海住宅类用地市场降温明显。

2018年上海市房地产政策松紧有度，政策以规范市场、促进长效发展为主。2019年上海政府工作报告中强调“加强房地产市场调控不动摇、不放松，制定实施规范企业、境外人士购买商品住房等政策，房地产市场平稳健康发展，房价保持总体稳定”。

总体看，2018年上海市房地产市场低位运行，政策方面以稳定房地产市场为主。

## 四、管理分析

跟踪期内，公司对章程部分条款进行了修订，同时为进一步加强公司担保业务管理，防范担

保业务风险，同时为持续加强投资者关系管理，维护股东特别是中小股东的合法权益，公司相继修订了《担保管理制度》、《投资者关系管理制度》等制度。

跟踪期内，公司董事会审议通过总裁钱明先生、高级副总裁陈正友先生、副总裁沈培新先生、副总裁石建良先生辞去上述职务申请，并同意聘任陈宏飞先生为公司总裁，聘任周颂明先生、于潇然女士、陈正友先生为公司副总裁；决定公司不再设立常务副总裁、高级副总裁的职务。

陈宏飞，1974年出生，硕士，曾任职于北京建筑设计院、Barker Pacific Group, Inc（洛杉矶）、雷曼兄弟商业地产组下属公司、铁狮门中国基金等公司。陈宏飞先生于2017年任公司董事兼常务副总裁，现任公司董事兼总裁、子公司光大安石（北京）房地产投资顾问有限公司（以下简称“光大安石”）董事长兼总经理。

周颂明，1966年出生，硕士，曾任第一太平戴维斯华西区董事等职，现任公司副总裁、光大安石商业事业部总经理、子公司光控安石（上海）商业管理有限公司总裁等职。

于潇然，1979年出生，硕士，曾任毕马威会计师事务所审计合伙人，中国证监会首席会计师办公室技术顾问等职，现任公司副总裁、光大安石首席财务官。

陈正友，1963年出生，大专，曾任上海嘉宏房地产有限责任公司工程部经理、常务副总经理、党支部书记；公司总裁助理、高级副总裁等职。现任公司副总裁等职。

总体看，公司根据需要修改公司章程及部分管理制度，高级管理人员调整有利于公司不动产资管业务发展。

## 五、经营分析

### 1. 经营概况

2018年，公司仍主要从事不动产资管和房地产开发业务，并逐步确立不动产资管为核心发展业务。2018年，公司实现营业收入47.58亿元，同比增长54.30%，主要系房地产开发业务结转销售收入增加所致；实现营业利润16.18亿元，同比增长77.62%，主要系房地产开发毛利率增加以及不动产资管业务投资收益增加所致；净利润11.70亿元，同比增长72.40%。

从主营业务收入构成来看，2018年，受公司房地产交付单价提高影响，公司房地产开发业务收入为39.94亿元（包含物业租赁收入0.57亿元），同比大幅增长58.93%，在主营业务收入中比重上升至85.67%，仍是公司主要收入来源。公司不动产资产管理业务实现收入6.56亿元，同比增长23.54%，主要系管理及咨询服务收入增加以及新增超额管理费收入所致，该板块在主营业务收入中的占比为14.07%。公司主营业务中其他收入规模较小，影响不大。

从毛利率来看，受益于结转的梦之缘项目售价高，公司房地产开发业务毛利率大幅提升；公司不动产资管业务毛利率仍处于较高水平，房地产开发毛利率增长带动公司主营业务毛利率增长至2018年的57.04%。

表1 公司2017~2018年主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年		
	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
不动产资管	5.31	17.25	94.39	6.56	14.07	91.11
其他	0.35	1.12	15.53	0.12	0.27	-238.66
<b>合计</b>	<b>30.79</b>	<b>100.00</b>	<b>44.15</b>	<b>46.62</b>	<b>100.00</b>	<b>56.25</b>

资料来源：公司年报

2019年1~3月，公司实现营业收入14.67亿元，较上年同期增长20.66%，主要系结转商品房销售收入增加所致；实现净利润1.39亿元，较上年同期下降46.96%，主要系本期结转的动迁配套房毛利率较低所致。

总体看，2018年，公司房地产开发和不动产资管业务收入均取得较快增长，房地产业务毛利率大幅提升，带动公司整体毛利率上升。

## 2. 房地产开发业务

### (1) 土地储备情况

2018年12月，公司招拍挂方式获得上海市嘉定区安亭镇地块，土地面积6.05万平方米，规划计容建筑面积10.89万平方米，楼面地价1.55万元/平方米。

截至2019年3月底，公司尚有土地储备计容建筑面积15.07万平方米，均位于上海市嘉定区，公司土地储备规模较小。

表2 截至2019年3月底公司主要土地储备情况(单位: 万平方米、%)

项目名称	地块位置	土地性质	土地面积	规划计容建筑面积	股权比例
盛创三期	上海市嘉定区	办公	1.30	4.18	51.00
安亭项目	上海市嘉定区	住宅	6.05	10.89	33.15
合计		--	7.35	15.07	--

资料来源: 公司年报

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，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

2018年，公司无新开工面积，竣工面积5.92万平方米，主要系公司为聚焦不动产资管业务，对地产业务投资减少所致；2018年末在建面积32.47万平方米，规模不大。2019年1~3月，公司无新开工和竣工情况。

表3 2017~2019年3月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1~3月
新开工面积	5.68	0.00	0.00
竣工面积	48.25	5.92	0.00
期末在建面积	38.53	32.47	32.47

资料来源: 公司提供

注: 期末在建面积数据不包含人防面积。

截至2019年3月底，公司在建项目分布在上海和昆山，预计总投资额为33.34亿元，已投资24.23亿元，尚需投资9.11亿元，预计主要在2019年4~12月完成大部分投资，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。

表4 截至2019年3月底公司主要在建项目投资情况(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	
				2019年4~12月	2020年
梦之悦	昆山花桥	18.57	13.32	4.45	0.80

梦之月	上海嘉定	3.87	2.10	1.69	0.08
梦之星	上海嘉定	10.90	8.81	1.26	0.83
<b>合计</b>	--	<b>33.34</b>	<b>24.23</b>	<b>7.40</b>	<b>1.71</b>

资料来源：公司提供

总体看，公司逐步聚焦不动产资管业务，2018年及2019年一季度公司未增加新开工项目，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

2018年，公司销售模式未发生变化。从签约销售情况来看，受益于公司推盘增加，2018年，公司签约销售面积较上年增长24.46%；但因上年销售项目中位于浦东新区的嘉宝名邸项目均价较高，而2018年主要销售嘉定和昆山项目，销售均价较上年有所下降。综上，2018年销售金额较上年变化不大。结转方面，2018年，公司结转面积较上年下降30.18%；但由于结转的梦之缘项目均价较高，结转收入较上年大幅增长56.96%。2019年1~3月，公司签约销售面积同比增长403.95%，签约销售金额同比增长223.31%，主要系梦之月和梦之星项目预售所致。

表5 2017~2019年3月公司房地产销售数据

项目	2017年	2018年	2019年1~3月
签约销售面积（万平方米）	4.57	5.69	4.45
签约销售金额（亿元）	24.29	24.42	15.27
销售均价（元/平方米）	53,142	42,917	34,315
结转收入面积（万平方米）	20.80	14.02	6.06
结转收入（亿元）	24.45	38.38	12.89

资料来源：公司提供

注：上表中结转收入不包含车位收入

从公司在售项目情况来看，截至2019年3月底，公司在售/待售项目共有5个，尚余待售面积21.83万平方米，规模尚可。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6 截至2019年3月底公司持有房地产在售/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
梦之缘	上海嘉定	2015年12月	65.00	14.47	14.47	12.57
嘉宝名邸	上海浦东	2017年5月	60.00	2.97	2.97	2.54
梦之悦	昆山花桥	2017年12月	100.00	16.85	12.85	2.86
梦之月	上海嘉定	2018年8月	90.00	3.40	3.40	1.93
梦之星	上海嘉定	2018年12月	51.00	3.67	3.67	2.33
光大安石中心	上海杨浦	2018年12月	42.00	2.71	2.71	--
<b>合计</b>	--	--	--	<b>44.07</b>	<b>40.07</b>	<b>22.23</b>

资料来源：公司提供

注：上述住宅项目不包括车位及办公等。

总体看，2018年公司销售规模较上年有一定提升；公司在售/待售项目规模尚可，但区域集中度较高，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

公司不动产资管业务仍以光大安石为主要运营主体，光大安石（北京）资产管理有限公司（以下简称“安石资管”）仍主要提供投资项目的投后管理服务。2018年，公司不动产资产管理业务营业收入7.13亿元（包括对并表基金收取的管理费），其中管理及咨询服务费收入5.55亿元，超额管理费收入0.85亿元，其他收入0.73亿元。2019年1~3月，公司不动产资管业务营业收入1.21亿元，其中管理及咨询服务费收入1.04亿元。光大安石于2015~2019年连续5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。

2018年，公司不动产资管业务情况如下表所示，其中新增投资项目数量较上年下降较大，总体管理规模略有下降，主要系2018年金融及地产行业资金偏紧等因素影响所致；项目到期或部分退出向投资人分配收益的总金额为13.43亿元。截至2019年3月底，公司在管规模463.75亿元，公司LP投资余额（含已认缴未出资）为43.31亿元。

表7 2017~2018年光大安石业务情况

项目	2017年	2018年
新增投资项目（个）	27	13
新增项目投资额合计（亿元）	231.51	78.04
退出项目个数（个）	24	10
退出项目投资金额合计（亿元）	76.55	98.96
期末持有投资项目个数（个）	34	37
期末持有投资项目金额合计（亿元）	492.02	471.10

资料来源：公司年报

截至2018年底，公司管理资产中，商业在管规模占33.04%，综合体在管规模占28.13%，写字楼在管规模占17.30%，工业地产在管规模占7.97%，住宅在管规模占2.85%。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年底，公司在管规模前五大项目如下表所示。2019年3月底，公司管理资产结构较年初变化不大，前五大在管基金项目未发生变化。

表8 截至2018年底公司在管规模前五大项目概况（单位：亿元）

基金名称	项目业态	主要投资项目	在管规模	当年/期管理及咨询服务收入
上海晟科投资中心（有限合伙）	综合体	新光大中心项目	88.70	1.22
上海光渝投资中心（有限合伙）/光控安石-大融城私募投资基金	商业	重庆观音桥大融城项目	28.54	0.44
上海光翎投资中心（有限合伙）	商业	上海静安大融城项目	19.62	0.17
上海光野投资中心（有限合伙）	写字楼	上海黄金广场项目	18.71	0.15
上海光魅投资中心（有限合伙）	写字楼	北京上东今旅项目	14.00	0.20
<b>合计</b>	--	--	<b>169.57</b>	<b>2.18</b>

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司纳入合并报表范围的在管基金及项目为光控安石-上海一号私募投资基金

金（以下简称“一号基金”）和上海光稳投资中心（有限合伙）（以下简称“上海光稳”）。截至 2018 年底，公司持有一号基金 30% 份额（对应实缴出资 3.00 亿元），投资项目为光大安石中心项目；公司持有上海光稳 33.21% 份额，认缴出资 3.36 亿元，投资项目为上海明悦项目。光大安石中心项目业态定位为综合体，总建筑面积 15.90 万平方米，其中 13.20 万平方米用于出租，包括可供出租面积为 7.20 万平方米，及尚在升级改造中以后用于出租的面积为 6.00 万平方米；上海明悦项目为写字楼，总建筑面积 4.07 万平方米，预计总投资 2.30 亿元，截至 2019 年 3 月底，因转出上海光稳部分份额，上海光稳不再纳入公司合并范围。公司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。

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，2016~2018 年，光大安石和安石资管合计实现净利润为 22,761.04 万元、24,744.11 万元和 26,858.80 万元，均超过了盈利预测数，业绩承诺完成情况良好。

总体看，光大安石作为国内领先的不动产资管平台，竞争力较强；2018 年，公司不动产资管业务平稳发展，同时，公司在管基金符合控制标准纳入合并范围，基金退出时出表，可能对公司财务指标造成一定波动。

#### 4. 经营关注

（1）跟踪期内，公司持有的完全尚未开发土地储备规模仍较小，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政策发生较大变化，将对公司的经营业绩产生影响。

（2）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。

（3）不动产资管业务对公司管理团队和业务团队要求较高，如果公司出现大规模人员变动，不动产资管业绩可能有所波动。

（4）公司在管基金符合控制标准纳入合并范围，但基金在出表时，对公司财务指标造成一定波动。

#### 5. 未来发展

未来，公司将继续聚焦不动产资管业务，以人为本，坚持主动管理和价值投资的经营理念，进一步聚焦“不动产资产管理”核心主业，不断提升“募、投、管、退”各业务环节的运营能力和管理水平，夯实资产管理的闭环优势，丰富资产管理的产品业态，持续增强核心竞争能力，巩固和扩大公司在不动产资管行业中的领先地位和市场份额，努力将公司打造成为国内领先的不动产跨境投资和资产管理平台。

总体看，公司将加大不动产资管业务发展，未来规划清晰可行。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2018 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 2019 年一季度财务报表未经审计。公司财务报表按照企业会计准则编制。在合并范围变化方面，2018 年公司合并范围内增加 8 家公司；2019 年 1~3 月，公司新增 1 家子公司，减少 3 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 2018 年底，公司合并资产总额 250.99 亿元，负债合计 169.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益）81.47 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 61.03 亿元。2018 年，公司实现营业收入 47.58 亿元，净利润（含少数股东损益）11.70 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.81 亿元；经营活动现金流量净额为 17.76 亿元，现金及现金等价物净增加额为 30.64 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 220.34 亿元，负债合计 139.53 亿元，所有者权益（含少数股东权益）80.80 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 62.84 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 14.67 亿元，净利润（含少数股东损益）1.30 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.64 亿元；经营活动现金流量净额为 0.42 亿元，现金及现金等价物净增加额-19.94 亿元。

## 2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 250.99 亿元，较年初增长 86.61%，主要系公司流动资产和非流动资产均增加所致；公司流动资产和非流动资产占比分别为 58.39% 和 41.61%，公司资产构成仍以流动资产为主，但非流动资产占比有所上升。

### 流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 146.57 亿元，较年初增长 47.99%，主要系货币资金和存货增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占 42.77%）和存货（占 48.95%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 62.68 亿元，较年初增长 95.64%，主要系光大安石中心项目因银行借款借新还旧事宜暂时性增加的 18.00 亿元银行借款及房地产开发业务销售回笼资金所致，公司货币资金主要由银行存款（占 73.57%）和其他货币资金（占 26.42%）构成，受限货币资金规模为 11.30 亿元（占 18.03%），受限规模较大，主要为公司定期存单质押。公司存货账面价值 71.74 亿元，较年初增长 24.11%，主要系上海锦博置业有限公司（以下简称“上海锦博”）开发的梦之星项目及光大安石中心项目纳入公司合并报表所致；公司存货主要由开发成本（占 54.56%）和开发产品（占 45.14%）构成，开发产品占比较高，主要为光大安石中心项目和动迁安置房；公司未对存货中开发成本和开发产品计提跌价准备。

### 非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 104.43 亿元，较年初大幅增长 194.47%，主要系长期股权投资和在建工程大幅增长所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 36.19%）、投资性房地产（占 10.82%）、在建工程（占 29.95%）和商誉（占 12.10%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产账面价值 2.33 亿元，较年初减少 65.00%，主要系公司转让上海光魅投资中心（有限合伙）3 亿元优先级财产份额所致。公司长期股权投资 37.79 亿元，较年初大幅增长 710.29%，主要系增加对不动产投资业务所致；权益法确认投资收益 2.18 亿元。公司投资性房地产全部按成本计量，截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值 11.30 亿元，较年初增长 234.05%，主要系新并入的光大安石中心项目部分物业用于出租所致；公司投资性房地产累计折旧和累计摊销 1.91 亿元，计提减值准备 0.02 亿元，成新率为 85.41%，成新率较好。截至 2018 年底，公司新增在建工程 31.28 亿元，主要系上海光稳和一号基金纳入合并范围，其分别持有的上海明悦项目升级改造和光大安石中心项目部分物业内部装修转入在建工程所致。公司商誉为 12.64 亿元，较年初无变化，若光大安石后续业绩未达预期，公司将面临商誉减值风险。公司其他非流动资产由年初 4.70 亿元减少为 0，主要系上海锦博纳入公司合并报表范围，年初通过银行委贷给上海锦博的项目开发款本年合并抵消且上海锦博年末已全部归还该项委托贷款所致。

截至2018年底，公司受限资产合计83.88亿元，占资产比例为33.43%，公司受限资产规模和占比一般。

表9 截至2018年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值	占资产比重	受限原因
货币资金	11.30	4.50	定期存单质押
存货	27.53	10.97	抵押借款
固定资产	0.19	0.08	抵押借款
无形资产	4.18	1.67	抵押借款
投资性房地产	9.40	3.75	抵押借款
在建工程	31.28	12.46	抵押借款
<b>合计</b>	<b>83.88</b>	<b>33.43</b>	--

资料来源：公司年报

截至2019年3月底，公司资产合计220.34亿元，较年初下降12.21%，主要系货币资金和在建工程减少所致，流动资产和非流动资产占比较年初变化不大。公司货币资金42.75亿元，较年初下降31.81%，主要系偿还了一年内到期的长期借款所致；公司在建工程18.79亿元，较年初下降39.92%，主要系上海光稳不再纳入公司合并报表所致。

总体看，2018年，公司资产规模大幅增长，货币资金较充足但存在一定受限，存货中开发产品占比较高，公司整体受限资产规模一般；受公司2019年一季度偿债和上海光稳不纳入合并范围影响，公司资产规模有所下滑。整体看，公司整体资产质量尚可。

### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

截至2018年底，公司负债规模为169.52亿元，较年初增长129.51%，主要系流动负债和非流动负债均增加所致；其中流动负债和非流动负债的占比分别为55.99%和44.01%，非流动负债占比大幅上升。

截至2018年底，公司流动负债94.91亿元，较年初增长59.30%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致；公司流动负债主要由应付账款（占8.15%）、预收款项（占30.13%）、其他应付款（占26.94%）和一年内到期的非流动负债（占29.08%）构成。

截至2018年底，公司应付账款合计7.73亿元，较年初增长9.73%；公司预收款项28.60亿元，主要为预售购房款，较年初下降28.57%，主要系2018年销售规模较上年相差不大，但预收款项结转收入增加所致；公司其他应付款25.57亿元，较年初大幅增长186.80%，主要系收到动迁配套房项目款项和子公司少数股东往来款增加所致；公司一年内到期的非流动负债27.60亿元，较年初增长27.20亿元，主要系“14嘉宝债”于一年内到期及一号基金纳入合并范围后增加其下属企业一年内到期长期借款（该项一年内到期的长期借款已于2019年1月偿还）所致。

截至2018年底，公司非流动负债74.61亿元，较年初大幅增长422.40%，主要系长期借款和应付债券增加所致；主要由长期借款（占51.93%）、应付债券（占35.53%）和递延所得税负债（占9.66%）构成。

截至2018年底，公司长期借款38.75亿元，较年初增长674.91%，主要系一号基金纳入合并范围，增加光大安石中心项目长期借款所致；其中2020年到期4.16亿元，2021年到期27.12亿元，2022年到期0.10亿元，2023年到期7.37亿元，2021年存在集中偿付压力。公司应付债券26.51亿元，较

年初增长198.17%，主要系公司发行20.00亿元非公开定向债务融资工具和6.51亿元资产支持票据所致，其中20.00亿元将于2020年到回售期。公司递延所得税负债7.21亿元，较年初增长6.82亿元，主要系非同一控制下合并一号基金和上海光稳，因购买日资产估值增加而确认的递延所得税负债。

截至2018年底，公司全部债务合计92.97亿元，较年初增长5.51倍，主要系公司新发行债券及并入的一号基金带入借款所致；其中，短期债务占29.69%，仍以长期债务为主，但债务规模大幅增加。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67.54%、53.29%和44.52%，分别较年初增加12.63个百分点、34.22个百分点和25.88个百分点，公司债务负担上升较快，债务负担有所加重。

截至2019年3月底，公司负债合计139.53亿元，较年初下降17.69%，主要系公司偿还了一年内到期的长期借款所致，非流动负债占比提升至50.57%。截至2019年3月底，公司全部债务合计75.82亿元，较年初下降18.45%，其中长期债务占88.25%，债务结构合理；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为63.33%、48.41%和45.30%，分别较年初下降4.21个百分点、4.89个百分点和增加0.78个百分点，公司债务负担较年初有所下降。

总体看，2018年由于公司新发行债券及合并范围增加，公司债务规模大幅上升，债务负担有所加重；2019年一季度公司偿还部分一年内到期的长期借款，债务规模和负担有所下降。

#### 所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益合计81.47亿元，较年初增长34.35%，主要系公司将一号基金和上海光稳纳入合并范围增加少数股东权益所致。其中，归属于母公司所有者权益和少数股东权益分别占74.90%和25.10%。归属于母公司所有者权益中，股本占18.90%、资本公积占28.98%、盈余公积占4.92%、未分配利润占46.47%、其他综合收益占0.73%，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3月底，公司所有者权益规模和结构较年初变化不大。

总体看，2018年，公司因将在管的基金纳入合并范围，公司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。

#### 4. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入47.58亿元，同比增长54.30%，主要系梦之缘项目结转收入增加所致，营业成本20.47亿元，同比增长18.91%，增幅小于营业收入增幅主要系结转的梦之缘项目售价较高所致；公司净利润（含少数股东损益）为11.70亿元，同比增长72.40%。

期间费用方面，2018年，公司期间费用合计7.74亿元，同比增长103.98%；销售费用、管理费用和财务费用占比分别为14.78%、52.98%和32.24%。其中，销售费用1.14亿元，同比增长39.61%，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4.10亿元，同比增长51.32%，主要系一号基金和上海光稳纳入合并范围所致；财务费用2.50亿元，同比增加2.23亿元，主要系融资规模增加导致借款利息支出增长所致。

2018年，公司投资收益3.08亿元，同比增长353.41%，主要系公司参股的上海光渝投资中心（有限合伙）和上海光翎投资中心（有限合伙）（以下简称“上海光翎”）实现净利润，公司对应确认投资收益所致；2018年公司投资收益在营业利润中的占比为19.02%，对利润规模有一定影响。

2018年，公司营业利润率为43.97%，较上年上升5.71个百分点，主要系房地产开发业务结转收入毛利率增加所致；受利润规模提升影响，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11.68%、16.46%和9.89%，分别较上年提升1.39个百分点、5.11个百分点和2.80个百分点，公司盈利能力有所提高。

2019年1~3月，公司实现营业收入14.67亿元，较上年同期增长20.66%；净利润1.39亿元，较上年同期下降46.96%。

总体看，2018年公司营业收入和利润规模保持增长，盈利能力有所提高，但期间费用大幅增加，投资收益对利润规模有一定影响。

## 5. 现金流

经营活动方面，2018年，公司经营活动现金流入量为46.61亿元，同比增长30.20%，主要系销售回款增加所致；同时由于公司购置土地和往来款增加，公司经营性现金流出量为28.85亿元，同比增长23.92%；受上述因素影响，2018年经营活动现金流量净额为17.76亿元，同比增长41.89%，公司经营活动现金流持续净流入。

投资活动方面，2018年，公司投资活动现金流入量为16.71亿元，同比减少34.56%，主要系理财产品减少所致；公司投资活动现金流出量为48.03亿元，同比减少5.35%，主要为公司支付一号基金财产份额受让款、支付上海明悦项目股权受让款以及出资认缴上海光丹投资中心（有限合伙）和上海光翎财产份额；受上述因素影响，2018年公司投资活动产生的现金流量净额为-31.33亿元，净流出金额同比增长24.21%。

筹资活动方面，公司2018年筹资活动现金流入量为67.32亿元，同比增加62.22亿元，主要系公司发行债务融资工具和资产支持票据以及光大安石中心项目因银行借款借新还旧事宜暂时性增加18亿元银行借款所致；公司筹资活动现金流出量为23.11亿元，同比增加335.92%，主要系偿还借款支付的现金增加所致；受上述因素影响，2018年公司筹资活动产生的现金流量净额为44.21亿元。

2019年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为0.42亿元，投资活动产生的现金流量净额为-6.93亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-13.43亿元。

总体看，2018年公司经营活动现金流保持净流入状态，但公司不动产资管业务对外投资仍具有一定规模，公司存在一定融资需求。

## 6. 偿债能力

短期偿债能力方面，截至2018年底公司流动比率为1.54倍，速动比率为0.79倍，均较年初变化不大。截至2018年底，公司现金短期债务比为2.32倍，公司现金储备对短期债务的保护程度很高。截至2019年3月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为1.85倍、0.91倍和5.00倍，均较年初有所增长，主要系公司偿还银行借款所致。整体看，公司短期偿债能力强。

长期偿债能力方面，2018年公司EBITDA为19.94亿元，同比增长94.04%，主要系利润总额大幅提升所致；其中，利润总额占81.16%、计入财务费用的利息支出占14.40%、折旧和摊销占4.44%。2018年，公司EBITDA全部债务比为0.21倍，EBITDA利息保障倍数为5.07倍，公司EBITDA对利息保障程度较强，对全部债务保障程度一般；整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至2019年3月底，公司无重大未决诉讼事项。

截至2019年3月底，公司对外提供担保共3笔，担保金额合计22.19亿元，占公司当期净资产的比例为27.46%，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（以下简称“光控安石”）以11.30亿元银行定期存单作为质押，为EBA INVESTMENTS (YIYUE) LIMITED（系光控安石担任GP的合伙企业控制的公司）提供担保10.19亿元，本次担保存在反担保；②公司对西上海（集团）有限公司（以下简称“西上海”）提供2.00亿元担保，西上海为本次担保提

供了反担保；③公司为重庆光控兴渝置业有限公司（系光控安石担任 GP 的合伙企业控制的公司）提供 10.00 亿元担保（已于 2019 年 5 月 16 日解除担保责任）。公司担保具有一定规模，存在一定或有负债风险。

截至 2019 年 3 月底，公司获得的银行授信额度合计 47.25 亿元，已使用 41.90 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（机构信用代码：G1031011400284230T），截至 2019 年 4 月 12 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。

## 七、本次公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 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 44.55 亿元，约为“14 嘉宝债”债券余额（8.80 亿元）的 5.06 倍，公司现金类资产对债券余额的覆盖程度较高；净资产为 80.80 亿元，约为债券余额（8.80 亿元）的 9.18 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，2018 年，公司 EBITDA 为 19.94 亿元，约为债券余额（8.80 亿元）的 2.27 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 2018 年经营活动产生的现金流入 46.61 亿元，约为债券余额（8.80 亿元）的 5.30 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，并考虑到公司作为光大控股下属唯一的排他性不动产资产管理平台，行业竞争力较强，公司对“14 嘉宝债”的偿还能力很强。

## 八、债权保护分析

“14 嘉宝债”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。

2018 年，嘉定区全年实现增加值 2,362.7 亿元，同比增长 6.2%。财政收入稳定增长，2018 年实现财政总收入 1,015.5 亿元，同比增长 9.5%，增速与上年持平。其中，中央级收入 528.1 亿元，同比增长 12.6%；市级收入 217.5 亿元，同比增长 5.4%。全年实现属地财政总收入 850.3 亿元，同比增长 9.0%。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 2018 年底，嘉定国资合并资产总额 119.54 亿元，负债合计 88.68 亿元，所有者权益（含少数股东权益）30.85 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 25.47 亿元。2018 年，嘉定国资实现营业收入 5.07 亿元，净利润（含少数股东损益）0.20 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 0.27

亿元；经营活动现金流量净额为 0.66 亿元，现金及现金等价物净增加额为-3.73 亿元。

从担保效果来看，以 2018 年嘉定国资财务数据测算，“14 嘉宝债”债券余额（8.80 亿元）占嘉定国资资产总额的 7.36%，占所有者权益总额的 28.53%，占比较高；嘉定国资经营活动现金流入量对“14 嘉宝债”债券余额（8.80 亿元）的覆盖倍数为 0.63 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 2019 年 1 月 2 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 笔关注类贷款和 1 笔欠息，均已结清。

总体看，2018 年，嘉定国资经营活动和盈利情况保持正常，其担保对于“14 嘉宝债”的信用状况具有一定的积极作用。

## 九、综合评价

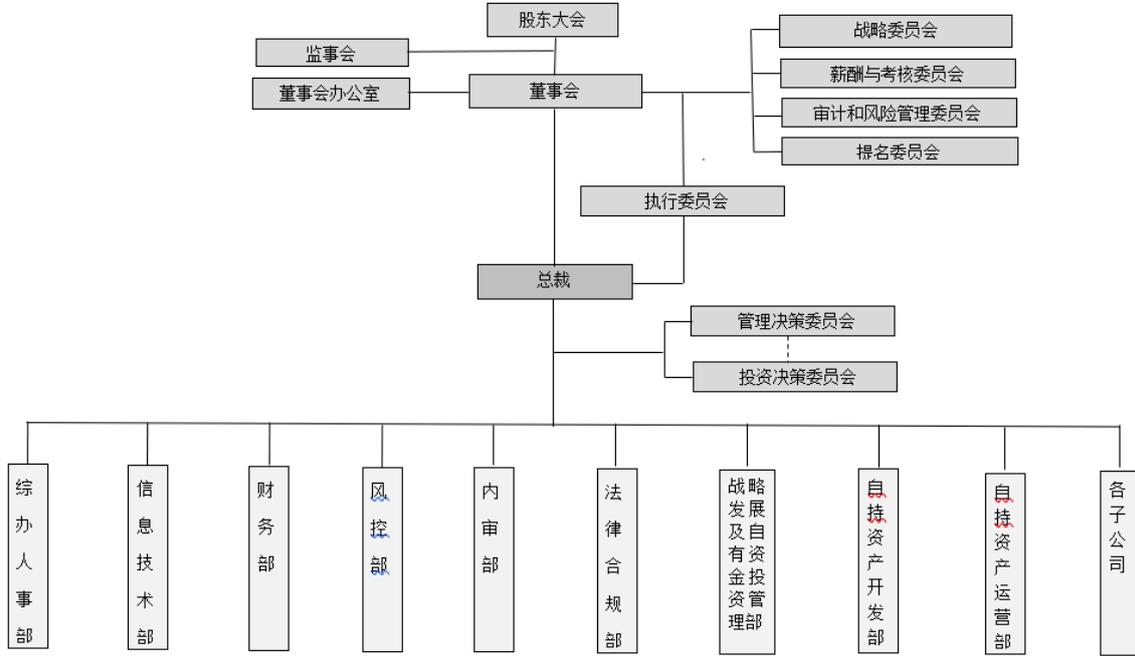
跟踪期内，公司逐步确立了不动产资管为公司核心发展业务方向，继续保持不动产资管行业领先地位，竞争力较强；公司盈利能力有所增强，货币资金较充裕，债务结构合理。同时，联合评级也关注到房地产和不动产资管行业受相关政策影响较大、公司房地产项目区域集中度高、土地储备规模较小、债务规模快速增长、在管基金对财务稳定性存在一定影响等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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

“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。2018 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，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“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	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	134.50	250.99	220.34
所有者权益（亿元）	60.64	81.47	80.80
短期债务（亿元）	0.40	27.60	8.91
长期债务（亿元）	13.89	65.37	66.91
全部债务（亿元）	14.29	92.97	75.82
营业收入（亿元）	30.83	47.58	14.67
净利润（亿元）	6.78	11.70	1.30
EBITDA（亿元）	10.28	19.94	--
经营性净现金流（亿元）	12.52	17.76	0.42
流动资产周转次数（次）	0.28	0.39	--
存货周转次数（次）	0.27	0.32	--
总资产周转次数（次）	0.22	0.25	--
现金收入比率（%）	102.11	89.74	84.90
总资本收益率（%）	10.29	11.68	--
总资产报酬率（%）	7.09	9.89	--
净资产收益率（%）	11.35	16.46	--
营业利润率（%）	38.26	43.97	23.34
费用收入比（%）	12.30	16.27	15.00
资产负债率（%）	54.91	67.54	63.33
全部债务资本化比率（%）	19.07	53.29	48.41
长期债务资本化比率（%）	18.64	44.52	45.30
EBITDA 利息倍数（倍）	15.26	5.07	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.72	0.21	--
流动比率（倍）	1.66	1.54	1.85
速动比率（倍）	0.69	0.79	0.91
现金短期债务比（倍）	82.58	2.32	5.00
经营现金流流动负债比率（%）	21.01	18.71	0.61
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.17	2.27	--

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 2019 年一季度财务数据未经审计，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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。