

信用等级公告

联合〔2019〕144号

光大嘉宝股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对光大嘉宝股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）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+，评级展望为“稳定”

光大嘉宝股份有限公司拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年九月四日

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

公开发行 2019 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+
 公司主体信用等级：AA+
 评级展望：稳定
 本期债券发行额度：不超过 8.80 亿元（含）
 本期债券期限：期限 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权
 还本付息方式：按年付息、到期一次还本
 评级时间：2019 年 9 月 4 日
 主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	143.58	134.50	250.99	220.34
所有者权益（亿元）	58.88	60.64	81.47	80.80
长期债务（亿元）	10.10	13.89	65.37	66.91
全部债务（亿元）	11.09	14.29	92.97	75.82
营业收入（亿元）	23.64	30.83	47.58	14.67
净利润（亿元）	2.91	6.78	11.70	1.30
EBITDA（亿元）	4.64	10.28	19.94	--
经营性净现金流（亿元）	17.41	12.52	17.76	0.42
营业利润率（%）	19.44	38.26	43.97	23.34
净资产收益率（%）	6.20	11.35	16.46	--
资产负债率（%）	58.99	54.91	67.54	63.33
全部债务资本化比率（%）	15.85	19.07	53.29	48.41
流动比率（倍）	1.61	1.66	1.54	1.85
EBITDA 全部债务比（倍）	0.42	0.72	0.21	--
EBITDA 利息倍数（倍）	7.18	15.26	5.07	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.53	1.17	2.27	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2. 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，除特别说明外，均指人民币。3. 公司长期应付款中有息债务部分计入长期债务。4. 公司 2019 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对光大嘉宝股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了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，逐步确立不动产资管为公司核心主业发展方向，公司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，不动产资管业务产业链完整；公司盈利能力逐步增强，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。

2017 年 4 月，公司实际控制人变更为光大集团，公司间接控股股东中国光大控股有限公司（以下简称“光大控股”）为中国领先的跨境投资及资产管理公司，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，可获得较大的股东支持。随着公司不动产资管规模的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，经营状况有望保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

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管理能力；核心团队具备丰富行业经验。

2. 公司间接控股股东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. 公司房地产在建项目未来资本支出压力不大；近三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，且公司债务结构合理，短期偿债能力指标强。

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，目前房地产行业融资收紧，公司短期内面临较为不利的市场环境。

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的可持续性。

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被纳入合并范围，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）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：



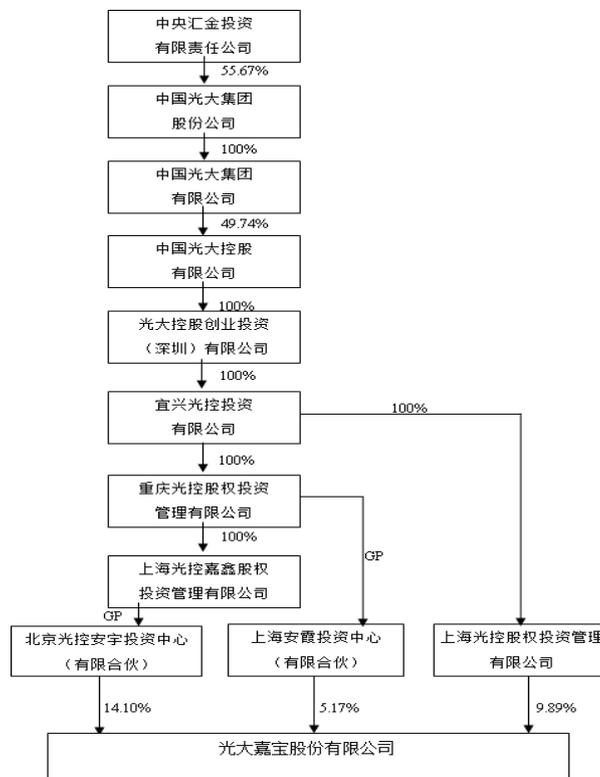
联合信用评级有限公司

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（〔92〕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，公司股票简称变更为“光大嘉宝”。经过多次资本公积转增股本，截至2019年6月底，公司股本15.00亿元，光控投资及其一致行动人共持有公司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。

图1 截至2019年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：房地产开发经营，自有房屋租赁，投资管理，资产管理，投资咨询，实业投资，国内贸易（除专项规定），从事货物及技术的进出口业务，企业管理，企业管理咨询，照明设备的销售。

截至2019年3月底，公司总部内设董事会办公室、综办人事部、信息技术部、财务部、风控部、内审部、法律合规部、战略发展及自有资金投资管理部、自持资产开发部、自持资产运营部。同时，公司总裁下设管理决策委员会和投资决策委员会，对有关重要事项和重大投资进行集体决策和管理（详见附件1）；公司纳入合并财务报表范围的子公司34家，共有员工347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：赵威。

二、本次（期）债券概况及债券募集资金用途

1. 本次（期）债券概况

本次债券名称为“光大嘉宝股份有限公司公开发行2019年公司债券”；2019年4月3日，经中国证监会“证监许可〔2019〕578号”文核准，公司获准在中国境内面向合格投资者公开发行不超过人民币8.80亿元的公司债券。本期债券名称为“光大嘉宝股份有限公司公开发行2019年公司债券（第一期）”，发行规模不超过8.80亿元（含）。本期债券期限5年，附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券为固定利率债券，票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价，由公司和簿记管理人根据利率询价确定利率区间后，通过簿记建档方式确定。本期债券采取单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者发行。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟全部用于偿还“14嘉宝债”。

三、行业分析

从近三年看，公司主营业务是房地产开发销售和不动产资产管理，属于房地产开发行业和房地产基金行业。

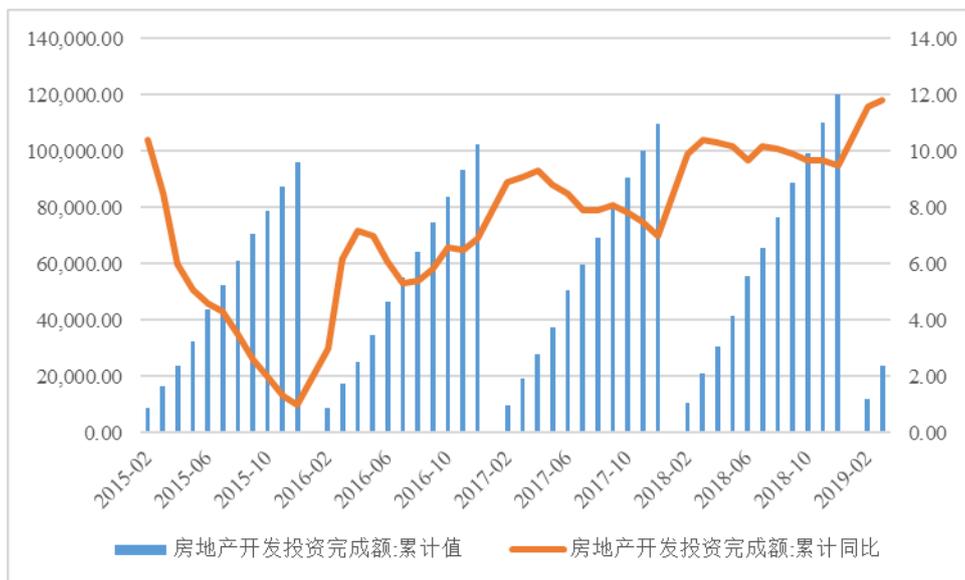
1. 房地产行业

(1) 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016年全国房地产开发投资102,581.00亿元，同比增长6.88%，增速较上年上升5.9个百分点；2017年，我国房地产开发投资109,799.00亿元，同比增长7.04%，受密集调控影响，增速较上年微增0.16个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018年，全国房地产开发投资120,263.51亿元，同比增长9.50%，增速较前11月回落0.2个百分点，但仍高于2017年水平，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。2019年1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。

图2 2015—2019年3月全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind资讯

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，房地产投资增速2016年后有所回升，2018年之后在土地购置费、新开工增加带动下保持高位。

(2) 市场供需

土地供应状况

土地是房地产企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2016年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现1%和0.2%的微跌外，一、

三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降 16% 外，二、三线城市土地出让金分别上升 68% 和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9% 和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74% 和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19% 和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

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。

2018 年，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%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；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。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

2019 年 1—3 月，土地市场下行，全国 300 个城市土地市场指标均不同程度下降；其中一线城市供求双涨，但高溢价率现象明显减少；二线城市成交量价均降，溢价率较去年同期变化不大；三四线城市供求、成交均价和溢价率均出现较大程度下滑。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。

表 1 2016-2019 年 3 月全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
推出面积	103,212	111,907	128,440	25,204
同比	-9	8	20	-7
成交面积	85,885	95,036	105,492	20,686
同比	-3	8	14	-14
出让金	29,047	40,623	41,773	8,281
同比	31	38	2	-16
楼面均价	1,904	2,374	2,159	2,176
同比	40	26	-11	-3
土地平均溢价率	43	29	13	13
同比	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点	下降 6 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理

总体看，2016 年土地市场热度高涨，楼面均价及溢价率均大幅上涨，随着 2017 年后土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落，2018 年至 2019 年一季度房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低。

开发资金来源状况

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。

进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 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，上升 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%。

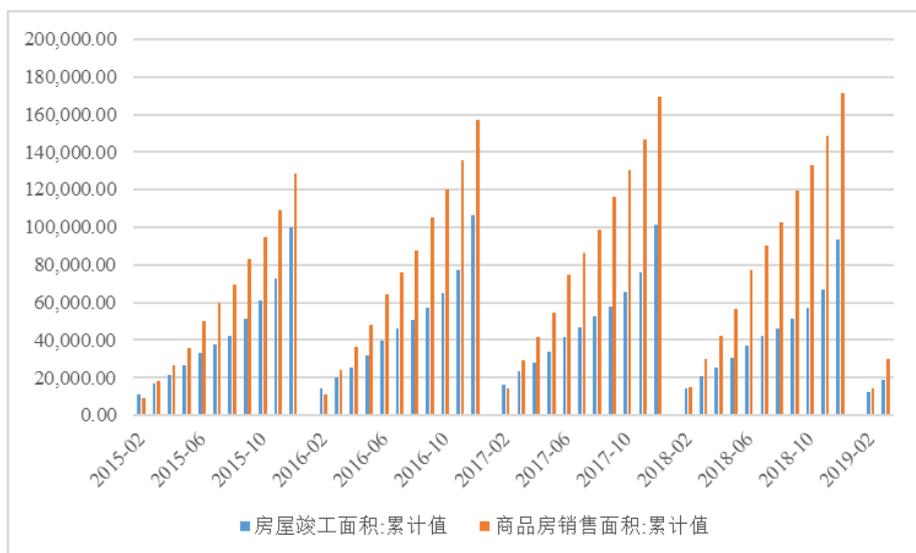
2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松。2019 年 1—3 月，房地产开发企业到位资金 38,948.00 亿元，同比增长 5.90%，增速较前两月回升 3.8 个百分点，其中国内贷款、个人按揭贷款同比转正；另目前首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续三月下降，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。

总体看，2016 年 10 月房地产调控后，融资环境再次趋紧，房企资金压力较大；2018 年，货币政策结构性宽松，2019 年一季度房企融资环境有所改善。

市场供需情况

2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016 年，全国商品房销售面积 157,349.00 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128.00 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185.00 万平方米，同比增长 4.6%。

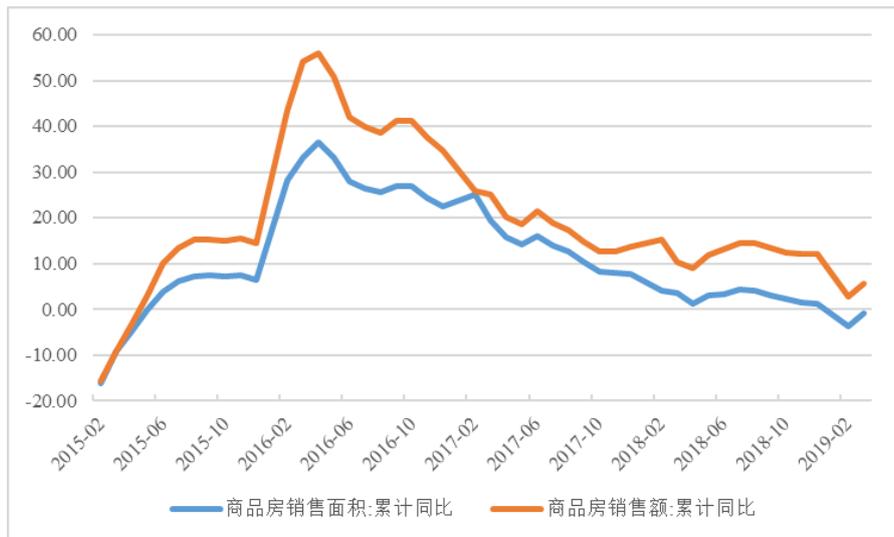
图 3 2015 - 2019 年 3 月全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

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%,一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移,二线城市亦呈现明显回落态势,三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中,住宅销售面积增长5.30%,办公楼销售面积增长24.30%,商业营业用房销售面积增长18.70%;住宅销售额增长11.30%,办公楼销售额增长17.50%,商业营业用房销售额增长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%。

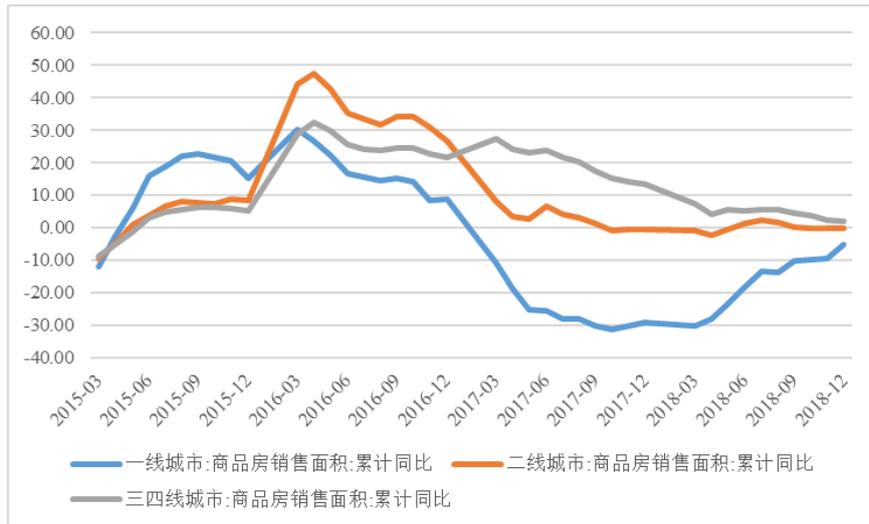
图4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况(单位:%)



资料来源: Wind资讯

2018年,在调控政策持续深化背景下,商品房销售增速继续下滑,全国房地产销售面积171,654.36万平方米,同比增长1.30%,增速自8月之后开始收窄;全国房地产销售金额149,972.74亿元,同比增长12.20%,增速较1-11月上涨0.10个百分点;房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓,处于2015年6月以来的相对较低位。2018年,房地产开发企业房屋施工面积822,300.24万平方米,同比增长5.20%;房屋竣工面积93,550.11万平方米,同比减少7.80%;商品房待售面积52,414万平方米,较2017年底减少11.05%。分城市来看,一线城市商品房销售成交维持低位,但一季度之后,销售增速企稳回升;重点二线城市调控因城施策,销售增速低位徘徊,2018年底增速为-0.01%;三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳,维持2%左右增速,主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策,以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策,以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支,预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图5 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）



注：二线城市数据用 Wind 资讯 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一二线数据进行模拟代替
资料来源：Wind 资讯，联合评级搜集整理

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。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。2016 年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布，2018 年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑；一、二线城市销售增速有所企稳，但三、四线城市下滑趋势明显。2019 年一季度，销售面积增速下滑，但在因城施策的结构性宽松下，一、二线城市景气度回升。

销售价格情况

从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

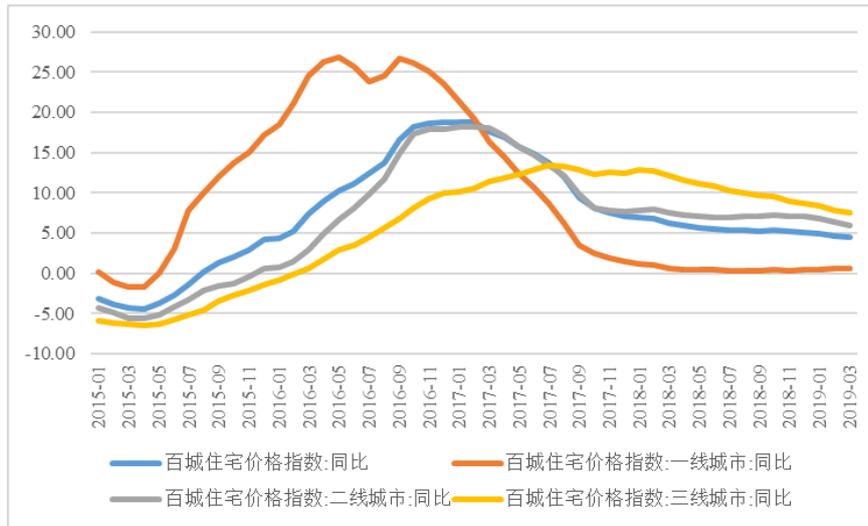
2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年末，百城住宅平均价格为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。

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。

2018 年，一、二、三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

2019 年一季度，百城住宅价格指数同比继续收窄，其中一线城市住宅价格指数增速自 2018 年底触底回升，二、三线城市住宅价格指数增速继续下行。

图 6 2015-2019 年 3 月全国百城住宅销售价格指数同比变化情况 (单位: %)



资料来源: Wind 资讯

总体看,近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势,房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正,需求进一步释放;但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响,一、二线城市房地产价格增速大幅下降,三线城市价格增速降缓;2019 年一季度,一线城市价格增速触底回升,二、三线价格增速继续下探。

(3) 行业竞争

从 2003 年至今,房地产市场已经走过了十多年的黄金时期,随着近年来调控政策的逐渐加码,房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长,企业分化加剧,行业集中度不断提高的发展态势。

2016 年,房地产行业前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81%和 25.33%,分别较上年提高 1.94 和 2.52 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 12.19%和 15.94%,分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。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分别为 15.38%和 20.03%,分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点,也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。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。

表 2 2015-2018 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况 (单位: %)

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.81	24.10	26.89
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.33	32.50	38.32
前 10 大企业销售面积占比	11.31	12.19	15.38	19.08
前 20 大企业销售面积占比	14.62	15.94	20.03	25.74

资料来源: CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势,资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中,龙头企业在竞争中占据明显优势;从 2017 年全年房企销售额来看,5,000 亿房企 3 家,3,000 亿房企 3 家。具体来看,前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破,11~30 名的房企在踏

准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 名的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿元，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿元；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿元门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿元阵营，另有 20 家房企世茂房地产、招商蛇口、华夏幸福、阳光城等销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

表 3 2019 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	中海地产
2	万科企业	7	龙湖集团
3	碧桂园	8	新城控股
4	融创中国	9	华润置地
5	保利地产	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

（4）行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住房和城乡建设部联合签发《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》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局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”
2017 年 8 月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017 年 10 月	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
2017 年 12 月	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，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。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	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法

2018年7月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018年12月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018年12月	2018年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019年1月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”
2019年3月	2019年3月《政府工作报告》提出“更好解决群众住房问题，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。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”及“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”
2019年4月	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”

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，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，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要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，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。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”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，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。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”；二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

中共中央政治局2019年4月19日召开会议，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。”房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，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，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年的两会和4月份中央政治局会议定调房住不炒、因城施策，继续推进长效调控机制，确保房地产市场平稳发展。

（5）行业关注

行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项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

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的大型房企，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。

（6）未来发展

调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面

性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

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。

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、投资标的和投资风格进行分类。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和公司型基金；按照运作模式划分，可以分为封闭式和开放式基金；按照投资标的的划分，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。

中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。上世纪90年代，外资房地产基金开始进入中国，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。

从长远看，房地产基金在中国仍有较大的发展潜力。首先中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，专业的管理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，将为投资人带来稳定的收益。

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基金、企业养老基金、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，中国私募房地产基金市场由于存在较多的限制，资金来源相对较小限制了中国地产私募基金的发展，目前中国房地产私募基金投资总额尚不到房地产总投资额的 1%，而美国该比率为 70% 左右。因而随着未来金融监管限制的持续放开，中国房地产基金募集资金来源拓宽，预计未来中国房地产基金市场尚有较大发展潜力。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，中国房地产基金行业受上游房地产行业发展影响较大，近年来行业发展迅速，未来发展潜力较大；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、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司传统业务以房地产开发为主，产品在上海市及周边地区拥有较高的市场认可度。公司拥

有房地产开发一级资质，多个项目获得上海市和昆山市市级奖项。2015年，紫提湾项目入选第七届上海市优秀住宅作品集；2016年昆山花桥嘉宝梦之晨项目4#楼被昆山市住房和城乡建设局和昆山市建筑行业协会评为昆山市级优质结构工程奖；嘉宝·梦之湾景苑获得上海市房地产行业协会颁发的第九届“上海市优秀住宅”金奖；嘉定大融城项目和嘉宝·梦之缘项目分别于2016年和2017年获得上海市“白玉兰奖”。

2016年，公司收购光大安石（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”）各51%的股权，新增不动产资产管理业务。光大安石作为光大控股旗下唯一排他性的不动产资管平台，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，包括从前期定位、设计、成本合约、工程建设、到项目整体招商、销售、融资安排，并能够最终实现以资产出售、股权交易、证券化等多种方式退出的一体化解决方案，能够实现开发及商业项目的全流程管理。

光大安石在2015—2019年连续五年蝉联由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院三家单位联合颁布的“中国房地产基金综合能力TOP10”榜首；2016—2018年，光大安石连续三年被金砖论坛授予“年度中国最具实力房地产基金TOP10”。公司在商业、办公楼、工业物流等领域稳步拓展，长期培育的自有商业品牌“大融城”及旗下产品在全国屡获殊荣，品牌美誉度和影响力皆不断提升。其中，大融城品牌于2016年度入榜“2016年中国商业地产项目品牌价值TOP10”，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”，青岛卓越大融城则于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。截至2018年底，通过重资产收购和轻资产管理输出，公司在管及在建大融城项目15个，在管面积达150万平方米。资产证券化领域，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REITs，也是我国境内不动产走入“PERE+REITs”的标志性事件，获“2016年度中国房地产金融最佳案例奖”“2016REITs与商业地产抵押贷款ABS最受欢迎奖”“中国REITs联盟2016最佳类REITs奖”；2018年，光大安石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。

总体看，公司传统房地产开发业务区域市场认可度较高；子公司光大安石业务定位明确，不动产资管行业运营经验丰富，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。

2. 股东支持

公司间接控股股东光大控股（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，其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，与投资者共同培育了众多具有高增长潜力的企业，同时配合中国企业的发展需求，将海外的技术优势与中国市场相结合，为中国客户参与海外投资提供了多元化的金融服务。截至2018年底，光大控股共管理62只基金，已完成募资规模港币1,435亿元，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，包括但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，体现出控股股东对于公司未来的发展信心。

总体看，公司间接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（认购基金份额）、业务等方面可获得股东支持。

3. 人员素质

截至 2019 年 6 月底，公司有董事 9 名（其中独立董事 3 名），监事 3 名，高级管理人员 9 名。

公司董事长赵威先生，1971 年出生，经济学博士；曾任中国再保险（集团）股份有限公司副总裁兼财务负责人及亚洲再保险公司理事会理事；中再资产管理股份有限公司副董事长、总经理；新华资产管理股份有限公司副总裁；中国人寿富兰克林资产管理有限公司总裁；中国人寿香港资产管理有限公司总经理；中再资产管理（香港）有限公司董事长及中再资本管理有限责任公司董事长；北京京能清洁能源电力股份有限公司非执行董事等职。赵威先生于 2019 年 7 月 2 日起任公司董事长，现任公司董事长、光大控股执行董事兼首席执行官、中国光大银行股份有限公司非执行董事等职。

公司董事兼总裁陈宏飞先生，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、铁狮门中国基金等多家企业。陈宏飞先生于 2017 年任公司董事兼常务副总裁，现任光大安石董事长兼总经理、公司董事兼总裁。

截至 2019 年 3 月底，公司拥有在职员工 347 人。从专业构成看，管理人员占比 69.50%、技术人员占比 11.00%、销售人员占比 3.50%、其他人员占比 16.00%；从教育程度看，大专及以下占 39.70%、本科占 37.20%、硕士及以上占 23.10%；从年龄构成看，30 岁以下占 11.80%、30~50 岁占 67.70%、50 岁以上占 20.50%。

总体看，公司董事及高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验；员工岗位构成较为合理，能够满足日常经营管理需求。

五、管理分析

1. 治理结构

公司根据《公司法》和其他有关法律规定，建立了比较完善的法人治理结构，设立了股东大会、董事会、监事会和经营管理层。

股东大会是公司的权力机构，行使决定公司的经营方针和投资计划、审议批准董事会报告等职权。

公司设董事会，对股东大会负责，由 9 名董事组成，设董事长 1 名。公司董事由股东大会选举或更换，任期三年，任期届满，可连选连任；董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事会行使执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案等职权。

公司设监事会，由 3 名监事组成（职工监事 1 名）。监事任期三年，连选可以连任，其中职工代表监事由公司职工通过职工代表大会选举产生。监事会设主席 1 人，由全体监事过半数选举产生。监事会主要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，检查公司财务等。

公司设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘。公司总裁、副总裁、财务负责人、董事会秘书为公司高级管理人员。总裁每届任期三年，连聘可以连任。总裁对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作等。

总体看，公司治理结构完善，实际运行情况良好。

2. 管理水平

公司总部内设董事会办公室、综办人事部、信息技术部、财务部、风控部、内审部、法律合规部、战略发展及自有资金投资管理部、自持资产开发部、自持资产运营部。同时，公司总裁下设管理决策委员会和投资决策委员会，对有关重要事项和重大投资进行集体决策和管理。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、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。该制度从总则、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。

内部审计方面，公司根据《中华人民共和国审计法》和国家有关内部审计工作的规定，制定了内部审计制度。公司设立审计部，分别对董事会和公司总裁室负责，每年向审计委员会、总裁室提交半年度、年度内部审计工作报告。内部审计的内容包括被审计单位的资产负债情况、财务收支情况、内部控制执行情况和财务制度建设情况等。

子公司管理方面，为了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。

担保方面，公司制定了《担保管理制度》，对担保申请人的资信调查和风险评估进行了详细规定和需重点关注事项，公司规定提供担保事宜应由公司财务部负责牵头，提出有关申请，逐级提请公司有权决策机构审批，公司对外担保必须要求对方提供反担保，且反担保的提供方应当具有实际承担能力，但对于为纳入公司并表范围内的单位提供担保，由公司董事会执委会视情况决定是否需要对对方提供反担保。公司担保工作小组由财务部经理、董事会秘书、财务负责人、总裁组成，在实施的过程中，每笔担保应经过公司担保工作小组审批同意，再由公司董事长签署有关合同（如公司董事会或股东大会另有授权的除外）。

关联交易方面，公司制定了《关联交易管理制度》，对关联人及关联交易认定、关联人报备、关联交易披露等进行了详细规定。公司进行关联交易应当签订书面协议，明确关联交易的定价政策，同时公司对关联交易定价制定了参照原则。

不动产资管方面，公司制定了《投资决策管理制度》，规定公司投资项目由投资决策委员会审议，并按照内部授权提请有权决策机构批准。投资决策委员会主席和委员由董事会执行委员会任命，并对投资决策委员会议事规则进行了详细规定。风险管理方面，公司制定了《运营风险控制制度》，建立董事会、经营管理层、独立风险管理职能部门、业务部门四级风险管理组织架构，并分别明确风险管理职能与责任，规定董事会对公司的风险管理负有最终责任；针对经营中面临的风险，公司已制定风险管理政策以识别和分析公司所面临的风险，设定适当的风险可接受水平并设计相应的内部控制程序及制度，以监控公司的风险水平。

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。

总体看，公司内部管理制度相对健全，整体运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

2016年之前，公司主要从事房地产开发销售业务；2016年底，公司将光大安石和安石资管纳入合并范围，新增不动产资管业务，建立了“房地产开发+不动产资管”双主业经营架构。2018年起，公司逐步确立不动产资管为核心发展业务；为适应公司总部组织架构调整和产业转型发展的需要，公司于2019年一季度将地产开发项目公司股权统一归并至地产开发平台上海嘉宝神马房地产有限公司名下，实现了原地产开发业务管理层级的下沉。公司合并光大安石和安石资管的合并日为2016年12月31日，光大安石和安石资管纳入公司2016年度资产负债表合并范围，但2016年度利润并未纳入合并，因此不动产资管业务收入及利润2016年度尚未体现。2016—2018年，受房地产销售结转规模增加及新增不动产资管业务收入影响，公司营业收入稳定增长，分别为23.64亿元、30.83亿元和47.58亿元，年均复合增长41.88%；实现净利润分别为2.91亿元、6.78亿元和11.70亿元，逐年大幅增长，主要系房地产开发毛利率增加以及不动产资管业务贡献的利润和投资收益增加所致。

从公司营业收入构成看，2016—2018年，公司房地产销售业务收入呈逐年增长态势，其中2018年房地产销售收入同比大幅增长60.11%，主要系结转的梦之缘项目单价较高所致；受2017年新增不动产资管业务影响，房地产销售收入占比有所下降；随着公司逐步将不动产资管确立为核心发展业务，公司房地产销售业务收入将有所减少。2017年，公司新增的不动产资管业务贡献收入5.31亿元，成为公司营业收入的重要来源之一；2018年，不动产资管业务收入同比增长23.53%，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。公司其他业务主要系物业服务和物业租赁经营，收入规模较小，对公司收入影响不大。

从毛利率看，房地产销售业务毛利率受公司结转房产项目差异影响，毛利率水平逐年增长。公司不动产资管业务2017年和2018年保持90%以上毛利率，主要系公司不动产资管业务在提供管理服务时发生相关支出无法与管理的资产直接匹配，公司参照证券、银行和保险等金融机构的列报格式，将该类支出计入管理费用¹所致。2016—2018年，受益于房地产销售业务毛利率提升及2017年新增的不动产资管业务毛利率较高，公司综合毛利率逐年增长。

表5 2016—2018年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	22.71	96.08	29.11	24.59	79.75	33.22	39.37	82.75	51.25
不动产资管	--	--	--	5.31	17.22	94.39	6.56	13.79	91.11
其他	0.93	3.92	62.74	0.93	3.03	46.48	1.65	3.46	57.62
合计	23.64	100.00	30.43	30.83	100.00	44.16	47.58	100.00	56.97

资料来源：公司提供，联合评级整理

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1.30亿元，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。2019年1—3月，公司综合毛利率为27.02%。

总体看，2016—2018年，公司营业收入和毛利率逐年增长，但随着公司逐步确立不动产资管

¹ 2017—2018年公司不动产资管业务管理费用分别为1.44亿元和1.84亿元。

为核心发展业务，房地产销售业务收入将有所下降，但整体毛利率将有所提升。

2. 房地产开发销售业务

(1) 土地储备情况

公司在拿地方面采取审慎态度，获取土地方式包括“招、拍、挂”和收并购，为了项目的整体规划，公司在获取土地储备之前会先行对项目整体成本、预期售价、预期利润空间等进行测算，保证公司合理的毛利空间，整体土地储备策略较为理性；同时，公司进行部分动迁配套住宅业务。近三年，公司拿地较少，2016年通过并购的方式获得上海嘉定新城 A03-5 地块（梦之星项目），地块项目土地面积 2.44 万平方米，容积率 1.6，规划建筑面积 5.5 万平方米。2018 年 12 月，公司通过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，公司尚有土地储备规划计容建筑面积 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 6 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	--

注：安亭项目为公司控股子公司上海嘉宝联友房地产有限公司（以下简称“嘉宝联友”，公司持股 65%）获取地块，嘉宝联友持有该地块 51% 股权，归属于公司权益比例为 33.15%，该项目由公司操盘
资料来源：公司提供

总体看，公司近年获取土地和土地储备规模较小，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

房地产开发方面，公司房地产开发项目涉及政府动迁配套房、住宅商品房、商务办公楼等业态，主要布局于上海市嘉定区、浦东新区和上海周边的昆山市，区位优势较好。2016—2017 年，公司新开工和竣工面积均保持一定规模且有所增长；2018 年，公司为聚焦不动产资管业务，对地产业务投资减少，新开工和竣工面积均大幅减少。2018 年末公司在建面积 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 7 2016—2018 年及 2019 年 1—3 月公司主要项目开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
新开工面积	5.16	5.68	0.00	0.00
竣工面积	25.72	48.25	5.92	0.00
期末在建面积	81.09	38.53	32.47	32.47

注：上表中面积数据不包含人防面积
资料来源：公司提供

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 26.28 亿元，尚需投资 7.06 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 8 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	14.39	3.38	0.80
梦之月	上海嘉定	3.87	2.29	1.50	0.08
梦之星	上海嘉定	10.90	9.60	0.47	0.83
合计	--	33.34	26.28	5.35	1.71

资料来源: 公司提供

总体看, 公司逐步聚焦不动产资管业务, 地产开发规模有所减少; 公司在建项目尚需投入的资金规模尚可, 资本支出压力不大。

(3) 项目销售情况

公司商品房住宅销售主要通过引入第三方进行代理销售, 客户定位主要以刚需和改善型需求为主。公司主要在售项目位于上海市, 2016-2018 年, 公司签约销售面积波动下降, 其中 2017 年受调控政策及公司推盘节奏影响, 签约销售面积大幅下降至 4.57 万平方米。销售均价方面, 2017 年主要签约销售项目为位于浦东新区的嘉宝名邸项目, 地段较好, 均价较高; 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, 近三年公司签约销售金额分别为 34.65 亿元、24.29 亿元和 24.42 亿元。结转方面, 2016-2018 年, 公司结转面积逐年下降, 但受益于结转单价提高, 公司结转收入逐年增长。从回款率看, 公司 2016-2018 年销售回款率较好。

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; 但 2019 年一季度因部分销售定金已于 2018 年收回, 回款率下降较多。2019 年 1-3 月, 公司结转面积同比增长 77.19%, 但因结转项目中存在动迁房, 结转收入仅同比增长 23.47%。

表 9 2016-2018 年及 2019 年 1-3 月公司房地产销售数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3
签约销售面积 (万平方米)	18.25	4.57	5.69	4.45
签约销售金额 (亿元)	34.65	24.29	24.42	15.27
销售均价 (元/平方米)	18,986	53,142	42,917	34,315
回款率 (%)	109.73	97.62	118.46	75.30
结转收入面积 (万平方米)	21.54	20.08	14.02	6.06
结转收入 (亿元)	22.71	24.59	38.38	12.89

注: 1. 签约销售面积和签约销售金额不包括动迁配套房项目。2. 回款率=当年(期)回款额/当年(期)销售额

资料来源: 公司提供

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 6 个, 尚余待售面积 21.84 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, 区域集中度高, 需关注区域房地产政策对公司销售情况的影响。

表 10 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	--
合计		--	--	44.07	40.07	22.23

注：1. 上述住宅项目不包括车位及办公等；2. “嘉宝名邸”原名为“前滩后院”；3. 光大安石中心项目截至2019年6月底已销售0.41万平方米
资料来源：公司提供

总体看，2017年公司销售规模大幅下降，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。光大安石以普通合伙人或基金管理人的身份全面参与基金管理，不仅负责基金募集、投资决策，还为基金提供日常运营及投资管理服务。除作为管理人提供基金管理服务外，光大安石还运用资产管理经验及融资拓展能力为项目提供资产管理及商业运营管理服务、融资咨询服务，并获得相关资产管理及咨询服务收入。

2016—2018年，光大安石咨询及资产管理费收入逐年增长，年均复合增长17.67%，主要系2017年度管理基金规模增加以及2018年新增超额收益所致。2019年1—3月，光大安石实现咨询及资产管理费收入0.97亿元。

表11 2016—2018年及2019年1—3月光大安石收入结构（单位：万元、%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年1—3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
咨询及资产管理费收入	37,644.04	95.07	47,521.06	100.56	52,123.77	101.39	9,726.20	98.59
投资收益	1,950.24	4.93	-266.89	-0.56	-714.73	-1.39	139.12	1.41
合计	39,594.28	100.00	47,254.17	100.00	51,409.04	100.00	9,865.32	100.00

资料来源：公司提供

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、管理服务及为其他项目提供管理及品牌输出。2016—2018年，安石资管收入增长较快，年均复合增长76.61%，主要系物业管理费随着商场管理面积增加而增加所致；2019年1—3月，安石资管实现收入0.24亿元。

表12 2016—2018年及2019年1—3月安石资管收入结构（单位：万元、%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年1—3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
咨询及资产管理费收入	1,196.09	37.23	1,935.03	37.44	2,769.66	27.64	632.69	26.31
租赁服务收入	1,152.71	35.88	1,301.61	25.18	1,313.11	13.11	318.64	13.25
物业管理服务收入	770.56	23.99	1,960.89	37.94	5,549.33	55.38	1,453.36	60.44
投资收益	93.00	2.90	-28.73	-0.56	387.68	3.87	--	--
合计	3,212.35	100.00	5,168.80	100.00	10,019.79	100.00	2,404.69	100.00

资料来源：公司提供

经过多年运营，光大安石在房地产投资运营管理领域积累了丰富的经验，投资项目主要集中在能产生稳定现金流类的不动产项目，产品线包括股权投资、资产证券化等类型。光大安石管理的项目主要集中在北京、上海、重庆、广州等城市，以及珠三角、长三角等经济热点区域。

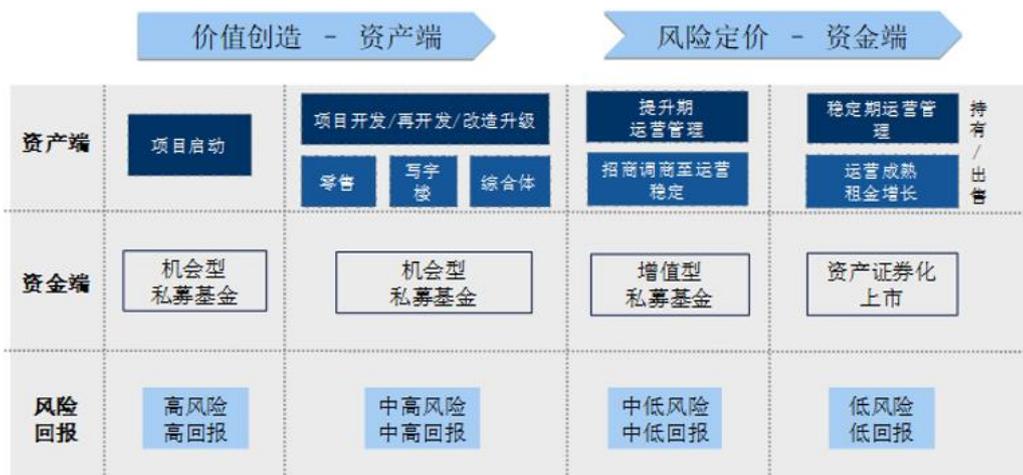
光大安石综合资管体系完善，风险控制制度健全，形成了完善的“募、投、管、退”全产业链闭环机制，拥有独立的决策体系、灵活的投资策略、房地产全业态以及全生命周期的操盘能力和风险控制能力。

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。

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 7 光大安石产业流程图



资料来源：公司提供

光大安石的业务收入主要来源于从基金收取管理费及从基金获得的业绩分成。基金管理费用的收取基数和收取比例由公司与基金投资人协商决定。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，2018 年度平均管理费费率区间为 1.0%~1.5%。

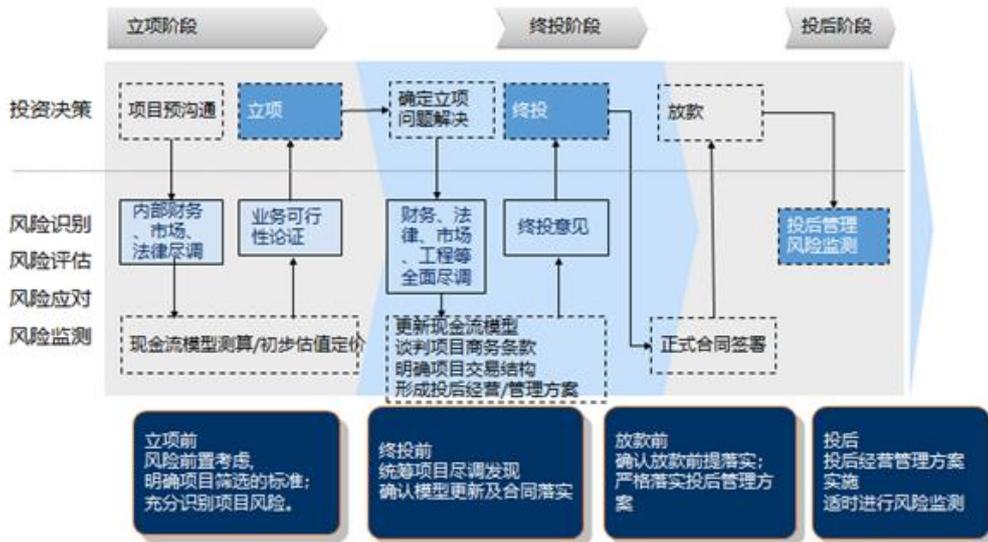
投后管理能力方面，光大安石拥有专门的资产管理团队负责全部房地产投资的项目主动开发和运营。光大安石的资产管理部门总部包括四个部门：风险及资产组合管理部门、开发事业部、商业事业部、工业地产事业部。区别于一般金融机构和房地产的投后管理部门，光大安石的资产管理强调在过程中对风险的主动识别和处理、对于房地产各资产类型全方位的开发改造和综合性的运营管理能力。同时光大安石通过总部及项目现场结合的管理体系，对光大安石投资的全部项目提供从前期定位、设计、成本合约、工程建设，到项目整体招商租赁、销售、融资安排

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。2018年，光大安石以财务顾问、协调人等角色参与多单不动产资产证券化业务，其中光证资管-光控安石商业地产第 1-X 期资产支持专项计划、渤海汇金-东久中国智能制造产业园资产支持专项计划、华泰佳越-中南寓见资产支持专项计划已取得监管机构无异议函；华夏资本-优钺-景瑞三全公寓资产支持专项计划、中信证券-阳光城长租公寓 1 号资产支持专项计划已发行成功。2019年5月，光大安石商业系列储架 100 亿元 REITs——首单“光证资管-光控安石商业地产第 1 期静安大融城资产支持专项计划”成功发行，发行规模 43 亿元。

风险管控方面，光大安石强调对房地产业务的主动风险识别和主动应对，风险管理贯穿整个资产管理的全流程，注重风控文化的建设和每个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 8 风险管理体系之风险管理流程



资料来源：公司提供

公司不动产资管服务体系包括房地产股权投资和资产并购类、商业地产管理输出和轻资产运营包租服务以及房地产资产证券化投资及服务。随着项目管理及退出能力的增强，光大安石在管项目的投资策略集中于主动增值项目，平台管理体现愈来愈强的资产管理和价值挖掘能力。

表 13 公司不动产资管业务投资策略和特点

项目	投资策略或特点
总体投资策略	包括低风险和已开始形成现金流的成熟物业资产，也覆盖位于核心区位能通过重新定位、改造升级或再开发，以及运营优化带来显著增值潜力的物业
商业策略	投资一、二线城市的购物中心，已建立商业地产运营平台和零售商业自主品牌“大融城”，通过光大安石商业管理团队的运营管理，提升项目长期稳定的现金流
写字楼	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，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
物流地产	光大安石已在全国多地重要物流节点，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，并建立了功能完备的物流地产团队

资料来源：公司提供

房地产股权投资和资产并购业务的主要模式为，光大安石作为普通合伙人（GP）发起设立的基金产品通过股权收购或资产收购的形式获取土地使用权、在建工程或已建成物业，光大安石资管团队通过主动开发建设或改造，以及建成后的运营管理提升资产价值，从而为投资人实现股权投资增值收益。公司或全资子公司上海嘉宝实业集团投资管理有限公司主要作为 LP，认购光大安石发起设立、运营管理的基金财产份额。

商业运营的业务模式主要为光大安石通过为购物中心、写字楼等商业地产项目提供项目开发设计服务、运营管理服务、包租及委托管理服务等，提升物业品质从而为客户创造价值。光大安石成功创立并打造了“大融城”品牌，以重庆、北京、上海三地为核心发展，致力于在全国范围内复制发展以“大融城”命名的商业地产项目。公司以重庆观音桥大融城为底层物业资产的资产证券化产品已于 2016 年在深交所挂牌。重庆大融城位于重庆市江北区观音桥步行街，前期为烂尾项目，商业面积 9.5 万余平方米（含停车场超过 12 万余平方米）。光大安石旗下基金将项目收购后，光大安石团队对项目进行了重新定位、招商调改及运营调整，调整后大融城各核心指标得到了显著改善，现已成为重庆核心商圈人气最旺、最受青年客群欢迎的商业品牌之一。

房地产资产证券化业务的模式主要为光大安石通过对项目资本结构进行重组、优化使之形成标准化产品架构，继而以该项目为底层资产发行资产支持证券产品（简称“ABS 产品”），从而实现项目以资产证券化形式退出。ABS 产品以持有期间物业运营的租金收入及处置物业时的变现收入为其主要收益来源。光大安石团队通过对物业的全方位综合管理，提升物业运营效率及收益能力，从而为 ABS 产品投资人创造回报。

2017—2018年，光大安石不动产资管业务情况如表14所示，其中2018年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所致；2018年，光大安石管理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，公司在管基金规模463.75亿元，公司LP投资余额（含已认缴未出资）为43.31亿元。但目前房地产行业融资收紧，公司短期内面临较为不利的市场环境。

表 14 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。2017—2018年，公司在管规模前五大项目如表15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较年初未发生变化。

表15 2017—2018年底公司前五大长期在管基金情况（单位：亿元）

时间	基金名称	项目业态	主要投资项目	所在城市	在管规模	当年/期管理及咨询服务收入
2017 年底	上海晟科投资中心（有限合伙）	综合体	新光大中心项目	北京	95.72	1.22
	上海光翎投资中心（有限合伙）	商业	上海静安大融城项目	上海	32.02	0.11
	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	重庆	28.54	0.23
	上海光野投资中心（有限合伙）	写字楼	上海黄金广场项目	上海	18.71	0.04
	上海光稳投资中心（有限合伙）	写字楼	上海明悦项目	上海	16.30	0.00
	合计					191.29
2018 年底	上海晟科投资中心（有限合伙）	综合体	新光大中心项目	北京	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	重庆	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	上海	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	上海	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	北京	14.00	0.20
	合计					169.57

注：上海光稳投资中心（有限合伙）2017年产生管理及咨询服务收入35.59万元

资料来源：公司提供

公司作为LP认购部分基金份额，当持股比例达到控制标准时会纳入公司合并范围。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（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。

总体看，光大安石作为国内领先的房地产基金管理人，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，竞争力较强。2016—2018年，公司不动产资管业务平稳发展；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. 经营效率

2016—2018年，随着项目结转规模增加及2017年新增不动产资管业务收入，公司存货周转率分别为0.24次、0.27次和0.32次，流动资产周转率分别为0.23次、0.28次和0.39次，总资产周转率分别为0.20次、0.22次和0.25次，均呈增长态势。

从房地产行业上市公司比较情况看（详见表16），公司流动资产周转率、存货周转率和总资产

产周转率基本处于行业偏上水平。

表16 房地产开发类上市公司2018年经营效率指标（单位：次）

证券简称	流动资产周转率	存货周转率	总资产周转率
大悦城	0.19	0.21	0.17
金融街	0.24	0.16	0.16
新湖中宝	0.20	0.19	0.13
蓝光发展	0.28	0.29	0.25
光大嘉宝	0.39	0.32	0.25

注：为便于同业比较，本表数据引自Wind资讯。
资料来源：Wind资讯

总体看，公司经营效率指标较好。

5. 重大事项

非公开发行股票

经中国证券监督管理委员会证监许可（2016）100号文核准，公司以非公开发行方式发行人民币普通股（A股）股票16,830.22万股，最终发行价格为10.81元/股。发行募集资金总额为人民币18.19亿元，扣除发行费用人民币后募集资金净额为人民币17.97亿元。上述募集资金于2016年1月29日到位，众华会计师事务所（特殊普通合伙）对募集资金到位情况进行了验证并出具了《验资报告》[众华验字（2016）第0604号]。公司非公开发行股票募集资金全部用于房地产开发项目的开发，即昆山梦之悦项目、昆山梦之城项目和嘉定梦之缘项目。

新增不动产资管业务

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”）。其中光大安石51%股权价格为15.43亿元，产生商誉12.64亿元；安石资管51%股权价格为127.04万元。公司董事陈爽先生、PAN YING（潘颖）先生担任光大安石投资董事职务。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。

业绩承诺方面，光大安石投资对本次交易作出如下业绩承诺：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69,097.84万元（“承诺净利润”），其中预计2016会计年度实现的净利润不低于21,091.00万元，预计2017会计年度实现的净利润不低于22,611.61万元，预计2018会计年度实现的净利润不低于25,395.23万元（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”）。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，目标公司2016—2018年实际实现净利润分别为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。

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，综合实力有望得到提升。但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

组织架构、企业文化和管理制度等方面均存在一定差异，对未来公司管理提出一定挑战。

实际控制人变更

截至 2017 年 4 月 22 日，嘉定区国资委通过控制的下属企业合并持有公司 17.08% 的股份；公司第八届董事会 6 名非独立董事中，其中 4 名由嘉定区国资委通过下属企业提名；公司第八届监事会 2 名非职工代表监事中，1 名由嘉定区国资委通过下属企业提名。

自 2016 年 7 月起，光大控股作为战略股东多次通过下属企业增持股份。

2016 年 7 月，北京光安阳光投资中心（有限合伙）（以下简称“光安投资”）购买公司 A 股股份 3,406.20 万股，占公司总部本的 4.99%。本次权益变动后，光安投资与其一致行动人光控安宇、上海安霞合计持有公司总股本的 19.27%。

2016 年 8 月，光安投资将其持有的公司全部股权转让给其一致行动人光控安宇，本次权益变动系光安投资及其一致行动人内部之间的股权转让，该一致行动人持股总数未发生变化。

2017 年 3 至 4 月，光控投资增持公司 A 股股份 3,413.03 万股，占公司总股本的 5.00%。本次权益变动后，光控投资与其一致行动人光控安宇、上海安霞合计持有公司总股本的 24.27%。

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。

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。

总体看，公司非公开发行股票有利于提高公司资本实力，通过新并入光大安石和安石资管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，但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，对未来公司管理提出一定挑战，且形成较大规模商誉；公司实际控制人变更为光大集团，有利于公司不动产资管业务的发展。

6. 经营关注

(1) 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的可持续性。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。目前房地产行业融资收紧，公司短期内面临较为不利的市场环境。

(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。

7. 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，公司将持续推动不动产资管业务发展，未来规划清晰可行。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2016—2018年度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审计意见的审计结论，公司2019年1—3月财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和其他各项会计准则的规定编制。

合并范围方面，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年公司新增加子公司8家；2019年1—3月，公司新增1家子公司，减少3家子公司。截至2019年3月底，公司纳入合并范围子公司合计34家。考虑到公司2016年新增不动产资管业务，公司财务报表可比性一般。

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。

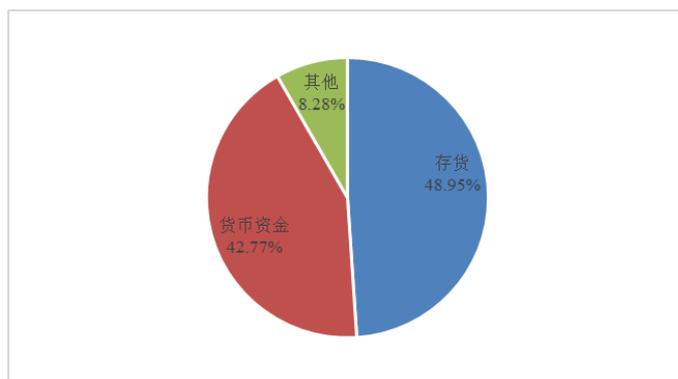
2. 资产质量

2016—2018年，公司资产规模波动增长，年均复合增长32.22%，主要系货币资金和存货规模波动变化以及2018年新纳入在管基金所致。截至2017年底，公司资产总额为134.50亿元，较年初下降6.32%；截至2018年底，公司资产总额250.99亿元，较年初大幅增长86.61%。公司流动资产和非流动资产占比分别为58.39%和41.61%，构成以流动资产为主。

（1）流动资产

2016—2018年，公司流动资产规模波动增长，年均复合增长11.07%，主要系货币资金和存货规模波动增长所致。截至2018年底，公司流动资产合计146.57亿元，较年初增长47.99%，主要由货币资金（占42.77%）和存货（占48.95%）构成。

图9 截至2018年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

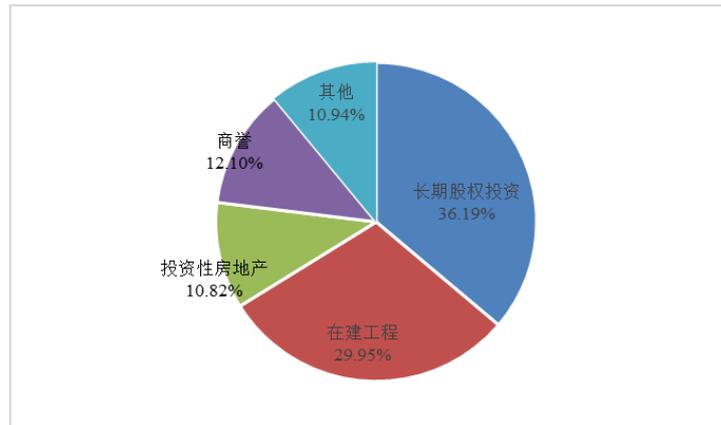
2016—2018年，公司货币资金波动增长，年均复合增长22.86%。截至2017年底，公司货币资金32.04亿元，较年初下降22.84%，主要系支付受让光大安石和安石资管各51%股权款所致；截至2018年底，公司货币资金62.68亿元，较年初增长95.64%，主要系光大安石中心项目因银行借款借新还旧事宜暂时性增加的18.00亿元银行借款及房地产开发业务销售回笼资金所致。截至2018年底，公司货币资金主要由银行存款（占73.57%）和其他货币资金（占26.42%）构成，受限货币资金规模为11.30亿元（占18.03%），受限比例一般，主要为公司定期存单质押。

2016—2018年，公司存货规模有所波动，分别为70.44亿元、57.80亿元和71.74亿元。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（以下简称“上海锦博”）不再纳入公司合并报表范围所致；截至2018年底，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。但公司存货集中于上海和昆山，上述区域的房地产调控政策较严格，对公司存货去化速度有一定影响。

（2）非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产规模快速增长，年均复合增长105.36%，其中2017年底较年初增长43.22%，主要系公司不动产资管业务带来的可供出售金融资产增加和公司新增委托贷款所致，2018年底较年初大幅增长194.47%，主要系不动产投资增加，以及在管基金并表增加自持物业和在建工程所致。截至2018年底，公司非流动资产合计104.43亿元，主要由长期股权投资（占36.19%）、投资性房地产（占10.82%）、在建工程（占29.95%）和商誉（占12.10%）构成。

图 10 截至 2018 年底非流动资产构成



资料来源：公司年报

2016—2018年，公司可供出售金融资产波动下降，年均复合下降19.55%，主要系公司于2017年认购上海光魅投资中心（有限合伙）3亿元财产份额，而2018年转让所致。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%，其中按公允价值计量占29.70%，按成本计量占70.30%，合计计提减值准备0.02亿元。

2016—2018年，公司长期股权投资波动增长，分别为4.68亿元、4.66亿元和37.79亿元。截至2018年底，公司长期股权投资较年初大幅增长710.29%，主要系公司认购或受让光大安石平台发起设立的不动产基金份额增加所致。2018年，公司长期股权投资权益法确认投资收益2.18亿元，2018年底计提减值准备0.05亿元。

公司投资性房地产采用成本模式进行后续计量。2016—2018年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长144.19%。截至2017年底，公司投资性房地产账面价值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。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。

2016—2018年，公司商誉规模无变化，均为12.64亿元。公司收购光大安石51%股权，购买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为商誉。若光大安石后续业绩未达预期，公司将面临商誉减值风险。

2017年底，公司新增其他非流动资产4.70亿元，主要为公司通过银行委托贷款方式向上海锦博提供梦之星合作开发项目的开发建设款项。2018年底，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17 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
合计	83.88	33.43	--

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，2016—2018年，公司资产规模波动增长，以流动资产为主；公司货币资金较充足，但存在一定程度受限，存货中开发产品占比较高，存在区域集中性；公司受限资产规模一般。截至2019年3月底，受公司偿债和上海光稳不再纳入合并范围影响，公司资产规模有所下滑。整体看，公司整体资产质量尚可。

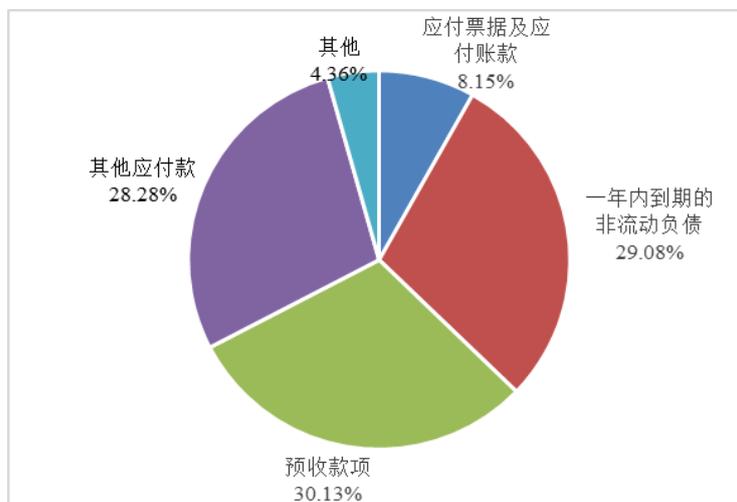
3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2016—2018年，公司负债规模波动增长，年均复合增长41.48%。截至2017年底，公司负债总额73.86亿元，较年初下降12.79%，主要系支付股权款所致；截至2018年底，公司负债总额为169.52亿元，较年初增长129.51%，主要系公司新增融资及新并表基金原有借款纳入合并所致，其中流动负债和非流动负债的占比分别为55.99%和44.01%。

2016—2018年，公司流动负债规模波动增长，年均复合增长13.23%。截至2017年底，公司流动负债合计59.58亿元，较年初下降19.52%，主要系其他应付款减少所致。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票据及应付账款（占8.15%）、预收款项（占30.13%）、其他应付款（占28.28%）和一年内到期的非流动负债（占29.08%）构成。

图 11 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2016—2018年，公司应付票据及应付账款逐年增长，年均复合增长58.14%，公司应付票据及应付账款中均为应付账款。截至2018年底，公司应付账款合计7.73亿元，较年初增长9.73%。公司应付账款主要为应付的建筑工程款。

公司预收款项主要为预收购房款。2016—2018年，公司预收款项波动下降，年均复合下降13.20%。截至2017年底，公司预收款项40.04亿元，较年初增长5.48%；截至2018年底，公司预收款项28.60亿元，较年初下降28.57%，主要系2018年签约销售规模较上年相差不大，但预收款项结转收入增加所致。

2016—2018年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降3.72%。截至2017年底，公司其他应付款9.01亿元，较年初下降68.88%，主要系公司支付受让光大安石、安石资管各51%股权的款项所致，剩余部分主要为动迁房回购款、商品房定金及房款及往来款。截至2018年底，公司其他应付款26.84亿元，较年初大幅增长197.83%，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。

截至2018年底，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。

2016—2018年，公司非流动负债规模逐年增长，年均复合增长164.43%。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；公司非流动负债主要由长期借款（占51.93%）、应付债券（占35.53%）和递延所得税负债（占9.66%）构成。

2016—2018年，公司长期借款逐年快速增长，年均复合增长884.20%。截至2017年底，公司长期借款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。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。截至2018年底，公司长期借款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。

2016—2018年，公司应付债券规模波动增长，年均复合增长65.29%。截至2017年底，公司应付债券8.89亿元，较年初下降8.37%，主要系“14嘉宝债”于2017年10月23日完成回售0.80亿元所致。截至2018年底，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。

2016—2018年，公司递延所得税负债分别为0.49亿元、0.39亿元和7.21亿元，2018年底较年初增长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。

全部债务方面，2016—2018年，公司全部债务快速增长，年均复合增长189.50%。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%，以长期债务为主。债务指标方面，2016—2018年，公司资产负债率波动增长，三年分别为58.99%、54.91%和67.54%；全部债务资本化比率分别为15.85%、19.07%和53.29%，长期债务资本化比率分别为14.65%、18.64%和44.52%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均逐年增长，公司债务指标上升较快。2016—2018年，公司债务规模和债务指标增长较快，实际债务负担尚可。

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、4.88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，近三年，公司负债规模波动增长，债务结构合理，以长期债务为主；但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；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。考虑到一号基金及其下属企业在达到相应条件公司退出后即可将相应债务出表，公司实际债务负担仍处于合理水平。

(2) 所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益规模逐年增长，年均复合增长17.63%。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，2016—2018年，公司所有者权益规模逐年增长，其中2018年公司将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。

4. 盈利能力

2016—2018年，公司营业收入快速增长，年均复合增长41.88%，三年分别为23.64亿元、30.83亿元和47.58亿元，主要系房地产销售业务结转规模增长及增加不动产资管业务收入所致。同期，公司营业成本逐年增长，年均复合增长11.59%，增幅小于营业收入增幅主要系房地产销售毛利率提高及不动产资管业务毛利率较高所致。2016—2018年，公司净利润分别为2.91亿元、6.78亿元和11.70亿元，年均复合增长100.56%。

期间费用方面，2016—2018年，公司期间费用逐年增加，年均复合增长158.65%。2018年，公司期间费用合计7.74亿元，同比增长103.98%；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%。2016—2018年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长62.44%，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；公司管理费用逐年递增，年均复合增长170.54%；其中2017年公司管理费用2.71亿元，同比增长3.84倍，主要系光大安石和安石资管纳入合并范围，不动产资管业务在提供管理服务时的支出计入管理费用所致。2016—2017年，公司财务费用规模相对较小，分别为0.16亿元和0.27亿元；受公司2018年融资规模扩大、支付利息增加影响，公司财务费用在2018年同比大幅增长841.39%至2.50亿元。

2016—2018年，公司投资收益分别为0.29亿元、0.68亿元和3.08亿元，2018年同比增长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。

从盈利指标来看，2016—2018年，受益于公司地产业务毛利率提高及不动产资管业务较高的毛利率，公司营业利润率分别为19.44%、38.26%和43.97%，逐年增长。近三年，公司总资产报酬

率分别为 3.75%、7.09% 和 9.89%，总资本收益率分别为 5.57%、10.29% 和 11.68%，净资产收益率分别为 6.20%、11.35% 和 16.46%，均呈逐年增长态势，主要系公司利润规模逐年增长所致；公司盈利能力指标有所增强。从与房地产开发上市企业对比中可见，公司销售毛利率和总资产报酬率处于行业较高水平，净资产收益率处于中等水平，公司整体盈利能力较好。

表 18 2018 年房地产开发行业上市公司盈利能力情况（单位：%）

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
大悦城	42.51	4.66	19.17
金融街	48.60	5.13	10.63
新湖中宝	28.53	3.97	7.61
蓝光发展	27.75	3.13	14.68
光大嘉宝	56.97	9.65	15.27

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind 资讯，与本报告附表口径有一定差异
资料来源：Wind 资讯

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1.30亿元，较上年同期下降46.96%。

总体看，2016—2018年，公司营业收入和利润持续增长，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；随着公司不动产资管业务不断拓展，公司未来盈利能力有望进一步提升。

5. 现金流

2016—2018年，公司经营活动现金流入分别为 42.72 亿元、35.80 亿元和 46.61 亿元，随着公司地产销售回款波动和不动产资管收入增加而有所波动。2016—2018年，公司经营活动现金流出规模波动增长，分别为 25.31 亿元、23.28 亿元和 28.85 亿元，其中 2018 年同比增长 23.92%，主要系公司新购置土地和往来款增加所致。2016—2018年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 17.41 亿元、12.52 亿元和 17.76 亿元，公司经营活动现金流持续净流入。

2016—2018年，公司投资活动现金流入分别为 55.57 亿元、25.53 亿元和 16.71 亿元，年均复合下降 45.17%，主要系赎回理财产品规模下降所致。2016—2018年，投资活动现金流出分别为 60.28 亿元、50.75 亿元和 48.03 亿元，主要为公司购买理财产品和认缴基金份额产生；其中 2017 年支付其他与投资活动有关的现金 16.00 亿元，主要为公司以定期存单对外质押担保和委托贷款。2016—2018年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-4.71 亿元、-25.22 亿元和-31.33 亿元。

2016—2018年，公司筹资活动现金流入分别为 19.68 亿元、5.11 亿元和 67.32 亿元，其中 2017 年同比减少 74.06%，主要系 2016 年公司非公开发行股票导致当年基数较高所致，2018 年同比增加 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增加银行借款所致。2016—2018年，公司筹资活动现金流出分别为 11.37 亿元、5.30 亿元和 23.11 元，主要为偿还借款和利息支付的现金。2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 8.31 亿元、-0.20 亿元和 44.21 亿元。

2019年1—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，近年来，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持续对外投

资，公司存在一定融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率波动下降，分别为1.61倍、1.66倍和1.54倍，2018年底有所下降主要系其他应付款和一年内到期非流动负债增加所致；速动比率逐年上升，分别为0.65倍、0.69倍和0.79倍，主要系货币资金波动增长和其他应付款、预收款项波动下降综合所致。近三年，公司现金短期债务比分别为42.75倍、82.58倍和2.32倍，公司现金类资产对短期债务覆盖能力很高。截至2019年3月底，公司流动比率为1.85倍、速动比率为0.91倍、现金短期债务比为5.00倍，均较年初有所提升，主要系偿还借款所致。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA逐年增长，年均复合增长107.42%，主要系利润总额逐年增加所致；2018年公司EBITDA为19.94亿元，同比增长94.04%，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%。2016—2018年，公司EBITDA利息保障倍数分别为7.18倍、15.26倍和5.07倍，EBITDA对利息的保障程度较强；EBITDA全部债务比分别为0.42倍、0.72倍和0.21倍，EBITDA对全部债务的保障程度一般。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。

截至2019年3月底，公司无重大未决诉讼事项。

截至2019年6月底，公司对外提供担保共3笔，担保余额合计18.61亿元，占公司2019年3月末净资产的比例为23.03%，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，截至2019年6月底，担保余额3.61亿元；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13.00亿元担保，本次担保存在反担保。公司存在一定规模的对外担保，存在一定或有负债风险。

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7月3日，公司无未结清不良和关注类信贷信息记录，已结清信贷信息记录中存在23笔关注类贷款，主要系早期形成的关注贷款，均正常收回。

总体看，公司短期偿债能力强，长期偿债能力尚可；同时考虑公司股东背景及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。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至2019年3月底，公司全部债务总额75.82亿元，本期拟发行债券规模为不超过8.80亿元，对公司债务规模存在一定影响。

以2019年3月底财务数据为基础，若募集资金总额为8.80亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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64.74%、51.15%和48.37%，较发债前分别提高1.41个百分点、2.74个百分点和3.08个百分点，债务负担

有所加重。考虑到公司本期债券的筹集资金将用于偿还“14 嘉宝债”，实际债务指标可能低于上述值。

2. 本期公司债偿还能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 19.94 亿元，为本期公司债券发行额度（8.80 亿元）的 2.27 倍，对本期债券覆盖程度较高。2018 年公司经营活动产生的现金流入量为 46.61 亿元，为本期公司债券发行额度（8.80 亿元）的 5.30 倍，经营活动产生的现金流量净额 17.76 亿元，为本期公司债券发行额度（8.80 亿元）的 2.02 倍，经营活动产生的现金流入量及现金流量净额对本期债券覆盖程度很高。

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；随着公司存量房地产项目进一步实现销售、不动产资管业务的稳健发展，公司盈利能力将有所提高，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

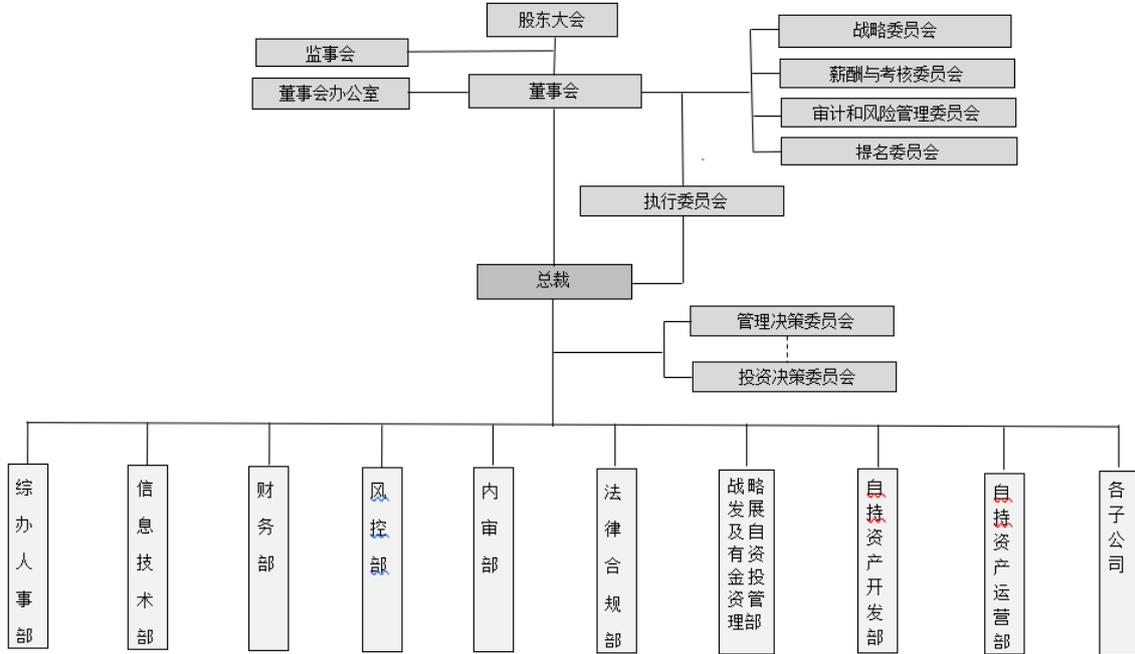
九、综合评价

公司作为光大集团旗下上市公司，逐步确立不动产资管为公司核心主业发展方向，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，不动产资管业务产业链完整；公司盈利能力逐步增强，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。

2017 年 4 月，公司实际控制人变更为光大集团，公司间接控股股东光大控股为中国领先的跨境投资及资产管理公司，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，可获得较大的股东支持。随着公司不动产资管规模的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，经营状况有望保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

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 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	143.58	134.50	250.99	220.34
所有者权益 (亿元)	58.88	60.64	81.47	80.80
短期债务 (亿元)	0.99	0.40	27.60	8.91
长期债务 (亿元)	10.10	13.89	65.37	66.91
全部债务 (亿元)	11.09	14.29	92.97	75.82
营业收入 (亿元)	23.64	30.83	47.58	14.67
净利润 (亿元)	2.91	6.78	11.70	1.30
EBITDA (亿元)	4.64	10.28	19.94	--
经营性净现金流 (亿元)	17.41	12.52	17.76	0.42
流动资产周转次数 (次)	0.23	0.28	0.39	--
存货周转次数 (次)	0.24	0.27	0.32	--
总资产周转次数 (次)	0.20	0.22	0.25	--
现金收入比率 (%)	166.38	102.11	89.74	84.90
总资本收益率 (%)	5.57	10.29	11.68	--
总资产报酬率 (%)	3.75	7.09	9.89	--
净资产收益率 (%)	6.20	11.35	16.46	--
营业利润率 (%)	19.44	38.26	43.97	23.34
费用收入比 (%)	4.89	12.30	16.27	15.00
资产负债率 (%)	58.99	54.91	67.54	63.33
全部债务资本化比率 (%)	15.85	19.07	53.29	48.41
长期债务资本化比率 (%)	14.65	18.64	44.52	45.30
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.18	15.26	5.07	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.42	0.72	0.21	--
流动比率 (倍)	1.61	1.66	1.54	1.85
速动比率 (倍)	0.65	0.69	0.79	0.91
现金短期债务比 (倍)	42.75	82.58	2.32	5.00
经营现金流动负债比率 (%)	23.52	21.01	18.71	0.61
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.53	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, 除特别说明外, 均指人民币。2. 公司长期应付款中有息债务计入长期债务。3. 2019 年 1-3 月财务数据未经审计, 相关指标未年化

附件 3 有关财务指标的计算公式

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

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

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。

联合信用评级有限公司关于 光大嘉宝股份有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年光大嘉宝股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

光大嘉宝股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。光大嘉宝股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注光大嘉宝股份有限公司的相关状况，如发现光大嘉宝股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如光大嘉宝股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至光大嘉宝股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送光大嘉宝股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇一九年九月四日