

信用评级公告

联合〔2022〕6530号

联合资信评估股份有限公司通过对“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”项下“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”的信用等级为 AAA_{sf}，维持“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”的信用等级为 AA₊_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月十八日

光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据 2022 年跟踪评级报告

评级结果

| 资产支持 票据简称 | 未偿金额 (亿元) | | 占比 | | 信用 等级 | |
|----------------------------|--------------|--------------|----------------|----------------|-------------------------------|-------------------------------|
| | 本次 | 上次 | 本次 | 上次 | 本次 | 上次 |
| 18 光大嘉 宝 ABN001 优先 A | 3.695 | 3.717 | 57.15% | 57.30% | AAA _{sf} | AAA _{sf} |
| 18 光大嘉 宝 ABN001 优先 B | 2.760 | 2.760 | 42.69% | 42.55% | AA ⁺ _{sf} | AA ⁺ _{sf} |
| 18 光大嘉 宝 ABN001 次 | 0.010 | 0.010 | 0.15% | 0.15% | NR | NR |
| 总计 | 6.465 | 6.487 | 100.00% | 100.00% | -- | -- |

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. NR-未予评级

跟踪评级相关信息

信托成立日期：2018 年 10 月 30 日

资产跟踪基准日：2022 年 5 月 31 日

票据跟踪基准日：2022 年 1 月 20 日

跟踪期间：2021 年 7 月 10 日 - 2022 年 7 月 11 日

基础资产：委托人为设立信托而根据《财产权信托合同》信托并转让予受托人的、委托人根据《单一资金信托合同》享有的单一资金信托受益权

发起机构/基础债务人/借款人/资产服务机构/优先收购人/流动性支持机构/光大嘉宝：光大嘉宝股份有限公司

物业资产/抵押物：上海嘉定頤和电机电脑有限公司、上海嘉宏房地产有限责任公司、上海嘉宝神马房地产有限公司、上海嘉宝奇伊房地产经营有限公司和光大嘉宝持有的、用于归集物业资产运营净收入的房屋及对应的土地使用权

期限：3+3+3+3+3 年

法定到期日：2038 年 7 月 20 日

跟踪评级时间

2022 年 7 月 18 日

本次评级使用的评级方法、模型：

| 名称 | 版本 |
|----------------------|-------------|
| 商业地产资产证券化（单一借款人）评级方法 | V3.0.201907 |

注：上述评级方法已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”（以下简称“本交易”）所涉及的发起机构、借款人/流动性支持机构信用水平、基础资产信用表现、票据兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构履职状况进行了持续的关注，根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、尽职能力等因素考虑后，联合资信确定维持“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”项下“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”信用等级为 AAA_{sf}，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”信用等级为 AA⁺_{sf}。

优势

1. 跟踪期内，物业资产时点出租率仍较高，且归集现金流符合目标值。截至资产跟踪基准日，物业资产时点出租率为 96.16%，较上次跟踪基准日提高 7.94 个百分点。跟踪期内，物业资产现金流归集情况符合目标值。此外，物业资产预测运营净收入对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”除最后一期外的期间本息支出的保障程度仍较好。“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”剩余本金对抵押物评估价值的比率为 29.54%，抵押率仍低。
2. 借款人/流动性支持机构光大嘉宝偿付能力和偿付意愿仍很强。光大嘉宝作为中国光大集团股份公司旗下唯一的不动产资产管理平台，在不动产资管细分领域仍具备很强的竞争优势，并可获得股东一定支持。2021 年，光大嘉宝综合毛利率保持较高水平，不动产资管业务在管项目区域布局较好，债务结构较为合理，经营性现金流大规模净流入，短期偿债指标提升明显，其提供的增信对优先级资产支持票据本息的兑付

流动性支持机构/优先收购权人主要财务指标:

| 光大嘉宝股份有限公司 (合并口径) | | | | |
|-------------------|--------|--------|--------|---------|
| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年3月 |
| 现金类资产 (亿元) | 35.78 | 39.25 | 46.57 | 43.00 |
| 资产总额 (亿元) | 284.17 | 338.77 | 353.76 | 354.04 |
| 所有者权益 (亿元) | 94.78 | 99.45 | 95.10 | 93.95 |
| 短期债务 (亿元) | 11.54 | 17.53 | 6.72 | 9.23 |
| 长期债务 (亿元) | 85.56 | 125.48 | 130.70 | 130.90 |
| 全部债务 (亿元) | 97.09 | 143.01 | 137.42 | 140.13 |
| 营业总收入 (亿元) | 48.21 | 39.37 | 40.95 | 6.75 |
| 利润总额 (亿元) | 6.83 | 6.48 | 4.66 | 0.53 |
| EBITDA (亿元) | 14.10 | 14.85 | 15.50 | -- |
| 经营性净现金流 (亿元) | -1.13 | 13.86 | 39.02 | -1.12 |
| 营业利润率 (%) | 34.59 | 39.55 | 36.80 | 43.18 |
| 净资产收益率 (%) | 4.63 | 3.81 | 2.35 | -- |
| 资产负债率 (%) | 66.65 | 70.64 | 73.12 | 73.46 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 50.60 | 58.98 | 59.10 | 59.86 |
| 流动比率 (%) | 148.98 | 153.85 | 124.19 | 123.13 |
| 经营现金流动负债比 (%) | -1.29 | 14.60 | 36.06 | -- |
| 现金短期债务比 (倍) | 3.10 | 2.24 | 6.93 | 4.66 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 2.30 | 1.85 | 1.87 | -- |
| 全部债务/EBITDA (倍) | 6.89 | 9.63 | 8.87 | -- |

注: 1. 已将其他应付款和长期应付款中的中的带息债务分别调入短期债务和长期债务; 2. 2019年、2020年财务数据分别采用2020年、2021年审计报告的期初数; 2022年一季度财务报表未经审计; 3. 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, 均为合并口径; 4. "--" 表示指标不适用

资料来源: 联合资信根据光大嘉宝财务报告整理

分析师:

魏诗博 张高瞩

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

仍起到重要的信用支持作用。

关注

1. 若承租人提前退租、停止续租或上海市的租金减免政策落地, 或造成物业资产租金收入下降, 可能对票据的本息兑付产生不利影响。物业资产的租金合同期限不能覆盖信托计划存续期, 未来不排除其他承租人出现逾期、违约或是提前退租, 物业出现空置或新租赁价格进一步下调的情况, 物业资产租金收入可能会偏离预测值。此外, 上海市于2022年4-6月因疫情原因封控, 若未来实施租金减免政策, 将使物业资产未来租金收入下降。
2. 本交易在部分月份存在向监管账户归集滞后的情况。受疫情影响以及财务人员操作问题的原因, 2021年10月及2022年4月未向监管账户归集物业资产运营净收入, 该归集期间的物业资产运营净收入分别于下一个归集日进行归集。
3. 需关注光大嘉宝相关运营和财务风险。光大嘉宝房地产业务未来的持续性存在较大的不确定性, 并表不动产资管项目或将加大光大嘉宝投资风险以及项目退出造成财务指标波动, 2021年光大嘉宝不动产资管业务收入下降, 房地产市场下行或对光大嘉宝融资造成不利影响, 光大嘉宝商誉存在减值风险。

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，引用的资料主要由委托方或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与委托方构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

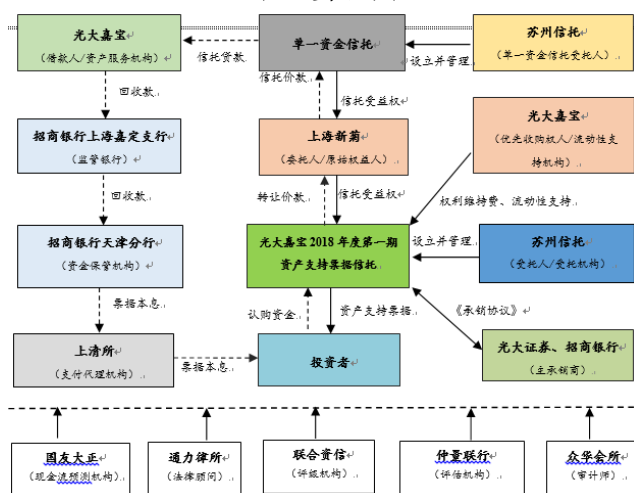
八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

一、交易概况

本交易的原始权益人上海嘉宝新菊房地产有限公司（以下简称“上海新菊”）将其合法所有的“光大嘉宝2018年度第一期资产支持票据单一资金信托”（以下简称“单一资金信托”）合同项下的单一资金信托受益权作为基础资产，采用特殊目的载体机制，通过苏州信托有限公司（以下简称“苏州信托”）设立“光大嘉宝2018年度第一期资产支持票据信托”（以下简称“票据信托”）。苏州信托以受托的基础资产所产生的现金流作为收益支持在全国银行间债券市场发行优先级资产支持票据（以下简称“优先级票据”）（包括“18光大嘉宝ABN001优先A”和“18光大嘉宝ABN001优先B”）和次级资产支持票据（以下简称“18光大嘉宝ABN001次”）。投资者通过购买并持有该资产支持票据取得财产权信托项下相应的信托受益权。信托受益权来源于委托人上海新菊将资金委托给苏州信托设立单一资金信托而享有的信托利益。该单一资金信托项下资

金用于向光大嘉宝股份有限公司（以下简称“光大嘉宝”）发放信托贷款，贷款规模为65100.00万元，贷款期限为18年，贷款利率每半年根据目标值¹和待偿还本金倒推得出，贷款用途仅限于借款人物业项目运营、改造升级及归还股东借款和银行贷款，该信托贷款的期间还款来源为在特定期间²内，由出质人³自基准日（含该日）起享有的物业资产运营净收入⁴对应的应收账款，以及出质人有权收取的因前述应收账款产生的逾期缴纳滞纳金（如有）、违约金（如有）、损害赔偿金（如有）等其他款项。此外，本交易单一资金信托设置了抵/质押担保机制，即抵押人以其持有的《抵押合同》项下房屋及其对应的土地提供抵押担保，出质人以其在特定期间内享有的物业资产运营净收入对应的应收账款及其有权收取的因前述应收账款产生的其他款项提供质押担保。

图1 交易结构图



资料来源：光大证券股份有限公司提供

本交易“18光大嘉宝ABN001优先A”发行规模为3.74亿元，预计存续期为18年，每3年启动开

放退出一次，按半年还本付息；“18光大嘉宝ABN001优先B”发行规模为2.76亿元，预计存续

¹光大嘉宝承诺于物业资产运营净收入归集日将归集账户的物业资产运营净收入转付至监管账户，直至监管账户内的金额不低于当期EBITDA目标值。

²特定期间系指自基准日起(含该日)至借款人偿还完毕《信托贷款合同》下所有应付款项之日(含该日)止的期间。基准日系指信托生效日当月第一日。

³出质人系指上海嘉定顶和电机电脑有限公司、上海嘉宏房地产有限责任公司

司、上海嘉宝神马房地产有限公司、上海嘉宝奇伊房地产经营有限公司和光大嘉宝股份有限公司。抵押人同出质人。

⁴物业资产运营净收入系指尚在特定期间内，借款人自基准日(含该日)起，运营物业资产而取得的房屋及商铺出租收入、车位租金收入、物业广告收入等因经营物业资产而取得的扣除管理费、税费等成本后的一切收入。

期为18年，每3年启动开放退出一次，按半年付息，本金到期一次性兑付。本交易自2021年7月20日起下调“18光大嘉宝ABN001优先A”和“18光大嘉宝ABN001优先B”的票面利率至5.85%和

7.20%。“18光大嘉宝ABN001次”不设票面利率，预计存续期为18年，存续期可获得期间剩余收益（如有），到期享有最终剩余收益。

表1 截至票据跟踪基准日资产支持票据概要（单位：亿元）

| 债券简称 | 实际发行金额 | 未偿金额 | 还本付息方式 | 发行利率 | 调整后票据利率 | 期限 |
|-----------------|--------------|--------------|-------------------------------------|-------|---------|---|
| 18光大嘉宝ABN001优先A | 3.740 | 3.695 | 按半年还本付息 | 6.00% | 5.85% | 预期到期日为2036年7月20日（下一个兑付日为2022年7月20日，第二个回售行权日为2024年7月20日） |
| 18光大嘉宝ABN001优先B | 2.760 | 2.760 | 按半年付息，到期一次性还本 | 7.50% | 7.20% | |
| 18光大嘉宝ABN001次 | 0.010 | 0.010 | 按半年可获得期间剩余收益，并在优先级票据本息偿付完毕后获得最终剩余收益 | -- | -- | |
| 合计 | 6.510 | 6.465 | -- | -- | -- | -- |

资料来源：联合资信整理

截至资产跟踪基准日，物业资产已经抵押给单一资金信托受托人苏州信托，且已办理应收账款

款质押登记。

二、票据兑付情况

跟踪期内，本交易应付利息及本金按计划正常兑付，未触发对信托财产产生重要影响的事件。

本交易票据信托于2018年10月30日成立，实际发行票据金额6.51亿元，其中“18光大嘉宝ABN001优先A”规模为3.74亿元，“18光大嘉宝ABN001优先B”规模为2.76亿元，“18光大嘉宝ABN001次”规模为0.01亿元。自上次票据跟踪基准日（2021年1月20日），优先收购权人按约定分别于2021年7月9日、2022年1月10日和2022年7月11日向信托账户支付了权利维持费692.11万元、630.91万元和592.16万元。

跟踪期内，本交易共进行了两次兑付，分别

为第六次和第七次分配，“18光大嘉宝ABN001优先A”共兑付本金220.00万元，合计兑付利息2199.43万元；“18光大嘉宝ABN001优先B”未偿还票据本金，合计兑付利息2028.26万元；“18光大嘉宝ABN001次”未分配本金和利息。截至票据跟踪基准日（2022年1月20日），“18光大嘉宝ABN001优先A”剩余未偿本金36950.00万元，“18光大嘉宝ABN001优先B”剩余未偿本金27600.00万元。本交易将于2022年7月20日进行第八次分配，截至2022年7月11日，财产权信托账户余额2213.17万元，扣除财产权信托层面税费（19.27万元）后，高于下一次拟兑付本息金额（2187.33万元），能够保障优先级票据的第八次兑付。

表2 本次跟踪期内优先级票据兑付情况（单位：万元）

| 分配期次 | 兑付日 | 18光大嘉宝ABN001优先A | | 18光大嘉宝ABN001优先B | |
|-----------|------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
| | | 分配本金 | 分配利息 | 分配本金 | 分配利息 |
| 第6次分配 | 2021年7月20日 | 90.00 | 1105.93 | 0.00 | 1026.49 |
| 第7次分配 | 2022年1月20日 | 130.00 | 1093.50 | 0.00 | 1001.77 |
| 合计 | | 220.00 | 2199.43 | 0.00 | 2028.26 |

资料来源：资产服务机构、受托人提供，联合资信整理

本次跟踪期内，未发生加速清偿事件、违约事件、贷款服务机构解任事件等对信托财产产生

重要影响的事项，本交易整体表现良好。

三、物业资产分析

1. 物业资产概况

跟踪期内，物业资产概况无重大变化。

本交易底层资产共涉及 11 处物业，截至资产跟踪基准日（2022 年 5 月 31 日），物业资产总建筑面积与上次跟踪基准日（2021 年 4 月 30 日）一致，为 75899.96 平方米，分别位于上海市嘉定区、上海市普陀区和上海市徐汇区，业态仍包含商业、办公、工业和会所；11 处物业中，位于嘉定区的占比为 96.70%。截至资产跟踪基准日，物业资产可出租面积为 73929.23 平方米，较上次跟踪基准日（73576.64 平方米）略有增加，主要系部分物业的配电间等原自用面积，在新签合同同时被分摊进承租面积中所致，计算口径影响的出租面积变化不大。

2. 运营环境分析

（1）区域经济

上海市

2021 年，上海市经济社会发展保持良好态势，为入池物业资产提供了良好的发展环境。

上海市地处长江入海口，是长江经济带的龙头城市，是我国金融、贸易、航运、科技创新中心。据上海市统计局统计数据，2021 年，上海市实现地区生产总值 43214.85 亿元，较上年增长 8.1%。其中第一产业增加值 99.97 亿元，较上年下降 6.5%；第二产业增加值 11449.32 亿元，较上年增长 9.4%；第三产业增加值 31665.56 亿元，较上年增长 7.6%。固定资产投资方面，上海市 2021 年全社会固定资产投资总额较上年增长 8.1%。其中，第二产业投资增长 8.2%，非国有经济投资增长 8.0%。2021 年完成房地产开发投资额比上年增长 7.2%。其中，住宅投资增长 10.5%；办公楼投资下降 7.9%；商业营业用房投资下降 8.6%。商品房销售面积 1880.45 万平方米，增长 5.1%。其中，住宅销售面积 1489.95 万

平方米，增长 3.9%。2021 年，上海市实现社会消费品零售总额 18079.25 亿元，比上年增长 13.5%，居民人均可支配收入 78027 元，比上年增长 8.0%。

嘉定区

2021 年嘉定区经济有所恢复，固定资产投资快速增长，仍为基础资产提供了较好的运营环境。

上海市嘉定区统计局统计数据显示，2021 年，嘉定区实现增加值 2705.6 亿元，可比增长 6.1%。其中，第二产业实现增加值 1591.5 亿元，可比增长 6.0%，第三产业实现增加值 1110.6 亿元，可比增长 6.3%，三次产业结构比重为 0.1:58.8:41.1。2021 年，嘉定区实现社会消费品零售总额 1609.9 亿元，同比增长 6.4%。固定资产投资快速增长，2021 年，嘉定区完成固定资产投资总额 514.3 亿元，同比增长 18.3%。其中，房地产开发完成投资 284.1 亿元，同比增长 26.0%。2021 年嘉定区户籍家庭户数 27.2 万户，户籍人口 70.1 万人，同比增长 4.1%。

（2）上海市商业地产市场状况

2021 年，上海市零售物业和写字楼市场均持续回暖。

上海市零售物业市场

2021 年第四季度，上海零售物业净吸纳量达到 65.4 万平方米，全年共计 148 万平方米，较 2020 年明显反弹。在新能源汽车展厅、奢侈品牌、运动服装和设备、体验业态、咖啡及饮品店的租赁需求推动下，四季度零售租赁保持稳定。

2021 年，上海零售市场“首店经济”持续激发城市消费，实体零售继续回暖。2021 年，上海零售物业市场全年净吸纳量突破百万大关，录得 119.2 万平方米高值，几近 2018 年的峰值水平。

2021 年，上海核心商圈共有 2 个新增项目，新增商业面积总计 10.4 万平方米；非核心商圈新

增8家购物中心，商业建筑面积总计69.7万平方米。在大量新增供应和现有项目租赁略有放缓的情况下，四季度非核心区商场的空置率环比上升了0.3个百分点至9.6%，全年非核心区共有13个新开业项目，新增商业面积总计130万平方米。

2021年四季度，上海核心商圈首层租金环比增长放缓至0.3%。但得益于奢侈品品牌和高端时尚品牌全年强劲的销售表现及其在核心地段的积极扩张，核心商圈全年租金同比上涨5.6%。2021年四季度，上海非核心区租金环比增长放缓至0.4%，全年整体租金总计上涨2.2%。

展望2022年，上海市零售物业市场整体需求将保持稳定，但受疫情不确定性的影响，预计市场净吸纳量相比于2021年高基数将会出现小幅回落；预计将有5个核心商圈项目和15个非核心商圈项目于2022年开业。核心商圈在需求稳定且供应有限的情况下，空置率预计将维持较低水平。

上海市写字楼市场

根据戴德梁行发布的报告，2021年，上海市写字楼净吸纳量增至142万平方米，较2020年增长2倍。在空置率方面，2021年已降至约16%，租赁市场明显回暖。2021年上海甲级写字楼供应保持高位，全年共计入市办公建筑规模74万平方米，分布在7个区11个板块，共计13个项目。其中新兴区新增供应在全市仍占据主要地位，新增办公建筑规模达68万平方米。2021年四季度上海甲级写字楼空置率15.98%，较去年四季度下调5.9%，其中核心及新兴区空置率分别为9.90%、24.52%。租金水平方面，2021年上海甲级写字楼租金呈现止跌微升态势。至四季度，租金为8.17元/平方米/天，同比2020年四季度微涨0.21%。分区域来看，新兴区在优质项目入市的带动下涨幅更明显，租金同比增长2.04%，达到6.52元/平方米/天；核心区为9.37元/平方米/天，同比2020年四季度上涨0.83%。从物业类型来看，办公/研发办公占比虽有所下滑，从2020年的80%降至2021年的46%，但仍居于首位；综合、商业、公寓等业态逐渐受到买家青睐，成交占比上涨了5~12个

百分点。

2022年一季度受疫情影响，上海写字楼市场供需放缓。2022年一季度，上海甲级写字楼净吸纳量22.42万平方米，同比下滑38.3%，但高于2019年和2020年同期水平，甲级写字楼整体空置率15.47%，较2021年四季度回落0.53%；在部分商圈项目高出租率的带动下，平均租金较2021年同期微幅上扬0.37%，一季度租金价格为8.2元/平方米。

3. 租赁状况分析

截至资产跟踪基准日，物业资产的出租率维持在较高水平，但租户集中度仍较高且租赁合同期限仍不能覆盖信托计划存续期。上海市于2022年4-6月因疫情原因封控，若未来实施租金减免政策，将使物业资产未来租金收入下降，联合资信将保持关注。

根据光大嘉宝提供的台账，截至资产跟踪基准日，已出租面积为71092.97平方米，时点出租率为96.16%，较上次跟踪基准日提高7.94个百分点，主要系上次跟踪基准日第一大承租人上海茂金物流有限公司（以下简称“茂金物流”）正常到期只续租部分面积，使空置率有所增加，本次跟踪期间，原茂金物流退租的剩余空置面积大部分已完成出租。总体来看，物业资产出租率较高。

根据光大嘉宝提供的台账，截至资产跟踪基准日，物业资产租赁合同份数为151份，较上次资产跟踪基准日增加1份。租户方面，以租户合同约定的2021年租金收入为标准，前十大租户见下表。第一大租户仍为茂金物流，承租面积仍为13184.48平方米，年租金收入占比为9.37%，前十大租户年租金收入占比合计42.10%，较上次跟踪基准日下降0.50个百分点，租户集中度仍较高。

表3 前十大租户租金收入情况
(单位: 平方米、万元)

| 租户 | 租赁面积 | 租金收入 | 租金收入占比 |
|----|----------|--------|--------|
| 1 | 13184.48 | 392.73 | 9.37% |

| | | | |
|----|----------|---------|--------|
| 2 | 2190.47 | 243.42 | 5.81% |
| 3 | 5863.23 | 228.03 | 5.44% |
| 4 | 3064.71 | 203.12 | 4.85% |
| 5 | 2027.46 | 130.37 | 3.11% |
| 6 | 536.86 | 128.85 | 3.08% |
| 7 | 2880.00 | 126.14 | 3.01% |
| 8 | 2570.94 | 112.33 | 2.68% |
| 9 | 976.10 | 107.95 | 2.58% |
| 10 | 451.30 | 90.90 | 2.17% |
| 合计 | 33745.55 | 1763.84 | 42.10% |

资料来源：光大嘉宝提供，联合资信整理

租金支付频率方面，物业资产仍然是以季度支付为主。

租赁期限方面，截至资产跟踪基准日，物业资产剩余租赁合同期限以1~2年为主，收入占比为41.03%，具体分布情况见下表⁵。

表4 租赁合同剩余期限分布情况
(单位：年、平方米、万元)

| 合同期限 | 租赁面积 | 租金收入 | 租金收入占比 |
|-------|----------------|---------|---------|
| (0,1] | 9078.19 | 688.42 | 16.43% |
| (1,2] | 38893.50 | 1719.10 | 41.03% |
| (2,3] | 13474.59 | 1181.73 | 28.21% |
| (3,4] | 2779.84 | 106.78 | 2.55% |
| (4,5] | 4295.91 | 376.76 | 8.99% |
| (5,6] | 2570.94 | 112.33 | 2.68% |
| (6,7] | 0 ⁶ | 4.50 | 0.11% |
| 合计 | 71092.97 | 4189.62 | 100.00% |

资料来源：光大嘉宝提供，联合资信整理

总体看，租金合同期限不能覆盖信托计划存续期，存在因承租人提前退租或者停止续租，导致空置率上升或者租金价格下降的情况，从而给租金收入的实现带来一定的负面影响。

根据光大嘉宝反馈，2022年4—6月上海市因疫情原因封控，租金收缴较低，截至本报告出

具日，租金补缴工作正在如期进行。但考虑到上海市封控时间较长，对商户经营产生较大的负面影响，若未来租金减免政策落地，减免金额将在剩余应收租金中予以扣除，这将使物业资产未来租金收入下降，联合资信将保持关注。

4. 现金流表现

整体来看，物业资产现金流归集金额符合目标值，但受疫情影响，2022年1月5日—7月8日的租金收缴率大幅下降，实收租金较归集值差异很大，差额部分由光大嘉宝自行补足；同时受疫情影响以及财务人员操作问题的原因，部分月份存在向监管账户归集滞后的情况。

2021年1月4日—2022年1月4日，物业资产租金收入3991.31万元，较去年同期下降0.67%，归集净收入3319.18万元，达到了对应的EBITDA目标值，将首评预测值按照归集期间进行按天平均拆分调整后，物业资产在2021年1月4日—2021年7月7日和2021年7月8日—2022年1月4日归集的净收入较预测值分别下降5.23%和上升0.93%，与目标值差异不大。但由于2022年3月以来，上海市爆发新冠肺炎疫情并且实施了较为严格和较长时间的管控，租金收缴率大幅下降，根据《光大嘉宝2018年度第一期资产支持票据信托资产运营报告第八期》，2022年1月5日—2022年7月8日，应收租金为2015.06万元，实收租金为547.57万元，较物业资产租金收入预测值下降76.87%，光大嘉宝作为借款人自行补足差额资金，按照目标值足额向监管账户进行了归集。

表5 物业资产实际收到现金流与预测值情况对比 (单位：万元)

| 时间 | 租金收入 | | | 净收入 | | | |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| | 实现值 | 预测值 | 差异 | 归集值 | 目标值 | 预测值 | 差异 |
| 2021年1月4日—2021年7月7日 | 1923.10 | 2208.42 | -12.92% | 1628.42 | 1628.42 | 1718.27 | -5.23% |
| 2021年7月8日—2022年1月4日 | 2068.21 | 2153.00 | -3.94% | 1690.76 | 1690.76 | 1675.12 | 0.93% |
| 2022年1月5日—2022年7月8日 | 547.57 | 2367.60 | -76.87% | 1690.76 | 1690.76 | 1840.87 | -8.15% |
| 合计 | 4538.88 | 6729.02 | -32.55% | 5009.94 | 5009.94 | 5234.26 | -4.29% |

注：1.表中实现值为《资产服务机构报告》中披露的实收租金；2.净收入差异为归集值与预测值之间的偏离
资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

⁵ 2022年6月—2022年7月已到期且即将到期的合同已全部完成续约，统计时按照新签租赁合同到期日进行统计。

⁶ 该部分主要是由中国电信股份有限公司和中国铁塔股份有限公司租用的建筑物屋顶用于安装电信设备，因此不算租赁建筑面积，但需缴纳租赁使用费。

根据交易文件约定,光大嘉宝应按季度于物业资产运营净收入归集日⁷将归集账户的物业资产运营净收入转付至监管账户,直至监管账户内的金额不低于当期 EBITDA 目标值(即必备金额,必备金额=借款人于某一还款日应偿还的贷款本金+该还款日贷款本金余额×贷款利率×T/365,其中 T 为在该还款期间的实际天数)。根据监管账户流水显示,2021 年 4 月—2022 年 7 月,受疫情影响以及财务人员操作问题的原因,物业资产运营净收入存在部分月份滞后归集的情况,具体为 2021 年 10 月及 2022 年 4 月未向

监管账户归集,该归集期间的物业资产运营净收入分别于下一个归集日即 2022 年 1 月 4 日和 2022 年 6 月 29 日进行归集。根据单一资金信托账户和财产权信托账户流水,本交易依据约定每半年按还款计划将资金划付至单一资金信托账户,再同频率划付至信托账户进行单一资金信托分配。

根据交易文件约定,光大嘉宝作为优先收购权人应于每个兑付日前第 6 个工作日向财产权信托账户划付当期权利维持费。根据财产权信托账户流水,光大嘉宝按时足额支付了权利维持费。

表 6 物业资产现金流流转情况(单位:万元)

| 运营净收入归集日 | 归集金额 | 还款日 | 还款金额 | 单一资金信托分配日 | 分配金额 | 权利维持费支付日 | 支付金额 |
|-----------|---------|----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
| 2021/4/26 | 814.21 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 2021/7/5 | 814.21 | 2021/7/6 | 1628.42 | 2021/7/7 | 1552.52 | 2021/7/9 | 692.11 |
| 2022/1/4 | 960.00 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 2022/1/4 | 730.76 | 2022/1/6 | 1690.76 | 2022/1/7 | 1613.74 | 2022/1/10 | 630.91 |
| 2022/6/29 | 1690.76 | 2022/7/6 | 1690.76 | 2022/7/7 | 1614.22 | 2022/7/11 | 592.16 |
| 合计 | 5009.94 | -- | 5009.94 | -- | 4780.48 | -- | 1915.18 |

资料来源:受托人提供,联合资信整理

四、定量分析

联合资信通过使用偿债覆盖倍数(DSCR)和优先级票据相对抵押物评估价值的比率(LTV)两个指标来量化评估抵押予本交易的基于物业资产形成的现金流对“18光大嘉宝 ABN001 优先 A”及“18光大嘉宝 ABN001 优先 B”的保障程度。

测试结果表明,除最后一期外,物业资产预测运营净收入对“18光大嘉宝 ABN001 优先 A”期间本息支出的保障程度较好,但无法足额覆盖“18光大嘉宝 ABN001 优先 B”期间利息支出。抵押物价值对“18光大嘉宝 ABN001 优先 A”的保障程度仍较好,对“18光大嘉宝 ABN001 优先 B”的保障程度尚可。考虑到光大嘉宝系信托贷款借款人以及以权利维持费的方式为优先

级票据提供的增信措施,对优先级票据本息的兑付起到重要的信用支持作用。

1. 偿债覆盖倍数

(1) 一般情景下 DSCR 测算

联合资信通过使用偿债覆盖倍数(偿债覆盖倍数=当期净现金流/当期的中介机构费用、利息和本金的偿付额,即 DSCR)和按揭比率(按揭比率=贷款金额/标的物业评估价值,即 LTV)两个指标来定量评估本交易的信用风险。跟踪期内,物业资产现金流归集金额与预测值基本相符,一般情境下仍采用原预测值计算覆盖比率,优先级票据利率采用调整后利率。

⁷ 具体为:未发生贷款提前到期事件的情形下,为每个自然季度首月 20 日前

第 11 个工作日,或每个自然季度首月第 1 个工作日(以两者孰晚为准)。

表7 一般情景下各档优先级票据 DSCR 水平 (单位: 万元、倍)

| 兑付日 | 物业资产预测运营净收入 | “18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 5.85%、 “18 光大嘉宝 ABN001 优先 B” 7.20% | | | | | |
|--------|-------------|--|--------------|--------|-------------|-------------------------------|--------------|
| | | “18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 本息 DSCR | 优先级票据本息 DSCR | 兑付日 | 物业资产预测运营净收入 | “18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 本息 DSCR | 优先级票据本息 DSCR |
| 第 8 个 | 1690.76 | 1.33 | 0.73 | 第 23 个 | 2335.51 | 1.43 | 0.87 |
| 第 9 个 | 1820.97 | 1.32 | 0.75 | 第 24 个 | 2398.61 | 1.48 | 0.90 |
| 第 10 个 | 1876.60 | 1.37 | 0.77 | 第 25 个 | 2398.61 | 1.43 | 0.88 |
| 第 11 个 | 1876.60 | 1.33 | 0.76 | 第 26 个 | 2411.20 | 1.45 | 0.90 |
| 第 12 个 | 1923.16 | 1.38 | 0.79 | 第 27 个 | 2411.20 | 1.44 | 0.89 |
| 第 13 个 | 1923.16 | 1.35 | 0.78 | 第 28 个 | 2594.37 | 1.58 | 0.97 |
| 第 14 个 | 2020.17 | 1.43 | 0.82 | 第 29 个 | 2594.37 | 1.48 | 0.93 |
| 第 15 个 | 2020.17 | 1.37 | 0.80 | 第 30 个 | 2635.40 | 1.52 | 0.95 |
| 第 16 个 | 2109.45 | 1.45 | 0.84 | 第 31 个 | 2635.40 | 1.49 | 0.94 |
| 第 17 个 | 2109.45 | 1.38 | 0.82 | 第 32 个 | 2764.61 | 1.59 | 1.00 |
| 第 18 个 | 2159.00 | 1.42 | 0.84 | 第 33 个 | 2764.61 | 1.50 | 0.96 |
| 第 19 个 | 2159.00 | 1.39 | 0.83 | 第 34 个 | 2859.20 | 1.58 | 1.01 |
| 第 20 个 | 2256.57 | 1.47 | 0.88 | 第 35 个 | 2859.20 | 1.52 | 0.98 |
| 第 21 个 | 2256.57 | 1.42 | 0.86 | 第 36 个 | 2941.67 | 0.14 | 0.06 |
| 第 22 个 | 2335.51 | 1.48 | 0.89 | -- | -- | -- | -- |

注: 1.每个兑付日物业资产预测净现金流=当年物业资产运营净收入预测值/2, 下同; 2.第 8 个兑付日的物业资产预测净现金流使用的是实际归集金额, 优先级票据本息兑付金额以及税费使用的是拟兑付和拟支付的实际金额
资料来源: 联合资信整理

测试结果表明,在一般情景下,除最后一期,“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”本息各期 DSCR 均在 1.32 倍及以上,表明除最后一期外,物业资产预测运营净收入对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”期间本息支出的保障程度较好;优先级票据本息 DSCR 在大部分兑付日低于 1.00 倍,因此,“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”期间利息的支付以及本金的兑付主要依赖于优先收购权人光大嘉宝支付的权利维持费和抵押物的变现

价值。考虑到光大嘉宝的资信水平很高,对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”的利息支出和本金兑付保障程度很强。

(2) 压力情景下的 DSCR 测算

考虑到物业资产归集值与预测值的差异不超过 10%,联合资信维持原压力测试条件,测算了当未来预测净现金流下降 10%时对优先级票据本息的 DSCR 水平。

表8 压力情景下优先级票据本息 DSCR 水平 (单位: 万元、倍)

| 兑付日 | 调整后物业资产预测运营净收入 | “18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 5.85%、 “18 光大嘉宝 ABN001 优先 B” 7.20% | | | | | |
|--------|----------------|--|--------------|--------|----------------|-------------------------------|--------------|
| | | “18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 本息 DSCR | 优先级票据本息 DSCR | 兑付日 | 调整后物业资产预测运营净收入 | “18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 本息 DSCR | 优先级票据本息 DSCR |
| 第 8 个 | 1690.76 | 1.33 | 0.73 | 第 23 个 | 2101.96 | 1.28 | 0.78 |
| 第 9 个 | 1638.87 | 1.18 | 0.67 | 第 24 个 | 2158.75 | 1.33 | 0.81 |
| 第 10 个 | 1688.94 | 1.22 | 0.69 | 第 25 个 | 2158.75 | 1.28 | 0.79 |
| 第 11 个 | 1688.94 | 1.19 | 0.68 | 第 26 个 | 2170.08 | 1.30 | 0.80 |
| 第 12 个 | 1730.84 | 1.23 | 0.70 | 第 27 个 | 2170.08 | 1.29 | 0.80 |
| 第 13 个 | 1730.84 | 1.21 | 0.70 | 第 28 个 | 2334.93 | 1.41 | 0.87 |
| 第 14 个 | 1818.15 | 1.28 | 0.74 | 第 29 个 | 2334.93 | 1.32 | 0.83 |
| 第 15 个 | 1818.15 | 1.23 | 0.72 | 第 30 个 | 2371.86 | 1.36 | 0.86 |
| 第 16 个 | 1898.51 | 1.29 | 0.75 | 第 31 个 | 2371.86 | 1.33 | 0.84 |
| 第 17 个 | 1898.51 | 1.23 | 0.73 | 第 32 个 | 2488.15 | 1.42 | 0.89 |

| | | | | | | | |
|--------|---------|------|------|--------|---------|------|------|
| 第 18 个 | 1943.10 | 1.27 | 0.76 | 第 33 个 | 2488.15 | 1.34 | 0.86 |
| 第 19 个 | 1943.10 | 1.25 | 0.75 | 第 34 个 | 2573.28 | 1.42 | 0.90 |
| 第 20 个 | 2030.91 | 1.32 | 0.78 | 第 35 个 | 2573.28 | 1.37 | 0.88 |
| 第 21 个 | 2030.91 | 1.27 | 0.77 | 第 36 个 | 2647.51 | 0.12 | 0.05 |
| 第 22 个 | 2101.96 | 1.33 | 0.80 | -- | -- | -- | -- |

注：第 8 个兑付日由于已经实际归集完毕，仍采用归集的实际值，未加压
资料来源：联合资信整理

测试结果表明，在未来物业资产预测运营净收入下降 10% 情景下，除最后一期，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 本息各期 DSCR 均在 1.18 倍及以上，测试结果表明在压力情景下，除最后一期外，调整后物业资产预测运营净收入对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 期间本息支出的保障程度尚可。

2. 抵押物价值评估分析

(1) 抵押物评估价值

截至本次跟踪评级报告日，仲量联行(北京)土地房地产评估顾问有限公司未出具抵押物评估价值跟踪报告，联合资信仍以首评抵押物价值 125104.00 万元为准，“18 光大嘉宝 ABN001 优

先 A” 剩余本金（36950.00 万元）对抵押物评估价值的比率为 29.54%，优先级票据剩余本金（64550.00 万元）相对抵押物评估价值的比率为 51.60%，抵押率较上次跟踪变化不大，抵押担保措施对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 本金偿付的保障程度仍较好，对优先级票据的保障程度仍属尚可。

(2) 抵押物价值压力测试

考虑到物业处置时，需缴纳增值税及相关附加税费、土地增值税及中介费用或拍卖费用⁸，在不同下跌比例情形下，抵押物处置现金流对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 和“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B” 剩余本金覆盖水平如下表所示。

表 9 抵押物处置现金流对优先级票据剩余本金覆盖倍数（单位：倍）

| 下跌比例 | 10.00% | 20.00% | 30.00% | 41.00% | 66.00% |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 剩余本金覆盖倍数 | 2.68 | 2.39 | 2.09 | 1.76 | 1.01 |
| 对优先级票据剩余本金覆盖倍数 | 1.54 | 1.37 | 1.19 | 1.01 | 0.58 |

资料来源：联合资信整理

联合资信经过测算，即使未来物业资产处置价格的价值下跌 66.00%，扣除土地增值税等相关税费后的处置现金流仍可覆盖“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 剩余本金规模；即使未来物业

资产处置价格的价值下跌 41.00%，扣除土地增值税等相关税费后的处置现金流仍可覆盖优先级票据“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 和“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B” 剩余本金规模。

五、借款人/优先收购权人/流动性支持机构主体信用分析（具体分析详见附件 1-1）

本交易的借款人/优先收购权人/流动性支持机构为光大嘉宝。联合资信确定维持光大嘉宝主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。跟踪期内，光大嘉宝作为借款人以及提供的权利维

持费等增信措施对优先级票据仍具有重要的信用支持作用。

跟踪期内，光大嘉宝仍主要从事不动产资产管理和房地产开发业务。截至 2022 年 3 月底，

⁸ 请报告使用者注意，因标的物业大部分自建于 2000 年以前，建成时间距评估基准日较久远，根据《财政部国家税务总局关于土地增值税若干问题的通知》：“对于转让旧房及建筑物，既没有评估价格，又不能提供购房发票的，地方税务机关可以根据《中华人民共和国税收征收管理法》第 35 条的规定，实

行核定征收。核定征收率原则上不低于 5%”。故在抵押物压力测试中涉及到土地增值税的计算采用 5% 的征收率，按照核定征收的办法计算。其他涉及的税费主要有增值税 5%（按简易征收），城市建设税 5%，教育附加费 3%，地方教育附加 2%，印花税 0.05%，拍卖费用 1%。

光大嘉宝注册资本 149968.54 万元，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）共持有光大嘉宝 29.16% 的股份，光大嘉宝实际控制人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”）。

截至 2022 年 3 月底，光大嘉宝前十大股东未将持有的光大嘉宝股权进行质押。光大嘉宝股权结构较上年无变化。

跟踪期内，光大嘉宝经营范围较上年无变化。

截至 2022 年 3 月底，光大嘉宝组织结构无变化。截至 2021 年底，纳入合并范围的子公司共 53 家，光大嘉宝共有员工 925 人。

截至 2021 年底，光大嘉宝合并资产总额 353.76 亿元，所有者权益 95.10 亿元（含少数股东权益 24.07 亿元）；2021 年，光大嘉宝实现营业总收入 40.95 亿元，利润总额 4.66 亿元。

截至 2022 年 3 月底，光大嘉宝合并资产总额 354.04 亿元，所有者权益 93.95 亿元（含少数股东权益 22.55 亿元）；2022 年 1—3 月，光大嘉宝实现营业总收入 6.75 亿元，利润总额 0.53 亿元。

光大嘉宝注册地址：上海市嘉定区清河路 55 号 6—7F；法定代表人：张明翱。

跟踪期内，光大嘉宝作为光大集团旗下唯一的不动产资产管理平台，在不动产资管细分领域仍具备很强的竞争优势，并可获得股东一定支持。2021 年，光大嘉宝综合毛利率保持较高水平，不动产资管业务在管项目区域布局较好，债务结构较为合理，经营性现金流大规模净流入，短期偿债指标提升明显。同时，联合资信也关注到光大嘉宝房地产业务未来的持续性存在较大的不确定性、并表不动产资管项目或将加大光大嘉宝投资风险以及项目退出造成财务指标波动、2021 年光大嘉宝不动产资管业务收入下降、房地产市场下行或对光大嘉宝融资造成不利影响以及商誉存在减值风险等因素对光大嘉宝信用

水平带来的不利影响。

光大嘉宝作为光大集团下属唯一的不动产资产管理平台，未来有望继续获得股东一定支持。随着光大嘉宝不动产资管业务发展，光大嘉宝盈利能力有望持续提升，经营状况有望保持良好。

优势

1. 股东实力雄厚。光大嘉宝作为光大集团下属唯一的不动产资管平台，股东实力雄厚，未来仍有望继续获得股东支持。

2. 不动产资管业务项目布局较好。2021 年，光大嘉宝不动产资管业务保持较大的在管项目规模，项目区域布局较好，具有良好的发展前景。

3. 综合毛利率较高，经营现金流表现好，短期偿债指标提升明显，债务结构合理；在建项目资本支出压力不大。2021 年，光大嘉宝综合毛利率 48.38%，处于较高水平；经营性现金流大规模净流入，受短期债务规模下降影响，短期偿债指标明显改善，光大嘉宝债务以长期债务为主，债务结构合理；房地产项目尚需投资 7.43 亿元，并表不动产投资项目均已竣工，光大嘉宝后续资本支出压力不大。

关注

1. 房地产业务持续性存在较大不确定性，若房地产开发业务退出，将对光大嘉宝财务数据造成较大影响。2021 年以来，光大嘉宝房地产业务未获取新项目，土地储备规模小，地产业务的持续性存在较大不确定性；若房地产开发业务退出，将对光大嘉宝财务数据造成较大影响。

2. 光大嘉宝对并表的不动产资管项目持股比例较高，加大了光大嘉宝投资风险，项目退出会造成光大嘉宝财务指标波动。光大嘉宝纳入合并范围的不动产资管项目持股比例较高，加大了光大嘉宝投资风险。待项目运作成熟后，并表投资项目退出将造成光大嘉宝财务指标波动。

3. 2021 年疫情管控对在管商业物业收入产生负面影响，光大嘉宝不动产资管业务收入下降；商誉存在减值风险。2021 年，疫情对光大嘉

宝在管商业物业收入产生负面影响，光大嘉宝不动产资管业务收入同比下降 10.41%，需关注后续收入状况；截至 2021 年底，光大嘉宝商誉规

模较大，若光大安石（北京）房地产投资顾问有限公司未来业绩不达预期，商誉存在减值风险。

六、参与机构履约情况

1. 受托人/受托机构

跟踪期内，苏州信托履约及尽职能力稳定，未发生受托人变更。

本交易受托人为苏州信托，截至 2021 年底，苏州信托注册资本和实收资本均为 12.00 亿元；苏州国际发展集团有限公司持有苏州信托注册资本的 70.01%，仍为其第一大股东，实际控制人为苏州市财政局。

截至 2021 年底，苏州信托总资产为 67.24 亿元，较上年底增长 9.58%；总负债为 5.78 亿元，较上年底增长 2.80%；净资产为 61.46 亿元。2021 年，苏州信托实现营业总收入 10.30 亿元，同比下降 2.38%，利润总额 7.89 亿元，同比增长 15.59%。2021 年底，苏州信托净资产/各项风险资本之和为 423.82%，净资产/净资产为 86.45%，均处于符合监管要求的较好水平。

2. 监管银行/资金保管机构

跟踪期内，监管银行/资金保管机构履约和尽职能力稳定，未触发相关机构解任事件。

本交易监管银行/资金保管机构为招商银行股份有限公司天津分行。截至 2021 年底，招商

银行股份有限公司（以下简称“招商银行”）注册资本和实缴资本均为 252.20 亿元，香港中央结算（代理人）有限公司持有招商银行 18.05% 的股份，为招商银行第一大股东。

截至 2021 年底，招商银行资产总额 92490.21 亿元，较上年底增长 10.62%；贷款和垫款总额 55700.34 亿元，较上年底增长 10.76%；负债总额 83833.40 亿元，较上年底增长 9.86%；客户存款总额 63470.78 亿元，较上年底增长 12.77%；不良贷款率 0.91%，较上年底下降 0.16 个百分点；拨备覆盖率 483.87%，较上年底上升 46.19 个百分点；贷款拨备率 4.42%，较上年底下降 0.25 个百分点。2021 年，招商银行实现营业收入 3312.53 亿元，同比增长 14.04%；实现归属于股东的净利润 1199.22 亿元，同比增长 23.20%。

截至 2021 年底，招商银行托管资产余额 19.46 万亿元，较上年底增长 21.25%，余额保持为国内托管行业第二，增量居国内托管行业第一（银行业协会统计数据）；实现托管业务佣金收入 53.96 亿元，同比增长 28.02%。

七、结论

联合资信对“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”所涉及的发起机构、借款人/流动性支持机构信用水平、基础资产信用表现、票据兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构履职状况进行了持续的关注，根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、尽职能力等因素考虑后，联合资信确定维持“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”项下“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”信用等级

为 AAA_{sf}，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”信用等级为 AA⁺_{sf}，上述评级结果反映了“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力极强，违约概率极低，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力很强，违约概率很低。

附件 1-1 借款人/优先收购权人/流动性支持机构光大嘉宝主体信用分析

一、企业基本情况

光大嘉宝股份有限公司(以下简称“公司”)前身是上海嘉宝照明电器公司,1992年4月,公司改制并更名为上海嘉宝实业股份有限公司。1992年5月,公司在中国境内公开发行股票(股票代码:600622.SH,股票简称:嘉宝实业),并在上海证券交易所上市。

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。2017年10月,公司变更为现名;2017年11月,股票简称变更为“光大嘉宝”。经过多次资本公积转增股本,截至2022年3月底,公司注册资本149968.54万元,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)共持有公司29.16%的股份,公司实际控制人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”)。

截至2022年3月底,公司前十大股东未将持有的公司股权进行质押。公司股权结构较上年无变化。

跟踪期内,公司经营范围较上年无变化。

截至2022年3月底,公司组织结构无变化。截至2021年底,纳入合并范围的子公司共53家,公司共有员工925人。

截至2021年底,公司合并资产总额353.76亿元,所有者权益95.10亿元(含少数股东权益24.07亿元);2021年,公司实现营业总收入40.95亿元,利润总额4.66亿元。

截至2022年3月底,公司合并资产总额354.04亿元,所有者权益93.95亿元(含少数股东权益22.55亿元);2022年1-3月,公司实现营业总收入6.75亿元,利润总额0.53亿元。

公司注册地址:上海市嘉定区清河路55号6-7F;法定代表人:张明翱。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022年一季度,中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧,有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓,俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动,国内多地疫情大规模复发,市场主体困难明显增加,经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下,“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点,政策发力适当靠前,政策合力不断增强,政策效应逐渐显现。

经初步核算,2022年一季度,中国国内生产总值27.02万亿元,按不变价计算,同比增长4.80%,较上季度两年平均增速(5.19%)有所回落;环比增长1.30%,高于上年同期(0.50%)但不及疫情前2019年水平(1.70%)。

三大产业中,第三产业受疫情影响较大。2022年一季度,第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%,工农业生产总体稳定,但3月受多地疫情大规模复发影响,部分企业出现减产停产,对一季度工业生产造成一定的拖累;第三产业增加值同比增速为4.00%,不及上年同期两年平均增速(4.57%)及疫情前2019年水平(7.20%),接触型服务领域受到较大冲击。

表1 2021年一季度至2022年一季度中国主要经济数据

| 项目 | 2021年一季度 | 2021年二季度 | 2021年三季度 | 2021年四季度 | 2022年一季度 |
|----------------|-------------|-------------|-------------|------------|----------|
| GDP 总额(万亿元) | 24.80 | 28.15 | 28.99 | 32.42 | 27.02 |
| GDP 增速(%) | 18.30(4.95) | 7.90(5.47) | 4.90(4.85) | 4.00(5.19) | 4.80 |
| 规模以上工业增加值增速(%) | 24.50(6.79) | 15.90(6.95) | 11.80(6.37) | 9.60(6.15) | 6.50 |

| | | | | | |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------|
| 固定资产投资增速 (%) | 25.60(2.90) | 12.60(4.40) | 7.30(3.80) | 4.90(3.90) | 9.30 |
| 房地产投资 (%) | 25.60(7.60) | 15.00(8.20) | 8.80(7.20) | 4.40(5.69) | 0.70 |
| 基建投资 (%) | 29.70(2.30) | 7.80(2.40) | 1.50(0.40) | 0.40(0.65) | 8.50 |
| 制造业投资 (%) | 29.80(-2.0) | 19.20(2.00) | 14.80(3.30) | 13.50(4.80) | 15.60 |
| 社会消费品零售 (%) | 33.90(4.14) | 23.00(4.39) | 16.40(3.93) | 12.50(3.98) | 3.27 |
| 出口增速 (%) | 48.78 | 38.51 | 32.88 | 29.87 | 15.80 |
| 进口增速 (%) | 29.40 | 36.79 | 32.52 | 30.04 | 9.60 |
| CPI 涨幅 (%) | 0.00 | 0.50 | 0.60 | 0.90 | 1.10 |
| PPI 涨幅 (%) | 2.10 | 5.10 | 6.70 | 8.10 | 8.70 |
| 社融存量增速 (%) | 12.30 | 11.00 | 10.00 | 10.30 | 10.60 |
| 一般公共预算收入增速 (%) | 24.20 | 21.80 | 16.30 | 10.70 | 8.60 |
| 一般公共预算支出增速 (%) | 6.20 | 4.50 | 2.30 | 0.30 | 8.30 |
| 城镇调查失业率 (%) | 5.30 | 5.00 | 4.90 | 5.10 | 5.80 |
| 全国居民人均可支配收入增速 (%) | 13.70(4.53) | 12.00(5.14) | 9.70(5.05) | 8.10(5.06) | 5.10 |

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率

分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

三、行业分析

1. 私募基金行业

2021 年，私募基金规模和数量均有所增长，整体发展状况良好。

截至 2021 年底，中国证券投资基金业协会已登记私募基金管理人 24577 家，较上年末小幅增

长 0.07%；存续私募基金 124391 只，同比增长 28.43%，涨幅有所扩大；私募基金管理规模 19.78 万亿元，同比增长 23.81%。截至 2021 年 12 月 30 日，私募证券投资基金、私募股权和创投基金规模分别达 6.13 万亿元和 12.79 万亿元，较 2016 年底分别增长 1.40 倍和 2.10 倍。截至 2021 年 12 月 30 日，存续创业投资基金 14512 只，规模达 2.27 万亿元，较上年底增长 41.79%。2021 年新备案创业投资基金 4517 只，同比增长 72.14%；备案规模 2230.95 亿元，同比增长 31.84%。综上，私募基金行业发行数量和发行规模呈上升趋势，行业扩容速度较快，为不动产基金的发展提供较好的环境。

2. 房地产行业

(1) 房地产行业概况

2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但 2021 年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产开投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，进入

7月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021年全年新开工面积19.89亿平方米，同比下降11.4%。从施工面积看，2021年全国房屋施工面积达97.54亿平方米，同比增长5.2%，增速较2020年有所回升。由于2017—2018年新开工房屋逐步进入竣工期，2021年全国房屋竣工面积10.14亿平方米，同比增长11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021年上半年商品房销售面积同比增长27.70%，较2019年上半年增长16.70%。但2021年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021年7—12月，全国商品房单月销售面积同比增速连续6个月为负；但得益于上半年销售增长，2021年全年全国商品房销售面积17.94亿平方米，同比增长1.90%，增速较2020年下降0.7个百分点；住宅销售面积15.65亿平方米，同比增长1.1%。

（2）土地市场与信贷环境

2021年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。

土地市场方面，2021年土地购置面积2.16亿平方米，同比下降15.50%。受集中供地以及

地产行业下行等多重因素影响，2021年土拍市场出现了新景象；2021年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近50%的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021年7—12月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此2021年下半年房地产开发到位资金同比下降10.51%。2021年全年房地产开发到位资金合计20.11万亿元，同比增长4.2%，增速较2020年下滑3.4个百分点。

表2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

| 主要开发资金来源 | 2019年 | | 2020年 | | 2021年 | |
|-----------|------------------|---------------|------------------|---------------|------------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 国内贷款 | 25228.77 | 14.13 | 26675.94 | 13.81 | 23296.00 | 11.58 |
| 利用外资 | 175.72 | 0.10 | 192.00 | 0.10 | 107.00 | 0.05 |
| 自筹资金 | 58157.84 | 32.56 | 63376.65 | 32.82 | 65428.00 | 32.53 |
| 其他资金 | 95046.26 | 53.21 | 102870.31 | 53.27 | 112301.00 | 55.83 |
| 其中：定金及预收款 | 61358.88 | 34.35 | 66546.83 | 34.46 | 73946.00 | 36.76 |
| 个人按揭 | 27281.03 | 15.27 | 29975.81 | 15.52 | 32388.00 | 16.10 |
| 合计 | 178608.59 | 100.00 | 193114.90 | 100.00 | 201132.00 | 100.00 |

资料来源：Wind，联合资信整理

(3) 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021年初严查经营贷，2021年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但2022年3月的国务院金融委会议表明房地产政策出现转向。

2021年初，房地产市场延续上年底热度，针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策

坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。2021年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表4。

表3 2021年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

| 时间 | 政策来源 | 主要内容 |
|-----------|------------|--|
| 2021年2月 | 自然资源部 | 重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；二是集中组织出让活动 |
| 2021年3月 | 政府工作报告 | 强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难 |
| 2021年7月 | 国务院办公厅 | 发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题 |
| 2021年9月 | 房地产金融工作座谈会 | 主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益 |
| 2021年12月 | 中央经济工作会议 | 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展 |
| 2022年2-3月 | -- | 地方政府陆续放松房地产调控政策，2022年3月郑州发布房地产新政19条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置 |
| 2022年3月 | 全国两会 | 继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展 |
| 2022年3月 | 国务院金融委等 | 关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险 |

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证交付预

售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表4 2020年以来房地产融资相关政策汇总

| 时间 | 政策来源 | 主要内容 |
|---------|-------------|--|
| 2021年3月 | 银保监会、住建部和央行 | 全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大 |
| 2021年6月 | 银保监会 | 银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展 |

| | | |
|----------|-------------|--|
| 2021年7月 | 央行 | “三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制 |
| 2021年9月 | 央行 | 央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益 |
| 2021年10月 | 发改委、外管局 | 继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序 |
| 2021年12月 | 央行、银保监会 | 鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务 |
| 2022年1月 | 住建部、央行和银保监会 | 地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定 |

资料来源：联合资信整理

四、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。公司实际控制人为光大集团，最终控制人为中央汇金。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，光大安石在管项目规模较大，项目分布城市较好。

跟踪期内，公司不动产资管业务的主要运营主体光大安石（北京）房地产投资顾问有限公司（以下简称“光大安石”）管理及在建的大融城、大融汇体系项目共22个，建筑面积逾250万平方米，主要分布在上海、北京、重庆、西安、青岛、顺德和江门等一二线城市。截至2021年底，光大安石在管项目37个，在管资产规模465.00亿元。光大安石于2021年内连续第八年蝉联由清华大学房地产研究所和中国指数研究院等单位联合颁布的“中国房地产基金综合能力TOP10”榜首，并连续第六年荣获“金砖价值榜·中国最具实力房地产基金TOP10”奖项。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好

根据公司提供的中国人民银行企业征信报告（统一社会信用代码：913100001336360028），截至2022年5月19日，公司本部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，均正常还款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工

具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2022年6月23日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

五、管理分析

跟踪期内，公司修改了部分管理制度，但主要管理制度仍连续；更换了部分独立董事和监事。

2022年，公司修改了《光大嘉宝董事会审计和风险管理委员会实施细则》和《光大嘉宝募集资金管理规定》等制度。

2021年3月19日，杨莉萍女士辞去公司监事职务，同时选举陈蕴珠女士为公司监事会主席。

2022年2月25日，汪六七先生辞去公司独立董事、曾瑞昌先生辞去公司监事，连重权先生新任公司独立董事、薛贵先生新任公司监事。

六、经营分析

1. 经营概况

2021年，受纳入合并报表范围的不动产投资业务房地产基金项目结转收入增加的影响，公司营业收入有所上升；公司综合毛利率略有上升。2022年1—3月，公司收入和利润总额同比有所增长。

跟踪期内，公司仍主要从事不动产资产管理和房地产开发业务。

2021年，公司营业总收入同比增长3.99%；利润总额为4.66亿元，同比下降28.21%，主要系财务费用、管理费用等期间费用和税金及附加上升所致。

2021年,公司主营业务收入占比为98.73%,主业依然突出。2021年,公司房地产业务收入同比上升6.98%,主要系物业租赁业务收入上升所致;公司不动产资产管理业务营业收入(含对并表基金收取的管理费)同比下降10.41%,主要系超额管理费收入下降所致。公司其他业务收入

规模较小,对公司影响不大。

从毛利率来看,2021年,公司房地产开发业务毛利率同比上升0.65个百分点;不动产资管业务毛利率有所下降,公司其他业务收入占比低,毛利率变动对公司的影响有限。综上,公司主营业务毛利率同比上升0.06个百分点。

表5 2019-2021年及2022年1-3月公司主营业务收入及毛利率情况

| 项目 | 2019年 | | | 2020年 | | | 2021年 | | | 2022年1-3月 | | |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|
| | 收入(亿元) | 占比(%) | 毛利率(%) | 收入(亿元) | 占比(%) | 毛利率(%) | 收入(亿元) | 占比(%) | 毛利率(%) | 收入(亿元) | 占比(%) | 毛利率(%) |
| 房地产业务 | 38.18 | 80.17 | 32.96 | 31.86 | 81.65 | 42.50 | 34.08 | 83.24 | 43.15 | 5.21 | 77.19 | 43.34 |
| 不动产资管 | 8.99 | 18.87 | 91.28 | 6.53 | 16.73 | 80.20 | 5.85 | 14.27 | 77.40 | 1.25 | 18.56 | 71.78 |
| 其他 | 0.46 | 0.97 | 15.42 | 0.63 | 1.62 | 12.87 | 1.02 | 2.49 | 57.08 | 0.29 | 4.24 | 74.14 |
| 合计 | 47.62 | 100.00 | 43.79 | 39.02 | 100.00 | 48.32 | 40.95 | 100.00 | 48.38 | 6.75 | 100.00 | 49.93 |

注:尾差系数数据四舍五入所致
资料来源:公司提供

2022年1-3月,公司营业收入同比上升22.91%,主要系房地产开发业务结转规模增加所致;利润总额0.53亿元,同比增长13.25倍。

年底,公司在管项目以综合体(占36.82%)、商业(占36.23%)、工业地产(占7.45%)和写字楼(占3.79%)为主。

2. 不动产资管业务

2021年,光大安石不动产资管平台仍具有较强的竞争力;公司不动产资管业务投资项目城市布局较好,但收入有所下降;公司无新增投资项目;公司并表不动产资管项目持股比例较高,增加公司营收,但其变动将导致公司财务状况大幅变动。

表6 2019年以来光大安石业务情况
(单位:个、亿元)

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年1-3月 |
|----------|--------|--------|--------|-----------|
| 新增投资项目 | 13 | 3 | 0 | 0 |
| 新增管理规模合计 | 133.43 | 98.87 | 11.52 | 0 |
| 退出项目个数 | 5 | 7 | 4 | 0 |
| 减少管理规模合计 | 136.23 | 98.29 | 15.40 | 3.00 |
| 期末在管项目个数 | 45 | 41 | 37 | 37 |
| 期末在管规模合计 | 468.30 | 468.88 | 465.00 | 462.00 |

资料来源:公司提供

光大安石作为国内领先的不动产资管平台,仍具有较强的竞争力;公司不动产资管业务以光大安石为主要运营主体,重点投资于持有型物业,并以管理人的身份或以品牌输出的形式,向第三方机构提供管理服务。光大安石(北京)资产管理有限公司(以下简称“安石资管”)主要提供投资项目的投后管理。

2021年,受疫情影响,公司在管商业受到较大冲击,商业投资也受到影响,对公司的基金份额处置有一定冲击,公司对参与的基金新增实际投资金额、处置基金份额(含未实缴部分)同比分别下降88.48%和93.10%,降幅均较大。截至2021年底,公司对在管项目的投资余额为47.79亿元,较上年底变化不大;公司所投资的项目主要位于上海、重庆和北京等人口和经济基础较好的城市,公司在参与项目管理的同时也通过对项目的投资获得相应的投资收益,有助于加强公司的不动产资管业务的盈利能力,但同时也会带来相应的投资风险。

跟踪期内,公司不动产资管业务的盈利模式和风控管理等方面无重大变化。

2021年,公司不动产资管业务新增管理规模降幅较大,无新增投资项目,主要系公司出于谨慎投资策略,控制重资产投资规模所致;受在管项目未到退出节点影响,2021年退出项目投资金额同比下降84.33%;公司2021年末持有投资项目金额保持稳定;从业态来看,截至2021

表7 公司不动产资管业务参与的主要基金情况

| 投资项目 | 公司认缴比例 (%) | 认缴份额 | 2021 年新增投资金额 (万元) | 2021 年处置份额 | 截至 2021 年底累计投入金额 (万元) | 截至 2021 年底公司投资余额 (万元) |
|---------------------------|------------|---------------|-------------------|-------------|-----------------------|-----------------------|
| 重庆观音桥大融城项目 | 50.00 | 23500 | -- | -- | 105500 | 2267 |
| 上海明悦项目 | 37.35 | 33549 | 5000 | -- | 45488 | 32423 |
| 上海静安大融城项目 (原名为上海沪太路项目) | 50.00 | 45000 | -- | 3830 | 45000 | 17678 |
| 上海光大安石中心项目 | 42.00 | 42000 | -- | -- | 46600 | 46600 |
| 西安大融城项目 (原名为西安正尚项目) | 29.16 | 17500 | -- | 962 | 65076 | 1995 |
| 广东江门项目 | 20.33 | 15833 | -- | -- | 26400 | 10833 |
| 重庆朝天门项目 | 30.55 | 55000 | -- | -- | 23000 | 23000 |
| 北京上东今旅项目 | 29.28 | 41000 | -- | -- | 76000 | 46000 |
| 广东红树林麻涌项目 | 28.53 | 10000 | -- | 1089 | 6150 | 3321 |
| 重庆北碚项目 | 28.78 | 9300 | -- | -- | 6300 | 6300 |
| 光大安石虹桥中心项目 | 60.47 | 174880 | -- | -- | 123300 | 123300 |
| 上海杨浦电厂项目 | 49.99 | 24850 | -- | -- | 22000 | 22000 |
| 新光大中心项目 | 37.43 | 79931 | -- | -- | 75453 | 75453 |
| 新光大中心项目 | 5.72 | 53800 | -- | -- | 53800 | 53800 |
| 重庆远成项目 | 11.36 | 10000 | -- | -- | 1800 | 1800 |
| 中关村项目 | 2.28 | 8454 | -- | -- | 8454 | 8454 |
| 江桥项目 | 46.49 | 17200 | 1742 | -- | 2642 | 2642 |
| 合计 | / | 661797 | 6742 | 5881 | 732963 | 477866 |

注：1. 2021 年新增投资额为公司的实缴出资或实际受让金额，2021 年处置份额包括了实缴和未实缴份额的处置，2021 年公司收到的分配金额或转让收益为投资收益（不含本金）；2. 如遇协议在报告期内多次签署的情况，则认缴比例、认缴份额等相关数据以最近一次协议为准；3. 上述表格不包括短期过桥性质的基金份额投资；4. 上表基金为全口径
资料来源：公司年报

截至 2021 年底，公司纳入合并范围的不动产投资项目共 4 个，目前均已竣工，后续支出主要为待结算工程款和保修金等，尚需支出金额较小；并表不动产投资项目分布在上海和重庆，均为综合体项目，项目区位较好，项目总投资 160.54 亿元，并表项目体量大。公司将部分不动产资管项目纳入合并范围，项目运作成熟后转让退出。一方面，公司对部分不动产资管项目持股比例较高，纳入合并范围可以放大投资收益，但

同时也承担更大的投资风险；另一方面，随着项目转让退出后，公司的财务指标也将出现较大波动。

截至 2021 年底，因重庆朝天门大融汇项目为公寓类项目，去化率较低，但项目出租率高；光大安石虹桥中心项目（商业和办公楼）出租率（52.73%）较低，主要系开业时间较短所致（2021 年 12 月 31 日开业）。

表8 公司并表基金情况（单位：万平方米、亿元）

| 基金名称 | 投资项目 | 地区 | 项目业态 | 总建筑面积 | 项目总投资 | 截至 2021 年底可售面积 | 2021 年销售面积 | 截至 2021 年底可供出租面积 | 2021 年已出租面积 | 2021 年租金收入 |
|----------------|----------|----|------|--------------|---------------|----------------|-------------|------------------|--------------|-------------|
| 光控安石-上海一号私募基金 | 光大安石中心项目 | 上海 | 综合体 | 15.90 | 45.24 | 1.94 | 1.01 | 9.45 | 8.71 | 1.25 |
| 上海光野投资中心（有限合伙） | 光大安石虹桥中心 | 上海 | 综合体 | 17.00 | 55.00 | -- | -- | 8.44 | 4.45 | -- |
| 上海雷泰投资中心（有限合伙） | 重庆朝天门大融汇 | 重庆 | 综合体 | 26.56 | 50.00 | 4.82 | 1.04 | 11.77 | 11.41 | 1.78 |
| 上海嘉宝安石置业有限公司 | 嘉定大融城 | 上海 | 综合体 | 12.52 | 10.30 | -- | -- | 4.92 | 4.81 | 1.27 |
| 合计 | | | | 71.98 | 160.54 | 6.76 | 2.05 | 34.58 | 29.38 | 4.30 |

注：1. 2020 年公司认缴上海雷泰投资中心（有限合伙）37000 万份份额，合计认缴上海雷泰投资中心（有限合伙）55000 万份份额，占其总财产份额 30.55%，2020 年 7 月 31 日上海雷泰投资中心（有限合伙）纳入公司合并报表范围；2. 2020 年公司受让上海嘉宝安石置业有限公司 4.00% 股权，合计持有上海嘉宝安石置业有限公司 51.00% 股权，2020 年 12 月 31 日上海嘉宝安石置业有限公司纳入公司合并报表范围
资料来源：公司年报

3. 房地产开发业务

2021 年以来，公司无新增土地储备，未来房地产开发业务可持续性存在较大不确定性；在建项目尚需投入的资金规模尚可，资本支出压力较小；剩余可售面积规模小。

公司主要通过下属子公司上海嘉宝神马房地产有限公司（以下简称“嘉宝神马”）及其下属企业开展房地产开发业务，业务模式以自主开发销售为主。

土地储备方面，2021 年及 2022 年 1—3 月，公司均未获取新的土储项目。截至 2022 年 3 月底，公司未开发的土地储备为位于上海嘉定的盛创科技园三期项目，为商业和办公用地，区位较好，相对于公司的销售规模，公司的土地储备规模小。随着公司逐步转型为不动产投资和资产管理平台，公司房地产业务的可持续性存在较大的不确定性。

表 9 截至 2022 年 3 月底公司主要土地储备情况

（单位：%、万平方米）

| 项目名称 | 区域 | 土地用途 | 权益比例 | 土地面积 | 规划计容建筑面积 |
|------|------|------|-------|------|----------|
| 盛创三期 | 上海嘉定 | 商办 | 51.00 | 1.35 | 4.38 |

表 11 截至 2022 年 3 月底公司在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

| 项目名称 | 所在地 | 开工时间 | 预计竣工时间 | 项目业态 | 总建筑面积 | 预计总投资 | 已投资 | 尚需投资 |
|------|------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|------|
| 梦之春 | 上海嘉定 | 2020.05 | 2022.10 | 住宅 | 8.43 | 17.27 | 14.20 | 3.07 |
| 云翔二期 | 上海嘉定 | 2020.11 | 2023.04 | 动迁配套房 | 7.32 | 7.96 | 3.60 | 4.36 |
| 合计 | | | | | 15.75 | 25.23 | 17.80 | 7.43 |

注：上表不包含并表基金所属的房地产业务

资料来源：公司提供

项目销售方面，2021 年，公司签约销售面积同比增长 35.34%，主要系当期新推盘项目梦之春去化较好所致，销售均价同比增长 13.95%，主要系当期销售的梦之春项目及光大安石中心部分办公楼售价较高所致；综上，公司签约销售金额同比增长 64.18%。项目结转方面，2021 年结转面积同比增长 11.57%，结转收入主要来自梦之悦、梦之月、光大安石中心项目及重庆朝天门大融汇项目，同比略有下降，主要系结转项目包含的商业类地产均价较低所致。2022 年 1—3 月，公司签约销售面积和销售金额占上年同期的比例分别 5.97% 和 4.10%，销售规模大幅下降，

| 合计 | -- | -- | -- | 1.35 | 4.38 |
|----|----|----|----|------|------|
|----|----|----|----|------|------|

资料来源：公司提供

项目开发方面，2021 年公司无新开工项目，竣工面积为 47.23 万平方米，期末在建面积 15.75 万平方米，规模较小。2022 年 1—3 月，公司无新开工和竣工项目。

表 10 公司主要项目开发数据情况

（单位：万平方米）

| 项目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 1—3 月 |
|--------|--------|--------|--------|--------------|
| 新开工面积 | 15.81 | 15.56 | 0.00 | 0.00 |
| 竣工面积 | 32.40 | 0.00 | 47.23 | 0.00 |
| 期末在建面积 | 15.81 | 31.58 | 15.75 | 15.75 |

注：2019 年和 2020 年数据未包含并表基金数据，2021 年及 2022 年 1-3 月数据包含并表基金数据。

资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月底，公司在建项目 2 个，其中梦之春项目规模较大，云翔二期为动迁配套房，投资规模较小。在建项目尚需投资 7.43 亿元，公司未来资本支出压力较小。

主要系在售项目减少和上海疫情影响所致；销售均价较上年降幅较大，主要系销售的项目为重庆光控朝天门中心项目及梦之春项目尾盘，销售价格较低所致；结转的面积和收入规模较小，具体情况如表 12 所示。

表 12 公司房地产销售数据

（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

| 项目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 1—3 月 |
|--------|----------|----------|----------|--------------|
| 签约销售面积 | 11.18 | 10.47 | 14.17 | 0.21 |
| 签约销售金额 | 36.23 | 32.87 | 50.68 | 0.49 |
| 销售均价 | 32406.08 | 31394.46 | 35773.07 | 23454.49 |
| 结转面积 | 14.03 | 8.90 | 9.93 | 1.19 |
| 结转收入 | 33.70 | 29.45 | 28.55 | 3.48 |

| | | | | |
|------|----------|----------|----------|----------|
| 结转均价 | 24019.96 | 33089.89 | 28752.32 | 29176.32 |
|------|----------|----------|----------|----------|

注：上表中结转收入不包含车位收入
资料来源：公司年报及经营数据公告

从公司在售项目来看，截至2022年3月底，公司在售住宅类项目2个，剩余可售面积规模较小，其中上海的梦之春项目已基本销售完毕，梦之悦项目已竣工但尚未售罄，主要系受限购政策及疫情影响所致。

表13 截至2022年3月底在售项目情况（单位：万平方米、%）

| 项目名称 | 城市 | 项目状态（在建/完工） | 总可售面积 | 取得预售证面积 | 累计已销售面积 | 剩余可售面积 | 销售比例 | 权益占比 |
|------|------|-------------|-------|---------|---------|--------|-------|--------|
| 梦之悦 | 昆山花桥 | 完工 | 16.85 | 16.85 | 14.81 | 1.95 | 87.89 | 100.00 |
| 梦之春 | 上海 | 在建 | 4.10 | 4.10 | 4.05 | 0.05 | 98.88 | 39.00 |
| 合计 | | | 20.95 | 20.95 | 18.86 | 2.00 | -- | -- |

注：上表住宅项目不包含车位和办公等
资料来源：公司提供

4. 经营效率

2021年，受存货规模下降及不动产资管业务收入下降影响，公司各经营指标表现一般，公司整体经营效率一般。

2021年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为11.48次、0.27次和0.12次，除存货周转次数有所上升，其余各项指标较2020年均有所下降。公司整体经营效率一般。

5. 未来发展

公司未来将进一步聚焦“不动产资产管理”核心主业，符合公司目前资源情况。

公司继续坚持主动管理和价值投资的经营理念，以“不动产资产管理”为核心主业，巩固和扩大公司在细分行业中的市场地位和市场份额，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。

在不动产资管业务方面，依托光大安石平台自身“募、投、管、退”的全链条服务优势，以“核心城市+区域聚焦”为主要经营策略，以“重资产收购+轻资产管理输出”为主要经营模式，战略聚焦于主动管理有稳定现金流的持有型资产，积极发展资产证券化，构建符合投资者投资预期与风险偏好的多元化创新金融产品体系，

持续稳定地为投资者提供良好的业绩回报。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，众华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年一季度财务数据未经审计。

截至2021年底，公司合并资产总额353.76亿元，所有者权益95.10亿元（含少数股东权益24.07亿元）；2021年，公司实现营业总收入40.95亿元，利润总额4.66亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额354.04亿元，所有者权益93.95亿元（含少数股东权益22.55亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入6.75亿元，利润总额0.53亿元。

2. 资产质量

截至2021年底，公司资产规模继续增长。公司存货、投资性房地产和在建工程区位较好，但资产受限比例高，流动性一般。

截至2021年底，公司合并资产总额较年初增长4.42%，资产以非流动资产为主，非流动资产占比上升较快。

表14 2019—2021年末及2022年3月末公司资产主要构成

| 科目 | 2019年末 | | 2020年末 | | 2021年末 | | 2022年3月末 | |
|------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|----------|-------|
| | 金额（亿元） | 占比（%） | 金额（亿元） | 占比（%） | 金额（亿元） | 占比（%） | 金额（亿元） | 占比（%） |
| 流动资产 | 130.40 | 45.89 | 146.05 | 43.11 | 134.40 | 37.99 | 134.79 | 38.07 |
| 货币资金 | 34.44 | 26.41 | 34.95 | 23.93 | 45.17 | 33.61 | 41.51 | 30.80 |

| | | | | | | | | |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 其他应收款（合计） | 7.02 | 5.38 | 9.46 | 6.48 | 10.85 | 8.07 | 11.75 | 8.72 |
| 存货 | 81.30 | 62.35 | 89.96 | 61.60 | 66.71 | 49.63 | 67.00 | 49.71 |
| 非流动资产 | 153.77 | 54.11 | 192.72 | 56.89 | 219.36 | 62.01 | 219.25 | 61.93 |
| 长期股权投资 | 47.78 | 31.07 | 55.87 | 28.99 | 57.17 | 26.06 | 57.35 | 26.16 |
| 投资性房地产 | 32.18 | 20.92 | 59.47 | 30.86 | 88.73 | 40.45 | 134.07 | 61.15 |
| 在建工程（合计） | 53.23 | 34.61 | 58.30 | 30.25 | 51.95 | 23.68 | 6.36 | 2.90 |
| 商誉 | 12.64 | 8.22 | 12.64 | 6.56 | 12.64 | 5.76 | 12.64 | 5.76 |
| 资产总额 | 284.17 | 100.00 | 338.77 | 100.00 | 353.76 | 100.00 | 354.04 | 100.00 |

注：货币资金、其他应收款（合计）、存货的占比指该科目在流动资产中的占比，长期股权投资、投资性房地产、在建工程（合计）、商誉的占比指该科目在非流动资产中的占比，流动资产、非流动资产的占比指该科目在资产总额中的占比

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至2021年底，公司流动资产较上年下降7.98%，主要系存货结转规模增加及部分存货转入投资性房地产所致。

截至2021年底，公司货币资金较年初增长29.24%，主要系预收售房款增加所致。货币资金中有0.07亿元受限资金，为融资保证金和银行承兑汇票保证金，受限比例为0.16%，受限比例低。

截至2021年底，公司其他应收款（合计）较年初增长14.72%，主要系向控股子公司少数股东上海嘉定新城发展有限公司提供的借款增加所致。其他应收款中含与苏州新力悦创房地产有限公司合作开发梦之晴项目产生的往来款0.69亿元，目前该项目已销售完毕。

截至2021年底，公司存货较年初下降25.85%，主要系公司未获取新项目及重庆朝天门大融汇项目部分存货转入投资性房地产所致。存货主要由开发成本（占60.93%）和开发产品（占38.70%）构成，开发产品主要由商品房（占40.13%）和综合体（占53.99%）构成，累计计提跌价准备653.06万元。公司存货区域分布好，未来存货跌价风险较小。

（2）非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产较年初增长13.83%，主要系投资性房地产增长所致。

截至2021年底，公司长期股权投资较年初增长2.32%，权益法下确认的投资收益为1.53亿元。

截至2021年底，公司投资性房地产（投资性房地产采用成本模式进行后续计量）较年初增长49.20%，主要系重庆朝天门大融汇项目部分存货及光大安石中心项目部分在建工程转入投资性房地产所致。

截至2021年底，公司在建工程较年初下降10.90%，主要系光大安石中心项目部分在建工程转入投资性房地产所致。在建工程未计提减值准备。

截至2021年底，公司商誉较年初无变化。若光大安石后续业绩未达预期，公司将面临商誉减值风险。

截至2021年底，公司资产受限比例高，主要为存货、投资性房地产和在建工程等。

表15 截至2021年底公司受限资产情况

（单位：亿元、%）

| 项目 | 期末受限金额 | 占对应科目比例 | 受限原因 |
|-----------|---------------|--------------|-----------------|
| 货币资金 | 0.07 | 0.16 | 融资保证金、银行承兑汇票保证金 |
| 存货 | 17.01 | 25.51 | 抵押借款 |
| 固定资产 | 0.05 | 5.05 | 抵押借款 |
| 投资性房地产 | 86.55 | 97.54 | 抵押借款、债券 |
| 在建工程 | 52.11 | 100.32 | 抵押借款 |
| 合计 | 155.80 | 44.04 | -- |

注：在建工程受限资产规模大于账面价值，主要系在建工程受限资产由各个项目层面填列计算，但是纳入合并报表后，合并范围内产生抵消所致

资料来源：公司年报

截至2022年3月底，公司合并资产总额较上年增长0.08%，资产结构较上年变化不大。截至2022年3月底，公司投资性房地产较上年增长51.10%，主要系光大安石虹桥中心项目部分达到预计可使用状态从在建工程转入投资性房地产所致。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至2021年底，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2021年底，公司所有者权益95.10亿元，较年初下降4.37%，主要系及少数股东权益减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为74.69%，少数股东权益占比为25.31%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占15.77%、14.87%、0.46%和40.39%。所有者权益结构稳定性有待提高。

截至2022年3月底，公司所有者权益93.95亿元，较上年底下降1.21%，公司所有者权益规模和结构较上年底均变动不大。

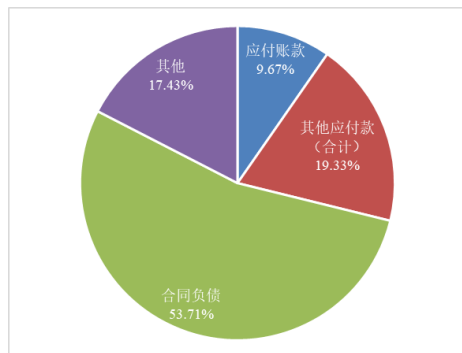
(2) 负债

跟踪期内，公司负债总额有所增长，债务规模变动不大，长期债务占比高，债务期限分布较均衡，集中偿付压力不大。公司整体债务负担一般。

截至2021年底，公司负债总额258.66亿元，较年初增长8.08%。其中，流动负债占41.84%，非流动负债占58.16%。公司负债结构相对均衡。

截至2021年底，公司流动负债108.22亿元，较年初增长13.99%，主要系应付账款和合同负债增加所致。公司流动负债主要构成如下图所示。

图1 截至2021年底公司流动负债主要构成



资料来源：公司年报、联合资信整理

截至2021年底，公司应付账款10.46亿元，较年初增长37.81%，主要系重庆朝天门大融汇项目竣工计提应付工程款所致。应付账款账龄以1年内到期为主。

截至2021年底，公司其他应付款（合计）20.92亿元，较年初下降19.66%，主要系房地产开发业务偿还少数股东往来款所致。

截至2021年底，公司合同负债58.13亿元，较年初增长63.87%，主要系预收售房款增加所致。

截至2021年底，公司非流动负债150.44亿元，较年初增长4.19%，主要由长期借款（占52.17%）、应付债券（占34.14%）和递延所得税负债（占9.06%）构成。

截至2021年底，公司长期借款78.49亿元，较年初下降7.05%，主要系偿还信托借款所致；长期借款主要由抵押质押借款和抵押保证借款构成。

截至2021年底，公司应付债券51.37亿元，较年初增长25.50%，主要系公司新发行“21光大嘉宝 PPN001债券”（发行金额为10.00亿元）所致。

截至2021年底，公司全部债务137.42亿元，较年初下降3.91%。债务结构方面，短期债务6.72亿元（占4.89%），较年初下降61.63%，主要系公司新发行“21光大嘉宝 PPN001”替换到期的债券所致；长期债务130.70亿元（占95.11%），较年初增长4.16%。从债务指标来看，截至2021年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为73.12%、59.10%和57.88%，较年初分别上升2.47个百分点、0.12个百分点和2.10个百分点。公司债务负担一般。

截至2022年3月底，公司负债总额260.09亿元，较上年底增长0.55%，负债和债务结构较上年底变化不大。截至2022年3月底，公司全部债务140.13亿元，较上年底增长1.97%。其中，短期债务9.23亿元，较上年底增长37.25%，主要系银行短期委托贷款增加所致；长期债务130.90亿元，较上年底增长0.15%。从债务指标来看，截至2022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较上年底分别上升0.35个百分点、0.76个百分点和0.33个百分点。截至2022年3月底，公司有息债务期限分布如下表所示，公司债务分布较为均衡，集中偿付压力不大。

表16 截至2022年3月底公司有息债务分布

(单位：亿元)

| 项目 | 2022年 4-12月 到期 | 2023年 到期 | 2024年 到期 | 2025年 及以后 到期 | 合计 |
|-------|----------------------|-------------|-------------|--------------------|------|
| 短期借款 | 2.36 | -- | -- | -- | 2.36 |
| 其他应付款 | 1.60 | -- | -- | -- | 1.60 |

| | | | | | |
|-------------|------|-------|-------|-------|--------|
| 一年内到期的非流动负债 | 3.20 | 1.22 | -- | -- | 4.42 |
| 长期借款 | -- | 4.62 | 21.72 | 52.57 | 78.91 |
| 应付债券 | -- | 19.00 | 8.80 | 22.47 | 50.27 |
| 合计 | 7.15 | 24.84 | 30.52 | 75.04 | 137.55 |

注：1. 与报表金额有差异，系报表金额包含对应计提的利息；2. 表中的应付债券包含结构化产品；3. 应付债券均按回售日期进行调整
资料来源：公司提供

4. 盈利指标

2021年，受租赁业务收入增长影响，公司营业收入有所上升，期间费用增长较快，投资收益对营业利润有一定影响，受不动产资管收入下降及期间费用上升影响，公司主要盈利指标均有所下降。

公司营业收入和利润总额分析见经营概况部分。

期间费用方面，2021年，公司费用总额11.78亿元，同比增长18.98%，主要系公司并表子公司增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为16.60%、34.35%和49.05%，以管理费用和财务费用为主。其中，销售费用为1.96亿元，同比增长38.05%，主要系2021年上海光大安石虹桥中心及重庆朝天门大融汇项目开业增加的销售费用，同时公司房地产开发业务销售回笼资金大幅增加，对应销售渠道费增加所致；管理费用4.05亿元，同比增长9.90%；财务费用5.78亿元，同比增长20.31%。公司管理费用和财务费用增长主要系上海雷泰投资中心（有限合伙）（以下简称“上海雷泰”）及上海嘉宝安石置业有限公司（以下简称“嘉宝安石”）分别于2020年8月末和2020年12月末纳入公司合并报表范围，2021年上海雷泰和嘉宝安石全年的管理费用、财务费用均纳入合并范围所致。

2021年，公司实现投资收益1.72亿元，同比增长34.48%，主要系不动产投资业务确认的投资收益（权益法核算的长期股权投资收益）增加所致，投资收益占营业利润比重为37.80%，对营业利润影响较大。

盈利指标方面，公司总资本收益率为3.97%，同比下降0.19个百分点，净资产收益率为2.35%，同比下降1.46个百分点，主要系受高毛利

不动产资管业务收入下降及期间费用上升所致，公司各盈利指标表现一般。

2022年1—3月，公司实现营业总收入6.75亿元，同比增长22.91%，主要系房地产开发业务结转收入增加所致；营业利润率为43.18%，同比增长0.65个百分点，同比变化不大。

5. 现金流分析

2021年，由于公司房地产业务现金回笼增长，经营活动现金流大幅净流入；公司投资活动现金流依然呈净流出状态，但规模大幅下降；由于发债减少，筹资活动由净流入转为净流出。

表17 2019—2021年及2022年1—3月公司现金流量情况（单位：亿元）

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年1—3月 |
|-------------|--------|--------|--------|-----------|
| 经营活动现金流入小计 | 59.64 | 47.06 | 73.06 | 7.35 |
| 经营活动现金流出小计 | 60.77 | 33.20 | 34.04 | 8.47 |
| 经营现金流量净额 | -1.13 | 13.86 | 39.02 | -1.12 |
| 投资活动现金流入小计 | 109.25 | 21.52 | 8.63 | 0.40 |
| 投资活动现金流出小计 | 119.58 | 38.90 | 8.97 | 1.45 |
| 投资活动现金流量净额 | -10.33 | -17.38 | -0.34 | -1.05 |
| 筹资活动前现金流量净额 | -11.46 | -3.52 | 38.68 | -2.17 |
| 筹资活动现金流入小计 | 49.37 | 91.34 | 30.83 | 3.96 |
| 筹资活动现金流出小计 | 58.98 | 84.31 | 58.23 | 5.39 |
| 筹资活动现金流量净额 | -9.61 | 7.03 | -27.40 | -1.43 |

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入同比增长55.26%，主要系房地产销售回笼资金增加所致；经营活动现金流出同比增长2.54%。2021年，公司经营活动现金净流入同比增长181.56%。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入同比下降59.88%，主要系收回为关联公司质押担保存款及收回借款减少所致；投资活动现金流出同比下降76.93%，主要系2021年拓建长期资产支出、关联公司借款支出减少及收回交易性金融资产投资所致。2021年，公司投资活动现金流净流出，但净流出规模大幅下降。

2021年，公司筹资活动前现金流量由净流出转为净流入，主要系投资支出大幅下降所致。

从筹资活动来看, 2021年, 公司筹资活动现金流入同比下降66.25%, 主要系公司新发行债券规模大幅下降所致; 筹资活动现金流出同比下降30.94%, 主要系偿还债务规模减少所致。2021年, 公司筹资活动现金净流出27.40亿元, 同比净流入转为净流出。

2022年1-3月, 公司经营活动产生的现金净流出 1.12 亿元, 投资活动产生的现金净流出

1.05 亿元, 筹资活动产生的现金净流出 1.43 亿元。

6. 偿债指标

2021年, 公司短期债务较年初减少, 短期偿债指标表现强, 长期偿债指标表现尚可, 公司整体偿债指标表现良好。

表 18 公司偿债指标

| 项目 | 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年3月 |
|--------|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 短期偿债能力 | 流动比率(%) | 148.98 | 153.85 | 124.19 | 123.13 |
| | 速动比率(%) | 56.09 | 59.08 | 62.55 | 61.92 |
| | 经营现金/流动负债(%) | -1.29 | 14.60 | 36.06 | -1.02 |
| | 经营现金/短期债务(倍) | -0.10 | 0.79 | 5.80 | -0.12 |
| | 现金类资产/短期债务(倍) | 3.10 | 2.24 | 6.93 | 4.66 |
| 长期偿债能力 | EBITDA(亿元) | 14.10 | 14.85 | 15.50 | -- |
| | 全部债务/EBITDA(倍) | 6.89 | 9.63 | 8.87 | -- |
| | 经营现金/全部债务(倍) | -0.01 | 0.10 | 0.28 | -0.01 |
| | EBITDA/利息支出(倍) | 2.30 | 1.85 | 1.87 | -- |
| | 经营现金/利息(倍) | -0.19 | 1.72 | 4.37 | -0.67 |

注: “--”表示指标不适用

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看, 截至 2021 年底, 公司流动比率有所下降, 速动比率小幅提升, 流动资产对流动负债的保障程度一般; 现金短期债务比大幅提高, 现金类资产对短期债务的保障程度强。截至 2022 年 3 月底, 公司现金短期债务比为 4.66 倍。整体看, 公司短期偿债指标表现强。

从长期偿债指标看, 2021 年, 公司 EBITDA 同比增长 4.38%。2021 年, 公司 EBITDA 利息倍数略有增长, EBITDA 对利息的覆盖程度尚可; 公司全部债务/EBITDA 有所下降, EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱; 整体看, 公司长期偿债指标表现尚可。

截至 2022 年 3 月底, 公司无重大未决诉讼。

截至 2022 年 3 月底, 公司对外担保 (不含对购房者的担保) 1 笔, 担保金额为 13.62 亿元, 担保对象为非关联方北京华信恒盛投资管理有限公司, 占公司净资产的比例为 35.37%, 该笔对外担保有反担保措施, 公司或有负债风险可控。

截至 2022 年 3 月底, 公司获得的银行授信额度合计 102.92 亿元, 已使用授信 95.10 亿元, 间接

融资渠道有待拓宽。公司作为上市公司, 具有直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司资产以其他应收款、长期股权投资和其他非流动金融资产为主; 母公司作为部分借款和全部债券的债务主体, 债务负担一般; 母公司收入规模较小, 现金流量规模不大。

截至 2021 年底, 母公司资产总额 126.53 亿元, 较年初增长 4.16%。其中, 流动资产 32.00 亿元 (占 25.29%), 非流动资产 94.54 亿元 (占 74.71%)。从构成看, 流动资产主要由其他应收款 (占 96.80%) 构成; 非流动资产主要由其他非流动金融资产 (占 40.89%) 和长期股权投资 (占 53.39%) 构成。截至 2021 年底, 母公司货币资金为 0.62 亿元。

截至 2021 年底, 母公司负债总额 88.02 亿元, 较年初增长 6.49%。其中, 流动负债 34.33 亿元 (占 39.00%), 非流动负债 53.69 亿元 (占 61.00%)。从构成看, 流动负债主要由其他应付款 (合计) (占 94.52%) 构成; 非流动负债主要由应付债券 (占

95.67%)构成。截至2021年底,母公司资产负债率为69.56%,较年初提高1.52个百分点。截至2021年底,母公司全部债务54.58亿元。其中,短期债务占2.09%、长期债务占97.91%。截至2021年底,母公司全部债务资本化比率58.63%,母公司债务负担一般。

截至2021年底,母公司所有者权益为38.51亿元,较年初下降0.81%。在所有者权益中,实收资本为15.00亿元(占38.94%)、资本公积合计14.60亿元(占37.91%)、未分配利润合计5.38亿元(占13.97%)、盈余公积合计3.06亿元(占7.93%)。所有者权益稳定性一般。

2021年,母公司营业收入为0.50亿元,利润总额为-1.16亿元。同期,母公司投资收益为0.12亿元。

现金流方面,2021年,公司母公司经营活动现金流净额为1.44亿元,投资活动现金流净额0.18亿元,筹资活动现金流净额-3.59亿元。

八、外部支持

公司股东实力雄厚,对公司有一定支持。

光大控股为光大集团从事跨境投资及资产管理的香港上市平台。截至2021年底,光大控股资产管理规模达到约港币2031亿元,在管基金数量达84只。2021年,光大控股在PEI300的世界私募股权机构百强评选中位列第75位,较2020年上升9位,在中国机构中排名靠前。

光大嘉宝作为光大集团旗下唯一的不动产资产管理平台,股东光大控股对公司有一定支持,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等。

九、结论

基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+,评级展望为稳定。

附件 1-2 光大嘉宝股份有限公司主要财务数据及指标 (合并口径)

| 项 目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 3 月 |
|-----------------|--------|--------|--------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产 (亿元) | 35.78 | 39.25 | 46.57 | 43.00 |
| 资产总额 (亿元) | 284.17 | 338.77 | 353.76 | 354.04 |
| 所有者权益 (亿元) | 94.78 | 99.45 | 95.10 | 93.95 |
| 短期债务 (亿元) | 11.54 | 17.53 | 6.72 | 9.23 |
| 长期债务 (亿元) | 85.56 | 125.48 | 130.70 | 130.90 |
| 全部债务 (亿元) | 97.09 | 143.01 | 137.42 | 140.13 |
| 营业总收入 (亿元) | 48.21 | 39.37 | 40.95 | 6.75 |
| 利润总额 (亿元) | 6.83 | 6.48 | 4.66 | 0.53 |
| EBITDA (亿元) | 14.10 | 14.85 | 15.50 | -- |
| 经营性净现金流 (亿元) | -1.13 | 13.86 | 39.02 | -1.12 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数 (次) | 28.74 | 15.18 | 11.48 | -- |
| 存货周转次数 (次) | 0.35 | 0.24 | 0.27 | -- |
| 总资产周转次数 (次) | 0.18 | 0.13 | 0.12 | -- |
| 现金收入比 (%) | 99.16 | 97.66 | 168.74 | 96.62 |
| 营业利润率 (%) | 34.59 | 39.55 | 36.80 | 43.18 |
| 总资本收益率 (%) | 5.32 | 4.17 | 3.97 | -- |
| 净资产收益率 (%) | 4.63 | 3.81 | 2.35 | -- |
| 长期债务资本化比率 (%) | 47.44 | 55.79 | 57.88 | 58.22 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 50.60 | 58.98 | 59.10 | 59.86 |
| 资产负债率 (%) | 66.65 | 70.64 | 73.12 | 73.46 |
| 流动比率 (%) | 148.98 | 153.85 | 124.19 | 123.13 |
| 速动比率 (%) | 56.09 | 59.08 | 62.55 | 61.92 |
| 经营现金流动负债比 (%) | -1.29 | 14.60 | 36.06 | -- |
| 现金短期债务比 (倍) | 3.10 | 2.24 | 6.93 | 4.66 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 2.30 | 1.85 | 1.87 | -- |
| 全部债务/EBITDA (倍) | 6.89 | 9.63 | 8.87 | -- |

注: 1. 已将其他应付款和长期应付款中的有息负债分别调整为短期债务和长期债务; 2. 本报告 2019 年、2020 年财务数据分别采用 2020 年、2021 年审计报告的期初数, 光大嘉宝 2022 年一季度财务报表未经审计; 3. 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, 均为合并口径; 4. "--" 表示指标不适用

资料来源: 光大嘉宝财务报告

附件 1-3 主要财务指标的计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|-----------------|--|
| 增长指标 | |
| 资产总额年复合增长率 | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100% |
| 净资产年复合增长率 | |
| 营业收入年复合增长率 | |
| 利润总额年复合增长率 | |
| 经营效率指标 | |
| 销售债权周转次数 | 营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据) |
| 存货周转次数 | 营业成本/平均存货净额 |
| 总资产周转次数 | 营业收入/平均资产总额 |
| 现金收入比 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100% |
| 盈利指标 | |
| 总资本收益率 | (净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100% |
| 净资产收益率 | 净利润/所有者权益×100% |
| 营业利润率 | (营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100% |
| 债务结构指标 | |
| 资产负债率 | 负债总额/资产总计×100% |
| 全部债务资本化比率 | 全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100% |
| 长期债务资本化比率 | 长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100% |
| 担保比率 | 担保余额/所有者权益×100% |
| 长期偿债能力指标 | |
| EBITDA 利息倍数 | EBITDA/利息支出 |
| 全部债务/ EBITDA | 全部债务/ EBITDA |
| 短期偿债能力指标 | |
| 流动比率 | 流动资产合计/流动负债合计×100% |
| 速动比率 | (流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100% |
| 经营现金流动负债比 | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100% |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 1-4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

| 信用等级设置 | 含 义 |
|--------|--------------------------------|
| AAA | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低 |
| AA | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低 |
| A | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低 |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般 |
| BB | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高 |
| B | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高 |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高 |
| CC | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务 |
| C | 不能偿还债务 |

附件 1-4-2 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中四种。

| 评级展望设置 | 含 义 |
|--------|-----------------------------------|
| 正面 | 存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大 |
| 稳定 | 信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大 |
| 负面 | 存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大 |
| 发展中 | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持 |

附件 2 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和C_{sf}。除AAA_{sf}级、CCC_{sf}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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。各等级含义如下表所示。

| 级别设置 | 含义 |
|-------------------|-------------------------------|
| AAA _{sf} | 还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低 |
| AA _{sf} | 还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低 |
| A _{sf} | 还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低 |
| BBB _{sf} | 还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般 |
| BB _{sf} | 还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高 |
| B _{sf} | 还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高 |
| CCC _{sf} | 还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高 |
| CC _{sf} | 还本付息能力很弱，基本不能偿还债务 |
| C _{sf} | 不能偿还债务 |