

信用评级公告

联合〔2023〕6949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

二〇二三年七月二十六日

光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据 2023 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	3.636	3.695	56.76%	57.15%	AAA _{sf}	AAA _{sf}
18 光大嘉 宝 ABN001 优先 B	2.760	2.760	43.08%	42.69%	AA ⁺ _{sf}	AA ⁺ _{sf}
18 光大嘉 宝 ABN001 次	0.010	0.010	0.16%	0.15%	NR	NR
总计	6.406	6.465	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：2023 年 5 月 31 日

票据跟踪基准日：2023 年 7 月 20 日

跟踪期间：2022 年 7 月 12 日—2023 年 7 月 21 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纪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

2023 年 7 月 26 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。

截至资产跟踪基准日，物业资产时点出租率仍较高，不考虑特殊因素影响的压力情景下，物业资产运营净收入对“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尚可，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”剩余本金对抵押物评估价值的抵押率仍低；光大嘉宝作为借款人和流动性支持机构偿付能力和偿付意愿仍很强，联合资信评定维持光大嘉宝主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。同时，联合资信也关注到物业资产收入可能下降，部分物业资产涉及的拆迁征收事宜可能对本交易未来现金流带来的负面影响以及光大嘉宝房地产可售规模较小、业务持续性存在不确定性，并表不动产资管项目或将加大投资风险、项目退出造成财务指标波动，债务负担较重，投资收益为负以及商誉存在减值风险等因素可能对光大嘉宝履约能力产生的不利影响。

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. 截至资产跟踪基准日，物业资产时点出租率仍较高，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年3 月
现金类资产（亿元）	39.25	46.57	29.27	28.33
资产总额（亿元）	338.77	353.76	303.01	300.15
所有者权益（亿元）	99.45	95.10	91.08	90.39
短期债务（亿元）	17.53	6.72	13.69	24.58
长期债务（亿元）	125.48	130.70	116.18	106.83
全部债务（亿元）	143.01	137.42	129.86	131.41
营业总收入（亿元）	39.37	40.95	55.70	4.93
利润总额（亿元）	6.48	4.66	3.10	0.11
EBITDA（亿元）	14.85	15.87	14.17	--
经营性净现金流（亿元）	13.86	39.02	0.58	-0.05
营业利润率（%）	39.55	36.80	27.83	39.41
净资产收益率（%）	3.81	2.35	0.77	--
资产负债率（%）	70.64	73.12	69.94	69.88
全部债务资本化比率（%）	58.98	59.10	58.78	59.25
流动比率（%）	153.85	124.19	113.90	101.99
经营现金流动负债比（%）	14.60	36.06	0.76	--
现金短期债务比（倍）	2.24	6.93	2.14	1.15
EBITDA 利息倍数（倍）	1.85	1.91	1.91	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.63	8.66	9.16	--

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. 光大嘉宝 2023 年一季度财务报表未经审计；3. 其他应付款科目中有息债务已调整计入短期债务，长期应付款科目中有息债务已调整计入长期债务；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及光大嘉宝提供资料整理

分析师：

魏诗博 陈开帆

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

剩余本金对抵押物评估价值的抵押率仍低。截至资产跟踪基准日，物业资产时点出租率为 96.16%。不考虑特殊因素影响的压力情景下，物业资产运营净收入对“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尚可。“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 29.06%，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有限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。2022 年，光大嘉宝不动产资管业务稳定发展，在管项目区域布局较好；综合毛利率较高，债务期限结构合理，在建项目资本支出压力不大，其提供的增信对优先级资产支持票据本息的兑付仍起到重要的信用支持作用。

关注

1. 跟踪期内，物业资产租金期间收缴率较低，若未来收缴率不能改善或承租人提前、停止续租，均可能造成物业资产租金收入继续下降，进行对资产支持票据的本息兑付产生不利影响。受特殊因素影响，物业资产租金期间收缴率较低，二次归集期间的实收租金较归集值差异均较大，且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持续偏离预测值。
2. 需关注部分物业资产涉及的拆迁征收事宜可能对本交易未来现金流带来的负面影响。物业资产中横仓公路 1655 号涉及拆迁征收，随着征收事宜的推进，该部分物业资产可能会被产权方赎回，将导致未来可入池的物业资产产权面积和资产价值存在一

定幅度下降，联合资信将对上述事项保持关注。

3. **需关注光大嘉宝相关运营和财务风险。**光大嘉宝房地产可售规模较小，业务持续性存在不确定性；并表不动产资管项目或将加大光大嘉宝投资风险、项目退出造成财务指标波动；商誉存在减值风险，因不动产投资项目净利润为负，2022 年光大嘉宝投资收益为负；资产受限比例高，尚未使用的授信额度小且对关联方借款展期，2022 年筹资活动现金流仍为净流出，光大嘉宝面临债务偿还压力。

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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

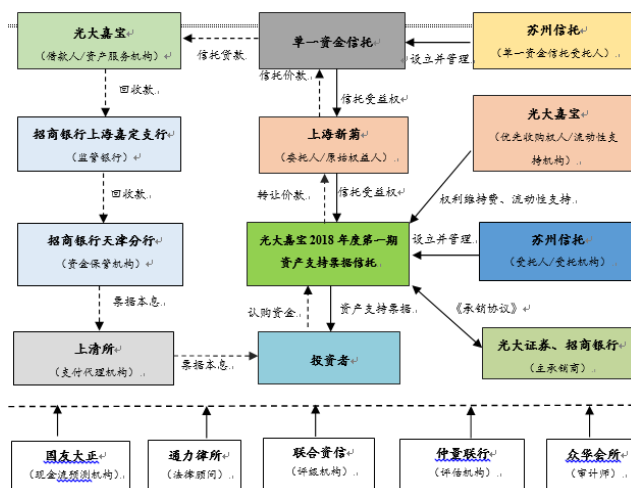
九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

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限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。根据光大嘉宝提供资料，物业资产已经抵押给单一资金信托受托人苏州信托，且已办理应收账款质押登记，对应的债务履行期限至2036年7月8日，质押登记到期日为2036年5月20日，早于资产支持票据预期到期日。

图1 交易结构图



资料来源：光大证券股份有限公司提供

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特定期限系指自基准日起(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颐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限内，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。

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	3.636	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 2024 年 1 月 22 日, 第二个回售行权日为 2024 年 7 月 22 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	6.406	--	--	--	--

资料来源：联合资信整理

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，光大嘉宝按时支付了权利维持费，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（2022年1月20日）至本次票据跟踪基准日（2023年7月20日），优先收购权人按约定分别于2022年7月11日、2023年1月10日和2023年7月11日向信托账户支

付了权利维持费592.16万元、597.18万元和555.05万元。

跟踪期内，本交易共进行了三次兑付，分别为第八次、第九次和第十次分配，“18光大嘉宝ABN001优先A”共兑付本金590.00万元，合计兑付利息3219.20万元；“18光大嘉宝ABN001优先B”未兑付本金，合计兑付利息2972.63万元；“18光大嘉宝ABN001次”未分配本金和利息。截至本次票据跟踪基准日，“18光大嘉宝ABN001优先A”剩余未偿本金36360.00万元，“18光大嘉宝ABN001优先B”剩余未偿本金27600.00万元。

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
第八次分配	2022年7月20日	130.00	1071.90	0.00	985.43
第九次分配	2023年1月20日	230.00	1085.84	0.00	1001.77
第十次分配	2023年7月20日	230.00	1061.46	0.00	985.43
合计		590.00	3219.20	0.00	2972.63

资料来源：受托人提供，联合资信整理

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。但部分物业资产涉及征收事宜，或将导致未来可入池的物业资产产权面积和资产价值出现一定幅度的下降。

本交易底层资产共涉及 11 处物业，截至资产跟踪基准日（2023 年 5 月 31 日），物业资产总建筑面积与上次跟踪基准日（2022 年 5 月 31 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，位于嘉定区的占比仍为 96.70%。截至资产跟踪基准日，物业资产可出租面积为 73964.03 平方米，较上次跟踪基准日（73929.23 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。

根据上海市嘉定区马陆镇人民政府于 2022 年 9 月 15 日向光大嘉宝下发的《告知函》，物业资产中的横仓公路 1655 号涉及轨道交通建设的征收补偿，《告知函》中显示，希望于 2022 年 12 月底前完成征收补偿协议签订工作，并于 2023 年 6 月底前完成该项目红线内的搬迁工作。截至 2023 年 6 月底，征收补偿协议未签署完成，但据光大嘉宝反馈，上述征收事项已基本确定，横仓公路 1655 号建筑面积和可出租面积均为 26679.39 平方米，占总可出租面积的 36.07%，随着征收事宜的推进，横仓公路 1655 号大概率将会被产权方赎回，届时光大嘉宝作为借款人将提前偿还部分本金，并解除横仓公路 1655 号涉及的抵押安排，可入池的物业资产产权面积和资产价值将会出现一定幅度的下降。

2. 运营环境分析

（1）区域经济

受特殊因素影响，2022 年上海市以及嘉定区主要经济指标表现同比略有下降，考虑到上海市

的经济地位，仍为基础资产提供了较好的运营环境。

上海市

根据《2022 年上海市国民经济和社会发展统计公报》显示，2022 年上海市实现地区生产总值（GDP）44652.80 亿元，比上年下降 0.2%。其中，第一产业增加值 96.95 亿元，下降 3.5%；第二产业增加值 11458.43 亿元，下降 1.6%；第三产业增加值 33097.42 亿元，增长 0.3%。第三产业增加值占地区生产总值的比重为 74.1%。2022 年，上海市实现建筑业总产值 9273.90 亿元，比上年增长 0.4%；房屋建筑施工面积 58203.12 万平方米，增长 6.2%；竣工面积 8759.23 万平方米，下降 5.1%。2022 年，全社会固定资产投资总额比上年下降 1.0%，完成房地产开发投资额比上年下降 1.1%。其中，住宅投资增长 3.7%；办公楼投资下降 9.4%；商业营业用房投资下降 18.6%。

嘉定区

《根据 2022 年上海市嘉定区国民经济和社会发展统计公报》，2022 年，嘉定区实现增加值 2768.3 亿元，可比下降 0.6%。其中，第二产业实现增加值 1599.5 亿元，可比下降 1.4%，第三产业实现增加值 1165.2 亿元，可比增长 0.6%，三次产业结构比重为 0.1:57.8:42.1。2022 年，嘉定区实现社会消费品零售总额 1525.9 亿元，同比下降 5.2%。2022 年，嘉定区完成固定资产投资总额 528.8 亿元，同比增长 2.8%。其中，房地产开发经营完成投资 287.4 亿元，同比增长 1.2%。2022 年嘉定区常住人口 189.34 万人，同比增长 2.1%；户籍家庭户数 28.2 万户，户籍人口 72.5 万人，同比增长 3.4%。

（2）上海市商业地产市场状况

2022 年，上海市零售物业和写字楼市场空置率均略有上升，租金水平有所下降。

根据 CBRE 发布的商业地产报告，2022 年上海市写字楼市场共录得 11 个新项目入市，总计 84.4 万平方米，其中过半数布局核心拓展区，以及以徐汇滨江和前滩为代表的新兴滨江商务区；

净吸纳量回落至54.5万平方米，同比下降21.0%，但较2020年有所提振。剔除续租交易，升级与扩租合计达六成，同级或降级搬迁占比22.9%，主要是2022年写字楼租金低点利好升级扩租需求，同时新增优质供应集中的新兴商务区吸附众多以品质升级为主的租户。供需相互作用之下，全市空置率同比微升0.8个百分点至17.5%。由于新增供应持续入市，租约到期等多重因素，部分租户转向性价比更高的新兴商务区。核心商务区租金报价同比微跌0.1%，核心拓展区同比下跌0.5%。

2023年一季度写字楼市场录得三个新项目交付，总计入市面积为15.62万平方米，净吸纳量仅为3.84万平方米。从需求来看，专业服务业（律师事务所、企业咨询和数据服务）、金融业与消费品制造业是主要的需求驱动力。从区域来看，前滩和徐汇滨江等滨江商务区净吸纳量居前。截至2023年1季度末，上海市空置率环比微升0.5个百分点至18.0%。租金方面，全市租金报价基本持平，有效租金继续环比下调0.5%，当季度跌幅明显的是人民广场与四川北路，主要是由于乙级楼宇竞争力下降，租金持续下滑。此外一些新兴商务区以“以价换量”策略积极争取新租户。

零售物业方面，2022年，上海市零售物业市场录得4个优质项目入市，商业总体量达18.0万平方米，空置率累计上行1.3个百分点至8.0%，购物中心首层租金累计下跌3.1%，报34.0元/平方米·天。

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。若涉及征收事宜的物业资产被赎回，未来租户集中情况将会有较大变化。

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71123.38平方米，时点出租率为96.16%，与上次跟踪基准日持平，物业资产出租率仍较高。

根据光大嘉宝提供的台账，截至资产跟踪基准日，物业资产承租人共计152户，较上次资产跟踪基准日增加1户。以租户合同约定的年租金收入为标准，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9.05%，前十大租户年租金收入占比合计43.10%，较上次跟踪基准日上升1.00个百分点，租户集中度仍较高。根据《告知函》，物业资产中的横仓公路1655号涉及轨道交通建设的征收，其涉及三户承租人，分别为表3中的第一大租户、第三大租户和第五大租户。若未来横仓公路1655号被产权方赎回，租户集中情况将会有较大变化。

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	年租金收入	年租金收入占比
1	13184.48	392.73	9.05%
2	2190.47	243.42	5.61%
3	5863.23	228.03	5.25%
4	3064.71	203.12	4.68%
5	5788.61	198.40	4.57%
6	2027.46	130.37	3.00%
7	536.86	128.85	2.97%
8	2880.00	126.14	2.91%
9	2570.94	112.33	2.59%
10	976.10	107.95	2.49%
合计	39082.86	1871.34	43.10%

注：年租金收入为2022年全年租金收入
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2年以下为主，收入合计占比为76.80%，具体分布情况见下表⁵。

表4 截至资产跟踪基准日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	年租金收入	年租金收入占比
(0,1]	38613.79	1772.4257	40.82%
(1,2]	17114.96	1562.0334	35.98%
(2,3]	7787.78	470.3902	10.83%
(3,4]	5035.91	420.17	9.68%
(4,5]	2570.94	112.33	2.59%

⁵ 2023年5月31日已到期的合同正在办理续签流程，统计时按照新签租赁合同

同到期日进行统计。

(5,6]	0 ⁶	4.50	0.10%
合计	71123.38	4341.8515	100.00%

注：年租金收入为 2022 年全年租金收入
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。

4. 现金流表现

整体来看，物业资产现金流归集金额基本符合目标值，但受特殊因素影响收缴率较低，二次归集期间的实收租金较归集值差异均较大，差额部分由光大嘉宝自行补足；资金的归集及转付基本符合约定。

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 2022 年 7 月 8 日（含）—2023 年 1 月 4 日（不含）和 2023 年 1 月 4 日（含）—2023 年 7 月 7 日（不含）实现的租金

收入较预测值分别下降 41.87%和 34.97%，主要系受特殊因素影响，存在租金减免、欠缴以及租金未按预期上涨所致。根据光大嘉宝反馈，2022 年受特殊因素影响，物业资产共计减免租金 1098.43 万元。根据《资产服务机构报告》，2022 年 7 月 8 日（含）—2023 年 1 月 4 日（不含）以及 2023 年 1 月 9 日（含）—2023 年 7 月 7 日（不含）的物业资产收缴率⁷分别为 71.26%和 72.22%。上述收缴率数据仅为当期的收缴率，不包括往期拖欠的补缴金额。根据光大嘉宝反馈的数据，截至 2023 年 6 月 30 日，物业资产总欠缴金额为 768.17 万元，综合收缴率⁸为 95.74%。

上述两个归集期的归集值与目标值基本一致，差额主要系监管账户中存在余额所致，因此监管账户中的资金余额均达到了目标值。但归集值与实收租金的差额是由光大嘉宝作为借款人自行补足。

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			
	应收租金	实收租金	预测值	差异	归集值	目标值	预测值	差异
2022 年 7 月 8 日（含）—2023 年 1 月 4 日（不含）	2144.74	1378.09	2370.63	-41.87%	1820.49	1820.97	1840.87	-1.11%
2023 年 1 月 9 日（含）—2023 年 7 月 7 日（不含）	2195.14	1585.30	2437.77	-34.97%	1820.00	1820.97	1843.31	-1.21%

注：1.表中实收租金为《资产服务机构报告》中披露的实收租金；2.净收入归集值取自监管账户流水，净收入差异为归集值与预测值之间的偏离；3.根据光大嘉宝反馈，实收租金仅对应的是当期应收租金的实收数据，不包括往期拖欠租金的补缴金额
资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

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⁹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，跟踪期内，光大嘉宝向监管账户归集净收入的时间均在每个自然季度的

首月，其中 2023 年 4 月的归集时间稍晚于约定。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。

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，不算租赁建筑面积，但需缴纳租赁使用费。

⁷ 为《资产服务机构报告》中披露的实收租金除以（应收租金-减免金额），根据光大嘉宝反馈，2022 年下半年租金减免金额为 210.81 万元，2023 年无租金减免。

⁸ 为截至 2023 年 6 月 30 日的欠缴金额/（2019 年至 2023 年 6 月全部应收租金合计-租金减免）

⁹ 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 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 ¹⁰	还款金额	单一资金信托分配日 ¹¹	分配金额	权利维持费支付日	支付金额
2022/10/14	910.49	--	--	--	--	--	--
2023/1/5	910.00	2023/1/6	1820.97	2023/1/10	1742.79	2023/1/10	597.18
2023/4/21	920.00	--	--	--	--	--	--
2023/7/4	900.00	2023/7/5	1820.97	2023/7/7	1743.92	2023/7/11	555.05
合计	--	--	--	--	--	--	--

资料来源: 光大嘉宝和受托人提供, 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资产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, 在不考虑特殊因素对收缴率和免租影响的压力情景下, 物业资产运营净收入对“18光大嘉宝 ABN001 优先 A”期间本息支出的保障程度尚可, 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仍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/物业资产评估价值, 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。

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 11 个	1876.60	1.33	0.76	第 24 个	2398.61	1.48	0.90
第 12 个	1923.16	1.38	0.79	第 25 个	2398.61	1.43	0.88
第 13 个	1923.16	1.35	0.78	第 26 个	2411.20	1.45	0.90
第 14 个	2020.17	1.43	0.82	第 27 个	2411.20	1.44	0.89
第 15 个	2020.17	1.37	0.80	第 28 个	2594.37	1.58	0.97
第 16 个	2109.45	1.45	0.84	第 29 个	2594.37	1.48	0.93
第 17 个	2109.45	1.38	0.82	第 30 个	2635.40	1.52	0.95
第 18 个	2159.00	1.42	0.84	第 31 个	2635.40	1.49	0.94
第 19 个	2159.00	1.39	0.83	第 32 个	2764.61	1.59	1.00
第 20 个	2256.57	1.47	0.88	第 33 个	2764.61	1.50	0.96
第 21 个	2256.57	1.42	0.86	第 34 个	2859.20	1.58	1.01

¹⁰ 从监管账户向单一资金信托账户划款之日, 具体为: 未发生贷款提前到期事件的情形下, 为每个兑付日前第 9 个工作日。

¹¹ 单一资金信托账户向信托账户分配单一资金信托利益日, 即每个兑付日前第 8 个工作日。

第 22 个	2335.51	1.48	0.89	第 35 个	2859.20	1.52	0.98
第 23 个	2335.51	1.43	0.87	第 36 个	2941.67	0.14	0.06

注：1.每个兑付日物业资产预测运营净收入=当年物业资产运营净收入预测值/2；2.“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”本息 DSCR=(物业资产预测运营净收入-相关税费)/“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”当期应付本息；优先级票据本息 DSCR=(物业资产预测运营净收入-相关税费)/优先级票据当期合计应付本息；3.“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”当期应付利息=“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”未偿本金*预期收益率/2；优先级票据当期应付利息=“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”当期应付利息+“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”本金*对应预期收益率/2；4.因每个兑付期间天数有差异，实际 DSCR 将与表中数据有所偏差，下同
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 1.33 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 A”到期本金、“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

剔除特殊因素对收缴率和免租的影响，考虑到物业资产应收租金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%时对各档优先级票据本息的 DSCR 水平。

表 8 压力情景下各档优先级票据本息 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 11 个	1688.94	1.19	0.68	第 24 个	2158.75	1.33	0.81
第 12 个	1730.84	1.23	0.70	第 25 个	2158.75	1.28	0.79
第 13 个	1730.84	1.21	0.70	第 26 个	2170.08	1.30	0.80
第 14 个	1818.15	1.28	0.74	第 27 个	2170.08	1.29	0.80
第 15 个	1818.15	1.23	0.72	第 28 个	2334.93	1.41	0.87
第 16 个	1898.51	1.29	0.75	第 29 个	2334.93	1.32	0.83
第 17 个	1898.51	1.23	0.73	第 30 个	2371.86	1.36	0.86
第 18 个	1943.10	1.27	0.76	第 31 个	2371.86	1.33	0.84
第 19 个	1943.10	1.25	0.75	第 32 个	2488.15	1.42	0.89
第 20 个	2030.91	1.32	0.78	第 33 个	2488.15	1.34	0.86
第 21 个	2030.91	1.27	0.77	第 34 个	2573.28	1.42	0.90
第 22 个	2101.96	1.33	0.80	第 35 个	2573.28	1.37	0.88
第 23 个	2101.96	1.28	0.78	第 36 个	2647.51	0.12	0.05

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 1.19 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（36360.00 万元）对抵押物评估价值的比率为 29.06%，较上次跟踪基准日下降

0.48 个百分点；优先级票据剩余本金（63960.00 万元）相对抵押物评估价值的比率为 51.13%，较上次跟踪基准日下降 0.47 个百分点，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¹²，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%	41.94%	66.99%
对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”剩余本金覆盖倍数	2.73	2.42	2.12	1.76	1.00
对优先级票据剩余本金覆盖倍数	1.55	1.38	1.21	1.00	0.57

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 66.99%，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 41.94%，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（行业分析详见附件 1-1 三、行业分析 3. 私募基金行业）和房地产开发业务（行业分析详见《2023 年一季度房地产行业分析》和《2023 年一季度商业地产行业分析》）。截至 2023 年 3 月底，光大嘉宝股本为 15.00 亿元，上海光控股权投资管理有限公司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 29.17%的股份，光大

嘉宝间接控股股东为中国光大控股有限公司，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。

截至 2023 年 3 月底，光大嘉宝前十大股东未将持有的光大嘉宝股份进行质押，光大嘉宝股权结构详见附件 1-2。

跟踪期内，光大嘉宝经营范围无变化。

截至 2023 年 3 月底，光大嘉宝组织结构无变化（详见附件 1-3）。

截至 2022 年底，光大嘉宝合并资产总额 303.01 亿元，所有者权益 91.08 亿元（含少数股东权益 20.63 亿元）；2022 年，光大嘉宝实现营业收入 55.70 亿元，利润总额 3.10 亿元。

¹² 请报告使用者注意，因物业资产大部分自建于 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%。

截至 2023 年 3 月底，光大嘉宝合并资产总额 300.15 亿元，所有者权益 90.39 亿元（含少数股东权益 19.90 亿元）；2023 年 1—3 月，光大嘉宝实现营业总收入 4.93 亿元，利润总额 0.11 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，并可获得股东支持。2022 年，光大嘉宝不动产资管业务稳定发展，在管项目区域布局较好；营业总收入同比增幅较大，且债务期限结构较为合理。同时，联合资信也关注到光大嘉宝房地产可售规模较小、业务持续性存在不确定性，并表不动产资管项目或将加大光大嘉宝投资风险、项目退出造成财务指标波动，债务负担较重，投资收益为负以及商誉存在减值风险等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

未来，光大嘉宝或将退出房地产开发业务，收入及经营性现金流入可能缩减，但随着商业经济复苏及新开业商业地产的持续培育，光大嘉宝商业不动产资管业务将持续发展，经营状况有望保持稳定。

综合评估，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。

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。2022 年，光大嘉宝不动产资管业务仍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，债务期限结构合理；在建项目资本支出压力不大。2022 年，光大嘉宝房地产业务毛利率为 28.30%，同比下降但仍属行业较高水平；光大嘉宝债务以长期债务为主，债务期限结构合理。截至 2023 年 3 月底，光大

嘉宝房地产项目尚需投资 9.10 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. 房地产可售规模较小，该业务持续性存在不确定性，若光大嘉宝退出地产开发业务，将对光大嘉宝财务数据造成较大影响。2022 年以来，光大嘉宝房地产业务未获取新项目，剩余可售规模小且面临去化压力，2022 年销售商品、提供劳务收到的现金流入同比大幅下降，且光大嘉宝未来聚焦不动产私募基金管理及资产管理业务，无重资产房地产投资计划，随着现有项目完成去化，光大嘉宝未来或将退出房地产开发业务，届时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. 光大嘉宝商誉存在减值风险；因不动产投资项目净利润为负，2022 年投资收益为负。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。2022 年，受外部因素影响，商业地产行业景气度低，光大嘉宝持有的基金投资的部分不动产项目净利润为负，导致投资收益降为 -1.32 亿元，需关注后续不动产投资业务的投资风险。

4. 光大嘉宝资产受限比例高，尚未使用的授信额度小且对关联方借款展期，2022 年筹资活动现金流仍为净流出，光大嘉宝面临债务偿还压力。截至 2022 年底，光大嘉宝受限资产占资产总额的比例为 49.07%，资产受限规模大。截至 2023 年 3 月底，光大嘉宝未使用银行授信额度低（2.27 亿元）；2023 年，光大嘉宝对间接控股股东中国光大控股有限公司的全资子公司光大控股（江苏）投资有限公司的借款进行展期，

2022 年筹资活动现金流仍为净流出，光大嘉宝本部货币资金规模小，债务偿还依赖再融资及股东支持。

六、参与机构履约情况

1. 受托人/受托机构

跟踪期内，苏州信托对本交易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 2022 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 2022 年底，苏州信托总资产为 69.67 亿元，较上年底增长 3.61%；总负债为 5.16 亿元，较上年底下降 10.84%；净资产为 64.51 亿元，较上年底增长 4.97%。2022 年，苏州信托实现营业总收入 8.34 亿元，同比下降 19.04%，利润总额 5.70 亿元，同比下降 27.73%。截至 2022 年底，苏州信托净资本/各项风险资本之和为 371.16%，净资本/净资产为 84.17%，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/资金保管机构对本交易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 2023 年 3 月底，招商银行股份有限公司（以下简称“招商银行”）总股本及实际控制人未发生变化。

截至 2022 年底，招商银行资产总额为 101389.12 亿元，较上年底增长 9.62%；贷款和垫款总额 60514.59 亿元，较上年底增长 8.64%；负债总额 91846.74 亿元，较上年底增长 9.56%；客户存款总额 75357.42 亿元，较上年底增长 18.73%。截至 2022 年底，招商银行不良贷款总额 580.04 亿元，较上年底增加 71.42 亿元；不良贷款率 0.96%，较上年底上升 0.05 个百分点；拨备覆盖率 450.79%，较上年底下降 33.08 个百分点；贷款拨备率 4.32%，较上年底下降 0.10 个百分点。2022 年，招商银行实现营业收入 3447.83 亿元，同比增长 4.08%；实现归属于股东的净利润 1380.12 亿元，同比增长 15.08%；实现净利息收入 2182.35 亿元，同比增长 7.02%；实现非利息净收入 1265.48 亿元，同比下降 0.62%；归属于股东的平均总资产收益率（ROAA）和归属于普通股股东的平均净资产收益率（ROAE）分别为 1.42% 和 17.06%，同比分别上升 0.06 和 0.10 个百分点。截至 2022 年底，招商银行托管资产余额 20.06 万亿元，较上年末增长 3.08%。2022 年，招商银行实现托管业务佣金收入 57.47 亿元，同比增长 6.50%。

截至 2023 年 3 月底，招商银行资产总额为 105087.52 亿元；负债总额为 95189.90 亿元；招商银行不良贷款余额 603.02 亿元。2023 年 1—3 月，招商银行实现营业收入 906.36 亿元；实现归属于股东的净利润 388.39 亿元。

七、结论

联合资信对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。

截至资产跟踪基准日，物业资产时点出租率仍较高，不考虑特殊因素影响的压力情景下，物业资产运营净收入对“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尚可，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”剩余本金

对抵押物评估价值的抵押率仍低；光大嘉宝作为借款人和流动性支持机构偿付能力和偿付意愿仍很强，联合资信评定维持光大嘉宝主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。同时，联合资信也关注到物业资产收入可能下降，部分物业资产涉及的拆迁征收事宜可能对本交易未来现金流带来的负面影响以及光大嘉宝房地产可售规模较小、业务持续性存在不确定性，并表不动产资管项目或将加大投资风险、项目退出造成财务指标波动，债务负担较重，投资收益为负以及商誉存在减值风险等因素可能对光大嘉宝履约能力产生的不利影响。

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”或“光大嘉宝”）前身是上海嘉宝照明电器公司，1992 年 4 月，公司改制并更名为上海嘉宝实业股份有限公司。1992 年 12 月，公司在上海证券交易所上市（股票代码：600622.SH，股票简称：嘉宝实业）。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”）下属企业定增的方式引入光大控股为公司的战略股东。2017 年，公司变更为现名，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 2023 年 3 月底，公司股本为 15.00 亿元，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 29.17% 的股份，公司间接控股股东为中国光大控股有限公司（以下简称“光大控股”），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 2023 年 3 月底，公司前十大股东未将持有的公司股份进行质押，公司股权结构详见附件 1-2。

跟踪期内，公司经营范围无变化。

截至 2023 年 3 月底，公司组织结构无变化（详见附件 1-3）。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 303.01 亿元，所有者权益 91.08 亿元（含少数股东权益 20.63 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 55.70 亿元，利润总额 3.10 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 300.15 亿元，所有者权益 90.39 亿元（含少数股东权益 19.90 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 4.93 亿元，利润总额 0.11 亿元。

公司注册地址：上海市嘉定区清河路 55 号；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

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。详见《[宏观经济信用观察（2023 年一季度）](#)》。

三、行业分析

1. 房地产行业分析

2022年，在多重因素影响下，国内房地产市场延续2021年下半年以来的低迷状态，商品房销售萎靡，全国土地市场热度不高，供求规模齐跌，房企新开工意愿和房地产开发投资均持续下降，市场信心有待恢复。面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，供需两端调控政策逐步松绑转向宽松；2022年11月，融资端政策利好集中释放，“四箭齐发”等政策将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但政策传导速度及落地效果仍有待观察。在政策宽松预期及前期需求释放下，2023年国内房地产市场会有阶段性回暖，但长期不确定性仍大。详见[《2023年一季度房地产行业分析》](#)。

2. 商业地产行业分析

商业地产行业作为房地产行业的子行业，主要受到资金成本和经济增速的推动。受需求不振影响，自2021年以来，商业地产开发投资呈走弱态势。叠加外部环境等影响，商业地产竣工面积有所下降，商业地产供求矛盾虽有所缓解，但整体库存压力依然较大。2023年一季度，全国商业营业用房和办公楼开发投资完成额和销售额均同比下降。随着消费需求集中释放，商业地产可能短期企稳，但行业景气度仍面临一定压力；长期来看存量更新改造和轻资产输出将促进行业发展，商业不动产REITs试点新政对于推动商业地产行业发展将起到积极作用。详见[《2023年一季度商业地产行业分析》](#)。

3. 私募基金行业

2022年，私募基金管理规模较为稳定，整体发展状况仍属良好。

根据中国证券投资基金业协会发布的数据，截至2022年底，存续私募基金管理人23667家，较上年末下降3.8%；存续私募基金124391只，同比增长16.61%，增幅较大；私募基金管理规

模20.03万亿元，较上年底下降1.18%。截至2022年12月30日，存续私募证券投资基金、私募股权和创业投资基金规模分别达6.13万亿元、10.94万亿元及2.83万亿元，较2021年底分别下降12.58%、增长1.58%及增长19.41%。政策方面，2023年2月，基金业协会发布《不动产私募投资基金试点备案指引》，允许符合要求的私募股权基金设立私募投资基金，引入机构资金，投资特定居住用房、商业经营用房和基础设施项目等。综上，私募基金行业存续规模和数量相对稳定，且政策支持发展不动产私募投资基金，为不动产基金的发展提供较好的环境。

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. 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司在管项目规模较大，项目分布城市较好。

截至2023年一季度末，公司管理及在建的大融城、大融汇体系项目共23个，建筑面积逾280万平方米，主要分布在上海、北京、重庆、西安、青岛、佛山和江门等城市。截至2022年底，公司控股子公司光大安石（北京）房地产投资顾问有限公司（以下简称“光大安石”）在管项目36个，在管资产规模454.91亿元。光大安石于2022年内连续第九年获得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，并连续七年荣获“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基本信用信息报告（机构信用代码：913100001336360028），截至2023年7月3日，公司本部无未结清关

注类或不良/违约类贷款；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，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2023年7月21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，更换了部分独立董事、监事及高管，但主要管理制度及管理人员仍连续。

2022年，因监管机构整合监管法规体系，公司按监管要求修改了《公司章程》《股东大会规则》《董事会议事规则》及《监事会议事规则》等制度，上述制度的变化对公司经营管理无重大影响。

2022年，汪六七先生、陈乃蔚先生辞去公司独立董事职务，公司选举连重权先生、张光杰先生为公司独立董事。因已达法定退休年龄，曾瑞昌先生辞去公司监事职务，公司选举薛贵为公司监事。2023年4月，副总裁于潇然离任。

2023年5月，公司完成了董、监事会的换届选举工作。其中，张晓岚女士不再担任公司独立董事等相关职务，公司选举李婉丽女士为公司

独立董事；周颂明先生、余小玲女士不再担任公司副总裁职务。除上述情况外，公司其余董事、监事及高级管理人员未发生变动。

六、经营分析

1. 经营概况

2022年，因结转房地产规模较大，公司营业总收入增幅较大，不动产资管业务收入略有下降；受结转项目毛利率下降影响，公司综合毛利率降幅较大。

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。

2022年，公司营业总收入同比增长36.03%，主要系结转房地产规模增加所致。

2022年，公司主营业务收入占比为98.08%，主业依然突出。2022年，公司房地产业务收入同比上升43.81%，主要系结转的梦之晴及梦之悦项目规模上升所致；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3.93%，变化不大；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，2022年，公司房地产开发业务毛利率同比下降14.85个百分点，主要系结转的房地产项目拿地价格较高及政府限价所致；不动产资管业务毛利率略有下降。综上，2022年公司综合毛利率同比下降14.79个百分点。

表1 2020—2022年及2023年1—3月公司营业总收入及毛利率情况

项目	2020年			2021年			2022年			2023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	31.86	80.92	42.50	34.08	83.24	43.15	49.01	87.99	28.30	3.61	73.22	39.86
不动产资管	6.53	16.59	80.20	5.85	14.27	77.40	5.62	10.09	76.30	1.04	21.10	66.37
其他	0.99	2.51	31.82	1.02	2.49	57.08	1.07	1.92	51.14	0.28	5.68	74.61
合计	39.37	100.00	48.32	40.95	100.00	48.38	55.70	100.00	33.59	4.93	100.00	47.45

资料来源：公司提供

2023年1—3月，公司营业总收入同比下降26.88%，主要系房地产项目结转规模下降所致；综合毛利率较2022年全年水平上升13.86个百分点，主要系结转的梦之悦项目毛利率较高所致。

2. 主营业务分析

(1) 不动产资管业务

公司不动产资管业务投资项目城市布局仍较好，在管项目规模同比变化不大，但收入同比略有下降；公司并表不动产资管项目持股比例

较高，有助于增加公司营业收入，但其公允价值变动将导致公司财务状况大幅变动，或将加大公司投资风险。

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。

2022年，因上海静安大融城项目资产支持专项计划（该计划规模为44亿元且全部用于购买上海静安大融城项目的基金份额）到期，新发行光证资管-光控安石商业地产第4期资产支持专项计划（发行规模44亿元），完成上述到期的专项计划退出，此外，公司退出江桥项目（退出管理规模为10.09亿元）；综上，公司2022年末持有投资项目金额总体较为稳定。从业态来看，截至2022年底，公司不动产资管在管项目管理规模以商业地产（占48.31%）、写字楼（占25.99%）、工业地产（占7.67%）和酒店及公寓（占6.09%）为主。

截至2022年底，公司对在管项目的投资余额为47.64亿元，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，但不动产资管项目公允价值变动同时也会带来相应的投资风险。

表2 2020年以来光大安石业务情况

（单位：个、亿元）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1-3月
新增投资项目个数	3	0	1	0
新增管理规模合计	98.87	11.52	44.00	0.00
退出项目个数	7	4	2	0
减少管理规模合计	98.29	15.40	54.09	0.00
期末在管项目个数	41	37	36	36
期末在管规模合计	468.88	465.00	454.91	454.91

资料来源：公司提供

截至2022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，项目总投资规模大，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，当项目转让退出后，公司的财务指标也将出现较大波动。

出租率方面，公司并表基金投资项目整体出租率较高，其中，光大安石虹桥中心项目（商业和办公楼）出租率（61.82%）较低，主要系外部因素影响及开业时间较短所致（2021年12月31日开业）。可售项目去化率方面，重庆朝天门大融汇项目可售部分为公寓类项目，去化率一般。

表3 公司并表基金投资项目情况（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2022年底可售面积	2022年销售面积	截至2022年底可供出租面积	2022年末已出租面积	2022年营业收入
光控安石-上海一号私募投资基金	光大安石中心项目	上海	综合体	15.90	47.74	0.93	--	9.45	9.06	1.83
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	--	--	8.19	5.06	1.50
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	3.77	1.50	11.95	11.26	1.44
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	3.93	1.02
合计				71.98	163.04	4.70	1.50	34.50	29.31	5.79

注：1. 2020年公司认缴上海雷泰投资中心（有限合伙）37000万份层级财产份额，合计认缴上海雷泰投资中心（有限合伙）55000万份层级财产份额，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

（2）房地产开发业务

2022年以来，公司无新增土地储备，新开

工规模较小；在建项目尚需投入的资金规模尚小，资本支出压力较小；公司剩余可售面积小

且无重资产房地产投资计划，未来或将退出房地产开发业务，届时公司财务数据可能会受到较大影响。

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

2022年及2023年1—3月，公司均未获取新的土储项目。截至2023年3月底，公司无未开发的土地储备。未来公司不再投入重资产地产项目，计划通过代建等形式获取轻资产项目。

项目开发

2022年公司新开工盛创科技园三期项目，为商业和办公用地。2023年1—3月，公司无新开工和竣工项目。

表4 公司主要项目开发数据情况

(单位：万平方米)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月
新开工面积	15.56	0.00	5.92	0.00
竣工面积	0.00	47.23	0.00	0.00
期末在建面积	31.58	15.75	21.67	21.67

注：2020年数据未包含并表基金数据，2021年及以后数据包含并表基金数据

资料来源：公司提供

截至2023年3月底，公司在建项目（不包含基金投资项目）尚需投资9.10亿元，公司未来资本支出压力较小。

项目销售

2022年，公司签约销售面积同比下降85.04%，主要系当期可售项目大幅减少所致；销售均价同比下降46.88%，主要系当期销售的梦之春项目及重庆朝天门项目售价相对较低所致；综上，公司签约销售金额同比下降92.05%。

项目结转方面，2022年公司结转面积同比增长51.36%，主要系结转的梦之晴、梦之悦及重庆朝天门大融汇项目规模较大所致，结转均价同比略有下降；综上，结转收入同比增长48.65%。

2023年1—3月，公司签约销售面积和销售金额规模较小。

表5 公司房地产销售数据
(单位：万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月
签约销售面积	10.47	14.17	2.12	0.33
签约销售金额	32.87	50.68	4.03	0.66
销售均价	3.14	3.58	1.90	2.00
结转面积	8.90	9.93	15.03	0.70
结转收入	29.45	28.55	42.44	1.34
结转均价	3.31	2.88	2.82	1.91

注：1. 上表中结转收入不包含车位收入；2. 2020年数据未包含并表基金数据，2021年及以后数据包含并表基金数据

资料来源：公司年报及经营数据公告

截至2023年3月底，公司在售项目剩余可售面积为4.29万平方米，其中住宅类项目仅剩梦之悦项目，因位于昆山且周边同质化产品较多，面临去化压力；商业类在售项目为重庆朝天门项目及光大安石中心，因业态为公寓及独栋办公楼等，去化速度一般。公司房地产项目剩余可售面积小且无重资产房地产投资计划，未来公司发展战略聚焦不动产私募基金管理及资产管理主业，随着现有项目完成去化，公司未来或将退出房地产开发业务，届时财务数据或将受到较大影响。

3. 经营效率

2022年，公司主要经营效率指标同比上升，整体经营效率尚可。

从经营效率指标看，2022年公司存货周转次数和总资产周转次数分别为0.70次和0.17次，均较2021年有所上升。公司整体经营效率尚可。

4. 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，发展战略符合公司目前资源情况。

未来公司将坚持主动管理和价值创造的核心理念，进一步聚焦不动产私募基金管理及资产管理主业，发挥公司专业投资优势及不动产资产管理优势，在商业资产管理、写字楼资产管理、物流资产管理、城市更新、不动产资产证券化及公募REITs等细分领域培育核心竞争力，巩固和扩大公司在细分行业中的头部地位和市场份额，成为国内领先的不动产跨境投资和资产管理平台。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022年财务报告，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2023年一季度财务数据未经审计。

截至2022年底，公司合并资产总额303.01亿元，所有者权益91.08亿元(含少数股东权益20.63亿元)；2022年，公司实现营业总收入55.70亿元，利润总额3.10亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额300.15亿元，所有者权益90.39亿元(含少数股东

权益19.90亿元)；2023年1—3月，公司实现营业总收入4.93亿元，利润总额0.11亿元。

2. 资产质量

截至2022年底，因地产项目结转及货币资金减少，公司流动资产规模降幅较大，非流动资产占比上升较快；存货中部分项目面临去化压力，投资性房地产主要为并表基金投资的项目且规模大幅增长，商誉存在减值风险，资产受限比例高，资产流动性弱。

截至2022年底，公司合并资产总额较上年末下降14.34%，主要系流动资产下降所致。公司资产以非流动资产为主，非流动资产占比较上年末上升较快。

表6 2020—2022年末及2023年3月末公司资产主要构成

科目	2020年末		2021年末		2022年末		2023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	146.05	43.11	134.40	37.99	87.08	28.74	85.32	28.43
货币资金	34.95	10.32	45.17	12.77	27.38	9.04	27.10	9.03
存货	89.96	26.56	66.71	18.86	39.10	12.90	38.35	12.78
非流动资产	192.72	56.89	219.36	62.01	215.94	71.26	214.82	71.57
长期股权投资	55.87	16.49	57.17	16.16	55.87	18.44	55.61	18.53
投资性房地产	59.47	17.55	88.73	25.08	137.56	45.40	136.66	45.53
在建工程	58.30	17.21	51.95	14.68	2.32	0.77	2.32	0.77
资产总额	338.77	100.00	353.76	100.00	303.01	100.00	300.15	100.00

注：占比指占资产总额的比例

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年底，公司货币资金较上年末下降39.38%，主要系偿还债务及利息所致，货币资金中有0.01亿元受限资金，受限规模很小；其他应收款规模较上年末变化不大，该科目主要为关联方借款及往来款，累计计提坏账准备1.18亿元，需关注后续关联方借款及往来款回收情况；存货较上年末下降41.39%，主要系结转上海嘉定梦之晴项目规模大所致，存货主要由开发成本(占48.53%)及开发产品(占50.79%)构成，累计计提跌价准备0.07亿元，计提比例为0.17%，考虑到昆山花桥的梦之悦项目去化较慢，存货面临继续跌价风险，此外，因业态为公寓及办公楼等，重庆朝天门大融汇及光大安石中心项目存在去化压力。

截至2022年底，公司投资性房地产(主要为并表基金所持项目)较上年末增长55.03%，在建

工程较上年末下降95.53%，主要系光大安石虹桥中心项目达到预计可使用状态转入投资性房地产所致；公司商誉规模较大，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2022年底，公司资产受限比例高，其中投资性房地产受限比例达98.61%。

表7 截至2022年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值(亿元)	占资产总额比例(%)	受限原因
货币资金	0.01	0.004	融资保证金
存货	10.74	3.55	抵押借款
固定资产	0.03	0.01	抵押借款
投资性房地产	135.65	44.77	抵押借款、债券
在建工程	2.24	0.74	抵押借款
合计	148.68	49.07	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2023年3月底，公司资产总额及资产结构均较上年末变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

公司权益中少数股东权益和未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2022 年底，公司所有者权益 91.08 亿元，较上年底下降 4.23%，主要系结转梦之悦项目，少数股东权益下降所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 77.35%，少数股东权益占比为 22.65%。在所有者权益中，股本、资本公积和未分配利润分别占 16.47%、15.53% 和 41.59%。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构较上年底变化不大。

(2) 负债

截至 2022 年底，因合同负债和应付债券下降，公司负债规模有所下降，非流动负债占比进一步上升；公司债务期限结构较为合理，有息债务规模有所下降，但有息债务负担仍较重。

截至 2022 年底，公司负债总额较上年底下降 18.06%，主要系合同负债及应付债券下降所致。公司负债以非流动负债为主，且非流动负债占比有所上升。

表 8 2020—2022 年末及 2023 年 3 月末公司负债主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 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 (%)
流动负债	94.93	39.67	108.22	41.84	76.45	36.07	83.66	39.88
其他应付款 (合计)	26.03	10.88	20.92	8.09	24.96	11.78	34.24	16.33
一年内到期的非流动负债	15.83	6.61	4.69	1.81	5.02	2.37	4.05	1.93
合同负债	35.47	14.82	58.13	22.47	23.97	11.31	22.90	10.92
非流动负债	144.39	60.33	150.44	58.16	135.48	63.93	126.10	60.12
长期借款	84.44	35.28	78.49	30.34	79.14	37.34	79.17	37.74
应付债券	40.93	17.10	51.37	19.86	36.44	17.19	27.10	12.92
负债总额	239.32	100.00	258.66	100.00	211.94	100.00	209.75	100.00

注：占比指占负债总额的比例

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2022 年底，公司其他应付款 (合计) 较上年底增长 19.33%，主要系新增光大控股的全资子公司光大控股 (江苏) 投资有限公司 (以下简称“光控江苏”) 借款所致；合同负债较上年底下降 58.76%，主要系结转上海嘉定梦之晴项目所致。

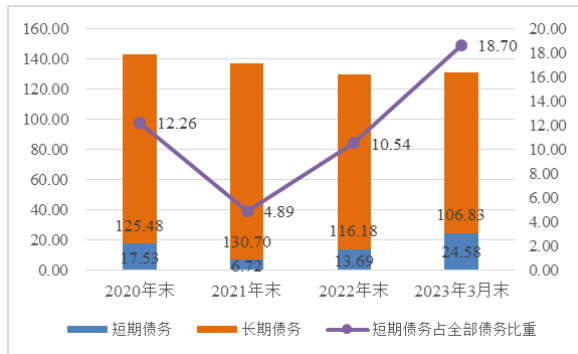
截至 2022 年底，公司长期借款较上年底增长 0.82%，长期借款主要由抵押质押借款 (占 55.01%)、抵押保证借款 (占 25.94%) 及抵押借款 (占 13.51%) 构成；应付债券较上年底下降 29.06%，主要系偿还“19 嘉宝 01”“20 光大嘉宝 MTN003”及“20 光大嘉宝 PPN001”所致。

截至 2023 年 3 月底，公司负债总额及负债结构较上年底变化不大；其他应付款 (合计) 较上年底增长 37.21%，主要系新增光控江苏借款所致 (借款余额为 14.92 亿元)。

有息债务方面，截至 2022 年底，公司全部债务较上年底下降 5.50%，以长期债务为主。其中，短期债务较上年底增长 103.56%，主要系新增关联方借款所致；长期债务较上年底下降 11.11%，主要系偿还应付债券所致。2022 年公司综合融资成本为 4.50%，处于较低水平。

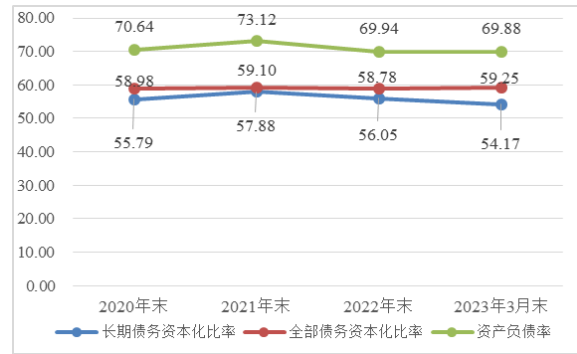
从债务指标来看，截至 2022 年底，公司资产负债率、调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别下降 3.18 个百分点、0.38 个百分点、0.32 个百分点和 1.83 个百分点，但公司债务负担仍属较重。

图1 公司债务结构 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

图2 公司债务杠杆水平 (单位: %)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

截至2023年3月底, 公司全部债务规模及债务指标较上年底变化不大, 短期债务占比上升。

从债务期限分布看, 截至2023年3月底, 公司有息债务期限分布较为均衡。

表9 截至2023年3月底公司有息债务期限结构 (单位: 亿元)

项目	2023年4-12月到期	2024年到期	2025年到期	2026年及以后到期	合计
短期借款	3.96	0.00	0.00	0.00	3.96
应付票据	0.04	0.00	0.00	0.00	0.04
一年内到期的非流动负债	3.20	0.85	0.00	0.00	4.05
其他应付款 (拆借资金)	16.52	0.00	0.00	0.00	16.52
长期借款	0.00	16.73	2.90	59.54	79.17
应付债券	16.70	10.40	0.00	0.00	27.10
融资租赁款	0.00	0.00	0.00	0.57	0.57
合计	40.42	27.98	2.90	60.11	131.41
占比	30.76%	21.29%	2.21%	45.74%	100.00%

注: 应付债券将于2023年到期的规模为考虑回售情况的规模, 不包含2023年新发行的“23光大嘉宝MTN001”
资料来源: 公司提供

4. 盈利能力

2022年, 因结转房地产项目规模增长影响, 公司营业总收入同比增幅较大; 公司投资收益同比由正转负, 利润总额降幅较大, 公司主要盈利指标均下降。

2022年及2023年一季度, 公司营业总收入分析见经营部分。2022年, 公司利润总额为3.10亿元, 同比下降33.50%, 主要系财务费用、投资损失及信用减值损失上升所致。2023年一季度, 公司利润总额同比下降78.99%, 主要系结转地产项目规模下降所致。

从期间费用看, 2022年, 公司费用总额同比下降10.26%, 主要系销售费用及管理费用下降所致。从构成看, 公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为8.88%、31.31%和59.81%, 以管理费用和财务费用为主。其中, 销售费用同比

下降51.99%, 主要系房地产项目销售金额下降, 支付的佣金及销售渠道费用减少所致; 管理费用同比下降18.21%, 主要系支付职工薪酬下降所致; 财务费用同比增长9.42%, 主要系光大安石虹桥中心项目部分在建工程转入投资性房地产, 对应项目借款利息由资本化转为费用化所致。

非经营性损益方面, 2022年, 公司投资收益同比由正转负, 主要系公司持有的基金投资的新光大中心项目 (确认的财务费用高)、北京中关村项目 (因规划调整清退租户, 支付清退费用较大)、明悦项目 (酒店收入受外部环境降影响降幅较大) 等亏损, 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) 下降所致, 投资收益对营业利润影响较大; 因应收账款计提坏账准备增加, 信用减值损失同比大幅增长。

表 10 公司盈利能力变化情况

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月
营业总收入（亿元）	39.37	40.95	55.70	4.93
费用总额（亿元）	9.90	11.78	10.57	2.22
其中：销售费用（亿元）	1.42	1.96	0.94	0.09
管理费用（亿元）	3.68	4.05	3.31	0.66
财务费用（亿元）	4.80	5.78	6.33	1.48
投资收益（亿元）	1.28	1.72	-1.32	0.33
利润总额（亿元）	6.48	4.66	3.10	0.11
营业利润率（%）	39.55	36.80	27.83	39.41
总资本收益率（%）	4.17	3.97	3.57	--
净资产收益率（%）	3.81	2.35	0.77	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2022年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率同比分别下降8.97个百分点、0.40个百分点及1.58个百分点，公司主要盈利指标表现一般。

5. 现金流

2022年，由于房地产销售回款下降，公司经营现金流入大幅减少，经营现金仍为净流入但流入规模大幅下降；投资活动现金仍净流出；筹资活动现金流入流出规模均大幅上升，筹资活动现金仍为净流出。

表 11 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月
经营活动现金流入小计	47.06	73.06	26.36	4.89
经营活动现金流出小计	33.20	34.04	25.78	4.94
经营活动现金流量净额	13.86	39.02	0.58	-0.05
投资活动现金流入小计	21.52	8.63	9.58	0.68
投资活动现金流出小计	38.90	8.97	11.86	0.84
投资活动现金流量净额	-17.38	-0.34	-2.29	-0.16
筹资活动前现金流量净额	-3.52	38.68	-1.71	-0.22
筹资活动现金流入小计	91.34	30.83	60.81	13.77
筹资活动现金流出小计	84.31	58.23	76.84	13.84
筹资活动现金流量净额	7.03	-27.40	-16.03	-0.07

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2022年，公司经营现金流入同比下降63.92%，主要系房地产可售规模下降，公司销售回款下降所致；经营现金流出同比下降24.27%，主要系房地产开发规模下降，建设资金支出减少所致。2022年，公司经营现金净流入同比下降98.52%。

从投资活动来看，2022年，公司投资活动现金流入同比增长10.93%；投资活动现金流出同比增长32.21%，主要系基金投资的光大安石虹桥中心项目支付工程款规模较大所致。综上，2022年，公司投资活动现金净流出同比增长572.80%。

2022年，公司筹资活动前现金流量由净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2022年，公司筹资活动现金流入同比增长97.22%，主要系取得借款规模大幅增长所致；筹资活动现金流出同比增长31.96%，主要系偿还债务支付的现金规模大幅增长所致。2022年，因债务净偿还，公司筹资活动现金流净流出。

2023年1—3月，公司经营活动、投资活动及筹资活动产生的现金流均净流出。

6. 偿债指标

2022年，公司短期偿债指标表现较强，长期偿债指标表现一般，考虑到公司存在关联方借款展期情况且增加融资空间小，需关注公司后续债务偿还压力。

表 12 公司偿债指标

项目	项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
短期偿债指标	流动比率（%）	153.85	124.19	113.90	101.99
	速动比率（%）	59.08	62.55	62.76	56.15
	经营现金/流动负债（%）	14.60	36.06	0.76	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.79	5.80	0.04	--
长期偿债指标	现金短期债务比（倍）	2.24	6.93	2.14	1.15
	EBITDA（亿元）	14.85	15.87	14.17	--
	全部债务/EBITDA（倍）	9.63	8.66	9.16	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.10	0.28	0.00	--
	EBITDA/利息支出（倍）	1.85	1.91	1.91	--
	经营现金/利息支出（倍）	1.72	4.70	0.08	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

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2022年底，公司流动比率有所下降，速动比率变化不大，现金短期债务比大幅下降。截至2023年3月底，公司短期偿债指标均下降，其中现金短期债务比下降至1.15倍。

关联方借款方面，2022年11月，光大控股的全资子公司光控江苏向公司提供5.39亿元财务资助；2022年12月30日，光控江苏向公司提供10.53亿元借款，借款主要用于偿还到期债务。基于公司资金安排及经营情况需要，公司分别于2023年2月28日及2023年4月19日与光控江苏就公司尚未向其归还的4.39亿元及10.53亿元财务资助签署了附条件生效的展期协议。截至2023年6月底，公司已偿还4.39亿元财务资助款，尚余10.53亿元未偿还，考虑到公司尚未使用的授信额度小，公司存在短期偿债压力。

从长期偿债指标看，2022年，公司EBITDA有所下降，EBITDA对利息支出覆盖能力和全部债务的覆盖倍数变动不大，公司长期偿债指标表现一般。

对外担保方面，截至2023年3月底，公司对外担保规模为21.57亿元，均为对公司管理的基金项目融资提供的担保。其中对北京华信恒盛投资管理有限公司担保余额13.57亿元，对光证资管-光控安石商业地产第4期资产支持专项计划担保余额为8.00亿元。截至2023年3月底，公司对外担保余额占净资产比例为23.68%，或有负债风险可控。

未决诉讼方面，截至2023年3月底，联合资信未发现公司涉案金额超过5000万元的未决诉讼或仲裁案件。

银行授信方面，截至2023年3月底，公司共计获得银行授信额度88.20亿元，尚未使用授信额度为2.27亿元，可使用授信额度低，考虑到公司资产受限比例高，公司增加融资空间较窄，面临融资压力。

7. 公司本部财务分析

公司本部资产以其他应收款、长期股权投资和其他非流动金融资产为主；公司本部作为部分借款和全部债券的债务主体，债务负担较重；公司本部货币资金规模小，营业收入规模较小，现金流量规模不大。

截至2022年底，公司本部资产总额131.04亿元，较上年底增长3.56%。其中，流动资产37.79亿元（占28.84%），非流动资产93.25亿元（占71.16%）。公司本部资产主要由其他应收款（合计）、其他非流动金融资产及长期股权投资构成，公司本部资产主要系对房地产及基金项目的投资。截至2022年底，公司本部货币资金为0.39亿元。

截至2022年底，公司本部负债总额95.57亿元，较上年底增长8.58%。其中，流动负债53.09亿元（占55.55%），非流动负债42.48亿元（占44.45%）。公司本部负债主要由其他应付款（合计）及应付债券构成。截至2022年底，公司本部资产负债率为72.93%，较上年底提高3.37个百分点；全部债务51.35亿元，以长期债务为主；全部债务资本化比率59.15%，公司本部债务负担较重。

截至2022年底，公司本部所有者权益为35.47亿元，较上年底下降7.91%。在所有者权益中，股本为15.00亿元（占42.28%）、资本公积合计14.60亿元（占41.16%）、未分配利润合计2.42亿元（占6.82%）、盈余公积合计3.06亿元（占8.62%）。

2022年，公司本部营业总收入为0.48亿元，利润总额为-2.54亿元，投资收益为0.18亿元。

现金流方面，2022年，公司本部经营活动现金流净额为7.00亿元，投资活动现金流净额0.08亿元，筹资活动现金流净额-7.31亿元。

八、外部支持

光大控股资本实力强，品牌知名度高，在资金支持、直接认购基金份额等方面给予公司一定支持。

1. 支持能力

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2022年底，光大控股资产总额为844.77亿港元，所有者权益358.52亿港元，资本实力强；光大控股资产管理规模约1654亿港元，在管基金数量达80只。2022年，

光大控股再次上榜 PEI300 榜单，获得“2022 国资直投机构最佳汇报 TOP20”，品牌知名度高。

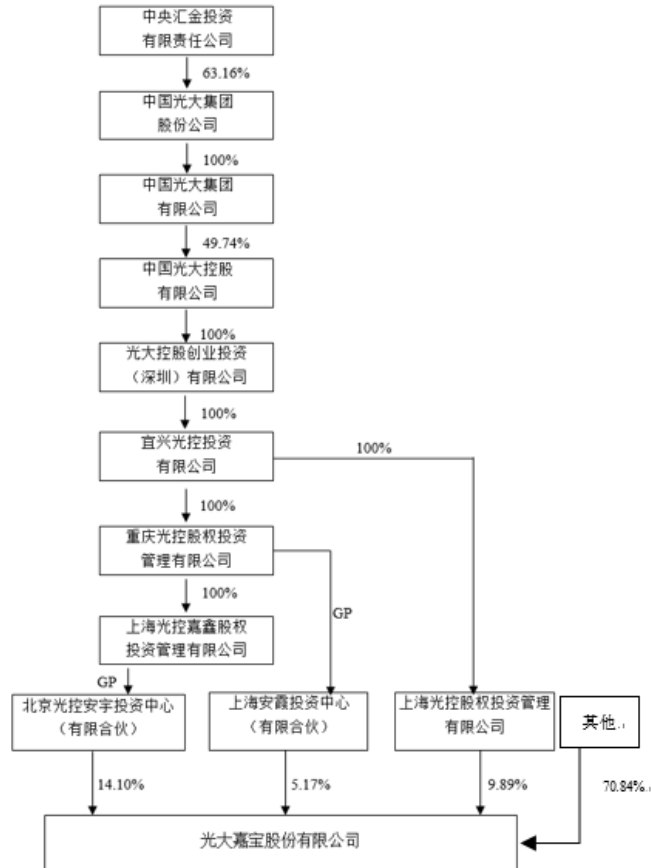
2. 支持可能性

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。资金支持方面，2022 年，光控江苏为公司提供了 15.92 亿元财务资助。

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。

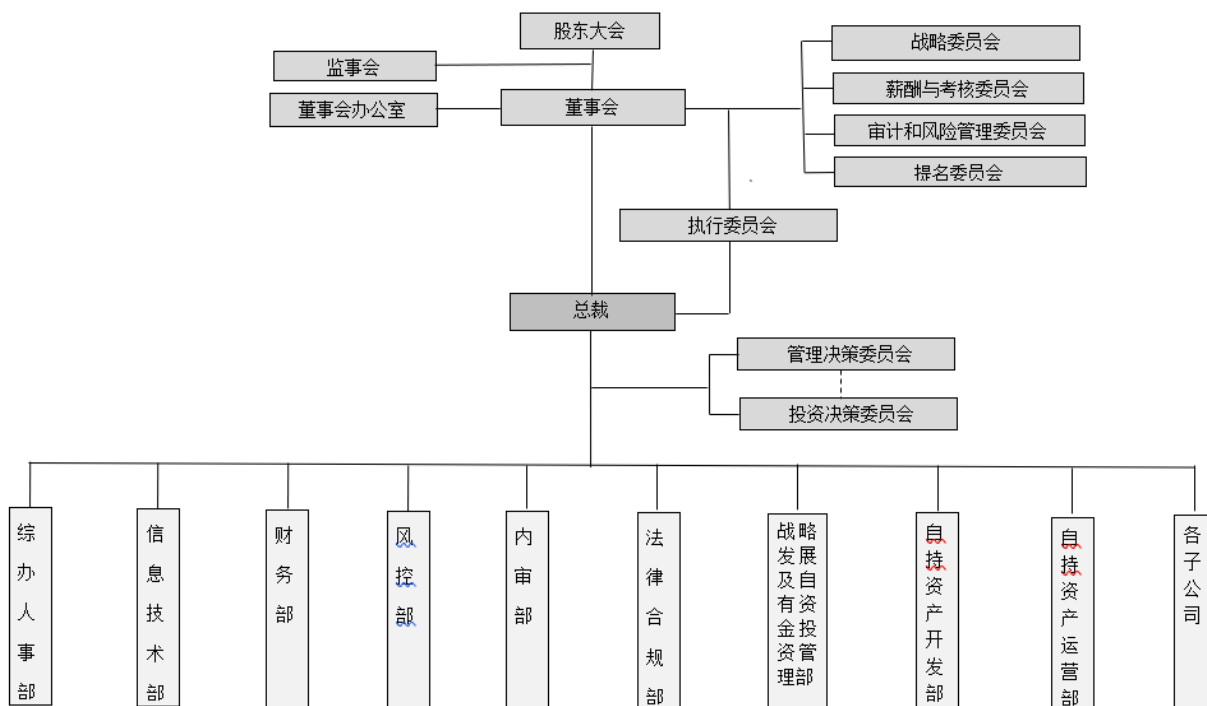
附件 1-2 截至 2023 年 3 月底光大嘉宝股份有限公司股权结构图



注：公司实际控制人为中国光大集团股份公司，最终控制人为中央汇金投资有限责任公司。

资料来源：光大嘉宝提供

附件 1-3 截至 2023 年 3 月底光大嘉宝股份有限公司组织架构图



资料来源：光大嘉宝提供

附件 1-4 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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	39.25	46.57	29.27	28.33
资产总额 (亿元)	338.77	353.76	303.01	300.15
所有者权益 (亿元)	99.45	95.10	91.08	90.39
短期债务 (亿元)	17.53	6.72	13.69	24.58
长期债务 (亿元)	125.48	130.70	116.18	106.83
全部债务 (亿元)	143.01	137.42	129.86	131.41
营业总收入 (亿元)	39.37	40.95	55.70	4.93
利润总额 (亿元)	6.48	4.66	3.10	0.11
EBITDA (亿元)	14.85	15.87	14.17	--
经营性净现金流 (亿元)	13.86	39.02	0.58	-0.05
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	15.18	11.48	33.59	--
存货周转次数 (次)	0.24	0.27	0.70	--
总资产周转次数 (次)	0.13	0.12	0.17	--
现金收入比 (%)	97.66	168.74	39.10	85.50
营业利润率 (%)	39.55	36.80	27.83	39.41
总资本收益率 (%)	4.17	3.97	3.57	--
净资产收益率 (%)	3.81	2.35	0.77	--
长期债务资本化比率 (%)	55.79	57.88	56.05	54.17
全部债务资本化比率 (%)	58.98	59.10	58.78	59.25
资产负债率 (%)	70.64	73.12	69.94	69.88
流动比率 (%)	153.85	124.19	113.90	101.99
速动比率 (%)	59.08	62.55	62.76	56.15
经营现金流动负债比 (%)	14.60	36.06	0.76	--
现金短期债务比 (倍)	2.24	6.93	2.14	1.15
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.85	1.91	1.91	--
全部债务/EBITDA (倍)	9.63	8.66	9.16	--

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. 光大嘉宝 2023 年一季度财务报表未经审计；3. 其他应付款科目中有息债务已调整计入短期债务，长期应付款科目中有息债务已调整计入长期债务；4. EBITDA 包含投资性房地产当期计提的折旧或摊销；5. “--”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及光大嘉宝提供资料整理

附件 1-5 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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(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	(营业总收入/营业成本/税金及附加)/营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 1-6-1 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 1-6-2 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