

光大嘉宝 2018 年度第一期 资产支持票据 2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕7131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“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”的信用等级维持 AAA_{sf}，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”的信用等级维持 AA⁺_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年七月三十日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，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、评级人员与委托方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告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。

四、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。

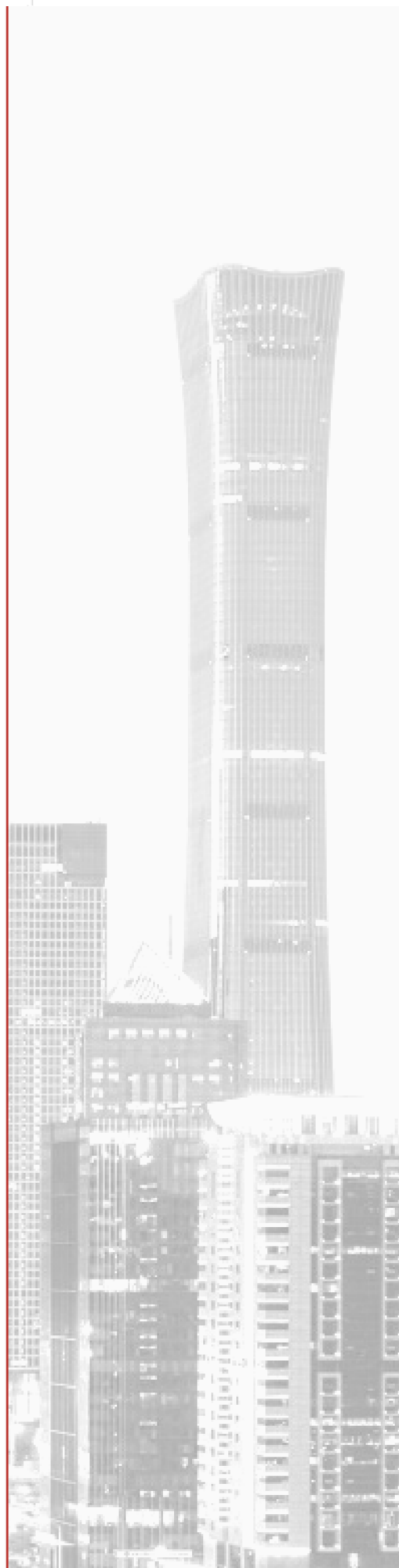
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、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。

八、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。

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。



光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据 2024 年跟踪评级报告

票据简称	金额（万元）		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	21680.00	36360.00	59.59%	56.76%	AAA _{sf}	AAA _{sf}
18 光大嘉宝 ABN001 优先 B	14600.00	27600.00	40.13%	43.08%	AA ⁺ _{sf}	AA ⁺ _{sf}
18 光大嘉宝 ABN001 次	100.00	100.00	0.27%	0.16%	NR	NR
合计	36380.00	64060.00	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 表示未予评级

评级关键要素

跟踪评级相关信息	量化模型测试——DSCR	
基础资产：单一资金信托受益权	基础情景	物业资产预测运营可分配净现金流对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”各期利息支出和本息支出（除最后一期）的覆盖倍数最低分别为 2.50 倍和 1.92 倍；无法足额覆盖“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”到期本息支出和“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”到期本息支出
发起机构/基础债务人/借款人/资产服务机构/优先收购权人/流动性支持机构/光大嘉宝：光大嘉宝股份有限公司		压力情景
物业资产/抵押物：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、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	量化模型测试——LTV	
首次评估基准日：2017/10/11		
资产跟踪基准日：2024/03/31	处置物业资产	“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”的 LTV 为 19.63%，可承受的跌价极值为 77.71%；“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”的 LTV 为 32.84%，可承受的跌价极值为 62.70%
本次票据跟踪基准日：2024/07/22		
本次跟踪期间：2023/07/22—2024/07/22		
资产支持票据预期到期日：2036/07/20		
法定到期日：2038/07/20		

注：量化模型测试相关情景设定详见报告正文

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”）进行了持续的跟踪，对所涉及的基础资产及其项下物业资产运行情况、资产支持票据兑付情况、量化模型测试、参与机构的履职能力以及外部增信等因素进行了综合考量，以评定本交易项下优先级资产支持票据的信用等级。

跟踪期内，标的物业实收租金不及预期，但运营净收入归集值符合目标值。量化测算结果显示，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有所提高，但仍无法足额覆盖“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”到期本息支出和“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”到期本息支出；抵押担保措施对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”的保障程度好，对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”的保障程度较好。

联合资信评定本交易流动性支持机构光大嘉宝主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。光大嘉宝履约能力仍很强，其提供的增信措施对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”仍起到重要的信用支撑作用，对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”仍起到主要的信用支撑作用。

跟踪期内，各参与方能够较好地履行其相应的职能。

综合考虑上述因素，联合资信确定“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”的信用等级维持 AAA_{sf}，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”的信用等级维持 AA⁺_{sf}。

优势

- **抵押担保措施对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”期间预期支出和剩余本金的保障程度均有所上升。**跟踪期内，由于部分物业解除抵押伴随提前还款以及票面利率的下调，物业资产预测运营净收入对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”期间预期支出的覆盖倍数以及抵押物价值对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”剩余本金的保障程度均有提升。

- **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下属唯一的不动产资管平台，股东实力雄厚；长期专注于不动产资产管理业务，具有良好的品牌优势，管理经验丰富；后续资本支出压力较小。

关注

- **跟踪期内，物业资产时点出租率有所下降，2024年上半年租金收缴率较低，未来受多种因素影响，物业资产租金收入或将继续下降，进而对资产支持票据的本息兑付产生不利影响。**截至资产跟踪基准日，物业资产出租率下降6.42个百分点至89.74%；2024年上半年，由于租金收缴率较低，实收租金大幅偏离预期；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。
- **需关注光大嘉宝相关运营和财务风险。**光大嘉宝逐步退出房地产开发业务，经营业绩承压；面临一定投资风险以及再融资压力。

本次评级使用的评级方法

方法名称	版本号
资产支持证券评级方法总论	V4.0.202312
商业地产资产证券化评级方法	V4.0.202312

注：上述评级方法均已在联合资信官网公开披露

光大嘉宝主要财务数据

项目	2021年	2022年	2023年	2024年3月	项目	2021年	2022年	2023年	2024年3月
现金类资产（亿元）	46.57	29.27	26.24	27.11	营业利润率（%）	36.80	27.83	24.97	37.52
资产总额（亿元）	353.76	303.01	247.25	246.46	净资产收益率（%）	2.35	0.77	-32.59	--
所有者权益（亿元）	95.10	91.08	66.81	64.93	资产负债率（%）	73.12	69.94	72.98	73.66
短期债务（亿元）	6.72	13.69	52.40	54.10	全部债务资本化比率（%）	59.10	58.78	65.42	66.54
长期债务（亿元）	130.70	116.18	73.98	75.02	流动比率（%）	124.19	113.90	68.36	69.86
全部债务（亿元）	137.42	129.86	126.38	129.12	经营现金流流动负债比（%）	36.06	0.76	5.95	--
营业总收入（亿元）	40.95	55.70	43.90	3.42	现金短期债务比（倍）	6.93	2.14	0.50	0.50
利润总额（亿元）	4.66	3.10	-18.87	-1.21	EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	1.48	-1.64	--
EBITDA（亿元）	12.29	10.99	-11.27	--	全部债务/EBITDA（倍）	11.18	11.82	-11.21	--
经营性净现金流（亿元）	39.02	0.58	5.02	-0.24					

注：1. 本报告中除特别说明外，均指人民币；2. 光大嘉宝2024年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；3. 其他应付款科目中有息债务已调整计入短期债务；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表整理

债券过往评级情况

评级时间	“18光大嘉宝 ABN001 优先 A”信用等级	“18光大嘉宝 ABN001 优先 B”信用等级	评级报告
2023/07/26	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	阅读全文
2022/07/18	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	阅读全文
2021/07/28	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	阅读全文
2020/07/30	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	阅读全文
2019/07/30	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	阅读全文
2018/07/26	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	阅读全文

注：“18光大嘉宝 ABN001 优先 A”和“18光大嘉宝 ABN001 优先 B”的起息日为2018年10月30日

评级时间

2024年7月30日

评级项目组

项目负责人：魏诗博 weisb@lhratings.com

项目组成员：陈开帆 chenkf@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、票据兑付概况

本次跟踪期内，本交易项下各档优先级资产支持票据均已正常兑付。

“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”（以下简称“本交易”）于 2018 年 10 月 30 日正式成立，并于当日挂牌转让。本交易基础资产为委托人上海嘉宝新菊房地产有限公司为设立信托而根据《财产权信托合同》信托并转让予受托人苏州信托有限公司（以下简称“苏州信托”）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。本次跟踪期内，由于本交易所涉及的物业资产之一存在被征收情况，借款人光大嘉宝股份有限公司（以下简称“光大嘉宝”）向苏州信托就基础资产所涉信托贷款提前还款¹14360.00 万元，跟踪期内基础资产单一资金信托贷款共归还本金 14680.00 万元，剩余信托贷款余额为 49380.00 万元²；优先级资产支持票据（以下简称“优先级票据”）“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”和“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”累计分配本息 31280.25 万元，其中“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”于 2023 年 11 月 29 日提前兑付本金 14360.00 万元以及对应部分的期间利息（利随本清），剩余本金对应的利息于下个兑付日支付（按半年计算），“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”的还本计划由于提前还本有所变化，具体详见附件 4。针对上述提前还款事项，苏州信托和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）均出具了相关公告。跟踪期内，本交易涉及票据利率调整及回售开放期，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”持有人未登记回售，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”持有人登记回售的票据份额为 130.00 万份，截至票据跟踪基准日（2024 年 7 月 22 日），“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”部分回售兑付完成后，剩余本金为 14600.00 万元。本交易资产支持票据兑付情况、存续规模情况如下所示。

图表 1 · 本次跟踪期内本交易收益分配情况（单位：万元）

分配时间	18 光大嘉宝 ABN001 优先 A		18 光大嘉宝 ABN001 优先 B		18 光大嘉宝 ABN001 次	
	本金	利息	本金	利息	本金	利息
2023/11/29	14360.00	303.80	0.00	0.00	0.00	0.00
2024/01/22	160.00	655.84	0.00	1012.66	0.00	0.00
2024/07/22	160.00	637.07	13000.00	990.88	0.00	0.00
合计	14680.00	1596.71	13000.00	2003.54	0.00	0.00

资料来源：联合资信根据苏州信托提供资料整理

图表 2 · 截至票据跟踪基准日本交易存续规模情况

票据简称	金额（万元）		占比		发行利率	调整后票面利率	预期到期日	兑付情况
	本次	上次	本次	上次				
18 光大嘉宝 ABN001 优先 A	21680.00	36360.00	59.59%	56.76%	6.00%	5.50%		正常
18 光大嘉宝 ABN001 优先 B	14600.00	27600.00	40.13%	43.08%	7.50%	6.50%	2036/07/20	正常
18 光大嘉宝 ABN001 次	100.00	100.00	0.27%	0.16%	--	--		正常
票据合计	36380.00	64060.00	100.00%	100.00%	--	--	--	--

注：1. 分配方式上，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”按半年还本付息（还本计划详见附件 4）；“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”按半年付息，到期一次性还本；“18 光大嘉宝 ABN001 次”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；2. 调整后票面利率为第二次票面利率调整，第一次票面利率调整后分别为 5.85% 和 7.20%；3. 调整后票面利率自 2024 年 7 月 22 日起执行

资料来源：联合资信根据苏州信托提供资料整理

二、基础资产分析

1 物业资产³运行情况

本交易基础资产现金流为借款人光大嘉宝以物业资产运营净收入偿还单一资金信托贷款本息形成的对应可分配现金流，也包含特定情形下基础资产处置现金流（或有），因此物业资产运营情况对优先级票据预期收益支付、本金偿还具有重要作用。

跟踪期内，物业资产中涉及一处物业被征收，入池资产有所减少；截至资产跟踪基准日（2024 年 3 月 31 日，下同），物业资产的出租率有所下降，租户集中度仍较高且租金合同期限仍不能覆盖本交易存续期；物业资产实收租金较预测值偏离较大，但归集值达到必备金额，差额部分由光大嘉宝自行补足。

¹ 光大嘉宝于 2023 年 9 月 11 日向苏州信托出具了《提前还款申请》，申请其不晚于 2023 年 11 月 15 日前提前偿还本金 14360.00 万元及其对应利息，提前还款后，《借款合同》项下的后续还本安排见附件 4，具体信息见《提前还款申请》。

² 由于“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”部分回售，信托贷款剩余本金余额大于资产支持票据余额，根据受托人反馈，后续可能会进行调整。

³ 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、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。

(1) 物业资产概况

本交易初始底层资产共涉及 11 处物业。跟踪期内，物业资产之一即位于嘉定区横仓公路 1655 号的物业（以下简称“征收物业”）因被上海市嘉定区马陆镇政府征收，光大嘉宝申请了提前偿还信托贷款并解除征收物业的抵押手续，故截至资产跟踪基准日，物业资产共为 10 处，总建筑面积为 49220.57 平方米，较上次跟踪基准日（2023 年 5 月 31 日，下同）减少的 26679.39 平方米，即征收物业的建筑面积；物业资产位于嘉定区的占比为 94.91%，较上次跟踪基准日下降 1.79 个百分点，变化不大；业态类型无变化。物业资产可出租面积下降至 47289.44 平方米，除主要受征收物业影响外，其余小幅度变化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。

(2) 运营环境分析

区域经济情况

根据《2023 年上海市国民经济和社会发展统计公报》显示，2023 年上海市实现地区生产总值（GDP）47218.66 亿元，比上年增长 5.0%。其中，第一产业增加值 96.09 亿元，下降 1.5%；第二产业增加值 11612.97 亿元，增长 1.9%；第三产业增加值 35509.60 亿元，增长 6.0%。第三产业增加值占地区生产总值的比重为 75.2%。2023 年，上海市实现建筑业总产值 10045.79 亿元，比上年增长 8.9%；房屋建筑施工面积 56244.45 万平方米，下降 3.0%；竣工面积 9707.67 万平方米，增长 11.1%；完成房地产开发投资额比上年增长 18.2%。其中，住宅投资增长 22.8%；办公楼投资增长 4.1%；商业营业用房投资增长 10.8%。2023 年，上海市实现社会消费品零售总额 18515.50 亿元，比上年增长 12.6%。

根据《2023 年上海市嘉定区国民经济和社会发展统计公报》，2023 年，嘉定区实现增加值 2840.2 亿元，可比增长 2.1%。其中，第二产业实现增加值 1594.6 亿元，可比增长 0.2%，第三产业实现增加值 1242.0 亿元，可比增长 4.7%，三次产业结构比重为 0.1:56.2:43.7。2023 年，嘉定区实现社会消费品零售总额 1607.8 亿元，同比增长 5.4%。2023 年，嘉定区完成固定资产投资总额 579.6 亿元，同比增长 9.6%。其中，房地产开发经营完成投资 333.5 亿元，同比增长 16.0%。2023 年嘉定区常住人口 188.61 万人，同比下降 0.4%；户籍家庭户数 29.2 万户，户籍人口 75.3 万人，同比增长 3.9%。

上海市商业地产情况

根据 CBRE 发布的商业地产报告，2023 年上海市写字楼市场共录得 18 个新增供应，总计 110.6 万平方米，同比上升 31.1%。从供应区域来看，主要布局在西北滩、前滩、真如和花木子市场。新增供应集中入市，推动上海市空置率攀升至 19.8%，同比上升 2.4 个百分点。租金方面，2023 年上海市租金报价同比下降 2.2%，有效租金同比下降 3.7%，延续下行趋势。总体来看，受制于全球经济增长放缓以及外部环境的复杂性与不确定性上升，企业利润低速修复，市场观望情绪仍浓。部分竞争压力较大的子市场业主只能采取更为灵活和激进的租赁策略，致使租金进一步下行。2024 年第一季度，上海写字楼市场共录得四个新增供应，共计 26.7 万平方米，环比上升 27.5%。写字楼市场供过于求态势延续，新项目去化表现仍显不足，加之一季度为传统淡季，需求相对疲软，第一季度上海市净吸纳量仅为 2.5 万平方米，环比下降 84.8%。受供应持续增加和需求走弱的影响，全市空置率进一步抬升，环比上升 1.1 个百分点，同比上升 2.9 个百分点至 20.9%，为近 20 年来空置率新高。核心商务区空置率环比上升 0.6 个百分点至 12.3%。租金方面，上海市写字楼租金延续下滑态势，第一季度租金报价环比下降 0.7% 至每月每平方米 266 元，有效租金环比下降 1.5%，至每月每平方米 197 元。核心商务区主要受租户搬迁影响，租金降幅有所扩大；新兴商务区和核心拓展区的部分板块新增供应集中，市场竞争激烈，租金进一步下滑。

2023 年上海市零售物业市场共录得 5 个新项目入市开业，主要集中在次级及新兴商圈，总面积达 37.8 万平方米。餐饮和时尚服饰类需求强劲，而新业态如汉服、培育钻石等也在加速布局。2023 年，上海市零售物业空置率累计上行 0.1 个百分点至 8.1%，购物中心首层租金受到核心和次级商圈租金回升影响，于年初止跌企稳，全年累计上行 0.3%，报每天每平方米 33.5 元。2024 年一季度，上海零售物业市场未录得新项目入市，市场活跃度有所放缓。截至一季度末，上海市空置率环比微降 0.2 个百分点，同比上升 0.2 个百分点，报 7.9%，高于三年空置率平均水平；单季净吸纳量 2.2 万平方米，环比下跌 84.1%，同比下跌 34.1%。租金方面，各级商圈持续分化表现，核心及次级商圈租金稳定，而新兴商圈租金延续下行趋势但跌幅收窄；购物中心首层租金环比持平，报每天每平方米人民币 33.5 元。

(3) 租赁状况及经营收入情况分析

根据光大嘉宝提供的台账，截至资产跟踪基准日，物业资产已出租面积为 42439.18 平方米，时点出租率为 89.74%，较上次跟踪基准日下降 6.42 个百分点，物业资产出租率尚可；涉及承租人共计 136 户，较上次资产跟踪基准日减少 16 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。因征收物业涉及的三个承租人均均为原前十大租户，因此截至资产跟踪基准日的前十大租户有替换，前十大租户年租金收入占比较上次跟踪基准日下降 7.33 个百分点，但租户集中度仍较高。

图表 3 • 前十大租户租金收入情况（单位：平方米、万元）

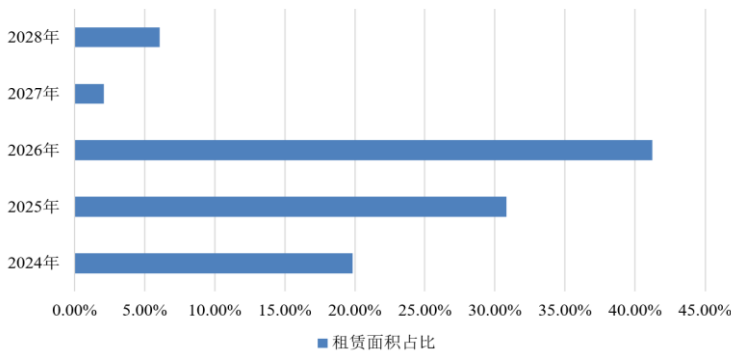
租户	租赁面积	年租金收入	年租金收入占比
1	2190.47	255.59	7.42%
2	2707.15	158.10	4.59%
3	2027.46	136.16	3.95%
4	536.86	135.29	3.93%
5	1078.28	125.17	3.63%
6	451.30	90.90	2.64%
7	2138.60	89.77	2.61%
8	799.24	83.94	2.44%
9	1376.15	81.92	2.38%
10	2570.94	75.00	2.18%
合计	15876.45	1231.85	35.77%

资料来源：光大嘉宝提供，联合资信整理

租金支付频率方面，截至资产跟踪基准日，物业资产的租赁合同仍然是以季度支付为主。

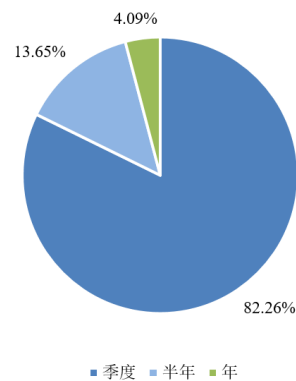
租赁期限方面，截至资产跟踪基准日，物业资产租赁合同到期年份以 2026 年为主，租赁面积占比 41.22%。租金合同期限不能覆盖本交易存续期，存在因承租人提前退租或者停止续租，导致空置率上升或者租金价格下降的情况，从而给租金收入的实现带来一定的负面影响。

图表 4 • 截至资产跟踪基准日物业资产租赁合同到期年份



资料来源：光大嘉宝提供，联合资信整理

图表 5 • 截至资产跟踪基准日租金支付频率



资料来源：光大嘉宝提供，联合资信整理

2 物业资产运营现金流表现及归集情况

跟踪期内，本交易共涉及 2 个现金流归集期间。根据北京国友大正资产评估有限公司（以下简称“国友大正”）出具的《现金流预测报告》，将征收物业产生的预测现金流从原预测值中剔除，同时按照归集期间进行按天平均拆分调整后，物业资产在两个归集期间实现的租金收入较预测值分别下降 11.69% 和 34.40%。其中，第一个归集期租金收入偏离预期主要系租金水平未达预期所致；第二个归集期租金水平未及预期，除前述原因外系租金收缴率较低，为 72.18%；收缴率低是由于部分租户习惯于每年下半年补缴租金以减轻支付压力所致。

光大嘉宝在跟踪期内的两个归集期间均是按必备金额⁴进行的归集，归集值与实收租金的差额由光大嘉宝作为借款人自行补足。

图表 6 • 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	预测值	差异
2023 年 7 月 8 日（含）—2024 年 1 月 9 日（不含）	1789.95	2047.88	2318.96	-11.69%	1410.00	1761.64	-19.96%
2024 年 1 月 9 日（含）—2024 年 7 月 9 日（不含）	1747.69	1261.45	1922.87	-34.40%	1410.00	1488.32	-5.26%

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
资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

⁴ 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必备金额。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首月的 20 日前第 11 个工作日，其中 2023 年 10 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。特别地，因本交易存在赎回征收物业导致的提前还款，光大嘉宝于 2023 年 11 月增加了一次还款安排。

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。

图表 7 · 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
2023/10/19	940.00	2023/11/14	14613.57	2023/11/16	14586.93	2023/11/22	90.92
2024/01/08	470.00	2024/01/08	1406.07	2024/01/10	1359.72	2024/1/12	472.06
2024/04/01	800.00	--	--	--	--	--	--
2024/07/03	610.00	2024/07/08	1407.46	2024/07/08	1347.03	2024/07/10	456.18
合计	2820.00	--	17427.10	--	17293.68	--	1019.16

注：1.还款日即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；2.单一资金信托分配日即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；3. 2023年11月对应的还款日和单一资金信托分配日为提前偿还部分本金的情形
 资料来源：光大嘉宝和受托人提供，联合资信整理

三、交易结构分析

1 现金流安排

本交易明确地约定了账户管理条款，同时也对于现金流的归集和划转设置了清晰的规定。跟踪期间，相关设置无变化，现金流归集、划转未违反相关规定。本交易设有资产支持票据票面利率调整机制和回售安排。跟踪期内，发起机构光大嘉宝于 2024 年 5 月 24 日发布《光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据优先 A 档发起机构调整票面利率选择权和投资者回售选择权行使公告》和《光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据优先 B 档发起机构调整票面利率选择权和投资者回售选择权行使公告》，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”和“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”票面利率自 2024 年 7 月 22 日起分别下调 35BP 和 70BP 至 5.50% 和 6.50%，并进入投资者回售选择权登记期（2024 年 5 月 27 日至 2024 年 7 月 8 日）。根据苏州信托于 2024 年 7 月 9 日出具的《光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据优先 A 档投资人回售登记结果公告》和《光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据优先 B 档投资人回售登记结果公告》，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”未登记回售，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”登记回售的票据份额为 130.00 万份，光大嘉宝于 2024 年 7 月 16 日向信托账户支付了流动性支持资金 13000.00 万元，用于登记回售的“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”份额的兑付，回售兑付完成的“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”份额被注销。下一个回售行权日为 2027 年 7 月 20 日。

2 信用支持

光大嘉宝履约能力仍很强，其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。同时，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有所提高，但无法足额覆盖“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”到期本息支出和“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”到期本息支出。抵押担保措施对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”的保障程度好，对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”的保障程度较好。跟踪期内，本交易未触发对信托财产产生重要影响的事件。

内部信用支持

(1) 质押担保

根据光大嘉宝提供资料，物业资产已办理应收账款质押登记，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。基础情景下，物业资产预测运营可分配净现金流对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”各期利息支出和本息支出（除最后一期）的覆盖倍数最低分别为 2.50 倍和 1.92 倍，无法足额覆盖“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”到期本息支出和“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”到期本息支出。

(2) 资产抵押担保

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，对应的债务履行期限至 2036 年 7 月 8 日。跟踪期内，由于征收物业被政府征用，光大嘉宝提前偿还部分贷款后办理了征收物业的解抵押；故随着征收物业的赎回和提前还款，抵押担保措施对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”和优先级票据合计未偿本金的保障程度均有所提升，抵押率分别下降 9.43 个百分点和 18.29 个百分点至 19.63% 和 32.84%。

(3) 触发机制

跟踪期间，本交易未触发加速清偿事件、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件。

外部信用支持

跟踪期内，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，其作为借款人对信托贷款履行偿还义务、作为优先收购权人履行权利维持费支付义务以及作为流动性支持机构对优先级票据回售的差额部分提供流动性支持（光大嘉宝信用分析详见附件 1-1）。

截至 2023 年底，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有限公司（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；光大嘉宝主要从事不动产资产管理、不动产投资和房地产开发业务。

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具备较强的竞争优势，并可获得股东支持。光大嘉宝不动产资管业务在管项目区域布局较好，但行业下行阶段面临较大经营压力，且光大嘉宝作为不动产基金的投资人参与投资规模较大，面临投资风险。近年来光大嘉宝无新增房地产项目，剩余可售面积较小，目前光大嘉宝暂无新增房地产投资计划，预计未来房地产业务收入仍将收缩。截至 2023 年底，光大嘉宝资产受限比例偏高，银行授信未使用规模较小，进一步融资空间有限。光大嘉宝债务负担偏重，短期债务占比偏高，再融资压力大。

光大嘉宝逐步退出房地产开发业务，收入及经营性现金流入可能缩减，但随着不动产资管业务持续发展，经营状况有望保持稳定。

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，可在资金支持、直接认购基金份额等方面给予公司一定支持。

(2) 光大嘉宝长期专注于不动产资产管理业务，具有良好的品牌优势，管理经验丰富。光大嘉宝长期专注于不动产资产管理业务，旗下光大安石平台在管资产涵盖消费基础设施、写字楼、酒店及公寓、物流基础设施等领域，其在“募、投、管、退”等业务环节均具有较强的竞争优势。

(3) 后续资本支出压力较小。光大嘉宝聚焦发展不动产资产管理核心主业，住宅开发板块业务已多年未新增项目，存量项目尚需投资规模较小，资本支出压力较小。

关注

(1) 光大嘉宝逐步退出房地产开发业务，经营业绩承压。2023 年光大嘉宝业绩大幅亏损，考虑到过往房地产业务对光大嘉宝收入贡献较大，且目前剩余可售房地产规模较小，未来光大嘉宝收入仍有下降压力。

(2) 光大嘉宝面临一定投资风险。2023 年，光大嘉宝资产减值损失 7.31 亿元，投资收益-10.50 亿元。光大嘉宝作为不动产基金的投资人参与投资规模较大，行业下行阶段投资风险较大。

(3) 光大嘉宝面临一定再融资压力。光大嘉宝债务负担偏重，短期债务占比偏高，再融资压力大。截至 2023 年底，光大嘉宝资产受限比例偏高，且剩余可用银行授信规模较小。

四、量化模型测试

联合资信对资产支持票据信用等级的评定是对票据违约风险的综合评价，是以基础资产的信用表现为基础，结合交易结构分析、压力测试，综合判定受评优先级票据本金和利息获得及时、足额支付的可能性。联合资信通过使用偿债覆盖倍数（DSCR）和优先级票据相对物业资产评估价值的比率（LTV）两个指标来量化评估物业资产形成的资产对优先级票据的保障程度。

1 偿债覆盖倍数

(1) 基础情景下 DSCR 测算

跟踪期内，因存在征收物业的赎回，联合资信将征收物业预测现金流从原预测现金流中予以剔除形成新的基础情景下物业资产预测运营净收入，优先级票据利率采用调整后的利率，即 5.50% 和 6.50%。具体测算结果详见附件 5-1。

图表 8 • 基础情景下各档优先级票据利息及本息覆盖倍数（单位：倍）

类别	DSCR 区间
“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 利息支出 DSCR	2.50~7.77
“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 本息支出（除最后一期外）DSCR	1.92~2.18
“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 最后一期本息支出 DSCR	0.21
“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B” 利息支出 DSCR（除最后一期）	1.19~1.49
“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B” 利息支出 DSCR（最后一期）	0.20
优先级票据最后一期合计本息支出 DSCR	0.09

资料来源：联合资信整理

测试结果表明，物业资产预测运营可分配净现金流对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”各期利息支出和本息支出（除最后一期）的覆盖倍数最低分别为 2.50 倍和 1.92 倍；但无法足额覆盖“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”到期本息支出和“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”到期本息支出。因此，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”到期本金、“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”到期本息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。

(2) 压力情景下 DSCR 测算

鉴于优先级票据的兑付较为依赖于物业资产的运营情况，出于谨慎性原则，考虑到物业资产运营收入与预测值的差异，联合资信测算了当未来预测净现金流下降 35.00% 时对各档优先级票据本息的 DSCR 水平，具体测算结果详见附件 5-1。

图表 9 • 压力情景下（运营净收入下降 35.00%）各档优先级票据利息及本息覆盖倍数（单位：倍）

类别	DSCR 区间
“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 利息支出 DSCR	1.58~4.97
“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 本息支出（除最后一期外）DSCR	1.27~2.09

资料来源：联合资信整理

测试结果表明，在压力情景下，调整后的可分配净现金流对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”各期利息支出和本息支出（除最后一期）的最低覆盖倍数分别为 1.58 倍和 1.27 倍。当未来预测净收入下降 45.56% 时，可分配净现金流对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”本息支出（除最后一期）的覆盖倍数最低为 1.00 倍；当未来预测净收入下降 56.81% 时，可分配净现金流对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”利息支出的覆盖倍数最低为 1.00 倍（具体测算结果详见附件 5-2）。

2 标的物压力测试

(1) 标的物业评估价值

截至物业资产跟踪基准日，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，联合资信仍以首次评级时的初始抵押物价值 125104.00 万元为准，剔除征收物业的评估价值 14643.00 万元后，剩余抵押物价值为 110461.00 万元。在抵押物评估价值成立的情形下，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 剩余本金（21680.00 万元）对抵押物评估价值的抵押率较上次跟踪基准日下降 9.43 个百分点；“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 和“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B” 合计剩余本金（36280.00 万元）亿对抵押物评估价值的抵押率较上次跟踪基准日下降 18.29 个百分点。

图表 10 • 物业资产评估价值和抵押率（单位：万元）

评估对象	评估时点	收益法评估价值	收益法权重	成本法/比较法评估价值	成本法权重	评估总值	抵押率时点	“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 抵押率	优先级票据合计抵押率
初始物业资产	首次	68378.00	30%~60%	148121.00	40%~70%	125104.00	上次	29.06%	51.13%
本次物业资产	本次	52173.00	30%~60%	135820.00	40%~70%	110461.00	本次	19.63%	32.84%

资料来源：联合资信根据《房地产估价报告》整理

(2) 跌价测试

考虑到物业资产处置时，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⁵，联合资信测算了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”剩余本金的覆盖水平，具体如下表所示。经测算，当物业资产处置价值下跌不超过 77.71% 时，处置净现金流仍能够覆盖“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”剩余本金；当标的物业处置价值下跌超过 62.70% 时，处置净现金流或将无法覆盖“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”和“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”合计剩余本金。

图表 11 • 抵押物处置净现金流对优先级票据剩余本金的覆盖倍数（单位：万元、倍）

下跌比例	处置净现金流	对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”剩余本金覆盖倍数	对优先级票据合计剩余本金覆盖倍数
20.00%	77826.40	3.59	2.15
30.00%	68098.10	3.14	1.88
62.70%	49283.57	1.67	1.00
77.71%	21684.38	1.00	0.60

注：测算中扣除的相关税费为依据现行法规作出的情景设定，最终实际产生的税费应以相关部门认定为准，两者之间或可能存在差异
 资料来源：联合资信整理

综上所述，基于交易结构安排，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有所提高，但无法足额覆盖“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”到期本息支出和“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”到期本息支出。抵押担保措施对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”的保障程度好，对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”的保障程度较好。

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“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”仍起到重要的信用支撑作用，对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”仍起到主要的信用支撑作用。整体看，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”违约概率仍属极低，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”违约概率仍属很低。

五、参与机构履职能力分析

跟踪期内，本交易受托人、监管银行、资金保管机构未发生替换，相关机构履职情况稳定。

结合对本交易的参与机构履职能力分析，联合资信认为无需调整量化测试结果。

六、评级结论

联合资信通过对本交易所涉及的基础资产及其项下物业资产运行情况、资产支持票据兑付情况、量化模型测试、参与机构的履职能力以及外部增信等因素进行了综合考量，确定本交易项下优先级票据“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”的信用等级维持 AAA_{sf}，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”的信用等级维持 AA⁺_{sf}，“18 光大嘉宝 ABN001 次”未予评级。

上述“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”的评级结果反映了该类资产支持票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之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”的评级结果反映了该类资产支持票据利息获得及时支付和本金在法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约概率很低。

⁵ 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%。

附件 1-1 借款人/优先收购权人/流动性支持机构光大嘉宝股份有限公司主体信用分析

一、主体概况

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，于 1992 年 4 月，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”。截至 2023 年底，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”）。

公司主要从事不动产资产管理、不动产投资和房地产开发业务。

截至 2024 年 3 月底，公司本部内设自持资产开发部、自持资产运营部、战略发展及自有资金投资管理部、风控部及综合人事部等职能部门。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 247.25 亿元，所有者权益 66.81 亿元（含少数股东权益 16.59 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 43.90 亿元，利润总额-18.87 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 246.46 亿元，所有者权益 64.93 亿元（含少数股东权益 15.58 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 3.42 亿元，利润总额-1.21 亿元。

公司注册地址：上海市嘉定区清河路 55 号；法定代表人：苏晓鹏（代行法定代表人职责）。

二、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》](#)。

三、行业分析

1 房地产行业分析

2024 年一季度，房地产市场销售下行趋势扩大，行业仍处于探底状态。受销售端低迷影响，投资新开工表现延续弱势，叠加融资端修复有限，房企资金仍承压。在房地产市场供求关系发生重大变化的背景下，2024 年以来，中央以“去库存”作为政策导向，宽松政策频出，同时融资支持政策带动房企项目层面流动性得到一定程度改善。但宽松政策的频出仅阶段性刺激了市场需求，需求端信心修复仍需一定时间。详见[《2024 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，其发展主要受到社会资金成本和经济增速的推动，自 2021 年以来商业地产开发投资走弱态势较为显著。2023 年，全国商业营业用房和办公楼开发投资完成额和销售额延续下降态势，竣工面积同比有所增加，整体库存压力进一步加大。2024 年 1—2 月，商业地产开发投资同比降幅有所收窄，需求端较上年同期有所回暖，但供需状况依然失衡。2024 年 3 月，首批消费类基础设施 REITs 上市，该项融资渠道正式打通。短期来看，商业地产行业景气度仍面临一定压力，需求端恢复将较为缓慢，供给端存量项目去化压力较大；长期来看，轻资产运营模式将持续促进行业整合，REITs 的落地对于推动商业地产行业发展将起到积极作用。详见《2024 年一季度商业地产行业分析》。

四、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司长期专注于不动产资产管理业务，公司旗下光大安石平台在管资产涵盖消费基础设施、写字楼、酒店及公寓、物流基础设施等领域，其在“募、投、管、退”等业务环节均具有较强的竞争优势。截至 2023 年末，公司在管项目合计 54 个，其中在管投资管理类项目 21 个，在管基金规模约 244.43 亿元，在管资产规模约 467.56 亿元；公司受托资产管理类项目 27 个，咨询服务类项目 6 个。截至 2023 年末，公司不动产资产管理业务板块在管总建筑面积超 450 万平方米。

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 2024 年 5 月 30 日，公司本部无未结清关注类或不良类信贷信息；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。截至 2024 年 7 月 26 日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董事、监事、高级管理人员发生了一定变动，联合资信将持续关注人员变动对公司管理及经营影响。

跟踪期内，公司董事、监事、高级管理人员变动情况入下表所示。

图表 1 • 公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	变动情形	变动原因
张明翱	董事长、董事、法定代表人、董事会战略委员会主任委员、董事会薪酬与考核委员会委员、董事会执行委员会委员及主席	离任	因工作变动原因辞职
钱明	副董事长、董事、董事会执行委员会委员及副主席、提名委员会委员	离任	因达法定退休年龄离任
张晓岚	独立董事、董事会审计和风险管理委员会主任委员、董事会薪酬与考核委员会主任委员、董事会战略委员会委员	离任	任期届满
陈蕴珠	监事会主席、监事	离任	因达法定退休年龄离任
耿江	职工代表监事	离任	因达法定退休年龄离任
周颂明	副总裁	离任	任期届满
于潇然	副总裁	离任	因个人原因辞职
陈正友	副总裁	离任	因达法定退休年龄离任
余小玲	副总裁	离任	任期届满
曹萍	副总裁	离任	因达法定退休年龄离任
苏晓鹏	副董事长、董事、董事会执行委员会委员及副主席、提名委员会委员	选举	股东大会、董事会选举
李婉丽	独立董事、董事会审计和风险管理委员会主任委员、董事会薪酬与考核委员会主任委员、董事会战略委员会委员	选举	股东大会、董事会选举
朱维强	监事会主席、监事	选举	股东大会、监事会选举
陈彬衍	职工代表监事	选举	职工大会选举

资料来源：公司年报

(三) 经营方面

1 业务经营分析

公司营业总收入主要由房地产业务收入与不动产资管收入构成，伴随房地产行业深度调整以及公司开发业务规模收缩，2023年营业总收入有所下降，考虑到过往房地产业务对公司收入贡献较大且目前剩余可售房地产规模较小，预计未来营业总收入仍将下降。

2023年，公司营业总收入同比下降21.18%，房地产业务收入与不动产资管收入均有所下降。2024年1-3月，公司营业总收入进一步同比下降30.75%。毛利率方面，2023年，公司综合毛利率持续下降，主要系房地产业务毛利率下降所致。

图表2·2021—2023年及2024年1—3月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2021年			2022年			2023年			2024年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产业务	34.08	83.24	43.15	49.01	87.99	28.30	38.40	87.47	27.94	2.12	62.00	30.36
不动产资管	5.85	14.27	77.40	5.62	10.09	76.30	2.95	6.71	75.23	0.70	20.50	69.95
其他	1.02	2.49	57.08	1.07	1.92	51.14	2.56	5.82	22.83	0.60	17.50	59.47
合计	40.95	100.00	48.38	55.70	100.00	33.59	43.90	100.00	30.82	3.42	100.00	43.58

资料来源：公司提供

(1) 不动产资管与投资

公司长期专注于不动产资产管理业务，行业经验丰富。公司参与的基金项目所投资资产城市布局较好，但2023年公司投资管理类项目在管规模有所下降，且公司作为不动产基金的投资人参与投资规模较大，行业下行阶段投资风险较大。

截至2023年底，为匹配公司战略发展方向、更全面反映公司不动产资产管理业务状况，公司结合在管资产组合中的项目类型、业务实质、风险承担模式等要素进一步细化项目分类，并对“在管规模”统计口径予以优化调整，期初数已调整为可比口径。截至2023年底，公司不动产资管业务在管项目共计54个，较年初增加1个。其中，投资管理类项目21个，较年初减少2个；在管基金规模为244.43亿元，较年初减少95.69亿元；在管资产规模467.56亿元，较年初减少74.48亿元；在管面积258.02万平方米，较年初减少6.78万平方米。受托资产管理类项目27个，较年初不变；在管面积216.94万平方米，较年初减少4.37万平方米。咨询服务类项目6个，较年初增加3个。2023年期间咨询服务类项目合计开展7个（2022年期间合计开展5个）。

从在管资产业态分布情况看，消费基础设施（主要指商业地产）占比57.65%，写字楼占比33.66%，酒店及公寓占比4.49%，物流基础设施（主要指工业地产）占比3.68%。

此外，公司作为不动产基金的投资人，主要通过认购或受让不动产基金的基金份额，投资并间接持有符合投资标准的不动产资产，加强公司不动产投资和资产管理业务的协同效应，提升公司收益能力，增强资产管理业务竞争能力。公司投资形式主要以LP投资为主，公司作为LP投资的契约型及合伙型基金基本均是封闭式运作，存续期各有不同，通常在5—20年之间。截至2023年底，公司对参与的基金项目（包括纳入合并范围基金）投资余额46.64亿元，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，但也加大公司投资风险。此外，2020年8月，公司出资150000万元与关联人认购珠海安石宜达企业管理中心（有限合伙）（以下简称“安石宜达”）财产份额。安石宜达投资于以城市更新为主要目的的房地产项目，重点投资中国境内的一线城市和房地产市场健康发展的二、三线城市。

截至2023年底，纳入合并范围的在管基金及项目情况入下表所示。公司并表项目城市分布较好，相关项目目前均已竣工，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，但写字楼类产品目前经营压力较大，整体出租率待改善。

图表3·截至2023年底纳入公司合并报表范围的在管基金及项目情况（单位：亿元、万平方米）

基金名称	投资项目	地区	项目业态	总建筑面积	总投资	2023年可售面积	2023年销售面积	2023年末可供出租面积	2023年末已出租面积	2023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	上海	消费基础设施/	15.90	47.74	0.93	--	9.45	6.80	1.78

上海光野投资中心（有限合伙）	光大安石虹桥中心	上海	写字楼 消费基础设施/ 酒店及公寓/写字 楼	17.00	55.00	--	--	8.19	5.16	1.99
上海雷泰投资中心（有限合伙）	重庆朝天门	重庆	消费基础设施/ 酒店及公寓	26.56	50.00	2.27	1.44	11.97	11.61	1.81
上海嘉宝安石置业有限公司	嘉定大融城	上海	消费基础设施	12.52	10.30	--	--	4.89	4.39	1.02
合计	--	--	--	71.98	163.04	3.20	1.44	34.50	27.96	6.59

资料来源：公司年报

（2）房地产业务

近年来公司无新增房地产项目，剩余可售面积较小，目前公司暂无新增房地产投资计划，预计未来房地产业务将大幅下降。

公司房地产开发业务以存量项目为主，2021—2023年及2024年1—3月，公司无新增土地储备。截至2024年3月底，公司无未开工土地储备。

截至2024年3月底，公司在建项目为上海嘉定盛创三期办公项目，预计总投资4.00亿元，已完成投资1.11亿元，尚需投资2.89亿元，尚需投资规模不大。

伴随房地产开发业务持续收缩，2022年以来公司销售规模大幅下降，截至2024年3月底公司在售项目剩余可售面积仅2.39万平方米。目前公司暂无新增房地产投资计划，预计未来房地产业务收入将大幅下降。

图表4·公司房地产销售情况（万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月
协议销售面积	14.17	2.12	1.91	0.16
协议销售金额	50.68	4.03	3.77	0.31
协议销售均价	3.58	1.90	1.97	1.93

注：统计口径包含并表基金数据

资料来源：公司提供

图表5·截至2024年3月底公司在售项目情况（单位：万平方米）

项目名称	城市	项目状态	总可售面积	已取得预售证面积	累计已销售面积	剩余可售面积	权益占比
梦之悦	昆山	完工	16.76	16.76	15.96	0.80	100%
重庆朝天门项目	重庆	完工	7.27	7.27	6.61	0.66	34.69%
光大安石中心	上海	完工	2.35	2.35	1.42	0.93	42.00%
合计			26.38	26.38	23.99	2.39	--

资料来源：公司提供

2 未来发展

公司未来将聚焦发展不动产资产管理核心主业，以轻资产模式为主，预计投资需求有所减弱。

2024 年，公司将进一步完善不动产“大资管”体系，聚焦发展不动产资产管理核心主业。一是坚持以受托管理、品牌输出、开发代建、项目监管、专业咨询等轻资产模式为主，加强战略合作，扩大管理规模；二是发挥公司项目储备优势、运营管理优势、资本市场专业优势，进一步打通“募、投、管、退”业务模式闭环；三是把握房地产行业构建发展新模式带来的机遇，在有效控制风险的前提下，加快培育不动产代建代管业务。

（四）财务方面

众华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。；公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

伴随行业深度调整与公司逐步退出开发业务，公司资产规模持续下降。公司资产主要由不动产资管与投资形成的相关资产构成，其可变现能力与账面价值在行业下行阶段均面临一定压力。截至 2023 年底，公司资产受限比例偏高，进一步融资空间有限。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 247.25 亿元，较上年底下降 18.40%，流动资产和非流动资产均有所下降。截至 2023 年底，公司货币资金 25.59 亿元，较上年底下降 6.54%，主要系筹资活动现金流净流出所致。截至 2023 年底，公司存货 18.04 亿元，较上年底下降 53.85%，主要系存量项目持续结转所致；公司近年来无新增土地储备，存货主要由开发产品（占比 94.88%）构成，累计计提存货跌价准备 1.16 亿元（计提比例 6.04%）。截至 2023 年底，公司长期股权投资 44.73 亿元，较上年底下降 19.95%，主要系不动产投资业务按权益法确认的投资亏损所致。截至 2023 年底，公司投资性房地产 132.60 亿元，较上年底下降 3.60%，变动不大；公司投资性房地产采用成本计量模式。截至 2023 年底，公司资产受限比例偏高，进一步融资空间有限。截至 2024 年 3 月末，公司资产规模与结构较上年底变化不大。

图表 6·公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	134.40	37.99%	87.08	28.74%	57.66	23.32%	58.40	23.69%
货币资金	45.17	12.77%	27.38	9.04%	25.59	10.35%	26.49	10.75%
存货	66.71	18.86%	39.10	12.90%	18.04	7.30%	18.19	7.38%
非流动资产	219.36	62.01%	215.94	71.26%	189.58	76.68%	188.07	76.31%
长期股权投资	57.17	16.16%	55.87	18.44%	44.73	18.09%	44.44	18.03%
投资性房地产	88.73	25.08%	137.56	45.40%	132.60	53.63%	131.73	53.45%
资产总额	353.76	100.00%	303.01	100.00%	247.25	100.00%	246.46	100.00%

注：占比指单个资产科目占同期末资产总额的比重
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 7·截至 2023 年底公司资产受限情况

受限资产名称	受限账面价值（亿元）	受限比例
货币资金	0.38	1.48%
存货	6.95	38.54%
固定资产	0.01	7.99%
投资性房地产	129.89	97.95%
长期股权投资	8.99	20.10%
合计	146.22	59.14%

注：1. 公司下属子公司上海安赞投资有限公司（以下简称“上海安赞”）以所持有上海泰琳实业有限公司 100% 股权（股权价值人民币 15,000.00 万元）及相关权益进行质押，为上海安赞向中国工商银行股份有限公司上海市黄浦区支行取得 6.465 亿元人民币的股权质押借款，该股权投资在合并报表层面因合并抵消账面价值为 0 元。2. 公司与上海杨树浦馨懿企业管理服务有限公司以及上海银行股份有限公司浦东分行签署委贷合同，以子公司上海嘉宝实业集团投资管理有限公司持有的光控安石-上海一号基金 160,000,000 元基金份额（占光控安石-上海一号私募基金总财产份额 16%）提供质押担保，借款 160,000,000.00 元，该股权投资在合并报表层面因合并抵消账面价值为 0 元。3. 公司将持有的珠海安石直达企业管理中心（有限合伙）（以下简称“珠海直达”）110,000,000.00 元合伙企业财产份额（占珠海直达总财产份额 27.50%）质押，为公司向光大控股（江苏）投资有限公司 10 亿元借款提供质押担保。
资料来源：联合资信根据公司年报整理

(2) 资本结构

2023年，受亏损影响所有者权益规模有所下降。公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比偏高，权益结构稳定性一般。公司债务负担偏重，短期债务占比偏高，再融资压力大。

截至2023年底，公司所有者权益66.81亿元，较上年底下降26.65%，主要系未分配利润下降所致。其中，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积、未分配利润和少数股东权益分别占22.45%、21.22%、0.13%、4.57%、26.81%和24.83%，所有者权益结构稳定性一般。截至2024年3月末，公司所有者权益规模和结构较年初变化不大。

截至2023年底，公司负债总额180.44亿元，较上年底下降14.86%，主要系合同负债下降所致。截至2023年底，公司其他应付款较上年底增长7.25%，主要系关联方借款增多所致。有息债务方面，截至2023年末，公司全部债务126.38亿元，较上年底小幅下降。

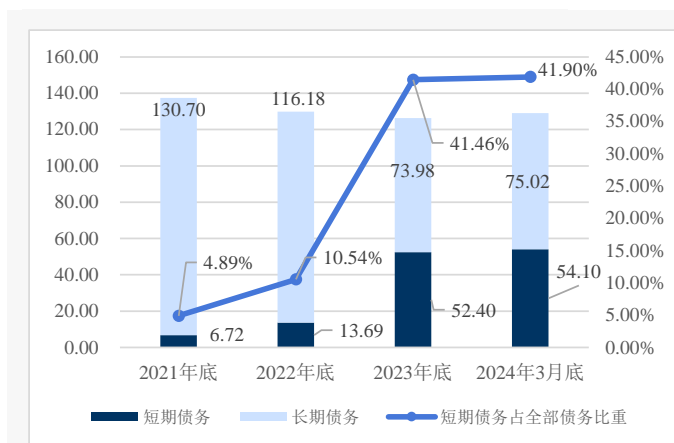
图表8·公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2021年底		2022年底		2023年底		2024年3月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	108.22	41.84%	76.45	36.07%	84.36	46.75%	83.59	46.05%
其他应付款	20.92	8.09%	24.96	11.78%	26.77	14.83%	26.87	14.80%
合同负债	58.13	22.47%	23.97	11.31%	1.36	0.75%	1.23	0.68%
一年内到期的非流动负债	4.69	1.81%	5.02	2.37%	39.11	21.67%	38.36	21.13%
非流动负债	150.44	58.16%	135.48	63.93%	96.09	53.25%	97.94	53.95%
长期借款	78.49	30.34%	79.14	37.34%	70.46	39.05%	71.54	39.41%
应付债券	51.37	19.86%	36.44	17.19%	3.00	1.66%	3.00	1.65%
递延所得税负债	13.63	5.27%	12.60	5.94%	12.76	7.07%	12.69	6.99%
负债总额	258.66	100.00%	211.94	100.00%	180.44	100.00%	181.54	100.00%

注：占比指单个负债科目占同期末负债总额的比重
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

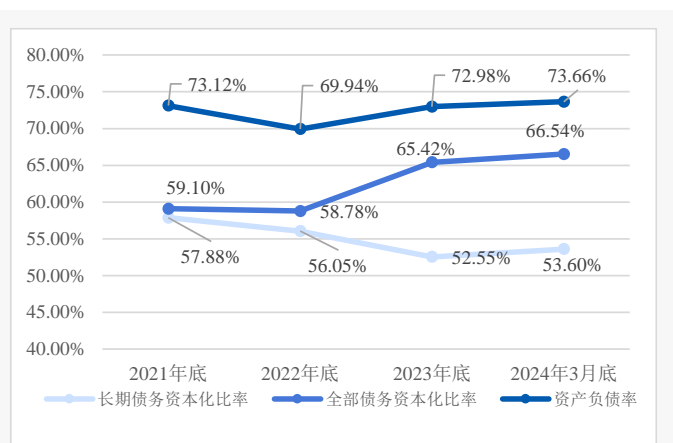
截至2024年3月底，公司全部债务129.12亿元，较上年底变化不大。因所有者权益规模下降，2023年，公司全部债务资本化比率有所上升，整体债务负担偏重。从债务到期分布情况看，公司短期债务占比偏高，面临一定集中兑付压力。从债务到期分布情况看，公司短期债务占比偏高；截至2023年底，公司一年内到期的应付债券期末余额26.06亿元，面临一定集中兑付压力。

图表9·公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表10·公司债务指标



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表11·截至2024年3月底公司有息债务期限结构（单位：亿元）

到期时间	2024年4—12月	2025年	2026年	2027年及以后	合计
短期借款	3.97	--	--	--	3.97
一年内到期的非流动负债	38.02	0.08	--	--	38.11
其他应付款	9.62	--	--	2.07	11.69

长期借款	--	0.90	1.55	69.09	71.54
应付债券	--	3.00	--	--	3.00
合计	51.61	3.99	1.55	71.16	128.31
占比	40.22%	3.11%	1.21%	55.46%	100.00%

注：表中债务金额与联合资信全部债务统计口径存在一定差异，上表不包括应付票据及租赁负债；小数尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

（3）盈利能力

2023 年公司业绩大幅亏损，伴随房地产行业持续调整及公司存量住宅项目基本结转完毕，未来仍有亏损压力。

2023 年，公司营业总收入和营业利润率均有所下降。2023 年，公司净利润为-21.77 亿元，公司业绩大幅亏损，主要原因包括计提商誉等资产减值、投资收益亏损等因素所致。2024 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 30.75%，受房地产开发业务结转商品房销售收益减少及按权益法核算长期股权投资确认的投资收益减少等因素影响利润总额仍为负。

图表 12 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	40.95	55.70	43.90	3.42
营业成本	21.14	36.99	30.37	1.93
费用总额	11.78	10.57	9.78	1.98
资产减值损失	-0.05	0.00	-7.31	0.00
投资收益	1.72	-1.32	-10.50	-0.24
利润总额	4.66	3.10	-18.87	-1.21
营业利润率	36.80%	27.83%	24.97%	37.52%
总资本收益率	3.97%	3.57%	-7.71%	--
净资产收益率	2.35%	0.77%	-32.59%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

（4）现金流

2023 年，公司经营活动现金流持续净流入，投资活动现金流有所波动；考虑到未来一段时间公司向轻资产模式聚焦投资需求下降，预计筹资活动现金流预计将持续净流出。

从经营活动来看，2023 年，公司经营活动现金流持续净流入，2023 年净流入规模增加主要系支付的各项税费减少所致，伴随未来公司房地产销售板块现金流入下降与投资支出需求下滑，预计经营活动现金流入和流出仍会维持较低水平。公司投资活动现金流有所波动，2023 年转为净流入，主要系处置部分资产所致。2023 年，公司筹资活动现金流持续净流出，考虑到未来一段时间公司向轻资产模式聚焦投资需求下降，预计筹资活动现金流仍将净流出。

图表 13 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	73.06	26.36	25.42	3.68
经营活动现金流出小计	34.04	25.78	20.39	3.92
经营活动现金流量净额	39.02	0.58	5.02	-0.24
投资活动现金流入小计	8.63	9.58	18.89	1.02
投资活动现金流出小计	8.97	11.86	14.14	0.96
投资活动现金流量净额	-0.34	-2.29	4.75	0.06
筹资活动前现金流量净额	38.68	-1.71	9.77	-0.18
筹资活动现金流入小计	30.83	60.81	73.96	3.96
筹资活动现金流出小计	58.23	76.84	85.89	2.88
筹资活动现金流量净额	-27.40	-16.03	-11.93	1.08

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2 偿债指标变化

公司长短期偿债指标均持续下降，未使用银行授信额度低，公司增加融资空间较窄，面临融资压力。

图表 14 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率 (%)	124.19	113.90	68.36	69.86
	速动比率 (%)	62.55	62.76	46.97	48.10
	经营现金/流动负债 (%)	36.06	0.76	5.95	-0.29
	经营现金/短期债务 (倍)	5.80	0.04	0.10	-0.01
	现金类资产/短期债务 (倍)	6.93	2.14	0.50	0.64
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	12.29	10.99	-11.27	--
	全部债务/EBITDA (倍)	11.18	11.82	-11.21	--
	经营现金/全部债务 (倍)	0.28	0.00	0.04	0.00
	EBITDA/利息支出 (倍)	1.48	1.48	-1.64	--
	经营现金/利息支出 (倍)	4.70	0.08	0.73	-0.15

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表整理

从短期偿债指标看，2023 年，公司经营现金流持续为正，可对流动负债形成一定覆盖，但流动比率、速动比率和现金短期债务比整体有所下降，整体短期偿债指标一般。

从长期偿债指标看，伴随 EBITDA 持续下降，EBITDA 对全部债务和利息支出的覆盖程度有所弱化，2023 年公司 EBITDA 为负，无法对全部债务和利息支出形成覆盖。

截至 2023 年底，公司对外担保余额 21.47 亿元，占期末净资产的比例为 32.14%。其中对北京华信恒盛投资管理有限公司担保已于 2024 年 6 月解除担保，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 8.00 亿元。

截至 2023 年底，公司无作为被告且涉案金额超过 5000 万元的未决诉讼或仲裁案件。

截至 2024 年 3 月底，公司累计获得银行授信额度 91.54 亿元，剩余可用授信额度 2.52 亿元，剩余可使用授信额度低，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。

3 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；公司本部作为债券和部分借款的融资主体，资产负债率较高；公司本部货币资金规模小，营业收入规模较小。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 115.48 亿元，较上年底下降 11.87%。其中，流动资产 37.84 亿元，非流动资产 77.65 亿元。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 97.84%）构成；非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 33.27%）和长期股权投资（占 62.63%）构成。截至 2023 年底，公司本部货币资金为 0.46 亿元。

截至 2023 年底，公司本部负债总额 96.60 亿元，较上年底增长 1.08%。其中，流动负债 91.66 亿元，以流动负债为主。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 63.70%）和一年内到期的非流动负债（占 33.85%）构成。截至 2023 年底，公司本部 2023 年资产负债率为 83.65%，较 2022 年提高 10.71 个百分点。截至 2023 年底，公司本部全部债务 45.69 亿元，公司全部债务资本化比率 70.75%，公司本部债务负担重。

截至 2023 年底，公司本部所有者权益为 18.88 亿元，较上年底下降 46.75%，主要系亏损所致。在所有者权益中，实收资本为 15.00 亿元（占 79.41%）、资本公积合计 14.60 亿元（占 77.31%）、未分配利润合计-13.91 亿元（占-73.64%）、盈余公积合计 3.06 亿元（占 16.18%）。

2023 年，公司本部营业总收入为 0.59 亿元，利润总额为-14.20 亿元。同期，公司本部投资收益为 0.36 亿元。

2023 年，公司本部经营活动现金流净额为 5.40 亿元，投资活动现金流净额 3.10 亿元，筹资活动现金流净额-8.43 亿元。

（五）ESG 方面

作为光大集团下属公司，公司注重绿色发展理念与履行社会责任，整体 ESG 风险可控。

在项目开发及营运过程中，坚守绿色发展的理念，致力于遵循绿色建筑的标准进行建设和发展。公司下属光大安石平台主动投资管理 21 个项目，覆盖全国 10 个重点城市，其中 3 个项目获得 WELL 金级认证，5 个项目获得 LEED CS 金级/EB 铂金级认证，5 个项目获得中国绿色建筑一星/二星认证，总建筑面积超过 96 万平方米。公司多个在管项目在节能、节水、减少二氧化碳排放和提高资源利用率上进行了创新和变革，履行环境保护责任。公司高度重视安全生产工作，认真贯彻落实安全生产法规，坚持“安全第一、预防为主”的方针，树立“人民至上、生命至上”的理念，统筹发展和安全，严格落实安全生产责任制，形成了月度自查、总部定期抽查和不定期安全生产专项检查相结合的巡检机制；2023 年，公司系统各企业均未发生因管理问题导致的安全生产事故，实现了全年零伤亡的安全生产目标。此外，公司利用相关平台和资源优势，积极开展各种形式的公益慈善活动，履行社会责任。

五、外部支持

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

1 支持能力

光大集团作为中华人民共和国财政部和中央汇金投资有限责任公司持股的大型金融控股集团，已成为横跨金融与实业、香港与内地，机构与业务遍布海内外，拥有金融全牌照和环保、旅游、健康、高科技等特色实业，具有综合金融、产融合作、陆港两地特色优势的国有大型综合金融控股集团。光大集团下属光大银行股份有限公司（以下简称“光大银行”）、光大证券股份有限公司（以下简称“光大证券”）等企业在相应行业位居前列，具有较强的品牌知名度。光大控股为光大集团从事跨境资产管理及私募股权投资公司，是一家以私募基金投资管理为核心业务的香港上市公司。截至 2023 年底，光大控股资产总额为 795.88 亿港元，所有者权益 341.06 亿港元，资本实力强。

2 支持可能性

光大集团旗下拥有银行、证券、保险、资管等各类金融牌照，可发挥联动协同作用。公司作为光大集团旗下唯一的不动产资产管理平台，光大控股通过认购基金有限合伙人份额进行投资，支持公司不动产资管业务顺利开展。此外，光大控股可以考虑通过多种形式为光大嘉宝安全稳定运营提供保障。截至 2023 年底，光大控股对公司本部提供财务资助余额 9.5 亿元。

六、评级结论

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	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	46.57	29.27	26.24	27.11
应收账款（亿元）	4.21	5.59	4.41	4.44
其他应收款（亿元）	10.85	9.13	8.07	7.76
存货（亿元）	66.71	39.10	18.04	18.19
长期股权投资（亿元）	57.17	55.87	44.73	44.44
固定资产（亿元）	1.06	0.99	0.16	0.15
在建工程（亿元）	51.95	2.32	0.06	0.07
资产总额（亿元）	353.76	303.01	247.25	246.46
实收资本（亿元）	15.00	15.00	15.00	15.00
少数股东权益（亿元）	24.07	20.63	16.59	15.58
所有者权益（亿元）	95.10	91.08	66.81	64.93
短期债务（亿元）	6.72	13.69	52.40	54.10
长期债务（亿元）	130.70	116.18	73.98	75.02
全部债务（亿元）	137.42	129.86	126.38	129.12
营业总收入（亿元）	40.95	55.70	43.90	3.42
营业成本（亿元）	21.14	36.99	30.37	1.93
其他收益（亿元）	0.04	0.03	0.03	0.00
利润总额（亿元）	4.66	3.10	-18.87	-1.21
EBITDA（亿元）	12.29	10.99	-11.27	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	69.09	21.78	20.85	3.38
经营活动现金流入小计（亿元）	73.06	26.36	25.42	3.68
经营活动现金流量净额（亿元）	39.02	0.58	5.02	-0.24
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.34	-2.29	4.75	0.06
筹资活动现金流量净额（亿元）	-27.40	-16.03	-11.93	1.08
财务指标				
销售债权周转次数（次）	11.48	11.36	8.78	--
存货周转次数（次）	0.27	0.70	1.06	--
总资产周转次数（次）	0.12	0.17	0.16	--
现金收入比（%）	168.74	39.10	47.50	98.92
营业利润率（%）	36.80	27.83	24.97	37.52
总资本收益率（%）	3.97	3.57	-7.71	--
净资产收益率（%）	2.35	0.77	-32.59	--
长期债务资本化比率（%）	57.88	56.05	52.55	53.60
全部债务资本化比率（%）	59.10	58.78	65.42	66.54
资产负债率（%）	73.12	69.94	72.98	73.66
流动比率（%）	124.19	113.90	68.36	69.86
速动比率（%）	62.55	62.76	46.97	48.10
经营现金流动负债比（%）	36.06	0.76	5.95	--
现金短期债务比（倍）	6.93	2.14	0.50	0.50
EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	1.48	-1.64	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.18	11.82	-11.21	--

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 2024 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；3. 其他应付款科目中有息债务已调整计入短期债务；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表整理

附件 2 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 3-1 主体长期信用等级设置及含义

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	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 3-2 评级展望设置及含义

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	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 3-3 资产支持票据信用等级设置及含义

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。

信用等级	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

附件 4 信托贷款和“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”还本安排（单位：万元）

期数	信托贷款	“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”	期数	信托贷款	“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”
13	180.00	180.00	25	440.00	440.00
14	180.00	180.00	26	440.00	440.00
15	220.00	220.00	27	470.00	470.00
16	220.00	220.00	28	470.00	470.00
17	270.00	270.00	29	540.00	540.00
18	270.00	270.00	30	540.00	540.00
19	300.00	300.00	31	590.00	590.00
20	300.00	300.00	32	590.00	590.00
21	340.00	340.00	33	670.00	670.00
22	340.00	340.00	34	670.00	670.00
23	390.00	390.00	35	730.00	730.00
24	390.00	390.00	36	39830.00	12130.00

注：兑付期数不包括提前还款，第 13 期为 2025 年 1 月对应的还款日和兑付日
 资料来源：联合资信根据受托人提供资料整理

附件 5-1 各档优先级票据利息及本息覆盖倍数（单位：倍）

兑付日	基础情景下			压力情景下：预测净现金流下降 35.00%				
	物业资产预测运营可分配净现金流	“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 利息支出 DSCR	“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 本支出息 DSCR	“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B” 利息支出 DSCR	调整后物业资产运营可分配净现金流	“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 利息支出 DSCR	“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 本息支出 DSCR	“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B” 利息支出 DSCR
第 13 个	1489.39	2.50	1.92	1.19	941.53	1.58	1.92	0.75
第 14 个	1546.50	2.62	2.01	1.24	976.94	1.65	2.01	0.78
第 15 个	1550.93	2.65	1.92	1.21	981.37	1.67	1.92	0.77
第 16 个	1634.45	2.82	2.04	1.28	1033.64	1.78	2.04	0.81
第 17 个	1639.23	2.85	1.94	1.24	1038.42	1.81	1.94	0.79
第 18 个	1684.36	2.97	2.01	1.28	1066.21	1.88	2.01	0.81
第 19 个	1688.52	3.02	1.96	1.27	1070.37	1.91	1.96	0.80
第 20 个	1742.49	3.16	2.05	1.31	1103.80	2.00	2.05	0.83
第 21 个	1747.00	3.22	1.98	1.29	1108.32	2.04	1.98	0.82
第 22 个	1820.61	3.41	2.08	1.35	1154.29	2.16	2.08	0.86
第 23 个	1825.48	3.48	2.00	1.31	1159.16	2.21	2.00	0.83
第 24 个	1883.79	3.67	2.09	1.37	1195.39	2.33	2.09	0.87
第 25 个	1888.69	3.76	2.00	1.33	1200.29	2.39	1.27	0.85
第 26 个	1934.83	3.94	2.08	1.38	1228.76	2.50	1.32	0.87
第 27 个	1939.12	4.05	2.04	1.36	1233.05	2.58	1.30	0.87
第 28 个	2035.60	4.37	2.18	1.44	1293.66	2.78	1.38	0.92
第 29 个	2041.21	4.51	2.06	1.39	1299.27	2.87	1.31	0.89
第 30 个	2078.28	4.75	2.13	1.43	1321.98	3.02	1.35	0.91
第 31 个	2083.29	4.93	2.06	1.40	1326.99	3.14	1.31	0.89
第 32 个	2160.54	5.31	2.17	1.47	1375.35	3.38	1.38	0.93
第 33 个	2166.56	5.55	2.04	1.41	1381.37	3.54	1.30	0.90
第 34 个	2255.53	6.06	2.16	1.49	1437.24	3.86	1.38	0.95
第 35 个	2260.96	6.39	2.09	1.45	1442.66	4.08	1.33	0.93
第 36 个	2592.73	7.77	0.21	0.20	1656.99	4.97	0.13	0.13

注：1.可分配净现金流=当期物业资产预测运营净收入-相关税费（包括托管费0.01%/年、0.005%兑付兑息费、单一信托报酬0.08%/年、票据信托报酬0.05%/年、增值税3.00%及附加税12.00%），下同；调整后物业资产运营可分配净现金流=当期物业资产预测运营净收入*（1-35%）-相关税费（包括托管费0.01%/年、0.005%兑付兑息费、单一信托报酬0.08%/年、票据信托报酬0.05%/年、增值税3.00%及附加税12.00%）；3.“18光大嘉宝ABN001优先A”利息支出DSCR=可分配净现金流/“18光大嘉宝ABN001优先A”当期利息支出，“18光大嘉宝ABN001优先A”本息支出DSCR=可分配净现金流/“18光大嘉宝ABN001优先A”当期本息支出；“18光大嘉宝ABN001优先B”利息支出DSCR=可分配净现金流/（“18光大嘉宝ABN001优先A”当期本息支出+“18光大嘉宝ABN001优先B”当期利息支出）；4.因“18光大嘉宝ABN001优先B”为到期一次性还本，故“18光大嘉宝ABN001优先B”本息支出DSCR（除最后一期）与表中“18光大嘉宝ABN001优先B”利息支出DSCR相同；5.由于归集期间和兑付期间的天数每期不同，预期支出与覆盖倍数将与上表存在偏差，下同
资料来源：联合资信整理

附件 5-2 极值压力下“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”的利息及本息覆盖倍数（单位：倍）

兑付日	预测净现金流下降 45.56%			预测净现金流下降 56.81%		
	调整后物业资产运营可分配净现金流	“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 利息支出 DSCR	“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 本支本息 DSCR	调整后物业资产运营可分配净现金流	“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 利息支出 DSCR	“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 本息支出 DSCR
第 13 个	776.23	1.30	1.00	596.25	1.00	0.77
第 14 个	805.09	1.36	1.04	618.14	1.05	0.80
第 15 个	809.52	1.38	1.00	622.57	1.06	0.77
第 16 个	852.37	1.47	1.07	655.37	1.13	0.82
第 17 个	857.15	1.49	1.02	660.15	1.15	0.78
第 18 个	879.70	1.55	1.05	677.13	1.19	0.81
第 19 个	883.87	1.58	1.03	681.29	1.22	0.79
第 20 个	911.10	1.65	1.07	701.93	1.27	0.82
第 21 个	915.62	1.69	1.04	706.44	1.30	0.80
第 22 个	953.26	1.79	1.09	735.20	1.38	0.84
第 23 个	958.12	1.83	1.05	740.07	1.41	0.81
第 24 个	987.69	1.92	1.09	762.54	1.49	0.84
第 25 个	992.59	1.97	1.05	767.44	1.53	0.81
第 26 个	1015.73	2.07	1.09	784.90	1.60	0.84
第 27 个	1020.02	2.13	1.08	789.19	1.65	0.83
第 28 个	1069.80	2.30	1.14	827.44	1.78	0.88
第 29 个	1075.41	2.38	1.08	833.05	1.84	0.84
第 30 个	1093.79	2.50	1.12	846.81	1.93	0.87
第 31 个	1098.80	2.60	1.08	851.82	2.01	0.84
第 32 个	1138.45	2.80	1.14	882.19	2.17	0.89
第 33 个	1144.47	2.93	1.08	888.21	2.27	0.84
第 34 个	1190.35	3.20	1.14	923.44	2.48	0.89
第 35 个	1195.77	3.38	1.10	928.87	2.63	0.86
第 36 个	1374.67	4.12	0.11	1069.37	3.21	0.09

注：调整后物业资产运营可分配净现金流=当期物业资产预测运营净收入*（1-下降幅度）-相关税费
 资料来源：联合资信整理