

光大嘉宝 2018 年度第一期 资产支持票据 2025 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〔2025〕7133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

二〇二五年七月三十日

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

2025 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 | 21320.00 | 21680.00 | 59.19% | 59.59% | AAA _{sf} | AAA _{sf} |
| 18 光大嘉宝 ABN001 优先 B | 14600.00 | 14600.00 | 40.53% | 40.13% | AA ⁺ _{sf} | AA ⁺ _{sf} |
| 18 光大嘉宝 ABN001 次 | 100.00 | 100.00 | 0.28% | 0.27% | NR | NR |
| 合计 | 36020.00 | 36380.00 | 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 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 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 首次评估基准日： 2017/10/11 资产跟踪基准日： 2025/03/31 本次票据跟踪基准日： 2025/07/21 本次跟踪期间： 2024/07/23—2025/07/21 资产支持票据预期到期日： 2036/07/20 法定到期日： 2038/07/20 | 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 2.66 倍和 1.94 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 压力情景 当物业资产运营净收入下降 35.00% 时，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）的覆盖倍数最低分别为 1.69 倍和 1.28 倍。当未来预测净收入下降 46.30% 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 59.86% 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 | |
| | 量化模型测试——LTV | |
| | 处置物业资产 “18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”的 LTV 为 19.30%，可承受的跌价极值为 78.08%；“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”的 LTV 为 32.52%，可承受的跌价极值为 63.07% | |

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，物业资产出租率有所下降，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尚可，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

- **抵质押担保措施仍对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”形成有效支撑。**跟踪期内，物业资产预测运营净收入对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”期间预期支出的保障程度尚可以以及抵押物价值对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”剩余本金的保障程度好。

- **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重要的不动产资管平台，股东实力雄厚，支持力度大；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，实收租金较预测值偏离较大，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，物业资产出租率继续下降至 84.43%；跟踪期内，由于租金价格不及预期以及收缴延后，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；面临的投资风险高以及一定的债务接续压力。

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（合并口径）

| 项 目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 3 月 | 项 目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 3 月 |
|-------------|--------|--------|--------|------------|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 现金类资产（亿元） | 29.27 | 26.24 | 21.10 | 20.61 | 营业利润率（%） | 27.83 | 24.97 | 31.88 | 35.44 |
| 资产总额（亿元） | 302.99 | 247.25 | 219.45 | 217.09 | 净资产收益率（%） | 5.00 | -30.10 | -28.45 | -- |
| 所有者权益（亿元） | 87.07 | 65.00 | 49.64 | 48.39 | 资产负债率（%） | 71.26 | 73.71 | 77.38 | 77.71 |
| 短期债务（亿元） | 13.69 | 52.40 | 40.25 | 41.10 | 全部债务资本化比率（%） | 59.86 | 66.04 | 71.38 | 72.02 |
| 长期债务（亿元） | 116.18 | 73.98 | 83.57 | 83.47 | 流动比率（%） | 113.90 | 68.36 | 68.13 | 67.43 |
| 全部债务（亿元） | 129.86 | 126.38 | 123.82 | 124.57 | 经营现金流流动负债比（%） | 0.76 | 5.95 | 6.81 | -- |
| 营业总收入（亿元） | 55.70 | 43.90 | 18.18 | 3.11 | 现金短期债务比（倍） | 2.14 | 0.50 | 0.52 | 0.50 |
| 利润总额（亿元） | 6.69 | -16.52 | -13.61 | -0.97 | EBITDA 利息倍数（倍） | 1.96 | -2.00 | -1.48 | -- |
| EBITDA（亿元） | 14.58 | -10.53 | -7.83 | -- | 全部债务/EBITDA（倍） | 8.91 | -12.00 | -15.82 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 0.58 | 5.02 | 4.33 | -0.05 | | | | | |

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. 本报告将其他应付款、其他流动负债中的有息部分调整至短期债务处理；3. 本报告使用财务数据为追溯调整后数据；4. 光大嘉宝 2025 年第一季度财务报表未经审计；5. “--”表示不适用
 资料来源：联合资信根据光大嘉宝审计报告、财务报表及提供资料整理

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 |
|------------|---------------------------|-------------------------------|----------------------|
| 2024/07/30 | AAA _{sf} | AA ⁺ _{sf} | 阅读全文 |
| 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

2025 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。由于 2024 年 7 月“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”存在部分回售，根据 2024 年 12 月签署的《流动性支持协议补充协议》，流动性支持机构光大嘉宝股份有限公司（以下简称“光大嘉宝”）或其指定第三方按时足额支付流动性支持金额后，“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据单一资金信托”的受托人应调减其项目下信托贷款金额，调减金额为流动性支持机构或其指定第三方支付流动性支持金额。贷款金额调减后，期间还款本金及贷款利率保持不变，期末还款本金相应减少，具体还本计划见附件 3。跟踪期内，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 2490.60 万元，具体分配情况见图表 1。截至票据跟踪基准日（2025 年 7 月 21 日），本交易存续规模情况如图表 2 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 |
| 2025/01/20 | 180.00 | 594.57 | 0.00 | 473.20 | 0.00 | 0.00 |
| 2025/07/21 | 180.00 | 589.63 | 0.00 | 473.20 | 0.00 | 0.00 |
| 合计 | 360.00 | 1184.20 | 0.00 | 946.40 | 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 | 21320.00 | 21680.00 | 59.19% | 59.59% | 6.00% | 5.50% | | 正常 |
| 18 光大嘉宝 ABN001 优先 B | 14600.00 | 14600.00 | 40.53% | 40.13% | 7.50% | 6.50% | 2036/07/20 | 正常 |
| 18 光大嘉宝 ABN001 次 | 100.00 | 100.00 | 0.28% | 0.27% | -- | -- | | 正常 |
| 票据合计 | 36020.00 | 36380.00 | 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 3）；“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¹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。

截至资产跟踪基准日（2025 年 3 月 31 日，下同），物业资产的出租率继续下降，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。

（1）物业资产概况

本交易初始底层资产共涉及 11 处物业。由于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 14360.00 万元的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，总建筑面积仍为 49220.57 平方米，与上次跟踪基准日（2024 年 3 月 31 日，下同）一致；物业资

¹ 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。

产位于嘉定区的占比仍为 94.91%，业态类型无变化。物业资产可出租面积略有上升至 47805.88 平方米，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。

(2) 运营环境分析

2024 年，上海市实现地区生产总值（GDP）53926.71 亿元，比上年增长 5.0%。其中，第一产业增加值 99.70 亿元，下降 0.9%；第二产业增加值 11637.57 亿元，增长 2.4%；第三产业增加值 42189.44 亿元，增长 5.7%。第三产业增加值占地区生产总值的比重为 78.2%。2024 年地方一般公共预算收入 8374.17 亿元，比上年增长 0.7%。截至 2024 年末，全市常住人口为 2480.26 万人，常住人口自然增长率为-1.53%。据抽样调查，2024 年全市居民人均可支配收入 88366 元，比上年增长 4.2%。其中，城镇常住居民人均可支配收入 93095 元，增长 4.0%；农村常住居民人均可支配收入 45644 元，增长 6.2%。2024 年全社会固定资产投资总额比上年增长 4.8%。2024 年完成房地产开发投资额比上年增长 2.8%。其中，住宅投资增长 6.3%；办公楼投资下降 11.4%；商业营业用房投资下降 12.3%。2024 年商品房施工面积 16818.02 万平方米，下降 4.5%；竣工面积 1709.22 万平方米，下降 19.1%。2024 年商品房销售面积 1656.86 万平方米，下降 8.5%。其中，住宅销售面积 1356.73 万平方米，下降 6.9%。2024 年商品房销售额 6873.32 亿元，下降 5.6%。其中，住宅销售额 6406.87 亿元，下降 4.4%。2024 年存量房买卖登记面积 2072.27 万平方米，比上年增长 21.3%。

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。叠加需求不振和房地产行业融资恶化等因素影响，商业地产竣工面积有所下降，但整体库存压力依然较大。2024 年商业地产行业在销售端延续去库存态势，新增供应持续缩减，开发投资低迷。租赁方面，一线城市零售物业出租率有一定企稳改善迹象，但租金水平仍缓步下滑；写字楼出租率和租金水平下降态势仍较显著。展望 2025 年，随着商场类物业过去几年较为倚赖的餐饮业态出现下滑态势，国家是否能针对消费端出台强力刺激政策对于商场类物业将有较大影响；在经济增长面临较多不确定性因素的环境下，办公楼租金收入预计仍将下行；商业地产企业面临投资性房地产估值下降风险，或将影响利润水平和长期偿债能力（详见《2025 年商业地产行业分析》）。

根据仲量联行数据，2024 年上海消费市场仍面临较大压力，前十一个月全市社会消费品零售总额为 16,370 亿元，较去年同比下降 3.1%。零售物业市场整体承压，全年累计净吸纳量约 45.1 万平方米，租赁势头较 2023 年有所放缓。为进一步挖掘消费增长潜力和促进消费增长，2024 年以来多项“促消费”政策出台且初显成效，带动了消费信心的逐步恢复。政策刺激下，家电、家具、体育娱乐用品销售同比增幅显著。从新开店的业态占比变化来看，时尚、娱乐、服务和儿童业态占比扩大，餐饮比例基本稳定，而生活方式类租户比例有所下降。2024 年的租赁需求主要来自于运动服饰、本土潮牌、潮玩杂货、二次元周边产品、娱乐体验和艺术文化展览、宠物相关服务及产品、平价餐饮、烘焙饮品等，且性价比高的品牌因消费者日益理性而受到更多青睐。需求端最为活跃的业态主要为运动户外及潮玩二次元品牌，满足了消费者对健康、体验与情绪价值的多样化需求。2024 年全年，三个核心商圈项目和九个非核心商圈项目共带来超 71 万平方米的新增供应。

根据 CBRE 世邦魏理仕资料显示，2025 年上半年，上海零售物业市场迎来三个新项目开业，体量总计 19.4 万平方米。受新增供应入市及大体量项目良好的商户入驻影响，全市净吸纳量录得 13.4 万平方米，空置率环比上升 0.7 个百分点至 8.6%。存量市场中，核心商圈多个项目中的品牌调整进程已经趋于稳定，至此上半年租金小幅下降至每天每平方米 31.9 元。需求方面，餐饮品类需求位居第一，占比 45%，成为上半年市场需求主力。零售业态需求占比提升至 41%，其中服饰品类需求占比 23%，潮流服饰及户外运动品牌布局活跃。

(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 40360.87 平方米，时点出租率为 84.43%，较上次跟踪基准日时点出租率下降 5.31 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一致（但有替换）。以租户合同约定的年租金收入为标准，前十大租户年租金收入占比较上次跟踪基准日上升 1.94 个百分点，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 | 8.02% |
| 2 | 2707.15 | 174.30 | 5.47% |
| 3 | 2027.46 | 136.88 | 4.30% |
| 4 | 536.86 | 135.29 | 4.25% |

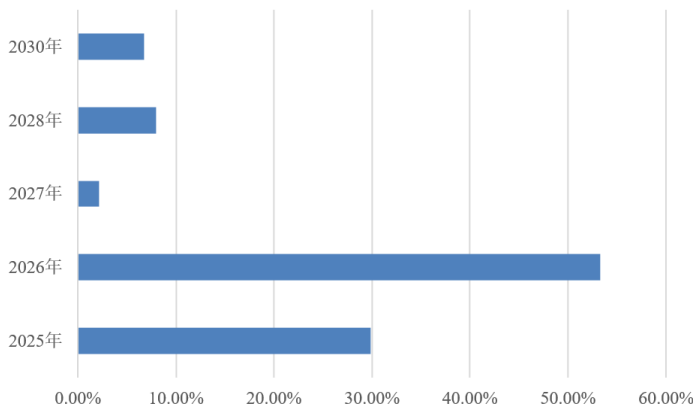
| | | | |
|-----------|-----------------|----------------|---------------|
| 5 | 451.30 | 90.90 | 2.85% |
| 6 | 2138.60 | 89.77 | 2.82% |
| 7 | 799.24 | 88.13 | 2.77% |
| 8 | 1376.15 | 81.92 | 2.57% |
| 9 | 2570.94 | 76.88 | 2.41% |
| 10 | 639.15 | 71.63 | 2.25% |
| 合计 | 15437.32 | 1201.29 | 37.71% |

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。

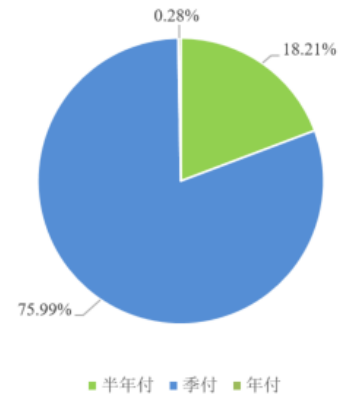
租赁期限方面，截至资产跟踪基准日，物业资产租赁合同到期年份以 2026 年为主，租赁面积占比 53.30%。租金合同期限不能覆盖本交易存续期，存在因承租人提前退租或者停止续租，导致空置率上升或者租金价格下降的情况，从而给租金收入的实现带来一定的负面影响。

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

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。

跟踪期内，本交易共涉及 2 个现金流归集期间。联合资信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，再与物业资产实际现金流表现进行对比。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 28.62% 和 42.33%。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；第二个归集期租金收入偏离预期主要系租金水平未及预期同时部分租户习惯于每年下半年补缴租金以减轻支付压力导致收缴率低（为 83.11%）所致。

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 |
| 2024年7月8日(含)—2025年1月9日(不含) | 1447.23 | 1404.11 | 1967.07 | -28.62% | 1110.00 | 1550.57 | -28.41% |
| 2025年1月9日(含)—2025年7月9日(不含) | 1377.41 | 1144.80 | 1985.09 | -42.33% | 1100.00 | 1609.53 | -31.66% |

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

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有三期在每个自然季度首月的 20 日前第 11 个工作日，符合交易约定，而 2024 年 10 月的归集时间稍晚于约定时间，归集金额均为必备金额。根据单一资金信托账户和财产权信托账户流水，本交易已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。此外，根据财产权信托账户流水，光大嘉宝已依据约定于每个兑付日前第 6 个工作日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 |
|------------|--------|------------|---------|------------|---------|------------|--------|
| 2024/10/24 | 610.00 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 2025/01/02 | 500.00 | 2025/01/06 | 1108.78 | 2025/01/08 | 1063.97 | 2025/01/09 | 197.20 |
| 2025/04/08 | 600.00 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 2025/07/02 | 500.00 | 2025/07/07 | 1109.60 | 2025/07/08 | 1064.85 | 2025/07/11 | 191.62 |
| 合计 | | -- | | -- | | -- | |

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

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。跟踪期内未发生票面利率调整和回售的情况，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尚可，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 2.66 倍和 1.94 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。截至跟踪基准日，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略有提升，抵押率分别下降 0.33 个百分点和 0.32 个百分点至 19.30% 和 32.52%。

(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

联合资信确定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 2025 年 3 月底，光大嘉宝（股票代码：600622.SH）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）共持有其 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（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；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重要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，并可获得股东在品牌、业务和资金等方面的大力支持。光大嘉宝不动产资管业务在管项目区域布局较好，但在行业下行阶段面临一定的经营压力²，且光大嘉宝作为不动产基金的投资者投资规模较大，相关投资面临估值下降风险；投资性房地产采用成本计量模式，整体区位条件较优但部分项目出租率偏低。近年来光大嘉宝无新增房地产项目，剩余可售面积较小，目前暂无新增房地产投资计划。财务方面，光大嘉宝向轻资产模式主动转型叠加被动亏损，进入缩表周期；截至 2024 年底，光大嘉宝资产受限比例高，流动性有限；债务负担较重，面临一定的短期债务接续压力。光大嘉宝盈利水平受非经常性损益影响很大，2023 和 2024 年均大额亏损；投资需求有所下降，筹资活动现金流表现为净偿还。考虑到光大嘉宝股东支持力度大以及股权债权融资渠道畅通，实际偿债压力可控。

近年来，光大嘉宝向轻资产运营模式转型，开发业务规模持续收缩，债务规模亦同步缩减，凭借自身现金流入、光大系品牌优势和股东大力支持，光大嘉宝偿债能力有望保持稳定。

优势

(1) 股东实力雄厚，支持力度大。光大嘉宝作为光大集团下属重要的不动产资管平台，股东实力雄厚，可在资金、认购基金份额等方面给予其支持。

(2) 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。2024 年光大嘉宝营业收入大幅下降，同比减亏；考虑到过往房地产业务对其收入贡献较大，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) 面临的投资风险高。2023—2024 年，光大嘉宝不动产投资业务相关投资标的租金水平和出租率中枢下移导致投资收益大额为负，商誉减值损失和债权投资减值损失亦对利润侵蚀严重。

(3) 面临一定的债务接续压力。光大嘉宝债务负担较重，一年内到期的有息债务绝对金额大，流动资产占比显著低于短期债务占比，形成错配；截至 2024 年底，光大嘉宝资产受限比例高，面临一定的债务接续压力。

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，联合资信将继续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现行票面利率 5.50% 和 6.50%。具体测算结果详见附件 4-1。

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 | 2.66~7.80 |
| “18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 本息支出（除最后一期外）DSCR | 1.94~2.19 |
| “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） | 1.22~1.49 |

² 根据直接资本化模型，Value（估值）=Net Operating Income（净经营利润）/ Capitalization Rate（资本化率），租金水平和出租率等经营因素影响净经营利润，从而影响估值。

| | |
|--|------|
| “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 2.66 倍和 1.94 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”到期本息、“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 4-1。

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 | 1.69~5.00 |
| “18 光大嘉宝 ABN001 优先 A” 本息支出（除最后一期外）DSCR | 1.28~2.10 |

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 1.69 倍和 1.28 倍。当未来预测净收入下降 46.30% 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 59.86% 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 4-2）。

2 物业资产压力测试

(1) 物业资产评估价值

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（21320.00 万元）对抵押物评估价值的抵押率较上次跟踪基准日下降 0.33 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（35920.00 万元）对抵押物评估价值的抵押率较上次跟踪基准日下降 0.32 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 |
|------|------|----------|---------|-------------|---------|-----------|-------|---------------------------|------------|
| 物业资产 | 首次 | 52173.00 | 30%~60% | 135820.00 | 40%~70% | 110461.00 | 上次 | 19.63% | 32.84% |
| | | | | | | | 本次 | 19.30% | 32.52% |

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³，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 78.08% 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；当物业资产处置价值下跌超过 63.07% 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。

³ 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%。

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 | 3.65 | 2.17 |
| 30.00% | 68098.10 | 3.19 | 1.90 |
| 63.07% | 35926.61 | 1.69 | 1.00 |
| 78.08% | 21324.43 | 1.00 | 0.59 |

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，两者之间或将存在差异
 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尚可，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”）前身为上海嘉宝照明电器公司，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 2025 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，按照联合资信行业分类标准属于一般工商行业。

截至 2025 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 2024 年底，公司合并资产总额 219.45 亿元，所有者权益 49.64 亿元（含少数股东权益 14.69 亿元）；2024 年，公司实现营业收入 18.18 亿元，利润总额-13.61 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 217.09 亿元，所有者权益 48.39 亿元（含少数股东权益 14.62 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.11 亿元，利润总额-0.97 亿元。

公司注册地址：上海市嘉定区清河路 55 号嘉宝商厦 6-7 楼；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

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年一季度报）](#)》。

三、行业分析

1 房地产

2024 年，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下，销售阶段性回暖，商品住宅广义库存去化周期出现下降拐点，但仍处高位，短期内去库存依旧是行业重点。“稳住楼市”目标下，促进房地产市场止跌回稳或是未来政策优化主方向，利好政策有望继续释放，但居民收入预期和信心尚未恢复，预计 2025 年行业销售面积降幅收窄，继续筑底；在销售弱复苏以及房企资金有限情况下，预计 2025 年土地市场将继续缩量，但核心城市核心区域土地资源仍将维持高热度。完整版房地产行业分析详见《[2025 年房地产行业分析](#)》。

2 商业地产

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。叠加需求不振和房地产行业融资恶化等因素影响，商业地产竣工面积有所下降，但整体库存压力依然较大。2024 年商业地产行业在销售端延续去库存态势，新增供应持续缩减，开发投资低迷。租赁方面，一线城市零售物业出租率有一定企稳改善迹象，但租金水平仍缓步下滑；写字楼出租率和租金水平下降态势仍较显著。展望 2025 年，随着商场类物业过去几年较为倚赖的餐饮业态出现下滑态势，国家是否能针对消费端出台强力刺激政策对于商场类物业将有较大影响；在经济增长面临较多不确定性因素的环境下，办公楼租金收入预计仍将下行；商业地产企业面临投资性房地产估值下降风险，或将影响利润水平和长期偿债能力。完整版商业地产行业分析详见[《2025 年商业地产行业分析》](#)。

3 不动产资管

不动产资产管理行业方面，随着国家推动房地产行业高质量发展政策持续出台，更多企业加大不动产资产管理业务转型力度，2024 年多家大型房地产企业设立了专门从事代建代管、不良盘活、资产运营的平台企业，催生出包括政府项目管理、复杂项目代建、“资本+代建”、智慧营造等创新行业模式，行业竞争呈现平台化、规模化、专业化趋势。

不动产大宗交易方面，综合高力国际、第一太平戴维斯相关研究，2024 年境内主要城市不动产大宗交易成交总额较前一年度有所收缩，上海、北京两市成交相对活跃，成交额约占全国三分之二。从标的物业类型看，写字楼仍是最具成交规模的资产类型；受基础设施 REITs 常态化发行等政策利好鼓舞，优质消费基础设施资产受到更多投资机构关注，成交额同比上升。从市场参与主体看，内资买方占据不动产大宗交易市场主导地位，除保险机构、地方国企等传统投资方外，包括出版社、学校在内的企事业单位也积极参与并促成了多笔大宗交易成交。从成交价格水平看，受不动产行业调整、部分拥有较多资产储备机构集中处置资产等因素影响，市场折价成交案例增多。

四、基础素质分析

1 竞争实力

公司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，在管规模较大。公司凭借光大品牌优势，融资成本具有一定的竞争力。

公司是光大集团旗下重要的不动产资产管理平台，公司旗下光大安石（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，覆盖“募、投、管、退”等业务环节。截至 2024 年底，公司在管项目合计 56 个，其中在管投资管理类项目 21 个，在管基金规模 221.62 亿元，在管资产规模 469.14 亿元；公司受托资产管理类项目 26 个，咨询服务类项目 9 个。截至 2024 年底，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。公司不动产租赁以纳入合并报表范围的在管基金及项目（详见经营分析）为主，同期末，表内投资性房地产四个项目账面价值 125.90 亿元，其中光大安石中心和光大安石虹桥中心出租率偏低；公司投资性房地产采用成本计量模式，整体区位条件较优。

公司旗下消费基础设施品牌“大融城”覆盖国内主要一二线城市及多个消费热点城市。2024 年，光大安石连续第五年获由观点指数研究院颁发的“年度影响力地产股权投资机构 TOP10”；连续第四年获由观点指数研究院颁发的“年度商业地产企业表现 TOP15”、“年度商业不动产投资管理机构表现 TOP10”、“年度影响力不动产基金品牌 TOP10”；连续第二年获由中指信息技术研究院颁发的“中国房地产代建运营优秀企业”；连续第二年获得由上海市国际股权投资基金协会颁发的“最佳不动产资产管理机构”、“最佳商业地产投资管理机构”。另外，光大安石于 2024 年内获由观点指数研究院颁发的“2024 年度商业地产品牌价值表现 TOP20”、“2024 年度影响力商业地产运营商 TOP20”；由易居克而瑞颁发的“2024 不动产资管综合实力 TOP10”、“2024 中国不动产资管运营领域标杆企业”、“2024 中国不动产商管综合实力 TOP20”。

公司利用当下融资环境和光大品牌资源优势，优化融资计划、压降融资成本，同时继续积极争取大股东支持。2022—2024 年，公司平均融资成本分别为 4.50%、4.38% 和 3.83%，压降效果显著。

2 人员素质

公司管理团队经验丰富，员工素质较为良好，能够为公司日常经营所需提供保障。

截至 2024 年底，公司共有 8 名董事（其中独立董事 3 名）、3 名监事和 4 名高级管理人员，核心团队行业经验及管理经验丰富。截至 2024 年底，公司包括主要子公司在内的员工数量 736 名，其中教育程度在大专及以上学历的员工 594 名，员工整体素质较为良好。

公司法定代表人（代）、副董事长、董事长（代）苏晓鹏先生，1976 年 1 月出生，中国国籍，持有香港永久性居民身份证，工商管理硕士。现任公司副董事长、董事会执行委员会副主席等职；中国光大控股有限公司副总裁、管理决策委员会成员，负责消费基金部、海外基础设施基金部、母基金部、房地产基金投资与管理中心、绿色基金部及并购基金部工作。曾任中国光大集团有限公司执行董事委员会办公室主管；中国光大控股有限公司企划传讯部副总经理、总经理；企业传讯及投资者关系部总经理、总监；首席战略官等职。

3 信用记录

公司过往履约记录良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：913100001336360028），截至 2025 年 7 月 18 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 2025 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。

五、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构符合法律要求，运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障。

公司根据《公司章程》的有关规定，建立了由股东大会、董事会、监事会、管理层组成的较为健全的公司治理结构。

股东大会是公司的权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划等职权。公司设董事会，董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 人，必要时可以设 2 名副董事长。公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，设监事会主席一名。公司设总裁 1 名，设副总裁若干名，由董事会聘任或解聘。总裁每届任期为三年，连聘可以连任。总裁对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理等职权。

因工作变动，公司原董事长张明翱先生于 2024 年 1 月 18 日向公司董事会提交书面辞职报告，辞去公司董事、董事长、法定代表人等相关职务。张明翱先生的辞职未导致公司董事会成员低于法定人数。根据《公司章程》的有关规定，公司副董事长苏晓鹏先生将代为履行董事长和法定代表人职责，直至新任董事长选举产生之日止。

2 管理水平

公司建立了较为规范的管理制度，整体管理运作情况良好。

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在财务管理、资金管理、内部审计等方面建立了相应的内部控制制度。2024 年，公司先后修订或制定了《关联交易管理制度》、《薪酬管理制度》、《安全生产管理制度》、《信息系统建设与运行维护管理制度》、《负责人履职待遇和业务支出管理办法》、《定期报告编制管理办法》、《信访工作管理办法》、《保密工作管理规定》等制度。同时，公司严格贯彻落实“三重一大”决策制度，持续完善公司党委“三重一大”事项清单，以更好发挥党委“把方向、管大局、促落实”的核心领导作用。

子公司管理方面，为加强对子公司的管理，公司制定了《子公司管理制度》，对子公司董事、监事和高管的产生及职责，子公司投资和经营决策管理、财务管理、内部审计监督以及信息披露等多方面进行了明确规范。其中明确规定公司通过子公司的股东会（股东决定）、董事会（适用于中外合资）行使股东权力，选举或委派子公司董事、监事。公司对各子公司实行财务垂直领导和管理，财务部门的负责人由公司委派。公司定期或不定期实施对子公司的审计监督。

同时，公司制定了《商誉管理制度》《内部审计管理制度》等相关制度加强资产管理，并制定了《风险管理制度》《突发事件处理制度》《关联交易管理制度》和《担保管理制度》等加强风险管理。

六、经营分析

1 经营概况

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，2024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。

从收入构成看，公司营业总收入主要由房地产业务与不动产资管构成，受房地产业务中商品房销售结转规模下降影响，2022—2024年，公司营业总收入逐年下降（商品房销售营业收入分别为42.60亿元、30.65亿元和6.31亿元），其中2024年同比大幅下降58.59%。根据转型发展需要，公司房地产开发业务主体上海嘉宝神马房地产有限公司（以下简称“嘉宝神马”）已多年未新增土地储备，2024年嘉宝神马住宅开发业务可结转资源减少，结转住宅开发业务营业收入持续下降。2022—2024年，公司不动产资管业务营业收入波动下降，其中2024年同比增长14.92%。

毛利率方面，2022—2024年，公司综合毛利率波动上升，主要系占比较高的房地产业务毛利率波动所致。公司不动产资管业务毛利率较高，主要系不动产资管业务在提供管理服务时发生相关支出如无法与管理的资产直接匹配的，公司参照证券、银行和保险等金融机构的列报格式，将该类支出计入管理费用所致，2022—2024年公司不动产资管业务管理费用分别为1.36亿元、1.33亿元和1.16亿元。

2025年1—3月，公司营业总收入3.11亿元，同比下降9.05%；综合毛利率41.48%，较2024年有所上升。

图表1·2022—2024年及2025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 | 2022年 | | | 2023年 | | | 2024年 | | | 2025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 | 49.01 | 87.99% | 28.30% | 38.40 | 87.47% | 27.94% | 13.19 | 72.56% | 30.59% | 2.19 | 70.42% | 28.77% |
| 不动产资管 | 5.62 | 10.09% | 76.30% | 2.95 | 6.71% | 75.23% | 3.39 | 18.64% | 71.51% | 0.71 | 22.83% | 80.28% |
| 其他 | 1.07 | 1.92% | 51.14% | 2.56 | 5.82% | 22.83% | 1.60 | 8.81% | 27.12% | 0.21 | 6.75% | 42.86% |
| 合计 | 55.70 | 100.00% | 33.59% | 43.90 | 100.00% | 30.82% | 18.18 | 100.00% | 37.91% | 3.11 | 100.00% | 41.48% |

注：1. 部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 房地产业务包括商品房销售和不动产租赁
资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

2 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2024年公司投资管理类项目和受托资产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，相关标的面临估值压力。

公司长期专注于不动产资产管理业务，建立了较强的“募资、投资、管理、退出”全产业链闭环运作能力，能够为在管基金、在管项目提供一体化解决方案。公司建立了完善的风险评估与控制体系，通过对项目全过程进行风险监测、风险识别、风险评估和风险应对等措施，实现在不动产私募基金投资运作、不动产资产管理的各个环节进行全面风险管控。

公司不动产资产管理业务所管理的项目主要采用私募基金结构，由公司子公司作为普通合伙人/基金管理人发起设立基金产品，投资人作为有限合伙人/基金投资人认购基金份额（基金份额包括但不限于有限合伙财产份额和契约式基金份额）。基金通过股权收购或资产收购的方式获取消费基础设施、写字楼、酒店及公寓、物流基础设施等各类已建成项目或亟需改造升级的各类持有型物业。对于基金所持的底层项目，公司同时作为资产管理人对项目进行管理和运营，通过对项目提供重新定位、规划、设计、改造、招商、开业筹备以及开业后运营管理等服务，不断提升资产价值，从而为投资人实现投资增值收益。

截至2024年底，公司不动产资管业务在管项目共计56个，较年初增加2个。其中，投资管理类项目21个，较年初未发生变化；在管基金规模为221.62亿元，较年初减少22.81亿元；在管资产规模469.14亿元，较年初增加1.58亿元；在管面积255.46万平方米，较年初减少2.56万平方米。受托资产管理类项目26个，较年初减少1个；在管面积207.18万平方米，较年初减少9.76万平方米。咨询服务类项目9个，较年初增加3个。2024年期间咨询服务类项目合计开展10个（2023年期间合计开展7个）。从

在管产业态分布情况看，消费基础设施（主要指商业地产）占比 58.29%，写字楼占比 33.66%，酒店及公寓占比 4.03%，物流基础设施（主要指工业地产）占比 3.60%。

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 2024 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 47.18 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，公司作为 LP 出资份额占安石宜达总份额的 37.50%。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。2024 年，安石宜达营业收入 1.40 亿元，净利润-12.32 亿元。

截至 2024 年底，公司纳入合并范围的在管基金及项目情况如图表 2 所示。公司并表项目城市分布能级高，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存在经营压力，部分项目出租率有待改善。

图表 2 • 截至 2024 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 | 2024 年 可售面积 | 2024 年 销售面积 | 2024 年末 可供出租面积 | 2024 年末 已出租面积 | 2024 年 营运收入 |
|-----------------|----------|----|------------------|--------------|---------------|----------------|----------------|-------------------|------------------|----------------|
| 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/写字楼 | 15.90 | 47.74 | 0.93 | 0.38 | 9.45 | 5.92 | 1.67 |
| 上海光野投资中心（有限合伙） | 光大安石虹桥中心 | 上海 | 消费基础设施/酒店及公寓/写字楼 | 17.00 | 55.00 | -- | -- | 8.08 | 5.90 | 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 | 0.83 | 0.33 | 11.94 | 11.84 | 1.98 |
| 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 | 4.29 | 0.88 |
| 合计 | -- | -- | -- | 71.98 | 163.04 | 1.76 | 0.71 | 34.36 | 27.95 | 6.52 |

资料来源：公司年报，联合资信整理

3 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。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。

公司房地产开发业务以存量项目为主，2022—2024 年及 2025 年 1—3 月，公司无新增土地储备。截至 2025 年 3 月底，公司无未开工土地储备。

截至 2025 年 3 月底，公司在建项目为上海嘉定盛创三期办公项目，总投资 4.00 亿元，已完成投资 1.97 亿元（其中 2024 年实际投资额 0.98 亿元），尚需投资 2.03 亿元，未来资本支出压力不大；该项目可供出售面积 43469.50 平方米，已售（含已预售）面积 960.80 平方米，需关注未来去化情况。

伴随公司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 2025 年 3 月底公司在售完工项目剩余可售面积仅 1.69 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 3 • 公司房地产销售情况（万平方米、亿元、万元/平方米）

| 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 1—3 月 |
|--------|--------|--------|--------|--------------|
| 协议销售面积 | 2.12 | 1.91 | 0.80 | 0.18 |
| 协议销售金额 | 4.03 | 3.77 | 2.88 | 0.34 |
| 协议销售均价 | 1.90 | 1.97 | 3.59 | 1.94 |

资料来源：公司提供，联合资信整理

图表 4·截至 2025 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 | 6.93 | 0.34 | 34.69% |
| 光大安石中心 | 上海 | 完工 | 2.35 | 2.35 | 1.80 | 0.55 | 42.00% |
| 合计 | | | 26.38 | 26.38 | 24.69 | 1.69 | -- |

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司不动产租赁业务租赁经营物业以图表 2 所示的项目为主。截至 2024 年底，光大安石中心、光大安石虹桥中心、重庆朝天门和嘉定大融城项目可供出租面积 34.36 万平方米，受光大安石中心和光大安石虹桥中心出租率的影响，整体出租率仍有一定的提升空间。

4 经营效率

2022—2024 年，公司经营效率指标整体有所弱化，未来仍有波动的可能。

2022—2024 年，公司存货周转次数分别为 0.70 次、1.06 次和 0.76 次，波动增长；总资产周转次数分别为 0.17 次、0.16 次和 0.08 次，持续下降；销售债权周转次数分别为 11.36 次、8.78 次和 4.18 次，持续下降。公司经营效率指标受房地产业务持续收缩及项目陆续结转影响较大，伴随存量房地产项目可售规模持续下降，未来经营效率指标或小幅波动。

5 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。

公司将积极把握我国房地产行业构建新发展新模式带来的战略机遇，聚焦不动产资产管理主责主业，发挥公司在消费基础设施资产管理、写字楼资产管理、仓储物流基础设施资产管理、城市更新、不动产资产证券化及公募 REITs 等细分领域的专业优势，在服务经济发展与社会民生中发挥核心功能、提升市场竞争力，着力打造国内领先的跨境不动产资产管理平台。

公司将采取以下措施来聚焦主责主业：一是增强不动产“大资管”体系的核心竞争力。二是聚焦不动产资产管理核心主业，在有效控制风险的前提下，以受托管理、开发代建、专业咨询、品牌输出等轻资产形式巩固和扩大管理规模，做强做优“安石建管”等企业品牌。三是发挥公司资产储备优势、运营管理优势、资本市场专业优势，把握房地产构建新发展新模式机遇，持续探索基础设施公募 REITs、持有型不动产资产证券化等符合政策导向、匹配公司优势的创新业务模式。四是加大资产盘活处置力度，充分调动公司内外部资源，通过加强私募基金募集、推动地方政府土地纳储收储等多种方式，实现成熟项目退出和低效资产盘活处置。

七、财务分析

公司提供了 2022—2024 年财务报告，众华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022—2023 年财务报告进行了审计，立信会计师事务所（特殊普通合伙）⁴对公司 2024 年财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，公司变化情况小。会计政策方面，2024 年，为更加客观、准确、真实反映公司财务状况、经营成果，公司将并表结构化主体的他方出资从“少数股东权益”调整至“其他非流动负债”；调整受让光大安石和光大安石（北京）资产管理有限公司（以下简称“安石资管”）各 51% 股权所形成商誉资产组的认定范围；将安石资管与上海恒承实业发展有限公司（以下简称“恒承实业”）《合作协议》中安石资管促使第三方在约定期限内受让恒承实业持有珠海安石宜鸿投资中心（有限合伙）财产份额的义务，按企业会计准则衍生金融工具的相关规定核算。公司采用追溯重述法进行更正对 2021 年度、2022 年度和 2023 年度的合并利润表和合并资产负债表进行了追溯调整。本次前期会计差错更正及追溯调整，不会导致相关年度的盈亏性质发生改变。整体来看，公司追溯调整对财务数据可比性产生一定影响。

⁴ 根据《国有企业、上市公司选聘会计师事务所管理办法》规定，原连续聘用会计师事务所已达最长期限。

1 资产质量

2022—2024 年底，因行业深度调整及逐步退出房地产开发业务，公司资产总额降幅较大，结构以非流动资产为主。公司不动产资管与投资形成的相关资产在当前经济周期中估值持续承压，公司资产质量一般，受限程高，资产流动性和再融资能力受限。

2022—2024 年底，公司资产规模持续下降，年均复合下降 14.90%，主要系行业深度调整及公司逐步退出房地产开发业务致缩表所致。截至 2024 年底，公司合并资产总额 219.45 亿元，较上年底下降 11.24%，流动资产和非流动资产均有所下降。2022—2024 年底，公司货币资金持续下降，主要系偿付利息持续消耗存量现金所致。2022—2024 年底，公司存货逐年下降，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，截至 2024 年底存货主要由开发产品（占比 85.33%）构成，累计计提存货跌价准备 0.99 亿元（计提比例 7.84%）。2022—2024 年底，公司长期股权投资逐年下降，主要原因是不动产投资业务按权益法确认的投资亏损。截至 2024 年底，公司投资性房地产 128.78 亿元（账面价值 126.38 亿元受限），较上年底下降 2.88%；公司投资性房地产采用成本计量模式，其中建筑物预计使用寿命 20~40 年，年折旧（摊销）率 2.25%~4.80%，投资性房地产减值损失共 0.49 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司资产总额较上年底下降 1.07%，流动资产占比下降 0.29 个百分点。

图表 5 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022 年底 | | 2023 年底 | | 2024 年底 | | 2025 年 3 月底 | |
|--------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 27.38 | 9.04% | 25.59 | 10.35% | 20.80 | 9.48% | 20.28 | 9.34% |
| 存货 | 39.10 | 12.90% | 18.04 | 7.30% | 11.67 | 5.32% | 11.48 | 5.29% |
| 流动资产 | 87.08 | 28.74% | 57.66 | 23.32% | 43.28 | 19.72% | 42.18 | 19.43% |
| 长期股权投资 | 55.87 | 18.44% | 44.73 | 18.09% | 34.61 | 15.77% | 34.37 | 15.83% |
| 投资性房地产 | 137.56 | 45.40% | 132.60 | 53.63% | 128.78 | 58.68% | 127.90 | 58.91% |
| 非流动资产 | 215.91 | 71.26% | 189.58 | 76.68% | 176.17 | 80.28% | 174.91 | 80.57% |
| 资产总额 | 302.99 | 100.00% | 247.25 | 100.00% | 219.45 | 100.00% | 217.09 | 100.00% |

注：占比指占资产总额的比例，下同

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年 1—3 月财务报表整理

截至 2024 年底，公司受限资产主要为投资性房地产，受限原因为抵押借款和 CMBN 融资，受限资产占资产总额的比例为 64.92%，公司资产受限程度高，资产流动性和再融资能力受限。

图表 6 • 截至 2024 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 | 0.42 | 0.19% | 融资保证金、诉讼冻结款 |
| 存货 | 6.77 | 3.08% | 抵押借款 |
| 固定资产 | 0.05 | 0.02% | 抵押借款 |
| 长期股权投资 | 8.86 ⁵ | 4.04% | 抵押质押借款 |
| 其他应收款 | 0.00 ⁶ | 0.00% | -- |
| 投资性房地产 | 126.38 | 57.59% | 抵押借款、债券（CMBN） |
| 合计 | 142.47 | 64.92% | -- |

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

2 资本结构

（1）所有者权益

2022—2024 年底，公司所有者权益规模持续下降，受亏损影响未分配利润金额下降较多。公司所有者权益中少数股东权益占比偏高，权益结构稳定性一般。

⁵ 上海嘉宝实业集团投资管理有限公司股权在合并报表层面因合并抵消账面价值为 0.00 元，重庆光控新业实业发展有限公司借款本金及其利息的应收款项债权在合并报表层面因合并抵消账面价值为 0.00 元。

⁶ 瑞诗房地产开发（上海）有限公司借款本金及其利息的应收款项债权在合并报表层面因合并抵消账面价值为 0.00 元。

2022—2024 年底，公司所有者权益持续下降，年均复合下降 24.49%。截至 2024 年底，公司所有者权益 49.64 亿元，较上年底下降 23.63%，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 30.21%、28.55%、0.51%、6.16%、4.98% 和 29.59%，所有者权益结构稳定性一般。截至 2025 年 3 月末，公司所有者权益规模和结构较年初变化不大。

(2) 负债

2022—2024 年底，公司负债总额及全部债务规模均持续下降；流动资产占比显著低于短期债务占比，形成错配，面临一定的再融资压力。

2022—2024 年底，公司负债总额持续下降，年均复合下降 11.23%。公司负债总额中有息部分占比高，包括其他应付款中的往来款及借款和其他流动负债中的债券质押融资。公司并表结构化主体他方出资计入其他非流动负债，2024 年，并表结构化主体归属于他方出资损益对本期财务费用影响与上年同期相比增加；公司递延所得税负债主要由非同一控制企业合并资产评估增值所产生应纳税暂时性差异形成。截至 2025 年 3 月底，公司负债总额较上年底下降 0.65%，负债结构仍以非流动负债为主。

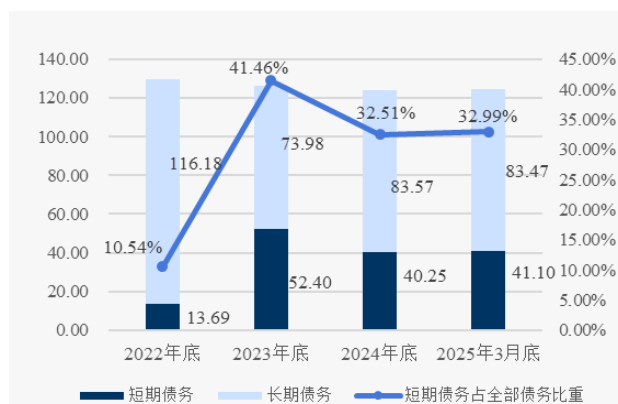
图表 7· 公司主要负债情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022 年底 | | 2023 年底 | | 2024 年底 | | 2025 年 3 月底 | |
|--------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 其他应付款（合计） | 24.96 | 11.56% | 26.77 | 14.69% | 25.47 | 15.00% | 25.52 | 15.12% |
| 一年内到期的非流动负债 | 5.02 | 2.33% | 39.11 | 21.46% | 18.50 | 10.89% | 19.16 | 11.36% |
| 合同负债 | 23.97 | 11.10% | 1.36 | 0.74% | 1.66 | 0.98% | 1.19 | 0.71% |
| 流动负债 | 76.45 | 35.41% | 84.36 | 46.29% | 63.52 | 37.41% | 62.55 | 37.08% |
| 长期借款 | 79.14 | 36.65% | 70.46 | 38.66% | 81.07 | 47.74% | 81.01 | 48.02% |
| 应付债券 | 36.44 | 16.88% | 3.00 | 1.65% | 2.18 | 1.28% | 2.16 | 1.28% |
| 递延所得税负债 | 12.38 | 5.74% | 12.69 | 6.96% | 12.32 | 7.26% | 12.35 | 7.32% |
| 其他非流动负债 | 10.71 | 4.96% | 9.85 | 5.41% | 9.91 | 5.83% | 9.85 | 5.84% |
| 非流动负债 | 139.47 | 64.59% | 97.89 | 53.71% | 106.29 | 62.59% | 106.15 | 62.92% |
| 负债总额 | 215.92 | 100.00% | 182.25 | 100.00% | 169.81 | 100.00% | 168.70 | 100.00% |

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年 1—3 月财务报表整理

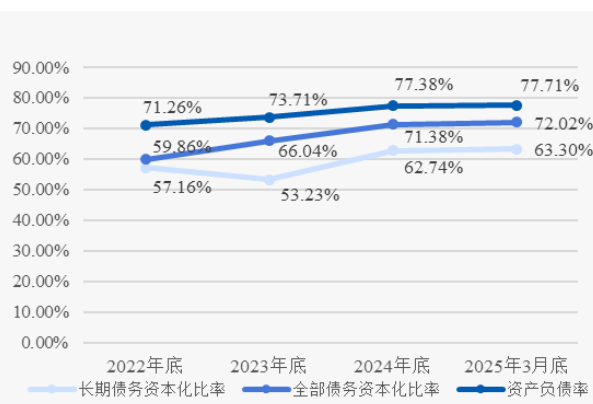
有息债务方面，2022—2024 年底，公司全部债务规模持续下降，年均复合下降 2.02%。截至 2024 年底，公司全部债务 123.82 亿元，其中短期债务占比 32.51%，面临一定的再融资压力。从债务指标来看，2022—2024 年底，公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所增长，整体债务负担较重。

图表 8· 公司全部债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

图表 9· 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

图表 10· 截至 2025 年 3 月底公司有息债务情况（单位：亿元）

| 项目 | 1 年以内 (含) | 1~2 年 | 2~3 年 | 3 年以上 | 小计 |
|------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 银行借款 | 5.51 | 1.65 | 12.24 | 67.13 | 86.52 |

| | | | | | |
|------|-------|------|-------|-------|--------|
| 债券融资 | 17.47 | -- | 2.16 | -- | 19.63 |
| 其他融资 | 15.73 | -- | -- | 2.21 | 17.94 |
| 合计 | 38.71 | 1.65 | 14.40 | 69.34 | 124.09 |

注：1. 公司提供数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；2. 尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

3 盈利能力

2022—2024 年，公司营业总收入持续下降，利润总额转亏。2024 年公司利润有所减亏，伴随着公司资产估值水平持续承压及存量住宅项目基本结转完毕，未来公司营收或仍将下降、利润或持续亏损。

2022—2024 年，公司营业总收入持续下降，年均复合下降 42.87%；毛利率和营业利润率水平较高。从期间费用看，2022—2024 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 7.77%，主要为管理费用和财务费用；2022—2024 年，公司期间费用率分别为 12.37%、18.61% 和 44.02%，期间费用⁷对利润挤占愈发严重。2022—2024 年，公司利润总额分别为 6.69 亿元、-16.52 亿元和 -13.61 亿元；2023 年，公司业绩大幅亏损，主要系计提商誉等资产减值、投资收益亏损等因素所致；2024 年，公司续亏的主要原因为市场环境波动及项目经营数据下行导致相关资产估值水平下降，对公司投资基金净值及 LP 份额、债权投资公允价值产生负面影响。整体来看，公司虽积极向轻资产模式转型，但整体经营仍受到宏观环境变化的挑战，不动产投资业务相关投资标的租金水平和出租率中枢下移、作为股权投资补充的债权投资公允价值受预计可回收金额下降的影响均拖累了公司盈利能力。

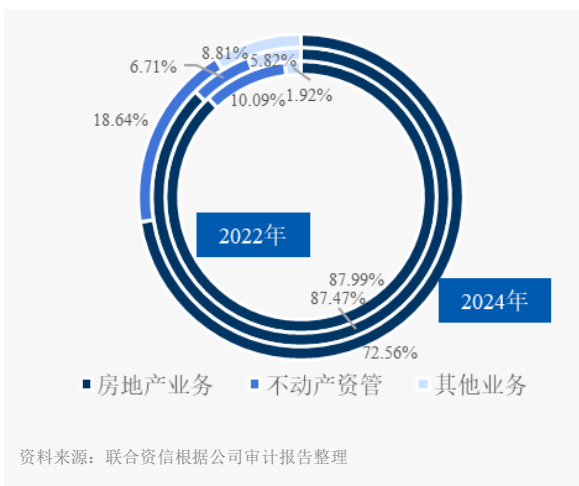
2025 年 1—3 月，公司营业总收入 3.11 亿元，相当于 2024 全年的 17.11%；利润总额 -0.97 亿元，仍处于亏损状态。

图表 11 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 1—3 月 |
|-----------|--------|---------|---------|--------------|
| 营业总收入 | 55.70 | 43.90 | 18.18 | 3.11 |
| 营业成本 | 36.99 | 30.37 | 11.29 | 1.82 |
| 期间费用 | 6.89 | 8.17 | 8.00 | 1.60 |
| 投资收益 | -1.32 | -10.50 | -9.32 | -0.20 |
| 资产减值损失 | 0.00 | -7.28 | -0.18 | 0.00 |
| 信用减值损失 | -0.49 | -1.40 | -3.41 | -0.30 |
| 利润总额 | 6.69 | -16.52 | -13.61 | -0.97 |
| 营业利润率（%） | 27.83% | 24.97% | 31.88% | 35.44% |
| 总资本收益率（%） | 5.32% | -7.47% | -5.09% | -- |
| 净资产收益率（%） | 5.00% | -30.10% | -28.45% | -- |

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年 1—3 月财务报表整理

图表 12 • 2022—2024 年公司营业收入构成



4 现金流

2022—2024 年，公司经营现金流保持净流入，销售商品、提供劳务收到的现金占比高；投资活动现金流净额有所波动；考虑到公司已向轻资产运营模式转型，投资需求下降，预计筹资活动现金流将持续净流出。

从经营活动来看，2022—2024 年，公司经营现金流保持净流入，2022 年以来净流入规模波动增长，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，主要系处置投资性房地产嘉宝大厦物业及收到横仓公路 1655 号物业征收补偿款金额较大。2022—2024 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仍将向轻资产模式转型聚焦，投资需求下降，预计筹资活动现金流仍将保持净流出。

图表 13 • 公司现金流情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 1—3 月 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------------|
| 经营活动现金流入小计 | 26.36 | 25.42 | 19.69 | 3.07 |
| 其中：销售商品、提供劳务收到的现金 | 21.78 | 20.85 | 16.12 | 2.74 |

⁷ 公司对前期会计差错做追溯调整后，2021—2023 年财务费用有所下降。

| | | | | |
|--------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流出小计 | 25.78 | 20.39 | 15.36 | 3.12 |
| 经营活动现金流量净额 | 0.58 | 5.02 | 4.33 | -0.05 |
| 投资活动现金流入小计 | 9.58 | 18.89 | 1.69 | 0.25 |
| 投资活动现金流出小计 | 11.86 | 14.14 | 1.38 | 0.19 |
| 投资活动现金流量净额 | -2.29 | 4.75 | 0.30 | 0.07 |
| 筹资活动前现金流量净额 | -1.71 | 9.77 | 4.63 | 0.02 |
| 筹资活动现金流入小计 | 60.81 | 73.96 | 32.73 | 0.59 |
| 筹资活动现金流出小计 | 76.84 | 85.89 | 42.19 | 1.13 |
| 筹资活动现金流量净额 | -16.03 | -11.93 | -9.46 | -0.54 |

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年1-3月财务报表整理

2025年1-3月，公司经营活动现金流、筹资活动现金流均表现为净流出，投资活动现金流净流入。

5 偿债指标

2022—2024年，公司短期偿债指标表现较好，长期偿债指标表现弱，考虑到公司股东支持力度大以及股权债权融资渠道畅通，公司实际偿债压力可控；公司或有负债风险低但备用流动性紧张。

图表 14 • 公司偿债指标

| 项目 | 指标 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年3月 |
|--------|----------------|---------|--------|--------|---------|
| 短期偿债指标 | 流动比率 | 113.90% | 68.36% | 68.13% | 67.43% |
| | 速动比率 | 62.76% | 46.97% | 49.77% | 49.08% |
| | 经营现金流动负债比 | 0.76% | 5.95% | 6.81% | -- |
| | 经营现金/短期债务（倍） | 0.04 | 0.10 | 0.11 | -- |
| | 现金短期债务比（倍） | 2.14 | 0.50 | 0.52 | 0.50 |
| 长期偿债指标 | EBITDA（亿元） | 14.58 | -10.53 | -7.83 | -- |
| | 全部债务/EBITDA（倍） | 8.91 | -12.00 | -15.82 | -- |
| | 经营现金/全部债务（倍） | 0.00 | 0.04 | 0.03 | -- |
| | EBITDA 利息倍数（倍） | 1.96 | -2.00 | -1.48 | -- |
| | 经营现金/利息支出（倍） | 0.08 | 0.95 | 0.82 | -- |

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年1-3月财务报表整理

从偿债指标看，2022—2024年，公司短期偿债指标表现较好，但流动资产对流动负债的保证能力、现金类资产对短期债务的保障能力均有所弱化，经营现金流动负债比持续上升。2022—2024年，公司EBITDA转负，2023年以来EBITDA对利息支出和全部债务均无保障能力，指标体现的长期偿债指标表现弱；但考虑到公司股东支持力度大以及股权债权融资渠道畅通，公司实际偿债压力可控，实际长期偿债能力优于数据值。近年来的大额亏损致公司未分配利润降至很低水平（截至2025年3月底1.29亿元），但公司资本公积和实收资本合计金额较高，能够对短期内续亏形成一定支撑。

对外担保方面，截至2024年底，公司无对合并范围外的担保。

未决诉讼方面，截至2024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，无因诉讼（仲裁）形成的预计负债。

银行授信方面，截至2025年3月底，公司共获得银行授信总额89.34亿元，已使用额度86.37亿元，公司备用流动性紧张，间接融资渠道有待拓宽；此外，公司是A股上市公司，拥有直接融资渠道。

6 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；公司本部是债券和部分借款的融资主体，资产负债率一般但面临一定的短期偿债压力；公司本部货币资金规模小，营业收入规模小。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 98.86 亿元，较上年底下降 14.40%。其中，流动资产 31.47 亿元，非流动资产 67.39 亿元。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 93.73%）构成；非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 24.44%）和长期股权投资（占 71.80%）构成。截至 2024 年底，公司本部货币资金为 1.94 亿元。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 66.81 亿元，较上年底下降 30.84%。其中，流动负债 62.26 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 50.88%）和一年内到期的非流动负债（占 41.78%）构成。截至 2024 年底，公司本部资产负债率为 67.58%，较 2023 年下降 16.06 个百分点。截至 2024 年底，公司本部全部债务 45.65 亿元，其中短期债务占比超 90%，全部债务资本化比率 58.76%，公司本部债务负担水平一般但面临一定的短期偿债压力。

截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 32.05 亿元，较上年底大幅增长 69.70%，主要系未分配利润增长所致。在所有者权益中，实收资本为 15.00 亿元（占 46.80%）、资本公积合计 14.60 亿元（占 45.56%）、未分配利润合计-0.91 亿元（占-2.83%）、盈余公积合计 3.06 亿元（占 9.54%）。

2024 年，公司本部营业总收入为 0.48 亿元，利润总额为 13.35 亿元。同期，公司本部投资收益为 25.56 亿元。

2024 年，公司本部经营活动现金流净额为 2.91 亿元，投资活动现金流净额 0.90 亿元，筹资活动现金流净额-2.33 亿元。

八、ESG 分析

公司是光大集团下属企业，注重绿色发展理念并履行社会责任。公司按年度披露《社会责任报告》，未发生在 ESG 方面影响其信用水平的不利事项。

环境方面，在项目开发、提供相关产品和服务过程中，公司坚持绿色发展理念，加强环境保护，积极运用新材料、新工艺、新技术，打造绿色建筑，减少能源损耗。截至 2024 年底，光大安石建设及管理的项目中，已获得 WELL 金级认证的 3 个，LEED CS 金级/EB 铂金级认证的 5 个，获得中国绿色建筑一星/二星认证的 5 个，总建筑面积超过 96 万平方米。此外，公司在设计及施工过程中使用 BIM 技术；加快住宅产业化步伐，部分住宅项目装配式建筑面积比例达到 100%，建筑单体预制率不低于 40%；提高精装修比例，部分住宅项目达到 100%；打造绿色建筑，构筑海绵城市社区。

社会责任方面，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，参与政府实事工程，节能减排，履行社会责任。公司参与动迁配套商品房建设，2024 年度公益基金会严格按照上海市民政局关于年度公益事业支出的相关要求，围绕扶老、助老、扶贫、济困等，共捐赠 12 个项目，支出 215.6 万元，2024 年捐赠项目已完成 7 个，其余捐赠项目也在稳步落实中。

公司治理方面，公司严格按照法律法规、规范性文件及公司制度等有关规定，不断优化治理结构，加强内部管控，强化风险控制。公司按照企业内部控制规范体系的规定，董事会建立健全和有效实施内部控制，评价其有效性，并如实披露内部控制评价报告；监事会对董事会建立和实施内部控制进行监督；经营管理层负责组织领导企业内部控制的日常运行。此外，公司建立了较为全面和完善的合规内控制度及风险管理体系，并重视投资者关系管理工作，始终保持与投资者沟通交流的畅通渠道。

九、外部支持

1 支持能力

光大集团品牌知名度高，光大控股资本实力强。

光大集团作为财政部和中央汇金持股的中央国有企业，已成为横跨金融与实业、香港与内地的大型金融控股集团，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，是具有综合金融、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 2024 年底，光大控股资产总额为 746.86 亿港元，所有者权益 326.50 亿港元，资本实力强。

2 支持可能性

公司可以得到股东在财务资助等方面的支持。

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。公司基金产品设立时，一般会作为 LP 及 GP 参与投资，投资比例根据投资及项目安排确定；光大控股可以通过认购基金 LP 份额作为基石投资人给予支持。此外，光大控股可以考虑通过多种形式为公司安全稳定运营提供保障，截至 2025 年 6 月底，光大控股对公司本部提供财务资助余额 13.80 亿元。

十、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，联合资信确定公司个体信用等级为 a⁻，考虑到股东在资源联动、业务支持和资金拆借等方面给予公司大力支持，外部支持提升 5 个子级，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 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 3 月 |
|--------------------|--------|--------|--------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产（亿元） | 29.27 | 26.24 | 21.10 | 20.61 |
| 应收账款（亿元） | 5.59 | 4.41 | 4.24 | 4.09 |
| 其他应收款（合计）（亿元） | 9.13 | 8.07 | 5.48 | 5.24 |
| 存货（亿元） | 39.10 | 18.04 | 11.67 | 11.48 |
| 长期股权投资（亿元） | 55.87 | 44.73 | 34.61 | 34.37 |
| 固定资产（合计）（亿元） | 0.99 | 0.16 | 1.27 | 1.26 |
| 在建工程（合计）（亿元） | 2.32 | 0.06 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总额（亿元） | 302.99 | 247.25 | 219.45 | 217.09 |
| 实收资本（亿元） | 15.00 | 15.00 | 15.00 | 15.00 |
| 少数股东权益（亿元） | 16.98 | 16.27 | 14.69 | 14.62 |
| 所有者权益（亿元） | 87.07 | 65.00 | 49.64 | 48.39 |
| 短期债务（亿元） | 13.69 | 52.40 | 40.25 | 41.10 |
| 长期债务（亿元） | 116.18 | 73.98 | 83.57 | 83.47 |
| 全部债务（亿元） | 129.86 | 126.38 | 123.82 | 124.57 |
| 营业总收入（亿元） | 55.70 | 43.90 | 18.18 | 3.11 |
| 营业成本（亿元） | 36.99 | 30.37 | 11.29 | 1.82 |
| 其他收益（亿元） | 0.03 | 0.03 | 0.04 | 0.01 |
| 利润总额（亿元） | 6.69 | -16.52 | -13.61 | -0.97 |
| EBITDA（亿元） | 14.58 | -10.53 | -7.83 | -- |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 21.78 | 20.85 | 16.12 | 2.74 |
| 经营活动现金流入小计（亿元） | 26.36 | 25.42 | 19.69 | 3.07 |
| 经营活动现金流量净额（亿元） | 0.58 | 5.02 | 4.33 | -0.05 |
| 投资活动现金流量净额（亿元） | -2.29 | 4.75 | 0.30 | 0.07 |
| 筹资活动现金流量净额（亿元） | -16.03 | -11.93 | -9.46 | -0.54 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数（次） | 11.36 | 8.78 | 4.18 | -- |
| 存货周转次数（次） | 0.70 | 1.06 | 0.76 | -- |
| 总资产周转次数（次） | 0.17 | 0.16 | 0.08 | -- |
| 现金收入比（%） | 39.10 | 47.50 | 88.69 | 88.17 |
| 营业利润率（%） | 27.83 | 24.97 | 31.88 | 35.44 |
| 总资本收益率（%） | 5.32 | -7.47 | -5.09 | -- |
| 净资产收益率（%） | 5.00 | -30.10 | -28.45 | -- |
| 长期债务资本化比率（%） | 57.16 | 53.23 | 62.74 | 63.30 |
| 全部债务资本化比率（%） | 59.86 | 66.04 | 71.38 | 72.02 |
| 资产负债率（%） | 71.26 | 73.71 | 77.38 | 77.71 |
| 流动比率（%） | 113.90 | 68.36 | 68.13 | 67.43 |
| 速动比率（%） | 62.76 | 46.97 | 49.77 | 49.08 |
| 经营现金流动负债比（%） | 0.76 | 5.95 | 6.81 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 2.14 | 0.50 | 0.52 | 0.50 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 1.96 | -2.00 | -1.48 | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 8.91 | -12.00 | -15.82 | -- |

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. 本报告将合并口径其他应付款、其他流动负债中的有息部分调整至短期债务处理；3. 本报告使用财务数据为追溯调整后数据；4. 2025 年第一季度财务报表未经审计；5. “--”表示不适用
 资料来源：联合资信根据光大嘉宝审计报告、财务报表及提供资料整理

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% |
| 净资产年复合增长率 | |
| 营业总收入年复合增长率 | (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100% |
| 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 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” |
|----|--------|-----------------------|----|----------|-----------------------|
| 15 | 220.00 | 220.00 | 26 | 440.00 | 440.00 |
| 16 | 220.00 | 220.00 | 27 | 470.00 | 470.00 |
| 17 | 270.00 | 270.00 | 28 | 470.00 | 470.00 |
| 18 | 270.00 | 270.00 | 29 | 540.00 | 540.00 |
| 19 | 300.00 | 300.00 | 30 | 540.00 | 540.00 |
| 20 | 300.00 | 300.00 | 31 | 590.00 | 590.00 |
| 21 | 340.00 | 340.00 | 32 | 590.00 | 590.00 |
| 22 | 340.00 | 340.00 | 33 | 670.00 | 670.00 |
| 23 | 390.00 | 390.00 | 34 | 670.00 | 670.00 |
| 24 | 390.00 | 390.00 | 35 | 730.00 | 730.00 |
| 25 | 440.00 | 440.00 | 36 | 26830.00 | 12130.00 |

注：兑付期数不包括提前还款

资料来源：联合资信根据受托人提供资料整理

附件 4-1 各档优先级票据利息及本息覆盖倍数（单位：万元、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” 本息支出 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 15 个 | 1560.51 | 2.66 | 1.94 | 1.22 | 990.95 | 1.69 | 1.94 | 0.77 |
| 第 16 个 | 1644.03 | 2.83 | 2.05 | 1.29 | 1043.22 | 1.80 | 2.05 | 0.82 |
| 第 17 个 | 1648.81 | 2.87 | 1.95 | 1.25 | 1048.00 | 1.83 | 1.95 | 0.79 |
| 第 18 个 | 1693.94 | 2.99 | 2.02 | 1.29 | 1075.79 | 1.90 | 2.02 | 0.82 |
| 第 19 个 | 1698.10 | 3.04 | 1.98 | 1.27 | 1079.95 | 1.93 | 1.98 | 0.81 |
| 第 20 个 | 1752.07 | 3.18 | 2.06 | 1.32 | 1113.38 | 2.02 | 2.06 | 0.84 |
| 第 21 个 | 1756.58 | 3.24 | 1.99 | 1.29 | 1117.90 | 2.06 | 1.99 | 0.82 |
| 第 22 个 | 1830.19 | 3.43 | 2.10 | 1.36 | 1163.87 | 2.18 | 2.10 | 0.86 |
| 第 23 个 | 1835.06 | 3.50 | 2.01 | 1.32 | 1168.74 | 2.23 | 2.01 | 0.84 |
| 第 24 个 | 1893.37 | 3.69 | 2.10 | 1.37 | 1204.97 | 2.35 | 2.10 | 0.87 |
| 第 25 个 | 1898.27 | 3.78 | 2.01 | 1.34 | 1209.87 | 2.41 | 1.28 | 0.85 |
| 第 26 个 | 1944.41 | 3.96 | 2.09 | 1.38 | 1238.34 | 2.52 | 1.33 | 0.88 |
| 第 27 个 | 1948.70 | 4.07 | 2.05 | 1.37 | 1242.63 | 2.60 | 1.31 | 0.87 |
| 第 28 个 | 2045.18 | 4.39 | 2.19 | 1.45 | 1303.24 | 2.80 | 1.39 | 0.92 |
| 第 29 个 | 2050.79 | 4.53 | 2.07 | 1.40 | 1308.85 | 2.89 | 1.32 | 0.89 |
| 第 30 个 | 2087.86 | 4.77 | 2.14 | 1.44 | 1331.56 | 3.04 | 1.36 | 0.92 |
| 第 31 个 | 2092.87 | 4.95 | 2.07 | 1.41 | 1336.57 | 3.16 | 1.32 | 0.90 |
| 第 32 个 | 2170.12 | 5.34 | 2.18 | 1.48 | 1384.93 | 3.41 | 1.39 | 0.94 |
| 第 33 个 | 2176.14 | 5.57 | 2.05 | 1.42 | 1390.95 | 3.56 | 1.31 | 0.91 |
| 第 34 个 | 2265.11 | 6.09 | 2.17 | 1.49 | 1446.82 | 3.89 | 1.39 | 0.95 |
| 第 35 个 | 2270.54 | 6.42 | 2.10 | 1.46 | 1452.24 | 4.11 | 1.34 | 0.93 |
| 第 36 个 | 2602.31 | 7.80 | 0.21 | 0.20 | 1666.57 | 5.00 | 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 4-2 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：万元、倍）

| 兑付日 | 预测净现金流下降 46.30% | | | 预测净现金流下降 59.86% | | |
|--------|------------------|--------------------------------|--------------------------------|------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| | 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 | 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 15 个 | 807.06 | 1.38 | 1.00 | 586.40 | 1.00 | 0.73 |
| 第 16 个 | 849.25 | 1.46 | 1.06 | 616.48 | 1.06 | 0.77 |
| 第 17 个 | 854.03 | 1.49 | 1.01 | 621.26 | 1.08 | 0.74 |
| 第 18 个 | 876.21 | 1.55 | 1.05 | 636.72 | 1.12 | 0.76 |
| 第 19 个 | 880.38 | 1.57 | 1.02 | 640.89 | 1.15 | 0.75 |
| 第 20 个 | 907.18 | 1.65 | 1.07 | 659.73 | 1.20 | 0.78 |
| 第 21 个 | 911.69 | 1.68 | 1.03 | 664.25 | 1.22 | 0.75 |
| 第 22 个 | 948.75 | 1.78 | 1.09 | 690.60 | 1.29 | 0.79 |
| 第 23 个 | 953.62 | 1.82 | 1.04 | 695.47 | 1.33 | 0.76 |
| 第 24 个 | 982.72 | 1.91 | 1.09 | 716.01 | 1.39 | 0.79 |
| 第 25 个 | 987.62 | 1.96 | 1.05 | 720.91 | 1.43 | 0.76 |
| 第 26 个 | 1010.39 | 2.06 | 1.09 | 736.83 | 1.50 | 0.79 |
| 第 27 个 | 1014.67 | 2.12 | 1.07 | 741.12 | 1.55 | 0.78 |
| 第 28 个 | 1063.70 | 2.28 | 1.14 | 776.25 | 1.67 | 0.83 |
| 第 29 个 | 1069.31 | 2.36 | 1.08 | 781.86 | 1.73 | 0.79 |
| 第 30 个 | 1087.38 | 2.48 | 1.11 | 794.37 | 1.81 | 0.81 |
| 第 31 个 | 1092.39 | 2.58 | 1.08 | 799.38 | 1.89 | 0.79 |
| 第 32 个 | 1131.43 | 2.78 | 1.14 | 827.23 | 2.03 | 0.83 |
| 第 33 个 | 1137.45 | 2.91 | 1.07 | 833.25 | 2.13 | 0.79 |
| 第 34 个 | 1182.63 | 3.18 | 1.13 | 865.60 | 2.33 | 0.83 |
| 第 35 个 | 1188.05 | 3.36 | 1.10 | 871.02 | 2.46 | 0.80 |
| 第 36 个 | 1364.46 | 4.09 | 0.11 | 1001.93 | 3.00 | 0.08 |

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

附件 5-1 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 5-2 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、发展中等四种。

| 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 5-3 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 |