

联合资信评估有限公司

承诺书

联合资信评估有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十六日



信用等级公告

联合[2018]2057号

联合资信评估有限公司通过对“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据优先 A 档资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，优先 B 档资产支持票据的信用等级为 AA_{sf}⁺

特此公告。



光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据 信用评级报告

评级结果

名称	金额 (万元)	占比 (%)	信用级别
优先 A 档资产支持票据	37400.00	57.45	AAA _{sf}
优先 B 档资产支持票据	27600.00	42.40	AA _{sf} ⁺
次级资产支持票据	100.00	0.15	NR
合计	65100.00	100.00	—

注：NR——未予评级，下同。

交易概览

评估基准日：2017 年 10 月 11 日
 预期到期日：资产支持票据第三十六个兑付日
 法定到期日：预期到期日满两年后第一日
 载体形式：信托型资产支持票据
 基础资产：委托人为设立信托而根据《财产权信托合同》
 信托并转让予受托人的、委托人根据《单一资金信托合同》
 享有的单一资金信托受益权
 信用提升机制：超额抵押、超额覆盖、优先/次级结构
 委托人/原始权益人/单一资金信托委托人：上海嘉宝新
 菊房地产有限公司
 受托人/受托机构/单一资金信托受托人：苏州信托有限
 公司
 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：光大嘉宝股份有限公司
 资金保管机构/单一资金信托保管人：招商银行股份有
 限公司天津分行
 监管银行：招商银行股份有限公司上海嘉定支行
 牵头主承销商/簿记管理人：光大证券股份有限公司
 联席主承销商：招商银行股份有限公司

评级时间

2018 年 7 月 26 日

分析师

屈晓灿 崔健

电话：010-85679696

邮箱：lianhe@lhratings.com

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

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司对“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”所涉及的基础资产、交易结构、法律要素、有关参与方履约能力及操作风险等因素进行综合考量，并对基础资产进行信用分析、交易结构分析、现金流分析的基础上，在“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据单一资金信托”的受托人苏州信托有限公司在约定时间内成为本交易抵/质押物的第一受偿主体的前提下，确定“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”的评级结果为：优先 A 档资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，优先 B 档资产支持票据的信用等级为 AA_{sf}⁺，次级资产支持票据未予评级。

上述优先 A 档资产支持票据的评级结果反映了该票据利息获得及时偿付和本金于法定到期日或之前获得及时足额支付的能力极强，违约风险极低；优先 B 档资产支持票据的评级结果反映了该票据利息获得及时偿付和本金于法定到期日或之前获得及时足额支付的能力很强，违约风险很低。

优势

1. 本交易抵押物涉及 11 处物业，仲量联行于评估基准日给予抵押物的评估价值为 125104 万元人民币，优先 A 档票据对抵押物评估价值抵押率为 29.90%，优先 A 档和优先 B 档票据对抵押物评估价值抵押率为 51.96%，抵押担保措施对优先级票据本金的偿付具有较好的保障作用。
2. 本交易中，在一般情景下，物业资产运营净收入对优先 A 档票据期间本息的覆盖倍数均在 1.40 倍以上，形成超额覆盖，对优先 A 档票据期间本息的兑付具有较好的保障作用。

3. 本交易采用优先/次级结构，具体划分为优先 A 档、优先 B 档和次级资产支持票据。资产池回收的资金以及再投资收益按照信托合同约定的现金流偿付机制顺序支付，劣后受偿的资产支持票据为优先受偿的资产支持票据提供信用损失保护。
4. 本交易基础资产对应的单一资金信托设置了多重担保机制，光大嘉宝及其子公司以其自基准日（含该日）起享有的物业资产运营净收入对应的应收账款，及其有权收取因前述应收账款产生的其他款项为《信托贷款合同》项下的主债权提供质押担保；光大嘉宝及其子公司同时还将其持有的房产和土地使用权抵押担保，以上担保机制对优先级资产支持票据的本息兑付起到了较好的保障作用。

关注及风险缓释

1. 根据交易文件约定，优先级票据各期利息和期间本金的还款来源为物业资产运营净收入，在信托存续期内，若物业资产运营净收入发生大幅波动，或将导致基础资产信托贷款无法按时足额偿付，进而对优先级票据的本息兑付产生不利影响。
风险缓释：本交易物业资产共涉及 11 处物业，具有一定的分散性，历史出租率情况较好，物业所在地区经济发达程度较高，未来租金收入有望保持稳中向好态势，因而物业资产运营收入面临的波动风险较小。
2. 本交易物业资产的运营方为光大嘉宝，光大嘉宝的持续运营能力将对物业资产的运营收入产生重要影响，进而影响优先级票据本息的兑付。
风险缓释：光大嘉宝经营稳健，运营经验丰富，综合实力强，联合资信给予光大嘉宝的主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。因而本交易面临的持续运营风险较小。
3. 本交易设置了资产支持票据持有人于开放期开放退出的机制，票据持有人将面临退

出失败的风险。

风险缓释：本交易约定，当受托人从登记托管机构获取的已确认完成回售的优先级票据份额与确认回售的优先级票据份额存在差额，流动性支持机构或其指定的第三方应买入差额部分的全部份额，流动性支持机构指定的第三方未买入差额部分的全部份额的，流动性支持机构应当买入该等差额部分的全部份额。本交易流动性支持机构为光大嘉宝，其信用水平很高，能够较好缓释票据持有人退出失败的风险。

4. 在本资产支持票据到期之时，借款人光大嘉宝将面临较大规模资金支出以偿付未偿本金及当期利息，借款人一次性还款压力较大。

风险缓释：本交易到期时，优先级资产支持票据的本金偿还主要依赖于借款人的再融资能力，并以抵押物处置变现收入作为交易还款保障。本交易优先级资产支持票据相对抵押物评估价值比率为 51.96%，抵押担保措施对优先级资产支持票据本金的偿付具有较好的保障作用。

5. 商业地产与经济增速紧密关联，近年来我国经济持续放缓，同时受网络电商平台的冲击，商业地产行业增速波动下行。因此，本交易基础债务人营业收入水平、抵押物价值会受到商业地产行业的发展状况影响，存在一定的行业风险。

风险缓释：联合资信评级过程中已经考虑了商业地产行业波动对物业未来现金流入及估值带来的影响，同时也将持续关注国家宏观政策变化和商业地产行业发展情况。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构光大嘉宝股份有限公司和受托人苏州信托有限公司提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二、除因本次评级事项联合资信与光大嘉宝股份有限公司/苏州信托有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与光大嘉宝股份有限公司/苏州信托有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因光大嘉宝股份有限公司/苏州信托有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本次信用评级结果的有效期为“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”优先级资产支持票据的存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期优先级资产支持票据的信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

1. 交易结构

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

委托人/原始权益人：上海嘉宝新菊房地产有限公司
 受托人/受托机构/单一资金信托受托人：苏州信托有限公司
 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：光大嘉宝股份有限公司
 资金保管机构：招商银行股份有限公司天津分行
 监管银行：招商银行股份有限公司上海嘉定支行
 牵头主承销商/簿记管理人：光大证券股份有限公司
 联席主承销商：招商银行股份有限公司
 登记托管机构/支付代理机构：银行间市场清算所股份有限公司
 评级机构：联合资信评估有限公司
 资产评估机构：仲量联行(北京)土地房地产评估顾问有限公司
 现金流预测机构：北京国友大正资产评估有限公司
 法律顾问：上海市通力律师事务所
 审计师：众华会计师事务所(特殊普通合伙)

表 1 交易参与机构

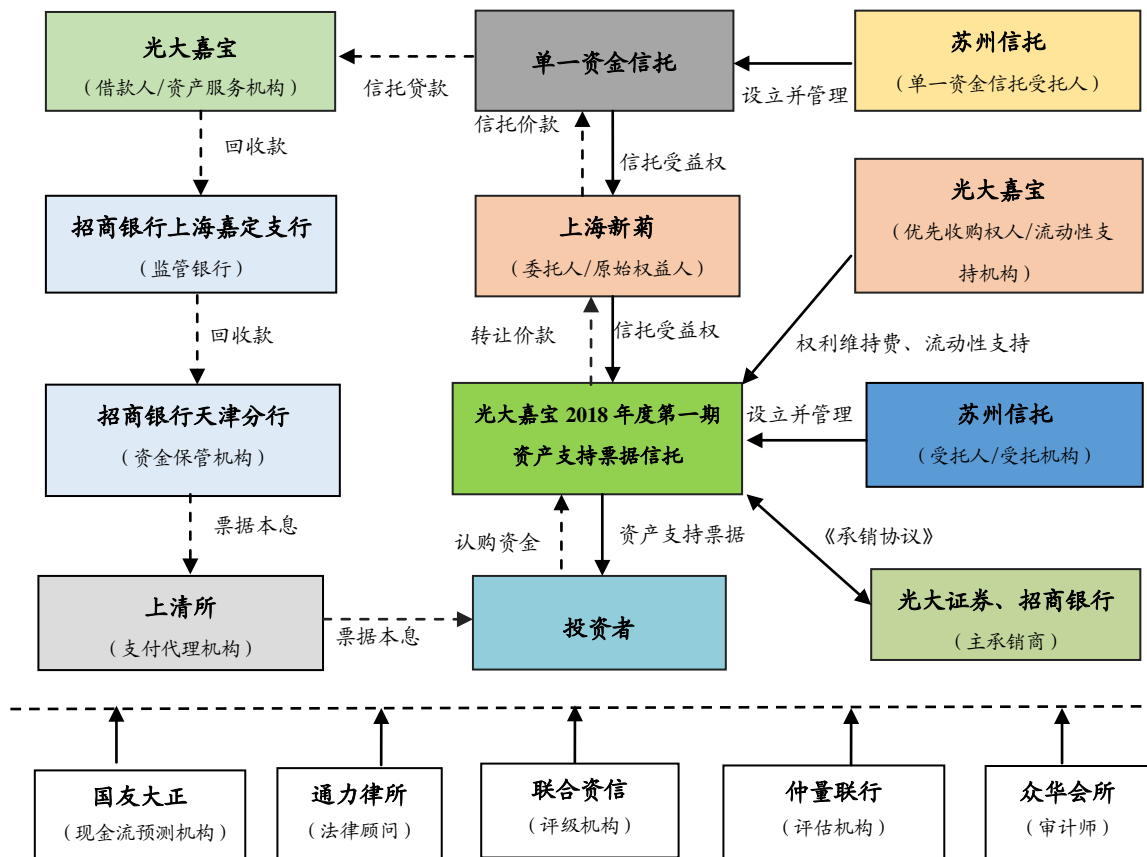


图 1 交易安排

2. 基础资产

本交易的基础资产系指由委托人上海新菊为设立财产权信托而根据《光大嘉宝2018年度第一期资产支持票据信托合同》(以下简称“《财产权信托合同》”)信托并转让予受托人苏州信托的其所持有的单一资金信托受益权。上述信托受益权来源于委托人上海新菊将资金委托给苏州信托设立单一资金信托而享有的信托利益。该资金信托项下资金用于向光大嘉宝发放信托贷款,贷款规模为65100万元人民币,贷款期限为18年,贷款用途仅限于借入人物业项目运营、改造升级及归还股东借款和银行贷款,该信托贷款的期间还款来源为在特定期间¹内,由出质人²自基准日(含该日)起享有的物业资产运营净收入³对应的应收账款,以及出质人有权收取的因前述应收账款产生的逾期缴纳滞纳金(如有)、违约金(如有)、损害赔偿金(如有)等其他款项。此外,本交易单一资金信托设置了抵/质押担保机制,即抵押人以其持有的《抵押合同》项下房屋及其对应的土地提供抵押担保,出质人以其在特定期间内享有的物业资产运营净收入对应的应收账款及其有权收取的因前述应收账款产生的其他款项提供质押担保。

3. 资产支持票据

本交易计划发行资产支持票据规模为65100万元,包括优先级资产支持票据(包括优先A档资产支持票据、优先B档资产支持票据)和次级资产支持票据(以下简称“票据”),其中优先级票据享有优先级信托受益权,次级票据享有次级信托受益权。本交易采用优先/次级的顺序偿付结构,优先级票据优先于次级票据获得偿付。本交易优先A档票据预计发行规

模为37400万元,预计存续期18年,每3年启动开放退出一次,按半年还本付息,本金偿付计划详见表2;优先B档票据预计发行规模为27600万元,预计存续期为18年,每3年启动开放退出一次,按半年付息,本金到期一次性兑付。次级票据不设票面利率,享有最终剩余收益。

表2 优先A档票据预期本金还款计划 单位:万元

兑付日	还本金额	兑付日	还本金额
第1个	20.00	第19个	500.00
第2个	20.00	第20个	500.00
第3个	50.00	第21个	570.00
第4个	50.00	第22个	570.00
第5个	90.00	第23个	650.00
第6个	90.00	第24个	650.00
第7个	130.00	第25个	730.00
第8个	130.00	第26个	730.00
第9个	230.00	第27个	770.00
第10个	230.00	第28个	770.00
第11个	270.00	第29个	900.00
第12个	270.00	第30个	900.00
第13个	300.00	第31个	970.00
第14个	300.00	第32个	970.00
第15个	370.00	第33个	1100.00
第16个	370.00	第34个	1100.00
第17个	450.00	第35个	1200.00
第18个	450.00	第36个	20000.00

自信托设立日(含该日)至首个票面利率调整日(不含该日)之间的期间内,优先级票据的票面利率根据集中簿记建档结果确定;在每个票面利率调整公告日前,发起机构经与受托人协商,有权对优先级票据的票面利率进行调整,自首个票面利率调整日(含该日)起,优先级票据的票面利率根据受托人发布的优先级票据票面利率调整公告确定。

¹ 特定期间指自基准日起(含该日)至借款人偿还完毕《信托贷款合同》下所有应付款项之日(含该日)止的期间。基准日是指信托生效日当月第一日。

² 出质人系指上海嘉定颐和电机电脑有限公司、上海嘉宏房地产有限责任公司、上海嘉宝神马房地产有限公司、上海嘉宝奇伊房地产经营有限公司和光大嘉宝股份有限公司。抵押人同出质人。

³ 物业资产运营净收入系指在特定期间内,借款人自基准日(含该日)起,运营物业资产而取得的房屋及商铺出租收入、车位租金收入、物业广告收入等因经营物业资产而取得的扣除管理费、税费等成本后的一切收入。

表3 资产支持票据概况

单位：万元/%

名称	信用等级	本金偿付方式	利息支付方式	发行规模	总量占比	利率类型	预期到期日	法定到期日
优先 A 档	AAA _{sf}	计划摊还	半年	37400.00	57.45	固定利率	资产支持票据第三十六个兑付日	预期到期日满两年后第一日
优先 B 档	AA _{sf} ⁺	到期一次还本	半年	27600.00	42.40	固定利率	资产支持票据第三十六个兑付日	预期到期日满两年后第一日
次级	NR	—	—	100.00	0.15	—	资产支持票据第三十六个兑付日	预期到期日满两年后第一日

二、基础资产分析

本交易的基础资产为原始权益人上海新菊持有的单一资金信托受益权，上述信托受益权来源于委托人上海新菊将资金委托给苏州信托设立单一资金信托而享有的信托利益，该资金信托项下资金用于向光大嘉宝发放信托贷款，信托贷款以物业资产抵押、物业资产净收入质押作为担保措施。优先级票据各期利息和期间本金的还款来源主要为光大嘉宝收取的物业资产运营净收入，优先级票据期末本金与利息的最终兑付还依赖于借款人光大嘉宝的再融资能力和抵押物的变现价值。因此上述物业资产运营净收入以及抵押物的变现价值对优先级票据利息、本金的偿付具有重要作用。

1. 物业资产概况

本交易共涉及 11 处物业资产，包含建筑面积共计 75899.96 平方米的房屋所有权和所分摊的国有出让土地使用权，物业资产分别位于上海市嘉定区、上海市普陀区和上海市徐汇区，详情见表 4：

表 4 物业资产详情 单位：平米

序号	所在区	用途	建筑面积
1	嘉定区	商业	2707.15
2	嘉定区	会所	2570.94
3	嘉定区	商业	705.80
4	嘉定区	商业	210.00
5	嘉定区	商业	18422.83
6	嘉定区	工业	26679.39
7	嘉定区	商业	5711.46
8	嘉定区	工业	16386.48
9	普陀区	办公	1156.29

10	普陀区	办公	174.20
11	徐汇区	办公	1175.42
合计	—	—	75899.96

经现场查勘核实，1 号资产位于上海市嘉定区沪宜公路以西，为 3 层整幢建筑，做为商业用途，于 2010 年竣工，截至评估基准日已出租。2 号资产位于上海市嘉定区德立路以西，为 4 层建筑中的地下 1 层、1-2 层和 4 层，做为会所和其他用途，于 2010 年竣工，截至评估基准日已出租。3 号资产位于上海市嘉定区于沙霞路以北，为住宅附属临街店铺若干，于 1999 年竣工，截至评估基准日已全部出租。4 号资产位于上海市嘉定区清河路以北，为住宅附属临街店铺若干，于 1995 年竣工，截至评估基准日已全部出租。5 号资产位于上海市嘉定区新郁路、清峪路及金沙江路，为住宅附属临街店铺若干，分别位于地下 1 层、地上 1-4 层，竣工时间为 2006 年、2008 年，截至评估基准日绝大部分已出租。6 号资产位于上海市嘉定横仓公路 1655 号，上海绕城公路以南，包括 9 幢物业，做为工厂用途，于 2011 年竣工，截至评估基准日已出租。7 号资产位于上海市嘉定区南翔镇民主东街东段至中段，为住宅附属临街店铺若干，分别位于 1-3 层，竣工时间为 1999 年、2004 年、2005 年、2010 年，截至评估基准日已全部出租。8 号资产位于浏翔路 678 号，浏翔公路以东，包括 3 幢楼宇，做为工业用途，于 1997 年竣工，截至评估基准日已出租。9 号资产位于上海市普陀区曹杨路 1040 弄 2 号，武宁路以南，为 28 层建筑中的第 18 层，做为办公

用途，于 1994 年竣工，截至评估基准日已部分出租。10 号资产位于上海市普陀区武宁路 2101 号，武宁路以南，为 9 层建筑中的第 2 和第 8 层，做为办公用途，于 1998 年竣工，截至评估基准日已部分出租。11 号资产上海市徐汇区中山南二路 777 弄 1 号，内环高架路以南，为 26 层建筑中的第 14 和第 16 层，做为办公用途，于 1996 年竣工，截至评估基准日已部分出租。

2. 物业资产运营收入情况分析

影响物业资产现金流的主要因素包括物业出租情况、空置率、租金增长率以及运营费用支出等方面。

(1) 历史出租情况

本交易 11 处物业资产的收入全部为按租赁面积收取的固定金额租金。近年来，大部分入池物业资产计租面积和出租率均处于稳步上升的态势，2014 至 2017 年上半年的平均合计出租率为 94.23%，出租率处于较高水平。2014 至 2017 年上半年历史出租情况见表 5。

表 5 历史出租情况

单位：平米/%

序号	建筑面积	计租面积				出租率			
		2014 年	2015 年	2016 年	2017 上半年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 上半年
1	2707.15	994.00	1099.00	1099.00	2707.15	36.72	40.60	40.60	100.00
2	2570.94	2570.94	2570.94	2570.94	2570.94	100.00	100.00	100.00	100.00
3	705.80	705.80	705.80	705.80	705.80	100.00	100.00	100.00	100.00
4	210.00	210.00	210.00	210.00	210.00	100.00	100.00	100.00	100.00
5	18422.83	14547.59	16376.91	17296.34	17472.05	78.97	88.89	93.89	94.84
6	26679.39	26631.90	26631.90	26631.90	26631.90	99.82	99.82	99.82	99.82
7	5711.46	5711.41	5711.41	5711.46	5658.89	100.00	100.00	100.00	99.08
8	16386.48	15802.00	16062.00	16062.00	15802.00	96.43	98.02	98.02	96.43
9	1156.29	585.34	623.74	623.74	568.54	50.62	53.94	53.94	49.17
10	174.20	131.65	131.65	131.65	131.65	75.57	75.57	75.57	75.57
11	1175.42	1175.42	1175.42	1175.42	1036.22	100.00	100.00	100.00	88.16
合计	75899.96	69066.05	71298.77	72218.25	73495.14	91.00	93.94	95.15	96.83

近年来，入池物业资产租金总收入呈现稳步增长的态势，2014 至 2017 上半年，本交易 11 处物业资产历史租金收入情况详见表 6。

表 6 历史租金收入情况 单位：万元

序号	2014 年	2015 年	2016 年	2017 上半年
1	25.94	61.88	26.01	45.91
2	31.44	78.60	94.31	47.16
3	100.00	101.66	62.33	90.95
4	13.35	13.35	14.01	7.01
5	1054.08	1349.78	1607.04	874.99

6	596.61	601.06	601.06	324.78
7	352.14	362.96	432.12	228.43
8	397.69	403.17	452.25	252.20
9	40.87	43.40	42.47	23.40
10	7.23	8.19	8.04	2.64
11	49.26	51.09	55.26	26.52
合计	2668.60	3075.13	3394.90	1923.97

(2) 未来现金流预测情况

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,假设未来 11 处物业资产年租金递增情况及空置情况如表 7 所示。

表 7 租金递增情况及空置情况

序号	用途	租金递增	空置期	空置率
1	商业	3.0%/年	15 天-30 天	0%-8%
2	会所	3.0%/年	15 天-30 天	0%-8%
3	商业	3.0%/年	15 天-30 天	0%-8%
4	商业	3.0%/年	15 天-30 天	0%-8%
5	商业	3.5%/年	15 天-30 天	0%-8%
6	工业	10.0%/三年	约 60 天	17% ⁴
7	商业	4.0%/年	15 天-30 天	0%-8%
8	工业	10.0%/三年	约 60 天	3%-7%
9	办公	3.0%/年	15 天-30 天	0%-8%
10	办公	3.0%/年	15 天-30 天	0%-8%
11	办公	3.0%/年	15 天-30 天	0%-8%

国友大正对本交易中物业资产的运营费用做出了估计,运营费用是指维护预测对象正常使用或营业的必要支出,本交易运营费用包含物业管理费及其他运营费用。

国友大正对物业管理费的预测依据光大嘉宝提供的现行物业管理费收费标准,未考虑未来物业管理费收费标准波动的影响。其他运营费用方面,根据光大嘉宝提供的《光大嘉宝股份有限公司及子公司 11 处物业费用支出说明》,自 2018 年 1 月 1 日起,本交易涉及的 11 处物业资产合计运营费用支出(不含物业管理费)不超过不含税租金收入(租金收入以合同租金收入为准)的 21%;如有超出部分,将由光大嘉宝股份有限公司所拥有或控制的其他物业承担。如光大嘉宝股份有限公司未能履行该承诺,光大嘉宝股份有限公司愿意承担全部责任。故本次预测以作为资产支持票据的基础资产 11 处物业按运营费用支出(不含物业管理费)占

⁴ 该物业仅有两户租户,租期较长且到期日一致,国友大正假设其在租约到期日换租,新的租赁期为十年,但换租期间物业空置约 60 天,则换租当年空置率约为 17%,租赁期内无空置。

不含税租金收入的 21%为前提进行预测。

在上述前提下,国友大正预测本交易涉及的 11 处物业资产在 2018 年至 2035 年期间的现金流详情如表 8 所示。

表 8 未来现金流预测情况 单位:万元

年份	收入合计	支出合计	净收入合计
2018	3945.33	884.44	3060.89
2019	4098.76	914.75	3184.02
2020	4190.26	933.42	3256.84
2021	4346.12	964.61	3381.51
2022	4684.01	1042.06	3641.94
2023	4822.83	1069.62	3753.21
2024	4939.21	1092.90	3846.31
2025	5181.74	1141.39	4040.34
2026	5404.92	1186.02	4218.90
2027	5528.79	1210.79	4318.01
2028	5772.68	1259.55	4513.13
2029	5970.03	1299.01	4671.02
2030	6127.77	1330.55	4797.23
2031	6159.24	1336.84	4822.40
2032	6617.13	1428.39	5188.74
2033	6719.48	1448.68	5270.80
2034	7042.48	1513.26	5529.22
2035	7278.93	1560.53	5718.39

3. 抵押物价值分析

本交易抵押物涉及商业、办公及工业厂房,根据仲量联行(北京)土地房地产评估顾问有限公司(以下简称“仲量联行”)出具的评估报告,在经营性物业评估中,收益法测算结果一般作为一种从收益角度判断房地产市场价值的辅助评估方法,而比较法是通过估价对象周边类似房地产的已知价格作适当的修正得出,比较法估价结果更接近房地产的市场价值,现实性较强,更能反映估价对象在价值时点的市场价值。本交易涉及的商业和办公房地产,采用以比较法或成本法评估结果为主,收益法评估结果为辅,取两者的加权算术平均值来确定

估价对象的最终市场价值；但对于工业房地产，其地价较低且市场交易较少，另外嘉定区为上海工业主要集中区，采用收益法能较好反应工业房地产市场价值。本交易涉及的工业房地产，采用以收益法评估结果为主，成本法评估结果

为辅，取两者的加权算术平均值来确定估价对象的最终市场价值。根据以上评估方法，仲量联行最终确定本交易抵押物在评估基准日总价为125104万元。评估详情如表9所示。

表9 评估结果汇总 单位：平米/万元/%/(元/平米)

序号	所在区	用途	建筑面积	收益法总价	权重	比较法/成本法 总价	权重	总价	单价
1	嘉定区	商业	2707.15	3008	40	3827	60	3499	12925
2	嘉定区	会所	2570.94	1637	40	3137	60	2537	9868
3	嘉定区	商业	705.80	1320	30	2676	70	2269	32148
4	嘉定区	商业	210.00	139	30	657	70	502	23905
5	嘉定区	商业	18422.83	26340	30	86553	70	68489	37176
6	嘉定区	工业	26679.39	16205	60	12301	40	14643	5489
7	嘉定区	商业	5711.46	8585	30	23246	70	18848	33000
8	嘉定区	工业	16386.48	8857	60	8920	40	8882	5420
9	普陀区	办公	1156.29	684	30	1927	70	1554	13440
10	普陀区	办公	174.20	216	40	350	60	296	16992
11	徐汇区	办公	1175.42	1387	30	4527	70	3585	30500
合计	—	—	75899.96	68378.00	—	148121.00	—	125104.00	—

三、交易结构分析

1. 账户设置及资金划转

借款人归集账户系指借款人开立的专门用于接收物业资产运营净收入的人民币资金账户；监管账户系指光大嘉宝在监管银行开立的专门用于接收信托贷款资金、归集借款人归集账户转付的物业资产运营净收入的人民币资金账户，并用于偿还信托贷款本金及利息；单一资金信托账户系指单一资金信托受托人专门开立的独立人民币银行结算账户，单一资金信托的一切货币收支活动，包括但不限于接收单一资金信托委托人交付的资金、接收借款人从监管账户中划付的信托贷款本金和利息、物权担保人为单一资金信托支付的担保款项及其他应属单一资金信托的款项、向发行载体分配单一资金信托利益，均必须通过该账户进行；信托账户系

指受托人专门在资金保管机构为信托而开立的独立人民币银行结算账户。

每一个还款期间，在物业资产运营净收入归集日⁵，借款人将借款人归集账户收到的物业资产运营净收入划转至监管账户，并授权资金监管机构在还款日⁶将监管账户内的物业资产运营净收入划转至单一资金信托账户，使得单一资金信托账户内的资金达到该计息期间对应的还款日借款人应付的信托贷款本息及《信托

⁵ 物业资产运营净收入归集日系指借款人将借款人归集账户收到的物业资产运营净收入划转至监管账户之日，具体为：(1)在未发生贷款提前到期事件的情形下，为每个自然季度首月20日前第11个工作日，或每个自然季度首月第1个工作日(以两者孰晚为准)；(2)在发生贷款提前到期事件的情形下，为贷款提前到期日之前第11个工作日。

⁶ 还款日系指：(1)在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(T-9)；(2)在发生贷款提前到期事件的情形下，为贷款提前到期日之前第9个工作日。兑付日为信托存续期间内，每一自然年度的1月20日和7月20日。

借款合同》约定的其他费用(如有),具体以届时贷款人的通知为准;借款人承诺确保于物业资产运营净收入归集日将其自身以及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划转至借款人归集账户的物业资产运营净收入转付至监管账户,直至监管账户内的金额不低于当期 EBITDA 目标值(即必备金额,必备金额=借款人于某一还款日应偿还的贷款本金+该还款日贷款本金余额×贷款利率×T/365,其中 T 为在该还款期间的实际天数);若监管账户内资金于物业资产运营净收入归集日仍未达到 EBITDA 目标值,光大嘉宝应于物业资产运营净收入归集日向监管账户划转差额部分;在单一资金信托分配日⁷,单一资金信托受托人将单一资金信托账户内的资金划转至信托账户,作为单一资金信托受益人享有的单一资金信托利益。

2. 现金流支付机制

(1) 触发事件定义

贷款提前到期事件系指以下任一事件:(a)借款人书面申请在《信托贷款合同》约定的自财产权信托设立日所在自然年度起(不含)第(6n)(n=1, 2, 3, 4, 5)个还款日偿还信托贷款项下全部本息且还款申请在该还款日前第 41 个工作日或第 27 个工作日前书面通知单一资金信托受托人并取得单一资金信托受托人的书面同意;(b)在信托贷款利率调整协商日,借款人不同意贷款人拟调整的贷款利率的,选择在紧邻的下一个还款日提前偿还累计应还的全部信托贷款本息及《信托贷款合同》约定的其他费用(如有);(c)单一资金信托终止的;(d)触发评级下调事件,且借款人选择申请《信托贷款合同》项下的信托贷款提前到期;(e)借款人现持有的土地使用权期限届满未能续期的;(f)发生了交易文件、资产文件项下约定的其他贷款提前到期或单一资金信托受托人有权宣布信托

贷款提前到期的情形。发生贷款提前到期事件的,由贷款人宣布贷款提前到期日,借款人应当于贷款提前到期日偿还信托贷款项下全部未偿本金余额及利息。

评级下调事件系指以下任一事件:(a)评级机构对优先 A 档资产支持票据的跟踪评级下调至 AA+(不含)以下级别;或(b)评级机构对优先 B 档资产支持票据的跟踪评级下调至 AA(不含)以下级别。发生评级下调事件的,光大嘉宝应选择如下增信措施中的一种,并于评级下调公告日起的 10 个工作日(含)内向受托人发出通知:(1)申请《信托贷款合同》项下的信托贷款提前到期;(2)要求行使单一资金信托信托受益权优先收购权;或(3)选择启动信托临时开放程序。当光大嘉宝选择前述第(1)种或第(2)种增信措施时,信托应相应终止。

违约事件系指以下任一事件:(a)信托账户内可供分配资金在兑付日不能足额支付优先级资产支持票据应付未付利息、本金及相关税费的;(b)优先收购权人未能根据《优先收购权协议》的约定按时足额支付任何一期权利维持费;(c)基础债务人未能根据《信托贷款合同》的约定按时足额偿付任何一期本金与利息;(d)交易文件的相关方(委托人、受托人、资产服务机构、资金保管机构、优先收购权人)的主要相关义务未能履行或实现,导致对资产支持票据持有人权益产生重大不利影响,该重大不利影响情形在出现后 15 个工作日内未能得到补正或改善,资产支持票据持有人大会做出决议宣布构成违约事件;或(e)触发权利完善事件。

权利完善事件系指以下任一事件:(a)资产服务机构违反《资产服务协议》和《监管协议》约定,在同一票面利率周期内连续两次未能按期向监管账户归集不低于当期 EBITDA 目标值的物业资产运营净收入或/及其他收入(如有);(b)发生任何一起资产服务机构解任事件后三个月内仍未有符合《资产服务协议》约定的替代资产服务机构继任,导致基础债务人担任继任资产服务机构。

⁷ 单一资金信托分配日系指每个兑付日前第 8 个工作日(T-8)。

(2) 分配机制

在信托存续期间，信托资金将按以下顺序进行分配：首先支付税收（如有），同顺序支付各参与机构报酬及受托人垫付费用，然后顺序支付优先 A 档资产支持票据利息、优先 A 档资产支持票据应付本金、优先 B 档资产支持票据利息，剩余资金作为次级资产支持票据的收益（如有）。

信托终止后，信托财产将按以下顺序进行分配：首先支付税收（如有），支付信托财产清算费用（如有），同顺序支付各参与机构报酬受托人垫付费用，然后顺序支付优先 A 档资产支持票据利息、优先 A 档资产支持票据全部本金直至清偿完毕、优先 B 档资产支持票据利息、优先 B 档资产支持票据全部本金直至清偿完毕，剩余资金作为次级资产支持票据的收益（如有），若剩余有非现金类资产，可原状分配给次级资产支持票据持有人。

3. 优先收购安排

本交易设置了优先收购安排，优先购买权系指优先收购权人光大嘉宝或其指定的第三方根据《优先收购权协议》所享有的优先收购单一资金信托受益权的权利。优先收购权人和/或其指定第三方有权可以在下述任一期限内向信托受托人发出关于要求行使优先收购权的书面通知：(1)优先收购权人有权在任一信托设立日后第(6n)个兑付日(n=1, 2, 3, 4, 5)所对应的利率调整日前第 50 个工作日(含)至该利率调整日前第 41 个工作日(含)的期间以及上述任一利率调整日前第 29 个工作日(含)至该利率调整日前第 27 个工作日(含)的期间内发出行权通知，要求行使优先收购权；(2)如发生评级下调事件，优先收购权人与信托受托人协商同意终止信托的，优先收购权人可在评级下调公告日(不含)起 10 个工作日(含)内发出行权通知，并在行权通知中确认信托终止日期，该日期不得迟于评级下调公告日后第 55 个工作日。

优先收购权人和/或其指定第三方行使优

先收购权的行权价格为截至行权价格核算日借款人在《信托贷款合同》项下尚未清偿的全部贷款的本息余额。

因享有优先收购权，优先收购权人应支付权利维持费。优先收购权人应根据《优先收购权协议》的相关约定于权利维持费支付日 12:00 时前，将相应的权利维持费支付至信托账户。每一权利维持费支付日应支付的权利维持费的计算方式为：当期权利维持费金额=与该权利维持费支付日对应的期间分配兑付日的期间分配目标金额 - 与该权利维持费兑付日对应的预备分配金额。其中期间分配目标金额系指在任一期期间分配兑付日信托应向资产票据持有人分配的全部金额以及《财产权信托合同》项下应付未付税费之总和；预备分配金额系指截至每一期间分配兑付日前第 8 个工作日下午 17:00 时信托账户内可供分配的款项金额。

4. 优先级票据的回售安排

本交易优先级票据持有人有权在开放退出登记期(R-39~R-30日)内任何一个工作日的9:00时至17:00时，说明拟要求回售优先级资产支持票据的份额，但自开放退出停止日(R-32日)的17:00时起，优先级资产支持票据持有人不得申请回售优先级资产支持票据。如优先级资产支持票据持有人未在前述期限内申请回售优先级资产支持票据，则视为优先级资产支持票据持有人决定继续持有优先级资产支持票据且接受相应的票据利率调整。优先级票据持有人可以申请全部或部分回售优先级票据，选择申请部分回售优先级票据的，优先级票据持有人在回售优先级票据后持有的优先级票据本金余额不得低于100万元(不含100万元)。在每一开放参与日(R日)，受托人应协助回售优先级票据的买卖双方办理资产支持票据过户手续。

如果截至某一流动性支持金额补足通知日(R-9)17:00时，受托人从登记托管机构获取的已确认完成回售的优先级票据份额与该流动性支持金额补足通知日对应的开放退出登记期内

确认回售的优先级票据份额存在差额，受托人以书面形式通知流动性支持机构光大嘉宝后，流动性支持机构或其指定的第三方应于流动性支持金额补足日(R-4)买入差额部分的全部份额，流动性支持机构指定的第三方未于流动性支持金额补足日(R-4)买入差额部分的全部份额的，流动性支持机构应当买入该等差额部分的全部份额。

5. 结构化安排

(1) 超额抵押

仲量联行于评估基准日给予抵押物的评估价值为 125104 万元人民币，优先 A 档票据对抵押物评估价值抵押率为 29.90%，优先 A 档和优先 B 档票据对抵押物评估价值抵押率为 51.96%，抵押担保措施对优先级票据本金的偿付具有较好的保障作用。

(2) 超额覆盖

本交易中，在一般情景下，物业资产运营净收入对优先 A 档票据期间本息的覆盖倍数均在 1.40 倍以上，形成超额覆盖，对优先 A 档票据期间本息的兑付具有较好的保障作用。

(3) 优先/劣后结构

本交易采用优先/次级结构，具体划分为优先 A 档、优先 B 档和次级资产支持票据。资产池回收的资金以及再投资收益按照信托合同约定的现金流偿付机制顺序支付，劣后受偿的资产支持票据为优先受偿的资产支持票据提供信用损失保护。

(4) 触发机制

本交易设置了“贷款提前到期事件”、“评级下调事件”、“违约事件”等作为触发机制，发生贷款提前到期事件的，由贷款人宣布贷款提前到期日，借款人应当于贷款提前到期日偿还信托贷款项下全部未偿本金余额及利息。上述任一事件触发后，受托人有权宣布信托终止，信托自受托人宣布的信托终止之日立即终止，并进入清算程序。本交易触发机制的设置在一定程度上缓解了事件风险的影响。

6. 信托贷款担保机制

(1) 应收账款质押

本交易信托贷款质押物为自基准日起，出质人就物业资产享有的物业资产运营净收入对应的应收账款，包括但不限于运营物业资产而取得的房屋及商铺出租收入、车位租金收入、物业广告收入等因经营物业而取得的一切收入，以及出质人有权收取的逾期缴纳滞纳金（如有）、违约金（如有），损害赔偿金（如有）等其他款项（以下简称质押物）。出质人将该质押物质押给苏州信托，为借款人在《信托贷款合同》项下的债务提供担保。在第一笔信托贷款发放之日前，出质人应当协助质权人完成质押物的质押登记手续，使得贷款人登记为质押物的第一顺位质权人。应收账款质押担保措施对优先级票据的偿付具有较好的保障作用。

(2) 不动产抵押

本交易的抵押物为抵押人合法持有的房屋所有权及其对应的土地使用权，共涉及 11 处物业资产，建筑面积共计 75899.96 平方米，抵押物详情见表 4。在第一笔信托贷款发放之日前，抵押人和抵押权人应当到抵押财产所在地的有关登记机构办理抵押登记。抵押权自各方至抵押物所在地的抵押登记管理机构办理完成抵押登记时设立。抵押担保措施对优先级票据本金的偿付具有较好的保障作用。

7. 交易结构风险分析

(1) 物业资产运营收入波动风险

根据交易文件约定，优先级票据各期利息和期间本金的还款来源为物业资产运营净收入，在信托存续期内，若物业资产运营净收入发生大幅波动，或将导致基础资产信托贷款无法按时足额偿付，进而对优先级票据的本息兑付产生不利影响。

本交易物业资产共涉及 11 处物业，具有一定的分散性，历史出租率情况较好，物业所在地区经济发达程度较高，未来租金收入有望保持稳中向好态势，因而物业资产运营收入面临

的波动风险较小。

(2) 持续运营风险

本交易物业资产的运营方为光大嘉宝，光大嘉宝的持续运营能力将对物业资产的运营收入产生重要影响，进而影响优先级票据本息的兑付。

光大嘉宝经营稳健，运营经验丰富，综合实力强，联合资信给予光大嘉宝的主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。因而本交易面临的持续运营风险较小。

(3) 混同风险

若借款人信用状况恶化，丧失清偿能力甚至破产，质押财产所涉及的特定期限的收入与借款人的其他资金发生混同，从而给本交易基础资产造成损失。

本交易设置了监管账户，资产服务机构光大嘉宝应当按季将借款人归集账户中的物业资产运营净收入划转至监管账户，划转频率尚可，一定程度上可缓解本交易面临的混同风险。

(4) 流动性风险

本交易中，基础资产当期所产生的收益可能不足以按时支付优先级票据利息及各项相关税费，从而产生流动性风险。

本交易物业资产运营净收入对优先 A 档票据期间应付本息的保障程度较高，另外借款人光大嘉宝信用水平很高，能够为优先 B 档票据的利息支付提供较好的保障。

(5) 再投资风险

本信托存续期间，受托人可以将信托账户中的资金进行合格投资，这将使信托财产面临一定的再投资风险。

针对这一风险，本交易制定了严格的合格投资标准，即受托机构将信托账户内的资金在闲置期间按《财产权信托合同》的约定以银行存款的方式存放于资金保管机构或联合资信给予主体长期信用等级高于或等于 AA 级的金融机构。严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

四、定量分析

联合资信通过使用偿债覆盖倍数 (DSCR) (偿债覆盖倍数=当期净现金流/当期的本金和利息偿付额。)(和按揭比率 (LTV) (按揭比率=贷款金额/标的评估价值。)) 两个指标来量化评估本交易的信用风险。

1. 偿债覆盖倍数

偿债覆盖倍数反映了在各偿还时点上，本交易可分配资金对各档票据各期本息支出的覆盖水平，是评估违约可能性的关键指标。

(1) 一般情景下 DSCR 测算

在一般情景下，假定物业资产未来收入符合现金流预测评估报告所预测的现金流，联合资信根据本交易偿付安排，测算在一般情景下，即每个兑付日回收款与预测水平一致，优先 A 档、优先 B 档票据预期发行利率分别为 5.0%、6.0% 情形下，各档票据的偿债覆盖倍数水平，以判断本交易的现金流入状况对各档票据本息支出的保障程度。本交易中 18 年期收入现金流对票据利息及本金偿付能力情况详见表 10。

表 10 一般情景下优先档票据 DSCR 水平

单位: 万元/倍

兑付日	回收款	优先 A 档 DSCR	优先 B 档 DSCR	兑付日	回收款	优先 A 档 DSCR	优先 B 档 DSCR
第 1 个	1530.45	1.45	0.82	第 19 个	2159.00	1.51	0.96
第 2 个	1530.45	1.43	0.80	第 20 个	2159.00	1.50	0.95
第 3 个	1592.01	1.47	0.84	第 21 个	2256.57	1.52	0.98

第 4 个	1592.01	1.45	0.82	第 22 个	2256.57	1.53	0.98
第 5 个	1628.42	1.45	0.83	第 23 个	2335.51	1.53	0.99
第 6 个	1628.42	1.44	0.83	第 24 个	2335.51	1.53	0.99
第 7 个	1690.76	1.46	0.86	第 25 个	2398.61	1.53	1.00
第 8 个	1690.76	1.45	0.84	第 26 个	2398.61	1.53	1.00
第 9 个	1820.97	1.46	0.88	第 27 个	2411.20	1.53	1.01
第 10 个	1820.97	1.45	0.87	第 28 个	2411.20	1.54	1.00
第 11 个	1876.60	1.47	0.89	第 29 个	2594.37	1.56	1.04
第 12 个	1876.60	1.46	0.89	第 30 个	2594.37	1.57	1.04
第 13 个	1923.16	1.48	0.91	第 31 个	2635.40	1.56	1.05
第 14 个	1923.16	1.48	0.90	第 32 个	2635.40	1.58	1.05
第 15 个	2020.17	1.50	0.93	第 33 个	2764.61	1.57	1.07
第 16 个	2020.17	1.49	0.92	第 34 个	2764.61	1.58	1.07
第 17 个	2109.45	1.50	0.95	第 35 个	2859.20	1.58	1.09
第 18 个	2109.45	1.50	0.94	第 36 个	2859.20	0.14	0.09

注：每个兑付日回收款=当年物业资产运营净收入预测值/2，下同。

测试结果表明，在一般情景下，除最后一个兑付日外，优先 A 档票据各期 DSCR 均在 1.40 倍及以上，表明物业资产运营净收入对优先 A 档票据期间本息支出的保障程度较好。优先 B 档票据在大部分兑付日 DSCR 低于 1.00 倍，但优先 B 档期间利息的支付主要依赖于优先收购权人光大嘉宝支付的权利维持费，光大嘉宝的主体信用等级很高，对优先 B 档票据的利息支出保障程度较好。

(2) 压力情景下 DSCR 测算

联合资信分别测算了单因素压力情景和组合压力情景下本交易各档优先级票据各期的 DSCR 水平。

本交易净现金流会受到物业资产租金收入的增长率和收缴率、物业空置率、租金价格水平等因素影响，联合资信综合考虑了上述因素，对净现金流进行加压调整；同时，联合资信考虑到发行利率的上浮会影响预计本息支出金额，进而影响各档优先级票据各期的 DSCR 水平，联合资信对预期利率进行了单因素压力测算。在此基础上测算组合压力情景下，即每个兑付日回收款为预测水平的 90%，优先 A 档、优先 B 档票据预期发行利率分别上升 150bp 情形下，本交易的 DSCR 水平，详见表 11。

表11 组合压力情景下优先档票据DSCR水平

单位：万元/倍

兑付日	回收款	优先 A 档 DSCR	优先 B 档 DSCR	兑付日	回收款	优先 A 档 DSCR	优先 B 档 DSCR
第 1 个	1377.40	1.02	0.58	第 19 个	1943.10	1.14	0.71
第 2 个	1377.40	1.01	0.57	第 20 个	1943.10	1.14	0.71
第 3 个	1432.81	1.04	0.60	第 21 个	2030.91	1.17	0.73
第 4 个	1432.81	1.03	0.59	第 22 个	2030.91	1.17	0.73
第 5 个	1465.58	1.03	0.60	第 23 个	2101.96	1.18	0.75
第 6 个	1465.58	1.02	0.59	第 24 个	2101.96	1.19	0.75
第 7 个	1521.68	1.05	0.62	第 25 个	2158.75	1.19	0.76

第 8 个	1521.68	1.04	0.61	第 26 个	2158.75	1.20	0.76
第 9 个	1638.87	1.07	0.64	第 27 个	2170.08	1.21	0.77
第 10 个	1638.87	1.06	0.63	第 28 个	2170.08	1.21	0.77
第 11 个	1688.94	1.08	0.65	第 29 个	2334.93	1.24	0.80
第 12 个	1688.94	1.07	0.65	第 30 个	2334.93	1.25	0.80
第 13 个	1730.84	1.10	0.66	第 31 个	2371.86	1.26	0.81
第 14 个	1730.84	1.09	0.66	第 32 个	2371.86	1.27	0.81
第 15 个	1818.15	1.12	0.69	第 33 个	2488.15	1.28	0.84
第 16 个	1818.15	1.11	0.68	第 34 个	2488.15	1.29	0.84
第 17 个	1898.51	1.13	0.70	第 35 个	2573.28	1.30	0.86
第 18 个	1898.51	1.13	0.70	第 36 个	2573.28	0.12	0.08

测试结果表明，在组合压力情景下，除最后一个兑付日外，优先 A 档票据各期 DSCR 均在 1.00 倍以上，测试结果表明在压力情景下，本交易优先 A 档票据的本息可以正常兑付。优先 B 档票据各期 DSCR 均低于 1.00 倍，但优先 B 档票据期间利息的支付主要依赖于优先收购权人光大嘉宝支付的权利维持费，光大嘉宝的主体信用等级很高，对优先 B 档票据的利息支出保障程度较好。

2. 按揭比率

仲量联行提供的抵押物评估报告显示，抵押物涉及的区域租赁市场较发达，收益情况具有可预测性和持续性，评估报告表明抵押物价值为 125104 万元。在抵押物价值评估成立的情形下，本交易优先 A 档票据 LTV 为 29.90%，优先级票据 LTV 为 51.96%，处于较低水平，

抵押担保措施对优先级票据本金的偿付具有较好的保障作用。

联合资信通过调整租金收入水平、租金增长率、资本化率等变量，测算物业资产在区域经济或行业波动等压力情境下，抵押物价值的变化情况。测算结果表明，如受托人行使《抵押合同》项下的担保权利，抵押物在压力情景下的抵押物价值扣除成本、税费后仍可覆盖优先级票据应付未付本息。

总体来看，在抵/质押物的第一受偿主体为苏州信托的前提下，本交易优先 A 档票据的 DSCR 和 LTV 两个指标均能够达到联合资信 AAA_{sf} 级信用水平的参量要求；优先 B 档票据在考虑优先收购权人光大嘉宝的信用水平后，能够达到联合资信 AA_{sf}⁺ 级信用水平的参量要求。

五、主要参与方履约能力

1. 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

本交易的发起机构/基础债务人/借款人/资产服务机构/优先收购权人/流动性支持机构是光大嘉宝股份有限公司(以下简称“光大嘉宝”或“公司”)。光大嘉宝前身是上海嘉宝照明电器公司，1992 年 4 月，嘉宝照明改制并更名为

上海嘉宝实业，并于年底在上海证券交易所上市。2000 年，公司通过重大股权重组，成为上海市嘉定区国有资产控股的上市公司。2003 年 4 月 7 日公司股票简称变更为“嘉宝集团”。2016 年 1 月，公司通过向光大控股下属企业定增方式引入光大控股为公司的战略股东方，之后，光大控股对嘉宝集团多次增持。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 8.87 亿元，光控投资及其

一致行动人共持有公司 29.17% 的股份，公司最终控制人为中央汇金投资有限责任公司。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 134.50 亿元，所有者权益 60.64 亿元（含少数股东权益 6.25 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 30.83 亿元，利润总额 9.18 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 195.50 亿元，所有者权益 73.63 亿元（含少数股东权益 17.81 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.16 亿元，利润总额 3.39 亿元。

（1）经营分析

2016 年底，公司将光大安石和安石资管纳入合并范围，新增不动产资管业务，公司建立了“房地产开发+不动产资管”双主业经营架构。公司坚持“轻重并举、双轮驱动”的发展战略，在深耕房地产开发传统主业的基础上，加大对不动产资管业务的支持力度，加强存量项目管理，积极拓展增量。不动产资管业务成为公司收入和利润的重要来源之一。

2015~2017 年，公司营业收入稳定增长，

分别实现营业收入为 20.96 亿元、23.64 亿元和 30.83 亿元，其中房地产业务收入分别为 19.70 亿元、22.71 亿元和 24.59 亿元，呈逐年增长趋势，占公司营业收入比重分别为 94.00%、96.08% 和 79.75%；2017 年，公司新增的不动产资管业务贡献收入为 5.31 亿元，成为公司营业收入的重要来源之一。公司其他业务主要系物业服务

和物业租赁经营，收入规模较小，对公司收入影响不大。

从盈利能力看，房地产开发业务一直为公司收入和利润的主要来源。2015~2017 年，公司综合毛利率分别为 26.49%、30.43% 和 44.16%。受公司结转房产项目价格总体提升影响，房地产销售业务毛利率水平逐年增长，2015~2017 年分别为 26.10%、29.11% 和 33.22%。2015 年结转的宝菊清水园动迁配套房等项目毛利率较低，2016 年主要结转项目为梦之湾项目和梦之晨项目，毛利率水平较上年略有提升；2017 年主要结转项目为梦之晨项目、梦之湾项目和梦之缘项目，毛利率水平较高。2017 年，不动产资管业务毛利率为 94.39%，毛利率较高主要原因之一系公司不动产资管业务在提供管理服务时发生相关支出无法与管理的资产直接匹配，公司参照证券、银行和保险等金融机构的列报格式，将该类支出计入管理费用。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.16 亿元，同比增长 94.66%，主要系房地产结转收入增加所致。其中，房地产销售收入 10.44 亿元，同比增长 90.16%；从毛利率看，2018 年一季度房地产结转收入主要来自梦之缘项目，该项目销售均价较高，毛利率水平较高。受此影响，房地产销售毛利率提升至 52.27%。2018 年 1~3 月，不动产资管业务收入为 1.34 亿元，占公司营业收入的比重为 11.02%，由于房地产基金成本主要为管理费、税金等，金额较小，该板块毛利率较高，为 91.29%。综合以上因素，公司综合毛利率进一步提升至 56.74%。

表 1 2015~2018 年 3 月底公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

业务类型	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	金额	比例	毛利率	金额	比例	毛利率	金额	比例	毛利率	金额	比例	毛利率
房地产开发	19.70	94.00	26.10	22.71	96.08	29.11	24.59	79.75	33.22	10.44	85.86	52.27
不动产资管	--	--	--	--	--	--	5.31	17.22	94.39	1.34	11.02	91.29
其他	1.26	6.00	32.64	0.93	3.92	62.74	0.93	3.03	46.48	0.38	3.12	57.34
合计	20.96	100.00	26.49	23.64	100.00	30.43	30.83	100.00	44.16	12.16	100.00	56.74

资料来源：公司提供

注：房地产开发收入中包含在建工程转让收入。

(2) 财务分析

资产质量方面，2015~2017年，公司资产规模波动增长，年均复合增长20.40%。截至2017年底，公司资产总额134.50亿元，同比下降6.32%，主要系流动资产减少所致；其中流动资产占73.63%，非流动资产占26.37%。近年来公司资产规模波动增长，流动资产中存货占比较大，符合房地产行业特点。货币资金充足；公司并购光大安石后产生较大规模商誉，虽减值风险很小，未来应关注商誉减值风险；公司整体资产质量良好。

所有者权益方面，2015~2017年，公司所有者权益规模快速增长，年均复合增长31.82%。截至2016年底，公司所有者权益合计为58.88亿元，同比增长68.70%，主要系公司非公开发行股票募集资金净额17.97亿元导致股本和资本公积大幅增加所致。截至2017年底，公司所有者权益总额60.64亿元，同比增长2.99%；其中归属于母公司所有者权益占89.69%。截至2017年底，公司归属于母公司所有者权益合计54.39亿元，同比增长6.49%。公司归属于母公司所有者权益主要由股本（占16.31%）、资本公积金（占37.41%）和未分配利润（占39.46%）构成。截至2018年3月底，公司所有者权益73.63亿元，较上年底增长21.41%，主要系公司将受让光控安石-上海一号私募投资基金30%份额，并将其纳入公司合并报表范围以及公司并表的上海光稳投资中心（有限合伙）收到其他有限合伙人出资款所致。其中，归属于母公司所有者权益占75.82%，少数股东权益占24.18%，少数股东权益占较2017年底增加13.87个百分点，主要系合并光控安石-上海一号私募基金以及上海光稳投资中心（有限合伙）所致。总体看，公司所有者权益中未分配利润占较高，所有者权益稳定性一般。

盈利能力方面，2015~2017年，公司营业收入快速增长，年均复合增长21.30%。2017年为30.83亿元，同比增长30.45%。2015~2017年，公司营业成本有所增长，年均复合增长

5.72%。2017年为17.22亿元，同比增长4.71%。2015~2017年，公司营业利润率持续增长，三年加权平均值为28.48%，2017年为38.26%，同比增长18.82个百分点，主要系光大安石和安石资管纳入合并范围所致。盈利指标方面，2015~2017年，公司总资本收益率和净资产收益率波动增长，三年加权平均值分别为7.76%和8.76%。2017年分别为9.95%和11.19%。公司盈利能力较强。2018年1~3月，公司实现营业收入12.16亿元，为2017年全年的39.43%；利润总额3.39亿元，为2017年全年的36.88%；同期营业利润率由上年的38.26%降至34.31%。总体看，近年来公司收入规模不断增长，随着光大安石和安石资管纳入合并范围，公司盈利能力明显提高。未来随着不动产资产管理业务模式的发展，公司整体盈利水平有望进一步提升。

现金流方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入分别为28.53亿元、42.72亿元和35.80亿元，2017年较上年下降6.92亿元，主要系公司房产销售规模下降所致。2015~2017年，公司经营活动现金流出分别为20.64亿元、25.31亿元和23.28亿元。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为7.90亿元、17.41亿元和12.52亿元，2017年较上年下降4.89亿元。2015~2017年，公司投资活动现金流入分别为41.25亿元、55.57亿元和25.53亿元，2017年较上年下降30.04亿元，主要系收回到期理财产品规模减少所致。2015~2017年，公司投资活动现金流出分别为39.01亿元、60.28亿元和50.75亿元，2017年较上年下降9.52亿元，主要系滚动购买银行理财产品减少所致。2015~2017年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为2.24亿元、-4.71亿元和-25.22亿元，2017年较上年下降20.51亿元，主要系主要是公司支付的光大安石、安石资管股权受让款。2015~2017年，公司筹资活动现金流入分别为1.56亿元、19.68亿元和5.11亿元，2017年较上年下降14.57亿元，主要系2016

年公司非公开发行股票导致当期基数较高所致。2015~2017年，公司筹资活动现金流出分别为3.33亿元、11.37亿元和5.30亿元，2017年较上年下降6.07亿元，主要系偿还借款支付的现金减少所致。2015~2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-1.77亿元、8.31亿元和-0.20亿元。2018年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为1.80亿元；投资活动产生的现金流量净额为-11.29亿元，主要系公司支付光控安石-上海一号私募投资基金财产份额受让款、支付上海明悦酒店管理有限公司股权受让款以及出资认缴上海光丹投资中心（有限合伙）和上海光翎投资中心（有限合伙）财产份额所致；筹资活动产生的现金流量净额为11.86亿元，主要系公司发行10亿元非公开定向债务融资工具所致。总体看，近年来，公司经营活动现金流呈净流入状态；考虑到公司在建或拟建项目后续投资规模不大，公司对外融资压力不大。

偿债能力方面，从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率波动下降，速动比率持续增长，这两项指标三年加权平均值分别为173.73%和62.81%，截至2017年底，分别为166.24%和69.22%。截至2018年3月底，上述两项指标分别为212.31%和65.36%。2015~2017年，公司经营流动负债比波动增长，分别为20.15%、23.52%和21.01%。公司短期偿债能力尚可。从长期偿债能力指标看，2015~2017年公司EBITDA分别为4.60亿元、4.50亿元和10.07亿元。同期，全部债务/EBITDA分别为4.17倍、2.47倍和1.42倍。同期，EBITDA利息倍数分别为4.32倍、6.96倍和14.96倍。公司长期偿债能力较强。截至2018年3月底，公司无重大未决诉讼事项。截至2018年3月底，公司对外提供担保共2笔，担保金额合计7.91亿元（按公司权益比例计算），占公司当期净资产的比例为14.17%，主要是：（1）公司控股子公司光控安石（北京）投资管理有限公司为EBA INVESTMENTS

(YIYUE) LIMITED 提供存单质押担保；（2）公司下属企业上海明悦酒店管理有限公司以其物业为其上级公司上海安潜投资管理有限公司提供抵押担保。目前，被担保企业经营情况正常，公司代偿风险较低。截至2018年3月底，公司获得的银行授信额度合计5亿元，已全部使用，间接融资渠道有待拓宽。作为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

总体来看，光大嘉宝作为光大集团旗下上市公司，资产主动管理能力强，核心团队运营和管理经验丰富；公司债务负担轻，未来资本支出压力不大，信用水平很高，联合资信给予光大嘉宝的主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，其作为本交易的资产服务机构/流动性支持机构/优先收购权人，能够较好地履行本交易中的相关义务。

2. 监管银行/资金保管机构

本交易的监管银行/资金保管机构为招商银行股份有限公司。招商银行股份有限公司是经中国人民银行批准，于1987年3月组建成立的股份制商业银行。2002年，招商银行A股在上海证券交易所上市；2006年，招商银行H股在香港联交所上市。经过历次增资扩股，截至2017年末，招商银行股本总额252.2亿股，其中第一大股东为香港中央结算（代理人）有限公司。

截至2017年末，招商银行资产总额62976.38亿元，其中贷款和垫款净额34146.12亿元；负债总额58142.46亿元，其中客户存款40643.45亿元；不良贷款率1.61%；拨备覆盖率262.11%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，集团高级法下，资本充足率15.48%，一级资本充足率13.02%，核心一级资本充足率12.06%。2017年度，招商银行实现营业收入2208.97亿元，净利润706.38亿元。

招商银行拥有证券投资基金托管、受托投资管理托管业务托管、合格境外机构投资者托管人资格(QFII)、全国社会保障基金托管资格、商业银行从事保险资金托管业务资格、企业年

金基金托管等业务资格，成为托管业务资质最全的商业银行之一。截至 2017 年末，招商银行托管资产余额 11.97 万亿元，较上年末增长 17.70%；累计实现托管费收入 48.55 亿元，同比增长 13.38%。同时，招商银行曾在多个结构化项目中担任保管人，具有丰富的托管经验。

总体看来，招商银行公司治理规范、财务状况优良、风控能力很强，托管经验丰富，联合资信评定其主体长期信用等级为 AAA，展望为稳定，能够较好地履行本交易的资金保管义务。

3. 受托人/受托机构

本交易的受托人/受托机构为苏州信托有限公司。苏州信托前身是苏州市信托投资公司，最早于 1991 年 4 月经中国人民银行批准成立。2002 年重新注册登记。2008 年 5 月，苏州信托获中国银行业监督管理委员会批复，引进联想控股和苏格兰皇家银行为其战略投资人，注册

资金增至 5.9 亿元人民币。2012 年，完成二次增资，注册资本金增至 12 亿元人民币。公司股东由苏州国际发展集团有限公司、苏格兰皇家银行和联想控股有限公司组成，其持股比例分别为 70.01%、19.99% 和 10%。

截至 2017 年末，苏州信托资产规模 927.84 亿元，所有者权益 42.58 亿元，负债总额 5.27 亿元。2017 年实现营业总收入 7.31 亿元，实现净利润 4.39 亿元。

从资产证券化经验来看，苏州信托在资产支持证券领域具有较丰富的实践经验，曾受托发行了“居融 2017 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券”、“苏租 2015 年第一期租赁资产支持证券”等多期产品，在证券化资产托管方面积累了丰富的经验。

总体来看，苏州信托财务实力雄厚，内控及风险管理成效良好，本交易因受托机构履职能力或意愿而引发风险的可能性相对较小。

六、法律要素分析

本交易严格遵照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国信托法》、《中华人民共和国合同法》、《信托公司管理办法》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》等相关法律、行政法规、规范性文件，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布的《非金融企业债务融资工具注册发行规则》、《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程》、《非金融企业资产支持票据指引》等相关规则指引，以及其他现行有效的法规与规范的相关规定开展。

联合资信收到的法律意见书表明：光大嘉宝具备作为本次发行发起机构的主体资格；发起机构已经取得本次发行现阶段所需取得的各项批准和授权；发行文件合法、合规；本次发行各中介机构具备法律法规要求的主体资格和条件；本次发行的基础资产、底层资产及其运营符合法律法规规定，真实有效、权属明确；基础资产、底层资产的形成、取得有法律依据，涉及的转让合法有效；本次发行符合法律法规的规定，不存在其他潜在法律风险。

七、评级结论

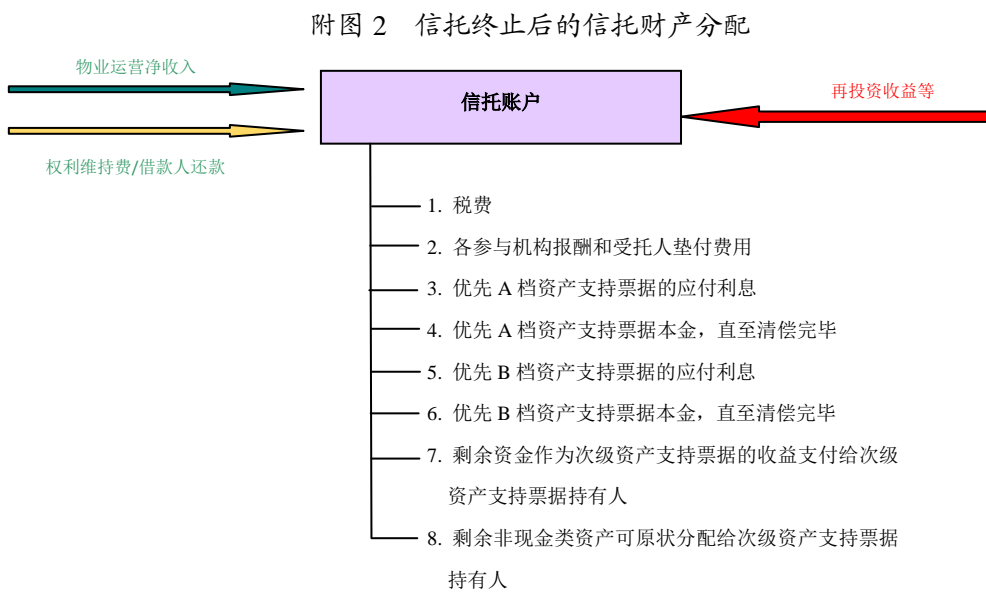
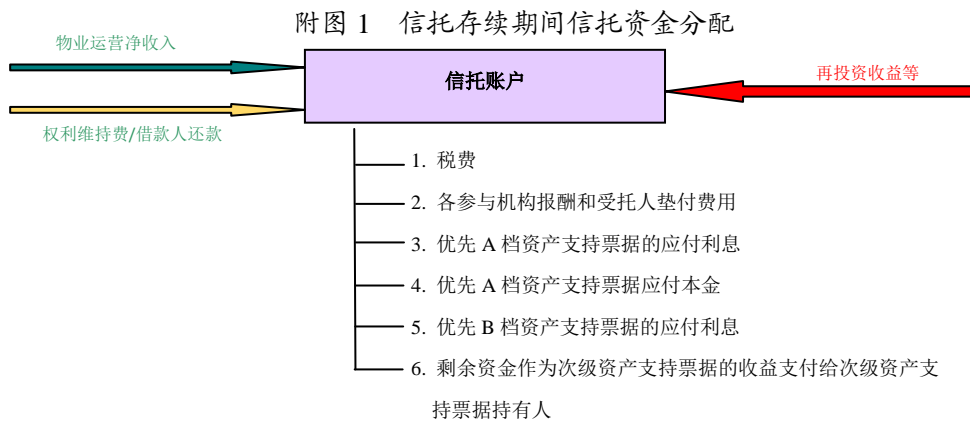
联合资信对本计划所涉及的基础资产、交易结构、法律要素、有关参与方履约及操作风险等因素进行综合考量，并对基础资产进行信

用分析、交易结构分析、现金流分析的基础上，在“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据单一资金信托”的受托人苏州信托有限公司在约

定时间内成为本交易抵/质押物的第一受偿主体的前提下，确定“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”的评级结果为：优先 A 档资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，优先 B 档资产支持票据的信用等级为 AA_{sf}⁺，次级资产支持票据未予评级。

上述优先 A 档资产支持票据的评级结果反映了该票据利息获得及时偿付和本金于法定到期日或之前获得及时足额支付的能力极强，违约风险极低；优先 B 档资产支持票据的评级结果反映了该票据利息获得及时偿付和本金于法定到期日或之前获得及时足额支付的能力很强，违约风险很低。

附图 现金流支付机制



附件 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持票据的评级方法不同于一般公司债券的评级方法，一般公司债券的评级主要基于对债券发行人及其保证人（如有）的主体信用分析，而资产支持票据的评级主要基于对资产池组合的信用分析、交易结构分析和现金流分析，具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。为表示与一般公司债券评级的区别，联合资信采用在一般公司债券评级符号基础上加下标“sf”（如 AAA_{sf}）来特指资产支持票据的信用等级。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}、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。各等级含义如下表所示：

等级		含义
投资级	AAA _{sf}	属最高级票据，其还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA _{sf}	属高级票据，其还本付息能力很强，违约风险很低。
	A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低。
	BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
倒闭级	C _{sf}	不能偿还债务。

联合资信评估有限公司关于 光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据 跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”优先级资产支持票据的信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

光大嘉宝股份有限公司/苏州信托有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料，包括但不限于资产服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”优先级资产支持票据信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”优先级资产支持票据信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

基础资产如发生重大变化，或发生可能对“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”优先级资产支持票据信用状况产生较大影响的突发事件，光大嘉宝股份有限公司/苏州信托有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”相关信息，如发现“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”信用等级产生较大影响事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如光大嘉宝股份有限公司/苏州信托有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”优先级资产支持票据信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与光大嘉宝股份有限公司/苏州信托有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。