

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 2019 年跟踪评级报告》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和准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月三十日



信用等级公告

联合〔2019〕2345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”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”项下“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”的信用等级为 AAA_{sf} 、“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”的信用等级为 AA^+_{sf} 。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月三十日



光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据

2019 年跟踪评级报告

评级结果：

票据名称	本次跟踪评级			首次评级		
	金额 (亿元)	占比 (%)	评级 结果	金额 (亿元)	占比 (%)	评级 结果
18 光大嘉宝 ABN001 优先 A	3.74	57.44	AAA _{sf}	3.74	57.45	AAA _{sf}
18 光大嘉宝 ABN001 优先 B	2.76	42.41	AA ⁺ _{sf}	2.76	42.40	AA ⁺ _{sf}
18 光大嘉宝 ABN001 次	0.01	0.15	NR	0.01	0.15	NR
合计	6.51	100.00	—	6.51	100.00	—

注：NR——未予评级，下同。

跟踪评级基准日：

信托设立日：2018 年 10 月 30 日
 票据预计到期日：2036 年 7 月 20 日
 本次跟踪期间：2018 年 10 月 30 日~2019 年 1 月 16 日
 跟踪基准日：2019 年 1 月 16 日

跟踪评级报告日：

2019 年 7 月 30 日

分析师

何亮甫 吴鑫海

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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 9 层（100022）

网址：http://www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（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”交易项下基础资产的信用表现、交易结构的稳健性、参与机构履职情况等进行了持续的跟踪和监测。经过跟踪评级测算和分析，联合资信认为截至本次跟踪基准日，“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”的基础资产信用状况良好，主要参与机构履职能力稳定，其中发起机构/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（以下简称“光大嘉宝”）的偿付能力和偿付意愿很强，主体长期信用等级为 AA⁺。

鉴于此，联合资信确定维持 18 光大嘉宝 ABN001 优先 A 的信用等级为 AAA_{sf}，18 光大嘉宝 ABN001 优先 B 的信用等级为 AA⁺_{sf}，18 光大嘉宝 ABN001 次未予评级。

优势

1. 截止跟踪基准日，本交易目标资产实现租金收入 1913.19¹万元，净租金收入 1530.55 万元，收入情况良好；抵质押物评估价值变化不大，优先 A 档票据相对抵质押物评估价值的比率为 29.88%，优先档票据相对抵质押物评估价值的比率为 51.94%，抵押担保措施对优先级资产支持票据偿付的保障程度较首评变化不大，抵押担保措施对优先级资产支持票据偿付的保障程度较首评变化不大。
2. 本交易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

¹ 注：租金收入为含增值税租金收入。

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。联合资信给予光大嘉宝的长期主体信用等级维持 AA+，信用风险很低，能够为优先级票据的偿付提供强有力的信用支持。

关注及风险缓释

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

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，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. 本交易资产支持票据的信用等级对资产服务机构/流动性支持机构的主体长期信用依赖程度很高。

风险缓释：联合资信将对光大嘉宝的偿债能力及偿债意愿持续关注。

3. 商业地产与经济增速紧密关联，整体来看，中国商业地产地价已处高位，在地产企业融资加大背景下，商业地产开发投资有所降温，逐渐趋于理性。长期来看，商办土地市场总体仍存在较大的供给压力。因此，本交易借款人营业收入水平、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，联合资信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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”项下优先级资产支持票据到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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、交易概要

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。

本交易共设置三档资产支持票据，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”）。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；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。

截止跟踪基准日，目标物业已经抵押给资金信托受托人苏州信托。

二、票据兑付情况

本交易信托计划于2018年10月30日成立，实际发行票据金额6.51亿元，其中优先A档票据3.74亿元，优先B档票据2.76亿元，次级票据0.01亿元。截止跟踪基准日，本交

易优先A档票据兑付本金20.00万元，兑付利息510.26万元；优先B档票据尚未开始偿还票据本金，兑付利息470.71万元；次级票据未兑付本金，兑付利息432.43万元。

表1 资产支持票据概况

票据名称	本次票据跟踪基准日			信托设立日		
	金额 (万元)	占比 (%)	执行利率 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	发行利率 (%)
优先A档资产支持票据	37380.00	57.44	6.00	37400.00	57.45	6.00
优先B档资产支持票据	27600.00	42.41	7.50	27600.00	42.40	7.50
次级资产支持票据	100.00	0.15	—	100.00	0.15	—
合计	65080.00	100.00	—	65100.00	100.00	—

三、目标资产分析

1. 行业概况

区别于居住地产和工业地产，商业地产是指用作商业用途的地产。一般来说，狭义的商业地产指用于各种零售、餐饮、娱乐、休闲等生活服务类经营方式的不动产，包括商场、购物中心、步行街以及社区商业等。广义的商业地产除商铺之外还涵盖办公楼、公寓式酒店、连锁酒店等具有商务属性的不动产。商业地产具备地产、商业与投资三重特性。购物中心和办公楼是商业地产领域两大主要类型。

近年来，中国国民经济快速发展、居民生活水平提高和消费观念的改变带动购物中心、办公楼等物业大量新建并投入使用。此外，随着国内主要城市住宅“限购”政策的实施和房地产宏观调控力度的加大，房地产开发企业纷纷由住宅地产开发商向商业地产投资、运营商转变，其中，“地产+商业”协同运营模式（开发企业和商业企业在同一母公司平台下协同整合，保证所有权与经营权的统一，同时发挥各自优势，对于避免开发与商业的脱节、管理与招商的矛盾、业态与经营的短视等问题有积极意义）发展尤为迅速。

从物业选址方面，住宅开发可选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供应土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。从规划设计看，商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同，因此在考虑未来物业形象和定位时，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从建成后的资金回笼情况

看，项目建设完工后，中国商业地产开发商一般会根据自身需求在“只租不售”、“只售不租”和“租售结合”三种运营模式中选择。只售不租是最原始的模式，以出售产权为收入来源，快速回收投资；但由于商业地产项目投资规模大、风险高且投资回收期长，有能力全额购买商业项目的投资者数量有限，为解决资金回笼等问题，只租不售或租售结合成为越来越多开发商选择的经营模式。但只租不售或租售结合的经营模式对招商、日常经营管理能力等要求较高，招商和日常运营的成败对开发商能否收回投资并取得合理回报影响显著。商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产。

2010—2014年，中国商业地产行业呈现爆发式增长，商业地产投资增速保持高位。2015年，开发商逐步加大对住宅地产的投资规模，同期受累积的商业地产项目大量入市影响，商业地产开发投资增速开始下滑。2016—2018年，商业类房屋（办公楼和商业营业用房）开发投资完成额分别为22370.12亿元、22401.25亿元和20173.42亿元，年均复合下降5.04%。商业类房屋投资以商业营业用房为主，近三年比重在70%左右。2016—2018年，中国商业营业用房新开工面积同比分别下降0.95%、8.21%和2.00%，办公楼新开工面积同比分别下降2.34%、4.30%和1.50%，商业营业用房新开工面积降幅有所收窄。总体来看，2010—2015年，我国商业地产投资规模保持上升，在房地产开发投资中占比持续上升，但增速减缓。2016年以来，商业地产投资趋于理性，在地产开发投资中占比开始下降，2018年投资规模同比有所下降。新开工面积增速波动大，作为投资端的领先指标，受政策收紧影响，2015年以来持续为负，2018年降幅有所收缩。

从商业地产用地供给量来看，2010—2013年，全国100大中城市商服用地土地供应量快速增长，年均复合增长15.69%；同期，

商服用地土地成交量增速超过土地供应量增速，年均复合增长率高达 22.90%。随着房地产市场步入调整期，2014—2016 年，商服用地土地供给规模持续收缩，年均复合下降 17.81%；地产开发企业拿地节奏也有所放缓，商服用地土地成交量年均复合下降 19.23%。2017 年以来商业用地供给量有所回升，2017—2018 年 100 大中城市供应商服用地规划建筑面积同比分别增长 6.58% 和 1.90%。而商服用地规划建筑面积成交在 2017 年同比增长 7.55% 后，于 2018 年再次下降 3.22%，商服土地流拍在 2018 年呈增多趋势。从商业地产用地成本来看，2015—2017 年后商服用地挂牌均价与成交楼面均价快速上升，但 2017 年增速开始放缓。2018 年，100 大中城市商服用地成交楼面均价同比下降 0.39%，溢价率亦有所下滑。2018 年，10 个核心一二线城市商办用地整体成交微降，但其中上海、天津、成都、北京和武汉仍有增长。同期，核心一二线城市商办用地溢价率同比下降 5 个百分点。而三四线城市商办用地市场受益于核心城市需求外溢和城镇化推进略有增温，成交量和溢价率均有所上涨。

整体来看，中国商业地产地价已处高位，在地产企业融资加大背景下，商业地产开发投资有所降温，逐渐趋于理性。长期来看，商办土地市场总体仍存在较大的供给压力。

2. 目标资产概况

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: 平方米)

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

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。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。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。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。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。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。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。8 号资产区浏翔路 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。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。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。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。

3. 目标资产租赁情况

根据企业提供数据，截止跟踪基准日，标的物业租赁合同笔数为 146 笔，租赁合同

签约面积为 73244.5 平方米，物业可出租面积空置率为 0.46%，物业出租情况良好；2018 年度标的物业共实现租金收入 4129.21 万元。

2018 年度，前十大租户租金收入情况：

表 1 前十大租户租金收入情况
(单位：平方米、万元、%)

租户	租赁面积	租金收入	租金收入占比
上海茂金物流有限公司	21753	516.00	12.50%
上海诺豪休闲娱乐有限公司	2657.35	243.21	5.89%
上海美菲健身俱乐部有限公司	2190.47	229.07	5.55%
上海晟昊投资管理有限公司	2707.15	183.64	4.45%
上海高泰希贵金属股份有限公司	4878.9	142.46	3.45%
中国银河证券股份有限公司上海新郁路证券营业部	1078.28	109.94	2.66%
上海毅达汽车夹具制造有限公司	2880	105.12	2.55%
上海佳之堡健身管理有限公司	2570.94	99.973	2.42%
江苏东方惠乐健康科技有限公司	1199.89	96.47	2.34%
欣楚激光科技(上海)有限公司	890	94.06	2.28%
合计	42805.98	1819.95	44.08%

目标物业涉及租赁合同期限分布如表 3 所示。总体看，租金合同期限不能覆盖信托计划存续期，存在因承租人提前退租或者停止续租，导致空置率上升或者租金价格下降的情况，从而给租金收入的实现带来一定的负面影响。

表 2 租赁合同期限分布情况
(单位：年、平方米、万元、%)

合同期限	租赁面积	租金收入	租金收入占比
(1, 2]	1769.38	160.66	3.89%
(2, 3]	8901.23	579.84	14.04%
(3, 4]	20722.18	1562.83	37.85%
(5, 6]	7312.86	718.08	17.39%
(6, 7]	2546.64	148.9	3.61%
(7, 8]	2570.94	99.97	2.42%
(8, 9]	2789.4	192.97	4.67%
(10, 11]	26631.9	665.96	16.13%
合计	73244.53	4129.21	100.00%

按照交易文件约定，项目公司于每个运营收入划付日，即每个自然季度末将物业资产产生的运营收入自运营账户划付至监管账户，截止跟踪基准日，共计划转 1 期，划转金额为 1530.55 万元，达到计息期间对应的还款日借款人应付的信托贷款本息及《信托贷款合同》约定的其他费用（如有）要求金额，符合交易文件约定。

4. 抵押物分析

截至跟踪评级报告日，联合资信尚未收到更新的抵押物评估价值报告，结合物业出租使用良好以及已有租金收入与现金流预测较为一致的情况，联合资信认为抵质押物价值变化不大，故仍以首评抵押物价值为 125104 万元为准，优先 A 档票据相对抵押物评估价值的比率为 29.88%，优先档票据相对抵押物评估价值的比率为 51.94%，抵押担保措施对优先级资产支持票据偿付的保障程度较首评变化不大。

四、现金流情景模拟及压力测试分析

联合资信通过使用偿债覆盖倍数（偿债覆盖倍数=当期净现金流/当期的中介机构费用、利息和本金的偿付额，即 DSCR）和按揭比率（按揭比率=贷款金额/标的物业评估价值，即 LTV）两个指标来定量评估本交易的信用风险。

表4 一般情景下优先级 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	1561.23	1.25	0.82	第 19 个	2207.78	1.38	0.84
第 2 个	1561.23	1.20	0.80	第 20 个	2207.78	1.32	0.81
第 3 个	1610.21	1.25	0.84	第 21 个	2296.04	1.41	0.86
第 4 个	1610.21	1.20	0.82	第 22 个	2296.04	1.34	0.83
第 5 个	1659.59	1.26	0.83	第 23 个	2367.06	1.41	0.88
第 6 个	1659.59	1.21	0.83	第 24 个	2367.06	1.35	0.85
第 7 个	1755.86	1.30	0.86	第 25 个	2404.91	1.41	0.88
第 8 个	1755.86	1.20	0.84	第 26 个	2404.91	1.38	0.86
第 9 个	1848.79	1.29	0.88	第 27 个	2502.79	1.47	0.91
第 10 个	1848.79	1.24	0.87	第 28 个	2502.79	1.37	0.87
第 11 个	1899.88	1.30	0.89	第 29 个	2614.88	1.47	0.93
第 12 个	1899.88	1.27	0.89	第 30 个	2614.88	1.42	0.91
第 13 个	1971.66	1.34	0.91	第 31 个	2700.01	1.51	0.96
第 14 个	1971.66	1.27	0.90	第 32 个	2700.01	1.42	0.92
第 15 个	2064.81	1.36	0.93	第 33 个	2811.90	1.51	0.98
第 16 个	2064.81	1.28	0.92	第 34 个	2811.90	1.45	0.94
第 17 个	2134.23	1.35	0.95	第 35 个	2859.20	0.14	0.13
第 18 个	2134.23	1.31	0.94	—	—	—	—

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。

表5 未来预测租金收入下降 10%情景下优先级 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	1405.10	1.12	0.62	第 19 个	1987.01	1.24	0.75
第 2 个	1405.10	1.08	0.60	第 20 个	1987.01	1.19	0.73
第 3 个	1449.19	1.13	0.63	第 21 个	2066.44	1.27	0.78
第 4 个	1449.19	1.08	0.61	第 22 个	2066.44	1.21	0.75
第 5 个	1493.63	1.14	0.64	第 23 个	2130.36	1.27	0.79
第 6 个	1493.63	1.09	0.62	第 24 个	2130.36	1.22	0.76
第 7 个	1580.28	1.17	0.67	第 25 个	2164.42	1.27	0.79
第 8 个	1580.28	1.08	0.63	第 26 个	2164.42	1.24	0.78
第 9 个	1663.91	1.16	0.68	第 27 个	2252.51	1.32	0.82
第 10 个	1663.91	1.12	0.66	第 28 个	2252.51	1.24	0.79
第 11 个	1709.89	1.17	0.68	第 29 个	2353.40	1.32	0.84
第 12 个	1709.89	1.14	0.67	第 30 个	2353.40	1.28	0.82
第 13 个	1774.50	1.21	0.71	第 31 个	2430.01	1.36	0.86
第 14 个	1774.50	1.14	0.68	第 32 个	2430.01	1.28	0.82
第 15 个	1858.33	1.22	0.73	第 33 个	2530.71	1.36	0.88
第 16 个	1858.33	1.16	0.70	第 34 个	2530.71	1.31	0.85
第 17 个	1920.80	1.22	0.74	第 35 个	2573.28	0.12	0.12
第 18 个	1920.80	1.18	0.72	—	—	—	—

1. 偿债覆盖倍数

结合标的物业在跟踪期内租金收入的实际表现，联合资信分别测算了未来预测租金收入不变及未来预测租金收入下降 10% 情境下，优先级票据的偿债覆盖倍数水平。详见上表 4、表 5。

测试结果表明，在一般情景下，除最后一期，优先 A 档票据各期 DSCR 均在 1.20 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。未来预测租金收入下降 10% 情景下，除最后一期，优先 A 档票据各期 DSCR 均在 1.08 倍及以上，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

截至跟踪评级报告日，联合资信尚未收到更新的抵押物评估价值报告，结合物业出租使用良好以及已有租金收入与现金流预测较为一致的情况，联合资信认为抵质押物价值变化不大，故仍以首评抵押物价值为 125104 万元为准，优先 A 档票据相对抵押物评估价值的比率为 29.88%，优先档票据相对抵押物评估价值的比率为 51.94%，抵押担保措施对优先级资产支持票据偿付的保障程度较首评变化不大。

五、参与机构情况

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”）。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，光大嘉宝通过重大股权重组，成为上海市嘉定区国有资产控股的上市公司。2003 年 4 月 7 日光大嘉宝股票简称变更为“嘉宝集团”。2016 年 1 月，光大嘉宝通过向光大控股下属企业定增方式引入光大控股为光大嘉宝的战略股东方，之后，光大控股对嘉宝集团多次增持。截至 2017 年 9 月底，光大控股通过间接控制的下属企业及其一致行动人合并持有光大嘉宝 24.61% 的股份，为光大嘉宝第一大持股主体。光大嘉宝的实际控制人为中国光大集团股份有限公司，最终控制人为中央汇金投资有限责任公司。2017 年 9 月，嘉宝集团更名为“光大嘉宝股份有限公司”。截至 2019 年 3 月底，光大嘉宝注册资本 11.54 亿元。

截至 2018 年底，光大嘉宝合并资产总额 250.99 亿元，负债合计 169.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益）81.47 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 61.03 亿元。2018 年，光大嘉宝实现营业收入 47.58 亿元，净利润（含少数股东损益）11.70 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.81 亿元；经营活动现金流量净额为 17.76 亿元，现金及现金等价物净增加额为 30.64 亿元。

截至 2019 年 3 月底，光大嘉宝合并资产总额 220.34 亿元，负债合计 139.53 亿元，所有者权益（含少数股东权益）80.80 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 62.84 亿元。2019 年 1~3 月，光大嘉宝实现营业收入 14.67 亿元，净利润（含少数股东损益）1.30 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.64 亿元；经营活动现金流量净额为 0.42 亿元，现金及现金等价物净增加额-19.94 亿元。

(1) 经营分析

2018 年，光大嘉宝仍主要从事不动产资管

和房地产开发业务，并逐步确立不动产资管为核心发展业务。2018年，光大嘉宝实现营业收入47.58亿元，同比增长54.30%，主要系房地产开发业务结转销售收入增加所致；实现营业利润16.18亿元，同比增长77.62%，主要系房地产开发毛利率增加以及不动产资管业务投资收益增加所致；净利润11.70亿元，同比增长72.40%。

从主营业务收入构成来看，2018年，受光大嘉宝房地产交付单价提高影响，光大嘉宝房地产开发业务收入为39.94亿元（包含物业租赁收入0.57亿元），同比大幅增长58.93%，在主营业务收入中比重上升至85.67%，仍是光大嘉宝主要收入来源。光大嘉宝不动产资产管理业务实现收入6.56亿元，同比增长23.54%，主要系管理及咨询服务收入增加以及新增超额管理费收入所致，该板块在主营业务收入中的占比为14.07%。光大嘉宝主营业务中其他收入规模较小，影响不大。

从毛利率来看，受益于结转的梦之缘项目售价高，光大嘉宝房地产开发业务毛利率大幅提升；光大嘉宝不动产资管业务毛利率仍处于较高水平，房地产开发毛利率增长带动光大嘉宝主营业务毛利率增长至2018年的57.04%。

2019年1~3月，光大嘉宝实现营业收入14.67亿元，较上年同期增长20.66%，主要系结转商品房销售收入增加所致；实现净利润1.39亿元，较上年同期下降46.96%，主要系本期结转的动迁配套房毛利率较低所致。

总体看，2018年，光大嘉宝房地产开发和不动产资管业务收入均取得较快增长，房地产业务毛利率大幅提升，带动光大嘉宝整体毛利率上升。

（2）财务分析

资本结构方面，截至2018年底，光大嘉宝资产总额250.99亿元，较年初增长86.61%，主要系光大嘉宝流动资产和非流动资产均增加所致；光大嘉宝流动资产和非流动资产占比分别为58.39%和41.61%，光大嘉宝资产构成仍以流

动资产为主，但非流动资产占比有所上升；截至2018年底，光大嘉宝所有者权益合计81.47亿元，较年初增长34.35%，主要系光大嘉宝将一号基金和上海光稳纳入合并范围增加少数股东权益所致。截至2018年底，光大嘉宝所有者权益合计81.47亿元，较年初增长34.35%，主要系光大嘉宝将一号基金和上海光稳纳入合并范围增加少数股东权益所致。其中，归属于母公司所有者权益和少数股东权益分别占74.90%和25.10%。归属于母公司所有者权益中，股本占18.90%、资本公积占28.98%、盈余公积占4.92%、未分配利润占46.47%、其他综合收益占0.73%，光大嘉宝权益中少数股东权益和未分配利润占比较高，权益稳定性有待提高；负债方面，截至2018年底，光大嘉宝负债规模为169.52亿元，较年初增长129.51%，主要系流动负债和非流动负债均增加所致；其中流动负债和非流动负债的占比分别为55.99%和44.01%，非流动负债占比大幅上升。

盈利能力方面，光大嘉宝实现营业收入47.58亿元，同比增长54.30%，主要系梦之缘项目结转收入增加所致，营业成本20.47亿元，同比增长18.91%，增幅小于营业收入增幅主要系结转的梦之缘项目售价较高所致；光大嘉宝净利润（含少数股东损益）为11.70亿元，同比增长72.40%。期间费用方面，2018年，光大嘉宝期间费用合计7.74亿元，同比增长103.98%；销售费用、管理费用和财务费用占比分别为14.78%、52.98%和32.24%。其中，销售费用1.14亿元，同比增长39.61%，主要系房地产开发业务销售广告费和销售渠道费增加所致；管理费用4.10亿元，同比增长51.32%，主要系一号基金和上海光稳纳入合并范围所致；财务费用2.50亿元，同比增加2.23亿元，主要系融资规模增加导致借款利息支出增长所致。盈利指标方面，2018年，光大嘉宝营业利润率为43.97%，较上年上升5.71个百分点，主要系房地产开发业务结转收入毛利率增加所致；受利润规模提升影响，光大嘉宝总资本收益率、

净资产收益率以及总资产报酬率分别为 11.68%、16.46%和 9.89%，分别较上年提升 1.39 个百分点、5.11 个百分点和 2.80 个百分点，光大嘉宝盈利能力有所提高。总体看，2018 年光大嘉宝营业收入和利润规模保持增长，盈利能力有所提高，但期间费用大幅增加，投资收益对利润规模有一定影响。

现金流方面，从经营活动看，2018 年，光大嘉宝经营活动现金流入量为 46.61 亿元，同比增长 30.20%，主要系销售回款增加所致；同时由于光大嘉宝购置土地和往来款增加，光大嘉宝经营性现金流出量为 28.85 亿元，同比增长 23.92%；受上述因素影响，2018 年经营活动现金流量净额为 17.76 亿元，同比增长 41.89%，光大嘉宝经营活动现金流持续净流入。从投资活动看，2018 年，光大嘉宝投资活动现金流入量为 16.71 亿元，同比减少 34.56%，主要系理财产品减少所致；光大嘉宝投资活动现金流出量为 48.03 亿元，同比减少 5.35%，主要为光大嘉宝支付一号基金财产份额受让款、支付上海明悦项目股权受让款以及出资认缴上海光丹投资中心（有限合伙）和上海光翎财产份额；受上述因素影响，2018 年光大嘉宝投资活动产生的现金流量净额为-31.33 亿元，净流出金额同比增长 24.21%。从筹资活动看，光大嘉宝 2018 年筹资活动现金流入量为 67.32 亿元，同比增加 62.22 亿元，主要系光大嘉宝发行债务融资工具和资产支持票据以及光大安石中心项目因银行借款借新还旧事宜暂时性增加 18 亿元银行借款所致；光大嘉宝筹资活动现金流出量为 23.11 亿元，同比增加 335.92%，主要系偿还借款支付的现金增加所致；受上述因素影响，2018 年光大嘉宝筹资活动产生的现金流量净额为 44.21 亿元。总体看，2018 年光大嘉宝经营活动现金流保持净流入状态，但光大嘉宝不动产资管业务对外投资仍具有一定规模，光大嘉宝存在一定融资需求。

偿债能力方面，从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底光大嘉宝流动比率为 1.54 倍，

速动比率为 0.79 倍，均较年初变化不大。截至 2018 年底，光大嘉宝现金短期债务比为 2.32 倍，光大嘉宝现金储备对短期债务的保护程度很高。截至 2019 年 3 月底，光大嘉宝流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 1.85 倍、0.91 倍和 5.00 倍，均较年初有所增长，主要系光大嘉宝偿还银行借款所致。整体看，光大嘉宝短期偿债能力强。从长期偿债能力指标看，2018 年光大嘉宝 EBITDA 为 19.94 亿元，同比增长 94.04%，主要系利润总额大幅提升所致；其中，利润总额占 81.16%、计入财务费用的利息支出占 14.40%、折旧和摊销占 4.44%。2018 年，光大嘉宝 EBITDA 全部债务比为 0.21 倍，EBITDA 利息保障倍数为 5.07 倍，光大嘉宝 EBITDA 对利息保障程度较强，对全部债务保障程度一般；整体看，光大嘉宝长期偿债能力尚可。截至 2019 年 3 月底，光大嘉宝对外提供担保共 3 笔，担保金额合计 22.19 亿元，占光大嘉宝当期净资产的比例为 27.46%，主要是：①光大嘉宝控股子公司光控安石（北京）投资管理有限公司（以下简称“光控安石”）以 11.30 亿元银行定期存单作为质押，为 EBA INVESTMENTS (YIYUE) LIMITED（系光控安石担任 GP 的合伙企业控制的公司）提供担保 10.19 亿元，本次担保存在反担保；②光大嘉宝对西上海（集团）有限公司（以下简称“西上海”）提供 2.00 亿元担保，西上海为本次担保提供了反担保；③光大嘉宝为重庆光控兴渝置业有限公司（系光控安石担任 GP 的合伙企业控制的公司）提供 10.00 亿元担保（已于 2019 年 5 月 16 日解除担保责任）。光大嘉宝担保具有一定规模，存在一定或有负债风险。

总体看，光大嘉宝短期偿债能力强，长期偿债能力尚可；同时考虑光大嘉宝作为国内不动产资管领域领先企业，不动产投资经验丰富，光大嘉宝整体偿债能力很强，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，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。招商银行是经中国人民银行批准，于1987年3月组建成立的全国性股份制商业银行。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。经过历次的增资扩股，截至2016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2018年末，招商银行合并口径资产总额67457.29亿元，所有者权益5436.05亿元；不良贷款率1.36%，拨备覆盖率358.18%，资本充足率15.68%，核心一级资本充足率11.78%。2018年全年，招商银行实现营业收入2485.55亿元，净利润808.19亿元。

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。同时，招商银行曾在多个资产支持证券化项目中担任资金保管机构，具有丰富的托管经验。

总体而言，招商银行作为全国性股份制商业银行，公司治理完善、内控严密、风险管理能力强，资产证券化经验丰富，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，

四、结论

联合资信对“光大嘉宝2018年度第一期资产支持票据”交易项下基础资产的信用表现、交易结构的稳健性、参与机构履职情况进行

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、苏州文化旅游发展集团有限公司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2018年末，苏州信托资产规模49.61亿元；所有者权益44.75亿元，负债总额4.86亿元，信托资产总计844.50亿元。2018年实现营业总收入5.53亿元，实现净利润3.76亿元。

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2015年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券”、“江银2015年第一期信贷资产支持证券”、“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。

本次跟踪期内，未发生“加速清偿事件”、“违约事件”、“贷款服务机构解任事件”等对信托财产产生重要影响的事项，本交易整体表现良好。

了持续的跟踪和监测。经过跟踪评级测算和分析，联合资信认为截至本次跟踪基准日，“光大嘉宝2018年度第一期资产支持票据”的基础资产信用状况良好，主要参与机构履职能力稳定，其中发起机构/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的偿付能力和偿付意愿很强，主体长期信用等级为 AA⁺。

鉴于此，联合资信确定维持维持 18 光大嘉宝 ABN001 优先 A 的信用等级为 AAA_{sf}，18 光大嘉宝 ABN001 优先 B 的信用等级为 AA⁺_{sf}，18 光大嘉宝 ABN001 次未予评级。

附件 1 光大嘉宝股份有限公司主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	134.50	250.99	220.34
所有者权益 (亿元)	60.64	81.47	80.80
短期债务 (亿元)	0.40	27.60	8.91
长期债务 (亿元)	13.89	65.37	66.91
全部债务 (亿元)	14.29	92.97	75.82
营业收入 (亿元)	30.83	47.58	14.67
净利润 (亿元)	6.78	11.70	1.30
EBITDA (亿元)	10.28	19.94	--
经营性净现金流 (亿元)	12.52	17.76	0.42
流动资产周转次数 (次)	0.28	0.39	--
存货周转次数 (次)	0.27	0.32	--
总资产周转次数 (次)	0.22	0.25	--
现金收入比率 (%)	102.11	89.74	84.90
总资本收益率 (%)	10.29	11.68	--
总资产报酬率 (%)	7.09	9.89	--
净资产收益率 (%)	11.35	16.46	--
营业利润率 (%)	38.26	43.97	23.34
费用收入比 (%)	12.30	16.27	15.00
资产负债率 (%)	54.91	67.54	63.33
全部债务资本化比率 (%)	19.07	53.29	48.41
长期债务资本化比率 (%)	18.64	44.52	45.30
EBITDA 利息倍数 (倍)	15.26	5.07	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.72	0.21	--
流动比率 (倍)	1.66	1.54	1.85
速动比率 (倍)	0.69	0.79	0.91
现金短期债务比 (倍)	82.58	2.32	5.00
经营现金流动负债比率 (%)	21.01	18.71	0.61
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.17	2.27	--

附件 2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额
不良担保率	不良担保额/担保责任余额
不良担保拨备覆盖率	(未到期责任准备金+担保赔偿准备金)/不良担保额
担保代偿率	担保代偿额/累计解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/担保代偿额
费用收入比	业务及管理费/营业收入
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
净资本	经调整的资产—经调整的负债
净资产担保余额倍数	担保余额/净资产
净资本担保余额倍数	担保余额/净资本
净资产担保责任余额倍数	担保责任余额/净资产
净资本担保责任余额倍数	担保责任余额/净资本
净资本比率	净资本/净资产
资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值

注：担保业务组合风险价值是依据客户不同担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素评估得到。

附件 3 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具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。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_{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}	还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA _{sf}	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。
违约级	C _{sf}	不能偿还债务。