

# 光大嘉宝 2018 年度第一期 资产支持票据 2026 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〔2026〕5587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

二〇二六年七月二十九日

# 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。

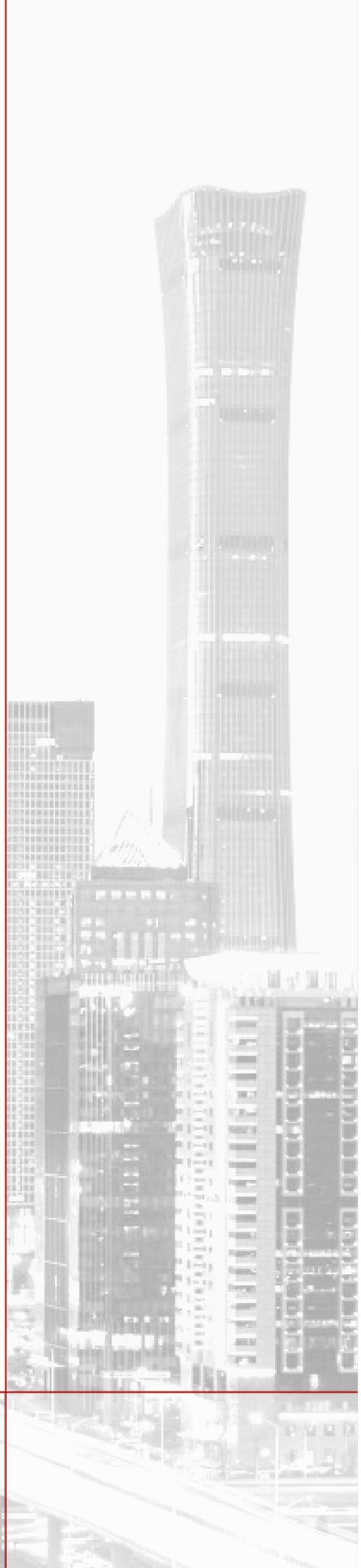
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

## 2026 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 | 20880.00 | 21100.00 | 58.68%  | 58.94%  | AAA <sub>sf</sub>             | AAA <sub>sf</sub>             |
| 18 光大嘉宝 ABN001 优先 B | 14600.00 | 14600.00 | 41.03%  | 40.78%  | AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub> | AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub> |
| 18 光大嘉宝 ABN001 次    | 100.00   | 100.00   | 0.28%   | 0.28%   | NR                            | NR                            |
| 合计                  | 35580.00 | 35800.00 | 100.00% | 100.00% | --                            | --                            |

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. NR 表示未予评级

### 评级关键要素

| 跟踪评级相关信息                                                                                              | 量化模型测试——DSCR |                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 基础资产：单一资金信托受益权                                                                                        | 基础情景         | 物业资产预测运营可分配净现金流对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”各期利息支出和本息支出（除最后一期）的覆盖倍数最低分别为 2.87 倍和 1.95 倍；无法足额覆盖“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”到期本息支出和“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”到期本息支出                                                                                                   |
| 发起机构/基础债务人/借款人/资产服务机构/优先收购权人/流动性支持机构/光大嘉宝：光大嘉宝股份有限公司                                                  |              |                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 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 | 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 1.83 倍和 1.24 倍。当未来预测净收入下降 46.50%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 62.50%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 |
| 首次评估基准日：2017/10/11                                                                                    |              |                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 资产跟踪基准日：2026/03/31                                                                                    | 量化模型测试——LTV  |                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 本次票据跟踪基准日：2026/07/20                                                                                  | 处置物业资产       | “18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”的 LTV 为 18.90%，可承受的跌价极值为 78.50%；“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”的 LTV 为 32.12%，可承受的跌价极值为 63.50%                                                                                                                                        |
| 本次跟踪期间：2025/07/22—2026/07/20                                                                          |              |                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 资产支持票据预期到期日：2036/07/20                                                                                |              |                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 法定到期日：2038/07/20                                                                                      |              |                                                                                                                                                                                                                                                  |

注：量化模型测试相关情景设定详见报告正文

### 评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“光大嘉宝 2018 年度第一期资产支持票据”（以下简称“本交易”）进行了持续的跟踪，对所涉及的基础资产及其项下物业资产运行情况、资产支持票据兑付情况、量化模型测试、参与机构的履职能力以及外部增信等因素进行了综合考量，以评定本交易项下优先级资产支持票据的信用等级。

跟踪期内，物业资产出租率持续下降，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<sup>+</sup>，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<sub>sf</sub>，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”的信用等级维持 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>。

### 优势

- **抵押担保措施仍对“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。**光大嘉宝股东实力雄厚，支持力度大；光大嘉宝长期专注于不动产资产管理业务，具有良好的品牌优势，管理经验丰富；光大嘉宝投资管理类项目物业品质良好，区域布局较核心。

## 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，物业资产出租率持续下降至 70.61%；跟踪期内，由于租金价格及出租率不及预期，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；光大嘉宝债务负担重，再融资空间受限；2025 年光大嘉宝受到交易所予以通报批评的纪律处分。

## 本次评级使用的评级方法

| 方法名称                          | 版本号         |
|-------------------------------|-------------|
| <a href="#">资产支持证券评级方法总论</a>  | V4.1.202511 |
| <a href="#">商业地产资产证券化评级方法</a> | 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         | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年 3 月 | 项 目                | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年 3 月 |
|-------------|--------|--------|--------|------------|--------------------|--------|--------|--------|------------|
| 现金类资产（亿元）   | 26.24  | 21.10  | 19.67  | 20.35      | 营业利润率（%）           | 24.97  | 31.88  | 36.38  | 33.83      |
| 资产总额（亿元）    | 247.25 | 219.45 | 199.71 | 200.33     | 调整后 EBITDA 利润率（%）  | 19.99  | 19.66  | 18.75  | --         |
| 所有者权益（亿元）   | 65.00  | 49.64  | 35.46  | 34.45      | 净资产收益率（%）          | -30.10 | -28.45 | -39.32 | --         |
| 短期债务（亿元）    | 52.40  | 40.25  | 42.11  | 44.35      | 资产负债率（%）           | 73.71  | 77.38  | 82.24  | 82.80      |
| 长期债务（亿元）    | 73.98  | 83.57  | 82.26  | 82.48      | 全部债务资本化比率（%）       | 66.04  | 71.38  | 77.81  | 78.64      |
| 全部债务（亿元）    | 126.38 | 123.82 | 124.36 | 126.83     | 流动比率（%）            | 68.36  | 68.13  | 63.59  | 64.06      |
| 营业总收入（亿元）   | 43.90  | 18.18  | 12.42  | 3.31       | 经营现金流流动负债比（%）      | 5.95   | 6.81   | 4.76   | --         |
| 利润总额（亿元）    | -16.52 | -13.61 | -14.33 | -0.88      | 现金短期债务比（倍）         | 0.50   | 0.52   | 0.47   | 0.46       |
| EBITDA（亿元）  | -10.53 | -7.83  | -9.13  | --         | 调整后 EBITDA 利息倍数（倍） | 1.66   | 0.68   | 0.48   | --         |
| 经营性净现金流（亿元） | 5.02   | 4.33   | 2.84   | -0.78      | 全部债务/调整后 EBITDA（倍） | 14.40  | 34.65  | 53.40  | --         |

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. 本报告中 2023 年财务数据为追溯调整后数据；4. 光大嘉宝 2026 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财务报告和光大嘉宝提供资料整理

## 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                 |
|------------|---------------------------|-------------------------------|----------------------|
| 2025/07/30 | AAA <sub>sf</sub>         | AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub> | <a href="#">阅读全文</a> |
| 2024/07/30 | AAA <sub>sf</sub>         | AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub> | <a href="#">阅读全文</a> |
| 2023/07/26 | AAA <sub>sf</sub>         | AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub> | <a href="#">阅读全文</a> |
| 2022/07/18 | AAA <sub>sf</sub>         | AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub> | <a href="#">阅读全文</a> |
| 2021/07/28 | AAA <sub>sf</sub>         | AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub> | <a href="#">阅读全文</a> |
| 2020/07/30 | AAA <sub>sf</sub>         | AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub> | <a href="#">阅读全文</a> |
| 2019/07/30 | AAA <sub>sf</sub>         | AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub> | <a href="#">阅读全文</a> |
| 2018/07/26 | AAA <sub>sf</sub>         | AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub> | <a href="#">阅读全文</a> |

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

2026 年 7 月 29 日

## 评级项目组

项目负责人：段 彤 [duantong@lhratings.com](mailto:duantong@lhratings.com)

项目组成员：宋 旭 [songxu@lhratings.com](mailto:songxu@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 2549.79 万元，具体分配情况见图表 1。截至票据跟踪基准日（2026 年 7 月 20 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   |
| 2026/01/20 | 220.00              | 587.91  | 0.00                | 475.80 | 0.00             | 0.00 |
| 2026/07/20 | 220.00              | 575.48  | 0.00                | 470.60 | 0.00             | 0.00 |
| 合计         | 440.00              | 1163.39 | 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（单位：万元）

| 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 | 20880.00 | 21100.00 | 58.68%  | 58.94%  | 6.00% | 5.50%   | 2036/7/20 | 正常   |
| 18 光大嘉宝 ABN001 优先 B | 14600.00 | 14600.00 | 41.03%  | 40.78%  | 7.50% | 6.50%   |           | 正常   |
| 18 光大嘉宝 ABN001 次    | 100.00   | 100.00   | 0.28%   | 0.28%   | --    | --      |           | 正常   |
| 票据合计                | 35580.00 | 35800.00 | 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

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。

### 1 借款人分析

联合资信确定光大嘉宝主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，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）。

光大嘉宝（股票代码：600622.SH）是中国光大控股有限公司（以下简称“光大控股”）在不动产资管领域的主要运营主体。截至 2026 年 3 月底，光大控股间接持有光大嘉宝 29.17%股份，是光大嘉宝的间接控股股东；光大嘉宝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和不动产投资业务。

光大嘉宝作为光大集团旗下重要的不动产资产管理平台，专注于不动产私募基金管理与资产运营，在不动产资管细分领域具备较强的竞争优势，光大嘉宝投资管理类项目物业品质良好，主要位于一二线城市较核心地段，业态以商业消费类项目为主、写字楼等为辅。跟踪期内，受行业整体下行影响，写字楼项目面临一定的运营压力，但商业消费类项目运营表现相对稳定，光大嘉宝整体经营风险仍属很低。财务方面，光大嘉宝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，2025 年，减

值风险进一步释放，加上光大嘉宝债务负担重、财务费用持续侵蚀利润，2025 年光大嘉宝利润总额仍亏损；但随着光大嘉宝到期债券持续偿付、股东借款规模增加，光大嘉宝流动性压力减轻，实际刚性偿付压力可控，财务风险处于一般水平。考虑到光大嘉宝间接控股股东光大控股及实际控制人光大集团综合实力雄厚，可在品牌资源、基金份额认购和直接财务资助等方面为光大嘉宝提供支持，光大嘉宝在光大集团体系内作为不动产资管核心平台的定位，股东支持意愿明确且具有可持续性。综合光大嘉宝个体信用状况并考虑股东支持给其信用水平带来的积极影响，光大嘉宝偿债能力仍属很强。

随着商业不动产公募 REITs 试点的不断推进，未来光大嘉宝有望拓展新的项目退出渠道，进一步向轻资产运营模式转型。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，可在品牌资源、财务资助、认购基金份额等方面给予光大嘉宝大力支持。跟踪期内，光大嘉宝债务结构中股东借款占比上升、债券融资占比下降，股东财务资助减轻了光大嘉宝流动性压力。

(2) 光大嘉宝长期专注于不动产资产管理业务，具有良好的品牌优势，管理经验丰富。光大嘉宝长期专注于不动产资产管理业务，光大嘉宝旗下光大安石平台在管资产涵盖商业消费项目、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) 光大嘉宝投资管理类项目物业品质良好，区域布局较核心。光大嘉宝投资管理类项目主要位于北京、上海和重庆等一二线城市较核心地段，项目业态以商业消费类项目为主、写字楼等为辅。在当前市场环境下，商业消费类项目运营有较强韧性，跟踪期内光大嘉宝商业消费类项目运营相对平稳。

### 关注

(1) 光大嘉宝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。随着行业下行，光大嘉宝不动产投资业务相关投资标的整体租金水平和出租率中枢下移，不动产估值持续承压，2025 年光大嘉宝投资损益仍呈大额亏损状态，商誉减值损失和债权投资减值损失等亦对利润造成较大侵蚀。此外，光大嘉宝投资性房地产虽以成本法计量，但项目主要系在行业景气度较高时期通过收并购获取，随着行业景气度下降，也面临一定的减值风险。2025 年，光大嘉宝利润总额为-14.33 亿元，连续三年亏损，后续盈利能力仍然承压。

(2) 光大嘉宝债务负担重，再融资空间受限。跟踪期内，光大嘉宝全部债务规模变化不大，但随着未分配利润转负，杠杆指标上升。截至 2026 年 3 月底，光大嘉宝资产负债率和全部债务资本化比率分别为 82.80%和 78.64%，债务负担重。光大嘉宝资产受限比例很高，剩余可用的银行授信额度有限，2025 年整体平均融资成本同比有所上升，较依赖股东资金支持。

(3) 2025 年光大嘉宝受到交易所予以通报批评的纪律处分。由于过往年度在对外担保透明度和财务数据准确性方面的违规行为，2025 年光大嘉宝受到交易所予以通报批评的纪律处分，反映光大嘉宝在信息披露、规范运作方面有待改进。

## 2 物业资产<sup>1</sup>运行情况

**截至资产跟踪基准日（2026 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（2025 年 3 月 31 日，下同）一致；物业资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为 47805.88 平方米，较上次跟踪基准日保持一致。

### (2) 运营环境分析

根据《2025 年上海市国民经济和社会发展统计公报》，2025 年，上海市全年实现地区生产总值 56708.71 亿元，比上年增长 5.4%。其中，第一产业增加值 99.39 亿元，增长 2.0%；第二产业增加值 11650.62 亿元，增长 3.5%；第三产业增加值 44958.70 亿元，增长 6.0%。第三产业增加值占地区生产总值的比重为 79.3%。2025 年全年地方一般公共预算收入 8500.91 亿元，比上年增长 1.5%。截至 2025 年末，全市常住人口为 2485.41 万人。其中，户籍常住人口 1510.91 万人，外来常住人口 974.50 万人。据抽样调查，2025

<sup>1</sup> 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。

年全市居民人均可支配收入 91987 元，比上年增长 4.1%。其中，城镇常住居民人均可支配收入 96842 元，增长 4.0%；农村常住居民人均可支配收入 48122 元，增长 5.4%。全市居民人均消费支出 54765 元，比上年增长 3.9%。其中，城镇常住居民人均消费支出 57076 元，增长 3.8%；农村常住居民人均消费支出 33891 元，增长 4.9%。全年全社会固定资产投资总额比上年增长 4.6%。2025 年上海市完成房地产开发投资额比上年下降 3.1%。全年商品房施工面积 16266.36 万平方米，竣工面积 2019.55 万平方米。全年商品房销售面积 1579.85 万平方米，其中住宅销售面积 1224.93 万平方米。全年商品房销售额 6103.05 亿元，其中住宅销售额 5667.49 亿元。全年存量房买卖登记面积 2384.77 万平方米，比上年增长 15.1%。

根据 CBRE 世邦魏理仕数据，2025 年全年，上海零售物业市场共有 6 个项目入市，全年净吸纳量达 56.2 万平方米，零售物业空置率环比保持在 8.8%。全市购物中心首层租金在不同商圈的波动下整体保持平稳，报每天每平方米 31.1 元。2026 年第一季度，上海零售物业市场迎来新鸿基天荟广场入市，为市场新增 14.0 万平方米的零售面积。当季净吸纳量录得 3.4 万平方米，零售物业空置率环比微升至 9.2%。全市购物中心首层租金在不同商圈的波动下，整体小幅下跌，报每天每平方米 30.9 元。2026 年，上海将迈入供应集中释放期，迎来百万供应峰值，新增体量预计重点落位于徐家汇、徐汇滨江、大虹桥及莘庄等重点板块，商圈间的客流竞争将进一步白热化。

2025 年，房地产租赁经营行业仍处于筑底调整阶段，整体租金承压与空置率高企带来的现金流不确定性依然突出。宏观经济增速放缓抑制了需求，行业进入存量时代，新增供应持续缩量，资产区位与运营能力的价值凸显。政策端通过推动商业不动产 REITs 常态化发行，加速存量资产盘活，为优质资产提供了退出渠道。头部持有型租赁企业凭借稳定的租金现金流和较低的杠杆水平，抗周期能力优于中小企业，但区域与物业类型分化明显，核心城市核心地段项目已显现企稳迹象，非核心区域去化困难。此外，投资性房地产估值下降对利润与偿债能力形成冲击，线上办公与电商的结构性替代压力持续存在。未来，具备强运营能力、能够通过调改提升资产收益的企业将获得更大成长空间。完整版详见《[2026 年房地产租赁经营行业分析](#)》。

### （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 33757.76 平方米，时点出租率为 70.61%，较上次跟踪基准日时点出租率大幅下降 13.82 个百分点，主要系翔翔路 678 号因消防改造空置面积增加、都市港湾新郁路、金沙江路退租空置面积增加所致；物业资产整体出租率一般；涉及承租人共计 120 户，较上次资产跟踪基准日减少 16 户。以租户合同约定的年租金收入为标准，前十大租户年租金收入占比较上次跟踪基准日下降 3.06 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）

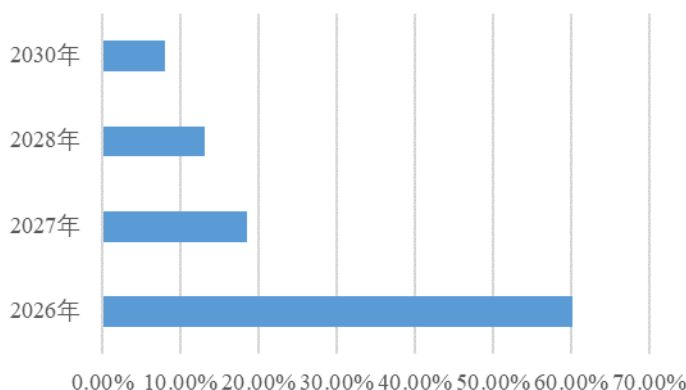
| 租户 | 租赁面积     | 年租金收入  | 年租金收入占比 |
|----|----------|--------|---------|
| 1  | 536.86   | 122.47 | 4.92%   |
| 2  | 2707.15  | 118.94 | 4.78%   |
| 3  | 2027.46  | 116.80 | 4.69%   |
| 4  | 451.30   | 86.18  | 3.46%   |
| 5  | 2570.94  | 78.75  | 3.16%   |
| 6  | 1376.15  | 73.06  | 2.93%   |
| 7  | 799.24   | 72.94  | 2.93%   |
| 8  | 1440.00  | 68.33  | 2.74%   |
| 9  | 1420.66  | 64.82  | 2.60%   |
| 10 | 1193.00  | 60.29  | 2.42%   |
| 合计 | 14522.76 | 862.57 | 34.65%  |

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。

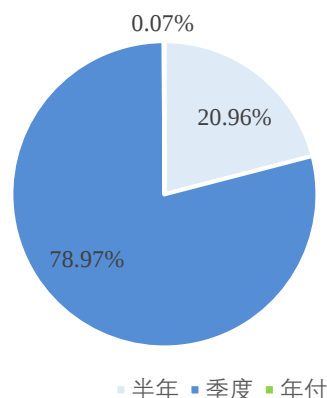
租赁期限方面，截至资产跟踪基准日，物业资产租赁合同到期年份以 2026 年为主，租赁面积占比 60.21%。租金合同期限不能覆盖本交易存续期，存在因承租人提前退租或者停止续租，导致空置率上升或者租金价格下降的情况，从而给租金收入的实现带来一定的负面影响。

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很大，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 51.55% 和 64.79%，主要系租金单价涨幅不及预期以及空置率大幅高于预测所致。

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      |
| 2025 年 7 月 9 日（含）—2026 年 1 月 7 日（不含） | 1236.29 | 1019.52 | 2104.10 | -51.55% | 1165.00 | 1630.73 | -28.56% |
| 2026 年 1 月 7 日（含）—2026 年 7 月 7 日（不含） | 1061.73 | 774.42  | 2199.34 | -64.79% | 1170.00 | 1707.21 | -31.47% |
| 合计                                   | 2298.02 | 1793.94 | 4303.44 | -58.31% | 2335.00 | 3337.94 | -30.05% |

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 2025 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。实收租金收入不及必备金额，由借款人光大嘉宝按照约定进行补足。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   |
|------------|---------|------------|---------|------------|---------|------------|--------|
| 2025/10/10 | 600.00  | --         | --      | --         | --      | --         | --     |
| 2026/01/04 | 565.00  | 2026/01/06 | 1164.50 | 2025/01/07 | 1119.25 | 2026/01/12 | 201.01 |
| 2025/04/10 | 600.00  | --         | --      | --         | --      | --         | --     |
| 2026/07/01 | 570.00  | 2025/07/06 | 1164.45 | 2025/07/07 | 1119.45 | 2025/07/09 | 131.44 |
| 合计         | 2335.00 | --         | 2328.95 | --         | 2238.70 | --         | 332.45 |

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 内部信用支持

跟踪期间，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。

#### （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 2.87 倍和 1.95 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 0.40 个百分点和 0.40 个百分点至 18.90%和 32.12%。

#### （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。

## 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，联合资信继续将征收物业预测现金流从原预测现金流中予以剔除形成新的基础情景下物业资产预测运营净收入，优先级票据利率采用现行票面利率 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        | 2.87~7.80 |
| “18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”本息支出（除最后一期外）DSCR | 1.95~2.19 |
| “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） | 1.25~1.49 |
| “18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”利息支出 DSCR（最后一期）  | 0.20      |
| 优先级票据最后一期合计本息支出 DSCR                  | 0.09      |

资料来源：联合资信整理

测试结果表明，物业资产预测运营可分配净现金流对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”各期利息支出和本息支出（除最后一期）的覆盖倍数最低分别为 2.87 倍和 1.95 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        | 1.83~5.00 |
| “18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”本息支出（除最后一期外）DSCR | 1.24~1.39 |

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 1.83 倍和 1.24 倍。

本期资产支持票据预测运营净收入易受宏观经济环境、供需状况、租金水平变动情况等因素影响。出于谨慎考虑，联合资信在压力情景下继续对预测现金运营净收入进行了压力测试。当未来预测净收入下降 46.50%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 62.50%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（20880.00 万元）对抵押物评估价值的抵押率较上次跟踪基准日下降 0.40 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（35480.00 万元）对抵押物评估价值的抵押率较上次跟踪基准日下降 0.40 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    | 19.30%                   | 32.52%     |
|      |      |          |         |             |         |           | 本次    | 18.90%                   | 32.12%     |

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<sup>2</sup>，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 78.50%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 63.50%时，处置净现金流或将无法覆盖“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”和“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”合计剩余本金。

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

| 下跌比例   | 处置净现金流   | 对“18 光大嘉宝 ABN001 优先 A”剩余本金覆盖倍数 | 对优先级票据合计剩余本金覆盖倍数 |
|--------|----------|--------------------------------|------------------|
| 20.00% | 77826.40 | 3.73                           | 2.19             |
| 30.00% | 68098.10 | 3.26                           | 1.92             |

<sup>2</sup> 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%。

|        |          |      |      |
|--------|----------|------|------|
| 63.50% | 35508.30 | 1.70 | 1.00 |
| 78.50% | 20915.85 | 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<sub>sf</sub>，“18 光大嘉宝 ABN001 优先 B”的信用等级维持 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>，“18 光大嘉宝 ABN001 次”未予评级。

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

## 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 2026 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和不动产投资业务，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业划分标准属于房地产租赁经营行业。

截至 2026 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 2025 年底，公司合并资产总额 199.71 亿元，所有者权益 35.46 亿元（含少数股东权益 14.36 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 12.42 亿元，利润总额-14.33 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 200.33 亿元，所有者权益 34.45 亿元（含少数股东权益 14.46 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 3.31 亿元，利润总额-0.88 亿元。

公司注册地址：上海市嘉定区清河路 55 号 6-7 楼；法定代表人：苏扬。

### 二、行业分析

2025 年，房地产租赁经营行业仍处于筑底调整阶段，整体租金承压与空置率高企带来的现金流不确定性依然突出。宏观经济增速放缓抑制了需求，行业进入存量时代，新增供应持续缩量，资产区位与运营能力的价值凸显。政策端通过推动商业不动产 REITs 常态化发行，加速存量资产盘活，为优质资产提供了退出渠道。头部持有型租赁企业凭借稳定的租金现金流和较低的杠杆水平，抗周期能力优于中小企业，但区域与物业类型分化明显，核心城市核心地段项目已显现企稳迹象，非核心区域去化困难。此外，投资性房地产估值下降对利润与偿债能力形成冲击，线上办公与电商的结构性替代压力持续存在。未来，具备强运营能力、能够通过调改提升资产收益的企业将获得更大成长空间。完整版详见[《2026 年房地产租赁经营行业分析》](#)。

### 三、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，行业地位较高；公司投资管理类项目主要位于一二线城市较核心地段，物业品质良好。

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”）在管资产涵盖商业消费、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 2025 年底，公司在管项目合计 50 个，其中投资管理类项目 21 个，在管基金规模 219.71 亿元，在管资产规模 473.08 亿元，在管面积 235.43 万平方米；受托资产管理类项目 18 个，在管面积 182.66 万平方米；咨询服务类项目 11 个。公司在管项目规模很大，“大融城”品牌知名度较高，能够通过轻资产模式进行品牌和管理输出，公司整体行业地位较高。

运营能力方面，光大安石自 2007 年成立以来长期深耕不动产资产管理领域。光大安石在基金管理、投资研判、融资统筹、物业管理、招商运营、资本市场运作等细分领域培养形成了一批行业经验丰富的专业人才，能够开展基金募集、基金管理、资产管理、并购整合、资产证券化及公募 REITs 等复杂业务，不动产投资管理经验和能力处于国内领先水平。

物业品质方面，公司投资管理的购物中心项目主要分布在北京、上海、重庆、西安和江门，写字楼项目位于北京和上海，物流仓储项目位于沈阳、东莞、杭州和重庆。其中，购物中心和写字楼项目均位于城市较核心地段。公司在江门的项目位于当地核心商圈，城市能级虽相对较低，但运营表现良好。对于投资管理类项目，公司在管基金收购项目后均对项目进行了优化，有助于项目品质提升。整体来看，公司物业品质良好。

## 2 信用记录

公司本部及重要子公司本部过往债务履约情况良好；由于过往年度在对外担保透明度和财务数据准确性方面的违规行为，2025年公司受到交易所予以通报批评的纪律处分，反映公司在信息披露、规范运作方面有待改进。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至2026年7月2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。根据光大安石提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至2026年6月30日，光大安石本部无不良类或关注类信贷记录。

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或光大安石存在逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2026年7月21日，联合资信未发现公司本部或光大安石本部被列入全国失信被执行人名单，公司本部和光大安石本部在信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录，光大安石本部在证券期货市场失信记录查询平台无不良记录。

2025年9月29日，公司及有关责任人受到上海证券交易所通报批评的纪律处分。公司在信息披露、规范运作方面，有关责任人在职责履行方面，存在以下违规行为：（一）重大担保未经股东大会审议且未及时披露。公司于2018年向光大银行和光大银行北京分行出具《承诺函》，为部分合营企业子公司的融资提供担保，该担保事项未经股东大会审议、未及时披露，也未在2018—2023年年报中披露。（二）定期报告财务信息披露不准确。公司存在未合理分摊商誉且未按规定进行减值测试、未及时确认和计量相关金融工具的行为，导致披露的财务会计报告数据不准确；公司于2025年4月30日披露《关于前期会计差错更正的公告》，对2021—2023年财务数据进行追溯调整，会计差错更正虽未导致相关年度的盈亏性质发生改变，但对利润数据造成较大影响。

## 四、经营分析

### 1 经营概况

2025年，在行业整体下行的环境下，公司不动产租赁板块收入较稳定但毛利率有所下降，不动产资管板块业绩较稳定；公司已多年未新增住宅开发土地储备，受住宅可结转资源持续减少的影响，营业总收入同比降幅较大。

公司以不动产资产管理为核心业务，其中并表项目的运营收入计入不动产租赁收入、非并表项目的管理收入计入不动产资管收入。公司全资子公司上海嘉宝神马房地产有限公司（以下简称“嘉宝神马”）主营房地产开发业务，根据转型发展需要，嘉宝神马已多年未新增住宅开发土地储备。2025年，公司营业总收入同比下降31.68%，主要系住宅开发业务可结转资源持续减少所致，核心板块不动产租赁和不动产资管收入同比分别下降1.18%和4.18%。

毛利率方面，2025年，不动产租赁毛利率同比下降5.94个百分点，受市场景气度较弱影响，租金水平面临下行压力；公司投资性房地产采用成本法计量，不动产租赁板块的营业成本包含较大规模的资产折旧成本。同期，不动产资管毛利率同比上升5.55个百分点，该板块营业成本主要来自提供管理服务时能够与管理资产直接匹配的支出，无法直接匹配的支出则计入管理费用；2025年，不动产资管业务的管理费用1.21亿元，同比增长4.28%。2025年，公司结转的房产销售项目规模较小但毛利率很高，加上毛利率较高的不动产资管板块收入占比提升，带动公司综合毛利率同比上升9.45个百分点。

2026年1—3月，公司营业总收入同比增长6.57%；综合毛利率为42.66%，同比小幅上升。

图表1 • 2023—2025年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 业务板块  | 2023年 |        |       | 2024年 |        |       | 2025年 |        |       |
|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|
|       | 收入    | 占比     | 毛利率   | 收入    | 占比     | 毛利率   | 收入    | 占比     | 毛利率   |
| 不动产租赁 | 7.75  | 17.65  | 37.24 | 6.87  | 37.82  | 39.18 | 6.79  | 54.70  | 33.24 |
| 不动产资管 | 2.95  | 6.71   | 65.85 | 3.39  | 18.64  | 70.15 | 3.25  | 26.14  | 75.70 |
| 房产销售  | 30.65 | 69.82  | 25.59 | 6.31  | 34.74  | 21.24 | 1.47  | 11.84  | 62.71 |
| 其他    | 2.56  | 5.82   | 33.65 | 1.60  | 8.81   | 30.00 | 0.91  | 7.32   | 28.46 |
| 合计    | 43.90 | 100.00 | 30.82 | 18.18 | 100.00 | 37.91 | 12.42 | 100.00 | 47.36 |

注：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  
资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

## 2 业务经营分析

### (1) 在管项目情况

**2025 年公司无新增或退出的投资管理类项目，受托管理类项目有所减少，咨询服务类项目有所增加。**

公司长期专注于不动产资产管理业务，建立了“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，整体运营能力很强。

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商业消费项目、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。

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。

公司在管项目分为投资管理类项目、受托资产管理类项目和咨询服务类项目。2025 年，公司无新增或退出的投资管理类项目，项目数量仍为 21 个，其中 4 个项目纳入公司合并范围。截至 2025 年底，公司投资管理类在管资产规模有所增加，但基金认缴规模小幅下降。2025 年，公司受托管理类项目数量减少 8 个，近年来随着房地产租赁经营行业景气度下行和代建竞争加剧，开发代建项目数量下降；咨询服务类项目增加 2 个，公司持续拓展展资产多元化服务产品矩阵，该类项目数量持续增加。

图表 2 • 公司不动产资管业务在管项目情况（单位：亿元、个、万平方米）

| 项目            | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 |
|---------------|--------|--------|--------|
| 在管项目数量        | 54     | 56     | 50     |
| 其中：投资管理类项目数量  | 21     | 21     | 21     |
| 受托资产管理类项目数量   | 27     | 26     | 18     |
| 咨询服务类项目数量     | 6      | 9      | 11     |
| 投资管理类在管基金规模   | 244.43 | 221.62 | 219.71 |
| 投资管理类在管资产规模   | 467.56 | 469.14 | 473.08 |
| 投资管理类在管项目面积   | 258.02 | 255.46 | 235.43 |
| 受托资产管理类在管项目面积 | 216.94 | 207.18 | 182.66 |

资料来源：公司年报

### (2) 项目运营情况

公司在管资产以商业消费类为主、写字楼等为辅，2025 年并表基金项目中商业消费类业态运营表现良好，但写字楼业态面临运营压力。

截至 2025 年底，公司在管资产业态分布以商业消费项目为主，占比接近 60%；写字楼在管资产占比超过 30%，其他业态资产占比较小。近年来，写字楼和物流仓储业态供大于求态势较显著，市场竞争激烈，租金下行压力较大；商业消费项目的市场表现相对较好，一线城市购物中心租金水平降幅已收窄至较低水平，尤其核心商圈项目运营呈现较强韧性。公司在管资产的业态布局良好，区域布局以一二线城市核心地段为主。跟踪期内，公司商业消费类在管项目出租率和租金水平相对稳定，写字楼租金水平仍面临压力。

图表 3 • 截至 2025 年底公司在管资产业态分布情况（单位：亿元、%）

| 业态     | 管理规模   | 占比    |
|--------|--------|-------|
| 商业消费项目 | 279.00 | 58.98 |
| 写字楼    | 158.72 | 33.55 |
| 酒店及公寓  | 16.90  | 3.57  |

|           |               |               |
|-----------|---------------|---------------|
| 物流基础设施    | 16.60         | 3.51          |
| 其他        | 1.85          | 0.39          |
| <b>合计</b> | <b>473.08</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：公司年报

截至 2025 年底，纳入公司合并范围的 4 个并表基金项目中 3 个项目位于上海、1 个位于重庆。光大安石中心项目位于上海市杨浦区大连路总部开发聚集区，周边配套完善，但由于该项目中写字楼业态占比较高，截至 2025 年底项目平均出租率下降至 71.85%；光大安石虹桥中心项目是上海虹桥临空经济示范区核心的地铁上盖综合体项目，该项目包含一定比例的写字楼，截至 2025 年底项目平均出租率为 79.46%；重庆朝天门项目是位于重庆市渝中区的地铁上盖综合体项目，截至 2025 年底出租率为 98.09%；嘉定大融城项目是位于上海嘉定新城核心区的大型商业综合体，截至 2025 年底出租率为 92.61%。综上，截至 2025 年底公司并表基金项目平均出租率为 85.69%，全年营运收入 6.22 亿元，能够覆盖项目贷款利息支出；商业消费类业态运营表现良好，但写字楼业态面临运营压力。

图表 4 • 截至 2025 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            | 公司认缴比例    | 投资项目      | 地区        | 项目业态             | 总建筑面积        | 总投资           | 2025 年底可供出租面积 | 2025 年底已出租面积 | 2025 年营运收入  |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|------------------|--------------|---------------|---------------|--------------|-------------|
| 光控安石-上海一号私募投资基金 | 42.00     | 光大安石中心    | 上海        | 商业消费项目/写字楼       | 15.90        | 47.74         | 9.45          | 6.79         | 1.67        |
| 上海光野投资中心（有限合伙）  | 60.47     | 光大安石虹桥中心  | 上海        | 商业消费项目/酒店及公寓/写字楼 | 17.00        | 55.00         | 8.08          | 6.42         | 1.89        |
| 上海雷泰投资中心（有限合伙）  | 30.55     | 重庆朝天门     | 重庆        | 商业消费项目/酒店及公寓     | 26.56        | 50.00         | 12.03         | 11.80        | 2.00        |
| 上海嘉宝安石置业有限公司    | --        | 嘉定大融城     | 上海        | 商业消费项目           | 12.52        | 10.30         | 4.60          | 4.26         | 0.66        |
| <b>合计</b>       | <b>--</b> | <b>--</b> | <b>--</b> | <b>--</b>        | <b>71.98</b> | <b>163.04</b> | <b>34.16</b>  | <b>29.27</b> | <b>6.22</b> |

注：1. 2025 年公司不动产租赁板块收入 6.79 亿元，除包含并表基金项目的营运收入以外，还包含嘉宝神马平台自持物业出租收入；2. 截至 2025 年底公司对上海嘉宝安石置业有限公司直接持股比例 4%、间接持股比例 47%

资料来源：公司年报

### （3）房地产业务

公司已无拟建或在建地产开发项目，剩余未售和未结转的主要是上海写字楼项目，规模不大。

公司房地产业务以存量项目为主，跟踪期内，公司无新增土地储备，无未开工土地储备。2025 年，位于上海嘉定的盛创三期写字楼项目竣工，项目总投资额 4.00 亿元，可售面积 4.25 万平方米，年末已售面积 0.38 万平方米、销售金额 0.53 亿元，在当前市场环境下，写字楼业态面临去化压力，预计去化周期较长。未来公司主营业务将聚焦不动产资产管理，地产开发将不再是公司主营业务，公司未来无新增住宅开发项目计划。

## 五、财务分析

公司提供的 2025 年财务报告由立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。跟踪期内，公司合并范围变化较小，财务数据可比性强。2025 年，公司会计政策、会计估计未变更，无重大会计差错更正。

### 1 资产质量

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，2025 年减值风险进一步释放；公司资产受限程度很高，资产流动性和再融资能力受限。

图表 5 • 公司资产主要情况（单位：亿元、%）

| 项目    | 2023 年底 |       | 2024 年底 |       | 2025 年底 |       | 2026 年 3 月底 |       |
|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|-------------|-------|
|       | 金额      | 占比    | 金额      | 占比    | 金额      | 占比    | 金额          | 占比    |
| 流动资产  | 57.66   | 23.32 | 43.28   | 19.72 | 38.01   | 19.03 | 39.42       | 19.68 |
| 货币资金  | 25.59   | 10.35 | 20.80   | 9.48  | 15.73   | 7.87  | 16.42       | 8.20  |
| 非流动资产 | 189.58  | 76.68 | 176.17  | 80.28 | 161.70  | 80.97 | 160.91      | 80.32 |

|             |               |               |               |               |               |               |               |               |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 长期股权投资      | 44.73         | 18.09         | 34.61         | 15.77         | 24.89         | 12.46         | 24.99         | 12.47         |
| 投资性房地产      | 132.60        | 53.63         | 128.78        | 58.68         | 124.75        | 62.47         | 123.87        | 61.83         |
| <b>资产总额</b> | <b>247.25</b> | <b>100.00</b> | <b>219.45</b> | <b>100.00</b> | <b>199.71</b> | <b>100.00</b> | <b>200.33</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司通过重资产和轻资产相结合的方式开展不动产资产管理业务，资产结构中投资性房地产和长期股权投资占比较高。截至 2025 年底，公司资产总额较上年底下降 8.99%，主要系长期股权投资和货币资金减少所致。货币资金较上年底下降 24.41%，主要系偿付利息持续消耗存量现金以及新增债务工具投资 3.91 亿元（计入交易性金融资产，主要为短期理财产品）所致。

截至 2025 年底，公司长期股权投资较上年底下降 28.08%，主要系当期权益法下确认投资损益-8.20 亿元所致。公司长期股权投资主要是非并表的投资管理类基金项目，当期权益法下确认投资亏损较大的主要是上海光翎投资中心（有限合伙）（以下简称“上海光翎”）、新光大中心项目和珠海安石宜达企业管理中心（有限合伙）（以下简称“安石宜达”），亏损原因主要为资产估值下降带来的减值损失。2025 年上海光翎确认投资损益-3.93 亿元，期末账面价值 3.46 亿元，投资项目为上海静安大融城，公司认缴比例 50.00%，业态为商业消费项目，该项目运营表现较平稳，但随着市场下行其资产估值降幅较大；2025 年新光大中心项目确认投资损益-2.22 亿元，期末账面价值已为零，该项目位于北京市通州运河商务区，主要为写字楼业态，当前运营招商和估值下降压力较大；公司于 2020 年出资 15.00 亿元认购安石宜达财产份额，安石宜达主要投资一线城市和优质二三线城市的房地产项目，以城市更新类型为主，受房地产市场下行影响，期末账面价值已下降至 5.75 亿元。考虑到当前房地产市场尚未完全企稳，后续公司长期股权投资仍面临一定的减值风险。

公司投资性房地产采用成本法计量，建筑物预计使用寿命 20~40 年，年折旧（摊销）率 2.25%~4.80%。截至 2025 年底，投资性房地产较上年底变化不大，账面价值约为当年不动产租赁收入的 18.37 倍。公司并表基金的投资性房地产主要系在行业景气度较高时期以收并购方式获取，随着市场估值下行，面临一定的减值风险，截至 2025 年底公司计提减值准备 0.49 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司资产总额和资产结构较上年底变化不大。

截至 2025 年底，公司受限资产比例为 68.23%，核心资产投资性房地产受限比例为 98.42%，公司资产受限程度很高，资产流动性和再融资空间受限。

图表 6 • 截至 2025 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

| 受限资产科目    | 账面价值          | 受限原因        |
|-----------|---------------|-------------|
| 货币资金      | 0.16          | 融资保证金、诉讼冻结款 |
| 存货        | 5.19          | 抵押借款        |
| 固定资产      | 0.04          | 抵押借款        |
| 长期股权投资    | 6.51          | 质押借款        |
| 投资性房地产    | 122.39        | 抵押借款        |
| 其他应收款     | 1.98          | 质押借款        |
| <b>合计</b> | <b>136.27</b> | --          |

资料来源：公司年报

## 2 资本结构

### （1）所有者权益

跟踪期内，受亏损侵蚀未分配利润影响，公司所有者权益规模持续缩减。

截至 2025 年底，公司所有者权益 35.46 亿元，较上年底下降 28.56%，主要系亏损侵蚀未分配利润所致。其中，股本 15.00 亿元，资本公积 14.17 亿元，未分配利润-11.42 亿元，少数股东权益 14.36 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益 34.45 亿元，规模进一步小幅下降。

### （2）负债

跟踪期内，公司债务规模变化不大，债务负担重，融资结构中债券融资占比下降、股东借款占比上升，刚性偿付压力减轻。

图表 7 • 公司负债主要情况（单位：亿元、%）

| 项目           | 2023 年底       |               | 2024 年底       |               | 2025 年底       |               | 2026 年 3 月底   |               |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|              | 金额            | 占比            | 金额            | 占比            | 金额            | 占比            | 金额            | 占比            |
| <b>流动负债</b>  | <b>84.36</b>  | <b>46.29</b>  | <b>63.52</b>  | <b>37.41</b>  | <b>59.77</b>  | <b>36.39</b>  | <b>61.52</b>  | <b>37.09</b>  |
| 其他应付款（合计）    | 26.77         | 14.69         | 25.47         | 15.00         | 36.04         | 21.94         | 36.18         | 21.81         |
| 一年内到期的非流动负债  | 39.11         | 21.46         | 18.50         | 10.89         | 13.53         | 8.24          | 16.36         | 9.86          |
| <b>非流动负债</b> | <b>97.89</b>  | <b>53.71</b>  | <b>106.29</b> | <b>62.59</b>  | <b>104.47</b> | <b>63.61</b>  | <b>104.36</b> | <b>62.91</b>  |
| 长期借款         | 70.46         | 38.66         | 81.07         | 47.74         | 79.86         | 48.62         | 79.77         | 48.09         |
| 递延所得税负债      | 12.69         | 6.96          | 12.32         | 7.26          | 11.38         | 6.93          | 11.35         | 6.84          |
| 其他非流动负债      | 9.85          | 5.41          | 9.91          | 5.83          | 9.83          | 5.99          | 9.70          | 5.85          |
| <b>负债总额</b>  | <b>182.25</b> | <b>100.00</b> | <b>169.81</b> | <b>100.00</b> | <b>164.25</b> | <b>100.00</b> | <b>165.88</b> | <b>100.00</b> |

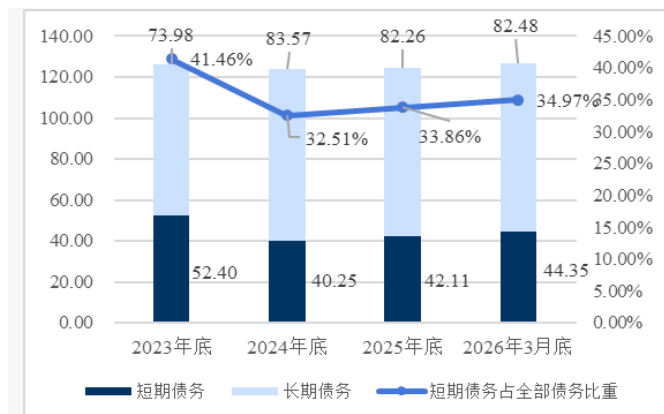
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年底，公司负债总额较上年底小幅下降，负债结构仍以非流动负债为主。其中，其他应付款（合计）主要为往来款及借款，规模较上年底增长 41.50%，主要系公司获得股东借款支持力度加大所致。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的应付债券，截至 2026 年 6 月底，仅剩余“24 光大嘉宝 MTN002”将于 2026 年 9 月到期，余额 6.00 亿元，其余一年内债券已到期偿付。长期借款均为抵押借款，以经营性物业贷款和收并购贷款为主。递延所得税负债主要来自非同一控制企业合并资产评估增值产生的应纳税暂时性差异，规模较上年底下降 7.64%。其他非流动负债主要为并表基金的其他投资人出资，规模较上年底变化不大。

截至 2025 年底，公司全部债务 124.36 亿元，规模和短期债务占比均较上年底变化不大；从融资渠道来看，债券融资占比下降，股东借款占比上升，刚性偿付压力减轻；受所有者权益下降影响，资产负债率和全部债务资本化比率较上年底分别上升 4.86 个百分点和 6.43 个百分点，债务负担重。

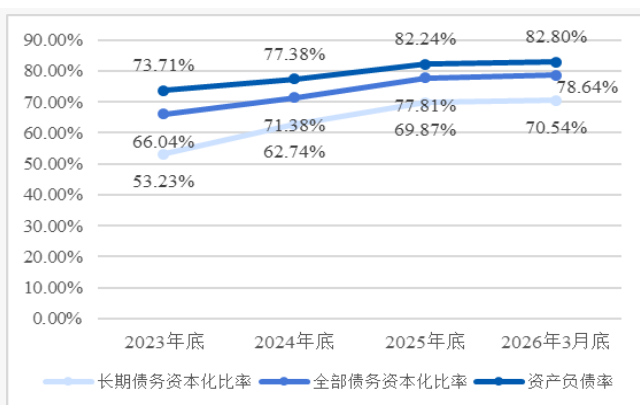
截至 2026 年 3 月底，公司负债总额和负债结构较上年底变化不大；全部债务 126.83 亿元，其中股东借款约占 22.08%。后续公司拟重点推进公募 REITs 融资，打通不动产资管项目退出渠道。公司参与投资的在管基金上海光翎和天津安石锦瑞股权投资基金合伙企业（有限合伙）以其分别持有的静安大融城项目和江门大融城项目作为底层资产开展商业不动产公募 REITs 申报发行工作，相关事项已获得上海证券交易所和中国证监会批复，获准募集资金份额 10 亿份，基金合同期限为 28 年，公司承诺认购的基金份额约 1.07 亿份。

图表 8 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 9 • 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

### 3 盈利能力

2025 年，公司利润总额亏损规模仍较大，财务费用负担较重，资产估值下降对公司投资基金净值及 LP 份额、债权投资公允价值持续造成负面影响，盈利能力承压。

图表 10 • 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

| 项目             | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年 1—3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|--------------|
| 营业总收入          | 43.90  | 18.18  | 12.42  | 3.31         |
| 营业成本           | 30.37  | 11.29  | 6.54   | 1.90         |
| 期间费用           | 8.17   | 8.00   | 7.39   | 1.68         |
| 投资收益           | -10.50 | -9.32  | -8.05  | 0.10         |
| 信用减值损失和资产减值损失  | -8.68  | -3.59  | -4.50  | -0.39        |
| 利润总额           | -16.52 | -13.61 | -14.33 | -0.88        |
| 总资产报酬率         | -4.55  | -3.79  | -4.77  | --           |
| 调整后 EBITDA 利润率 | 19.99  | 19.66  | 18.75  | --           |

注：为剔除资产估值波动因素对指标的影响，调整后 EBITDA 按照（营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用+计入财务费用的利息支出+折旧与摊销）计算  
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2025 年，公司收入规模随着住宅开发可结转资源减少而下降；期间费用虽小幅缩减，但财务费用负担仍较重，对利润的侵蚀仍较大；受权益法核算的长期股权投资损失影响，投资收益仍为负数；信用减值损失来自应收账款坏账损失和其他应收款坏账损失，资产减值损失主要来自商誉减值损失。在当前市场环境下，不动产投资业务相关投资标的整体租金水平和出租率中枢下移，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，公司自 2023 年以来利润总额持续亏损。

盈利指标方面，2025 年公司调整后 EBITDA 利润率同比下降 0.91 个百分点，在剔除资产估值波动影响后，公司盈利能力相对稳定。由于不动产资管等特殊经营模式，公司调整后 EBITDA 利润率与一般的房地产租赁经营企业相比处于较低水平。

2026 年 1—3 月，公司利润总额小幅亏损。根据公司发布的 2026 年半年度业绩预告，经财务部门初步测算，预计 2026 年上半年实现归属于母公司所有者的净利润-2.56 亿元，上年同期为-3.73 亿元，公司持续获利能力承压。

## 4 现金流

2025 年，随着房产销售回款减少，公司经营活动现金净流入额同比下降，筹资活动现金仍为净流出。

图表 11 • 公司现金流情况（单位：亿元、%）

| 项目            | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年 1—3 月 |
|---------------|--------|--------|--------|--------------|
| 经营活动现金流入      | 25.42  | 19.69  | 17.66  | 2.85         |
| 经营活动现金流出      | 20.39  | 15.36  | 14.81  | 3.63         |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 5.02   | 4.33   | 2.84   | -0.78        |
| 投资活动现金流入      | 18.89  | 1.69   | 4.63   | 0.08         |
| 投资活动现金流出      | 14.14  | 1.38   | 7.62   | 0.08         |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 4.75   | 0.30   | -2.99  | 0.00         |
| 筹资活动前现金流量净额   | 9.77   | 4.63   | -0.15  | -0.78        |
| 筹资活动现金流入      | 73.96  | 32.73  | 25.92  | 3.53         |
| 筹资活动现金流出      | 85.89  | 42.19  | 30.58  | 2.04         |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -11.93 | -9.46  | -4.66  | 1.49         |
| 现金收入比         | 47.50  | 88.69  | 95.38  | 70.89        |

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2025 年，公司经营活动现金净流入额同比下降 34.27%，主要系上年同期房产销售板块仍有一定规模的销售回款所致；投资活动现金转为净流出，主要系公司进行短期理财投资所致；筹资活动现金净流出规模同比下降，近年来公司债券净偿还和利息支出规模较大。

2026 年 1—3 月，公司经营活动和投资活动现金流净额规模较小；筹资活动现金小幅净流入。截至 2026 年 6 月底，公司存续债券（中期票据及 ABN）余额约 9.56 亿元，后续中期票据到期将产生一定的融资接续需求。

## 5 偿债指标

公司偿债能力指标整体表现一般，实际刚性偿付压力可控。

图表 12 • 公司偿债指标（单位：倍）

| 项目     | 指标              | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年 3 月 |
|--------|-----------------|--------|--------|--------|------------|
| 短期偿债指标 | 经营活动现金流入/流动负债   | 0.30   | 0.31   | 0.30   | --         |
|        | 现金短期债务比         | 0.50   | 0.52   | 0.47   | 0.46       |
| 长期偿债指标 | 调整后 EBITDA 利息倍数 | 1.66   | 0.68   | 0.48   | --         |
|        | 全部债务/调整后 EBITDA | 14.40  | 34.65  | 53.40  | --         |

注：为剔除资产估值波动因素对指标的影响，调整后 EBITDA 按照（营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用+计入财务费用的利息支出+折旧与摊销）计算  
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

短期偿债能力方面，跟踪期内，公司经营活动现金流入对流动负债的覆盖倍数变化不大，现金类资产对短期债务的覆盖倍数变化不大，但覆盖程度均相对较低。考虑到公司短期债务中股东借款占比较高，实际刚性偿付压力可控。流动性方面，截至 2026 年 3 月底，公司合并范围获得的银行授信额度 85.38 亿元，已使用 84.64 亿元，剩余可用授信额度有限，备用流动性不足；公司本部未获得银行授信额度，上述银行授信系并表项目公司依托于项目抵押进行融资，并表项目后续无大额资本支出计划，增量融资需求和空间不大。2025 年，公司整体平均融资成本 4.12%，融资成本同比有所上升（2024 年为 3.83%），主要系股东借款利率相对较高所致。近年来，公司本部层面持续获得股东借款支持，随着存量债券规模下降，流动性压力减轻。

长期偿债能力方面，公司债务负担重，剔除资产估值波动影响后，2025 年调整后 EBITDA 对利息支出和全部债务的覆盖程度降幅仍属显著。在对公司投资性房地产、应收账款、存货、长期股权投资和商誉加压计提减值损失的测算下，公司加压测算后的资产可变现价值能够覆盖全部债务，公司仍具备一定的抗跌能力。

截至 2026 年 3 月底，联合资信未发现公司存在对外担保。

从公司 2025 年年度报告披露的重大诉讼、仲裁事项来看，案由主要为委托管理事项纠纷、租赁纠纷等，公司因相关事项产生或有负债的风险可控。

## 6 公司本部财务分析

公司本部债务负担较重，2025 年利润总额呈亏损态势。

截至 2025 年底，公司本部资产总额 83.13 亿元，主要由长期股权投资、其他应收款和其他非流动金融资产（以公允价值计量的权益工具投资）构成；公司本部负债总额 59.47 亿元，其中全部债务 20.42 亿元（不包含股东借款），资产负债率和全部债务资本化比率分别为 71.54%和 46.33%，债务负担较重。截至 2025 年底，公司本部所有者权益 23.66 亿元。

2025 年，公司本部实现营业总收入 0.26 亿元，受资产减值损失、信用减值损失和公允价值变动损失影响，利润总额-8.40 亿元。

2025 年，公司本部经营活动现金净流出 0.54 亿元，投资活动现金净流出 0.18 亿元，筹资活动现金净流出 0.77 亿元。

## 六、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、光大证券股份有限公司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 2025 年底，光大控股资产总额折合人民币 639.23 亿元，所有者权益 278.46 亿元，资本实力强。

## 2 支持可能性

公司可以得到股东在品牌、业务和资金等方面的大力支持。

公司是光大控股在境内不动产资管领域的重要上市平台，战略地位明确。长期以来，公司通过品牌共享、业务协同和直接财务资助等多种方式获得股东的有力支持。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 份额作为基金投资人给予支持，体现了其与公司风险共担、利益共享的长期合作姿态。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 2026 年 3 月底，光大控股对公司本部提供财务资助余额 24.90 亿元，在公司连续亏损、资产负债率攀升的困难时期，光大控股的财务资助体现了股东对公司作为核心资管平台的长期战略定力。同时，公司作为 A 股上市公司，其规范运作和信息披露义务在一定程度上形成了对股东支持行为的监督和约束，有利于维持支持政策的透明度和连续性。

尽管外部支持力度大，但若未来光大控股自身盈利能力出现明显下滑或其战略方向发生调整，可能导致对公司支持力度减弱的可能性。但就目前而言，股东支持在能力、意愿和实际效益等方面均具备较强的说服力，外部支持对于公司主体信用等级的提升作用显著。

## 七、评级结论

基于对公司经营风险和财务风险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  $a^-$ ，考虑到股东在品牌资源、业务和资金等方面为公司提供大力支持，外部支持调升 5 个等级，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评级方法、模型和打分表及结果

| 评价内容          | 评价结果 | 风险因素  | 评价要素 | 结果档次            |
|---------------|------|-------|------|-----------------|
| 经营风险          | B    | 经营环境  | 宏观经济 | 2               |
|               |      |       | 行业风险 | 5               |
|               |      | 自身竞争力 | 基础素质 | 2               |
|               |      |       | 经营分析 | 2               |
|               |      |       | 企业管理 | 2               |
| 财务风险          | F4   | 盈利能力  |      | 4               |
|               |      | 资本结构  |      | 5               |
|               |      | 偿债能力  |      | 4               |
| 指示评级          |      |       |      | a <sup>-</sup>  |
| 个体调整因素：--     |      |       |      | --              |
| 个体信用等级        |      |       |      | a <sup>-</sup>  |
| 外部支持调整因素：股东支持 |      |       |      | +5              |
| 模型级别          |      |       |      | AA <sup>+</sup> |

评级方法与模型 房地产租赁经营企业信用评级方法与模型 V4.1.202606

**个体信用状况和外部支持调整变动说明：**因联合资信于 2026 年 5 月修订《外部支持评估方法》并于 2026 年 6 月制定《房地产租赁经营企业信用评级方法与模型》，本次评级适用最新评级方法。

**其他说明：**受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

**附件 1-3 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                | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年 3 月 |
|--------------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>        |        |        |        |            |
| 现金类资产（亿元）          | 26.24  | 21.10  | 19.67  | 20.35      |
| 应收账款（亿元）           | 4.41   | 4.24   | 4.39   | 4.47       |
| 其他应收款（合计）（亿元）      | 8.07   | 5.48   | 3.61   | 3.40       |
| 存货（亿元）             | 18.04  | 11.67  | 9.61   | 10.50      |
| 长期股权投资（亿元）         | 44.73  | 34.61  | 24.89  | 24.99      |
| 固定资产（亿元）           | 0.16   | 1.27   | 1.21   | 1.20       |
| 在建工程（亿元）           | 0.06   | 0.00   | 1.19   | 1.20       |
| 资产总额（亿元）           | 247.25 | 219.45 | 199.71 | 200.33     |
| 实收资本（亿元）           | 15.00  | 15.00  | 15.00  | 15.00      |
| 少数股东权益（亿元）         | 16.27  | 14.69  | 14.36  | 14.46      |
| 所有者权益（亿元）          | 65.00  | 49.64  | 35.46  | 34.45      |
| 短期债务（亿元）           | 52.40  | 40.25  | 42.11  | 44.35      |
| 长期债务（亿元）           | 73.98  | 83.57  | 82.26  | 82.48      |
| 全部债务（亿元）           | 126.38 | 123.82 | 124.36 | 126.83     |
| 营业总收入（亿元）          | 43.90  | 18.18  | 12.42  | 3.31       |
| 营业成本（亿元）           | 30.37  | 11.29  | 6.54   | 1.90       |
| 其他收益（亿元）           | 0.03   | 0.04   | 0.07   | 0.00       |
| 利润总额（亿元）           | -16.52 | -13.61 | -14.33 | -0.88      |
| EBITDA（亿元）         | -10.53 | -7.83  | -9.13  | --         |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 20.85  | 16.12  | 11.84  | 2.35       |
| 经营活动现金流入小计（亿元）     | 25.42  | 19.69  | 17.66  | 2.85       |
| 经营活动现金流量净额（亿元）     | 5.02   | 4.33   | 2.84   | -0.78      |
| 投资活动现金流量净额（亿元）     | 4.75   | 0.30   | -2.99  | 0.00       |
| 筹资活动现金流量净额（亿元）     | -11.93 | -9.46  | -4.66  | 1.49       |
| <b>财务指标</b>        |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数（次）        | 8.78   | 4.18   | 2.85   | --         |
| 存货周转次数（次）          | 1.06   | 0.76   | 0.61   | --         |
| 总资产周转次数（次）         | 0.16   | 0.08   | 0.06   | --         |
| 现金收入比（%）           | 47.50  | 88.69  | 95.38  | 70.89      |
| 营业利润率（%）           | 24.97  | 31.88  | 36.38  | 33.83      |
| 调整后 EBITDA 利润率（%）  | 19.99  | 19.66  | 18.75  | --         |
| 总资本收益率（%）          | -7.47  | -5.09  | -5.72  | --         |
| 净资产收益率（%）          | -30.10 | -28.45 | -39.32 | --         |
| 长期债务资本化比率（%）       | 53.23  | 62.74  | 69.87  | 70.54      |
| 全部债务资本化比率（%）       | 66.04  | 71.38  | 77.81  | 78.64      |
| 资产负债率（%）           | 73.71  | 77.38  | 82.24  | 82.80      |
| 流动比率（%）            | 68.36  | 68.13  | 63.59  | 64.06      |
| 速动比率（%）            | 46.97  | 49.77  | 47.51  | 47.00      |
| 经营现金流动负债比（%）       | 5.95   | 6.81   | 4.76   | --         |
| 现金短期债务比（倍）         | 0.50   | 0.52   | 0.47   | 0.46       |
| EBITDA 利息倍数（倍）     | -2.00  | -1.48  | -1.89  | --         |
| 调整后 EBITDA 利息倍数（倍） | 1.66   | 0.68   | 0.48   | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍）     | -12.00 | -15.82 | -13.62 | --         |
| 全部债务/调整后 EBITDA（倍） | 14.40  | 34.65  | 53.40  | --         |

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. 本报告中 2023 年财务数据为追溯调整后数据；4. 公司 2026 年第一季度财务报表未经审计；5. “--”表示不适用  
 资料来源：联合资信根据公司财务报告和公司提供资料整理

## 附件 2 主要财务指标的计算公式

| 指标名称            | 计算公式                                           |
|-----------------|------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>     |                                                |
| 资产总额年复合增长率      |                                                |
| 净资产年复合增长率       | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100%             |
| 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      |                                                |
| <b>经营效率指标</b>   |                                                |
| 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%                     |
| <b>盈利指标</b>     |                                                |
| 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%               |
| <b>债务结构指标</b>   |                                                |
| 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%                               |
| <b>长期偿债能力指标</b> |                                                |
| EBITDA 利息倍数     | EBITDA/利息支出                                    |
| 全部债务/ EBITDA    | 全部债务/ EBITDA                                   |
| <b>短期偿债能力指标</b> |                                                |
| 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<br>ABN001 优先 A” | 期数 | 信托贷款     | “18 光大嘉宝<br>ABN001 优先 A” |
|----|--------|--------------------------|----|----------|--------------------------|
| 17 | 270.00 | 270.00                   | 27 | 470.00   | 470.00                   |
| 18 | 270.00 | 270.00                   | 28 | 470.00   | 470.00                   |
| 19 | 300.00 | 300.00                   | 29 | 540.00   | 540.00                   |
| 20 | 300.00 | 300.00                   | 30 | 540.00   | 540.00                   |
| 21 | 340.00 | 340.00                   | 31 | 590.00   | 590.00                   |
| 22 | 340.00 | 340.00                   | 32 | 590.00   | 590.00                   |
| 23 | 390.00 | 390.00                   | 33 | 670.00   | 670.00                   |
| 24 | 390.00 | 390.00                   | 34 | 670.00   | 670.00                   |
| 25 | 440.00 | 440.00                   | 35 | 730.00   | 730.00                   |
| 26 | 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 17 个 | 1648.81         | 2.87                            | 1.95                            | 1.25                            | 1048.00               | 1.83                            | 1.24                            | 0.79                            |
| 第 18 个 | 1693.94         | 2.99                            | 2.02                            | 1.29                            | 1075.79               | 1.90                            | 1.29                            | 0.82                            |
| 第 19 个 | 1698.10         | 3.04                            | 1.98                            | 1.27                            | 1079.95               | 1.93                            | 1.26                            | 0.81                            |
| 第 20 个 | 1752.07         | 3.18                            | 2.06                            | 1.32                            | 1113.38               | 2.02                            | 1.31                            | 0.84                            |
| 第 21 个 | 1756.58         | 3.24                            | 1.99                            | 1.29                            | 1117.90               | 2.06                            | 1.27                            | 0.82                            |
| 第 22 个 | 1830.19         | 3.43                            | 2.10                            | 1.36                            | 1163.87               | 2.18                            | 1.33                            | 0.86                            |
| 第 23 个 | 1835.06         | 3.50                            | 2.01                            | 1.32                            | 1168.74               | 2.23                            | 1.28                            | 0.84                            |
| 第 24 个 | 1893.37         | 3.69                            | 2.10                            | 1.37                            | 1204.97               | 2.35                            | 1.33                            | 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 46.50%  |                                |                                | 预测净现金流下降 62.50%  |                                |                                |
|--------|------------------|--------------------------------|--------------------------------|------------------|--------------------------------|--------------------------------|
|        | 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 17 个 | 850.60           | 1.48                           | 1.01                           | 575.94           | 1.00                           | 0.68                           |
| 第 18 个 | 872.68           | 1.54                           | 1.04                           | 590.10           | 1.04                           | 0.71                           |
| 第 19 个 | 876.85           | 1.57                           | 1.02                           | 594.26           | 1.06                           | 0.69                           |
| 第 20 个 | 903.53           | 1.64                           | 1.06                           | 611.56           | 1.11                           | 0.72                           |
| 第 21 个 | 908.04           | 1.67                           | 1.03                           | 616.07           | 1.13                           | 0.70                           |
| 第 22 个 | 944.94           | 1.77                           | 1.08                           | 640.34           | 1.20                           | 0.73                           |
| 第 23 个 | 949.81           | 1.81                           | 1.04                           | 645.21           | 1.23                           | 0.71                           |
| 第 24 个 | 978.78           | 1.91                           | 1.08                           | 664.09           | 1.29                           | 0.74                           |
| 第 25 个 | 983.68           | 1.96                           | 1.04                           | 668.99           | 1.33                           | 0.71                           |
| 第 26 个 | 1006.35          | 2.05                           | 1.08                           | 683.58           | 1.39                           | 0.73                           |
| 第 27 个 | 1010.64          | 2.11                           | 1.07                           | 687.86           | 1.44                           | 0.73                           |
| 第 28 个 | 1059.46          | 2.28                           | 1.13                           | 720.28           | 1.55                           | 0.77                           |
| 第 29 个 | 1065.07          | 2.35                           | 1.07                           | 725.89           | 1.60                           | 0.73                           |
| 第 30 个 | 1083.06          | 2.47                           | 1.11                           | 737.32           | 1.68                           | 0.75                           |
| 第 31 个 | 1088.07          | 2.57                           | 1.07                           | 742.33           | 1.76                           | 0.73                           |
| 第 32 个 | 1126.94          | 2.77                           | 1.13                           | 768.00           | 1.89                           | 0.77                           |
| 第 33 个 | 1132.96          | 2.90                           | 1.07                           | 774.02           | 1.98                           | 0.73                           |
| 第 34 个 | 1177.95          | 3.17                           | 1.13                           | 803.87           | 2.16                           | 0.77                           |
| 第 35 个 | 1183.38          | 3.35                           | 1.09                           | 809.30           | 2.29                           | 0.75                           |
| 第 36 个 | 1359.12          | 4.07                           | 0.11                           | 931.35           | 2.79                           | 0.07                           |

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<sub>sf</sub>、AA<sub>sf</sub>、A<sub>sf</sub>、BBB<sub>sf</sub>、BB<sub>sf</sub>、B<sub>sf</sub>、CCC<sub>sf</sub>、CC<sub>sf</sub>和 C<sub>sf</sub>。除 AAA<sub>sf</sub> 级、CCC<sub>sf</sub> 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 <sub>sf</sub> | 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 <sub>sf</sub>  | 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 <sub>sf</sub>   | 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 <sub>sf</sub> | 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 <sub>sf</sub>  | 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 <sub>sf</sub>   | 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 <sub>sf</sub> | 还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高      |
| CC <sub>sf</sub>  | 还本付息能力很弱，基本不能偿还债务             |
| C <sub>sf</sub>   | 不能偿还债务                        |