



# 信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪852号

## 华夏资本管理有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司已发行的“中信华夏苏宁云创二期资产支持专项计划”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持该计划项下A类资产支持证券的信用等级为AAA，B类资产支持证券的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一七年六月三十日

## 中信华夏苏宁云创二期资产支持专项计划 资产支持证券跟踪评级报告（2017）

### 评级结果

资产支持 证券	发行额度 (亿元)	期限(年)	收益率	上次评 级结果	跟踪评 级结果
A 类资产 支持证券	16.77	18 年(可 提前结束)	5.60%	AAA	AAA
B 类资产 支持证券	16.58	3+1 年(可 提前结束)	-	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
合计	33.35	-	-	-	-

设立日 2015 年 6 月 29 日

上次评级 2016 年 6 月 30 日

目标资产

物业一：苏宁云商大连胜利广场店  
 物业二：苏宁云商北京青塔西路店  
 物业三：苏宁云商天津海光寺店  
 物业四：苏宁云商济南泉城路二店  
 物业五：苏宁云商郑州棉纺路店  
 物业六：苏宁云商上海浦东第一店  
 物业七：苏宁云商嘉兴江南摩尔店  
 物业八：苏宁云商泰州西坝口二店  
 物业九：苏宁云商马鞍山解放路店  
 物业十：苏宁云商武汉中南店  
 物业十一：苏宁云商郴州国庆北路店  
 物业十二：苏宁云商大同苏宁电器广场店  
 物业十三：苏宁云商内江百货大楼店  
 物业十四：苏宁云商厦门财富港湾购置店

目标资产 351,036 万元

价值 (评估日期 2016 年 12 月 31 日)

### 跟踪期：

2016 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日

### 跟踪计算日：

2016 年 12 月 31 日

### 分析师

张逸楠 ynzhang@ccxr.com.cn

崔岩 ycui@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 6 月 30 日

### 跟踪评级意见

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）对华夏资本管理有限公司（以下简称“华夏资本”）设立的“中信华夏苏宁云创二期资产支持专项计划”（以下简称“本专项计划”）资产支持证券的信用状况进行了持续跟踪和监测，基于 2016 年 12 月 31 日及之前获得的目标资产租金收益、计划管理人、托管人、基金管理人相关报告及其他信息资料，以及对上述报告及信息的分析、测算，中诚信证评认为本专项计划资产支持证券的风险程度和信用质量未发生足以影响其信用等级变化。本专项计划目标资产租金收益及市场价值保持稳定，主要参与机构履职能力良好，故中诚信证评维持本专项计划 A 类资产支持证券信用等级为 AAA 级，B 类资产支持证券信用等级为 AA<sup>+</sup>级。

### 基本观点

上述跟踪评级结果，基于以下方面的考虑：

- 跟踪期内，目标资产租赁合同履行正常，稳定的租金收益保障了 A 类资产支持证券的本息兑付；目标资产凭借有利的地理位置以及良好的商业氛围保持了其市场价值的稳定，有利于 B 类资产支持证券本息的按时偿付。
- 退出机制的可行性。本专项计划设置了苏宁电器集团有限公司或其指定主体优先收购、REITs 上市及处置等三种退出方式，可很好的保障 B 类资产支持证券本息兑付。
- 苏宁云商集团股份有限公司综合实力极强，其提供的租约履约承诺可为租金的按时支付提供很强的保障，进而保障 A 类资产支持证券本息的及时兑付。
- 计划管理人、托管人丰富的项目运作经验。华夏资本经营稳健，资管经验丰富；招商银行股份有限公司南京分行具有丰富的资产托管经验及较强的风险控制能力，可为本交易的顺利执行提供有效保障。

## 关 注

- 本专项计划部分现金流来源于租金收益。在专项计划存续期内，若出现承租人经营情况恶化无法及时支付租金或除不可抗力等其他因素导致目标资产无法正常运营等情况时，可能会对专项计划现金流产生不利影响。
- 中国宏观经济及商业地产景气度的影响。未来中国宏观经济及商业地产也存在阶段性下行的可能性，目标资产的市场价值或将出现一定波动，可能会影响资产支持证券的本息兑付。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次资产支持证券到期兑付日有效；同时，在本次资产支持证券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。



## 交易结构概要

表 1：专项计划重要参与方

主要交易服务机构	
项目公司	南京陌旺资产管理有限公司
	上海青达资产管理有限公司
	南京清禄资产管理有限公司
	南京福港资产管理有限公司
	南京海光资产管理有限公司
	南京承宜资产管理有限公司
	南京沐明资产管理有限公司
	南京亚佳资产管理有限公司
	南京盛广资产管理有限公司
	南京广泉资产管理有限公司
	南京镜海资产管理有限公司
	南京明鼎资产管理有限公司
	南京昌陌资产管理有限公司
	南京昌松资产管理有限公司
计划管理人	华夏资本管理有限公司
原始权益人/租赁合同保证人	苏宁云商集团股份有限公司
优先收购权人	苏宁电器集团有限公司
登记托管机构	中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司
监管银行	招商银行股份有限公司南京分行
托管人	招商银行股份有限公司南京分行
基金名称	中信苏宁云创二期私募投资基金
基金管理人	中信金石基金管理有限公司
目标资产	物业一：苏宁云商大连胜利广场店
	物业二：苏宁云商北京青塔西路店
	物业三：苏宁云商天津海光寺店
	物业四：苏宁云商济南泉城路二店
	物业五：苏宁云商郑州棉纺路店
	物业六：苏宁云商上海浦东第一店
	物业七：苏宁云商嘉兴江南摩尔店
	物业八：苏宁云商泰州西坝口二店
	物业九：苏宁云商马鞍山解放路店
	物业十：苏宁云商武汉中南店
	物业十一：苏宁云商郴州国庆北路店
	物业十二：苏宁云商大同苏宁电器广场店
	物业十三：苏宁云商内江百货大楼店
	物业十四：苏宁云商厦门财富港湾购置店

资料来源：中诚信证评整理

在本专项计划的交易结构中，华夏资本管理有限公司（以下简称“华夏资本”）作为计划管理人，设立并管理本专项计划；中信金石基金管理有限公司（以下简称“中信金石”）设立私募投资基金，苏宁云商集团股份有限公司（以下简称“苏宁云商”）认购私募投资基金全部基金份额。私募投资基金在设立后，中信金石作为私募投资基金的管理人，以私募投资基金的名义向苏宁云商收购其持有的项

目公司的 100% 股权，同时给项目公司发放委托贷款（包括优先债和次级债），且将其持有的优先债自起息日起 18 年内利息的特定部分（以下简称“优先债收益权”）通过实物分配的方式转让至苏宁云商。华夏资本根据专项计划交易文件的约定，以自己的名义，为专项计划资产支持证券持有人的利益，受让苏宁云商拥有的全部私募投资基金份额和优先债收益权，同时与苏宁电器集团有限公司（以下简称“苏宁集团”）签订协议，约定在行权期内苏宁集团或其指定主体享有优先收购专项计划 B 类资产支持证券全部份额的权利，作为优先收购权权利对价，苏宁集团向专项计划支付相当于 B 类资产支持证券持有人支付的认购金额总额的 31%/年，实际支付对价为 B 类资产支持证券持有人支付的认购金额总额的 7.2%/年，计提对价为 B 类资产支持证券持有人支付的认购金额总额的 23.8%/年。

## 资产支持证券兑付分析

本专项计划 A 类资产支持证券采取按季等额本息方式进行分配；B 类资产支持证券采取按季付息，到期一次性还本方式进行分配。

表 2：资产支持证券还本付息计划

资产支持证券	付息计划	还本计划
A 类资产支持证券	按季分配	按季还本
B 类资产支持证券	按季分配	到期一次性还本

资料来源：华夏资本提供，中诚信证评整理

基于跟踪计算日 2016 年 12 月 31 日及之前获得的物业持有人、计划管理人相关报告及其他信息资料，资产支持证券尚未到期，并于 2016 年 3 月 28 日、2016 年 6 月 28 日、2016 年 9 月 28 日和 2016 年 12 月 28 日累计支付 A 类资产支持证券本息 148,479,436.12 元和 B 类资产支持证券收益 119,376,000.00 元。本专项计划于 2017 年 3 月 28 日，兑付 A 类资产支持证券本息 37,119,859.03 元，兑付 B 类资产支持证券收益 29,844,000.00 元。

跟踪期内，本专项计划按合同应确认租金收入共计 2.66 亿元，直线法确认收入共计 2.80 亿元，14 家项目公司向专项计划支付优先债利息的特定部分和向私募基金支付委贷利息共计 2.10 亿元，对当期 A 类资产支持证券预期本息兑付的覆盖倍数

达 1.41 倍。

计划管理人设置权利对价储备金账户，用于归集苏宁集团支付的优先收购权权利对价储备金，苏宁集团在本专项计划资产支持证券每个计息期间向专项计划实际支付的优先收购权权利对价为 B 类资产支持证券持有人所交付的认购资金总额的 1.8%。计划管理人华夏资本将该权利对价对 B 类资产支持证券持有人进行分配。

## 市场环境分析

2016 年我国宏观经济增速放缓，当年 GDP 同比增长 6.7%，增速较上年下降 0.2 个百分点。2016 年，国内社会消费品零售总额 332,316 亿元，同比增长 10.4%，较上年增速下降 0.3 个百分点。根据中华全国商业信息中心的监测数据，2016 年全国重点大型零售企业零售额同比下降 0.5 个百分点，降幅较上年扩大了 0.4 个百分点，增速连续第五年下降。但在经济发展中，消费品零售的作用逐步增加，消费对经济增长的贡献率达到 64.6%，较上年提高 4.7 个百分点，消费持续作为国民经济增长的第一驱动力。

2016 年全国居民人均可支配收入实际增长 6.3%，其中农村居民人均可支配收入增长 6.2%，增速持续高于城镇居民。居民人均可支配收入的持续增长，尤其农村居民的收入增长，有利于拉动消费的增长，并推动消费的结构升级和区域升级。从消费结构来看，2016 年，全国居民人均消费支出 17,111 元，同比增长 8.9%，扣除价格因素，实际增长 6.8%。按常住地分，城镇居民人均消费支出 23,079 元，扣除价格因素实际增长 5.7%；农村居民人均消费支出 10,130 元，扣除价格因素，实际增长 7.8%。城镇居民的人均消费型支出金额明显大于农村居民，城市居民是驱动社会消费增长的主力军。

2016 年我国网络购物交易规模 4.7 万亿元，同比增长 23.9%；我国移动购物市场交易规模 3.3 万亿元，同比增长 57.9%，移动购物在整体网络购物交易规模中占比 70.7%，占比持续提升。另截至 2016 年末，我国网民规模达 7.31 亿人，其中手机网民规模 6.56 亿人，比例高达 92.5%。未来随着中国西部省份及中东部三四线城市居民消费模式的转变，网

络购物潜力进一步释放，国内电商行业整体将成为拉动消费的主要渠道。

从 B2C 市场来看，2016 年，天猫市场份额占比较大，为 56.6%，京东占比为 24.7%，从增速来看，京东、苏宁易购、唯品会的增速均高于 B2C 市场整体增速。从网络购物企业市场集中度来看，平台模式的淘宝和天猫一家独大，在整体网购交易规模中占比 76.0%。京东、唯品会等第二梯队企业较淘宝和天猫的市场规模仍存在较大差距，市场集中度依然较高。

## 目标资产跟踪分析

**苏宁云商大连胜利广场店**（以下简称“胜利广场店”），位于辽宁省大连市中山区胜利广场，毗邻国美电器、胜利广场、大商新玛特商场、麦凯乐商场、九州华美达酒店、渤海明珠大酒店、大连火车站及众多银行等，地处青泥洼桥商圈的核心位置，周边商业氛围浓厚，消费市场保持稳定。未来几年，该商圈无新增商业供应，区域内商业物业租金保持稳定。跟踪期内，大连胜利广场店出租率达到 99.20%，经营运作稳健，实现租金收入 22,039,794.09 元。

**苏宁云商北京青塔西路店**（以下简称“青塔西路店”），位于丰台区青塔西路 11 号，毗邻翠微百货、物美超市、世纪华联超市、幸福乐购超市，建有数家国有银行和全国性股份制商业银行等，商业氛围浓厚。由于青塔区住宅项目较多，大宗可租商铺供应较少，区域内商业物业供应趋紧；同时，该区域居民对周边商业需求亦日益强烈。跟踪期内，北京青塔西路店的出租率为 100%，整体经营运转良好，实现租金收入 8,597,191.45 元。

**苏宁云商天津海光寺店**（以下简称“海光寺店”），位于天津市和平区卫津路北端嘉利大厦，毗邻环球置地广场、中恺国际广场、金泽大酒店、金融街南开中心、金海马家居、红苹果家具、天津经济联合中心大厦，周边商业、餐饮、购物、娱乐和休闲设施齐全。海光寺区域的商业氛围较为成熟，客源较为稳定，同时，由于海光寺区域内已无土地供应，未来不会新增商业物业。跟踪期内，海光寺区域商业物业的出租率为 100%，整体经营运转良

好，实现租金收入 29,994,281.31 元。

**苏宁云商济南泉城路二店**（以下简称“泉城路二店”），位于山东省济南市历下区泉城路 268 号，系历下区泉城路商圈核心位置，毗邻恒隆广场、泰府广场、贵和购物中心、国美电器、经四路万达广场及众多银行等，周边商业、餐饮、购物、娱乐和休闲设施齐全，商业氛围浓厚。近两年，泉城路商圈的绿地中心和世茂国际广场入市，商圈供应量基本饱和。跟踪期内，济南泉城路二店的出租率为 97.30%，整体经营运转良好，实现租金收入 31,196,410.71 元。

**苏宁云商郑州棉纺路店**（以下简称“棉纺路店”）位于河南省郑州市二七区棉纺东路 26 号，地处郑州市二七区棉纺东路，靠近郑州西部碧沙岗商圈，毗邻丹尼斯百货、国美电器、中原商贸城、嵩山饭店、在建中林国际广场及众多银行等。作为郑州西老城区的商业中心，政府投入较多资金对其进行改造，对该商圈功能、交通系统和环境形象均起到了良好的提升作用。该商圈目前供应处于持续偏少状态，对区域内商铺租金水平的稳定提供有利保障。跟踪期内，郑州棉纺路店出租率为 100%，经营运作情况良好，实现租金收入 9,638,843.42 元。

**苏宁云商上海浦东第一店**（以下简称“浦东店”）位于上海市浦东新区浦东南路 1101 号，地处陆家嘴商圈，毗邻第一八佰伴商厦、中融国际商城、新梅联合广场、华润时代广场、光大银行大厦等，周边商业氛围成熟。由于该商圈需求旺盛、交通便利且供应稀缺，较长时间处于一铺难求的状态。跟踪期内，上海浦东第一店铺的出租率为 100.00%，经营运作情况良好，实现租金收入 73,381,391.19 元。

**苏宁云商嘉兴江南摩尔店**（以下简称“摩尔店”）位于嘉兴市江南摩尔东区，地处秀洲区洪兴路与新洲路交叉口，是秀洲新区江南摩尔商圈的核心位置，毗邻沃尔玛超市、戴梦得超市、天虹百货、大润发超市、新洲国际大酒店、秀洲区政府及众多银行等，该商圈为嘉兴城西最重要的商圈，消费需求稳定。跟踪期内，嘉兴江南摩尔店出租率达到 100%，实现租金收入 7,852,851.89 元。

**苏宁云商泰州西坝口二店**（以下简称“西坝口二店”）位于泰州市海陵区海陵北路 288 号，地处海陵区海陵北路，是泰州海陵商圈的核心位置。西坝口二店毗邻金鹰广场、国美电器、坡子街商业街、如家酒店及众多银行等，周边商业配套较为成熟。且该区域不存在新增土地和物业，随着人口导入的持续，未来该区域商业项目稀缺性进一步凸显。跟踪期内，泰州西坝口二店出租率为 100%，实现租金收入 8,959,402.76 元。

**苏宁云商马鞍山解放路店**（以下简称“解放路店”）位于安徽省马鞍山解放路 2 号，总建筑面积为 6,168.12 平方米。解放路店东临城建路、南临湖北中路、西临解放路、北临人民会堂，处于解放路商圈核心地段。该商圈囊括了鸿泰新百购物中心、人民会堂、新天地广场、金鹏奥莱城等主要商业设施以及众多商业银行、餐饮、娱乐休闲等设施。作为马鞍山市传统的核心商圈，区域消费市场较为稳固。跟踪期内，马鞍山解放店的出租率为 100%，实现租金收入 7,684,285.93 元。

**苏宁云商武汉中南店**（以下简称“中南店”）位于湖北省武汉市武昌区中南路 2-6 号工行广场，毗邻中商广场、银泰百货、国际金融贸易大厦、如家酒店、瑞丰时代酒店及众多银行等，周边商业配套齐备。武汉市作为湖北省省会和中部最大的省会城市，近年来发展迅猛；武昌区交通发达，为持续人口导入区域，消费能力旺盛。中南路商圈形成年代较早，区域内已无闲置空地，未来供应较少。跟踪期内，武汉中南店的出租率为 100%，经营运作情况良好，实现租金收入 34,387,408.69 元。

**苏宁云商郴州国庆北路店**（以下简称“国庆北路店”），位于郴州市北湖区国庆路与健康路交汇处，毗邻友谊中皇城、兴隆步行街、家润多、汉庭酒店、7 天酒店、在建步步高新天地、友谊阿波罗商业广场、美美世界城市商业广场及众多银行等，周边商业、餐饮、购物、娱乐和休闲设施齐全，商业氛围浓厚。跟踪期内，郴州国庆北路店的出租率为 100%，实现租金收入 6,219,909.99 元。

**苏宁云商大同苏宁电器广场店**（以下简称“大同店”）位于山西省大同市校场街 19 号，总建筑面

积为 20,922.99 平方米，东侧西侧北侧为无名街道，南临校场街，所处区域为大同市校场街商圈。该商圈是大同市成熟度较高的商业圈，区域内商业以百货、电器专营及临街商铺为主，囊括了华林商厦、北方电器、亚新大富翁等主要商业设施以及众多商业银行、餐饮设施等。尽管受煤炭行业景气度下行影响，山西省经济指标欠佳，人均可支配财力下滑，但该商圈氛围成熟，随着山西省发展旅游战略的逐步实施，未来消费需求将保持稳定。跟踪期内，大同苏宁电器广场店的出租率为 95.80%，实现租金收入 17,349,092.31 元。

**苏宁云商内江百货大楼店**（以下简称“内江百货店”）位于四川内江市上南街 2 号，总建筑面积为 6,971.22 平方米。内江百货店东临上南街、南临内江市川剧院、西临新华书店大楼、北临公园街，所处区域为内江市老城区商圈。该商圈人气旺盛，商业繁荣，以零售，服装，餐饮，家电，饮品为主。该商圈中商业形式以临街商铺为主，集中商场较少，主要有卓尔购物广场、惠川购物中心等。跟踪期内，内江百货大楼店的出租率为 100%，经营运作稳健，实现租金收入 9,272,764.47 元。

**苏宁云商厦门财富港湾购置店**（以下简称“财富港湾店”）位于厦门市湖里区嘉禾路 398 号，西

临嘉禾路，北临永同昌大厦，南至屿浦路，东至江华路，是 SM 商圈的核心位置。财富港湾店毗邻中闽百汇商场、天虹商场、SM 城市广场、SM 新生活广场、喜来登酒店及众多银行、写字楼等，周边商业配套齐备，商业氛围浓厚。近年来由于厦门岛内土地稀缺，核心区域已无闲置空地，商业地产的租金水平将保持稳定上涨。跟踪期内，厦门财富湾购置店出租率为 100%，经营运作情况良好，实现租金收入 13,663,948.94 元。

### 目标资产未来租金分析

根据计划管理人提供的信息，截至 2016 年 12 月末，苏宁云商下属大区销售公司与项目公司就目标资产中面积占比达 87.81% 的物业签署 12 年期不可撤销租约。第 12 年到期前 30 日，由大区销售公司与项目公司另行协商，若大区销售公司不再租赁，则由苏宁集团承租至第 20 年。目标资产租金在前 6 年每年上涨 3%，第 7 年按市场水平重新确定租金，但最低不低于首年租金水平；第 13 年按市场水平重新确定租金，但最低不低于首年租金水平的 135%。租约中明确了初始租金水平和租金的增长方式及幅度，未来目标资产整体预期租金水平较为明确。



表 3：目标资产情况

单位：平方米、万元

项目名称	建筑面积	苏宁云商下属大区销售公司自用面积	外租户租赁面积(折合建筑面积)	2015 年评估值	2016 年评估值	估值同比增幅
苏宁云商大连胜利广场店	11,816.08	10,832.28	983.8	27,900	28,220	1.15%
苏宁云商北京青塔西路店	3,510.71	3,509.51	1.20	8,700	8,930	2.64%
苏宁云商天津海光寺店	16,213.12	15,867.90	345.22	35,600	36,360	2.13%
苏宁云商济南泉城路二店	12,732.64	12,391.64	341.00	34,500	34,850	1.01%
苏宁云商郑州棉纺路店	6,551.84	6,441.84	110.00	10,900	11,070	1.56%
苏宁云商上海浦东第一店	18,347.71	17,166.29	1,118.42	99,600	102,090	2.50%
苏宁云商嘉兴江南摩尔店	7,288.05	7,288.05	-	10,900	11,060	1.47%
苏宁云商泰州西坝口二店	4,810.93	4,783.93	27.00	10,000	10,220	2.20%
苏宁云商马鞍山解放路店	6,168.12	6,168.12	-	8,300	8,510	2.53%
苏宁云商武汉中南店	20,627.74	11,519.74	9,107.00	39,700	40,480	1.96%
苏宁云商郴州国庆北路店	4,458.87	4,448.87	10.00	8,000	8,150	1.88%
苏宁云商大同苏宁电器广场店	20,922.99	15,541.99	5,381.00	21,600	22,110	2.36%
苏宁云商内江百货大楼店	6,971.22	6,322.18	649.04	10,200	10,310	1.08%
苏宁云商厦门财富港湾购置店	8,426.63	8,424.63	2.00	16,400	16,660	1.59%
合计	148,846.65	130,706.97	18,075.68	342,300	351,036	1.95%
占比	100.00%	87.81%	12.14%	-	-	-

资料来源：深圳市戴德梁行土地房地产评估有限公司提供，截至 2016 年 12 月 31 日，中诚信证评整理

## 目标资产价值分析

本专项计划目标资产主要集中在北京市、上海市、天津市、大连市、厦门市、郑州市和武汉市等一、二线发达城市。跟踪期内，根据深圳市戴德梁行土地房地产评估有限公司于 2017 年 2 月 28 日出具的评估报告显示，目标资产的市场价值同比增长 1.01%~2.64%，总评估值同比增长 1.95%。

目标资产所在城市区域经济保持稳定态势，经济发展出现极端情况的可能性很低；同时，依靠苏宁云商雄厚的资金实力、强大的品牌影响力及其丰富的项目运作经验，能够保证目标资产租金的顺利回收。总体上看，目标资产市场价值较为平稳。

但同时我们也关注到，未来中国宏观经济增速放缓、电商冲击持续扩大、商业地产存在阶段性下行的可能性，目标资产的市场价值有可能出现波动。

## 压力景况现金流分析

在跟踪期内，扣除税费及专项计划相关费用后，可分配租金为 246,690,955.26 元，对当期 A 类资产支持证券预期本息兑付的覆盖倍数达 1.66 倍，

符合预期水平。

在压力景况中，我们考虑了商业地产市场景气度大幅下滑，目标资产公允价值下降，导致私募投资基金以 REITs 上市方式或者资产处置方式退出情形下专项计划现金流入可能会对 B 类资产支持证券本金兑付所产生的不利影响。

本次专项计划目标资产基础跌幅为 11.30%，基于本专项计划的退出模式，我们设置未来 2 年的每年压力倍数分别为 1.0 倍、1.3 倍，即目标资产公允价值在未来 2 年内的累计跌幅分别为 1 年内 11.30%、2 年内 14.69%。

根据我们的测算结果，专项计划的处置流入仍能覆盖当期计划所产生的税费支出及 B 类资产支持证券本金兑付。

表 4：压力景况下专项计划存续期内 B 类资产支持证券本金  
现金流覆盖倍数预测

年份	现金流覆盖倍数
2017 年	1.88
2018 年	1.81

资料来源：中诚信证评整理

## 重要参与方

华夏资本、招商银行股份有限公司南京分行和中信金石分别作为本次专项计划的计划管理人、托管人和基金管理人在跟踪期内运营情况良好，能行使各自职能以保障A类资产支持证券和B类资产支持证券投资人的权益。

#### 原始权益人/租赁合同保证人——苏宁云商

跟踪期内，苏宁云商经营状况平稳。截至2016年12月31日，苏宁云商共拥有自有物业29处，租赁店面75家，此外通过实施门店资产创新运作获得长期稳定的店面25家。2016年苏宁云商大陆地区及海外新开店面合计144家，置换/关闭连锁店195家，门店覆盖中国大陆297个地级以上城市以及香港和日本市场。截至2016年末，苏宁云商店面（包含苏宁易购服务站）总数3,491家，其中香港地区连锁店24家，日本市场连锁店42家。

截至2016年12月31日，苏宁云商总资产1,371.67亿元，负债合计672.45亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计699.22亿元。当年苏宁云商共实现营业收入1,485.85亿元，取得净利润4.93亿元。

2016年苏宁云商营业收入同比增长9.62%至1,485.85亿元，其中第一、二、三和四季度收入同比分别增长8.13%、9.77%、15.12%和6.54%。2016年苏宁云商线上、线下销售收入分别为618.70亿元（含税）和935.73亿元，同比分别增长53.55%和下降5.91%，线上销售收入占比不断提升，由上年的25.72%提升至当年的36.11%。

分产品来看，除黑色电器产品外，2016年苏宁云商各类产品销售收入均较上年有所增长。其中3C产品方面，通讯产品、小家电产品和数码及IT产品全年营业收入同比增长26.53%、12.00%和9.31%，上述三类产品收入的增长主要得益于苏宁云商开展新型商品运营模式，并利用O2O渠道优势，提升消费体验，适时开展积极的价格竞争策略；传统家电方面，受外部经济影响，黑色家电产品销售受一定影响，当年营业收入同比下降7.39%，但苏宁云商通过加大产品推广力度，白色电器产品和空调产品当年收入分别同比增长2.58%和21.99%。但是，受苏宁云商加大定制包销产品推广力度、线

上销售占比提升等影响，2016年各产品毛利率水平均略有下降。未来随着苏宁云商增值服务能力提升，线上线下平台、金融、物流资源价值逐步实现，毛利水平有望进一步改善。

可比店面经营方面，2016年苏宁云商继续通过招商、转租、退租等方式调整店面数量，当年云店规模不断提升，但旗舰店、中心店、社区店、县镇店等数量均有所减少，使得当年可比店面销售收入同比下降1.33%。此外，苏宁云商运用互联网数据营销工具强化门店基础管理，随着O2O运营模式的成熟以及线上线下联动促销等活动开展，单店经营质量有所增强，当年可比店面坪效同比提升19.49%，较上年增幅提升11.68个百分点。

从苏宁云商的线上业务来看，2016年苏宁易购开放平台商户发展较快，平台运营能力增强。2016年苏宁云商PC端用户规模和购买频率提升，且移动端用户增速和订单占比持续上涨，2016年移动端订单数量占线上整体比例从年初的60%升高至83%。截至2016年末，苏宁云商零售体系会员总数达到2.80亿次。同时，苏宁云商商品SKU数量从上年末的2,000万增至4,400万，商品丰富度进一步提高。2016年线上业务实现自营商品销售收入618.70亿元（含税），开放平台实现商品交易规模186.40亿元（含税），线上平台实体商品交易总额同比增长60.14%至805.10亿元（含税）。

线下门店方面，2016年苏宁云商继续推进店面结构优化及经营效益管理，加快低效店面的关闭，并通过购置、自建及合作等多种方式获取优质稳定的物业资源。截至2016年末，苏宁云商共拥有自有物业29处，租赁店面75家，此外通过实施门店资产创新运作获得长期稳定的店面25家。2016年苏宁云商大陆地区及海外新开店面合计144家，置换/关闭连锁店195家，门店覆盖中国大陆297个地级以上城市以及香港和日本市场。截至2016年末，苏宁云商店面（包含苏宁易购服务站）总数3,491家，其中香港地区连锁店24家，日本市场连锁店42家。

物流方面，江苏苏宁物流有限公司（以下简称“苏宁物流”）主要从事基础设施网络建设、物流运

营效率提升以及社会化开放运作等。2016 年 12 月，苏宁物流协议收购天天快递有限公司（以下简称“天天快递”）70%股份，双方将在仓储、干线、末端等方面整合资源，提高配送效率，降低运营成本，形成一定规模效应。截至 2016 年末，苏宁云商与天天快递拥有物流仓储及相关配套总面积 583 万平方米，快递网点 17,000 个，物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2,805 个区县级城市。基础设施方面，2016 年苏宁云商在兰州、南宁物流区域配送中心投入运营，南京雨花自动化拣选中心建成投入运营。截至 2016 年末，苏宁云商合计投入运营 7 个自动化拣选中心、32 个区域配送中心，另有 3 个自动化拣选中心、15 个区域配送中心在建。物流服务方面，苏宁云商加强特色服务能力，在全国 114 个城市提供“送装一体”服务，并持续优化“次日达”、“半日达”、“急速达”等配送服务范围，物流效率大幅提升。社会化运作方面，苏宁云商以服务供应商、菜鸟业务为重点，提供包括合同物流、仓储代运营、仓配一体、供应链金融、仓储租赁等多元化服务，当年实现社会化物流收入同比增长 320.33%。未来随着苏宁云商物流社会化开放进程的加快，以及并购天天快递后，物流社会化收入规模将得到显著提升。

金融方面，苏宁金融服务（上海）有限公司（以下简称“苏宁金融”）不断完善各项金融产品，其规模效益凸显，且持续强化以 O2O 为特色的金融科技企业的品牌定位。苏宁金融主要专注于苏宁云商上下游供应商和下游用户在支付结算、融资、保险等金融服务方面的需求，着重发展企业端支付业务和供应链业务。目前，苏宁易付宝支付直连银行超过 70 家，为企业客户提供银行间支付解决方案，通过整合直连支付通道开发“跨行通”产品；针对售后服务商群体，推出“乐业贷”融资产品。此外，2016 年公司投资的苏宁银行获批筹建。2016 年苏宁金融业务（支付业务、供应链金融等业务）总体交易规模同比增长 157.21%，并实现了较好的盈利，对公司整体利润形成一定补充。

项目投资方面，目前苏宁云商主要投资于物流平台建设、苏宁易购云店发展项目、互联网金融项目和 IT 项目等四个领域，其中，物流平台建设项

目总投资 95.44 亿元，主要包括自动化拣选中心建设项目、区域配送中心建设项目和物流运营业务发展项目；苏宁易购云店发展项目总投资 115.10 亿元，主要包括租赁店项目、改造店项目、购置店项目和苏宁易购云店品牌推广项目；互联网金融项目总计投资 33.50 亿元，主要用于补充金融公司和易付宝资本金；IT 项目总投资 16.98 亿元，主要用于云计算项目、大数据项目和智能家居项目。苏宁云商计划投资项目总投资 261.02 亿元，项目主要资金来源为 2016 年非公开发行募集资金，总计可解决项目资金 238.43 亿元，剩余资金缺口为 22.59 亿元，苏宁云商资本支出压力可控。

随着苏宁云商业务规模扩大，苏宁云商总资产保持快速增长，截至 2016 年末，苏宁云商总资产为 1,371.67 亿元，同比增长 55.74%。同时，得益于苏宁云商通过非公开发行股票向阿里巴巴集团境内全资子公司淘宝（中国）软件有限公司（以下简称“淘宝中国”）和苏宁云商第二期员工持股计划安信证券—苏宁众承 2 号定向资产管理计划发行股份，募集资金总额 290.85 亿元，使其当年末自有资本同比大幅增长 119.02%至 699.22 亿元。负债方面，随着业务拓展对资金需求加大，2016 年末苏宁云商负债为 672.45 亿元，同比增长 19.76%。财务杠杆方面，当年苏宁云商实施非公开发行增资后，苏宁云商财务杠杆下降明显，2016 年末苏宁云商资产负债率为 49.02%，同比下降 14.73 个百分点，总资本化率为 36.41%，同比下降 16.26 个百分点。

债务规模方面，随着经营规模的不断扩大，苏宁云商对资金需求持续增长。截至 2016 年末，苏宁云商总债务为 400.44 亿元，同比增长 12.71%。同期，苏宁云商长短期债务分别为 35.18 亿元和 365.26 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 10.38 倍，较上年增加 7.12 倍，苏宁云商长短期债务比上升较快主要系苏宁云商债务重分类所致，苏宁云商债务期限结构有待优化。

盈利能力方面，2016 年苏宁云商业务得到较快发展，营业收入增长较快，2016 年苏宁云商实现主营业务收入 1,464.53 亿元。其中，通讯产品、小家电产品、数码及 IT 产品、白色家电产品、空调产品

等收入有所增长，主要系公司深耕线上线下渠道，加强营销活动所致；但黑色家电产品、安装维修业务等收入有所下降。毛利率方面，受苏宁云商加大定制包销产品推广力度，线上销售占比提升等影响，2016年苏宁云商主营业务毛利率有所下降，为13.39%，同比下降0.31个百分点。

利润方面，苏宁云商期间费用对其利润造成较大侵蚀，使其经营性业务利润为负，2016年苏宁云商经营性业务利润为-10.59亿元，导致苏宁云商利润总额主要由投资收益和营业外损益构成。2016年苏宁云商利润总额为9.01亿元，其中投资收益为14.45亿元，主要来源于处置北京京朝苏宁电器有限公司（以下简称“北京京朝”）子公司产生的投资收益。2016年，苏宁云商实现营业外损益8.99亿元，主要系苏宁云商开展轻资产化创新资产运作模式所得收益。此外，当年第四季度若不考虑出售项目公司股权的影响，苏宁云商实现了归属于母公司股东净利润转正。所有者权益收益率方面，由于苏宁云商2016年实施完成非公开发行股份影响，当年其净资产收益率为0.71%，同比下降1.66个百分点，资产获利能力有所下降。

从主要偿债能力指标来看，2016年苏宁云商EBITDA为32.87亿元，同比下降15.42%。同期，总债务/EBITDA为12.18倍，同比上升3.04倍。EBITDA利息倍数为4.85倍，同比下降1.99倍，尽管苏宁云商偿债指标有所弱化，但其EBITDA仍能够对债务利息支出形成较好保障。

整体来看，受益于苏宁云商业务规模不断扩大以及非公开发行增资的实施，其资产规模保持增长，负债水平有所下降，资本结构较为稳健，经营性活动净现金流大幅增长，且货币资金较为充裕，备用流动性充足，苏宁云商整体偿债能力很强。

#### 优先收购权人——苏宁集团

苏宁集团前身为江苏苏宁电器有限公司，于1999年11月24日由江苏苏宁交家电有限公司（以下简称“苏宁交家电”）和江苏苏宁科技实业投资有限公司共同出资成立，初始注册资本3,000万元，其中苏宁交家电出资2,653.20万元，江苏苏宁科技

实业投资有限公司出资346.80万元。截至2016年末，苏宁集团注册资本17.14亿元，股东为卜扬、张近东两位自然人，持股比例分别为50%和50%，卜扬担任苏宁集团的董事长和法定代表人，苏宁集团无实际控制人。截至2016年末，苏宁集团纳入合并范围的一级子公司有9家，其中一家为上市公司即苏宁云商。

截至2016年12月31日，苏宁集团总资产2,279.84亿元，负债总额1,587.22亿元，所有者权益共计692.62亿元，资产负债率69.62%。2016年，苏宁集团共实现营业收入1,576.97亿元，取得净利润7.12亿元。

苏宁集团主要从事商业零售/房地产开发、安装维修、连锁店服务等业务，其中商业零售业务主要由苏宁云商负责运营，且该业务系苏宁集团主要的收入和利润来源，在收入中的比重在90%以上；房地产开发业务在收入中的占比不足5%。

房地产开发业务主要由苏宁集团旗下子公司苏宁置业负责具体运营。苏宁集团房地产开发主要以商业地产项目为主，同时涵盖住宅地产、科技地产和旅游地产。其中商业地产项目主要位于南京市以及无锡、成都等较发达的二、三线城市，业态涵盖大型购物中心，生活广场、五星级酒店、甲级写字楼和酒店式公寓等。

苏宁集团2016年全年实现合同销售面积59.69万平方米，销售金额77.78亿元，分别同比增长84.06%和86.52%。2017年1~3月，苏宁集团实现合同销售面积8.78万平方米，销售金额8.98亿元。

从项目开发情况来看，2014年在房地产行业景气度下行的背景下，苏宁集团主动控制开发节奏，2014年新开工面积明显下降；2015年，得益于房地产政策的松绑，房地产市场逐步回暖，苏宁集团加快了项目的开发节奏。2016年，由于政策的收紧苏宁集团新开工面积急速下降，新开工面积27.77万平方米，竣工面积41.79万平方米，期末在建面积361.88万平方米。

截至2017年3月31日，苏宁集团在建项目共7个，对应规划建筑面积2,589,784万平方米。项目区域分布方面，目前苏宁集团开发项目主要分布在江



苏省内；项目类型方面，目前苏宁集团开发项目主要为商住综合体。截至2017年3月末，苏宁集团在建面积较大，可为未来业务规模的持续增长提供较好的保障，但项目投资规模较大，未来随着项目开发建设进度的持续推进，苏宁集团将面临较大资本支出压力。

截至2017年3月末，苏宁集团子公司苏宁置业持有的商业物业建筑面积合计51.34万平方米，物业主要集中在南京、青岛、福州等地。截至2017年3月末，苏宁集团已开业的商业广场/生活广场共10个，分别为南京新街口苏宁生活广场、南京清江苏宁广场、福州苏宁广场、鞍山苏宁生活广场、连云港苏宁广场、青岛苏宁生活广场、石家庄苏宁生活广场、镇江苏宁广场、宿迁苏宁广场、淮安苏宁生活广场。

除商品零售及房地产开发业务外，苏宁集团在物流、金融、IT等方面也已形成互联网零售核心并逐渐实现价值。

物流方面，2016年苏宁集团持续推进物流基地建设，加速自动化项目的建设和升级，且物流服务能力和社会化运作不断加强，兰州、南宁物流区域配送中心投入运营，南京雨花自动化拣选中心建成投入运营。截至2016年末，苏宁集团共投入运营7个自动化拣选中心、32个区域配送中心，另有3个自动化拣选中心、15个区域配送中心在建。苏宁集团社会化物流以服务供应商、菜鸟业务为重点，提供包括合同物流、仓储代运营、仓配一体、供应链金融、仓储租赁等多元化的服务产品，实现社会化物流收入同比上一年增长320.33%。

金融方面，截至2016年末，苏宁集团金融业务（支付业务、供应链金融等业务）总体交易规模同比增长157.21%，苏宁集团金融业务专注于苏宁上游供应商和下游用户在支付结算、融资、保险等金融服务方面的需求，持续优化产品布局，提升苏宁生态圈内金融服务渗透率；生态圈外拓上，着重发展企业端支付业务和供应链金融业务，目前苏宁易付宝支付直连银行超过70家，通过整合直连支付通道开发“跨行通”产品，为企业客户提供银行间支付解决方案；苏宁集团针对苏宁售后服务商群体，推

出“乐业贷”融资产品。同时，持续推动数据拓源、加大科技投入、完善风控体系建设，上线智能营销决策引擎，打造全流程、全业务覆盖的智能实时风控，为各类金融业务的快速发展提供技术保障。

IT方面，2016年苏宁集团云计算能力不断提升，苏宁平台交易处理能力进一步提高；大数据应用能力增强，与会员管理、商户管理等业务体系逐步融会贯通；完成了对大聚惠、闪拍等苏宁易购平台产品的优化，上线名品特卖、二手拍卖等新营销产品，拓展了海外购等新业务平台，并丰富了用户体验。

总体来看，随着苏宁集团的互联网零售在2016年成型和定型，集团在线上线下具有一定的O2O先发优势，且平台、物流、金融等核心资源的价值在逐步体现，有利于苏宁集团盈利能力的提升。但是，中诚信证评也关注到，尽管苏宁集团业务转型已完成，经营效率有所提升，但互联网零售模式的规模效应尚未完全得以体现，且业务转型带来的成本费用攀升，对盈利造成较大侵蚀，短期内苏宁集团经营性业务经营仍面临一定的压力。

资本结构方面，2014~2016年末，苏宁集团总资产分别为1,402.77亿元、1,707.21亿元和2,279.84亿元。截至2016年末，苏宁集团流动资产为1,408.95亿元，流动资产占总资产的比重为61.80%，流动资产主要由存货、货币资金、预付款项、其他应收款等构成。2014~2016年末，苏宁集团总负债分别为1,040.33亿元、1,291.20亿元和1,587.21亿元，负债规模有所上升。同期，苏宁集团非流动负债增长较快，截至2016年末苏宁集团流动负债为和非流动负债分别为1,067.65亿元和519.56亿元。2014年以来，苏宁集团长期借款和债券融资规模波动较大，非流动负债增长带动总负债规模有所增加。财务杠杆方面，2014~2016年末，苏宁集团资产负债率分别为74.16%、75.63%和69.62%，负债规模处于较高水平，苏宁集团债务偿还较大程度依赖于债务融资。截至2017年3月31日，苏宁集团总资产2,313.58亿元，流动资产占比为61.08%；负债总额1,579.39亿元，流动负债占比为64.50%；资产负债率为68.27%。

债务结构方面，2014~2016年末，苏宁集团总债务规模分别为741.49亿元、935.25亿元和1,127.01亿元，债务规模增长较快，且以短期债务为主。其中，2014~2016年末，苏宁集团短期债务分别为487.37亿元、572.34亿元和679.62亿元，长短期债务比分别为1.92倍、1.58倍和1.52倍。

盈利能力方面，苏宁集团收入规模持续增长，2014~2016年苏宁集团分别取得营业总收入1,150.75亿元、1,396.39亿元和1,576.97亿元，同期营业毛利率分别为16.72%、14.98%和15.33%，毛利率有所波动，主要由于苏宁集团大力推进互联网业务，现阶段以扩大用户、提升规模为主要方向，采取较为频繁的促销推广策略。随着线上业务用户规模持续扩大及运营逐步成熟，预计未来苏宁集团营业收入仍将有所提升。但苏宁集团经营性业务盈利能力较弱，2014~2016年营业亏损分别为16.02亿元、14.05亿元和6.14亿元；同期苏宁集团实现营业外收入分别为26.77亿元、18.17亿元和22.02亿元，主要系非流动资产处置利得及当地财政部门补贴，受益于此，其实现净利润分别为6.68亿元、2.19亿元和7.12亿元。

偿债能力方面，从经营性现金流表现来看，2014~2016年，苏宁集团的经营性净现金流分别为-18.16亿元、-61.88亿元和49.57亿元，经营性净现金流相对于2014年和2015年有了大幅增长，主要原因是随着业务规模扩大，经营活动收到的现金流入有了较大增长。2014~2016年，苏宁集团总债务分别为741.49亿元、935.25亿元和1,127.01亿元，债务规模增长较快而经营活动现金流净流入较小，无法覆盖总债务；从短期偿债能力指标来看，2014~2016年末苏宁集团流动比率分别为120.16%、127.75%和131.97%，流动资产对流动负债的保障程度一般。

或有负债方面，截至2016年末，苏宁集团无对生产经营产生影响的未决诉讼、仲裁事项以及对外担保事项。

财务弹性方面，苏宁集团与多家银行及金融机构保持良好合作关系，截至2016年末，苏宁集团共获得34家银行综合授信额度合计907.49亿元，

其中未使用额度为342.13亿元。

整体来看，虽然整体盈利能力较弱，但苏宁集团作为国内家电连锁零售业的龙头企业，品牌与规模优势突出，尤其是电商平台苏宁易购上线以来，线上业务发展良好，随着物流配送体系的不断健全，交易额快速增长，同时其收入总规模将保持增长，整体抗风险能力很强。作为优先收购权人苏宁集团能够承担每期优先收购权权利对价金的支付义务。

## 评级结论

基于评级跟踪计算日（2016年12月31日）的专项计划目标资产的质量、本交易结构的机制安排、苏宁云商提供的租金保证承诺、苏宁集团拥有的优先收购权的基础上，参照中诚信证评资产证券化评级标准，根据我们的测算结果，本专项计划优先级资产支持证券的信用状况并未发生足以影响信用等级变化。

综上，中诚信证评维持“中信华夏苏宁云创二期资产支持专项计划”A类资产支持证券的信用等级为AAA级；B类资产支持证券的信用等级为AA<sup>+</sup>级。

## 附：信用等级的符号及定义

### 专项计划份额信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	专项计划份额持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极高，且基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
<b>AA</b>	专项计划份额持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性很高，且不易受不利经济环境的影响，违约风险很低
<b>A</b>	专项计划份额持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较高，虽易受不利经济环境的影响，违约风险较低
<b>BBB</b>	专项计划份额持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性一般，易受不利经济环境的影响并可能遭受损失，违约风险一般
<b>BB</b>	专项计划份额持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较低，极易受不利经济环境的影响并可能遭受较大损失，违约风险较高
<b>B</b>	专项计划份额持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性依赖于良好的经济环境，具有较大的不确定性，受不利经济环境影响很大且会遭受很大打击，违约风险很高
<b>CCC</b>	专项计划份额持有人预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性非常依赖于有利的经济环境，具有极大的不确定性，违约风险极高
<b>CC</b>	
<b>C</b>	专项计划份额持有人无法获得预期收益，本金部分或全部损失

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。