



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪853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。

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	20.85	18 年(可 提前结 束)	6.17%	AAA	AAA
B 类资产支持 证券	23.10	3+1 年 (可提 前结束)	-	AA	AA
合计	43.95	-	-	-	-
设立日	2014 年 12 月 16 日				
上次评级日	2016 年 6 月 30 日				
目标资产	物业一：苏宁电器北京刘家窑店 物业二：苏宁电器北京新华西街店 物业三：苏宁电器成都春熙路店 物业四：苏宁电器成都万年场店 物业五：苏宁电器成都西大街店 物业六：苏宁电器重庆观音桥店 物业七：苏宁电器重庆解放碑店 物业八：苏宁电器武汉唐家墩店 物业九：苏宁电器常州南大街店 物业十：苏宁电器西安金花路店 物业十一：苏宁电器昆明小花园店				
目标资产价值	478,020 万元 (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

董 岩 ycdm@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的变化。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 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，进而保障优先级资产支持证券预期收益的及时兑付。

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；中国工商银行股份有限公司江苏省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）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	
物业持有人	上海州南资产管理有限公司
	上海春熹资产管理有限公司
	上海融昆资产管理有限公司
	上海万场资产管理有限公司
	上海重桥资产管理有限公司
	上海汉南资产管理有限公司
	上海青联资产管理有限公司
	上海达昆资产管理有限公司
	上海熹南资产管理有限公司
	上海庆街资产管理有限公司
	上海青景资产管理有限公司
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
监管银行	中国工商银行股份有限公司南京汉府支行
托管人	中国工商银行股份有限公司江苏省分行
基金名称	中信苏宁云创私募投资基金
基金管理人	中信金石基金管理有限公司
目标资产	物业一：苏宁电器北京刘家窑店
	物业二：苏宁电器北京新华西街店
	物业三：苏宁电器成都春熙路店
	物业四：苏宁电器成都万年场店
	物业五：苏宁电器成都西大街店
	物业六：苏宁电器重庆观音桥店
	物业七：苏宁电器重庆解放碑店
	物业八：苏宁电器武汉唐家墩店
	物业九：苏宁电器常州南大街店
	物业十：苏宁电器西安金花路店
	物业十一：苏宁电器昆明小花园店
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

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”）是计划管理人，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 29%/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 8.5%/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 20.5%/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 15 日、2016 年 6 月 15 日、2016 年 9 月 14 日和 2016 年 12 月 15 日累计支付 A 类资产支持证券本息 192,629,346.80 元和 B 类资产支持证券收益 196,350,000 元。2017 年 3 月 15 日和 2017 年 6 月 15 日，本专项计划共进行两次分配，共分配 A 类资产支持证券本息 96,303,724.72 元，分配 B 类资产支持证券收益 98,175,000.00 元

跟踪期内，本专项计划按照合同应确认收入共计 354,731,342.55 元，按直线法确认收入 369,408,485.45 元，11 家项目公司向专项计划支付优先债利息的特定部分和委贷利息共计 269,615,293.00 元，对当期 A 类资产支持证券预期本息兑付的覆盖倍数达 1.40 倍。

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2.125%。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

苏宁电器北京刘家窑店（以下简称“刘家窑店”），位于北京市丰台区南三环东路27号院，所处区域为方庄商圈。方庄商圈居住密度呈现逐步加大趋势，大型商业配套仍然处在供不应求的状态，随着商圈覆盖范围的逐步扩大，商业配套的稀缺性日益凸显。跟踪期内，北京刘家窑店出租率为100%，运营情况良好，审计报告确认收入为31,779,511.71元。

苏宁电器北京新华西街店（以下简称“新华西街店”）位于通州区新华西街61号，地处通州中心区北苑商圈内，也是通州主城区中商业最繁华的地段。随着通州成为北京市城市副中心定位的确立，未来通州人口密度以及商业配套都会呈现出持续提升的趋势。跟踪期内，北京新华西街店出租率为100%，运营情况良好，审计报告确认收入为38,620,464.22元。

苏宁电器成都春熙路店（以下简称“春熙路店”）位于成都市锦江区红星路三段16号正熙国际大厦1栋1单元地上1-6层，所处区域为成都市春熙路商圈。该商圈是成都市市中心传统商业圈，随着成都市中心区域的升级改造，目前该区域同样在进行商业品质提升、规模持续扩大的产业升级，为持续保持核心商业区的地位奠定了基础。跟踪期内，成都春熙路店出租率为100%，运营情况良好，审计报告确认收入为46,442,864.55元。

苏宁电器成都万年场店（以下简称“万年场店”）对应的成都成华区双林路2号1-7层商业、办公物业，所处区域为成都市万年场商圈。万年商圈目前主要以万象城商业为中心，向四周辐射，聚集了国美、苏宁、永乐和五星等家电大卖场，家电产业聚集度较大。随着该区域住宅项目的持续交付，居住人口不断增加，整体消费能力逐步提升，商业

租金保持稳定态势。跟踪期内，成都万年场店出租率为 100%，运营情况良好，审计报告确认收入为 16,125,080.67 元。

苏宁电器成都西大街店（以下简称“西大街店”）位于成都市金牛区三洞桥路 19 号 A 栋国贸广场地上 1-3 层，所处区域为成都较为成熟的住宅聚集区，毗邻枫桥晓月、锦城世家、碧园公寓和泰丰御园等中高端住宅，零售市场需求较高。目前，该区域道路交通改造，商业配套建设项目较多。随着基础设施的不断完善，该区域的整体商业品质会进一步增强。跟踪期内，成都西大街店出租率为 100%，运营情况良好，审计报告确认收入为 16,339,646.46 元。

苏宁电器重庆观音桥店（以下简称“观音桥店”）对应的物业为嘉年华大厦商业裙楼，位于重庆市江北区观音桥步行街 9 号，系观音桥商圈核心位置。观音桥商圈位于江北区北部，属于重庆市第二时尚步行街，商业丰富度较高，集中了众多写字楼和大型购物中心，商业氛围浓厚。跟踪期内，重庆观音桥店出租率为 99.99%，运营情况良好，审计报告确认收入为 65,082,784.57 元。

苏宁电器重庆解放碑店（以下简称“解放碑店”）位于重庆市渝中区八一路 177 号，属于解放碑 CBD 商圈。解放碑商圈作为重庆市传统的经济中心，有着重要的经济地位，该区域基础设施、公共配套持续升级、日均人流量已达到 30 万人次以上。跟踪期内，重庆解放碑店出租率为 99.97%，运营情况良好，审计报告确认收入为 40,519,359.37 元。

苏宁电器武汉唐家墩店（以下简称“唐家墩店”）位于江汉区发展大厦 229 号顶琚·晶城 5 栋，属于唐家墩区域的核心位置。该区域毗邻汉口火车站商圈、王家墩 CBD 商圈以及菱角湖万达广场板块，商业资源丰富，同时集中了众多中高端住宅小区，具有较强的商业需求。跟踪期内，武汉唐家墩店出租率为 99.96%，运营情况良好，审计报告确认收入为 26,255,331.35 元。

苏宁电器常州南大街店（以下简称“南大街店”）位于江苏省常州市钟楼区延陵西路 99 号 101 室及二至五层，为嘉业国贸广场之商业裙房，处常州市市中心南大街商圈的核心位置。该区域未来覆盖范围逐步扩大，商业项目配套逐步完善，进一步提升了商业服务功能。跟踪期内，常州南大街店出租率为 98.40%，运营情况良好，审计报告确认收入为 31,912,054.55 元。

苏宁电器西安金花路店（以下简称“金花路店”）位于陕西省西安市新城区金花北路 169 号，是康复路商圈的核心区域。康复路商圈包含丹尼尔世纪广场、新兴戴斯大酒店、西安金花大酒店、国美电器等大型商业物业，同时聚集了众多中外金融机构，周边餐饮、购物以及娱乐配套设施齐全，商业集聚度较高。跟踪期内，西安金花路店出租率为 100%，运营情况良好，审计报告确认收入为 24,387,291.92 元。

苏宁电器昆明小花园店（以下简称“小花园店”）位于云南省昆明市五华区人民中路长春花园，所处区域为青年路商圈，属于昆明商业发展比较成熟的区域。跟踪期内，昆明小花园店出租率为 97.60%，运营情况良好，审计报告确认收入为 31,944,096.08 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 78% 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	2015 年评估值	2016 年评估值	估值同比增幅
苏宁电器北京刘家窑店	23521.01（其中地下车库面积为 9,432.91）	10,580.16	3,507.94	39,500	40,660	2.94%
苏宁电器北京新华西街店	16,416.69	10,121.15	6,295.54	45,400	51,310	13.02%
苏宁电器成都春熙路店	15,475.38	15,059.38	416.00	61,900	63,560	2.68%
苏宁电器成都万年场店	10,170.00	6,971.25	3,198.76	21,200	21,470	1.27%
苏宁电器成都西大街店	7,068.58	6,730.87	337.71	19,800	20,210	2.07%
苏宁电器重庆观音桥店	27,446.30	15,569.41	11,873.89	93,900	95,770	1.99%
苏宁电器重庆解放碑店	17,559.11	17,554.61	0.00	43,900	44,990	2.48%
苏宁电器武汉唐家墩店	17,577.27	11,534.39	6,042.88	34,300	35,160	2.51%
苏宁电器常州南大街店	14,623.44	14,390.44	233.00	31,400	32,030	2.01%
苏宁电器西安金花路店	10,400.98	10,379.48	21.50	25,800	26,450	2.52%
苏宁电器昆明小花园店	19,846.71	14,225.28	5,140.43	45,500	46,410	2.00%
合计	180,105.47	133,116.42	37,067.65	462,600	478,020	3.33%
占比	100.00%	78.00%（不包括地下车库面积）	21.72%（不包括地下车库面积）	-	-	-

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、常州市、成都市、昆明市、西安市、重庆市和武汉市等经济较发达城市。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 1.27%~13.02%，总评估值同比增长 3.33%。

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。

但同时也我们关注到，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 325,715,476.58 元，对当期 A 类资产支持证券预期本息兑付的覆盖倍数达 1.69 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	1.84
2018 年	1.77

资料来源：中诚信证评整理

重要参与方

华夏资本、工商银行江苏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到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，本次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的变化。

综上，中诚信证评维持“中信华夏苏宁云创资产支持专项计划”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
AAA	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
AA	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
A	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
BBB	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
BB	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	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
CCC	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
CC	
C	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。