



# 信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪429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资产支持证券”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，维持该专项计划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

二零一六年六月三十日

## 中信华夏苏宁云创资产支持专项计划 资产支持证券 2016 年跟踪评级报告

### 评级结果

资产支持证券	发行额 度(亿 元)	期限 (年)	预期收 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	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	-	-	-	-
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	46.26 亿元				
目标资产原持有人	苏宁云商集团股份有限公司				
专项计划管理人	华夏资本管理有限公司				
专项计划托管人	中国工商银行股份有限公司江苏省分行				
专项计划监管人	中国工商银行股份有限公司南京汉府支行				
基金名称	中信苏宁云创私募投资基金				
基金规模	22.57 亿元				
基金管理人	中信金石基金管理有限公司				

### 跟踪期：

2015 年 01 月 01 日至 2015 年 12 月 31 日

### 跟踪计算日：

2015 年 12 月 31 日

### 分析师

张逸楠 ynzhang@ccxr.com.cn  
 郑凯文 kwzheng@ccxr.com.cn  
 Tel: (021) 51019090  
 Fax: (021) 51019030  
 www.ccxr.com.cn

2016 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 6 月 30 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，根据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，A 类资产支持证券预期收益获得及时支付和本金在到期日或以前足额偿付的可能性极高，违约风险极低；B 类资产支持证券预期收益获得及时支付和本金在到期日或以前足额偿付的可能性很高，违约风险很低；故中诚信证评维持本专项计划下 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集团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。
- 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具有丰富的资产托管经验及较强的风险控制能力，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对象构成委托关系外，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评级对象提供，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期资产支持证券到期兑付日有效；同时，在本期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

在本专项计划的交易结构中，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。跟踪期

内，目标资产出租情况良好，租金水平稳定；目标资产价值保持稳定。本专项计划计划管理人、托管人、基金管理人信用状况保持稳定。截至跟踪计算日，本专项计划下各资产支持证券均未到期。

## 资产支持证券本息兑付分析

基于跟踪计算日 2015 年 12 月 31 日及之前获得本专项计划相关报告及其他信息资料，资产支持证券已于 2015 年 3 月 13 日、2015 年 6 月 15 日、2015 年 9 月 15 日、2015 年 12 月 15 日按期兑付预期收益，其中 A 类资产支持证券累计兑付本息合计 192,629,248.95 元，B 类资产支持证券累计兑付收益 196,350,000.00 元。

跟踪期内，本专项计划共计应收租金 3.49 亿元，实收租金 4.37 亿元，扣除税费及专项计划相关费用后，可分配租金为 2.95 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 1.53 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。

表 1：资产支持资产支持证券

资产支持证券	发行金额（亿元）	预期收益率	当期还本付息
A 类资产支持证券	20.85	6.17%	当期本息已按时兑付
B 类资产支持证券	23.10	—	当期收益已按时兑付

资料来源：中诚信证评整理

## 基础资产

### 市场环境分析

跟踪期内，我国商业地产市场保持相对稳定态势。2015 年商业营业用房开发投资 14,607 亿元，同比增长 1.8%；房屋施工面积为 100,111 万平方米，同比增长 6.1%；同期竣工面积为 12,027 万平方米，同比增长-0.5%；当年销售面积为 9,252 万平方米，同比增长 1.9%。预计到 2016 年末，全国 50 个重点城市综合体非住宅总体量将达 5.64 亿平方米。在商业地产本身建设过剩的前提下，项目和运营同质化

带来的业务重复加剧了竞争及优胜劣汰，此外，近年来电子商务不断抢占实体零售市场，传统商业地产运营将面临较大转型压力。

从空置率和租金水平来看，一线城市得益于强劲的消费需求以及优质品牌的青睐，空置率长期维持在个位数，其中北京的空置率逐年下滑，源于北京商业项目新增供应量相对有限。同样，上海空置率也长期处于低位，平均不足 5%。受低空置率刺激，一线城市租金水平平稳上升，每年保持约 3~4% 的涨幅。一线城市租金平均水平约为二线城市的两倍，三线城市的三倍以上。

二线城市受前期土地持续供应的影响，空置率长期维持在 14%~15% 的高位。由于有效需求无法在短期内迅速提升，因此部分城市随着未来 1~2 年商业项目集中上市期的到来，该数值存在进一步上升的趋势。在此背景下，二线城市租金水平长期处于整体偏低水平，相对稳定。

总体而言，中国经济持续稳步发展、居民人均可支配收入的提高和城镇化率的逐步提升为商业地产长期增长提供了有力支撑。但同时我们也关注到，受国内零售增速放缓、电商替代效应日益显著等影响，百货零售物业面临一定的经营压力。

### 目标资产市场分析

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。

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。

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。

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。

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。

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 100%，运营情况良好。

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 100%，运营情况良好。

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 100%，运营情况良好。

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 100%，运营情况良好。

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资金金融机构，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。

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。受土地供应限制，未来 3 年内，该区域商业项目投放非常有限，整体商业配套呈现稀缺态势。跟踪期内，昆明小花园店出租率为 97.58%，运

营情况良好。

## 目标资产租金分析

根据计划管理人提供的信息，截至 2015 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 2：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	2014 年评估值	2015 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	37,900	39,500	4.22%
苏宁电器北京新华西街店	16,416.69	10,121.15	6,295.54	42,800	45,400	6.07%
苏宁电器成都春熙路店	15,475.38	15,059.38	416.00	59,000	61,900	4.92%
苏宁电器成都万年场店	10,170.00	6,971.25	3,198.76	20,600	21,200	2.91%
苏宁电器成都西大街店	7,068.58	6,730.87	337.71	18,900	19,800	4.76%
苏宁电器重庆观音桥店	27,446.30	15,569.41	11,873.89	89,300	93,900	5.15%
苏宁电器重庆解放碑店	17,559.11	17,554.61	0.00	41,900	43,900	4.77%
苏宁电器武汉唐家墩店	17,577.27	11,534.39	6,042.88	33,000	34,300	3.94%
苏宁电器常州南大街店	14,623.44	14,390.44	233.00	30,200	31,400	3.97%
苏宁电器西安金花路店	10,400.98	10,379.48	21.50	24,600	25,800	4.88%
苏宁电器昆明小花园店	19,846.71	14,225.28	5,140.43	44,300	45,500	2.71%
合计	180,105.47	133,116.42	37,067.65	442,500	462,600	4.54%
占比	100%	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：华夏资本提供，截至 2015 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 2016 年 4 月 15 日出具的评估报告显示，目标资产的市场价值同比增长 2.71%~6.07%，总评估值同比增长

4.54%。

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。

## 信用分析

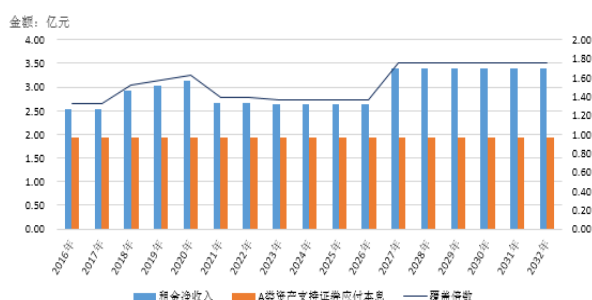
根据目标资产基本资料、与苏宁云商下属大区销售公司已签订的和拟签订的租赁合同及本次专项计划的交易结构设置等，我们综合考量了租赁合同约定条款以及目标资产公允价值的历史波动、苏宁云商的资信状况等因素，对专项计划存续期间现金流状况分别进行了正常景况和压力景况的测算。

专项计划的现金流入主要包括目标资产出租租金收入、苏宁集团支付的优先收购权利金和私募投资基金退出时获得的现金收入；专项计划的现金流出包括 A 类资产支持证券和 B 类资产支持证券的本息兑付。由于 B 类资产支持证券的利息兑付由苏宁集团支付的优先收购权利金进行分配，专项计划现金流压力测试分析只针对租金现金流分析以及私募投资基金退出现金流分析。

## 正常景况现金流入分析

租金现金流分析主要是测算租金的年收入对 A 类资产支持证券每年本息兑付的覆盖倍数。

图 1：A 类资产支持证券现金流匹配情况



资料来源：中诚信证评整理

在正常景况中，结合目前目标资产的租赁合同，目标资产出租产生的租金收入扣除相关税费后，每年的租金净收入对 A 类资产支持证券每年本息兑付的覆盖倍数在 1.32 至 1.76 之间。

私募投资基金退出现金流分析主要是测算苏宁集团在其优先收购权行权期内不行使优先收购权，在专项计划设立日至专项计划设立日满 3 年之日期间内私募投资基金以 REITs 上市方式退出的情景下，专项计划现金流入对 B 类资产支持证

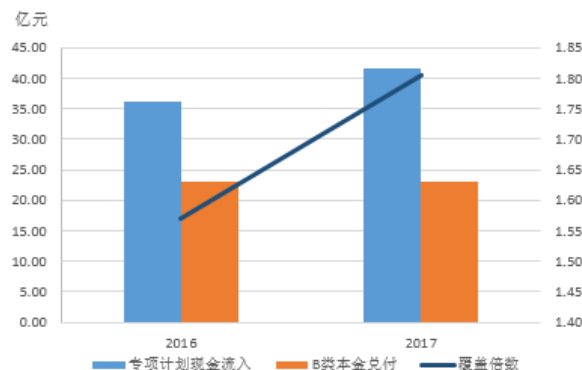
券本金的覆盖倍数；或者私募投资基金未能以 REITs 上市方式退出而是在专项计划设立日满 3 年之日后至专项计划设立日满 4 年之日期间内通过资产处置的方式退出的情景下，专项计划现金流入对于 B 类资产支持证券的本息兑付的覆盖倍数。

若私募投资基金在专项计划设立日至专项计划设立日满 3 年之日期间内以 REITs 上市方式退出，专项计划的现金流入包括私募投资基金实现 REITs 上市获得的收益和苏宁集团支付的优先收购权利金。其中，私募投资基金实现 REITs 上市获得的收益，我们以私募投资基金拥有的目标资产的公允价值来计算；苏宁集团支付的优先收购权利金是指苏宁集团在私募投资基金以 REITs 上市前未行使优先收购权应支付的优先收购权利金，具体支付方式为：如果苏宁集团在私募投资基金实现 REITs 上市前未行使优先收购权，苏宁集团需支付累计优先收购权利金的全额，即如果私募投资基金分别在专项计划设立日起的第 1 年、或者第 2 年、或者第 3 年上市，那么苏宁集团不行使优先收购权的情形下，其需要支付的优先收购权利金分别为 B 类资产支持证券持有人支付的认购资金总额的 29%、58% 和 87%。

根据以上的安排，私募投资基金分别在专项计划设立日起的第 2 年末或者第 3 年末上市，专项计划现金流入对 B 类资产支持证券本金兑付的覆盖倍数分别为 1.57 和 1.81。

图 2：私募投资基金以 REITs 退出方式下

## B 类证券本金覆盖情况



资料来源：中诚信证评整理

根据交易结构安排，私募投资基金在专项计划设立日满 3 年之日至专项计划设立日满 4 年之



日期间通过资产处置的方式退出的情景下，专项计划获得的现金流入对 B 类资产支持证券本息兑付的覆盖倍数约为 1.75。

### 压力景况现金流入分析

在压力景况现金流分析中，根据专项计划的现金流入来源，我们将测算分析在两种压力景况下专项计划现金流入对 A、B 类资产支持证券本息兑付的覆盖倍数。

#### 压力景况一

第一种压力景况是指租金收入的减少导致专项计划现金流入减少，从而对 A 类资产证券本息兑付产生不利影响。

表 3：压力景况一现金流分析

租金收入 跌幅	A 类资产支持证券本息兑付 最小覆盖倍数
5%	1.25
10%	1.19
15%	1.12
20%	1.06
24%	1.00

资料来源：中诚信证评整理

经过中诚信证评测算分析，当租金收入分别下跌 5%、10%、15%、20% 以及 24% 时，专项计划现金流入对 A 类资产支持证券本息兑付的最小覆盖倍数分别是 1.25、1.19、1.12、1.06、1.00。即在租金下跌幅度不高于 24% 的情形下，专项计划现金流入都能覆盖 A 类资产支持证券本息兑付。

#### 压力景况二

第二种压力景况下，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。

根据近 6 年来我国商业物业价格的历史数据来看，商业物业价格最大跌幅发生在 2011~2013 年。根据本专项计划目标资产对应的所在区域的最大跌幅以及宏观经济环境等因素，我们计算出专项计划目标资产加权最大跌幅为 11.30%，根据私募投资基金以 REITs 上市或者资产处置方式退

出的时间，我们设置目标资产在专项计划设立日起的第 2 年内的压力倍数为 1.3、第 3 年内的压力倍数为 1.6、第 4 年内的压力倍数为 2.0，即目标资产公允价值在专项计划设立日起的 2 年内累计跌幅为 14.69%、3 年内累计跌幅为 18.08%、4 年内累计跌幅为 22.60%。

表 4：压力景况二现金流分析

年份	压力倍数	目标资产公允价值跌幅	B 类资产支持证券本息覆盖倍数
2016	1.3	14.69%	1.27
2017	1.6	18.08%	1.44
2018	2.0	22.60%	1.30

资料来源：中诚信证评整理

根据以上的安排，在此压力景况下，专项计划现金流入在专项计划设立日起的第 2 年内、第 3 年内和第 4 年内对 B 类资产支持证券本息兑付的覆盖倍数分别为 1.27、1.44 和 1.30。

### 主要参与方

#### 原始权益人/目标资产主要承租人

跟踪期内，苏宁云商经营状况平稳。截至 2015 年 12 月 31 日，苏宁云商已在中国大陆地区进入 297 个地级以上城市，拥有 1,577 家连锁店，其中云店 42 家、门店 1,425 家、县镇店 43 家、乐购仕店 3 家，此外还拥有红孩子店 27 家，超市店 37 家。

截至 2015 年 12 月 31 日，苏宁云商总资产 880.76 亿元，负债合计 561.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 319.25 亿元。当年苏宁云商共实现营业收入 1,355.48 亿元，取得净利润 7.58 亿元。

继 2013 年公司全面转型“云商”发展模式、明确了“一体两翼”的互联网转型升级路线图之后，2014 年公司围绕“三效法则”，在全渠道运营体系的融合、商品供应链体系的变革、物流与 IT 平台的升级以及企业创新机制建设与管理简化等方面，进行了一系列深刻变革，推进 O2O 转型升级各项工作的落地实践。2015 年，公司充分发挥覆盖门店 POS 端、PC 端、移动端和 TV 端的全渠道布局及全流程 O2O 融合的优势，聚焦商品供应链、购物体验及服务效率提升，完成了互联网零售模

式的转型，且互联网零售转型优势逐步显现。

随着公司在渠道、商品、服务等零售核心环节持续强化竞争力，2015年公司营业收入同比增长24.44%至1,355.48亿元，并且当年各季度收入较上年同期均实现增长，第一、二、三和四季度收入同比分别增长28.77%、18.76%、7.05%和43.51%。

资产方面，截至2015年12月31日，公司总资产为880.76亿元，较期初增加7.16%。所有者权益方面，近年来公司通过非公开发行及经营留存积累，自有资本实力有所增强，2015年末公司所有者权益为319.25亿元。

债务水平方面，近年来公司持续推进互联网零售相关领域的投资，债务保持一定规模。2015年公司总债务为355.95亿元，长、短期债务分别为83.35亿元和272.60亿元，长短期债务比为3.27。公司短期债务主要为应付票据和短期借款，长期债务基本为公司于2012年和2013年公开发行的两期公司债券。公司以短期债务为主的期限结构安排与资产结构相匹配，但亦导致其即期偿债压力加大。截至2015年12月31日，公司负债总额561.51亿元，当年末公司资产负债率和总资产化比率分别为63.75%和52.72%，较上年同期下降0.31和0.33个百分点。

盈利能力方面，2015年公司在渠道经营、产品线拓展等方面取得阶段性成果，经营效率持续提高，且平台、物流、金融等核心资源的价值亦在逐步体现，消费者购物体验不断提升，购物转换率提高，公司销售规模进一步增长。全年公司实现营业收入1,355.48亿元，同比增长24.44%，尤其第四季度收入较上年同期增长了43.51%。初始获利能力方面，2015年公司仍处于“提升用户数量，聚焦抢占家电、3C份额，扩大新品类规模，持续提升物流服务用户体验”的投入阶段，在品牌推广及促销投入等方面保持积极政策，尤其在第

四季度通过实施积极的价格竞争策略实现了快速增长，导致当年营业毛利率从上年的15.28%下降至14.44%。

2015年公司经营性业务利润为-20.60亿元，当年利润总额主要由投资收益和营业外损益构成。投资收益来看，2015年1月，公司完成PPTV21.28%的股权受让，将PPTV纳入合并范围；2015年12月，公司将持有的PPTV68.08%的股权全部进行转让，增加公司投资收益14.47亿元；同时，2015年公司及子公司开展投资理财获得投资收益2.37亿元。营业外损益方面，2015年公司以14处门店物业开展创新资产运作模式，交易价格与账面价值的差额扣除相关税费并确认以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债后的盈余，人民币13.88亿元计入当期营业外收入。2015年公司利润总额为8.89亿元，主要来源于非经营性业务利润。整体来看，虽然2015年公司完成业务转型，但前期投资产生的效益尚未完全得以体现，公司后续盈利情况仍有待关注。

偿债能力方面，从EBITDA来看，2015年PPTV相关的视频技术及版权摊销等带来无形资产摊销的大幅增加，当年无形资产摊销从上年的3.02亿元大幅上升至10.62亿元，导致EBITDA进一步增加至38.86亿元。同期，总债务/EBITDA和EBITDA利息保障倍数分别为9.16和6.84倍，EBITDA对债务本息的保障程度很好。从经营性现金流表现来看，2015年公司销售收入实现了较快增长，且公司加强了商品供应链管理，存货周转效率得以提升，年末经营活动现金净流入17.33亿元，同比增长225.48%。同期，公司经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/利息支出分别为0.05和3.05倍，经营活动净现金对债务的保障能力较上年有所提高。

表 5：主要参与方情况

主要参与方	计算日主体公开市场信用等级
原始权益人/主要承租方	苏宁云商
	AAA

资料来源：中诚信证评整理

专项计划管理人

跟踪期内，华夏资本各项业务实现稳步增长。  
截至2015年末，华夏资本总资产为17,492万元，

所有者权益为 11,554 万元。2015 年，华夏资本实现营业收入 20,517 万元，净利润 5,570 万元。

华夏资本自成立以来始终坚持将稳健经营作为公司发展原则，在严控风险的前提下积极探索业务发展方向，努力打造多层次的产品体系，资产管理规模稳居行业前列。目前，华夏资本已与中国工商银行私人银行、中信证券、长城资产管理有限公司等多家大型金融机构建立并保持良好的合作关系，发展了包括工行私行产品、长城资产管理、精选阳光私募等系列特色产品。

总体来看，华夏资本资产管理经验丰富，风险管理制度较为完善，可为本次专项计划提供较好的管理服务。

### 专项计划托管人

跟踪期内，中国工商银行股份有限公司（以下简称“工商银行”）通过持续努力和稳健发展，已经迈入世界领先大银行行列，拥有优质的客户基础、多元的业务结构、强劲的创新能力和市场竞争力。工商银行业务跨越六大洲，境外网络扩展至 42 个国家和地区，拥有 16,732 个境内机构、404 个境外机构和 29,043 家自助银行以及网上银行、电话银行等分销渠道，已形成了以商业银行为主，综合化、国际化、信息化的经营格局，继续保持国内市场领先地位。

截至 2015 年末，工商银行总资产 222,097.80 亿元，较上年末增加 15,998.27 亿元，增长速度为 7.76%；总负债 204,092.61 亿元，较上年末增加 13,366.12 亿元，增速为 7.01%；全年实现净利润 2,777.20 亿元，同比增长 0.52%，平均总资产回报率为 1.30%，加权平均净资产收益率为 17.10%，核心一级资本充足率为 12.87%，一级资本充足率为 13.48%，资本充足率为 15.22%。2015 年，工商银行实现营业收入 6,976.47 亿元，同比增长 5.88%。其中，利息净收入 5,078.67 亿元，同比增长 2.91%；非利息收入 1,897.80 亿元，较上年度增长 14.76%。2015 年工商银行不良贷款率为 1.50%，拨备覆盖率为 156.34%，贷款拨备率为 2.35%。

在资产托管业务方面，工商银行是国内开展资产托管业务最早、托管规模最大的托管银行，具有

全牌照托管资质，托管产品体系门类齐全，托管组织架构完善、风控机制健全，托管系统先进，托管经验丰富，在托管业务领域地位领先。工商银行设立了专门的托管业务部门，安排专职人员从事资产托管业务，近十年来，托管规模快速增长，托管产品种类涵盖证券公司客户资产、股权投资基金、券商资管计划、信托计划、企业年金、银行理财计划、保险资金、基金公司特定客户资产、专项资金托管、票据资产等。近年来，工商银行构建完善的资产托管产品和服务体系，在证券投资基金、保险、银行理财、企业年金、基金专户、全球资产托管等主要托管产品继续保持市场领先。当年，工商银行获评《环球金融》“中国最佳托管银行”。截至 2015 年末，工商银行托管资产总净值 11.50 万亿元，较上年末增长 97.40%

综上，工商银行具备雄厚的综合实力及丰富的金融产品托管及监督经验，能够对受托人管理投资计划、托管人保管投资计划财产等情况进行有效监督。

### 跟踪评级结论

基于跟踪评级计算日（2015 年 12 月 31 日）的专项计划目标资产资料信息、数据，以及产品的预期损失测算结果，参照中诚信证评资产证券化评级标准，我们维持本专项计划 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。我们的评级反映的是资产支持证券持有人预期收益获得及时支付和本金在到期日或以前足额偿付的可能性。



## 附：信用等级的符号及定义

### 资产支持证券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	资产支持证券持有人按时足额获得预期收益的可靠性极高，且基本不受不利经济环境的影响，本金的减值风险极低
<b>AA</b>	资产支持证券持有人按时足额获得预期收益的可靠性很高，且不易受不利经济环境的影响，本金的减值风险很低
<b>A</b>	资产支持证券持有人按时足额获得预期收益的可靠性较高，虽易受不利经济环境的影响，但本金的减值风险较低
<b>BBB</b>	资产支持证券持有人按时足额获得预期收益的可靠性一般，易受不利经济环境的影响并可能遭受损失，本金的减值风险一般
<b>BB</b>	资产支持证券持有人按时足额获得预期收益的可靠性较低，极易受不利经济环境的影响并可能遭受较大损失，本金的减值风险较高
<b>B</b>	资产支持证券持有人按时足额获得预期收益的可靠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，本金的减值风险很高
<b>CCC</b>	资产支持证券持有人按时足额获得预期收益给付的可靠性非常依赖于有利的经济环境，具有极大的不确定性，本金的减值风险极高
<b>CC</b>	
<b>C</b>	资产支持证券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。