信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪692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“中信华夏苏宁云享资产支持专项计划优先级资产支持证券”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，维持该计划项下优先A级资产支持证券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年六月二十八日

中信华夏苏宁云享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
优先级资产支持证券	12.00	4	4%	AAA	AAA
权益级资产支持证券	6.47	4	-	-	-
合计	18.47	-	-	-	-
设立日	2016 年 6 月 24 日				
上次评级日	2016 年 6 月 7 日				
目标资产	物业一：苏宁青岛物流基地 物业二：苏宁南昌物流基地 物业三：苏宁广州物流基地 物业四：苏宁无锡物流基地 物业五：苏宁包头物流基地 物业六：苏宁成都物流基地				
目标资产价值	188,640 万元 （评估日期 2016 年 12 月 31 日）				

跟踪期：

2016 年 6 月 24 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 28 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“中信华夏苏宁云享资产支持专项计划”（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 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，优先级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；故中诚信证评维持本专项计划下优先级资产支持证券信用等级为**AAA**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优先级资产支持证券的利息兑付；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，有利于优先级资产支持证券本金的按时偿付。
- 退出机制的可行性。本专项计划设置了苏宁云商或其指定主体优先收购、REITs 上市及处置等三种退出方式，可很好的保障优先级资产支持证券本息兑付。
- 苏宁云商下属物流公司将与项目公司就目标资产进行整租，租赁协议约定如果苏宁云商下属物流公司作为承租人违约或由于承租人原因导致承租人退出租赁协议，则由苏宁云商承继原承租人在租赁协议项下的权利和义务。考虑到苏宁云商极强的综合实力，其作出的租约履约承诺可为租金的按时支付提供保障，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；兴业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和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	江苏智宸资产管理有限公司 江苏辰逸资产管理有限公司 南京禄昌资产管理有限公司 南京优荣资产管理有限公司 南京钰月资产管理有限公司 南京敬夫资产管理有限公司
计划管理人	华夏资本管理有限公司
监管银行	兴业银行股份有限公司南京中央路支行
托管人	兴业银行股份有限公司
基金名称	中信苏宁云享私募投资基金
基金管理人	苏宁金石（天津）基金管理有限公司
优先收购权人	苏宁云商集团股份有限公司
目标资产	物业一：苏宁青岛物流基地 物业二：苏宁南昌物流基地 物业三：苏宁广州物流基地 物业四：苏宁无锡物流基地 物业五：苏宁包头物流基地 物业六：苏宁成都物流基地
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”）作为计划管理人，设立并管理本专项计划；苏宁金石（天津）基金管理有限公司（以下简称“苏宁金石”）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，苏宁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。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，同时与苏宁云商签订《优先收购权协议》，在行权期内，苏宁云商或其指定第三方享有优先收购目标资产的权利；在行权期届满的次日起，基金管理人有权根据其独立判断，酌情将全部及/或任一目标资产出售予任意第三方，苏宁集团不可撤销的承诺，如基金管理人向受让方转让目标资产的物业交易价格总额低于物业评估总值的，苏宁集团应当将等值于特定金额中较低者的款项按照约定支付至基金账户。兴业银行股份有限公司（以下简称“兴业银行”）作为本专项计划托管人，为本专项计划提供资金托管服务；兴业银行股份有限公司南京中央路支行作为本专项计划监管银行，为本专项计划项目公司提供资金监管服务；中证登深圳分公司作为本专项计划的登记托管机构负责资产支持证券的登记、托管、转让过户和收益支付。

优先级资产支持证券兑付分析

本专项计划优先级资产支持证券采取每年付息到期一次性还本方式进行分配。

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 12 月 31 日支付优先级资产支持证券收益 25,117,808.22 元和权益级资产支持证券收益 17,440,304.67 元。

跟踪期内，本专项计划项下各物业持有人共计按合同应确认租金收入 69,121,318.29 元，实际按直线法确认租金收入 76,288,051.55 元，私募投资基金获得的委贷利息收入为 60,846,582.03 元，对当期优先级资产支持证券预期利息兑付的覆盖倍数达 2.42 倍。

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

南京钰月资产管理有限公司（以下简称“南京钰月”）所持物业包头物流基地位于内蒙古自治区包头市高新区位于包头市高新区秋实路以南、万水泉大街以西。截至跟踪期，包头物流基地项目经营情况良好，出租率为 100%。跟踪期内，南京钰月实现租金收入为 7,377,620.69 元，租金单价为 23 元/平方米/月。

南京敬夫资产管理有限公司（以下简称“南京敬夫”）所持物业成都物流基地位于四川省龙泉驿区（原成都经济技术开发区）南二路 323 号，成都市东部、绕城高速外侧。截至跟踪期，成都物流基地项目经营情况良好，出租率为 100%。跟踪期内，南京敬夫实现租金收入为 13,738,196.04 元，租金单价为 30 元/平方米/月。

南京优荣资产管理有限公司（以下简称“南京优荣”）所持物业无锡物流基地位于无锡市新区长江南路与 G312 交叉口西南角附近。截至跟踪期，无锡物流基地项目经营情况良好，出租率为 100%。跟踪期内，南京优荣实现租金收入为 10,119,618.89 元，租金单价为 29 元/平方米/月。

江苏智宸资产管理有限公司（以下简称“江苏智宸”）所持物业青岛物流基地位于山东省青岛市李沧区广水路 771 号，地处李沧区东部。截至跟踪期，青岛物流基地项目经营情况良好，出租率为 100%。跟踪期内，江苏智宸实现租金收入为 12,312,386.18 元，租金单价为 32 元/平方米/月。

江苏辰逸资产管理有限公司（以下简称“江苏辰逸”）所持物业南昌物流基地位于江西省南昌市经济技术开发区昌西大道 1818 号，东至昌西大道、南至规划路、北至西林科厂，所在区域地处经开区西部，近昌西大道与玉屏西大街等主干道。截至跟踪期，南昌物流基地项目经营情况良好，出租率为 100%。跟踪期内，江苏辰逸实现租金收入为 8,997,722.53 元，租金单价为 24.5 元/平方米/月。

南京禄昌资产管理有限公司（以下简称“南京禄昌”）所持物业广州物流基地位于萝岗区护林路 2003 号，地处广州黄埔区南部，其四至为：东临沈海高速、南临护林路、西临开拓路、北邻广园快速路。截至跟踪期，广州物流基地项目经营情况良好，出租率为 100%。跟踪期内，南京禄昌实现租金收入为 23,742,507.22 元，租金单价为 39.5 元/平方米/月。

目标资产未来租金分析

根据交易安排，在私募投资基金和专项计划设立前/时，苏宁云商下属物流公司会向项目公司整租物业，其将成为目标资产唯一租户，在租赁合同中对租金、租金增长率、租赁面积、租赁年限和起租日期等要素会做明确约定。同时，租赁协议约定如果苏宁云商下属物流公司作为承租人违约或由于承租人原因导致承租人退出租赁协议，则由苏宁云商承继原承租人在租赁协议项下的权利和义务。

表 2：目标资产首年租金情况

单位：元/平方米/月

物业名称	平均租金	租金增长率
苏宁青岛物流基地	32	前 6 年每年上涨 3%~7%，第 7 年按市场水平重新确定，但最低不可低于首年租金水平
苏宁南昌物流基地	24.5	
苏宁广州物流基地	39.5	
苏宁无锡物流基地	29	
苏宁包头物流基地	23	
苏宁成都物流基地	30	
苏宁云商下属物流公司支付首年总租金	1.47 亿元	

资料来源：中诚信证评整理

跟踪期内，目标资产租户并未发生变化，维持现有租赁合约。

目标资产价值分析

本次资产管理计划设有三种退出方式，包括（1）REITs 化退出；（2）苏宁云商行使优先收购权（3）若苏宁云商未行使优先收购权，则通过处分收入实现退出安排。因此目标资产价值将直接影响专项计划优先级资产支持证券本息的获取。

表 3：目标资产价值

单位：平方米、万元

目标资产名称	建筑面积	上次评估价值	本次评估价值	增幅
苏宁青岛物流基地	60,731.36	29,300	29,860	1.91%
苏宁南昌物流基地	57,967.86	22,300	22,670	1.66%
苏宁广州物流基地	97,929.28	58,700	59,890	2.03%
苏宁无锡物流基地	55,079.11	24,100	24,470	1.54%
苏宁包头物流基地	51,010.29	17,900	18,220	1.79%
苏宁成都物流基地	74,509.45	33,000	33,530	1.61%
合计	**397,227.35**	**185,300**	**188,640**	**1.80%**

资料来源：戴德梁行提供，中诚信证评整理

注：评估时点为 2016 年 12 月 31 日

跟踪期内，物业评估机构深圳市戴德梁行土地房地产评估有限公司（以下简称“戴德梁行”）于 2017 年 2 月 28 日出具的《房地产估价报告显示，目标资产市场价值为 188,640 万元，较上次戴德梁行评定的市场价值增长 1.80%。

我们认为，随着我国经济的持续发展和物流业的逐步转型，未来物流行业环境将进一步改善，为项目公司的可持续经营和目标资产的租金回收提供了支撑；仓储行业市场需求不断增强，未来目标资产的价值仍有一定的上涨空间。但同时应关注到，未来中国宏观经济及仓储物流行业也存在阶段性下行的可能性，目标资产的市场价值在未来的某段时间内有可能出现一定幅度的下降。

压力景况现金流分析

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可能会对优先级资产支持证券所产生的不利影响。

本次专项计划目标资产基础跌幅为 15.23%，基于本专项计划的退出模式，我们设置未来 3 年的每年压力倍数分别为 1.0 倍、1.5 倍和 1.8 倍，即目标资产公允价值在未来 3 年内的累计跌幅分别为 1 年内 15.23%、2 年内 22.85%和 3 年内 27.41%。

在上述压力场景下，测算专项计划现金流对兑付专项计划税费及优先级资产支持证券本金所产生的影响。根据我们的测算结果，专项计划的现金流入仍能覆盖当期计划所产生的税费支出及优先级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优先级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
2018 年	1.33
2019 年	1.21
2020 年	1.14

资料来源：中诚信证评整理

重要参与方

华夏资本、兴业银行、苏宁金石分别作为本次专项计划的计划管理人、托管人/监管银行和基金管

理人在跟踪期内运营情况良好，能行使各自职能以保障优先级资产支持证券投资人的权益。

优先收购权人/租赁合同保证人

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。

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“中信华夏苏宁云享资产支持专项计划”优先级资产支持证券的信用等级为 **AAA** 级。

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
AAA	资产支持证券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	资产支持证券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	资产支持证券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	资产支持证券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	资产支持证券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	资产支持证券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 **CC**	资产支持证券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
C	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。