信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪615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及贵公司拟发行的“中信华夏苏宁云享资产支持专项计划”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司管理的优先级资产支持证券信用等级为AAA_{sf}。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月二十六日

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跟踪评级报告（2018）

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（简称“云享优先”，证券代码119411.SZ）	12.00	4	4%	AAA_{sf}	AAA_{sf}
权益级资产支持证券（简称“云享权益”，证券代码119412.SZ）	6.47	4	-	-	-
合计	**18.47**	-	-	-	-
设立日	2016 年 6 月 24 日				
上次评级日	2017 年 6 月 28 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	192,620 万元 （评估日期 2017 年 12 月 31 日）				

注：1、根据中诚信证券评估有限公司业务制度，自 2018 年 1 月 1 日起，采用新的资产支持证券信用评级符号及定义。
2、截至 2017 年 12 月 31 日，优先级资产支持证券本金余额为 12.00 亿元，权益级资产支持证券本金余额为 6.47 亿元。

跟踪期：

2017 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日

跟踪计算日：

2017 年 12 月 31 日

分 析 师

张逸楠 yizhang@ccxr.com.cn

阎 玉 yyan@ccxr.com.cn

Tel:（021）60330988

Fax:（021）60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 26 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”或“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，基于跟踪期及 2017 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，优先级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，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_{sf}** 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易购集团股份有限公司（以下简称“苏宁易购”）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。
- 苏宁易购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易购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，则由苏宁易购承继原承租人在租赁协议项下的权利和义务。考虑到苏宁易购极强的综合实力，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，为本专项计划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。
- 中国宏观经济及物流地产景气度的影响。未来中国宏观经济及物流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，可能会影响优先级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（现更名为苏宁易购集团股份有限公司）
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：华夏资本提供，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，现更名为苏宁易购集团股份有限公司（以下简称“苏宁易购”）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易购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，受让苏宁易购拥有的全部私募投资基金份额，同时与苏宁易购签订《优先收购权协议》，在行权期内，苏宁易购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 2017 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 2017 年 12 月 29 日支付优先级资产支持证券收益 48,000,000.00 元和权益级资产支持证券收益 43,216,753.20 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 135,509,804.48 元，实际按直线法确认租金收入 142,795,583.67 元，私募投资基金获得的委贷利息收入为 106,631,042.03 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 2.22 倍。

目标资产跟踪分析[1]

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。截至跟踪计算日，包头物流基地项目经营情况良好，出租率为 100%。跟踪期内，南京钰月审计报告确认收入为 13,809,392.57 元，租金单价为 0.70 元/平方米/日，2017 年其 EBITDA 为 1,146.23 万元。

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。截至跟踪计算日，成都物流基地项目经营情况良好，出租率为 100%。跟踪期内，南京敬夫审计报告确认收入为 25,715,084.89 元，租金单价为 0.90 元/平方米/日，2017 年其

[1] 其中各项目公司审计报告按直线法确认租金收入，租金单价按合同金额确认。

EBITDA 为 2,231.77 万元。

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。截至跟踪计算日，无锡物流基地项目经营情况良好，出租率为 100%。跟踪期内，南京优荣审计报告确认收入为 18,941,850.74 元，租金单价为 0.89 元/平方米/日，2017 年其 EBITDA 为 1,621.34 万元。

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。截至跟踪计算日，青岛物流基地项目经营情况良好，出租率为 100%。跟踪期内，江苏智宸审计报告确认收入为 23,046,261.32 元，租金单价为 0.98 元/平方米/日，2017 年其 EBITDA 为 1,993.12 万元。

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。截至跟踪计算日，南昌物流基地项目经营情况良好，出租率为 100%。跟踪期内，江苏辰逸审计报告确认收入为 16,841,890.89 元，租金单价为 0.75 元/平方米/日，2017 年其 EBITDA 为 1,438.25 万元。

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。截至跟踪计算日，广州物流基地项目经营情况良好，出租率为 100%。跟踪期内，南京禄昌审计报告确认收入为 44,441,103.26 元，租金单价为 1.19 元/平方米/日，2017 年其 EBITDA 为 3,757.72 万元。

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，苏宁易购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，租赁合同约定如果苏宁易购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合同，则由苏宁易购承继原承租人在租赁合同项下的权利和义务。

表 2：目标资产 2017 年度租金情况

单位：元/平方米/日

物业名称	平均租金	增长率
苏宁青岛物流基地	0.98	5.46%
苏宁南昌物流基地	0.75	5.46%
苏宁广州物流基地	1.19	4.37%
苏宁无锡物流基地	0.89	5.46%
苏宁包头物流基地	0.70	4.64%
苏宁成都物流基地	0.90	3.82%
按合同确认租金收入		1.36 亿元
按直线法确认收入		1.43 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，维持现有租赁合同。

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）苏宁易购行使优先收购权（3）若苏宁易购未行使优先收购权，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	29,860	30,400	1.81%
苏宁南昌物流基地	57,967.86	22,670	22,900	1.01%
苏宁广州物流基地	97,929.28	59,890	62,280	3.99%
苏宁无锡物流基地	55,079.11	24,470	24,720	1.02%
苏宁包头物流基地	51,010.29	18,220	18,430	1.15%
苏宁成都物流基地	74,509.45	33,530	33,890	1.07%
合计	**397,227.35**	**188,640**	**192,620**	**2.11%**

资料来源：戴德梁行提供，中诚信证评整理

注：评估时点为 2017 年 12 月 31 日

跟踪期内，根据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 2018 年 1 月 18 日出具的《房地产估价报告》显示，目标资产市场价值为 192,620 万元，较上次戴德梁行评定的市场价值增长 2.11%。

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。

正常景况现金流分析

在正常景况中，假设目前的目标资产估值为最终退出时目标资产的处置价格，则在以出售方式退出的情况下，本专项计划现金流入对优先级资产支持证券本金兑付的覆盖倍数为 1.61 倍。

压力景况现金流分析

在压力景况中，我们考虑了物流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 2 年的每年压力倍数分别为 1.0 倍和 1.5 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 15.23%和 2 年内 22.85%。

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	1.36
2019 年	1.24

资料来源：中诚信证评整理

重要参与方

优先收购权人/租赁合同保证人[2]

跟踪期内，苏宁易购经营状况平稳。截至 2017 年 12 月 31 日，苏宁易购共拥有自有物业 30 处，租赁店面 3,837 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 2017 年末，苏宁易购自营店面（包含苏宁易购直营店）总数 3,867 家，其中港澳地区连锁店 25 家，日本市场连锁店 43 家。

截至 2017 年 12 月 31 日，苏宁易购总资产 1,572.77 亿元，负债合计 736.49 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 836.28 亿元。当年苏宁易购共实现营业收入 1,879.28 亿元，取得净利润 4.05 亿元。

2017 年苏宁易购零售业全渠道销售保持较快增长，线下优化店面体验，推进互联网建设及数据

[2] 苏宁易购财务分析基于普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的苏宁易购 2017 年审计报告。

化运营，店面经营质量不断提升；线上聚焦流量经营、商品运营及会员营销，运营能力提升，平台交易规模保持高速增长，当期苏宁易购主营业务收入同比增长 26.33%至 1,850.16 亿元，其中线上销售占主营业务收入比重提升至 45.02%。

分产品来看，2017 年苏宁易购零售业各类产品销售收入均较上年有所增长。3C 产品方面，苏宁易购一方面通过新品首销、单品包销、爆款打造等商品运营方式，加强品类市场竞争力；另一方面加强线下渠道的建设，推进互联网品牌线下发展，加快下沉三四级市场，带来了通讯品类快速增长，当期通讯产品和数码及 IT 产品全年营业收入同比分别增长 43.59%和 4.02%，但由于 3C 产品商品价格敏感度较高，市场竞争较为激烈，规模增长的同时毛利率水平有所下降。传统家电方面，2017 年彩电品类苏宁易购主推大屏、智能电视；冰洗主推中高端产品型号；空调完善品牌合作，丰富产品类型，加强户式中央空调的销售，当期黑色电器、冰箱洗衣机及空调产品销售收入分别同比增长 12.87%、15.55%和 28.24%，均实现较快增长，苏宁易购将继续巩固家电产品供应链建设，升级线下渠道，充分发挥苏宁的服务优势，进一步推广“送装一体”、“以旧换新”等服务产品，差异化经营，促进家电产品销售提升并改善毛利。小家电方面，生活电器、超市产品都具有高用户粘性的属性，是苏宁易购品类发展的核心支撑及流量来源，因此，苏宁易购将重点予以培育发展，2017 年苏宁易购持续完善该类商品的供应链能力以及物流仓储建设，并加快开放平台，当期实现营业收入 338.59 亿元，同比增长 31.84%。

可比店面经营方面，从店面经营业态来看，2017 年苏宁易购持续推进店面互联网化及数据化建设，运用“千里传音”、“店+”、“金矿”等数据营销产品，挖掘消费需求，精准营销，提升店面销售转化，同时进一步丰富门店在消费类电子产品、家居生活、健康个护等方面的产品，增强体验互动，当期苏宁易购家电 3C 专业店的可比店面销售收入及坪效[3]分别同比增长 4.17%和 9.19%；苏宁红孩子店运营逐步成熟，在商品销售的基础上，增加了更多体验以及消费场景，如游乐、培训教育等，红孩子母婴专业店可比店面销售收入及坪效均同比增长 42.15%；苏宁易购直营店强化经营质量管控，经营效益显现，2017 年可比店面销售收入及坪效分别同比增长 34.90%和 34.18%。从市场级别来看，在一二级市场，苏宁易购把握市场机会，加快门店互联网升级，家电 3C 店、母婴店及苏宁易购直营店销售收入及坪效均实现了较快增长，其中母婴店一级市场和二级市场可比店面坪效分别同比增长 35.58%和 42.72%，未来随着门店数量增加，规模效应将进一步显现；在三四线市场，苏宁易购直营店强化本地运营，可比店面销售收入及坪效亦均实现了快速增长。

从苏宁易购的线上业务来看，2017 年苏宁易购持续聚焦流量经营、商品运营以及会员营销，提升精细化经营能力，优化客户体验，打通零售、金融、文创、体育等会员系统，实现了苏宁生态会员的一账通，同时推出了超级会员“SUPER VIP”产品，进一步增强客户黏性。截至 2017 年 12 月末，苏宁易购 APP 月活跃用户数较年初增长 105.73%，2017 年 12 月苏宁易购 APP 订单数量占线上整体比例提升至 89%。截至 2017 年 12 月 31 日，苏宁易购零售注册用户数达 3.45 亿。开放平台方面，苏宁易购加强百货、超市、母婴、通讯及生活家电品类的商户引进，2017 年新引入以上品类开放平台商户近 8,000 家。2017 年线上业务实现自营商品销售规模 974.60 亿元（含税），开放平台实现商品交易规模 292.36 亿元（含税），线上平台实体商品交易总规模同比增长 57.37%至 1,266.96 亿元（含税）。

线下门店方面，2017 年以来苏宁易购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 2017 年末，苏宁易购共拥有自有物业 30 处，租赁店面 3,837 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。

[3]坪效为各业态店面年度销售收入/店面合同约定的使用面积。

截至 2017 年末，苏宁易购自营店面（包含苏宁易购直营店）总数 3,867 家，其中港澳地区连锁店 25 家，日本市场连锁店 43 家。另截至 2018 年 3 月末，苏宁易购自营店面（包含苏宁易购直营店）总数为 4,141 家。

物流方面，江苏苏宁物流有限公司（以下简称“苏宁物流”）围绕基础网络建设、物流服务以及物流科技方面加大投入，加强物流运营服务能力建设。2017 年四季度，苏宁物流通过与天天快递有限公司（以下简称“天天快递”）在 IT 系统、作业流程及数据体系等方面的整合统一，天天快递已全面整合纳入苏宁物流体系。截至 2017 年末，苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套合计面积 686 万平方米，较上年末增长 17.67%；拥有快递网点达到 20,871 个，较上年末增长 3,871 个；苏宁易购物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2,908 个区县城市，较上年末分别增长 0 个和 103 个；另截至 2018 年 3 月末，苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套合计面积近 700 万平方米，拥有快递网点达到 21,904 个，苏宁易购物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2,910 个区县城市，苏宁易购物流快递网点及覆盖范围持续上升。基础设施方面，2017 年苏宁易购新投入运营 5 个区域配送中心、1 个自动化拣选中心，2018 年 1~3 月宁波、济南二期物流区域配送中心投入运营。截至 2018 年 3 月末，苏宁易购已在南京、上海、武汉、成都、重庆、西安、沈阳、绍兴 8 个城市投入运营 8 个自动化拣选中心，在北京、南京、天津、哈尔滨、昆明、杭州、苏州、兰州等 34 个城市投入运营 38 个区域配送中心，另外有 4 个自动化拣选中心和 21 个区域配送中心在建、扩建。物流服务方面，2017 年度苏宁易购持续加强特色服务能力，在全国继续推出 “次日达”、“半日达”、“准时达”、“代客检”、“如约送”、“送装一体”等服务产品。其中，截至 2017 年末，“次日达”、“半日达”服务覆盖了全国 319 个城市；“准时达”已在全国 9 个城市推出；针对自营通讯品类的“代客检”服务在全国开通；“送装一体”已在全国 114 个城市推行。物流科技方面，智能机器人、末端无人机等一批新技术实现落地，2017 年上海自动化仓储拣选机器人的上线，提升了小件商品的作业效率。2017 年苏宁物流社会化营业收入（不含天天快递）同比增长 136.24%。2018 年苏宁物流与天天快递将结合各自优势，在业务拓展、服务提升、产品创新等方面不断夯实，形成苏宁特有的物流服务网络、产品及能力。2018 年一季度苏宁物流社会化营业收入（不含天天快递）同比增长 84.84%。

金融方面，苏宁金融服务（上海）有限公司（以下简称“苏宁金融”） 聚焦支付、供应链金融、消费金融、产品销售等四大核心业务，践行金融科技驱动业务经营的理念，2017 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 129.71%。苏宁金融面向个人、企业用户提供不同应用场景的金融服务，运用人脸识别、指纹登陆、刷脸支付等金融科技，苏宁支付新用户开户时间缩短至 100 秒，结算到账时效明显优于同业；加快供应链金融服务能力输出，2017 年苏宁供应链金融业务投放额达到同期的 2 倍。同时苏宁易购持续加强金融科技能力建设，聚焦生物特征识别、大数据风控、物联网金融、区块链、金融 AI、金融云六大金融科技，苏宁金融各项金融科技逐渐落地。此外，苏宁金融引入苏宁金控、云锋新创投资、上海金浦投资、中金资本、光大控股、深创投集团等战略股东，募集资金 53.35 亿元，进一步强化了苏宁金融在资金、场景、人才资源方面的竞争能力。

项目投资方面，苏宁易购目前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，物流平台主要建设项目总投资 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；苏宁易购云店发展主要项目总投资 76.48 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；互联网金融主要项目总投资 33.50 亿元，主要用于补充金融公司和易付宝资本金；IT 主要项目总投资 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。苏宁易购目前主要项目计划总投资额为 222.40 亿元，项目主要资金来源为 2016 年非公开发行股票募集资金，总计可解决项目资金 208.27 亿

元，剩余资金缺口为 14.13 亿元，苏宁易购资本支出压力可控。截至 2017 年末，苏宁易购主要项目已累计投入 74.12 亿元。此外，为加速物流仓储资源的获取，苏宁物流深创投不动产基金管理（深圳）有限公司联合发起设立目标总规模为人民币 300 亿元的物流地产基金，目前首期基金设立相关工作正在稳步推进。

随着业务规模的不断扩大，苏宁易购资产及负债规模持续保持增长。截至 2017 年末，苏宁易购总资产为 1,572.77 亿元，同比增长 14.66%；总负债为 736.49 亿元，同比增长 9.52%。同时，得益于苏宁易购历年留存收益的积累及计入可供出售金融资产科目的阿里巴巴集团、江苏银行股份有限公司等股份公允价值变动引起其他综合收益的增加，当年末自有资本同比增长 19.60%至 836.28 亿元。受此影响，苏宁易购财务杠杆持续下降，2017 年末其资产负债率为 46.83%，同比下降 2.19 个百分点；总资本化率为 33.78%，同比下降 2.63 个百分点。

从债务规模来看，2017 年苏宁易购总债务随经营规模的扩张而增长，为 426.60 亿元，同比增长 6.53 %; 同期苏宁易购长短期债务比由上年的 10.38 倍下降至 5.71 倍，苏宁易购短期债务占比较高，面临一定的即期偿债压力。

2017年苏宁易购实现营业收入1,879.28亿元，较上年上升26.48%; 其中，主营业务收入为1,850.16亿元，同比增长26.33%，得益于苏宁易购深耕线上线下全渠道运营，物流、金融业务稳步发展，苏宁易购主营业务各类型产品收入同比均有所上升。毛利率方面，受线上销售占比提升等影响，2017年苏宁易购主营业务毛利率有所下降，为13.08%，同比下降0.31个百分点。

利润方面，2017年苏宁易购实现利润总额43.32亿元，同比增长380.86%。得益于苏宁易购收入规模的上升及期间费用收入占比下降，2017年苏宁易购经营性业务利润亏损有所收窄，当期实现经营性业务利润由上年亏损10.59亿元下降为亏损0.40亿元； 同期苏宁易购实现投资收益43.00亿元，主要系苏宁易购基于整体发展战略安排，出售了部分阿里巴巴股份所致。

从主要偿债能力指标来看，2017 年苏宁易购 EBITDA 为 70.80 亿元，同比增长 115.39%。同期，总债务/EBITDA 为 6.03 倍，同比下降 6.15 倍；EBITDA 利息倍数为 10.33 倍，同比上升 5.48 倍，EBITDA 能够对债务利息支出形成较好保障。

整体来看，苏宁易购在门店数量、经营区域覆盖范围以及销售规模等方面持续增加，居于国内家电零售行业领先地位，规模优势明显。得益于历年留存收益的积累及阿里巴巴等股份公允价值的上升，苏宁易购所有者权益增长较快，财务杠杆较稳健，同时货币资金较为充裕，且备用流动性充足，苏宁易购能够对本次专项计划租约履行提供保障。

计划管理人、托管人和基金管理人

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。

评级结论

基于评级跟踪计算日（2017 年 12 月 31 日）的专项计划目标资产的质量、交易结构的机制安排、苏宁易购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_{sf}** 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_{sf}	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_{sf}	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_{sf}	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_{sf}	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_{sf}	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_{sf}	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_{sf} CC_{sf}	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_{sf}	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_{sf} 级和 CCC_{sf} 级以下（含 CCC_{sf} 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。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。