

信用等级公告

联合[2019]104号

和信（天津）国际商业保理有限公司：

联合信用评级有限公司通过对“长江楚越-苏宁2期供应链金融资产支持专项计划”所涉及的基础资产及其现金流、交易结构、共同债务人等多方因素进行综合分析和评估，经本公司信用评级委员会审定，确定：

“长江楚越-苏宁2期供应链金融资产支持专项计划”项下的优先级资产支持证券的信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：



二零一九年二月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

长江楚越-苏宁 2 期供应链金融 资产支持专项计划信用评级报告

评级结果:

资产支持证券	目标募集规模 (万元)	募集规模占比 (%)	级别
优先级资产支持证券	34,200.00	94.74	AAA
次级资产支持证券	1,900.00	5.26	--
总计	36,100.00	100.00	--

注: 本报告的评级结论为联合评级基于 2019 年 2 月 19 日前获得的评级资料所评定。若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致, 评级报告的结论可能会相应调整。

评级时间: 2019年2月19日

交易概览:

原始权益人/资产服务机构: 和信(天津)国际商业保理有限公司

基础资产: 按《基础资产买卖协议》约定, 原始权益人出售予专项计划并交割完成的目标应收账款债权, 即债权人因已完全适当履行基础交易合同项下的相应义务而享有的, 对于债务人履行相应付款义务及支付滞纳金、违约金、损害赔偿金的请求权, 以及基于该等请求权而享有的全部附属担保权益。

债务人: 就每一笔目标应收账款债权而言, 指根据基础交易合同的约定及/或经《付款确认书》确认负有到期清偿应付款及其他约定义务的清偿义务人, 包括苏宁电器集团有限公司(以下简称“苏宁电器”)、苏宁置业集团有限公司(以下简称“苏宁置业”)以及苏宁置业之外的其他苏宁置业方。其中, 苏宁置业方为初始债务人, 苏宁置业(苏宁置业为初始债务人时除外)和苏宁电器为债务加入方。

苏宁置业方: 就每一笔目标应收账款债权而言, 指基础交易的工程发包方或货物/服务贸易买方, 具体以经计划管理人和原始权益人共同签章确认的《合格应收账款债权清单》中载明的苏宁置业方(包括苏宁置业在内)为准。

计划管理人: 长江证券(上海)资产管理有限公司

托管银行: 中国建设银行股份有限公司江苏省分行

期限及本息偿付方式: 不超过365天, 到期一次还本付息

评级观点:

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对长江楚越-苏宁2期供应链金融资产支持专项计划(以下简称“本专项计划”)所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构等多方因素进行了信用分析, 并对资产组合进行了现金流分析。

本专项计划涉及的基础资产为原始权益人和信(天津)国际商业保理有限公司出售予专项计划并交割完成的目标应收账款债权。基础资产所涉债务人包括初始债务人苏宁置业方和债务加入方苏宁置业集团有限公司(以下简称“苏宁置业”, 苏宁置业为初始债务人时除外)、苏宁电器集团有限公司(以下简称“苏宁电器”)。苏宁电器系国内知名的大型零售企业, 主体信用级别为 AAA, 资产规模大, 偿债能力极强, 对优先级资产支持证券本息的偿付起到主要信用支撑作用。

综合考虑上述因素, 联合评级评定长江楚越-苏宁 2 期供应链金融资产支持专项计划优先级资产支持证券的评级结果为 AAA。

优势:

1. **本专项计划基础资产合格标准较为严格。** 本专项计划制定了严格的基础资产入池标准, 所有入池资产所涉应收账款均需取得债务人对到期应付义务的书面确认, 且债务人不享有任何扣减、减免、抵销全部或部分已经债务人确认的应付款的权利。

2. **债务加入方苏宁电器偿债能力极强, 基础资产质量极好。** 苏宁电器系国内知名的大型零售企业, 主体信用级别为 AAA, 资产规模大, 偿债能力极强, 对优先级资产支持证券本息的偿付起到主要信用支撑作用。

关注:

1. **苏宁置业在建项目较多, 资金需求规模较大。**本专项计划所涉债务人均均为苏宁置业及其下属公司, 苏宁置业目前在建项目较多, 在建面积较大, 对开发资金的需求规模较大。

2. **苏宁电器和苏宁置业债务负担较重。**苏宁电器和苏宁置业近年来债务规模大幅增长, 债务负担较重, 可能存在一定的偿付压力。另外, 苏宁置业对外担保金额占净资产比例较大, 存在一定的或有负债风险。未来需对其整体偿债压力保持关注。

3. **发行利率上行将降低现金流对优先级资产支持证券本息的覆盖倍数, 影响足额偿付。**本专项计划通过应收账款的折价购买来保障优先级证券预期收益的支付, 发行利率上行将降低现金流对优先级证券本息的覆盖倍数, 对优先级证券的按时足额偿付造成不利影响, 联合评级将对未来发行利率持续关注。

分析师

邵 天 shaot@unitedratings.com.cn

张子彪 zhangzb@unitedratings.com.cn

电话: 010-85172818

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层 (100022)

Http://www.unitedratings.com.cn

债务加入方-苏宁置业主要财务指标:

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
资产总额 (亿元)	566.44	558.71	599.45	562.66
所有者权益 (亿元)	81.25	64.91	120.59	144.22
营业收入 (亿元)	41.28	84.11	108.32	40.61
净利润 (亿元)	0.17	2.52	39.34	2.23
资产负债率 (%)	85.66	88.38	79.88	74.37

债务加入方-苏宁电器主要财务指标:

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
资产总额 (亿元)	1,707.21	2,279.84	2,838.88	3,244.24
所有者权益 (亿元)	416.01	692.62	897.55	1,013.76
营业收入 (亿元)	1,396.39	1,576.97	2,007.46	1,787.56
净利润 (亿元)	2.19	7.12	80.34	62.39
资产负债率 (%)	75.63	69.62	68.38	68.75

注: 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。

信用评级报告声明

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

除因本次评级事项联合评级与委托方构成委托关系外，联合评级、评级人员与委托方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在联合评级网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的相关资料主要由委托方或发行人提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代委托方、发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级有效期为专项计划项下受评对象存续期；在信用等级有效期内，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

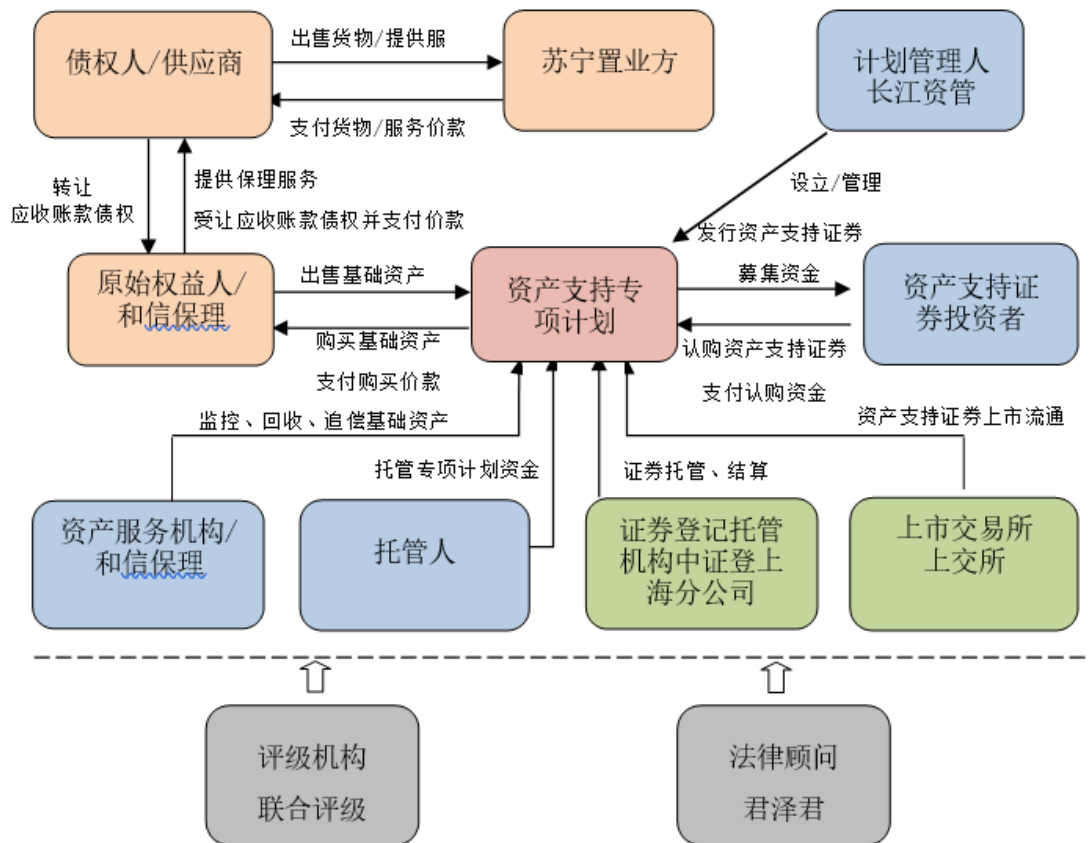


一、专项计划概要

1. 交易概况

长江楚越-苏宁 2 期供应链金融资产支持专项计划（以下简称“本专项计划”）资产支持证券（以下简称“本期资产支持证券”）由长江证券（上海）资产管理有限公司（以下简称“长江资管”或“计划管理人”）发行，所募资金用于向原始权益人，即和信（天津）国际商业保理有限公司（以下简称“和信保理”或“原始权益人”）购买基础资产，即按《基础资产买卖协议》的约定，原始权益人出售予专项计划并交割完成的目标应收账款债权，即债权人因已完全适当履行基础交易合同项下的相应义务而享有的，对于债务人¹履行相应付款义务及支付滞纳金、违约金、损害赔偿金的请求权，以及基于该等请求权而享有的全部附属担保权益²，并以基础资产形成的属于专项计划的全部资产和收益，按约定向本期资产支持证券持有人还本付息。本专项计划交易结构图如下所示：

图 1 交易结构图



资料来源：计划说明书

在本专项计划中，计划管理人设立并管理专项计划，资产支持证券投资者取得资产支持证券，成为资产支持证券持有人。计划管理人根据与原始权益人签订的《基础资产买卖协议》的约定，将专项计划资金用于向原始权益人购买基础资产。苏宁置业集团有限公司（以下简称“苏宁置业”）、苏宁电器集团有限公司（以下简称“苏宁电器”）或苏宁置业之外的其他苏宁置业方出具《付款确

¹ 债务人：就每一笔目标应收账款债权而言，指根据基础交易合同的约定及/或经《付款确认书》确认负有到期清偿应付款及其他约定义务的清偿义务人，包括苏宁电器、苏宁置业以及苏宁置业之外的其他苏宁置业方。

² 附属担保权益：就每一笔目标应收账款债权而言，指基础交易合同及/或相关担保合同、担保条款就该笔债权的实现而设定的或依适用法律规定取得的任何担保或具有债权保障作用的权益。

认书》，债务加入方³应于应收账款债权到期日【12:00】前向专项计划账户支付等额于初始债务人⁴未能支付的入池应收账款债权账面价值的资金。和信保理作为资产服务机构，为专项计划提供基础资产管理服务，包括但不限于筛选合格基础资产，协助基础资产回收资金的归集和划付、债权催收、争议应收账款债权回购及追索、不合格基础资产赎回、资产与风险的隔离管理，监控基础资产池以及记录、保存和披露基础资产信息等。

本专项计划共设置两档资产支持证券：优先级资产支持证券（以下简称“优先级证券”）和次级资产支持证券（以下简称“次级证券”）。本专项计划是以基础资产所产生的现金流作为还款来源，以债务加入方对基础资产所涉应收账款的到期偿付承担补足付款义务提供综合信用提升的固定收益产品。

本专项计划优先级资产支持证券的目标募集规模为 34,200.00 万元，采用固定利率，到期还本付息。在优先级证券本金和预期收益全部偿付完毕后，剩余专项计划资产（如有）将于清算期⁵以其届时存续的实际状态用于向次级证券持有人进行专项计划利益分配。本专项计划的专项计划到期日为专项计划预期到期日及/或专项计划提前到期日，其中，专项计划预期到期日为 2020 年 1 月 17 日，专项计划提前到期日指出现专项计划提前到期的情况下，计划管理人在关于专项计划提前到期的公告中所确定的专项计划提前到期日。

表 1 资产支持证券概要

资产支持证券	目标募集规模	募集规模占比 (%)	分配方式
优先级资产支持证券	34,200.00	94.74	到期还本付息
次级资产支持证券	1,900.00	5.26	优先级证券分配完毕后，在清算期按照剩余专项计划资产（如有）的实际状态进行分配
总计	36,100.00	100.00	--

资料来源：联合评级整理

2. 基础资产

本专项计划的基础资产系指按《基础资产买卖协议》约定，原始权益人出售予专项计划并交割完成的目标应收账款债权，即债权人因已完全适当履行基础交易合同项下的相应义务而享有的，对于债务人履行相应付款义务及支付滞纳金、违约金、损害赔偿金的请求权，以及基于该等请求权而享有的全部附属担保权益。根据《标准条款》约定，就各期专项计划的全部目标应收账款债权而言，应包括不少于十家相互之间不存在关联关系的债权人。另外，入池基础资产需在专项计划设立日、购买日⁶满足以下全部要求：

- (1) 债权人、债务人均系根据中国法律在中国境内设立且合法存续的法人或非法人组织。
- (2) 基础交易合同项下债权人具有订立基础交易合同所需的资质、许可、批准及/或备案（如适用法律规定为必需）。
- (3) 债权人与债务人之间的交易具有真实的交易背景，债权人与债务人双方订立的基础交易合

³ 债务加入方：就每一笔目标应收账款债务而言，如初始债务人为苏宁置业之外的其他苏宁置业方，则苏宁电器及苏宁置业为债务加入方；如初始债务人为苏宁置业，则苏宁电器为债务加入方。

⁴ 初始债务人：就每一笔目标应收账款债权而言，指基础交易的工程发包方或货物/服务贸易买方，这里指苏宁置业方。

⁵ 清算期：指清算起始日至清算终止日止的期间，其中，清算起始日指专项计划到期并进入清算程序之日，即专项计划到期日之下一个自然日，清算终止日指计划管理人完成专项计划清算分配并发布专项计划《清算报告》之日，该日最迟不迟于清算到期日，即清算起始日后（含该日）的 36 个月届满之日。

⁶ 购买日：指计划管理人代表专项计划向原始权益人购买基础资产并支付基础资产购买价款之日。

同及其他相关法律文件在适用法律下均合法及有效；并且，债权人在向原始权益人转让其享有的目标应收账款债权前，真实、完整、合法、有效地拥有该笔目标应收账款债权。

(4) 原始权益人已向债权人支付完毕目标应收账款债权的转让对价，且转让对价应当公允。

(5) 原始权益人为债权人提供的保理服务真实、合法、有效，原始权益人与债权人双方签署的保理合同及其他相关法律文件在适用法律下均合法及有效；并且，原始权益人自债权人受让其享有的目标应收账款债权后，真实、完整、合法、有效地拥有该笔目标应收账款债权。

(6) 目标应收账款债权已按下述方式完成确权和债权转让通知：

a. 初始债务人苏宁置业方、债务加入方苏宁置业及/或苏宁电器向债权人出具《付款确认书》，且该等《付款确认书》在适用法律下均合法、有效且可执行；

b. 债权人已将该笔目标应收账款债权转让予保理商的事宜分别向初始债务人及债务加入方发出《应收账款转让通知书》；

c. 初始债务人及债务加入方已向债权人出具《应收账款转让通知书回执》，均确认知悉目标应收账款债权已由债权人转让予保理商的事宜；

d. 原始权益人将其受让的该笔目标应收账款债权继续出售予专项计划的事宜已向初始债务人和债务加入方分别发出《应收账款转让通知书》；

e. 经以上通知，初始债务人苏宁置业方、债务加入方苏宁置业及/或苏宁电器已分别向原始权益人出具《应收账款转让通知书回执》，确认知悉目标应收账款债权已由原始权益人转让予专项计划的事宜，且承诺按《付款确认书》清偿该等目标应收账款债权。

(7) 债权人已经完全、适当履行基础交易合同项下的合同义务且债务人已通过出具《付款确认书》的方式确认其对目标应收账款债权负有支付义务，并且不享有商业纠纷抗辩权。

(8) 债务人在基础交易合同项下不享有任何扣减、减免、抵销全部或部分应付账款的权利（为避免疑义，前述扣减、减免或抵销应付账款的权利包括但不限于债务人因债权人提供的产品、服务或工程不符合法定或约定的产品、服务或工程质量要求而对应付账款主张扣减、减免或抵销的权利）。

(9) 该笔目标应收账款债权的债权到期日应早于专项计划预期到期日，但晚于专项计划设立日。

(10) 该笔目标应收账款债权未被列入《负面清单》。

(11) 该笔目标应收账款债权上未设定抵押、质押等担保权利，亦无其他权利负担。

(12) 基础交易合同及适用法律未对债权人转让目标应收账款债权作出禁止性或限制性约定；或者，在基础交易合同对债权人转让该债权作出限制性约定的情况下，转让条件已经成就。

(13) 保理合同及适用法律未对原始权益人受让目标应收账款债权后再行转让作出禁止性或限制性约定；或者，在保理合同对原始权益人再行转让该债权作出限制性约定的情况下，转让条件已经成就。

(14) 原始权益人已于中登网完成该笔目标应收账款债权的转让登记手续，成为该笔目标应收账款债权的受让人。

除前述入池标准外，原始权益人通过《基础资产买卖协议》进一步承诺及保证，全部目标应收账款债权中应包括不少于十家相互之间不存在关联关系的债权人；此外，每一笔目标应收账款债权在专项计划设立日及购买日均满足以下要求：

(1) 该笔目标应收账款债权满足《基础资产买卖协议》约定的全部入池标准（即上述入池标准的（1）~（5）条）。

(2) 在该笔目标应收账款债权转让予计划管理人之时或之前，原始权益人无故意或重大过失行为损害计划管理人对该笔目标应收账款债权所享有的合法权利，也不存在任何债务人的违约或者潜

在违约行为，且该笔目标应收账款债权的可回收性在《基础资产买卖协议》签署日前未遭受任何重大不利影响。

(3) 该笔目标应收账款债权权属明确，原始权益人根据《基础资产买卖协议》向计划管理人出售该笔目标应收账款债权并不侵犯任何第三方合法权益。

(4) 该笔目标应收账款债权可通过资产服务机构开立的独立台账对其予以标记。

(5) 原始权益人向计划管理人披露的该笔目标应收账款债权的任何信息所有重要方面，包括但不限于提供的基础资产文件，均是真实、准确和完整的，且不具有误导性。

(6) 除付款期限外，该笔目标应收账款债权的债务人履行基础交易项下付款义务的所有前提条件均已得到满足。

(7) 该笔目标应收账款债权不涉及任何未决的诉讼、仲裁、执行或破产程序，未被采取任何查封、扣押、冻结等司法保全或强制措施。

(8) 该笔目标应收账款债权不涉及国防、军工或其他国家机密。

(9) 原始权益人受让该笔目标应收账款债权时向债权人支付的转让对价公允。

3. 专项计划现金流

本专项计划现金流主要来自于在专项计划存续期内应收账款的回收款。

(1) 账户设置

本专项计划设置了专项计划账户/托管账户。

专项计划账户/托管账户：指计划管理人以专项计划的名义在托管人处开立的资金账户，专项计划资金的一切收支活动，包括但不限于自募集专用账户接收认购资金、向原始权益人划付基础资产购买价款、缴纳专项计划税费、接受专项计划回收资金、进行合格投资、支付专项计划费用以及向资产支持证券持有人划付专项计划利益分配款项，均必须通过该账户进行。

(2) 现金流归集

根据交易安排，资产服务机构在应收款债权到期日前一个月、10天、5天分别向债务人提示各笔应收账款债权的到期付款时间，通知其根据其已出具的《付款确认书》的安排，将相应的基础资产回收资金付至专项计划账户，由初始债务人于不迟于应收账款债权到期日前1个工作日【15:00】前将等额于入池应收账款债权账面价值的资金直接付至专项计划账户。如初始债务人未在应收账款债权到期日前一个工作日足额向专项计划账户偿付应收账款债权账面价值资金的，则由债务加入方苏宁置业（苏宁置业为初始债务人时除外）和苏宁电器于应收账款债权到期日【12:00】前向专项计划账户支付等额于初始债务人未能支付的入池应收账款债权账面价值的资金。

在专项计划存续期内的任一日，如触发回购事件（详见附件1）或赎回事件（详见附件1），债权人、原始权益人将回购价款、赎回价款付至专项计划账户。

(3) 现金流分配

本专项计划项下各档资产支持证券均于兑付日到期一次性还本付息。其中，兑付日就专项计划每次分配而言，指预期登记托管机构向资产支持证券持有人划转其专项计划收益分配款项之日。具体而言：(a) 就专项计划的期间分配⁷而言，在资产支持证券正常到期的情况下，指资产支持证券预

⁷ 期间分配：指兑付日在专项计划预期到期日或专项计划提前到期日（孰早者为准）前（不含当日）的专项计划利益分配。

期到期日；或在发生任一资产支持证券终止事件（见附件 1）导致该档资产支持证券提前到期的情况下，指资产支持证券提前到期日。若前述资产支持证券到期日为非交易日，则兑付日为该日后的第一个交易日。（b）就专项计划的到期分配⁸而言，在专项计划正常到期的情况下，指专项计划预期到期日；或在发生任一专项计划终止事件（见附件 1）导致专项计划提前到期的情况下，指专项计划提前到期日。若前述专项计划到期日为非交易日，则兑付日为该日后的第一个交易日。（c）就专项计划的清算分配⁹而言，指在专项计划到期并进入清算期后，计划管理人将经清算的剩余专项计划资产向资产支持证券持有人进行分配之日。

在期间分配时，每一次分配时，计划管理人根据专项计划现金流情况，按照下列顺序和金额对专项计划利益进行分配：

- 1) 以现金形式缴纳到期应纳的专项计划税费（如有）；
- 2) 以现金形式支付登记托管机构收取的资产支持证券登记、资金划付等相关手续费用；
- 3) 以现金形式支付到期应付的托管费及其他应付专项计划费用（不包括资产服务机构的服务费）；
- 4) 以现金形式，向各到期优先级资产支持证券持有人分配专项计划利益，直至各到期优先级资产支持证券持有人获得分配的专项计划利益金额等于该到期优先级资产支持证券当期预期收益；
- 5) 以现金形式，向各到期优先级资产支持证券持有人分配专项计划利益，直至各到期优先级资产支持证券持有人获得分配的专项计划利益金额等于该到期优先级资产支持证券的投资本金。

在期间分配时，专项计划资金在满足上述分配后仍有剩余的，剩余的专项计划资金留存于专项计划账户。

在到期分配时，计划管理人根据专项计划现金流情况，按照与期间分配一致的顺序和金额对专项计划利益进行分配。在到期分配时，专项计划资金在满足上述分配后仍有剩余的，剩余的专项计划资金留存于专项计划账户，并按照本专项计划清算程序进行分配。

专项计划的清算资产按下列顺序清偿（同一分配顺序下如有不足，则按比例分配）：

- 1) 支付清算费用；
- 2) 缴纳到期应纳的专项计划税费；
- 3) 清偿到期应付的专项计划费用；
- 4) 向存续优先级资产支持证券持有人进行专项计划利益分配，直至其获得分配的专项计划利益金额等于存续优先级资产支持证券的当期预期收益；
- 5) 向存续优先级资产支持证券持有人进行专项计划利益分配，直至其获得分配的专项计划利益金额等于存续优先级资产支持证券的全部未偿投资本金；
- 6) 剩余专项计划资产（如有）以其届时存续的实际状态用于向次级资产支持证券持有人进行专项计划利益分配。

为避免疑义，如优先级资产支持证券持有人获得的专项计划利益分配额等额于其投资本金及预期收益之和的，则优先级资产支持证券发生资产支持证券终止事件，优先级资产支持证券持有人不再参与经清算剩余专项计划资产的分配，即不适用本款分配顺序中的 4)、5) 项。

⁸ 到期分配：指兑付日为专项计划到期日的专项计划利益分配。

⁹ 清算分配：指专项计划在清算期对经清算的剩余专项计划资产进行的分配。

二、交易结构分析

1. 信用支持

(1) 债务加入方

本次交易在基础资产入池标准中明确约定所有入池资产所涉债务人已书面确认其到期支付义务，并且不享有商业纠纷抗辩权，债务人不享有任何扣减、减免、抵销全部或部分已经债务人确认的应付款的权利。并且，本次交易设计由债务加入方苏宁置业、苏宁电器出具《付款确认书》，承诺对初始债务人尚未偿还的应付账款差额部分承担补足付款义务。

鉴于本次基础资产入池标准清晰、明确，且考虑到苏宁电器作为国内知名的企业，资产规模大，偿债能力极强，基础资产质量很好，从而优先级资产支持证券违约风险极低。

(2) 优先级/次级偿付结构

本专项计划通过设定优先级/次级的本息偿付次序来实现内部信用增级。次级证券作为劣后受益人为优先级证券提供优先偿付保证。具体而言，次级证券为优先级证券提供的信用支持为 5.26%。优先级/次级的偿付次序安排实现了资产池现金流对优先级证券本金和预期收益的超额覆盖，从而降低了优先级证券的信用风险。

(3) 现金流覆盖

本期交易基础资产所对应的应收账款余额合计为本专项计划募集资金总额的 107.25%，通过应收账款的折价购买来保障优先级资产支持证券预期收益的支付。本期优先级资产支持证券存续期不超过【365】天，在预期收益率为 7.00%、托管费为 0.01% 和兑付兑息费为 0.005% 的情况下，基础资产现金流可以实现对优先级资产支持证券本息的足额覆盖。该交易设置实现了现金流对优先级资产支持证券本息偿付的保障。

2. 风险及缓释措施

(1) 应收账款抵销/折损风险

抵销风险是基础资产的债务人行使可抵销债务权利，从而使应收账款回收出现风险。并且，对于应收账款类基础资产，其应收款金额不仅取决于签订合同中约定的数额，还会受工程、产品质量或者其他因素的影响，从而使应收账款应收金额产生非信用因素折损，最终使得本期交易可回收现金流有所减少。

本专项计划基础资产均已达到了应收账款的确认付款条件，初始债务人苏宁置业方对基础资产涉及每笔应收账款债权出具《付款确认书》，确认其对基础交易合同项下的应付款负有到期支付义务，并且不享有商业纠纷抗辩权。债务加入方苏宁置业（苏宁置业为初始债务人时除外）、苏宁电器对每笔应收账款出具《付款确认书》，同意与初始债务人共同对该等应付账款债务承担到期付款义务且不得以任何理由（包括但不限于商业纠纷）抗辩，同时，债务加入方不享有任何扣减、减免或抵销全部或部分应付账款的权利（为避免疑义，前述扣减、减免或抵销应付款的权利包括但不限于因原始权益人提供的产品或服务不符合约定的产品或服务要求而对应付款主张扣减、减免或抵销的权利），同意相应账款到期支付不附条件。本专项计划不存在应收账款抵销和折损风险。

（2）流动性风险

流动性风险一般产生于基础资产现金流入与优先级证券利息兑付之间的错配，或预计流入现金流无法如期流入。在本交易中，专项计划到期时基础资产现金流可能不足以支付优先级证券预期收益及相关各项税费，将引发流动性风险。

本专项计划优先级证券还本方式为到期一次还本付息，正常情况下，于预期到期日后进行分配，根据《标准条款》约定，目标应收账款债权的债权到期日应早于专项计划预期到期日，即收到所有基础资产回收款后再进行证券的分配，因此基本不存在现金流入与证券兑付的错配风险。

另外，本专项计划相关规定，债务加入方苏宁置业（苏宁置业为初始债务人时除外）、苏宁电器对基础资产涉及每笔应收账款债权出具《付款确认书》，如初始债务人苏宁置业方未能在应收账款到期日的前一个工作日 15:00 前足额清偿应收账款，则债务加入方将在应收账款到期日当天 12:00 前履行到期清付该笔应收账款的义务。苏宁电器作为国内知名的大型企业，在品牌知名度、行业竞争力等方面具备一定优势，收入规模和盈利水平稳步提升，整体偿债能力极强，有效缓释了预计现金流无法如期流入的风险。

3. 主要参与方履约能力分析

（1）计划管理人

本专项计划管理人为长江资管。

长江资管于 2014 年 9 月 16 日成立于中国（上海）自由贸易试验区。其前身为长江证券资产管理总部自 2001 年即开展资产管理业务，拥有 14 年的资产管理经验，集合了海内外数名金融、投资、管理等方面的复合型专业人才，涵盖了股票、固定收益、量化投资（金融工程）等各个领域。截至 2018 年 9 月底，长江资管注册资本为 100,000 万元，为长江证券股份有限公司（以下简称“长江证券”）100%控股的全资子公司。

长江证券是全国性的全牌照上市证券公司，也是中西部最大的证券公司。长江证券前身为湖北证券公司，于 1991 年成立，总部设在武汉，于 2007 年在深圳证券交易所挂牌上市（股票代码为 000783），是中国第 6 家上市券商。

长江资管专攻资产管理业务，并于 2016 年 1 月 6 日取得中国证监会核准的开展公开募集证券投资基金管理业务资格。长江资管秉承长江证券稳健的经营理念，具有较为完善的内部控制制度和管理流程，近三年经营状况良好，收入增长迅速，2014~2016 年实现资产管理业务收入分别为 1.60 亿元、2.66 亿元和 6.63 亿元。2017 年，长江资管实现营业收入 6.57 亿元，实现净利润 2.91 亿元。截至 2018 年 11 月 30 日，长江资管产品资产净值总计 1,406.88 亿元。其中，集合理财产品规模 527.19 亿元，定向资产管理计划规模 661.76 亿元，专项资产管理计划规模 80.15 亿元，公募基金规模 137.78 亿元。

为确保各项风险评估工作的有效落实，长江资管严格推行统一的风险管理架构。长江资管风险管理组织架构分为四级，包括公司治理结构层面、公司经营管理层面、风险管理职能部门或岗位层面、具体操作层面。

总体来看，计划管理人拥有丰富的资产管理经验，内部风险控制体系较为完善，本专项计划因计划管理人丧失履约能力而使本期资产支持证券发生违约的风险很低。

（2）托管银行

本专项计划的托管行为中国建设银行股份有限公司（以下简称“建设银行”）江苏省分行。

建设银行于 2005 年 10 月在香港联合交易所挂牌上市（股票代码 939），于 2007 年 9 月在上海证券交易所挂牌上市（股票代码 601939）。截至 2017 年底，建设银行市值约为 2,328.98 亿美元，居全球上市银行第五位。

截至 2017 年底，建设银行资产总额 22.12 万亿元，较上年底增长 5.54%；客户贷款和垫款总额 12.90 万亿元，较上年底增长 9.75%；客户存款总额 16.36 万亿元，同比增长 6.24%。2017 年，建设银行实现净利润 2,436.15 亿元，同比增长 4.83%；营业收入 6,216.59 亿元，同比增加 2.74%，其中，利息净收入增加 8.30%，手续费及佣金净收入减少 0.60%。平均资产回报率 1.13%，加权平均净资产收益率 14.80%，成本收入比 26.95%，资本充足率 15.50%，主要财务指标领先同业。

截至 2018 年 9 月底，建设银行资产总额 23.35 万亿元，较上年底增长 5.56%；客户贷款和垫款总额 13.77 万亿元，较上年底增长 6.68%；客户存款总额 17.23 万亿元，同比增长 5.28%。2018 年 1~9 月，建设银行实现净利润 2,148.56 亿元，同比增长 6.22%；营业收入 50,00.47 亿元，同比增加 5.94%，其中，利息净收入增加 9.72%，手续费及佣金净收入增加 3.07%。年化平均资产回报率 1.26%，年化加权平均净资产收益率 16.08%，成本收入比 23.13%，资本充足率 16.23%。

2017 年，建设银行托管及其他受托业务佣金收入 118.57 亿元，较上年增长 6.11%。其中，托管业务加大对保险、新兴业务等拓展力度，实现托管规模持续扩大，带动收入增长；银团贷款增长良好，房改金融稳健发展。2017 年，建设银行托管规模达到 11.54 万亿元，较上年新增 2.29 万亿元，增幅 24.72%。其中，保险资产托管规模达到 3.56 万亿元，较上年新增 0.98 万亿元，增幅 38.24%。

风险管理方面，建设银行持续优化信贷政策，完善制度流程，夯实贷前、贷中、贷后的基础管理。推进授信审批专业化建设、放款中心建设，完善“三授信”机制，强化风险排查和贷后管理，开展新发放贷款“回头看”、担保圈风险治理等，提升了全流程风险管控能力。运用大数据加强风险分级预警、预控，将计量工具和结果广泛应用于业务全过程，实现精准管控。综合运用批量化、市场化等各类处置方式，提升不良资产处置效率。截至 2018 年 9 月底，建设银行不良贷款率 1.47%，拨备覆盖率 195.16%。

总体看，建设银行资产规模大，经营业绩优良，托管经验丰富。联合评级认为托管银行能够很好的为本专项计划提供托管服务。

（3）原始权益人/资产服务机构

本专项计划的原始权益人/资产服务机构为和信（天津）国际商业保理有限公司（以下简称“和信保理”）。

和信保理成立于 2014 年 4 月，由明兴创富有限公司全资设立，初始注册资本及实收资本为 1 亿港币。截至 2018 年 9 月底，和信保理注册资本为港币 32,669.9071 万元，其中，明兴创富有限公司持股 49%，巨轮（天津）投资控股有限公司（系巨轮智能装备股份有限公司全资子公司，以下简称“巨轮控股”）持股 51%，巨轮智能装备股份有限公司（以下简称“巨轮智能”）为实际控制人。

和信保理经营范围：以受让应收账款的方式提供贸易融资；应收账款的收付结算、管理与催收；销售分户（分类）账管理等。

经营数据上看，自成立以来，和信保理在深挖原有大宗商品贸易客户的基础上，陆续开拓了以大型央企、国企、优质上市公司为核心的客户和项目，2015~2017 年，和信保理当年保理业务量分别为 6.72 亿元、18.88 亿元和 32.16 亿元，业务规模连续三年实现快速增长；盈利方面，和信保理分别

实现净利润 0.24 亿元、0.91 亿元、1.10 亿元，盈利能力逐年增长。截至 2017 年底，和信保理资产总额 19.71 亿元，所有者权益 5.06 亿元，当期累计保理金额 32.16 亿元，期末保理余额 16.80 亿元。

截至 2018 年 9 月底，和信保理资产总额 17.16 亿元，所有者权益 6.26 亿元；2018 年 1~9 月，和信保理实现净利润 1.21 亿元。2018 年 1~9 月，和信保理当年保理业务量 22.67 亿元；截至 2018 年 9 月底，和信保理保理余额 15.17 亿元。

风险控制方面，和信保理秉持全链条、全视角、全流程风控管理的理念，建立了一套全面、完善的风控管理体系，通过制定详细的规范化文件并引用至 IT 管理系统的研发过程，实现风控管理贯彻到每个环节。和信保理利用先进的科技手段，能够在满足风控要求的前提下，实现客户和项目的贷前、贷中、贷后管理。和信保理目前已开展的业务中，不存在任何逾期事件。

股东支持方面，和信保理控股股东巨轮智能主营汽车轮胎模具、液压式硫化机及工业机器人，是国内轮胎模具和液压式硫化机的龙头生产企业，是国家高新技术企业、广东省首批十五家机器人骨干企业之一，实力雄厚，在渠道资源及资金层面可为和信保理的开展带来较有力的支持。

总体看，和信保理立足于市场需求和政策导向，通过发挥控股股东的渠道资源及资金优势，并结合以往发展阶段中总结的资产管理经验，业务有望进一步增长，其作为本专项计划的资产服务机构具有较强的尽职能力。

4. 法律意见分析

本交易是根据《中华人民共和国民法通则》、《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国物权法》、《中华人民共和国企业破产法》、《中华人民共和国证券法》、《中华人民共和国合同法》、《中华人民共和国担保法》、《中华人民共和国证券投资基金法》等法律、行政法规和证监会的有关规定设立。

北京市君泽君（广州）律师事务所对本次交易出具了模式法律意见，该法律意见显示长江资管作为本专项计划的计划管理人，已获得合法、有效的内部授权；民生银行武汉分行、中信银行南京分行、浦发银行南京分行和光大银行南京分行均已取得其总行关于开展托管业务的授权，具备担任专项计划托管人的主体资格；和信保理具备作为专项计划的原始权益人和资产服务机构的主体资格且已获得合法、有效的内部授权。

本专项计划项下的基础资产是指按《基础资产买卖协议》约定，由原始权益人转让予专项计划并交割完成的应收账款债权。该等应收账款债权是指原始权益人因向债权人提供保理服务而从债权人处受让的、符合《基础资产买卖协议》中约定的入池标准并由原始权益人通过签署《基础资产买卖协议》做出资产保证的合格应收账款债权，即原始权益人对债务人享有的，对于债务人履行相应的付款义务及支付滞纳金、违约金、损害赔偿金的请求权，以及基于该等请求权而享有的全部附属担保权益（如有）。附属担保权益，就每一笔应收账款债权而言，指基础交易合同及/或相关担保合同、担保条款就该笔债权的实现而设定的或依适用法律规定取得的任何担保或具有债权保障作用的权益。该基础资产真实、合法、有效、权属清晰及无权利负担。基础资产购买安排未违反法律、行政法规的强制性规定，未损害社会公共利益及国家、集体或者第三人利益，在适用法律项下为合法、有效。

此外，就每一笔拟入池应收账款债权而言，初始债务人/苏宁置业方向债权人出具《付款确认书》，确认其将在相应的应收账款债权到期日前一个工作日【15:00】前向债权人清偿该笔应收账款债权。债务加入方（苏宁置业及/或苏宁电器）向债权人出具《付款确认书》，确认在相应的应收账款到期日当日【12:00】前对初始债务人未偿还的应付账款差额部分承担补足付款义务。此做法有法律规定和

合同约定的充分依据，未违反法律、行政法规的强制性规定，未损害社会公共利益及国家、集体或者第三人利益，在适用法律项下为合法、有效。

专项计划文件的约定未违反法律、行政法规的强制性规定，未损害社会公共利益及国家、集体或者第三人利益，在专项计划文件约定的生效条件得到满足后，专项计划文件将对相关的专项计划当事人产生合法、有效的法律约束力。

基于上述法律意见，联合评级认为本专项计划的设立符合各项法律法规，各参与方均具有参与专项计划的相应法律资格。除此以外，原始权益人依法有权转让基础资产，并且基础资产的转让真实、合法、有效。

三、债务加入方信用水平分析—苏宁置业

本专项计划涉及的债务加入方之一为苏宁置业（苏宁置业为初始债务人时除外），未来偿债资金为其日常经营收入，本专项计划能否按期足额偿还本金及收益与苏宁置业经营和财务状况有一定关系。

1. 概况

苏宁置业成立于 2005 年 8 月，初始注册资本 0.20 亿元，由江苏苏宁电器有限公司（现名“苏宁电器”，占比 55%）、江苏苏宁银河国际购物广场有限公司（占比 25%）和江苏苏宁银河酒店管理有限公司（占比 20%）共同出资成立。经多次增资和股权变更，截至 2018 年 9 月底，苏宁置业注册资本为 10.00 亿元，苏宁电器持股 25.00%、张近东持股 65.00%、张康阳（张近东先生之子）持股 10.00%，实际控制人为张近东先生。

苏宁置业经营范围：房地产开发、商品房销售以及商业酒店物业运营等。以下限分支机构经营：餐饮、住宿，商品房售后服务，土地开发，房屋租赁，社会经济咨询，物业管理服务，停车场管理服务，汽车租赁，自营和代理各类商品及技术的进出口业务。以下限分支机构经营：日用品销售、酒店管理、票务代理、代理发展电信业务、会务服务、展览展示服务、企业管理服务，场地租赁。

截至 2017 年底，苏宁置业资产总额 599.45 亿元，负债合计 478.86 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）120.59 亿元，其中归属于母公司所有者所有权合计 99.63 亿元。2017 年，苏宁置业实现营业收入 108.32 亿元，净利润（含少数股东损益）39.34 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 39.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-128.53 亿元，现金及现金等价物净增加额为-15.15 亿元。

截至 2018 年 9 月底，苏宁置业资产总额 562.66 亿元，负债合计 418.44 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）144.22 亿元，其中归属于母公司所有者所有权合计 111.91 亿元。2018 年 1~9 月，苏宁置业实现营业收入 40.61 亿元，净利润（含少数股东损益）2.23 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 2.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 93.43 亿元，现金及现金等价物净增加额为-6.60 亿元。

苏宁置业注册地址为江苏省南京市淮海路 68 号 16 楼，法定代表人为楼晓君。

2. 行业分析

苏宁置业主营业务所属行业为房地产行业。业务受房地产整体运行情况、行业政策影响明显，与区域经济规划、经济发展实力紧密相关。

（1）行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2015年，我国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.00%，增速继续同比下滑9.50个百分点；受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016年全国房地产开发投资10,2581.00亿元，名义同比增长6.88%；2017年，我国房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，增速较上年同期上升0.16个百分点。其中，住宅投资75,148亿元（占比为68.44%），同比增长9.38%，增速提高3.02个百分点；办公楼投资6,761亿元（占比6.16%），同比增长3.49%，增速降低2.87个百分点；商业营业用房投资15,639亿元（占比14.24%），同比减少1.26%。从地区分布看，2017年，东部地区房地产开发投资58,023亿元，同比增长3.18%；中部地区投资23,884亿元，同比增长2.57%；西部地区投资23,877亿元，同比增长3.54%；东北地区投资4,015亿元，同比增长1.00%。

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，自2014年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；2016年以来房地产投资增速有所回升，但开始以稳定健康增长为主要目标导向。

（2）土地供应情况

土地作为房地产主要的成本来源，土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2015年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于上年，但楼面均价上涨幅度较大。其中，各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金上升1%外，二、三线城市土地出让金分别下降7%和19%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升19%和2个百分点到9,180元/平方米和27%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升18%和10个百分点到1,560元/平方米和17%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升1%和2个百分点到751元/平方米和8%。

2016年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现1%和0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降16%外，二、三线城市土地出让金分别上升68%和9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升9%和18个百分点到9,965元/平方米和45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升74%和34个百分点到2,696元/平方米和51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升19%和18个百分点到887元/平方米和26%。整体看，一线城市的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017年，全国300个城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017年，除二线城市土地推出面积同比增加8%外，一线城市和三线城市同比分别减少20%和6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增3%，二线和三线城市同比分别减少3%和15%；一二三线城市土地出让金均同比增加，其中

一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28% 和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30% 和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

总体看，随着热点城市增加土地供给稳定预期，土地供求量均有所回升；房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，使得楼面均价涨幅仍然较大。

（3）市场供需情况

2015 年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%。其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。

2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016 年，全国商品房销售面积 157,349.00 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128.00 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185.00 万平方米，同比增长 4.6%。

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市内部则出现分化，房企整体开工意愿下降，可售房源规模有所下滑。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37% 大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27% 下降至年末的 7.70%，一、

二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速放缓，但仍表现较好。

（5）行业政策

2014 年，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014 年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续 2013 年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自 4 月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国 47 个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚 5 个城市未做调整坚持限购。9 月底，央行“930 新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10 月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

2015 年，中央定调稳定住房消费，密集出台金融信贷政策，改善房地产市场运行环境。3 月，两会召开，确定 2015 年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康发展。在信贷支持上，央行则五次降息降准。经此调整，5 年以上商业贷款利率降至 4.9%，公积金贷款利率降至 3.25%，均已处于历史低位。相应的，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度。

进入 2016 年，政府出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至 20%；同时调整契税税率，降低购房成本，间接刺激楼市需求。为了应对房价快速上涨，防止房地产市场泡沫化，2016 年“十一”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续推出房地产调控政策，在限购、限贷和限价三方面不同程度的趋严。

2017 年 3 月以来，一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。2017 年 4 月 6 日，住房和城乡建设部联合国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，指出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序。2017 年 7 月下旬，中共中央政治局召开会议，提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。2017 年 12 月 18 日，中央经济工作会议提出，“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”，发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014 年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。2016 年，政策环境的宽松使部分城市房地产市场快持续升温，且有上涨过快趋势，“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧。2017 年，政府强调稳定房地产

市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制。

3. 经营分析

(1) 经营概况

苏宁置业依托苏宁电器在商业领域的经营规模和经验，携手全球顶尖建筑设计公司，通过物联网、互联网技术运用打造智慧的城市生活空间，形成商业地产、住宅地产、产城小镇等板块，同步带动购物中心、高星级酒店的全国连锁发展，打造全方位智慧平台。

2017年，苏宁置业营业收入为108.32亿元，同比增长了28.78%，其中主营业务收入为103.83亿元，同比增长了31.22%，主营业务收入主要包括房地产收入、酒店餐饮收入和其他收入，以房地产收入为主。近三年苏宁置业主营业务收入持续增长，但是主营业务毛利率呈持续下降趋势，主要是由于房地产板块的毛利率下降幅度较大，2017年房地产收入为54.03亿元，同比下降了21.83%，毛利率为-2.98%，毛利率较2015年、2016年下降幅度较大，主要是由于前期部分未交付的项目于2017年集中结转进入营业成本导致营业成本增大，且2017年结转的部分项目毛利率较低，共同导致房地产板块毛利率大幅下降；而其他收入为46.87亿元，同比增长了649.29%，主要是2017年与外部机构合作的项目中，通过出售项目资产实现了收入的大幅增长。

2018年1~9月，苏宁置业营业收入为40.61亿元，其中主营业务收入36.90亿元，占比90.86%，主营业务毛利率为19.29%。2018年1~9月，苏宁置业的主营业务中，房地产业务收入25.80亿元，毛利率8.18%；酒店餐饮收入4.62亿元，毛利率75.05%。

表2 苏宁置业近三年及一期主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015年			2016年			2017年			2018年1-9月		
	主营业务收入	主营业务成本	毛利率	主营业务收入	主营业务成本	毛利率	主营业务收入	主营业务成本	毛利率	主营业务收入	主营业务成本	毛利率
房地产收入	31.93	20.37	36.22	69.12	51	26.21	54.03	55.64	-2.98	25.80	23.69	8.18
酒店餐饮收入	2.01	0.23	88.43	3.75	1.29	65.55	2.93	0.86	70.68	4.62	1.15	75.05
其他收入	4.02	3.41	15.2	6.26	5.02	19.79	46.87	33.06	29.48	6.47	4.94	23.73
合计	37.96	24.00	36.77	79.12	57.31	27.56	103.83	89.55	13.75	36.90	29.78	19.29

资料来源：苏宁置业审计报告，联合评级整理。

(2) 房地产销售与储备情况

房地产销售

从销售情况看，受益于房地产市场持续复苏影响，2016年苏宁置业合同销售面积同比增长84.06%至59.69万平方米。但从2017年3月份开始，全国各地陆续出台房地产调控措施，相关政策呈现趋严的态势，重点城市成交量开始回落，2017年合同销售面积降至43.79万平方米。而苏宁置业平均合同销售价格持续增长，2017年末价格较2015年增长了3.31%。受上述因素影响，苏宁置业合同销售金额呈现波动上升趋势。从结转情况看，2015~2017年结转面积逐年增长，而2017年平均结转售价大幅下降，导致结转销售收入较2016年有所减少。2018年前三季度，由于项目开发周期以及部分项目暂未达到可售阶段，苏宁置业合同销售面积为14.37万平方米，合同销售金额为18.35亿元；结转面积25.95万平方米，结转销售收入为25.80亿元。

表3 苏宁置业近三年及一期房地产销售情况(单位:万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
合同销售面积	32.43	59.69	43.79	14.37
合同销售金额	41.70	77.78	58.17	18.35
平均合同销售价格	1.29	1.30	1.33	1.28
结转面积	31.05	44.48	48.05	25.95
结转销售收入	31.93	69.12	54.03	25.80
平均结转售价	1.03	1.55	1.12	0.99

资料来源:苏宁置业提供

房地产开发

从房地产开发情况看,开发项目从开始建设到竣工的平均时间约为3~5年。2015~2017年,苏宁置业年度新开工面积分别为129万平方米、27.77万平方米、42.21万平方米,2016年开工面积大幅下降主要系苏宁置业开工计划安排所致;竣工面积分别为162.3万平方米、41.79万平方米、36.09万平方米,主要受项目建设周期影响所致,使得竣工面积持续减少;期末施工面积规模较为稳定,2017年底为295.78万平米¹⁰。2018年1~9月,苏宁置业新开工面积、竣工面积和期末施工面积分别为88.01、24.23和359.54万平方米。

表4 苏宁置业近三年及一期房地产开发情况(单位:万平方米)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
新开工面积	129.00	27.77	42.21	88.01
竣工面积	162.30	41.79	36.09	24.23
期末施工面积	375.90	361.88	295.78	359.54

资料来源:苏宁置业提供

截至2018年9月底,苏宁置业在建项目11个,规划建筑面积359.54万平方米,主要以一二线或富裕省份“2.5线”以上城市的苏宁广场综合体为主;苏宁置业在建项目计划总投资额366.98亿元,已投资164.40亿元,尚需投资202.58亿元。

表5 苏宁置业截至2018年9月底在建项目情况(单位:平方米、亿元)

项目名称	类型	占地面积	规划建筑面积	投资总额	已投金额
南京奥体CBD苏宁广场	商业	32,993.11	273,910.00	366.98	164.40
徐州苏宁广场	商住	44,338.00	484,122.34		
镇江苏宁广场	商住	33,576.00	405,377.83		
佛山苏宁广场	商业	19,386.95	186,476.00		
福州苏宁广场	商住	48,636.00	243,751.00		
徐州苏宁悦城	住宅	182,035.70	465,372.75		
廊坊苏宁广场	商住	34,764.90	234,240.00		
太原苏宁广场	商住	39,796.55	213,926.00		
宿州苏宁广场	商业	40,368.36	208,193.00		
南昌苏宁广场	商住办公	110,184.00	567,815.24		
绍兴苏宁广场	商业	77,113.70	312,247.64		
合计	--	663,193.27	3,595,431.81	366.98	164.40

资料来源:苏宁置业提供

¹⁰ 2017年苏宁置业开始与其他房企合作开发地产项目,合作项目中不归属于苏宁置业的未计入期末施工面积。

土地储备

截至 2018 年 9 月底，苏宁置业土地储备规划建筑面积 324.79 万平方米，主要位于南京市，土地储备质量好，苏宁置业土地储备可以满足未来 3~4 年的开发需求。苏宁置业部分土地储备获地时间较早，近三年及一期拿地情况如下表所示。

表6 苏宁置业近三年及一期拿地情况（单位：平方米）

项目名称	取得时间（年月）	土地面积	所处城市	类型
徐州苏宁悦城	2015 年 9 月	182,041.00	江苏·徐州	住宅
宿州苏宁广场	2016 年 12 月	55,067.00	安徽·宿州	商业办公
太原苏宁广场	2017 年 1 月	124,039.00	山西·太原	商住办公
南昌苏宁广场	2017 年 7 月	110,184.00	江西·南昌	商住办公
绍兴苏宁广场	2017 年 9 月	119,968.00	浙江·绍兴	商住办公
仙林苏宁广场	2018 年 1 月	76,882.11	江苏·南京	商业办公
合肥苏宁广场	2018 年 4 月	134,516.50	安徽·合肥	商业办公
西安苏宁广场	2018 年 6 月	155,016.00	陕西·西安	商住办公
合计	--	957,713.61	--	--

资料来源：苏宁置业提供

截至2018年9月底，苏宁置业拟建项目7个，计划总投资额为309.04亿元，拟建项目如下表所示：

表7 苏宁置业截至 2018 年 9 月底拟建设项目情况（单位：平方米、亿元）

项目名称	项目具体位置	类型	占地面积	规划建筑面积	投资总额
南京新街口苏宁广场	南京	商业	12,719.10	229,324.00	309.04
苏宁睿城广场	南京	商住办公	219,234.00	1,275,567.00	
徐庄 110 亩专家楼	南京	研发办公	73,392.70	134,724.31	
高淳固城湖酒店	南京	商业	23,603.00	110,412.00	
仙林苏宁广场	南京	商业办公	76,882.11	512,978.00	
合肥苏宁广场	合肥	商业	52,231.21	294,165.39	
西安苏宁广场	西安	商住办公	155,016.00	690,700.00	
合计	--	--	613,078.12	3,247,870.70	309.04

资料来源：苏宁置业提供

（3）商业物业投资情况

苏宁置业以商业地产为主，存在大量自持的商业物业。截至 2018 年 9 月末，苏宁置业投资性房地产账面价值为 127.01 亿元，主要集中在南京、青岛、福州等较发达的二、三线城市，业态以广场和生活广场为主，包括商业、酒店、写字楼和酒店式公寓等。其中，南京、福州、镇江、徐州等地的物业出租率高于 95%。同时，苏宁置业自持酒店资产主要为银河索菲特、无锡苏宁凯悦酒店、南京河西苏宁雅悦酒店。

表8 苏宁置业截至 2018 年 9 月底主要投资性房地产情况

项目名称	项目所在地	业态
南京新街口苏宁生活广场	南京	主力店、餐饮
福州苏宁广场（一期）	福州	主力店、百货零售、餐饮、生活配套
镇江苏宁广场	镇江	主力店、精品、百货零售、餐饮、生活配套

徐州苏宁广场	徐州	主力店、精品、百货零售、餐饮、生活配套
清江苏宁广场	南京	主力店、百货零售、餐饮、生活配套
宿迁苏宁广场（一期）	宿迁	主力店、百货零售、餐饮、生活配套
鞍山苏宁生活广场	鞍山	主力店、百货零售、餐饮、生活配套
淮安苏宁生活广场	淮安	主力店、餐饮、生活配套
青岛苏宁生活广场	青岛	主力店、餐饮、生活配套

资料来源：苏宁置业提供

2017年，苏宁置业酒店餐饮收入为2.93亿元，占营业收入的比例为2.70%；物业租赁类产品带来的租赁收入为3.27亿元，占营业收入的比例为3.02%。2018年1~9月，苏宁置业酒店餐饮收入为4.62亿元，占营业收入的比例为11.39%；物业租赁类产品带来的租赁收入为2.63亿元，占营业收入的比例为6.47%。

4. 财务分析

（1）财务概况

苏宁置业提供的2015~2017年度合并财务报表均已经天衡会计师事务所(特殊普通合伙)审计，三年出具的均为标准无保留审计意见，苏宁置业执行财政部2006年颁布的《企业会计准则》和38项具体会计准则。2018年三季度报表未经审计。

截至2017年底，苏宁置业合并资产总额599.45亿元，负债合计478.86亿元，所有者权益合计120.59亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司所有者权益99.63亿元；2017年，苏宁置业实现营业总收入108.32亿元，净利润（含少数股东损益）39.34亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为39.38亿元；经营活动产生的现金流量净额-128.53亿元，现金及现金等价物净增加额-15.15亿元。

截至2018年9月底，苏宁置业资产总额562.66亿元，负债合计418.44亿元，所有者权益合计144.22亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司所有者所有权合计111.91亿元；2018年1~9月，苏宁置业实现营业收入40.61亿元，净利润（含少数股东损益）2.23亿元，其中归属于母公司所有者净利润2.23亿元；经营活动产生的现金流量净额为93.43亿元，现金及现金等价物净增加额为-6.60亿元。

（2）资产质量

2015~2017年，苏宁置业资产规模呈波动增长趋势，年均复合增长2.87%。截至2017年底，苏宁置业资产总额599.45亿元，较年初增长7.29%，资产结构以流动资产为主。截至2017年底，苏宁置业流动资产占72.92%，非流动资产占27.08%，以流动资产为主。

截至2018年9月底，苏宁置业资产总额562.66亿元，其中流动资产占比64.08%，非流动资产占比35.92%。

流动资产

2015~2017年，苏宁置业流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长5.68%。截至2017年底，苏宁置业流动资产合计437.11亿元，以其他应收款（占比38.84%）及存货（占比47.59%）为主。

2015~2017年，苏宁置业其他应收款呈逐年增长趋势，年均复合增长407.52%。截至2017年底，苏宁置业其他应收款169.78亿元，较年初增长1,602.65%，主要系拆借给苏宁系统内部公司的往来款大幅增加所致。

2015~2017年，苏宁置业存货规模呈逐年减少态势，年均复合下降22.94%。截至2017年底，苏

宁置业存货账面价值为 208.01 亿元，较年初下降 38.14%，主要是由于 2017 年新增项目较少、存量项目销售结转导致存货项下开发成本和开发产品减少。存货构成主要为开发成本、开发产品，占比分别为 80.71% 和 19.22%，苏宁置业存货主要集中于二线城市，存货可变现净值较高，质量尚可。截至 2017 年底，苏宁置业存货未计提跌价准备。

截至 2018 年 9 月底，苏宁置业流动资产 360.53 亿元，其中存货规模 191.93 亿元，占比 53.24%；其他应收款 82.79 亿元，占比 22.96%。流动资产仍以存货和其他应收款为主。

非流动资产

2015~2017 年，苏宁置业非流动资产呈逐年减少态势，年均复合下降 3.71%。截至 2017 年底，苏宁置业非流动资产合计 162.33 亿元，较年初下降 2.18%。苏宁置业非流动资产以投资性房地产（占比 76.70%）、固定资产（占比 10.72%）和递延所得税资产（占比 7.71%）为主。

苏宁置业对投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量。2015~2017 年，苏宁置业投资性房地产呈逐年减少态势，年均复合下降 5.24%。截至 2017 年底，苏宁置业投资性房地产合计 124.50 亿元，较年初下降 1.62%，变化较小，2015~2017 年年均复合增长率的变化，主要系 2016 年子公司成都鸿业置业有限公司不再纳入合并范围所致；苏宁置业投资性房地产主要为全国范围内的苏宁广场项目，多处于一二线或富裕省份“2.5 线”以上城市核心地段，未来具备一定升值潜力，未计提减值准备。

2015~2017 年，苏宁置业固定资产账面价值呈波动减少趋势，年均复合下降 10.41%。截至 2017 年底，苏宁置业固定资产账面价值 17.41 亿元，较年初减少 21.60%，累计折旧 5.76 亿元，未计提资产减值准备，苏宁置业固定资产主要为房屋及建筑物（占比 84.55%）和运输设备（占比 12.64%）。

2015~2017 年，苏宁置业递延所得税资产呈逐年增长趋势，年均复合增长 13.59%。截至 2017 年底，苏宁置业递延所得税资产合计 12.52 亿元，较年初增长 3.29%，2017 年变动较小，2015~2017 年年均复合增长率的变动，主要系 2016 年以后年度可抵扣亏损上升所致。

截至 2018 年 9 月底，苏宁置业非流动资产 202.13 亿元，其中投资性房地产 127.01 亿元，占比 62.84%；固定资产 34.63 亿元，占比 17.14%；递延所得税资产 13.90 亿元，占比 6.88%。总体看，非流动资产仍以投资性房地产和固定资产为主。

总体看，近三年，苏宁置业资产规模呈波动增长态势且以流动资产为主，资产构成较为稳定；流动资产中存货和其他应收款占比较大，非流动资产以投资性房地产为主，投资性房地产均为核心地区的商业物业，整体资产质量较好。

（3）负债及所有者权益

负债

2015~2017 年，苏宁置业负债规模呈波动减少态势，年均复合下降 0.66%。截至 2017 年底，苏宁置业负债合计 478.86 亿元，较年初减少 3.02%，变动较小。其中，流动负债占比 72.11%，非流动负债占比 27.89%，以流动负债为主。

截至 2018 年 9 月底，苏宁置业负债合计 418.44 亿元，其中，流动负债占比 88.17%，非流动负债占比 11.83%。

2015~2017 年，苏宁置业流动负债呈逐年减少趋势，年均复合下降 7.63%。截至 2017 年底，苏宁置业流动负债合计 345.32 亿元，较年初下降 3.62%，变动较小。苏宁置业流动负债主要以应付账款（占比 12.58%）、预收款项（占比 12.65%）、其他应付款（占比 24.57%）和一年内到期的非流动负债（占比 38.39%）为主。

2015~2017年，苏宁置业应付账款呈波动减少态势，年均复合下降7.05%。截至2017年底，苏宁置业应付账款余额43.44亿元，较年初减少18.03%，主要系2017年大部分应付货款的结清所致，苏宁置业应付账款主要为应付工程及设备款（占比97.20%）。

2015~2017年，苏宁置业预收款项呈逐年增长态势，年均复合增长39.63%。截至2017年底，苏宁置业预收款项共计43.67亿元，较年初增长4.43%，主要为预收房款的增加所致，苏宁置业预收账款主要为预收房款（占比95.56%）。

2015~2017年，苏宁置业其他应付款呈逐年减少态势，年均复合下降35.72%。截至2017年底，苏宁置业其他应付款84.84亿元，较年初下降16.56%，主要系往来款下降所致，苏宁置业其他应收款主要为往来款（占比94.30%）。

2015~2017年，苏宁置业一年内到期的非流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长38.60%。截至2017年底，苏宁置业一年内到期的非流动负债132.56亿元，较年初增长13.91%，主要系2017年新增了一年内到期的长期应付款所致。苏宁置业一年内到期的非流动负债为一周内到期的应付债券、一年内到期的长期借款和一年内到期的长期应付款，其中一周内到期的应付债券占比78.91%。

截至2018年9月底，苏宁置业流动负债合计368.96亿元，其中其他应付款126.38亿元，占比34.25%；一周内到期的非流动负债119.53亿元，占比32.40%；预收账款41.23亿元，占比11.17%；应付账款38.80亿元，占比10.52%。苏宁置业流动负债结构无明显变化。

2015~2017年，苏宁置业非流动负债呈波动增长态势，年均复合增长28.55%。截至2017年底，苏宁置业非流动负债合计133.54亿元，较年初减少1.46%，主要为长期借款（占比50.55%）、应付债券（占比24.94%）、长期应付款（占比13.06%）及递延所得税负债（占比11.42%）。

2015~2017年，苏宁置业长期借款呈波动增长态势，年均复合增长8.80%。截至2017年底，苏宁置业长期借款余额67.51亿元，较年初减少17.12%，主要系苏宁置业2017年部分借款重分类至一周内到期的非流动负债使得保证及抵押借款的下降所致。苏宁置业长期借款主要由保证及抵押借款（占比70.17%）、保证及质押借款（14.72%）、抵押借款（占比7.41%）和保证借款（占比7.70%）组成。

2015~2017年，苏宁置业应付债券呈逐年增长态势。截至2017年底，苏宁置业应付债券合计33.30亿元，较年初增长234.36%，主要系子公司无锡苏宁置业有限公司、南京鼓楼国际软件与服务外包产业园有限公司、南京银河房地产开发有限公司和福州苏宁置业集团有限公司于2017年非公开发行定向债务融资工具所致。

2015~2017年，苏宁置业长期应付款呈波动增长趋势，年均复合增长225.15%。截至2017年底，苏宁置业长期应付款17.44亿元，较年初减少37.28%。主要系偿还了部分民生金融租赁股份有限公司的融资租赁款和全部交银金宇（天津）飞机租赁有限公司的融资租赁款所致。

2015~2017年，苏宁置业递延所得税负债呈逐年下降态势，年均复合下降16.26%。截至2017年底，苏宁置业递延所得税负债15.26亿元，较年初减少6.22%，主要系其投资性房地产公允价值变动所致。

截至2018年9月底，苏宁置业非流动负债合计49.48亿元，其中长期借款22.24亿元，占比44.95%；递延所得税负债16.91亿元，占比34.18%；长期应付款10.29亿元，占比20.80%。截至2018年9月底，苏宁置业非流动负债以长期借款、递延所得税负债和长期应付款为主。

2015~2017年，苏宁置业全部债务呈逐年增长态势，年均复合增长30.84%；截至2017年底，苏宁置业全部债务为254.63亿元，较年初增长5.70%，其中短期债务和长期债务分别占比53.56%和46.44%，以短期债务为主。2015~2017年，苏宁置业资产负债率分别为85.66%、88.38%和79.88%，

全部债务资本化比率分别为 64.67%、78.77%和 67.86%，长期债务资本化比率分别为 41.94%、64.75%和 49.51%，均呈稳定波动趋势。苏宁置业整体债务负担较重。截至 2018 年 9 月底，苏宁置业全部债务为 158.71 亿元，其中短期债务 126.17 亿元，占比 79.50%；长期债务 32.54 亿元，占比 20.50%。截至 2018 年 9 月底，苏宁置业资产负债率为 74.37%，全部债务资本化比率为 54.18%，长期债务资本化比率为 19.51%，债务负担有所降低。

总体看，苏宁置业负债规模较高，负债中以流动负债为主，债务规模较大，整体债务负担较重。

所有者权益

2015~2017 年，苏宁置业所有者权益分别为 81.25 亿元、64.91 亿元和 120.59 亿元，2016 年有所回落系受其他综合收益减少影响所致，2017 年大幅增长系由于资本公积、未分配利润和少数股东权益大幅增长所致。截至 2017 年末，苏宁置业所有者权益中归属于母公司所有者权益占 82.62%，少数股东权益占比 17.38%。归属于母公司所有者权益中实收资本占比 10.04%；其他综合收益占比 32.24%（全部为投资性房地产转换为以公允价值模式进行后续计量的投资性房地产时，公允价值与原账面价值的差额），未分配利润占比 47.66%，苏宁置业权益结构的稳定性较弱。截至 2018 年 9 月底，苏宁置业所有者权益 144.22 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 111.91 亿元，占比 77.60%；少数股东权益 32.31 亿元，占比 22.40%。

总体看，受其他综合收益、资本公积、未分配利润和少数股东权益变动影响，苏宁置业所有者权益近三年有所波动；所有者权益结构稳定性有待增强。

（4）盈利能力

2015~2017 年，苏宁置业分别实现营业收入为 41.28 亿元、84.11 亿元和 108.32 亿元，年均复合增长 61.98%；2017 年，苏宁置业营业收入同比增长 28.78%，主要是由于在 2017 年四季度，苏宁置业通过项目合作开发、大宗交易出售、商业物业 REITs、股权融资等多种方式，与多家金融机构、地产商对旗下多个项目或项目公司股权进行合作，在上述项目中，一部分项目以出售资产形式合作，收入计入主营业务收入中的其他收入，使得 2017 年其他收入增长至 46.87 亿元，同比增长了 649.29%，另一部分项目以出售股权形式合作，计入投资收益中的处置长期股权投资收益，使得 2017 年处置长期股权投资收益较 2016 年增加了 78.18 亿元，增长幅度达到 1,381.94%。2015~2017 年，苏宁置业营业成本分别为 24.47 亿元、57.71 亿元和 90.70 亿元，2017 年，苏宁置业营业成本同比增长 57.17%，主要系成本随收入增长所致。2017 年，苏宁置业营业利润 52.98 亿元，相较 2016 年-5.75 亿元实现扭亏并大幅增长，主要系投资收益大幅增长所致（2017 年苏宁置业实现 84.02 亿投资收益，主要为上述处置长期股权投资收益），2015~2017 年，苏宁置业净利润分别为 0.17 亿元、2.52 亿元和 39.34 亿元，2017 年，苏宁置业净利润同比增长约 14.59 倍，主要系营业利润大幅增长所致。2018 年 1~9 月，苏宁置业实现营业收入 40.61 亿元，实现净利润 2.23 亿元，较去年同期均出现大幅下滑，主要系由于苏宁置业以商业地产业务为主，因项目开发周期以及部分项目暂未达到可售阶段，故 2018 年前三季度房地产业务实现收入相对较少。

期间费用方面，2015~2017 年，苏宁置业费用总额呈逐年增长趋势，年均复合增长 67.20%。2017 年，苏宁置业期间费用为 44.44 亿元，同比增长 26.86%。从费用构成来看，2017 年，苏宁置业销售费用占比 15.32%、管理费用占比 27.19%、财务费用占比 57.48%，分别较年初增长 66.79%、24.27%和 20.37%。2015~2017 年，苏宁置业销售费用、管理费用和财务费用均呈逐年增长态势，分别年均复合增长 53.30%、22.05%和 128.68%，财务费用的大幅增长主要系由于苏宁置业为满足地产业务资本性支出的需要，对外融资的增加推高了财务费用。近三年，苏宁置业费用收入比分别为 38.51%、

41.65%和 41.03%，2017 年，苏宁置业费用收入比较上年下降 0.62 个百分点，费用水平较高。2018 年 1~9 月，苏宁置业期间费用为 16.79 亿元，其中销售费用 3.32 亿元，占比 19.76%；管理费用 7.98 亿元，占比 47.52%；财务费用 5.49 亿元，占比 32.72%。2018 年 1~9 月，苏宁置业费用收入比 41.33%。

非经常性损益方面，2015~2017 年，苏宁置业发生资产减值损失分别为 0.17 亿元、0.15 亿元和 0.04 亿元，数额较小，对苏宁置业影响不大。2015~2017 年，苏宁置业公允价值变动收益分别为 5.27 亿元、4.78 亿元和 4.54 亿元，分别占当年利润总额的 634.98%、91.33%和 8.62%，2017 年公允价值变动收益对苏宁置业利润影响很小。2015~2017 年，苏宁置业营业外收入分别为 1.50 亿元、11.37 亿元和 0.14 亿元，分别占当年利润总额的 180.56%、217.37%和 0.28%，2017 年苏宁置业营业外收入大幅下降，主要是因为 2016 年政府补助（2016 年营业外收入中政府补助占比 99.12%）较大，该补助为前期参与了土地一级开发后未获取土地而收到的政府收益补贴。

从盈利指标来看，2015~2017 年，苏宁置业营业利润率分别为 24.96%、22.57%和 5.79%，2017 年苏宁置业营业利润率下降较为明显，主要系营业成本和营业税金及附加增加所致，苏宁置业总资产收益率分别为 2.02%、9.10%和 19.03%，总资产报酬率分别为 1.26%、4.81%和 13.97%，净资产收益率分别 0.23%、3.45%和 42.42%，2017 年盈利能力显著提升。

总体看，苏宁置业营业收入近三年逐年增长；期间费用逐年增长，费用控制能力有待增强；2017 年，非经常性损益波动对苏宁置业利润总额影响已经较小，苏宁置业整体盈利能力显著提高。

（5）现金流

从经营活动来看，2015~2017 年，苏宁置业经营活动产生的现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金，呈逐年增长趋势，经营活动产生的现金流入年均复合增长 113.96%；2017 年，苏宁置业经营活动现金流入 342.82 亿元，同比增长 151.13%，主要系收到其他与经营活动有关的现金（主要为收到的往来款）增长所致。2015~2017 年，苏宁置业经营活动产生的现金流出主要为支付其他与经营活动有关的现金，呈逐年增长趋势，经营活动产生的现金流出年均复合增长 232.64%；2017 年，经营活动现金流出 471.35 亿元，同比增长 122.61%，主要系支付其他与经营活动有关的现金（主要为支付的往来款）大幅增长所致。2015~2017 年，苏宁置业经营活动现金流量净额分别为 32.29 亿元、-75.23 亿元和 -128.53 亿元。从现金收入质量来看，2015~2017 年苏宁置业现金收入比分别为 51.99%、120.78%和 112.46%，苏宁置业收入实现质量改善较为显著。

从投资活动来看，2015~2017 年，苏宁置业投资活动产生的现金流入呈逐年增长态势，年均复合增长 1,218.61%。2017 年，苏宁置业投资活动现金流入 129.62 亿元，同比增长 51.92%，主要系 2017 年苏宁置业开始与金融机构、其他地产商合作投资开发项目，并销售了部分可售物业，使得收回投资收到的现金大幅增长所致；2015~2017 年，苏宁置业投资活动产生的现金流出呈波动增长态势，年均复合增长 36.71%；2017 年，投资活动现金流出 30.40 亿元，同比减少 60.12%，主要系投资理财产品的减少使得投资支付的现金大幅下降所致。受上述因素影响，2015~2017 年，苏宁置业投资活动现金流量净额分别为 -15.52 亿元、9.09 亿元和 99.22 亿元。

从筹资活动来看，2015~2017 年，苏宁置业筹资活动产生的现金流入和流出均呈现增长态势，年均复合增长率分别为 35.23%和 20.98%；2017 年，苏宁置业筹资活动现金流入 168.85 亿元，同比减少 24.63%，主要为取得借款所收到的现金大幅下降所致；筹资活动现金流出 154.68 亿元，同比增加 5.01%，变动幅度较小，主要为偿还借款支出。受上述因素影响，2015~2017 年，苏宁置业筹资活动现金流量净额分别为 -13.36 亿元、76.72 亿元和 14.16 亿元，波动幅度较大。

2018 年 1~9 月，苏宁置业经营活动产生的现金流入为 277.48 亿元，现金流出为 184.05 亿元，

现金流净额为 93.43 亿元；2018 年 1~9 月，苏宁置业投资活动产生的现金流入为 21.96 亿元，现金流出为 15.56 亿元，现金流净额为 6.40 亿元；2018 年 1~9 月，苏宁置业筹资活动产生的现金流入为 25.98 亿元，现金流出为 132.41 亿元，现金流量净额为-106.43 亿元。

总体看，苏宁置业经营性现金流规模较大，收入实现质量明显改善，投资性现金流入大幅增长，但苏宁置业融资需求较大，主要依靠借款筹资满足自身经营和投资需求。

（6）偿债能力

从短期偿债指标看，2015~2017 年，苏宁置业流动比率分别为 0.97 倍、1.10 倍和 1.27 倍，由于苏宁置业开发规模较大，存货余额较多，近三年，苏宁置业速动比率仅为 0.10 倍、0.16 倍和 0.66 倍，两项指标均偏低，但提升明显。2015~2017 年，现金短期债务比分别为 0.17 倍、0.21 倍和 0.08 倍，现金类资产对短期债务的保护能力一般。2016 及 2017 年，苏宁置业经营活动产生的现金流量净额为负，无法对流动负债形成有效覆盖。总体看，苏宁置业短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2015~2017 年苏宁置业资产负债率分别为 85.66%、88.38%和 79.88%，资产负债率很高。2015~2017 年，苏宁置业 EBITDA 分别为 8.36 亿元、28.84 亿元和 80.12 亿元；2017 年，苏宁置业 EBITDA 同比增幅很大，EBITDA 构成中利润总额占比较高（占比 65.64%）。2015~2017 年，苏宁置业 EBITDA 利息倍数分别为 0.27 倍、0.72 倍和 2.67 倍，对利息保护能力显著提升。2015~2017 年，EBITDA 全部债务比分别为 0.06 倍、0.12 倍和 0.31 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力一般。总体看，苏宁置业长期偿债能力尚可。

截至 2018 年 9 月底，苏宁置业流动比率 0.98 倍，速动比率 0.46 倍，资产负债率 74.37%

截至 2018 年 9 月底，苏宁置业对外担保总额为 249.40 亿元，占期末净资产的比重为 206.82%，主要系对母公司苏宁电器的担保，存在一定或有负债风险。

截至 2018 年 9 月底，苏宁置业无直接银行授信。

根据苏宁置业提供的企业征信报告（机构信用代码：G1032010301179900L），截止 2018 年 12 月 27 日，苏宁置业无已结清或未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2019 年 1 月 14 日，苏宁置业不存在单笔金额超过 500 万元的未决诉讼。

总体看，苏宁置业短期偿债能力一般，长期偿债能力尚好。考虑到苏宁置业储备项目及土地较多，能满足一定时期内开发需要，未来通过持续经营，苏宁置业主营收入有望保持稳定。总体看，苏宁置业整体偿债能力尚可。

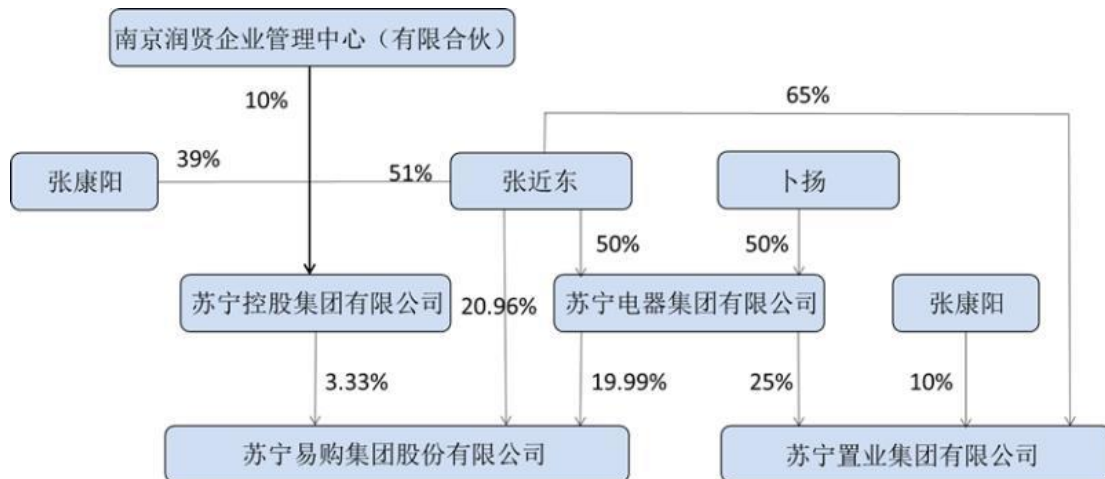
四、债务加入方信用风险分析-苏宁电器

苏宁电器亦为本专项计划涉及的债务加入方之一，且苏宁电器不存在作为初始债务人的情形，本专项计划能否按期足额偿还本金及收益主要取决于苏宁电器经营和财务状况。

1. 苏宁电器概况

苏宁电器前身为江苏苏宁电器有限公司，于 1999 年 11 月 24 日由江苏苏宁科技实业投资有限公司（以下简称“苏宁投资”）和江苏苏宁家电有限公司（下称“苏宁家电”）于 1999 年 11 月 24 日共同发起设立，设立时注册资本为 3,000.00 万元，其中苏宁投资持股 11.56%，苏宁家电持股 88.44%。后历经多次增资和股权结构变化，截至 2018 年 9 月底，苏宁电器认缴资本 17.14 亿元，张近东持股 50.00%，卜扬持股 50.00%。

图 2 截至 2018 年 9 月底苏宁电器股权结构图



资料来源：苏宁电器提供

苏宁电器经营范围：家用电器及配件的制造、销售及售后服务，汽车专用照明电器、电子元件、电工器材和电气信号设备加工制造，房屋租赁、维修，物业管理，室内装饰，园林绿化，经济信息咨询，实业投资，酒店管理，汽车出租，健身服务，票务服务，停车场服务，百货、黄金、珠宝玉器、工艺美术品、鲜花、国产及进口化妆品、电梯、机电产品、建筑工程设备、计算机设备、办公设备的销售，洗衣服务，柜台、场地租赁，国内商品展示服务，企业形象策划，人才培养，自营和代理各类商品及技术的进出口业务，计算机的软件开发、销售、系统集成，企业管理服务，会务服务，中、西餐制售，音像制品零售茶座，卷烟、烟丝、雪茄烟零售，国内版图书、期刊零售，预包装食品兼散装食品的批发与零售，住宿，酒吧，洗浴，游泳，电讯服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2017 年底，苏宁电器总部设财务管理中心、资金管理中心及投资管理中心 3 个职能部门。截至 2017 年底，苏宁电器员工总数 76,561 人，其中初中以下 1,981 人，高中/中专 21,647 人，大专及以上 52,933 人。从年龄分布来看，30 岁及以下 36,784 人，30-50 岁 38,928 人，50 岁以上的 849 人。

截至 2017 年底，苏宁电器合并资产总额 2,838.88 亿元，负债总额 1,941.32 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）897.55 亿元，其中归属于母公司所有者权益 94.28 亿元。2017 年，苏宁电器实现营业收入 2,007.46 亿元，净利润（含少数股东损益）80.34 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 17.99 亿元；经营活动现金流量净额为-45.81 亿元，现金及现金等价物净增加额为 51.64 亿元。

截至 2018 年 9 月底，苏宁电器合并资产总额 3,244.24 亿元，负债总额 2,230.48 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）1,013.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益 121.74 亿元。2018 年 1~9 月，苏宁电器实现营业收入 1,787.56 亿元，净利润（含少数股东损益）62.39 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 17.29 亿元；经营活动现金流量净额为-127.60 亿元，现金及现金等价物净增加额为 40.26 亿元。

苏宁电器注册地址：南京市淮海路 68 号；法定代表人：卜扬。

2. 行业分析

苏宁电器业务主要包含由家电连锁升级的全品类、全渠道的零售业务，以及房地产业务。零售业，尤其是 3C 家电零售行业的状况及变动对公司经营及财务具有较大影响，房地产行业对公司经营

和财务具有一定影响。下面主要针对 3C 家电零售行业进行分析，房地产行业分析见债务加入方苏宁置业分析部分。

(1) 行业概况

3C 包括电脑 (Computer)、通讯产品 (Communication) 和消费电子 (Consumer Electronics)，通常指的是电脑、平板电脑、手机、数码相机、随身听、电子辞典、影音播放硬件设备或数字音频播放器等产品；家电是指以电能驱动的家庭用具，在行业分类上一般把家电分为三类，包括黑色家电（以彩电为代表）、白色家电（以空调、洗衣机和电冰箱为代表）和小家电（以厨房家电等为代表）。3C 家电零售企业从品牌生产厂商或其代理商采购 3C 家电产品，通过其销售平台和渠道销售给终端消费者。过去十几年，随着中国经济的发展和居民收入水平的提高，3C 家电零售行业获得了快速发展，市场规模不断扩大。中国目前已经成为世界上最大的 3C 家电产品消费市场。

2017 年，我国家用电器和音像器材类产品零售额达到 9,453.90 亿元，同比增长 5.00%；通讯器材类产品零售额 4,330.20 亿元，同比增长 11.20%。2017 年，国内手机出货量 4.91 亿台，同比下降 12.32%；彩电累计销量 1.71 亿台，同比下降 1.16%；空调销量为 1.74 亿台，同比增长 8.91%；家用电冰箱产量为 0.87 亿台，同比下降 4.28%；家用洗衣机销量为 0.76 亿台，同比增长 0.83%。

表 9 2012~2017 年我国 3C 家电零售行业发展情况

类别	项目	数量
家用电器及音像器材类产品	2017 年零售额 (亿元)	9,453.90
	同比增长率 (%)	5.00
	2012~2017CAGR (%)	9.76
通讯器材类产品	2017 年零售额 (亿元)	4,330.20
	同比增长率 (%)	11.20
	2012~2017CAGR (%)	22.97
手机	2017 年出货量 (亿台)	4.91
	同比增长率 (%)	-12.32
	2012~2017CAGR (%)	1.41
彩电	2017 年销量 (亿台)	1.71
	同比增长率 (%)	-1.16
	2012~2017CAGR (%)	4.49
空调	2017 年销量 (亿台)	1.74
	同比增长率 (%)	8.91
	2012~2017CAGR (%)	5.65
家用电冰箱	2017 年销量 (亿台)	0.87
	同比增长率 (%)	-4.28
	2012~2017CAGR (%)	0.87
家用洗衣机	2017 年销量 (亿台)	0.76
	同比增长率 (%)	0.83
	2012~2017CAGR (%)	3.00

资料来源：wind，联合评级整理。

目前，中国 3C 家电零售行业的发展已进入成熟期，呈现出几个鲜明的特点。第一，行业增速放缓。除空调等少数产品外，主要 3C 家电产品 2017 年同比增速均低于 2012~2017 年均复合增速，表明 3C 家电零售的行业的增速已逐步减慢。第二，线上渗透率不断提高。受益于互联网普及率的提

高、网络支付技术的推广以及物流基础设施的完善，网络购物方式在过去几年迅速崛起，而 3C 家电产品标准化、大金额和不易搬运（主要指家电类）的特点使其尤其适合网购。2017 年，我国 B2C 家电网购市场（含移动终端）规模达到 4,906 亿元，同比增长 27.6%，家电市场网购渗透率已达 26.5%。配合网购的大趋势，3C 家电零售企业纷纷配套发展产业链金融和物流业务，网购市场是带动 3C 家电零售业增长的主力。第三，行业集中度较高。3C 家电零售行业经过过去十几年的发展，市场份额逐步向几家巨头集中。从销售规模来看，前三大 3C 家电零售企业分别为京东、苏宁易购、国美电器，2016 年三家企业 3C 家电零售额分别为 3,278.00 亿元、1,464.53 亿元和 766.95 亿元，市场份额分别为 25.41%、11.35% 和 5.95%，合计 42.71%。第四，随着全球经济一体化进程的加快，3C 家电零售行业的竞争逐步打破国与国之间的界限，大型零售厂商在全球范围内进行品牌推广和销售渠道拓展，进军国际市场，使得 3C 家电零售企业之间的竞争已由过去的国内企业之间的竞争演变为跨国集团之间的较量。

总体看，经过多年的发展，我国 3C 家电零售行业已进入成熟期，行业竞争格局基本确立，网购市场是未来带动 3C 家电零售业增长的主力。

（2）行业政策

2015 年 1 月 8 日，国家发改委等七部门联合发布了《关于印发能效“领跑者”制度实施方案的通知》，明确提出在变频空调、电冰箱、滚筒洗衣机、平板电视等品牌实施能效“领跑者”制度，鼓励企业研发并使用更新的节能技术。

2015 年 5 月 8 日，国务院印发《中国制造 2025》战略（以下简称“战略”），将着重提高国家制造业创新能力，并争取在 2025 年迈入制造强国行列，该战略的推出对提高我国家电行业企业技术水平、加强创新能力，都有着较强的指导作用。

2015 年 5 月 15 日，国家质检总局和国标委联合发布了《家用燃气快速热水器和燃气采暖热水炉能效限定值及能效等级》的新强制性国家标准。新国标将于 2016 年 6 月 1 日起开始实施，燃气热水器新标准的三个等级能效提高 1%~2%，各个级别的最低允许能效指标，热效率的单一限值变为两个热效率值的较大值下限和较小值下限，即一级能效热效率值较大值为 98%，较小值为 94%，二级能效为 89% 和 85%，三级能效为 86% 和 82%。

2015 年 10 月 21 日，国家质检总局制定的《缺陷消费品召回管理办法》经通报 WTO 后正式颁布，并将自 2016 年 1 月 1 日起实施。该《管理办法》对消费品召回实施目录管理：拟首先从儿童用品和家用电子电器产品共计 20 类产品开始实施，其中包括家电。

2015 年 11 月 4 日，国家发改委公布《家电能效领跑者实施细则》，首批涉及平板电视、家用电冰箱和空调三大类家电产品，将对高能效的节能产品予以奖励。不过，此次家电能效领跑者计划对于相关的企业产品给予的是政策性鼓励，并没有财政补贴。

2015 年 11 月 26 日，财政部、环保部、发改委和工信部四部委发布新版废弃电器电子产品处理基金补贴标准，新补贴标准自 2016 年 1 月 1 日起施行。新版补贴标准对废弃电视机和微型计算机的基金补贴标准略有下调，而对废弃空调补贴标准则有较大幅度提高，具体补贴标准为：电视最高 70 元/台；电脑最高 70 元/台；洗衣机最高 45 元/台；电冰箱最高 80 元/台；空调最高 130 元/台。

2016 年 10 月，新修订的《家用电冰箱耗电量限定值及能源效率等级》正式实施，新版电冰箱能效标准 1 级能效要求耗电量大幅降低，新 1 级比老 1 级耗电量需下降 40% 左右。随着技术的不断升级，绿色节能将成为未来消费者产品选择的必要条件，也使得政策向更高能效产业结构倾斜。

总体看，影响 3C 家电零售行业的政策主要涉及 3C 家电产品的能效问题，以鼓励节能、提高能

效为主；随着《中国制造 2025》的推出，我国家电制造企业技术水平有望继续提升，能效有望不断提高。

（3）行业关注

优惠政策相继退出

“家电下乡”（2007 年 12 月至 2013 年 1 月）、“以旧换新”（2009 年 5 月至 2012 年 1 月）、“节能惠民”（2012 年 6 月至 2013 年 5 月）等曾经极大推动家电消费的优惠政策相继退出，会阶段性影响部分家电产品的需求，在经济形势日趋复杂的背景下，相关优惠补贴的取消将直接影响到 3C 家电零售企业的收入水平。

市场竞争加剧

3C 家电零售行业竞争非常激烈。互联网零售平台企业的不断渗透，传统 3C 家电制造企业也逐步搭建自己的直销和网购平台，使传统 3C 家电零售企业面临着越来越激烈的竞争，价格战成为常态。3C 家电零售行业的竞争已逐步演变为产业链生态的竞争，配套的金融和物流基础设施越来越成为 3C 家电零售企业保持核心竞争力的关键因素。

原材料价格波动

受全球经济整体疲软及大宗商品市场波动影响，面板、铜、钢等材料价格波动较大，如果上述原材料价格止跌回升，而终端销售价格不能有效化解成本波动影响，将对行业内企业财务业绩造成影响。

（4）行业发展

经过十多年的快速发展，我国 3C 家电零售行业竞争格局已基本稳定，行业内的竞争已演变成产业链生态的竞争。虽然宏观经济逐步企稳进入新常态和国民收入水平的进一步提升，扩大内需、消费升级将为 3C 家电零售行业带来新的发展机遇。

一是更新换代带来的发展机遇。目前中国家电业已经进入更新消费为主的阶段，随着人民生活水平的普遍提高和收入的增长，城乡居民消费结构将过渡到更高层次，消费者对家电产品的档次、功能、品质的更高需求，为家电行业消费升级带来巨大的机遇。

二是创造新的消费需求。3C 家电零售行业的发展一方面是客户对产品的选择，另一方面是厂商为消费者提供更多的产品选项。“十三五”期间将会有更多的新品类家电进入到消费者家庭，如智能卫浴电器，洗碗机，干衣机，嵌入式厨房等各类智能产品将大量进入普通家庭。

综合来看，把握消费升级，加强产业链生态建设，线上线下协同发展，是 3C 家电零售行业的发展方向。未来，中国 3C 家电零售行业的竞争将主要是产业链生态的竞争，由过去的规模扩张转向效率驱动。消费者的改善性需求将是 3C 家电零售行业未来发展的核心驱动力，网购市场将是竞争的主战场。

3. 经营分析

（1）经营概况

作为多元化经营的企业，苏宁电器主营业务板块主要包括零售、地产、酒店、物业等。2017 年，苏宁电器实现营业收入 2,007.46 亿元，同比增长 27.30%，主要系商品零售批发收入增长所致；实现营业利润 95.58 亿元，较上年扭亏为盈。

从收入构成来看，商品零售批发收入是苏宁电器最主要收入来源，占比保持在 90%以上，2017 年占比为 91.48%；2017 年商品零售批发收入同比增长 24.22%，主要系苏宁电器开展新型平台运营模式利用 O2O¹¹渠道优势提升消费体验以及适时开展价格竞争策略所致；房地产收入占比变动较小。其他行业收入主要包括易购网站开放平台的平台服务收入、货物运输配送劳务收入、房地产销售收入和代理劳务收入等，其他行业收入占比快速提高，2017 年占比为 5.22%；2017 年其他行业收入快速增长，主要系苏宁易购集团股份有限公司（以下简称“苏宁易购”）开放平台商户发展较快，平台运营能力增强，收取佣金及广告收入增加，易付宝手续费收入增长以及金融业务收入增长所致。

表 10 苏宁电器近三年一期主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品零售批发板块	1,302.98	94.56	13.45	1,439.67	93.68	12.74	1,788.33	91.48	12.04	1,657.89	95.26	12.89
房地产板块	46.59	3.38	35.92	62.64	4.08	23.40	64.44	3.30	23.12	29.45	1.69	12.30
其他板块	28.34	2.06	14.66	34.48	2.24	50.86	102.01	5.22	37.54	53.07	3.05	39.77
合计	1,377.91	100.00	14.24	1,536.78	100.00	14.03	1,954.78	100.00	13.74	1,740.41	100.00	13.70

资料来源：苏宁电器 2015~2017 年度报告和 2018 年三季度报

从毛利率来看，2017 年，苏宁电器主营业务毛利率为 13.74%，同比下降 0.29 个百分点，主要系商品零售批发收入和其他行业收入毛利率下降所致。具体来看，2017 年，商品零售批发收入毛利率为 12.04%，同比下降 0.70 个百分点，主要受商品零售行业总体成本上升，售价不高，盈利空间下降的影响。2017 年，苏宁电器房地产业务毛利率为 23.12%，同比下降 0.28 个百分点，变动较小。其他行业收入毛利率为 37.54%，同比下降 13.32 个百分点。

2018 年 1~9 月，苏宁电器实现营业收入 1,787.56 亿元，实现营业利润 65.67 亿元。2018 年 1~9 月，苏宁电器主营业务收入 1,740.41 亿元，其中商品零售批发板块实现收入 1,657.89 亿元，占比 95.26%。2018 年 1~9 月，苏宁电器主营业务毛利率为 13.70%，商品零售批发板块毛利率为 12.89%。

总体看，苏宁电器经营业务较为多元化，商品零售批发收入是苏宁电器最重要的收入来源；受益于苏宁电器利用 O2O 渠道优势以及适时开展价格竞争策略，商品零售批发业务收入增长较快；苏宁电器主营业务毛利率有所下降，房地产结转项目毛利率下降幅度较大。

（2）商品零售批发

苏宁电器商品零售批发业务主要由其下属上市控股子公司苏宁易购运营。苏宁易购实现门店端、PC 端、移动端、TV 端的全覆盖，同时积极探索三四级市场服务站、本地化营销、校园拓展等新兴渠道建设，构建苏宁 O2O 渠道体系。此外苏宁易购还在物流、IT 能力建设、员工薪酬提升、专业技术和专业精英人才的引进方面加大投入，并通过开展门店创新型资产运作模式，进一步提升 O2O 发展模式下门店核心竞争力。2015~2017 年，苏宁易购零售业务实现营业收入分别为 1,338.94 亿元、1,464.53 亿元和 1,850.16 亿元，年均复合增长 15.43%，占苏宁易购总营业收入的比重分别为 98.78%、96.66%和 94.93%，毛利率分别为 13.70%、13.39%和 13.08%。近三年，苏宁易购零售业务营业收入占比持续保持 94%以上，主营业务突出，营业规模呈稳定增长趋势，毛利率略有下滑。

从产品上看，苏宁易购零售业务以 3C 家电产品为主，包括通讯产品、小家电产品、数码及 IT 产品等 3C 产品和冰箱、洗衣机、彩电、空调等传统家电产品。其中，3C 产品方面，通讯产品、小

11 O2O 即 Online To Offline(在线离线/线上到线下)，是指将线下的商务机会与互联网结合，让互联网成为线下交易的平台

家电产品和数码及 IT 产品 2017 年营业收入分别同比增长 43.59%、31.84% 和 4.02%，并且通讯产品和小家电产品在零售业务营业收入中占比不断提高，主要系苏宁易购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。传统家电产品方面，2017 年空调器产品营业收入同比增长 28.24%，冰箱、洗衣机产品营业收入同比增长 15.55%，彩电、音像、碟机产品营业收入则同比增长 12.87%。同时，传统家电产品营业收入占比均出现不同幅度的降低。从毛利率来看，近三年苏宁易购零售业务各类产品毛利率大多呈下滑趋势，主要系受苏宁易购加大定制包销产品推广力度、线上销售占比提升等影响所致。近三年，各类产品的营业收入、占比及毛利率情况如下表所示：

2018 年 1~6 月，苏宁易购实现主营业务收入 1,090.37 亿元，其中零售业务实现营业收入 1,049.34 亿元，占苏宁易购总营业收入的比重为 94.81%，毛利率为 12.59%。零售业务按产品来看，2018 年 1~6 月，苏宁易购通讯产品实现收入 317.60 亿元，占总营业收入的 28.70%；小家电产品实现收入 218.28 亿元，占总营业收入的 19.72%；空调产品实现收入 139.20 亿元，占总营业收入 12.58%；数码及 IT 产品实现收入 136.18 亿元，占总营业收入的 12.30%。

表 11 近三年及一期苏宁易购营业收入分产品情况（单位：亿元、%）

产品类别	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-6 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
通讯产品	270.42	19.95	7.89	342.15	23.03	7.04	491.29	26.14	5.21	317.60	28.70	5.02
小家电产品	229.3	16.92	18.48	256.82	17.28	18.22	338.59	18.02	18.93	218.28	19.72	19.66
数码及 IT 产品	220.83	16.29	4.72	241.38	16.24	3.97	251.08	13.36	2.92	136.18	12.30	3.51
冰箱、洗衣机	216.51	15.97	17.93	222.1	14.95	17.72	256.62	13.66	18.69	127.93	11.56	19.67
彩电、音像、碟机	231.95	17.11	17.74	214.8	14.46	16.91	242.44	12.9	16.26	110.16	9.95	16.63
空调器产品	130.33	9.62	16.39	158.99	10.7	15.98	203.88	10.85	16.25	139.20	12.58	17.94
安装维修业务	11.27	0.83	20.14	10.45	0.7	14.72	12.97	0.69	15.64	8.93	0.81	15.30
金融业务	--	--	--	5.48	0.37	70.37	14.26	0.76	81.04	10.44	0.94	81.17
其他产品	28.32	2.09	20.15	12.35	0.83	73.83	39.02	2.08	27.69	21.65	1.96	21.38
总计	1,338.94	98.78	13.7	1,464.53	98.56	13.39	1,850.16	98.45	13.08	1,090.37	98.52	13.44

资料来源：苏宁易购 2015~2017 年度报告和 2018 年半年报，联合评级整理。
注：苏宁易购 2018 年三季度报告未披露零售业务营业收入分产品明细情况。

分地区来看，苏宁易购的业务范围覆盖了大陆各大地区，并延伸至香港和日本。其中，华东地区营业收入占比最大，2015~2017 年华东地区营业收入占总营业收入的比重逐步增加，分别为 37.55%、40.76% 和 43.42%；其次为华北地区，2015~2017 年华北地区营业收入占总营业收入的比重稳步增长，分别为 15.66%、16.03% 和 16.30%。华东和华北地区营业收入占比呈持续扩大趋势，国内其他地区营业收入占比则大部分出现了不同幅度的下降。2015~2017 年，日本地区营业收入占比分别为 3.31%、2.31% 和 2.06%，呈下降趋势。2018 年 1~6 月，苏宁易购华东地区营业收入占主营业务收入的比重为 43.25%，华北地区占比 15.73%，华南地区占比 11.90%。

表 12 苏宁易购近三年及一期零售业务营业收入分地区情况 (单位: 亿元、%)

产品	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-6 月	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
华东一区	298.00	21.98	383.66	25.82	527.32	28.06	319.59	28.88
华北地区	212.24	15.66	238.23	16.03	306.28	16.30	174.13	15.73
华东二区	212.21	15.66	222.01	14.94	288.57	15.36	159.03	14.37
华南地区	151.85	11.20	162.58	10.94	209.32	11.14	131.74	11.90
西南地区	134.07	9.89	146.13	9.84	176.97	9.42	105.51	9.53
华中地区	84.33	6.22	93.83	6.31	126.03	6.71	75.15	6.79
西北地区	63.14	4.66	71.15	4.79	77.31	4.10	43.21	3.90
东北地区	64.89	4.79	65.75	4.43	72.54	3.86	40.08	3.62
香港地区	73.38	5.41	46.80	3.15	27.12	1.44	14.84	1.34
日本地区	44.84	3.31	34.37	2.31	38.71	2.06	27.08	2.45
总计	1,338.94	98.78	1,464.53	98.56	1,850.16	98.45	1,090.37	98.52

资料来源: 苏宁易购 2015~2017 年度报告和 2018 年半年报, 联合评级整理。
注: 苏宁易购 2018 年三季度报告未披露零售业务营业收入分地区明细情况。

从业务模式来看, 苏宁易购零售业务同时采用线下连锁店和线上平台两种运营模式, 拥有全产品、全场景的购物体验优势, 线上线下数字化服务网络能够为供应商提供基于大数据挖掘的精准品牌推广、商品定制和供应链管理等服务。

线下连锁店运营

截至 2018 年 9 月底, 苏宁易购拥有各类自营店面 6,292 家, 其中, 苏宁易购直营店 2,408 家, 苏宁小店和迪亚天天自营店合计 1,744 家, 家电 3C 店 1,957 家, 母婴店 111 家, 超市店 8 家。此外拥有迪亚天天加盟店 104 家, 苏宁易购零售云加盟店 1,453 家。

2018 年 1~6 月, 苏宁易购可比店面 (指 2016 年 1 月 1 日当日及之前开设的苏宁易购云店、苏宁易购常规店和苏宁易购县镇店) 销售收入同比增长 5.26%。2018 年, 苏宁易购进一步完善了易购服务站的开发标准、店内业态布局以及运营团队的激励考核, 并对现有的加盟、合作网点与代理点进行了梳理及调整。截至 2018 年 6 月底, 苏宁易购服务站直营店 2,392 家主要分布在华东地区, 华东一区和华东二区直营店家数合计占比 40.68%。截至 2018 年 6 月底, 苏宁易购服务站直营店分布情况如下表所示:

表 13 截至 2018 年 6 月底苏宁易购直营店分布情况 (单位: 家、%)

地区	数量	占比
华东一区	629	26.30
华东二区	344	14.38
华南地区	323	13.50
华中地区	294	12.29
华北地区	269	11.25
西南地区	264	11.04
西北地区	151	6.31
东北地区	118	4.93
总计	2,392	100.00

资料来源: 苏宁易购 2018 年半年报, 联合评级整理。
注: 苏宁易购 2018 年三季度报告未披露苏宁易购直营店分布情况。

苏宁易购服务站是苏宁易购在三四级市场实践 O2O 零售模式的平台，经营效益逐步显现，2015 年开设的苏宁易购服务站直营店在 2016 年单店年销售额较 2015 年同比提升 17.25%，占比 81.06% 的苏宁易购服务站直营店在 2016 年 12 月实现了单月盈利。苏宁易购服务站单店成本低，较易实现盈亏平衡。

互联网升级之后的云店和旗舰店的销售提升效果明显，2016 年该类店面以及此类店面较为集中的一级市场可比店面销售增长远快于其他类型及区域的门店。此外，大店具有较强的规模效应，盈利能力较强。

总体看，苏宁易购通过强化门店基础管理，运用互联网数据营销工具，提高门店销售转化；加强门店面积优化，实施招商、降租、退租方式，店面坪效提高；优化商品出样，增加差异化产品，注重体验及服务升级，线下销售逐步回升，线下渠道无论是销售规模还是盈利能力未来均有较强的增长潜力。

线上平台运营

线上平台运营方面，苏宁易购聚焦用户体验优化，完善搜索推荐功能，对互联网核心营销产品进行持续的功能优化，提高转化率。会员方面，苏宁易购实施精准化运营，用户结构优化，年轻会员、女性会员占比提升。此外，苏宁易购还加强细分市场的互联网促销推广，如通过与八天在线的合作，校园会员增长较快。

截至 2018 年 9 月底，苏宁易购零售体系会员总数 3.82 亿。通过大力发展移动端，依托大数据应用支撑系统，重点强化智能推荐、精准营销能力，苏宁易购 APP 日新增下载用户数、活跃用户数提升显著，2018 年 818 大促期间苏宁易购移动端订单数量占线上整体比例达到 93.50%。苏宁易购天猫旗舰店坚持自营全品类商品，实现了商品、服务方面与苏宁易购的全面打通，销售增长较快，服务满意度稳步提升。

2018 年 1~9 月，苏宁易购线上业务实现自营商品销售规模 1,379.54 亿元（含税），同比增长 70.89%，其中自营商品销售规模 997.07 亿元（含税），开放平台商品交易规模 382.47 亿元（含税）。

表 14 截至 2018 年 9 月底苏宁易购线上业务经营情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
零售体系会员总数（亿）	2.50	2.80	3.45	3.82
SKU 数量（万）	2,000.00	4,400.00	-	-
自营商品销售收入（亿元，含税）	402.93	618.70	974.60	997.07
开放平台商品交易规模（亿元，含税）	99.82	186.40	292.36	382.47
线上平台实体商品交易总规模（亿元，含税）	502.75	805.10	1,266.96	1,379.54
移动端订单数量占线上整体比例（%）	60.00	83.00	89.00	-

资料来源：苏宁易购 2015~2017 年度报告及 2018 年三季度报告，联合评级整理。

总体看，苏宁易购通过调整不同类型店面数量，利用大数据营销工具强化线下店面基础管理，并加强线上平台运营，线上线下协同发展。苏宁易购家电零售业务营业收入逐年增长，毛利率水平略有下降，整体经营稳定。

另外，以零售业务为基础，苏宁易购近三年不断开拓金融和物流业务，零售、金融、物流三大业务协同发展效应明显。

伴随着各项基础设施的布局成熟，苏宁易购各项金融产品的规模与效益突显，2016 年江苏苏宁银行股份有限公司获批筹建，苏宁金融生态布局也将更为完善，发展步入快车道。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，截至 2016 年底，苏宁易购支付直连银行超过 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；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。

2016 年，苏宁在物流方面围绕基础设施网络建设、物流运营效率提升以及社会化开放运作不断强化核心竞争力。2016 年 12 月，苏宁物流与天天快递有限公司的有关股东签署协议以收购天天快递有限公司 70% 的股份，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，增强苏宁物流的规模效应。截至 2018 年 9 月底，苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套总面积 799 万平方米，拥有快递网点 25,894 个，物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2,910 个区县级城市。苏宁物流已在 9 个城市投入运营 9 个自动化拣选中心、36 个城市投入运营 39 个区域配送中心，另外 2 个城市 2 个自动化拣选中心在建、扩建、20 个城市 22 个区域配送中心在建、扩建。此外，公司投入使用 17 个生鲜冷链仓，覆盖 141 个城市，有效地提升了生鲜类商品的配送效率；“准时达”产品于 2017 年 8 月上线，在全国 9 个城市推行；“次日达”、“半日达”、“准时达”、“送装一体”等配送服务范围持续优化，物流效率大大提升。苏宁电器物流配送时效和服务体验持续提升，根据国家邮政局关于 2017 年各月邮政业消费者申诉情况的通告，消费者对快递企业有效申诉率指标苏宁物流均保持最低水平。

苏宁易购依靠零售业务，配套发展金融、物流业务，未来随着三大业务的布局逐步完善，苏宁易购经营状况将获得持续改善，可持续发展能力较强。

4. 财务状况分析

（1）财务概况

苏宁电器提供的 2015~2017 年度合并财务报表经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告，按照财务部颁布的《企业会计准则-基本准则》和具体会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（统称“企业会计准则”）编制。2015 年度苏宁电器进行了会计政策变更，将投资性房地产由成本模式计量转为公允价值模式计量；苏宁电器 2016 年报表按照财政部颁布的财会[2016]22 号《增值税会计处理规定》编制，2015 年财务数据不追溯调整。2018 年三季度财务报表未经审计。

截至 2017 年底，苏宁电器合并资产总额 2,838.88 亿元，负债总额 1,941.32 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）897.55 亿元，其中归属于母公司所有者权益 94.28 亿元。2017 年，苏宁电器实现营业收入 2,007.46 亿元，净利润（含少数股东损益）80.34 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 17.99 亿元；经营活动现金流量净额为-45.81 亿元，现金及现金等价物净增加额为 51.64 亿元。

截至 2018 年 9 月底，苏宁电器合并资产总额 3,244.24 亿元，负债总额 2,230.48 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）1,013.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益 121.74 亿元。2018 年 1~9 月，苏宁电器实现营业收入 1,787.56 亿元，净利润（含少数股东损益）62.39 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 17.29 亿元；经营活动现金流量净额为-127.60 亿元，现金及现金等价物净增加额为 40.26 亿元。

(2) 资产质量

2015~2017年，苏宁电器资产规模持续扩大，年均复合增长28.95%，主要系流动资产和非流动资产大规模增加所致。截至2017年底，苏宁电器资产总额2,838.88亿元，较年初增长24.52%，其中流动资产合计1,497.83亿元，占比52.76%，非流动资产合计1,341.05亿元，占比47.24%。苏宁电器资产结构主要以流动资产为主。

截至2018年9月底，苏宁电器资产总额3,244.24亿元，其中，流动资产占比51.67%，非流动资产占比48.33%。

流动资产

2015~2017年，苏宁电器流动资产年均复合增长15.88%。截至2017年底，苏宁电器流动资产合计1,497.83亿元，主要由货币资金(占比26.18%)、其他应收款(占比23.70%)和存货(占比25.22%)构成。

2015~2017年，苏宁电器货币资金呈持续上升趋势，年均复合增长15.46%。截至2017年底，苏宁电器货币资金为392.13亿元，较年初增长18.75%，主要系银行存款(占比60.24%)和其他货币资金(占比39.71%)增长所致，其中其他货币资金155.71亿元，包括银行承兑汇票保证金、长期借款备用信用证保证金等。

2015~2017年，苏宁电器其他应收款呈逐年上升趋势，年均复合增长53.05%。截至2017年底，苏宁电器其他应收款为354.96亿元，较年初增长45.99%，主要系苏宁电器合理规划资金使用，开展投资理财业务，相关理财产品变动计入其他应收款，以及处置子公司股权、支付土地保证金等带来其他应收款的增加所致，2017年，苏宁电器购买的多笔尚未到期的银行保本保收益理财产品约59.67亿元将于一年内到期，到期后利随本清。

2015~2017年，苏宁电器存货呈波动减少趋势，年均复合下降10.44%。截至2017年底，苏宁电器存货账面价值为377.81亿元，较年初减少16.91%，主要系开发成本大幅下降所致，存货主要由开发成本(占比42.32%)和库存商品(占比48.43%)构成，按照单个存货成本高于可变现净值的差额计提存货跌价准备。

截至2018年9月底，苏宁电器流动资产合计1,676.44亿元，其中货币资金494.04亿元，占比29.47%；其他应收款332.32亿元，占比19.82%；存货397.95亿元，占比23.74%。苏宁电器流动资产结构无明显变化。

非流动资产

2015~2017年，苏宁电器非流动资产年均复合增长50.53%。截至2017年底，苏宁电器非流动资产合计1,341.05亿元，主要由可供出售金融资产(占比39.83%)、投资性房地产(占比20.27%)和固定资产(占比15.52%)构成。

2015~2017年，苏宁电器可供出售金融资产呈大幅上升趋势，年均复合增长310.98%。截至2017年底，苏宁电器可供出售金融资产为534.14亿元，较年初增长102.43%，主要系按公允价值计量的可供出售权益工具和以成本计量的可供出售权益工具(主要为对恒大地产集团有限公司200亿元的出资，持股比例为4.70%)大幅增长所致。

2015~2017年，苏宁电器投资性房地产呈逐年上升趋势，年均复合增长13.15%。截至2017年底，苏宁电器投资性房地产为271.80亿元，较年初增长12.12%，主要系自用房地产、无形资产或存货转入增加所致。

2015~2017年，苏宁电器固定资产呈波动上升趋势，年均复合增长14.66%。截至2017年底，苏宁电器固定资产账面价值为208.13亿元，较年初增长39.88%，主要系房屋及建筑物(占比88.03%)

账面价值大幅增长所致。

截至 2018 年 9 月底，苏宁电器非流动资产 1,567.80 亿元，其中发放贷款及垫款 178.50 亿元，占比 11.39%；可供出售金融资产 474.51 亿元，占比 30.27%；投资性房地产 298.24 亿元，占比 19.02%；固定资产 266.15 亿元，占比 16.98%。苏宁电器非流动资产结构无明显变化。

总体看，近三年，苏宁电器资产规模呈逐年增长态势且以流动资产为主，资产构成较为稳定；流动资产中货币资金、其他应收款和存货占比较大，非流动资产以可供出售金融资产、投资性房地产和固定资产为主，整体资产质量一般。

（3）负债及所有者权益

负债

2015~2017 年，苏宁电器负债规模呈逐年增长态势，年均复合增长 22.62%。截至 2017 年底，苏宁电器负债合计 1,941.32 亿元，较年初增长 22.31%。其中，流动负债占比 66.34%，非流动负债占比 33.66%，以流动负债为主。

截至 2018 年 9 月底，苏宁电器负债合计 2,230.48 亿元，其中流动负债占比 69.71%，非流动负债占比 30.29%。

2015~2017 年，苏宁电器流动负债呈逐年增长趋势，年均复合增长 21.46%。截至 2017 年底，苏宁电器流动负债合计 1,287.92 亿元，较年初增长 20.63%。苏宁电器流动负债主要以应付票据（占比 21.54%）、应付账款（占比 13.56%）、其他应付款（占比 15.59%）和一年内到期的非流动负债（占比 25.64%）为主。

2015~2017 年，苏宁电器应付票据呈逐年增长态势，年均复合增长 4.67%。截至 2017 年底，苏宁电器应付票据余额 277.38 亿元，较年初增长 5.45%，主要系 2017 年银行承兑汇票增长所致，苏宁电器应付票据主要为银行承兑汇票（占比 98.17%）。

2015~2017 年，苏宁电器应付账款呈波动增长态势，年均复合增长 11.17%。截至 2017 年底，苏宁电器应付账款余额 174.63 亿元，较年初减少 1.44%，波动较小。年均复合增长幅度较大主要系 2016 年销售增长导致应付供应商的款项相应增长所致，苏宁电器应付账款主要为应付货款（占比 75.79%）和应付工程款（占比 24.21%）。

2015~2017 年，苏宁电器其他应付款呈逐年增长态势，年均复合增长 48.12%。截至 2017 年底，苏宁电器其他应付款 200.83 亿元，较年初增长 94.35%，主要系应付往来款（为股东借款）和应付投资款（主要是收购天天快递导致的增加）大幅增长所致，苏宁电器其他应付款主要为应付往来款（占比 45.72%）、应付工程款项（占比 12.18%）、应付广告及市场推介费（占比 10.79%）和应付投资款（占比 8.78%）。

2015~2017 年，苏宁电器一年内到期的非流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 49.69%。截至 2017 年底，苏宁电器一年内到期的非流动负债 330.26 亿元，较年初增长 14.91%，主要系 2017 年新增了一年内到期的长期应付款以及一年内到期的应付债券增长所致。苏宁电器一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的应付债券（占比 71.45%）、一年内到期的长期借款（占比 25.98%）和一年内到期的长期应付款（占比 2.51%）。

截至 2018 年 9 月底，苏宁电器流动负债合计 1,554.76 亿元，其中，短期借款 300.28 亿元，占比 19.31%；应付票据 257.32 亿元，占比 16.55%；应付账款 190.13 亿元，占比 12.23%；其他应付款 242.01 亿元，占比 15.57%；一年内到期的非流动负债 423.38 亿元，占比 27.23%。苏宁电器流动负债结构无明显变化。

2015~2017年，苏宁电器非流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长25.01%。截至2017年底，苏宁电器非流动负债合计653.40亿元，较年初增长25.76%，主要为长期借款（占比37.27%）、应付债券（占比40.11%）和其他非流动负债（占比9.52%）。

2015~2017年，苏宁电器长期借款呈波动增长态势，年均复合增长18.73%。截至2017年底，苏宁电器长期借款余额243.51亿元，较年初增长53.05%，主要系保证及质押借款的大幅增长所致。苏宁电器长期借款主要由保证及抵押借款（占比56.34%）、保证及质押借款（33.35%）和质押贷款（占比27.43%）组成。

2015~2017年，苏宁电器应付债券呈逐年增长态势，年均复合增长17.40%。截至2017年底，苏宁电器应付债券合计262.08亿元，较年初增长0.62%，波动较小，年均复合增长幅度较大主要系苏宁电器2016年发行58.00亿元的“16苏宁01”债券及42.00亿元的“16苏宁02”债券所致。

2015~2017年，苏宁电器其他非流动负债呈波动增长态势，年均复合增长1,642.39%。截至2017年底，苏宁电器其他非流动负债62.23亿元，较年初增长242.88%，主要系其2017年新增的43.46亿元中海汇誉2017-140苏宁云创投资集合资金信托计划（占其他非流动负债的70.09%）所致。

截至2018年9月底，苏宁电器非流动负债合计675.72亿元，其中，长期借款315.94亿元，占比46.76%；应付债券181.29亿元，占比26.83%；其他非流动负债97.18亿元，占比14.38%。苏宁电器非流动负债结构无明显变化。

2015~2017年，苏宁电器全部债务呈逐年增长态势，年均复合增长18.03%；截至2017年底，苏宁电器全部债务为1,305.22亿元，较年初增长15.81%，其中短期债务和长期债务分别占比59.93%和40.07%，以短期债务为主。2015~2017年，苏宁电器资产负债率分别为75.63%、69.62%和68.38%，全部债务资本化比率分别为69.25%、61.94%和59.25%，长期债务资本化比率分别为46.70%、39.24%和36.82%，均呈稳定下降趋势。苏宁电器整体债务状况虽有所改善但仍负担偏重。

截至2018年9月底，苏宁电器全部债务1,488.51亿元，其中短期债务980.98亿元，占比65.90%；长期债务507.52亿元，占比34.10%。截至2018年9月底，苏宁电器资产负债率为68.75%，全部债务资本化比率为59.49%，长期债务资本化比率为33.36%。

总体看，苏宁电器负债规模较高，负债中以流动负债为主，债务规模较大，整体债务负担偏重。

所有者权益

2015~2017年，苏宁电器所有者权益分别为416.01亿元、692.62亿元和897.55亿元，呈现逐年增长态势，主要系少数股东权益增长所致。截至2017年底，所有者权益中归属于母公司所有者权益占10.50%，少数股东权益占比89.50%。归属于母公司所有者权益中资本公积占比31.53%；其他综合收益占比20.58%，未分配利润占比41.43%，苏宁电器权益结构的稳定性较弱。

截至2018年9月底，苏宁电器所有者权益1,013.76亿元，其中，归属于母公司所有者权益合计121.74亿元，占比12.01%；少数股东权益892.02亿元，占比87.99%。归属于母公司所有者权益中，未分配利润占比45.15%，苏宁电器权益结构的稳定性仍较弱。

总体看，受其他综合收益、资本公积、未分配利润和少数股东权益变动影响，苏宁电器所有者权益近三年有所波动；所有者权益结构稳定性有待增强。

（4）盈利能力

2015~2017年，苏宁电器分别实现营业收入为1,396.39亿元、1,576.97亿元和2,007.46亿元，年均复合增长19.90%；2017年，苏宁电器营业收入同比增长27.30%，主要系主营业务收入（主要为商品零售批发收入）增长所致。2015~2017年，苏宁电器营业成本分别为1,187.20亿元、1,335.23亿

元和 1,704.86 亿元，2017 年，苏宁电器营业成本同比增长 27.68%，主要是由于苏宁电器仍处于 O2O 模式转型的投入期，为有效提升品牌认知度持续加大在品牌宣传、营销推广等方面的投入，同时，加强人员薪酬激励、继续引进高素质专业人员，基于长远发展苏宁电器在商业物业、物流资产、IT 技术方面的持续超前投入等。2017 年，苏宁电器营业利润 95.58 亿元，相较 2016 年-1.11 亿元实现扭亏并大幅增长，主要系投资收益大幅增长所致（主要是由于苏宁置业出售部分物业股权、项目资产及苏宁易购出售部分阿里巴巴股份获取的收益），2015~2017 年，苏宁电器净利润分别为 2.19 亿元、7.12 亿元和 80.34 亿元，2017 年，苏宁电器净利润同比增长约 10.28 倍。2018 年 1~9 月，苏宁电器实现营业收入 1,787.56 亿元，实现营业利润 65.67 亿元，实现净利润 62.39 亿元。

期间费用方面，2015~2017 年，苏宁电器费用总额呈逐年增长趋势，年均复合增长 17.16%。2017 年，苏宁电器期间费用为 317.69 亿元，同比增长 22.37%。从费用构成来看，2017 年，苏宁电器销售费用占比 66.21%、管理费用占比 19.99%、财务费用占比 13.80%，三项费用分别较年初增长 18.45%、28.69%和 34.12%。2015~2017 年，苏宁电器销售费用、管理费用和财务费用均呈增长态势，分别年均复合增长 11.90%、12.02%和 84.97%。近三年，苏宁电器费用收入比分别为 16.57%、16.46%和 15.83%，2017 年，苏宁电器费用收入比较上年下降 0.64 个百分点，费用管理水平一般。2018 年 1~9 月，苏宁电器期间费用为 285.49 亿元，其中销售费用 185.04 亿元，占比 64.81%；管理费用 62.00 亿元，占比 21.72%；财务费用 38.45 亿元，占比 13.47%。2018 年 1~9 月，苏宁电器费用收入比为 15.97%。

非经常性损益方面，2015~2017 年，苏宁电器发生资产减值损失分别为 1.70 亿元、3.41 亿元和 7.08 亿元，数额较小，对苏宁电器影响不大。2015~2017 年，苏宁电器公允价值变动收益分别为 7.07 亿元、8.08 亿元和 5.58 亿元，分别占当年利润总额的 312.24%、58.40%和 5.71%，2017 年公允价值变动收益对苏宁电器利润影响很小。2015~2017 年，苏宁电器营业外收入分别为 18.17 亿元、16.62 亿元和 4.26 亿元，分别占当年利润总额的 802.45%、120.08%和 4.35%，2017 年苏宁电器营业外收入大幅下降，主要是因为 2016 年政府补助（2016 年营业外收入中政府补助占比 90.96%）较大，2017 年无政府补助。

从盈利指标来看，2015~2017 年，苏宁电器营业利润率分别为 13.97%、14.46%和 14.12%，营业利润率较为稳定，苏宁电器总资本收益率分别为 1.57%、2.88%和 6.32%，总资产报酬率分别为 1.25%、2.63%和 5.65%，净资产收益率分别 0.56%、1.29%和 10.10%，2017 年盈利能力显著提升。

总体看，苏宁电器营业收入近三年逐年增长；期间费用逐年增长，费用控制能力有待增强；2017 年，非经常性损益波动对苏宁电器利润总额影响已经较小，苏宁电器整体盈利能力显著提高。

（5）现金流

从经营活动来看，2015~2017 年，苏宁电器经营活动产生的现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金，呈逐年增长趋势，年均复合增长 24.52%；2017 年，苏宁电器经营活动现金流入 2,591.55 亿元，同比增长 32.80%，主要系收到其他与经营活动有关的现金增长所致。2015~2017 年，苏宁电器经营活动产生的现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金，呈逐年增长趋势，经营活动产生的现金流出年均复合增长 23.36%；2017 年，经营活动现金流出 2,637.36 亿元，同比增长 38.67%，主要系购买商品接受劳务支付的现金、支付其他与经营活动有关的现金增长所致。2015~2017 年，苏宁电器经营活动现金流量净额分别为-61.88 亿元、49.57 亿元和 -45.81 亿元。从现金收入质量来看，2015~2017 年苏宁电器现金收入比分别为 115.17%、116.19%和 115.11%，苏宁电器收入实现质量较好且比较稳定。

从投资活动来看，2015~2017 年，苏宁电器投资活动产生的现金流入呈逐年增长态势，年均复合

增长 80.99%。2017 年，苏宁电器投资活动现金流入 2,547.64 亿元，同比增长 40.63%，主要系处置子公司及其他营业单位支付的现金净额增长所致（2017 年转让了连云港置业和石家庄置业合计 21 亿元的股权）；2015~2017 年，苏宁电器投资活动产生的现金流出呈逐年增长态势，年均复合增长 73.98%；2017 年，投资活动现金流出 2,591.02 亿元，同比增长 14.65%，主要系取得子公司及其他营业单位支付的现金净额增长所致（2017 年收购天天快递 25 亿、投资中海汇誉等 11 家项目公司股权 20 亿）。受上述因素影响，2015~2017 年，苏宁电器投资活动现金流量净额分别为-78.26 亿元、-448.37 亿元和-43.38 亿元。

从筹资活动来看，2015~2017 年，苏宁电器筹资活动产生的现金流入和流出均呈现波动增长态势，年均复合增长率分别为 12.90%和 20.10%；2017 年，苏宁电器筹资活动现金流入 793.58 亿元，同比减少 27.12%，主要为吸收投资收到的现金下降所致（2016 年苏宁易购完成非公开发行普通股，导致筹资活动大幅增加）；筹资活动现金流出 650.07 亿元，同比减少 2.16%，变动幅度较小。受上述因素影响，2015~2017 年，苏宁电器筹资活动现金流量净额分别为 171.91 亿元、424.46 亿元和 143.51 亿元，波动幅度较大。

2018 年 1~9 月，苏宁电器经营活动产生的现金流入 2,401.42 亿元，现金流出 2,529.02 亿元，现金流净额为-127.60 亿元；2018 年 1~9 月，苏宁电器投资活动产生的现金流入 1,897.93 亿元，现金流出 1,888.46 亿元，现金流净额为 9.46 亿元；2018 年 1~9 月，苏宁电器筹资活动产生的现金流入 642.98 亿元，现金流出 490.76 亿元，现金流净额为 152.22 亿元。

总体看，苏宁电器经营性现金流规模较大，收入实现质量较好且比较稳定；投资活动规模较大并持续表现为净流出；苏宁电器筹资活动规模波动增长，持续表现为净流入。苏宁电器投资规模持续扩大，有一定外部融资压力。

（6）偿债能力

从短期偿债指标看，2015~2017 年，苏宁电器流动比率分别为 1.28 倍、1.32 倍和 1.16 倍，速动比率仅为 0.74 倍、0.89 倍和 0.87 倍，两项指标均偏低。2015~2017 年，现金短期债务比分别为 0.53 倍、0.52 倍和 0.54 倍，现金类资产对短期债务的保护能力尚可。2015 及 2017 年，苏宁电器经营活动产生的现金流量净额为负，无法对流动负债形成有效覆盖。总体看，苏宁电器短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2015~2017 年苏宁电器资产负债率分别为 75.63%、69.62%和 68.38%，资产负债率水平虽有所改善但仍旧偏高。2015~2017 年，苏宁电器 EBITDA 分别为 58.22 亿元、75.49 亿元和 163.67 亿元；2017 年，苏宁电器 EBITDA 同比增幅很大，EBITDA 构成中利润总额占比较高（占比 59.75%）。2015~2017 年，苏宁电器 EBITDA 利息倍数分别为 2.41 倍、1.57 倍和 2.64 倍，对利息保护能力较强且提升明显。2015~2017 年，EBITDA 全部债务比分别为 0.06 倍、0.07 倍和 0.13 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力一般。总体看，苏宁电器长期偿债能力尚可。

截至 2018 年 9 月底，苏宁电器流动比率为 1.08 倍，速动比率 0.82 倍，资产负债率 68.75%。

截至 2018 年 9 月底，苏宁电器对外担保总额为 84.64 亿元，主要系对关联方提供的担保，存在一定或有负债风险。

截至 2018 年 9 月底，苏宁电器共获得授信总额 1,321.63 亿元，已使用 822.00 亿元，剩余 534.63 亿元。重要子公司苏宁易购为深圳证券交易所上市公司，直接融资渠道通畅。

根据苏宁电器提供的企业征信报告（机构信用代码：G1032010300134500R），截止 2018 年 12 月 27 日，苏宁电器无已结清或未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 9 月底，苏宁电器无作为被告的重大诉讼。

总体看，苏宁电器长、短期偿债能力尚可，且苏宁电器零售门店数量及销售额均在国内处于领先水平，电商平台迅速增长，物流配送体系健全，苏宁电器综合竞争力极强，联合评级给与其主体信用级别为 AAA。综合来看，苏宁电器整体偿债能力极强。

五、基础资产池分析

本次入池的基础资产均为供应商与苏宁置业下属公司在日常经营活动中形成的应收账款。根据苏宁置业提供的基础资产字段表，截至基准日 2019 年 1 月 25 日，基础资产共计 176 笔，应收账款余额共计 38,718.99 万元，共涉及 15 户债务人，101 户债权人。

表15 基础资产概况

应收账款余额总计（万元）	38,718.99
应收账款平均余额（万元）	219.99
应收账款笔数（笔）	176
债务人户数（户）	15
债权人户数（户）	101
单笔应收账款最小余额（万元）	0.82
单笔应收账款最大余额（万元）	5,847.21

资料来源：苏宁置业提供，联合评级整理。

1. 应收账款种类分布

从应收账款形成的来源来看，基础资产所涉及的应收账款主要为工程款，余额占比为 91.03%；其余应收账款为购买原材料、设备等形成的贸易款，余额占比为 8.97%。

表16 基础资产应收账款分类（单位：笔、万元、%）

来源	笔数	应收账款余额	占比
工程类	103	35,245.94	91.03
贸易类	73	3,473.05	8.97
合计	176	38,718.99	100.00

资料来源：苏宁置业提供，联合评级整理。

2. 应收账款单笔金额分布

从应收账款单笔金额分布来看，基础资产应收账款单笔平均余额为 219.99 万元，单笔余额分布在 700 万元（含）以下的合计金额占基础资产应收账款总额的 43.05%；单笔余额分布在 700 万元（不含）以上的共 11 笔，应收账款余额占基础资产应收账款总额的 56.95%。具体情况如下：

表17 基础资产应收账款单笔金额分布（单位：万元、笔、%）

应收账款余额分布	笔数	应收账款余额	占比
(0,100]	113	4,078.73	10.53
(100,200]	23	3,186.06	8.23
(200,300]	16	3,798.68	9.81
(300,400]	7	2,333.46	6.03
(400,500]	1	439.09	1.13
(500,600]	4	2,191.96	5.66

(600,700]	1	640.85	1.66
>700	11	22,050.17	56.95
合计	176	38,718.99	100.00

资料来源：苏宁置业提供，联合评级整理。

3. 债务人区域分布

基础资产所涉及债务人均为苏宁置业下属公司，从区域分布来看，分布在江苏省等 9 个省、自治区和直辖市。其中前三大地区分别为江苏省、江西省和福建省，占比分别为 74.81%、17.49% 和 2.51%，合计占比为 94.81%。总体看，债务人地区分布集中度很高。

表18 基础资产债务人区域分布情况（单位：笔、万元、%）

地区	笔数	应收账款余额	占比
江苏省	130	28,965.46	74.81
江西省	19	6,772.27	17.49
福建省	4	971.20	2.51
浙江省	6	959.56	2.48
安徽省	2	445.00	1.15
陕西省	2	330.00	0.85
上海市	8	140.56	0.36
辽宁省	2	91.43	0.24
山西省	3	43.53	0.11
合计	176	38,718.99	100.00

资料来源：苏宁置业提供，联合评级整理。

4. 债务人行业分布

基础资产所涉债务人均为苏宁置业合并报表范围内的下属公司，归属房地产行业。

5. 债务人集中度分布

从债务人集中度分布情况来看，基础资产共涉及 15 户债务人，均为苏宁置业或其下属子公司，单户债务人涉及的应收账款余额最大为 10,716.10 万元，占比 27.68%，占比最大的前五家债务人应收账款余额共计 34,415.88 万元，占比 88.89%，债务人集中度极高，具体情况如下：

表19 基础资产前五大债务人（单位：笔、万元、%）

债务人	笔数	应收账款余额	占比
镇江苏宁置业有限公司	24	10,716.10	27.68
徐州苏宁置业有限公司	80	10,171.33	26.27
南昌苏宁置业有限公司	19	6,772.27	17.49
无锡苏宁置业有限公司	6	4,606.18	11.90
南京鼓楼国际软件与服务外包产业园有限公司	2	2,150.00	5.55
合计	131	34,415.88	88.89

资料来源：苏宁置业提供，联合评级整理。

6. 债权人行业分布

从债权人行业分布来看，主要分布于工程建筑行业，共涉及 114 笔合同，应收账款余额合计

35,643.06 万元，占比 92.06%。

表20 基础资产债权人行业分布情况（单位：笔、万元、%）

债权人行业	笔数	应收账款余额	占比
工程建设	114	35,643.06	92.06
贸易与服务	36	1,240.37	3.20
设计咨询	9	979.56	2.53
设备制造与贸易	17	856.01	2.21
合计	176	38,718.99	100.00

资料来源：苏宁置业提供，联合评级整理。

7. 债权人集中度分布

从债权人集中度分布情况来看，基础资产共涉及 101 户债权人，单户债权人涉及的应收账款余额最大为 8,647.21 万元，占比 22.33%，占比最大的前五家债权人应收账款余额共计 22,510.84 万元，占比 58.14%，债权人集中度较高，具体情况如下：

表21 基础资产前五大债权人（单位：笔、万元、%）

债权人	笔数	应收账款余额	占比
中建一局集团第二建筑有限公司	6	8,647.21	22.33
中建三局集团有限公司	2	6,629.35	17.12
中国建筑一局（集团）有限公司	3	3,956.18	10.22
苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	7	2,208.08	5.70
徐州送变电有限公司	2	1,070.02	2.76
合计	20	22,510.84	58.14

资料来源：苏宁置业提供，联合评级整理。

8. 结算方式分布

从结算支付方式分布来看，本期入池的基础资产到期均以现金的方式进行支付结算。

9. 关联交易分析

从应收账款是否涉及关联交易来看，基础资产的应收账款全部系非关联交易所形成，无关联交易。

10. 剩余期限分析

本专项计划基础资产对应的应收账款债权到期日均为 2020 年 1 月 13 日，以 2019 年 1 月 25 日为基准日，基础资产对应的应收账款债权剩余期限均为 353 天。

总的来看，基础资产均为供应商与苏宁置业下属公司（即债务人）在日常经营活动中形成的应收账款，债务人涉及的债务人地区分布集中度很高，前三大地区应收账款余额合计占比 94.81%；行业均分布于房地产行业，行业集中度极高；同时前五大债务人应收账款余额合计占比 88.89%，债务人集中度极高；基础资产加权应收账款剩余期限为 353 天，剩余期限长度一般。总体而言，基础资产的集中度问题较为突出。

六、资产池现金流分析

本专项计划项下的基础资产现金流主要来源于债务人基于基础资产而支付的应付账款。

联合评级根据入池资产的相关资料，包括债务加入方的股东背景、经营、财务等资料，结合债务加入方所属区域经济发展情况、行业景气度等外部因素做了相关影子评级。本次资产池涉及的债务加入方苏宁电器主体信用等级为 AAA，与本专项计划的预设信用等级一致。鉴于此，现金流分析重点关注正常情况下基础资产现金流是否能满足优先级证券预期本息的支付。

本专项计划优先级证券发行规模 34,200.00 万元，优先级证券预计发行利率为 7.00%，托管费 0.01%，兑付兑息费 0.005%，本专项计划优先级证券预期期限为 357 天，联合评级进行了基础资产现金流对在预期利率 7.00%~7.50% 下的压力测试，测算了优先级证券到期预期支出的保障程度，假定优先级证券收益率分别为下表中预期收益率所设值，测算的保障比率如下表所示。

表22 基础资产回收现金流对优先级证券预期支出的对比（单位：万元、倍）

优先级证券预期收益率	项目	专项计划到期日
7.00%	预期支出	36,639.42
	保障比率	1.06
7.10%	预期支出	36,672.87
	保障比率	1.06
7.20%	预期支出	36,706.32
	保障比率	1.05
7.30%	预期支出	36,739.77
	保障比率	1.05
7.40%	预期支出	36,773.23
	保障比率	1.05
7.50%	预期支出	36,806.68
	保障比率	1.05

资料来源：联合评级整理

测算结果表明，在优先级资产支持证券发行时确认的收益率 7.00%、托管费为 0.01%、兑付兑息费为 0.005%、并且扣除专项计划增值税税金及其附加、跟踪评级费和清算费用的情况下，对优先级资产支持证券预期收益率进行加压，结果表明，即使优先级资产支持证券达到 7.50% 的预期收益率（加压 50 个 BP），基础资产预期现金流对优先级资产支持证券预期支出的保障程度也能够达到 1 倍以上。这表明本次债权偿付安排基本能够覆盖优先级资产支持证券预期支出，考虑到苏宁置业和苏宁电器对应收账款债权承担共同付款义务，因应收账款债权不能按时实现，进而导致优先级资产支持证券到期不能偿付的风险极小。

考虑到本次交易优先级资产支持证券的偿付受发行利率的影响较大，联合评级会对未来的发行利率持续关注。

七、综合评价

本专项计划涉及的基础资产为按《基础资产买卖协议》约定，原始权益人和信保理出售予专项计划并交割完成的目标应收账款债权，即债权人因已完全适当履行基础交易合同项下的相应义务而享有的，对于债务人履行相应付款义务及支付滞纳金、违约金、损害赔偿金的请求权，以及基于该

等请求权而享有的全部附属担保权益。基础资产所涉债务人包括初始债务人苏宁置业方和债务加入方苏宁置业（苏宁置业为初始债务人时除外）、苏宁电器，其中苏宁电器作为国内知名的大型零售企业，长期主体信用级别为 AAA，资产规模大，偿债能力极强，对优先级资产支持证券本息的偿付起到主要信用支撑作用。

综合考虑上述因素，联合评级评定长江楚越-苏宁 2 期供应链金融资产支持专项计划优先级资产支持证券的评级结果为 AAA。

附件 1 相关事件定义

1、回购事件

(1) 回购：债权人根据计划管理人或原始权益人发出的《争议应收账款债权回购通知》向专项计划购买争议应收账款债权。争议应收账款债权：就任一笔入池应收账款债权而言，指苏宁置业方/初始债务人以书面形式或其他方式向保理商、计划管理人及/或托管人表明其与债权人之间就该笔应收账款债权存在争议或主张其享有商业纠纷抗辩权，或者保理商或计划管理人及/或托管人通过债权人或其他任何途径得知该笔应收账款债权存在争议或苏宁置业方/初始债务人主张其享有商业纠纷抗辩权的入池应收账款债权。

(2) 回购价款：就每一笔争议应收账款债权而言，指债权人根据保理合同及《基础资产买卖协议》的约定为回购该笔争议应收账款债权目的而向专项计划支付的价款，该等价款按照以下公式确定：该笔争议应收账款债权的回购价款=该笔应收账款债权账面价值。

(3) 回购日：指债权人根据计划管理人或原始权益人发出的《争议应收账款债权回购通知》回购争议应收账款债权且支付完毕回购价款之日。

2、赎回事件

(1) 赎回：指原始权益人根据计划管理人或资产服务机构发出的《不合格基础资产赎回通知》向专项计划购买不合格基础资产。不合格基础资产：指在专项计划设立日或购买日不符合入池标准或原始权益人在专项计划设立日及购买日对该等应收账款债权作出的资产保证不真实、不完整或不准确的入池应收账款债权。

(2) 赎回价款：就每一笔不合格基础资产而言，指原始权益人根据《基础资产买卖协议》的约定为赎回该笔不合格基础资产目的而向专项计划支付的价款，该等价款按照以下公式确定：该笔基础资产的赎回价款=该笔应收账款债权账面价值。

(3) 赎回日：指原始权益人根据计划管理人或资产服务机构发出的《基础资产赎回通知》赎回不合格基础资产且支付完毕赎回价款之日。

3、资产支持证券终止事件

就任一资产支持证券而言，指以下任一事件：

(1) 任一专项计划终止事件；

(2) 就优先级资产支持证券而言，计划管理人已向该档优先级资产支持证券持有人支付全额投资本金和预期收益（如有）；就次级资产支持证券而言，计划管理人已向次级支持证券持有人分配完毕专项计划的剩余资产（如有）。

4、专项计划终止事件

指以下任一事件：

(1) 发生不可抗力事件导致专项计划不能存续；

(2) 专项计划被法院或仲裁机构依法撤销、被认定为无效或被判决、裁定终止；

(3) 计划管理人按照标准条款的约定向优先级资产支持证券持有人支付完毕投资本金和预期收益；

(4) 专项计划预期到期日届至；

(5) 专项计划设立后 15 个工作日内未按照《基础资产买卖协议》的约定受让基础资产，且计划管理人决定终止专项计划；

(6) 出现预期兑付不足事件且计划管理人决定终止专项计划；

(7) 出现提前清偿事件且计划管理人决定终止专项计划；或

(8) 出现适用法律规定应当终止专项计划的情形。

其中，预期兑付不足事件是指：就专项计划任一次分配而言，指截至分配公告日 00:00，专项计划账户内可供分配资金不足以向优先级资产支持证券持有人支付其在当期兑付日预期得到分配的投资本金及预期收益金额。提前清偿事件是指以下任一时间：(a) 发生与任一债务人相关的任一丧失履约能力事件；(b) 中国境内评级机构（包括但不限于联合信用评级有限公司）将苏宁电器的主体信用评级降至“AA+”以下（含“AA+”），或苏宁电器的主体信用评级在该公司于中国境内公开发行的债券类产品中降至“AA+”以下（含“AA+”）。

附件 2 苏宁置业集团有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
资产总额 (亿元)	566.44	558.71	599.45	562.66
所有者权益 (亿元)	81.25	64.91	120.59	144.22
短期债务 (亿元)	90.06	121.68	136.38	126.17
长期债务 (亿元)	58.68	119.22	118.25	32.54
全部债务 (亿元)	148.74	240.91	254.63	158.71
营业收入 (亿元)	41.28	84.11	108.32	40.61
净利润 (亿元)	0.17	2.52	39.34	2.23
EBITDA (亿元)	8.36	28.84	80.12	-
经营性净现金流 (亿元)	32.29	-75.23	-128.53	93.43
总资本收益率 (%)	2.02	9.1	19.03	-
总资产报酬率 (%)	1.26	4.81	13.97	-
净资产收益率 (%)	0.23	3.45	42.42	-
营业利润率 (%)	24.96	22.57	5.79	20.68
费用收入比 (%)	38.51	41.65	41.03	41.33
资产负债率 (%)	85.66	88.38	79.88	74.37
全部债务资本化比率 (%)	64.67	78.77	67.86	52.39
长期债务资本化比率 (%)	41.94	64.75	49.51	18.41
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.27	0.72	2.67	-
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.06	0.12	0.31	-
流动比率 (倍)	0.97	1.1	1.27	0.98
速动比率 (倍)	0.1	0.16	0.66	0.46
现金短期债务比 (倍)	0.17	0.21	0.08	0.03

附件 3 苏宁电器集团有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
资产总额 (亿元)	1,707.21	2,279.84	2,838.88	3,244.24
所有者权益 (亿元)	416.01	692.62	897.55	1,013.76
短期债务 (亿元)	572.34	679.62	782.18	980.98
长期债务 (亿元)	364.56	447.38	523.04	507.52
全部债务 (亿元)	936.9	1,127.00	1,305.22	1,488.51
营业收入 (亿元)	1,396.39	1,576.97	2,007.46	1,787.56
净利润 (亿元)	2.19	7.12	80.34	62.39
EBITDA (亿元)	58.22	75.49	163.67	-
经营性净现金流 (亿元)	-61.88	49.57	-45.81	-127.60
总资本收益率 (%)	1.57	2.88	6.32	-
总资产报酬率 (%)	1.25	2.63	5.65	-
净资产收益率 (%)	0.56	1.29	10.1	-
营业利润率 (%)	13.97	14.46	14.12	14.67
费用收入比 (%)	16.57	16.46	15.83	15.97
资产负债率 (%)	75.63	69.62	68.38	68.75
全部债务资本化比率 (%)	69.25	61.94	59.25	59.49
长期债务资本化比率 (%)	46.7	39.24	36.82	33.36
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.41	1.57	2.64	-
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.06	0.07	0.13	-
流动比率 (倍)	1.28	1.32	1.16	1.08
速动比率 (倍)	0.74	0.89	0.87	0.82
现金短期债务比 (倍)	0.53	0.52	0.54	0.50

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 资产支持证券信用等级的设置及含义

资产支持证券信用等级的设置采用三等九级制，一等为投资级；二等为投机级；三等为倒闭级。具体每个等级的含义如下表：

资产支持证券信用等级的设置及含义

等 级		含 义
投资级	AAA 级	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 级	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	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 级	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 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
倒闭级	C 级	不能偿还债务。

注：AA ~ CCC 级可用“+”、“-”号微调，最高等级为 AAA 级。

长江楚越-苏宁 2 期供应链金融资产支持专项计划

资产支持证券的跟踪评级安排

联合评级承诺，在有效期内，联合评级将根据计划管理人及资产服务机构提供的跟踪评级资料进行定期跟踪，根据相关规定，联合评级将保证在资产支持证券存续期第 6 个月向计划管理人提供一份专项计划的《跟踪评级报告》，并由计划管理人对外进行公告。

本资产支持专项计划如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，联合评级将进行不定期跟踪评级，联合评级将在计划管理人及资产服务机构提供相关资料后 10 个工作日内公布跟踪评级结果及跟踪评级报告。

联合评级将根据实际情况，对长江楚越-苏宁 2 期供应链金融资产支持专项计划进行不定期跟踪评级，并随时据实对资产支持证券进行信用等级调整。如计划管理人及资产服务机构不能及时提供上述定期和不定期跟踪评级资料，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至计划管理人及资产服务机构提供相关资料。

