



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪142号

苏宁云商集团股份有限公司

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已发行的“苏宁云商集团股份有限公司2013年公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AAA，评级展望负面；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一四年五月二十二日

苏宁云商集团股份有限公司 2013 年公司债券（第二期）跟踪评级报告（2014）

发行主体	苏宁云商集团股份有限公司		
发行规模	35 亿元		
存续期限	2013/11/13~2019/11/13		
上次评级时间	2013/05/29		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 负面
	主体级别	AAA	

概况数据

苏宁云商	2011	2012	2013	2014.Q1
所有者权益（亿元）	230.31	291.12	287.03	282.67
总资产（亿元）	597.86	761.62	822.52	781.85
总债务（亿元）	224.03	304.93	350.30	304.05
营业收入（亿元）	938.89	983.57	1,052.92	228.69
营业毛利率（%）	18.94	17.76	15.21	15.59
EBITDA（亿元）	74.57	47.52	19.95	-
所有者权益收益率（%）	21.22	8.61	0.36	-6.38
资产负债率（%）	61.48	61.78	65.10	63.85
总债务/EBITDA（X）	3.00	6.42	17.56	-
EBITDA 利息倍数（X）	645.20	51.18	6.97	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；
2、2014年Q1所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

2013 年在消费升级、新兴技术、创新产品等因素的带动下，我国家电零售行业销售额出现一定回升。作为国内家电零售行业的龙头企业，公司拥有丰富的门店资源，2013 年收入规模继续保持增长，行业地位固定。面对网购市场的不断冲击，公司制定了由传统零售企业向互联网零售企业转型战略，2013 年正式进入了转型提速的深化阶段。围绕互联网零售转型，公司进行了很多战略布局及超前投入，线上业务快速发展。不过中诚信证评也注意到，公司线上业务仍处于亏损状况，加上积极的价格政策也使得公司盈利水平在短期内难有明显好转；此外公司在物流服务、信息平台等领域投入的实施效果也有待观察，这或将对公司未来的信用水平产生影响。

中诚信证评评定“苏宁云商集团股份有限公司 2013 年公司债券（第二期）”信用等级 AAA；评定苏宁云商主体信用等级 AAA，评级展望负面。

正面

- 领先的行业地位。公司是家电零售行业的龙头企业，2013 年公司实现营业收入 1,052.92 亿元，同比增长 7.05%，继续位列家电零售行业第一名。
 - 优质的门店资源。公司拥有丰富的门店资源，截至 2013 年末，公司店面总数 1,626 家，虽然门店数量较上年略有减少，但在重点区域和重点类型的门店资源配置方面仍采取持续扩张战略，门店结构持续优化。
 - 线上业务高速发展。公司“苏宁易购”品牌于 2010 年正式上线，3 年内收入规模实现跨越式增长，收入和点击量排名均处于行业前列，为公司业务转型和发展提供良好基础。
- 货币资金充裕，再融资能力很强。截至 2013 年 12 月 31 日，公司货币资金余额达到 248.06 亿元，货币资金规模较大。另外，公司银行授信额度充裕，资本市场融资渠道通畅，具备很强的再融资能力。

分析师

罗庆 qluo@ccxr.com.cn
王维 wwang@ccxr.com.cn

TEL: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014 年 5 月 22 日

关 注

- 盈利能力继续下滑。受网络销售以低价为导向的经营模式所限，公司互联网销售业务一直处于亏损状态；此外公司还于 2013 年 6 月推出线上线下同价政策，对线下门店的毛利水平亦有较大影响，2013 年公司营业毛利率为 15.21%，较上年同期减少 2.55 个百分点。未来公司还将继续执行积极的价格策略，预计短期盈利状况难有明显改善。
- 转型效果有待观察。实体零售商和网络零售商在经营模式、配套服务体系、人才建设等方面均存在较大差别，公司虽然投入了大量资源和资金用于相关体系建设，但实施效果仍有待观察。

募集资金使用情况

根据《苏宁云商集团股份有限公司公开发行2013年公司债券（第二期）募集说明书》披露，本期债券募集资金扣除发行费用后全部用于补充营运资金及调整债务结构。截至2014年3月31日，公司债券的募集资金全部按上述用途专款专用。

行业关注

2013年宏观经济增速有所放缓，零售行业继续承压，但在消费升级，新兴技术、创新产品等因素的带动下，家电零售行业销售额出现一定回升

2013年国际经济增长乏力，国内经济转型发展复杂严峻，当年国内实现生产总值568,845亿元，同比增长7.7%，增幅比2012年回落0.1个百分点。零售行业方面，根据国家统计局公布的《2013年国民经济和社会发展统计公报》中显示，2013年1-12月份社会消费品零售总额为237,810亿元，同比增长13.1%，增速较上年回落1.2个百分点，其中，城镇消费品零售额为205,858亿元，同比增长12.9%，较上年减缓1.4个百分点；乡村消费品零售额为31,952亿元，同比增长14.6%，较上年增长0.1个百分点。另据中华全国商业信息中心数据显示，2013年全国百家重点大型零售企业零售额同比增速较上年放缓1.9个百分点，连续两年增速下滑。零售行业面临消费复苏缓慢、渠道竞争激烈等难题，行业景气度仍在低位运行。

家电零售行业方面，家电行业经历了从2008年以来，连续5年的消费刺激政策阶段，“家电下乡”，“以旧换新”等政策对家电销售起到了明显的带动作用，但在政策的后期，随着线上销售的快速增长，线下企业家电销售增速呈现出明显放缓的态势。不过2013年，虽然政策全面退出，但线下企业加快经营方式转变，同时在消费升级、新兴技术、创新产品等带动下，销售增速相比2012年呈现出明显的回升。根据国家统计局数据，2013年，限额以上企业家用电器和音像器材类商品零售额同比增长14.5%，增速较2012年提升了7.3个百分点，回升态势明显。

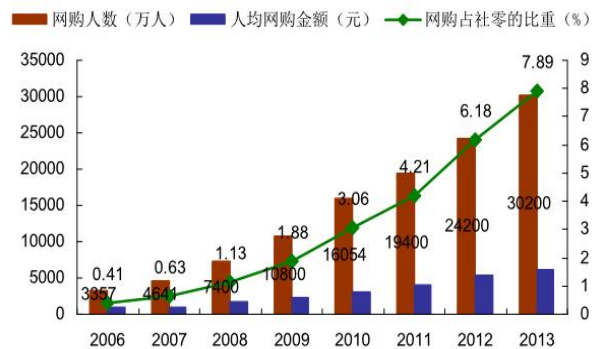
分产品来看，家用电冰箱和房间空调器在消费

升级，以及房地产市场的带动下，消费需求增长略好于彩色电视机，加之2012年产销率都在99%以上，处于相对较高水平，也对2013年的产量起到一定的拉动作用，2013年家用电冰箱和房间空调器产量增速相比2012年回升明显，增速分别为9.9%和5.3%。

网购市场继续快速增长，对实体零售的冲击日趋明显，同时传统家电零售商也通过加速战略转型和资源整合力度，努力提升自身竞争能力

近年来中国网购市场保持了较快的发展速度，市场规模日益壮大。据艾瑞咨询数据显示，2013年中国网络购物交易规模达到1.85万亿元，同比增长42%，显著高于我国社会消费品零售总额13.1%的增长率，在社会消费品总零售额占比达到7.8%，较上年提升了1.6个百分点。电商对于实体零售的冲击已经日益明显，网购占社会零售品总额的比率也从2006年的0.41%提升到2013年的7.89%，网购人群从2006年的0.34亿人增加到2013年的3.02亿人，人均网购金额从2006年的929元增加到2013年的6,125元。

图 1：2006年-2013年网购人数及金额变化情况



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从市场份额分布情况看，相较于传统零售行业而言，网购市场的集中度相对很高，半数以上市场份额基本被行业前三的企业占据。根据艾瑞咨询数据显示，2013年包含平台在内的B2C前10名参与者的市场份额为87.57%，其中天猫继续保持绝对的领先地位，其2013年市场份额达到49.08%；京东商城位居次席，市场份额18.16%；腾讯排名第三，市场份额为5.68%；苏宁易购第四，份额4.30%。从自营为主的B2C市场份额分布看，京东商城份额依然最大，占比为37.79%；苏宁易购市场份额为9.16%，继续保持第二；亚马逊中国为5.29%。

由于电商市场的超常规发展和传统家电零售市场的增速下滑，家电零售行业的龙头企业纷纷寻求战略转型和资源整合。2013年3月22日原“苏宁电器”正式更名为“苏宁云商”，国美电器虽然并未更名，但是也明确了战略转型和未来发展规划。家电零售巨头的转型和优化主要包括优化和拓展线下业务，实现线下实体店的差异化经营；推进线上业务，实行线上线下融合；优化供应链；拓展商品品类、降低对家电市场的过度依赖以及发展物流网络。

从目前经营成果来看，2013年，伴随着产品结构升级创新以及线下渠道触网的力度加大，线上企业的销售增速出现放缓迹象，其中京东商城的交易额增速已由2011年和2012年的167.78%、146.32%降至2013年的56.94%。线上渠道销售增速大幅下滑，一方面是由于线上销售经过连续几年的高速增长后，基数相对较大，增速顺势放缓；另一方面，随着国美、苏宁等传统线下家电销售企业纷纷加大力度投入全渠道建设，通过增加线下体验，线上线下同价，买断商品等多种方式，带动部分销售向线下回流。相比较之下，线下企业则加快调整经营方式：首先，优化店面结构，关闭低效、无效店面。2013年国美关闭门店126家，新开门店93家；苏宁云商关闭门店176家¹，新开门店97家。并且均对一线城市的门店加大了改造力度，同时，完善向二三线市场的布局；其次，通过买断、反向定制等采销模式，提升毛利率。例如国美电器2013年与2012年相比，国美高毛利商品销售占比从17%提升至22%，平均毛利率从23%提升至27%，常规商品销售占比从80%下降到70%，平均毛利率从15%提升至18%。第三，全渠道模式。例如苏宁的线上线下同价，国美的O2M，offline（线下实体店）+online（线上电商）+mobile（移动端）全渠道运营模式。

业务运营

2013年公司继续加快向互联网零售企业的转型力度，全年收入继续保持增长，但盈利能力继续下滑

面对网购市场对实体零售行业的不断冲击，公

司作为零售行业转型的先行者，一直在积极探索传统零售企业转型互联网零售企业的方法和路径，在经过两年的实践摸索后，2013年公司进入了转型提速的深化阶段，更名“苏宁云商”，全面转型“云商”发展模式，明确了以互联网零售为主体，打造O2O的全渠道经营和线上线下的开放平台“一体两翼互联网零售路线图”。围绕互联网零售转型，2013年公司做了很多战略布局，包括组织架构的调整、实行线上线下同价政策、启动开放平台业务等等。此外公司还加大在市场推广、人员储备、物流平台建设等方面的投入，进行超前储备。随着各项工作的持续推进，公司向互联网转型路径越来越清晰，布局也日益完善。

在此背景下，公司收入继续保持增长态势，2013年全年实现营业收入1,052.92亿元，同比增长7.05%。不过线上线下同价政策的实施带来了毛利率水平下降；同时为推进互联网战略转型，公司加大专业人员的引进以及IT研发投入；加之收购红孩子、加大物流土地储备相关的摊销增加等带来了费用率的提升，使得公司整体盈利能力出现大幅下滑，全年实现净利润1.04亿元，同比减少95.84%。

分产品来看，除了数码及IT产品受智能手机快速普及的影响，销售收入出现小幅下滑外，公司其余主营产品收入均呈现不同程度增长，其中空调、冰箱、洗衣机及小家电等产品增速最快，分别为16.58%、14.85%和11.82%；通讯产品和彩电、音像、碟机增速相对有限，分别为5.14%和2.82%。未来公司还将继续巩固传统家电的经营优势，有效利用全渠道优势，保持较强的价格竞争力，提高市场份额。不过中诚信证评也注意到，受低毛利策略影响，公司主要产品的毛利率均出现不同程度的下滑，加上在短期内线上线下同价政策不会改变，预计短期公司的毛利水平仍将保持低位。

¹ 此处门店数据仅指内地市场

表 1：公司 2013 年主要产品收入、毛利变化情况

单位：亿元、%

产品	主营业务收入	毛利率	收入同比增幅	毛利率同比变化
彩电、音像、碟机	220.13	16.91	2.82	-3.18
数码及 IT 产品	180.47	7.18	-2.18	-1.68
通讯产品	174.23	9.91	5.14	-1.57
冰箱、洗衣机	178.10	17.72	14.85	-3.49
小家电产品 ¹	147.11	17.85	11.82	-3.71
空调器产品	127.06	17.06	16.58	-3.06

注1：小家电产品包括厨卫、生活电器以及百货类产品
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

可比店面销售收入方面，2013年随着公司店面结构的优化，店面改造升级后环境、产品、功能日益丰富，客户体验进一步提升，店面经营质量也有所提高，全年可比店面销售收入同比增加6.36%，较上年同期增长18.74个百分点。分店面和市场类型来看，三级市场和县镇店收入增幅最大，四级市场和乐购仕店增幅最小。

表 2：公司 2011~2013 年可比店面销售收入同比增速

单位：%

	2011	2012	2013
一级市场	2.23	-12.17	5.89
二级市场	4.99	-12.62	6.59
三级市场	6.60	-13.40	8.85
四级市场	7.00	-10.80	1.25
旗舰店	2.43	-12.52	6.33
中心店	3.68	-11.73	6.00
社区店	6.36	-12.89	6.84
精品店	9.78	-21.54	-
县镇店	-	-9.14	7.13
乐购仕店	-	-	-18.12

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

门店配置持续调整和优化，门店数量略有减少，重点区域和重点门店持续扩张

2013年，公司在持续推进连锁纵深发展的同时，继续加大店面调整，优化店面布局。2013年公司新进6个地级以上城市，19个县级城市，海内外新开店102家，置换/关闭连锁店181家，门店覆盖中国大陆277个地级以上城市以及香港和日本市场。截至2013年末公司店面总数1,626家，其中大陆地区门店1,585家、香港门店29家、日本门店12家。

表 3：2011~2013 公司门店基本情况

单位：万平方米

	2011	2012	2013
门店数量	1,724	1,705	1,626
其中：自有	33	37	42
租赁	1,691	1,668	1,584
总面积（大陆地区）	682.88	692.90	667.49

资料来源：公司定期公告，中诚信证评整理

门店分布区域来看，公司已基本建立了覆盖全国性的门店网络，其中经济相对发达的华东、华南地区为公司门店重点布局区域。2013年，公司华东地区和华南地区门店合计占比52.09%，其中华东地区586家，华南地区261家。

从城市分布类型来看，公司2013年各级市场布局方面也进行了一定的小幅调整。在一级市场方面，公司精耕细作，优化调整店面布局，关闭较多低效社区店面；对于二三级市场，公司则通过加快店面布局以巩固市场，新开店数量占比达到72.16%，店面占比持续提升。

表 4：截至 2012、2013 年公司大陆地区各级市场门店数量及占比

单位：家、%

	2012		2013	
	数量	占比	数量	占比
一级市场	565	33.95	510	32.18
二级市场	472	28.37	462	29.14
三级市场	507	30.47	510	32.18
四级市场	120	7.21	103	6.50
合计	1,664	100.00	1,585	100.00

注：一级市场指副省级以上城市；二级市场指一级市场以外的地级市；三级市场指一、二级市场下辖的县、县级市或远郊区；四级市场主要指镇级城市。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从店面类型看，2013年，公司继续贯彻旗舰店策略，升级改造EXPO旗舰店、地区旗舰店，同时通过设立综合服务专区、易购直销区、易购体验区等方式丰富门店功能。此外，公司在北京、无锡两地还尝试推进“红孩子”实体店面建设，积极探索苏宁店面的品类升级、体验升级和服务升级。截至2013年12月31日，公司旗舰店占比达到20.82%，同比上升0.62个百分点。

表 5：2011~2013 年公司大陆地区各店面类型数量

	单位：家		
	2011	2012	2013
旗舰店	333	336	330
中心店	437	433	428
社区店	762	777	737
常规店小计	1,532	1,546	1,495
精品店	17	6	-
县镇店	134	104	76
乐购仕店	1	8	12
红孩子店	-	-	2
合计	1,684	1,664	1,585

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2014年公司还将续完善全国布局，结合经营数据、持续全方位评估店面，对于一级市场低效社区店以及各类不符合开发规划标准的店面进行快速调整；在一二级市场重点布局城市核心空白商圈，完善超级店、旗舰店布局，持续推进门店布局优化，提升门店经营规模；加快三级市场开发力度和速度，纵深三级市场网络布局，重点在安徽、山东、湖南等地进行规模拓展。全年计划新开店200家。此外，在连锁店升级方面，公司还将借助互联网、物联网、大数据等先进技术，建立起互联网时代的门店新标准。一方面，公司通过成立互联网门店研发体系，主攻店面O2O研究，在基础设施、流程服务和展示体验等方面建立O2O模式与流程的标准，满足用户的购物体验需求，构建门店全新的经营能力；另一方面，探索门店品类结构拓展与优化、商品体验模式创新、库存部署方式变革、服务功能完善以及品牌推广方式突破，形成互联网时代门店经营模式的标准。

公司加大向互联网零售商的转型力度，苏宁易购业务规模快速增长，但较大规模的资本支出和线上业务的持续亏损仍对公司业绩表现形成较大考验

云商模式，即“店商+电商+零售服务商”，是互联网时代的零售与服务模式，将致力于打造线下连锁店面平台和线上电子商务两个平台，通过云商系统以云技术为支撑、以开放平台为架构，服务全产业、服务全客群，形成多渠道融合、全品类经营、开放平台服务的业务形态。

为配合公司的“云商”战略，实现线上线下融合、服务共享，公司在服务体系能力建设方面投入较大，在物流服务、信息平台建设及金融服务方面均有一定提升。

物流服务方面，截至2013年末，公司已在沈阳、北京、天津、南京等19个城市建成物流基地并投入使用，同时长春、福州、武汉、乌鲁木齐等17个城市物流基地在建，另外22个城市物流基地落实，完成土地签约。此外，公司位于南京、北京、广州的小件商品自动分拣仓库投入使用；沈阳、上海、重庆等地的小件商品自动分拣仓库项目正在加快建设；成都、天津、武汉、杭州、西安等小件商品自动分拣仓库完成土地签约。

信息平台建设方面，公司先后成立北京和硅谷两个研发中心，加强对行业前沿技术的研究探索；成功融合线上线下两套系统，实现订单、物流、价格的统一化，供应链系统进一步完善；积极开展云计算、大数据的技术研究工作，全面推进移动、社交等应用开发。

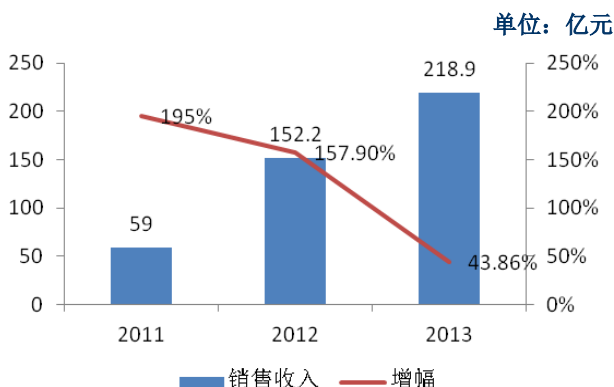
金融服务方面，为完善组织体系和人员团队建设，公司于2013年成立金融事业部进一步推进各类牌照资质的申请，配套苏宁互联网零售模式的建设，目前已获得了基金销售支付结算业务的许可，开发并试运营“零钱宝”产品；同时还成立苏宁小贷公司加强供应链金融服务；此外，公司还申请成立保险销售代理公司，进一步丰富了面向消费者、合作伙伴、企业商户的金融产品。

中诚信证评认为，虽然公司在物流、信息和金融服务领域的投入有利于实现“线上”、“线下”的融合和资源共享，最终增强公司的核心竞争力和抗风险能力，但短期内将为公司带来较大规模的资本支出压力，同时上述政策的实施效果也有待观察，在短期内对公司盈利能力难有明显的改善作用。

从经营成果方面来看，自2010年2月正式上线以来，苏宁易购通过对页面功能、商品丰富度及展示、支付方式等方面不断优化，消费者认可度和品牌知名度持续提升，已连续两年在国内B2C市场占有率排名前列。2011~2013年公司B2C业务分别实现含税销售收入59亿元、152.16亿元和218.9亿元，三年复合增长率92.62%，呈现跨越式增长，并成为公司收

入增长的主要贡献来源，2011~2013年公司B2C业务收入占营业总收入比重分别为5.37%、13.22%和17.77%，逐年大幅提升。不过值得一提的是，从利润贡献情况来看，受网络销售以低价为导向的经营模式所限，公司线上业务一直处于亏损状态，且短期内扭亏的可能性较低。

图 2：苏宁 B2C 业务近年收入及增长情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从经营品类来看，在经过2013年下半年短暂的全品类经营后，公司调整经营思路，未来苏宁易购将按照巩固传统优势家电产品，凸显3C产品，发展母婴产品的品类发展策略实施品类经营，其他品类产品则通过开放平台的模式经营，这一方面有利于公司集中资源，进一步加强优势产品的竞争能力；另一方面开放平台的推出也有助于丰富商品类别、增强客户粘性以及网站知名度和点击量的提升。

总体的来看，近年来公司加强向互联网零售商的转型力度，互联网销售收入规模快速增长。不过毕竟实体零售商和网络零售商在经营模式、配套服务体系、人才建设等方面均存在较大差别，公司虽然投入了大量资源和资金用于相关体系建设，但实施效果仍有待观察，且短期内网络销售仍将处于亏损状态，对公司整体盈利状况有一定影响。

财务分析

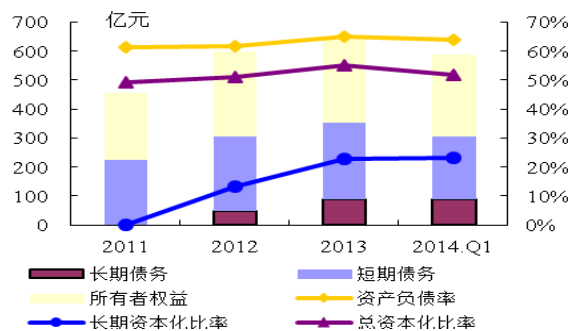
以下财务分析由苏宁云商提供的经普华永道中天会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2011、2012、2013年度合并财务报告，以及未经审计的2014年一季度财务报表。

资本结构

随着近年公司转型期资本投入的增加和业务的拓展，公司总资产规模稳步增长，截至2013年12月

31日，公司总资产为822.52亿元，较期初增长8.00%。所有者权益方面，公司近年不断通过非公开发行股票的方式募集资金，扩充自身资本实力，截至2013年末公司所有者权益为287.03亿元。

图 3：2011~2014.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

负债水平方面，近年来随着网络销售业务的大力发展，公司通过配套融资满足支持物流服务体系等方面的配套建设，并提前进行了筹资安排，负债水平有所增加。截至2013年12月31日，公司资产负债率和总资本化比率分别为65.10%和54.96%，较上年同期增长3.32和3.80个百分点，虽然在行业中处于中等偏高，但仍在合理范围内。2014年第一季度末公司总资产、所有者权益和总负债均出现一定程度降低，分别为781.85亿元、282.67亿元和499.18亿元，资产负债率和总资本化比率则分别下降至63.85%和51.82%。

表 6：截至 2013 年 12 月 31 日零售行业部分上市公司

资本结构比较		
公司	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)
苏宁云商	822.52	65.10
友谊股份	408.41	60.92
国美电器	393.24	61.05
豫园商城	136.97	48.05

注：国美电器指上市公司 HK.0493

资料来源：上述公司定期报告，中诚信证评整理

公司资产以货币资金、存货以及预付款项等流动资产为主，截至2013年12月31日，公司流动资产占资产总额的比重为65.05%。这也体现出商业流通类企业流动资产规模较大的特点。与其资产结构较为匹配的是，公司目前债务以短期债务为主，长期债务基本为公司于2012年和2013年所公开发行的两期公司债券。截至2013年12月31日，公司总债务为350.30亿元，其中短期债务264.90亿元，长期债务

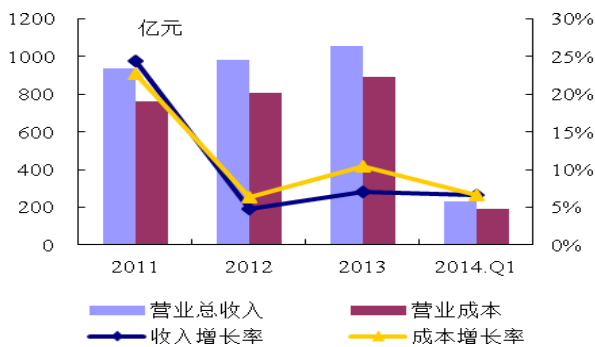
85.40亿元。

总体看，公司资产规模稳步增长，且资产流动性较高，虽然近年来随着转型期资本投入的增加带来了筹资的安排，使得负债水平有所上升，但仍处于合理范围，其资本结构较为稳健。

盈利能力

2013年公司实现营业收入1,052.92亿元，同比增长7.05%。分产品类别来看，2013年公司空调、冰箱、洗衣机及小家电等产品增速最快，分别为16.58%、14.85%和11.82%；通讯产品和彩电、音像、碟机增速相对有限，分别为5.14%和2.82%；数码及IT产品则受智能手机快速普及的影响，销售收入出现小幅下滑。2014年第一季度，公司实现营业收入228.69亿元，收入规模较去年同期相比有所下降。

图 4: 2011~2014.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

营业毛利率方面，2013年公司营业毛利率为15.21%，较上年同期下降2.56个百分点，主要原因在于：1、公司加大互联网销售力度，而目前市场环境下，网络销售的价格相对透明，促销活动加多，价格竞争十分激烈，互联网业务毛利率处于一个较低的水平，但互联网业务在公司销售占比中处于增长的趋势；2、为打通O2O融合的价格壁垒，公司于2013年推出了线上线下同价策略，也带来线下毛利率水平一定程度的下降。基于互联网的竞争环境，公司在未来的一个阶段内都将采取比较积极的价格策略，其毛利率短期内难有明显改善，2014年第一季度，公司营业毛利率为15.59%，继续保持在相对低位。

期间费用方面，2013年公司期间费用合计153.96亿元，三费收入占比为14.62%，较2012年增长0.41个百分点。销售费用方面，随着小件商品销

售数量的增加，加之公司对于新拓展品类商品的供应链部署还在完善过程中，公司物流费用增长较快，因此销售费用较上年增长7.86%；管理费用方面，为有效推进互联网战略转型，公司加大苏宁易购专业人才、日常运营人员的引进以及IT研发投入，带来公司管理费用上升，同时公司收购红孩子、加大物流土地储备相关的摊销增加，也是管理费用上升的重要原因，2013年公司管理费用同比增长了19.38%。

公司利润总额主要来自于经营性业务利润和营业外损益，2013年公司经营性业务利润分别为2.87亿元，同时还取得投资收益0.34亿元、公允价值变动收益0.83亿元，但由于对存货、应收账款等计提了减值准备，当年资产减值损失为2.20亿元，最终仅取得利润总额1.44亿元。受业务转型等多重影响，2013年公司盈利能力大幅下滑，且预计未来短期内其盈利能力不会有明显反弹。

偿债能力

由于公司近年进行较大规模的转型资本支出，并相应进行了融资安排，负债规模有所增加，2013年其总债务为350.30亿元，同比增长14.88%。未来公司还将有一定规模的资金投入，主要用于连锁店的发展、物流平台建设以及信息平台的升级，预计其债务规模存在进一步上升的可能。

从经营性现金流表现来看，公司与供应商结算中较多的运用银行承兑汇票方式结算，此外公司以零售业务为主，账款回收较为及时，经营性现金流呈现持续净流入状态，2013年为22.38亿元，经营性现金流表现良好。不过由于债务规模的快速增加，其经营活动现金流对债务的覆盖程度有所弱化，当年经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务分别为0.06和0.08。

受盈利能力大幅下滑影响，公司其他偿债指标表现亦有所弱化，2013年公司总债务/EBITDA和EBITDA利息保障倍数分别为17.56和6.97。不过考虑到公司债务主要集中在银行承兑汇票，其偿债压力相对较小。

表 7：2011~2014.Q1 公司偿债能力分析

项目	2011	2012	2013	2014.Q1
长期债务（亿元）	0.00	44.65	85.40	85.43
总债务（亿元）	224.03	304.93	350.30	304.05
资产负债率（%）	61.48	61.78	65.10	63.85
总资本化比率（%）	49.31	51.16	54.96	51.82
EBITDA（亿元）	74.57	47.52	19.95	-
EBITDA 利息倍数(X)	645.20	51.18	6.97	-
总债务/EBITDA (X)	3.00	6.42	17.56	-
经营活动净现金/ 利息支出 (X)	570.04	57.07	7.82	-
经营活动净现金/ 总债务 (X)	0.29	0.17	0.06	-0.07

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至2013年12月31日，公司无对生产经营产生重大影响的未决诉讼、仲裁事项以及对外担保事项。

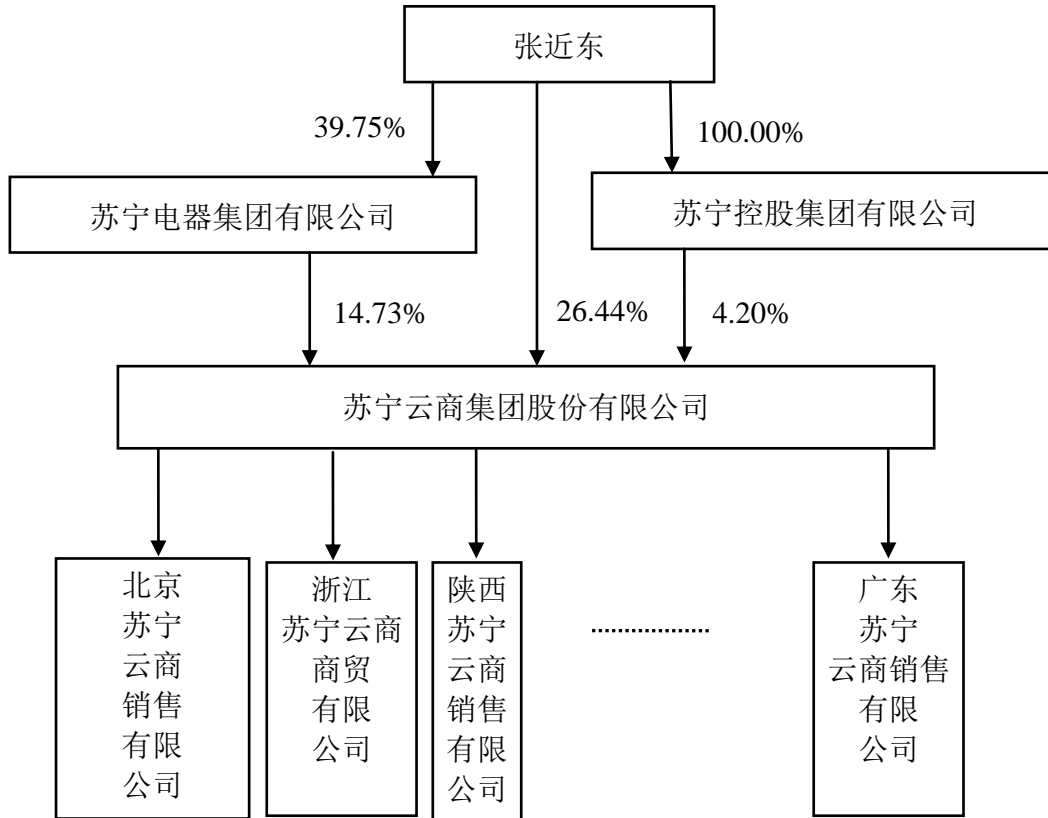
融资弹性方面，截至2013年12月31日，公司共获得人民币授信额度364.08亿元，未使用额度130.16亿元，此外公司还积极通过资本市场进行债权和股权融资，融资渠道较为通畅，再融资能力较强。

总的来看，公司资本结构较为稳健，资产规模逐年大幅增长，虽然盈利水平受业务转型影响出现大幅下滑，但货币资金较为充裕，且备用流动性充足，其整体偿债能力很强。

结 论

综上，中诚信证评评定“苏宁云商集团股份有限公司2013公司债券（第二期）”信用等级**AAA**；评定苏宁云商主体信用等级**AAA**，评级展望负面。

附一：苏宁云商集团股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



注：截至 2013 年 12 月 31 日，苏宁云商集团股份有限公司下属子公司共计 489 家。

附二：苏宁云商集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位: 万元)	2011	2012	2013	2014.Q1
货币资金	2,274,008.40	3,006,736.50	2,480,628.40	2,086,073.10
应收账款净额	184,177.80	127,050.20	67,107.50	77,607.00
存货净额	1,342,674.10	1,722,248.40	1,825,835.50	1,758,473.20
流动资产	4,211,663.30	5,342,712.90	5,350,246.30	4,903,144.50
长期投资	55,655.70	57,526.10	237,530.20	220,935.40
固定资产合计	928,539.00	1,233,537.40	1,571,472.10	1,590,735.30
总资产	5,978,647.30	7,616,150.10	8,225,167.10	7,818,535.50
短期债务	2,240,330.80	2,602,721.20	2,649,040.80	2,186,101.50
长期债务	0.00	446,540.50	853,976.30	854,349.50
总债务(短期债务+长期债务)	2,240,330.80	3,049,261.70	3,503,017.10	3,040,451.00
总负债	3,675,593.50	4,704,996.60	5,354,876.40	4,991,832.40
所有者权益(含少数股东权益)	2,303,053.80	2,911,153.50	2,870,290.70	2,826,703.10
营业总收入	9,388,858.00	9,835,716.10	10,529,222.90	2,286,910.20
三费前利润	1,741,417.30	1,715,943.40	1,568,322.60	349,277.50
投资收益	15,219.20	1,250.80	3,391.90	2,865.10
净利润	488,600.60	250,546.20	10,430.30	-45,121.20
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	745,725.30	475,236.60	199,521.10	-
经营活动产生现金净流量	658,852.00	529,944.10	223,848.40	-218,135.10
投资活动产生现金净流量	-599,044.70	-613,645.90	-1,004,842.80	-135,417.30
筹资活动产生现金净流量	67,940.10	816,710.10	287,417.30	30,615.80
现金及现金等价物净增加额	127,269.30	729,456.10	-512,562.70	-320,776.60
财务指标	2011	2012	2013	2014.Q1
营业毛利率(%)	18.94	17.76	15.21	15.59
所有者权益收益率(%)	21.22	8.61	0.36	-6.38
EBITDA/营业总收入(%)	7.94	4.83	1.89	0.00
速动比率(X)	0.81	0.88	0.81	0.79
经营活动净现金/总债务(X)	0.29	0.17	0.06	-0.07
经营活动净现金/短期债务(X)	0.29	0.20	0.08	-0.10
经营活动净现金/利息支出(X)	570.04	57.07	7.82	-
EBITDA 利息倍数(X)	645.20	51.18	6.97	-
总债务/EBITDA(X)	3.00	6.42	17.56	-
资产负债率(%)	61.48	61.78	65.10	63.85
总债务/总资本(%)	49.31	51.16	54.96	51.82
长期资本化比率(%)	0.00	13.30	22.93	23.21

注：长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

附三：基本财务指标的计算公式
$$\text{毛利率} = (\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{成本费用率} = (\text{营业成本} + \text{管理费用} + \text{财务费用} + \text{营业费用}) / \text{营业收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{净利润} / \text{所有者权益}$$
$$\text{总资本回报率} = \text{EBIT} / (\text{总债务} + \text{所有者权益合计})$$
$$\text{收现比} = \text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$$
$$\text{盈利现金比率} = \text{经营活动净现金流} / \text{净利润}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{营业收入} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{存货周转率} = \text{营业成本} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{流动资产周转率} = \text{营业收入} / \text{流动资产平均余额}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{保守速动比率} = (\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{交易性金融负债} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{总资本} = \text{总债务} + \text{所有者权益合计}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益合计})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益合计})$$
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金等价物}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债合计} / \text{资产合计}$$
$$\text{经营活动净现金} / \text{利息支出} = \text{经营活动净现金流} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$
$$\text{经营性业务利润} = \text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加} - \text{销售费用} - \text{管理费用} - \text{财务费用}$$

附四：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

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。

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。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。