中诚信证评 CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2015] 跟踪118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分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望负面；维持本期债券信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会

二零一五年五月十一日

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（2015）

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	2014/05/22			
上次评级结果	债项级别	**AAA**		
	主体级别	**AAA**	评级展望	**负面**
跟踪评级结果	债项级别	**AAA**		
	主体级别	**AAA**	评级展望	**负面**

概况数据

苏宁云商	2012	2013	2014	2015.Q1
所有者权益（亿元）	291.19	286.85	295.37	306.16
总资产（亿元）	768.50	830.44	821.94	852.22
总债务（亿元）	304.93	349.40	333.71	360.28
营业收入（亿元）	983.57	1,052.92	1,089.25	294.48
营业毛利率（%）	17.76	15.21	15.28	16.01
EBITDA（亿元）	47.52	19.95	30.80	-
所有者权益收益率(%)	8.60	0.36	2.79	-1.21
资产负债率（%）	62.11	65.46	64.06	64.07
总债务/EBITDA（X）	6.42	17.51	10.83	-
EBITDA 利息倍数(X)	51.18	6.97	5.86	-

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益;

分 析 师

耿 涛 tgeng@ccxr.com.cn
龚天璇 txgong@ccxr.com.cn
Tel:（021）51019090
Fax:（021）51019030
www.ccxr.com.cn

2015 年 5 月 11 日

基本观点

2014 年国内经济增长放缓，零售行业维持低位运行，受此影响，家电零售行业销售额增速再次回落。作为国内家电零售行业的龙头企业，苏宁云商集团股份有限公司（以下简称"公司"）拥有丰富的门店资源，2014 年公司继续调整优化门店网络，提升线下实体店服务体验；同时线上销售规模进一步扩大，配套金融服务及物流网络陆续投入运营，对增强公司零售行业竞争力起到积极作用。不过中诚信证评也注意到，持续的业务布局投资使得公司成本不断攀升，加之积极的价格政策也使得其经营性业务盈利水平在短期内难有明显好转；此外公司在新业务及物流等领域投入的实施效果仍有待观察，这或将对公司未来的信用水平产生影响。

中诚信证评维持苏宁云商主体信用等级 **AAA**，评级展望负面；维持"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**。

正 面

- 稳定的行业地位。公司是家电零售行业的龙头企业，2014 年公司实现营业收入 1,089.25 亿元，同比增长 3.45%，继续位列家电零售行业前列。
- 优质的门店资源。截至 2014 年末，公司拥有店面总数 1,696 家，且不断调整门店网络布局，加强在二三级市场的门店数量。同时，公司还致力于提升门店体验，以进一步推进线上线下融合。
- 线上业务快速发展。公司"苏宁易购"品牌于 2010 年正式上线，依托多端口流量支持，以及配套金融服务体系、物流网络的不断完善，近年来线上业务收入规模实现较快增长，已成为公司主要的业务增长点。
- 货币资金充裕，再融资能力很强。截至 2014 年 12 月 31 日，公司货币资金余额达到 222.74 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。

关 注

- 经营性业务盈利能力继续下滑。目前零售行业竞争日趋激烈，公司业务转型持续投入，导致成本费用持续攀升，对盈利造成较大侵蚀，预计公司短期内经营性业务盈利状况难有明显改善。
- 转型效果有待观察。公司致力于通过线上线下融合以实现由传统零售企业向互联网零售服务商的转变，目前在电商、物流及金融服务等领域均实施了大规模的开发投资，新的业务运营模式初具雏形，但转型升级效果尚待观察。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程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。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，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，并及时对外公布。

重大事项披露

2014 年四季度苏宁云商集团股份有限公司（以下简称“公司”）与中信金石基金管理有限公司合作开展创新资产运作模式，并推出了《中信华夏苏宁云创资产支持专项计划》（以下简称“专项计划”）。根据专项计划的安排，公司以 11 家自有门店物业[1]的房屋所有权及对应的土地使用权设立 11 家全资子公司（以下简称“项目公司”），待相关转让手续完成后，由公司旗下 7 家子公司[2]分别与项目公司签订《租赁合同》及《物业服务合同》，以市场价格租赁前述 11 处门店物业用于店面经营，并接受相关项目公司提供的物业服务。

以所涉资产估值为基础，本次专项计划商定的转让价款合计 43.42 亿元。截至 2014 年 12 月 17 日，公司已将相关门店的资产权益全部转让至专项计划，并已收到转让价款 41.163 亿元，剩余对价款公司目前已全部结清。上述专项计划的达成对公司的盈利状况产生一定影响，并在公司 2014 年年度报告中有所体现。

行业关注

2014 年国内经济增长放缓，零售行业维持低位运行，受此影响，家电零售行业销售额增速再次回落

2014年国际经济缓慢复苏，国内经济平稳增长成为新常态，当年国内实现生产总值636,463亿元，同比增长7.4%，增幅较2013年继续回落0.3个百分点。零售行业方面，根据国家统计局公布的《2014年国民经济和社会发展统计公报》显示，2014年1-12月份国内社会消费品零售总额为262,394亿元，同比增长12.00%，增速较上年进一步回落1.1个百分点，其中，城镇消费品零售额为226,368亿元，同比增长11.8%，较上年减缓1.1个百分点；乡村消费品零售额为36,027亿元，同比增长12.9%，较上年下降1.7个百分点。

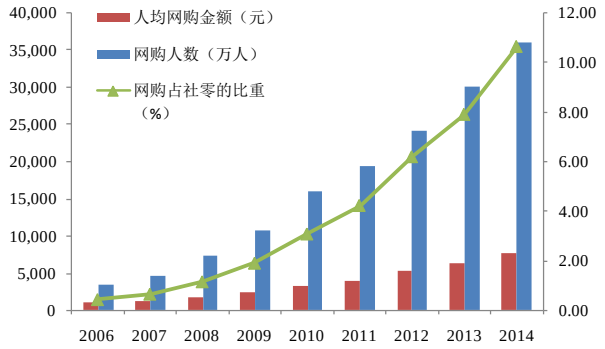
按零售形态来看，2014年全年国内商品零售额为234,534亿元，同比增长12.2%，较2013年下降1.4个百分点。另据中华全国商业信息中心数据显示，2014年全国百家重点大型零售企业零售额同比仅增长0.4%，增速较上年大幅放缓，且连续三年呈现持续下滑态势。在国内经济持续转型的大环境下，零售行业增长乏力，行业整体处于低位运行阶段。

家电零售行业方面，尽管2013年家电零售额增速有所恢复，但进入2014年以来，受房地产持续调控、消费增速放缓等因素影响，当年家电零售情况再次波动。根据国家统计局数据，2014年全国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9.1%，增速较上年下降了5.4个百分点，继2013年回升后再次下滑。

国内网络购物市场保持快速增长态势，B2C 模式逐步成为线上交易的“主流”，线上线下零售企业的竞争加剧，销售服务向三四线城市及乡镇地区推进

近年来国内网购市场保持了较快的发展速度，网购人群及销售额均持续增长。根据艾瑞咨询数据显示，2014年中国网络交易规模达到2.8万亿元，同比增长48.7%，在社会消费品总零售额的占比已突破10.00%。网络渠道的扩张显著改变了居民的消费习惯及零售行业业态，国内网购人数由2006年的3,357万人迅速扩大到2014年的36,100万人，网购交易规模占社会零售总额的比重已经由2006年的0.41%提高至2014年的10.63%，人均网购金额从2006年的不足1,000元增加到2014年的8,000元左右。

图 1：2006 年～2014 年网购人数及金额变化情况



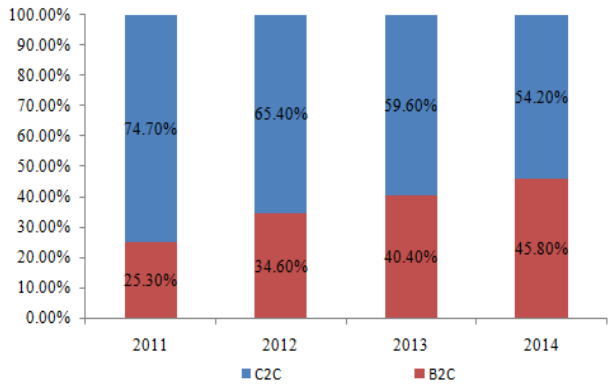
资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

[1] 分别为北京通州世纪联华店、北京刘家窑店、常州南大街店、武汉唐家墩店、重庆观音桥步行街店、重庆解放碑店、昆明小花园店、成都春熙路店、成都万年场店、成都西大街店和西安金花路店；

[2] 包括北京苏宁云商销售有限公司、常州苏宁云商商贸有限公司、武汉苏宁云商销售有限公司、重庆苏宁云商销售有限公司、云南苏宁云商销售有限公司、四川苏宁云商销售有限公司和陕西苏宁云商销售有限公司。

从国内网购市场的交易规模结构来看，2014年中国网络购物市场中B2C交易规模达12,882亿元，在网络购物市场总交易规模的占比达到45.8%，较2013年的40.4%提高了5.4个百分点。从增速来看，B2C市场增长迅猛，2014年中国网络购物B2C市场增长68.7%，远高于C2C市场35.2%的增速，B2C市场继续成为网络购物行业的主要推动力。预计到2015年，B2C在整体网络购物市场交易规模中的比重将超过C2C。

图 2：2011 年～2014 年中国网购市场交易规模结构



资料来源：艾瑞咨询，中诚信证评整理

从市场份额来看，目前国内网购市场行业集中度较高，B2C市场大部分份额由行业前三的企业占据。根据艾瑞咨询公布的数据显示，2014年国内B2C市场前十的企业市场份额合计占比为93.6%，其中天猫的领先地位进一步巩固，当年天猫市场份额达到61.4%；京东位居次席，为18.6%；苏宁易购市场份额为3.2%，居于第三位。从自营为主的B2C市场份额来看，京东的优势地位进一步扩大，2014年市场份额达到49.0%；苏宁易购市场份额为8.5%，继续保持第二位；唯品会占据7.7%，升至第三位。

从零售市场的竞争格局来看，以天猫、京东为代表的线上企业不断完善网络零售的各个环节，包括在线支付、自营物流网络、商家金融服务链等，并逐步向移动端延伸；传统连锁零售企业在搭建自有在线平台的同时，利用线下实体店增强客户体验，并进一步提升服务模式。此外，随着一二线城市市场份额逐步饱和，线上线下零售企业纷纷采取销售服务下沉策略，将三四线城市及县乡镇地区等作为业务新的增长来源，预计未来国内网络零售市场的竞争将进一步加剧。

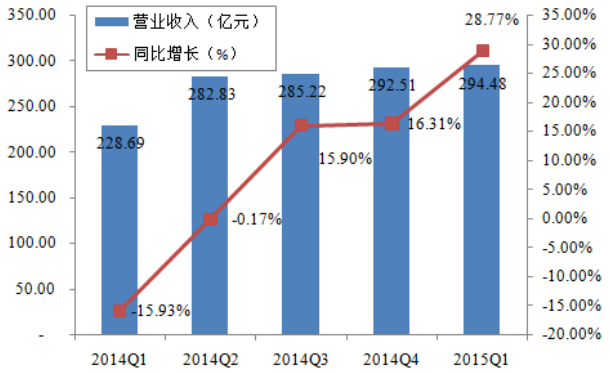
业务运营

2014 年公司加速落实 O2O 模式，全年收入继续保持增长，但毛利水平维持低位

继2013年公司全面转型“云商”发展模式、明确了“一体两翼”[3]的互联网转型升级路线图之后，2014年公司围绕“三效法则”[4]，在全渠道运营体系的融合、商品供应链体系的变革、物流与IT平台的升级以及企业创新机制建设与管理体系简化等方面，进行了一系列深刻变革，推进O2O转型升级各项工作的落地实践。

收入方面，随着公司O2O模式各环节逐步完善以及系统化效应的显现，自2014年下半年起，公司收入增长有所恢复，当年三、四季度收入同比增长分别为15.90%和16.31%。2014年全年公司实现营业收入1,089.25亿元，同比增长3.45%。盈利方面，现阶段公司着眼于扩大用户群体、提升规模，公司实施了积极的价格竞争策略和较为频繁的促销推广策略，因此主营业务毛利水平维持低位，2014年主营业务毛利率为14.31%，较2013年基本持平。

图 3：2014 年～2015 年一季度公司收入情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

分产品来看，2014年公司各类产品销售收入增幅存在一定的差异，其中小家电产品增幅较大，全年同比增长17.50%；冰箱及洗衣机、通讯产品、空调器产品分别实现销售增幅8.05%、2.61%和0.79%；同期彩电、音像及碟机，数码及IT产品销售有所下滑，同比分别下降3.26%和2.51%。未来公司还将继

[3] 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。

[4] 指用户体验讲效果、经营创新讲效益、制度优化讲效率。

续巩固传统家电的经营优势，同时突出3C产品、培育母婴超市等品类，以进一步扩大市场份额。不过中诚信证评也注意到，受现阶段低毛利策略影响，公司毛利率继续维持在低位区间。公司将通过优化产品结构、提升差异化产品销售占比以及通过物流、IT、金融、推广等服务应用带来增值服务收入等举措，来改善公司毛利率水平。

表 1：公司 2014 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	212.96	17.77	-3.26	0.86
冰箱、洗衣机	192.44	17.98	8.05	0.26
通讯产品	178.77	9.21	2.61	-0.70
数码及 IT 产品	175.93	5.32	-2.51	-1.86
小家电产品[1]	172.85	18.49	17.50	0.64
空调器产品	128.06	16.46	0.79	-0.60

注：小家电产品包括厨卫、生活电器以及母婴、百货、日用等品类
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，2014年年初公司成立线上线下融合的运营总部，以推进全渠道融合。受新运营体系磨合、用户体验改善效果的影响，一季度可比店面销售增速显著下滑；二季度以来，随着运营体系及提升门店引流、丰富门店功能等举措的落实，加之高频度的促销推广活动，可比门店经营状况逐步恢复，但全年可比门店销售收入仍较去年同期下降3.96%。

表 2：公司 2012～2014 年可比店面销售收入同比增速

单位：%

		2012	2013	2014
市场级别	一级市场	-12.17	5.89	-4.52
	二级市场	-12.62	6.59	-3.63
	三级市场	-13.40	8.85	-1.46
	四级市场	-10.80	1.25	-9.59
店面类型	旗舰店	-12.52	6.33	-4.05
	中心店	-11.73	6.00	-5.22
	社区店	-12.89	6.84	-2.05
	县镇店	-9.14	7.13	-2.56
	乐购仕店	-	-18.12	-7.74

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，二三级市场连锁开发加速，线下门店持续升级，总的门店数量有所增长

2014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，通过购置、自建及合作开发长期租赁等方式继续获取优质门店资源。2014年公司新进12个地级城市，大陆地区及海外新开店面合计192家，置换/关闭连锁店122家，门店覆盖中国大陆289个地级以上城市以及澳门、香港和日本市场。截至2014年末公司店面总数1,696家，其中大陆地区门店1,650家、港澳地区门店29家、日本门店17家。

表 3：2012～2014 公司门店基本情况

单位：万平方米

	2012	2013	2014
门店数量	1,705	1,626	1,696
其中：自有	37	42	36
租赁	1,668	1,584	1,660
总面积（大陆地区）	692.90	667.49	685.30

资料来源：公司定期公告，中诚信证评整理

从国内门店的城市分布类型来看，2014年公司继续深化各级店面市场调整，突出二三级市场的支柱作用。在一级市场方面，公司继续关闭低效社区店面；对于二三级市场，公司则通过加快店面布局以巩固市场，两者门店数量占公司门店总数的比重进一步提高至64.55%，较2013年增加了3.23个百分点，其中三级市场成为新增门店的主要区域。

表 4：截至 2013、2014 年公司大陆地区各级市场门店数量及占比

单位：家、%

	2013		2014	
	数量	占比	数量	占比
一级市场	510	32.18	496	30.06
二级市场	462	29.14	474	28.73
三级市场	510	32.18	591	35.82
四级市场	103	6.50	89	5.39
合计	1,585	100.00	1,650	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，2014年公司继续贯彻旗舰店策略，同时强化门店体验、销售、服务、本地化营销

四位一体功能。此外，公司还继续推进母婴、超市品类的线下实体体验店开发，包括增加“红孩子”实体店数量、新增“苏宁超市”店等，积极探索苏宁店面的品类升级、体验升级和服务升级。截至2014年12月31日，公司旗舰店占比达到20.54%，同期新增“红孩子”母婴实体店6家、“苏宁超市”店4家，进一步加深消费者对公司经营品牌的认识。

表 5：2012～2014 年公司大陆地区各店面类型数量

单位：家

	2012	2013	2014
旗舰店	336	330	339
中心店	433	428	438
社区店	777	737	797
常规店小计	**1,546**	**1,495**	**1,574**
精品店	6	-	-
县镇店	104	76	61
乐购仕店	8	12	3
红孩子店	-	2	8
超市店	-	-	4
合计	**1,664**	**1,585**	**1,650**

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015年公司将继续坚持核心旗舰店升级，打造集体验、销售、服务、本地化营销于一体的区域生活服务中心；同时继续推进大型社区服务站、农村市场服务站、校园服务站的建设，作为互联网渠道、核心旗舰店的延伸，发挥本地化优势。

2014 年公司继续推进转型升级，线上业务收入规模保持增长态势，但较大规模的资本和费用支出仍对公司业绩表现形成较大考验

根据公司的云商模式定位，以及进一步落实线上线下融合战略、布局各环节服务端的需要，公司持续投资新业务及物流仓储建设，其中新业务主要包括金融产品、移动通信及家庭互联网等。

金融产品方面，截至2014年12月底公司推出的“易付宝”已接入快捷支付银行71家，注册用户数达到8,420万人；理财业务方面，上线“零钱宝”、票据产品、对公理财，规模持续提升；信贷业务方面，公司通过旗下的苏宁小贷、苏宁保理为上游供应商、开放平台商户提供无抵押、无担保，全程系统申请的金融服务产品；消费信贷领域，公司通过大数据应用，不断完善信用模型，为消费金融公司开业运营奠定基础。

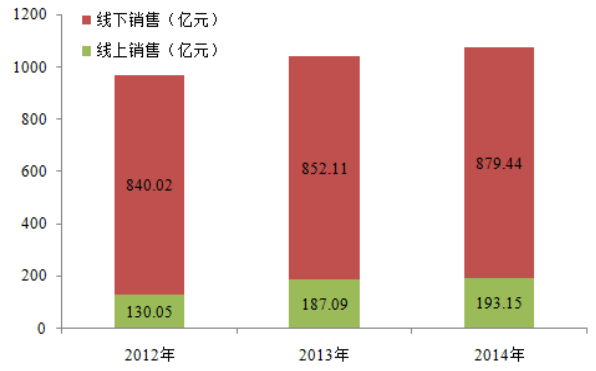
移动通信方面，公司打造了独立品牌“苏宁互联”，先后与中国电信、中国联通、中国移动签订了转售业务合同。截至2014年末“苏宁互联”获得中国联通61个地市、中国电信55个地市、中国移动35个城市移动通信转售业务牌照，可以同时为用户提供1700、1705、1709等不同网络制式的业务服务，业务覆盖全国28个省75个城市。同时，依托于苏宁600多个城市的连锁网络覆盖，“苏宁互联”为用户提供线上线下特色服务。未来公司移动通信业务将与自身会员、内容产品、金融服务、供应链服务等多方面资源有机结合，提供相应的增值服务。

家庭互联网方面，PPTV为作为公司家庭互联网战略的重要布局，经过一年的磨合，已经全面融入了公司的运营体系，双方在会员共享、数据打通、智能终端发展与大数据投放推广等方面进行了融合推进，并在内容投资、智能硬件、视频内容方面进一步发力。PPTV内部也在战略定位、竞争策略、团队建设与运营推广上开始走向新的轨道，强化体育、综艺制作运营能力，加大移动、OTT发展，布局视频电商融合，提升对广告主客户的增值服务能力。截至2014年12月，PPTV会员总数1.03亿，全站的日均UV约为5,400万、峰值7,000万，日均VV3.2亿、峰值3.8亿。目前PPTV仍处于快速布局、用户扩容阶段，因此在研发、人才、内容等方面保持了持续投入，2014年末PPTV亏损4.85亿元。

物流服务方面，截至2014年末公司拥有的物流仓储及相关配套总面积达到了403万平方米；形成了全国性仓储配送网络，包括8个采购枢纽中心、57个区域配送中心、352个城市转配中心、1,777个快递网点；另外取得全国164个城市的国内快递业务资质，以及国际快递经营业务资质许可。同期，公司在全国23个城市物流基地投入运营，同时温州、南宁、苏州、兰州等18个城市物流基地在建，另外19个城市物流基地落实选址、完成土地签约储备。此外，完成了北京、广州、南京等多地自动化仓库的改造与建设。截至2014年末，公司在全国235个城市、近1,000个区县已实现了“次日达”；在55个城市、152个区县实现了“半日达”。未来公司还将依托苏宁“物流云”这一信息服务平台推进物流的社会化运营。

从经营成果来看，自2010年2月苏宁易购平台正式上线以来，公司线上业务获得的消费者认可度和品牌知名度持续提升，在国内B2C市场占有率排名亦处于前列。2012~2014年公司线上业务分别实现自营商品销售收入130.05亿元、187.09亿元和193.15亿元，三年复合增长率21.87%；同期线上销售收入占主营业务收入的比重分别为13.41%、18.00%和18.01%，线上业务已成为公司收入增长的主要贡献来源。

图 4：2012～2014 年公司线上业务自营商品销售收入情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体的来看，2014年公司加速落实O2O模式，并围绕线上线下融合战略积极布局，在物流、移动通信、家庭互联以及金融服务等领域持续投入，促进了公司向互联网零售服务商的转变，并有利于增强其在互联网零售行业的竞争实力。同时，中诚信证评也注意到，公司目前仍处于业务转型期，短期内为推动自身转型升级面临较大的资本支出压力，而市场营销、人力资源、融资费用等方面的支出攀升亦对公司的盈利表现造成较大影响。

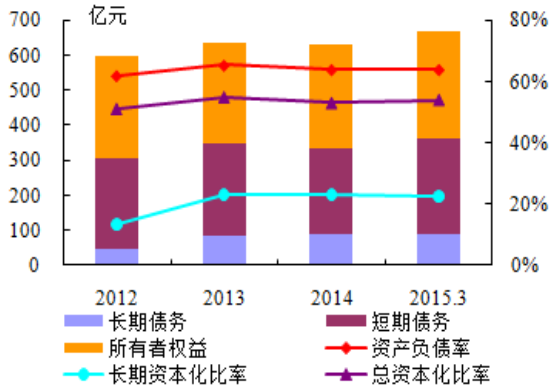
财务分析

以下财务分析由公司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2012、2013、2014年度合并财务报告，以及未经审计的2015年一季度财务报表。

资本结构

受2014年公司合并报表范围变动影响，当年资产规模有所收缩。截至2014年12月31日，公司总资产为821.94亿元，较期初略降1.02%。所有者权益方面，近年来公司通过非公开发行及留存收益积累，自有资本实力有所增强，2014年末公司所有者权益为295.37亿元。

图 5：2012～2015.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，近年来公司持续推进互联网零售相关领域的投资，有效利用银行信用支持，配套进行了筹资安排，负债保持一定规模。2014年公司通过加强供应商合作、优化供应链管理等措施，期末应付账款及应付票据规模有所下降，负债水平略有回落。截至2014年12月31日，公司负债总额526.57亿元，当年末公司资产负债率和总资本化比率分别为64.06%和53.05%，较上年同期下降1.39和1.87个百分点。2015年第一季度末公司总资产、所有者权益和总负债均有所增长，分别为852.22亿元、306.16亿元和546.06亿元，资产负债率和总资本化比率则分别为64.07%和54.06%。

表 6：截至 2014 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	**821.94**	**64.06**
百联股份	440.37	56.44
国美电器	440.77	61.64
豫园商城	138.31	41.93

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

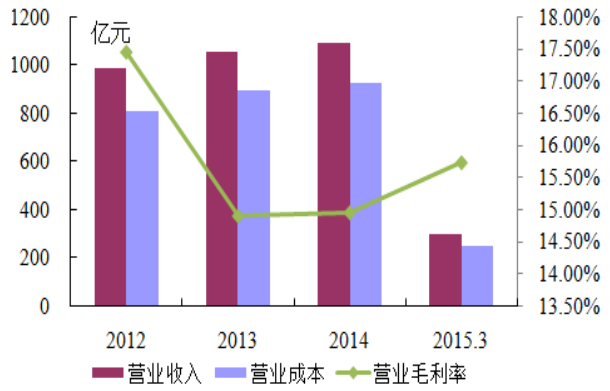
公司资产以货币资金、存货以及预付款项等流动资产为主，截至2014年12月31日，公司流动资产占资产总额的比重为61.62%，与商业流通类企业流动资产规模较大的行业特点相符。与其资产结构较为匹配的是，公司目前债务以短期债务为主，长期债务基本为公司于2012年和2013年所公开发行的两期公司债券。截至2014年12月31日，公司总债务为333.71亿元，其中短期债务244.96亿元，长期债务88.75亿元。

总体看，公司资产规模整体呈增长态势，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导致负债维持一定水平，但仍处于合理范围，其资本结构较为稳健。

盈利能力

2014年公司经历组织架构调整、优化、运营效率的融合、商品经营的持续创新，自当年三季度以来，企业运行效率逐步提升，销售收入逐季改善，全年公司实现营业收入1,089.25亿元，同比增长3.45%；2014年第三季度、第四季度营业收入同比分别增长15.90%和16.31%。毛利方面，目前零售市场竞争日趋激烈，公司现阶段注重客户群体培养，因此整体毛利处于低位，2014年度综合营业毛利率为15.28%，较2013年基本持平；2015年第一季度末营业毛利率略增至16.01%。

图 6：2012～2015.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

期间费用方面，2014年公司期间费用合计175.28亿元，较2013年增长13.85%；三费收入占比为16.09%，较2013年增长1.47个百分点。销售费用方面，公司通过密集推广快速提升3C及日用新品的规模，加之品牌传播投入，当期销售收入同比增长10.72%；管理费用方面，公司在IT、互联网运营以及新业务领域（如金融产品、苏宁互联等）专业人才的大量引进带来人员费用增长加快，同时物流基建折旧及研发投入进一步推动了费用增加，当期管理费用同比增长19.64%；财务费用方面，主要系公司支出公司债券利息以及并购贷款融资利息等导致费用增长。整体来看，随着公司转型升级战略的实施，费用规模逐步扩大，对其盈利造成一定的侵蚀。

表 7：2012～2015 年 3 月末公司费用情况

项目	2012	2013	2014	2015.3
销售费用（亿元）	118.11	127.40	141.05	38.94
管理费用（亿元）	23.50	28.06	33.57	11.56
财务费用（亿元）	-1.86	-1.49	0.67	0.19
三费收入占比（%）	14.21	14.62	16.09	17.21

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要来自于经营性业务利润和营业外损益，2014年公司经营性业务利润为-12.45亿元，同期获得营业外损益24.31亿元。2014年专项计划实施后，公司将上述交易价格与账面价值的差额扣除相关税费并确认以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债后的盈余，约人民币24.75亿元计入当期营业外收入，实现税后净利润约为人民币20.46亿元；考虑门店物业初始购入时的评估增值之后，则门店物业于转让日的账面价值总计约为人民币17.56亿元，营业外收入约为人民币23.81亿元，税后净利润约为人民币19.77亿元。2014年公司利润总额为9.73亿元，主要依赖于非经营性业务利润。整体来看，公司处于业务转型期，前期投资尚未转化为收入及盈利的增长，短期内公司盈利面临一定考验。

偿债能力

从经营性现金流表现来看，2014年受公司经营性业务利润亏损的影响，期末经营性现金净流出13.81亿元。同期公司经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务分别为-0.04和-0.06倍，经营活动净现金对债务的保障减弱。

受专项计划实施获取的营业外损益影响，2014年公司EBITDA达到30.80亿元，同期总债务/EBITDA和EBITDA利息保障倍数分别为10.83和5.86倍，偿债对债务本息的保障程度较好。

表 8：2012～2015.Q1 公司偿债能力分析

项目	2012	2013	2014	2015.Q1
长期债务（亿元）	44.65	85.40	88.75	88.79
总债务（亿元）	304.93	349.40	333.71	360.28
资产负债率（%）	62.11	65.46	64.06	64.07
总资本化比率（%）	51.15	54.92	53.05	54.06
EBITDA（亿元）	47.52	19.95	30.80	-
EBITDA 利息倍数（X）	51.18	6.97	5.86	-
总债务/ EBITDA（X）	6.42	17.51	10.83	-
经营活动净现金/利息支出（X）	57.07	7.82	-2.63	12.60
经营活动净现金/总债务（X）	0.17	0.06	-0.04	0.05

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2015年3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。

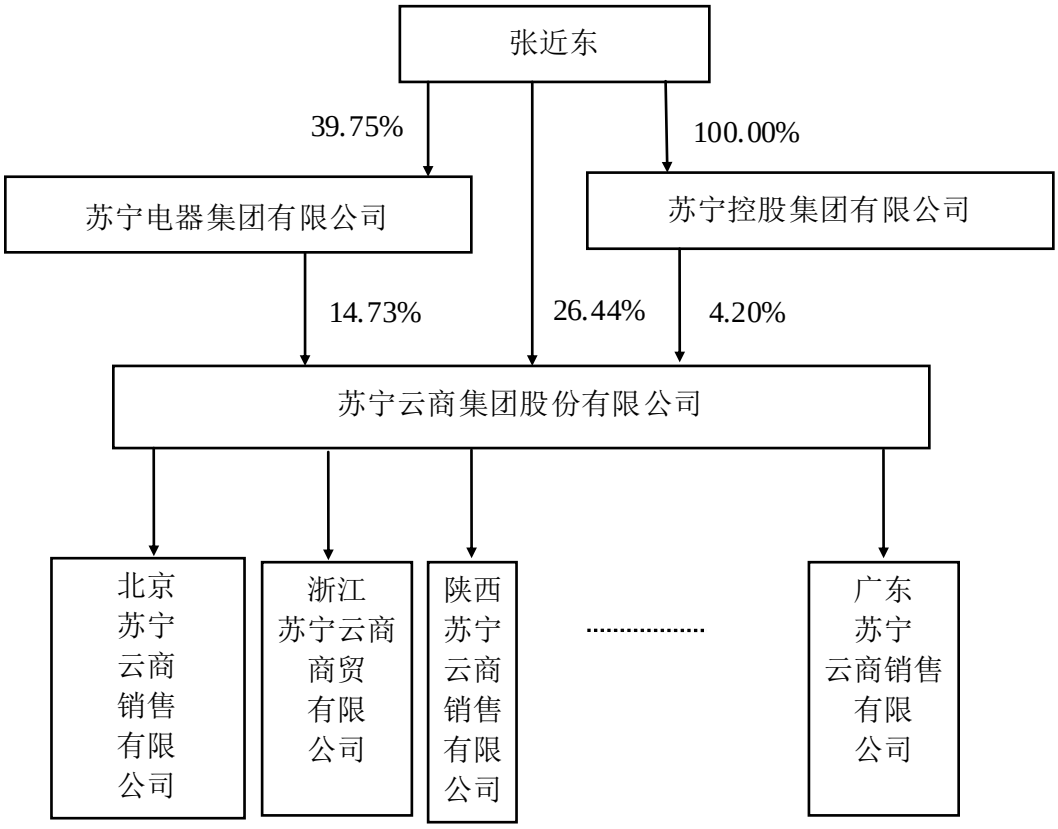
财务弹性方面，截至2015年3月31日，公司共获得人民币授信额度303.71亿元，未使用额度104.36亿元，此外公司还积极通过资本市场进行债权和股权融资，融资渠道较为通畅，再融资能力较强。

总的来看，公司资本结构较为稳健，资产规模整体呈增长态势，虽然主营业务受转型影响处于亏损状态，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

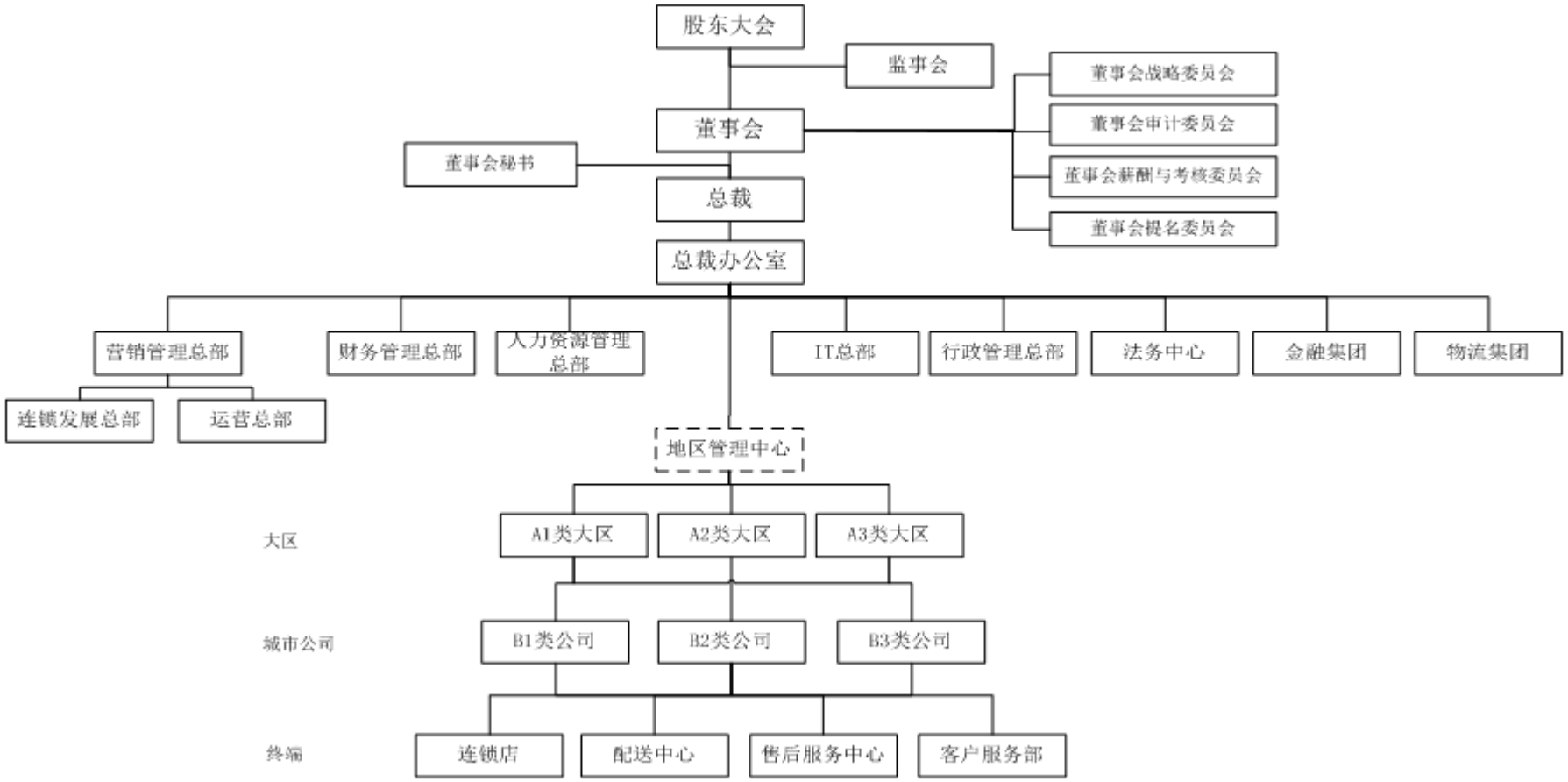
综上，中诚信证评维持苏宁云商主体信用等级**AAA**，评级展望负面；维持“苏宁云商集团股份有限公司2013公司债券（第二期）”信用等级**AAA**。后续中诚信证评将持续关注公司所面临的行业环境、经营策略、经营业绩以及财务状况的变化，以及上述变化对苏宁云商主体信用水平、“苏宁云商集团股份有限公司2013年公司债券（第二期）”信用水平的影响。

附一：苏宁云商集团股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



注：截至 2014 年 12 月 31 日，苏宁云商集团股份有限公司下属子公司共计 582 家。

附二：苏宁云商集团股份有限公司组织架构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附三：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)	2012	2013	2014	2015Q1
货币资金	3,006,736.50	2,480,628.40	2,227,446.80	2,412,865.70
应收账款净额	127,050.20	67,107.50	53,557.90	100,210.90
存货净额	1,722,248.40	1,825,835.50	1,603,852.20	1,572,742.60
流动资产	5,410,849.10	5,431,218.20	5,064,741.40	5,251,904.30
长期投资	58,245.30	235,756.70	289,635.80	123,969.10
固定资产合计	1,233,537.40	1,571,472.10	1,641,512.80	1,677,636.40
总资产	7,685,005.50	8,304,365.50	8,219,372.90	8,522,171.50
短期债务	2,602,721.20	2,640,000.80	2,449,584.80	2,714,844.30
长期债务	446,540.50	853,976.30	887,539.10	887,931.80
总债务（短期债务＋长期债务）	3,049,261.70	3,493,977.10	3,337,123.90	3,602,776.10
总负债	4,773,132.80	5,435,848.30	5,265,692.70	5,460,561.50
所有者权益（含少数股东权益）	2,911,872.70	2,868,517.20	2,953,680.20	3,061,610.00
营业总收入	9,835,716.10	10,529,222.90	10,892,529.60	2,944,774.30
三费前利润	1,715,943.40	1,568,322.60	1,628,356.40	463,116.60
投资收益	1,250.80	3,391.90	-2,984.70	15,552.20
净利润	250,546.20	10,430.30	82,403.80	-37,016.10
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	475,236.60	199,521.10	308,044.70	-
经营活动产生现金净流量	529,944.10	223,848.40	-138,141.90	180,225.00
投资活动产生现金净流量	-613,645.90	-1,004,842.80	-200,704.80	-103,679.10
筹资活动产生现金净流量	816,710.10	287,417.30	62,854.40	117,570.20
现金及现金等价物净增加额	729,456.10	-512,562.70	-282,052.00	192,664.50
财务指标	**2012**	**2013**	**2014**	**2015Q1**
营业毛利率（%）	17.76	15.21	15.28	16.01
所有者权益收益率（%）	8.60	0.36	2.79	-1.21
EBITDA/营业总收入（%）	4.83	1.89	2.83	-
速动比率（X）	0.88	0.82	0.82	0.84
经营活动净现金/总债务（X）	0.17	0.06	-0.04	0.05
经营活动净现金/短期债务（X）	0.20	0.08	-0.06	0.07
经营活动净现金/利息支出（X）	57.07	7.82	-2.63	12.60
EBITDA 利息倍数（X）	51.18	6.97	5.86	-
总债务/ EBITDA（X）	6.42	17.51	10.83	-
资产负债率（%）	62.11	65.46	64.06	64.07
总资本化比率（%）	51.15	54.92	53.05	54.06
长期资本化比率（%）	13.30	22.94	23.11	22.48

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、2015年Q1所有者权益收益率指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物＝货币资金+交易性金融资产+应收票据
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
短期债务＝短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债
长期债务＝长期借款+应付债券
总债务＝长期债务+短期债务
净债务＝总债务-货币资金
三费前利润＝营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加
EBIT（息税前盈余）＝利润总额+计入财务费用的利息支出
EBITDA（息税折旧摊销前盈余）＝EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
资本支出＝购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额
营业毛利率＝（营业收入-营业成本）/营业收入
EBIT 率＝EBIT/营业总收入
三费收入比＝（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入
所有者权益收益率＝净利润/所有者权益
流动比率＝流动资产/流动负债
速动比率＝（流动资产-存货）/流动负债
存货周转率＝主营业务成本（营业成本）/存货平均余额
应收账款周转率＝主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额
资产负债率＝负债总额/资产总额
总资本化比率＝总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））
长期资本化比率＝长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））
EBITDA 利息倍数＝EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：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。