



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪067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2012年公司债券（第一期）”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，评级展望稳定；维持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

二零一七年四月二十六日

苏宁云商集团股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2017）

发行主体	苏宁云商集团股份有限公司		
发行规模	45 亿元		
存续期限	2012/12/14-2017/12/14		
上次评级时间	2016/05/30		
上次评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA	评级展望	稳定

概况数据

苏宁云商	2014	2015	2016
所有者权益（亿元）	295.37	319.25	699.22
总资产（亿元）	821.94	880.76	1,371.67
总债务（亿元）	333.96	355.28	400.44
营业总收入（亿元）	1,089.25	1,355.48	1,485.85
营业毛利率（%）	15.28	14.44	14.36
EBITDA（亿元）	30.80	38.86	32.87
所有者权益收益率（%）	2.79	2.37	0.71
资产负债率（%）	64.06	63.75	49.02
总债务/EBITDA（X）	10.83	9.16	12.18
EBITDA 利息倍数（X）	5.69	6.84	4.85

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、公司短期债务中剔除一年内到期的非流动负债中的递延广告位使用费收入。

分析师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

夏韵秋 yqxia@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 4 月 26 日

基本观点

作为国内行业地位领先的家电零售企业，苏宁云商集团股份有限公司（以下简称“公司”）规模优势突出，2016 年其线上业务迅速发展，转型优势逐步显现。且金融、物流板块价值亦有所凸显，公司具备稳健的财务结构和很强的再融资能力。此外，淘宝中国的战略合作助力公司长期发展。但是，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司经营业务利润仍表现不佳或将对公司未来的信用水平产生影响。

综上，中诚信证评维持苏宁云商主体信用等级 AAA，评级展望为稳定；维持“苏宁云商集团股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）”信用等级 AAA。

正 面

- 规模优势突出，行业地位领先。截至 2016 年末，公司门店数量（包含苏宁易购服务站）达 3,491 家，门店总面积为 665.54 万平方米，覆盖大陆 297 个以上城市、农村市场，以及香港地区和日本市场，在门店数量、经营区域覆盖程度以及经营品类数量等方面均居于国内家电零售行业领先地位。
- 线上业务迅速发展，转型优势逐步显现。公司线上业务增长迅速，消费者认可度和品牌知名度持续提升，苏宁易购会员不断增长，商品交易量迅速提升。截至 2016 年末，公司零售体系会员总数 2.8 亿人次，当年实现线上销售收入 618.70 亿元（含税），线上收入占比由上年的 25.72% 提升至 36.11%。
- 金融、物流板块价值凸显。2016 年公司继续推进物流、金融、IT 等后台服务体系建设，实现了物流、金融板块的独立化运作。苏宁物流、苏宁金融板块资源优势及价值逐步凸显，有望形成多元化盈利结构。
- 淘宝中国的战略合作助力公司长期发展。2016

年公司通过非公开发行股票引入战略投资者淘宝中国，在充实公司资本金的基础上，协同各自在用户、平台、商品、服务、技术等方面的资源，创新 O2O 商业模式，促进公司主营业务规模的扩大，夯实公司核心竞争力，为公司持续发展提供较好支持。

- 稳健的财务结构和很强的再融资能力。截至 2016 年末，公司资产负债率和总资本化率分别为 49.02%和 36.41%，财务结构稳健性较好。此外，公司银行授信额度充裕，资本市场融资渠道畅通，具有很强的再融资能力。

关 注

- 公司经营性业务利润仍表现不佳。公司持续推进业务转型，尽管业务规模效应不断显现，但受零售行业持续放缓以及公司转型投入等影响，2016 年公司经营性业务利润仍有所承压。

信用评级报告声明

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

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

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

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

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

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

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本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，并按照相关法律、法规对外公布。

基本分析

2016 年我国零售业增速继续放缓，消费品对经济增长的贡献率逐渐加大，网购成为拉动消费的主要渠道，B2C 市场集中度依然较高。

2016 年我国宏观经济增速放缓，当年 GDP 同比增长 6.7%，增速较上年下降 0.2 个百分点。2016 年，国内社会消费品零售总额 332,316 亿元，同比增长 10.4%，较上年增速下降 0.3 个百分点。根据中华全国商业信息中心的监测数据，2016 年全国重点大型零售企业零售额同比下降 0.5 个百分点，降幅较上年扩大了 0.4 个百分点，增速连续第五年下降。但在经济发展中，消费品零售的作用逐步增加，消费对经济增长的贡献率达到 64.6%，较上年提高 4.7 个百分点，消费持续作为国民经济增长的第一驱动力。

2016 年全国居民人均可支配收入实际增长 6.3%，其中农村居民人均可支配收入增长 6.2%，增速持续高于城镇居民。居民人均可支配收入的持续增长，尤其农村居民的收入增长，有利于拉动消费的增长，并推动消费的结构升级和区域升级。从消费结构来看，2016 年，全国居民人均消费支出 17,111 元，同比增长 8.9%，扣除价格因素，实际增长 6.8%。按常住地分，城镇居民人均消费支出 23,079 元，扣除价格因素实际增长 5.7%；农村居民人均消费支出 10,130 元，扣除价格因素，实际增长 7.8%。城镇居民的人均消费型支出金额明显大于农村居民，城市居民是驱动社会消费增长的主力军。

2016 年我国网络购物交易规模 4.7 万亿元，同比增长 23.9%；我国移动购物市场交易规模 3.3 万亿元，同比增长 57.9%，移动购物在整体网络购物交易规模中占比 70.7%，占比持续提升。另截至 2016 年末，我国网民规模达 7.31 亿人，其中手机网民规模 6.56 亿人，比例高达 92.5%。未来随着中国西部省份及中东部三四线城市居民消费模式的转变，网络购物潜力进一步释放，国内电商行业整体将成为拉动消费的主要渠道。

从 B2C 市场来看，2016 年，天猫市场份额占比较大，为 56.6%，京东占比为 24.7%，从增速来看，京东、苏宁易购、唯品会的增速均高于 B2C 市

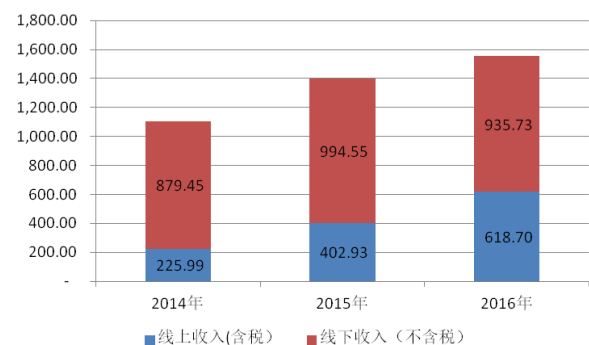
场整体增速。从网络购物企业市场集中度来看，平台模式的淘宝和天猫一家独大，在整体网购交易规模中占比 76.0%。京东、唯品会等第二梯队企业较淘宝和天猫的市场规模仍存在较大差距，市场集中度依然较高。

2016 年公司收入规模进一步增长，线上业务快速发展，交易规模不断提升，线下业务呈多业态布局，持续建设店面互联网化，店面布局有所优化。

2016 年公司营业收入同比增长 9.62% 至 1,485.85 亿元，其中第一、二、三和四季度收入同比分别增长 8.13%、9.77%、15.12% 和 6.54%。2016 年公司线上、线下销售收入分别为 618.70 亿元（含税）和 935.73 亿元，同比分别增长 53.55% 和下降 5.91%，线上销售收入占比不断提升，由上年的 25.72% 提升至当年的 36.11%。

图 1：2014~2016 年公司主营业务收入构成情况

单位：亿元



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

分产品来看，除黑色电器产品外，2016 年公司各类产品销售收入均较上年有所增长。其中 3C 产品方面，通讯产品、小家电产品和数码及 IT 产品全年营业收入同比增长 26.53%、12.00% 和 9.31%，上述三类产品收入的增长主要得益于公司开展新型商品运营模式，并利用 O2O 渠道优势，提升消费体验，适时开展积极的价格竞争策略；传统家电方面，受外部经济影响，黑色家电产品销售受一定影响，当年营业收入同比下降 7.39%，但公司通过加大产品推广力度，白色电器产品和空调产品当年收入分别同比增长 2.58% 和 21.99%。但是，受公司加大定制包销产品推广力度、线上销售占比提升等

影响，2016 年各产品毛利率水平略有下降。未来随着公司增值服务能力提升，线上线下平台、金融、物流资源价值逐步实现，毛利水平有望进一步改善。

表 1：公司 2016 年主要产品收入、毛利变化情况

单位：亿元、%

业务类型	主营业务收入	毛利率	收入同比增幅	毛利率同比变化
黑色电器产品	214.80	16.91	-7.39	-0.83
数码及 IT 产品	241.38	3.97	9.31	-0.75
白色电器产品	222.10	17.72	2.58	-0.21
通讯产品	342.15	7.04	26.53	-0.85
小家电等产品	256.82	18.22	12.00	-0.26
空调产品	158.99	15.98	21.99	-0.41

注：小家电等产品包括小家电、红孩子母婴及美妆、家居食品和其他日用百货类产品

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

可比店面经营方面，2016 年公司继续通过招商、转租、退租等方式调整店面数量，当年云店规模不断提升，但旗舰店、中心店、社区店、县镇店等数量均有所减少，使得当年可比店面销售收入同比下降 1.33%。此外，公司运用互联网数据营销工具强化门店基础管理，随着 O2O 运营模式的成熟以及线上线下联动促销等活动开展，单店经营质量有所增强，当年可比店面坪效同比提升 19.49%，较上年增幅提升 11.68 个百分点。

从公司的线上业务来看，2016 年苏宁易购开放平台商户发展较快，平台运营能力增强。2016 年公司 PC 端用户规模和购买频率提升，且移动端用户增速和订单占比持续上涨，2016 年移动端订单数量占线上整体比例从年初的 60% 升高至 83%。截至 2016 年末，公司零售体系会员总数达到 2.80 亿次。同时，公司商品 SKU 数量从上年末的 2,000 万增至 4,400 万，商品丰富度进一步提高。2016 年线上业务实现自营商品销售收入 618.70 亿元（含税），开放平台实现商品交易规模 186.40 亿元（含税），线上平台实体商品交易总额同比增长 60.14% 至 805.10 亿元（含税）。

表 2：2014~2016 年公司线上业务交易情况

单位：亿元

	2014	2015	2016
零售体系会员总数（亿）	1.67	2.50	2.80
SKU 数量（万）	791	2,000	4,400
自营商品销售收入（含税）	225.99	402.93	618.70
开放平台商品交易规模（含税）	31.92	99.82	186.40
线上平台实体商品交易总规模（含税）	257.91	502.75	805.10
移动端订单数量占线上整体比例	32%	60%	83%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

线下门店方面，2016 年公司继续推进店面结构优化及经营效益管理，加快低效店面的关闭，并通过购置、自建及合作等多种方式获取优质稳定的物业资源。截至 2016 年末，公司共拥有自有物业 29 处，租赁店面 75 家，此外通过实施门店资产创新运作获得长期稳定的店面 25 家。2016 年公司大陆地区及海外新开店合计 144 家，置换/关闭连锁店 195 家，门店覆盖中国大陆 297 个地级以上城市以及香港和日本市场。截至 2016 年末，公司店面（包含苏宁易购服务站）总数 3,491 家，其中香港地区连锁店 24 家，日本市场连锁店 42 家。

表 3：2014~2016 年公司门店基本情况

单位：家

	2014	2015	2016
门店数量	1,696	2,649	3,491
其中：自有	36	25	26
租赁	1,660	2,624	3,465
其中：大陆地区	1,650	2,588	3,425
港澳地区	29	28	24
日本	17	33	42

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从国内门店的市场级别分布来看，2016 年公司进一步深化各级店面市场调整，优化门店分布结构。其中，一二级市场门店数量合计为 911 家，较上年减少 48 家，占公司门店总数（不包含苏宁易购服务站）的 60.33%。三四级市场方面，2016 年公司三四级市场门店较上年分别减少 5 家和 14 家。尽管公司在三四级市场的门店数量有所减少，但公司增加了苏宁易购服务站作为其 O2O 模式在三四级市场落地的载体。截至 2016 年末，苏宁易购直营服务站数量为 1,902 家，苏宁易购授权服务网点数量为 1,927 家。

表 4：2014~2016 年公司大陆地区各级市场门店数量及占比

单位：家

	2014		2015		2016	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
一级市场	496	30.06%	512	32.47%	470	31.13%
二级市场	474	28.73%	447	28.34%	441	29.20%
三级市场	591	35.82%	546	34.62%	541	35.83%
四级市场	89	5.39%	72	4.57%	58	3.84%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从店面类型看，2016 年公司继续优化店面布局，推进互联网+云店模式，不断探索完善红孩子店、超市店的运营模式，并关闭部分中心店、社区店。2016 年新开、改造云店 99 家，新开常规店 54 家、红孩子店 19 家、超市店 1 家。截至 2016 年末，公司拥有常规店 1,303 家，云店 141 家，并拥有红孩子店 26 家，超市店 6 家。

表 5：2014~2016 年公司大陆地区各店面类型数量

单位：家

	2014	2015	2016
旗舰店	339	298	242
中心店	438	406	389
社区店	797	721	672
常规店	1,574	1,425	1,303
云店	-	42	141
县镇店	61	43	34
乐购仕店	3	3	-
红孩子店	8	27	26
超市店	4	37	6

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从公司未来的店面结构来看，公司店面分为两大类型，一类是在核心商圈所部署的云店和旗舰店，该类型店面为用户提供舒适的购物环境、丰富的商品组合以及良好的用户体验；另一类是在城市社区和三四级市场开设的便利性门店，为用户提供更加便捷的购物流程和本地化服务。公司将通过大力推进建设云店、旗舰店和便利性门店，进一步完善覆盖不同市场、不同消费群体的实体网络平台。

2016 年公司金融、物流业务在零售主业的带动下，呈现规模快速提升、利润稳步增长的发展势头，但业务转型带来的较大规模资本和费用支出仍对公司业务经营造成压力。

公司物流、金融等服务能力成为苏宁互联网零

售 CPU 对外输出端口，2016 年起增值服务能力日益完善，资源和能力已逐步释放，并实现价值，形成新的增长空间。

物流方面，江苏苏宁物流有限公司（以下简称“苏宁物流”）主要从事基础设施网络建设、物流运营效率提升以及社会化开放运作等。2016 年 12 月，苏宁物流协议收购天天快递有限公司（以下简称“天天快递”）70%股份，双方将在仓储、干线、末端等方面整合资源，提高配送效率，降低运营成本，形成一定规模效应。截至 2016 年末，公司与天天快递拥有物流仓储及相关配套总面积 583 万平方米，快递网点 17,000 个，物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2,805 个区县级城市。基础设施方面，2016 年公司在兰州、南宁物流区域配送中心投入运营，南京雨花自动化拣选中心建成投入运营。截至 2016 年末，公司合计投入运营 7 个自动化拣选中心、32 个区域配送中心，另有 3 个自动化拣选中心、15 个区域配送中心在建。物流服务方面，公司加强特色服务能力，在全国 114 个城市提供“送装一体”服务，并持续优化“次日达”、“半日达”、“急速达”等配送服务范围，物流效率大幅提升。社会化运作方面，公司以服务供应商、菜鸟业务为重点，提供包括合同物流、仓储代运营、仓配一体、供应链金融、仓储租赁等多元化服务，当年实现社会化物流收入同比增长 320.33%。未来随着公司物流社会化开放进程的加快，以及并购天天快递后，物流社会化收入规模将得到显著提升。

金融方面，苏宁金融服务（上海）有限公司（以下简称“苏宁金融”）不断完善各项金融产品，其规模效益凸显，且持续强化以 O2O 为特色的金融科技企业的品牌定位。苏宁金融主要专注于苏宁云商上下游供应商和下游用户在支付结算、融资、保险等金融服务方面的需求，着重发展企业端支付业务和供应链业务。目前，苏宁易付宝支付直连银行超过 70 家，为企业客户提供银行间支付解决方案，通过整合直连支付通道开发“跨行通”产品；针对售后服务商群体，推出“乐业贷”融资产品。此外，2016 年公司投资的苏宁银行获批筹建。2016 年苏宁金融业务（支付业务、供应链金融等业务）总体交易规

模同比增长 157.21%，并实现了较好的盈利，对公司整体利润形成一定补充。

项目投资方面，目前公司主要投资于物流平台建设、苏宁易购云店发展项目、互联网金融项目和 IT 项目等四个领域，其中，物流平台建设项目总投资 95.44 亿元，主要包括自动化拣选中心建设项目、区域配送中心建设项目和物流运营业务发展项目；苏宁易购云店发展项目总投资 115.10 亿元，主要包括租赁店项目、改造店项目、购置店项目和苏宁易购云店品牌推广项目；互联网金融项目总计投资 33.50 亿元，主要用于补充金融公司和易付宝资本金；IT 项目总投资 16.98 亿元，主要用于云计算项目、大数据项目和智能家居项目。公司计划投资项目总投资 261.02 亿元，项目主要资金来源为 2016 年非公开发行募集资金，总计可解决项目资金 238.43 亿元，剩余资金缺口为 22.59 亿元，公司资本支出压力可控。

表 6：公司计划投资项目情况

单位：亿元		
项目名称	总投资	拟募集资金 拟投入额
一、物流平台建设项目	95.44	87.33
1、自动化拣选中心建设项目	28.37	25.05
2、区域配送中心建设项目	31.94	27.28
3、物流运营业务发展项目	35.13	35.00
二、苏宁易购云店发展项目	115.10	100.62
1、租赁店项目	51.44	50.00
2、改造店项目	12.14	12.14
3、购置店项目	41.03	30.00
4、苏宁易购云店品牌推广项目	10.48	8.48
三、互联网金融项目	33.50	33.50
1、补充金融公司资本金项目	25.00	25.00
2、补充易付宝资本金项目	8.50	8.50
四、IT 项目	16.98	16.98
1、云计算项目	11.01	11.01
2、大数据项目	4.91	4.91
3、智能家居项目	1.07	1.07
合计	261.02	238.43

注：经公司第五届董事会第四十五次会议审议、2017 年第一次临时股东大会决议通过《关于变更部分募集资金投入项目用于收购公司股权的议案》，同意购置店项目剩余未使用募集资金投入“收购天天快递有限公司股权项目”。

资料来源：公司公告，中诚信证评整理

总体来看，2016 年公司互联网零售业务转型优势逐步显现，其不仅在线上线下具有一定的 O2O 先发优势，且在物流、金融等核心资源的价值逐步体现，有利于公司盈利能力的提升。但是，中诚信证评也关注到，尽管公司经营效益不断好转，但其互联网零售模式的规模效应尚未完全得以体现，且业务转型带来的成本费用较高，对盈利造成较大侵蚀。

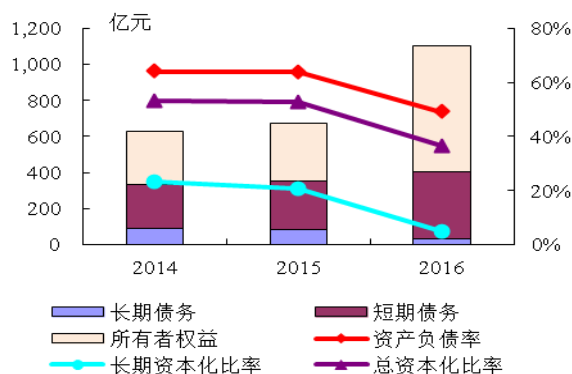
财务分析

下列财务分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的 2014~2016 年度审计报告。

资本结构

随着公司业务规模扩大，公司总资产保持快速增长，截至 2016 年末，公司总资产为 1,371.67 亿元，同比增长 55.74%。同时，得益于公司通过非公开发行股票向阿里巴巴集团境内全资子公司淘宝（中国）软件有限公司（以下简称“淘宝中国”）和公司第二期员工持股计划安信证券—苏宁众承 2 号定向资产管理计划发行股份，募集资金总额 290.85 亿元，使其当年末自有资本同比大幅增长 119.02% 至 699.22 亿元。负债方面，随着业务拓展对资金需求加大，2016 年末公司负债为 672.45 亿元，同比增长 19.76%。财务杠杆方面，当年公司实施非公开发行增资后，公司财务杠杆下降明显，2016 年末公司资产负债率为 49.02%，同比下降 14.73 个百分点，总资本化率为 36.41%，同比下降 16.26 个百分点。

图 2：2014~2016 年末公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产构成方面，公司资产以流动资产为主，截

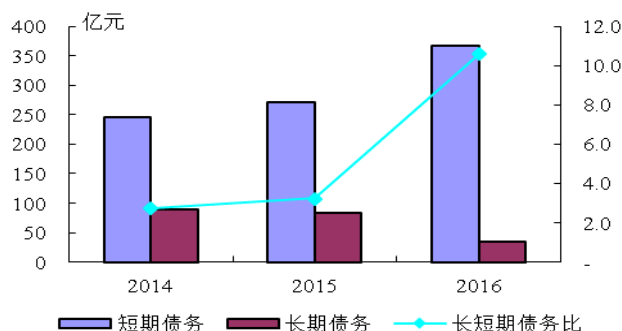
至 2016 年末，公司流动资产为 823.84 亿元，同比增长 45.16%，占总资产的 60.06%。流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、预付账款、其他应收款和存货构成。截至 2016 年末，公司货币资金余额为 272.09 亿元，其中受限货币资金占比为 32.18%；预付账款余额为 97.51 亿元，主要系预付部分供应商货款；存货余额为 143.92 亿元，同比增长 2.77%，其中库存商品占比 90.70%，房地产开发成本和开发产品占比 9.02%；此外，公司开展投资理财业务，分别计入交易性金融资产、其他应收款和其他流动资产等，余额分别为 22.29 亿元、40.95 亿元和 205.04 亿元，分别同比增长 228.29%、70.29% 和 450.48%。

截至 2016 年，公司非流动资产为 547.84 亿元，同比增长 74.89%，占总资产的 39.94%。非流动资产主要由发放贷款及垫款、可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产、无形资产等构成。截至 2016 年末，公司发放贷款及垫款¹总额为 42.21 亿元，同比增长 221.81%，主要系公司下属子公司重庆苏宁小额贷款有限公司和苏宁商业保理有限公司对外发放的公司类贷款垫款、个人消费信贷等；可供出售金融资产为 253.35 亿元，同比增长 1,279.24%，主要系公司认购的阿里巴巴新发行股份 2,632 万股，占其发行后总股本的 1.05%，公司已将该笔股权质押给银行，获取银行贷款；投资性房地产和固定资产余额分别为 22.30 亿元和 128.13 亿元，主要系自用和出租的房屋及建筑物、设备、运输工具、电子设备等；无形资产余额为 56.85 亿元，主要系土地使用权。

负债构成方面，公司负债主要由应付账款及有息债务构成。截至 2016 年末，公司应付账款余额为 124.98 亿元，同比增长 37.96%，主要系未支付供应商货款。债务规模方面，随着经营规模的不断扩大，公司对资金需求持续增长。截至 2016 年末，公司总债务为 400.44 亿元，同比增长 12.71%。同期，公司长短期债务分别为 35.18 亿元和 365.26 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 10.38 倍，较上年增加 7.12 倍，公司长短期债务比上升较

快主要系公司债务重分类所致，公司债务期限结构有待优化。

图 3：2014~2016 年公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于 2016 年非公开发行的实施，公司资产规模和自有资本规模均显著增长，公司财务杠杆比率相应下降，但公司短期债务有所增长，且债务期限以短期债务为主，债务期限结构有待优化。

盈利能力

2016 年公司业务得到较快发展，营业收入增长较快，2016 年公司实现主营业务收入 1,464.53 亿元。其中，通讯产品、小家电产品、数码及 IT 产品、白色家电产品、空调产品等收入有所增长，主要系公司深耕线上线下渠道，加强营销活动所致；但黑色家电产品、安装维修业务等收入有所下降。毛利率方面，受公司加大定制包销产品推广力度，线上销售占比提升等影响，2016 年公司主营业务毛利率有所下降，为 13.39%，同比下降 0.31 个百分点。

表 7：2014~2016 年公司主营业务毛利率情况

	单位：%		
	2014	2015	2016
通讯产品	9.21	7.89	7.04
小家电等产品	18.49	18.48	18.22
数码及 IT 产品	5.32	4.72	3.97
白色电器产品	17.98	17.93	17.72
黑色电器产品	17.77	17.74	16.91
空调产品	16.46	16.39	15.98
安装维修业务	21.61	20.14	14.72
其他行业	10.55	20.15	72.77
合计	14.31	13.70	13.39

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，公司期间费用主要由销售费用

¹ 发放贷款及垫款中期限为一年以内的共计 29.32 亿元。

和管理费用构成，其中销售费用随营业收入增长而增长，管理费用有所下降，2016 年公司期间费用合计为 218.14 亿元，同比增长 3.67%，占营业收入的 14.68%，期间费用占比较上年下降 0.84 个百分点，但公司期间费用的控制能力仍有待提升。

表 8：2014~2016 年公司三费分析

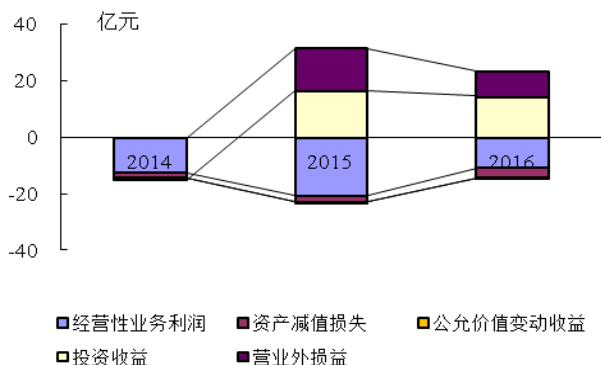
单位：亿元

	2014	2015	2016
销售费用	141.05	166.45	174.51
管理费用	33.57	42.91	39.46
财务费用	0.67	1.04	4.16
三费合计	175.28	210.40	218.14
营业总收入	1,089.25	1,355.48	1,485.85
三费收入占比	16.09%	15.52%	14.68%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润方面，公司期间费用对其利润造成较大侵蚀，使其经营性业务利润为负，2016 年公司经营性业务利润为-10.59 亿元，导致公司利润总额主要由投资收益和营业外损益构成。2016 年公司利润总额为 9.01 亿元，其中投资收益为 14.45 亿元，主要来源于处置北京京朝苏宁电器有限公司（以下简称“北京京朝”）子公司产生的投资收益。2016 年，公司实现营业外损益 8.99 亿元，主要系公司开展轻资产化创新资产运作模式所得收益。此外，当年第四季度若不考虑出售项目公司股权的影响，公司实现了归属于母公司股东净利润转正。所有者权益收益率方面，由于公司 2016 年实施完成非公开发行股份影响，当年公司净资产收益率为 0.71%，同比下降 1.66 个百分点，资产获利能力有所下降。

图 4：2014~2016 年公司利润总额变化及其构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司前期投资产生的效益尚未完全

得以体现，经营性业务仍面临大额亏损，且期间费用控制能力较弱，公司利润主要来源于非经营性业务。但随着公司完成互联网零售模式的转型，线上线下形成了一定 O2O 先发优势，营业收入不断增长，未来随着规模效益的逐步显现，其盈利能力或将进一步提高。

偿债能力

从债务规模来看，2016 年公司债务随经营规模的扩张而增长，为 400.44 亿元，同比增长 12.71%；同期公司长短期债务比为 10.38 倍，较上年增加 7.12 倍，公司短期债务占比较高，面临一定的即期偿债压力。

从主要偿债能力指标来看，2016 年公司 EBITDA 为 32.87 亿元，同比下降 15.42%。同期，总债务/EBITDA 为 12.18 倍，同比上升 3.04 倍。EBITDA 利息倍数为 4.85 倍，同比下降 1.99 倍，尽管公司偿债指标有所弱化，但其 EBITDA 仍能够对债务利息支出形成较好保障。

现金流方面，2016 年公司经营性活动净现金流为 38.39 亿元，同比增长 121.49%，公司经营性净现金流增长主要系公司加强商品供应链管理，存货周转率提高，销售收入不断增长以及北京京朝归还往来款所致；同期公司经营性净现金流/总债务为 0.10 倍，较上年增加 0.05 倍，经营性净现金流利息倍数为 5.66 倍，较上年增加 2.61 倍。

表 9：2014~2016 年公司主要偿债能力指标

	2014	2015	2016
短期债务（亿元）	245.20	271.93	365.26
总债务（亿元）	333.96	355.28	400.44
EBITDA（亿元）	30.80	38.86	32.87
资产负债率（%）	64.06	63.75	49.02
总资本化率（%）	53.07	52.67	36.41
经营净现金流/总债务（X）	-0.04	0.05	0.10
总债务/EBITDA（X）	10.84	9.14	12.18
EBITDA 利息倍数（X）	5.69	6.84	4.85
经营净现金流/利息支出（X）	-2.55	3.05	5.66

注：苏宁云商短期债务不包含一年内到期的非流动负债中递延广告位使用费收入。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2016 年末，公司拥有银行授信 380.21 亿元，其中未使用授信额度 205.83

亿元，且公司作为上市公司，融资渠道畅通。

或有负债方面，截至 2016 年末，公司无对生产经营产生影响的未决诉讼、仲裁事项以及对外担保事项。

整体来看，受益于公司业务规模不断扩大以及非公开发行增资的实施，公司资产规模保持增长，负债水平有所下降，资本结构较为稳健，经营性活动净现金流大幅增长，且货币资金较为充裕，备用流动性充足，公司整体偿债能力很强。

结 论

综上所述，中诚信证评维持苏宁云商主体信用等级**AAA**，评级展望为稳定；维持“苏宁云商集团股份有限公司2012年公司债券（第一期）”信用等级为**AAA**。

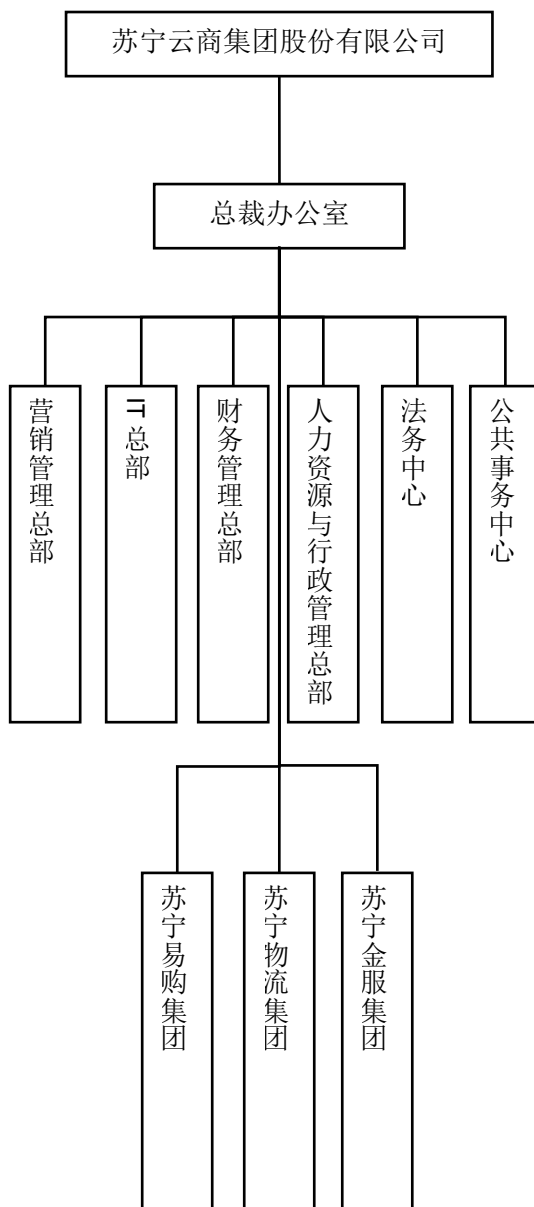
The diagram illustrates the ownership structure of Suning Commercial Group Co., Ltd. (苏宁云商集团股份有限公司). At the top is Zhang Jindong (张近东). He holds 48.10% of Suning Electrical Group Co., Ltd. (苏宁电器集团有限公司) and 20.96% of Suning Holding Group Co., Ltd. (苏宁控股集团有限公司). Suning Holding Group Co., Ltd. holds 100% of Suning Commercial Group Co., Ltd. Additionally, Suning Electrical Group Co., Ltd. holds 19.99% of Suning Commercial Group Co., Ltd., and Suning Holding Group Co., Ltd. holds 3.33%. Alibaba (China) Software Co., Ltd. (淘宝(中国)软件有限公司) also holds 19.99% of Suning Commercial Group Co., Ltd. Suning Commercial Group Co., Ltd. is the parent company of several subsidiaries, including Beijing Suning Cloud Commerce Sales Co., Ltd. (北京苏宁云商销售有限公司), Shanghai Suning Cloud Commerce Sales Co., Ltd. (上海苏宁云商销售有限公司), Chongqing Suning Cloud Commerce Sales Co., Ltd. (重庆苏宁云商销售有限公司), and Sichuan Suning Cloud Commerce Sales Co., Ltd. (四川苏宁云商销售有限公司), with an ellipsis indicating other subsidiaries.

```

graph TD
    ZJ[张近东] -- 48.10% --> SJ[苏宁电器集团有限公司]
    ZJ -- 20.96% --> SK[苏宁控股集团有限公司]
    SK -- 100% --> SC[苏宁云商集团股份有限公司]
    SJ -- 19.99% --> SC
    SK -- 3.33% --> SC
    TB[淘宝(中国)软件有限公司] -- 19.99% --> SC
    SC --> BS[北京苏宁云商销售有限公司]
    SC --> SH[上海苏宁云商销售有限公司]
    SC --> CQ[重庆苏宁云商销售有限公司]
    SC --> Dots[...]
    SC --> SC[四川苏宁云商销售有限公司]
  
```

苏宁云商集团股份有限公司
2012 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2017）

附二：苏宁云商集团股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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）	2014	2015	2016
货币资金	2,227,446.80	2,711,555.70	2,720,922.90
应收账款净额	53,557.90	70,561.70	110,353.10
存货净额	1,603,852.20	1,400,479.70	1,439,229.70
流动资产	5,064,741.40	5,675,186.70	8,238,363.50
长期投资	289,635.80	205,669.60	2,575,228.60
固定资产合计	1,641,512.80	1,679,347.00	1,663,389.00
总资产	8,219,372.90	8,807,567.20	13,716,724.10
短期债务	2,452,049.60	2,719,277.30	3,652,590.00
长期债务	887,539.10	833,501.30	351,802.10
总债务（短期债务+长期债务）	3,339,588.70	3,552,778.60	4,004,392.10
总负债	5,265,692.70	5,615,060.60	6,724,526.30
所有者权益（含少数股东权益）	2,953,680.20	3,192,506.60	6,992,197.80
营业总收入	10,892,529.60	13,554,763.30	14,858,533.10
三费前利润	1,628,356.40	1,898,065.50	2,075,433.50
投资收益	-2,984.70	165,476.40	144,542.00
净利润	82,403.80	75,773.20	49,323.20
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	308,044.70	388,606.60	328,694.70
经营活动产生现金净流量	-138,141.90	173,333.90	383,923.50
投资活动产生现金净流量	-200,704.80	-28,618.50	-3,961,252.40
筹资活动产生现金净流量	62,854.40	289,637.50	3,675,806.40
现金及现金等价物净增加额	-282,052.00	452,059.40	98,477.50
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	15.28	14.44	14.36
所有者权益收益率（%）	2.79	2.37	0.71
EBITDA/营业总收入（X）	2.83	2.87	2.21
速动比率（X）	0.82	0.93	1.11
经营活动净现金/总债务（X）	-0.04	0.05	0.10
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.06	0.06	0.11
经营活动净现金/利息支出（X）	-2.55	3.05	5.66
EBITDA 利息倍数（X）	5.69	6.84	4.85
总债务/EBITDA（X）	10.84	9.14	12.18
资产负债率（%）	64.06	63.75	49.02
总债务/总资本（%）	53.07	52.67	36.41
长期资本化比率（%）	23.11	20.70	4.79

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、公司短期债务中剔除一年内到期的非流动负债中的递延广告位使用费收入。

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+交易性金融负债+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=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+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））/营业总收入

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）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

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。