



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪307号

苏宁易购集团股份有限公司：

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“苏宁易购集团股份有限公司公开发行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

二零一九年五月二十九日

苏宁易购集团股份有限公司 公开发行 2013 年公司债券（第二期）跟踪评级报告（2019）

债券名称	苏宁易购集团股份有限公司公开发行 2013 年公司债券（第二期）		
债券简称、代码	13 苏宁债 112196		
发行规模	35 亿元		
存续期限	6 年期，2013/11/13-2019/11/13（附第三年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权）		
上次评级时间	2018/05/29		
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 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

苏宁易购	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	699.22	836.28	882.11
总资产（亿元）	1,371.67	1,572.77	1,994.67
总债务（亿元）	400.44	426.60	698.61
营业总收入（亿元）	1,485.85	1,879.28	2,449.57
营业毛利率（%）	14.36	14.10	15.00
EBITDA（亿元）	32.87	70.80	176.95
所有者权益收益率（%）	0.71	4.84	14.33
资产负债率（%）	49.02	46.83	55.78
总债务/EBITDA（X）	12.18	6.03	3.95
EBITDA 利息倍数（X）	4.85	10.33	12.65

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2016~2018 年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

王 维 wwang@ccxr.com.cn

汪智慧 zhhwang@ccxr.com.cn

王梦怡 mywang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 5 月 29 日

基本观点

2018 年苏宁易购集团股份有限公司（以下简称“苏宁易购”或“公司”）业务规模保持增长，行业地位稳固。公司线下门店数量、经营区域覆盖范围持续增加，居于国内零售行业领先地位；同时线上业务发展迅速，消费者认可度和品牌知名度持续提升；苏宁物流基地、快递网点及覆盖范围持续扩大，金融业务交易规模也实现快速增长。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有待进一步提升及零售、金融等业务快速发展带来的债务规模增长，债务期限结构有待优化等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持苏宁易购主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“苏宁易购集团股份有限公司公开发行 2013 年公司债券（第二期）”信用等级为 AAA。

正 面

- 业务规模保持增长，行业领先地位稳固。2018 年，公司实现营业总收入 2,449.57 亿元，同比增长 30.35%，同时，全年实现经营性业务利润扭亏，规模优势突出，保持行业领先地位。
- 门店数量大幅增长，业态结构及区域布局进一步优化。截至 2018 年末，公司自营门店数量达 8,881 家，同比增加 5,014 家，加盟门店数量 2,183 家，同比增加 2,144 家，覆盖中国大陆、香港地区和日本市场，在门店数量、经营区域覆盖范围及经营业态完整度等方面均居于国内零售行业领先地位。
- 线上业务迅速发展且成效显著。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 2018 年末，公司零售体系注册会员数量 4.07 亿，当年实现线上自营销售规模 1,497.92 亿元（含税），同比增长 53.70%，线

上收入占比亦持续提升。

- 金融、物流业务价值凸显。2018 年公司持续推进物流、金融、IT 等后台服务体系建设。物流基地、快递网点及覆盖范围持续上升，物流业务收入和金融业务当期规模实现快速增长。苏宁物流、金融业务资源优势及价值逐步凸显，多元化盈利结构逐步形成。

关 注

- 公司经营性业务利润有待进一步提升。随着线上线下融合发展及公司持续推进业务转型，尽管业务规模效应不断显现，但受零售行业竞争激烈及公司转型投入费用上涨等影响，2018 年公司实现经营性业务利润 10.82 亿元，当年处置资产取得投资收益仍是利润的主要来源，未来业务获利能力仍有待进一步提升。
- 债务规模增长较快，期限结构有待优化。公司业务迅速发展带来债务规模增长较快，截至 2018 年末，公司总债务为 698.61 亿元，同比增长 63.76%，长短期债务比为 3.72 倍，公司债务以短期债务为主，期限结构有待优化。

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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

苏宁易购集团股份有限公司公开发行 2013 年公司债券（第二期）（债券简称为“13 苏宁债”、债券代码为“112196”）于 2013 年 11 月 13 日发行，发行规模为人民币 35 亿元，到期日为 2019 年 11 月 13 日。13 苏宁债为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。若投资者在第 3 年末行使回售选择权，则所回售部分债券的第 3 个计息年度的利息将在投资者回售兑付日 2016 年 11 月 13 日随所回售部分债券的本金一起支付。截至本报告出具日，上述债券募集资金扣除发行费用后，已全部用于补充运营资金及调整债务结构，本次债券募集资金的使用与发行时募集说明书的相关承诺一致。

事项说明

公司第六届董事会第十二次会议审议、2018 年第二次临时股东大会决议通过了《关于拟变更公司名称、证券简称的议案》及《关于修改〈公司章程〉的议案》，决定将公司名称由“苏宁云商集团股份有限公司”变更为“苏宁易购集团股份有限公司”，公司于 2018 年 2 月 5 日取得江苏省工商行政管理局核发的《营业执照》，并经深圳证券交易所核准，自 2018 年 2 月 7 日起，公司中文证券简称由“苏宁云商”变更为“苏宁易购”。为保持公司债券名称与公司名称一致，2018 年 8 月 9 日，公司发布《关于公司债券更名的公告》，“苏宁云商集团股份有限公司 2013 年公司债券（第二期）”变更为“苏宁易购集团股份有限公司 2013 年公司债券（第二期）”。

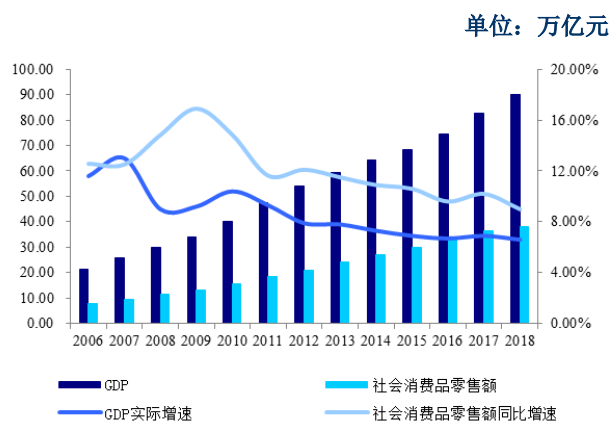
行业分析

2018 年，我国经济发展稳中趋缓，消费对国民经济的拉动效应显著，居民消费价格温和增长，未来消费体制的完善有望提升零售行业成长空间

我国零售行业市场化程度较高，在国民经济中占有重要地位。得益于国内经济的不断发展，庞大的人口基数、国民收入的持续增长以及城市化推进带来的消费需求的提升等，我国零售行业多年来总

体保持着持续增长的发展态势。但近年来，受宏观经济下行压力加大、海外购物消费分流等多重因素影响，国内消费需求拉动不足，零售行业增速有所回落。2018 年我国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较上年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率达 76.2%，较上年大幅提升 17.4 个百分点，消费仍为拉动国内经济增长的主要动力。

图 1：2006~2018 年我国国内生产总值和社会消费品零售额规模及其增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

需求方面，我国人口基数的持续扩大，居民收入的增长及消费水平的提升，为零售行业的发展提供了基本支撑。2018 年末我国总人口 139,538 万人，较上年末增长 530 万人，其中城镇常住人口 83,137 万人，常住人口城镇化率为 59.58%，比上年末提高 1.06 个百分点。同时，随着国内经济的持续增长，国内居民人均可支配收入 28,228 元，扣除价格因素影响，较上年增长 6.5%。2018 年全国居民人均消费支出 19,853 元，扣除价格因素，较上年增长 6.2%。从居民人均消费支出来看，食品烟酒、居住、交通通信持续占据支出的前三位。2018 年全国居民人均食品烟酒消费支出增长 4.78%，但占消费支出的比重进一步降低。此外，随着“80 后”、“90 后”逐步成为国内消费的主力人群，消费人口结构变化带来的消费观念转变，也为了零售消费发展提供了助力，国内消费者信贷消费意愿的提升也进一步推动了消费支出的增长。

价格方面，2018 年全国居民消费价格指数上涨

2.1%，涨幅较 2017 年增加 0.5 个百分点，延续了 2012 年以来涨幅低于 3% 的态势，温和增长。商品零售价格与居民消费价格的变动保持着较高的一致性。

政策方面，零售行业开放程度高，且作为拉动经济的三驾马车之一，消费历来受到国家政府的高度重视及支持。2018 年 9 月 20 日，国务院下发《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》（以下简称“意见”），意见指出消费是最终需求，既是生产的最终目的和动力，也是人民美好生活需要的直接体现，为完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力，意见提出构建更加成熟的消费细分市场，壮大消费新增长点；9 月 30 日，国务院关税税则委员会发布公告，自 2018 年 11 月 1 日起，降低 1,585 个税目的进口关税；2019 年 3 月 20 日，财政部、税务总局、海关总署联合印发《关于深化增值税改革有关政策的公告》，自 4 月 1 日起，增值税一般纳税人发生增值税应税销售行为或者进口货物的税率、境外旅客购物离境退税物品的退税率等均有不同程度下降。

国内零售行业市场化程度高，零售商竞争激烈；电商的崛起及快速发展，对传统实体零售渠道的冲击依旧较大；现阶段零售行业内部在维持着激烈竞争的同时，线上线下零售相互融合态势显现，未来龙头零售企业地位或将进一步得到提升

我国零售行业开放程度高，市场集中度低。根据连锁经营协会数据，目前国内连锁百强企业销售规模占社会消费品零售总额的比重不足 10%，同时网上零售占比也不到 20%。国内零售行业保持着激烈的市场竞争格局。

从行业发展来看，随着国内居民消费主力和消费模式的转变，以及国内物流、电子支付系统的不断完善，电商凭借其便捷性、品类选择多样性及低价格等方面的优势，吸引了大量的消费群体，信誉度及用户粘度的逐步提升，行业发展取得了显著的成长，并对实体零售经营造成明显的冲击，尤其对于物流体系相对完善的一、二线城市而言，冲击更易显现。2018 年，网上零售保持着高增长态势，

全年实现商品网上零售额 7.0 万亿元，同比增长 25.4%，高于社会消费品零售总额增速 16.4 个百分点，占社会消费品零售总额的比重提升 3.4 个百分点至 18.4%。实体零售业面临电商的冲击愈发凸显，经营压力加大，关店风险上升。为应对行业市场的变化发展，传统零售企业纷纷加快了变革步伐，积极推进业务调整及革新。与此同时，考虑到实体门店体验消费的价值等因素，电商也加大了对线下的布局，并在股权、业务等方面与传统零售商开展战略合作，进行线上线下的跨渠道整合。

在行业变革加剧，O2O 融合及新零售的风潮下，零售企业纷纷加强了业务调整及创新力度。同时，在大数据、人工智能等科技快速发展的支撑下，已形成无人零售店等新型业态形式、新型购物场景体验模式等，行业的创新能力以及技术含量都得到了提升。同时，线上与线下零售商在竞争对抗的同时，也在逐步走向相互渗透融合，龙头企业间合作不断。零售行业正面临着进一步洗牌，未来龙头企业规模、地位预期将得到进一步巩固。

业务概况

公司主营业务包括零售、物流服务、金融服务、安装维修等业务。2018 年公司实现主营业务收入 2,411.08 亿元，同比增长 30.32%。从主营业务收入构成来看，2018 年公司实现零售、物流服务、金融服务和安装维修业务收入分别为 2,326.66 亿元、28.01 亿元、25.72 亿元和 15.85 亿元，同比分别增加 30.42%、40.82%、80.44%和 22.24%；其中，零售业务占营业总收入比重为 94.98%，占比较高。

2018 年公司各类产品销售规模实现增长，线下业务加快全渠道布局，特别是低线及社区市场；得益于店面的优化、互联网化及数据化建设，可比门店经营质量均有所提升；线上业务进一步丰富商品品类，优化供应链，平台交易规模不断提升

2018 年公司持续推进全场景智慧零售生态体系的构建，零售业全渠道销售保持较快增长，线下不断完善各门店业态产品族群，优化店面体验，店面经营质量不断提升；线上通过商品品类丰富、营

销工具的创新迭代等一系列举措，实现线上业务规模快速发展，当期公司零售业务收入同比增长 30.42%至 2,326.66 亿元。

分产品来看，2018 年公司零售业各类产品销售收入均较上年有所增长。3C 产品方面，公司一方面通过新品首销、单品包销、爆款打造等商品运营方式，加强品类市场竞争力；另一方面依托于苏宁易购直营店以及零售云加盟店，加快下沉三四级市场，推进低线市场的覆盖，带来了通讯产品、数码及 IT 产品的快速增长，当期通讯产品和数码及 IT 产品全年营业收入同比分别增长 31.04%和 20.91%。传统家电方面，2018 年公司充分发挥双线融合的渠道优势，加大与品牌商的战略合作，一二级市场主推高端型号及智能机型，并强化家电整体解决方案产品的专业经营能力，三四级市场进一步下沉渠道，完善配送体系建设，当期黑色电器、冰箱洗衣机及空调产品销售收入分别同比增长 7.14%、10.89%和 29.75%，公司继续巩固家电产品供应链服务建设，升级线下渠道，充分发挥苏宁的服务优势，进一步推广“节能补贴”、“送装一体”、“以旧换新”等特色服务，差异化经营，促进家电产品销售提升并提升毛利空间。小家电等产品方面，公司加大线下专业门店及苏宁小店的开设，持续丰富商品类目，完善商品仓储布局，加快中心仓、前置仓的铺设，带动百货日用、母婴等大快消类目商品快速增长。2018 年，小家电等产品实现营业收入 570.38 亿元，同比增长 68.46%。

表 1：公司 2018 年零售业各产品收入、毛利变化情况

单位：亿元、%、百分点

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
通讯产品	643.79	5.92	31.04	0.71
小家电等产品	570.39	19.45	68.46	0.52
数码及 IT 产品	303.59	3.56	20.91	0.64
冰箱、洗衣机	284.58	19.92	10.89	1.23
空调产品	264.55	17.72	29.75	1.47
黑电产品	259.76	17.72	7.14	1.46
合计	2,326.66	13.30	30.42	1.11

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¹经营方面，2018 年公司家电 3C 家居生活专业店（指 2017 年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）进一步优化商品结构，丰富商品类目，提高到店客流，同时不断提升互联网运营能力，加强数据工具运用，开展精准营销，紧抓旺季促销，实现线上线下联动，当期公司家电 3C 家居生活专业店的可比店面销售收入及坪效²分别同比增长 2.39%和 4.72%。此外，2018 年，公司进行互联网化升级之后，云店销售提升效果明显，此类店面较为集中的一级市场可比门店销售收入及坪效的增长远快于其他区域的门店；苏宁红孩子店运营逐步成熟，在商品销售的基础上，增加了更多体验以及消费场景，客户流量及转化有所提升，各级市场坪效均有所改善，2018 年红孩子母婴专业店可比店面销售收入及坪效分别同比增长 29.78%和 12.74%；苏宁易购直营店深耕三四级市场，丰富商品品类，强化经营质量管控，经营效益显现，2018 年可比店面销售收入及坪效分别同比增长 9.35%和 9.11%。

¹ 指 2017 年 1 月 1 日及之前开设的店面；苏宁超市店、苏宁小店仍处于模式探索阶段，暂未有运营成熟店面，故不单独列示店效数据。

² 坪效为各业态店面年度销售收入/店面合同约定的使用面积。

表 2：2018 年大陆地区可比门店店效情况

单位：元/平方米

	家电 3C 家居生活专业店			母婴店			苏宁易购直营店		
	坪效 金额	同比变动	销售收入 同比变动	坪效 金额	同比变动	销售收入 同比变动	坪效 金额	同比变动	销售收入 同比变动
一级市场	26,285.82	9.86%	7.94%	9,228.05	0.04%	34.16%	21,905.43	5.39%	5.39%
二级市场	14,177.83	-2.10%	-4.38%	12,478.49	12.79%	17.58%	18,299.33	12.25%	12.25%
三级市场	11,710.07	-2.75%	-5.30%	8,707.33	39.03%	44.30%	18,799.31	8.85%	9.06%
四级市场	13,321.41	-1.41%	-7.03%	-	-	-	17,605.56	9.20%	9.53%
合计	18,684.12	4.72%	2.39%	10,025.16	12.74%	29.78%	18,298.68	9.11%	9.35%

注：跟踪期内苏宁红孩子母婴店二级市场可比门店数量 8 家，同期为 1 家。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

门店数量方面，2018 年以来公司围绕全场景布局不断完善店面结构优化及经营效益管理，加快低效店面的关闭，坚持贯彻“租、建、购、并、联”的方式获取门店物业。截至 2018 年末，公司拥有自营店面总数 8,881 家，其中自有物业 31 处，租赁店面 8,850 家，覆盖中国大陆、香港地区及日本市场；加盟门店 2,183 家，包括迪亚天天 112 家，苏宁易购零售云加盟店 2,071 家。

表 3：2016~2018 年末公司门店基本情况

单位：家

	2016	2017	2018
自营门店数量	3,491	3,867	8,881
其中：自有（注）	29	30	31
租赁	3,462	3,837	8,850
其中：大陆地区	3,425	3,799	8,815
香港地区	24	25	28
日本	42	43	38
加盟门店数量	-	39	2,183

注：为反映公司实际自有物业情况，公司对不同业态店面位于同一自有物业，去重后按照 1 家自有物业计数。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从店面经营业态来看，公司目前经营业态中家电 3C 家居生活专业店面积占比较高，随着公司全品类经营策略在线下的逐步推进，母婴、超市、苏宁小店以及苏宁易购直营店的经营面积将会提升。2018 年公司继续优化店面³布局，新开家电 3C 家居生活专业店 683 家、母婴店 106 家、超市店 3 家、苏宁小店 3,973 家、苏宁易购直营店 718 家，关闭家电 3C 家居生活专业店 77 家、母婴店 2 家、超市店 4 家、苏宁小店 5 家、苏宁易购直营店 565 家，

截至 2018 年末，公司拥有家电 3C 家居生活专业店 2,105 家、母婴店 157 家、超市店 8 家、苏宁小店 4,177 家、苏宁易购直营店 2,368 家。在自营的同时，公司还打造了“零售云”平台，开放输出苏宁在供应链、仓储、金融、IT 等方面的核心能力，赋能中小零售商，在县域乡镇市场推进苏宁易购零售云加盟店，2018 年，苏宁易购零售云加盟店新开 2,032 家。

从市场级别分布来看，家电 3C 家居生活专业店作为公司运营管理最成熟的店面类型，公司持续进行门店业态的升级，2018 年各级市场该类门店数量均大幅扩张；公司持续迭代母婴店面模型，优化选址，主要在购物中心开设店面，截至 2018 年末，一二三级市场苏宁红孩子店分别增加 34 家、47 家和 23 家；苏鲜生超市主要集中在一二级市场，截至 2018 年末苏鲜生超市共 8 家；苏宁小店加快网络布局，主要专注于一二级市场的布局，截至 2018 年末，一二级市场门店较上年分别增加 3,022 家和 865 家；苏宁易购直营店在三四级市场的拓展已逐渐成熟，截至 2018 年末，三四级门店分别为 1,043 家和 1,024 家，较上年分别增加 120 家和减少 89 家。

2018 年 10 月 15 日公司公告《关于与关联方共同增资参股公司 Suning Smart Life Holding Limited 及出售公司子公司股权暨关联交易的公告》，公司及公司全资子公司苏宁便利超市（南京）有限公司（以下简称“苏宁小店”）、公司全资子公司 Suning International Group CO., Limited（以下简称“苏宁国际”）与公司关联方 Great Matrix Limited（以下简称“Great Matrix”）、Great Momentum Limited（以下简称“Great Momentum”）、Suning Smart Life Holding

³ 下述关于门店的分类统计描述仅指大陆地区门店。

Limited（以下简称“Suning Smart Life”）签署了《投资协议》，Great Matrix、苏宁国际以及 Great Momentum 同意依其各自在 Suning Smart Life 的持股比例 55%、35%、10%对 Suning Smart Life 进行增资，认购 Suning Smart Life 新增股份 25,000 万股，新增股份认购价款合计为 25,000 万美元。公司向 Suning Smart Life 100%控制的境内公司转让苏宁小店 100%股权，在苏宁易购清理相关债务后，以人

民币 74,539.42 万元受让 100%股权。上述股权转让完成后，公司将通过苏宁国际持有苏宁小店 35%的权益，Great Matrix 及 Great Momentum 合计持有苏宁小店 65%的权益，苏宁小店由公司全资子公司变为参股公司，从而为苏宁小店搭建起更为灵活的资本运作平台，有利于减少公司资金投入及减少对公司经营业绩的影响。截至本评级报告出具日，上述交易相关事宜尚在推进中。

表 4：截至 2018 年末中国大陆地区已开业门店情况

单位：家、万平方米

	家电 3C 家居生活专业店		母婴店		超市店		苏宁小店		苏宁易购直营店	
	数量	面积	数量	面积	数量	面积	数量	面积	数量	面积
一级市场	601	207.57	58	8.64	6	1.55	3,231	47.57	109	3.23
二级市场	732	178.65	63	8.01	2	0.47	865	13.04	192	6.25
三级市场	700	132.63	36	4.19	-	-	81	1.31	1,043	24.70
四级市场	72	11.34	-	-	-	-	-	-	1,024	17.06
合计	2,105	530.19	157	20.84	8	2.02	4,177	61.92	2,368	51.24

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从公司的线上业务来看，2018 年公司在加强基础运营的同时，不断丰富商品品类，加强关联推荐，精准营销，大力推广苏宁拼购及推客，强化产业联动，拓展专属客服、免运费等有较高吸引力的服务权益，客户体验持续提升，客户黏性进一步增强，线上业务实现快速发展。2018 年 12 月，苏宁易购移动端月活跃用户数同比增长 43.25%，移动端订单数量占线上整体比例提升至 94.91%。截至 2018 年末，苏宁易购零售注册用户数达 4.07 亿。2018 年公司实现线上平台商品交易规模为 2,083.54 亿元（含税），同比增长 64.45%，其中自营商品销售规模 1,497.92 亿元（含税），开放平台商品交易规模 585.62 亿元（含税）；同期线上自营销售收入占主营业务收入的比重提升约至 53.56%，成为公司收入增长的主要贡献来源。

表 5：2016~2018 年公司线上业务交易情况

单位：亿元

	2016	2017	2018
零售体系会员总数（亿）	2.80	3.45	4.07
线上平台自营商品销售规模（含税）	618.70	974.60	1,497.92
开放平台商品交易规模（含税）	186.40	292.36	585.62
线上平台实体商品交易总规模（含税）	805.10	1,266.96	2,083.54
移动端订单数量占线上整体比例	83.00%	89.00%	94.91%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年公司整合物流网络体系，加大基础设施投入，覆盖范围持续延伸，物流运营效率提升；同时，金融板块业务收入实现快速增长

随着公司互联网零售转型的深入推进，公司物流、金融业务在零售主业的带动下，呈现规模迅速提升的趋势。

物流方面，目前公司物流板块主要以江苏苏宁物流有限公司（以下简称“苏宁物流”）为主要运营主体。2018 年，公司持续加大物流基础设施投入，深化天天快递有限公司（以下简称“天天快递”）与苏宁仓配网络业务的整合，优化末端配送服务场

景, 进一步提升物流服务运作效率。截至 2018 年末, 苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套总面积 950 万平方米, 拥有快递网点 27,444 个, 物流网络覆盖全国 351 个地级城市、2,858 个区县城市。物流基础设施建设方面, 2018 年公司加快物流基地建设, 并持续推进物流自动化、智能化作业, 提升物流仓储服务能力。2018 年, 公司完成 14 个物流基地扩建, 新建投入使用 6 个物流基地; 截至 2018 年末, 公司已在 41 个城市投入运营 50 个物流基地, 在 15 个城市有 18 个物流基地在建、扩建。基于生鲜类商品的发展需求, 公司加快冷链物流建设, 2018 年投入使用 46 个生鲜冷链仓, 覆盖 179 个城市, 有效地提升了生鲜类商品的配送效率。物流服务能力建设方面, 在强化“半日达”、“次日达”、“准时达”这类标准化时效配送产品的开发及推广基础上, 公司致力于构建即时物流服务体系, 在中心仓、前置仓、门店仓全方位的仓储体系的联合下, 匹配即时自提、1 小时达、半日达、次日达等服务产品, 满足用户不同时效需求。售后服务推出“如约送”、“延时赔”、“准时取”、“送装一体”、“代客检”、“代客修”等多样化服务, 同步在县镇市场组建集配送、安装、维修、快递一体化的帮客综合服务网点, 提升县镇市场物流售后服务能力, 截至 2018 年末, 公司筹建成立 264 个县级综合服务中心。2018 年, 苏宁物流服务业务营业收入为 28.01 亿元, 同比增长 40.82%, 增幅较大, 主要系由于天天快递自 2017 年 5 月纳入公司合并范围, 其中天天快递实现营业收入 18.12 亿元; 由于物流基础设施网络等投入较大, 且物流服务价格保持一定的竞争优势, 在收入保持较快增长的同时, 毛利率有一定的下滑。随着在基础设施、业务拓展、服务提升、产品创新等方面不断夯实, 未来物流板块运营效率及经营利润或将有所改善。

金融方面, 苏宁金融服务(上海)有限公司(以下简称“苏宁金服”)不断强化以 O2O 融合为特色的金融科技公司的定位, 聚集核心业务和产品, 利用互联网科技手段, 不断提高产品开发和服务能力, 2018 年公司金融业务(支付业务、供应链金融等业务)实现营业收入 25.72 亿元, 同比增长

80.44%; 毛利润 20.42 亿元, 同比增长 76.71%。公司依托苏宁智慧零售生态, 拓展外部客户资源, 强化金融产品创新能力, 支付业务新增绑卡会员数同比增长 69%; 供应链金融业务全年交易规模同比增长 55%; 联营公司江苏苏宁银行股份有限公司聚焦核心业务发展, 总资产较年初增长 116%。同时公司持续加强金融科技能力建设, 围绕业务运用场景和关键技术, 成功落地企业知识图谱、区块链黑名单、企业风险预警系统, 上线“区块链+物联网动产质押”系统、苏宁智投等创新产品, 加快转型金融科技公司。此外, 苏宁金服 B 轮增资扩股募集资金全部到位; 2018 年 12 月 28 日, 公司董事会审议通过苏宁金服 C 轮增资扩股, 未来随着资本金的到位, 苏宁金服资本实力将得到增强。

另外, 公司根据业务发展需要, 积极发展股权投资业务, 2018 年 1 月 29 日, 公司与大连万达集团股份有限公司、大连万达商业地产股份有限公司(以下简称“万达商业”)签订《关于大连万达商业地产股份有限公司之战略合作协议》。公司计划出资 95.00 亿元, 购买万达商业股东持有的约 4.02% 的股份, 截至 2018 年末, 公司已完成出资; 2018 年 6 月 22 日公司全资子公司南京苏宁商业管理有限公司(以下简称“苏宁商管”)与恒大地产集团有限公司(以下简称“恒大地产”)签署《关于深圳市恒宁商业发展有限公司股东协议书》, 双方共同出资设立深圳市恒宁商业发展有限公司(以下简称“恒宁商业”), 注册资本人民币 200 亿元, 其中苏宁商管以现金方式出资 98.00 亿元, 持有恒宁商业 49% 的股权; 恒大地产以现金方式出资 102.00 亿元, 持有恒宁商业 51% 的股权, 截至 2018 年末, 苏宁商管已完成出资; 2018 年 7 月 30 日公司以现金方式认购华泰证券股份有限公司(以下简称“华泰证券”, 证券代码: 601688.SH)非公开发行股票 260,536,398 股, 认购股款为人民币 34.00 亿元, 本次交易完成后, 公司持有华泰证券股份占其发行后总股本比例 3.16%, 截至 2018 年末公司已支付全部认购股款。

项目投资方面, 公司目前主要投资于物流平台建设、苏宁易购云店发展项目、互联网金融项目和

IT 项目等四个领域。其中，物流平台主要建设项目总投资 84.75 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、物流运营业务发展项目、新增区域配送中心建设项目和物流运输业务发展项目，此外，收购天天快递股权项目，截至 2018 年末已完成全部 27.58 亿元投入；苏宁易购云店发展主要项目总投资 73.04 亿元，主要包括租赁店项目、改造店项目、购置店项目和苏宁易购云店品牌推广项目；互联网金融主要项目总投资 33.50 亿元，主要用于补充金融公司和易付宝资本金；IT 主要项目总投资 16.99 亿元，主要用于云计算项目、大数据项目和智能家居项目。公司目前主要项目计划总投资额为 208.28 亿元，项目主要资金来源为 2016 年非公开发行股票募集资金，截至 2018 年末，公司主要项目已累计投入 107.50 亿元。此外，为加速物流仓储资源的获取，苏宁物流与深创投不动产基金管理（深圳）有限公司联合发起设立目标总规模为人民币 300 亿元的物流地产基金，首期物流地产基金苏宁深创投-云享仓储物流设施一期基金募集资金规模 50 亿元，主要用于收购苏宁建成的成熟仓储设施、市场化收购及投资开发符合条件的高标准仓储物流设施。该基金已于 2018 年 9 月收购公司控股子公司沈阳苏宁物流有限公司、徐州苏宁云商物流有限公司、湖南苏宁采购有限公司、上海沪申苏宁电器有限公司、重庆苏宁云商采购有限公司共 5 家项目公司 100% 股权。

表 6：截至 2018 年末公司主要项目投资情况

单位：亿元		
项目名称	总投资	已累计投入额
一、物流平台建设项目	84.75	44.28
1、自动化拣选中心建设项目	9.35	9.34
2、区域配送中心建设项目	11.28	11.05
3、物流运营业务发展项目	32.42	10.30
4、新增区域配送中心建设项目	19.50	13.21
5、物流运输业务发展项目	12.20	0.38
二、苏宁易购云店发展项目	73.04	17.80
1、租赁店项目	50.00	6.41
2、改造店项目	12.14	2.36
3、购置店项目	2.42	0.55
4、苏宁易购云店品牌推广项目	8.48	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	16.99	11.92
1、云计算项目	11.01	7.17
2、大数据项目	4.91	4.40
3、智能家居项目	1.07	0.35
合计	208.28	107.50

资料来源：公司公告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年公司零售业务各类产品销售规模实现增长，得益于店面的优化布局、互联网化及数据化建设，可比门店经营质量均有所提升；线上业务快速发展，平台交易规模不断提升；另外，公司在物流、金融等核心资源的价值也逐步体现，物流板块和金融业务收入规模均有大幅度上升。但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，整体盈利水平有待进一步提升。

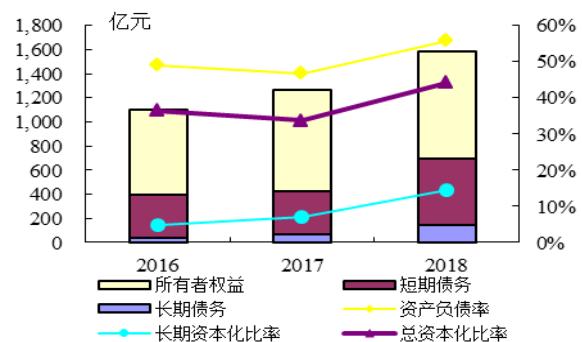
财务分析

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，并出具标准的无保留意见的 2016~2018 年度审计报告。以下数据均为合并口径数据。

资本结构

随着公司业务规模扩大，公司资产及负债规模持续增长。截至 2018 年末，公司总资产为 1,994.67 亿元，同比增长 26.83%；负债为 1,112.56 亿元，同比增长 51.06%；所有者权益同比增长 5.48% 至 882.11 亿元。财务杠杆比率方面，截至 2018 年末，公司资产负债率为 55.78%，同比增长 8.95 个百分点；总资本化比率为 44.20%，同比增长 10.42 个百分点。

图 2：2016~2018 年末公司资本结构情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

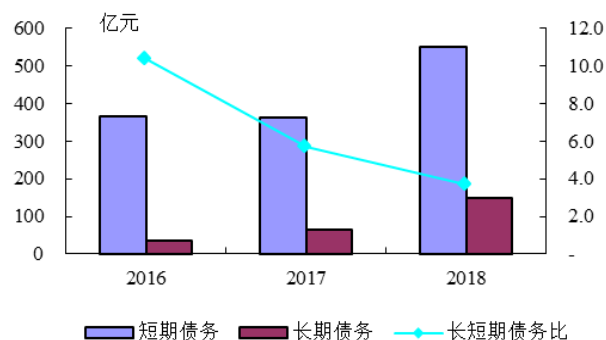
资产构成方面，公司资产以流动资产为主，截至 2018 年末，公司流动资产为 1,317.43 亿元，同比增长 50.00%，占总资产的 66.05%。流动资产主要由货币资金、发放贷款及垫款、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、预付账款和存货构成。截至 2018 年末，公司货币资金余额为 480.42 亿元，较上年末增长 41.18%，其中受限货币资金 178.20 亿元；发放贷款及垫款⁴总额为 183.05 亿元，同比增长 75.54%，主要系公司下属子公司重庆苏宁小额贷款有限公司、西安苏宁小额贷款有限公司及苏宁商业保理有限公司发放的各类贷款；得益于公司理财产品规模增加，以及投资万达商业、SENSETIME GROUP INC. 股权、认购易居企业控股 H 股股票，截至 2018 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 157.20 亿元，同比增长 463.50%；预付账款余额为 174.69 亿元，同比增长 101.54%，主要系为锁定部分畅销品货源，公司加强了对供应商的支持；存货余额为 222.63 亿元，同比增长 20.01%，其中库存商品占比 98.81%。

截至 2018 年末，公司非流动资产为 677.25 亿元，同比减少 2.48%，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、无形资产等构成。截至 2018 年末，可供出售金融资产为 69.37 亿元，同比减少 77.95%，主要系出售 Alibaba Group Holding Limited（以下简称“阿里巴巴”）股份所致；2018 年公司投资深圳市恒宁商业发展有限公司、华泰证券、南京合垠房地产开发有限公司及苏宁深创投-云享仓储物流设施一期基金，带来年末长期股权投资较期初大幅增长 900.14%至 176.75 亿元；同期，固定资产和无形资产余额分别为 151.99 亿元和 96.54 亿元，分别同比增长 5.75%和 17.50%，其中固定资产主要系房屋及建筑物、电子设备和机器设备，无形资产主要由土地使用权、商标及域名构成。

负债构成方面，公司负债主要由应付账款、其他应付款及有息债务构成。截至 2018 年末，公司应付账款余额为 198.36 亿元，同比增长 51.47%，主要系未支付供应商货款；同期其他应付款余额为 125.66 亿元，主要系应付工程、广告、市场推广费

及信息技术服务费等，同比增长 20.98%。有息债务方面，随着经营规模的不断扩大，公司对资金需求持续增加。截至 2018 年末，公司总债务为 698.61 亿元，同比增长 63.76%。同期，公司长期债务、短期债务分别为 147.89 亿元和 550.72 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年的 5.71 倍下降至 3.72 倍，但公司短债偿债压力仍较大，债务期限结构有待优化。

图 3：2016~2018 年末公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年公司业务规模进一步扩大，资产及负债规模保持增长，财务杠杆水平有所提高，目前公司仍以短期债务为主，债务期限结构有待优化。

盈利能力

2018 年公司实现营业收入 2,449.57 亿元，较上年上升 30.35%，其中，主营业务收入为 2,411.08 亿元，同比增长 30.32%，主要得益于公司深耕线上线下全渠道运营，物流、金融业务稳步发展，主营业务各类型产品收入同比均有所上升。

毛利率方面，2018 年，公司有效实施商品价格管控提高日销毛利，优化商品结构，加强单品运作，公司主营业务毛利率同比增加 0.85 个百分点至 13.93%，其中，由于物流基础设施建设及直营网络等投入较大，且物流服务价格保持一定的竞争优势，当期物流服务业务毛利率有较大幅度的下滑。

⁴ 发放贷款及垫款中期限为一年以上的共计 45.49 亿元。

表 7：公司 2016~2018 年主营业务收入及毛利率情况

单位：亿元、%

项目	2016 年度		2017 年度		2018 年度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
零售业	1,436.24	12.64	1,783.91	12.19	2,326.66	13.30
物流服务	-	-	19.89	13.75	28.01	-28.92
金融服务	5.48	70.37	14.26	81.04	25.72	79.37
安装维修行业	10.45	14.72	12.97	15.64	15.85	21.20
其他收入	12.36	73.83	19.13	42.19	14.84	71.49
合计	1,464.53	13.39	1,850.16	13.08	2,411.08	13.93

注：1、2016 年物流服务业务计入其他收入板块中，未单独列出；

2、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等；

3、其他收入主要包括开放平台服务收入、自建店配套物业销售收入等。

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和管理费用构成，2018 年，公司管理费用⁵74.63 亿元，同比增长 53.42%，其中，研发费用 22.62 亿元，同比增长 80.81%，主要系为提升公司智慧零售发展竞争力及全场景运营效率，公司加大 IT 建设上的投入所致；销售费用 260.67 亿元，同比增长 26.32%，主要系为拉动销售，销售人员及广告促销投入加大所致；由于公司零售业务快速增长，对经营性资金需求增加，同时供应链融资、消费金融业务发展加快，带来了债务规模快速上升，使得财务费用上升较快。2018 年公司期间费用合计为 347.64 亿元，同比增长 34.71%，占营业收入的 14.19%。

表 8：2016~2018 年公司三费分析

单位：亿元

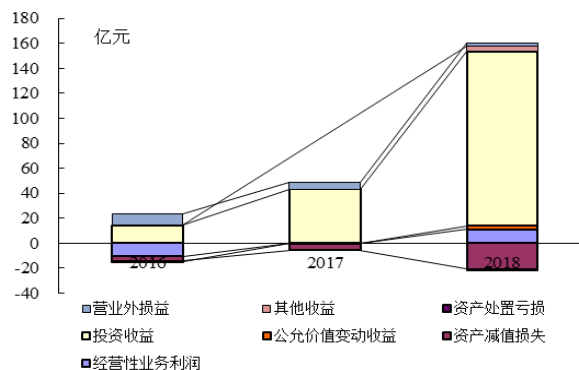
	2016	2017	2018
销售费用	174.51	206.36	260.67
管理费用	39.46	48.64	74.63
财务费用	4.16	3.06	12.34
三费合计	218.13	258.06	347.64
营业总收入	1,485.85	1,879.28	2,449.57
三费收入占比	14.68%	13.73%	14.19%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2018 年公司实现利润总额 139.45 亿元，同比增长 221.91%。得益于公司收入规模的增长及营业毛利率的提升，2018 年公司经营性业务利润转正，为 10.82 亿元；同期公司实现投资收益 139.91 亿元，主要由于公司出售阿里巴巴股份所致；由于公司发放贷款及垫款规模增长较快，

根据贷款发放及偿付的实际情况，按照会计准则要求计提相关资产减值，以及存货规模增加带来存货跌价准备计提增加等，由此带来资产减值损失 20.59 亿元，同比增加 301.66%。另外，2018 年公司公允价值变动收益、资产处置亏损、其他收益和营业外损益分别为 2.92 亿元、0.33 亿元、3.86 亿元和 2.87 亿元。

图 4：2016~2018 年公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于 2018 年公司收入规模的提升，规模效益逐步显现，经营性业务利润转正，但公司利润仍主要来自于投资收益，主营业务盈利能力须进一步提升。

偿债能力

从债务规模来看，2018 年末公司总债务随经营规模的扩张而大幅增长 63.76%至 698.61 亿元，主要系短期借款和应付债券增加所致；同期公司长短期债务比由上年的 5.71 倍下降至 3.72 倍，公司短期债务占比仍较高，面临一定的即期偿债压力。

从主要偿债能力指标来看，2018 年公司

⁵ 为增强数据可比性，本文分析中研发费用计入管理费用。

EBITDA 为 176.95 亿元，同比增长 149.93%。同期，总债务/EBITDA 为 3.95 倍，同比下降 2.08 倍；EBITDA 利息倍数为 12.65 倍，同比上升 2.32 倍，EBITDA 能够对债务本息的偿还提供很好的保障。

现金流方面，由于 2018 年公司金融业务发展迅速，小额贷款、保理业务发放贷款规模增加，且公司为充分保障畅销品货源，加强了对供应商的资金支持，当期经营性活动净现金净流出 138.74 亿元，同比净流出规模大幅增长；同期公司经营性净现金流/总债务为-0.20 倍，经营性净现金流/利息支出为-9.92 倍，经营活动净现金流对债务本息保障程度较弱。

表 9：2016~2018 年公司主要偿债能力指标

	2016	2017	2018
短期债务（亿元）	365.26	363.06	550.72
总债务（亿元）	400.44	426.60	698.61
EBITDA（亿元）	32.87	70.80	176.95
资产负债率（%）	49.02	46.83	55.78
总资本化率（%）	36.41	33.78	44.20
经营净现金流/总债务（X）	0.10	-0.15	-0.20
总债务/EBITDA（X）	12.18	6.03	3.95
EBITDA 利息倍数（X）	4.85	10.33	12.65
经营净现金流/利息支出（X）	5.66	-9.64	-9.92

注：公司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 2018 年末，公司获得银行授信 688.40 亿元，其中未使用授信额度 325.83 亿元。同时，公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

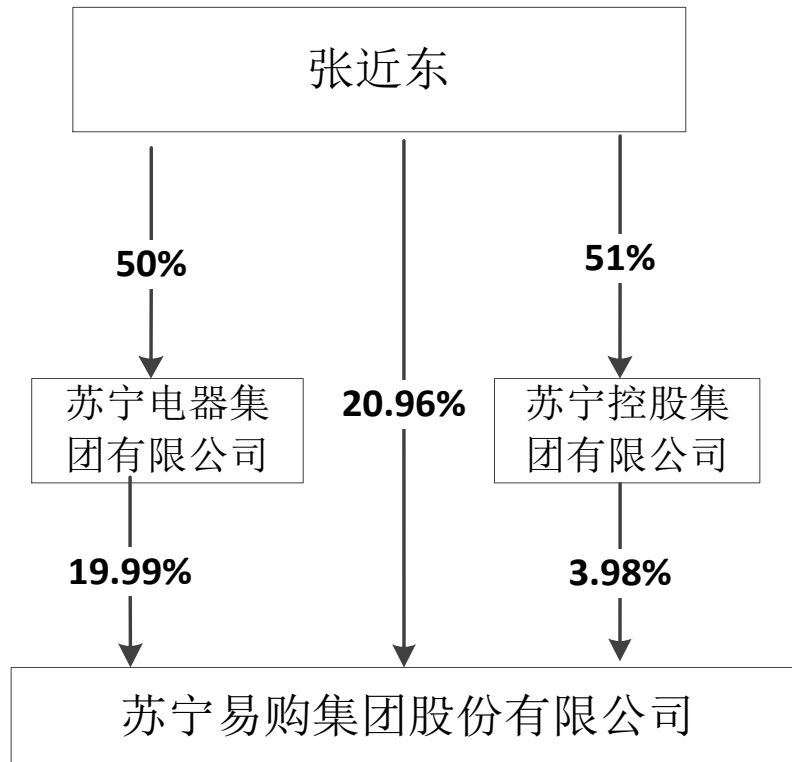
或有负债方面，截至 2018 年末，公司无对生产经营产生影响的重大法律诉讼、仲裁事项，无对外担保事项。所有权受限方面，截至 2018 年末，公司受限资产账面价值合计约 280.79 亿元，主要系用于短期借款、长期借款所抵质押的货币资金、可供出售金融资产及长期股权投资等。

整体来看，2018 年公司进一步完善线下区域布局，推进各零售业态发展，整合线上线下资源，保持国内零售行业领先地位，资产负债规模随业务规模增长而增加，全年经营性营业利润扭亏，EBITDA 对债务本息偿还的保障能力增强。同时，公司备用流动性充足，融资渠道通畅，整体偿债能力极强。

结 论

综上所述，中诚信证评维持苏宁易购主体信用等级**AAA**，评级展望为稳定；维持“苏宁易购集团股份有限公司公开发行2013年公司债券（第二期）”信用级别为**AAA**。

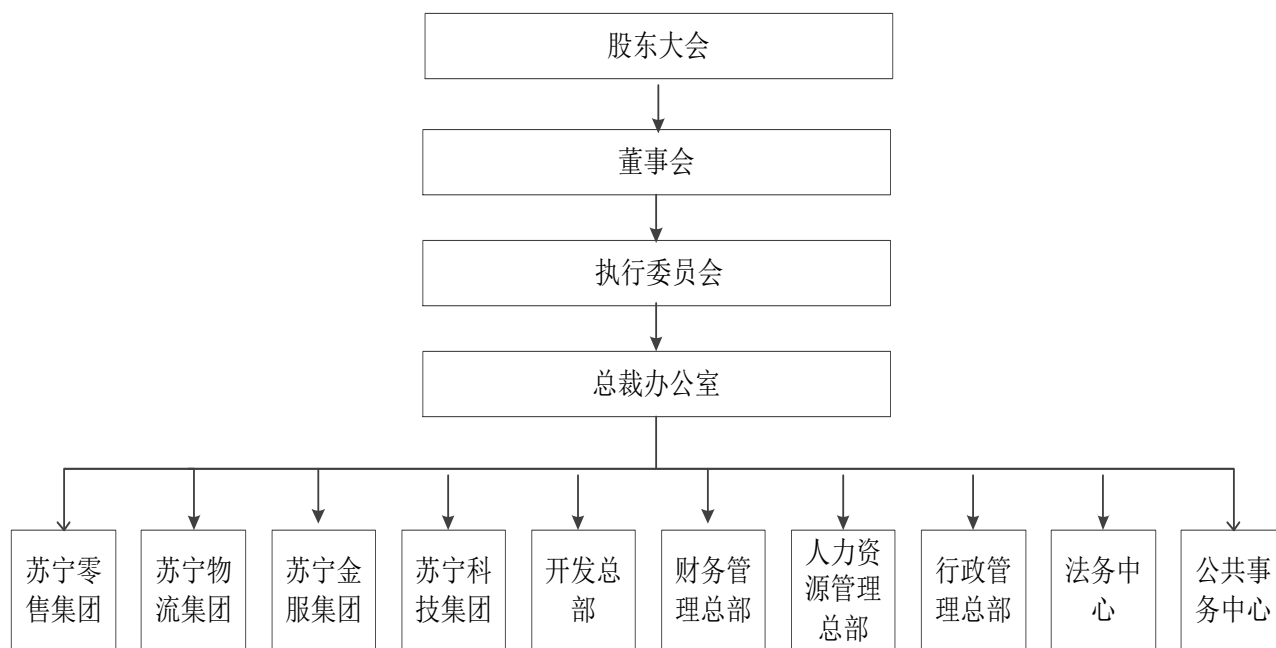
附一：苏宁易购集团股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



注：张近东先生、张康阳先生、南京润贤企业管理中心（有限合伙）分别持有苏宁控股集团有限公司 51%、39%、10%的股权，张康阳先生系张近东先生的子女，张近东先生与苏宁控股集团有限公司构成一致行动人关系。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：苏宁易购集团股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：苏宁易购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）	2016	2017	2018
货币资金	2,720,922.90	3,402,968.40	4,804,152.30
应收账款净额	110,353.10	238,918.00	541,514.70
存货净额	1,439,229.70	1,855,149.00	2,226,329.40
流动资产	8,238,363.50	8,782,967.90	13,174,254.20
长期投资	2,575,228.60	3,327,865.60	2,462,205.00
固定资产合计	1,663,389.00	1,805,995.40	2,062,429.40
总资产	13,716,724.10	15,727,668.80	19,946,720.20
短期债务	3,652,590.00	3,630,623.90	5,507,232.70
长期债务	351,802.10	635,366.30	1,478,843.00
总债务（短期债务+长期债务）	4,004,392.10	4,265,990.20	6,986,075.70
总负债	6,724,526.30	7,364,903.30	11,125,640.30
所有者权益（含少数股东权益）	6,992,197.80	8,362,765.50	8,821,079.90
营业总收入	14,858,533.10	18,792,776.40	24,495,657.30
三费前利润	2,075,433.50	2,576,667.90	3,584,563.00
投资收益	144,542.00	430,035.60	1,399,064.80
净利润	49,323.20	404,953.80	1,264,254.80
EBITDA	328,694.70	707,975.80	1,769,458.60
经营活动产生现金净流量	383,923.50	-660,529.30	-1,387,446.70
投资活动产生现金净流量	-3,961,252.40	1,343,747.30	-301,016.40
筹资活动产生现金净流量	3,675,806.40	-91,051.00	2,253,407.50
现金及现金等价物净增加额	108,354.10	565,330.00	666,584.30
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	14.36	14.10	15.00
所有者权益收益率（%）	0.71	4.84	14.33
EBITDA/营业总收入（%）	2.21	3.77	7.22
速动比率（X）	1.11	1.08	1.17
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	-0.15	-0.20
经营活动净现金/短期债务（X）	0.11	-0.18	-0.25
经营活动净现金/利息支出（X）	5.66	-9.64	-9.92
EBITDA 利息倍数（X）	4.85	10.33	12.65
总债务/EBITDA（X）	12.18	6.03	3.95
资产负债率（%）	49.02	46.83	55.78
总资本化比率（%）	36.41	33.78	44.20
长期资本化比率（%）	4.79	7.06	14.36

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、2016~2018 年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+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（非流动资产）

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-营业税金及附加

经营性业务利润=营业收入-营业成本合计-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

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）/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

主体信用评级等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。