



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪175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，维持贵公司本次跟踪的主体信用等级AAA，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年五月三十日

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（2016）

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	2015/05/11		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 负面
	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	

基本观点

2015 年我国零售行业增速有所下滑，但消费对经济增长的贡献率提高。作为国内家电零售行业的龙头企业，2015 年苏宁云商集团股份有限公司（以下简称“公司”）完成了互联网模式转型，并在线上线下形成一定的 O2O 先发优势，且在物流、金融、IT 等方面形成的互联网零售核心价值逐步实现。同时，其门店资源持续优化和调整，线上业务实现较快增长，均促进了公司 2015 年营收规模的扩大。此外，公司与阿里巴巴（中国）有限公司的战略合作有助于公司长期发展。但是中诚信证评也注意到，公司互联网模式转型带来的效益尚未完全得以体现，经营性业务仍大额亏损；同时，公司短期债务规模较大，面临一定的短期偿债压力，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，评级展望稳定；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

- 竞争优势明显。2015 年公司完成互联网模式转型，其在线上线下形成一定的 O2O 先发优势，且公司在物流、金融、IT 等方面形成的互联网零售核心价值亦逐步实现，加之公司是家电零售行业的龙头企业，其具有明显的行业竞争优势。2015 年公司营业收入同比增长 24.44% 至 1,355.48 亿元。
- 门店资源持续优化和调整。公司进一步推进店面结构优化及经营效益管理，调整线下门店网络多业态布局，店面品类不断升级，线下门店建设持续加强。截至 2015 年末，公司拥有店面总数 1,638 家，可比店面销售收入同比增长 4.50%。
- 线上业务增长较快。公司苏宁易购开放平台运营能力增强，2015 年公司 PC 端用户规模和购买频率提升，零售体系会员数持续增长，且商品丰富度提高，线上 GMV 同比增长 94.93% 至

概况数据

苏宁云商	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	286.85	295.37	319.25	313.66
总资产（亿元）	830.44	821.94	880.76	917.78
总债务（亿元）	349.40	333.71	355.95	383.15
营业收入（亿元）	1,052.92	1,089.25	1,355.48	318.43
营业毛利率（%）	15.21	15.28	14.44	15.91
EBITDA（亿元）	19.95	30.80	38.86	-
所有者权益收益率（%）	0.36	2.79	2.37	-4.59
资产负债率（%）	65.46	64.06	63.75	65.82
总债务/EBITDA (X)	17.51	10.83	9.16	-
EBITDA 利息倍数 (X)	6.90	5.69	6.84	-

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

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

龚天璇 tggong@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 5 月 30 日

502.75 亿元，线上业务表现良好。

- 公司与淘宝中国的战略合作有助于公司长期发展。公司通过非公开发行股票引入战略投资者淘宝中国，双方将整合大数据、物联网、移动应用、金融支付等优势资源，有助于线上线下的融合，促进公司主营业务规模的扩大，夯实公司核心竞争力，并提升资本实力，为公司持续发展提供较好支持。

关 注

- 业务转型带来的规模效益尚未完全得以体现。2015 年公司互联网模式转型完成，但其带来的效益尚未完全得以体现，经营性业务仍大额亏损，成本费用支出规模较高，对盈利造成较大影响。
- 公司具有一定的短期偿债压力。截至 2015 年 12 月 31 日，公司长、短期债务分别为 83.35 亿元和 272.60 亿元，长短期债务比为 3.27，短期债务规模较大，且以短期债务为主的债务结构安排导致其面临一定的短期偿债压力。

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。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，并按照相关法律、法规对外公布。

重大事项

2015年8月，公司通过非公开发行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，募集资金总额不超过293.43亿元，扣除发行费用后计划用于物流平台建设项目（87.33亿元）、苏宁易购云店发展项目（100.62亿元）、互联网金融项目（33.50亿元）、IT项目（16.98亿元）、偿还银行贷款（25.00亿元）和补充流动资金（30.00亿元）。其中，淘宝中国将以约283亿元人民币战略投资公司，投资完成后其将持有公司发行后股本总额的19.99%，公司拟引进阿里巴巴集团作为公司的战略投资者。2016年4月7日，公司本次非公开发行股票已收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准苏宁云商集团股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2016]418号），核准本次非公开发行股票。2016年5月20日，淘宝中国完成了本次非公开发行股票的出资。

另外，为避免外商投资产业政策对PPTV后续业务发展可能造成的影响和限制，公司出售PPTV股权。2015年12月，公司下属境外子公司将其持有的PPTV公司68.08%的股权全部转让于苏宁文化投资管理有限公司的境外子公司，并收到全部转让价款39,841.02万美金，以实际交割日2015年12月30日测算，该交易使得公司净利润增加13.55亿元（2015年公司的PPTV业务仍处于阶段性的战略投入阶段，在CDN、版权采购以及研发、人才等方面投入较大，当年实现净亏损11.61亿元）。股权转让后，PPTV在会员数据共享、智能硬件、智能家居、视频电商融合等方面仍将与公司进行战略合作，推进公司在家庭端的建设。

基本分析

2015年我国零售行业增速放缓，但消费对经济增长的贡献率提高，当年公司完成了互联网零售模式的转型，且转型优势逐步显现，全年收入规模进一步增长

2015年我国宏观经济增速放缓，当年GDP同比

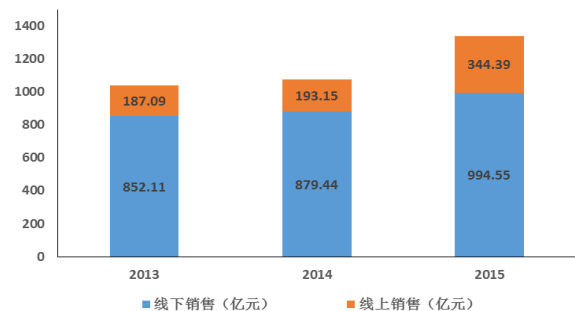
增长6.9%，经济下行压力加大。2015年，国内社会消费品零售总额300,931亿元，同比增长10.7%，消费增速下滑。根据中华全国商业信息中心的监测数据，2015年全国百家重点大型零售企业零售额同比下降0.1%，增速连续第四年下降。但在经济发展中，消费品零售的作用逐步增强，消费对经济增长的贡献率达到66.4%，比2014年提高了15.4个百分点，消费驱动型经济模式初步显现。

2015年全国居民人均可支配收入实际增长7.4%，其中农村居民人均可支配收入增长7.5%，快于城镇居民。因此，居民收入的持续增长，加之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。

2015年我国网络购物交易规模约为3.8万亿元，同比增长36.2%。另截至2015年12月，我国网民规模达6.88亿人，其中网购用户达到4.13亿人，比例高达六成。未来随着中国西部省份及中东部三四线城市的网络购物潜力将进一步释放，国内电商行业整体将成为拉动消费的主要渠道。

从公司来看，2015年公司充分发挥覆盖门店POS端、PC端、移动端和TV端的全渠道布局及全流程O2O融合的优势，聚焦商品供应链、购物体验及服务效率提升，完成了互联网零售模式的转型，且转型优势逐步显现。

图 1：2013年~2015年公司主营业务收入构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

随着公司在渠道、商品、服务等零售核心环节持续强化竞争力，2015年公司营业收入同比增长24.44%至1,355.48亿元，其中，第一、二、三和四季度收入同比分别增长28.77%、18.76%、7.05%和43.51%。2015年公司实现的1,338.94亿元的主营业务收入中，线上、线下销售收入分别为344.39亿元和

994.55亿元，同比分别增长78.30%和13.09%，且线上销售收入占主营业务收入的比例从上年的18.01%提升至25.72%。初始获利能力方面，2015年公司仍处于“提升用户数量，聚焦抢占家电、3C份额，扩大新品类规模，持续提升物流服务用户体验”的投入阶段，在品牌推广及促销投入等方面保持积极政策，导致当年营业毛利率从上年的15.28%下降至14.44%。

分产品来看，2015年公司各类产品销售收入增幅均较上年有所提高，其中通讯产品得益于与品牌商战略合作的加强、线下优势的积极发挥以及互联网品牌线下专区落地的推进等，其全年营业收入同比增长51.27%，系增幅最大的产品。同时，小家电产品、数码及IT产品、冰箱、洗衣机销售收入同比增长分别为32.66%、25.52%和12.51%。此外，彩电、音像及碟机以及空调器产品收入亦实现一定幅度的增长。但是，随着公司继续实施积极的价格竞争策略，2015年各产品毛利率水平略有下降。未来随着O2O运营、商品供应链能力的加强，以及物流、IT、金融、广告等服务的推广应用，公司初始获利水平有望得以提升。

表 1：公司 2015 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
通讯产品	270.42	7.89	51.27	-1.32
彩电、音像、碟机	231.95	17.74	8.92	-0.03
小家电产品 ¹	229.30	18.48	32.66	-0.01
数码及 IT 产品	220.83	4.72	25.52	-0.60
冰箱、洗衣机	216.51	17.93	12.51	-0.05
空调器产品	130.33	16.39	1.77	-0.07

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

可比店面经营方面，随着云店规模增加和O2O运营的成熟，以及线上线下联动促销，同店销售得到提升，单店经营质量逐步增强。而红孩子店作为公司母婴及周边产品的综合性服务平台，在规划标准、运营模式等方面正不断完善，其同店增速低于平均。随着母婴O2O运营的不断成熟，店面规划日趋完善，会员需求的深度挖掘，红孩子实体店仍具有较大的发展空间。总体而言，2015年公司可比门

店经营状况有所好转，当年可比门店销售收入同比增长4.50%。

表 2：公司 2013~2015 年可比店面销售收入同比增速

单位：%

	2013	2014	2015	
市场级别	一级市场	5.89	-4.52	4.95
	二级市场	6.59	-3.63	4.03
	三级市场	8.85	-1.46	4.48
	四级市场	1.25	-9.59	-1.90
店面类型	旗舰店	6.33	-4.05	5.22
	中心店	6.00	-5.22	2.18
	社区店	6.84	-2.05	5.56
	县镇店	7.13	-2.56	8.07
	乐购仕店	-18.12	-7.74	-12.37
	红孩子店	-	-	2.14

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015 年公司线上业务表现较好，线下门店网络多业态布局进一步推进，店面品类不断升级，门店互联网建设持续加强，总的门店数量有所减少

随着移动互联网时代的到来，消费者购物习惯的变化，传统实体零售企业纷纷转型，拓展线上平台。同时，居民消费从注重量的满足到追求质的提升，从有形物质产品向更多服务消费，从大众消费向个性化多样化消费等进行转变，促使纯电商企业加快向线下发展。线上线下融合发展的O2O模式成为行业发展趋势，但是现阶段电商建立的线下实体店很少能在用户体验优化、服务品类增加等方面有所建树。

从公司的线上业务来看，2015年苏宁易购开放平台商户发展较快，平台运营能力增强。2015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，2015年移动端订单数量占线上整体比例从年初的32%升高至60%。截至2015年12月末，公司零售体系会员总数达到2.50亿，年度活跃用户数5,078万。同时，其商品SKU数量从上年末的791万增加至2,000万，商品丰富度提高。2015年线上业务实现自营商品销售收入402.93亿元（含税），开放平台实现商品交易规模99.82亿元（含税），线上平台实体商品交易总额同比增长94.93%至502.75亿元（含税）。

表 3: 2014~2015 公司线上业务交易情况

单位: 亿元

	2014	2015
零售体系会员总数 (亿)	1.67	2.50
年度活跃用户数 (万)	2,700	5,078
自营商品销售收入 (含税)	225.99	402.93
开放平台商品交易规模 (含税)	31.92	99.82
线上平台实体商品交易总规模 (含税)	257.91	502.75

资料来源: 公司定期公告, 中诚信证评整理

线下门店方面, 2015年公司进一步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、自建以及合作等多种方式获取优质稳定的物业资源。2015年公司新进8个地级城市, 大陆地区及海外新开店面合计167家, 置换/关闭连锁店225家, 门店覆盖中国大陆297个地级以上城市以及澳门、香港和日本市场。截至2015年末, 公司店面总数1,638家, 其中大陆地区门店1,577家、港澳地区门店28家、日本门店33家。

表 4: 2013~2015 公司门店基本情况

单位: 家

	2013	2014	2015
门店数量	1,626	1,696	1,638
其中: 自有	42	36	25
租赁	1,584	1,660	1,613
其中: 大陆地区	1,585	1,650	1,577
港澳地区	29	29	28
日本	12	17	33

资料来源: 公司定期公告, 中诚信证评整理

从国内门店的市场级别分布来看, 2015年公司持续深化各级店面市场调整, 进一步优化门店分布结构。其中, 一二级市场结合消费者需求的变化, 推进互联网+云店模式, 继续调整关闭社区店, 同时优化超市店、红孩子店运营模式, 一二级市场门店数量合计为959家, 占公司门店总数的60.81%, 较2014年增长了2.02个百分点。三四级市场方面, 2015年三四级市场门店数量分别减少了45家和17家, 但三四级市场是苏宁易购服务站直营店建设深耕的市场, 截至2015年末, 苏宁易购直营服务站数量1,011家, 苏宁易购加盟服务站数量1,430家, 且2016年计划新开苏宁易购服务站直营店1,500家。

表 5: 截至 2014、2015 年公司大陆地区各级市场门店

数量及占比
单位: 家、%

	2014		2015	
	数量	占比	数量	占比
一级市场	496	30.06	512	32.47
二级市场	474	28.73	447	28.34
三级市场	591	35.82	546	34.62
四级市场	89	5.39	72	4.57
合计	1,650	100.00	1,577	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, 2015年公司优化店面布局, 持续探索完善云店模式, 并加快红孩子店、超市店的开设。2015年公司新增红孩子店19家, 超市店33家, 红孩子、苏宁超市品牌形象进一步提升。同时, 作为O2O线上线下融合的标志性产品---苏宁易购云店正式落地, 全年新开云店10家, 并将32家旗舰店改造升级为云店。截至2015年12月31日, 公司常规店1,425家, 云店42家, 并拥有红孩子店27家, 超市店37家, 店面品类不断升级, 门店互联网建设持续加强。

表 6: 2013~2015 年公司大陆地区各店面类型数量

单位: 家

	2013	2014	2015
旗舰店	330	339	298
中心店	428	438	406
社区店	737	797	721
常规店小计	1,495	1,574	1,425
云店	-	-	42
县镇店	76	61	43
乐购仕店	12	3	3
红孩子店	2	8	27
超市店	-	4	37
合计	1,585	1,650	1,577

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

2016年公司将在发挥现有优势的同时, 围绕提升用户满意度, 进一步完善线下平台的建设, 从用户需求的角推动云店的不断升级, 并在苏宁易购服务站直营店建设运营方面加快开发匹配物流路线规划, 拓展三四级市场。此外, 公司将重点

在北上广等核心城市及江苏、安徽、山东省地级城市进行红孩子专业母婴店的快速布局，同时完成覆盖全国的线下供应链建设，并将重点优化调整苏宁超市现有门店。

2015 年公司在物流、金融、IT 等方面形成的互联网零售核心已全面开放，并逐渐实现价值，但业务转型带来的较大规模的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、大数据等服务能力成为苏宁互联网零售CPU对外输出端口，2015年其增值服务能力日益完善，并已全面对外开放，向行业、社会输出，其资源和能力已在逐步释放，并实现价值，形成新的增长空间。

物流方面，2015年公司持续推进物流基地建设，加速自动化项目的建设和升级，且物流服务能力和社会化运作不断加强。截至2015年末，北京、广州、南京一期三个自动化仓库改造投产，南京二期、上海、沈阳自动化拣选中心建成投入使用，西安、杭州等6个自动化拣选中心在建；30个物流区域配送中心建成投入使用，石家庄等12个物流区域配送中心在建，并完成了23个物流区域配送中心土地签约储备。截至2015年末，公司拥有物流仓储及相关配套总面积455万平方米；拥有6,051个快递点，在全国327个城市，1,993个区县实现“次日达”；近200个城市、2,000条街道实现“急速达”；北京、上海、成都、广州等7个城市实现“一日三送”承诺，在61个城市、173个区县实现“半日达”。此外，苏宁物流云平台上线，在跨境电商物流方面打通国内5个口岸的跨境关务系统，同时完成进口及出口业务，以及在农村电商物流方面依托苏宁易购服务站直营店，通过运力本地化，打造完善的农村物流网络。

金融方面，截至2015年末，公司易付宝注册用户数超过1.3亿，其支付业务以“易付宝+本地生活”模式覆盖教育、交通等领域，有效提高了用户粘性；理财方面，公司为用户提供业务线涵盖余额理财、固定收益、权益投资等多类型的一站式财富管理服务；供应链金融业务方面，公司推出账速融、信速融、票速融等核心产品全面助力中小微企业融资；苏宁众筹系国内首个同时在线上平台、线下实体门

店同步开展众筹产品体验的全渠道众筹平台，2015年苏宁众筹在行业中跃居行业前三名，业务涵盖科技、设计、文化等多个领域；消费信贷领域，公司成立苏宁消费金融公司，创新推出“任性付”个人消费信贷产品，深挖数据，控制风险，贷款余额实现较快增长，用户粘性也得到较大的提高。

IT方面，2015年公司云计算能力不断提升，苏宁平台交易处理能力进一步提高；大数据应用能力增强，与会员管理、商户管理等业务体系逐步融会贯通；完成了对大聚惠、闪拍等苏宁易购平台产品的优化，上线名品特卖、二手拍卖等新营销产品，拓展了海外购等新业务平台，并丰富了用户体验。

总体来看，随着公司的互联网零售在2015年成型和定型，公司在线上线下具有一定的O2O先发优势，且平台、物流、金融等核心资源的价值在逐步体现，有利于公司盈利能力的提升。但是，中诚信证评也关注到，尽管公司业务转型已完成，经营效率有所提升，但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攀升，对盈利造成较大侵蚀，短期内公司经营业务经营仍面临一定的压力。

财务分析

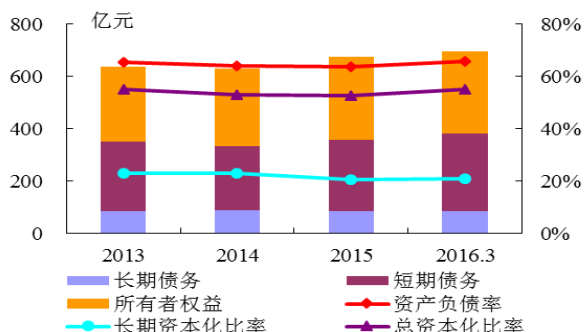
以下财务分析由公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013、2014、2015年度合并财务报告，以及未经审计的2016年一季度财务报表。2015年公司新纳入合并范围为新设子公司26家，日本LAOX投资取得子公司1家，同时投资PPTV取得子公司；注销子公司13家，处置PPTV股权使得PPTV及其子公司不再纳入合并报表范围。

资本结构

受益于公司销售规模的增长，2015年公司的资产规模相应增大。截至2015年12月31日，公司总资产为880.76亿元，同比增长7.16%。同期，随着子公司日本LAOX发行新股带来了约5.57亿元的股本溢价，2015年末公司所有者权益同比增长8.09%至319.25亿元，自有资本实力进一步增强。负债方面，随着业务拓展对资金需求的加大，2015年末公司负

债总额为561.51亿元，同比增长6.63%。截至2016年一季度末，公司总资产、所有者权益分别为917.78亿元、313.66亿元。

图 2：2013~2016.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

资产构成来看，作为商业流通类企业，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2015年12月31日，公司流动资产占资产总额的比重为64.44%。同期，公司总债务为355.95亿元，长、短期债务分别为83.35亿元和272.60亿元，长短期债务比为3.27。公司短期债务主要为应付票据和短期借款，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。公司以短期债务为主的期限结构安排与资产结构相匹配，但亦导致其即期偿债压力加大。

财务杠杆方面，截至2015年12月31日，公司资产负债率和总资本化比率分别为63.75%和52.72%，较上年同期下降0.31和0.33个百分点。2016年第一季度末公司资产负债率和总资本化比率则分别为65.82%和54.99%，负债水平尚属合理范围。

表 7：截至 2015 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	880.76	63.75
百联股份	422.36	54.27
国美电器	415.88	59.87
豫园商城	171.56	50.90

注：国美电器指上市公司 HK.0493

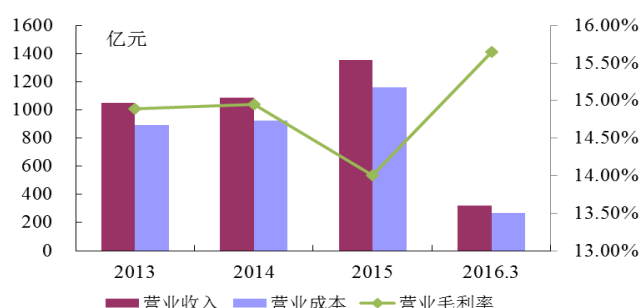
资料来源：上述公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资产规模保持增长，且资产流动性较好，近年来互联网零售模式的转型导致其负债保持在一定水平，但仍处于合理范围。不过，以短期债务为主的债务结构安排导致公司面临一定的短期偿债压力。

盈利能力

2015年公司在全渠道经营、产品线拓展等方面取得阶段性成果，经营效率持续提高，且平台、物流、金融等核心资源的价值亦在逐步体现，消费者购物体验不断提升，购物转换率提高，公司销售规模进一步增长。全年公司实现营业收入1,355.48亿元，同比增长24.44%，尤其第四季度收入较上年同期增长了43.51%。毛利率方面，2015年公司仍实施积极的价格竞争策略，当年营业毛利率为14.44%，较上年下降了0.84个百分点。2016年第一季度末营业毛利率为15.91%，较上年末有所上升。

图 3：2013~2016.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，2015年受租赁费、广告费及市场推广费等增加的影响，公司销售费用同比增长18.01%至166.45亿元；管理费用方面，公司提升员工薪酬待遇，在互联网运营、IT、金融等领域持续加大人才引进导致人员费用增加，且物流基地、自建店折旧以及IT研发投入进一步增长，致使当期管理费用同比增长27.85%至42.91亿元；财务费用主要系公司支出公司债券利息以及贷款融资利息等。2015年公司期间费用合计210.40亿元，同比增长20.04%；三费收入占比为15.52%，较2014年下降0.57个百分点。

表 8：2013~2016 年 3 月末公司费用情况

项目	2013	2014	2015	2016.3
销售费用 (亿元)	127.40	141.05	166.45	40.99
管理费用 (亿元)	28.06	33.57	42.91	11.49
财务费用 (亿元)	-1.49	0.67	1.04	0.72
三费合计 (亿元)	153.96	175.28	210.40	53.20
三费收入占比 (%)	14.62	16.09	15.52	16.71

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015年公司经营性业务利润为-20.60亿元(包含了PPTV当年的经营性亏损)，当年利润总额主要由

投资收益和营业外损益构成。投资收益来看，2015年1月，公司完成PPTV21.28%的股权受让，将PPTV纳入合并范围；2015年12月，公司将持有的PPTV68.08%的股权全部进行转让，增加公司投资收益14.47亿元；同时，2015年公司及其子公司开展投资理财获得投资收益2.37亿元。营业外损益方面，2015年公司以14处门店物业开展创新资产运作模式，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，人民币13.88亿元计入当期营业外收入。2015年公司营业利润为-6.10亿元，利润总额为8.89亿元，取得净利润7.58亿元，同比下降8.05%。

整体来看，虽然2015年公司完成业务转型，但其经营性业务仍大额亏损，前期投资产生的效益尚未完全得以体现，当年的利润主要来源于非经营性业务，且当年投资收益的大幅增加系偶发性事件，公司后续盈利情况仍有待关注。

偿债能力

从EBITDA来看，2015年PPTV相关的视频技术及版权摊销等带来无形资产摊销的大幅增加，当年无形资产摊销从上年的3.02亿元大幅上升至10.62亿元，使得EBITDA进一步增加至38.86亿元。同期，总债务/EBITDA和EBITDA利息保障倍数分别为9.16和6.84倍，EBITDA对债务本息的保障程度较好。

表 9：2013~2016.Q1 公司偿债能力分析

项目	2013	2014	2015	2016.Q1
长期债务（亿元）	85.40	88.75	83.35	83.38
总债务（亿元）	349.40	333.71	355.95	383.15
资产负债率（%）	65.46	64.06	63.75	65.82
总资本化比率（%）	54.92	53.05	52.72	54.99
EBITDA（亿元）	19.95	30.80	38.86	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.90	5.69	6.84	-
总债务/EBITDA（X）	17.51	10.83	9.16	-
经营活动净现金/利息支出（X）	7.74	-2.55	3.05	-
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	-0.04	0.05	-0.07

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从经营性现金流表现来看，2015年公司销售收

入实现了较快增长，且公司加强了商品供应链管理，存货周转效率得以提升，年末经营活动现金净流入17.33亿元，同比增长225.48%。同期，公司经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/利息支出分别为0.05和3.05倍，经营活动净现金对债务的保障能力较上年有所提高。

或有负债方面，截至2016年3月31日，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。

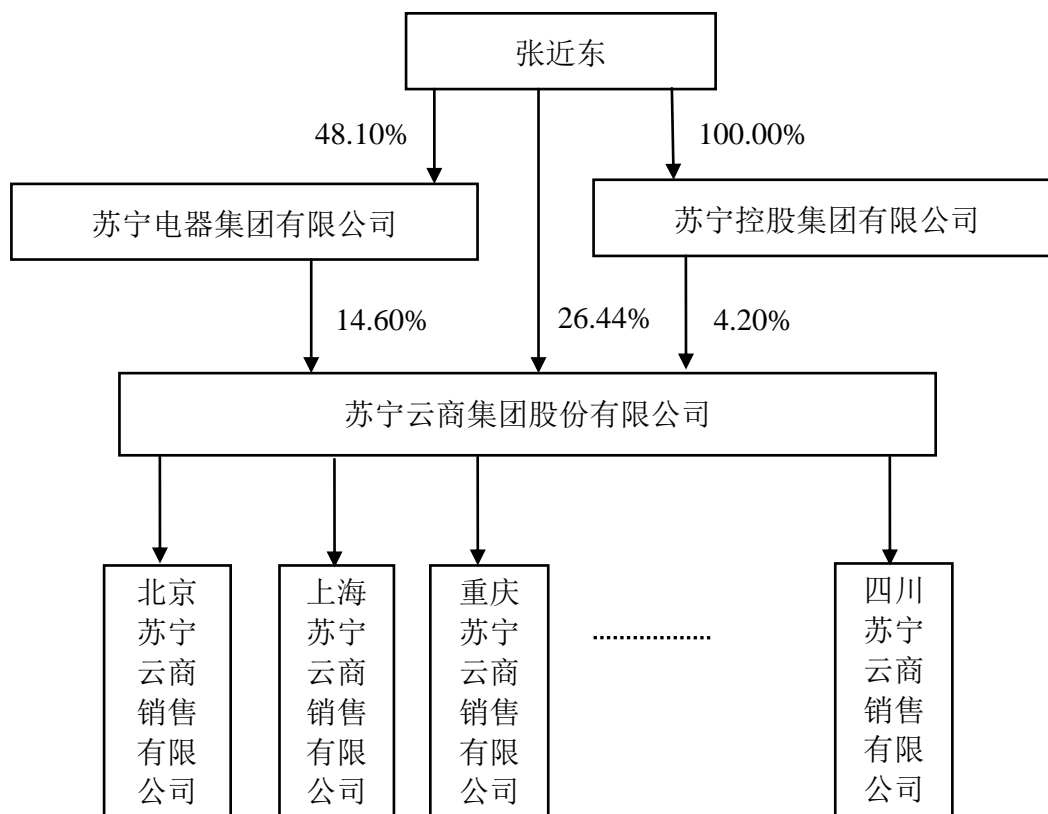
财务弹性方面，截至2016年3月31日，公司共获得人民币授信额度334.63亿元，未使用额度121.48亿元，此外公司还积极通过资本市场进行债权和股权融资，融资渠道较为通畅，再融资能力较强。

总的来看，公司盈利能力较弱，但资产规模保持增长，负债水平有所下降，资本结构较为稳健，获现能力有所增强，且货币资金较为充裕，备用流动性充足，均为债务偿还提供了支持。

结 论

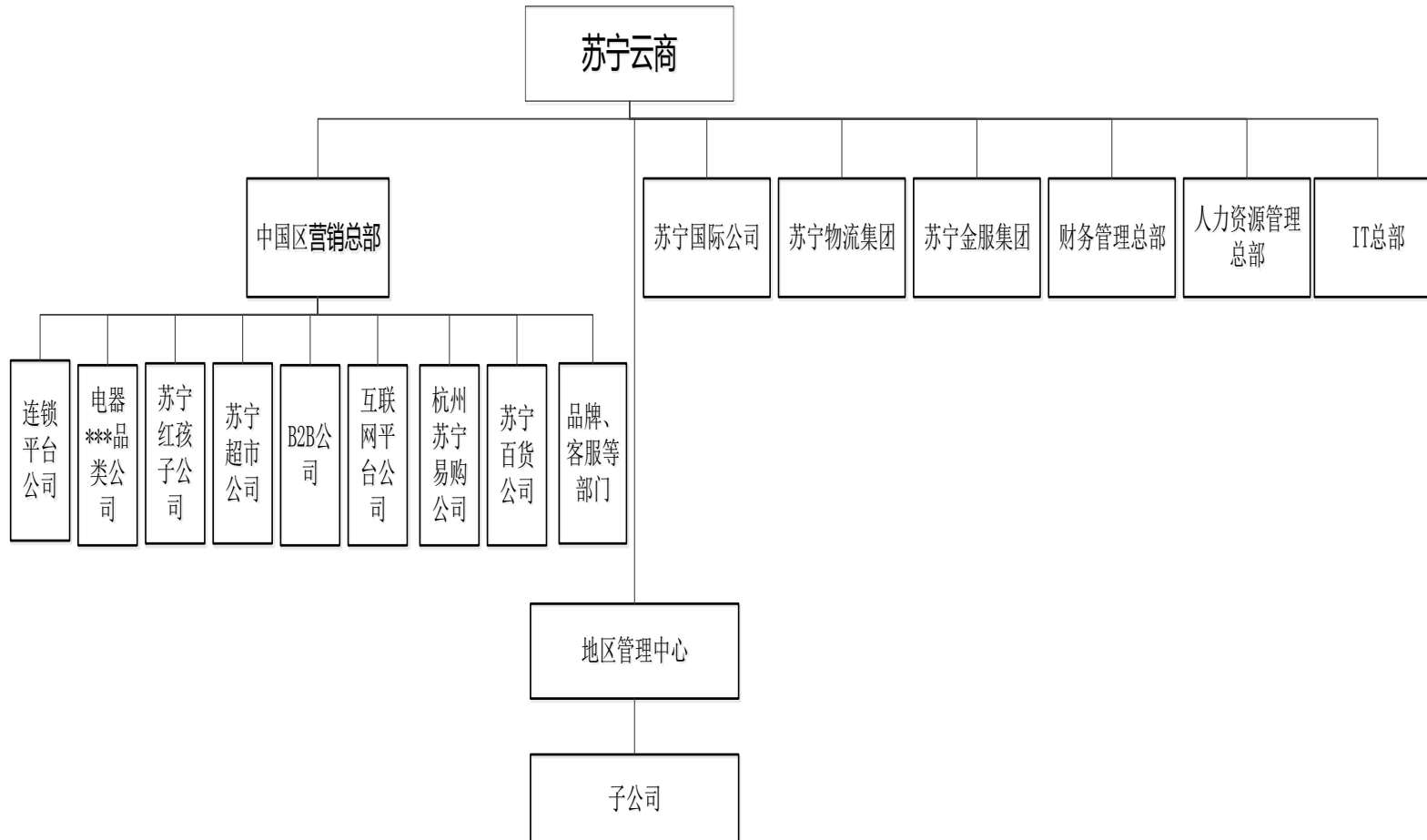
综上，中诚信证评维持苏宁云商主体信用等级AAA，评级展望稳定；维持“苏宁云商集团股份有限公司2013年公司债券（第二期）”信用等级AAA。

附一：苏宁云商集团股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



注：截至 2015 年 12 月 31 日，苏宁云商集团股份有限公司下属子公司共计 596 家。

附二：苏宁云商集团股份有限公司组织架构图（截至 2015 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)	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	2,480,628.40	2,227,446.80	2,711,555.70	2,863,265.30
应收账款净额	67,107.50	53,557.90	70,561.70	72,588.70
存货净额	1,825,835.50	1,603,852.20	1,400,479.70	1,500,619.00
流动资产	5,431,218.20	5,064,741.40	5,675,186.70	6,055,199.30
长期投资	235,756.70	289,635.80	205,669.60	152,326.50
固定资产合计	1,571,472.10	1,641,512.80	1,679,347.00	1,687,098.50
总资产	8,304,365.50	8,219,372.90	8,807,567.20	9,177,834.70
短期债务	2,640,000.80	2,449,584.80	2,726,009.50	2,997,664.40
长期债务	853,976.30	887,539.10	833,501.30	833,849.90
总债务（短期债务+长期债务）	3,493,977.10	3,337,123.90	3,559,510.80	3,831,514.30
总负债	5,435,848.30	5,265,692.70	5,615,060.60	6,041,260.60
所有者权益（含少数股东权益）	2,868,517.20	2,953,680.20	3,192,506.60	3,136,574.10
营业总收入	10,529,222.90	10,892,529.60	13,554,763.30	3,184,306.80
三费前利润	1,568,322.60	1,628,356.40	1,898,065.50	498,322.80
投资收益	3,391.90	-2,984.70	165,476.40	394.30
净利润	10,430.30	82,403.80	75,773.20	-35,961.70
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	199,521.10	308,044.70	388,606.60	-
经营活动产生现金净流量	223,848.40	-138,141.90	173,333.90	-251,106.50
投资活动产生现金净流量	-1,004,842.80	-200,704.80	-28,618.50	153,147.60
筹资活动产生现金净流量	287,417.30	62,854.40	289,637.50	140,055.50
现金及现金等价物净增加额	-512,562.70	-282,052.00	452,059.40	36,321.80
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	15.21	15.28	14.44	15.91
所有者权益收益率（%）	0.36	2.79	2.37	-4.59
EBITDA/营业总收入（%）	1.89	2.83	2.87	-
速动比率（X）	0.82	0.82	0.93	0.91
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	-0.04	0.05	-0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	0.08	-0.06	0.06	-0.08
经营活动净现金/利息支出（X）	7.74	-2.55	3.05	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.90	5.69	6.84	-
总债务/EBITDA（X）	17.51	10.83	9.16	-
资产负债率（%）	65.46	64.06	63.75	65.82
总资本化比率（%）	54.92	53.05	52.72	54.99
长期资本化比率（%）	22.94	23.11	20.70	21.00

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、2016.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。