



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪219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，维持贵公司本期债券的信用等级为AAA，维持本次发债主体信用等级AAA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一八年五月二十九日

## 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（2018）

债券名称	苏宁云商集团股份有限公司 <sup>1</sup> 2013年公司债券（第二期）		
债券简称	13苏宁债		
债券代码	112196		
发行规模	35亿元		
存续期限	2013/11/13-2019/11/13		
上次评级时间	2017/04/26		
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	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	319.25	699.22	836.28	837.81
总资产（亿元）	880.76	1,371.67	1,572.77	1,619.59
总债务（亿元）	355.28	400.44	426.60	464.30
营业总收入（亿元）	1,355.48	1,485.85	1,879.28	496.20
营业毛利率（%）	14.44	14.36	14.10	16.37
EBITDA（亿元）	38.86	32.87	70.80	-
所有者权益收益率（%）	2.37	0.71	4.84	0.40
资产负债率（%）	63.75	49.02	46.83	48.27
总债务/EBITDA（X）	9.14	12.18	6.03	-
EBITDA利息倍数（X）	6.84	4.85	10.33	-

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、2015~2017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，2018年3月末未调整；  
3、2018年一季度所有者权益收益率已年化处理。

### 基本观点

2017年苏宁易购集团股份有限公司（以下简称“苏宁易购”或“公司”）线下门店数量、经营区域覆盖范围持续增加，居于国内家电零售行业领先地位，规模优势突出；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，转型优势逐步显现；且金融、物流板块价值亦有所凸显，苏宁物流快递网点及覆盖范围持续上升，金融业务交易规模实现快速增长；另外，公司具备稳健的财务结构和很强的再融资能力。但是，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到受零售行业竞争以及公司转型投入、线上业务销售占比提升等影响，公司经营性业务利润有待进一步提升，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易购主体信用等级AAA，评级展望为稳定；维持“苏宁云商集团股份有限公司2013年公司债券（第二期）”信用等级AAA。

### 正面

- 规模优势突出，行业领先地位稳固。截至2018年3月末，公司自营门店数量（包含苏宁易购直营店）达4,141家，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、经营区域覆盖范围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。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2017年末，公司零售体系会员总数3.45亿人次，当年实现线上自营销售规模974.60亿元（含税），同比增长57.52%，线上收入占比亦持续提升。
- 金融、物流板块价值凸显。2017年苏宁物流快递网点及覆盖范围持续上升，同时天天快递已

<sup>1</sup> 2018年2月7日公司由苏宁云商集团股份有限公司更名为苏宁易购集团股份有限公司。



## 分析师

周莉莉 [lizhou@ccxr.com.cn](mailto:lizhou@ccxr.com.cn)

张丽华 [lhzhang@ccxr.com.cn](mailto:lhzhang@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2018年5月29日

全面整合纳入苏宁物流体系，物流板块收入规模增长迅速；此外，苏宁金融践行金融科技驱动业务经营的理念，当期金融业务交易规模亦实现快速增长。苏宁物流、苏宁金融板块资源优势及价值逐步凸显，多元化盈利结构逐步形成。

- 稳健的财务结构和很强的再融资能力。近年来公司财务结构较稳健，截至 2017 年末，公司资产负债率和总资本化率分别为 46.83% 和 33.78%，分别较上年下降 2.19 和 2.63 个百分点。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有待进一步提升。公司持续推进业务转型，尽管业务规模效应不断显现，但受零售行业增速放缓以及公司转型投入、线上业务收入占比提升等影响，2017 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](http://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。

## 募集资金使用情况

苏宁云商集团股份有限公司 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。13 苏宁债募集总额人民币 35 亿元，苏宁易购集团股份有限公司（以下简称“苏宁易购”或“公司”）已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

## 基本分析

**跟踪期内，我国零售业增速持续放缓，但得益于线上线下的融合互助，我国网络购物交易规模增速回暖，同时 B2C 市场交易规模增长快速，其在我国整体网络购物市场交易规模中的占比持续上升。**

2017 年我国国民经济以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，实现稳中向好发展，当年 GDP 同比增长 6.9%，增速较上年上升 0.2 个百分点。2017 年，国内社会消费品零售总额为 366,262 亿元，同比增长 10.2%，较上年增速下降 0.2 个百分点。根据中华全国商业信息中心的监测数据，2017 年全国百家重点大型零售企业零售额同比增长 2.8%，增速较 2016 年增加 3.3 个百分点。在经济发展中，消费品零售的作用较大，2017 年度消费支出对经济增长的贡献率达到 58.8%，消费持续作为国民经济增长的第一驱动力。另外，2018 年 1~3 月，国内社会消费品零售总额为 90,275 亿元，同比增长 8.1%，增速比去年同期回落 0.7 个百分点；根据中华全国商业信息中心的监测数据，2018 年一季度全国百家重点大型零售企业商品零售额同比增长 3.3%，增速比去年同期提高 0.6 个百分点。2017 年全国居民人均可支配收入实际增长 7.3%，其中农村居民人均可支配收入增长 7.3%，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，2017 年，全国居民人均消费支出 18,322 元，同比增长 7.1%，扣除价格因素，实际增长 5.4%。按常住地分，城镇居民人均消费支出 24,445 元，扣除价格因素实际增长 4.1%；农村居民人均消费支出 10,955 元，扣除价格因素，实际增长 8.1%。城镇居民的人均消费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。另外，2018 年 1~3 月，全国居民人均可支配收入 7,815 元，实际同比增长 6.6%；同期全国居民人均消费支出 5,162 元，实际同比增长 5.4%。

网络购物方面，2017 年是线上线下融合的实践年，线上对线下的数据赋能以及线下对线上的导流作用初见成效，稳定发展的网络购物迎来新的发展活力，当年我国网络购物交易规模 6.1 万亿元，同比增长 29.6%，增速回暖；我国移动购物市场交易规模 4.9 万亿元，同比增长 37.4%，移动购物在整体网络购物交易规模中占比 81.3%，较 2016 年增长 4.6%，占比持续提升。未来随着我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，2017 年中国网络购物市场中 B2C 市场交易规模为 3.6 万亿元，在中国整体网络购物市场交易规模中的占比达到 60.0%，较 2016 年提高 4.8 个百分点；从增速来看，2017 年 B2C 网络购物市场增长 40.9%。另 2018 年 1~3 月，中国网络购物市场中 B2C 市场交易规模超 9,500 亿元。随着网购市场的成熟，产品品质及服务水平逐渐成为影响用户网购决策的重要原因，未来这一诉求将推动 B2C 市场继续高速发展，成为网购行业的主要推动力。从 B2C 市场份额来看，2018 年 1~3 月天猫成交总额较去年同期增长 41.2%，占据市场份额 59.6%，排名第一；京东成交总额同比增长 25.0%，其市场份额为 25.3%，排名第二；苏宁易购继续保持稳定发展的态势，其市场份额增长至 5.0%，排名第三。唯品会和国美分别以 4.1% 和 1.3% 的市场份额占据第四和第五的位置。

跟踪期内，公司零售业全渠道及各类产品销售规模实现增长，线上业务快速发展，收入占比不断上升；线下业务呈多业态布局，家电 3C 店面积占比较高；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。

2017 年公司零售业全渠道销售保持较快增长，线下优化店面体验，推进互联网建设及数据化运营，店面经营质量不断提升；线上聚焦流量经营、商品运营及会员营销，运营能力提升，平台交易规模保持高速增长，当期公司主营业务收入同比增长 26.33% 至 1,850.16 亿元，其中线上销售占主营业务收入比重提升至 45.02%。2018 年一季度公司实现营业收入 496.20 亿元，同比增长 32.76%，其中线上平台实体商品交易规模为 397.71 亿元（含税），同比增长 81.50%。

分产品来看，2017 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；另一方面加强线下渠道的建设，推进互联网品牌线下发展，加快下沉三四级市场，带来了通讯品类快速增长，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 43.59% 和 4.02%，但由于 3C 产品商品价格敏感度较高，市场竞争较为激烈，规模增长的同时毛利率水平有所下降。传统家电方面，2017 年彩电品类公司主推大屏、智能电视；冰洗主推中高端产品型号；空调完善品牌合作，丰富产品类型，加强户式中央空调的销售，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 12.87%、15.55% 和 28.24%，均实现较快增长，公司将继续巩固家电产品供应链建设，升级线下渠道，充分发挥苏宁的服务优势，进一步推广“送装一体”、“以旧换新”等服务产品，差异化经营，促进家电产品销售提升并改善毛利。小家电方面，生活电器、超市产品都具有高用户粘性的属性，是公司品类发展的核心支撑及流量来源，因此，公司将重点予以培育发展，2017 年公司持续完善该类商品的供应链能力以及物流仓储建设，并加快开放平台，当期实现营业收入

338.59 亿元，同比增长 31.84%。

表 1：公司 2017 年零售业各产品收入、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	242.44	16.26	12.87	-0.65
数码及 IT 产品	251.08	2.92	4.02	-1.05
冰箱洗衣机	256.62	18.69	15.55	0.97
通讯产品	491.29	5.21	43.59	-1.83
小家电等产品	338.59	18.93	31.84	0.71
空调产品	203.88	16.25	28.24	0.27
<b>合计</b>	<b>1,783.91</b>	<b>12.19</b>	<b>24.21</b>	<b>-0.45</b>

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<sup>2</sup>经营方面，从店面经营业态来看，2017 年公司持续推进店面互联网化及数据化建设，运用“千里传音”、“店+”、“金矿”等数据营销产品，挖掘消费需求，精准营销，提升店面销售转化，同时进一步丰富门店在消费类电子产品、家居生活、健康个护等方面的产品，增强体验互动，当期公司家电 3C 专业店的可比店面销售收入及坪效<sup>3</sup>分别同比增长 4.17% 和 9.19%；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，如游乐、培训教育等，红孩子母婴专业店可比店面销售收入及坪效均同比增长 42.15%；苏宁易购直营店强化经营质量管控，经营效益显现，2017 年可比店面销售收入及坪效分别同比增长 34.90% 和 34.18%。从市场级别来看，在一二级市场，公司把握市场机会，加快门店互联网升级，家电 3C 店、母婴店及苏宁易购直营店销售收入及坪效均实现了较快增长，其中母婴店一级市场和二级市场可比店面坪效分别同比增长 35.58% 和 42.72%，未来随着门店数量增加，规模效应将进一步显现；在三四线市场，苏宁易购直营店强化本地运营，可比店面销售收入及坪效亦均实现了快速增长。

<sup>2</sup> 指 2016 年 1 月 1 日及之前开设的店面；苏宁超市店、社区便利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。

<sup>3</sup> 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 2：2017 年大陆地区可比门店店效情况

单位：元/平方米

	家电 3C 店			母婴店			苏宁易购直营店		
	坪效		销售收入 同比变动	坪效		销售收入 同比变动	坪效		销售收入 同比变动
	金额	同比 变动		金额	同比 变动		金额	同比 变动	
一级市场	24,710.15	6.71%	3.70%	2,896.97	35.58%	35.58%	23,459.66	44.80%	39.53%
二级市场	15,608.92	11.41%	4.70%	26,916.36	42.72%	42.72%	15,090.13	22.51%	22.51%
三级市场	12,472.43	10.95%	4.93%	14,362.38	49.20%	49.20%	18,333.55	29.74%	30.89%
四级市场	13,669.68	16.40%	5.31%	-	-	-	18,872.53	42.81%	43.17%
合计	18,728.70	9.19%	4.17%	6,670.09	42.15%	42.15%	18,482.00	34.18%	34.90%

注：一级市场红孩子店游乐、体验、服务等功能区面积较大，坪效较低，但业态功能的丰富对流量、销售稳步提升有较大动力。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从公司的线上业务来看，2017 年公司持续聚焦流量经营、商品运营以及会员营销，提升精细化经营能力，优化客户体验，打通零售、金融、文创、体育等会员系统，实现了苏宁生态会员的一账通，同时推出了超级会员“SUPER VIP”产品，进一步增强客户黏性。截至 2017 年 12 月末，苏宁易购 APP 月活跃用户数较年初增长 105.73%，2017 年 12 月苏宁易购 APP 订单数量占线上整体比例提升至 89%。截至 2017 年 12 月 31 日，苏宁易购零售注册用户数达 3.45 亿。开放平台方面，公司加强百货、超市、母婴、通讯及生活家电品类的商户引进，2017 年新引入以上品类开放平台商户近 8,000 家。2017 年线上业务实现自营商品销售规模 974.60 亿元（含税），开放平台实现商品交易规模 292.36 亿元（含税），线上平台实体商品交易总规模同比增长 57.37% 至 1,266.96 亿元（含税）。

表 3：2015-2018.Q1 公司线上业务交易情况

单位：亿元

	2015	2016	2017	2018.Q1
零售体系会员总数（亿）	2.50	2.80	3.45	3.61
线上平台自营商品销售收入（含税）	402.93	618.70	974.60	269.10
开放平台商品交易规模（含税）	99.82	186.40	292.36	128.61
线上平台实体商品交易总规模（含税）	502.75	805.10	1,266.96	397.71
移动端订单数量占线上整体比例	60%	83%	89%	90.2%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

线下门店方面，2017 年以来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 2017 年末，公司共拥有自有物业 30 处，租赁店面 3,837 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 2017 年末，公司自营店面（包含苏宁易购直营店）总数 3,867 家，其中港澳地区连锁店 25 家，日本市场连锁店 43 家。另截至 2018 年 3 月末，公司自营店面（包含苏宁易购直营店）总数为 4,141 家。

表 4：2015-2018.Q1 公司门店基本情况

单位：家

	2015	2016	2017	2018.Q1
门店数量	2,649	3,491	3,867	4,141
其中：自有	25	29	30	30
租赁	2,624	3,462	3,837	4,131
其中：大陆地区	2,588	3,425	3,799	4,073
港澳地区	28	24	25	28
日本	33	42	43	40

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 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、社区便利店以及苏宁易购直营店的经营面积将会提升。2017 年公司继续优化店面布局，新开家电 3C 店 127 家、母婴店 32 家、超市店 3 家、社区便利店 12 家、苏宁易购直营店 542 家，关闭家电 3C 店 106 家、母婴店 5 家、社区便利店 2 家、苏宁易购直营店 229 家，截至 2017 年末，公司拥有家电 3C 店 1,499 家、母婴店 53 家、超市店 9 家、社区便利店 23 家、苏宁易购直营店 2,215 家。从市场级别分布来看，苏宁易购直营店在三四级市场的拓展已有一定的成效，截

至 2017 年末三四级市场门店分别为 923 家和 1,113 家，较上年分别增加 83 家和 173 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，截至 2017 年末，苏宁易购零售云加盟店 39 家；公司也在探索母婴业态的渠道下沉，有效把握县域乡镇市场的需求，截至 2017 年末母婴店三

级市场为 13 家，较上年末增加 6 家；社区便利店主要专注于一二级市场的布局，进一步加快网络建设；此外，在部分一二级市场的新兴社区商圈，消费潜力待挖掘，公司先以直营店方式进行补充。另截至 2018 年 3 月末，公司拥有家电 3C 店 1,513 家、母婴店 60 家、超市店 9 家、社区便利店 210 家、苏宁易购直营店 2,281 家。

表 5：截至 2017 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 店		母婴店		超市店		社区便利店		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	453	187.53	24	5.52	7	1.53	23	0.31	67	1.36
二级市场	453	143.38	16	3.13	2	0.51	-	-	112	2.68
三级市场	533	114.39	13	2.29	-	-	-	-	923	15.96
四级市场	60	10.76	-	-	-	-	-	-	1,113	15.51
合计	1,499	456.06	53	10.94	9	2.04	23	0.31	2,215	35.51

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**跟踪期内，苏宁物流快递网点及覆盖范围持续上升，收入规模增长迅速，此外天天快递已全面整合纳入苏宁物流体系；同时，苏宁金融践行金融科技驱动业务经营的理念，当期金融业务交易规模实现快速增长。**

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。物流方面，江苏苏宁物流有限公司（以下简称“苏宁物流”）围绕基础网络建设、物流服务以及物流科技方面加大投入，加强物流运营服务能力建设。2017 年四季度，苏宁物流通过与天天快递有限公司（以下简称“天天快递”）在 IT 系统、作业流程及数据体系等方面的整合统一，天天快递已全面整合纳入苏宁物流体系。截至 2017 年末，苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套合计面积 686 万平方米，较上年末增长 17.67%；拥有快递网点达到 20,871 个，较上年末增长 3,871 个；公司物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2,908 个区县城市，较上年末分别增长 0 个和 103 个；另截至 2018 年 3 月末，苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套合计面积近 700 万平方米，拥有快递网点达到 21,904 个，公司物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2,910 个区县城市，公司物流快递网点及

覆盖范围持续上升。基础设施方面，2017 年公司新投入运营 5 个区域配送中心、1 个自动化拣选中心，2018 年 1~3 月宁波、济南二期物流区域配送中心投入运营。截至 2018 年 3 月末，公司已在南京、上海、武汉、成都、重庆、西安、沈阳、绍兴 8 个城市投入运营 8 个自动化拣选中心，在北京、南京、天津、哈尔滨、昆明、杭州、苏州、兰州等 34 个城市投入运营 38 个区域配送中心，另外有 4 个自动化拣选中心和 21 个区域配送中心在建、扩建。物流服务方面，2017 年度公司持续加强特色服务能力，在全国继续推出“次日达”、“半日达”、“准时达”、“代客检”、“如约送”、“送装一体”等服务产品。其中，截至 2017 年末，“次日达”、“半日达”服务覆盖了全国 319 个城市；“准时达”已在全国 9 个城市推出；针对自营通讯品类的“代客检”服务在全国开通；“送装一体”已在全国 114 个城市推行。物流科技方面，智能机器人、末端无人机等一批新技术实现落地，2017 年上海自动化仓储拣选机器人的上线，提升了小件商品的作业效率。2017 年苏宁物流社会化营业收入（不含天天快递）同比增长 136.24%。2018 年苏宁物流与天天快递将结合各自优势，在业务拓展、服务提升、产品创新等方面不断夯实，形成苏



宁特有的物流服务网络、产品及能力。2018 年一季度苏宁物流社会化营业收入（不含天天快递）同比增长 84.84%。

金融方面，苏宁金融服务（上海）有限公司（以下简称“苏宁金融”）聚焦支付、供应链金融、消费金融、产品销售等四大核心业务，践行金融科技驱动业务经营的理念，2017 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 129.71%。苏宁金融面向个人、企业用户提供不同应用场景的金融服务，运用人脸识别、指纹登陆、刷脸支付等金融科技，苏宁支付新用户开户时间缩短至 100 秒，结算到账时效明显优于同业；加快供应链金融服务能力输出，2017 年苏宁供应链金融业务投放额达到同期的 2 倍。同时公司持续加强金融科技能力建设，聚焦生物特征识别、大数据风控、物联网金融、区块链、金融 AI、金融云六大金融科技，苏宁金融各项金融科技逐渐落地。此外，苏宁金融引入苏宁金控、云锋新创投资、上海金浦投资、中金资本、光大控股、深创投集团等战略股东，募集资金 53.35 亿元，进一步强化了苏宁金融在资金、场景、人才资源方面的竞争能力。

另外，公司根据业务发展需要，积极发展股权投资业务，2017 年公司第四次临时股东大会决议通过《关于认购中国联合网络通信股份有限公司定向增发股份暨关联交易的议案》等议案内容。为加强公司与运营商的战略合作关系，公司与中国联合网络通信股份有限公司（简称“中国联通”）签署了《附条件生效的股份认购协议》（简称“《认股协议》”）。公司于 10 月 17 日向中国联通支付完毕所有认购价款合计 40 亿元，认购中国联通非公开定向发行 A 股股份 585,651,537 股，占其发行后总股本的 1.94%。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》。按照协议规定，公司将计划出资人民币 95 亿元或者等值港元，购买万达商业股东持有的约 3.91% 股份，截至 2018 年 3 月 31 日，该交易尚未完成交割。

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 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；苏宁易购云店发展主要项目总投资 76.48 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 16.98 亿元，主要用于云计算项目、大数据项目和智能家居项目。公司目前主要项目计划总投资额为 222.40 亿元，项目主要资金来源为 2016 年非公开发行股票募集资金，总计可解决项目资金 208.27 亿元，剩余资金缺口为 14.13 亿元，公司资本支出压力可控。截至 2017 年末，公司主要项目已累计投入 74.12 亿元。此外，为加速物流仓储资源的获取，苏宁物流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，目前首期基金设立相关工作正在稳步推进。

表 6：截至 2017 年末公司主要项目投资情况

单位：亿元

项目名称	总投资	募集资金拟投入额	已累计投入额
<b>一、物流平台建设项目</b>	<b>95.44</b>	<b>84.75</b>	<b>19.67</b>
1、自动化拣选中心建设项目	28.37	25.05	6.03
2、区域配送中心建设项目	31.94	27.28	5.72
3、物流运营业务发展项目	35.13	32.42	7.92
<b>二、苏宁易购云店发展项目</b>	<b>76.48</b>	<b>73.04</b>	<b>15.20</b>
1、租赁店项目	51.44	50.00	4.35
2、改造店项目	12.14	12.14	1.82
3、购置店项目（注）	2.42	2.42	0.55
4、苏宁易购云店品牌推广项目	10.48	8.48	8.48
<b>三、互联网金融项目</b>	<b>33.50</b>	<b>33.50</b>	<b>33.50</b>
1、补充金融公司资本金项目	25.00	25.00	25.00
2、补充易付宝资本金项目	8.50	8.50	8.50
<b>四、IT 项目</b>	<b>16.98</b>	<b>16.99</b>	<b>5.76</b>
1、云计算项目	11.01	11.01	4.39
2、大数据项目	4.91	4.91	1.11
3、智能家居项目	1.07	1.07	0.26
<b>合计</b>	<b>222.40</b>	<b>208.28</b>	<b>74.13</b>

资料来源：公司公告，中诚信证评整理

总体来看，跟踪期内公司零售业务全渠道及各类产品销售规模实现增长，线上业务快速发展，收

入占比不断上升；同时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。另外，公司在物流、金融等核心资源的价值也逐步体现，物流板块收入和金融业务交易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。

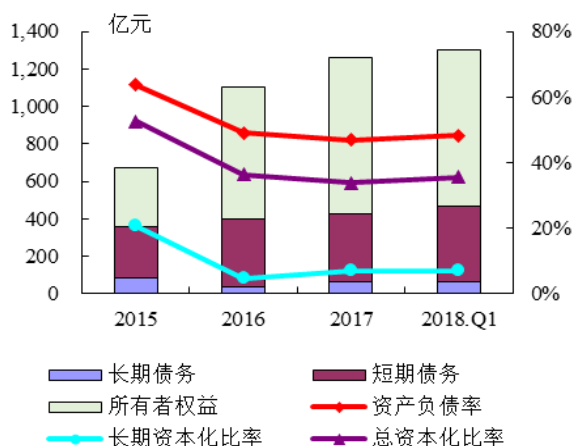
## 财务分析

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2015~2017年度审计报告及未经审计的2018年一季度报表。

### 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保持增长。截至2017年末，公司总资产为1,572.77亿元，同比增长14.66%；负债为736.49亿元，同比增长9.52%。同时，得益于公司历年留存收益的积累及计入可供出售金融资产科目的阿里巴巴集团、江苏银行股份有限公司等股份公允价值变动引起其他综合收益的增加，当年末自有资本同比增长19.60%至836.28亿元。受此影响，公司财务杠杆持续下降，2017年末公司资产负债率为46.83%，同比下降2.19个百分点；总资本化率为33.78%，同比下降2.63个百分点。另截至2018年3月末，公司资产总额为1,619.59亿元，负债总额为781.78亿元，资产负债率和总资本化比率分别为48.27%和35.66%。

图1：2015~2018.Q1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2017年末，公司流动资产为878.30亿元，同比增长6.61%，占总资产的55.84%。流动资产主要由货币资金、发放贷款及垫款、预付账款、其他应收款和存货构成。截至2017年末，公司货币资金余额为340.30亿元，较上年末增长25.07%；同期公司发放贷款及垫款<sup>4</sup>总额为104.28亿元，同比增长147.05%，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各类贷款；同期末预付账款余额为86.68亿元，主要系预付部分供应商货款；存货余额为185.51亿元，同比增长28.90%，其中库存商品占比97.27%；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27.90亿元、69.19亿元和66.54亿元，分别同比增长25.18%、68.96%和下降67.55%。

截至2017年末，公司非流动资产为694.47亿元，同比增长26.77%。非流动资产主要由可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产、无形资产等构成。截至2017年末，可供出售金融资产为314.63亿元，同比增长24.18%，主要系所持有的阿里巴巴<sup>5</sup>股权公允价值变动上升所致；投资性房地产和固定资产余额分别为31.78亿元和143.73亿元，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；此外，同期天天快递纳入公司合并报表范围评估增值部分带来无形资产、商誉等科目的较快增长，年末无形资产余额为82.16亿元，同比增长44.52%；商誉为23.95亿元，同比增长461.21%。

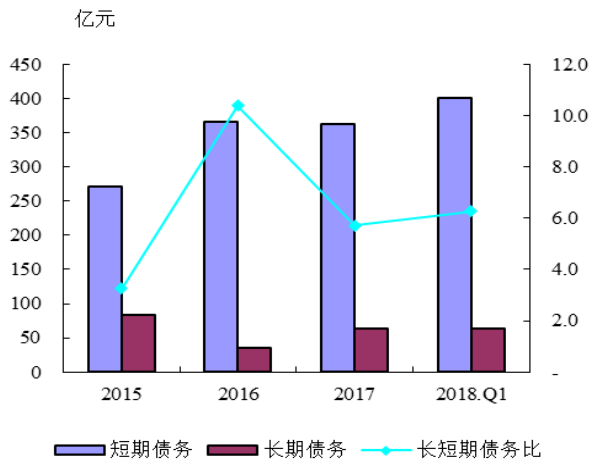
负债构成方面，公司负债主要由应付账款、其他应付款及有息债务构成。截至2017年末，公司应付账款余额为130.95亿元，同比增长4.78%，主要系未支付供应商货款；同期其他应付款余额为103.03亿元，主要系应付工程、广告、市场推广费及信息技术服务费等，同比增长26.01%。有息债务方面，随着经营规模的不断扩大，公司对资金需求持续增长。截至2017年末，公司总债务为426.60亿元，同比增长6.53%。同期，公司长短期债务分

<sup>4</sup> 发放贷款及垫款中期限为一年以上的共计29.32亿元。

<sup>5</sup> 截至2017年末，公司共持有阿里巴巴股份20,824,689股，占其目前总发行股份比例为0.82%。

别为 63.54 亿元和 363.06 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年的 10.38 倍下降至 5.71 倍，但公司短债偿债压力仍较大，债务期限结构有待优化。另截至 2018 年 3 月末，公司总债务为 464.30 亿元，长短期债务比为 6.28 倍。

图 2：2015~2018.Q1 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，受益于公司留存收益的积累及阿里巴巴等股份公允价值的增加，2017 年公司资产和自有资本规模均有所增长，公司财务杠杆比率相应下降，但公司债务期限仍以短期债务为主，债务期限结构有待优化。

## 盈利能力

2017 年公司实现营业收入 1,879.28 亿元，较上年上升 26.48%，其中，主营业务收入为 1,850.16 亿元，同比增长 26.33%，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，公司主营业务各类型产品收入同比均有所上升。毛利率方面，受线上销售占比提升等影响，2017 年公司主营业务毛利率有所下降，为 13.08%，同比下降 0.31 个百分点。另 2018 年 1~3 月公司实现营业收入 496.20 亿元，同比增长 32.76%，同期公司毛利率为 16.37%，与上年同期基本持平。

表 7：2015~2017 年公司主营业务毛利率情况

	单位：%		
	2015	2016	2017
通讯产品	7.89	7.04	5.21
小家电等产品 <sup>6</sup>	18.48	18.22	18.93
数码及 IT 产品	4.72	3.97	2.92
白色电器产品	17.93	17.72	18.69
黑色电器产品	17.74	16.91	16.26
空调产品	16.39	15.98	16.25
安装维修业务	20.14	14.72	15.64
其他收入 <sup>7</sup>	20.15	72.77	41.97
合计	13.70	13.39	13.08

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，随着收入规模的增加，租金、装修、水电费、折旧等固定费用率水平有所下降，促使期间费用收入占比下降，2017 年公司期间费用合计为 258.06 亿元，同比增长 18.30%，占营业收入的 13.73%，期间费用占比较上年下降 0.95 个百分点，随着公司销售规模的增长，公司期间费用率的控制能力有所改善。

表 8：2015~2018.Q1 公司三费分析

	单位：亿元			
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	166.45	174.51	206.36	59.09
管理费用	42.91	39.46	48.64	15.57
财务费用	1.04	4.16	3.06	1.93
三费合计	210.40	218.13	258.06	76.59
营业总收入	1,355.48	1,485.85	1,879.28	496.20
三费收入占比	15.52%	14.68%	13.73%	15.44%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润方面，2017 年公司实现利润总额 43.32 亿元，同比增长 380.86%。得益于公司收入规模的上升及期间费用收入占比下降，2017 年公司经营性业务利润亏损有所收窄，当期实现经营性业务利润由上年亏损 10.59 亿元下降为亏损 0.40 亿元；同期公司实现投资收益 43.00 亿元，主要系公司基于整体发展战略安排，出售了部分阿里巴巴股份所致。2018 年 1~3 月，公司实现利润总额 1.27 亿元，其

<sup>6</sup> 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。

<sup>7</sup> 其他行业主要包括开放平台服务收入、苏宁物流社会化收入、自建店配套物业销售收入等。

中经营性业务利润为 2.95 亿元，同比增加 2.19 亿元，经营性业务利润盈利能力较好；投资收益为 1.11 亿元，主要来源于公司理财产品的收益。

总体来看，得益于 2017 年公司收入规模的上升，规模效益逐步显现，期间费用收入占比下降，经营性业务亏损收窄，但公司利润仍主要来源于非经营性业务。

## 偿债能力

从债务规模来看，2017 年公司总债务随经营规模的扩张而增长，为 426.60 亿元，同比增长 6.53%；同期公司长短期债务比由上年的 10.38 倍下降至 5.71 倍，公司短期债务占比较高，面临一定的即期偿债压力。另截至 2018 年 3 月末，公司总债务为 464.30 亿元，长短期债务比为 6.28 倍。

从主要偿债能力指标来看，2017 年公司 EBITDA 为 70.80 亿元，同比增长 115.39%。同期，总债务/EBITDA 为 6.03 倍，同比下降 6.15 倍；EBITDA 利息倍数为 10.33 倍，同比上升 5.48 倍，EBITDA 能够对债务利息支出形成较好保障。

现金流方面，由于 2017 年小额贷款、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流由上年的净流入 38.39 亿元减少至净流出 66.05 亿元；同期公司经营性净现金流/总债务为 -0.15 倍，经营性净现金流利息倍数为 -9.64 倍，经营活动净现金流对债务本息保障程度较弱。

表 9：2015~2018.Q1 公司主要偿债能力指标

	2015	2016	2017	2018.Q1
短期债务（亿元）	271.93	365.26	363.06	400.50
总债务（亿元）	355.28	400.44	426.60	464.30
EBITDA（亿元）	38.86	32.87	70.80	-
资产负债率（%）	63.75	49.02	46.83	48.27
总资本化率（%）	52.67	36.41	33.78	35.66
经营净现金流/总债务（X）	0.05	0.10	-0.15	-0.06
总债务/EBITDA（X）	9.14	12.18	6.03	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.84	4.85	10.33	-
经营净现金流/利息支出（X）	3.05	5.66	-9.64	-

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 2017 年末，公司拥有银行授信 435.32 亿元，其中未使用授信额度 216.55 亿元，且公司作为上市公司，融资渠道畅通。

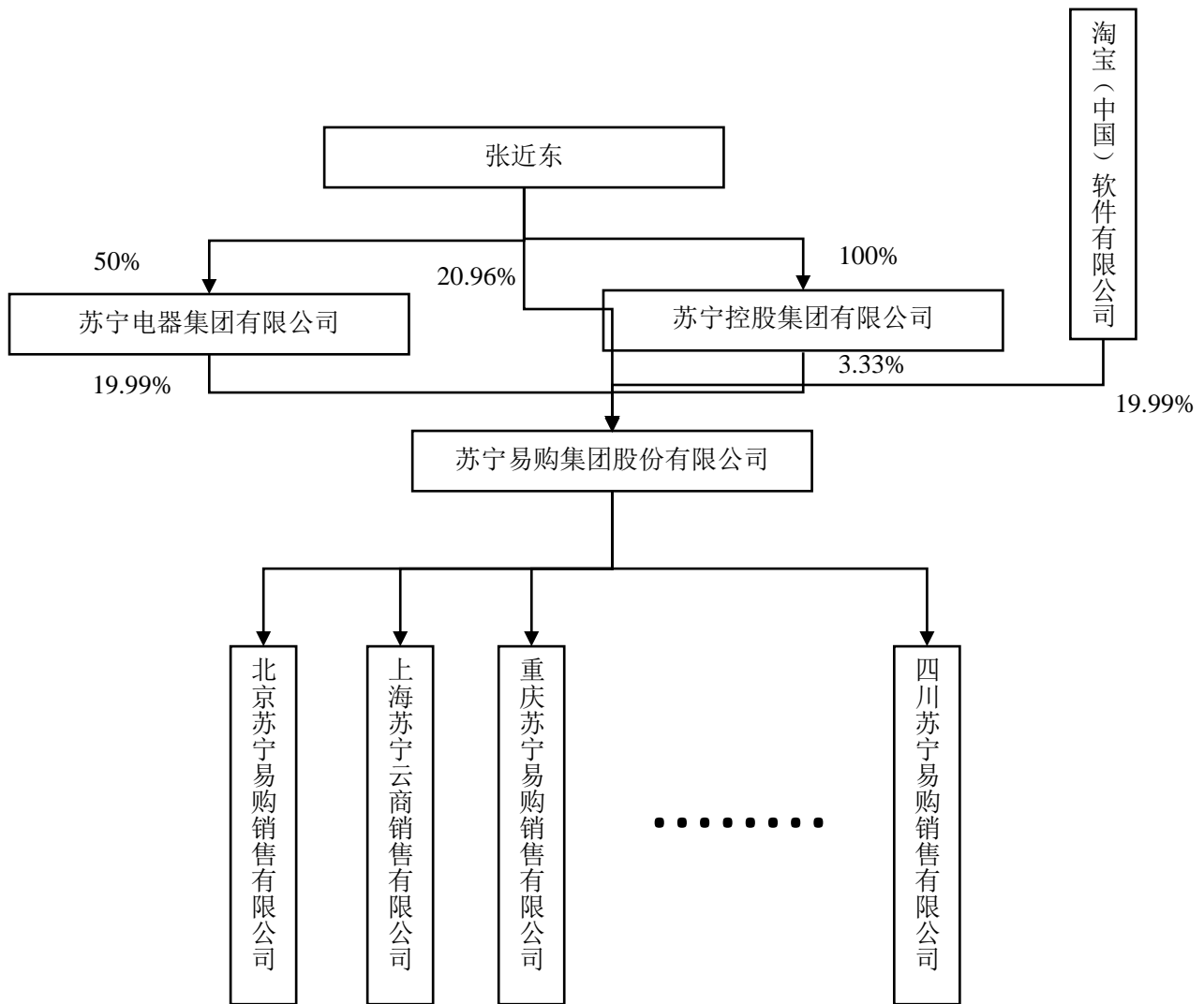
或有负债方面，截至 2017 年末，公司无对生产经营产生影响的未决诉讼、仲裁事项以及对外担保事项。

整体来看，跟踪期内苏宁易购在门店数量、经营区域覆盖范围以及销售规模等方面持续增加，居于国内家电零售行业领先地位，规模优势明显。得益于历年留存收益的积累及阿里巴巴等股份公允价值价值的上升，公司所有者权益增长较快，财务杠杆较稳健，同时货币资金较为充裕，且备用流动性充足，公司整体偿债能力极强。

## 结论

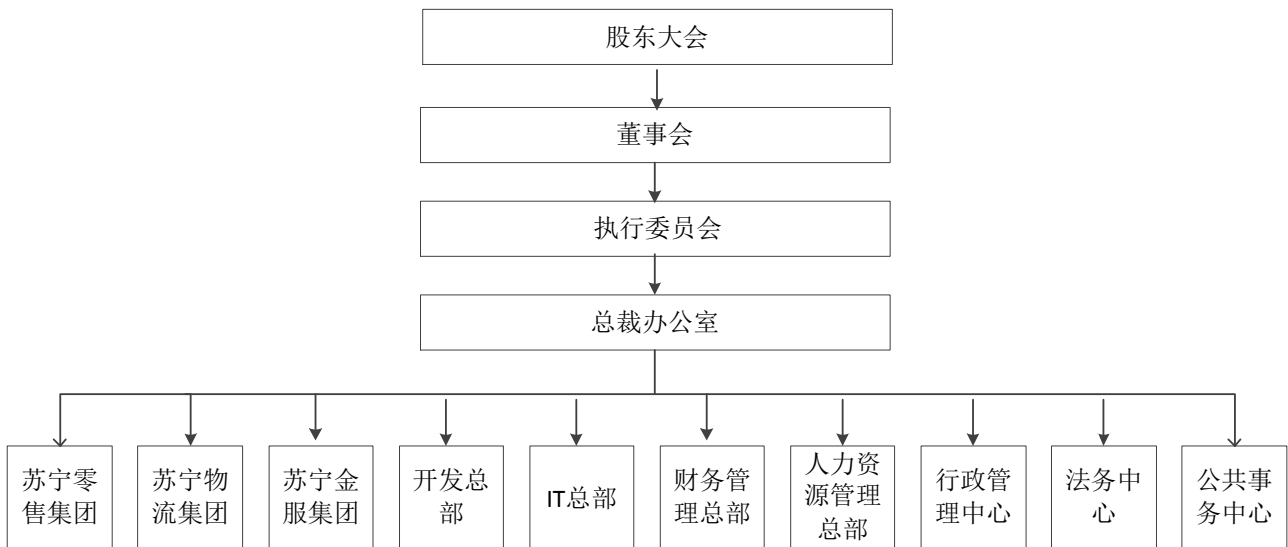
综上所述，中诚信证评维持苏宁易购主体信用等级AAA，评级展望为稳定；维持“苏宁云商集团股份有限公司2013年公司债券（第二期）”信用等级为AAA。

附一：苏宁易购集团股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 03 月 31 日）



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 2018 年 03 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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	2,711,555.70	2,720,922.90	3,402,968.40	3,603,300.70
应收账款净额	70,561.70	110,353.10	238,918.00	293,990.90
存货净额	1,400,479.70	1,439,229.70	1,855,149.00	2,013,341.30
流动资产	5,675,186.70	8,238,363.50	8,782,967.90	9,348,391.30
长期投资	205,669.60	2,575,228.60	3,327,865.60	3,222,704.90
固定资产合计	1,679,347.00	1,663,389.00	1,805,995.40	1,816,228.00
总资产	8,807,567.20	13,716,724.10	15,727,668.80	16,195,894.10
短期债务	2,719,277.30	3,652,590.00	3,630,623.90	4,004,962.50
长期债务	833,501.30	351,802.10	635,366.30	638,022.80
总债务（短期债务+长期债务）	3,552,778.60	4,004,392.10	4,265,990.20	4,642,985.30
总负债	5,615,060.60	6,724,526.30	7,364,903.30	7,817,831.00
所有者权益（含少数股东权益）	3,192,506.60	6,992,197.80	8,362,765.50	8,378,063.10
营业总收入	13,554,763.30	14,858,533.10	18,792,776.40	4,962,034.40
三费前利润	1,898,065.50	2,075,433.50	2,576,667.90	795,386.10
投资收益	165,476.40	144,542.00	430,035.60	11,106.90
净利润	75,773.20	49,323.20	404,953.80	8,345.40
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	388,606.60	328,694.70	707,975.80	-
经营活动产生现金净流量	173,333.90	383,923.50	-660,529.30	-264,889.20
投资活动产生现金净流量	-28,618.50	-3,961,252.40	1,343,747.30	283,512.10
筹资活动产生现金净流量	289,637.50	3,675,806.40	-91,051.00	-88,318.60
现金及现金等价物净增加额	452,059.40	108,354.10	565,330.00	-113,335.10
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	14.44	14.36	14.10	16.37
所有者权益收益率（%）	2.37	0.71	4.84	0.40
EBITDA/营业总收入（%）	2.87	2.21	3.77	-
速动比率（X）	0.93	1.11	1.08	1.07
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.10	-0.15	-0.23
经营活动净现金/短期债务（X）	0.06	0.11	-0.18	-0.26
经营活动净现金/利息支出（X）	3.05	5.66	-9.64	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.84	4.85	10.33	-
总债务/EBITDA（X）	9.14	12.18	6.03	-
资产负债率（%）	63.75	49.02	46.83	48.27
总债务/总资本（%） （总资本化比率）	52.67	36.41	33.78	35.66
长期资本化比率（%）	20.70	4.79	7.06	7.08

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、2015~2017 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，2018 年 3 月末未调整；

3、2018 年一季度所有者权益收益率已年化处理。

**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+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

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

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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
<b>AA</b>	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
<b>A</b>	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
<b>BBB</b>	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
<b>BB</b>	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>B</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
<b>CCC</b>	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
<b>CC</b>	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
<b>C</b>	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

<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	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。