



信用等级通知书

信评委函字[2013] 028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拟发行的“苏宁云商集团股份有限公司2013年公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。



苏宁云商集团股份有限公司 2013 年公司债券（第二期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	苏宁云商集团股份有限公司
申请规模	不超过 35 亿元（含 35 亿元）
债券期限	本期债券按不同期限分为 5 年期及 6 年期两个品种。

概况数据

苏宁云商	2010	2011	2012	2013.Q1
所有者权益（亿元）	188.45	230.31	291.12	294.55
总资产（亿元）	439.07	597.86	761.62	714.33
总债务（亿元）	147.07	224.03	304.93	272.50
营业收入（亿元）	755.05	938.89	983.57	272.01
营业毛利率（%）	17.83	18.94	17.76	16.16
EBITDA（亿元）	59.26	74.57	47.52	-
所有者权益收益率（%）	21.79	21.22	8.61	5.76
资产负债率（%）	57.08	61.48	61.78	58.77
总债务/EBITDA（X）	2.48	3.00	6.42	-
EBITDA 利息倍数（X）	3995.69	645.20	51.18	-

- 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、2013年Q1所有者权益收益率指标经年化处理。
3、苏宁电器股份有限公司于2013年3月22日更名为苏宁云商集团股份有限公司，股票简称由“苏宁电器”变更为“苏宁云商”。

基本观点

中诚信证评评定“苏宁云商集团股份有限公司（以下简称“苏宁云商”或“公司”）2013 年公司债券（第二期）”的信用级别为 **AAA**，该级别反映了本次债券信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定苏宁云商主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定。该级别反映了苏宁云商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。中诚信证评肯定了公司明显的规模优势及行业领先地位、明确的战略规划和良好的业务发展前景、内生式增长模式、完善的后台平台支持、稳健的资本结构以及充裕的货币资金等优势。同时，中诚信证评也关注到行业增速趋缓以及电子商务平台对公司未来业务发展以及盈利能力带来的挑战，传统零售行业利润空间有所下滑，进而可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 规模优势明显，行业领先地位稳固。截至 2012 年 12 月 31 日，公司门店数量达到 1,705 家，门店总面积 695.60 万平方米；2012 年，公司共完成营业收入 983.57 亿元，综合营业毛利率为 17.76%。公司在门店数量、收入规模以及盈利能力等方面均居于国内家电连锁行业领先地位。
- 内生式的增长模式。公司一直致力于加强内部管理和稳定单店效益，以建立自有店模式为主进行扩张，这种内生式增长相较于大规模并购的发展模式而言，更具长期发展优势。
- 线上业务高速发展，成效显著。公司“苏宁易购”品牌于 2010 年正式上线，3 年内收入规模实现跨越式增长，收入和点击量排名均处于行业前列，为公司业务转型和发展提供良好基础。
- 完善的后台平台支持体系。公司在业务快速发展的同时，着重建设物流、售后、客服以及信息系统体系，建立起服务平台，有效支撑了销售平台的规模化复制。在不断强化后台服务建设的同时，加强了企业核心竞争力，提升了公

分 析 师

邵津宏 jhsjhc@ccxr.com.cn
刘冰 oliu@ccxr.com.cn
安云 yan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013 年 5 月 29 日



司品牌形象。

- 稳健的财务结构和很强的再融资能力。截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 61.78%和 51.16%，处于行业较低水平，财务结构稳健性较好。此外，公司银行授信额度充裕，资本市场融资渠道通畅，具备很强的再融资能力。
- 货币资金充裕，获现能力很强。截至 2012 年 12 月 31 日，公司货币资金余额达到 300.67 亿元，货币资金规模较大，当年经营性现金流和 EBITDA 分别为 52.99 亿元和 47.52 亿元，资产流动性很强且具备很好的获现能力。

关 注

- 行业增速放缓趋势明显。伴随行业补贴政策的退出，2011 年及 2012 年家电行业增长速度明显放缓并出现下滑，行业盈利空间进一步收窄，外部环境不景气为公司经营带来一定压力。
- 盈利能力下滑。虽然苏宁云商旗下的“苏宁易购”已成功上线，但鉴于行业竞争激烈，低价竞争普遍存在，短期内“苏宁易购”的盈利情况值得关注。此外，公司传统门店也面临收入增长放缓，可比店面销售收入同比下降，盈利能力短期下滑的情况。

主体概况

苏宁云商集团股份有限公司（以下简称“苏宁云商”或“公司”）前身是江苏苏宁交家电有限公司，成立于1996年5月15日，系由南京苏宁实业总公司及自然人张近东、刘辉、张桂民、张国庆、艾苏芬、刘晓萌、卢锦文、王益、陆勤、曾军等共同出资成立。

2000年7月28日，江苏苏宁交家电有限公司经江苏省工商行政管理局批准更名为江苏苏宁交家电集团有限公司；2000年8月30日，经国家工商行政管理局批准更名为苏宁交家电（集团）有限公司；2001年6月28日，经江苏省人民政府苏政复[2001]109号文批准，苏宁交家电（集团）有限公司以2000年12月31日经审计的净资产为基础，按1:1比例折股，整体变更为苏宁电器连锁集团股份有限公司，注册资本变更为6,816万元；2004年7月7日，经中国证监会证监发行字（2004）97号文核准，公司向社会公开发行人民币普通股2,500万股，募集资金3.95亿元。2004年7月21日，公司股票在深圳证券交易所挂牌上市。2005年9月29日，经公司2005年第二次临时股东大会审议通过，公司名称变更为苏宁电器股份有限公司。2013年3月22日，苏宁电器股份有限公司更名为苏宁云商股份有限公司，证券简称变更为“苏宁云商”。截至2013年3月31日，苏宁云商总股本为73.83亿股，自然人张近东直接持有公司股份19.52亿股，占公司总股本的26.44%，为公司实际控制人。

苏宁云商是中国家电零售行业的龙头企业之一，中国3C（家电、IT、消费类电子）商品零售连锁行业的领先者，国家商务部重点培育的“全国15家大型商业企业集团”之一，2012年公司营业收入规模为家电零售行业排名第一和连锁百强排名第一。公司目前经营的商品涵盖空调、冰洗、彩电、音像、小家电、通讯、电脑、数码、OA办公、母婴用品、厨卫、以及百货、图书、家居等十多个品类。截至2012年12月31日，公司已在中国大陆地区进入271个地级以上城市，并进入香港和日本市场，拥有1,705家连锁店，门店总面积达695.60万平方米。

截至2012年12月31日，公司总资产761.62

亿元，负债总额470.50亿元，所有者权益共计291.12亿元。2012年，公司共实现营业收入983.57亿元，取得净利润25.05亿元，经营性现金净流量52.99亿元。

截至2013年3月31日，公司总资产714.33亿元，负债总额419.77亿元，所有者权益共计294.55亿元。2013年第一季度，公司共实现营业收入272.01亿元，取得净利润4.23亿元，经营性现金净流量-7.46亿元。

本期债券概况

表1：本期公司债券概况

债券概况	
债券品种	公司债
发行规模	不超过35亿元（含35亿元）
债券期限	本期债券按不同期限分为5年期及6年期两个品种
债券利率	固定利率债券，票面利率由发行人与保荐机构（主承销商）通过市场询价方式确定
还本付息期限和方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利，本期债券按年付息、到期一次还本
募集资金用途	补充营运资金及调整债务结构

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

行业供需情况

宏观经济的快速发展是带动社会消费增长和零售业发展的根本因素。“十一五”时期，中国社会消费品零售总额年均复合增长率达到18.7%，家电行业表现出了较大的发展潜力。进入“十二五”时期后，为贯彻国民经济和社会发展的“十二五”规划和《国内贸易发展规划（2011-2015年）》，商务部提出了加快零售业发展方式的改变和创新、各种业态协调发展等意见，并设定了十二五社会消费品零售总额年均增速达到15%的发展目标。

2007~2011年，我国社会消费品零售总额分别为89,210亿元、108,488亿元、125,343亿元、156,998亿元和183,919亿元，年均增长率均在15%以上。2011年我国社会消费品零售总额同比增长17.1%，剔除价格因素，实际增长率为16.1%，行业基本保持了前阶段的发展增速。但受经济增速放缓、CPI维持高位影响，从2011年第四季度开始，零售行业呈现增速趋

缓态势。

2012年，国际经济增长乏力，国内经济转型发展复杂严峻，国内生产总值增长7.8%，增幅比2011年回落1.5个百分点。2013年2月22日，国家统计局公布，2012年1-12月份社会消费品零售总额为210,307亿元，同比增长14.3%，增速较上年回落2.8个百分点，其中，城镇消费品零售额为182,414亿元，同比增长14.3%，较上年减缓2.9个百分点；乡村消费品零售额为27,893亿元，同比增长14.5%，较上年减缓2.2个百分点。

家电零售方面，根据国家统计局发布的数据显示，2011年限额以上企业家用电器和音响器材类产品全年零售额达到5,375亿元，同比增长21.60%。受益于国家家电下乡、家电补贴等多重利好政策影响，2011年国内家电零售行业仍保持高速增长态势。

根据中华全国商业信息中心的统计，2012年全国百家重点大型零售企业零售额名义同比增长10.8%，增速相比去年大幅放缓11.8个百分点，其中，家用电器零售额同比增长3.0%，比去年同期放缓13.9个百分点。家电行业由于激励政策退出，行业规模出现阶段性的下滑，据北京中怡康时代市场研究有限公司数据显示，2012年整体家电市场零售总额为11,596亿元，同比下降4.83%。行业疲软，消费市场受挫，尤其是部分发达富裕的一二线城市波动较为明显。

目前中国为全球家电主要产地，拥有全球家电产品最完备的产业链系统，人力成本优势和规模经济促使全球产能向中国大陆转移趋势日益明显。随着未来全球产能的进一步转移，国内家电制造行业的产能过剩情况将更为明显。家电制造商价格竞争日益激烈，同时又需支付流通环节较高的各类销售费用，行业利润率偏低，经营效益不理想情况下短期内难有较大改善，而以上因素也使得家电制造商与传统家电零售巨头的矛盾日益突出，部分家电制造商通过专营店、电商等多种模式拓展自身的销售渠道，以摆脱对传统零售巨头的过度依赖。

行业竞争格局

改革开放以来，中国家电行业经历了从短缺经济时代的卖方市场向买方市场的转变，对家电流通

环节的业态变迁产生了深远影响。

1995年之前中国家电业整体呈现供不应求的态势，大量的需求缺口和高额的行业利润促使家电制造商重产量而轻销售，故资金实力强大的国营家电批发商凭借其货源优势成为行业主要经销商。90年代中后期，随着家电制造业产能的快速扩张和释放，中国家电业逐渐呈现供过于求的买方市场格局。激烈的价格竞争导致行业利润率不断下降，各大家电制造商为争取流通环节利润空间开始注重维护和建设自营渠道，品牌专营店、专卖店等业态在这一时期得到较快发展。同时，国营大商场开始通过出租场地、承包经营等方式转嫁商业风险，这一时期，国美、苏宁、三联等民营企业依靠灵活的经营方式和成本控制力不断扩大其市场份额。

进入21世纪后，积累了足够利润的民营企业开始快速扩大规模，短短几年内各大家电零售商的门店几乎覆盖了全国所有的一、二级城市，形成了专业家电连锁店的零售业态。家电连锁企业通过广泛的网络覆盖，形成规模优势，对上游的议价能力增强，物流配送体系也较为成熟，销售人员专业化程度以及售后服务专业化程度较高，在一二线城市的家电及消费类电子市场占据绝对的优势。随着城镇化进程的加快，大型家电连锁企业推进销售渠道下沉，逐步拓展三四级市场，市场份额逐步提升。与此同时，随着互联网技术、智能终端等信息科技的快速发展和应用，要求零售业必须实现转型升级，大型的家电连锁企业纷纷拓展其线上业务。相较于原有的传统电商企业，家电连锁企业在品牌形象、供应链管理、物流网络等方面具有优势，电子商务业务取得了一定的发展。未来线上线下融合、虚实互动的零售发展模式将成为行业主要发展趋势。

行业关注

补贴机制逐渐退出

自2008年以来，国家先后出台了多个扩大内需，促进家电市场消费的利好政策，包括家电补贴、家电下乡等，政策支持力度较大，对于政策期内家电零售额的增长起到了明显的促进作用。进入2011年，各类激励措施效应逐渐减弱，部分补贴政策也已经到期，随着补贴机制的逐渐退出，2011年及

2012年上半年家电行业增长速度明显放缓。2012年5月，国家出台了节能减排的环保补贴政策，投入资金达到979亿元，其中安排用于家电节能环保补贴的金额为265亿元，补贴推广期暂定为一年。

虽然此次节能环保补贴对家电零售市场仍能产生一定的提振作用，但相较于以前较大力度的补贴政策而言，此次补贴无论在规模、使用范围、以及期限上都有所缩小。且未来国家补贴政策也逐渐偏向于符合产业政策、产业发展需要和节能环保方向的补贴为主，而家电零售行业的增长对于政策的依赖程度将有所弱化，仍需依赖终端消费者的刚性需求增长。

成本压力上升

而在过去几年以来，中国家电零售行业发生着潜移默化的转型变革。一方面，宏观调控的影响、国内外经济形势的震荡，使得零售流通业巨头在快速扩张的同时，并未能实现收入的预期高速增长，整体盈利能力有所下滑。

与此同时，人力成本、租金成本的大幅上升给传统零售企业带来较大的明显的成本上升压力。其中，租金成本已经成为对传统零售企业业绩影响最大的变量之一。近年来，主要连锁商业企业的租金绝对值增幅显著高于收入增速，能够充分反映行业趋势、模式特点和企业能力的毛利率指标提升幅度慢于租金费率提升幅度。考虑到未来优质商业物业的租金水平仍有持续上升的动力，将进一步增加传统家电零售商的成本压力。

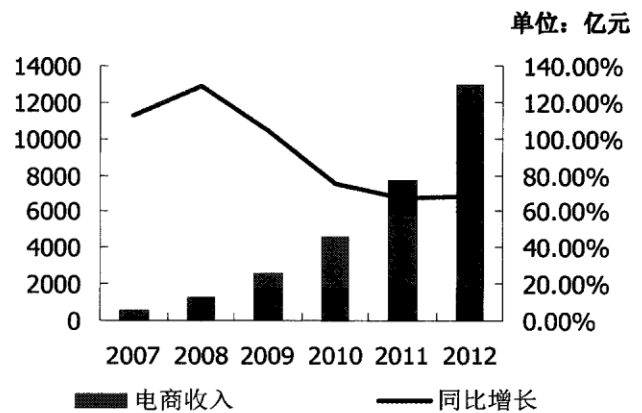
网购竞争加剧

电商模式的高速增长瓜分了家电零售市场的相当一部分份额，且扩张速度逐年加快，对传统家电零售商也形成了巨大冲击。2008年以来，国内电商市场每年增速超过50%，2011年电商市场销售额已经达到7,735.60亿元。市场份额方面，线上渠道近年的市场份额也在迅速提升。2009~2011年国内电商家电类零售额占比分别为0.58%、2.73%和4.93%，2010年和2011年同比分别增长了489%和108%，而消费类电子占比提升则更为明显，2009~2011年占比分别为1.32%、5.82%和10.63%。

2012年网购市场仍保持了较快的发展速度，艾

瑞咨询数据显示，2012年中国网络购物交易规模达到13,040亿元，同比增长66.2%，在社会消费品总零售额占比达到6.2%，较上年提升了1.9个百分点。网购市场发展较快，且从长期来看互联网的发展也成为零售行业转型升级的趋势。但短期内，网购市场对实体零售的影响仍然有限。2012年B2C行业规模同比增加95.1%至3,869.9亿元，增速快于C2C，B2C占整个网络零售行业的比重上升至29.7%；2012年C2C整体规模达到8,859.2亿元，同比增长56.4%，占比从2011年的74.7%下滑到70.3%。

图1：电商市场近年收入增长情况



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

由于电子商务类的线上购物具有一定的价格优势、购物便利程度也较高，考虑到家电、电子消费类产品，尤其是3C产品同质性明显，故此类商品的线上销售具有较强的竞争优势和替代性，对传统零售商的替代效应明显。目前苏宁、国美也同时推出了相应的线上购物平台，已进行相应的业务补充和线上市场份额的争夺。

从市场份额分布情况看，根据艾瑞咨询数据显示，2012年包含平台在内的B2C集中度有显著提升，前10名参与者的市场份额由2011年的84.2%提升到96.3%。天猫继续保持绝对的领先地位，其2012年市场份额达到56.7%，相比2011年提升3.4个百分点；京东商城位居次席，市场份额19.6%，比2011年提升2.4个百分点；苏宁易购第三，份额5.5%，比2011年提升2.2个百分点。从自营为主的B2C市场份额分布看，京东商城份额依然最大，占比近五成，相比2011年快速提升12.2个百分点。苏宁易购市场份额提升6.6个百分点至13.6%，占据第二；亚马逊中国提升1.3个百分点至6.8%，当当

网和易迅网份额分别小幅提升0.7个百分点和0.9个百分点，唯品会和1号店进入前10。

由于电商平台的建设对于企业的线上资源整合能力、互联网技术的应用、相应的销售策略等均有较高要求，传统家电零售商网上商城的发展还需要一定的市场培育周期，短期内线上业务的经营效益难有较大改善，业务转型必将对企业的财务表现有所影响。

竞争优势

规模优势明显，行业领先地位稳固

苏宁云商自2000年推进全国电器连锁经营开始，经过12年的发展，已成为中国家电零售连锁行业的龙头企业之一。截至2012年12月31日，公司门店数量达到1,705家，门店总面积695.60万平方米，覆盖大陆271个地级以上城市、香港地区和日本市场；2012年，公司共完成营业收入983.57亿元。在经营品类方面，公司经历了从空调到综合电器、3C产品再到百货、日用品、图书、虚拟产品以及金融产品的全品类转变，逐步步入了综合零售商的发展之路。目前，公司在门店数量、销售收入、盈利能力等方面均位居行业前列（表2），行业领先地位稳固。

内生式增长为长期发展奠定坚实的基础

从苏宁云商和国美电器集团两大巨头的扩张战略来看，苏宁云商主要通过自主开设门店方式实现规模的扩大，且增长较为稳健。而国美电器集团则较多采用并购方式实现业务规模的快速增长；近年来永乐、大中、山西北方电器等家电零售企业相继被国美电器集团收购。中诚信证评认为，虽然兼并收购可以在短期内达到规模的快速增长，但收购企

业通常需要较长的磨合期来实现资源的整合；而内生式增长则更利于企业长期稳定的发展。从近三年的营业收入规模增速来看，2010~2012年，苏宁云商的营业收入增速分别为29.51%、24.35%和4.76%；而同期国美电器的营业收入增速则分别为19.32%、17.50%和-19.98%。苏宁云商长期、稳定的增长潜力已逐步显现。

完善的后台平台支持体系

物流平台方面，公司目前全面推行第三代物流基地的建设计划，每个物流基地集物流配送中心、售后服务中心、呼叫中心、数据中心、培训中心和后勤中心等功能于一体。通过机械化作业与信息化管理，可支持年均50亿元的商品销售规模，零售配送半径最大达到300公里。截至2012年12月31日，公司已在沈阳、北京、南京等11个城市建成物流基地并投入使用，同时哈尔滨、青岛、广州、厦门等16个城市物流基地在建，另15个城市物流基地完成土地签约，此外公司位于北京、沈阳、成都、武汉等地的小件商品自动分拣仓库项目也在加快推进。售后服务/客服平台方面，公司面向消费者推出了“延时赔付承诺”、“空调售后退换货送装一体服务”、以及“售后2小时准时化服务”政策，并建立了全流程监管，强化了服务监管职能，售后服务水平不断提升。信息平台方面，苏宁云商是行业内信息系统建设方面的先行者，2005年开始开发SAP系统，2006年上线。公司目前基本形成了系统化的信息平台，从采购、物流、结算、资金的作业链，配送、售后、客服的服务链，到财务、人事的管理体系，全面提供信息系统的支撑，为提高公司内部管理效率，增强内部管理控制力提供了良好支持。

表2：截至2012年12月31日，苏宁云商与国美电器比较

公司简称	发展模式	门店数量(家)	线上业务平台	2012年主要财务及业务数据		
				营业收入(亿元)	毛利率(%)	净利润(亿元)
苏宁云商	内生式增长(自建门店)	1,705	苏宁易购于2010年2月正式上线	984	17.76	25.05
国美电器	外生式增长(并购)	1,049 ¹	国美网上商城于2011年4月上线	479	16.18	-8.10

注1：此处国美电器门店数量为集团合并统计口径，非上市公司旗下门店数量；

资料来源：各上市公司年报，中诚信证评整理

总体来看，公司秉承稳健的发展模式，在连锁店快速发展和的同时，同步建设物流、售后、客服以及信息系统体系，建立起服务平台，有效支撑了销售平台的规模化复制。在不断强化后台服务建设的同时，加强了企业核心竞争力，提升了公司品牌形象。

业务运营

经过十多年的运营，苏宁云商在门店数量、经营区域覆盖程度以及经营品类数量等方面均位居行业前列。与此同时，苏宁云商的品牌价值、市场地位、营运成熟度亦大幅提升。2012年，公司实现营业收入 983.57 亿元，2010~2012 年的复合增长率达到 9.21%。2012 年 1-3 月，公司共完成营业收入 272.01 亿元，同比增长 20.14%。

门店布局及连锁发展

近年来，随着国内经济结构转型、宏观调控政策的转变以及互联网技术、智能终端等信息及科技的蓬勃发展和快速应用，中国零售行业商业模式也面临着较大的转型和升级压力。为应对市场的变化，苏宁云商正逐步由门店网络快速扩张向专注于全面精细化经营管理的过渡。2010~2012 年，公司的门店数量复合增长率为 12.72%，增速明显下降。2012 年公司新进地级城市 15 个，海内外新开店 163 家，置换/关闭连锁店 182 家。截至 2013 年 3 月 31 日，公司大陆地区门店数量为 1,604 家，门店面积 674.06 万平方米，覆盖全国 272 个地级以上城市。同时，公司在香港地区拥有连锁店 30 家，在日本市场拥有连锁店 11 家。

表3：2010~2013.Q1公司门店基本情况

	单位：万平方米			
	2010	2011	2012	2013.Q1
门店数量	1,342	1,724	1,705	1,645
其中：自有	25	33	37	37
租赁	1,317	1,691	1,668	1,608
总面积（大陆地区）	516.07	682.88	692.90	674.06

资料来源：公司定期公告，中诚信证评整理

分地区来看，公司现有门店主要集中在华东及华南地区。2012 年，华东一区和华东二区的门店数

量合计占比达到 37.42%。国际市场方面，截至 2013 年 3 月 31 日，公司分别在香港地区和日本市场拥有门店 30 家和 11 家。

从城市分布类型来看，2012 年公司在各级市场布局方面也进行了一定的小幅调整。由于公司在一级市场推进“旗舰店+互联网”的拓展方式，对无效、低效的社区店进行调整，店面数量相对减少。四级市场为公司未来发展的重点区域，短期内，公司针对前期已开设的县镇店，对面积较小、发展空间受限的店面进行了升级调整，使得 2012 年县镇店占比下降，但中长期内，四级市场的店面和收入贡献都将呈现增长趋势。此外，公司战略重点仍放在精耕细作二、三级市场上，2012 年不仅优化了该区域的店面布局，其店面数量也有所提升，新开店占比达到 76.58%，为公司未来主力发展的战略区域。

表4：截至2011、2012年公司大陆地区各级市场门店数量及占比

	2011		2012	
	数量	占比	数量	占比
一级市场	608	36.10	565	33.95
二级市场	461	27.38	472	28.37
三级市场	479	28.44	507	30.47
四级市场	136	8.08	120	7.21
合计	1,684	100.00	1,664	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，2012 年，公司继续推进“地区攻略”、“旗舰店攻略”，同步运用租赁、自建、购置多种方式，加强重点地区、重点店面的开发。截至 2012 年 12 月 31 日，公司旗舰店占比达到 20.20%，同比上升 0.43 个百分点。与此同时，公司积极借鉴海外零售业经验，应对一线城市消费升级，全面规划乐购仕生活广场的新型业态。截至 2012 年底，公司乐购仕门店已从 2011 年的 1 家迅速增加至 8 家，占比从 0.06%提升至 0.48%。目前公司乐购仕运营模式取得较好的经营效果，未来将成为公司三类特色经营模式——“超级店+旗舰店+乐购仕生活广场”的重要组成部分。2013 年计划乐购仕生活广场 20 家门店，继续深化品牌影响力，以乐购仕家电百货生活广场店为核心，加强对广场业态、进口食品、服务的特

色化经营，与商圈内原有苏宁店面形成差异化经营。

表5：2010~2012年公司大陆地区各店面类型数量

	单位：家		
	2010	2011	2012
旗舰店	239	333	336
中心店	364	437	433
社区店	584	762	777
常规店小计	1,187	1,532	1,546
精品店	10	17	6
县镇店	114	134	104
乐购仕店	-	1	8
合计	1,311	1,684	1,664

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从连锁发展的方式上看，自公司拓展连锁网络以来，主要以租赁店的方式进行扩张。一般门店租赁期限在 10~20 年不等；租金则因物业区位等因素有所不同。随着公司连锁店标准化建设的细化以及连锁发展的逐步深入，租赁店面方式存在的不足日益体现：首先，店面标准化建设难以彻底执行；其次，以租赁方式开设的连锁店在后续经营的稳定性以及到期续租时的租金水平方面存在一定的不确定性，公司部分店面持续经营存在一定的风险。

为进一步推进公司连锁平台的升级，公司近年开始逐步推进店面开发建设的系统性和标准化，有效提升店面运营质量；并通过“自建、购置、定制开发”等多种手段，完成自有门店布局。2012 年，公司分别在南京、无锡、岳阳、内江、嘉兴核心商圈新增购置店项目 5 个。截至 2013 年 3 月 31 日，公司共拥有自有物业连锁店 40 个（其中 3 家处于开业筹建期）；自行开发模式自建店 1 家，合作开发模式自建店 4 家。

2012 年，公司对自建店规划、开发、业态组合、装潢、商品规划等方面进行了明确，对自建店开发速度以及开发质量均形成了明确的指导标准，逐步形成了批量开发的能力。随着公司进一步加强与房地产开发商的合作，通过实施定制开发等方式，自建店模式将得到快速复制推广。

中诚信证评认为，自行开发和合作开发相结合的建店方式，一方面减轻了公司大规模资本支出的资金压力，另一方面也弥补了其在房地产开发的专业人才储备及管理方面的不足。但我们同时注意到，

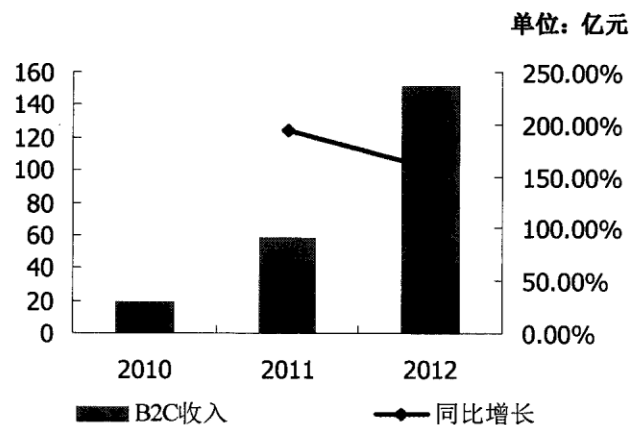
公司合作开发的对象包括公司第二大股东苏宁电器集团有限公司及其下属子公司，因而或将增加公司关联交易数量；另外，自建店方式虽可节省租金成本，但若出现商圈转移、政府规划变更等情况时，将对公司投资造成一定风险。对此，我们将长期保持关注。

苏宁易购平台发展

面对电商渠道份额的迅速上升对传统家电零售行业带来的冲击，公司在 2009 年 8 月 18 日对苏宁云商网上商城全面升级，并更名为“苏宁易购”，打造专业的家电购物与咨询网站，与公司实体店网络形成有效补充。自 2010 年 2 月正式上线以来，苏宁易购通过对页面功能、商品丰富度及展示、支付方式等方面不断优化，消费者认可度和品牌知名度持续提升。

2010、2011 和 2012 年，公司 B2C 业务分别实现含税销售收入 20 亿元、59 亿元和 152.16 亿元，呈现跨越式增长，并成为公司收入增长的主要贡献来源，2010~2012 年公司 B2C 业务收入占营业总收入比重分别为 2.65%、6.28%和 15.47%，逐年大幅提升。截至 2012 年 12 月 31 日，公司网站全球综合排名进入前 500 位，注册会员超过 2,000 万，网站访问量排名位居国内电子商务行业前三甲。

图2：苏宁易购B2C业务近年收入增长情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购及供应链方面，依托苏宁云商与全球数万家厂商建立的高效、成熟的供应链关系，苏宁易购在采购渠道上的优势较为明显，为网站的货源和商品质量提供有力保证。此外，公司拥有易付宝支付牌照以及 10 多家银行的快捷支付系统，可较好满足

用户的支付需求。

品类规划方面，公司将借助苏宁易购的平台开展多品类经营，完成从空调到综合电器、3C 产品向百货、日用品、图书、虚拟产品、金融产品等全品类经营的综合零售商的转变。苏宁易购有效地突破了实体经营的局限，充分挖掘了公司二十年来所积累的前后台能力，快速地实现品类的拓展。

售后服务方面，苏宁易购共享实体连锁的配送中心以及售后服务网点。2011 年，基于互联网应用的服务平台“服务易栈”正式完成二期升级，基本实现了所有家电品类、售后服务项目的全覆盖。此外，2011 年苏宁易购推出“安心购”服务计划，覆盖了配送时效、产品保障、售后维修等八大服务标准。

总体来看，公司目前已逐步形成了实体与线上“虚实互动”的业务发展模式，并在 2012 年搭建“苏宁连锁、乐购仕连锁、苏宁易购”三个战略业务单元协同发展的框架。一方面，“旗舰店+电子商务”的盈利模式也有效减少了店面租金和人员费用等社会成本上升带来的压力，相比大量社区店形成的销售规模，更具规模效应。但另一方面，中诚信证评也关注到，目前国内电子商务行业竞争激烈，低价竞争普遍存在，行业在短期内仍将处于微利甚至亏损状态，我们也将对“苏宁易购”的盈利情况保持关注。

采购

公司采购对象包括众多的家用电器和电子消费品供应和制造商。公司对供应商按照战略合作关系、销售贡献、毛利贡献、资金占用等多方面评定等级，然后签订采购框架协议，大部分每年一签，协议中约定账期、价格、折扣规则等，对于售后维修方面的合同则另行单独签订。2012 年，公司前五名供应商品牌分别为三星、海尔、苹果、索尼和联想。合计占当年采购总金额的比重约为 29.63%。

公司以总部集中采购为主，仅在以地方品牌为主的地区，由其所在大区进行少部分自主采购。从采购方式上来看，2012 年以来，公司深入推进定制、包销、OEM 等采购手段，这在一定程度上保证了公司毛利率的稳定。

采购结算方面，公司与供应商多采取银行承兑汇票结算。2012 年随着公司业务规模小幅增长，其

年末应付票据余额达到 242.30 亿元。中诚信证评认为，通过票据结算支付的模式部分延长了公司的采购结算周期，在一定程度上体现出零售连锁企业对渠道资源控制的回报。但值得注意的是，在上游家电行业景气度下滑的情况下，部分供应商资金链偏紧，如何在合理占用供应商资金及与供应商共抗风险、共赢发展方面取得合理平衡，将是公司需要着重关注的问题。此外，在市场竞争日趋激烈的情况下，零售连锁企业如何增强产品的竞争力并与供应商进一步深化合作关系将成为未来重点关注的战略发展方向。

销售

就销售产品来看，自 2003 年 8 月起，苏宁云商全面开始以“3C”经营为核心，经营涵盖空调、冰洗、厨卫、百货、图书等十多个品类，经营品牌数千个

从经营产品的收入和利润贡献来看，彩电、音像、碟机一直是公司收入和盈利的主要来源。伴随近年消费电子的热潮，公司通讯产品和数码及 IT 产品主营业务收入呈现持续快速增长态势。2012 年公司通讯产品主营业务收入增长 33.93%，数码及 IT 产品增速分别达到 7.58%。但受到产品本身竞争激烈、外部市场较为混乱等因素制约，通讯产品、数码及 IT 产品毛利率处于较低水平，对利润的贡献也相对较低（表 6）。

表6：2012年占公司主营业务收入或主营业务利润10%以上的主要产品情况

产品	主营业务收入	毛利率	单位：亿元、%	
			占收入比率	占利润比率
彩电、音像、碟机	214.09	20.09	22.07	26.18
数码及 IT 产品	184.49	8.86	19.02	9.95
通讯产品	165.72	11.48	17.08	11.58
冰箱、洗衣机	155.07	21.21	15.99	20.02
小家电产品 ¹	131.56	21.56	13.56	17.27
空调器产品	108.99	20.12	11.24	13.35

注1：小家电产品包括厨卫、生活电器以及百货类产品

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2012 年以来，受宏观调控政策、家电激励政策效应减弱以及房地产市场调控持续深化影响，在家电行业整体增速放缓的背景下，公司可比店面销售收入同比下降 12.38%，但相较国美电器年报披露的可比店面收入下降 24.54%而言，公司收入下滑幅度

较小。分店面和市场类型来看，精品店和三级市场收入下降幅度最大，县镇店和四级市场跌幅最小。

表 7：公司 2010~2012 年可比店面销售收入同比增速

		单位：%		
		2010	2011	2012
市场级别	一级市场	15.73	2.23	-12.17
	二级市场	15.37	4.99	-12.62
	三级市场	18.77	6.60	-13.40
	四级市场	19.73	7.00	-10.80
店面类型	旗舰店	16.18	2.43	-12.52
	中心店	14.69	3.68	-11.73
	社区店	16.74	6.36	-12.89
	精品店	-	9.78	-21.54
	县镇店	-	-	-9.14

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

发展规划

公司始终注重发展长远战略和规划，对市场环境、行业的演变不断进行前瞻性的研究。2009 年开始苏宁云商就提出了“营销变革”并率先尝试实体店与互联网业务并举的战略。通过三年的不断实践、完善，2011 年，公司完整地提出了面向未来十年发展的战略规划。

2013 年 3 月 22 日，公司正式启用“苏宁云商”这一新名称，苏宁云服务将进入全品类、全渠道、全客群的成熟推广时期，苏宁“云商”模式以及与之配套的更加专业开放的组织将清晰呈现。所谓“云商”即“店商+电商+零售服务商”，是互联网时代的零售与服务模式，将致力于打造线下连锁店面平台和线上电子商务两个平台，通过云商系统以云技术为支撑、以开放平台为架构，服务全产业、服务全客群，形成多渠道融合、全品类经营、开放平台服务的业务形态。2010 年苏宁易购正式上线，公司开始线上线下双平台的融合发展，2011 年实施新十年“科技转型、智慧服务”的发展战略，经过三年的创新转型探索，2013 苏宁零售事业的发展进入转型提速、跨越裂变的阶段。

物流建设方面，为配合公司的“云商”战略，实现线上线下融合、服务共享，公司近年在后台平台的发展和建设上投入规模较大，在电子信息平台、物流平台、客服平台和信息体系平台方面均有一定提升。截至 2012 年末，公司已在沈阳、北京、天津、

南京等 11 个城市建成物流基地并投入使用，同时哈尔滨、青岛、广州、厦门等 16 个城市物流基地在建，另 15 个城市物流基地完成土地签约，其他项目基本落实选址；此外，公司位于北京、沈阳、成都、广州、武汉等地的小件商品自动分拣仓库项目也在加快推进，预计在 2015 年前完成 60 个物流基地的建设。

同时，在小件商品自动化仓库配送体系建设方面，公司计划以南京雨花小件商品自动拣选仓库为模板，加快在北京、上海、广州等区域枢纽城市建设小件商品仓库，并最终形成 12 个小件商品自动拣选仓库的商品仓库体系，全面提升小件商品的配送范围和准确度。中诚信证评认为，公司的物流需要集中在销售环节，与第三方物流相比，采取自建物流体系的方式可与公司整体营运流程在软、硬件方面形成良好的匹配，另外更为重要的是，公司对自建的物流基地具有控制力，这为其长期快速发展提供了保障。与此同时，我们也将对未来物流基地建设的资金配备情况予以关注。

总体来看，公司以“科技转型、智慧升级”为核心，从连锁发展、营销创新、电子商务、服务升级等方面阐述了清晰的发展路径，并将最终实现由单纯的产品提供商向综合消费解决方案提供商的转变。

公司管治

上市以来，公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和《深圳证券交易所股票上市规则》等法律、法规的规定，不断完善公司法人治理结构，健全内部控制体系。相关制度建设方面，目前，公司已制定了公司《章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《内部审计制度》、《重大投资与财务决策制度》等内部规范制度，在制度上规范公司运作。

内部管理方面，为更好的配合苏宁云商模式，2013 年公司对组织架构进行了全面调整和优化，公司总部原设连锁发展、采购、运营、服务、财务、行政、苏宁易购七大经营管理总部及人力资源、法务中心两个直属部门。本次调整更加强调专业细分，并注重各业务单元的自主性及灵活性。总部管理层

面设立连锁开发、市场营销、服务物流、财务信息、行政人事五大管理总部，负责战略规划、标准制定、计划管控、资源协调；经营层面，设立线上电子商务、线下实体连锁以及商品经营三大经营总部，涵盖实体产品、内容产品、服务产品三大类 28 个事业部，形成“平台共享+垂直协同”的经营组合，支撑线上线下融合发展和全品类拓展。大区层面，进一步扁平化管理，原“大区—子公司—运营部”三级管理体制缩减为“大区—城市终端两级管理，并扩充大区和城市终端数量，增强区域化运营和本地化服务能力，提升运营效率。我们注意到，公司组织架构由原矩阵式组织调整为事业群组织模式，能够更加有效的整合内外部各种资源，最大化的调动和发掘各业务单元的经营主动性、积极性，有利于构建虚实融合、全品类拓展的新型零售模式，有力地保障苏宁“云商”模式的价值实现。

从 2001 年开始，公司就形成了连锁选址筹建、采购、店面销售、配送、售后服务、财务管理、人力资源等方面的专业化标准作业手册，在多年发展过程中，各专业化标准手册得以不断完善修订，有效保证了公司连锁发展与经营管理的稳步进行。值得提出的是，公司已将信息化的运营模式融入企业的日常管理，使其实现了物流、资金流及信息流的集成管理，在很大程度上提升了公司内部管理效率。

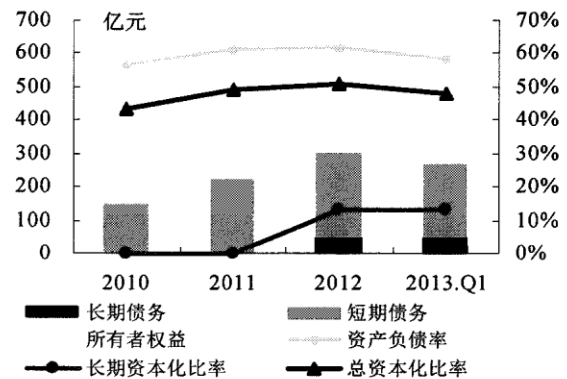
总体而言，苏宁云商已经建立了较为完善的法人治理结构，制定了较为完备的有关公司治理及内部控制的各项规章制度，并能够结合公司的实际情况、业务特点及监管部门的最新要求，对相关规章制度进行修改完善。经过多年对管理制度的完善、修订，并严格执行，我们认为苏宁云商的整体管理水平已成为其核心竞争力之一。

财务分析

以下财务分析苏宁云商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 2010、2011、2012 年度合并财务报告，以及未经审计的 2013 年一季度财务报表。

资本结构

图 3：2010~2013.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

随着近年公司转型期资本投入的增加和业务品类的拓展，公司总资产规模稳步增长，截至 2012 年 12 月 31 日，公司总资产为 761.62 亿元，2010~2012 年复合增长率达 31.71%。所有者权益方面，公司近年不断通过非公开发行股票的方式募集资金，扩充自身资本实力，其中 2009 年募集资金 30 亿元、2012 年向特定投资者发行 3.87 亿股，募集资金净额为 46.33 亿元，截至 2012 年末公司所有者权益达到 291.12 亿元，2010~2012 年复合增长率达到 24.29%。

财务结构稳健性方面，截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 61.78% 和 51.16%，处于同行业较低水平，资本结构较为稳健。2013 年第一季度公司总资产规模小幅下降至 714.33 亿元，所有者权益小幅增长至 294.55 亿元，资产负债率和总资本化比率分别下降至 58.77% 和 48.06%，处于合理水平。

表 8：截至 2012 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	761.62	61.78
国美电器	363.79	59.44
友谊股份	389.86	61.18
大商股份	142.33	67.71
豫园商城	111.54	43.03

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

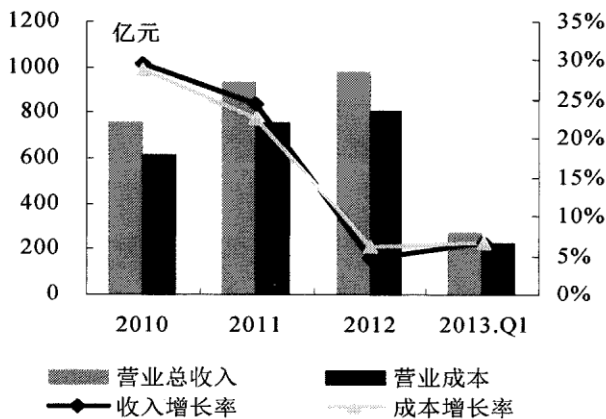
公司资产以货币资金、存货以及预付款项等流动资产为主，截至 2012 年 12 月 31 日，公司流动资产占资产总额的比重为 70.15%。这一方面体现出商业流通类企业流动资产规模较大的特点，另一方面

也因为公司目前自有店面占比尚小，固定资产规模较小所致。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，长期债务仅为2012年公司所发行的45亿元5年期公司债券。截至2012年12月31日，公司总债务为304.93亿元，其中应付票据余额达到242.30亿元，占流动负债比重较高。

总体看，公司资产规模稳步增长，且资产流动性较高。与此同时，公司债务水平适中，随着非公开发行的成功，自有资本实力得到进一步增强，资本结构较为稳健。

盈利能力

图4：2010~2013.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

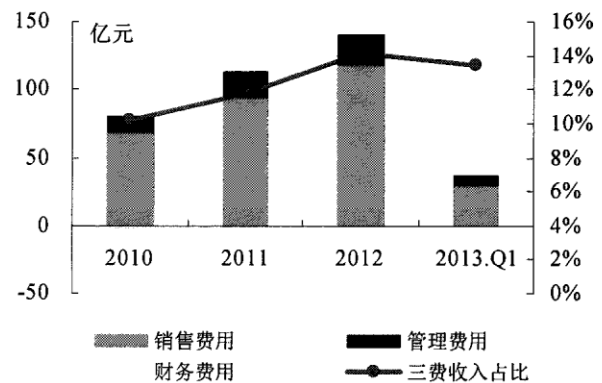
受益于产业政策支持以及公司的规模扩张策略，公司近年收入规模均大幅增长，2010~2011年公司分别实现营业总收入755.05亿元和938.89亿元，同比分别增长29.51%和24.35%。2012年受行业景气度下滑影响，公司结束了业务的高增长时期，当年实现营业收入983.57亿元，同比仅增长4.76%。分产品类别来看，2012年公司通讯产品增长速度最快，达到33.93%；其次是小家电产品，增速达到18.88%；彩电、音像、碟机和空调产品收入出现不同程度下滑。2013年第一季度，公司收入规模有所反弹，达到272.01亿元，同比增长20.14%，店面调整策略初见成效，销售增速有所回升。

营业毛利率方面，随着公司收入规模的不断扩张，公司的渠道及规模优势逐年凸显，虽然行业出现一定波动，公司营业毛利率仍保持较好水平。2010~2012年公司营业毛利率分别为17.83%、18.94%和17.76%，体现了公司整体的成本控制和成本转嫁能力。2013年第一季度公司营业毛利率略有

下降，达到16.16%。

期间费用方面，2010~2012年公司期间费用分别为76.99亿元、110.53亿元和139.75亿元，三费收入占比分别为10.20%、11.77%和14.21%。公司期间费用构成中租赁费、广告及市场拓展费用和员工工资占比较高。由于近年租金成本上涨、劳动力成本压力增加，以及营销费用规模较高，公司期间费用规模逐年快速增长，期间费用占营业收入比重略有上升。

图5：2010~2013.Q1 公司期间费用分析



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，2010~2012年公司分别取得利润总额54.02亿元、64.73亿元和32.42亿元，其中经营性业务利润分别为54.97亿元、63.61亿元和31.84亿元。2012年由于受多重因素影响，公司利润总额有所下滑，预计未来短期内盈利能力不会有明显反弹。截至2012年12月31日，公司实现净利润25.05亿元。

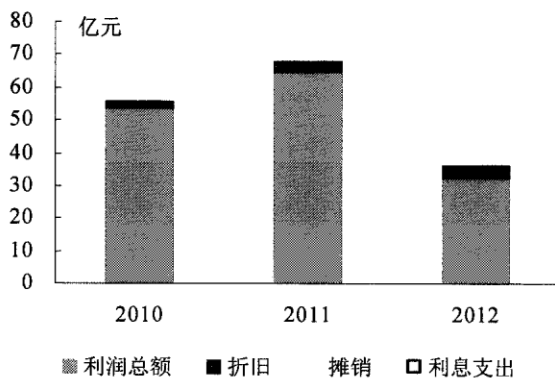
总体来看，随着公司渠道建设的逐步完善，销售网络的有效覆盖，近年公司收入规模有所增长。与此同时，我们也关注到，家电行业增速趋缓，2012年以来公司盈利水平有所下滑，费用规模增幅明显等影响其盈利能力的因素存在。

偿债能力

由于公司近年进行较大规模的新店投资和规模扩张，负债规模逐年增长，2010~2012年总债务分别为147.07亿元、224.03亿元和304.93亿元。未来根据公司资本支出计划，还将有一定规模的资金投入，主要用于连锁店的发展、物流平台建设以及信息平台的升级，债务规模存在进一步上升的可能。

获现能力方面，公司自有门店比例尚低，折旧和摊销数额相对较小，EBITDA 主要来自利润总额。近年来，公司利润总额总体规模可观，EBITDA 表现良好，2010~2012 年分别为 59.26 亿元、74.57 亿元和 47.52 亿元。从经营性现金流表现来看，公司对供应商基本采取银行承兑汇票方式结算，而实体店均采取现金结算，账款回收较为及时，经营性现金流呈现持续净流入状态，2010~2012 年分别为 38.81 亿元、65.89 亿元和 52.99 亿元经营性现金流表现良好。

图 6：2010~2012 年公司 EBITDA 构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从主要偿债指标表现来看，2010~2012 年公司总债务/EBITDA 指标分别为 2.48、3.00 和 6.42，整体债务压力不大。由于公司债务主要集中在银行承兑汇票，利息支付的压力较小，2012 年，其 EBITDA 利息保障倍数和经营活动现金流/利息支出分别为 51.18 和 57.07，虽然较 2011 年有所下滑，但公司现金获取对利息支付的保障能力仍然很强。

表 9：2010~2013.Q1 公司偿债能力分析

项目	2010	2011	2012	2013.Q1
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	44.65	44.67
总债务 (亿元)	147.07	224.03	304.93	272.50
资产负债率 (%)	57.08	61.48	61.78	58.77
总资本化比率 (%)	43.83	49.31	51.16	48.06
EBITDA (亿元)	59.26	74.57	47.52	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3,995.69	645.20	51.18	-
总债务/EBITDA (X)	2.48	3.00	6.42	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	2,617.22	570.04	57.07	-
经营活动净现金/总债务 (X)	0.26	0.29	0.17	-0.11

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司严控对外担保，截至 2013 年 3 月 31 日，公司仅有对全资子公司提供的尚未履行完毕的担保 130,000 万元，占其最近一期经审计归属母公司所有者权益比例为 4.57%，且被担保方经营状况良好，或有风险很小。

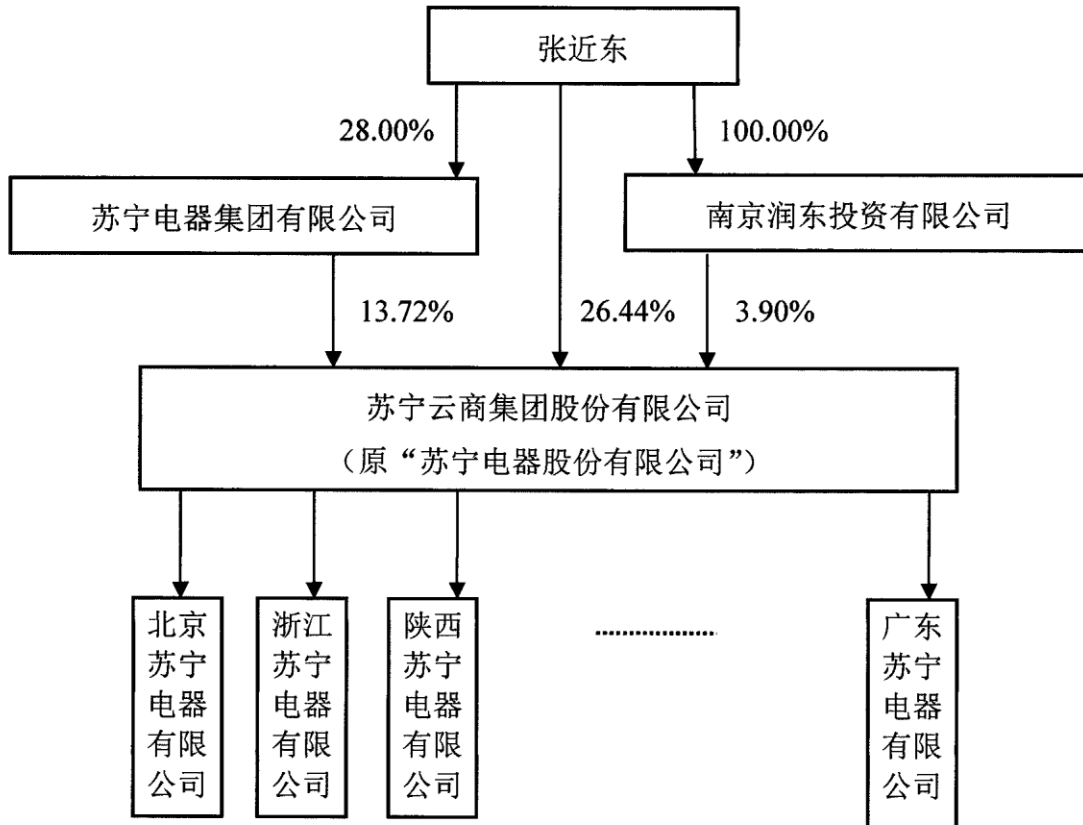
融资弹性方面，截至 2013 年 3 月 31 日，公司共获得人民币授信额度 260.15 亿元，未使用额度 116.51 亿元，此外公司还积极通过资本市场进行债权和股权融资，融资渠道较为通畅，再融资能力较强。

总的来看，公司资本结构较为稳健，资产规模逐年大幅增长，虽然盈利受行业影响出现一定下滑，但货币资金较为充裕，且现金获取对债务以及利息支付的覆盖程度很高，整体偿债能力很强。考虑到公司在国内家电零售行业的领先地位和未来的发展战略，公司的收入规模以及盈利能力仍将维持在同行业领先地位。

结 论

综上，中诚信证评认为苏宁云商偿还债务的能力极强，基本不受利经济环境的影响，违约风险极低，评级展望稳定。

附一：苏宁云商集团股份有限公司股权结构图（截至 2012 年 12 月 31 日）



注：截至 2012 年 12 月 31 日，苏宁云商集团股份有限公司下属子公司共计 469 家。

附二：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)	2010	2011	2012	2013.Q1
货币资金	1,935,183.80	2,274,008.40	3,006,736.50	2,480,397.30
应收账款净额	110,461.10	184,177.80	127,050.20	144,719.40
存货净额	947,444.90	1,342,674.10	1,722,248.40	1,491,987.10
流动资产	3,447,558.60	4,211,663.30	5,342,712.90	4,756,908.30
长期投资	79,289.60	55,655.70	57,526.10	57,432.70
固定资产合计	636,320.30	928,539.00	1,233,537.40	1,295,261.50
总资产	4,390,738.20	5,978,647.30	7,616,150.10	7,143,258.70
短期债务	1,470,728.70	2,240,330.80	2,602,721.20	2,278,288.30
长期债务	0.00	0.00	446,540.50	446,697.00
总债务(短期债务+长期债务)	1,470,728.70	2,240,330.80	3,049,261.70	2,724,985.30
总负债	2,506,199.10	3,675,593.50	4,704,996.60	4,197,746.30
所有者权益(含少数股东权益)	1,884,539.10	2,303,053.80	2,911,153.50	2,945,512.40
营业总收入	7,550,473.90	9,388,858.00	9,835,716.10	2,720,084.60
三费前利润	1,319,589.80	1,741,417.30	1,715,943.40	433,736.70
投资收益	1,062.50	15,219.20	1,250.80	31.50
净利润	410,550.80	488,600.60	250,546.20	42,272.20
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	592,561.10	745,725.30	475,236.60	-
经营活动产生现金净流量	388,133.60	658,852.00	529,944.10	-74,602.70
投资活动产生现金净流量	-566,087.20	-599,044.70	-613,645.90	-278,744.60
筹资活动产生现金净流量	12,345.00	67,940.10	816,710.10	-63,977.00
现金及现金等价物净增加额	-164,856.30	127,269.30	729,456.10	-424,241.60
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q1
营业毛利率(%)	17.83	18.94	17.76	16.16
所有者权益收益率(%)	21.79	21.22	8.61	5.76
EBITDA/营业总收入(%)	7.85	7.94	4.83	-
速动比率(X)	1.02	0.81	0.88	0.90
经营活动净现金/总债务(X)	0.26	0.29	0.17	-0.11
经营活动净现金/短期债务(X)	0.26	0.29	0.20	-0.13
经营活动净现金/利息支出(X)	2,617.22	570.04	57.07	-
EBITDA 利息倍数(X)	3,995.69	645.20	51.18	-
总债务/EBITDA(X)	2.48	3.00	6.42	-
资产负债率(%)	57.08	61.48	61.78	58.77
总债务/总资本(%)	43.83	49.31	51.16	48.06
长期资本化比率(%)	0.00	0.00	13.30	13.17

注：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

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

附三：基本财务指标的计算公式

毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

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

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

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

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 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

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

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

附四：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。

信用评级报告声明

中诚信证券证评有限公司（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受评主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与受评主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，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，不存在因受评主体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、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由受评主体提供，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。特别地，对基于受评主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、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。

关于2013年苏宁云商集团股份有限公司 公司债券跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用等级有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体及担保主体年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本期债券信用等级的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

如发行主体、担保主体未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。

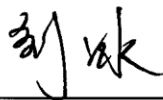
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。

(本页无正文，为《苏宁云商集团股份有限公司2013年公司债券(第二期)信用评级报告》之签署页)

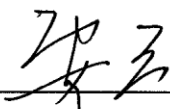
分析师：



邵津宏



刘冰



安云



中诚信证券评估有限公司

2013年5月30日