

信用等级通知书

信评委函字[2012]061号

苏宁电器股份有限公司：

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“苏宁电器股份有限公司2012年公司债券（第一期）”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。



苏宁电器股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）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 苏宁电器股份有限公司
申请规模 不超过 45 亿元（含 45 亿元）
债券期限 本期债券按不同期限分为 5 年期及 7 年期两个品种。

概况数据

苏宁电器	2009	2010	2011	2012.Q2
所有者权益（亿元）	149.25	188.45	230.31	236.30
总资产（亿元）	358.40	439.07	597.86	564.79
总债务（亿元）	140.96	147.07	224.03	214.60
营业收入（亿元）	583.00	755.05	938.89	471.91
营业毛利率（%）	17.35	17.83	18.94	18.70
EBITDA（亿元）	43.89	59.26	74.57	29.95
所有者权益收益率（%）	20.02	21.79	21.22	14.21
资产负债率（%）	58.36	57.08	61.48	58.16
总债务/EBITDA（X）	3.21	2.48	3.00	7.17
EBITDA 利息倍数（X）	2925.80	3995.69	645.20	65.93

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、2012.Q2 公司所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

中诚信证评评定“苏宁电器股份有限公司（以下简称“苏宁电器”或“公司”）2012 年公司债券（第一期）”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电器主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定。该级别反映了苏宁电器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、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，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 2011 年 12 月 31 日，公司门店数量达到 1,724 家，门店总面积 685.12 万平方米；2011 年，公司共完成营业收入 938.89 亿元，综合营业毛利率为 18.94%。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。
- 完善的后台平台支持体系。公司在连锁店面快速发展的同时，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，提升了公司品牌形象。
- 资本结构稳健。截至 2011 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 61.48% 和 49.31%，处于行业较低水平。2012 年 7 月 2 日，公司向特定投资者发行 3.87 亿股，募集资金净

分析师

邵津宏 jnshao@ccxr.com.cn

刘冰 bliu@ccxr.com.cn

安云 yan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2012 年 9 月 3 日



额 46.33 亿元，有效的扩充了自身的资本实力，也为公司后续业务的扩张提供有力保障。

- 货币资金充裕。截至 2011 年 12 月 31 日，公司货币资金余额达到 227.40 亿元，扣除 86.4 亿元的银行承兑汇票保证金、11 亿元的信用证保证金及 0.51 亿元的保函保证金外，尚有约 129 亿元的自由可支配现金，货币资金充裕。

关 注

- 行业增速趋缓。伴随行业补贴政策的退出，2011 年及 2012 年上半年家电行业增长速度明显放缓。截止 2012 年 6 月 30 日，公司完成营业总收入 471.91 亿元，同比增速仅为 6.69%，业务增速下降明显。
- 电子商务平台带来的挑战。电子商务凭借其诸多优势近年来行业增长显著，对传统实体零售商形成较大挑战。虽然苏宁电器旗下的“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。

主体概况

苏宁电器股份有限公司（以下简称“苏宁电器”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。截至2011年12月31日，苏宁电器总股本为69.96亿股，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27.90%，为公司实际控制人。

苏宁电器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。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、厨卫、以及百货、图书、家居等十多个品类。截至2011年12月31日，公司已在中国大陆地区进入256个地级以上城市，拥有1,684家连锁店，门店总面积达682.88万平方米。

截至2011年12月31日，公司总资产597.86亿元，负债总额367.56亿元，所有者权益共计230.30亿元。2011年，公司共实现营业收入938.89亿元，取得净利润48.86亿元，经营性现金净流量65.89亿元。

截至2012年6月30日，公司总资产564.79亿元，负债总额328.49亿元，所有者权益共计236.30亿元。2012年上半年，公司共实现营业收入471.91亿元，取得净利润16.79亿元，经营性现金净流量-18.53亿元。

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45亿元（含45亿元）
债券期限	本期债券按不同期限分为5年期及7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

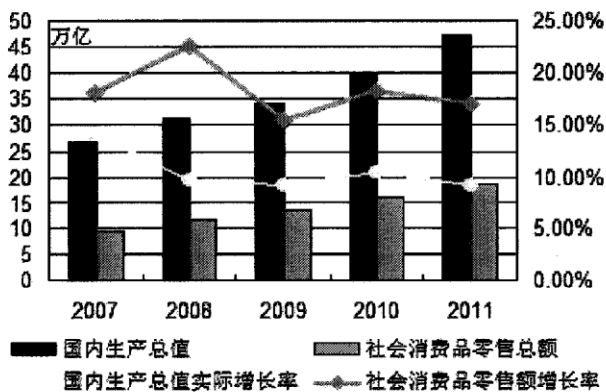
行业分析

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年上半年社会消费品零售总额为98,222亿元，同比名义增长14.4%，剔除价格因素，实际增长11.2%。

图1：2007~2011年中国GDP和社会消费品零售总额情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

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像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。进入2012年，家电零售行业增速明显放缓，截至2012年6月，限额以上企业家用电器和音像器材类销售增长仅为3.3%，而一季度增长仅为0.6%，受益于行业节能补贴等政策出台、夏季空调、彩电等家用电器销售旺季到来，2012年6月单月增速明显回升，同比增长9.5%，预计下半年行业增速将有所回升。

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。根据富士经济株式会社发布的《2011年全球家电市场总调查》中2011年全球空冰洗产量数据，中国空调、冰箱、洗衣机产量分别占全球产量的72.75%、65.32%、53.88%；Display Searc统计2011年全球电视销量2.47亿台，可测算出国内彩电产量占全球48.80%，微波炉产业规模多年由中国企业主导，全球占比80%以上。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、二线城市，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。

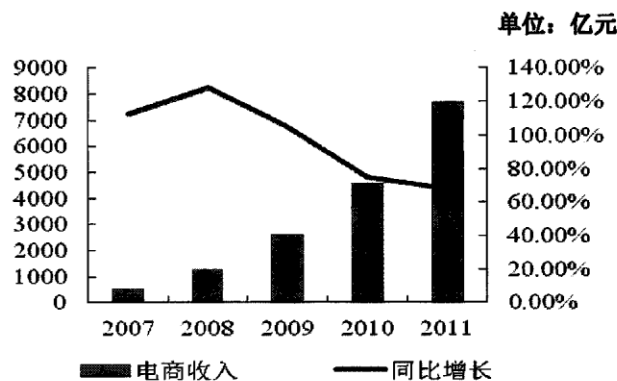
与此同时，人力成本、租金成本的大幅上升给传统零售企业带来较大的明显的成本上升压力。其中，租金成本已经成为对传统零售企业业绩影响最大的变量之一。近年来，主要连锁商业企业的租金绝对值增幅显著高于收入增速，能够充分反映行业趋势、模式特点和企业能力的毛利率指标提升幅度慢于租金费率提升幅度。考虑到未来优质商业物业的租金水平仍有持续上升的动力，将进一步增加传统家电零售商的成本压力。

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份份额，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%。

图2：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。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，苏宁易购、国美网上商城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

苏宁电器自 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 2011 年 12 月 31 日，公司门店数量达到 1,724 家，门店总面积 685.12 万平方米，覆盖大陆 256 个地级以上城市、香港地区和日本市场；2011 年，公司共完成营业收入 938.89 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

从苏宁电器和国美电器集团两大巨头的扩张战略来看，苏宁电器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，2009~2011年，苏宁电器的营业收入增速分别为16.84%、29.51%和24.35%；而同期国美电器的营业收入增速则分别为-7.02%、19.32%和17.50%。苏宁电器长期、稳定的增长潜力以逐步显现。

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6月30日，公司共有9家物流基地投入运营，另有9家物流基地进入施工阶段，完成签约储备的有28家。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，苏宁电器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。

总体来看，公司秉承稳健的发展模式，在连锁店快速发展的同时，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。

表 2：截至 2011 年 12 月 31 日，苏宁电器与国美电器比较

公司简称	发展模式	门店数量（家）	线上业务平台	2011 年主要财务及业务数据		
				营业收入（亿元）	毛利率（%）	可比门店销售收入增速（%）
苏宁电器	内生式增长（自建门店）	1,714 ¹	苏宁易购于 2010 年 2 月正式上线	939	18.94	3.39
国美电器 ²	外生式增长（并购）	1,079	国美网上商城于 2011 年 4 月上线	598	18.15	3.06

注 1：公司统计门店数量不包括日本市场；

注 2：此处国美电器为上市公司口径，国美电器集团还包括非上市门店 340 家、大中电器门店 52 家；

资料来源：各上市公司年报，中诚信证评整理

业务运营

经过十多年的运营，苏宁电器在门店数量、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，苏宁电器的品牌价值、市场地位、营运成熟度亦大幅提升。2011 年，公司实现营业收入 938.89 亿元，2009~2011 年的复合增长率达到 26.90%；2011 年公司利润总额达到 64.73 亿元，同比增长 19.83%。2012 年 1-6 月，公司共完成营业收入 471.91 亿元，同比仅增长 6.69%；利润总额为

22.04 亿元。

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，苏宁电器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。2009~2011 年，公司的门店数量复合增长率为 35.35%，较 2006~2008 年期间

的 52.10% 明显下降。2011 年公司新进地级城市 25 个、县级以上城市 130 个，全年新开 410 家店（含日本市场 3 家、香港地区 9 家）。截至 2012 年 6 月 30 日，公司大陆地区门店数量为 1,689 家，门店面积 691.94 万平方米，覆盖全国 264 个地级以上城市，同时，公司在香港地区拥有连锁店 28 家，在日本市场拥有连锁店 11 家。

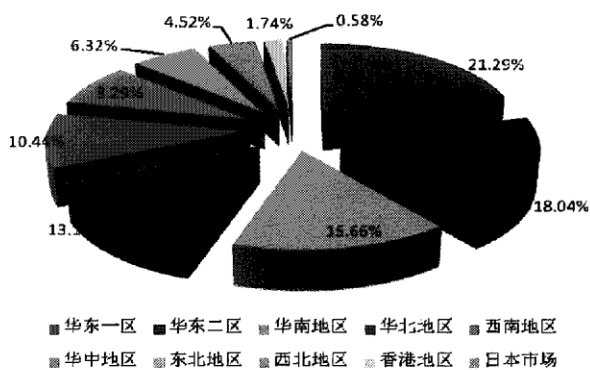
表3：2009~2012.Q2公司门店基本情况

	单位：万平方米			
	2009	2010	2011	2012.Q2
门店数量	941	1,342	1,724	1,728
其中：自有	17	25	33	35
租赁	924	1,317	1,691	1,693
总面积（大陆地区）	399.26	516.07	682.88	691.94

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。2011 年，华东一区和华东二区的门店数量合计占比达到 39.33%。国际市场方面，截至 2011 年 12 月 31 日，公司分别在香港地区和日本市场拥有门店 30 家和 10 家。

图3：2011年公司下属门店区域分布情况



注：华东一区包括江苏、安徽、山东；华东二区包括上海、福建、浙江、江西；华南地区包括广东、广西、海南；华北地区包括北京、天津、河北、山西、内蒙；西南地区包括四川、重庆、云南、贵州；华中地区包括湖北、湖南、河南；东北地区包括辽宁、黑龙江、吉林；西北地区包括陕西、甘肃、青海、新疆、宁夏。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从城市分布类型来看，随着发达地区以及各中心城市家电零售连锁市场逐渐接近饱和，三、四级市场成为家电连锁企业新的竞争点。近几年来，公司持续贯彻“横向扩张”与“纵向渗透”相结合、多业态店面同步开发模式，一方面进一步完善一、二级市场空白地区的布局，另一方面也加快了三、四级市场的发展，以实现区域间的均衡发展，并有效分

享城镇化进程带来的市场增长。截至 2011 年 12 月 31 日，公司三、四级市场门店数量占比由上一年同期的 31.04% 上升至 36.52%，增长 5.48 个百分点。

表4：截至2010、2011年公司大陆地区各级市场门店数量及占比

	2010		2011	
	数量	占比	数量	占比
一级市场	525	40.05	608	36.10
二级市场	379	28.91	461	27.38
三级市场	303	23.11	479	28.44
四级市场	104	7.93	136	8.08
合计	1,311	100.00	1,684	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，2011 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 2011 年 12 月 31 日，公司旗舰店占比达到 19.77%，同比上升 1.54 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。2011 年底，首家乐购仕广场在南京开业，营业面积超过 2 万平方米，可满足消费者在家电、餐饮、家居、休闲娱乐等多方面的需求。2012 年，在乐购仕南京银河店成功开设的基础上，公司计划向一线核心城市迅速推广综合购物广场模式，全年预计在北京、上海、广州、杭州等城市新开 18 家乐购仕生活广场店，迅速抢占发达城市差异化市场需求，公司的实体店将步入双品牌运营时代。

表5：2009~2012.Q2公司大陆地区各店面类型数量

	单位：个			
	2009	2010	2011	2012.Q2
旗舰店	161	239	333	340
中心店	290	364	437	437
社区店	489	584	762	774
常规店小计	940	1,187	1,532	1,551
精品店	1	10	17	13
县镇店	-	114	134	123
乐购仕店	-	-	1	2
合计	941	1,311	1,684	1,689

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。2011 年，公司分别在牡丹江、大庆、长春、沈阳、北京、厦门、抚州、重庆的核心商圈新增购置店项目 9 个。截至 2012 年 6 月 30 日，公司共拥有自有物业连锁店 38 个（其中 3 家处于开业筹建期）。此外，公司分别在成都、青岛开设了以合作开发模式实施的自建店项目。

2011 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 日对苏宁电器网上商城全面升级，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 和 2011 年，公司 B2C 业务分别实现销售收入 20 亿元（含税）和 59 亿元（含税）。截至 2011 年 12 月 31 日，公司注册会员超过 1,000 万，位居国内电子商务行业前三甲。

采购及供应链方面，依托苏宁电器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，并将在 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。2011年，公司前五名供应商品牌分别为三星、海尔、索尼、海信和美的。合计占当年采购总金额的比重约为26.96%。

公司目前共设有3个采购中心，分别为电器实体店采购中心、易购采购中心和乐购仕采购中心。总部集中采购占比较高，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，2011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步提升。

采购结算方面，公司与供应商多采取银行承兑汇票结算。2011年，随着公司业务规模的扩大，其年末应付票据余额达到206.18亿元。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，苏宁电器全面开始以“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，公司数码及IT产品主营业务收入呈现持续快速增长态势，2010、2011年其主营业务收入增速分别达到56.17%和38.70%。但受到产品本身竞争激烈、外部市场较为混乱等因素制约，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6：2011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	单位：亿元	
		占收入 比率(%)	占利润比 率(%)
彩电、音像、碟机	236.97	25.63	29.63
数码及IT产品	171.49	18.55	9.06
冰箱及洗衣机	156.87	16.97	21.38
通讯产品	123.74	13.38	8.48
空调器产品	112.73	12.19	14.07
小家电产品 ¹	110.67	11.97	15.25

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

2011年以来，受宏观调控政策以及家电激励政策效应减弱影响，在家电行业整体增速放缓的背景下，公司当年可比店面销售收入增速为3.39%，较2010年的15.97%出现明显的下降。其中，一线城市对宏观调控政策的敏感度较高，受政策影响较大，故一级市场可比店面销售同比增速较低。在一线城市分布较多的旗舰店、中心店也受到相对较大的影响，增速明显弱于社区店。我们认为，虽然激励政策对行业增速的带动效应将逐步减弱，但伴随公司销售渠道进一步下沉，以及物流、售后平台建设的加强，公司的整体销售仍有望保持稳定的增速。

表7：公司2009-2011年可比店面销售收入同比增速

	单位：%			
	2009	2010	2011	
市场级别	一级市场	8.34	15.73	2.23
	二级市场	3.95	15.37	4.99
	三级市场	4.43	18.77	6.60
	四级市场	-	19.73	7.00
店面类型	旗舰店	7.65	16.18	2.43
	中心店	8.59	14.69	3.68
	社区店	3.38	16.74	6.36
	精品店	-	-	9.78

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年开始苏宁电器就提出了“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。

从短期来看，公司计划从店面的经营质量提升、内部管理成本控制、产品结构优化毛利提升和市场推广活动的加强几个方面保证公司整体运营能力的提升。具体到连锁发展方面，在一线城市和发达的二线城市，继续大力推进旗舰店战略；在二、三级市场以及部分四级市场，则实行渠道下沉策略，加快网络布局；积极借鉴海外零售业经验，全面规划乐购仕生活广场的新型业态，在商品品种、产品结构、展示方式、服务流程、销售模式、商业氛围等方面全面进行商业业态升级试点。

物流建设方面，随着三、四级市场连锁网络的快速扩张，物流平台建设的相对滞后在一定程度上限制了公司整合区域资源、提升采购及配套服务的能力。此外，公司加快发展 3C 产品以及电子商务业务，对提升小件产品的存储、调拨、配送效率提出了新的要求。对此，公司正稳步推进 60 个第三代物流基地的建设规划，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 10 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。

营销转型方面，公司以实体店零售为基础，全力拓展电子商务、定制服务、分销批发等多种渠道。与此同时，公司通过组建运营总部，整合店面零售、市场推广、客户服务等职能，提升以客户为导向的经营能力；持续强化以商品研究为中心的采购能力，在满足消费者多样化的商品需求基础上，不断提高 OEM、自主品牌的产品销售占比并最终提升公司的整体经营效益。

互联网业务方面，“苏宁易购”逐步实现公司化独立运营，从经营定位、核心能力、运营模式、技术体系、团队建设等方面已经搭建了清晰的经营框

架，形成了明确的发展路径。“苏宁易购”已经成为公司未来十年最重要的发展战略之一。

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，公司按照“专业分工、垂直管理”的组织管理思想，围绕店面、物流、售后、客服四大终端网络，建立“总部—大区—子公司—终端”的四级管理体制，以公司总部为主体进行专业分工，同时对各大区、子公司实行垂直管理。具体而言，总部层面设立采购总部、运营总部、连发总部、服务总部、财务总部等七大管理总部及两个直属中心；大区层面共设置 45 个大区，每个大区定位为独立经营的单位个体。通过这种横向一体化、纵向垂直化的管理方式，在保证公司总部管理力量的同时，基本确立了精细化、联动式的管理风格。

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，苏宁电器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

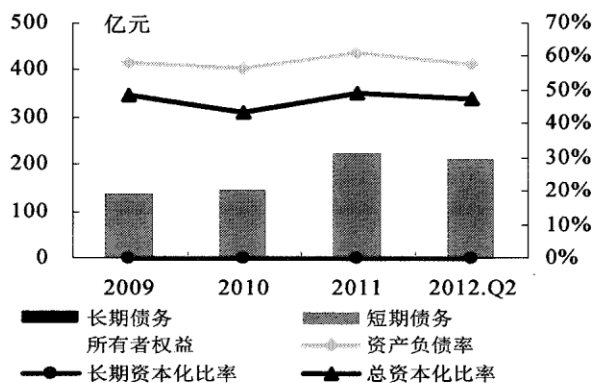
制度进行修改完善。经过多年对管理制度的完善、修订，并严格执行，我们认为苏宁电器的整体管理水平已成为其核心竞争力之一。

财务分析

以下财务分析苏宁电器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2009、2010、2011年度合并财务报告，以及未经审计的2012年半年度财务报表。

资本结构

图4：2009~2012.Q2 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

随着近年公司门店数量及销售规模的逐年扩张，公司总资产规模稳步增长，截至2011年12月31日，公司总资产为597.86亿元，三年复合增长率达29.16%。2009年，公司通过非公开发行股票募集资金30亿元，加之近年利润留存，自有资本实力不断增强，2009~2011年公司所有者权益（含少数股东权益）分别为149.25亿元、188.45亿元及230.31亿元，三年复合增长率达到24.22%。截至2011年12月31日，公司资产负债率和总资本化比率分别为61.48%和49.31%；2012年6月30日，则进一步下降至58.16%和47.59%，处于同行业较低水平，资本结构较为稳健。

表8：截至2011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 (%)
苏宁电器	597.86	61.48
国美电器	372.27	57.24
友谊股份	368.90	63.04
武汉中商	27.26	70.88
大商股份	132.09	71.13
豫园商城	122.59	56.44
宏图高科	117.21	54.87
银座股份	108.83	76.12
大连友谊	93.65	82.32
华联综超	92.57	67.01
平均数	203.32	63.05

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

值得指出的是，2012年4月公司非公开发行股票获证监会核准，并于2012年7月2日向特定投资者发行3.87亿股，募集资金净额为46.33亿元。公司非公开发行股票进一步夯实了自身的资本实力，也为公司后续业务的扩张提供有力保障。

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2011年12月31日，公司流动资产占资产总额的比重为72.63%。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。具体来看，截至2011年12月31日，公司货币资金余额达到227.40亿元，扣除86.4亿元的银行承兑汇票保证金、11亿元的信用证保证金及0.51亿元的保函保证金外，尚有约129亿元的可支配现金，货币资金充裕。存货方面，截至2011年12月31日，公司存货余额为134.27亿元，主要为库存商品。2009~2011年，公司存货周转速度分别为8.58、7.85以及6.65次。随着公司向三、四线城市网络下沉，其存货周转速度有所下降，但仍保持在较高水平。

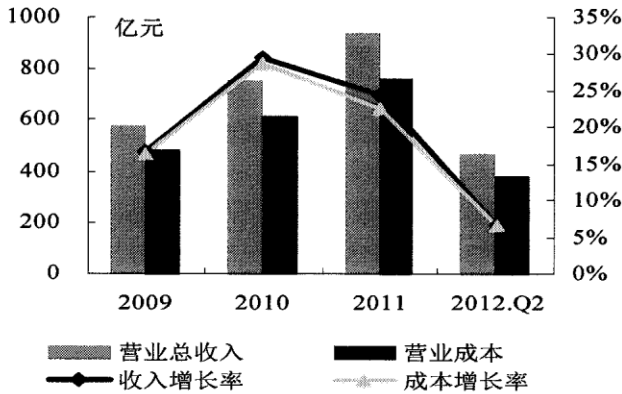
与其资产结构较为匹配的是，公司目前债务全部集中在短期债务。截至2011年12月31日，公司总债务为224.03亿元，其中应付票据余额达到206.18亿元，占总债务的比重为92.03%。

总体看，随着公司门店数量及销售规模的逐年扩张，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 5：2009~2012.Q2 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

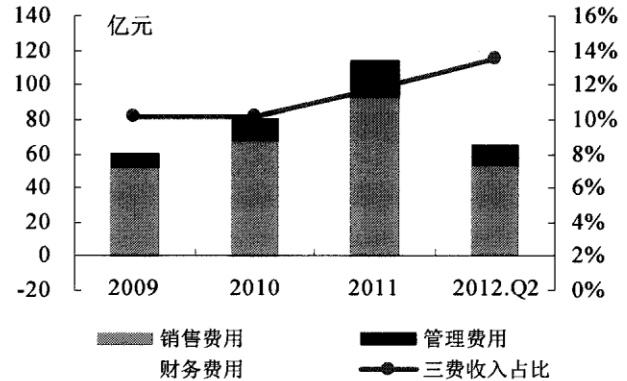
受益于产业政策支持以及公司的规模扩张策略，公司近年收入规模均大幅增长，2009~2011 年公司分别实现营业总收入 583.00 亿元、755.05 亿元和 938.89 亿元，近三年复合增长率为 26.90%。分类来看，2011 年公司主营业务零售业同比增长 24.57%，其中通讯产品增长速度最快，达到 39.05%；其次数码及 IT 产品，增速达到 38.70%；而小家电产品、空调、冰箱和洗衣机产品的增速在 16%~22% 之间不等。2012 年上半年，受行业增速放缓影响，公司共完成营业总收入 471.91 亿元，同比增长 6.69%，销售增速有所下降。

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；与此同时，公司通过自有品牌、品牌授权、独家代理、定制包销等方式进一步提升自营能力，营业毛利率呈现逐年小幅提升的趋势。2009~2011 年公司营业毛利率分别为 17.35%、17.83%和 18.94%，各类产品毛利率逐年均有所增长，体现了公司整体的成本控制和成本转嫁能力。2012 年上半年公司营业毛利率略有下降，达到 18.70%。

期间费用方面，2009~2011 年公司期间费用分别为 59.32 亿元、76.99 亿元和 110.53 亿元，三费收入占比分别为 10.17%、10.20%、11.77%。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。由于近年新增门店数量较多、劳动力

成本上涨，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 6：2009~2012.Q2 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，2009~2011 年公司分别取得利润总额 39.26 亿元、54.02 亿元和 64.73 亿元，其中经营性业务利润分别为 39.11 亿元、54.97 亿元、63.61 亿元。受益的经营性业务利润贡献，公司利润总额逐年稳步增长。2012 年以来，受销售收入增速下降影响，上半年度公司共实现经营性业务利润 22.46 亿元，同比下降 35.55%，利润总额为 22.04 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，近年公司收入规模大幅增长，盈利能力逐年增强。与此同时，我们也关注到，随着行业补贴机制的退出，家电行业增速趋缓，2012 年以来公司销售收入及盈利增速均有所下降。

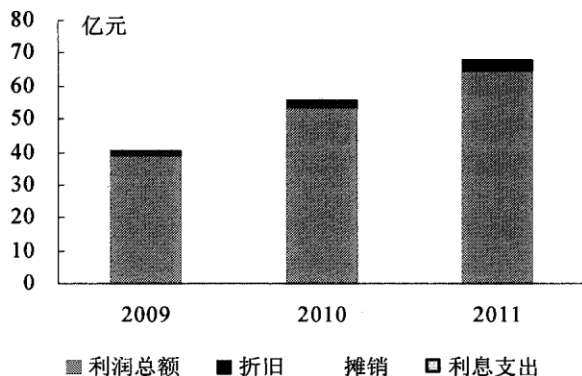
偿债能力

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，2009~2011 年总债务分别为 140.96 亿元、147.07 亿元和 224.03 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，公司利润总额稳步增长，带动 EBITDA 呈逐年上升趋势，2009~2011 年分别为 43.89 亿元、59.26 亿元及 74.57 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，2009~2011年分别为55.55亿元、38.81亿元、65.89亿元，但进入2012年上半年，由于公司年初集中备货的货款在报告期内陆续支付，公司又提高了银行承兑汇票的保证金比例，前6个月经营性现金流表现有所下滑，为-18.53亿元。

图7：2009~2011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，2009~2011年公司总债务/EBITDA指标分别为3.21、2.48和3.00，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，2011年，其EBITDA利息保障倍数和经营活动现金流/利息支出分别为645.20和570.04，公司现金获取对利息支付的保障很强。

表9：2009~2012.Q2公司偿债能力分析

项目	2009	2010	2011	2012.Q2
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
总债务(亿元)	140.96	147.07	224.03	214.60
资产负债率(%)	58.36	57.08	61.48	58.16
总资本化比率	48.57	43.83	49.31	47.59
EBITDA(亿元)	43.89	59.26	74.57	29.95
EBITDA利息倍数(X)	2,925.80	3,995.69	645.20	65.93
总债务/EBITDA(X)	3.21	2.48	3.00	7.17
经营活动净现金/利息支出(X)	3,703.29	2,617.22	570.04	-40.78
经营活动净现金/总债务(X)	0.39	0.26	0.29	-0.09

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2012年6月30日，公司仅有对全资子公司提供的尚未履行完毕的担保100,000万元，占其2012年6月30日归属母公司所

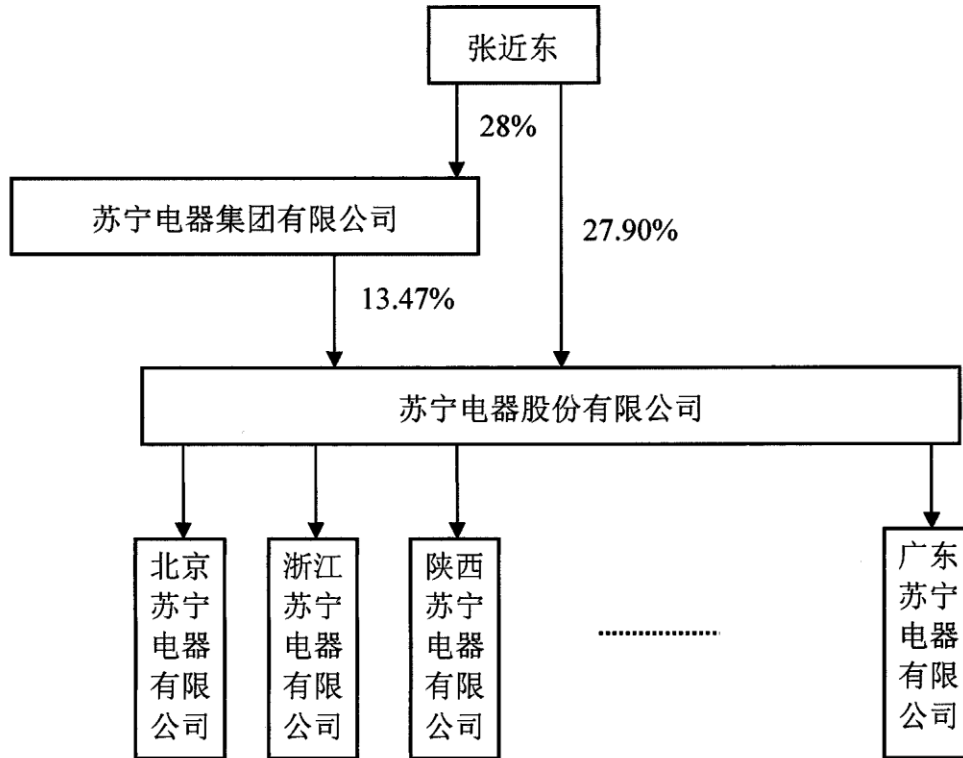
有者权益比例为4.35%，且被担保方经营状况良好，或有风险很小。

总的来看，公司资本结构较为稳健，收入规模及盈利能力增长迅速；与此同时，公司货币资金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。虽然行业增速趋缓导致公司2012年以来业务增速有所下降，但考虑到公司在国内家电零售行业的领先地位，未来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电器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：苏宁电器股份有限公司股权结构图（截至 2012 年 6 月 30 日）



注：截至 2012 年 6 月 30 日，苏宁电器股份有限公司下属子公司共计 444 家。

附二：苏宁电器股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2009	2010	2011	2012.Q2
货币资金	2,196,097.80	1,935,183.80	2,274,008.40	1,966,161.80
应收账款净额	34,702.40	110,461.10	184,177.80	85,868.00
存货净额	632,699.50	947,444.90	1,342,674.10	1,257,474.70
流动资产	3,019,626.40	3,447,558.60	4,342,533.50	3,793,385.70
长期投资	59,737.40	79,289.60	55,655.70	55,598.50
固定资产合计	364,445.70	636,320.30	928,539.00	1,077,373.90
总资产	3,583,983.20	4,390,738.20	5,978,647.30	5,647,874.40
短期债务	1,409,631.90	1,470,728.70	2,240,330.80	2,146,042.90
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
总债务(短期债务+长期债务)	1,409,631.90	1,470,728.70	2,240,330.80	2,146,042.90
总负债	2,091,484.90	2,506,199.10	3,675,593.50	3,284,915.90
所有者权益(含少数股东权益)	1,492,498.30	1,884,539.10	2,303,053.80	2,362,958.50
营业总收入	5,830,014.90	7,550,473.90	9,388,858.00	4,719,106.70
三费前利润	984,284.40	1,319,589.80	1,741,417.30	867,009.10
投资收益	-395.20	1,062.50	15,219.20	53.00
净利润	298,849.50	410,550.80	488,600.60	167,937.30
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	438,869.80	592,561.10	745,725.30	299,493.50
经营活动产生现金净流量	555,494.20	388,133.60	658,852.00	-185,253.20
投资活动产生现金净流量	-189,707.80	-566,087.20	-599,044.70	-253,558.40
筹资活动产生现金净流量	277,365.50	12,345.00	67,940.10	-53,031.40
现金及现金等价物净增加额	643,129.00	-164,856.30	127,269.30	-492,782.80
财务指标	2009	2010	2011	2012.Q2
营业毛利率(%)	17.35	17.83	18.94	18.70
所有者权益收益率(%)	20.02	21.79	21.22	14.21
EBITDA/营业总收入(%)	7.53	7.85	7.94	6.35
速动比率(X)	1.15	1.02	0.84	0.80
经营活动净现金/总债务(X)	0.39	0.26	0.29	-0.09
经营活动净现金/短期债务(X)	0.39	0.26	0.29	-0.09
经营活动净现金/利息支出(X)	3,703.29	2,617.22	570.04	-40.78
EBITDA 利息倍数(X)	2,925.80	3,995.69	645.20	65.93
总债务/EBITDA(X)	3.21	2.48	3.00	7.17
资产负债率(%)	58.36	57.08	61.48	58.16
总债务/总资本(%)	48.57	43.83	49.31	47.59
长期资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

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

2012.Q2 公司所有者权益收益率指标经年化处理

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2012年苏宁电器股份有限公司 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要素，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，本公司将就有关事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

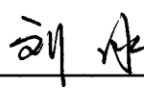
如发行主体、担保主体未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。


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《苏宁电器股份有限公司2012年公司债券（第一期）信用评级报告》之签署页)

分析师：


邵津宏


刘冰


安云

