

西安民生集团股份有限公司：

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“西安民生集团股份有限公司2012年公司债券”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AA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一二年十一月十五日

西安民生集团股份有限公司 2012 年公司债券信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	西安民生集团股份有限公司
申请规模	不超过 7 亿元
债券期限	本次公司债券的期限不超过 10 年（含 10 年），可以为单一期限品种，也可以是多种期限的混合品种。
债券利率	本期债券为固定利率债券，票面利率由发行人和保荐人按照发行时网下询价结果共同协商确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
偿还方式	本次公司债券债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。按年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

概况数据

西安民生	2009	2010	2011	2012.Q3
所有者权益（亿元）	6.84	8.03	8.50	18.51
总资产（亿元）	12.46	27.79	36.41	52.96
总债务（亿元）	0.85	7.57	14.19	20.47
营业总收入（亿元）	12.33	23.43	28.50	24.29
营业毛利率（%）	20.75	22.36	23.20	21.14
EBITDA（亿元）	1.22	1.50	2.17	1.86
所有者权益收益率（%）	7.13	7.39	7.23	4.28
资产负债率（%）	45.12	71.09	76.67	65.05
总债务/EBITDA（X）	1.35	5.04	6.55	10.99
EBITDA 利息倍数（X）	15.16	6.31	2.76	2.89

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分析师

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

苏尚才 scsu@ccxr.com.cn

肖 鹏 pxiao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2012 年 11 月 15 日

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“西安民生集团股份有限公司（以下简称“西安民生”或“公司”）2012 年公司债券”信用等级为 AA，该级别反映了本次债券的信用质量很高，信用风险很低。中诚信证评授予发行主体西安民生主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，该级别反映了受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。中诚信证评肯定了公司区域性竞争优势、丰富的储备项目以及高成长性为公司经营业绩持续增长提供保障；同时也关注到市场竞争加剧，以及快速扩张产生的管理及资金压力等对公司信用水平的影响。

正 面

- 品牌及区域领先优势。“民生百货”是西安地区拥有五十余年经营历史的百货零售品牌，具有较强的品牌影响力。公司目前是西北地区最大的百货零售连锁企业之一，现有百货门店主要坐落于黄金地段与核心商圈，且已覆盖西安主要商圈，超市网点数量在宝鸡市场享有领先优势，公司在区域市场的门店网点优势显著。
- 多途径扩张形成高成长动力。一方面公司通过自身优势积累和融入资金设立和收购门店；另一方面，商业集团作为新店孵化器，可持续向公司注入成熟优质门店。目前，公司仍有多个自签约和集团体内的储备项目，为其进一步加速扩张提供了保障。
- 外延和内生双动力驱动收入增长。近年公司加速门店扩张，截至 2012 年 9 月 30 日，公司在西安、宝鸡等地拥有已开业的百货门店共 9 家，连锁超市门店共 32 家，市场覆盖率和收入规模不断提高，随着原有成熟门店和次新店盈利的内生性增长，公司经营业绩有望进一步提高。
- 股东实力雄厚，支持力度强。公司系海航集团下属成员企业，海航集团是国内知名的大型综合性投资控股集团，综合实力雄厚。公司作为

大股东海航商业及海航集团未来商业零售业务唯一的整合平台，在业务资源和经营管理等方面能得到较大的支持力度。

关 注

- 竞争加剧风险。虽然公司在西安、宝鸡当地市场享有竞争优势，但随着国内竞争对手的跨区域扩张及大型外资百货零售企业的陆续进入，公司面临的市场竞争压力将不断加大。
- 经营管理压力增加。公司业务扩张速度较快，由于新门店的开设以及跨区域经营将对公司资源整合、下属企业经营管理、人力资源配备等方面提出了更高的要求，公司面临的经营管理压力将有所增加。
- 资本支出压力加大。公司未来将继续进行较快的门店扩张，且自建店面逐步增加，这将进一步加大公司资本支出压力。

概 况

发债主体概况

西安民生集团股份有限公司（以下简称“西安民生”或“公司”）原名西安民生百货集团股份有限公司，其前身是成立于 1959 年的西安市民生百货商店，1992 年 5 月采用募集设立方式成立股份公司。1994 年 1 月，公司股票在深圳证券交易所正式挂牌上市，股票简称【陕民生 A】，股票代码【000564】，1996 年 6 月，经批准股票简称更名为【西安民生】。后经资本公积转增、定向增发、股权分置等，截至 2012 年 9 月 30 日，公司股本总额为 473,311,834 股，其中，海航集团有限公司下属海航商业控股有限公司（以下简称“海航商业”）持股 39.29%，为公司第一大股东。

公司属商品零售行业，主要从事百货、超市经营业务等。截至 2012 年 9 月 30 日，公司在西安、宝鸡等地拥有已开业的百货门店共 9 家，连锁超市门店共 32 家。

截至 2011 年 12 月 31 日，公司总资产为 36.41 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 8.50 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 76.67% 和 62.55%；2011 年，公司实现营业收入 28.50 亿元，净利润 0.61 亿元，产生经营活动净现金流 2.53 亿元。

截至 2012 年 9 月 30 日，公司总资产为 52.96 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 18.51 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 65.05% 和 52.52%；2012 年前三季度，公司实现营业收入 24.29 亿元，净利润 0.59 亿元，产生经营活动净现金流 1.78 亿元。

本次债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	西安民生集团股份有限公司 2012 年公司债券
发行总额	不超过 7 亿元
债券品种和期限	本次公司债券的期限不超过 10 年（含 10 年），可以为单一年限品种，也可以是多种期限的混合品种。
债券利率	本期债券为固定利率债券，票面利率由发行人和保荐人按照发行时网下询价结果共同协商确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
还本付息的期限和方式	本次公司债券债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。按年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。
募集资金用途	拟将本期债券募集资金扣除发行费用后全部用于偿还金融机构借款和补充流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

行业概述

零售业是国民经济中最重要的产业之一，在国计民生中起着举足轻重的作用。改革开放以来，宏观经济快速增长、人均可支配收入提高、城市化进程加快等因素推动中国零售行业持续较快发展。

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。近年宏观经济波动使零售行业发展面临一定压力，国家陆续出台的鼓励及支持消费的政策措施，对零售业持续稳定发展起到了有力的支撑作用。2006年至2011年，中国社会消费品零售总额从79,145亿元增至183,919亿元，年均复合增长率为15.09%。2012年以来，中国社会消费品零售总额继续保持较快增长，前三季度合计149,422亿元，较上年同期增长14.10%。

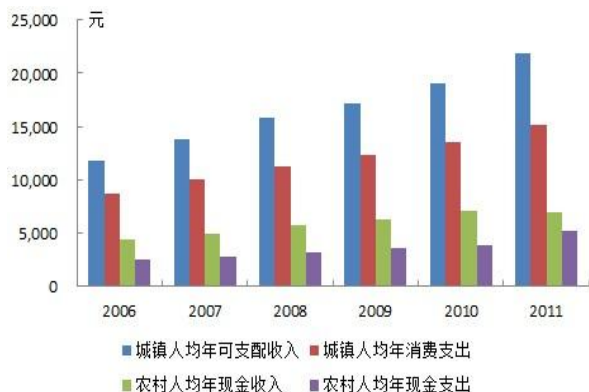
图 1：2006～2011 年中国社会消费品零售总额及其增长率



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

人均可支配收入水平的提高是促进社会消费的直接动力。随着居民可支配收入的提高和消费意愿不断提升，中国消费者的购买力也不断增长。2011年，中国城镇居民人均可支配收入21,810元，农村居民人均现金收入6,977元，分别较上年增长8.4%和11.4%。居民收入的稳步提高为国内消费增长奠定了良好基础。

图 2：2006~2011 年中国城乡居民人均年收入及支出情况

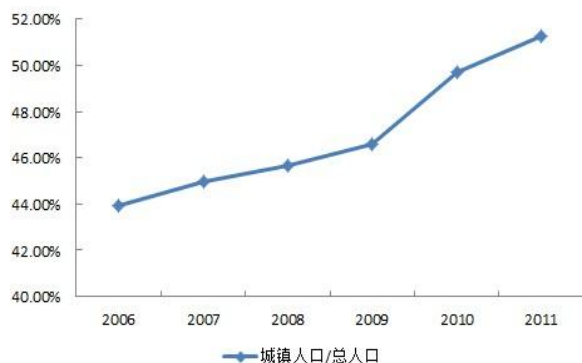


资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从消费结构角度来看，目前中国居民消费性支出中，食品、衣着、家用设备等家庭日常必需品消费占比仍较大，居民消费具有一定的刚性，因此总体看来我国零售行业受经济波动的影响较小，抗风险性较强。

此外，我国城市化进程逐步加快也为消费市场的拓展提供了动力和空间。2000年以来，中国城市化率不断提高，2011年，中国城镇人口占总人口的比重达到51.27%，城镇人口首次超过农村人口。根据国家统计局预计，2020年前后中国城市化水平将达到55~60%，2050年达到70%左右。未来我国城市化进程的不断加速将为零售行业的进一步发展提供机遇。

图 3：2006~2011 年中国城市化进程



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

中诚信证评认为，宏观经济增长、居民收入提高、城市化进程加快是零售行业发展的动力。随着居民收入的不断提高和生活质量的不断改善，消费升级进一步延续和延伸，加之国家坚持促消费、扩内需政策导向不动摇，均对零售行业的长期发展形成较好支撑。

行业发展现状及趋势

(1) 零售企业销售规模稳步扩张。在国内零售行业保持良好增长态势的情况下，各零售企业的销售规模稳步扩张。据中华全国商业信息中心统计，2011年，中国零售百强企业销售额合计20121亿元，较2010年增长20.90%。其中大连大商集团以1,101亿元的销售额成为第四个销售额过千亿元的企业，销售额过百亿元的企业达到55家，比2010年增加10家。

表 2：2011 年中国零售十强企业

名次	企业名称	销售规模 (亿元)
1	苏宁电器股份有限公司	1,947
2	国美电器有限公司	1,809
3	百联集团有限公司	1,490
4	大连大商集团有限公司	1,101
5	华润万家有限公司	827
6	高鑫零售（大润发和欧尚）	681
7	山东省商业集团有限公司（银座集团）	503
8	重庆商社（集团）有限公司	478
9	家乐福（中国）管理咨询服务有限公司	452
10	沃尔玛（中国）投资有限公司	430

资料来源：中华全国商业信息中心，中诚信证评整理

(2) 行业集中度逐步提高。随着各零售企业销售额的逐年增长，中国零售行业规模持续扩大，市场集中度逐步提高。来自中华全国商业信息中心的数据显示，2011年，中国零售百强企业销售额占社会消费品零售总额的比重为10.9%，较2010年上升0.3个百分点。在零售百强企业中，销售额前十名企业的市场份额和地位也在不断上升，零售十强企业销售额在零售百强企业销售额中的占比从2001年的33.8%增至2011年的48.3%。

图 4：2003~2011 年中国零售行业集中度情况

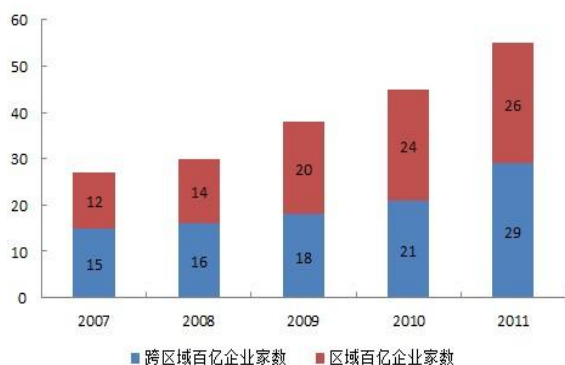


资料来源：中华全国商业信息中心，中诚信证评整理

(3) 零售业商业模式趋于多元化，多业态综合经营企业快速发展。随着零售业的发展壮大，国内零售业态由百货店占主体趋于多元化，大型超市、专业店、便利店等快速发展。同时，越来越多的零售企业采取了多业态综合经营的模式。2011年中国零售百强企业中，以“百货+超市”、“百货+专业店”等为主的多业态综合经营企业数量为44家，比2010年增加4家；销售额同比增长33.4%，增速比2010年加快19.3个百分点，高于零售百强企业销售额整体增速12.5个百分点。

(4) 大型零售企业跨区域发展趋势明显。由于我国物流配送技术落后，以及区域经济发展的较大差异，长期以来，我国零售企业起步发展大部分在经济发达区域。零售企业所采取的扩张思路基本都是先区域门店扩张，之后区域业态扩张，最后考虑跨区域扩张。近年来，随着我国零售业全面对外开放以及资本市场的快速发展，零售企业跨区域扩张步伐加快。2011年跨区域百亿企业达到29家，区域百亿企业为26家，自2009年起，跨区域企业数量首次超过区域企业数量。

图 5：年销售额百亿元以上企业区域性和跨区域占比



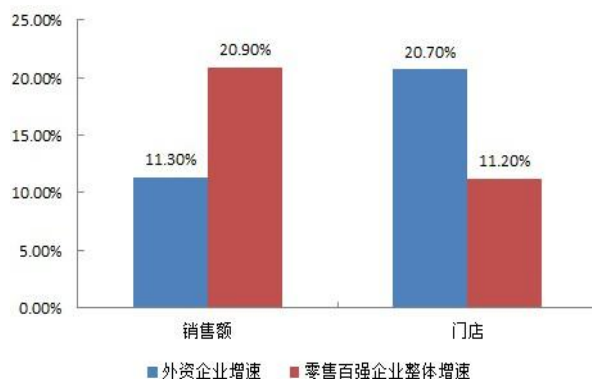
数据来源：中华全国商业信息中心，中诚信证评整理

行业关注

(1) 尽管行业集中度有了显著提升，但与发达国家相比仍处于较低水平。零售业属于规模经济和范围经济显著的产业，高市场集中度会产生较高的规模经济和盈利水平。与发达国家相比，目前我国零售行业集中度仍处于较低水平，低集中度下的高度竞争使得我国零售行业的利润空间有限。

(2) 外资零售企业加速抢占中国市场，行业竞争加剧。随着中国经济的快速发展以及加入WTO后国内零售市场的全面开放，以沃尔玛、家乐福为代表的外资零售企业大举进入中国市场。外资零售企业凭借雄厚的资金实力、成熟的营销模式、广泛而发达的国际联采和配送系统，对国内的零售企业形成了强烈的冲击。近年来，外资零售企业加速布局二、三线城市，门店扩张速度大于销售规模扩张速度。

图 6：2011 年外资零售企业销售额和门店增速



资料来源：中华全国商业信息中心，中诚信证评整理

(3) 网络零售市场迅速增长，对传统实体零售渠道经营带来较大压力。近年来，随着国内电子商务的逐步发展，尤其是交易可信度、物流配送和支付方式等方面的完善，网络零售市场高速发展。2011年，我国网络购物用户达到1.94亿人，实现网络零售总额8,019亿元，较2010年增长55.98%；网络零售总额占社会消费品零售总额的比重由2010年的3.3%增至4.4%。

目前，中国零售百强企业中已有半数以上企业开展了网络零售业务。作为实践“一种商品，线上线下两种模式”的成功案例，2011年，苏宁易购网上销售额达到59亿元，同比增长接近200%。但是，线上交易对于资金、IT信息技术、物流、售后、人

力资源等支持体系要求较高，现阶段要实现网络与实体零售端的融合并同步提升经营效益尚需时日。

图 7：中国网络零售市场交易规模及预测



资料来源：中国电子商务研究中心，中诚信证评整理

竞争优势

品牌及区域领先优势

“民生百货”是西安地区拥有五十余年经营历史的百货零售品牌，具有较强的品牌影响力和广泛的市场认知度。公司良好的企业形象和商业信誉也得到了当地公众和政府的认可，历年来获得了多种殊荣。公司积极打造中国西部地区民族商业强势品牌，在客户和供应商树立了良好的品牌形象，其在陕西省内的百货零售行业的独特地位和声誉将是公司保持业内领先地位的有力保障。

公司拥有百货、超市两大零售业态，近年经营网点不断增加，遍及西安、宝鸡、汉中中等陕西省主要城市以及甘肃天水 and 庆阳等地。优质的商业网点是零售企业得以生存和发展的基础。由于行业竞争的日趋激烈和零售商资源竞争的不断进行，加之优质商业房产租金的居高不下，优质商业网点的重置成本日渐升高，稀缺性日趋显现，优质的商业网点成为零售企业重要的竞争优势。

公司现有百货门店主要坐落于西安与宝鸡的黄金地段与核心商圈，且已覆盖西安主要商圈（钟楼商圈、小寨商圈、解放路商圈），百货门店数量也位居西安首位；超市网点数量则在宝鸡市场维持绝对的领先优势，市场份额长期处于第一位。总体看，公司在区域市场的网点优势较为显著，能够为其客源和经营业绩提供有力保障。此外，公司在经营上已形成一定规模，因而在商业物业获取、品牌

招商等方面具有更强的经营优势。

股东实力较强，支持力度大

公司系海航集团下属成员，海航集团是我国领先的航空运输企业之一，也是国内知名的综合性投资控股集团，其业务范围涵盖航空运输、机场服务、酒店、在线旅游、房地产、商业以及金融投资等。除西安民生外，海航集团旗下还拥有海南航空、美兰机场、渤海租赁、易食股份、ST 海建等多家境内外上市公司，截至 2011 年末，海航集团合并资产规模达到 1731.05 亿元，全年实现营业收入 321.01 亿元，综合资本实力较为雄厚。

公司大股东海航商业对公司的支持主要体现在资产注入方面。公司是海航集团商业零售板块的两家上市公司之一，海航商业承诺将把公司作为未来整合商业百货和超市业务资源的唯一主体。2010 年 1 月和 2012 年 9 月，公司先后两次通过定向增发方式向大股东海航商业收购资产或募集资金，募资净额合计 11.37 亿元，涉及相关商业物业资产面积总计约 10 万平方米。目前，海航商业还在西安、天津、汉中等地拥有多家优质百货门店，且在北京、南通、梅州、上海、湖南、西安等地拥有大量超市门店（超市门店合计 321 家，经营面积 45.35 万平方米），未来海航商业将陆续把旗下非上市百货及超市门店注入公司，进一步扩大公司的业务规模。

总体来看，股东方对公司支持力度较大，且股东方成熟门店的注入降低了公司新店培育期等风险，且与公司既有门店在地理位置等方面形成互补。借助大股东广泛的连锁经营网络及先发优势，公司能够快速在新进入地区形成规模优势和品牌影响力。

业务运营

西安民生是一家专业从事商业零售的区域性龙头企业，在陕西省内具有较高的品牌知名度和市场份额。公司以“百货+超市”的传统业态为主要经营模式，近年加快在陕西省内及周边省市扩张业务，经营区域、门店数量、销售收入均得以快速增长。2009~2012.Q3 公司营业收入分别为 21.77 亿元、23.43 亿元、28.50 亿元和 24.29 亿元。从细分业务来

看, 2011年, 公司百货和超市业务收入为15.02亿元和10.95亿元, 分别占营业收入比重52.70%和38.42%。

表 3: 2009~2012.Q3 公司营业收入构成情况

单位: 亿元

细分收入	2009	2010	2011	2012.Q3
百货业务	11.57	12.07	15.02	13.38
超市业务	8.66	9.51	10.95	8.87
其他业务	1.55	1.58	2.53	2.05
合计	21.77	23.43	28.50	24.29

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 4: 2009~2012.Q3 公司主营业务分区域收入情况

单位: 亿元

区域	2009	2010	2011	2012.Q3
西安	11.84	12.42	15.36	12.84
宝鸡	8.38	9.19	10.36	8.57
其他地区	-	-	0.25	0.84
主营业务收入	20.22	21.85	25.97	22.24

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

百货业务

百货业务系公司传统业务, 长期以来, 公司以“民生百货”西安解放路店为基础, 不断进行门店扩张。截至2012年9月30日, 公司自有百货门店9家, 营业面积约20万平方米。随着新增门店的增加以及已有门店的稳定发展, 公司百货业务收入保持持续稳定增长势头, 2009~2012.Q3营业收入分别为11.57亿元、12.07亿元、15.02亿元和13.38亿元。公司百货业务主要集中西安地区, 2011年西安地区百货业务收入比重约85%。

从门店布局来看, 公司现有百货门店主要坐落于西安与宝鸡的黄金地段与核心商圈, 且已覆盖西安钟楼、小寨、解放路等主要商圈。经营定位方面, 公司门店总体定位于中高端, 在一定程度上与本地定位中端的开元商城和高端的世纪金花错位经营, 同等定位上的主要竞争对手主要包括金鹰、百盛、银泰等, 但与之相比, 公司在门店数量上领先, 具备一定的规模优势。不过, 近年国内外各大零售企业纷纷加大在西安地区的投资, 未来几年将有十余家大型百货门店陆续开业, 公司面临的竞争压力也将随之增大。

从门店经营来看, 目前解放路店依然是公司的百货主力门店, 该店始建于1959年, 经营历史悠久,

门店建筑面积近10万平方米, 其中百货营业面积5.34万平方米。2011年, 解放路店收入接近12亿元, 约占百货收入的70%, 占公司总营业收入40%左右, 也是公司主要的利润来源。针对解放路店未来的发展, 公司将通过不断改善其门店的购物环境和门店形象, 优化经营布局、经营结构和经营品牌, 提升门店档次和集客能力, 从而挖掘其长期增长潜力。公司其他门店收入规模则相对较小, 且大部分门店因开业时间较短, 尚处于培育期, 利润贡献较小, 但公司门店的地理位置总体较好, 部分店面近年增长势头良好, 未来仍具较好的发展前景。

表 5: 截至 2012 年 9 月末公司 9 家百货门店基本情况

单位: M²

序号	门店名	地点	开业时间	营业面积	权属
1	解放路店	西安	1959.9	53404	自建
2	西大街店	西安	2007.10	18145	租赁
3	民生国际	西安	2011.5	35084	租赁
4	新乐汇	西安	2010.11	22587	自购
5	延安店	延安	2011.10	18189	自购
6	庆阳店	甘肃	2007.10	10814	租赁
7	五路口店	西安	2012.9	20202	自购
8	宝商百货店	宝鸡	2003.9	8000	自有
9	新世纪店	宝鸡	1996.12	12000	租赁

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

对商业零售企业而言, 增加门店数量不仅是销售规模扩大的基础, 更为重要的是, 由此而形成的销售网络资源, 也是其对上游企业采购及议价能力的关键, 因而进行规模扩张是零售类企业的竞争点之一。公司近年在门店数量方面采取了快速增加策略。公司的门店扩张方式有两种, 一种是自主开发方式, 即利用自身经营积累或融入的资本自建、租赁、兼并购或收购门店; 另一种为收购海航商业旗下成熟的零售门店。

表 6: 公司在建百货门店情况

单位: M²

序号	项目名称	地点	总投资	营业面积	权属
1	海璟项目	西安	-	40502	租赁
2	雁塔文化新天地	西安	4.06	27071	自购

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

未来几年, 公司仍将继续实施快速展店策略, 根据公司规划, 未来几年, 公司还将在西安、咸阳、榆林、商洛、安康等开设门店以进一步完善在陕西

省内的网店布局，其中西安地区的海璟项目、雁塔文化新天地项目已在筹建。值得关注的是，从公司在建和拟建项目来看，公司自建或购买物业的比例仍较高，自建物业方式有利于经营稳定性和利润水平提升，但前期投资规模较大可能使公司短期内面临一定资金压力。

表 7：海航商业旗下非上市百货门店情况

单位：M²

序号	门店名	地点	开业时间	营业面积	权属
1	天津国际	天津	1986.5	21797	自有
2	兴正元店	西安	2009.9	61598	自有
3	世纪阳光一期	汉中	2000.1	17700	自有
4	世纪阳光海德城店	汉中	2011.6	10200	自有
5	世纪阳光时尚广场店	汉中	2012.1	12100	自有

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，公司大股东海航商业旗下还拥有多家商业零售门店未纳入公司体内。海航商业曾做出承诺，未来商品零售业务的发展规划将以西安民生为主导，并将西安民生作为未来整合集团零售业务资源的唯一主体，在各方面条件成熟的情况下，将海航商业及海航集团所控制的西安民生之外的零售业务全部纳入上市公司，以从根本上消除潜在同业竞争之可能性。因此我们认为，未来大股东继续实施资产注入的可能性较大，且作为公司门店的储备项目，为业务扩张提供了保障。

总体来看，公司成熟门店经营稳定，且近年门店快速扩充使得百货业务收入持续增长。未来随着新建门店陆续度过培育期，以及股东部分成熟门店的注入，公司整体经营业绩有望得到进一步提升。

超市业务

公司超市业务系2010年1月向大股东海航商业增发股票收购而来，目前主要由下属子公司宝商集团宝鸡商业经营管理有限责任公司（以下简称“宝鸡商业”）运营。近年公司超市门店数量也有所增加，截至2012年9月30日，公司自有超市门店32家，营业面积9.32万平方米，2009~2012.Q3超市收入分别为8.66亿元、9.51亿元、10.95亿元和8.87亿元。公司超市业务主要集中宝鸡地区，2011年宝鸡地区超市业务收入比重接近90%。

宝鸡商业运营的“家美佳”超市目前为宝鸡地区最大的连锁超市企业，市场份额多年保持第一位，经营较为稳定。在经营定位上，“家美佳”以小规模的标准超市为主，与当地的华润、大润发错位竞争，其标准超市达23家，便利店4家，大卖场仅3家。从布局来看，公司有24家门店位于宝鸡地区，6家门店位于临近宝鸡的甘肃天水地区。

表 8：截至 2012 年 9 月末公司 32 家超市门店基本情况

单位：M²

序号	门店名	开业时间	营业面积	权属	门店类型
1	经二路店	2003.12	5013	自建	大卖场
2	陈仓园店	2002.08	13022	自建	大卖场
3	公园路店	2005.04	2883	租地自建	大卖场
4	烽火店	2005.01	2670	租地自建	标超
5	姜谭路店	2007.04	3230	租地自建	标超
6	西关店	2008.08	1925	租赁物业	标超
7	店子街店	2004.08	894	租赁物业	标超
8	凌云店	2008.12	2460	租赁物业	标超
9	教育西路店	2007.06	1449	租赁物业	标超
10	峪泉路店	2000.08	256	租赁物业	便利店
11	华通店	2000.01	1649	租赁物业	标超
12	宝成店	2003.10	3585	租地自建	标超
13	宝光店	2004.08	1655	租赁物业	标超
14	百合店	2010.11	3296	租赁物业	标超
15	陈仓区店	2004.12	5823	租地自建	标超
16	眉县美阳街店	2008.08	2710	租赁物业	标超
17	眉县平阳街店	2002.11	921	租赁物业	标超
18	蔡家坡店	2005.01	2831	租赁物业	标超
19	岐山店	2004.08	2825	租赁物业	标超
20	陇县店	2008.01	2822	租赁物业	标超
21	凤翔店	2004.09	1816	自有物业	标超
22	凤县店	2005.06	895	租赁物业	标超
23	兴平县门西街店	2005.06	2754	租赁物业	标超
24	天水大众路店	2004.0	1626	租赁物业	标超
25	天水迎宾路店	2004.12	2995	租赁物业	标超
26	天水大众北路店	2010.12	2486	租赁物业	标超
27	天水旗舰店	2010.12	5626	租赁物业	标超
28	天水新华路店	2008.04	554	租地自建	便利店
29	天水伯阳路店	2007.09	616	租赁物业	便利店
30	郭家河店	2012.08	76	租赁物业	便利店
31	西安兴庆路店	2010.12	2401	自建	标超
32	西安电子城店	2007.12	9400	租赁物业	标超

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从发展来看，对于宝鸡市区，因市场相对饱和，且公司在区内的门店布局已基本完成，未来将以门店调整、优化为主。不过，宝鸡高新区以及各郊县市场空间仍然较大，公司未来将加快该类区域门店建设，进一步增加覆盖密度。针对省外业务，公司仍将采取稳健的扩展方式，短期内继续深耕甘肃天水市场。此外，大股东在北京、南通、梅州、上海、湖南、西安还有大量超市门店，截至2012年9月30日，合计门店数量达321家，经营面积45.35万平方米，未来可能陆续注入公司，届时公司超市业务将大幅扩大。

表 9：公司在建超市门店情况

单位：M²

序号	门店名	所在区域	营业面积	权属	门店类型
1	家美佳凤翔秦风路店	宝鸡凤翔	2200	租赁	标超
2	家美佳宝钛家园店	宝鸡高新区	1650	租赁	社区标超
3	家美佳凤县金凤凰项目	宝鸡凤县	2480	租赁	综合卖场
4	新城国际项目	宝鸡高新区	31200	租赁	百货-超市综合体

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 10：海航商业旗下非上市超市门店情况

单位：M²

超市名称	地点	门店数量	合计营业面积	门店类型
北京家乐	北京	10	15962	无大卖场、综超、标超为主
超越超市	南通	40	15491	无大卖场、标超、便利店为主
海航家乐	梅州	28	51911	3家大卖场，其余以标超为主
家得利	上海	149	124995	标超、便利店为主
家润多	湖南	72	157611	13家大卖场，其余以标超为主
民生家乐	西安	22	87498	13家大卖场，其余以综超为主
合计		321	453468	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司超市业务在宝鸡市场具有显著的市场优势，随着公司对宝鸡市区门店的优化调整以及在宝鸡周边及郊县地区业务拓展，未来经营收入仍有望保持稳定增长。此外，若大股东将其持有的超市门店注入，公司的超市业务的覆盖范围、门店网络、收入规模将得到极大程度的提升。

连锁化经营与分业态管理

在超市和百货门店经营管理上，公司采取“总部—门店”的集中化连锁经营模式。公司总部设立采购、运营、企业发展和财务管理总部等职能部门，主要负责招标、采购、配送、营销计划制定、门店选址筹划、财务管理等。公司各门店的管理权限相对较小，主要涉及地方商品信息及供应商信息的汇总，区域营销方案的具体制定和实施等。

连锁超市的竞争集中体现在价格竞争上，而采购环节关系到运营成本的高低，因此，采购成为超市管理中最为重要的环节。公司采购对象包括众多的日用消费品、农产品、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。

超市采购方式方面，公司实行集中采购、统一付款模式。采购结算方面，公司与供应商一般采用帐期结算的方式，并根据不同商品及供应商的特性进行谈判以确定不同的帐期，平均账期在30天左右，最长不超过45天。在物流配送方面，公司主要采取供应商直送和统一配送的方式，其中直送比例约占90%。在库存管理方面，公司超市中约80%的商品可退回，从而有效降低运营风险；对于在架商品，公司实行每日预警机制，未来公司还将通过管理信息系统替代目前人工监测模式，从而进一步提高管理运营效率。

百货方面，公司主要采取联营、经销、租赁等三种经营销售模式。联营模式下公司提供硬件、场地及服务，由供货商自行销售商品，公司从销售收入中抽取一定的比例作为回报；经销模式则主要针对供货商话语权较强的情况，由供货商向公司定期、定量供应商品；租赁模式是在品牌经营风险预期不确定时，公司出租场地，收取租金的模式。近年，2011年公司联营收入达到14.57亿元，联营收入占比升至88.09%。为降低经营风险，成熟门店的联营业务，公司也通常与品牌商约定保底租金以规避经营风险。

表 11：2009~2012.Q3 公司百货业务收入细分情况

单位：亿元

区域	2009	2010	2011	2012.Q3
联营收入	10.16	10.71	14.57	13.04
经销收入	1.37	1.25	0.35	0.46
租金及其他	0.95	1.26	1.63	1.08
合计	12.49	13.22	16.54	14.58

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司以租赁门店居多，但自有门店也占有相当比例。对于租赁门店，为保障经营的稳定，控制租金水平，公司通常与业主签订15-20年的长期租约，并约定租金增长幅度。近年来，公司总体租赁水平持续上涨，但是幅度相对较小，其公司运营的影响相对可控。不过，为便于对品牌商的调整和管理，除与少量国际品牌签订2-3年长期租约外，公司与其他品牌通常只签1年的租约。结算方面，对于联营、经销客户公司通常采用月结模式，平均账期在45天左右；对于租赁客户，则一般提前预期三个月的租金。未来，公司对现有百货店的发展策略主要集中于经营上的创新，如通过增加商品层次、提高集客率和联营比率来提高单店收入规模和盈利水平。

综上，公司分业态专业化管理脉络较为清晰，与连锁化经营相辅相成，协同效益有助于公司区域管控能力及资源整合能力的提高。未来，面临行业竞争加剧及新型业态涌现，公司专业化运营能力将受到挑战，精细化管理能力有待提升。

管 理

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上海证券交易所股票上市规则》等法律法规的要求，结合公司实际情况，不断完善法人治理结构，规范公司运作。

公司在人员、资产、财务、机构、业务等方面一直独立于控股股东，具有独立完整的业务及自主经营能力。公司“三会”运作规范，股东大会、董事会及监事会的召开及重要事项的审议流程，均按照《公司法》、《上市公司治理准则》、《公司章程》等相关法律或规章制度执行。股东大会、董事会、监事会、董事会各专业委员会、管理层之间权责明确、运作规范高效，为公司未来发展战略的推进奠定了良好的基础。

财务管理方面，公司内部审计室负责定期及不定期的检查，落实公司的内部控制制度。并且，公司已按《公司法》、《会计法》、《企业会计准则》等法律法规及其补充规定的要求制定了《会计核算规程》、《财务会计制度》等有关财务制度，明确规定了重要财务决策程序与规则，规范了会计凭证、会计账簿和会计报告的处理程序，明确了会计人员的岗位职责，制定了凭证流转程序。公司的会计核算体系健全、制度完善，符合相关法律法规的规定。

总体看，公司的治理结构健全，符合现代企业制度和《上市公司治理准则》的要求，内控制度基本控制了业务运营中的关键风险点，较好的保障了各项业务的顺利运行，整体管理效率较高。但值得关注的是，公司业务扩张速度较快，由于新门店的开设以及跨区域经营将对公司资源整合、下属企业经营管理、人力资源配备等方面提出了更高的要求，公司面临的经营管理压力将有所增加。

战略规划

公司未来将以“立足西北、深耕陕西，做强西部，走向全国”为总体战略，以百货运营为核心，以西安国际化大都市为战略支点，以有效扩张和可持续发展为基本原则，将公司打造成为连锁化、专业化、集约化、品牌化的大型现代百货连锁集团。

百货业务战略

面对日趋细分的市场竞争，公司将继续尝试在核心城市、核心商圈寻求多业态的延伸发展，着力提升时尚精品百货，形成品牌的错位经营，从而提高综合竞争力。公司将根据竞争形势和市场需求的变化，进行商品结构和经营布局的战略调整。一方面仍然坚持中档及中高档为主、兼顾高档需求和特惠需求的结构，同时根据不同门店所处市场环境进行适当调整，加强市场细分，形成有别于主要竞争对手的经营特色；另一方面将根据顾客进店的消费动线，规划和设计经营布局、商品陈列和区域分布，强调卖场文化氛围的营造，突出商品陈列的生动性、美观性和新颖性，为广大消费者提供更加舒适、人性化的环境空间。

公司百货业务还将着重实施品牌战略，提高品牌商品经营比重，提升商品档次，进而提高公司盈利水平。在品牌引进方面，公司将坚持“品牌是商业企业利润支撑点”的经营理念，增强品牌规划意识，继续加大品牌开发、引进和扶持的力度。通过与生产厂商联手，扩大市场认同的成熟品牌的销售规模，同时对新品牌形成“发现、挑选、培养、淘汰、纳新”的良性机制。严格执行“商品淘汰制”和“品牌准入制”，积极争取与国内外知名企业直接挂钩，力争年品牌更新率达20%以上，突出品牌号召力。

超市业务战略

具体就超市业务而言，在营销管理上，公司将在销售管理上全面实现商业自动化，采用强大的电脑网络系统支撑，进一步提升订货的效率，简化订货的作业流程，使总部及时得到各分店的销售信息回馈，对各分店的商品、财会、人事、信息、物业、决策等进行全方位的监控和支持。

采购、配送方面，对于批量购进的商品，公司将尽量降低采购的费用、减少采购的中间环节，保证全面低价格定位目标的实现。此外公司将建立强大、有效的物流配送系统，通过垂直整合物流配送，让各分店有效地掌握配送的效率和价格及数量，为企业带来竞争优势。

此外，公司还将积极寻找商机，延伸连锁网络，扩大公司市场份额。公司计划以百货门店的快速扩张形成可复制的成熟模式，计划在可重点发展城市择机布点，加速占领市场，拓宽经营网络，获取新的利润增长点。公司将根据目标市场所在商圈的特性，在陕西省内重点城市开设新的营业网点，实现公司的快速扩张。与此同时，公司也将在综合考虑自身实力的基础上，有选择的进入其他区域市场，提升公司的跨区域经营能力，从而将公司打造成为全国性的大型零售集团公司。

整体上看，公司的战略规划目标明确，对公司未来的业务发展及投资方向起到了较强的引导作用。但需要关注的是，由于公司业务的拓展受到宏观经济、产业政策、竞争环境等多方面因素的影响，未来公司整体战略能否顺利推进仍然面临一定的不确定性。

财务分析

以下分析基于西安民生提供的经信永中和会计师事务所审计的2009~2011年审计报告及未经审计的2012年三季度财务报告。其中，2009年数据取自经追溯调整的2010年度合并财务报表期初重述数。

资本结构

近年来公司有效利用资本市场融通资金，通过租赁、自建、兼并、收购等多种方式保持快速的展店步伐，资产规模迅速扩张。2010年1月公司A股非公开发行顺利完成，募集资金净额1.95亿元，完成对宝商集团宝鸡商业经营管理有限责任公司（以下简称“宝鸡商业”）100%股权的购买。截至2011年12月31日，公司资产总额为36.41亿元，2009~2011年总资产复合增长率达到23.76%。2012年9月，公司再次成功增发新股，募集资金净额9.42亿元，用于投建延安东方红世纪广场等四个项目。截至2012年9月30日，公司所有者权益为18.51亿元，较年初增加118.00%。

图8：公司2009~2012.Q3资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

较快的展店速度需要较大的资金支持，公司在权益融资的同时，也加大了贷款筹集资金的力度。近年来公司债务规模增速较快，截至2011年12月31日，公司总负债达到27.91亿元，2009~2011年复合增长率为70.61%；总债务达到14.19亿元，2009~2011年复合增长率为155.58%。由于债务规模增速大于资产扩张速度，公司财务杠杆比率快速增加，截至2011年12月31日，公司资产负债率达到76.67%，总资本化比率为62.55%，分别较2009年增加31.54、

51.49个百分点。2012年9月公司增发新股顺利实施，财务杠杆比率有所下降。截至2012年9月30日，公司资产负债率及总资本化比率分别降至65.05%、52.52%。

表12：2012.Q3部分零售百货类上市公司资本结构指标

单位：亿元

公司名称	总资产	资产负债率	总资本化比率
友谊股份	377.38	61.14%	9.05%
银座股份	112.49	75.38%	58.07%
王府井	114.16	47.72%	0.00%
鄂武商 A	103.74	75.30%	30.65%
华联综超	98.05	68.95%	41.42%
中百集团	80.00	63.38%	18.95%
华联股份	64.21	52.52%	35.33%
新世界	52.87	58.45%	54.02%
新华百货	34.17	55.17%	18.03%
西安民生	52.96	65.05%	52.52%

数据来源：各公司定期报告，中诚信证评整理

公司资产以货币资金、预付账款、存货、投资性房地产、固定资产为主，截至2011年12月31日，上述五项分别占总资产的40.24%、5.22%、7.25%、10.16%、17.66%。截至2012年9月30日，由于增发新股募集资金的到位、借款的增加，公司货币资金达到27.04亿元，占总资产的51.06%，资金量充足；随着募投项目相继进入开发期，公司预付项目款大幅增加，期末预付款项合计7.17亿元，占总资产的13.54%；投资性房地产和固定资产分别是用于出租和自用的各门店营业楼等，占总资产的6.82%、11.74%。尤其值得关注的是，公司自有门店多位于商圈核心地段，地理位置较好，随着房地产市场的发展及周边商业环境的改善，公司部分物业资产具备较大的升值潜力。总体来看，公司资产以货币、房屋、土地使用权为主，资产质量优良。

债务结构方面，近年来公司付息债务规模增长较快，截至2011年12月31日，公司总债务达到14.19亿元，2009~2011年复合增长率达到155.58%。2012年前三季度，公司付息债务规模继续扩大，短期借款大幅增加，短期债务/长期债务上升至8.89。目前公司处于高速扩张期，收购及自建门店需要大量资金，短期债务占比较大不利于资金来源的稳定性，债务期限结构有待优化。

图9：公司2009~2012.Q3债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

中诚信证评认为，公司处于高速扩张期，资产规模扩张迅速，但较大的资本支出需求推升其财务杠杆比率攀升。未来随着公司扩张战略继续推进，公司财务杠杆将有进一步上升的压力。

盈利能力

近年来随着新开门店的不断增加，公司收入规模持续增长，2009~2011年营业收入复合增长率达到32.22%。2011年，公司实现营业总收入28.50亿元，其中百货业务收入16.54亿元，超市业务收入11.95亿元，分别占营业总收入的58.06%、41.94%，百货业务收入占比小幅上升。2012年前三季度，公司实现营业收入24.29亿元，同比增长16.84%。

受益于陕西省经济快速发展及公司“超市+百货”业态协同效应，近年来公司整体业务运营平稳，毛利率始终保持在20%以上。2011年公司毛利率为23.20%，随着毛利率较高的百货业务板块占比逐步提高，公司整体毛利水平稳定提升。

表13：2009~2012.Q3部分零售百货类上市公司毛利率比较

公司名称	2009	2010	2011	2012.Q3
友谊股份	21.08%	22.23%	22.69%	22.12%
银座股份	18.57%	18.19%	17.63%	18.50%
王府井	18.67%	18.20%	18.66%	19.33%
鄂武商 A	19.31%	19.73%	20.21%	20.48%
华联综超	19.34%	18.99%	20.47%	20.60%
中百集团	18.15%	19.02%	19.42%	19.36%
华联股份	26.46%	34.09%	43.79%	53.31%
新世界	28.60%	29.26%	27.78%	27.93%
新华百货	18.72%	19.32%	17.92%	19.24%
西安民生	21.14%	22.36%	23.20%	22.14%

数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

分业务板块来看，百货业务毛利率易受门店经营所处阶段、品牌结构、招商条款等因素影响，近年来，受促销、门店培育期等因素影响，公司百货业务毛利率存在波动，但总体来看仍处于相对稳定水平。同时，通过发挥自身规模优势、提升招商采购环节的议价能力等，公司超市业务毛利率呈现逐年上升态势。

表14：2009~2012.Q3年公司分业务板块毛利率情况

业务板块	2009	2010	2011	2012.Q3
百货	18.26%	20.37%	19.31%	17.66%
超市	11.82%	11.29%	12.67%	12.42%
综合	21.14%	22.36%	23.20%	22.14%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来，公司三费收入占比呈现上升态势，主要由于门店数量的增加导致销售费用和管理费用增加，以及付息债务规模的扩大致使财务费用大幅增长。2011年，公司三费收入占比达到19.41%，处于行业中等水平。从公司未来几年的发展规划来看，由于新开门店的增加，三费收入占比有进一步上升的可能。

图10：2009~2012.Q3年公司期间费用变化



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金获取方面，近年来公司EBITDA规模呈上升态势，2009~2011年复合增长率为29.47%，2011年达到2.08亿元。从EBITDA构成来看，债务规模的迅速扩大使得财务性利息占EBITDA的比重持续上升，而随着公司自建和收购店面的增多，折旧及摊销占EBITDA的比重也有所增加。长期来看，随着新开门店投入经营，未来公司的盈利能力和利润规模有望得到提升和扩大，EBITDA将有进一步上升的空间。

图11：2009~2012.Q3公司EBITDA构成



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司“超市+百货”业态的模式保证了其业务运营的平稳性，受经济周期波动的影响较小。短期内，公司仍将保持快速的门店扩展速度，可能对经营效益产生一定影响，但长期看随着新建店面陆续进入成熟运营期，整体规模效应将逐步显现，公司盈利水平仍有望得到提升。

偿债能力

随着公司展店速度加快，规模不断扩张，公司付息债务规模也不断扩大。截至2012年9月30日，公司总债务为20.47亿元，其中短期债务占比89.89%。长期借款分布方面，公司长期借款数额较小且不存在集中偿付压力。

表15：公司长期借款到期分布情况

单位：亿元				
	2013	2014	2015	2016 及以后
长期借款	0.9	0.8	0.2	0.9

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从偿债指标来看，公司总债务的快速提升使盈利及现金流对于债务的保障能力逐渐减弱。2011年公司总债务/EBITDA、EBITDA利息保障倍数及经营活动净现金流利息保障倍数分别为6.55、2.76和3.23，公司偿债压力增大。

表16：2009～2012.Q3公司偿债能力分析

财务指标	2009	2010	2011	2012.Q3
总债务（亿元）	1.65	7.57	14.19	20.47
经营活动净现金流（亿元）	1.00	1.08	2.53	1.78
总债务/EBITDA（X）	1.35	5.04	6.55	10.99
总债务/经营活动净现金流（X）	1.65	7.02	5.60	11.48
EBITDA 利息保障倍数（X）	15.16	6.31	2.76	2.89
经营活动净现金流利息保障倍数（X）	12.46	4.53	3.23	2.77

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

对外担保方面，截至2012年9月30日，公司仅对全资子公司提供的尚未履行完毕的担保0.9亿元，占其所有者权益的4.86%，目前宝鸡商业经营情况良好，公司承担的或有风险在可控范围之内。

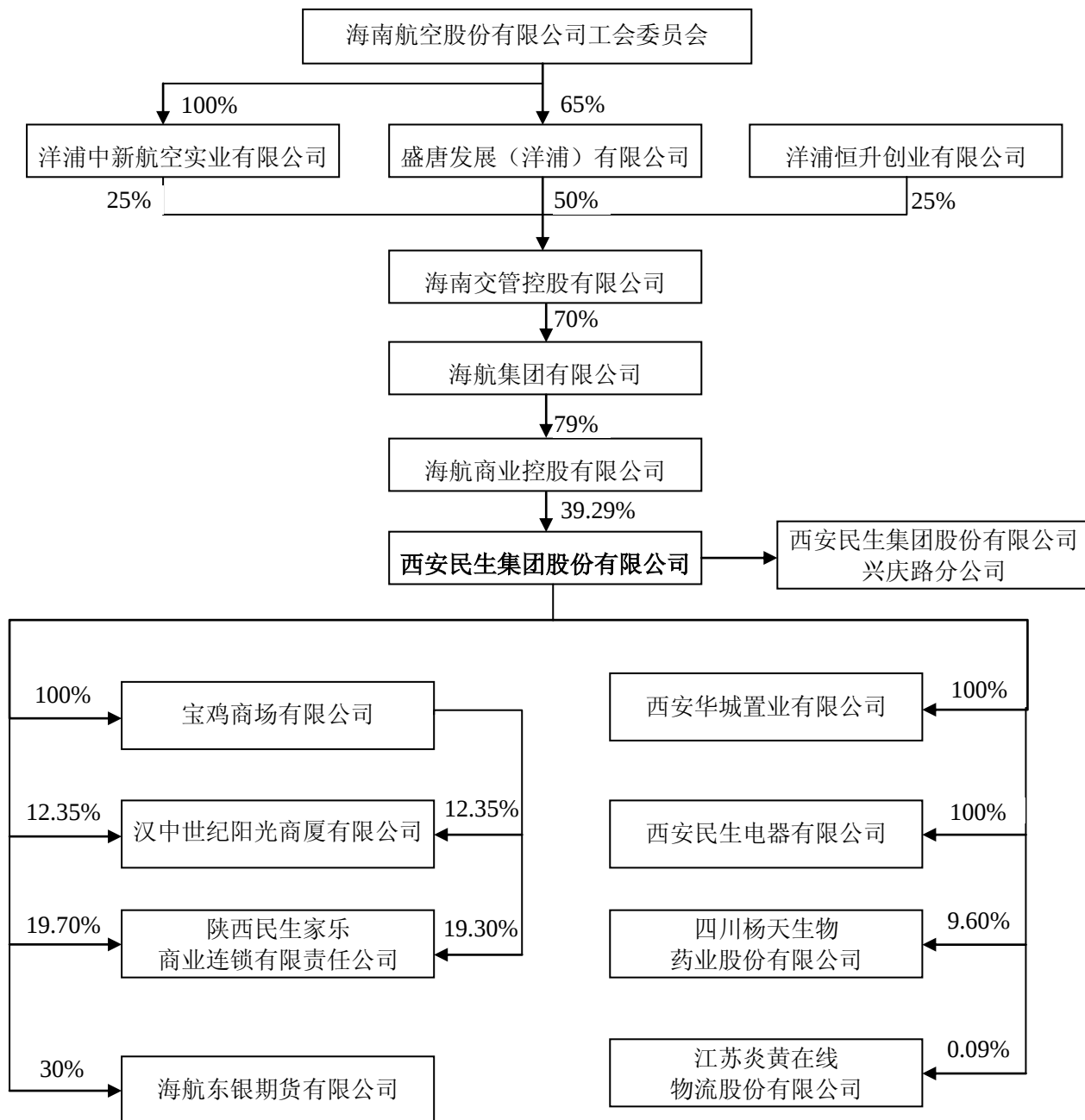
财务弹性方面，一直以来，公司与金融机构有着较好的合作关系。截至2012年9月30日，公司拥有的人民币授信总额26.7亿元，尚未使用授信余额6.23亿元。

总体来看，公司经营业绩与现金获取能力相对稳定，债务规模的快速增长导致公司债务压力增加，但考虑到目前公司整体负债水平有所降低，财务结构相对稳健，且营业收入稳定增长，经营效益良好，备用流动性充足，整体来公司仍具备很强的偿债能力。

结 论

综上，中诚信证评认为本次公司债券信用质量很高，信用风险很低；中诚信证评认为西安民生在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：西安民生集团股份有限公司股权结构图（截至 2012 年 9 月 30 日）



附二：西安民生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)	2009	2010	2011	2012.Q3
货币资金	85,374.93	99,839.94	146,494.53	270,386.90
应收账款净额	3,190.90	1,803.66	3,437.85	4,152.11
存货净额	10,333.08	13,698.70	19,019.28	15,778.24
流动资产	107,116.95	136,314.96	211,442.55	380,070.87
长期投资	11,866.54	9,669.29	13,127.05	13,378.61
固定资产合计	60,486.08	106,621.67	109,781.64	107,500.42
总资产	192,144.42	277,910.73	364,077.56	529,598.44
短期债务	16,500.00	60,648.46	114,389.42	184,029.66
长期债务	0.00	15,057.05	27,499.27	20,700.19
总债务（短期债务+长期债务）	16,500.00	75,705.51	141,888.70	204,729.85
总负债	112,458.82	197,578.01	279,121.44	344,521.22
所有者权益（含少数股东权益）	79,685.60	80,332.72	84,956.12	185,077.22
营业总收入	217,686.04	234,298.56	284,951.34	242,865.69
三费前利润	44,305.44	50,210.96	62,931.41	51,103.26
投资收益	673.44	-187.65	457.76	251.56
净利润	5,032.57	5,938.87	6,144.96	5,935.87
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	12,200.57	15,017.44	21,651.20	18,637.08
经营活动产生现金净流量	10,033.57	10,779.83	25,317.59	17,827.75
投资活动产生现金净流量	7,176.71	-39,057.38	-35,559.31	-44,969.91
筹资活动产生现金净流量	-3,724.09	42,742.56	56,896.31	151,034.55
现金及现金等价物净增加额	13,486.18	14,465.01	46,654.58	123,892.38
财务指标	2009	2010	2011	2012.Q3
营业毛利率（%）	21.14	22.36	23.20	22.14
所有者权益收益率（%）	6.32	7.39	7.23	4.28
EBITDA/营业总收入（%）	5.60	6.41	7.60	7.67
速动比率（X）	0.86	0.71	0.79	1.16
经营活动净现金/总债务（X）	0.61	0.14	0.18	0.12
经营活动净现金/短期债务（X）	0.61	0.18	0.22	0.13
经营活动净现金/利息支出（X）	12.46	4.53	3.23	2.77
EBITDA 利息倍数（X）	15.16	6.31	2.76	2.89
总债务/EBITDA（X）	10.99	5.04	6.55	22.58
资产负债率（%）	58.53	71.09	76.67	65.05
总债务/总资本（%）	17.15	48.52	62.55	52.52
长期资本化比率（%）	0.00	15.78	24.45	10.06

注：1、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

2、2012 年三季度的所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经过年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (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 / 期末所有者权益

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 (扣除非付息部分)

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 (付息部分)

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发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行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 and 标准做出的独立判断，不存在因发行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发行主体提供，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，对基于发行主体提供的材料，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。

关于西安民生集团股份有限公司 2012年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，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次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次债券偿债保障情况等因素，以对本次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（如有）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）发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，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（如有）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、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

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《西安民生集团股份有限公司 2012 年公司债券信用评级报告》之签署页）

分析师：邵津宏
苏尚才
肖鹏

中诚信证券评估有限公司

2012 年 11 月 15 日