



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪165号

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，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定；维持本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一五年六月二十六日

西安民生集团股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告（2015）

发行主体	西安民生集团股份有限公司		
发行规模	人民币 6 亿元		
存续期限	2013/3/12-2016/3/12		
上次评级时间	2014/6/25		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

概况数据

西安民生	2012	2013	2014	2015.Q1
所有者权益（亿元）	19.96	17.00	17.51	17.76
总资产（亿元）	62.43	67.52	74.66	74.93
总债务（亿元）	24.53	28.94	35.74	38.01
营业总收入（亿元）	35.74	38.99	40.07	10.88
营业毛利率（%）	23.34	24.40	25.77	23.30
EBITDA（亿元）	2.91	3.65	3.95	0.73
所有者权益收益率（%）	3.58	3.71	3.48	5.52
资产负债率（%）	68.03	74.83	76.54	76.30
总债务/EBITDA（X）	8.42	7.93	9.05	12.99
EBITDA 利息倍数（X）	2.33	1.95	2.03	1.65

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.Q1 所有者权益收益率、总债务/EBITDA 经年化处理。

基本观点

2014 年，我国零售市场继续保持稳步增长态势。西安民生集团股份有限公司（以下简称“西安民生”或“公司”）作为陕西省零售业龙头企业，开店规模持续增长，依托其在区域内较高的品牌认可度，全年实现了业务规模持续增长，营业毛利率和经营业绩总体保持稳定，经营活动净现金流状况也保持较好。同时，我们也关注到近年来较快的扩张速度对公司管理水平、人力资源和资金实力形成压力，市场竞争日趋激烈，新型零售业态冲击等因素对公司整体经营及信用水平的影响。

中诚信证评评定西安民生主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“西安民生集团股份有限公司 2012 年公司债券”的信用等级为 AA。

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，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，海航商业作为新店孵化器，可持续向公司注入成熟优质门店。截至 2015 年 3 月 31 日，公司共拥有 16 家百货门店和 35 家超市门店，分布于西安、宝鸡、汉中、延安等陕西省主要城市以及甘肃天水 and 庆阳两地，较上年同期有较快增长。目前，公司仍有多个自签约和集团体内的储备项目，为其进一步扩展提供了保障。
- 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方面能得到较大的支持力度。

分 析 师

方雨芳 ylfang@ccxr.com.cn

罗彬璐 bluo@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 6 月 26 日

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以及电商消费对线下消费市场的挤压，公司面临的市场竞争压力将不断加大。
- 经营管理压力增加。近年来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。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 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。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

基本分析

作为零售行业的区域性龙头企业，公司在陕西地区具有较高的品牌认可度和市场份额，受益于陕西省零售市场的持续增长，2014年公司业务规模稳步扩大

近年来，随着国民经济发展、居民收入提高以及城市化进程的加快，我国零售行业总体上保持了持续增长的态势。同时，国家一系列促进消费、扩大内需的政策也对零售行业的发展起到了积极的促进作用。2014年我国社会消费品零售总额继续保持稳步增长，全年合计262,394亿元，较上年增长12%。陕西省作为我国西部第一大省，近年来区域经济保持良好发展势头，2014年地区生产总值17,689.94亿元，比上年增长10.25%；地区社会消费品零售总额5,572.84亿元，较上年增长12.8%。我国零售市场尤其是陕西省零售市场的发展为公司提供了较为广阔的成长空间。

公司系海航集团旗下专业从事商业零售的区域性龙头企业，以“百货+超市”的传统业态为主要经营模式，在陕西省内具有较高的品牌知名度和市场份额。近年来随着自身经营的不断扩张以及大股东海航商业陆续的资产注入，公司不断在陕西省内及周边省市扩张业务，经营区域及销售收入均实现增长。2014年公司营业收入为40.07亿元，较上年增加2.77%，其中百货和超市业务收入分别为26.28亿元和13.79亿元，分别占营业收入比重为65.59%和34.41%。

表 1：2013~2014 年公司营业收入构成情况

	单位：亿元、%		
	2013 年	2014 年	变动幅度
百货业务	24.73	26.28	6.27
超市业务	14.26	13.79	-3.30
合 计	38.99	40.07	2.77

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从细分业务来看，百货业务系公司传统业务，总体定位于中高端，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，但与这些对手相比，公司在门店数量上领先，具备一定的规模优

势。随着已有门店的稳定发展以及门店数量的增加，公司百货业务收入保持增长势头，2014年营业收入为26.28亿元，较上年增长6.27%。而超市业务方面，公司运营的“家美佳”超市以小规模的标准超市为主要门店类型，与当地的华润、大润发错位竞争。不过，近年来国内外各大零售企业纷纷加大在西安地区的投资，行业竞争日趋激烈。此外，近年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。2014年，我国网络零售市场交易总额达到27,898亿元，较2013年增长47.99%；占社会消费品零售总额的比重达到10.63%。网络零售市场的迅速增长，对传统实体零售渠道经营带来较大压力。受行业内竞争加剧及电商消费对线下消费市场挤压的影响，公司超市业务规模有所萎缩，2014年公司超市业务收入为13.79亿元，较上年减少3.3%。

表 2：2013~2014 年公司营业收入分区域情况

	单位：亿元、%		
	2013 年	2014 年	变动幅度
西安地区	21.93	21.07	-3.92
宝鸡地区	13.67	13.55	-0.88
汉中地区	1.60	3.53	120.63
延安地区	1.79	1.91	6.70
合 计	38.99	40.07	2.77

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来公司持续扩充门店数量，为其经营业绩的提升提供了保障，但也使得公司面临一定的资金压力及管理风险

公司近年来在门店数量方面采取了循序增加策略。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、兼并或收购门店；另一种为收购海航商业旗下成熟的零售门店。截至2015年3月31日，公司共拥有16家百货门店和35家超市门店，分布于西安、宝鸡、汉中、延安等陕西省主要城市以及甘肃天水 and 庆阳两地。

从细分业务来看，公司百货业务一直以“民生百货”西安解放路店为基础，不断进行门店扩张。截至2015年3月31日，公司拥有百货门店16家，较去年同期增加了2家，营业面积约33.87万平方米，其中约

52%系公司自有物业。

表 3：公司近年百货门店扩张情况

时间	2013 年	2014 年	2015.Q1
门店数量（家）	14	14	16
其中当期新增	2	0	2
营业面积（万 M ² ）	26.18	29.22	33.87
其中当期新增	1.73	3.04	4.65

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 4：截至 2015 年 3 月 31 日公司 16 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	自有
2	新世纪店	宝鸡	1996.12	12000	租赁
3	世纪阳光商厦	汉中	2000.1	32627	自有
4	宝商百货店	宝鸡	2003.9	8000	自有
5	庆阳店	甘肃	2007.10	10815	租赁
6	西大街店	西安	2007.10	18145	租赁
7	曲江店	西安	2010.11	22587	自有
8	世纪阳光海德城店	汉中	2011.4	10200	自有
9	民生电器	西安	2011.4	10001	租赁
10	钟楼店	西安	2011.5	35084	租赁
11	延安店	延安	2011.10	18190	自有
12	世纪阳光时尚广场店	汉中	2012.1	12083	自有
13	五路口店	西安	2012.9	20202	自有
14	文景店	西安	2013.9	28876	租赁
15	龙首店	西安	2015.2	29586	租赁
16	长安店	西安	2015.1	16900	租赁

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从布局来看，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，且已覆盖西安主要商圈。其中，解放路店依然是公司的百货主力门店，2014 年该店收入为 9.66 亿元，分别占公司百货收入和营业收入的 36.74% 和 24.10%，也是公司主要的利润来源。而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。

根据公司规模，未来几年，公司还将在西安、

咸阳、榆林、商洛、安康等地开设门店以进一步完善在陕西省内的网店布局，其中雁塔文化新天地项目已处于建设中。值得关注的是，在公司在建和拟建项目中，公司自建或购买物业的比例较高，自建物业方式有利于经营稳定性和利润水平的提升，但前期较大的投资规模可能使公司短期内面临一定的资金压力。

表 5：公司在建百货门店情况

单位：万元、M²

序号	项目名称	地点	总投资	营业面积	权属
1	雁塔文化新天地项目	西安雁塔区	44305	27071	自有

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司大股东海航商业旗下拥有多家商业零售门店未纳入公司体内。海航商业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，因此未来大股东继续实施资产注入的可能性较大，将有利于公司业务的进一步扩张。

表 6：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	西安兴正元购物中心	西安	2009.9	61598	自有
2	天津国际商场	天津	1986.5	21797	自有
3	长春美丽方民生购物中心	长春	2013.12	32488	自有

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

超市业务方面，公司超市业务目前主要由下属子公司宝鸡商场有限公司（以下简称“宝鸡商场”）运营。近年公司超市门店数量也有所增加，截至 2015 年 3 月 31 日，公司拥有超市门店 35 家，较上年同期增加了 2 家，营业面积共计约 14.23 万平方米。

表 7：公司近年超市门店扩张情况

时间	2013 年	2014 年	2015.Q1
门店数量（家）	33	33	35
其中当期新增	2	0	2
营业面积（万 M ² ）	13.84	14.04	14.23
其中当期新增	0.32	0.20	0.19

表 8：截至 2015 年 3 月 31 日公司 35 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	兴庆路店	2010-12	3537	自有	超市
2	电子城店	2007-12	14783	租赁	超市
3	陈仓园店	2002-8	30821	自有	超市
4	百合店	2010-11	15251	租赁	超市
5	教育西路店	2007-6	1513	租赁	超市
6	公园路店	2005-4	3318	租赁	超市
7	宝成店	2003-10	4225	租赁	超市
8	烽火店	2005-1	2985	租赁	超市
9	宝钛店	2013-1	1535	租赁	超市
10	宝光店	2004-8	1721	租赁	超市
11	凌云店	2008-12	2541	租赁	超市
12	峪泉路店	2000-8	256	租赁	超市
13	华通店	2000-1	1675	租赁	超市
14	姜谭路店	2007-4	3532	租赁	超市
15	西关店	2008-8	2111	租赁	超市
16	经二路店	2003-12	5045	自有	超市
17	凤翔东湖店	2004-9	1972	自有	超市
18	凤翔秦凤路店	2012-12	1859	租赁	超市
19	凤县店	2004-6	1027	租赁	超市
20	凤县金凤凰店	2013-11	1682	租赁	超市
21	眉县平阳街店	2002-11	925	租赁	超市
22	眉县美阳街店	2008-8	2850	租赁	超市
23	郭家河店	2012-8	100	租赁	超市
24	陈仓区店	2004-12	7716	租赁	超市
25	陇县店	2008-1	4697	租赁	超市
26	蔡家坡店	2005-1	3694	租赁	超市
27	岐山店	2004-8	2958	租赁	超市
28	天水迎宾路店	2004-12	1500	租赁	超市
29	天水新华路店	2008-4	554	租赁	超市
30	天水大众北路店	2010-12	2486	租赁	超市
31	天水旗舰店	2010-12	5637	租赁	超市
32	扶风新都汇店	2014-11	4073	租赁	超市
33	火炬路店	2015-1	1822	租赁	超市
34	省二建迷你店	2015-1	80	租赁	超市
35	千阳南关路店	2014-11	1779	租赁	超市

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从未来发展来看，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，2014年以来公司加快了在该类区域的门店建设，预期未来将进一步增加覆

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、江苏南通、广东梅州、上海、湖南、陕西西安还有大量超市门店，截至2015年3月31日，合计门店数量达288家，经营面积54万平方米，未来可能陆续注入公司，届时公司超市业务规模将大幅扩大。

表 9：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
广东海航乐万家连锁超市有限公司	广东梅州	32	73545	综超
上海海航家乐企业管理有限公司	上海	118	124400	标超
	江苏南通	15	13514	标超
	江苏南通	27	2639	便利店
陕西民生家乐商业连锁有限责任公司	陕西西安	14	67667	综超
陕西民生家乐投资管理有限公司	陕西西安	27	71735	综超
中南海航投资有限公司	湖南省	20	4098	便利店
	湖南省	12	52009	综超
	湖南省	21	124849	大卖场
民生家乐超市控股有限公司	北京	2	7600	综超
合计	-	288	542056	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司业务规模总体呈增长状态，未来随着新建门店陆续度过培育期以及股东成熟门店的注入，公司的经营业绩有望得到进一步提升。

财务分析

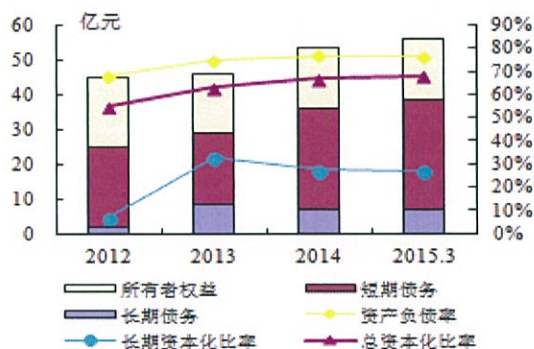
以下财务分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所审计的 2012~2014 年审计报告及未经审计的 2015 年第一季度报表。

资本结构

从资产规模来看，截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产总额为 74.66 亿元，较上年增长 10.57%，主要系货币资金增加。2014 年公司增加短期借款及票据融资规模，致使存单质押及票据保证金相应增加，因此当年货币资金增加较多。此外，当年公司在建工程 and 无形资产也增长较快，截至 2014 年末，公司在建工程合计 2.67 亿元，较上年增长 1684.97%，主

要系公司前期购买的雁塔文化新天地项目的房产已交付并过户，2014 年度将前期累计支付的房款由其他非流动资产转入在建工程科目核算所致；无形资产合计 1.38 亿元，较上年增长 74.75%，主要系当年公司子公司宝鸡商场将购买的新世纪土地使用权以及陈仓物流园由在建工程转入土地使用权所致。截至 2015 年 3 月 31 日，公司资产总额为 74.93 亿元，较年初增长 0.36%。

图1：公司2012~2015.Q1资本结构分析

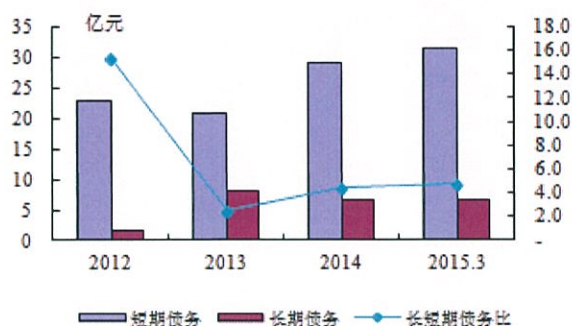


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从负债规模来看，2014 年公司归还了部分长期借款，但短期借款规模有所增加，同时公司充分利用商业信用及票据融资，年末应付票据和应付账款大幅增长，导致整体债务规模有所上升。截至 2014 年 12 月 31 日，公司总负债达到 57.15 亿元，总债务达到 35.74 亿元，分别较上年增加 13.12% 和 24.50%。杠杆比率方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产负债率为 76.54%，总资本化比率为 67.12%，分别较上年上升 1.71 和 4.12 个百分点。

债务结构方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司总债务为 35.74 亿元，其中短期债务占比 81.65%。公司短期债务/长期债务为 4.45，较上年增长了 1.93，主要系由银行承兑汇票结算规模上升以及短期借款的增长所致；截至 2015 年 3 月 31 日，由于银行承兑汇票结算规模进一步上升以及短期借款的小幅增长，公司短期债务/长期债务增至 4.80。总体来看，公司短期债务规模较大，债务期限结构存在一定的不足，但公司自有资本实力较强，货币资金较为充裕，其债务风险处于可控范围。

图2：2012~2015.Q1公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，公司业务发展目前处于扩张期，较大的资本支出需求推升其财务杠杆比率持续增加。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销售能力的逐步释放以及原有门店销售规模的扩大，公司收入规模持续增长，2014 年，公司实现营业总收入 40.07 亿元，较上年增长 2.77%。其中百货业务收入 26.28 亿元，超市业务收入 13.79 亿元，分别占营业总收入的 65.59% 和 34.41%。2015 年一季度，公司实现营业收入 10.88 亿元，较上年同期减少 4.51%。其中百货业务收入 6.76 亿元，超市业务收入 4.12 亿元，分别占营业总收入的 62.13% 和 37.87%。

受益于陕西省经济快速发展及公司“超市+百货”业态的协同效应，近年来公司整体业务运营较为平稳，毛利率始终保持在 20% 以上。2014 年公司毛利率为 25.79%，较上年增加了 1.39 个百分点。

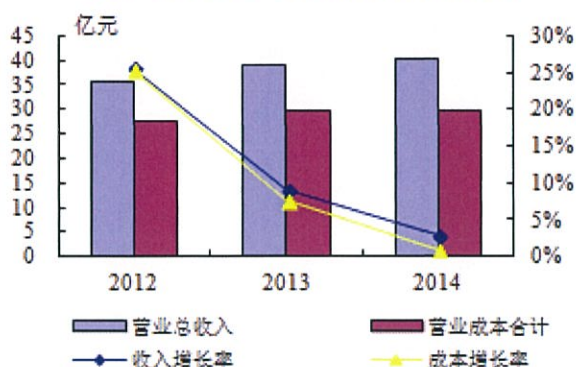
表 10：公司 2013~2014 年分产品收入和毛利率情况

单位：亿元、%

业务	2013		2014	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
百货	24.73	25.91	26.28	28.69
超市	14.26	21.78	13.79	20.52
综合	38.99	24.40	40.07	25.79

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

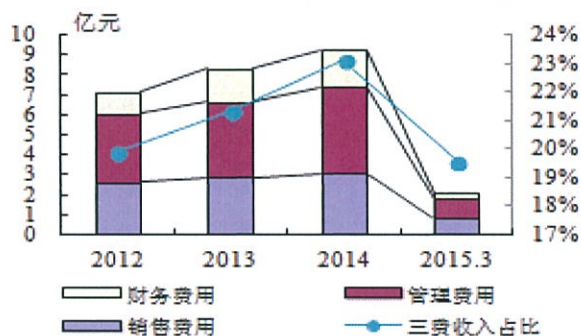
图 3：公司 2012~2015.Q1 盈利能力分析



资料来源：公司定期报告，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，2014 年公司三费收入占比达到 23.08%。从公司未来几年的发展规划来看，公司计划在将来加强节支的力度，使得三费增速减缓或维持在持平的状态，对此中诚信证评将保持持续关注。

图 4：2012~2015.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

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，公司仍将保持门店扩张的状态，随之而来的期间费用的增加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

表 11：2012~2015.Q1 年公司偿债能力分析

财务指标	2012	2013	2014	2015.Q1
总债务 (亿元)	24.53	28.94	35.74	38.01
EBITDA (亿元)	2.91	3.65	3.95	0.73
经营活动净现金流 (亿元)	6.68	6.37	4.90	0.17
总债务/EBITDA (X)	8.42	7.93	9.05	12.99
经营活动净现金/总债务 (X)	0.27	0.22	0.14	0.02
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.33	1.95	2.03	1.65
经营活动净现金/利息支出 (X)	5.34	3.40	2.52	0.39

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

注：1. 2015.Q1 总债务/EBITDA、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/利息支出经年化处理。

近年来公司 EBITDA 规模呈上升态势，2014 年达到 3.95 亿元，较上年增长 8.23%。从 EBITDA 构成来看，债务规模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。从偿债指标来看，受总债务规模增加较快的影响，公司 2014 年总债务/EBITDA 由 2013 年的 7.93 倍上升至 9.05 倍，债务压力有所增加。受益于 EBITDA 的增长，公司 EBITDA 利息保障倍数由 2013 年的 1.95 倍升至 2.03 倍。

从现金流角度看，公司 2014 年实现经营活动净现金流 4.90 亿元，较上年减少了 23.08%，但总体仍处于较高水平，经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/利息支出分别为 0.14 和 2.52 倍，均较上年有所弱化，但公司经营性现金净流入总额依旧较为充裕，对债务本息偿还能够形成一定保障。

对外担保方面，截至 2015 年 3 月 31 日，公司对外担保余额合计 2.95 亿元，占同期所有者权益的 16.61%，均系对宝鸡商场有限公司、汉中世纪阳光商厦有限公司、西安华城置业有限公司该 3 家子公司的担保，目前这 3 家公司经营情况良好，公司因带外担保所承担的或有风险在可控范围之内。

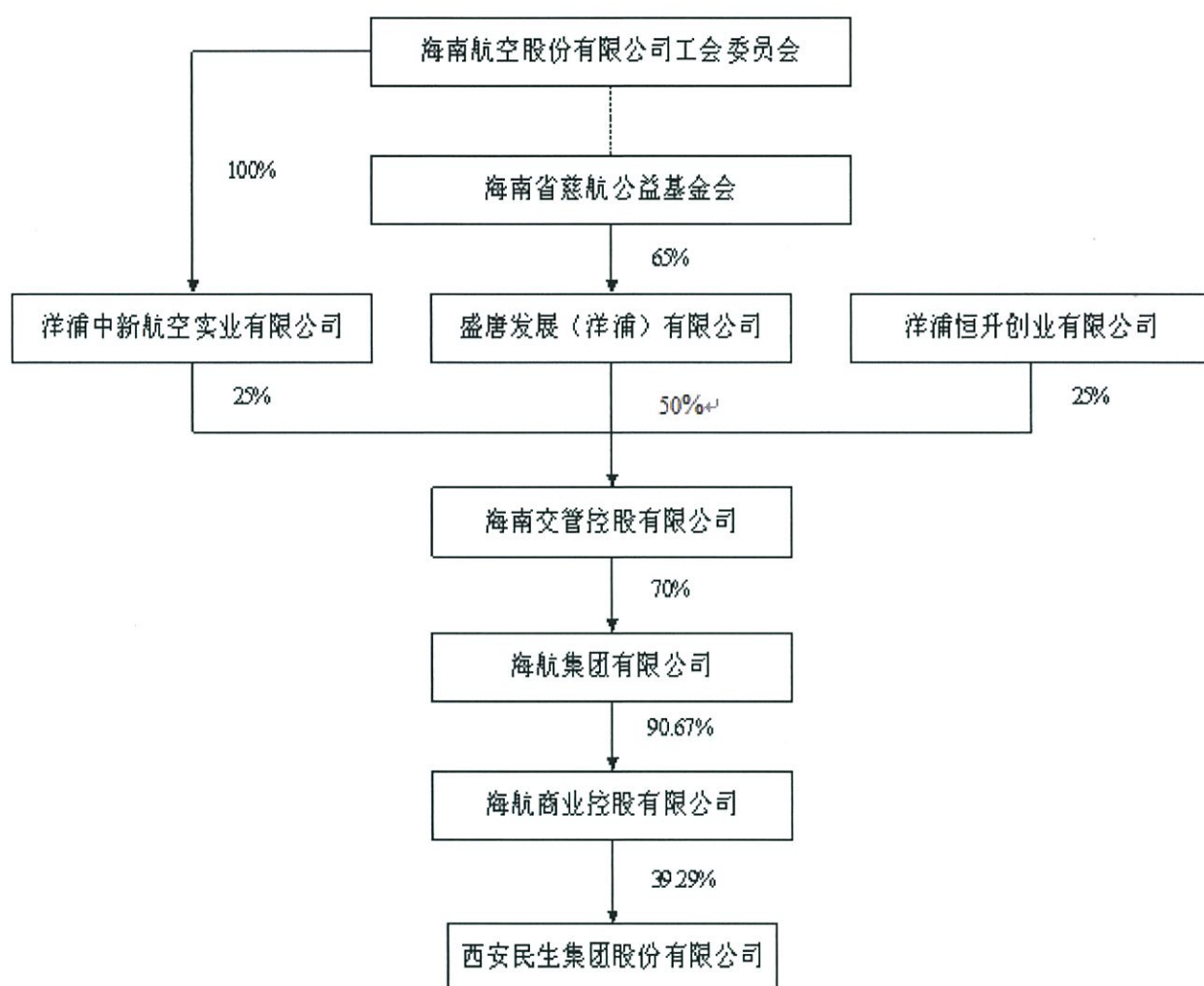
财务弹性方面，一直以来，公司与金融机构有着较好的合作关系。截至 2015 年 3 月 31 日，公司拥有的人民币授信总额 31.58 亿元，尚未使用授信余额 4.69 亿元。

总体来看，随着债务规模的增长，公司负债水平有所上升，财务结构稳健性有所弱化，但考虑到营业收入稳定增长，经营效益良好，且获现能力较好，公司仍具备很强的偿债能力。

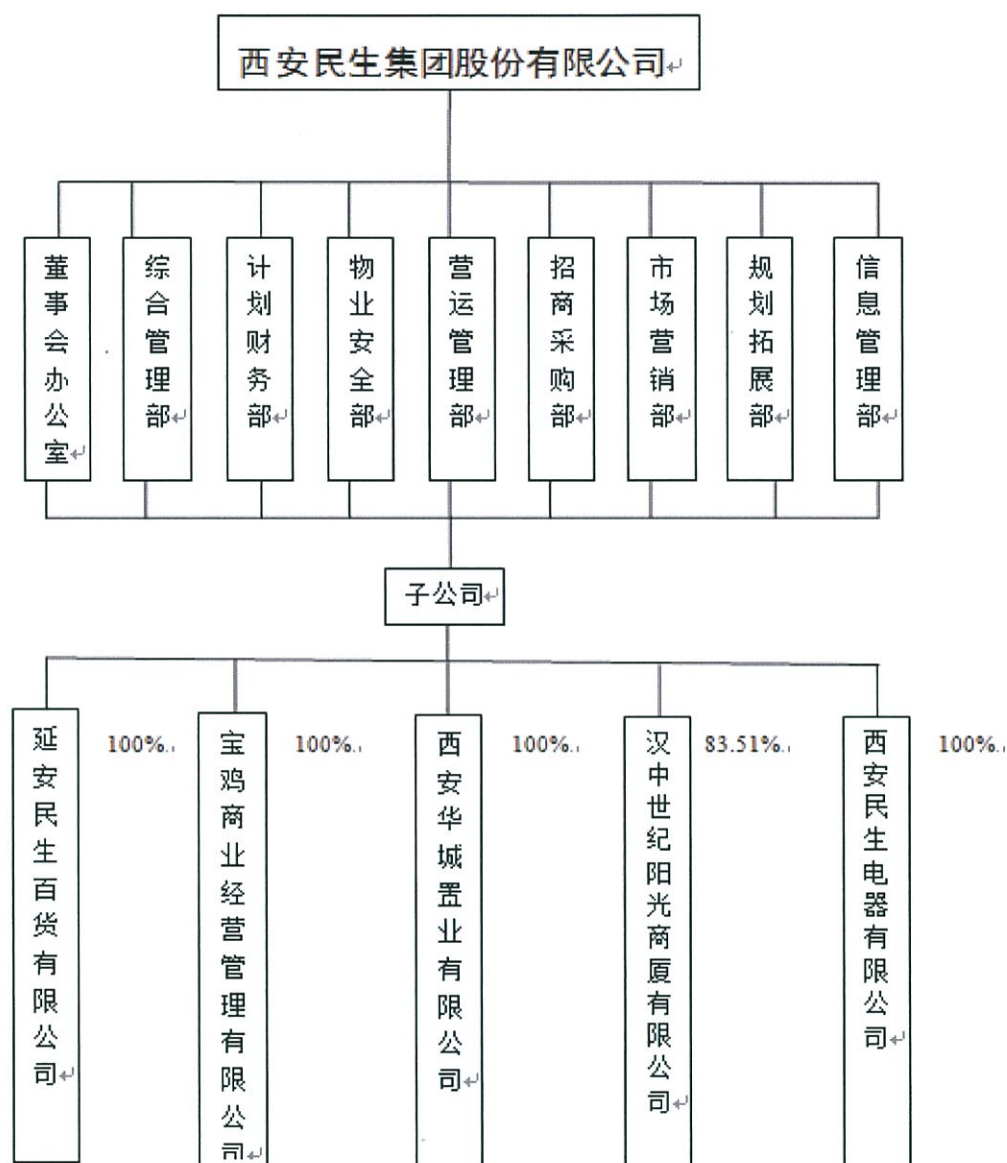
结 论

综上，中诚信证评评定本次公司债券的信用等级为 **AA**，西安民生主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。

附一：西安民生集团股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附二：西安民生集团股份有限公司组织结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附三：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)	2012	2013	2014	2015.Q1
货币资金	313,475.39	301,264.60	365,160.53	365,590.65
应收账款净额	9,832.87	2,303.10	1,095.08	2311.36
存货净额	18,284.53	19,665.31	16,900.43	17,557.57
流动资产	387,337.58	341,030.78	403,370.73	405,551.50
长期投资	8,237.948	57,875.92	58,915.43	58,915.43
固定资产合计	197,129.49	215,820.76	244,734.62	244,775.78
总资产	624,279.93	675,193.04	746,608.67	749,319.55
短期债务	230,260.00	207,145.00	291,860.00	314,520.43
长期债务	15,000.00	82,304.99	65,584.99	65,584.99
总债务（短期债务+长期债务）	245,260.00	289,449.99	357,444.99	380,105.41
总负债	424,725.14	505,226.83	571,477.31	571,738.36
所有者权益（含少数股东权益）	199,554.80	169,966.21	175,131.36	17,7581.19
营业总收入	357,429.57	389,903.85	400,654.93	108,764.92
三费前利润	79,623.24	90,719.13	98,318.80	24,076.37
投资收益	142.95	52.60	1,315.90	0.00
净利润	7,138.17	6,307.40	6,094.36	2,449.83
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	29,116.42	36,480.17	39,503.51	7,318.14
经营活动产生现金净流量	66,756.17	63,657.92	49,021.46	1,742.43
投资活动产生现金净流量	-61,493.81	-105,525.95	-59,549.17	-7,497.15
筹资活动产生现金净流量	123,125.59	37,522.24	29,378.65	11,634.84
现金及现金等价物净增加额	128,387.94	-4,345.79	18,850.93	5,880.12
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q1
营业毛利率（%）	23.34	24.40	25.77	23.30
所有者权益收益率（%）	3.58	3.71	3.48	5.52
EBITDA/营业总收入（%）	8.15	9.36	9.86	6.73
速动比率（X）	0.92	0.78	0.78	0.78
经营活动净现金/总债务（X）	0.27	0.22	0.14	0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	0.29	0.31	0.17	0.02
经营活动净现金/利息支出（X）	5.34	3.40	2.52	0.39
EBITDA 利息倍数（X）	2.33	1.95	2.03	1.65
总债务/EBITDA（X）	8.42	7.93	9.05	12.99
资产负债率（%）	68.03	74.83	76.54	76.30
总资本化比率（%）	55.14	63.00	67.12	68.16
长期资本化比率（%）	6.99	32.63	27.25	26.97

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.Q1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、总债务/EBITDA经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+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-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/ 营业收入

EBIT 率=EBIT / 营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/ 营业总收入

所有者权益收益率=净利润 / 所有者权益

流动比率=流动资产 / 流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率=负债总额 / 资产总额

总资本化比率=总债务 / （总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务 / （长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。