

跟 踪 评 级 公 告

联合[2012] 1187 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将海航商业控股有限公司主体长期信用等级由AA⁻调整为AA，评级展望为稳定，并维持“12海航商CP001”的信用等级为A-1，将“12海航商MTN1”的信用等级由AA⁻调整为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月二十六日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

海航商业控股有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 海航商 CP001	7 亿元	2012/3/16-2013/3/16	A-1	A-1
12 海航商 MTN1	9 亿元	2012/4/16-2015/4/16	AA	AA ⁻

跟踪评级时间: 2012 年 12 月 26 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
现金类资产(亿元)	15.03	15.29	25.82	48.92
资产总额(亿元)	49.52	88.09	142.81	168.88
所有者权益(亿元)	18.13	22.41	48.00	50.70
短期债务(亿元)	6.36	19.98	42.73	57.74
全部债务(亿元)	10.54	29.53	55.41	81.38
营业收入(亿元)	34.50	41.86	86.93	78.41
利润总额(亿元)	0.83	1.01	1.21	0.80
EBITDA(亿元)	2.29	3.10	5.99	--
经营性净现金流(亿元)	2.32	6.92	24.61	16.20
营业利润率(%)	21.66	21.42	22.42	21.67
净资产收益率(%)	3.44	4.08	1.92	--
资产负债率(%)	63.40	74.56	66.39	69.98
全部债务资本化比率(%)	36.76	56.85	53.59	61.61
流动比率(%)	95.30	61.09	72.58	91.92
全部债务/EBITDA(倍)	4.60	9.54	9.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.28	3.54	2.04	--
经营现金流动负债比(%)	9.69	12.89	30.35	--

注: 2012 年三季度财务数据未经审计

分析师

肖雪

lianhe@lianheratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 海航商业控股有限公司(以下简称“公司”)在全国范围内推进收购及兼并, 在门店资源、区域市场占有率、品牌知名度、运营管理等方拥有显著优势。但公司快速扩张带来的债务规模增长, 以及零售行业竞争激烈等因素也可能给公司带来一定的不利影响。

跟踪期内, 西安民生集团股份有限公司(简称“西安民生”)完成非公开发行股票事宜, 公司对其持股比例进一步提升, 并引入了部分外部资金。公司先后收购湖南家润多、湖南购宝乐及广东乐万家等超市, 经营规模迅速扩大。未来公司发展策略仍以收购成熟商业企业为主, 受益于国家刺激消费政策的实行, 公司收入和利润水平有望进一步提升。

综合考虑, 联合资信将海航商业控股有限公司的主体长期信用等级由 AA⁻ 调整为 AA, 评级展望为稳定, 并维持“12 海航商 CP001” A-1 的信用等级, 将“12 海航商 MTN1”的信用等级由 AA⁻ 调整为 AA。

优势

1. 公司股东海航集团有限公司实力较强, 跟踪期内先后向公司注资 13 亿元, 给予公司有力支持。
2. 跟踪期内, 公司先后收购湖南家润多、湖南购宝乐、江苏超越及广东乐万家等超市, 经营规模迅速扩大。2011 年在全国连锁百强排名上升至第 15 位。
3. 跟踪期内, 公司下属上市公司西安民生完成非公开发行股票事宜, 引入了部分外部资金。
4. 公司经营活动净现金流较为充沛。

关注

1. 商业零售行业竞争激烈, 整体利润水平偏低。电子商务对传统百货业冲击较大。

2. 跟踪期内，公司债务规模扩张，债务负担加重。
3. 公司主营业务盈利能力弱，非经营性损益对利润贡献大，且存在一定的波动性。
4. 公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与海航商业控股有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与海航商业控股有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因海航商业控股有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由海航商业控股有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于海航商业控股有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

海航商业控股有限公司（以下简称“公司”或“海航商业”）于 2007 年 9 月 11 日注册成立，注册资本为 1 亿元，海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）持股 100.00%。2008 年 4 月 1 日，海航集团与公司签订了《股权增资协议》，海航集团以其持有的宝鸡商场集团股份有限公司（以下简称“宝商集团”）股权 17.38%（4284.79 万股）即 48932.37 万元、西安民生集团股份有限公司（以下简称“西安民生”）股权 19.16%（5180.52 万股）即 51338.91 万元，共价值 10 亿元股权对公司增资扩股（其中 271.28 万元计入资本公积）。2008 年 4 月 11 日，相关工商变更手续完成，同月，海航集团对公司进行 1 亿元现金增资，公司注册资本增加至 12 亿元。2008 年 10 月，海航集团以现金 2.5 亿元对公司进行增资，增资完成后公司注册资本增加至 14.5 亿元。

2011 年 2 月，中信信托有限责任公司（以下简称“中信信托”）以 3.253 亿元现金对海航商业进行增资，公司注册资本增加至 17.753 亿元。2011 年 3 月，中信信托以 0.047 亿元现金再次对海航商业进行增资，公司注册资本增加至 17.8 亿元。2011 年 6 月 7 日，海航集团以 6.5 亿元现金对海航商业进行增资，公司注册资本增加至 24.3 亿元。2011 年 6 月 23 日，海航集团再次以 6.5 亿元现金对海航商业进行增资，公司注册资本增加至 30.8 亿元。2011 年 12 月，天津信托有限责任公司以货币资金对公司增资 4.00 亿元，公司注册资本增至 34.80 亿元。

截至 2011 年底，公司注册资本 34.80 亿元，股东构成如下：

表 1 截至 2011 年底公司股东构成情况

股东单位	金额（万元）	持股比例（%）
海航集团有限公司	275000.00	79.02
中信信托有限责任公司	33000.00	9.48
天津信托有限责任公司	40000.00	11.50
合计	348000.00	100.00

资料来源：公司 2011 年审计报告

截至 2012 年 9 月底，公司股东构成未发生变化，海航集团持有公司 79.02% 的股权，为公司控股股东。

公司经营范围：项目投资及投资管理；货物进出口、技术进出口、代理进出口；专业承包；技术开发、技术咨询、技术服务、技术转让；设备租赁（汽车除外）；销售服装鞋帽、五金交电、日用杂品、文化体育用品、日用百货、珠宝首饰、针纺织品等。

公司下设办公室、人力资源部、计划财务部、信息管理部、合规部、营运管理部、项目开发与管理部、招商采购部、商业金融部、基建管理办公室等职能部门。

截至 2011 年底，公司资产总额 142.81 亿元，所有者权益 48.00 亿元（含少数股东权益 18.09 亿元）；2011 年公司实现营业收入 86.93 亿元，利润总额 1.21 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额 168.88 亿元，所有者权益 50.70 亿元（含少数股东权益 21.59 亿元）；2012 年 1-9 月公司实现营业收入 78.41 亿元，利润总额 0.80 亿元。

公司注册地址：北京市顺义区南法信镇府前街12号207室；法定代表人：何家福。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011 年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在 2011 年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背

景下,导致工业产成品库存在趋势上持续上升,2011年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言,2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》,2011年国内生产总值 471564 亿元,比上年增长 9.2%。其中,第一产业增加值 47712 亿元,增长 4.5%;第二产业增加值 220592 亿元,增长 10.6%;第三产业增加值 203260 亿元,增长 8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 10.1%,第二产业增加值比重为 46.8%,第三产业增加值比重为 43.1%。

2011年,中国全社会固定资产投资 311022 亿元,比上年增长 23.6%,扣除价格因素,实际增长 15.9%。其中,固定资产投资(不含农户) 301933 亿元,增长 23.8%;农户投资 9089 亿元,增长 15.3%。东部地区投资 130319 亿元,比上年增长 20.1%;中部地区投资 70783 亿元,增长 27.5%;西部地区投资 71849 亿元,增长 28.7%;东北地区投资 32687 亿元,增长 30.4%。2011年,中国全年货物运输总量 369 亿吨,比上年增长 13.7%。货物运输周转量 159014 亿吨公里,增长 12.1%。

2012年前三季度国民经济运行逐步趋稳,2012年1~9月国内生产总值 35.35 万亿元,按可比价格计算,同比增长 7.7%。其中,一季度增长 8.1%,二季度增长 7.6%,三季度增长 7.4%。分产业看,第一产业增加值 3.31 万亿元,同比增长 4.2%;第二产业增加值 16.54 万亿元,增长 8.1%;第三产业增加值 15.50 万亿元,增长 7.9%。从环比看,三季度国内生产总值增长 2.2%,与 2011年同期环比数相比下降 0.2 个百分点。2012年前三季度固定资产投资平稳较快增长,前三季度固定资产投资(不含农户) 256933 亿元,同比名义增长 20.5%(扣除价格因素实际增长 18.8%),增速比上年加快 0.1 个百分点。分地区看,东部地区投资同比增长 18.4%,中部地区增长 25.8%,西部地区增长 24.1%。其中前三季度基础设施(不包括电力、热力、燃气及

水的生产与供应)投资 38677 亿元,同比增长 10.2%,增速比上年加快 5.8 个百分点。

2. 政策环境

财政政策方面,2011年全年公共财政收入 103740 亿元,比上年增加 20639 亿元,增长 24.8%;其中税收收入 89720 亿元,增加 16510 亿元,增长 22.6%。2011年,中国财政政策主要措施包括:重启价格调节基金,加大对农业的财政补贴力度,抑制物价上涨幅度;支持自主创新和战略性新兴产业发展,有序启动“十二五”规划重大项目建设,促进产业结构优化升级;继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策,分步实施个人所得税制度改革,促进企业发展和引导居民消费。2012年3月召开的“两会”上,明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,根据形势变化适时适度预调微调,以维持经济的稳定增长。2012年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元,同比增长 19.8%;用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。2012年上半年,全国财政支出增长前两位的为交通运输支出、住房保障支出,分别较上年同期增长 44.1%和 36.4%。

货币政策方面,2011年,央行货币政策较为频繁,年度内 6 次上调存款准备金率,3 次上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度《中国货币政策执行报告》,2011年年末,中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元,同比增长 13.6%,增速比上年低 6.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.8%,增速比上年低 4.1 个百分点,比年初增加 7.47 万亿元。2011年社会融资规模为 12.83 万亿元,其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行,12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利

率为 8.01%，比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~7 月，央行 3 次下调存款准备金率，并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至 2012 年 9 月底，中国广义货币供应量 M2 余额为 94.37 万亿元，同比增长 14.8%。截至 2012 年 9 月底人民币贷款余额 61.51 万亿元，人民币存款余额 89.96 万亿元。前三季度，新增人民币贷款 6.72 万亿元，同比多增 1.04 万亿元；新增人民币存款 9.03 万亿元，多增 9243 亿元。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》；2011 年 9 月 7 日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011 年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012 年 5 月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业及区域经济环境

1. 行业

2011 年，受益于中国经济的稳定增长，人均收入的稳步提升以及相关消费刺激政策的延续，国内的零售行业仍保持了良好的发展势头。根据《2011 年国民经济和社会发展统计公报》，2011 年社会消费品零售总额 183919 亿元，比上年增长 17.1%，扣除价格因素，实际增长 11.6%。按经营地统计，城镇消费品零售额 159552 亿元，增长 17.2%；乡村消费品零售额

24367 亿元，增长 16.7%。按消费形态统计，商品零售额 163284 亿元，增长 17.2%；餐饮收入额 20635 亿元，增长 16.9%。在限额以上企业商品零售额中，汽车类零售额比上年增长 14.6%，粮油类增长 29.1%，肉禽蛋类增长 27.6%，服装类增长 25.1%，日用品类增长 24.1%，文化办公用品类增长 27.6%，通讯器材类增长 27.5%，化妆品类增长 18.7%，金银珠宝类增长 42.1%，中西药品类增长 21.5%，家用电器和音像器材类增长 21.6%，家具类增长 32.8%，建筑及装潢材料类增长 30.1%。

2012 年 1-9 月，中国社会消费品零售总额为 149422 亿元，同比增长 14.10%。

2011 年，国家首次出台国内贸易“十二五”发展规划，提出六项重点任务，总体目标截至“十二五”末期，实现社会零售总额较 2010 年底翻一番。但同时，外商零售企业发展活跃、行业竞争加剧及经营成本大幅上涨等因素对零售企业提出了新的挑战。

2. 区域经济环境

公司主要门店集中在陕西省，此外还分布在上海市、天津市、广东省、湖南省等经济发达地区。

据《2011 年陕西省国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2011 年陕西省实现生产总值（GDP）12391.3 亿元，比上年增长 13.9%。2011 年城镇居民人均可支配收入 18245 元，农村居民人均收入 5028 元。陕西经济的快速发展和居民消费能力增强促进了消费品市场的繁荣。2011 年，陕西省实现社会消费品零售总额 3790 亿元，同比增长 18.6%；其中城镇市场实现零售额 3345.2 亿元，增长 20.4%，乡村市场实现零售额 444.82 亿元，增长 6.5%。限额以上实现零售额 2157.02 亿元，增长 30.8%；限额以下实现零售额 1632.98 亿元，增长 5.5%。陕西省会西安是中国西北最大的城市。2011 年西安市全年实现生产总值（GDP）3864.21 亿元，全年实现社会消费品零售总额 1935.18 亿元，城市居民人均可

支配收入25981元。西安市经济发展处于西北地区最高水平，并位居国家西部13个省会城市前列。陕西省是中西部经济大省，增长速度快，居民消费能力强；国家“西部大开发”战略的持续推进为省内零售业提供了良好的发展环境，但也面临外资零售企业扩张和国内企业网点拓展造成的较大竞争压力。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2012年9月底，公司注册资本34.80亿元。跟踪期内公司股东构成未发生变化，海航集团持有公司79.02%的股权，为公司控股股东。

2. 企业规模

2012年5月，中国连锁经营协会正式对外发布“2011中国连锁百强名单”。海航商业由2010年的第47位迅速上升至2011年的第15位。

表2 2011年中国连锁百强企业前15名

排序	企业名称	销售规模 (万元)	门店数 (个)
1	百联集团有限公司	11820757	5604
2	苏宁电器股份有限公司	11000000	1724
3	国美电器有限公司	11000000	1737
4	华润万家有限公司	8270000	3977
	其中：苏果超市有限公司	3300800	2001
5	康成投资（中国）有限公司（大润发）	6156700	185
6	重庆商社（集团）有限公司	4780262	325
	其中：重庆百货大楼股份有限公司	2995631	263
7	家乐福（中国）管理咨询服务有限公司	4519581	203
8	百胜餐饮集团中国事业部	4340000	4450
9	沃尔玛（中国）投资有限公司	4300000	271
10	物美控股集团有限公司	4107499	2609
11	大商股份有限公司	3560000	170
12	山东银座商城股份有限公司	3067037	93
13	农工商超市（集团）有限公司	3024551	3374
14	江苏五星电器有限公司（百思买）	2748330	279
15	海航商业控股有限公司	2340000	468

资料来源：中国连锁经营协会

3. 主要子公司

截至2012年9月底，公司纳入合并报表范围的二级子公司如表3所示，其中西安民生（000564）为A股上市公司。

表3 截至2012年9月底公司二级子公司列表

被投资企业名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)
西安民生集团股份有限公司（简称“西安民生”）	39.29	47331
汉中世纪阳光商厦有限公司（简称“汉中世纪阳光”）	62.40	19655
陕西民生家乐商业连锁有限责任公司（简称“民生家乐”）	100.00	4000
西安兴正元购物中心有限公司	100.00	64356
天津国际商场有限公司	100.00	16000
陕西海航电子商务有限公司	100.00	1000
上海海航家乐企业管理有限公司	40.00	100000
陕西民生家乐投资管理有限公司	100.00	10000
西安曲江海航购物中心有限公司	100.00	20000
北京民生家乐商业管理有限公司	100.00	10000
民生家乐超市控股有限公司	100.00	10000
重庆通茂投资有限公司	100.00	12000
西安通茂置业有限公司	100.00	5000
国富瑞（天津）股权投资基金管理有限公司	100.00	100
广东海航乐万家连锁超市有限公司	51.00	16000

资料来源：公司提供

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

跟踪期内，公司法人代表、董事长发生变化，2012年4月由张翼变更为何家福。

何家福，男，1969年出生，毕业于南开大学。1994年进入海航集团，历任办公室副主任、海航酒店（集团）有限公司副董事长、海航置业控股（集团）有限公司副总裁、海航华南控股集团有限公司执行董事长等职。曾获“99总裁基金特别奖”。现任海航实业控股（集团）有限公司副总裁、海航实业控股（集团）有限公司商业管理事业部总裁、海航商业控股有限公司董事长、YH娱乐控股有限公司暨青春潮娱乐有限公司董事长。

七、经营分析

1. 经营分析

跟踪期内，公司主营业务构成未发生重大变化，仍以百货和超市业态为主。2011年公司通过收购股权方式进行规模扩张，并通过业务整合，实现了收入规模的大幅增长。

公司的百货和超市类盈利模式一般有两种，一是赚取商品的进销差价，这种模式按结算方式可分为经销及代销，另外一种是按销售额的一定比例抽成形成毛利，即联营。公司百货类业务以联营为主，其收入占百货类总收入的70%以上；而超市业务以经销和代销为主，占超市业务总收入的70%左右。

2011年及2012年1-9月公司营业收入增长主要源自于超市业务收入增长。2011年下属子公司上海家得利新增湖南家润多、湖南购宝乐

及江苏超越超市、公司新合并广东乐万家超市等，使得超市收入增长较快。

从主营业务收入构成来看，2011年由于新合并超市较多，超市收入迅速增长，2011年为53.66亿元，占主营业务收入的68.37%，较2010年的48.05%大幅增长。

从毛利率来看，公司核心业务百货和超市业务毛利率2010年分别为17.23%和12.96%，2011年分别为17.80%和13.90%；由于超市业务毛利率提升且收入占比增大，2011年公司综合毛利率23.29%，较2010年的22.29%略有提升。

2012年1-9月，百货和超市业务占主营业务的比重分别为29.62%和70.19%，毛利率分别为20.88%和18.95%，处于行业平均水平。公司综合毛利率为22.64%。

公司其他业务主要是供应商渠道收入、品牌收费收入、租赁收入等。

表4 公司营业收入与毛利润构成情况

业务板块	营业收入（亿元）			毛利润（亿元）		
	2010年	2011年	2012年1-9月	2010年	2011年	2012年1-9月
主营业务	38.23	78.48	73.39	5.79	12.04	13.38
其中：百货	19.85	24.61	21.74	3.42	4.38	4.54
超市	18.37	53.66	51.51	2.38	7.46	9.76
租金	0.01	0.20	0.14	-0.01	0.20	0.14
其他业务	3.63	8.45	5.02	3.54	8.21	4.37
合计	41.86	86.93	78.41	9.33	20.25	17.75

资料来源：公司提供

百货业态

目前公司百货业态主要分布在陕西西安、宝鸡、汉中、甘肃庆阳和天津，主要通过西安民生和天津国际商场行使管理职能。西安民生主要管理民生包含自有门店及其子公司宝鸡商业的两家百货门店，并托管西安兴正元购物中心和汉中世纪阳光商厦（西安兴正元购物中心

和汉中世纪阳光商厦为海航商业的控股子公司，为避免下属企业同一地区的同业竞争，公司将上述两家商场托管给西安民生进行统一经营）。2011年公司百货收入24.61亿元，占全部收入的31.36%，毛利率为13.61%；2012年1-9月，百货收入21.74亿元，占全部收入的29.62%，毛利率为20.88%。

表5 截至2012年9月底海航商业百货业态核心门店经营情况一览

门店	开业时间	营业面积 (平方米)	物业 性质	2010年收入 (万元)	2011年收入 (万元)	2012年1-9月 收入(万元)
民生解放路店	1958年	58560	自有	94220.90	101745.73	80337.08
民生西大街店	2007年9月	17924	自有	18477.98	22908.65	16375.59

民生甘肃庆阳店	2007年10月	7300	租赁	894.81	1528.72	1380.14
民生国际	2011年5月	35853	租赁	--	5268.37	9744.41
华城百货	2010年8月	27125	自有	422.31	917.20	3470.39
宝商新世纪店	2007年	18000	自有	10239.37	9371.78	9271.77
宝商百货店	2003年	8800	自有			
汉中世纪阳光商厦	2000年1月	17745	自有	17258.99	20516.30	12550.90
天津国际商场	1986年	24900	自有	9420.49	14750.51	10253.04
西安兴正元百货	2009年2月	50000	自有	47554.84	67195.72	60849.74
民生百货延安店	2011年10月	22098.00	自有	--	2507.96	8146.94
民生电器	2011年4月		租赁公司场地	--	962.06	6267.14
民生百货五路口店	2012年9月	20202.16	自有	--	--	153.16

资料来源：公司会计提供

跟踪期内，除原有百货门店外，公司新增的百货门店主要为2011年5月开始试营业的民生国际店、2011年4月开业的民生电器、2011年10月开业的民生百货延安店及2012年9月新开设的民生百货五路口店。

民生国际是2011年5月新开业百货店，地处钟楼核心商圈，营业面积35853平方米，定位成熟时尚都市白领、中产家庭主力客层，汇集国际及国内知名时装品牌，集休闲、餐饮、娱乐为一体的现代化精品时尚百货店。2011年民生国际实现营业收入5268.37万元，实现净利润-910.88万元；2012年1-9月民生国际实现营业收入9744.41万元，实现净利润-622.07万元。

民生百货延安店是2011年10月新开业百货店，地处延安核心商圈，营业面积18189.73平方米，定位于大众精品百货。2011年延安店实现营业收入2507.96万元，实现净利润-308.63万元；2012年1-9月延安店实现营业收入8146.94万元，实现净利润140.73万元。

民生电器于2011年4月成立，定位专业的电

器经销商。民生电器经营场地主要是租赁民生百货解放路店、延安店、以及西安兴正元百货的场地。2011年民生电器实现营业收入962.06万元，实现净利润9.2万元；2012年1-9月民生电器实现营业收入6267.14万元，实现净利润90.16万元。

民生百货五路口店是2012年9月新开业百货店，地处解放路核心商圈，营业面积20202.16平方米，定位于青春、时尚、潮流。2012年9月实现营业收入153.16万元，实现净利润-210.72万元。

总体来看，跟踪期内，公司百货收入较为稳定，新开的几家百货门店仍处于门店培育期，目前经营规模较小。

超市业态

跟踪期内，公司由于2011年新收购湖南家润多超市、购宝乐超市、江苏超越超市及广东省梅州市乐万家连锁超市有限公司（以下简称“广东乐万家”），使得超市板块收入大幅增加。目前公司主要超市经营主体如下表所示：

表6 超市业态核心门店经营情况一览

经营主体	营业面积 (平方米)	截至2012年9月底 门店数量	分布区域	2010年收入 (万元)	2011年收入 (万元)	2012年1-9月 收入(万元)
民生家乐	80839.00	15	陕西	54332.82	52544.68	40294.17
宝商家美佳	78000.00	30	陕西、甘肃	84600.45	94271.39	76397.05
上海家得利	455148.67	260	上海、湖南	26604.35	309846.86	317497.00
其中：湖南家润多	252977.73	32	湖南	--	151054.36	133839.37
湖南购宝乐	50027.94	40	湖南	--	28034.00	18312.27
江苏超越超市	15492.00	40	江苏	--	7644.48	14172.26
家乐投资	61681.00	27	陕西	3859.21	29958.41	25705.07

广东乐万家	51900.00	28	广东	--	15628.48	29243.97
北京民生家乐	16000.00	10	北京	--	14503.67	12212.90
上海优悦	电子商务		上海	--	1726.18	293.44
兴正元	2012 年初已撤销超市区	-	陕西	1049.24	530.71	38.95
汉中世纪阳光	1800.00	1	陕西（汉中）	2769.83	2311.77	1401.32
西安民生	11801.00	2	陕西	10501.52	15277.73	12277.72

资料来源：公司会计提供

2011 年，家得利超市收购湖南家润多超市及湖南购宝乐超市，收购金额共计 3.6 亿元，其中收购湖南家润多 2.6 亿元，收购购宝乐 1 亿元，规模进一步扩大。2011 年 4 月，上海家得利超市有限公司收购湖南家润多超市有限公司 80% 的股权（湖南家润多注册资本 3000 万元，湖南友谊阿波罗商业股份有限公司持有 20% 的股权）。湖南家润多超市有限公司成立于 2000 年 7 月，是湖南领先的零售商之一，在湖南省一直保持着明显的区域优势，旗舰店朝阳店是湖南地区单店销售规模最大的门店，在省会长沙市场上市场份额第一。截至 2012 年 9 月底，家润多拥有门店 32 家，分布在湖南长沙、岳阳、益阳、常德、郴州、衡阳、株洲、娄底、湘乡，总营业面积达 25.3 万余平米，主营食品、生鲜水产、日用品、服装等百余个大类两万多种商品。2011 年家得利实现营业收入 30.98 亿元，净利润 1702.96 万元；2012 年 1-9 月家得利实现营业收入 31.74 亿元，净利润 842.92 万元。

2011 年 4 月，购宝商业集团将其持有购宝乐公司的 100% 股权转让给上海家得利超市有限公司，注册资本为 10431.88 万元，收购金额为 1 亿元。购宝乐商业（湖南）有限公司（以下简称“湖南购宝乐”）原为华银旺和超市有限公司，于 2006 年 3 月被购宝商业集团资产收购，成为外商独资企业。购宝乐是湖南具有一定规模的连锁零售企业，拥有配送中心，截至 2012 年 9 月底，湖南购宝乐共开设 40 家门店，总经营面积为 5 万平方米，其中大卖场 2 家、生鲜店 3 家、标超店 35 家，主营食品（含）酒、百货服装、日化针棉、五金文具、家电生鲜等产品。其中，长沙 3 家购物广场营业面积均在 1 万平方米以上，3

家生鲜店营业面积均在 2000 平方米左右。2011 年湖南购宝乐实现营业收入 2.8 亿元，净利润 -1495.94 万元；2012 年 1-9 月实现营业收入 1.83 亿元，净利润 -447.9 万元。

2011 年 8 月，江苏超越超市将由周海军、杨丽、周宜生持有的 100% 股权转让给南通家得利投资管理有限公司，注册资本为 2250 万元，公司收购金额为 0.69 亿元。收购的江苏超越超市由江苏超越超市连锁发展有限公司及分公司、南通市通州区超越超市、如皋市超越购物有限公司、江苏超越投资管理有限公司组成。江苏超越超市是江苏省南通市县具有一定规模的连锁零售企业，拥有配送中心，截至 2012 年 9 月底，江苏超越超市共开设 40 家门店，总经营面积为 1.55 万平方米，其中标超店 15 家，便利店 12 家，校园店 13 家。主营食品（含）酒、百货服装、日化针棉、五金文具、家电生鲜等产品。2011 年实现营业收入 7644.48 万元，净利润 234.27 万元；2012 年 1-9 月实现营业收入 1.42 亿元，净利润 -243.88 万元。

2011 年 4 月，公司收购了广东省梅州市乐万家连锁超市有限公司（以下简称“广东乐万家”）。广东乐万家成立于 2004 年 12 月，由吴梅昌、吴俊元共同出资设立，2010 年 10 月其股东变更为吴梅昌、房梅芬，注册资金增至 600 万元，其中吴梅昌出资 540 万元，占注册资本的 90%。2011 年 4 月公司与吴梅昌、房梅芬签订股权转让协议，收购吴梅昌 46%、房梅芬 5%，合计 51% 的股权，股权转让款 1.71 亿元，转让后法人代表由吴梅昌变更为柯赛龙，注册资本变更为 1.6 亿元。广东乐万家主要以超市经营模式，截至 2012 年 9 月底公司共有超市门店 28 家，经营面积 5.19 万平方米，分布于二市二

县,其中梅州市区 14 家、兴宁市 3 家、大埔县 4 家、五华县 1 家、丰顺县 2 家。2011 年实现收入 1.65 亿元,净利润 227.87 万元;2012 年 1-9 月实现收入 2.92 亿元,净利润 63.86 万元。

此外,跟踪期内,公司除经营超市实体门店外,还拓展了电子商务业务。上海海航优悦电子商务有限公司(以下简称“上海优悦”)是由海航商业控股有限公司于 2010 年 11 月投资 1000 万设立的专业从事线上零售、电子商务技术服务的公司,海航商业控股有限公司持有其 100% 股权。上海优悦采用虚实结合的业务模式、通过线上线下一体化的销售网络,致力于打造中国高端商品立体化购物平台。2011 年实现收入 1726.18 万元,净利润-934.9 万元。2012 年 1-9 月实现收入 293.44 万元,净利润-1007.7 万元。

总体上,跟踪期内,公司通过收购股权方式使得经营规模进一步扩张,核心业务百货业和超市业综合毛利率水平基本稳定,在超市业的带动下,公司营业收入大幅增长。

八、重大事项

西安民生非公开发行股票事宜

西安民生是陕西省西安市一家以经营百货零售业为主的大型商贸企业集团,成立于 1959 年,1992 年在西安市率先实行股份制改革,1994 年 1 月 10 日其股票在深圳证券交易所正式挂牌上市,2003 年 5 月 27 日与海航集团实施重组。2009 年,西安民生通过向海航商业定向增发持有宝鸡商业 100% 股权,2010 年 1 月股权转让事宜全部完成。

(1) 内部决策程序及监管部门核准过程:

2011 年 3 月 14 日西安民生第七届董事会第六次会议及 2011 年 4 月 1 日召开的 2011 年第一次临时股东大会审议通过非公开发行股票预案(修订),西安民生拟向海航商业等不超过十名的特定对象非公开发行股票;2011 年 10 月 24 日第七届董事会第十次会议及 2011 年 11 月 9 日第二次临时股东大会通过了《关于调整

本次非公开发行股票具体方案的议案》。

中国证监会发行审核委员会于 2011 年 12 月 9 日有条件审核通过西安民生本次发行申请。2012 年 3 月 29 日,西安民生收到中国证监会《关于核准西安民生集团股份有限公司非公开发行股票的批复》(证监许可【2012】394 号),核准西安民生非公开发行不超过 21800 万股新股,该批复自核准发行之日起 6 个月内有效。

(2) 发行情况

截至 2012 年 9 月 12 日,此次非公开发行股票募集资金情况如下:

表 7 西安民生定增募集情况

序号	投资者名称	配售数量 (万股)	配售金额 (万元)	锁定期 (月)
1	海航商业控股有限公司	10020.00	57514.80	36
2	华鑫国际信托有限公司	3480.00	19975.20	12
3	华安基金管理有限公司	3400.00	19516.00	12
	合计	16900.00	97006.00	

资料来源:西安民生公告

此次定向增发西安民生共募集资金 97006.00 万元,北京兴华会计师事务所有限责任公司已对该事项进行审验并出具了【2012】京会兴验字第 01010200 号验资报告。

此次非公开发行股票事项完成后,西安民生前十大股东如下表所示,公司对西安民生的持股比例增至 39.29%。

表 8 西安民生非公开发行股票后前十大股东构成

序号	股东	持股数(万股)	持股比例 (%)
1	海航商业控股有限公司	18596.99	39.29
2	华鑫国际信托有限公司	3480.00	7.35
3	华安基金公司—兴业—天津信托有限责任公司	3400.00	7.18
4	全国社保基金—零九组合	478.41	1.01
5	西安民生劳动服务公司	475.70	1.01
6	渤海证券—建行—滨海一号民生价值集合资产管理计划	191.81	0.41
7	国泰君安证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	147.30	0.31

8	刘桂英	123.97	0.26
9	长城证券有限责任公司客户 信用交易担保证券账户	102.13	0.22
10	彭朵花	88.97	0.19

资料来源：西安民生公告

(3) 募集资金用途

本次非公开发行股票扣除发行费用后的募集资金净额拟用于以下项目建设：

表 9 募集资金用途（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资金额	募集资金拟投入金额
1	延安东方红世纪广场投资项目	47243.00	47243.00
2	西安雁塔国际文化广场投资项目	42447.39	42447.00
3	宝鸡新世纪购物中心扩建项目	21944.35	21944.00
4	民生百货西安北大街店开店项目	10950.00	10072.00
合计		122634.74	121756.00

资料来源：西安民生公告

由于此次实际募集资金净额（扣除发行费用后的）为 94185.23 万元，低于上述项目拟投入募集资金总额，西安民生将按照上述项目的轻重缓急等情况，调整并最终决定募集资金的具体投资项目、优先顺序及各项项目的具体投资额，募集资金不足部分由西安民生自有资金解决。

截至 2011 年底，西安民生资产总额 36.41 亿元，所有者权益合计 8.50 亿元；2011 年实现营业收入 28.50 亿元，利润总额 0.80 亿元。

截至 2012 年 9 月底，西安民生资产总额 52.96 亿元，所有者权益合计 18.51 亿元；2012 年 1~9 月实现营业收入 24.29 亿元，利润总额 0.68 亿元。

总体来看，通过此次西安民生非公开发行股票，公司对西安民生的持股比例进一步增加，并引入了一定的外部投资者，合并报表范围中少数股东权益权益有所增长。

九、财务分析

公司提供的 2010 年财务报表已经中勤万信会计师事务所有限公司审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2011 年财务报表已经北京中平建华浩会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

2011 年，公司纳入合并报表范围的二级子公司 17 家，与 2010 年相比，减少一家国付宝信息科技有限公司，增加 6 家二级子公司，分别为：上海海航优悦电子商务有限公司（新成立）、广东海航乐万家连锁超市有限公司（新收购）、西安通茂置业有限公司（新成立）、重庆通茂投资有限公司（新成立）、国富瑞（天津）股权投资基金管理有限公司（新成立）及国付宝信息服务有限公司（新成立）。由于合并范围增加较多，公司 2011 年资产及收入规模均较上年大幅增长。

截至 2011 年底，公司资产总额 142.81 亿元，所有者权益 48.00 亿元（含少数股东权益 18.09 亿元）；2011 年公司实现营业收入 86.93 亿元，利润总额 1.21 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额 168.88 亿元，所有者权益 50.70 亿元（含少数股东权益 21.59 亿元）；2012 年 1-9 月公司实现营业收入 78.41 亿元，利润总额 0.80 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司新合并超市较多、经营规模迅速扩大，公司营业收入出现大幅增长，2011 年实现营业收入 86.93 亿元，同比增长 107.68%；营业成本 66.68 亿元，同比增长 105.00%，略低于营业收入增速。2011 年，公司营业利润率为 22.42%，较上年有所上升。

从期间费用看，2011 年公司期间费用占营业收入的比重为 23.14%，较上年有所上升。从公司期间费用构成来看，销售费用和管理费用所占比重较大，符合零售行业的特征；此外，由于有息债务的大幅增加，公司财务费用增长

迅速，对利润产生较大影响。

2011年，公司公允价值变动损益1.80亿元，主要为投资性房地产天津国际商场评估增值所致。2011年公司实现投资收益为0.03亿元，（主要为公司转出西北海航置业有限公司股权确认的投资收益0.028亿元）。2011年公司营业外收入为0.22元，占利润总额的比重为18.18%，对公司整体盈利水平有一定影响；其中其他收益0.12亿元，主要为公司店面拆迁改造的赔偿款，废品收入及其他一些临时性服务费用等。

表10 公司营业外收入构成（单位：万元）

项目	2010年	2011年
处置固定资产利得	13.79	289.63
罚款收入	135.04	233.36
政府补助	135.76	53.82
无法支付的应付款项	--	448.27
其他收益	369.28	1191.62
合计	653.86	2216.69

资料来源：公司审计报告

2011年，公司利润总额和净利润分别为1.21亿元和0.92亿元，同比增幅分别为20.12%和0.78%。2011年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为4.01%和1.92%，总资本收益率有所上升，净资产收益率由于所有者权益大幅增长而下降。

2012年1-9月，公司实现营业收入78.41亿元，占2011年全年的90.21%；同期，公司营业成本60.66亿元，占2011年全年的90.98%；公司营业利润率为21.67%。从期间费用来看，期间费用占营业收入的比重为22.83%，其中新发行债券较多当期财务费用上升较快。2012年1-9月，公司实现投资收益1.75亿元，主要是转让重庆鼎瑞地产开发有限公司的部分股权获得的投资收益1.5亿元。2012年1-9月，公司分别实现利润总额和净利润0.80亿元和0.61亿元，占2011年全年的66.25%和66.12%。

总体看，跟踪期内公司新并购超市较多，经营规模迅速扩大、营业收入增长较快。但由于超市行业整体利润率较薄，且新收购企业尚

需一定的培育期，跟踪期内公司主营业务盈利能力较弱，投资收益等非经营性损益对利润贡献大，且多为一次性收益，存在一定的波动性。未来随着对持有资源的进一步整合，公司主业盈利能力有望改善。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2011年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为91.01亿元；收到的其他与经营活动有关的现金19.38亿元，主要是收到的房租、物业费、商户费用（更名费、租金、商誉费、陈列费）、商户水电费及代收商户销货款等；公司经营活动产生现金流入额为110.40亿元。公司经营活动现金流出主要是购买商品、接受劳务支付的现金（2011年占85.82%），公司支付其他与经营活动有关的现金主要为支付关联企业往来款，2011年下降至3.48亿元；经营活动的现金流出额为85.80亿元。2011年公司经营活动现金流量净额24.61亿元。从现金收入比看，2011年公司现金收入比为104.69%，现金收入实现质量一般。

从投资活动看，2011年，公司投资活动现金流入主要是收回投资收到的现金1.52亿元（减少对广东乐万家投资款0.77亿元，持有至到期投资及定期存款利息收入0.55亿元，转让西北置业股权款0.20亿元），以及收到其它与投资活动有关的现金3.20亿元（2011年主要为转让股权款及收到的利息）；公司投资活动现金流出为40.01亿元，其中投资支付的现金30.09亿元，主要为股权投资，包括支付对海航资本、海航实业、海航集团北方总部等公司的投资款及其他下属公司的收购尾款20.46亿元，支付收购家润多、购宝乐、江苏超越超市的股权款5.00亿元，支付华平置业股权款3.67亿元等；支付其他与投资活动有关的现金4.02亿元，主要是支付的预付租金及定金。2011年，公司投资活动产生的现金流量净额-35.28亿元，投资规模较大。

2011年公司筹资活动前现金流量净额为

-10.67亿元，公司近年投资规模大，自身经营活动已不能满足投资需求，对外融资需求较高。

从筹资活动看，2011年，公司筹资活动现金流入为69.42亿元，主要是银行借款取得现金和吸收投资收到的现金（主要为注册资本金增加20.3亿元）；筹资活动现金流出为48.23亿元，主要是偿还债务支付的现金及支付其他与筹资活动有关的现金（主要为票据承兑、贴现、支付的利息、担保手续费等支出）；筹资活动产生的现金流量净额为21.20亿元。

2012年1-9月，公司经营活动现金流入和经营活动产生的现金流量净额分别为97.37亿元和16.20亿元。其中，公司收到其他与经营活动有关的现金16.21亿元，其构成较2011年底变化不大，仍然主要为收到的房租、物业费、商户费用及各种押金保证金等。投资活动产生的现金流量净额-6.88亿元，其中投资支付的现金2.51亿元，主要为公司对新设立公司的投资及上海家得利投资的债券基金，公司2012年1-9月未有大规模收购事项。筹资活动中，吸收投资收到的现金9.47亿元，主要为西安民生定向增发收到的资金；公司银行借款及发行债券规模增长，筹资活动现金流入73.45亿元；公司筹资活动现金流出59.75亿元，公司筹资活动产生的现金流量净额13.70亿元。

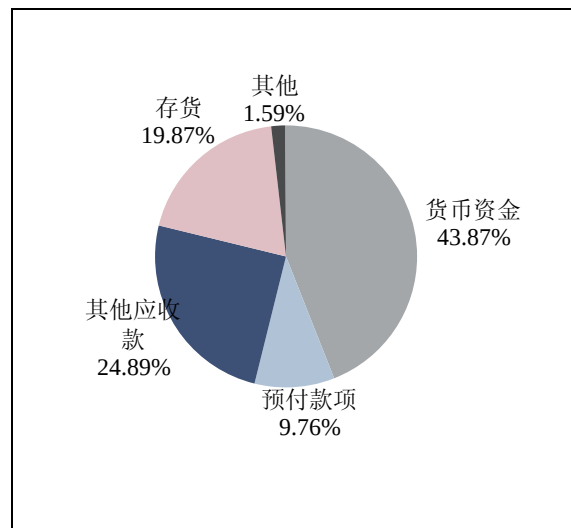
总体看，公司经营活动现金流入规模大，经营活动现金流构成中与关联企业往来款较多，2011年公司投资规模较大，对外融资需求较高。

3. 资本及债务结构

截至2011年底，公司资产总额142.81亿元，其中流动资产占41.20%，非流动资产占58.80%，以非流动资产构成为主。

截至2011年底，公司流动资产58.84亿元，同比增长79.39%，主要来自货币资金、其他应收款和存货的增长，构成主要以货币资金、其他应收款、存货和预付款项为主，其他科目占比相对较小。

图1 公司2011年底流动资产构成



资料来源：公司提供

截至2011年底，公司货币资金25.82亿元，较上年增长68.87%，主要系借款增加所致，其中银行存款占93.49%。

截至2011年底，公司预付款项5.75亿元，较上年增长13.60%，预付款项多为项目类定金，其中账龄1年以内的占91.06%。

截至2011年底，公司其他应收款为14.65亿元，较上年增长120.44%，主要由于新合并企业增加所致。其中账龄1年以内的占87.53%，主要是与业务公司的往来款及房屋定金等。2011年前五名欠款人欠款合计3.97亿元，集中度较高。公司2011年计提坏帐准备0.94亿元，其中大部分为计提账龄5年以上的其他应收款坏账准备（0.71亿元）。

表11 2011年底公司其他应付款前5名

单位名称	金额（万元）	占比（%）
江阴紫光软件有限公司	10800.00	7.37
陕西汉中钟基置业有限责任公司	9000.00	6.14
西藏自治区国有资产经营公司	8467.20	5.78
陕西玉龙房地产开发有限公司	7826.44	5.34
宝鸡华通商厦有限责任公司	3610.00	2.46
合计	39703.64	27.10

资料来源：公司提供

截至2011年底，公司存货11.69亿元，较2010

年增长124.02%，主要是由于新增合并企业增加所致。截至2011年底，公司存货构成主要是库存商品（占96.27%），大部分是日常消费品，变现能力很强；2011年，公司计提存货减值准备285.61万元。

截至2011年底，公司非流动资产83.97亿元，较上年增长51.88%，非流动资产构成中，长期股权投资（占21.17%）、投资性房地产（占15.18%）、固定资产（占21.08%）、无形资产（占9.14%）及商誉（占25.86%）占比较高。

截至2011年底，公司长期股权投资余额17.87亿元，计提减值准备0.09亿元。2011年，公司新增对重庆鼎瑞地产开发有限公司及海航集团内其他企业的投资，使得长期股权投资科目增长较快。

表12 2011年底公司长期股权投资科目明细

投资单位	金额（万元）	持股比例（%）
按成本法核算的		
海航实业集团有限公司	50000.00	11.62
海航资本控股有限公司	50000.00	10.00
重庆鼎瑞地产开发有限公司	40950.00	65.00
海航集团北方总部（天津）有限公司	30000.00	13.16
国付宝信息科技有限公司	1300.00	9.10
延吉鼎盛典当有限公司	500.00	50.00
西安鼎盛典当有限责任公司	490.00	49.00
四川杨天生物医药股份有限公司	403.20	9.60
家润多家电超市	353.55	20.00
西安亿兆电子商务有限公司	240.00	100.00
海南海航保税物流有限公司	200.00	20.00
青岛海航家乐投资管理有限公司	100.00	10.00
汉中城市信用联社	100.00	4.00
小计	174636.75	
按权益法核算的		
海航东银期货有限公司	314.12	30.00
小计	314.12	
合计	177777.99	

资料来源：公司审计报告

由上表可以看出，公司长期股权投资金额较大的分别为海航实业集团有限公司、海航资本控股有限公司、重庆鼎瑞地产开发有限公司和海航集团北方总部（天津）有限公司，其中3家均为海航集团旗下公司。公司投资海航资本

控股有限公司及海航实业集团有限公司符合海航商业未来在资本收购运作及项目战略合作方面的规划，投资海航集团北方总部（天津）有限公司及重庆鼎瑞地产开发有限公司均是出于公司未来在天津地区及重庆地区发展及并购的需要。

截至2011年底，公司投资性房地产12.75亿元，其中房屋、建筑物占99.88%，主要来自于天津国际商场及曲江华平地产，较上年变化不大。

截至2011年底，公司固定资产原值28.51亿元，其中房屋、建筑物占63.75%，机器设备占21.79%，运输工具占1.70%，电子设备占12.76%；对固定资产计提累计折旧10.66亿元（其中房屋、建筑物计提3.67亿元，机器设备计提4.13亿元，电子设备计提2.61亿元），计提固定资产减值准备0.15亿元（其中电子设备计提0.13亿元）；截至2011年底，公司固定资产净值17.70亿元，较上年增长20.24%。

截至2011年底，公司在建工程1.72亿元，主要为各门店装修费用。2011年增加部分主要为裕华大厦装修项目0.76亿元。

截至2011年底，公司无形资产7.68亿元，较上年增长1.79%，主要为土地使用权（占93.76%）及计算机软件（占3.02%）。

截至2011年底，公司商誉为21.72亿元，较上年增长29.73%，主要是上海海航家乐企业管理有限公司商誉增至12.45亿元所致。主要构成如下表所示：

表13 公司2011年底商誉明细（单位：万元）

项目	2010-12-31	2011-12-31
陕西民生家乐商业连锁有限责任公司	5632.71	5632.71
西安兴正元购物中心有限公司	7067.88	7341.75
上海海航家乐企业管理有限公司	82989.71	124454.15
西安民生集团股份有限公司	5484.07	5484.07
天津国际商场有限公司	21919.12	21919.12
西安曲江海航购物中心有限公司	41623.79	41623.79
陕西民生家乐投资管理有限公司	2673.55	2673.55
广东海航乐万家连锁超市有限公司	--	899.86
北京海航家乐商业管理有限公司	--	7131.32
合计	167390.83	217160.32

资料来源：公司财务审计报告

截至2012年9月底，公司资产总额168.88亿元，较2011年底增长18.26%；公司资产构成中，流动资产占50.91%，非流动资产占49.09%，流动资产占比超过非流动资产。截至2012年9月底，货币资金48.82亿元，较上年增加23.01亿元，主要是由于银行贷款增加以及西安民生定向增发所致；公司预付款项10.28亿元，较2011年增长部分主要为新增的项目定金；公司其他应收款14.56亿元，较2011年底变化不大。公司非流动资产构成中，仍以长期股权投资、投资性房地产、固定资产、商誉为主，较2011年底均变化不大。

总体看，跟踪期内，公司新收购企业纳入合并报表范围使得公司资产规模有所增长，流动资产中货币资金和其他应收款占比较高；非流动资产中长期股权投资增长迅速，整体看，公司资产质量一般。

负债和所有者权益

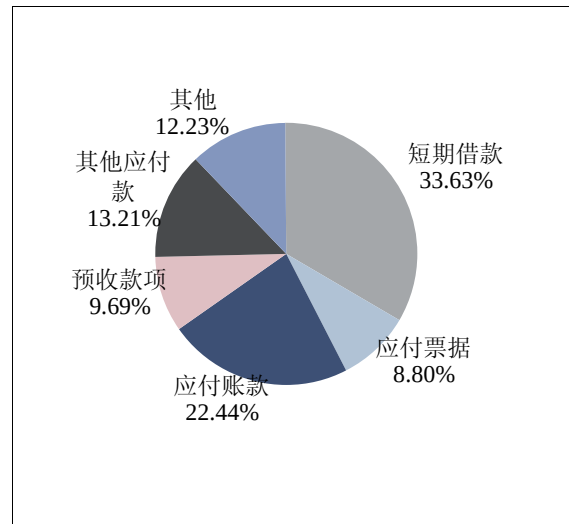
截至2011年底，公司所有者权益48.00亿元，其中少数股东权益占56.87%，归属于母公司所有者权益占37.69%；归属于母公司所有者权益29.91亿元，其中实收资本占34.80亿元，增长部分主要为海航集团对公司的增资及引入天津信托及中信信托的投资；资本公积为-4.89亿元（公司资本公积为负值主要是因为合并西安民生及宝商集团所支付的对价与被合并方账目所有者权益之间的差额冲减所导致）；未分配利润-31.83万元，主要系2011年归属于母公司的净利润为-4079.34万元，与上年未分配利润合计后仍为负值。公司所有者权益构成稳定性尚可。

截至2012年9月底，公司所有者权益50.70亿元，较2011年底增长5.63%，其中少数股东权益由于西安民生定向增发事宜占比增至42.59%，归属于母公司所有者权益占57.41%；归属于母公司所有者权益构成中，较2011年底变化不大。

截至2011年底，公司负债合计94.81亿元，其中流动负债占85.51%，非流动负债占14.49%，以流动负债为主。

截至2011年底，公司流动负债81.07亿元，较上年增长50.99%，主要是由于短期借款和应付账款增长较快所致，构成如下图所示：

图2 2011年底流动负债构成



资料来源：公司财务审计报告

截至2011年底，公司短期借款27.27亿元，较上年增长42.10%，其中质押借款占14.63%、抵押借款占31.57%、保证借款占48.67%、信用借款占5.13%。

截至2011年底，应付账款18.19亿元，较上年增长83.71%，主要是新合并企业较多，应付库存商品采购款增加，其中账龄在1年以内的占96.97%。公司预收款项7.86亿元，主要是购物卡预售所得。

截至2011年底，公司其他应付款为10.71亿元，较上年下降29.74%，其他应付款主要为新收购企业与公司往来款及应付股权款、营业场所租赁费用，供应商质保金，供应商押金，应付装修款等。2011年其他应付款前5名如下表所示。

表13 公司2011年底其他应付款前5名

单位名称	金额 (万元)	占比 (%)
Mayrose Investment SRL	5549.60	5.18
上官步燕	4900.00	4.58
陕西爱琳伟业能源科技有限公司	707.06	0.65

陕西盛世新天地商业管理咨询有限公司庆阳分公司	699.70	0.65
西安尊盛商贸有限公司	464.96	0.43
合计	12321.32	11.50

资料来源：公司提供

截至2011年底，公司其他流动负债7.33亿元，主要为2011年所发行的短期融资券“11海航商CP01”。

截至2011年底，公司非流动负债13.74亿元，主要由长期借款（占792.35%）构成。公司长期应付款变化较大，2011年仅为0.15亿元，主要是已结清2010年应付西安兴正元实业投资集团有限公司股权转让款1.21亿元所致。

截至2012年9月底，公司负债合计118.18亿元，较2011年底增长24.65%，主要是由于公司长短期借款增加及新发行债券所致；公司负债构成中，流动负债占79.14%，非流动负债占20.86%，与2011年底相比，非流动负债占比有所上升，主要系新发行中期票据所致。公司其他应付款8.29亿元，2012年，公司新增项目减少，应付股权款逐步结清，导致其他应付款呈下降趋势。

2011年底公司全部债务为55.41亿元，其中短期债务占77.10%，长期债务占22.90%。2011年，由于所有者权益的增加，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为66.39%、53.59%和20.91%，公司债务负担较2010年底有所下降。

截至2012年9月底，公司全部债务为81.38亿元，较2011年底大幅上升，主要是2012年公司新发行7亿元短券及9亿元中期票据所致。同期资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为69.98%、61.61%和31.80%。

总体看，跟踪期内，公司权益规模显著扩大；负债以流动负债为主，有息债务规模增长，债务负担偏重。

4. 偿债能力

截至2011年底，公司流动比率和速动比率分别为72.58%和58.15%，截至2012年9月底分别为91.92%和80.14%，由于流动资产规模的大幅增长，公司流动比率和速动比率指标显著上升。2011年公司经营现金流动负债比为30.35%。公司短期偿债能力较弱。

2011年，公司EBITDA为5.99亿元，2011年EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA分别为2.04倍和9.24倍，EBITDA对全部债务保护能力一般。

截至2012年11月底，公司对外担保余额9.95亿元，占2012年9月底所有者权益的19.63%。其中金额较大的为海航易控股有限公司5亿元；北京首都航空有限公司1.85亿元；目前公司被担保企业经营正常。总体看，公司担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

表14 2012年9月底公司对外担保情况

担保对象	担保金额 (万元)	期限	是否正常运行
海航易控股有限公司	50000.00	2012.11.22 -2015.9.28	正常运行
北京首都航空有限公司	5000.00	2011.8.16 -2013.2.16	正常运行
北京首都航空有限公司	10000.00	2011.8.13 -2013.2.13	正常运行
长江租赁	15000.00	2012.8.28 -2014.8.27	正常运行
海航资本控股有限公司	10000.00	2012.8.1 -2014.8.1	正常运行
海航集团北方总部	6000.00	2012.9.1 -2013.9.1	正常运行
北京首都航空有限公司	3500.00	2012.7.26 -2013.1.25	正常运行
合计	99500.00		

资料来源：公司提供

截至2012年9月底，公司在各商业银行、政策性银行共获得授信总额69.33亿元，其中未使

用额度为14.45亿元。公司间接融资渠道畅通。

截至 2011 年底，公司现金类资产 25.82 亿元，为待偿还债券（7 亿元“12 海航商 CP001”及 9 亿元“12 海航商 MTN1”）的 1.61 倍；截至 2012 年 9 月底，公司现金类资产 48.92 亿元，是待偿还债券的 3.06 倍。2011 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对待偿还债券的保护倍数分别为 0.37 倍、6.90 倍和 1.54 倍。现金类资产和经营活动现金流入量对公司待偿还债券的保障能力较强。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行报告编号为 B-201212928534 的企业基本信用信息报告显示，截至 2012 年 12 月 6 日，公司无未结清不良信贷信息、无已结清不良信贷信息、无欠息信息，过往债务履约情况较好。

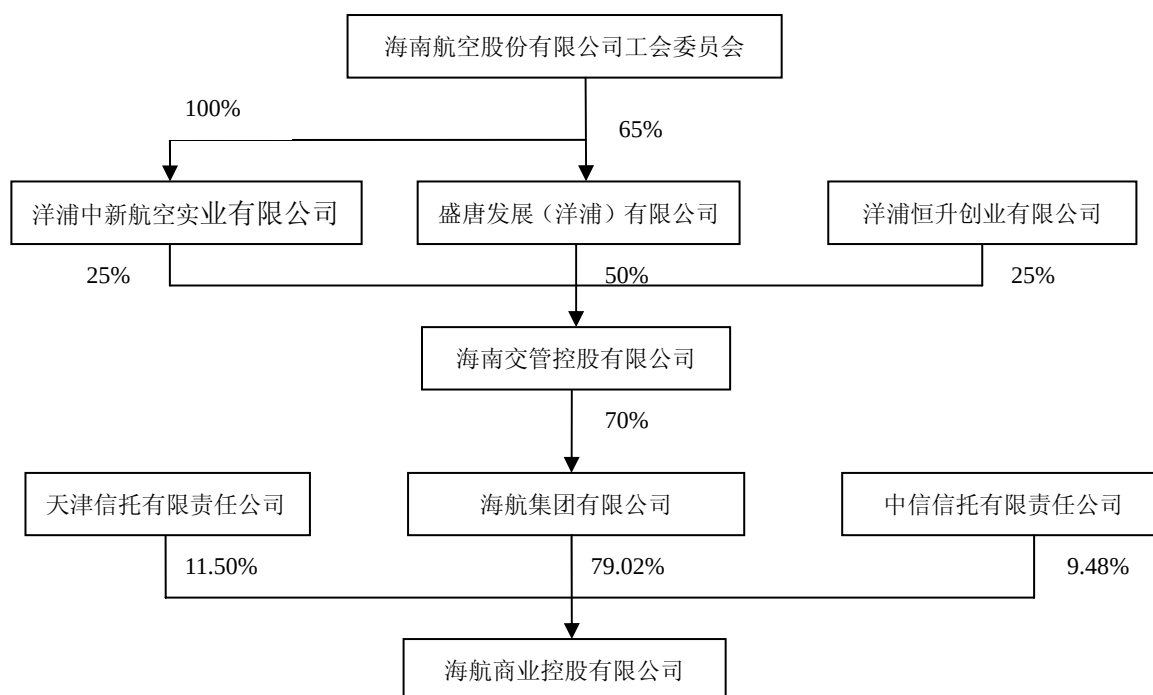
6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点、大股东海航集团对于公司的各项支持，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

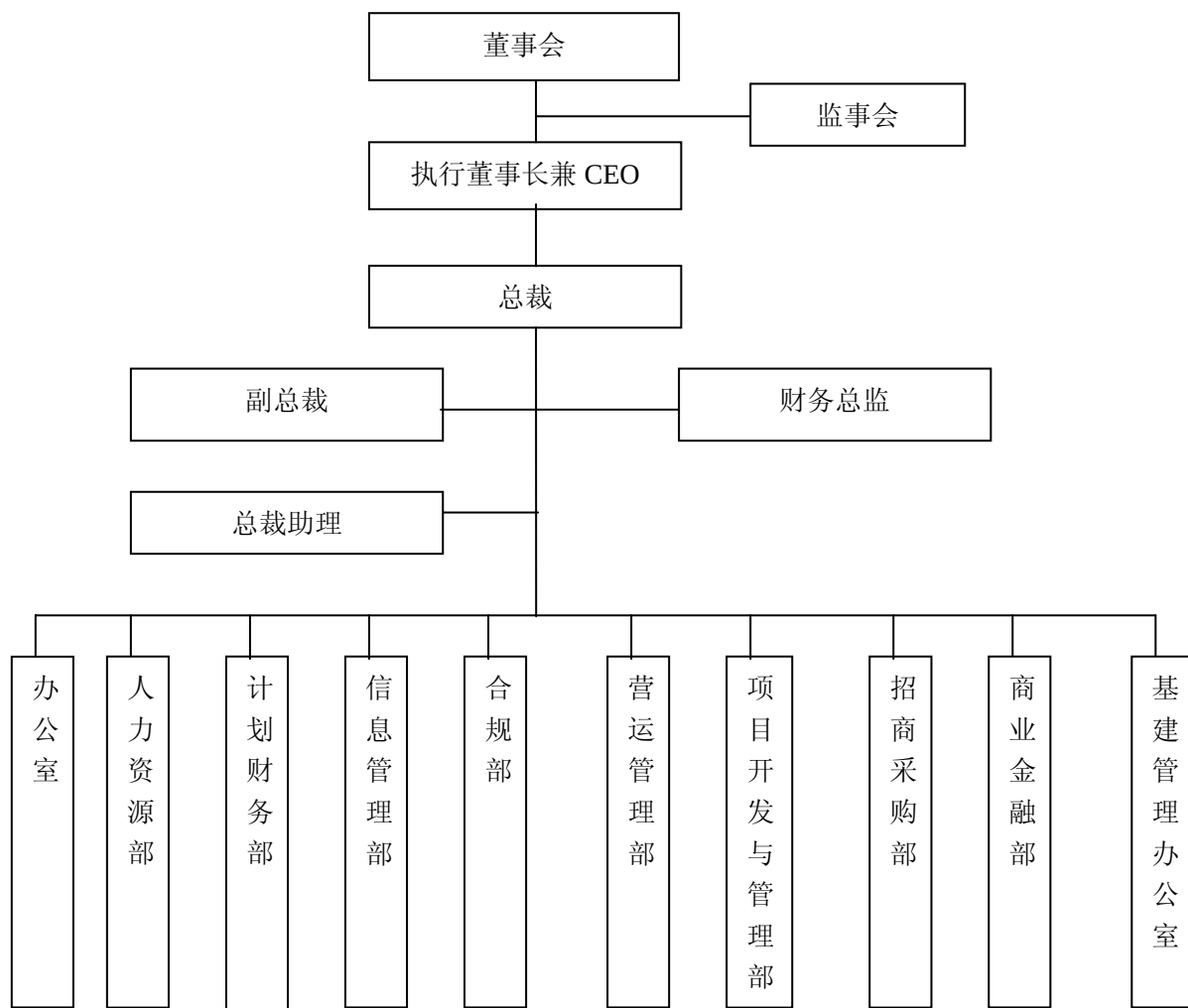
十、结论

综合考虑，联合资信将海航商业控股有限公司的主体长期信用等级由 AA⁻调整为 AA，评级展望为稳定，并维持“12 海航商 CP001” A-1 的信用等级，将“12 海航商 MTN1”的信用等级由 AA⁻调整为 AA。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	150316.98	152879.27	258159.83	31.05	488274.77
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00		972.17
应收票据	1.18	0.00	0.00	-100.00	0.00
应收账款	12748.03	5826.24	9318.82	-14.50	11791.50
预付款项	10812.29	50575.17	57451.78	130.51	102845.77
应收利息	193.15	42.74	34.48	-57.75	17.55
应收股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应收款	30093.78	66450.30	146485.57	120.63	145597.33
存货	23690.97	52204.28	116949.43	122.18	110213.46
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	7.73		71.93
其他流动资产	741.62	35.09	19.63	-83.73	-3.56
流动资产合计	228597.99	328013.09	588427.28	60.44	859780.91
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00		0.00
持有至到期投资	4125.00	1125.00	0.00	-100.00	0.00
长期应收款	0.00	5049.23	5049.23	--	5049.23
长期股权投资	6793.56	2203.20	177777.99	411.55	175832.98
投资性房地产	11457.96	125294.18	127463.32	233.53	126256.50
固定资产	136179.68	147230.27	177036.14	14.02	170236.07
在建工程	9402.43	9730.01	17194.54	35.23	20461.23
工程物资	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产清理	0.00	91.91	0.00		-0.39
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00		0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00		0.00
无形资产	70786.02	75432.02	76784.69	4.15	75142.11
开发支出	0.00	0.00	0.00		0.00
商誉	20682.43	167390.83	217160.32	224.03	217160.32
合并价差	0.00	0.00	0.00		0.00
长期待摊费用	5593.07	17182.96	39724.60	166.50	37436.83
递延所得税资产	1584.26	1883.47	1488.30	-3.08	1490.40
其他非流动资产	41.80	252.87	13.52	-43.14	-19.41
非流动资产合计	266646.22	552865.96	839692.66	77.46	829045.87
资产总计	495244.21	880879.06	1428119.94	69.81	1688826.78

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	63600.00	191880.00	272670.45	107.06	441590.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00		0.00
应付票据	0.00	3275.00	71354.26	--	53980.83
应付账款	49434.84	99032.26	181936.89	91.84	182280.03
预收款项	50807.61	74842.50	78574.68	24.36	83066.49
应付职工薪酬	12146.04	11646.27	13909.50	7.01	11484.21
应交税费	-874.82	-2609.63	80.49	--	-3731.08
应付利息	0.00	207.59	422.29	--	486.46
应付股利	908.68	1486.36	1490.96	28.09	1487.03
其他应付款	63851.07	152402.90	107072.84	29.50	82877.15
一年内到期的非流动负债	0.00	4648.46	9889.42	--	9029.66
其他流动负债	0.00	127.10	73336.67	--	72814.38
流动负债合计	239873.42	536938.80	810738.45	83.84	935365.15
非流动负债：					
长期借款	41751.47	95497.90	126889.27	74.33	144090.19
应付债券	0.00	0.00	0.00		92275.00
长期应付款	32207.61	13560.40	1507.81	-78.36	1507.81
专项应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
预计负债	156.46	4525.37	2934.89	333.11	2644.88
递延收益	0.00	0.00	0.00		0.00
递延所得税负债	0.00	6221.21	6068.80		5954.50
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动负债合计	74115.54	119804.89	137400.77	36.16	246472.39
负债合计	313988.96	656743.69	948139.23	73.77	1181837.54
所有者权益：					
实收资本(或股本)	145000.00	145000.00	348000.00	54.92	348000.00
资本公积	-88438.29	-52372.21	-48908.52	-25.63	-59754.41
减：库存股	0.00	0.00	0.00		0.00
盈余公积	0.00	0.00	0.00		0.00
未分配利润	3634.59	4047.50	-31.83		2836.43
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00		0.00
归属于母公司权益合计	60196.30	96675.29	299059.65	122.89	291082.02
少数股东权益	121058.95	127460.07	180921.06	22.25	215907.22
所有者权益合计	181255.25	224135.37	479980.71	62.73	506989.24
负债和所有者权益总计	495244.21	880879.06	1428119.94	69.81	1688826.78

附件 3 利润表

(单位: 万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	12 年 1-9 月
一、营业收入	345007.40	418582.75	869291.82	58.73	784146.46
减: 营业成本	267329.07	325264.37	666790.42	57.93	606646.79
营业税金及附加	2956.70	3676.14	7569.25	60.00	7581.82
销售费用	27991.39	31269.37	95620.55	84.83	91612.80
管理费用	36549.17	43653.47	77719.52	45.82	57695.83
财务费用	1146.71	5639.95	27856.37	392.87	29676.45
资产减值损失	1041.83	594.26	916.33	-6.22	172.90
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	17974.55	--	
投资收益	804.38	1182.85	311.16	-37.80	17529.67
其中: 对合营企业投资收 益					
汇兑收益					
二、营业利润	8796.90	9668.04	11105.09	12.36	8289.53
加: 营业外收入	887.37	653.86	2216.69	58.05	567.30
减: 营业外支出	1353.84	211.92	1177.34	-6.75	810.53
其中: 非流动资产处置损 失					
三、利润总额	8330.44	10109.99	12144.45	20.74	8046.30
减: 所得税费用	2089.19	955.91	2918.67	18.20	1946.36
四、净利润	6241.25	9154.08	9225.78	21.58	6099.94
其中: 归属于母公司的净利润	1022.06	2557.74	-4079.34	--	2868.27
少数股东损益	5219.20	6596.34	13302.11	59.66	3231.67

附件 4-1 现金流量表 （单位：万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	12 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量：					
销售商品、提供劳务收到的现金	371609.14	471510.11	910050.85	56.49	811492.80
收到的税费返还	0.00	2.29	87.47	--	88.41
收取利息、手续费及佣金的现金			58.20	--	50.69
收到其他与经营活动有关的现金	95788.03	93869.78	193848.61	42.26	162105.12
经营活动现金流入小计	467397.17	565382.18	1104045.13	53.69	973737.01
购买商品、接受劳务支付的现金	297984.11	384065.97	736301.34	57.19	703861.83
支付利息、手续费及佣金的现金			1.55	--	21.01
支付给职工以及为职工支付的现金	24954.01	26204.46	60487.61	55.69	54924.90
支付的各项税费	19986.78	16937.10	26388.97	14.91	27084.29
支付其他与经营活动有关的现金	101233.99	68973.89	34789.00	-41.38	25850.96
经营活动现金流出小计	444158.90	496181.42	857968.46	38.98	811742.99
经营活动产生的现金流量净额	23238.27	69200.77	246076.67	225.41	161994.02
二、投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金	9250.00	5992.56	15200.06	28.19	0.00
取得投资收益收到的现金	990.83	77.85	37.61	-80.52	0.00
处置固定资产和其他长期资产收回的现金	629.79	9.86	166.58	-48.57	112.15
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	10367.32	0.00	--	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	88.38	65351.32	31998.35	1802.83	10000.00
投资活动现金流入小计	10959.00	81798.92	47402.59	107.98	10112.15
购建固定资产、无形资产等支付的现金	7272.02	25616.91	57880.63	182.12	53565.69
投资支付的现金	12852.37	187014.60	300918.03	383.87	25078.44
取得子公司等支付的现金净额	0.00	28047.66	1196.48	--	150.00
支付其他与投资活动有关的现金	9896.31	77582.27	40185.68	101.51	115.72
投资活动现金流出小计	30020.70	318261.44	400180.81	265.10	78909.84
投资活动产生的现金流量净额	-19061.70	-236462.53	-352778.22	330.20	-68797.69
三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金	21023.39	60000.00	225000.00	227.14	94659.00
取得借款收到的现金	76400.00	290380.00	392980.00	126.80	479800.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	70000.00	--	160000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	42276.87	3350.10	6260.00	-61.52	0.00
筹资活动现金流入小计	139700.26	353730.10	694240.00	122.92	734459.00
偿还债务支付的现金	52338.62	157889.08	276557.67	129.87	360939.29
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4943.48	12930.59	25071.71	125.20	20770.38
支付其他与筹资活动有关的现金	69994.63	12955.76	180628.50	60.64	215764.00
筹资活动现金流出小计	127276.73	183775.44	482257.89	94.65	597473.67
筹资活动产生的现金流量净额	12423.53	169954.66	211982.11	313.07	136985.33
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-33.44	0.00	0.00	-100.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	16566.66	2692.91	105280.56	152.09	230181.65
加：期初现金及现金等价物余额	133619.70	150186.36	152879.27	6.96	258093.11
六、期末现金及现金等价物余额	150186.36	152879.27	258159.83	31.11	488274.77

附件 4-2 现金流量表补充资料

(单位: 万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	6241.25	9154.08	9225.78	21.58
加: 资产减值准备	1041.83	594.26	916.33	-6.22
固定资产折旧及其他	8128.44	8162.22	14775.91	34.83
无形资产摊销	1383.79	1986.43	2429.58	32.50
长期待摊费用摊销	1430.03	1967.18	1260.65	-6.11
处置固定资产、无形资产等损失	354.46	100.48	308.42	-6.72
固定资产报废损失	3.92	16.98	44.21	235.72
公允价值变动损失	0.00	0.00	-17974.55	--
财务费用	1564.00	6346.85	29336.41	333.10
投资损失	-804.38	-1182.85	-311.16	-37.80
递延所得税资产减少	274.25	-374.40	395.17	20.04
递延所得税负债增加	0.00	-63.50	-152.40	--
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	3396.53	-6031.79	-64787.94	--
经营性应收项目的减少	-24867.70	-54926.03	113165.25	--
经营性应付项目的增加	24931.10	103450.85	157445.02	151.30
其他	160.75	0.00	0.00	-100.00
经营活动产生的现金流量净额	23238.27	69200.77	246076.67	225.41
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	150186.36	152879.27	258159.83	31.11
减: 现金的期初余额	133619.70	150186.36	152879.27	6.96
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	16566.66	2692.91	105280.56	152.09

附件 5 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	34.23	45.07	114.80	--
存货周转次数(次)	10.55	8.57	7.88	--
总资产周转次数(次)	0.81	0.61	0.75	--
现金收入比 (%)	107.71	112.64	104.69	103.49
盈利能力				
营业利润率 (%)	21.66	21.42	22.42	21.67
总资本收益率(%)	3.45	3.44	3.73	--
净资产收益率(%)	3.44	4.08	1.92	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	18.72	29.88	20.91	31.80
全部债务资本化比率(%)	36.76	56.85	53.59	61.61
资产负债率(%)	63.40	74.56	66.39	69.98
偿债能力				
流动比率(%)	95.30	61.09	72.58	91.92
速动比率(%)	85.42	51.37	58.15	80.14
经营现金流动负债比(%)	9.69	12.89	30.35	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.28	3.54	2.04	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.60	9.54	9.24	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.04	-0.57	-0.19	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.14	-19.14	-3.64	--

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。