

红星美凯龙家居集团股份有限公司
及其发行的 15 红美 01、16 红美 01 与 16 红美 02

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100100】

评级对象: 红星美凯龙家居集团股份有限公司及其发行的 15 红美 01、16 红美 01 与 16 红美 02

	15 红美 01	16 红美 01	16 红美 02
主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2018 年 5 月 28 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 5 月 28 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 5 月 28 日
前次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2017 年 6 月 20 日	AA+/稳定/AA+/2017 年 6 月 20 日	AA+/稳定/AA+/2017 年 6 月 20 日
首次评级:	AA+/稳定/AA+/2015 年 9 月 15 日	AA+/稳定/AA+/2016 年 7 月 5 日	AA+/稳定/AA+/2016 年 7 月 5 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一 季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	21.78	15.05	19.70	44.62
刚性债务	95.42	133.24	109.70	108.26
所有者权益	126.19	128.75	153.23	185.96
经营性现金净流入量	4.34	0.21	6.20	-2.17
合并口径数据及指标:				
总资产	738.10	815.35	970.15	1024.34
总负债	356.14	416.15	530.83	544.71
刚性债务	175.10	219.91	288.74	297.81
所有者权益	381.96	399.21	439.32	479.63
营业收入	91.79	94.36	109.60	28.89
净利润	33.42	36.73	42.78	12.64
经营性现金净流入量	33.88	39.84	65.18	-1.08
EBITDA	55.64	58.89	73.82	—
资产负债率[%]	48.25	51.04	54.72	53.18
权益资本与刚性债务 比率[%]	218.15	181.53	151.15	161.05
流动比率[%]	74.17	64.95	64.13	72.48
现金比率[%]	53.91	45.32	46.78	49.97
利息保障倍数[倍]	4.34	4.76	4.89	—
净资产收益率[%]	9.61	9.40	10.20	—
经营性现金净流入量与流动 负债比率[%]	32.21	32.98	35.95	—
非筹资性现金净流入量与负 债总额比率[%]	-2.64	-2.39	1.07	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.45	4.87	4.98	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.34	0.30	0.29	—

注:根据红美家居经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

刘云 liuyun@shxsj.com
吴迪妮 wdn@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对红星美凯龙家居集团股份有限公司(简称红美家居、该公司或公司)及其发行的 15 红美 01、16 红美 01 及 16 红美 02(合并简称相关公司债券)的跟踪评级反映了 2017 年以来公司在行业地位、主业发展及融资渠道等方面所保持的优势,同时也反映了公司在业务单一、债务规模扩张、投资性房地产估值、往来及应收账款、港股回购等方面所继续面临的压力与风险。

主要优势:

- **行业龙头地位稳固。**红美家居品牌知名度较高,自营商场布局较好,旗下商场的租金及出租率均保持较高水平。
- **主业平稳发展。**跟踪期内,红美家居旗下商场数量稳步增加,租金及管理费收入有所增长。从在建自营商场数量及在手委管项目数量看,公司有望保持收入增长趋势。
- **A 股上市,融资渠道拓宽。**跟踪期内,红美家居 A 股成功 IPO,募集资金 30.50 亿元,融资渠道进一步拓宽。

主要风险:

- **收入依赖单一业务,面临行业波动风险。**红美家居业务依赖于家居建材市场相关收入,所处行业变革较快,持续面临线上销售及其他新业态、新销售模式的冲击,公司持续面临业务转型升级的压力。
- **债务偿付压力大。**较大的自营商场投资规模使红美家居非筹资活动持续存在资金缺口,主要依赖融资活动维持现金流平衡,导致公司刚性债务规模持续增长,已达较高水平。
- **资产抵押比例较高。**红美家居银行借款主要通过抵押形式获取,导致公司可抵押资产中绝大部分所有权受限,资产流动性较弱。

- 投资性房地产估值风险。红美家居投资性房地产估值以物业租金收入为基础,随着租金增速趋缓,既有投资性房地产估值继续增加的空间有限,若租金收入下滑,还面临投资性房地产估值下降的风险。
- 往来款及应收账款风险。由于收入确认和资金回笼不一致,美家居委管业务产生较大规模的应收款,面临账款回收风险。

评级关注

- 红美家居于 2018 年 4 月 4 日发布公告称。拟回购不超过 36.59% 的已发行港股股份,涉及金额不超过 45.81 亿港元,将导致公司所有者权益减少,负债率上升,上述事项尚需公司股东大会审批。

➤ 未来展望

通过对红美家居及其发行的相关公司债券主要信用风险要素的分析,本评级机构决定维持公司 AA+ 主体信用等级,评级展望为稳定;认为相关公司债券还本付息安全性很高,并维持相关公司债券 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



红星美凯龙家居集团股份有限公司

及其发行的 15 红美 01、16 红美 01 与 16 红美 02

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照红星美凯龙家居集团股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）及公开发行 2016 年公司债券（第一期）（含品种一和品种二，下同）（分别简称 15 红美 01、16 红美 01 和 16 红美 02）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据红美家居提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对红美家居的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至 2018 年 3 月末，该公司尚在存续期的债券包括中期票据“13 美凯龙 MTN001”；公司债券“15 红美 01”、“16 红美 01”及“16 红美 02”；2017 年发行的美元债券；除前述债券外，还发行了证监会主管 CMBS“美凯龙 1A”及“美凯龙 1B”以及，合计发行金额 109 亿元人民币及 3 亿美金，其中美元债发行主体为香港红星美凯龙全球家居有限公司（简称“香港红星”），信用债发行主体均为公司本部（不含 CMBS）。

图表 1. 截至 2018 年 3 月末公司存续期内债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付
13 美凯龙 MTN001	5.00	5.00	7.50	2013-09-11	10 亿元/2013 年 8 月	未到期
15 红美 01	50.00	5.00	4.50	2015-11-10	100 亿元/2015 年 11 月	未到期
16 红美 01	15.00	5.00	3.50	2016-07-13		未到期
16 红美 02	15.00	7.00	4.29	2016-07-13		未到期
美凯龙 2017 年美元债	3 亿美金	5.00	3.375	2017-09-21	-	未到期
美凯龙 1A	13.50	18.00	5.00	2017-09-22	-	未到期
美凯龙 1B	10.50	18.00	6.20	2017-09-22	-	未到期

资料来源：红美家居

该公司按照债券发行条款运用募集资金。15 红美 01 募集资金净额为 49.60 亿元。截至 2017 年末末，已累计使用募集资金 49.60 亿元，其中已使用 41 亿元用于归还银行贷款、已使用 8.60 亿元用于补充流动资金。16 红美 01 及 16 红美 02，发行规模合计 30 亿元，募集资金净额为 29.58 亿元，全部用于偿还公司及下属子公司借款。截至报告期末，募集资金已全部使用完毕。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

该公司主要收入来自于旗下家居建材商场的租金、管理费及咨询费收入，投资性房地产的评估增值也对公司利润总额形成有效补充。因此，公司业务运营与宏观经济有较强的相关性。

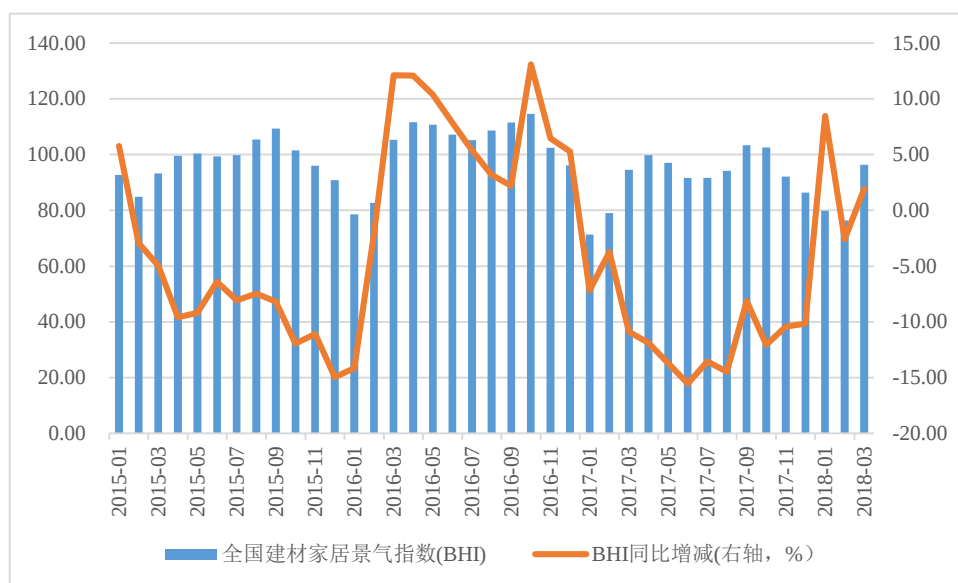
(2) 行业因素

该公司所属行业为家居建材流通行业，长期需求看涨，但短期需求受房地产调控政策影响，面临下行风险。同时，行业原有经营模式及产业链地位持续受到新零售、新业态等方面的冲击，面临转型压力。

A. 行业概况

2015~2017 年，我国规模以上家居建材卖场销售额分别为 10,849.10 亿元、11,852.80 亿元和 9,173.70 亿元，增速分别为-10.06%、9.25%和-22.60%，2017 年，家居建材流通行业零售额主要受房地产行业波动影响出现较大幅度下滑；但长期来看，随着我国居民收入的逐年提升及城镇化的持续推进，家居建材需求量将保持稳定增长。

图表 2. 全国建材家居景气指数(BHI¹)及同比变动



资料来源：中国建筑材料流通协会网站

B. 政策环境

家居建材流通行业属于零售业的范畴，根据国务院办公厅印发的《关于推动实体零售创新转型的意见》（国办发【2016】78号）及相关行业“十三五”规划等文件精神，行业未来发展的重点为“以信息技术应用激发转型新动能，推动实体零售转变”，“新零售”为行业未来发展带来机遇与挑战。

同时，家居建材产品销售短期内受房地产市场影响较大，目前，我国坚持“房住不炒”政策，多地限购加码，短期内房地产市场销售数量难有大幅增长，短期内为家居建材行业销售额带来不确定性。

C. 竞争格局/态势

中国家居建材流通行业分散度较高，规模较大的家居零售商包括该公司、居然之家、金盛集团、月星集团和欧亚达集团等，前五大企业市场占有率约为30%左右（仅限连锁企业）。公司是行业内市场占有率最高的企业，根据弗若斯特沙利文的数据，2017年公司占中国连锁家居装饰及家具商场行业的市场份额为13.50%，占家居装饰及家具商场行业（包括连锁及非连锁）的市场份额为5.30%，为行业内最大的企业。目前，行业竞争以规模竞争为主，各家企业均通过委管业务以扩大业务规模。随着行业集中度持续提升，以及其他新零售方式对行业既有盈利模式的冲击，经营模式创新及管理将成为行业未来竞争的重点。

家居建材零售行业上游产业包括家具、建材产品的生产。由于海外市场的急剧萎缩等原因，我国家具生产行业产能过剩明显，国内需求增长短期内难以弥补供给过剩。同时，我国家具企业规模偏小，大多依赖代理商进行销售，单个代理

¹即“全国建材家居景气指数”，由商务部、工业和信息化部、国家统计局及中国建筑材料流通协会联合向社会发布，用以反映我国建材行业中生活资料部分的景气程度。采集的数据主要为各市场的营业面积、每月的营业额、每月顾客人数、每月的就业人数等

商及家具生产企业往往难以负担较高的宣传成本，进驻有名气的家居卖场对其销售有明显的提升，家居建材市场经营企业在租金定价、统一收款及保证金收取等方面有较强的议价能力。但是，线上销售、新零售及部分大型上游企业摆脱经销商模式自建销售渠道等因素均为行业未来的发展带来一定挑战。

家居建材零售行业下游面对的主要是消费者，随着城镇化的不断推进，家居建材需求长期看涨，但短期内受房地产政策等因素影响，面临波动的风险。

D. 风险关注

整体看，目前家居建材零售行业集中度较低，以该公司为代表的行业内龙头企业利用其品牌及商场布局优势在产业链中处于较强势地位。行业风险主要在于：（1）销售模式持续面临来自新零售及其他新兴业态的冲击，传统商业模式持续面临变革的压力；（2）随着上游企业集中度提升，部分企业已有能力自建销售渠道及大型展示区，行业内企业产业链中的强势地位将受到挑战；（3）短期内，家居建材产品的销售面临来自房地产调控所带来的需求减少。

2. 业务运营

随着自营商场数量持续增加及委管业务的快速拓展，近年来该公司营业收入保持了稳定增长，且有望在短期内继续增长。但公司收入依赖于旗下家居建材商场租金、管理费及咨询费收入，来源相对单一，易受行业波动的影响。2017 年我国家居建材销量出现较大幅度下滑，加之新业态、新销售模式不断对行业原有盈利模式提出挑战，公司持续面临转型压力。

该公司较早的采取“自营+委管”双轮驱动扩张模式，已建立了一定的先发优势。目前，公司自营商场物业为自持或长租，通过向入驻商户收取租金、提供服务、培训等获取盈利。委管模式中，公司不持有物业，通过负责商场的筹备、开业及日常经营管理等获取盈利。公司家居建材商场数量多、覆盖广，加之“红星美凯龙”品牌知名度较高，旗下商场均有稳定的客流量，能够吸引大量的家居建材经销商入驻，产生聚集效果，近年来公司旗下家居建材商场的平均出租率保持在 95%以上。由于上游家具制造行业集中度低，公司客户以代理商为主，相关企业规模较小，公司在统一收款、租金定价等方面有较大的主动权。

图表 3. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
自营/委管家居卖场	自营业务布局于一、二线城市，委管业务主要分布于其他地区	横向规模化	品牌/资本/管理/政策等

资料来源：红美家居

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 4. 公司核心业务收入及变化情况

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
营业收入及占比	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)
租赁及管理（自营商场）	55.83	60.82	59.75	63.32	63.94	58.34
委营商场相关	32.28	35.17	27.82	29.48	36.29	33.11
其中：项目前期冠名咨询委托管理服务	14.49	15.79	13.56	14.37	15.87	14.48
项目年度冠名咨询委托管理服务	13.03	14.20	13.69	14.51	15.39	14.04
商业咨询费及招商佣金	-	0.00	0.45	0.48	3.62	3.30
工程项目商业管理咨询费	4.77	5.20	0.11	0.12	1.40	1.28
商品销售及家装	1.19	1.30	2.08	2.20	2.94	2.68
其他业务	2.49	2.71	4.71	4.99	6.42	5.86
营业收入	91.79	100.00	94.36	100.00	109.60	100.00
毛利率（%）	2015 年		2016 年		2017 年	
租赁及管理（自营商场）	78.07		77.15		77.16	
委营商场相关	74.50		66.45		63.90	
其中：项目前期冠名咨询委托管理服务	91.43		88.66		88.25	
项目年度冠名咨询委托管理服务	53.30		45.91		30.39	
商业咨询费及招商佣金	-		50.31		88.53	
工程项目商业管理咨询费	81.01		-		92.55	
商品销售及家装	24.19		35.32		31.21	
其他业务	57.83		61.78		70.25	
综合毛利率	75.58		72.31		71.14	

资料来源：红美家居

2015~2017 年，该公司营业收入分别为 91.79 亿元、94.36 亿元和 109.60 亿元，逐年增长，收入主要来自于自营和委管商场相关收入。其中，自营业务收入主要是自营商场的租金及管理费，同期自营商场租金及管理费收入分别为 55.83 亿元、59.75 亿元和 63.94 亿元。2017 年，自营业务中自有物业和租赁物业平均实际单位面积经营收入²分别为 112.53 元/月/平方米和 85.17 元/月/平方米，分别较上年减少 7.51%和 5.64%，主要受 2016 年营改增价税分离，以及跟踪期内公司为发行类 REITS 向 SPV 出售两家天津自营商场，导致天津地区营业收入下降影响所致。因此，自营商场数量（营业面积）的增长是公司自营业务收入增长的主要动因。由于投资性房地产以公允价值计量，不计提折旧，公司自营商场成本支出主要是管理人员工资及销售成本等，近年来保持了较高的毛利率水平，同期分别为 78.07 %、77.15%和 77.16%。

2015~2017 年，该公司委营商场相关收入分别为 32.28 亿元、27.82 亿元、和 36.29 亿元；同期，受开业市场增加影响委管业务毛利率分别为 74.50%、66.45%和 63.90%，有所下降。公司委管业务收入主要包括项目前期冠名咨询委托管理服务（简称前期冠名咨询收入）、项目年度冠名咨询委托管理服务（简称年度冠名咨询收入）等。其中，前期冠名咨询主要是公司向委管商场业主方提供商场开业前的选址、施工、商场设计、招商开业等咨询服务，并授权使用“红星美凯龙”

² 计算方法为：按各期末开业自营商场（含联合合营公司）于当期实现的租赁及管理收入除以该等商场期初及期末的经营面积的算术平均数，再除以有关期间的月数计算所得

及旗下无形资产品牌进行的一次性收费，一般按照项目建设和开业进度逐步确认收入，该收入受委管商场项目建设和开业进度等因素影响，年度间有所波动，2015~2017 年收入分别为 14.49 亿元、13.56 亿元和 15.87 亿元；年度冠名咨询收入主要是委管商场开业后，公司通过提供商场的运营及管理服务³定期收取的管理费用，同期收入分别为 13.03 亿元、13.69 亿元和 15.39 亿元，随着委管商场开业数量（营业面积）的增长，呈增长态势。

2018 年第一季度，该公司营业收入 28.89 亿元，较上年同期增长 25.36%，综合毛利率 70.58%，较上年同期下降 0.54 个百分点。

综上，近年来该公司收入增长的主要动因为规模扩张。未来随着自营及委管商场的持续开业，公司营业收入有望保持增长，但公司业务收入来源相对单一，易受家居建材零售行业波动影响。目前，受房地产限购等政策影响，全国家居建材零售额在 2017 年出现较大幅度下滑，线上销售等新的销售模式也对公司的传统盈利模式形成挑战，为公司未来业务发展带来不确定性。

规模

该公司自营商场收入及委管业务中年度冠名费收入均与运营商场的数量（面积）相关性较强，规模扩张是公司近年来营业收入增长的主要动因。截至 2017 年末，公司旗下商场总数为 256 个，较上年末净增加 56 个。

具体来看，2017 年末该公司自营商场 71 家，较上年末新增 9 家（其中 5 家为自持物业，2 家为新增租赁商场，其余 2 家由委管商场转为自营）；减少 4 家，其中两家位于天津的商场由于发行类 REITS 而出售给 SPV，转为委管商场，其余 2 家系租赁合同到期或物业拆迁等原因无法续约。同期末，公司运营委管商场 185 家，较上年末净增加 51 家，主要分布在三、四线及其他城市。（详情如下表所示）。

图表 5. 公司商场经营数据变化情况（单位：个、万平方米、%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
合计	商场数量	177	200
	经营面积	1,166.05	1,269.24
自营商场	商场数量	55	66
	经营面积	438.61	508.33
	平均出租率	94.08	96.70
委管商场	商场数量	122	134
	经营面积	727.43	760.91
	平均出租率	92.68	96.24

资料来源：红美家居

该公司自营业务主要分布于一、二线城市，商场数量逐年小幅增加，2017 年末筹备中的自营商场有 22 家。委管商场近年来数量增加较快，公司目前已签订合作协议的委管商场中 350 家已取得土地所有权证，并确认了部分前期冠名费收入。未来，随着运营商场数量的增加，公司自营业务及委管业务中年度冠名费收入有望继续保持增长；同时，随着已签约委管商场建设的推进，前期冠名咨询

³ 委管商场的管理人员均为红美家居的员工

也有继续确认收入的空间。

值得注意的是，该公司委管业务前期冠名咨询收入通常按照项目建设和开业进度逐步确认。但存在部分收入确认与现金回笼不同步，产生了一定规模的应收账款。但由于公司在项目建设的不同阶段会对收款比例有所管控并会与部分合作方签订租金代收协议，商场正常开业运营后，公司能够从代收款中扣除相关欠款，一定程度上保障了账款的回笼。截至 2017 年末前期冠名相关的应收账款金额已达 12.20 亿元，且已累计计提减值准备 4.38 亿元。

整体看，该公司自营及委管业务保持了稳定的增长，为公司未来收入增长提供了保障。但委管商场面临收入确认及资金回笼不同步的问题，面临账款回收风险。

资产及资本

该公司经营资产主要系投资性房地产，一方面作为自营商场的经营场所为公司带来租金及管理费收入；同时，其评估增值也增加了公司账面利润。委管业务主要是轻资产运营，资金需求较少，公司资金需求主要来自于自营商场建设投资。截至 2017 年末，公司自持物业经营面积合计 421.47 万平方米，其中一线城市面积占比 20.18%，二线城市⁴占比 73.36%，三线城市⁵面积占比 6.46%。目前在建及拟建的商场 6 家，计划投资规模合计 54.23 亿元，截至 2017 年末，尚需投资规模 33.85 亿元，面临较大的资金需求。

品牌因素

品牌优势使得该公司家居卖场保持了较高的出租率，也为委管业务的持续拓展提供了有力支撑。根据若斯特沙利文的评估报告，2017 年，就零售额而言，公司占中国连锁家居装饰及家具商场行业的市场份额为 13.5%，占家居装饰及家具商场行业（包括连锁及非连锁）的市场份额为 5.3%，在我国快速增长的家居装饰及家具零售行业中占有最大的市场份额。

(2) 盈利能力

2015~2017 年，该公司利润总额分别为 45.65 亿元、48.02 亿元和 59.86 亿元，2017 年利润总额较上年增幅较大，主要系营业毛利增加所致所致。公司利润总额主要由主业毛利和公允价值变动净损益构成，投资收益和营业外收支净额规模不大。近三年，公司利润总额保持了增长趋势，但收入及公允价值变动净损益占比有所变化。

图表 6. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	91.79	94.36	109.60	28.89	23.04
营业毛利（亿元）	69.37	68.23	77.96	20.39	16.39

⁴ 分别分布于常州、成都、大连、东莞、哈尔滨、合肥、济南、昆明、兰州、南京、沈阳、苏州、天津、无锡、武汉、烟台、长春、长沙、郑州、中山和重庆。

⁵ 四家商场分别分布于廊坊、大庆、盘锦和呼和浩特。

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
期间费用率 (%)	29.54	31.99	36.57	29.01	31.57
其中：财务费用率 (%)	8.42	9.30	10.33	10.12	11.16
全年利息支出总额 (亿元)	12.51	12.09	14.82	未披露	未披露
其中：资本化利息数额 (亿元)	3.85	2.49	2.20	未披露	未披露

资料来源：根据红美家居所提供数据整理。

2015~2017 年，该公司营业收入分别为 91.79 亿元、94.36 亿元和 109.60 亿元，呈现增长趋势；但期间费用增幅更快，同期期间费用率分别为 29.54%、31.99% 和 36.57%，呈上升趋势。同期，公司营业毛利分别为 69.37 亿元、68.23 亿元和 77.96 亿元，主要系委管业务毛利波动所致；同期，期间费用率分别为 29.54%、31.99% 和 36.57%，逐年上升，主要是随着规模扩大及人工成本上升，管理费用及销售费用增长较快所致。2015~2017 年，公司公允价值变动净收益分别为 10.10 亿元、17.54 亿元和 19.96 亿元，主要系投资性房地产估值增加，估值基础为相关物业租金收入。

图表 7. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资收益 (亿元)	1.46	1.31	6.34	0.49	0.29
其中：合营企业及参股公司 (亿元)	1.33	1.36	1.30	未披露	未披露
处置子公司及联营公司投资 (亿元)	0.06	-	4.96	未披露	未披露
营业外收入 (亿元)	1.08	1.19	1.12	0.04	0.70
公允价值变动损益 (亿元)	10.10	17.54	19.96	4.98	6.59
其中：投资性房地产 (亿元)	10.10	17.54	19.96	未披露	未披露

资料来源：根据红星美凯龙所提供数据整理。

2015~2017 年，该公司投资收益分别为 1.46 亿元、1.31 亿元和 6.34 亿元，主要系合营及参股公司的利润分成，其中 2017 年投资收益中权益法核算的长期股权投资收益为 1.29 亿元，较上年同期减少 5.11%，较为稳定；此外，2017 年公司处置子公司股权获得一次性投资收益 4.95 亿元⁶，当年投资收益较上年增长 384.27%，对公司当年利润形成一定补充。同期，公司营业外收入分别为 1.08 亿元、1.19 亿元和 1.12 亿元。

2018 年第一季度，该公司利润总额 16.42 亿元，较上年同期增长 9.36%，主要是主业毛利增加所致。同期，公司公允价值变动净损益 4.98 亿元，较上年同期减少 24.41%。

(3) 运营规划/经营战略

该公司主要的投资为自营商场的建设，还有部分家居流通配套物流配送设施投资。公司自营商场坚持布局于一、二线城市，2017 年完工投资性房地产公允价值 50.42 亿元，截至年末在筹备中的自营商场合计 22 家，已有 5 家取得四证，上述 5 处投资性房地产公允价值 19.36 亿元，已投入资金 17.04 亿元。此外，昆明盘龙店于 2018 年 1 月取得四证，截至 2017 年末已投入资金 3.33 亿元。除自

⁶系处置上海家金所金融信息服务有限公司、上海黄浦红星小额贷款有限公司、天津红星美凯龙国际家居广场有限公司、天津红星美凯龙国际家具建材广场有限公司、北京和合聚众广告传媒有限公司、常州红星广场商业管理有限公司产生的投资收益。

营物业外，公司还有 4 个拟建物流城项目，截至 2017 年末已投入资金 4.55 亿元。

图表 8. 公司 2018 年主要投资及计划

项目名称	规证情况	开工时间	拟建面积 (万㎡)	计划总投资 (亿元)	2017 年 末已投资 (亿元)	尚需投资 (亿元)
在建项目						
乌鲁木齐红星	四证已取得	2016 年	18.79	8.85	5.81	3.04
成都剑南大道店	四证已取得	2017 年	39.20	16.00	4.80	11.20
西宁世博家居	四证已取得	2017 年	12.05	7.00	3.54	3.46
成都天府大道店	四证已取得	2017 年	14.41	6.78	1.35	5.43
长沙金霞	四证已取得	2017 年	11.6	6.00	1.54	4.46
小计			96.05	44.63	17.04	27.59
拟建项目						
昆明盘龙店	四证于 2018 年 1 月取得	-	16.6	9.60	3.33	6.27
安徽腾辉仓储物流中心二期	-	-	1.92	0.71	0.63	0.08
合肥红星家具智慧物流基地一期	-	-	4.43	1.22	0.79	0.43
天津红星电商物流交易结算中心一期	-	-	8.90	1.51	0.57	0.94
重庆红星美凯龙智慧物流城	-	-	14.50	4.75	2.56	2.19
小计			46.35	17.79	7.88	9.92
合计			142.40	62.42	24.92	37.50

资料来源：根据红美家居所提供数据整理。

该公司在建及拟建项目尚需投资合计 37.50 亿元，考虑到筹备中的自营商场合计 22 家（与 2016 年末相同），2018 年及 2019 年上半年投入资金，面临一定的资金投入压力。

管理

该公司 A 股 IPO 完成后控股股东持股比例小幅下降,但仍为公司控股股东,实际控制人不变。此外,公司公布了 H 股回购计划,预计导致所有者权益规模减少。跟踪期内,公司进一步完善内部控制制度,管理基础得到进一步夯实。

2015 年 6 月香港上市后,该公司控股股东为红星美凯龙控股集团有限公司(原名上海红星美凯龙投资有限公司,于 2016 年更名,简称红美控股),持股比例 68.44%;车建兴持有红美控股 92%的股权,为公司实际控制人。2018 年 1 月,公司公开发行 A 股股票 31,500 万股,募集资金净额 30.50 亿元。A 股发行完成后,红美控股持有公司股权的比例下降至 62.97%,仍为公司控股股东,车建兴继续持有红美控股 92%的股权,为公司的实际控制人。

该公司 A 股 IPO 完成后,按照《企业内部控制基本规范》进一步完善了内部控制制度。根据德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)(简称德勤华永)出具的《内部控制审核报告》,认为“公司内部控制的設計是完整和合理的,执行是有效的,能够合理的保证内部控制目标达成”。

此外,截至本报告出具日,红星控股将其持有的该公司 25,910,000 股有限售条件流通 A 股质押给申万宏源证券有限公司,用于办理股票质押式回购交

易业务。本次质押的股份占红星控股所持公司股份的 1.04%，占公司总股本 3,938,917,038 股的 0.66%，除本次股权质押外，红星控股无其他股权质押。

跟踪期内，按照《上市公司信息披露管理办法》，该公司及其主要关联方的未发生需要披露的欠贷欠息事件，存续债券付息正常；未发生重大工商、质量、安全事故。截至 2017 年末，公司不存在重大诉讼事件。

图表 9. 公司严重不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018-4-8	无	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2018-5-17	正常付息	正常付息	正常付息	不涉及
工商	公开信息披露	2018-5-17	无	无	无	不涉及
质量	公开信息披露	2018-5-17	无	无	无	不涉及
安全	公开信息披露	2018-5-17	无	无	无	不涉及

资料来源：根据红美家居所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

此外，该公司于 2018 年 4 月公告称计划以 11.78 港元的价格回购并注销最多约 3.89 亿股 H 股股票，回购股票不超过公司已发行 H 股股本总数的 36.59%，约占公司全部股权的 9.87%，回购金额不超过 45.81 亿港元（以 5 月 28 日汇率计算，约合人民币 37.33 亿元）。截至本报告出具日，上述回购事项尚须提交公司股东大会、A 股及 H 股类别股东会审议。考虑到，红美家居于 2018 年 1 月 A 股上市，募集资金净额 30.50 亿元，A 股发行及 H 股回购预计综合导致公司所有者权益规模约减少不超过 7 亿元，相较 2017 年末，对公司经营影响不大。

财务

尽管主业现金流入较稳定,但由于自营商场投资规模较大该公司非筹资环节持续存在资金缺口,债务规模持续增长,从投资计划看,未来债务仍将保持增长趋势,公司面临资本补充压力。此外,公司盈利对债务利息的保障较高,但可抵押资产受限规模大,信用债的偿付对债务循环有所依赖。

1. 数据与调整

德勤华永对该公司的 2015~2017 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2015 版）、企业会计制度及其补充规定。

截至 2017 年末，该公司合并范围内企业集团的子公司共计 180 家，子公司数量较多，合并范围变动也较为频繁。与上年末相比，公司新增子公司 25 家（其中，企业合并增加 1 家，新设了 23 家，收购 1 家），减少子公司 9 家（2 家注销，7 家出售），综合导致合并范围的子公司较上年末增加 16 家。其中，2017 年，公司收购 2 家子公司合计成本 5.92 亿元，持股比例 100%。处置的 7

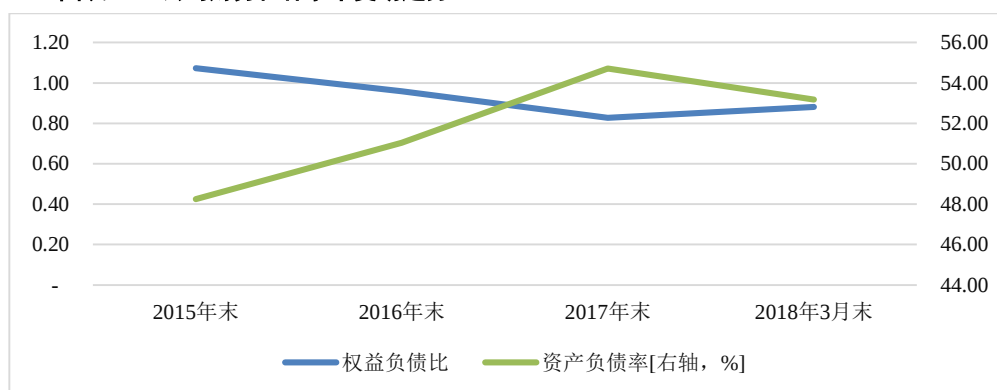
家子公司共获得处置股权价款 33.26 亿元，其中 26.50 亿元系向 SPV 出售子公司股权发行类 REITS 所致，到期后将对股权进行回购。

该公司于 2017 年 5 月，出售了二家全资子公司天津红星美凯龙国际家具建材广场有限公司及天津红星美凯龙国际家居广场有限公司，并以上述资产中作为基础资产发行了类 REITS，发行规模 26.50 亿元，公司联营企业美凯龙高和(芜湖)家居商业地产投资基金合伙企业(有限合伙)认购了全部 8.50 亿元的次级资产支持证券。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 10. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据红美家居所提供数据绘制。

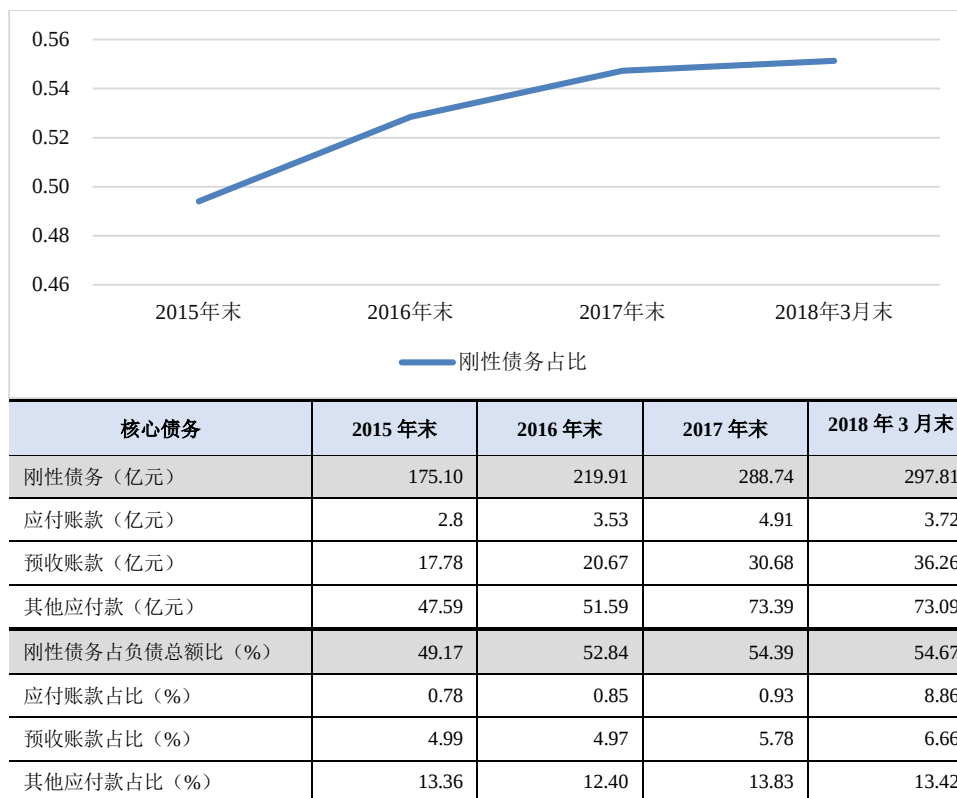
2015~2017 年及 2018 年 3 月末，该公司权益负债比分别为 1.07、0.96、0.83 和 0.88；资产负债率分别为 48.25%、51.04%、54.72%和 53.18%。具体而言，2015~2016 年公司所有者权益规模由于持续盈利小幅增加，2017 年及 2018 年第一季度，受参股公司上市导致其他综合收益增加及公司 A 股上市影响，公司所有者权益增速较快，但由于债务规模增速更快，公司财务杠杆水平在 2015~2017 年持续上升，仅在 2018 年一季度末出现小幅下降。

该公司控股股东红美控股资本实力较强，公司作为 A 股和 H 股双上市主体，资本补充能力较强，持续盈利及以公允价值计量的资产评估持续增值也使得公司所有者权益规模逐年增加。

从在建、拟建项目规模来看，该公司未来一到二年仍将保持较大的资本支出规模，债务规模继续增长是大概率事件，但目前公司资产负债率不低，H 股回购后还将进一步上升，加之受限资产规模较大，进一步的债务扩张有赖于资本补充。

(2) 债务结构

图表 11. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据红美家居提供数据绘制。

2015~2017 年末，该公司负债总额分别为 356.14 亿元、416.15 亿元和 530.83 亿元；长短期债务比分别为 235.32%、207.30%和 133.67%。整体债务规模保持了增长态势，2017 年由于较大规模的长期债务即将到期、港股回购及建设投入增加等原因导致公司资金需求增加，债务规模上升很快，当年末负债规模较上年末增长 27.56%。

除刚性债务外，该公司债务主要由其他应付款、预收账款及递延所得税负债构成。2017 年末，公司其他应付款余额 73.39 亿元，主要由来自商户（代收货款、保证金及租赁定金等）、工程商（应付建筑商款），另有一定规模往来款（约 8.09 亿元）。预收账款主要是预收的商户租金及委管业务咨询费。此外，公司投资性房地产逐年评估增值，导致递延所得税负债逐年增加，2017 年末规模为 97.14 亿元，较上年末增长 6.70%。整体看，除刚性债务外，公司其他债务大多与主业经营有一定相关性，其规模会受多种因素影响而出现波动，但对公司总体债务规模影响有限，公司债务增长主要来自于刚性债务的扩张。

截至 2018 年 3 月末，该公司负债总额 544.71 亿元，较上年末增长 2.62%；其中，刚性债务较上年末增长 3.14%至 297.81 亿元。

(3) 刚性债务

图表 12. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短期刚性债务合计	27.98	46.90	98.30	100.63
其中：短期借款	8.97	5.00	3.00	4.75
一年内到期非流动负债	19.01	41.90	95.30	95.88
应付票据	-	-	-	-
中长期刚性债务合计	147.11	173.01	190.44	197.18
其中：长期借款	70.27	84.48	113.73	121.15
应付债券	73.35	84.34	48.96	48.28
其他中长期刚性债务	3.49	4.2	27.75	27.76

资料来源：根据红美家居所提供数据整理。

2015~2017 年及 2018 年 3 月末，该公司刚性债务总额分别为 175.10 亿元、219.91 亿元、288.74 亿元和 297.81 亿元，刚性债务逐年增加的主要原因是投资规模较大，非筹资环节存在资金缺口，此外，2017 年由于较大规模债务即将到期以及港股回购等因素，公司增加了债务发行规模，刚性债务增长较快。

该公司融资渠道丰富，除银行借款外还通过信用债、CMBS、美元债等手段进行融资。截至 2017 年末，公司银行借款余额 156.84 亿元，占刚性债务的比重为 53.9%，银行借款中信用借款 3.45 亿元，占比仅 2.20%；质押借款 23.89 亿元，占比 15.23%，质押资产主要为货币资金；其余借款保证方式均含抵押，融资金额 129.50 亿元，抵押资产为公允价值 540.25 亿元的投资性房地产（占 2017 年末投资性房地产总额的 76.27%，剔除未办妥产证的投资性房地产后该比重为 95.96%）。

图表 13. 2017 年末公司银行借款分布情况（单位：万元）

	短期借款	1 年内到期长期借款	长期借款	合计	占比（%）
信用	30,000.00	1,000.00	3,500.00	34,500.00	2.20
质押	1.00	8,790.00	230,065.00	238,856.00	15.23
抵押借款	-	347,975.44	621,530.59	969,506.03	61.82
抵押质押	-	17,383.75	171,576.56	188,960.31	12.05
抵押保证	-	19,750.00	58,500.00	78,250.00	4.99
抵押质押及保证	-	6,209.22	52,094.30	58,303.51	3.72
合计	30,001.00	401,108.41	1,137,266.45	1,568,375.86	100.00

资料来源：根据红美家居提供数据绘制。

该公司其余借款以信用债券为主，期末存续债券余额合计 103.83 亿元，还有少量融资租赁款及 CMBS 借款等。

借款期限方面，该公司刚性债务分布相对合理，以合计未折现现金流量⁷计，2~5 年内到期的刚性债务未折现现金流量占比最高，达 41.50%，1 年内到期的占比约为 15.43%。但公司借款规模绝对值较大，1 年内到期的刚性债务未折现现金流达 51.77 亿元，公司面临较大的即期偿债压力。此外，公司债务期限大多在 5 年及以下，但多数资金都用于自持物业的开发，资金回笼主要通过租金及管理费收入，周期较长，存在债务期限与资金回笼周期匹配度偏低的问题。

⁷ 考虑了刚性债务的应付本金及利息但未进行贴现处理，与账面余额存在差异

图表 14. 2017 年末公司主要刚性债务未折现现金流量（单位：亿元）

年末数	银行借款- 固定利率	银行借款- 浮动利率	应付债券	应付融资 租赁款	CMBS	合计	占比
即期或 1 年以内到期	15.86	25.25	8.79	0.36	1.52	51.77	15.43
1 至 2 年（含 2 年）	0.74	17.68	54.07	0.31	1.58	74.39	22.17
2 至 5 年（含 5 年）	1.84	57.26	54.96	0.31	24.85	139.21	41.50
5 年以上	2.22	44.24	15.00	8.65	-	70.11	20.90
合计未折现现金流量	20.65	144.43	132.82	9.63	27.95	335.49	100.00

资料来源：根据红美家居提供数据绘制。

整体看，该公司银行借款主要保证方式为抵押，借款利率包括固定利率和浮动利率，可抵押资产主要是投资性房地产，在新的投资性房地产所有权证办妥前，已几乎没有可用于进一步抵押的资产，银行借款大规模扩张的可能性不大。但公司积极开拓融资渠道，跟踪期内通过公司债券、美元债、CMBS 等方式获取借款，融资方式得到有效扩充，融资弹性有所改善。

3. 现金流量

（1）经营环节

图表 15. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期（天）	35.72	38.92	42.32
营业收入现金率（%）	91.77	99.93	111.18
业务现金收支净额（亿元）	44.88	48.04	66.59
其他因素现金收支净额（亿元）	-11.00	-8.20	-1.41
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	33.88	39.84	65.18
EBITDA（亿元）	55.64	58.89	73.82
EBITDA/刚性债务（倍）	0.34	0.30	0.29
EBITDA/全部利息支出（倍）	4.45	4.87	4.98

资料来源：根据红美家居提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2015~2017 年，该公司经营环节产生的现金流量净额分别为 33.88 亿元、39.84 亿元和 65.18 亿元，现金流入主要来自主业运营。由于公司不涉具体的产品销售，存货规模极小，应收账款主要由于部分委管业务前期冠名费资金回笼未能与收入确认同步而形成，2015~2017 年公司营业周期分别为 35.72 天、38.92 天和 42.32 天，保持了良好的现金回笼能力，同期业务现金收支净额分别为 44.88 亿元、48.04 亿元和 66.59 亿元。其他因素的现金支出主要为支付的费用等款项，流入主要为收到的定金、保证金及代收代付货款净额等，与主业相关性较强。

2015~2017 年，该公司 EBITDA 分别为 55.14 亿元、58.89 亿元和 73.82 亿元，保持了增长趋势，由于主要资产集中于投资性房地产，公司折旧及摊销规模较小，EBITDA 主要来自利润总额和利息支出。2017 年，公司折旧及摊销合计 1.34 亿元，列入财务费用的利息支出 12.61 亿元，利润总额 59.86 亿元。

2018 年第一季度，该公司经营环节现金净流出 1.08 亿元（上年同期为净流入 6.42 亿元），主要系 2017 年末公司促销活动带来商场消费量增加，期间代收的商户货款至 2018 年一季度可进行提款，也是导致当季经营活动现金流大幅流出的原因。

整体看，该公司保持了较好的现金回笼能力及 EBITDA 水平，但由于刚性债务规模较大，经营活动现金流及 EBITDA 均能够对利息支出进行有效覆盖，不能完全覆盖刚性债务总额。

（2）投资环节

图表 16. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年
回收投资与投资支付净流入额	-7.70	-13.19	5.21
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-31.22	-32.65	-58.02
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-3.95	-3.25	-7.30
投资环节产生的现金流量净额	-42.88	-49.09	-60.11

资料来源：根据红美家居所提供数据整理。

2015~2017 年，该公司投资环节产生的现金流量净额分别为-42.88 亿元、-49.09 亿元和-60.11 亿元，其中构建投资性房地产是现金流出的最主要方向。

随着自有商场的持续建设，该公司构建投资性房地产的资金支出较大，受在建项目投资规模增加影响，2017 年公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额为-58.02 亿元。未来，公司仍有持续的自营商场建设计划，预计将继续保持一定的投资规模。

2018 年第一季度，该公司投资活动现金净流出 24.26 亿元，净流出较上年同期增加 77.97%，主要系支付的各类物业相关支出、股东借款、各类投资款项加所致。

整体看，该公司预计将保持较大的投资支出水平，非筹资环节将继续面临资金缺口，或导致刚性债务进一步上升。

（3）筹资环节

该公司非筹资环节资金缺口依赖筹资活动进行补充，2015~2017 年及 2018 年第一季度，公司筹资环节产生的现金流量净额分别为 28.56 亿元、12.69 亿元、38.74 亿元和 35.68 亿元，呈现持续增长的趋势，其中 2018 年一季度筹资活动现金净流入规模较大，主要系 A 股 IPO 所致。

该公司未来投资支出有较大规模，仍对筹资活动有所依赖，但目前公司已办妥产证的投资性房地产抵押比率较高，对信用债发行或权益融资有所依赖。

4. 资产质量

图表 17. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	78.77	87.96	145.67	166.77
	10.67%	10.79%	15.02%	16.28%
其中：现金类资产（亿元）	57.26	61.38	106.27	114.97
应收款项（亿元）	9.21	8.00	11.67	13.84
存货（亿元）	0.35	0.45	1.20	1.48
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	659.33	727.39	824.47	857.56
	89.33%	89.21%	84.98%	83.72%
其中：固定资产（亿元）	1.38	1.42	1.59	1.68
在建工程（亿元）	0.24	0.66	0.66	0.64
可供出售金融资产（亿元）	4.03	5.44	30.62	-
投资性房地产（亿元）	613.61	669.48	708.31	720.20
长期股权投资（亿元）	8.04	10.13	16.14	17.43
期末全部受限资产账面金额（亿元）	394.76	481.28	542.88	-
受限资产账面余额/总资产*100%（%）	53.58	59.03	55.96	-

资料来源：根据红美家居所提供数据整理。

2015~2017 年末，该公司资产总额分别为 738.10 亿元、815.35 亿元和 970.15 亿元，保持增长趋势。公司资产以非流动资产为主，主要为投资性房地产及少量可供出售金融资产；流动资产主要是现金类资产，应收账款及存货规模较小。

2017 年末，该公司非流动资产 824.47 亿元，占总资产的比重为 84.98%，以投资性房地产和其他非流动资产为主。其中，同期末投资性房地产 708.31 亿元，自持物业经营面积合计 421.47 万平方米，其中一线城市面积占比 20.18%，二线城市占比 73.36%，三线城市面积占比 6.46%；投资性房地产较上年末增长 5.80%，净增加 38.83 亿元，其中外购及企业合并（或处置）导致净增加 18.87 亿元，公允价值变动导致净增加 19.96 亿元，以 2016 年末投资性房地产规模估算，估值约增长了 2.98%。同期末，其他非流动资产主要为 39.61 亿元，较上年末增长 103.24%，增长主要来自当年预付了 21.01 亿元的预付购房款（物业位于上海市闵行区计划作为公司办公楼，建筑面积 5.79 万平方米，房款已全部支付完毕），还包括预付工程款预付土地款等；可供出售金融资产 30.62 亿元，较上年末增长 462.54%，主要系持有的 4.99% 股欧派家居集团股份有限公司（简称欧派家居）股权，欧派家居于 2017 年 3 月在上海证券交易所上市，公司改按公允价值计量，2017 年公允价值增加 20.43 亿元，年末账面余额为 22.01 亿元。

该公司资产受限比例较高。2017 年末，受限资产账面余额合计 542.88 亿元，其中受限投资性房地产 540.25 亿元，其余为受限货币资金。公司投资性房地产中部分物业产权证书未办妥，已持产证的投资性房地产账面余额 562.99 亿元，可抵押资产受限比例很高，流动性偏弱。

2018 年 3 月末，该公司资产总额 102.43 亿元，较上年末增长 5.59%，其中投资性房地产较上年末增长 1.68% 至 720.02 亿元，所持欧派家居股票改计至“以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产”科目，导致相关科目发生变动，其他资产科目变化不大。

整体看，该公司流动资产以货币资金为主，受限比例较低，能够对公司债务偿付形成一定支撑；公司非流动资产以投资性房地产为主，受限比例很高，流动性偏弱。

5. 流动性/短期因素

图表 18. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动比率 (%)	74.17	64.95	64.13	72.48
速动比率 (%)	73.84	64.62	63.60	71.84
现金比率 (%)	53.91	45.32	46.78	49.97

资料来源：根据红美家居所提供数据整理。

2015~2017 年及 2018 年 3 月末，该公司流动比率分别为 74.17%、64.95%、64.13%和 72.48%；速动比率分别为 73.84%、64.62%、63.60 和 71.84%。整体看，公司资产以投资性房地产为主，其评估增值及租金管理费收入是公司主要的利润来源，且受限比例很高，流动性偏弱。公司流动资产以货币资金为主，受限比率不高，能够对短期债务偿付提供一定支撑，但由于短期债务规模较大，流动资产对短期债务的覆盖率偏低。

6. 表外事项

截至本报告期末，根据《上交所上市规则》，该公司无涉案金额超过人民币 1,000 万元且占公司最近一期经审计净资产绝对值 10%以上的重大诉讼、仲裁事项，不存在媒体普遍质疑的事项。此外，同期末，公司对合并范围外的企业担保金额 4.00 亿元，规模不大。

7. 集团本部财务质量

截至 2017 年末，该公司集团本部总资产为 397.35 亿元，负债合计 244.12 亿元。资产方面，公司本部主要职能为对下属企业的管控，资产以长期股权投资、其他应收款为主，还有少量的货币资金等其他资产；负债方面，本部承担了公司主要的负债职能，是集团内唯一的人民币信用债发行主体（子公司香港红星于 2017 年 9 月发行美元债），期末刚性债务规模为 108.26 亿元，主要为信用债券，偿债压力较大。

综上，该公司本部作为集团主要的信用债发行主体，债务负担较重；本部资产以子公司股权和其他应收款为主，流动性偏弱，对债务偿付的保障不足。但公司现金由本部资金部统一管理，子公司每周报告用款计划，由集团资金部做统一的资金调配，较强的资金管控水平一定程度上提升了公司本部的债务偿付能力。

外部支持因素

该公司获得较大规模的银行授信，截至 2017 年末，该公司共获得银行授信 279.03 亿元，取得借款合计 226.22 亿元，可用授信 52.82 亿元。

图表 19. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	放贷规模/余额	利率情况	附加条件/ 增信措施
全部（亿元）	279.03	226.22	未提供	无
其中：国家政策性金融机构（亿元）	无	无	无	无
工农中建交五大商业银行（亿元）	147.26	115.96	未提供	无
其中：大型国有金融机构占比（%）	52.78	51.26	-	无

资料来源：根据红美家居所提供数据整理（截至 2017 年末）

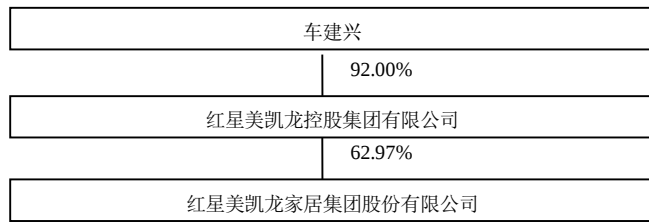
跟踪评级结论

整体看，该公司主业经营较稳定，自营商场租金及管理费收入逐年增长，委管业务各项收入虽有波动但仍保持在一定规模。考虑到公司自营商场数量逐年增加及委管业务已签合同数，我们预计公司营业收入有望在未来 1~2 年内保持增长趋势。尽管主业现金回笼较稳定，但由于资金大量投入自有商场建设，公司非筹资环节持续面临资金缺口，债务持续增长，偿债压力较大。公司主要资产为投资性房地产，主要用于自主经营，其估值依赖于商场的租金收入。

目前，该公司主业收入及现金流能够对公司债务利息形成有效保证，但由于可抵押资产受限比例很高，资产流动性偏弱。同时，公司债务规模偏大，EBITDA 不能完全覆盖刚性债务。此外，公司投资性房地产估值依赖于相关物业租金收入，若家居建材流通行业或房地产行业波动导致物业租金减少，或导致公司利润总额及净资产规模出现下滑，并对公司信用质量产生不利影响。

附录一：

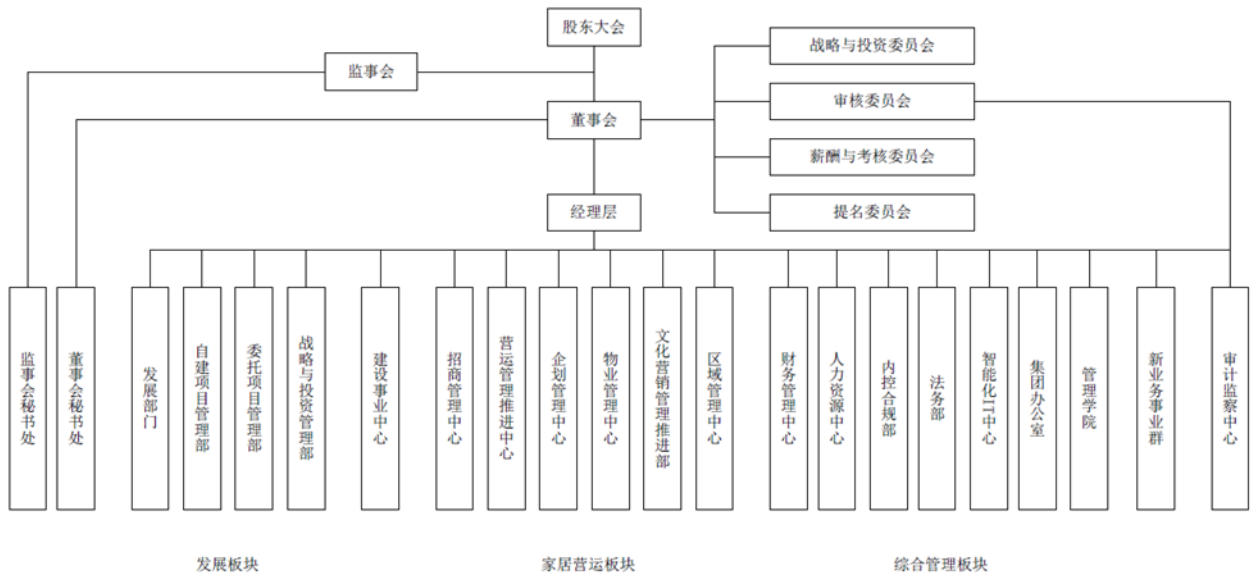
公司与实际控制人关系图



注：根据红美家居提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据红美家居提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录三：
2017 年末公司自营商场基本信息表

序号	商场简称	开业时间	位置	自有/租赁	面积	出租率
1	南京名都	2008.12.06	南京市	自有	117,758	100.00%
2	扬州润扬建材馆	2006.05.01	扬州市	租赁	50,457	100.00%
3	芜湖明辉	2011.12.31	芜湖市	合作自营	105,745	100.00%
4	杭州古墩	2009.05.23	杭州市	租赁	41,051	100.00%
5	上海真北	2000.10.28	上海市	自有	188,494	100.00%
6	上海汶水	2007.04.26	上海市	自有	133,472	100.00%
7	上海浦东沪南	2010.05.08	上海市	自有	147,412	100.00%
8	上海吴中路	2013.04.29	上海市	自有	46,237	100.00%
9	上海金桥	2013.12.22	上海市	自有	83,839	100.00%
10	上海浦江	2014.09.20	上海市	自有	53,120	100.00%
11	北京西四环	2002.11.30	北京市	自有	52,757	100.00%
12	北京东四环	2006.10.01	北京市	自有	82,630	100.00%
13	北京北四环	2008.09.29	北京市	自有	62,390	100.00%
14	北京北五环	2010.10.23	北京市	租赁	85,117	100.00%
15	天津河东	2012.02.18	天津市	自有	108,233	98.23%
16	天津东丽	2012.09.30	天津市	自有	104,996	96.25%
17	重庆江北	2006.12.16	重庆市	租赁	105,350	100.00%
18	重庆南坪	2009.11.15	重庆市	租赁	83,392	99.31%
19	重庆二郎	2014.03.22	重庆市	自有	78,816	99.41%
20	云南昆明	2011.09.30	昆明市	自有	84,901	100.00%
21	成都武侯	2007.06.09	成都市	自有	57,789	98.56%
22	成都双楠	2011.09.10	成都市	合作自营	71,241	100.00%
23	济南天桥	2010.10.01	济南市	自有	103,455	100.00%
24	沈阳铁西	2008.06.27	沈阳市	自有	119,105	100.00%
25	沈阳大东	2010.09.30	沈阳市	租赁	82,204	90.05%
26	沈阳浑南	2012.05.01	沈阳市	自有	119,294	99.30%
27	辽宁盘锦	2013.10.10	盘锦市	自有	50,351	94.65%
28	大连华南	2013.08.16	大连市	自有	81,496	100.00%
29	沈阳铁西二期	2014.11.22	沈阳市	自有	32,134	100.00%
30	长春远达	2012.05.18	长春市	自有	109,096	100.00%
31	大庆世博	2014.12.28	大庆市	自有	65,888	93.30%
32	烟台二期	2014.04.12	烟台市	自有	78,764	100.00%
33	苏州园区	2013.08.17	苏州市	自有	137,118	100.00%
34	常州飞龙	2001.01.18	常州市	自有	108,688	100.00%
35	常州装饰城	1998.10.18	常州市	租赁	44,274	100.00%
36	常州武进	2010.09.30	常州市	自有	142,125	96.05%
37	郑州商都	2007.10.01	郑州市	自有	159,923	100.00%
38	河北廊坊	2013.08.31	廊坊市	自有	81,203	99.11%
39	无锡锡山	2001.03.18	无锡市	自有	121,448	99.30%
40	长沙韶山	2007.10.01	长沙市	租赁	115,516	99.18%
41	大同东信	2015.01.08	大同市	租赁	71,979	91.61%
42	深圳香蜜湖	2008.12.27	深圳市	合作自营	94,649	100.00%
43	深圳吉龙	2009.09.29	深圳市	租赁	35,798	100.00%
44	宜昌西陵	2011.09.30	宜昌市	租赁	67,709	100.00%

序号	商场简称	开业时间	位置	自有/租赁	面积	出租率
45	乌海商场	2015.03.20	乌海市	租赁	38,766	91.24%
46	十堰商场	2015.08.01	十堰市	租赁	55,246	100.00%
47	长沙岳麓	2015.10.17	长沙市	自有	82,443	100.00%
48	中山港口	2015.10.17	中山市	自有	59,509	100.00%
49	武汉额头湾	2015.10.30	武汉市	自有	126,151	82.44%
50	兰州雁滩	2015.12.26	兰州市	自有	66,006	100.00%
51	无锡滨湖	2015.12.31	无锡市	自有	92,459	100.00%
52	上海金山	2016.05.01	上海市	租赁	50,258	100.00%
53	云南曲靖	2011.10.01	曲靖市	租赁	31,031	100.00%
54	赤峰商场	2010.08.18	赤峰市	租赁	49,310	100.00%
55	东莞万江	2016.09.29	东莞市	自有	56,508	100.00%
56	武汉汉阳	2016.09.30	武汉市	自有	65,975	99.40%
57	合肥四里河	2016.11.26	合肥市	自有	75,715	100.00%
58	合肥裕溪路	2014.03.15	合肥市	自有	81,420	65.12%
59	厦门宝象	2016.12.08	厦门市	合作自营	51,233	85.25%
60	哈西客站	2016.10.01	哈尔滨市	自有	77,725	99.05%
61	呼和浩特玉泉	2016.10.15	呼和浩特	自有	75,001	100.00%
62	沈阳沈北	2016.10.01	沈阳市	自有	90,524	96.39%
63	阳泉商场	2014.09.06	阳泉市	租赁	46,578	95.10%
64	南京欧洲城	2017.04.29	南京市	租赁	33,047	100.00%
65	天津北辰	2017.05.01	天津市	自有	60,376	97.47%
66	哈尔滨松北	2017.10.28	哈尔滨	自有	82,691	84.54%
67	天津滨海	2017.12.23	天津市	自有	56,439	98.03%
68	苏州木渎	2017.12.30	苏州市	自有	51,092	100.00%
69	南京浦口	2017.12.30	南京市	自有	101,792	100.00%
70	潍坊振华	2017.12.30	潍坊市	租赁	38,618	85.60%
71	潍坊寒亭	2011.06.12	潍坊市	租赁	42,623	70.45%

资料来源：红美家居

附录四：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017 年（末）主要财务数据（亿元）				
					资产总额	负债总额	净资产	营业收入	净利润
红星美凯龙控股集团	红美控股	公司之控股股东	-	集团总部	1606.87	1083.93	522.94	200.44	46.70
红星美凯龙家居集团股份有限公司	红美家居	本级	-	集团总部	397.35	244.12	153.23	18.84	39.70
上海红星美凯龙装饰家具有限有限公司	上海真北	核心子公司	-	自有商场	25.77	10.74	15.03	1.68	2.28
南京名都家居广场有限公司	南京名都	核心子公司	-	自有商场	34.36	12.14	22.23	1.48	3.04
上海山海艺术家俱有限公司	上海宝山	核心子公司	-	自有商场	36.04	12.31	23.73	1.98	2.79
郑州红星美凯龙国际家居有限公司	郑州红星	核心子公司	-	自有商场	35.24	12.10	23.14	2.69	3.09
北京红星美凯龙世博家具广场有限公司	北京东四环	核心子公司	-	自有商场	33.51	13.73	19.78	1.61	1.10
上海红星美凯龙全球家居有限公司	上海浦东	核心子公司	-	自有商场	41.20	14.61	26.59	3.58	3.82
沈阳红星美凯龙家居有限公司	沈阳铁西	核心子公司	-	自有商场	40.93	21.32	19.61	1.73	1.32
重庆红星美凯龙世博家居生活广场有限责任公司	重庆江北	核心子公司	-	租赁商场	2.82	2.52	0.30	2.40	1.26
红星美凯龙环球（北京）家具建材广场有限公司	北京北四环	核心子公司	-	自有商场	16.80	9.54	7.26	1.11	1.85
济南红星美凯龙世博家居生活广场有限公司	济南红星	核心子公司	-	自有商场	18.94	9.53	9.41	1.20	1.05

注：根据红美家居 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录五：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
资产总额 [亿元]	738.10	815.35	970.15	1,024.34
货币资金 [亿元]	57.26	61.38	106.27	114.97
刚性债务[亿元]	175.10	219.91	288.74	297.81
所有者权益 [亿元]	381.96	399.21	439.32	479.63
营业收入[亿元]	91.79	94.36	109.60	28.89
净利润 [亿元]	33.42	36.73	42.78	12.64
EBITDA[亿元]	55.64	58.89	73.82	—
经营性现金净流入量[亿元]	33.88	39.84	65.18	-1.08
投资性现金净流入量[亿元]	-42.88	-49.09	-60.11	-24.26
资产负债率[%]	48.25	51.04	54.72	53.18
权益资本与刚性债务比率[%]	218.15	181.53	151.15	161.05
流动比率[%]	74.17	64.95	64.13	72.48
现金比率[%]	53.91	45.32	46.78	49.97
利息保障倍数[倍]	4.34	4.76	4.89	—
担保比率[%]	1.12	0.87	0.91	—
营业周期[天]	35.72	38.92	42.32	—
毛利率[%]	75.58	72.31	71.14	70.58
营业利润率[%]	49.73	49.79	53.98	56.87
总资产报酬率[%]	7.89	7.42	8.12	—
净资产收益率[%]	9.61	9.40	10.20	—
净资产收益率*[%]	10.24	9.51	10.59	—
营业收入现金率[%]	91.77	99.93	111.18	86.38
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	32.21	32.98	35.95	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.64	-2.39	1.07	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.45	4.87	4.98	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.34	0.30	0.29	—

注：表中数据依据红美家居经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。