



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪209号

红星美凯龙家居集团股份有限公司：

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已发行的“红星美凯龙家居集团股份有限公司2018年公开发行人公司债券（第一期）”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AAA，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年五月二十一日

红星美凯龙家居集团股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

发行主体	红星美凯龙家居集团股份有限公司		
债券名称	红星美凯龙家居集团股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）		
债券简称	18 红美 01		
债券代码	155001.SH		
发行年限	2+1 年（2018/11/06~2021/11/06）		
发行日期	2018/11/06		
发行规模	人民币 30 亿元，余额 30 亿元		
上次评级时间	2018/10/22		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

概况数据

红星美凯龙	2016	2017	2018	2019.Q1
总资产（亿元）	815.35	970.15	1,108.61	1,151.62
所有者权益（亿元）	399.21	439.32	452.96	466.96
总债务（亿元）	219.91	288.74	367.37	-
营业收入（亿元）	94.36	109.60	142.40	35.35
营业毛利率（%）	72.31	71.14	66.20	70.94
EBITDA（亿元）	58.89	73.82	78.73	-
所有者权益收益率（%）	9.20	9.74	10.39	11.93
资产负债率（%）	51.04	54.72	59.14	59.45
总债务/EBITDA(X)	3.73	3.91	4.67	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.87	4.98	4.20	-

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、2016 年数据系采用 2017 年期初追溯调整数；
3、2016~2018 年总债务计算中已将“一年内到期的非流动负债”中“一年到期的长期租金”剔除出短期债务，同时将“其他非流动负债”中“一年后到期的应付融资租赁款”以及资产支持证券调至长期债务；将 2018 年“其他流动负债”中超短融资券调至短期债务；
4、2016~2019.Q1 毛利率计算中不含利息支出。

基本观点

2018 年，红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“红星美凯龙”或“公司”）继续保持了领先的行业地位和竞争优势，持续投入“自营+委管”商场建设，经营物业规模及营业收入进一步增长，同时公司保持了很强的盈利能力及经营获现能力。但我们也关注到公司受限资产占比较大、债务增长较快、面临一定的资本支出压力等因素可能对红星美凯龙经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）维持红星美凯龙主体信用等级 AAA，评级展望稳定，维持“红星美凯龙家居集团股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级 AAA。

正面

- 持续领先的行业地位和竞争优势。公司为国内市场地位领先的家居装饰及家具零售企业，在全国建立了很强的品牌知名度，具有突出的竞争优势。截至 2018 年末，公司经营商场零售额在连锁家居装饰及家具零售商场行业的市场占有率由上年的 13.5% 进一步升至 15.2%，持续保持了绝对领先的行业地位。
- 公司经营商场数量及营业收入进一步扩大。截至 2018 年末，公司经营管理“红星美凯龙”家居商场达 308 家，分布于全国 199 座城市，受益于公司商场规模的持续增长和管理水平的提高，公司业务收入稳步增长，2018 年公司实现营业收入 142.40 亿元，同比增长 29.93%。
- 较强的盈利能力及经营获现能力。随着营业收入规模的上升及较为可观初始获利空间的保持，公司经营业务利润表现良好。同时，公司经营活动现金流较为充裕，近年来均呈持续大幅净流入。2018 年，公司实现经营性业务利润 42.71 亿元，经营活动净现金流 58.58 亿元。

分析师

蒋 鹏 tjiang@ccxr.com.cn刘汝健 rjliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 5 月 21 日

关 注

- 资产变现能力。公司资产主要集中于投资性房地产，2018 年末公司投资性房地产年末余额 785.33 亿元，其中用于抵押担保的价值 594.93 亿元，受限资产占比较大，或对资产变现造成一定影响。
- 债务规模增长较快，面临一定的资本支出压力。受回购 H 股股份、自营商场持续投入以及投资业务资金需求增加的影响，公司债务规模明显增长。截至 2018 年末，公司总债务为 367.37 亿元，同比增加 27.23%，未来需关注其自营商场的资本支出需求以及投资业务的资金计划。

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委托方构成委托关系外，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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

红星美凯龙家居集团股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）于 2018 年 11 月 6 日完成发行，发行规模为 30 亿元。本期债券（债券简称“18 红美 01”，债券代码“155001”）实际发行规模为 30 亿元，存续期限 2+1 年，附第 2 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权，到期日为 2021 年 11 月 6 日，发行票面利率 6.30%。本期债券所募资金扣除发行费用后拟用于偿还有息负债以及补充流动资金，截至 2018 年 12 月 31 日，公司募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。截至本报告出具日，本期债券未进入回售期，债券剩余规模为 30 亿元。

重大事项

根据公司董事会提议并由 2016 年第二次临时股东大会批准，并经中国证券监督管理委员会证监许可[2017]2372 号文《关于核准红星美凯龙家居集团股份有限公司首次公开发行股票的批复》许可，红星美凯龙公开发行不超过 31,500 万股人民币普通股（A 股），并在上海证券交易所上市交易。2018 年 1 月 17 日，公司已完成公开发行人民币普通股（A 股）计 31,500 万股，公司发行 A 股股票并上市后，公司注册资本增至 39.39 亿元，红星控股持股比例为 62.97%，公司实际控制人仍系自然人车建兴。

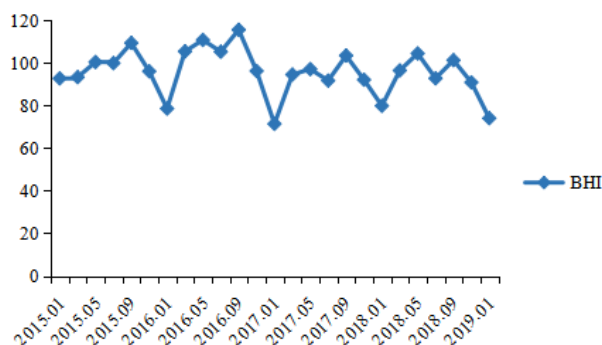
2018 年 4 月 4 日，公司公告称拟对其已发行 H 股以 11.78 港元/股的价格实施回购，拟回购股份不超过 388,917,038 股（不超过公司已发行总股本的 9.87%）。2018 年 6 月 8 日公司召开 2017 年年度股东大会、A 股类别股东会及 H 股类别股东会，审议通过了《关于公司回购 H 股股份并注销及减少公司注册资本的议案》，2018 年 7 月 17 日公司完成 H 股回购并注销相应 H 股股份，实际回购股份合计 3.89 亿股，回购资金总额约 45.81 亿港元，公司本次回购的 H 股股份注销后，公司注册资本为 35.50 亿元。截至 2018 年 12 月 31 日，公司注册资本为 35.50 亿元，红星控股持股比例为 69.87%，自然人车建兴为公司实际控制人。

基本分析

2018 年国内家居建材零售市场的零售销售额继续保持增长态势，但房地产市场调控政策持续的影响，全国建材家居景气指数（BHI）有所波动回落，未来房地产宏观政策对家居建材市场的影响仍值得关注。

受益于国民经济的平稳发展以及消费升级对行业消费的带动作用，家具行业零售额有望维持稳步增长态势，预计到 2021 年零售市场规模将达到 4.4 万亿元；其中，根据商务部数据，全国规模以上建材家居卖场 2018 年全年累计销售额为 9661.6 亿元，同比上涨 5.32%，保持稳步增长态势。此外，从全国建材家居景气指数（BHI）来看，2015~2016 年全国房地产市场在宽松政策环境下快速发展，带动了建材家居市场走暖，BHI 指数也于 2016 年初探底回升，2016 年 9 月指数达到阶段高点，但随着 2016 年 10 月全国重点城市陆续出台限购、限售政策，房地产市场开始进入政策趋紧调控期，景气指数随着宏观政策开始波动回落，2017 年以来调控政策相继落地，我国房地产景气指数有所回升，BHI 指数也呈现上升态势。进入 2018 年以来，各地房地产调控政策依然延续，BHI 指数呈波动趋势，总体景气度水平相较上年保持平稳。

图 1：2015~2019.1 全国建材家居景气指数（BHI）走势



资料来源：中国建筑材料流通协会，中诚信证评整理

从全国房地产市场来看，2016 年 10 月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，2017 年以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落，2018 年以来房地产调控政策继续延续了“房住不炒”的主基调，落实分类调控、因城

施策，整体景气指数进入波动回落态势。2018年，房地产开发企业商品房新开工面积完成209,342万平方米，同比增长17.2%，增速比2017年提高10.2个百分点，在外部融资环境持续收紧的背景下，基于对内部流动性资金的需求，房地产开发企业加快了项目新开工进度。销售方面，2018年全国商品房销售面积和销售额分别为171,654万平方米和149,973亿元，同比分别增长1.3%和12.2%，增速较上年同期分别下降6.4个百分点和1.5个百分点，受2018年房地产调控政策的延续影响，房地产销售增速维持放缓趋势，未来仍需关注房地产宏观政策对家居建材市场的影响。

2018年公司经营商场规模持续扩张，委管商场保持较快的增长速度；同时，公司自营商场的扩张进程亦稳步推进，营业收入规模持续增长，持续保持领先的行业地位。不过，公司自营门店持续扩张仍将使其面临一定资本支出压力。

作为国内家居装饰及家具零售行业市场的领

先家居品牌，2018年公司经营家居商场零售额在连锁家居装饰及家具零售商场行业的市场占有率达到15.2%，较上年进一步提升1.7个百分点，具有绝对的行业领先地位和品牌知名度。公司经营主要以商场租赁及管理收入和委托管理服务收入为主要来源。2018年公司实现营业收入142.40亿元，同比增长29.93%；其中租赁及管理收入71.68亿元，同比增长12.10%，是公司营业收入的主要来源，占当年营业收入比重为50.34%，较上年下降8个百分点；随着公司委管商场规模的加速增长，公司委托经营管理收入较上年增长15.10%至41.77亿元，占当年营业收入比重为29.33%，较上年下降3.78个百分点。毛利率方面，随着委管商场数量的拓展，委管业务毛利率逐年下降，2018年委管业务毛利率由上年的63.90%降至60.36%，受此影响，公司综合毛利率较上年下降4.94个百分点至66.20%。另2019年1~3月公司实现营业收入35.35亿元，同比增长22.37%，毛利率为70.94%，同比小幅提升0.50个百分点。

表1：2016~2018年公司营业收入结构与毛利率情况

单位：亿元、%

业务	2016			2017			2018		
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
租赁及管理收入	59.75	63.33	77.15	63.94	58.35	77.16	71.68	50.34	77.58
委托经营管理收入*	27.82	29.48	66.45	36.29	33.11	63.90	41.77	29.33	60.36
商品销售及家装收入	2.08	2.20	35.32	2.94	2.68	31.21	4.66	3.27	33.66
建筑施工及设计*	-	-	-	-	-	-	14.80	10.39	32.75
其他*	4.71	4.99	61.86	6.42	5.86	70.32	9.49	6.67	74.06
合计	94.36	100.00	72.31	109.60	100.00	71.14	142.40	100.00	66.20

*注：1、委托管理模式收入主要来源于项目前期冠名咨询委托管理服务收入、项目年度冠名咨询委托管理服务收入和工程项目商业管理咨询费收入；

2、建筑施工及设计业务主要系承接商场建筑安装以及装饰施工等，2016~2017年建造施工及设计业务规模较小，收入计入其他业务；2018年该业务因增长迅速而单独列示，本报告不对2016~2017年数据追溯调整；

3、其他业务包括联合营销业务、战略咨询服务、物流业务以及互联网线上平台业务等。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

近年来公司家居建材商场持续保持较快增长速度，截至2018年末，公司在国内29个省、直辖市、自治区的199个城市经营管理的自营及委托管理家居商场增加52家至308家，经营面积合计达到1,893.93万平方米，经营商场数量及面积分别同比增长20.31%和25.11%，管理物业规模进一步扩大。此外，公司以特许经营方式授权开业22家特许经营

家居建材项目¹，共包括359家家居建材店/产业街²，经营规模进一步扩充，品牌影响力进一步扩大。

¹ 特许经营家居建材项目指公司以特许经营方式开业经营的家居建材店、家居建材产业街。对于该类特许经营家居建材店/产业街，公司不参与项目开业后的日常经营管理。

² 家居建材店/产业街指公司在综合考虑经营物业物理形态、经营商品品类等情况下，从便于经营管理角度出发，将拥有独立场馆标识的家居建材店及街区称作家居建材店/产业街。

2019年第一季度，公司净增自营商场1家，净增委托管理商场2家，经营管理商场数量共计311家，合计经营面积增至1,900.67万平方米。

表 2：2016~2019.Q1 公司家居建材商场情况明细

单位：家、万平方米

项目	2016		2017		2018		2019.Q1	
	数量	营业面积	数量	营业面积	数量	营业面积	数量	营业面积
自营： 自有*	48	399.00	51	453.76	57	560.81	57	563.08
租赁	18	109.33	20	116.83	23	131.09	24	134.51
委托 管理 商场	134	760.91	185	943.18	228	1,202.03	230	1,203.08
合计	200	1,269.24	256	1,513.77	308	1,893.93	311	1,900.67

*注：自营商场数量中均包含公司 4 家合营联营门店。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

自营商场经营方面，2018年公司新增数量9家，其中，新开设自营商场6家，另有3家由委管转为自营。截至2018年末，公司自营商场共有80家，经营面积合计691.90万平方米，经营面积同比增长21.26%；平均出租率为96.23%，较上年略有下降。区域布局方面，公司坚持自营商场集中于一二线城市，尤其是直辖市核心区域的战略性布局政策。截至2018年末，公司在北京、上海、天津和重庆四个直辖市经营的自营商场共有19家，较上年增加1家，经营面积由上年末的158.33万平方米增长至181.12万平方米，期末商场数量及面积占比分别达23.75%和26.18%，具有一定的区域布局优势。此外，截至2018年末，公司筹备中的自营商场合计30家，为未来自营商场的持续开业奠定了良好基础。

公司自营商场按持有状态可分为自有商场（含合营联营门店）和租赁商场两种模式。截至2018年末，公司自有店数量及面积由2017年的51家合计453.76万平方米增至2018年末的57家合计560.81万平方米；2018年公司新开设3家自有门店，分别位于重庆、四川成都和青海西宁；1家委管转为自有，位于浙江宁波；2家租赁转为自有，分别位于重庆和上海。公司自有店主要集中于长三角、华北、西南和东北等地。截至2018年末，公司租赁店数量为23家，较上年增加3家，经营面积为131.09万平方米，较上年增长12.21%；2018年公司新开设租赁门店2家，分别系南昌红谷滩和威海经区；3家由委管转

为租赁，分别系衡阳雁峰、包头高新和宁波瀛洲。公司租赁店主要集中于长三角、华北、华中、西部等地。另2019年1~3月，公司有1家商场由委管转为自营，截至2019年3月末，公司自营商场数量81家，合计经营面积达到697.59万平方米。此外，截至2019年3月末，公司筹备中的自营商场合计33家（其中自有商场23家、租赁商场10家），计划建筑面积约418万平方米。

委托管理商场经营方面，公司推行“轻资产”发展模式，持续加大对委托管理商场的投入，公司委托管理商场数量及规模迅速扩张，截至2018年末，公司经营委管商场数量及经营面积分别为228家和1,202.03万平方米，分别同比增长23.24%和27.45%，平均出租率为95.00%，较上年有所下降。从区域分布情况来看，截至2018年末，公司经营的228家委管商场中有122家分布在华东（包括苏州、南京、杭州、宁波、绍兴、无锡、合肥、青岛、烟台等城市，不含上海）、华北（包括石家庄、保定、秦皇岛、廊坊等城市，不含北京、天津），数量占总委管商场数量的比例达到53.51%，上述委管商场的经营面积由上年末的582.05万平方米增至695.57万平方米，占比总经营面积的57.87%；同时，2018年以来公司委管商场业务亦重视西南（包括成都、贵阳、德阳、绵阳等城市）及华南地区（包括广东深圳、广东阳春等城市）布局，公司委管商场分布区域进一步扩大，在三、四线城市区域布局中具有一定优势。此外，截至2018年末，公司筹备中的委管商场中，共有361个签约项目已取得土地使用权证/已获得地块，未来储备项目充足。随着委托管理商场规模的持续扩张，2018年公司委管业务取得营业收入41.77亿元，同比增长15.10%，但是占营业收入比重较上年同期下降3.78个百分点；同时，委管业务毛利率亦逐年下降，2018年委管业务毛利率由上年的63.90%降至60.36%。另2019年1~3月，公司新开业委管商场6家，分别位于安徽阜阳、浙江乐清、江苏南通、河南许昌和安徽六安，合计经营面积25.49万平方米，截至2019年3月末，公司委管商场数量达到230家，合计经营面积达到1,203.08万平方米；此外，同期末公司筹备中的委管商场中，共有357

个签约项目已取得土地使用权证/已获得地块。

关闭门店方面，2018年公司关闭商场4家，均为委托管理商场。关闭委托管理商场包括桐乡世纪店、湖州吴兴店、襄阳卧龙店和沧州运河店，总经营面积合计21.23万平方米，其中，桐乡世纪店和湖州吴兴店系委管合同到期后不再续约，襄阳卧龙店因合作方转让物业关闭，沧州运河店闭店系合作方

单方面违约所致。另2019年1~3月，公司关闭委管商场3家，关闭商场为无锡五洲店、贵阳南明店和山东招远店，合计经营面积26.51万平方米，关闭原因主要系委管合同到期、迁址经营和合作方经营业态调整。总体来看，2018年以来公司关闭商场规模较小且全部为委管商场，整体运营门店经营稳定、良好，运营能力较强。

表 3：2018 年及 2019 年 1~3 月公司经营商场闭店情况

单位：平方米

商场简称	开业时间	关闭时间	经营面积	商场类型	闭店原因
浙江桐乡世纪	2008.09	2018.03	36,748	委管	委管合同到期
浙江湖州吴兴	2011.11	2018.09	64,055	委管	委管合同到期
湖北襄阳卧龙	2014.12	2018.09	53,184	委管	合作方转让物业
河北沧州运河	2012.11	2018.11	55,767	委管	合作方单方面违约
无锡五洲	2009.05	2019.03	76,621	委管	委管合同到期
贵阳南明	2009.05	2019.03	148,265	委管	市政建设需求，迁址经营
山东招远	2017.12	2019.03	40,245	委管	合作方经营业态调整
合计	-	-	474,885	-	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在建拟建项目方面，截至2018年末，公司在建家居商场项目4个，均已取得四证，物流项目1个，合计计划总投资32.95亿元，已投资24.59亿元，尚需投资8.36亿元；拟建项目合计6个，计划总投资75.53亿元，已投资17.13亿元，尚需投资58.40亿元，其中，5个为拟建家居商场项目，1个为拟建物流项目。截至2018年末，公司在建拟建项目尚需投资金额合计66.76亿元，未来或面临一定的资本支出压力。

表 4：截至 2018 年末公司在建拟建项目明细

单位：万平方米、亿元

在建项目	地区	拟建面积	计划总投资	2018 年末已投资	尚需投资
乌鲁木齐红星	新疆	18.79	9.68	9.56	0.12
昆明盘龙	云南	16.60	9.60	5.34	4.26
成都天府大道	四川	14.41	6.78	4.11	2.67
长沙金霞	湖南	11.60	6.00	4.79	1.21
天津红星电商物流交易结算中心一期	天津	4.84	0.89	0.79	0.10
小计	-	66.24	32.95	24.59	8.36
拟建项目	地区	拟建面积	计划总投资	2018 年末已投资	尚需投资
昆山凯德	江苏	4.88	3.00	2.08	0.92
南昌朝阳新城	江西	19.59	10.00	3.27	6.73
新郑华商汇	河南	107.00	41.00	5.24	35.76
南宁定秋路	广西	10.00	9.40	1.43	7.97
赣州南康	江西	15.70	7.38	1.09	6.29
重庆红星美凯龙智慧物流城	重庆	14.50	4.75	4.02	0.73
小计	-	171.67	75.53	17.13	58.40
合计	-	237.91	108.48	41.72	66.76

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务分析

下列财务分析基于公司提供的经德勤会计师

事务所（特殊普通合伙）审计的并出具标准无保留意见的 2016~2017 年度审计报告、经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计的并出具标准无保留意见的 2018 年度审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表。

资本结构

公司经营商场规模持续保持扩张，带动公司整体资产和负债规模不断增长。截至 2018 年末，公司资产总额为 1,108.61 亿元，同比增长 14.27%；同期，公司负债总额为 655.65 亿元，同比增长 23.51%。自有资本实力方面，2018 年公司所有者权益同比增长 3.10% 达到 452.96 亿元，受公司 H 股回购部分注销影响，资本实力增长有限。财务杠杆水平方面，2018 年末公司资产负债率和总资本化率分别为 59.14% 和 44.78%，分别较上年末增加 4.43 个百分点和 5.12 个百分点。整体来看，受公司业务规模扩大带动负债规模增长，同时自有实力增长幅度较小影响，公司杠杆水平较上年明显增长，但仍维持在合理水平。另截至 2019 年 3 月末，公司总资产进一步增至 1,151.62 亿元，得益于公司较好的盈利能力，未分配利润保持增长，带动公司所有者权益（含少数股东权益）升至 466.96 亿元，公司资产负债率为 59.45%。

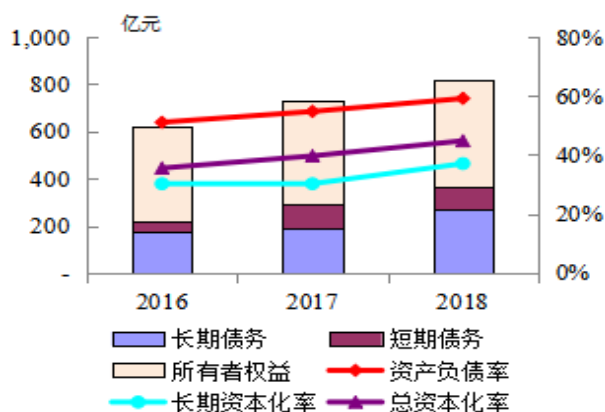
资产构成方面，公司资产主要由非流动资产构成，2018 年末非流动资产为 951.42 亿元，同比增长 15.40%，占年末总资产比重为 85.82%。公司非流动资产主要由投资性房地产构成，2018 年末公司投资性房地产余额 785.33 亿元，同比增长 10.87%；其中，用于抵押担保的价值 594.93 亿元，受限部分占比达到 75.76%；同期末，公司其他非流动资产 61.83 亿元，同比增长 56.10%，主要系预付工程款和土地整理相关受益权增加所致；其他权益工具投资 33.03 亿元，主要系根据 2018 年新金融工具准则将分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的非交易性权益工具投资于此科目列报，期末其他权益工具投资主要由公司家居产业链股权投资构成，其中前五大投资对象分别系欧派家居集团股份有限公司、成都新潮传媒集团有限公司、奥普家居股份有限公司、宁波梅山保税港区奇君股权投资

合伙企业（有限合伙）和麒盛科技股份有限公司，其他权益工具投资期末余额分别为 13.85 亿元、2.65 亿元、2.59 亿元、2.06 亿元和 1.38 亿元，上述投资对象期末余额合计占比为 68.21%；期末长期股权投资为 30.26 亿元，同比增长 87.51%，主要系公司增加对合联营企业投资所致，其中前五大被投资单位分别系成都东泰商城有限公司、海尔消费金融有限公司、神玉岛文化旅游控股股份有限公司、广东三维家信息科技有限公司和 SUNSEAPARKING INC，期末余额分别为 8.98 亿元、3.08 亿元、1.94 亿元、1.66 亿元和 1.46 亿元，上述被投资单位长期股权投资期末余额合计占比为 56.59%。流动资产方面，公司的流动资产占比较小，2018 年末流动资产为 157.19 亿元，同比增长 7.90%。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款、应收账款和其他流动资产构成，2018 年末公司货币资金为 85.28 亿元，同比减少 19.75%，主要由于 2017 年融资活动现金流入较多，2018 年现金流入较稳定所致；其中，货币资金受限部分 6.35 亿元；同期末，公司其他应收款³为 19.36 亿元，较上年末小幅增长 11.62%；公司应收账款 16.88 亿元，较上年末增长 44.58%，主要系新开业委管商场数量增多以及采用新收入准则核算原因所致；公司其他流动资产为 16.38 亿元，较上年末大幅增长 210.46%，主要系公司新增融资租赁业务和保理业务所致，其中应收保理款和应收融资租赁款分别为 5.23 亿元和 3.21 亿元，合计占公司其他流动资产比重为 51.51%。2018 年公司对外股权投资、合联营企业投资以及新增的融资租赁及保理等投资业务增长较快，未来需关注其资本支出需求以及投资业务的资金计划。

另截至 2019 年 3 月末，公司非流动资产和流动资产分别为 1,007.74 亿元和 143.88 亿元，其中，投资性房地产余额 798.77 亿元，其他权益工具投资 42.48 亿元，长期股权投资 31.05 亿元；同期末，公司货币资金余额为 74.42 亿元，其他应收款 17.74 亿元，应收账款 17.29 亿元，其他流动资产 14.19 亿元。

³ 为保持数据可比性，其他应收款均不包含应收利息及应收股利。

图 2：2016~2018 年公司资本结构分析

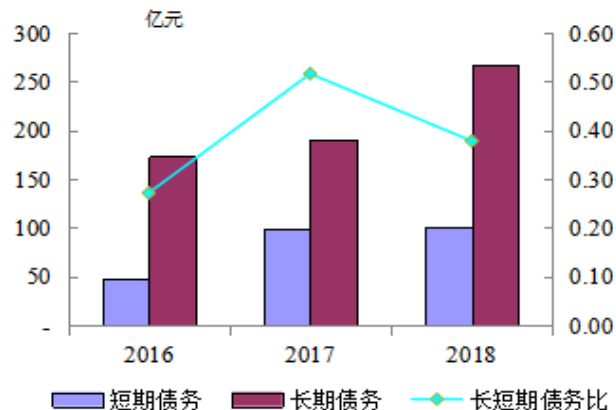


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

负债构成方面，公司负债主要由其他应付款、递延所得税负债和有息债务构成。具体来看，2018 年末，公司其他应付款⁴为 84.80 亿元，同比增长 15.56%，主要系公司代收商户货款、经营商场商户质量保证金及押金和合作方往来款项增加所致；同期末，递延所得税负债为 110.09 亿元，同比增长 13.32%，主要系公司投资性房地产公允价值的持续上升所致。另截至 2019 年 3 月末，公司负债总额 684.66 亿元，其中，其他应付款和递延所得税负债分别为 86.58 亿元和 113.25 亿元，较上年末均有小幅上升。

债务规模方面，随着公司业务规模扩大及对外投资的增加，对外融资需求不断增长，有息债务规模亦有明显增长，2018 年末公司总债务规模为 367.37 亿元，同比增长 27.23%。债务期限结构方面，2018 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.38 倍，较 2017 年末降低 0.14 倍，主要系 2018 年末一年内到期的长期借款、应付债券和资产支持证券增长，短期债务余额有所减少所致。整体来看，公司债务以长期债务为主，债务期限结构有所优化。

图 3：2016~2018 年公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

所有者权益构成方面，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积及留存收益构成，其中，受 2018 年公司 H 股回购注销影响，公司实收资本及资本公积较上年末有所减少，2018 年末，公司实收资本为 35.50 亿元，同比减少 2.04%；资本公积 44.90 亿元，同比减少 16.26%。同期末，公司未分配利润为 306.29 亿元，同比增长 8.40%；盈余公积为 18.17 亿元，同比增长 11.94%，得益于较好的盈利能力，2018 年公司留存收益保持增长态势，但是受回购股份注销影响，公司自有资本增长幅度较小。另截至 2019 年 3 月末，受益于未分配利润的增长，公司所有者权益小幅增至 466.96 亿元。

总体来看，随着业务规模持续扩大，公司资产规模及资本实力进一步上升，同时，债务规模亦增长较快，但短期债务有所下降，债务期限结构有所优化。

资产质量

公司资产主要集中于投资性房地产，截至 2018 年末，公司投资性房地产 785.33 亿元，占资产总额的比重为 70.84%。公司投资性房地产主要为公司自持物业经营的自营商场，公司自营商场项目均集中于一、二线城市，包括北京、上海、天津及重庆的核心区域，自持物业布局较好。截至 2018 年末，公司自持物业经营自营商场（不含合营联营门店）合计 53 家，出租率维持在 96%以上，运营情况相对稳定；此外，公司的投资性房地产采用公允价值计量，2018 年，公司投资性房地产公允价值变动收益为 18.20 亿元，同比小幅下降 8.82%。

此外，截至 2018 年末，公司受限资产规模为

⁴ 为保持数据可比性，其他应付款均不包含应付利息及应付股利。

615.13 亿元，同比增长 13.31%，占资产总额的比重为 55.49%，其中，用于借款抵押等受到限制的投资性房地产价值为 594.93 亿元，受限资产规模比重较大，或对资产变现能力产生一定影响。

整体来看，公司资产主要系分布于一二线城市核心区域的优质自持物业经营商场，运营相对成熟；但同时，公司受限资产主要集中于投资性房地产，受限规模占比较大，其资产变现能力或受到一定影响。

盈利能力

2018 年，公司家居商场经营规模持续扩大，收入规模上升明显，2018 年公司实现营业收入 142.40 亿元，同比增长 29.93%。毛利率方面，2018 年公司业务综合毛利率为 66.20%，较 2017 年下降 4.94 个百分点，主要系受公司委管商场开业数量增加，一定程度对毛利率造成稀释影响。另 2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 35.35 亿元，同比增长 22.37%；营业毛利率 70.94%，较上年同期提高 0.50 个百分点。整体来看，公司毛利率仍处于较高水平。

期间费用方面，受公司经营管理规模扩大和融资规模增加的影响，2018 年公司期间费用上涨较快，由 2017 年的 40.07 亿元增至 47.68 亿元，同比增长 18.97%，同期，占营业收入比重为 33.48%，较上年下降 3.09 个百分点，受益于营业收入规模的增长，公司期间费用占比有所下降，整体期间费用控制能力尚可。另 2019 年 1~3 月，公司期间费用合计 11.95 亿元，三费收入占比为 33.81%。

表 5：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元、%				
费用	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	12.06	15.14	17.00	3.73
管理费用*	9.35	13.62	15.34	3.70
财务费用	8.78	11.32	15.33	4.53
三费合计	30.18	40.07	47.68	11.95
营业总收入	94.36	109.60	142.40	35.35
三费收入占比	31.99	36.57	33.48	33.81

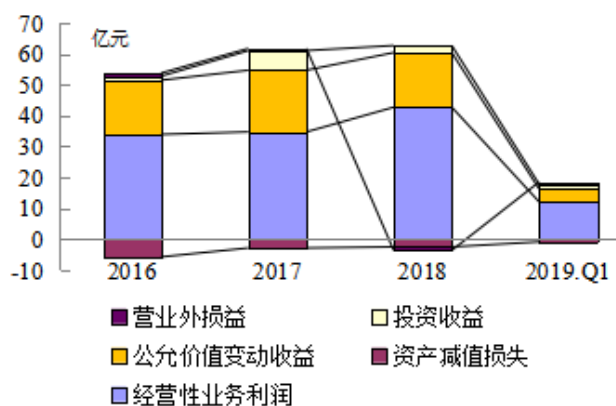
*注：管理费用包含研发费用

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润方面，2018 年公司利润总额为 60.19 亿元，

同比小幅增长 0.56%，其中经营性业务利润⁵42.71 亿元，同比上升 23.03%，占利润总额比例为 70.96%，占比有所上升。2018 年公司公允价值变动收益为 17.67 亿元，主要系以公允价值计量的投资性房地产增值所致；投资收益为 2.30 亿元，同比大幅减少 63.77%，主要系公司 2018 年未发生处置子公司⁶取得投资收益所致。公允价值变动损益和投资收益合计占利润总额比例为 33.17%，占比较上年有所下降，但公允价值变动收益和投资收益的可持续性仍值得关注。同期，公司信用减值损失⁷2.47 亿元。综上，公司 2018 年取得净利润为 47.05 亿元，同比增长 9.99%，所有者权益收益率为 10.39%，较上年提高 0.65 个百分点，公司整体盈利能力较强。另 2019 年 1~3 月，公司实现利润总额 17.80 亿元，其中经营性业务利润为 12.12 亿元，同期，实现净利润 13.93 亿元。

图 4：2016~2019.Q1 公司利润总额构成分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年公司营业收入保持增长，毛利率维持在较好水平，公司盈利能力较强。但公司利润总额中公允价值变动收益及投资收益占比仍较高，非经常性损益的持续性值得关注。

⁵ 经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用。

⁶ 2017 年度公司处置对子公司投资产生的投资收益 4.95 亿元。

⁷ 系公司根据 2018 年新金融工具准则，对分类为以摊余成本计量的金融工具、分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融工具、租赁应收款、合同资产、应收账款以及贷款承诺和财务担保合同以预期信用损失模型为基础代替原先的已发生信用损失模型确认损失准备。因此将就满足上述条件的资产确认的损失准备列示在“信用减值损失”科目。

偿债能力

随着公司业务规模的扩大，对外融资需求不断增加，有息债务规模增长较快，截至 2018 年末，367.37 亿元，较上年末增长 27.23%，其中，短期债务 100.77 亿元，长期债务 266.60 亿元；债务期限结构方面，2018 年末公司短期债务余额同比小幅上升 2.51%，2018 年公司长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年的 0.52 倍降至 0.38 倍，债务期限结构有所优化。

从主要偿债能力指标来看，2018 年公司 EBITDA 为 78.73 亿元，同比上升 6.65%，公司获现能力很强；受债务规模持续上升影响，公司总债务/EBITDA 指标由 2017 年的 3.91 倍上升至 4.67 倍。同期，公司 EBTIDA 利息倍数为 4.20 倍，公司经营所得对债务本息覆盖能力很强。

现金流方面，受购买商品接受劳务支付的现金和支付的各项税费增长影响，2018 年公司经营活动净现金流同比小幅下降 10.13%至 58.58 亿元，整体来看，经营性现金回笼能力仍较强；2018 年公司投资活动活动净现金流-109.94 亿元，净流出规模进一步扩大，其中，支付其他与投资活动有关的现金 47.82 亿元，同比大幅增长 133.04%，主要系投资家居商场项目相关的资金往来款以及保理及融资租赁业务发放项目相关的委托贷款增加所致。同期，经营活动净现金流/总债务为 0.16 倍，经营活动净现金流利息保障系数为 3.13 倍，均较上年有所降低。整体来看，公司经营性现金流表现良好，对债务利息能够形成较好覆盖。

表 6：2016~2018 年公司偿债能力分析

指标	2016	2017	2018
短期债务（亿元）	46.90	98.30	90.77
总债务（亿元）	219.91	288.74	367.37
EBITDA（亿元）	58.89	73.82	78.73
资产负债率（%）	51.04	54.72	59.14
总资本化率（%）	35.52	39.66	44.78
经营净现金流/总债务（X）	0.18	0.23	0.16
经营净现金流/利息支出（X）	3.29	4.41	3.13
总债务/EBITDA（X）	3.73	3.91	4.67
EBITDA 利息倍数（X）	4.87	4.98	4.20

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资

产总额为 615.13 亿元，主要系借款抵/质押、工程保证金、存款准备金以及法院冻结等的货币资金合计 6.35 亿元和用于借款抵押等的投资性房地产 594.93 亿元，年末公司受限资产占总资产比重为 55.49%，受限资产占比较大。

财务弹性方面，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2018 年末，公司获得银行授信总额合计 316.29 亿元，未使用的授信额度为 55.54 亿元，加之作为 A+H 股上市公司，股权融资渠道顺畅，公司备用流动性较好。

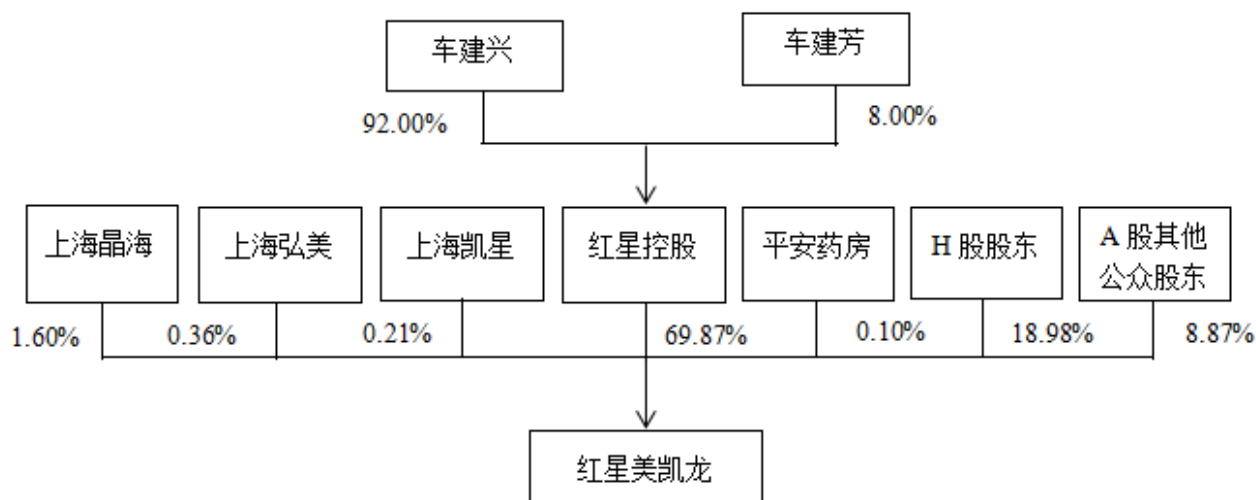
或有负债方面，截至 2018 年末，公司为关联方海尔消费金融有限公司提供对外担保已经履行完毕，对外担保余额为 0 亿元。

总的来看，公司作为国内连锁家居装饰及家具商场行业最大的家居建材商场经营企业，近年来凭借显著的品牌优势，经营状态持续向好，商场规模及收入规模均有明显提升。2018 年来随着业务规模和对外投资的不断扩大，公司资产规模有明显上升，同时，公司盈利能力及获现能力很强，对债务本息的偿还提供了很强的保障；但是，公司债务增长较快，受回购股份注销影响，自有资本增长有限，财务杠杆比率有所上升。

结 论

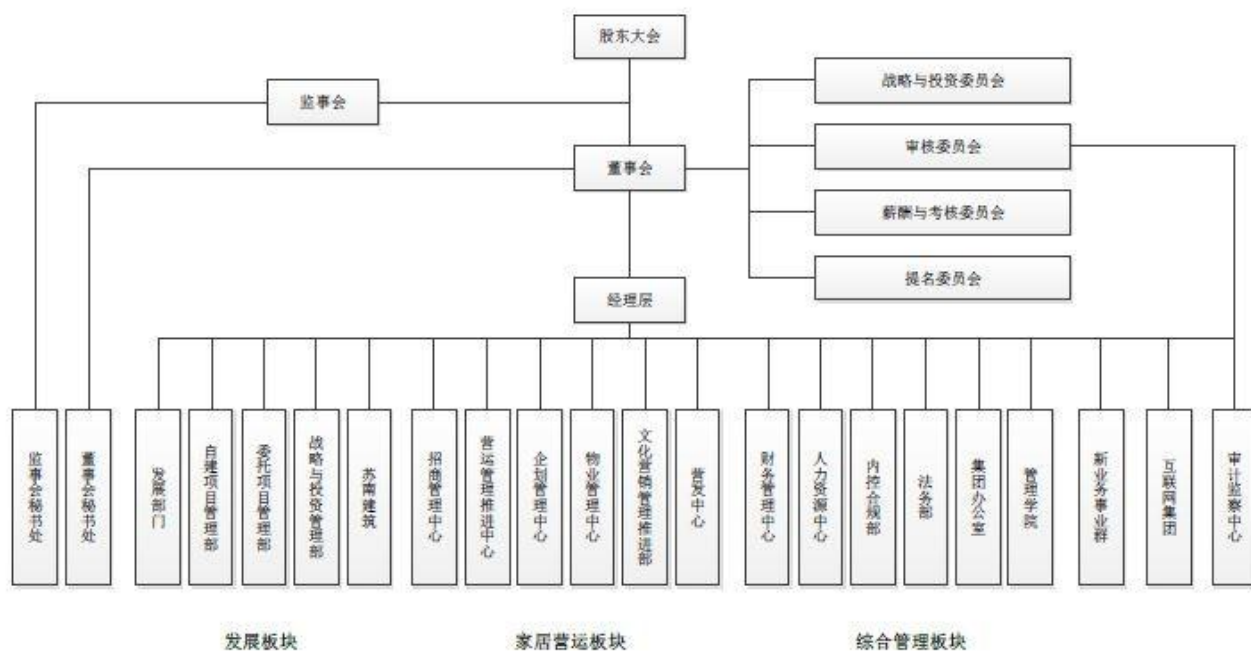
综上，中诚信证评维持红星美凯龙家居集团股份有限公司主体信用级别为**AAA**，评级展望为稳定；维持“红星美凯龙家居集团股份有限公司2018 年公开发行公司债券（第一期）”信用级别为**AAA**。

附一：红星美凯龙家居集团股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：红星美凯龙家居集团股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：红星美凯龙家居集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	613,786.51	1,062,691.78	852,760.80	744,247.59
应收账款净额	79,981.00	116,743.00	168,791.86	172,940.81
存货净额	4,542.33	12,029.14	25,135.25	27,861.28
长期投资	155,704.78	467,626.94	632,884.96	735,312.33
固定资产合计	6,715,563.81	7,105,596.27	7,881,028.46	8,016,985.12
总资产	8,153,540.41	9,701,462.41	11,086,071.78	11,516,217.95
短期债务	469,004.13	983,008.55	1,007,713.64	-
长期债务	1,730,133.07	1,904,375.85	2,665,960.57	-
总债务（短期债务+长期债务）	2,199,137.20	2,887,384.39	3,673,674.21	-
所有者权益（含少数股东权益）	3,992,077.31	4,393,197.34	4,529,582.57	4,669,572.99
营业总收入	943,608.18	1,095,951.27	1,423,979.25	353,496.72
三费前利润	640,939.17	747,898.96	903,872.27	240,676.08
投资收益	13,089.65	63,389.71	22,967.29	15,465.80
净利润	367,344.18	427,801.38	470,544.73	139,322.27
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	588,926.50	738,174.03	787,270.16	-
经营活动产生现金净流量	398,392.88	652,846.89	585,793.07	11,647.70
投资活动产生现金净流量	-490,872.51	-602,122.42	-1,099,444.03	-103,832.83
筹资活动产生现金净流量	126,875.67	387,363.74	247,529.79	15,139.21
现金及现金等价物净增加额	34,396.03	437,686.90	-265,480.65	-77,028.00
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	72.31	71.14	66.20	70.94
所有者权收益率（%）	9.20	9.74	10.39	11.93
EBITDA/营业总收入（%）	62.41	67.35	55.29	-
速动比率（X）	0.65	0.64	0.61	0.59
经营活动净现金/总债务（X）	0.18	0.23	0.16	-
经营活动净现金/短期债务（X）	0.85	0.66	0.58	-
经营活动净现金/利息支出（X）	3.29	4.41	3.13	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.87	4.98	4.20	-
总债务/EBITDA（X）	3.73	3.91	4.67	-
资产负债率（%）	51.04	54.72	59.14	59.45
总资本化比率（%）	35.52	39.66	44.78	-
长期资本化比率（%）	30.24	30.24	37.05	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2016年数据系采用2017年年初追溯调整数；

3、2016~2018 年总债务计算中已将“一年内到期的非流动负债”中“一年到期的长期租金”剔除出短期债务，同时将“其他非流动负债”中“一年后到期的应付融资租赁款”和资产支持证券调至长期债务；将 2018 年“其他流动负债”中超短融资券调至短期债务；

4、2018年及2019.Q1长期投资中包含其他权益工具投资；

5、三费前利润及营业毛利率计算中不含利息支出。

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=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+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））/营业总收入

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）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附五：信用等级的符号及定义

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。