

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

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100057】

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
本次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2019 年 5 月 13 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 5 月 13 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 5 月 13 日
前次跟踪:	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
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	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位:人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	15.05	19.70	16.44
刚性债务	134.50	111.42	161.45
所有者权益	128.75	153.23	151.86
经营性现金净流入量	0.21	6.20	4.66
合并口径数据及指标:			
总资产	815.35	970.15	1108.61
总负债	416.15	530.83	655.65
刚性债务	221.12	290.53	369.52
所有者权益	399.21	439.32	452.96
营业收入	94.36	109.60	142.40
净利润	36.73	42.78	47.05
经营性现金净流入量	39.84	65.28	58.58
EBITDA	58.89	73.82	78.73
资产负债率[%]	51.04	54.72	59.14
权益资本与刚性债务比率[%]	180.54	151.22	122.58
流动比率[%]	64.95	64.13	62.09
现金比率[%]	45.33	46.79	34.62
利息保障倍数[倍]	4.76	4.89	4.10
净资产收益率[%]	9.40	10.20	10.55
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	32.98	36.01	24.39
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.39	1.07	-8.66
EBITDA/利息支出[倍]	4.87	4.98	4.20
EBITDA/刚性债务[倍]	0.30	0.29	0.24

注:根据红美家居经审计的 2016-2018 年财务数据整理、计算,其中 2016 年数据采用 2017 年期初(上年)数。

分析师

周文哲 zwz@shxsj.com
 杨亿 yangyi@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(合并简称上述债券)的跟踪评级反映了 2018 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、资产流动性等方面所继续面临的压力与风险。

主要优势:

- **行业龙头地位持续。**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。
- **融资渠道较通畅。**2018 年红美家居 A 股成功 IPO;公司与多家银行合作,尚有一定可使用授信额度。

主要风险:

- **收入依赖单一业务,面临行业波动风险。**红美家居业务主要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存在资金缺口,2018 年公司通过融资活动弥补部分资金,公司刚性债务规模持续增长,已达较高水平。未来仍有一定资本性支出计划,债务规模或进一步上升。
- **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。**由于合同约定收款时点、收入确认期间和资金回笼不一致，红美家居委管业务产生较大规模的应收款，面临一定账款回收风险。公司存在一定规模往来借款，关注回收情况。

➤ 未来展望

通过对红美家居及其发行的上述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，评级展望维持稳定，认为上述债券还本付息安全性很高，并维持上述债券 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）（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，本评级机构根据红星美凯龙家居提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据，对红星美凯龙的财务状况、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。

2018 年 9 月 12 日，该公司收到中国银行间市场交易商协会《接收注册通知书》（中市注协[2018]MTN506 号），公司中期票据注册金额为 50 亿元，自通知书之日起两年内有效。2019 年 4 月 10 日，公司收到中国证监会《关于核准红星美凯龙家居集团股份有限公司向合格投资者公开发行公司债券的批复》（证监许可[2019]628 号），核准发行面值总额不超过 40 亿元，该批复自核准发行之日起 24 个月内有效。

截至 2019 年 3 月末，该公司尚在存续期的债券包括中期票据 18 美凯龙 MTN001 和 19 美凯龙 MTN001；公司债券 15 红美 01、16 红美 01、16 红美 02 及 18 红美 01；以及 2017 年发行的美元债券。除前述债券外，公司还发行了证监会主管 CMBS 美凯龙 1A、美凯龙 1B、18 红美 A1、18 红美 A2 以及 18 红美次。公司存续期内债券发行金额合计 170 亿元人民币及 3 亿美元，债券余额合计 121.40 亿元人民币及 3 亿美元。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”），按半年付息，公司本部为该项债券提供无条件不可撤销担保；信用债发行主体则均为公司本部（不含 CMBS）。

图表 1. 截至 2019 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)	票面利率 (%)	期限 (年)	起息日	债券余额 (亿元)	注册额度/注册时间	本息兑付
15 红美 01	50.00	5.90	3+2	2015-11-10	1.68	100 亿元/2015 年 11 月	付息正常
16 红美 01	15.00	4.30	3+2	2016-07-13	15.00		付息正常
16 红美 02	15.00	5.29	5+2	2016-07-13	15.00		付息正常
美凯龙 2017 年美元债	3.00 亿美金	3.375	5.00	2017-09-21	3.00 亿美金	--	付息正常
PR 龙 1A（美凯龙 1A）	13.50	5.00	18	2017-09-22	13.31	--	付息正常
美凯龙 1B	10.50	6.20	18	2017-09-22	10.50	--	付息正常
18 红星家居 MTN001	5.00	6.18	3	2018-10-24	5.00	50 亿元/2018 年 9 月	--
18 红美 01	30.00	6.30	2+1	2018-11-06	30.00	30 亿元/2018 年 10 月	--

债项名称	发行金额 (亿元)	票面利率 (%)	期限 (年)	起息日	债券余额 (亿元)	注册额度/注册时间	本息兑付
PR 红美 A1 (18 红美 A1)	22.89	5.80	18	2018-12-17	22.80		付息正常
18 红美 A2	2.11	6.30	18	2018-12-17	2.11	--	付息正常
18 红美次	1.00	--	18	2018-12-17	1.00	--	--
19 美凯龙 MTN001	5.00	5.75	3	2019-01-25	5.00	50 亿元/2018 年 9 月	--

资料来源：红美家居

注：15 红美 01 初始票面利率为 4.50%，2018 年 10 月调整为 5.90%；16 红美 01 初始票面利率为 3.50%，2018 年 7 月调整为 4.30%；16 红美 02 初始票面利率为 4.29%，于 2018 年 7 月调整为 5.29%。

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，均已使用，其中 41 亿元用于归还银行贷款、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，已全部用于偿还公司及下属子公司借款。

由于该公司于 2018 年 7 月回购 H 股股份并注销及减少注册资本，公司对 15 红美 01、16 红美 01 和 16 红美 02 实施利息补偿，补偿利率为 0.60%/年、0.80%/年和 1.00%/年。调整后仍采取单利按年计息，不计复利。2018 年 11 月，公司上调 15 红美 01 票面利率至 5.90%（包含补偿利率 0.60%/年）。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩

表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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冲击因素的风险。

（2）行业因素

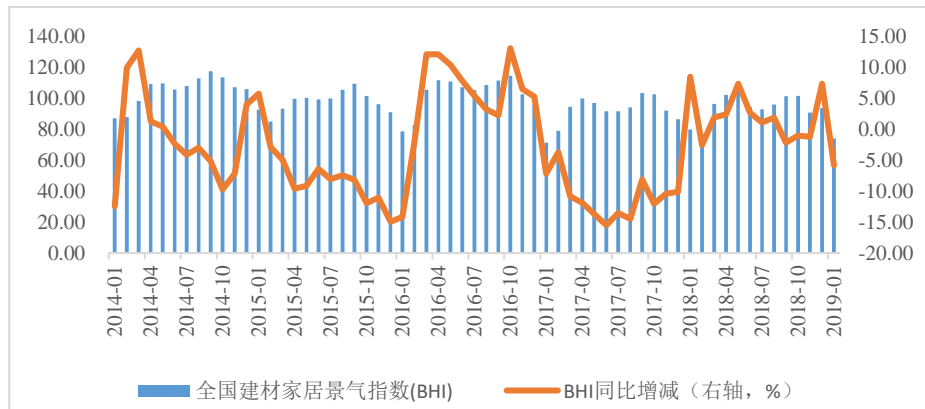
家具建材流通环节处于家居装饰及家具行业中游，占据重要地位。目前流通行业分散度较高，该公司为国内经营面积最大、商场数量最多且覆盖地域最广的连锁家具商场运营商，具有规模优势。鉴于家居行业属于地产后周期行业，房地产销售及政策调控对行业内企业经营及业绩影响较大。

A. 行业概况

家居装饰及家具行业产业链可分为四个部分：上游原材料供货商、中游制造商、下游分销商及最终消费者。其中，上游木材、塑料及金属等原材料已商品化，可广泛获取。中游制造商众多，通常规模不大，目前国内已有14,000多家，竞争激烈。部分制造商会销售自有品牌产品，由于自身可提供的产品种类及品牌数量有限，以及营销和展出条件的限制，除少数龙头外，自销效果不甚理想。而分销商能够综合多个品牌和种类的产品，并提供多项销售服务，可满足消费者需求，其在产业链中占据重要地位。目前行业内分销渠道主要包括连锁家具商场（占比23%）、非连锁家具商场（占比37.39%）、线上零售（占比7.21%）及其他分销渠道（占比32.4%）。

近年来我国家居零售市场发展快速。2012-2017年，我国家居零售市场的零售额从16,458亿元增至28,090亿元，2018年预计突破30,000亿元，复合年均增长率达10.9%。2016-2018年，我国规模以上家居建材卖场销售额分别为11,852.80亿元、9,173.70亿元和9,661.60亿元，增速分别为9.25%、-22.60%和5.32%。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；2018年恢复增长主要系卖场销售、服务模式及体验模式升级吸引人气回流所致，当年我国规模以上建材家居卖场销售额近万亿。鉴于家居建材流通行业与房地产市场高度相关，当前全国楼市仍坚持“房住不炒”的定位，短期内家居建材市场整体上仍面临较大发展压力。

图表 2. 全国建材家居景气指数(BHI)及同比变动



资料来源：中国建筑材料流通协会网站、新世纪评级整理

家居建材流通领域内除连锁家居商场外，还有非连锁家居商场、在线零售等业态。与连锁商场相比，非连锁家居商场通常规模较小，缺乏产品多样性，且集中分布于欠发达地区。随着连锁家居商场的下沉其面临竞争压力加剧。伴随互联网的发展，许多在线 B2C 平台及线下零售商已开始为其家居装饰及家具产品设立专门网站，大型电商平台也布局至家居装饰及家具领域，对传统销售渠道形成挑战。

B. 政策环境

家居装饰及家具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。

2019 年 4 月 8 日，国家发改委发布《2019 年新型城镇化建设重要任务》（发改规划[2019]0617 号文），对在城镇就业的农业转移人口落户、推动 1 亿非本地户籍人口在城市落户、依法合规开展农村各类资产抵押融资等工作提出重点要求。本次明显放松了各级别城镇落户限制，使得目前各大城市户籍人口占常住人口比例均有较大提升空间。对大型城市有利于释放常住人口刚需红利，对中小型城市而言，购房需求有望释放农业人口转移红利。政策利好地产产业链，尤其是家居板块。

C. 竞争格局/态势

连锁家具商场提供一站式购物服务及全面的产品组合，拥有较高的品牌声誉和经营管理能力，主要优势包括：品牌多样化、售后服务较完善、品牌声誉度高、消费者信任程度高。我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、月星集团和欧业达集团等。公司是行业内市场占有率最高的企业，就零售额而言，2018 年公司占我国连锁家居装饰及

¹ BHI 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

家具商场行业的市场份额为 15.2%，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 6.0%，市场份额位列首位。

目前，我国家居建材流通行业竞争以规模竞争为主，各家企业均通过委管方式扩大业务规模。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能力和将成为行业未来竞争的重点。

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或将受到挑战；（3）家居行业属于地产后周期行业，大约会滞后地产销售 8-10 个月。短期内，家居建材产品的销售面临来自房地产政策调控所带来的需求下降压力。如果地产景气程度低于预期，会影响家居企业的客流量、接单情况等，从而影响行业整体景气程度。

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，旗下商场均有较稳定的客流量，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/规模/管理等

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	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
营业收入及占比（亿元，%）						
租赁及管理（自营商场）	59.75	63.33	63.94	58.35	71.68	50.34
委营商场相关	27.82	29.48	36.29	33.11	41.77	29.33
其中：项目前期冠名咨询委托管理服务	13.56	14.37	15.87	14.48	15.64	10.98
项目年度冠名咨询委托管理服务	13.69	14.51	15.39	14.04	19.20	13.48
商业咨询费及招商佣金	0.45	0.48	3.62	3.30	4.78	3.36
工程项目商业管理咨询	0.11	0.12	1.40	1.28	2.15	1.51
建造施工及设计	--	--	--	--	14.80	10.39
商品销售及家装	2.08	2.20	2.94	2.68	4.66	3.27
其他业务	4.71	4.99	6.42	5.86	9.49	6.67
营业收入	94.36	100.00	109.60	100.00	142.40	100.00
毛利率（%）	2016 年		2017 年		2018 年	
租赁及管理（自营商场）	77.15		77.16		77.58	
委营商场相关	66.45		63.90		60.36	
其中：项目前期冠名咨询委托管理服务	88.66		88.25		77.99	
项目年度冠名咨询委托管理服务	45.91		30.39		34.94	
商业咨询费及招商佣金	50.31		88.53		90.14	
工程项目商业管理咨询	-45.90		92.55		92.80	
建造施工及设计	--		--		32.75	
商品销售及家装	35.32		31.21		33.66	
其他业务	61.86		70.32		74.06	
综合毛利率	72.31		71.14		66.20	

资料来源：红美家居

注 1：2016-2017 年建造施工及设计业务规模较小，计入其他业务；2018 年该业务因增长迅速而单独列示，本评级报告不对早期数据追溯调整。

注 2：由于业务性质原因，工程项目商业管理咨询业务收入不确定性较大，导致 2016 年毛利率为负；2018 年项目前期冠名咨询委托管理服务毛利率下降主要系执行新会计准则所致。

2016-2018 年，该公司营业收入分别为 94.36 亿元、109.60 亿元和 142.40 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 59.75 亿元、63.94 亿元和 71.68 亿元。2018 年，自有物业和租赁物业平均实际单位经营收入²分别为 111.94 元/月/平方米和 76.55 元/月/平方米，分别同比减少 0.59 元/月/平方米和 8.62 元/月/平方米，下降主要系受新开门店优惠及部分成熟商场调整公摊系数，以及 2017 年下半年通过资产证券化出售位于天津两家成熟商场所致。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

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

为 77.15%、77.16%和 77.58%。

2016-2018 年，该公司委营商场相关收入分别为 27.82 亿元、36.29 亿元和 41.77 亿元；同期，受开业商场数量增加影响，委管业务毛利率分别为 66.45%、63.90%和 60.36%，逐年下降。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收入（简称前期冠名咨询收入）、项目年度冠名咨询委托管理服务收入（简称年度冠名咨询收入）等。其中，前期冠名咨询收入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”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，2016-2018 年收入分别为 13.56 亿元、15.87 亿元和 15.64 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 13.69 亿元、15.39 亿元和 19.20 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，该公司建造施工及设计服务业务实现收入 14.80 亿元，同比增加 14.23 亿元。大幅增长主要系公司于 2018 年开始延伸产业链，积极承接部分委管商场业主或外部商业物业业主的商场建筑施工业务所致。

综上，跟踪期内该公司收入增长的主要动因为规模扩张以及建造施工业务的拓展。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。目前公司业务来源仍相对单一，易受家居建材零售行业波动影响。

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 2018 年末，公司旗下自营及委管商场总数合计 308 个，较上年末净增加 52 个；商场总经营面积为 1,893.93 万平方米。

具体来看，截至 2018 年末，该公司自营商场（包括自有、联合合营、租赁三类）80 家，较上年末新增 9 家，其中：6 家为新开设、3 家由委管商场转为自营⁴；公司运营委管商场 228 家，较上年末净增加 43 家，其中：新开设 50 家，因合同到期、合作方转让物业或合作方单方面违约而关闭 4 家，3 家转为自营。此外，同期末公司以特许经营方式授权开业特许经营家居建材项目 22 个，包括 359 家家居建材店/产业街。

图表 5. 公司商场经营数据情况（单位：个、万平方米、%、元/平方米/月）

项目		2016 年末	2017 年末	2018 年末
合计	商场数量	200	256	308
	经营面积	1,269.24	1,513.77	1,893.93
其中：自营商场	商场数量	66	71	80

³ 委管商场的管理人员均为红美家居的员工

⁴ 其中 1 家为以收购形式自持，2 家为租赁方式自营。

项目		2016 年末	2017 年末	2018 年末	
	经营面积	508.33	570.60	691.90	
	平均出租率	96.70	97.55	96.23	
	平均实际单位 面积经营收入	自有物业	121.67	112.53	111.94
		租赁物业	90.26	85.17	76.55
委管商场	商场数量	134	185	228	
	经营面积	760.91	943.18	1,202.03	
	平均出租率	96.24	97.63	95.00	

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，2018 年末筹备中的自营商场有 30 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 361 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，前期冠名咨询也有继续确认收入的空间。对于特许经营家居建材项目，公司主要通过提供咨询服务及授权使用副品牌获取收入。

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。但存在合同约定收款时点、收入确认期间与现金回笼不同步，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 2018 年末前期冠名相关的应收账款金额为 16.92 亿元，且已累计计提坏账准备 7.23 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。但委管商场面临合同约定收款时点、收入确认期间及资金回笼不同步的问题，面临一定账款回收风险。

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 2018 年末，公司自持物业经营面积合计 691.90 万平方米，其中一线城市面积占比 17.10%，二线城市⁵占比 67.32%，三线城市⁶面积占比 15.58%。截至 2018 年末公司在建及拟建的商场 9 家，计划投资规模合计 102.84 亿元，尚需投资规模 65.93 亿元，面临较大的资金需求。

⁵ 分别分布于天津、重庆、昆明、成都、济南、沈阳、大连、长春、哈尔滨、烟台、潍坊、合肥、南京、苏州、常州、无锡、杭州、宁波、南昌、郑州、兰州、长沙、武汉、东莞、中山、厦门。

⁶ 分别分布于廊坊、大庆、盘锦、呼和浩特、西宁、扬州、大同、宜昌、乌海、十堰、曲靖、赤峰、阳泉、包头、威海、衡阳、芜湖。

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，2017-2018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分别为13.5%和15.2%，占家居装饰及家具商场行业（包括连锁及非连锁）的市场份额分别为5.3%和6.0%，在我国稳健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

2016-2018年，该公司营业毛利分别为68.23亿元、77.96亿元和94.26亿元，逐年递增。公司期间费用对毛利形成较大影响，同期分别为30.18亿元、40.07亿元和47.68亿元；期间费用率分别为31.99%、36.57%和33.48%，先升后降。2018年，公司期间费用中销售费用同比增长12.32%至17.00亿元，管理费用（含研发费用⁷）同比增长12.66%至15.34亿元，财务费用同比增长35.46%至15.33亿元。随着商场规模扩大及人工成本上升，管理及销售费用呈增长态势；主要因刚性债务规模上升同时人民币贬值造成汇兑损失，当年财务费用上升。

图表 6. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计（亿元）	94.36	109.60	142.40
营业毛利（亿元）	68.23	77.96	94.26
期间费用率（%）	31.99	36.57	33.48
其中：财务费用率（%）	9.30	10.33	10.77
全年利息支出总额（亿元）	12.09	14.82	18.74
其中：资本化利息数额（亿元）	2.49	2.20	2.03

资料来源：根据红美家居所提供数据整理

2016-2018年，该公司资产减值损失（信用减值损失）分别为5.73亿元、2.83亿元和2.47亿元，逐年递减，主要系计提包括应收票据、应收账款、其他应收款、长期应收款等应收款项的坏账准备（近三年分别为3.50亿元、2.59亿元和2.49亿元），可供出售金融资产减值损失（2016-2017年分别为1.22亿元和0.25亿元）、其他流动资产减值损失等。公司可供出售金融资产主要为持有的欧派家居集团股份有限公司（简称“欧派家居”）股票，公司于2013年通过增资入股方式持股4.99%。欧派家居于2017年3月于上交所上市，上市前公司以成本计量，上市后改为以公允价值计量（2017年公允价值增加20.43亿元）。按照新会计准则，2018年起公司将其重分类至其他权益工具投资，当年无计提可供出售金融资产减值损失。

⁷ 该公司的研发项目主要系为打造线上线下一体化家居平台以及工程设计类智能软件而开发的平台及应用软件。公司家装、数据平台研发项目已完工验收达到预定可使用状态，则研发支出资本化余额全数转入无形资产。

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	2016 年度	2017 年度	2018 年度
投资收益（亿元）	1.31	6.34	2.30
其中：合营企业及参股公司（亿元）	1.36	1.29	1.83
处置子公司及联营公司投资（亿元）	0.0002	4.95	--
资产处置收益（亿元）	-0.05	0.36	-0.007
营业外净收入及其他收益（亿元）	1.03	1.32	-0.003
公允价值变动损益（亿元）	17.54	19.96	17.67
其中：投资性房地产（亿元）	17.54	19.96	18.20

资料来源：根据红星美凯龙所提供数据整理

公允价值变动损益为该公司盈利的重要补充，2016-2018 年分别为 17.54 亿元、19.96 亿元和 17.67 亿元。2018 年之前均为以公允价值计量的投资性房地产增值所致，2018 年除投资性房地产外，还受交易性金融资产公允价值变动影响。近三年，公司投资收益分别为 1.31 亿元、6.34 亿元和 2.30 亿元，主要系合营及参股公司的利润分成。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⁸，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。2018 年，公司资产处置收益和营业外净收入（含其他收益）金额较小。总体上，公司盈利主要依赖于主业毛利，公允价值变动损益为其重要补充但不具备现金流入能力。

（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。截至 2018 年末，公司在筹备中的自营商场合计 30 家，已有 5 家取得四证。除自营物业外，公司还有在建的物流城项目。同期末，公司主要在建及拟建项目计划总投资 108.48 亿元，累计已投资 41.72 亿元。鉴于公司尚有较多其他筹备自营商场，公司未来面临持续的资本性支出压力。

图表 8. 截至 2018 年末公司主要投资及计划

项目名称	规证情况	开工时间	建设面积（万㎡）	计划总投资（亿元）	累计已投资（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	9.68	9.56	0.12
昆明盘龙店	四证已取得	2017 年	16.60	9.60	5.34	4.26
成都天府大道店	四证已取得	2017 年	14.41	6.78	4.11	2.67
长沙金霞	四证已取得	2017 年	11.60	6.00	4.79	1.21
天津红星电商物流交易结算中心一期	四证已取得	2018 年	4.84	0.89	0.79	0.10
小计			66.24	32.95	24.59	8.36
拟建项目						
昆山凯德	--	--	4.88	3.00	2.08	0.92
南昌朝阳新城	--	--	19.59	10.00	3.27	6.73
新郑华商汇	--	--	107	41.00	5.24	35.76

⁸ 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。

项目名称	规证情况	开工时间	建设面积 (万㎡)	计划总投资 (亿元)	累计已投资 (亿元)	尚需投资 (亿元)
南宁定秋路	--	--	10	9.40	1.43	7.97
赣州南康	--	--	15.7	7.38	1.09	6.29
重庆红星美凯龙智慧物流城	三证已取得	2018年	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：根据红美家居所提供数据整理

管理

跟踪期内，该公司完成 A 股上市并回购注销部分 H 股股票，控股股东仍为红星控股，实控人仍为车建兴。控股股东将公司部分股票用于质押，关注股票质押风险。

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 年公司公开发行 A 股股票，并对 H 股进行回购，截至当年末，红美控股持有公司股权比例为 69.87%，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。

截至 2019 年 5 月 6 日，红星控股共持有该公司股份 248,031.58 万股，均为有限售条件流通股，占总股本 69.87%。其中用于质押股份 84,472.81 万股，占所持公司股份的 34.06%，占公司总股本 23.80%。

根据该公司提供的本部 2019 年 2 月 19 日《企业信用报告》，跟踪期内公司无信贷违约记录。根据公开渠道查询，跟踪期内公司无重大工商、质量、安全、诉讼事件不良行为记录。

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

德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016-2017 年财务报表进行了审计，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 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。公司执行财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》及其后颁布及修订的相关准则规定。

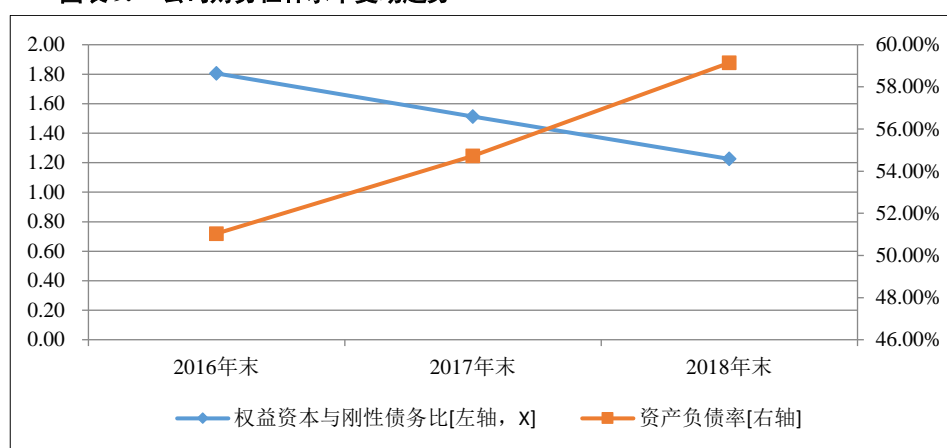
2018年，该公司通过收购或受让方式新增子公司6家，新设子公司44家，注销子公司1家，截至当年末合并范围子公司共计235家。公司子公司数量较多，且合并范围变动频繁。

为保持数据可比性，本评级报告中的其他应付款不包含应付利息及应付股利，其他应收款不包含应收利息和应收股利，研发费用计入管理费用。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 9. 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

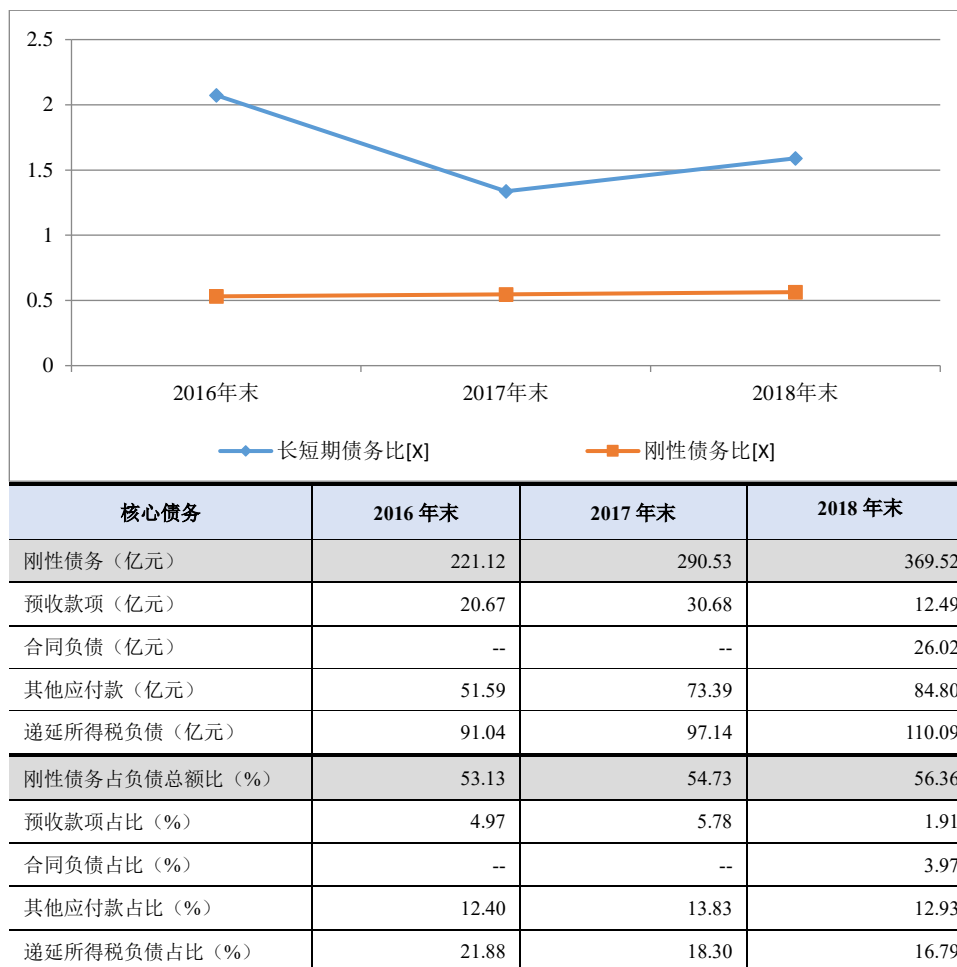
该公司于2018年1月在上交所首次公开发行A股股票3.15亿股，发行后总股本为39.39亿股，其中A股股本28.76亿股、H股股本10.63亿股。同年7月，公司回购注销H股股份3.89亿股，注销后公司股本为35.50亿元，其中A股股本28.76亿股、H股股本6.74亿股。主要受上述事项影响，2018年末公司资本公积较年初减少16.26%至44.90亿元。此外，受参股上市公司股价波动影响，当年末公司其他综合收益下降21.45%至12.28亿元。但得益于持续盈利，公司未分配利润逐年递增，2018年净资产较年初小幅升至452.96亿元。2016-2018年末，公司权益资本与刚性债务比分别为1.81、1.51和1.23，逐年递减。虽然刚性债务逐年递增，但由于公司持续盈利及以公允价值计量部分权益投资工具，公司资本实力较强。

2016-2018年末，该公司资产负债率分别为51.04%、54.72%和59.14%。随着对外融资量扩大以及业务拓展带来的预收款项增长，公司负债总额相应增长，财务杠杆呈逐年递增。

从在建、拟建项目规模来看，该公司中短期内仍将保持较大的资本支出规模，债务规模或将继续增长，公司财务杠杆不排除继续上升的可能。

(2) 债务结构

图表 10. 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

2016-2018 年末，该公司长短期债务比分别为 2.07、1.34 和 1.59，先降后升。近年来公司债务期限以长期为主。

该公司刚性债务占负债总额逾 50%。除刚性债务外，公司债务主要由预收款项、合同负债、其他应付款及递延所得税负债构成。2018 年，公司根据新收入准则要求，将原计入预收款项科目的对应已收或应收客户对价而应向客户转让商品的义务的期末余额，根据其流动性分别于合同负债、其他非流动负债科目列报。当年末公司合同负债为 26.02 亿元，计入其他非流动负债科目的项目前期品牌咨询委托管理费为 13.95 亿元，加上当年预收租金 12.49 亿元，公司后续收入确认有一定增长空间。同期末，公司其他应付款为 84.80 亿元，主要来自商户（代收货款、保证金及押金、租赁定金等）、工程商（应付建筑商款），另有一定规模往来款（14.38 亿元）、股权转让款（5.13 亿元）。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。

整体看，除刚性债务外，该公司其他核心债务大多与主业经营有一定相关性，但对公司总体债务规模影响有限，公司债务扩张主要来自于刚性债务的扩

张。

(3) 刚性债务

图表 11. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末
短期刚性债务合计	48.10	100.09	102.92
其中：短期借款	5.00	3.00	51.49
应付利息	1.20	1.79	2.15
短期融资券	--	--	10.00
其他短期刚性债务	41.90	95.30	39.29
中长期刚性债务合计	173.01	190.44	266.60
其中：长期借款	84.48	113.73	143.06
应付债券	84.34	48.96	71.56
其他中长期刚性债务	4.20	27.75	51.97

资料来源：根据红美家居所提供数据整理

近年来该公司刚性债务规模逐年较快速度递增，2018 年末为 369.52 亿元。公司融资渠道丰富，除银行借款外，还主要通过信用债、资产证券化产品、美元债等手段进行融资。截至 2018 年末，公司银行借款 218.11 亿元，占刚性债务的比重为 59.02%；银行借款以抵质押借款为主，信用及保证借款占比小。公司以投资性房地产作为抵押资产，以商场在贷款期内全部营业收入及少量货币资金作为质押物。2018 年末用于抵押的投资性房地产为 594.93 亿元，占剔除未办妥产权证的投资性房地产账面金额⁹的 85.92%。

图表 12. 截至 2018 年末公司银行借款性质分布（单位：亿元、%）

项目	短期借款	1 年内到期长期借款	长期借款	合计	占比
信用	7.00	0.64	0.25	7.89	3.62
保证	2.85	--	--	2.85	1.31
质押	9.82	1.37	18.15	29.33	13.45
抵押	31.27	17.60	86.72	135.59	62.17
抵押及质押	--	2.07	28.02	30.09	13.80
抵押及保证	0.55	1.88	9.92	12.35	5.66
合计	51.49	23.56	143.06	218.11	100.00

资料来源：根据红美家居所提供数据整理

截至 2018 年末，该公司存续期内债券包括公司债、中期票据、美元债及超短期融资券，账面金额合计 96.53 亿元。除银行借款及债券发行外，公司还主要通过发行资产证券化产品等方式进行对外融资。根据财务数据测算，近三年公司融资成本分别为 6.09%、5.79%和 5.68%。

整体看，该公司银行借款主要保证方式为抵质押，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，现有物业资产进一步抵押空

⁹ 2018 年末公司未办妥产权的投资性房地产账面金额为 92.94 亿元。

间较为有限。公司积极开拓融资渠道，跟踪期内继续通过新发债券、资产证券化产品等方式获取借款，刚性债务规模不断扩大。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 13. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期（天）	38.92	42.32	50.68
营业收入现金率（%）	99.93	111.18	101.81
业务现金收支净额（亿元）	48.04	66.59	71.82
其他因素现金收支净额（亿元）	-8.20	-1.31	-13.24
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	39.84	65.28	58.58
EBITDA（亿元）	58.89	73.82	78.73
EBITDA/刚性债务（倍）	0.30	0.29	0.24
EBITDA/全部利息支出（倍）	4.87	4.98	4.20

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

2016-2018 年，该公司经营环节产生的现金流量净额分别为 39.84 亿元、65.28 亿元和 58.58 亿元，现金流入主要来自主业运营。由于公司主业不涉及具体产品销售，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合同约定收款时点、收入确认期间同步而形成。2016-2018 年公司营业周期分别为 38.92 天、42.32 天和 50.68 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 48.04 亿元、66.59 亿元和 71.82 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。

2016-2018 年，该公司 EBITDA 分别为 58.89 亿元、73.82 亿元和 78.73 亿元，保持增长趋势。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 主要包括利润总额和利息支出。由于刚性债务规模较大，经营活动现金流及 EBITDA 无法完全覆盖刚性债务，但可以对利息支出形成有效覆盖。

(2) 投资环节

图表 14. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
回收投资与投资支付净流入额	-13.19	5.21	-34.88
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	-32.65	-58.02	-37.42

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-3.25	-7.40	-37.64
投资环节产生的现金流量净额	-49.09	-60.21	-109.94

资料来源：根据红美家居所提供数据整理

2016-2018年，该公司投资环节产生的现金流量净额分别为-49.09亿元、-60.21亿元和-109.94亿元，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，近三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净流出分别为32.65亿元、58.02亿元和37.42亿元。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。

2017年，该公司主要因处置天津红星美凯龙国际家居广场有限公司等多家子公司股权，当年收到处置子公司及其他营业单位的现金净额27.81亿元。2018年，公司主要因收购银泰（永清）新城投资有限公司70%股权及苏州星凯科家居有限公司100%股权等，支付取得子公司及其他营业单位的现金净额19.73亿元。近两年公司回收投资与投资支付净额波动较大。此外，2018年公司新增融资租赁业务，同时向部分合作项目提供委贷，支付项目相关的资金往来款及发放项目相关的委托贷款同比大幅攀升，加速当年投资性现金流出。

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

图表 15. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年
权益类净融资额	-17.78	-15.61	16.96
债务类净融资额	32.77	57.43	51.08
其中：现金利息支出	10.93	11.13	15.85
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-2.29	-3.09	-43.29
筹资环节产生的现金流量净额	12.69	38.74	24.75

资料来源：根据红美家居所提供数据整理

该公司主要通过债务方式融资。2018年因A股IPO，当年权益类融资大幅攀升。同年，公司又因回购部分H股，造成其他因素影响下的筹资性现金大幅净流出。2016-2018年，公司筹资环节产生的现金流量净额分别为12.69亿元、38.74亿元和24.75亿元，虽然持续净流入但2018年融资环节无法弥补非筹资环节资金缺口。

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

4. 资产质量

图表 16. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	87.96	145.67	157.19
	10.79%	15.02%	14.18%
其中：货币资金（亿元）	61.38	106.27	85.28
应收账款（亿元）	8.00	11.67	16.88
其他应收款（亿元）	9.79	17.12	18.39
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	727.39	824.47	951.42
	89.21%	84.98%	85.82%
其中：长期应收款（亿元）	8.28	13.02	17.95
长期股权投资（亿元）	10.13	16.14	30.26
其他权益工具投资（亿元）	--	--	33.03
投资性房地产（亿元）	669.48	708.31	785.33
其他非流动资产（亿元）	19.49	39.61	61.83
期末全部受限资产账面金额（亿元）	476.83	542.88	615.13
受限资产账面余额/总资产（%）	58.48	55.96	55.49

资料来源：根据红美家居所提供数据整理

2016-2018 年末，该公司资产总额分别为 815.35 亿元、970.15 亿元和 1,108.61 亿元，保持增长趋势。公司资产以非流动资产为主，占比在 84%以上。

2018 年末，该公司货币资金为 85.28 亿元，其中因用于借款质押的定期存单、工程保证金、银票保证金、法院冻结、存出投资款、存放于央行的存款准备金而受限制部分为 6.35 亿元；公司应收账款、其他应收款同比有所增长，应收账款中前五大应收对象金额合计 3.57 亿元，占比 12.56%；其他应收款为借款及代垫款、代收代付商家款、定金及保证金、股东补偿款等，前五大应收对象¹⁰金额合计 6.78 亿元，占比 31.92%。此外，2018 年末公司其他流动资产为 16.38 亿元，同比增长 210.46%，主要系公司当年新增保理业务和融资租赁业务，同时委贷规模扩大、应收票据在新金融工具准则下重分类等综合因素所致。

2018 年末，该公司投资性房地产为 785.33 亿元，占总资产比重的 70.84%。同比增长 10.87%，其中外购增加 28.49 亿元、因企业合并增加 30.33 亿元、公允价值评估增值 18.20 亿元。公司投资性房地产以公允价值计量，其中：房屋、建筑物为 718.04 亿元、在建工程为 67.29 亿元。公司将 594.93 亿元投资性房地产用于质押担保获取借款 175.93 亿元。同期末，长期应收款 17.95 亿元，以提供给合作方项目借款为主；长期股权投资 30.26 亿元，系对成都东泰商城有限公司、海尔消费金融有限公司等合营联营企业的投资；其他权益投资 33.03 亿元，其中对欧派家居投资 13.85 亿元；其他非流动资产 61.83 亿元，包括预付工程款 10.54 亿元、土地整理相关收益权 18.36 亿元（2018 年 8 月公司收购

¹⁰ 分别为邯郸市峰峰矿区皇室房地产开发有限公司、车建兴、上海名艺商业企业发展有限公司、成都长城实业集团有限公司、怀化星旗房地产开发建设有限公司。

银泰（永清）新城投资有限公司 70%股权，同时取得一项土地整理收益权）、预付办公楼购置款 20.23 亿元（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，已全额支付购房款，物业尚未完工验收）、预付股权转让款 3.01 亿元、委贷 4.16 亿元等。

该公司资产受限比例较高。2018 年末，受限资产合计 615.13 亿元，占总资产的 55.49%；除投资性房地产及货币资金外，还包括其他权益工具投资 13.85 亿元。公司将持有的欧派家居股票全部用于质押借款。公司可抵押资产受限比例很高，流动性偏弱。

整体看，该公司流动资产以货币资金为主，受限比例较低，能够对公司即期债务偿付形成一定支撑；但公司资产中投资性房地产占比逾 7 成，受限比例很高，总体流动性偏弱。

5. 流动性/短期因素

图表 17. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率 (%)	64.95	64.13	62.09
速动比率 (%)	63.40	62.42	59.84
现金比率 (%)	45.33	46.79	34.62

资料来源：根据红美家居所提供数据整理。

2016-2018 年末，该公司流动比率分别为 64.95%、64.13%和 62.09%；速动比率分别为 63.40%、62.42 和 59.84%。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，前者受限比例高，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，现金类资产对短期债务的覆盖率偏低。

6. 表外事项

截至 2018 年末，该公司无对合并范围外的企业提供担保。

7. 集团本部财务质量

截至 2018 年末，该公司集团本部总资产为 485.03 亿元，负债合计 333.17 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融资职能，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 161.45 亿元，主要为银行借款及信用债券，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、合营联营企业股权和其他应收款为主，流动性偏弱，对债务偿

付的保障性不足。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 2018 年末，公司共获得银行授信额度 316.29 亿元，其中未使用授信额度 55.54 亿元。

图表 18. 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
全部（亿元）	316.29	260.75	未披露
其中：国家政策性金融机构（亿元）	--	--	--
工农中建交五大商业银行（亿元）	179.95	144.33	未披露
其中：大型国有金融机构占比（%）	56.89	55.35	-

资料来源：根据红美家居所提供数据整理（截至 2018 年末）

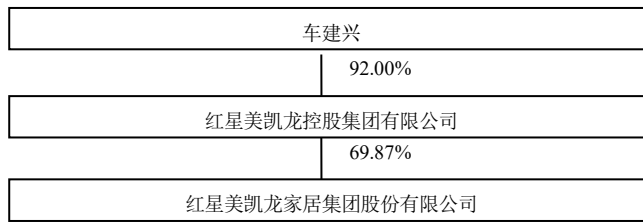
跟踪评级结论

跟踪期内，该公司主业经营持续稳定，维持行业龙头地位，自营商场租金及管理费以及委管服务业务收入稳步增长。基于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：

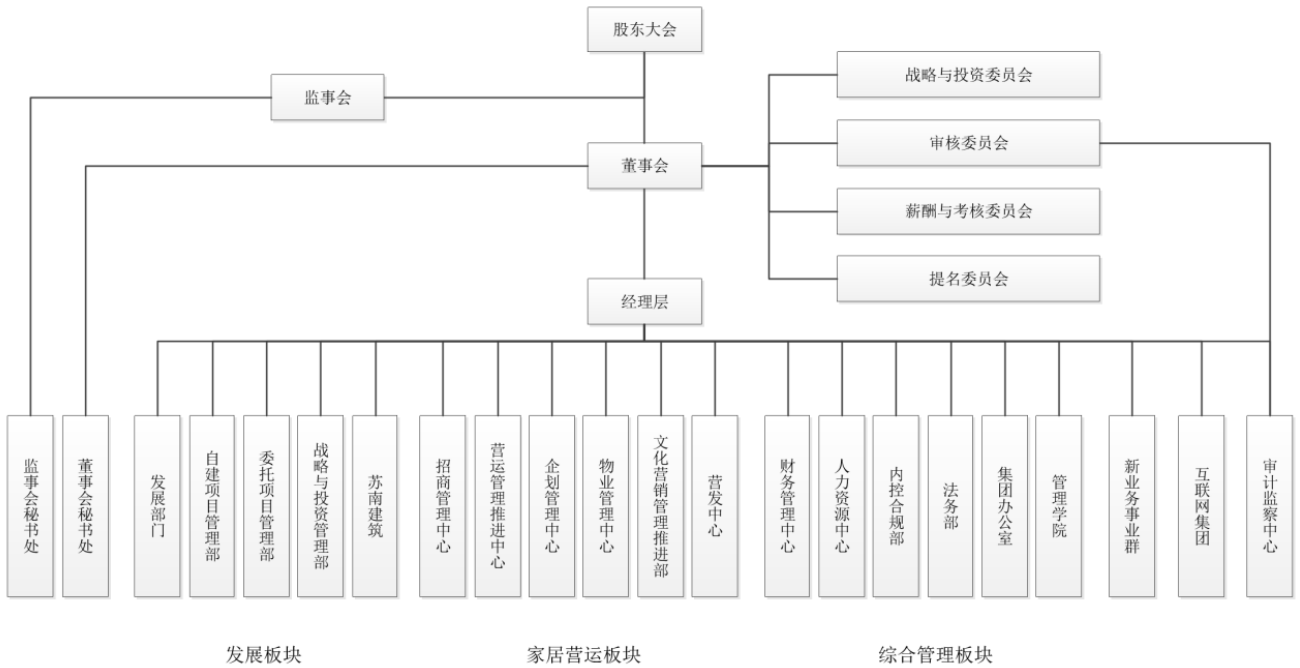
公司与实际控制人关系图



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 年末）

附录三：

2018 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	经营面积	出租率
1	南京名都	2008.12.06	南京市	自有	141,029	100.00%
2	上海真北	2000.10.28	上海市	自有	188,495	98.74%
3	上海汶水	2007.04.26	上海市	自有	133,593	100.00%
4	上海浦东沪南	2010.05.08	上海市	自有	148,220	99.32%
5	上海吴中路	2013.04.29	上海市	自有	46,237	100.00%
6	上海金桥	2013.12.22	上海市	自有	83,839	98.12%
7	上海浦江	2014.09.20	上海市	自有	64,555	100.00%
8	北京西四环	2002.11.30	北京市	自有	57,277	100.00%
9	北京东四环	2006.10.01	北京市	自有	96,199	96.80%
10	北京北四环	2008.09.29	北京市	自有	78,019	100.00%
11	天津河东	2012.02.18	天津市	自有	146,079	87.51%
12	天津东丽	2012.09.30	天津市	自有	124,666	71.21%
13	重庆江北	2006.12.16	重庆市	自有	105,174	100.00%
14	重庆二郎	2014.03.22	重庆市	自有	79,686	94.64%
15	云南昆明	2011.09.30	昆明市	自有	98,665	100.00%
16	成都武侯	2007.06.09	成都市	自有	72,095	89.42%
17	济南天桥	2010.10.01	济南市	自有	128,924	100.00%
18	沈阳铁西	2008.06.27	沈阳市	自有	154,805	99.03%
19	沈阳浑南	2012.05.01	沈阳市	自有	155,470	99.10%
20	辽宁盘锦	2013.10.10	盘锦市	自有	62,552	95.34%
21	大连华南	2013.08.16	大连市	自有	99,675	100.00%
22	沈阳铁西二期	2014.11.22	沈阳市	自有	41,774	100.00%
23	长春远达	2012.05.18	长春市	自有	123,283	95.86%
24	大庆世博	2014.12.28	大庆市	自有	65,904	96.55%
25	烟台二期	2014.04.12	烟台市	自有	97,964	100.00%
26	苏州园区	2013.08.17	苏州市	自有	137,092	100.00%
27	常州飞龙	2001.01.18	常州市	自有	114,003	100.00%
28	常州武进	2010.09.30	常州市	自有	155,532	100.00%
29	郑州商都	2007.10.01	郑州市	自有	160,319	100.00%
30	河北廊坊	2013.08.31	廊坊市	自有	85,018	92.24%
31	无锡锡山	2001.03.18	无锡市	自有	157,400	94.38%
32	长沙岳麓	2015.10.17	长沙市	自有	89,938	92.86%
33	中山港口	2015.10.17	中山市	自有	59,758	96.85%
34	武汉额头湾	2015.10.30	武汉市	自有	156,881	89.71%
35	兰州雁滩	2015.12.26	兰州市	自有	66,269	100.00%
36	无锡滨湖	2015.12.31	无锡市	自有	92,464	100.00%
37	上海金山	2016.05.01	上海市	自有	63,053	95.66%
38	东莞万江	2016.09.29	东莞市	自有	56,508	100.00%
39	武汉汉阳	2016.09.30	武汉市	自有	94,303	100.00%
40	合肥四里河	2016.11.26	合肥市	自有	104,481	100.00%
41	哈西客站	2016.10.01	哈尔滨市	自有	77,725	100.00%
42	呼和浩特玉泉	2016.10.15	呼和浩特市	自有	83,175	100.00%
43	沈阳沈北	2016.10.01	沈阳市	自有	90,923	95.38%
44	天津北辰	2017.05.01	天津市	自有	79,949	86.64%
45	哈尔滨松北	2017.10.28	哈尔滨市	自有	82,691	91.31%

序号	商场简称	开业时间	位置	自有/租赁	经营面积	出租率
46	天津滨海	2017.12.23	天津市	自有	76,545	85.05%
47	苏州木渎	2017.12.30	苏州市	自有	51,092	100.00%
48	南京浦口	2017.12.30	南京市	自有	101,738	100.00%
49	宁波鄞州	2011.04.30	宁波市	自有	102,268	100.00%
50	重庆茶园	2018.05.26	重庆市	自有	62,282	100.00%
51	成都剑南大道	2018.10.01	成都市	自有	92,518	100.00%
52	西宁世博	2018.12.31	西宁市	自有	97,589	100.00%
53	合肥裕溪路	2014.03.15	合肥市	自有	81,420	--
54	扬州润扬建材馆	2006.05.01	扬州市	租赁	63,620	100.00%
55	杭州古墩	2009.05.23	杭州市	租赁	51,854	100.00%
56	北京北五环	2010.10.23	北京市	租赁	93,050	96.88%
57	重庆南坪	2009.11.15	重庆市	租赁	84,320	96.58%
58	沈阳大东	2010.09.30	沈阳市	租赁	82,204	93.38%
59	常州装饰城	1998.10.18	常州市	租赁	47,651	100.00%
60	长沙韶山	2007.10.01	长沙市	租赁	116,060	85.73%
61	大同东信	2015.01.08	大同市	租赁	41,036	83.28%
62	深圳吉龙	2009.09.29	深圳市	租赁	35,901	100.00%
63	宜昌西陵	2011.09.30	宜昌市	租赁	74,989	100.00%
64	乌海狮城	2015.03.20	乌海市	租赁	38,766	90.19%
65	十堰浙江路	2015.08.01	十堰市	租赁	59,437	100.00%
66	云南曲靖	2011.10.01	曲靖市	租赁	35,985	98.33%
67	赤峰商场	2010.08.18	赤峰市	租赁	59,146	100.00%
68	阳泉新区	2014.09.06	阳泉市	租赁	46,775	100.00%
69	南京欧洲城	2017.04.29	南京市	租赁	33,047	97.37%
70	潍坊振华	2017.12.30	潍坊市	租赁	38,080	96.39%
71	潍坊寒亭	2011.06.12	潍坊市	租赁	55,882	100.00%
72	包头高新	2014.01.01	包头市	租赁	58,048	100.00%
73	南昌红谷滩	2018.06.22	南昌市	租赁	54,638	100.00%
74	威海经区	2018.10.01	威海市	租赁	42,885	100.00%
75	衡阳雁峰	2018.12.30	衡阳市	租赁	56,906	51.16%
76	南昌象湖	2017.07.16	南昌市	租赁	40,654	61.69%
77	芜湖明辉	2011.12.31	芜湖市	合作自营	106,015	100.00%
78	成都双楠	2011.09.10	成都市	合作自营	88,909	94.62%
79	深圳香蜜湖	2008.12.27	深圳市	合作自营	94,649	100.00%
80	厦门宝象	2016.12.08	厦门市	合作自营	51,376	90.36%

资料来源：红美家居

注：合肥裕溪路店因商戶品类调整暂停招商，无出租率统计。

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	2018年(末)主要财务数据(亿元、%)						备注
					资产总额	投资性房地产	资产负债率	营业收入	净利润	经营性现金流量净额	
红星美凯龙控股集团 有限公司	红美控股	公司之控股股东	--	集团总部	2,059.10	844.08	71.86	248.18	61.82	61.72	合并口径
红星美凯龙家居集团 股份有限公司	红美家居	本级	--	自营商场经营管 理及委管业务	1,108.61	785.33	59.14	142.40	47.05	58.58	合并口径
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	485.03	--	68.69	19.47	19.38	4.66	母公司口径

注：根据红美家居 2018 年度审计报告附注及公开资料整理。

附录五：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	815.35	970.15	1,108.61
货币资金 [亿元]	61.38	106.27	85.28
刚性债务[亿元]	221.12	290.53	369.52
所有者权益 [亿元]	399.21	439.32	452.96
营业收入[亿元]	94.36	109.60	142.40
净利润 [亿元]	36.73	42.78	47.05
EBITDA[亿元]	58.89	73.82	78.73
经营性现金净流入量[亿元]	39.84	65.18	58.58
投资性现金净流入量[亿元]	-49.09	-60.11	-109.94
资产负债率[%]	51.04	54.72	59.14
权益资本与刚性债务比率[%]	180.54	151.22	122.58
流动比率[%]	64.95	64.13	62.09
现金比率[%]	45.33	46.79	34.62
利息保障倍数[倍]	4.76	4.89	4.10
担保比率[%]	--	0.91	--
营业周期[天]	38.92	42.32	50.68
毛利率[%]	72.31	71.14	66.20
营业利润率[%]	49.79	53.98	43.05
总资产报酬率[%]	7.42	8.12	7.40
净资产收益率[%]	9.40	10.20	10.55
净资产收益率*[%]	9.51	10.59	10.90
营业收入现金率[%]	99.93	111.18	101.81
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	32.98	36.01	24.39
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.39	1.07	-8.66
EBITDA/利息支出[倍]	4.87	4.98	4.20
EBITDA/刚性债务[倍]	0.30	0.29	0.24

注：表中数据依据红美家居经审计的 2016-2018 年度财务数据整理、计算，其中 2016 年数据采用 2017 年年初（上年）数。

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%
速动比率(%)=(期末流动资产-期末存货-期末预付账款-待摊费用)/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 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。

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（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。

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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。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）
- 《房地产开发行业信用评级方法（2015 版）》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。