

# 信用等级公告

联合[2018] 3364 号

联合资信评估有限公司通过对红星美凯龙家居集团股份有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2019 年度第一期中期票据进行综合分析和评估，确定红星美凯龙家居集团股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，红星美凯龙家居集团股份有限公司 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一八年十二月二十六日



# 红星美凯龙家居集团股份有限公司

## 2019 年度第一期中期票据信用评级报告

### 评级结果:

主体长期信用等级: AAA  
本期中期票据信用等级: AAA  
评级展望: 稳定

本期中期票据发行额度: 5 亿元  
本期中期票据期限: 3 年  
偿还方式: 按年付息, 到期一次还本  
发行目的: 偿还公司及控股子公司即将到期的银行借款及补充营运资金  
评级时间: 2018 年 12 月 26 日

### 财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	57.28	61.39	106.30	116.06
资产总额(亿元)	738.10	815.35	970.15	1024.34
所有者权益合计(亿元)	381.96	399.21	439.32	479.63
短期债务(亿元)	27.95	46.77	98.17	100.52
长期债务(亿元)	143.62	168.82	162.69	169.42
全部债务(亿元)	171.57	215.59	260.86	269.94
调整后全部债务(亿元)	175.06	219.78	288.61	297.71
营业收入(亿元)	91.79	94.36	109.60	28.89
利润总额(亿元)	45.65	48.02	59.86	16.41
EBITDA(亿元)	55.64	58.89	73.82	--
经营性净现金流(亿元)	33.88	39.84	65.18	-1.08
营业利润率(%)	69.00	67.92	68.24	67.72
净资产收益率(%)	8.75	9.20	9.74	--
资产负债率(%)	48.25	51.04	54.72	53.18
全部债务资本化比率(%)	31.00	35.07	37.26	36.01
调整后全部债务资本化比率(%)	31.43	35.51	39.65	38.30
流动比率(%)	74.17	64.95	64.13	72.48
经营现金流流动负债比(%)	31.90	29.42	28.69	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	3.15	3.73	3.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.45	4.87	4.98	--

注: 1、2018 年一季度财务数据未经审计; 2、将长期应付款中的融资租赁款及其他非流动负债中的有息部分计入调整后全部债务核算。

### 分析师

李小建 孙鑫 刘艳婷

邮箱: lianhe@lhratings.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  
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

### 评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对红星美凯龙家居集团股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为全国性家居装饰及家居商场运营龙头企业,在经营环境、行业地位、运营经验和品牌知名度等方面具备竞争优势。近年来公司家居商场规模不断扩大,资产和权益规模持续增长,盈利能力不断提升。联合资信同时关注到非经营性损益对公司利润影响较大、资产受限规模大、债务规模不断增长等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来,公司仍将以家居装饰及家居商场运营为主业,随着家居商场的不断增加,公司综合竞争力有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司 EBITDA 和经营活动现金流对本期中期票据的覆盖程度高。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

### 优势

1. 公司家居商场业务处于行业领先地位,运营经验丰富且“红星美凯龙”品牌知名度高,具有较高的市场影响力。
2. 公司家居商场经营店面不断增加,租金较为稳定,且自营商场具备较大的物业资产增值空间。
3. 公司经营活动现金流量稳定增长,且获现能力较强,货币资金充足。
4. 公司经营活动现金流和 EBITDA 规模较大,对本期中期票据覆盖程度高。

## 关注

1. 近年来，公司委管商场规模快速增长，随着委管商场的继续开业和行业竞争的加剧，公司委管业务盈利能力或面临一定压力。
2. 以投资性房地产公允价值增值为主的非经营性损益对利润总额贡献较大；期间费用率增长较快，期间费用对利润侵蚀较大。
3. 近年来，公司债务规模持续增长，将面临一定的偿债压力。
4. 公司所有者权益中未分配利润占比高，投资性房地产受限规模较大，资产流动性弱。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信于该公司构成委托关系外，联合资信，评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 红星美凯龙家居集团股份有限公司 2019 年度第一期中期票据信用评级报告

### 一、主体概况

红星美凯龙家居集团股份有限公司(以下简称“公司”或“美凯龙家居”),系由上海红星美凯龙投资有限公司(2016年12月更名为红星美凯龙控股集团有限公司)和红星家具集团有限公司于2007年6月18日在中国上海市成立的有限责任公司,原注册资本和实收资本为人民币1.20亿元。2007年11月2日,红星家具集团有限公司将其持有的全部90%股权转让给红星美凯龙控股集团有限公司(以下简称“红星控股”),并于2007年11月16日完成了工商变更登记,变更后红星美凯龙控股集团有限公司持有公司100%股权。

2015年5月8日经中国证券监督管理委员会证监许可[2015]822号文《关于核准红星美凯龙家居集团股份有限公司发行境外上市外资股的批复》许可,公司向境外投资者公开发行的不超过1180792000股境外上市外资股(H股),并在香港联合证券交易所主板上市交易,股票代码:1528.HK。本次发行完成后公司实收资本(股本)为人民币36.24亿元,红星控股持股比例变更为68.44%。

2017年12月22日获中国证券监督管理委员会证监许可[2017]2373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批复》许可,公司公开发行不超过315000000股人民币普通股(A股),并在上海证券交易所上市交易,股票代码601828.SH。2018年1月17日,公司完成了公开发行人民币普通股(A股)计315000000股。本次发行完成后公司实收资本(股本)为人民币39.39亿元,红星控股持股比例为62.97%。

截至2018年3月底,公司实收资本39.39亿元,红星控股持股62.97%,为公司控股股东;车建兴持有红星控股92%的股权,为公司实际控制人。

公司主营业务是家居装饰及家具商场的经营、管理和专业咨询服务。

截至2018年3月底,公司共设监事会秘书处、发展部门、自建项目管理部、委托项目管理部和战略与投资管理部等20余个职能部门。

截至2017年底,公司合并资产总额970.15亿元,所有者权益合计439.32亿元(含少数股东权益35.05亿元);2017年公司实现营业收入109.60亿元,利润总额59.86亿元。

截至2018年3月底,公司合并资产总额1024.34亿元,所有者权益合计479.63亿元(其中少数股东权益33.26亿元);2018年1~3月,公司实现营业收入28.89亿元,利润总额16.41亿元。

公司注册地址:上海市浦东新区临御路518号6楼F801室;法定代表人:车建兴。

### 二、本期中期票据概况

公司已于2018年注册中期票据额度50亿元,并于2018年10月发行了“18红星家居MTN001”,额度5亿元,期限3年;本次拟发行2019年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”),拟发行额度为5亿元,期限为3年。本期中期票据按年付息,于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息。本次募集资金将用于偿还公司及控股子公司即将到期的银行借款及补充营运资金。

本期中期票据无担保。

### 三、宏观经济和政策环境

2017年,在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下,中国继续实施积极的财政政策和稳健中

性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对GDP增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018年1~6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.4万亿元和11.2万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字7261.0亿元，较上年同期（9177.4亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018年1~6月，中国GDP同比实际增长6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI温和上涨，PPI和PIRM均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018年1-6月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增

长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1-6月，全国固定资产投资（不含农户）29.7万亿元，同比增长6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018年1-6月，全国社会消费品零售总额18.0万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1-6月，中国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影

响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将进一步放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将进一步放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将进一步小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

#### 四、行业及区域经济环境

公司主营业务收入主要来自家居建材商场运营，属家居建材流通行业，上游产业包括家居及建材产品的生产和销售、下游是终端消费者，家居建材流通行业的整体经营环境和发展趋势直接影响到公司的经营状况，另外房地

产行业的发展对家居及建材的消费具有直接的影响，对公司所处行业影响较大。

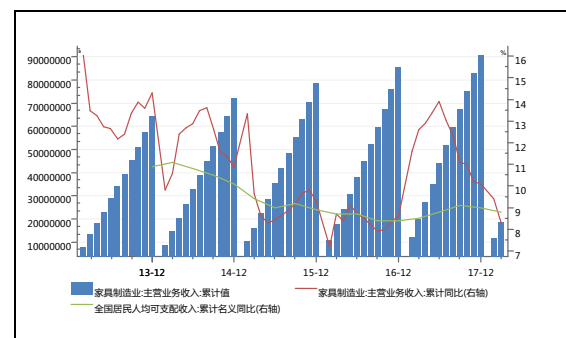
#### 1. 家居行业

##### (1) 家居行业概况

家居行业是与国民经济整体发展周期一致的周期性行业。随着社会发展、经济水平的提升，人民可支配收入的提高，居民消费性支出不断增加，从而促进家具消费的增长。另外，房地产市场也是直接影响家具需求的一个重要因素。20世纪80年代，全球家具产业呈现出从欧美等工业化国家逐渐向亚太发展中国家与地区转移的趋势，凭借劳动力资源、原材料等丰富的生产要素优势，我国现代家具产业快速成长发展起来，迄今已成为全球重要的家具生产、消费及出口大国。

经过三十余年的快速发展，随着消费逐渐升级，人们在家具等耐用品上的支出越来越高，对家具及相关产品的实用性、美观性、功能性需求也越来越多；过去十年的房地产热也催生了对家具消费的巨大需求，家居行业有望继续保持中高速增长。经国家统计局统计，截至2018年10月底，全国有6236家家家具制造企业，2017年行业总收入达9112.60亿元人民币，累计同比增长10.20%；2018年1~10月，行业主营业务收入达5959.00亿元人民币，累计同比增长5.40%，增速放缓。

图1 近年家具制造业收入与居民人均可支配收入情况（单位：万元、%）



资料来源：Wind

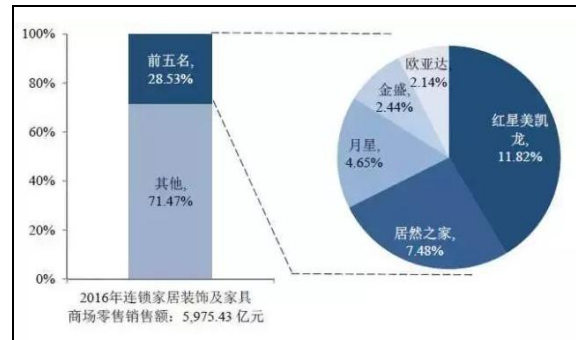
家居行业产业链可分为四个环节，上游原

料（包括木材、板材、皮革、塑料等主要原材料和油漆、染料等辅助原材料的企业）、中游家居建材生产制造、下游家居建材流通和终端消费者。

从中游家具制造角度看，我国家具生产主要分布在全国的五大产区：广东、华东、华北环渤海圈、东北和川陕，区域性明显，五大产区占全国家具生产总量的90%左右。但行业极为分散，行业龙头的市占率不足1%，品牌薄弱，渠道商在整个产业链中处于强势地位。

下游家居建材流通产业以厂家直销、集贸市场、家居建材超市及专业家居建材商场四种销售业态为主。厂家直销模式是指家居建材的生产厂家建立垂直管理的销售体系并对销售终端进行集中统一管理，通过自有的专卖店销售自己生产的商品。采取这种经营模式的公司包括美克美家、金牌橱柜、宜家等；集贸市场模式是指由集贸市场经营方为家居建材商品的生产厂家或其代理商提供摊位用于经营，并为承租方提供简单的物业管理服务，以此获得固定租金收入；家居建材超市是欧美经济发达国家市场中较为成熟的业态形式。该模式由销售企业统一向各生产厂商及代理商采购各类家具建材产品，并出售给终端消费者，通过进销差价及销售返点来获取收益；专业家居建材商场在相关领域内属于相对较为新型的业态模式，即由商场经营者自建或者租赁商场，以家居建材为主营业态，运用购物中心的理念，按百货商场模式整体设计、装修后分租给家居建材商品的生产厂家或其代理商，并为其提供统一营销和统一售后服务及其他的综合管理服务，并通过收取租金及综合服务费用来获取收益，采取这种经营模式的公司包括红星美凯龙、居然之家、欧亚达等家居建材商场经营企业。2016年我国连锁家居装饰及家具商场零售销售额约为5972.93亿元，其中国内前五大连锁家居占连锁家居装饰及家具商场总市场份额的28.51%。

图2 2016年前五大连锁家居商场市场份额



资料来源：联合资信整理

随着行业发展逐渐步入成熟期，品牌家具企业的生产技术更为先进、产品品类更为丰富、渠道建设与管理更为完善，更容易满足消费者对产品的需求，而中小企业将面临淘汰，龙头企业的市占率有望得到提升。

## (2) 行业政策

2013年9月，我国首部《家居行业经营服务规范》正式施行，此规范通过对家居行业的术语和定义、通用要求、家居销售、家居装饰服务等方面内容的规定，对行业内存在的问题进行系统化规范以保护广大消费者的利益，促进行业健康有序发展。

2015年7月1日，由国家质检总局发布的《产品质量国家监督抽查不合格产品生产企业后处理工作规定》（以下简称“《国抽新规》”）正式实施。公告称，产品被检查出不合格后，企业在整改复查合格前将受到禁产禁销的严厉处罚。经再次复查仍不合格的，将可能被吊销相关证照。《国抽新规》有效地规范了家具市场健康，所有的企业都必须更加认真地应对家居行业新规。

2017年2月1日，环保部发布的《环境标志产品技术要求——家具》正式开始执行。环境标志是一种标在产品或包装上的标签，属于“证明性商标”，用来表明该产品的环保属性。今后，木家具、金属家具、塑料家具、软体家具、藤家具、玻璃石材家具和其他家具及配件将拥有一个类似于家电节能标签的环保标志。家具拥有这样的标签，意味着该产品不仅质量



合格，而且在生产、使用过程中符合国家的环保要求。

总的来看，国家政策和相关机构正在不断完善和提高行业规范，对资格认证、环保标准等多个方面做出规定与约束，有利于家居行业的健康发展，也提高了对消费者权益的保护程度。

### (3) 行业关注

由于家居行业科技含量和投资规模的局限性，造成行业门槛比较低，家具生产企业数量众多，大部分仍处于原始积累阶段，而家具的种类和款式专利保护比较难，企业斥巨资开发的新产品很快就会被同行模仿，迅速地行业化、规模化生产，市场同质化严重。

另外，行业进入壁垒相对较弱，市场高度分散，也导致了家居行业仍是以中小企业为主体的行业，激烈竞争导致企业采取价格战，压缩了利润空间。

### (4) 行业发展

根据《中国家具行业“十三五”发展规划》，“十三五”期间我国家具行业确立了保持主营业务收入年均 9%~10% 左右的增长目标。随着市场竞争的加剧，家居行业必将朝专业化、细分化发展，同时随着消费逐步升级，消费者越来越重视品牌的重要性，品牌家具崛起，行业集中度将会逐渐提升。

随着国内居民生活水平和文化水平不断提升，消费者对家居环境的自主设计意识日益增强；同时，随着小户型住宅增多，消费者更青睐能够充分利用空间以节省住房面积的家具，家具产品将走向订制化。

伴随“工业 4.0”概念的兴起，《中国制造 2025》的推出以及移动互联网的迅速发展，家居企业从生产、销售、产品等多个层面推进互联网升级，稳步实施线下与线上融合的 O2O 商业模式，智能化以及与互联网企业的融合将成为家居企业转型的重点。

总体来看，受全球家居产业地区转移影响，我国现代家居产业快速成长发展。目前内

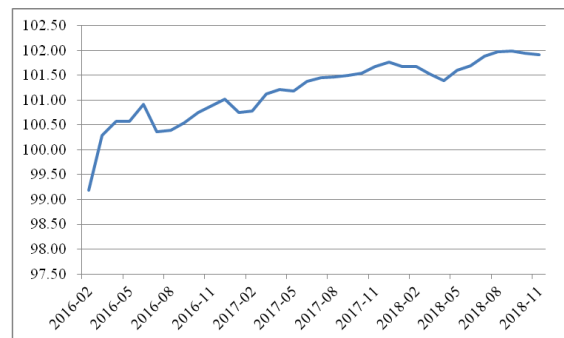
需已成为我国家居行业的发展动力，产品和服务将不断升级，行业集中度也将得到提升。

## 2. 房地产行业

### (1) 房地产开发行业

2016 年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017 年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。进入 2018 年，调控政策更加精细化，“限购、限售”城市继续扩容至部分县级市，行业景气指数进入波动调整阶段，目前仍处于 2016 年以来的高位。

图 3 2016 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

2017 年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资 10.98 万亿元，同比增长 7.00%；其中住宅投资 7.51 万亿元，同比增长 9.40%，增速较上年上升 3.00 个百分点。全国房屋新开工面积 17.87 亿平方米，同比增长 7.00%，其中住宅新开工面积 12.81 亿平方米，同比增长 10.50%。全国房屋施工面积 78.15 亿平方米，同比增长 3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为 53.64 亿平方米，同比增长 2.90%，增

幅较上年上升 1.00 个百分点。2018 年前三季度，中国房地产开发投资完成额 8.87 万亿元，同比增长 9.90%，增速同比提升 1.70 个百分点，其中住宅投资完成额 6.28 万亿元（占比 70.80%），同比增长 14.00%，增速同比提升 3.60 个百分点；办公楼投资完成额 0.44 万亿元（占比 4.96%），同比下降 11.40%，增速同比下滑 16.80 个百分点；商业营业用房投资完成额 1.06 万亿元（占比 11.95%），同比下降 9.10%，增速同比下滑 10.50 个百分点。2018 年前三季度，房屋新开工面积 15.26 亿平方米，同比增长 16.40%，增速同比提升 9.60 个百分点。总体看，2017 年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓，进入 2018 年，新开工增长带动房地产开发投资增速仍维持高位。

房地产销售方面，2017 年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017 年全年商品房销售面积为 16.94 亿平方米，同比增长 7.70%，增速较上年下降 14.80 个百分点；共实现销售额 13.37 万亿元，同比增长 13.70%，增速较上年下降 21.20 个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2017 年百城住宅平均价格累计上涨 7.15%，较 2016 年增速下降 11.57 个百分点，价格增速明显回落。2018 年前三季度，商品房销售面积 11.93 亿平方米，同比增长 2.90%，增速同比下滑 7.40 个百分点，其中住宅销售面积 10.35 亿平方米（占比 86.76%），同比增长 3.30%，增速同比下滑 4.30 个百分点；商品房销售金额为 10.41 万亿元，同比增长 13.30%，增速同比下滑 1.30 个百分点，其中住宅销售金额 8.84 万亿元（占比 84.92%），同比增长 15.60%，增速同比提升 4.20 个百分点。

整体看，2017 年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

## （2）房地产供求与信贷环境

2016 年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国 300 个城市共推出各类用地 10.32 亿平方米，同比下降 9.0%，整体处于较低水平。2016 年全国 300 个城市各类土地成交量同比下滑，共成交 8.59 亿平方米，同比下降 3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金 2.90 万亿元，同比增长 31%。2016 年全国 300 个城市各类用地成交楼面均价为 1904 元/平方米，同比上涨 40%，平均溢价率为 43.13%，较 2015 年提高 26.91 个百分点，热点一二线城市地王频出。2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉动成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017 年，全国 300 个城市共推出各类用地 11.19 亿平方米，同比增长 8%；土地成交量 9.50 亿平方米，同比增长 8%；土地成交出让金 4.06 万亿元，同比增长 38%。2017 年全国 300 个城市各类用地成交楼面均价为 2374 元/平方米，同比增长 26%，增速有所放缓；平均溢价率为 29%，较 2016 年下降 14.13 个百分点。2018 年前三季度房地产开发企业土地购置面积 1.94 亿平方米，同比增长 15.70%，增速同比提升 3.50 个百分点；土地成交价款 1.00 万亿元，同比增长 22.70%，增速同比下滑 23.60 个百分点。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住建部和国土资源部在 2017 年 4 月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排

住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。2018年前三季度，房地产开发到位资金合计121882.17亿元，其中国内贷款18041.19亿元，占比14.80%；利用外资43.49亿元，占比0.36%；其他资金63201.68亿元，占比51.85%；自筹资金40595.81亿元，占比33.31%。

从房地产开发资金增速上看，2017年以来，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资继续收紧。北京“317新政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。同

比增长7.80%，增速同比下滑0.20个百分点。进入2018年，房企资金来源增速有所回升，受房地产信贷政策仍维持收紧的影响，房企资金来源增速仍处2016年以来的低位，资金来源中国内贷款占比继续下降，以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过50%。

### （3）行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格增长、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

### （4）政策环境

2016年9月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过22个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑

制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月，40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比

例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

2018年，房地产行业“四限政策”依旧从紧执行，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继出台限购措施，限售亦扩容至兰州、长春等二三线城市，并下沉至县级城市。2018年3月，李克强总理在十三届全国人大一次会议《政府工作报告》中明确提出要健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法。2018年7月，习近平主席在中央政治局会议上提出“坚持因城施策、促进供求平衡、合理引导预期、整治市场秩序、坚决遏制房价上涨、加快建立促进房地产市场平稳健康发展的长效机制”。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2018年3月底，公司实收资本39.39

亿元，红星控股持股 62.97%，自然人车建兴持有红星控股 92% 的股权，为公司的实际控制人。

## 2. 企业规模

公司是国内领先的家居装饰及家具商场运营商，通过自营和委管两种模式进行家居商场的经营和管理。同时，公司还提供包括互联网家装、互联网零售等泛家居消费服务及物流配送业务。

经过多年发展，公司在家居零售市场处于行业领先地位，品牌知名度高。根据弗若斯特沙利文咨询公司统计数据，公司是全国经营面积最大、商场数量最多、地理覆盖面积最广的家居装饰及家具商场运营商。公司目前在一线和二线城市开设多家自营商场，从商户获得持续的租赁及管理收入；同时，凭借多年的商场经营管理经验，公司以“红星美凯龙”品牌名称经营合作方的家居装饰及家具商场(委管商场)，并收取咨询费及管理费。公司自营与委管双轮驱动的业务模式使得公司在最发达的地区通过自营业务模式(重资产)巩固其市场领导地位，并从土地增值中获益；与此同时，通过委管业务模式(轻资产)迅速在三线及其他城市拓展商场布局，而无需承担大量资本开支。

截至 2017 年底，公司共有开业商场 256 家，经营面积为 1513.77 万平方米，其中自营商场经营面积占 37.69%，委管商场经营面积占 62.31%。从区域上看，公司自营商场分布于华东、华北、东北等地区；委管商场分布于华北、华东、华中和西部等地区。零售额方面，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%，在中国家居装饰及家具零售行业中占有最大的市场份额。

总体看，公司经营规模较大，具有较高的品牌知名度和影响力，较强的综合运营能力使

公司在家居商城运营中具有明显竞争优势。

## 3. 人员素质

截至 2018 年 3 月底，公司拥有董事、监事、高级管理人员共 26 名，绝大多数在公司任职多年，熟悉公司经营管理特点和发展方向，拥有丰富的企业管理经验。

公司实际控制人、董事长、总经理车建兴先生，1966 年生；1994 年 6 月，车建兴先生创立红星家具集团有限公司，且于 1994 年至 2007 年担任董事长及首席执行官。车建兴先生于 2006 年 4 月获江苏省人民政府授予“江苏省劳动模范”的荣誉称号；于 2012 年 1 月获常州政府授予“常州优秀企业家”的荣誉称号；并于 2014 年 2 月获上海政府、上海工商业联合会及上海光彩事业促进会授予“上海杰出之星”的荣誉称号。

截至 2017 年底，公司在职员工 22621 人，从文化程度看，本科及以上学历占比 32.32%；大专占 33.36%；高中及以下占 34.32%。从专业上看，财务人员占 11.39%，经营管理人员占 20.92%，商场维护和保安人员占 31.91%，商场经营及品牌退管人员占 9.18%，其他人员占 26.60%。

总体看，公司管理层综合素质较高，具备多年的相关业务经历和企业管理经验；公司员工文化素质基本能够满足公司经营需要。

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

公司于 H 股上市时，建立健全了股东大会、董事会、监事会、董事会专门委员会等治理机构。在此基础上，根据《公司法》、《上市公司章程指引》、《上市公司治理准则》等法律、法规及规范性文件的规定，公司进一步修订了 A 股上市后适用的《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等各项管理制度，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间相互协调和相互制衡

的机制。公司股东大会、董事会、监事会等组织机构能够按照法律、法规和《公司章程》的规定规范有效地运作。

股东会是公司的最高权力机构，由全体股东组成。股东会决定公司经营方针和投资计划；选举和更换董事，决定有关董事的报酬事项；选择和更换非由职工代表担任的监事，决定有关监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案等。

截至2018年3月底，公司董事会由12名成员组成，设董事长1人，副董事长1人，非独立执行董事4人，根据公司章程，公司董事由股东大会选择产生，任期三年，任期届满可连选连任。公司监事会由5名监事组成，其中1名为股东代表监事，2名为职工代表监事，2名为独立监事。

整体看，公司法人治理体系基本健全。

## 2. 管理水平

为了有效提高内部管理效率，防范企业运营风险，公司制订了一整套内部管理和控制制度。

质量管理方面，公司质量管理方面的主要措施包括商品准入资质管理、商品检测管理、环保质量标准建设及中国家居正品战略等。商品准入资质管理：家居商场对所有进驻品牌严格执行资质准入制度，督促入住品牌资质合规，该等资质包含：商户资质（营业执照、税务登记证、授权书、身份证），品牌资质（检测报告、商标注册证等）；商品检测管理：家居商场严格执行商品环保质量检测管理工作，以商场实际经营的品牌数为基数，商场全年总体抽检比例不得低于36%，集团在全国范围内对检测品牌进行统筹，进一步提升全国范围内家居商场经营品牌年检测覆盖率；环保质量标准建设：公司致力于家居商品环保质量提高，通过推广家居商场“绿色展陈”、制定家居产

品环保质量检测评价标准及组织家居绿色环保领跑品牌评选等方式推动家居商品品牌质量提升；中国家居正品战略：公司推出中国家居正品战略，坚决清除售假商户，从展位、营销、经营等方面扶持正品品牌成长；联合中国质量认证中心及多家家居品牌，发布中国家居正品查询平台提供家居产品正品查询服务。

纠纷解决机制方面，为保障消费者的合法权益，公司向消费者提供绿色环保、先行赔付、商品质量负责等售后服务。公司委托国家权威检测机构定期对商场内经营商品进行抽检，确保商品符合国家环保标准，售出的商品如有不符合国家法律法规的环保标准的，可以无条件退还；如因于公司家居商场所购买的商品出现质量或服务问题，且消费者与商户难以达成一致的，公司及其控股子公司将依据国家及地方相关法律法规的规定，给予“先行赔付”，赔付方式包括维修、更换、退货以及法律规定的经济赔偿或补偿，公司及其控股子公司承担相应责任后，将根据法律法规以及规范性文件的规定向相关商户进行追偿。

财务管理及会计核算制度方面，公司财务管理中心负责公司的财务管理体系、制度的建设，确保公司及下属公司的财产安全与完整，其具体职能包括预算分析、计划控制、资金管理、会计核算、参与公司的经营考核与投资决策等。公司建立了持续的财务人员培训制度，各级财务人员具备专业素质。公司已经根据相关法律法规、《企业会计准则》和财务报告的内控应用指引，结合家居建材流通行业的行业特性和公司自身家居建材商场的经营特点，建立了行之有效的会计核算和财务管理制度。发行人在会计核算和财务管理方面设置了合理的财务机构及部门职责，规定了各相关岗位的工作规则和权限，配备了与公司发展相适应的财务人员，保证了会计核算和财务管理工作合理有效运行。

公司建立了风险评估、风险审核和风险防范工作机制，以风险评估为切入点，将风险管

理和内部控制的理念贯彻到事项决策的各个环节之中。公司董事会审计委员会下设内部审计中心，对公司风险管理、内部控制和治理过程进行独立评价，审计活动涉及公司的财务会计、投资与融资、基建工程、预算与计划、物资采购、资产管理、物业服务、市场营销、法律事务、人力资源、行政事务等各个部门和业务单元；同时提供建议及相关服务，以提高公司运作效率。公司在做好内部控制的基础上，根据外部市场经营环境的变化，针对风险识别和风险评估结果建立综合决策机制，保证重大事项决策的科学性、合理性。

总体看，公司治理结构清晰，内控制度较为健全，管理较规范。

## 七、重大事项

### 回购 H 股股份并注销减少注册资本事项

公司于 2018 年 4 月 4 日发布《关于红星美凯龙家居集团股份有限公司回购 H 股股份并注销及减少注册资本的公告》，计划回购不超过 388917038 股 H 股股份（约占公司已发行总股本的 9.87%）。公司已于 2018 年 6 月 8 日召开 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》，批准公司使用自筹资金回购 388917038 股 H 股股份。公司已完成 H 股股份回购注销事项，公司的注册资本由人民币 3938917038 元变更为人民币 3550000000 元。

## 八、经营分析

### 1. 经营现状

公司是目前国内经营面积最大、商场数量最多以及地域覆盖面最广阔的全国性家居装饰及家居商场运营商，主营业务是家居装饰及家具商场的经营、管理和专业咨询服务。从收入构成来看，主要包括自营商场经营及管理板块的租赁及管理收入、委管商场经营及管理板

块的相关收入以及其他业务收入。

2015~2017 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长率为 9.27%。分板块来看，2015~2017 年，公司通过自营商场获得的租赁及管理收入有所增长，年均复合增长率为 7.02%，2017 年公司实现租赁及管理收入为 63.94 亿元，占主营业务收入的 58.35%，同比增长 7.01%，主要系公司商场的经营面积和平均租金及管理费的提升所致。2015~2017 年委托经营管理商场相关收入有所增长，年均复合增长率为 6.02%，2017 年公司实现委托经营管理商场相关收入为 36.29 亿元，其中项目前期冠名咨询委托管理服务收入为 15.87 亿元，同比增长 17.04%；项目年度冠名咨询委托管理服务收入为 15.39 亿元，同比增长 12.42%，主要系新发展及新开业委管商场数量增加所致；工程项目商业管理咨询收入为 1.40 亿元，同比大幅增长，主要系新开三家委管商场提供工程项目商业管理咨询服务获得的收入增加所致；商业咨询费及招商佣金收入为 3.62 亿元，较同期增长 3.17 亿元，主要为向星艺佳项目的合作方提供派驻团队进行市场研究和商业策划规划、提供企划推广方案、经营物业开业前期筹备等服务，完成了合同约定的服务获得的收入。2015~2017 年，公司商品销售及家装收入持续上涨，年均复合增长率为 57.44%。2015~2017 年，公司其他板块收入增长较快，年均复合增长率为 60.73%，2017 年，公司其他板块收入为 6.42 亿元，同比增长 36.31%，占公司营业收入的比重仅为 5.86%，对营业收入的影响小。

从盈利情况来看，近三年，公司综合毛利率分别为 75.58%、72.31%和 71.14%，毛利率较为稳定且维持在较高水平，主要系公司自营和委托家居商场的经营状况较为稳定且公司盈利模式主要以提供的高附加值和稀缺性服务为主而呈现高利润的特点所致。2017 年，公司租赁及管理实现毛利率为 77.16%，同比上升 0.01 个百分点；委托经营管理商场相关业务毛利率为 63.90%，同比下降 2.55 个百分点。

2018年1~3月,公司实现营业收入28.89亿元,占2017年全年的26.36%,其中租赁及管理收入17.37亿元,毛利率较2017年有所增长,为78.27%;委托经营管理商场相关收入为

9.01亿元,毛利率为63.11%;商品销售和家装收入为0.78亿元,毛利率为34.62%;其他板块收入为1.72元,毛利率为48.47%。

表1 2015~2018年3月公司营业收入及毛利率情况 (单位:亿元、%)

业务类别	2015年			2016年			2017年			2018年1-3月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
租赁及管理收入	55.83	60.83	78.07	59.75	63.33	77.15	63.94	58.35	77.16	17.37	60.13	78.27
与委托经营管理商场相关收入	32.28	35.17	74.50	27.82	29.48	66.45	36.29	33.11	63.90	9.01	31.20	63.11
1、项目前期冠名咨询委托管理服务收入	14.49	15.78	91.43	13.56	14.37	88.66	15.87	14.48	88.25	--	--	--
2、项目年度冠名咨询委托管理服务收入	13.03	14.20	53.30	13.69	14.51	45.91	15.39	14.05	30.39	--	--	--
3、工程项目商业管理咨询收入	4.77	5.19	81.01	0.11	0.12	-45.90	1.40	1.28	92.55	--	--	--
4、商业咨询费及招商佣金收入	--	--	--	0.45	0.48	50.31	3.62	3.30	88.53	--	--	--
商品销售及家装收入	1.19	1.29	24.19	2.08	2.20	35.32	2.94	2.68	31.21	0.78	2.71	34.62
其他	2.49	2.71	58.17	4.71	4.99	61.86	6.42	5.86	70.32	1.72	5.95	48.47
合计	91.79	100.00	75.58	94.36	100.00	72.31	109.60	100.00	71.14	28.89	100.00	70.58

资料来源:公司提供

注:因公司提供的2018年1~3月数据未经审计,故与委托经营管理商场相关收入的分类数据未能提供;尾差系四舍五入产生。

## 2. 经营模式

公司采取“自营+委管”双轮驱动扩张模式,即通过经营和管理自营商场和委管商场,为“红星美凯龙”家居装饰及家具商场的商户、消费者和合作方提供全面服务。

2015~2017年,公司家居建材商场经营规模保持较快增长,“红星美凯龙”家居商场数

量及营业面积由177家合计1166.05万平方米增长至256家合计1513.77万平方米,其中自营商场经营面积占37.69%,委管商场经营面积占62.31%。截至2018年3月底,公司共有开业商场257家,经营面积为1519.24万平方米,较去年增长0.36%。

表2 公司商场经营数据变化情况(家、平方米、%)

业务类别	2015年			2016年			2017年			2018年1-3月		
	商场数量	经营面积	平均出租率	商场数量	经营面积	平均出租率	商场数量	经营面积	平均出租率	商场数量	经营面积	平均出租率
自营商场	55	4386128	94.08	66	5083326	96.70	71	5705954	97.55	71	5724335	96.75
1、自有	40	3418326	--	48	3990039	--	51	4537629	--	51	4555759	--
2、租赁	15	967802	--	18	1093287	--	20	1168325	--	20	1168576	--
委管商场	122	7274340	92.68	134	7609067	96.24	185	9431775	97.63	186	9468037	97.59
合计	177	11660468	--	200	12692393	--	256	15137729	--	257	15192372	--

资料来源:公司提供



从区域上看,截至2018年3月底,公司自营商场分布于华东、华北、东北等地区;委管商场分布于华北、华东、华中和西部等地区。

表3 截至2018年3月底,公司家居商场业务区域分布情况(单位:家、平方米)

地区	自有		租赁		委管商场	
	数量	面积	数量	面积	数量	面积
北京	3	197777	1	85117	1	82801
上海	6	652576	1	50258	0	0
天津	4	331736	0	0	3	133515
重庆	1	78816	2	188742	3	87103
东北	10	831328	1	82204	12	571815
华北	2	156245	4	206612	30	1489151
华东	14	1374359	6	249668	81	4315033
华中	4	442037	3	239113	19	926946
华南	3	210670	1	35830	8	427542
西部	4	280216	1	31031	29	1434133
合计	51	4555759	20	1168576	186	9468039

资料来源:公司提供

注:1、华北地区不含北京、天津;2、华东地区不含上海;3、西部不含重庆;4、自有店中包含合营联营店;5、合计数尾差系四舍五入所致。

### (1) 自营模式

自营模式是指公司通过自建、购买或者租赁的方式获取经营性物业后,统一对外招商,为入驻商场的商户提供综合服务,包括设计商场内展位、场地租赁、员工培训、销售及市场营销、物业及售后等在内的日常经营及管理以及客户服务,以收取固定的租赁及管理收入,可再分为自有商场经营、租赁商场经营和合营联营商场经营。2017年,公司新开设自营商场7家,关闭2家,另有2家商场由委管转为自营,2家商场由自营转为委管,总经营面积相应增加62.26万平方米。截至2017年底,公司自营商场共71家,经营面积570.60万平方米,平均出租率97.55%,其中自有商场(包括合营联营商场)和租赁店商场分别为51家和20家,

分别较上年增长3家和2家;经营面积分别为占79.59%和20.41%。2018年一季度,公司自有(包括合营联营商场)及租赁商场数量均较2017年无变动。截至2018年3月底,公司有25家筹备中的自营商场(其中自有22家、租赁3家)。

就自有商场而言,公司全权且独立地负责商场的日常经营管理。公司自有商场物业计入投资性房地产,成本主要来自于自有商场的管理人员的工资及销售成本等,毛利率较高。目前,公司自有商场经营环境相对稳定,除能获得稳定的管理费及租金收入外,还能获取土地及商业物业资产增值所带来的潜在收益。新建商场初期投资规模较大,回报期长,但目前公司投入运营的大部分自有商场的土地获取时间较早且成本较低。

合营联营商场一般由公司与合作方共同成立公司,公司不控股,各方股东按照股权比例对应享有经营收益权、资产处置权,公司对相关长期股权投资按照权益法核算并确认投资收益。

近年来公司自有商场(包含合营联营商场)业务平稳发展,2015~2017年,公司自有商场(包含合营联营商场)的数量及面积由40家合计341.83万平方米增长至51家合计453.76万平方米。

租赁商场运营模式和管理模式与自有商场相同,但经营物业权属于出租方。2015~2017年,公司租赁店数量有所增长,租赁店数量分别为15家、18家和20家,面积分别为967802平方米、109387平方米和1168325平方米。租赁店的成本主要为商场经营所产生一切成本、费用、税收,包括租赁金等。

表4 公司自营商场中自有、租赁、合营联营三类模式情况

商场类型	商场运营及管理方式	项目公司股权结构	经营物业权属	收入来源	成本费用构成
自有	公司全权且独立地负责商场的日常经营管理	公司全资或控股子公司	公司全资或控股子公司	租赁及管理收入、其他业务收入	商场经营所产生的一切成本、费用、税收

合营联营	公司负责商场的日常经营管理并与合营、联营方分担投资风险	公司合营联营公司	公司合营联营公司	合营联营公司确认收入和成本费用，公司对相关长期股权投资按照权益法核算并确认投资收益	
租赁	公司全权且独立地负责商场的日常经营管理	公司全资或控股子公司	出租方（或自最终产权人合法获得物业使用权和转租权）	租赁及管理收入、其他业务收入	商场经营所产生的一切成本、费用、税收，包括经营物业租金等，无经营物业折旧

资料来源：公司提供

公司自营商场主要集中在一、二线城市，截至 2017 年底，公司自营商场中分布在北京、上海、天津和重庆四个直辖市有 18 家，经营面积 158.50 万平方米，占自营商场总经营面积的 27.75%。

近年来，公司从自营商场获得的租赁及管理收入占比均超过 50%。2017 年，公司自营商场中营业收入前十家的门店经营面积为 122.00 万平方米，占自营商场总经营面积的 21.38%。

表 5 2017 年公司自营商场中营业收入前 10 家门店的信息（单位：平方米、%）

序号	商场名称	门店分类	经营面积	开业时间	商场地址	出租率
1	上海真北	自有	188494	2000.10.28	上海市普陀区真北路 1208 号	100
2	上海浦东沪南	自有	147412	2010.05.08	上海市浦东新区临御路 518 号	100
3	上海汶水	自有	133472	2007.04.26	上海市宝山区沪太路 1801 号	100
4	北京东四环	自有	82630	2006.10.01	北京市朝阳区东四环中路 193 号	100
5	郑州商都	自有	159923	2007.10.01	河南省郑州市郑东新区商都路一号	100
6	南京名都	自有	117758	2008.12.06	南京市秦淮区夫子门大街 29 号	100
7	沈阳铁西	自有	119105	2008.06.27	沈阳市铁西区北二东路 35 号	100
8	重庆江北	租赁	105350	2006.12.16	重庆渝北区新南路 888 号	100
9	北京北四环	自有	62390	2008.09.29	北京市朝阳区德胜门外北沙滩一号院	100
10	济南天桥	自有	103455	2010.10.01	山东省济南市天桥区北园大街 225 号	100
合计			1219989	--	--	100

资料来源：公司提供

整体看，2017 年，公司已开业商场数量较多，基本分布在一、二线城市，自营商场租金较为稳定，且具备较大的物业资产增值收益。

## （2）委管模式

委管模式是指就委管商场而言，公司无需自持物业，而是通过品牌知名度和家居商场经营经验，派出管理人员为合作方提供全面的咨询和委管服务，委管模式使公司在资本开支相对较低的情况下快速实现营业收入并提升了投资回报率，同时提高市场份额和品牌知名度，也为委管商场合作方带来稳定的租金收入。委管模式下的业务收入可分为项目前期冠名咨询服务收入、项目年度冠名咨询服务收入、工程项目商业管理咨询费及招商佣金收入。

## 项目前期冠名咨询服务

公司选择声誉良好、财务稳健的房地产开发商或业主作为合作方。公司在初期阶段协助合作方开展现场尽职调查及初步市场调研。同时公司为合作方提供土地竞标流程方面的建议。公司通常向合作方收取固定金额的开业前的项目冠名咨询费，合作方按约定分期付款。

## 工程项目商业管理咨询服务

获得某块土地并准备开始施工后，部分合作方会将整个或部分施工过程外包予公司推荐总承包人。公司参与委管商场的规划、设计和施工过程，确保公司能够在经营的所有商场（包括自营商场以及委管商场）中保持品牌形象、布局和风格一致。

### 招商服务

公司的市场领导地位、声誉及与品牌商的良好关系帮助委管商场找到合适的优质商户，从而保证商场可以成功开业。

### 委托经营管理

商场开业后，公司负责管理该商场，其中包括日常经营及管理、销售、推广、提供广告和客户服务。公司统一招募及管理商场的所

有员工，以确保遍布全国的网络达到同样水平的质量标准。公司的合作方承担：商场整修的资本开支、日常经营成本费用，并向公司支付年度管理费。若租金总额超出委管协议规定的特定金额，则公司收取的年度管理费除前述固定金额之外，通常还会包含按租金收益递增的提成。

表 6 委管商场相关三类细分收入模式情况

收入项目	具体构成	对应服务内容	收费金额标准	收入取得对象	收入确认阶段
项目前期冠名咨询委托管理服务收入	项目冠名咨询费、招商佣金	公司向委管合作方提供各项专业咨询服务及商场开业前招商服务，并授权项目使用红星美凯龙及其旗下无形资产品牌	根据项目所在城市级别、商场规模及商场位置等多项因素确定收费金额	委管商场合作方	商场项目建设和开业进度逐步确认收入
项目年度冠名咨询委托管理服务收入	年度管理费	公司下属管理公司的专业团队在委托经营管理期限内实施经营管理，负责商场的布局、策划、招商、租赁、企划、广告、运营和售后服务等，并授权项目持续使用红星美凯龙及其旗下无形资产品牌	根据项目所在城市级别、商场规模及商场位置等多项因素确定固定金额以及超额租金收益的递增提成	委管商场合作方	商场开业后委托经营管理期间
	委托经营管理收入	根据管理公司在委托经营管理期限内发生的商场日常运营管理的相关成本费用确定收费金额	由委管商场合作方承担（通过向商场商户直接收取或由合作方从商户租金中支付）		
工程项目商业管理咨询费收入	商业管理咨询费	公司向建设施工单位提供经营物业的规划、设计、建筑安装方案的咨询服务，并负责在建设过程中的现场协调和监督	根据项目所在城市级别、商场规模、商场位置及工程规模等多项因素确定收费金额	委管商场建设施工单位	商场开业时

资料来源：公司提供

2017年，公司新开设委管商场53家，关闭2家。此外，有2家转为自营商场，有2家自营商场转为委管商场。截至2017年底，公司经营185家委管商场，总经营面积943.18万平方米，同比增长23.95%，平均出租率97.63%。公司委管商场中分布在华东、华北区域有111家，经营面积582.05万平方米，占比均超过60%。2018年1~3月，委管商场增加2家，分别位于重庆市及福建省福州市，关闭1家商场，位于浙江省桐乡市。

整体看，近年来，公司委管商场规模快速增长，公司通过向委管商场派驻管理人员进行商场管理，投入规模小，风险可控，有助于公司在全国实现品牌迅速扩张。但随着委管商场数量增加和行业竞争的加剧，公司委管业务盈

利能力或面临一定经营压力。

### 3. 经营效率

2015~2017年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数加权平均值分别为11.23次和0.12次，2017年分别为11.12次和0.12次；同期公司存货周转次数波动下降，三年加权平均值为50.73次，2017年为38.18次。总体看，公司经营效率尚可。

### 4. 在建项目

公司截至2018年3月底在建及拟建项目共有10个，其中家居商场项目6个，物流项目4个。家居商场方面，公司在建及拟建面积为96.05万平方米，计划总投资44.63万平方

米，截至 2018 年 3 月底已投资 19.32 亿元，尚需投资 25.31 亿元。

表 7 截至 2018 年 3 月底公司在建及拟建家居商场项目情况（单位：万平方米、亿元）

序号	项目名称	规证情况	地区	开工时间	拟建面积	计划总投资	截至 2018 年 3 月底已投资	尚需投资
1	乌鲁木齐红星	四证已取得	新疆	2016 年	18.79	8.85	6.15	2.70
2	成都剑南大道店	四证已取得	成都	2017 年	39.2	16	5.65	10.35
3	西宁世博家居	四证已取得	西宁	2017 年	12.05	7	3.60	3.40
4	成都天府大道店	四证已取得	成都	2017 年	14.41	6.78	1.85	4.93
5	长沙金霞店	四证已取得	长沙	2017 年	11.6	6	2.07	3.93
6	昆明盘龙店	四证已取得	昆明	2016 年	16.6	9.6	3.89	5.71
合计					<b>96.05</b>	<b>44.63</b>	<b>19.32</b>	<b>25.31</b>

资料来源：公司提供

物流项目方面，公司在建及拟建面积为 29.75 万平方米，计划总投资 8.19 亿元，截至 2018 年 3 月底已投资 4.87 亿元，尚需投资 3.33 亿元。

表 8 截至 2018 年 3 月底公司在建及拟建物流项目情况（单位：万平方米、亿元）

序号	项目名称	拟建面积	计划总投资	截至 2018 年 3 月底已投资	尚需投资
1	安徽腾辉仓储物流中心二期	1.92	0.71	0.63	0.08
2	合肥红星家具智慧物流基地一期	4.43	1.22	1.08	0.14
3	天津红星电商物流交易结算中心一期	8.9	1.51	0.57	0.94
4	重庆红星美凯龙智慧物流城	14.5	4.75	2.59	2.16
合计：		<b>29.75</b>	<b>8.19</b>	<b>4.87</b>	<b>3.33</b>

总体看，公司在建及拟建项目规模不大，未来投资支出压力较小。

#### 5. 未来发展

公司未来将继续实施自营与委管商场双轮驱动业务模式，通过战略性拓展商场网络及品牌组合，巩固市场领导地位。

商场网络建设方面，公司有选择地在具有吸引力的城市拓展家居商场网络。公司将通过自营模式进一步巩固一、二线城市的市场地位，有选择性地地在核心城市开设新的家居商场；同时，公司将凭借在家居装饰及家具行业良好的品牌声誉、成熟的商场开发、招商和运营管理能力，通过轻资产的委管经营模式快速渗透三线城市及其他城市，进一步扩大公司在全国范围内的经营覆盖面，加快市场渗透。

公司将逐步建立全方位的服务体系，致力

于成为家居装饰及家具行业的新零售标杆公司立足为消费者提供更好、更深入的体验，更专业、全方位的增值服务，更便捷、人性化的服务方式，为消费者提供一个值得信赖、能集成足够多数量的家居装饰及家具行业品牌商品的流通平台，一站式闭环解决消费者的各种需求和痛点，强化消费者的在线、线下一体化体验，塑造家居装饰及家具行业最具价值的流通平台，致力于成为家居装饰及家具行业的新零售标杆。

公司积极通过数字化战略以提升企业的长期竞争力。公司正在推行数字化战略，希望借助互联网、大数据、云计算等信息技术持续推进信息化建设，在管理流程优化、财务职能转型、系统研发、数据应用等方面进一步升级重构，提升企业的长期竞争力。

此外，公司还将开拓新的商业模式，并通

过投资、并购等方式整合家居装饰及家具行业上下游资源，特别是寻找进入智慧家居领域的机会，为做大企业规模、做强企业实力和引领整个行业发展而服务。

## 九、财务分析

公司提供了2015~2016年连审报告及2017年度财务报告，均经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论，公司2018年一季度财务报告未经审计。

2017年，公司通过同一控制下企业合并的方式取得1家子公司；合并范围减少子公司9家。2018年1~3月，公司合并范围新增子公司9家。总体看，合并范围变化对公司财务数据可比性影响不大。

截至2017年底，公司合并资产总额970.15亿元，所有者权益合计439.32亿元（含少数股东权益35.05亿元）；2017年公司实现营业收入109.60亿元，利润总额59.86亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额1024.34亿元，所有者权益合计479.63亿元（其中少数股东权益33.26亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入28.89亿元，利润总额16.41亿元。

### 1. 资产质量

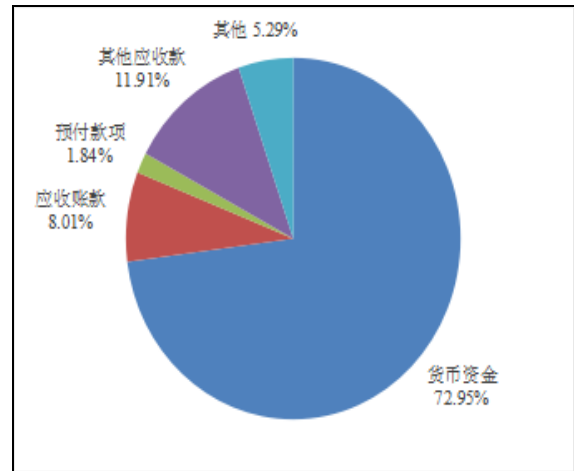
2015~2017年，公司资产总额不断增长，年均复合增长14.65%，其中流动资产年均复合增长35.99%，非流动资产年均复合增长11.82%。截至2017年底，公司资产总额970.15亿元，其中流动资产占15.02%，非流动资产占84.98%，公司自建家居商场均计入投资性房地产，公司资产构成以投资性房地产为主，符合公司经营特征。

#### 流动资产

截至2017年底，公司流动资产合计145.67亿元，主要由货币资金（占72.95%）、应收账款（占8.01%）、其他应收款（占11.91%）和其

他流动资产（占3.62%）等构成。

图4 公司2017年底流动资产构成



资料来源：公司财务报告

注：“其他”包含应收票据、一年内到期的非流动资产和其他流动资产。

2015~2017年，公司货币资金快速增长，年均复合增长36.23%。截至2017年底，公司货币资金合计106.27亿元，同比增长73.14%，其中银行存款占97.07%。公司货币资金中受限部分为2.63亿元，受限比例为2.47%，主要为存放于中国人民银行的存款准备金和保证金等。

2015~2017年，公司应收账款波动中有所增长，年均复合增长12.56%，截至2017年底，公司应收账款账面价值11.67亿元，同比增长45.96%，主要系2017年新开业委管商场数量增多，同时商业管理咨询费及招商佣金收入项目增加所致。公司应收账款共计提坏账准备7.67亿元，计提比例39.66%。按欠款方归集的前五名应收账款余额为2.27亿元（占11.71%），应收账款集中度不高。公司应收账款主要为委管商场业务产生，截至2017年底，项目前期冠名咨询委托管理服务收入相应的应收账款余额为12.20亿元（占63.08%），计提坏账准备4.38亿元，计提比例（35.90%）。

2015~2017年，公司预付款项快速增长，年均复合增长69.80%。截至2017年底，公司预付款项2.68亿元，同比增长62.44%，其中，账龄在1年以内的占97.84%。

2015~2017年，公司其他应收款快速增长，

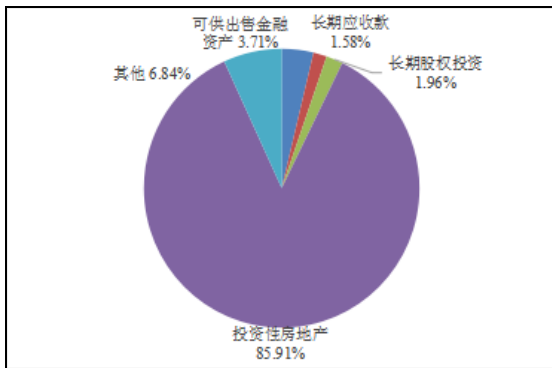
年均复合增长84.95%，主要系借款、代垫款、应收股权转让款及代收商户销售款增加所致。截至2017年底，公司其他应收款17.34亿元，主要包括借款及代垫款6.78亿元（占39.10%）、应收股权转让款3.54亿元<sup>1</sup>（占20.42%）及代收商户销售款（占31.89%）。截至2017年底，公司其他应收款共计提坏账准备2.09亿元，计提比例10.76%。

2015~2017年，公司其他流动资产年均复合增长0.45%。截至2017年底，公司其他流动资产为5.28亿元，同比下降15.39%，构成上主要为委托贷款2.50亿元、预缴税金2.75亿元。委托贷款均为向合作方发放的贷款，均为2018年到期。

#### 非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产合计824.47亿元，同比增长13.35%。非流动资产构成方面，主要为投资性房地产（占85.91%）、可供出售金融资产（占3.71%）、长期应收款（占1.58%）、长期股权投资（占1.96%）和其他非流动资产（占4.80%）。

图5 公司2017年底非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

注：“其他”包含固定资产、在建工程、无形资产、开发支出、商誉、长期待摊费用、递延所得税资产和其他非流动资产。

公司投资性房地产主要为公司自持的自建家居建材商场，采用公允价值模式计量。2015~2017年，公司投资性房地产年均复合增长7.44%，截至2017年底，公司投资性房地产

708.31亿元，同比增长5.80%，其中本期公允价值变动19.96亿元。公司持有的15.16亿元的投资性房地产在项目合作方拥有使用权的土地上，该土地用途为研发、设计，使用权类型为划拨用地，公司根据相关协议的形式将其确认为融资租赁方式注入的投资性房地产，不持有该类产权的权证。截至2017年底，公司尚有145.32亿元的投资性房地产未办妥产权证书，尚处于办理中。截至2017年底，公司投资性房地产用于抵押的账面价值为540.25亿元，占比76.27%，受限比例较高。

2015~2017年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长175.69%。截至2017年底，公司可供出售金融资产账面余额32.09亿元，计提减值准备1.47亿元，账面价值为30.62亿元，同比增加25.18亿元，主要系公司于2013年通过增资入股欧派家居集团股份有限公司（以下简称“欧派家居”），持股比例4.99%，成本1.58亿元，2017年3月，欧派家居于上海证券交易所上市，公司对欧派家居的投资改按公允价值计量，公允价值增加20.43亿元。其中可供出售债务工具1.20亿元，可供出售权益工具29.42亿元（其中按公允价值模式计量22.01亿元、按成本模式计量7.42亿元）。

2015~2017年，公司长期应收款快速增长，年均复合增长82.59%。截至2017年底，公司长期应收款为13.02亿元，同比增长57.28%，主要系项目借款增加所致。其中保证金1.60亿元，主要为项目合作方和第三方支付履约保证金和工程保证金；项目借款10.47亿元，主要为向联营公司、项目合作方、参股公司及子公司的少数股东发放的项目借款，8.39亿元为无息借款。

2015~2017年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长41.65%。截至2017年底，公司长期股权投资16.14亿元，主要为对合营企业的投资8.63亿元（占53.47%）和对联营企业的投资7.51亿元（占46.53%）。

2015~2017年，公司其他非流动资产快速

<sup>1</sup> 公司已于2018年1月收回常州东方新城建设有限公司股权转让价款3.60亿元。

增长, 年均复合增长52.62%, 主要为预付办公楼购置款的增加。截至2017年底, 公司其他非流动资产39.61亿元, 主要包括预付办公楼购置款21.18亿元、委托贷款2.51亿元和预付工程款8.20亿元。预付办公楼购置款主要系公司于2016年以21.00亿元购买上海闵行区的一处办公物业, 根据合同约定分期付款, 2016年支付了10%的首付款, 于2017年支付了剩余款项。

截至2018年3月底, 公司资产总额合计1024.34亿元, 较2017年底增长5.59%。截至2018年3月底, 公司货币资金114.97亿元, 较2017年底增长8.19%; 截至2018年3月底, 公司其他应收款24.13亿元。较2017年底增长39.13%, 主要系借款、代垫款、代收商户销售款及银联款增加所致; 截至2018年3月底, 公司投资性房地产720.20亿元, 较2017年底增长1.68%, 其中公允价值增值4.98亿元。其中, 流动资产占比为16.28%, 非流动资产占比为83.72%, 公司资产构成仍以非流动资产为主。

截至2017年底, 公司所有权或使用权受限的资产总计542.88亿元, 受限比例为55.96%, 受限比例高。

整体看, 公司资产构成中, 以投资性房地产为主的非流动资产占比很高, 较高比例的投资性房地产由于抵押使用受限, 公司资产流动性一般, 考虑到公司大部分投资性房地产主要位于重点的一二线城市, 初始投资成本较低, 物业升值潜力较大, 公司整体资产质量尚可。

## 2. 负债及所有者权益

### 所有者权益

2015~2017年, 公司所有者权益有所增长, 年均复合增长7.25%。截至2017年底, 公司所有者权益为439.32亿元, 同比增长10.05%, 主要系未分配利润和其他综合收益的增长。归属于母公司所有者权益为404.27亿元, 其中实收资本占8.96%、资本公积占13.26%、盈余公积占4.01%、未分配利润占69.89%、其他综合收益占3.87%。截至2017年底, 公司其他综合

收益15.63亿元, 主要系公司对欧派家居的投资公允价值增值。

截至2018年3月底, 公司所有者权益合计479.63亿元, 较2017年底增长9.17%, 主要系资本公积和未分配利润的增长。归属于母公司所有者权益446.37亿元, 其中实收资本占8.82%、资本公积占18.61%、盈余公积占3.64%、未分配利润占64.61%、其他综合收益占4.32%。截至2018年3月底, 公司资本公积83.06亿元, 较2017年底增长54.90%, 主要系公司于2018年1月完成A股发行上市, 收到募集资金部分计入资本公积及收购少数股东权益所致。

总体来看, 公司为H股和A股上市公司, 上市以来持续稳定分红, 所有者权益构成中未分配利润占比较高, 所有者权益稳定性较弱。

### 负债

2015~2017年, 公司负债总额快速增长, 年均复合增长22.09%。截至2017年底, 公司负债合计530.83亿元, 同比增长27.56%, 其中, 流动负债占42.80%, 非流动负债占57.20%。

2015~2017年, 公司流动负债快速增长, 年均复合增长46.25%, 截至2017年底, 公司流动负债合计227.17亿元, 同比增长67.75%, 主要系预收款项、其他应付款及一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款(占1.32%)、应付账款(占2.16%)、预收款项(占13.51%)、其他应付款(占32.31%)和一年内到期的非流动负债(占42.04%)构成。

2015~2017年, 公司预收款项快速增长, 年均复合增长为31.37%。截至2017年底, 公司预收款项合计30.68亿元, 同比增长48.43%, 主要系2017年公司新增委管商场项目较多, 预收项目前期冠名咨询委托管理费增加。其中主要包括预收租金12.65亿元(占41.23%)、预收项目前期冠名咨询委托管理费10.05亿元(占32.76%)。

2015~2017年, 公司其他应付款快速增长, 年均复合增长24.18%。截至2017年底, 公司其

他应付款为73.39亿元，同比增长42.25%，主要系代收商户货款及商户质量保证金及押金增长所致。公司其他应付款主要包括代收商户货款23.46亿元、商户质量保证金及押金18.16亿元、合作方往来款项8.09亿元、应付建筑商款项9.00亿元、商户租赁定金7.51亿元等。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长123.56%，主要系即将到期的长期借款及应付债券转入本科目核算所致。截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债为95.50亿元，同比增长126.84%，其中一年内到期的长期借款占42.00%，一年内到期的应付债券占57.46%。

2015~2017年，公司非流动负债不断增长，年均复合增长10.23%。截至2017年底，公司非流动负债303.66亿元，同比增长8.17%，主要由长期借款（占比37.45%）、应付债券（占比16.12%）和递延所得税负债（占比31.99%）构成。

2015~2017年，公司长期借款快速增长，年均复合增长27.22%。截至2017年底，公司长期借款为113.73亿元，同比增长34.63%，其中，质押借款<sup>2</sup>占20.23%、抵押借款<sup>3</sup>占54.65%、抵押及质押借款<sup>4</sup>占15.09%、抵押及保证借款<sup>5</sup>占5.14%。

2015~2017年，公司应付债券波动下降，年均复合下降18.30%。截至2017年底，公司应付债券为48.96亿元，同比下降41.94%，主要系公司债券到期所致。公司2017年底应付债券包含2016年发行的两期公司债券，账面金额分别为14.91亿元、14.82亿元，期限分别为5年、7年；另外包含2017年发行的账面金额为19.24亿元的5年期的美元债。

2015~2017年，公司长期应付款有所波动，

<sup>2</sup> 质押借款系以相关商场在贷款期内全部营业收入质押取得的借款。

<sup>3</sup> 抵押借款系以投资性房地产为抵押取得的借款。

<sup>4</sup> 抵押及质押借款系以投资性房地产抵押并以商场在贷款期内全部营业收入质押取得的借款。

<sup>5</sup> 抵押及保证借款系以投资性房地产抵押并由关联方提供保证取得的借款。

年均复合增长1.37%，截至2017年底，公司长期应付款14.16亿元，同比下降4.07%，公司长期应付款主要为应付长期租金、应付融资租赁款和应付合作方往来款项。本文的分析中已将应付的融资租赁款计入调整后的长期债务和全部债务核算。

2015~2017年，公司其他非流动负债波动增长，年均复合增长99.54%。截至2017年底，公司其他非流动负债27.75亿元，主要系公司于2017年发行的商业地产抵押贷款支持证券23.59亿元，本文的分析中将其计入调整后的长期债务和全部债务核算。

截至2018年3月底，公司负债总额合计544.71亿元，较2017年底增长2.62%。公司负债结构变动不大，流动负债占比42.24%、非流动负债占比57.76%。

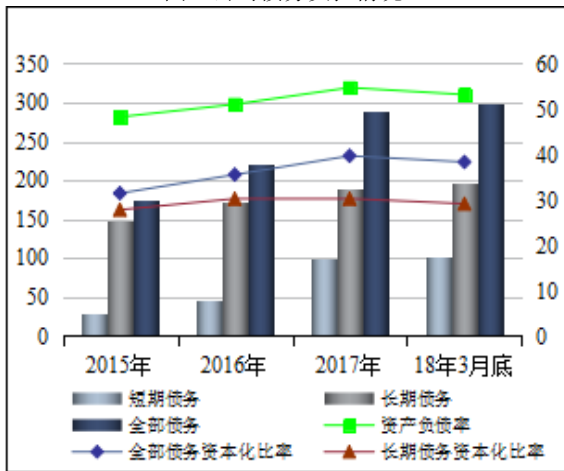
有息债务方面，考虑计入长期应付款中的融资租赁款及计入其他非流动负债中的有息部分，2015~2017年，公司调整后全部债务年均复合增长28.40%，2017年底合计288.61亿元，同比增长31.32%，其中，调整后短期债务占34.01%、调整后长期债务占65.99%，公司债务结构以长期债务为主。

债务指标方面，2015~2017年，公司资产负债率有所增长，三年加权均值为52.32%，2017年底为54.72%；2015~2017年，公司调整后全部债务资本化比率持续增长，三年加权均值为36.76%，2017年底为39.65%；2015~2017年，公司调整后长期债务资本化比率有所增长，三年加权均值为29.75%，2017年底为30.24%。公司整体债务负担不重。

截至2018年3月底，考虑计入长期应付款中的融资租赁款及其他非流动负债中的有息部分，公司调整后全部债务合计297.71亿元，较2017年底增长3.15%。同期，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率及调整后长期债务资本化比率分别为53.18%、38.30%和29.13%。



图6 公司债务负担情况



资料来源：公司财务报告

总体来看，公司负债结构中，非流动负债占比略高于流动负债，公司流动负债中预收款项占比较大，非流动负债规模总体保持稳定，构成上主要以长期借款、应付债券为主。有息债务方面，公司有息债务以长期债务为主，债务结构正常，整体债务负担不重。

### 3. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入有所增长，年均复合增长9.27%，2017年，公司实现营业收入109.60亿元，同比增长16.14%，主要包括租赁及管理收入63.94亿元（占58.34%）、项目前期冠名咨询委托管理服务收入15.87亿元（占14.48%）和项目年度冠名咨询委托管理服务收入15.39亿元（占14.05%）；三年来公司营业成本快速增长，年均复合增长18.80%，2017年为31.63亿元，同比增长21.07%。由于公司自持运营的家居建材商场以公允价值模式计量，不需计提折旧，公司整体营业利润率较高，近三年营业利润率基本保持稳定，三年加权均值为68.30%，2017年底为68.24%。

从期间费用来看，2015~2017年，公司期间费用快速增长，年均复合增长21.57%。2017年，公司期间费用为40.07亿元，同比增长32.76%。期间费用构成方面，2015~2017年，销售费用占比较高，三年来分别为44.14%、39.94%和37.78%，三年来管理费用占比分别为27.37%、30.98%和33.98%，三年来财务费用占

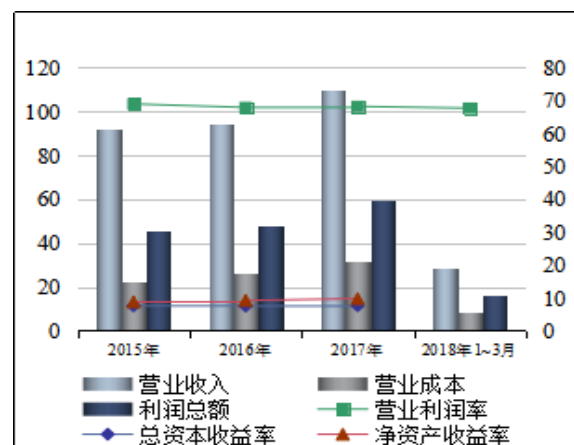
比分别为28.49%、29.08%和28.24%。近三年，受期间费用快速增长的影响，公司期间费用率分别为29.54%、31.99%和36.57%。

非经营性损益方面，2015~2017年，公司公允价值变动损益分别为10.10亿元、17.54亿元和19.96亿元，主要系投资性房地产评估增值；公司投资收益分别为1.46亿元、1.31亿元和6.34亿元，2017年投资收益大幅增长，主要系公司于2017年处置家金所、小贷公司、天津美凯龙、天津红星、北京聚众常州红星产生的投资收益；2015~2017年，公司资产减值损失分别为2.10亿元、5.73亿元和2.83亿元，主要为坏账损失。2015~2017年，公司分别实现营业收入1.08亿元、1.19亿元和1.12亿元，主要为政府补助和收到的由于租赁商场被政府征收、业主方所支付的违约补偿款；三年来公司营业外支出分别为1.08亿元、0.16亿元及0.43亿元。

2015~2017年，公司分别实现利润总额45.65亿元、48.02亿元和59.86亿元，分别实现净利润33.42亿元、36.73亿元及42.78亿元。总体看，公司非经营性损益金额较大，投资性房地产的公允价值变动对公司利润总额影响较大。

从盈利指标来看，2015~2017年，公司总资产收益率有所波动，净资产收益率指标持续增长，两项指标三年加权平均值分别为7.56%和9.38%，2017年分别为7.61%和9.74%，公司盈利能力较强。

图7 公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

2018年1~3月，公司实现营业收入28.89亿元，同期公司营业成本为8.50亿元，同比分别增长25.39%和27.82%，公司营业利润率为67.72%。2018年1~3月，公司期间费用为8.38亿元，占营业收入的比重为29.01%，较2017年全年下降7.56个百分点。非经常损益方面，2018年1~3月，公司公允价值变动损益4.98亿元，实现投资收益0.49亿元，计提资产减值损失0.27亿元。在上述因素共同影响下，2018年1~3月，公司实现利润总额16.41亿元，实现净利润12.64亿元。

总体来看，公司近年来营业收入稳定增长，整体营业利润率较高。但期间费用对营业收入侵蚀较大，以投资性房地产公允价值增值为主的非经营性损益对利润总额影响较大。公司整体盈利能力较强。

#### 4. 现金流分析

经营活动方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长28.10%。2017年，公司经营活动现金流入量为144.57亿元，同比增长43.38%，其中公司销售商品、提供劳务收到的现金121.84亿元，同比增长29.22%。2015~2017年，公司经营活动现金流出量快速增长，年均复合增长21.01%。2017年，公司经营活动现金流出量为79.39亿元，同比增长30.16%。2015~2017年，公司现金收入比持续上升，三年分别为91.77%、99.93%和111.18%。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额快速增长，三年来分别为33.88亿元、39.84亿元及65.18亿元。公司经营活动现金流状况良好。

投资活动方面，2015~2017年，公司投资活动现金流入量快速增长，年均复合增长265.96%。2017年，公司投资活动现金流入量为42.29亿元，同比增加31.30亿元，主要系处置家金所、小贷公司及其他单位收到的现金净额27.81亿元。2015~2017年，公司投资活动现金流出量快速增长，年均复合增长49.15%，主

要系公司购建固定资产、无形资产等支付的现金规模增长所致。2017年，公司投资活动现金流出量为102.40亿元，同比增长70.44%，其中公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为58.40亿元，主要系公司自建商场的投资支出；支付其他与投资活动有关的现金20.52亿元，主要系往来款。2015~2017年，公司投资活动产生的现金流量净额均表现为净流出，净流出量逐年增长，三年来净流出量分别为42.88亿元、49.09亿元和60.11亿元。随着公司未来自建项目投资规模增长，公司有较大对外融资需求。

筹资活动方面，2015~2017年，公司筹资活动现金流入量年均复合下降8.70%。2017年，公司筹资活动现金流入量为130.35亿元，同比增长60.06%，其中公司取得借款收到的现金为128.95亿元。2015~2017年，公司筹资活动现金流出量波动下降，年均复合下降15.34%。2017年，公司筹资活动现金流出量为91.62亿元，同比增长33.26%，其中公司偿还债务支付的现金为60.39亿元。2015~2017年，公司筹资活动现金流量净额波动增长，三年来分别为28.56亿元、12.69亿元和38.74亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流入量为34.33亿元，同比增长13.71%，其中当期公司销售商品、提供劳务收到的现金为24.95亿元；公司经营活动现金流出量为35.41亿元，同比增长48.91%，主要系支付其他与经营活动有关的现金增长所致；同期公司现金收入比为86.38%，经营活动产生的现金流量净额由正转负，为-1.08亿元，主要系开业商场数量增多，集中收银推广范围扩大以及2017年底促销活动带来商场消费量增加，导致2018年一季度支付的代收商户货款同比大幅增长，同时其他经营性的支出也随公司规模扩大而增加。2018年1~3月，公司投资活动现金流入量为10.35亿元，同比增加9.30亿元，主要系收到其他与投资活动有关的现金增长所致；同期公司投资活动现金流出量为34.62亿元，同比大幅增长135.83%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资

产支付的现金及支付的其他与投资活动有关的现金增长所致；公司投资活动产生的现金流量净额为-24.26亿元。2018年1~3月，公司筹资活动现金流入量为42.84亿元，同比大幅增长201.05%，主要系公司完成A股上市吸收投资收到的现金30.50亿元；公司筹资活动现金流出量为7.17亿元，同比增长23.60%，当期公司偿还债务支付的现金为4.55亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为35.68亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模较大，获现能力较强，近年来投资规模有所增长，投资活动现金呈净流出状态，现金流的平衡需要依赖于外部融资。公司2018年1月完成A股上市，未来融资渠道及融资能力较有保障。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017年，公司流动比率和速动比率均持续下降，三年加权均值分别为66.38%和65.95%，2017年底分别为64.13%和63.60%。截至2018年3月底，上述两项指标分别回升至72.48%和71.84%，公司流动比率及速动比率水平较低。2015~2017年，公司经营现金流动负债比有所下降，三年分别为31.90%、29.42%和28.69%，公司经营性净现金流对流动负债覆盖水平一般。公司现金类资产充裕，2015~2017年及2018年3月底，公司现金类资产分别为57.28亿元、61.39亿元、106.30亿元和116.06亿元，对短期债务的保护能力尚可。考虑到公司流动负债中预收款项和其他应付款占比较高，实际无利息负担，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA分别为55.64亿元、58.89亿元和73.82亿元。2015~2017年，EBITDA利息倍数、调整后全部债务/EBITDA倍数三年加权均值分别为4.84倍和3.70倍，2017年分别为4.98倍和3.91倍。总体看，公司盈利能力保持较强水平，整体偿债能力较强。

截至2018年9月底，公司对外担保余额

合计2.50亿元，担保比率0.56%，被担保对象为海尔消费金融有限公司，担保期限至2019年11月8日。目前被担保企业运营情况良好，公司或有负债风险低。

截至2018年9月底，公司合并口径合作银行授信总额为369.49亿元，其中授信余额为278.00亿元，公司间接融资渠道较为畅通。公司同时为H股及A股上市公司，具备直接融资渠道。

#### 6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1014020300000050Z），截至2018年12月21日，已结清信贷信息概要中存在1笔关注类贷款。公司无未结清的不良和关注类贷款信息。

#### 7. 母公司财务分析

截至2017年底，母公司资产总额397.35亿元，其中流动资产240.96亿元（包括货币资金19.70亿元、其他应收款184.05亿元和应收股利31.32亿元），非流动资产156.39亿元（包括长期股权投资113.89亿元、可供出售金融资产6.70亿元和长期应收款8.09亿元）；负债合计244.12亿元，其中流动负债188.90亿元（包括其他应付款116.90亿元、预收款项7.31亿元和一年内到期的非流动负债54.87亿元），非流动负债55.22亿元（包括长期借款22.10亿元和应付债券29.73亿元）。截至2017年底，母公司所有者权益153.23亿元，主要包括股本36.24亿元、资本公积57.85亿元及未分配利润44.71亿元。债务指标方面，截至2017年底，母公司资产负债率为61.44%、全部债务资本化比率为41.72%。

经营指标方面，2017年，母公司实现营业收入18.84亿元，利润总额39.76亿元（其中投资收益40.13亿元）；母公司2017年度营业利润率为84.75%。

现金流方面，2017年，母公司经营活动现

金流入量为18.10亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金17.78亿元；经营活动现金流出11.90亿元，主要为支付给职工以及为职工支付的现金5.17亿元和支付其他与经营活动有关的现金4.08亿元；母公司2017年经营活动产生的现金流量净额为6.20亿元。2017年母公司投资活动现金流入为311.98亿元，主要为收到其他与投资活动有关的现金309.30亿元；投资活动现金流出334.13亿元，主要为支付其他与投资活动有关的现金301.97亿元；公司投资活动现金流量净额为-22.15亿元。2017年母公司筹资活动现金流量净额为20.60亿元。

总体看，母公司为公开市场债务融资主体，收入以投资收益为主，整体债务负担尚可。

#### 8. 抗风险能力

基于对公司所处家居建材流通行业发展趋势的基本判断、公司自身经营及财务状况，以及公司在品牌优势、项目储备及管理能力等方面的综合分析，公司整体抗风险能力极强。

### 十、本期中期票据偿债能力分析

#### 1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为5亿元，分别占2018年3月底公司调整后长期债务和调整后全部债务的2.54%和1.68%，本期中期票据的发行对公司现有债务水平影响很小。

截至2018年3月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率及调整后长期债务资本化比率分别为53.18%、38.30%和29.13%。以该期财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率将分别上升至53.40%、38.69%和29.65%，本期中期票据的发行将使公司债务负担小幅上升；考虑公司于2018年10月发行的“18红星家居MTN001”5亿元，本期中期票据发行后，公司资产负债率、调整后全部债务资

本化比率和调整后长期债务资本化比率将分别上升至53.63%、39.08%和30.17%。本期中期票据的发行将使公司债务负担小幅上升，但考虑到本期中期票据部分募集资金将用于偿还公司及控股子公司即将到期的银行借款，公司实际债务指标或将低于上述预测值。

#### 2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据拟发行额度的17.62倍、20.17倍和28.91倍；考虑到公司已于2018年10月发行的“18红星家居MTN001”5亿元，公司近三年经营活动现金流入量分别为以上两期中期票据合计额度的8.81倍、10.08倍和14.46倍。2015~2017年，公司经营活动现金流量净额分别为本期中期票据拟发行额度的6.78倍、7.97倍和13.04倍；考虑到公司已于2018年10月发行的“18红星家居MTN001”5亿元，公司近三年经营活动现金流量净额分别为以上两期中期票据合计额度的3.39倍、3.98倍和6.52倍。2015~2017年，公司EBITDA分别是本期中期票据拟发行额度的11.13倍、11.78倍和14.76倍；考虑到公司已于2018年10月发行的“18红星家居MTN001”5亿元，公司近三年EBITDA分别为以上两期中期票据合计额度的5.56倍、5.89倍和7.38倍。总体看，公司EBITDA和经营活动现金流对本期中期票据覆盖程度高。

总体看，本期中期票据发行后，对公司现有债务水平影响很小，公司EBITDA和经营活动现金流对本期中期票据的覆盖程度高。本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

### 十一、结论

公司作为全国性家居装饰及家居商场运营龙头企业，在经营环境、行业地位、运营经验和品牌知名度等方面具有竞争优势。近年来公司家居商城规模不断扩大、资产和权益规模持续增长，盈利能力不断提升。联合资信同时

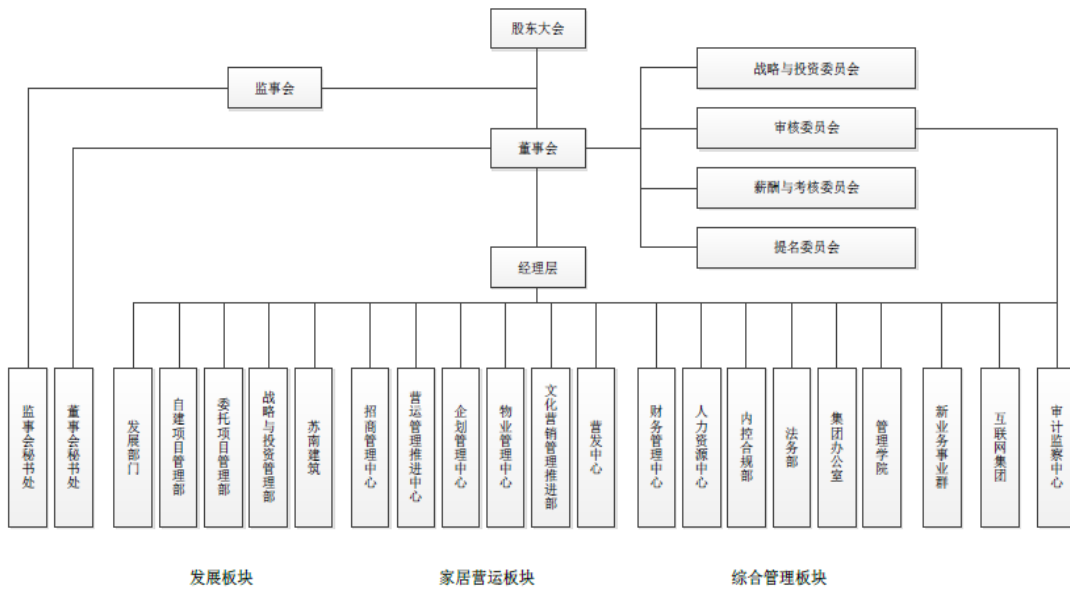
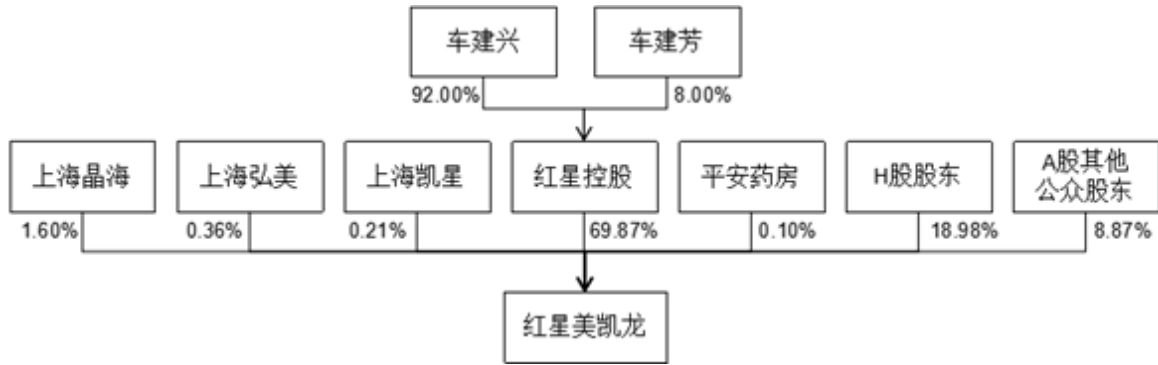
关注到公司非经营性损益对公司利润影响较大、资产受限规模大、债务规模不断增长等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司仍将以家居装饰及家居商场运营为主业，随着公司家居商城的不断增加并投入运营，公司综合竞争力有望进一步提升。

公司EBITDA和经营活动现金流量对本期中期票据的覆盖程度高。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



**附件 2 截至 2017 年底公司全资子公司情况**

序号	公司名称	业务性质	持股比例 (%)
1	常州美凯龙国际电脑家电装饰城有限公司	场地租赁管理	100
2	常州世界家具家居广场有限公司	场地租赁管理	100
3	无锡红星美凯龙国际家具装饰有限公司	场地租赁管理	100
4	连云港红星美凯龙国际家居广场有限公司	场地租赁管理	100
5	南京红星国际家具装饰城有限公司	场地租赁管理	100
6	南京名都家居广场有限公司	场地租赁管理	100
7	上海红星美凯龙全球家居有限公司	场地租赁管理	100
8	上海山海艺术家俱有限公司	场地租赁管理	100
9	长沙红星美凯龙家居生活广场有限公司	场地租赁管理	100
10	长沙红星美凯龙国际家居艺术博览中心有限公司	场地租赁管理	100
11	成都红星美凯龙世博家居生活广场有限责任公司	场地租赁管理	100
12	常州红星美凯龙装饰家居用品市场有限公司	市场公司	100
13	上海红星美凯龙广告有限公司	广告公司	100
14	杭州红星美凯龙世博家居有限公司	场地租赁管理	100
15	上海红星美凯龙品牌管理有限公司	品牌管理	100
16	重庆红星美凯龙环球家居生活广场有限责任公司	场地租赁管理	100
17	重庆红星美凯龙世博家居生活广场有限责任公司	场地租赁管理	100
18	武汉红星美凯龙世博家居广场发展有限公司	场地租赁管理	100
19	上海红星美凯龙家居艺术设计博览有限公司	场地租赁管理	100
20	上海鼎胜建筑工程管理设计有限公司	工程设计	100
21	烟台红星美凯龙家居有限公司	场地租赁管理	100
22	重庆红星美凯龙博览家居生活广场有限责任公司	场地租赁管理	100
23	长沙市银红家居有限公司	场地租赁管理	100
24	天津红星美凯龙家居装饰生活广场有限公司	场地租赁管理	100
25	盘锦红星美凯龙全球家居生活广场有限公司	场地租赁管理	100
26	沈阳红星美凯龙家居有限公司	场地租赁管理	100
27	上海星凯程鹏企业管理有限公司	投资管理	100
28	上海红美电子商务有限公司	电子商务	100
29	上海红星美凯龙商贸有限公司	投资管理	100
30	哈尔滨红星美凯龙世博家居广场有限公司	场地租赁管理	100
31	上海星家装饰建材有限公司	建材超市	100
32	中山红星美凯龙世博家居广场有限公司	场地租赁管理	100
33	沈阳大东红星美凯龙家具建材市场有限公司	场地租赁管理	100
34	无锡红星美凯龙家居生活广场有限公司	场地租赁管理	100
35	常州家频道家居饰品有限公司	自营销售	100
36	北京红星美凯龙家居市场有限公司	品牌管理	100
37	武汉红星美凯龙环球家居广场发展有限公司	商品出租	100
38	北京世纪凯隆商业投资有限公司	场地租赁管理	100
39	天津红星美凯龙时尚家居广场有限公司	场地租赁管理	100
40	上海红星欧丽洛雅家居市场经营管理有限公司	市场公司	100

41	合肥红星美凯龙世博家居广场有限公司	商品出租	100
42	南京红星美凯龙国际家居有限责任公司	商品出租	100
43	上海红星美凯龙亿家装饰工程有限公司	家装设计	100
44	上海星易通汇商务服务有限公司	商业服务	100
45	上海红星美凯龙家品会电子商务有限公司	电子商务	100
46	上海悠美家居有限公司	自营销售	100
47	天津红星美凯龙世贸家居有限公司	商品出租	100
48	上海美昊装饰设计工程有限公司	家装设计	100
49	哈尔滨红星美凯龙国际家居有限公司	商品出租	100
50	红星美凯龙家居商场管理有限公司	投资管理	100
51	扬州红星美凯龙国际家居广场有限公司	品牌管理	100
52	上海红星美凯龙龙美家居市场经营管理有限公司	市场公司	100
53	江苏苏南建筑安装工程有限公司	建筑建设	100
54	河南西西里亚物业管理有限公司	物业管理	100
55	上海红星美凯龙住建集采商贸有限公司	场地租赁管理	100
56	上海红星美凯龙知识产权代理有限公司	知识产权	100
57	沈阳红星美凯龙博览家居有限公司	场地租赁管理	100
58	兰州红星美凯龙世博家居广场有限公司	场地租赁管理	100
59	上海吉盛伟邦环球家居品牌管理有限公司	管理咨询	100
60	上海红星美凯龙装饰家居市场经营管理有限公司	品牌管理	100
61	上海红星美凯龙网络技术有限公司	电子商务	100
62	上海红星美凯龙装修公网络技术有限公司	电子商务	100
63	乌鲁木齐红星美凯龙家居世博广场有限公司	场地租赁管理	100
64	上海安家网络科技有限公司	电子商务	100
65	上海爱逛家电子商务有限公司	电子商务	100
66	上海家聚信息技术有限公司	电子商务	100
67	上海红美网络科技有限公司	电子商务	100
68	成都红星欧丽洛雅品牌管理有限公司	品牌管理	100
69	呼和浩特市红星美凯龙世博家居广场有限责任公司	场地租赁管理	100
70	山西星易通汇网络科技有限公司	电子商务	100
71	长沙红星美凯龙世博家居生活广场有限公司	场地租赁管理	100
72	上海星和宅配家居服务有限公司	家装设计	100
73	上海红星美凯龙实业有限公司	投资管理	100
74	上海红星美凯龙星龙家居有限公司	场地租赁管理	100
75	红星美凯龙成都商业管理有限公司	企业管理咨询	100
76	红星美凯龙成都企业管理咨询有限公司	企业管理咨询	100
77	北京红星美凯龙国际家具建材广场有限公司	场地租赁管理	100
78	北京红星美凯龙世博家具广场有限公司	场地租赁管理	100
79	北京美凯龙家具建材市场有限公司	市场公司	100
80	北京红星美凯龙世博家具建材广场有限公司	市场公司	100
81	红星美凯龙环球(北京)家具建材广场有限公司	场地租赁管理	100
82	包头红星美凯龙家居生活广场有限责任公司	场地租赁管理	100
83	红星美凯龙世博(天津)家居生活广场有限公司	场地租赁管理	100
84	昆山红星美凯龙全球家居有限公司	品牌管理	100



85	桐乡红星美凯龙世博家居广场管理有限公司	品牌管理	100
86	北京红星美凯龙企业管理有限公司	品牌管理	100
87	无锡红星美凯龙经营管理有限公司	品牌管理	100
88	衢州红星美凯龙世博市场管理服务有限公司	品牌管理	100
89	安徽盛世鼎通物流有限公司	仓储物流	100
90	安徽腾辉投资集团合肥有限公司	投资管理	100
91	南京红星国际家居广场管理服务有限公司	管理公司	100
92	常熟红星美凯龙全球家居有限公司	品牌管理	100
93	上海祁星投资有限公司	投资管理	100
94	上海红星美凯龙楷恒家居有限公司	场地租赁管理	100
95	成都红星美凯龙天府世博家居广场有限公司	场地租赁管理	100
96	成都天府新区红星美凯龙世贸家居有限公司	场地租赁管理	100
97	香港红星美凯龙全球家居有限公司	投资管理	100
98	红星美凯龙（上海）企业管理有限公司	企业管理咨询	100
99	合肥红星美凯龙物流有限公司	仓储物流	100
100	长沙红星美凯龙金霞家居生活广场有限公司	场地租赁管理	100
101	武汉红星美凯龙全球家居广场发展有限公司	场地租赁管理	100
102	红星美凯龙企业管理咨询有限公司	企业管理咨询	100
103	红星欧丽洛雅企业管理有限公司	企业管理咨询	100
104	霍尔果斯红星美凯龙商业管理有限公司	企业管理咨询	100
105	陕西红星美凯龙物流有限公司	仓储物流	100
106	上海泛居网络科技有限公司	网络技术	100
107	上海红星美凯龙劳务派遣有限公司	劳务派遣	100
108	烟台欣欢企业管理有限公司	企业管理咨询	100
109	重庆红星美凯龙物流有限公司	仓储物流	100
110	西宁红星美凯龙世博家居广场有限公司	场地租赁管理	100
111	郑州隼铠企业管理咨询有限公司	企业管理咨询	100
112	红星众盈投资有限公司	创业投资	100
113	上海美凯龙星荷资产管理有限公司	企业管理咨询	100
114	上海宇慕企业管理有限公司	企业管理咨询	100
115	上海宇煦企业管理有限公司	企业管理咨询	100
116	上海宇筑企业管理有限公司	企业管理咨询	100
117	上海宇霄企业管理有限公司	企业管理咨询	100
118	郑州东晟企业管理有限公司	企业管理咨询	100
119	红星美凯龙凯撒至尊（上海）家居有限公司	自营销售	100
120	上海睦烨资产管理有限公司	企业管理咨询	100
121	红星美凯龙家居集团财务有限责任公司	贷款业务	100
122	贵州红星美凯龙物流有限公司	仓储物流	100
123	上海红星美凯龙设备租赁有限公司	设备租赁	100
124	重庆红星美凯龙国际家居生活广场有限责任公司	场地租赁管理	100
125	上海金山红星美凯龙全球家居有限公司	场地租赁管理	100

注：截至 2017 年底，公司纳入合并范围的主体共计 181 家，表中所列均为公司 100% 持股的子公司。

**附件 3 主要财务数据及指标**

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	57.28	61.39	106.30	116.06
资产总额(亿元)	738.10	815.35	970.15	1024.34
所有者权益合计(亿元)	381.96	399.21	439.32	479.63
短期债务(亿元)	27.95	46.77	98.17	100.52
长期债务(亿元)	143.62	168.82	162.69	169.42
全部债务(亿元)	171.57	215.59	260.86	269.94
调整后全部债务(亿元)	175.06	219.78	288.61	297.71
营业收入(亿元)	91.79	94.36	109.60	28.89
利润总额(亿元)	45.65	48.02	59.86	16.41
EBITDA(亿元)	55.64	58.89	73.82	--
经营性净现金流(亿元)	33.88	39.84	65.18	-1.08
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	11.95	10.94	11.12	--
存货周转次数(次)	60.90	64.88	38.18	--
总资产周转次数(次)	0.13	0.12	0.12	--
现金收入比(%)	91.77	99.93	111.18	86.38
营业利润率(%)	69.00	67.92	68.24	67.72
总资本收益率(%)	7.55	7.49	7.61	--
净资产收益率(%)	8.75	9.20	9.74	--
长期债务资本化比率(%)	27.33	29.72	27.02	26.10
调整后长期债务资本化比率(%)	27.81	30.24	30.24	29.13
全部债务资本化比率(%)	31.00	35.07	37.26	36.01
调整后全部债务资本化比率(%)	31.43	35.51	39.65	38.30
资产负债率(%)	48.25	51.04	54.72	53.18
流动比率(%)	74.17	64.95	64.13	72.48
速动比率(%)	73.84	64.62	63.60	71.84
经营现金流动负债比(%)	31.90	29.42	28.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.45	4.87	4.98	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	3.15	3.73	3.91	--

注：1、2018 年一季度财务数据未经审计；2、将长期应付款中的融资租赁款及其他非流动负债中的有息部分计入调整后全部债务核算。

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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 / 营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%

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+一年内到期的非流动负债(剔除一年内到期的无息负债)+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

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 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

### 附件 5-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

### 附件 5-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 联合资信评估有限公司关于 红星美凯龙家居集团股份有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

红星美凯龙家居集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

红星美凯龙家居集团股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，红星美凯龙家居集团股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注红星美凯龙家居集团股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现红星美凯龙家居集团股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对红星美凯龙家居集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整本信用评级结果。

如红星美凯龙家居集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对红星美凯龙家居集团股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与红星美凯龙家居集团股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。