跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1342 号

红星美凯龙控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

红星美凯龙控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

红星美凯龙控股集团有限公司发行的“18 红星 01”、“19 红星 01”和“19 红星 03”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

红星美凯龙控股集团有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 红星 01	3.00 亿元	3 年（2+1）	AAA	AAA	2018 年 8 月 16 日
19 红星 01	10.00 亿元	3 年（2+1）	AAA	AAA	2019 年 1 月 8 日
19 红星 03	10.00 亿元	3 年（2+1）	AAA	AAA	2019 年 3 月 8 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 18 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	1,264.22	1,606.87	2,059.10	2,176.06
所有者权益（亿元）	444.70	522.94	579.37	594.47
长期债务（亿元）	367.06	490.31	564.80	--
全部债务（亿元）	460.64	619.54	749.70	--
营业收入（亿元）	161.55	200.44	248.18	50.75
净利润（亿元）	40.46	46.70	61.82	12.21
EBITDA（亿元）	64.56	82.20	101.88	--
经营性净现金流（亿元）	12.89	23.07	61.72	1.36
营业利润率（%）	47.33	44.98	45.64	59.67
净资产收益率（%）	9.38	9.65	11.22	--
资产负债率（%）	64.82	67.46	71.86	72.68
全部债务资本化比率（%）	50.88	54.23	56.41	--
流动比率（倍）	1.31	1.46	1.22	1.26
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.13	0.14	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.47	2.19	2.34	--
EBITDA/待偿本金（倍）	2.81	3.57	4.43	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、一年内到期的非流动负债扣除一年内到期的长期租金部分后计入短期债务，其他流动负债中的超短期融资券已计入短期债务；长期应付款中融资租赁款已计入长期债务，其他非流动负债中的商业地产抵押贷款支持证券已计入长期债务。4、EBITDA 利息倍数中使用的资本化利息为地产子公司和家居子公司两家资本化利息合计数。

评级观点

2018 年，红星美凯龙控股集团有限公司（以下简称“公司”或“红星控股”）家居商场店面及经营管理面积均有增加，且其出租率仍然保持在较高水平。公司地产开发业务土地储备较为充裕，签约销售规模增长明显。公司资产规模不断扩大，债务结构尚可，盈利能力较强。此外，阿里巴巴（中国）网络技术有限公司（以下简称“阿里”）已认购公司发行的可交换债券，双方进行战略合作事宜或将提升公司整体竞争力。同时，联合评级也关注到公司存货存在一定去化压力、未来开发资金需求规模较大、其他应收款规模较大对资金形成一定占用、资产受限规模大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司自营和委管店面的不断增加和实现运营，公司经营状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时维持 “18 红星 01”、“19 红星 01”和“19 红星 03”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．2018 年，公司家居商场经营店面增加，租金较为稳定，且自营商场具备较大的物业资产增值收益。

2．2018 年，公司地产开发业务土地储备充足，新开工面积大幅增长，签约销售面积和金额均有明显增长，销售状况良好。

3．公司货币资金充足，债务结构尚可，盈利能力较强，经营活动现金流保持净流入状态。

4．若可交换债换股后，阿里将获得子公司相应股份，同时双方进行战略合作，若顺利进行，将提升公司整体竞争力。

关注

1. 公司在建项目规模较大，部分项目因区域分布差异，可能存在一定的去化压力。同时公司在建拟建项目尚需投资规模大，存在一定资金支出压力。

2．公司债务规模大，存在一定的偿付压力；公司其他应收款规模较大，对资金形成一定占用；资产受限比重较高。

3. 公司地产开发业务毛利率水平一般，且公司投资性房地产采用公允价值计量，公允价值变动收益对营业利润影响较大。

分析师

冯磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

卢瑞

电话：010-85172818

邮箱：lur@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

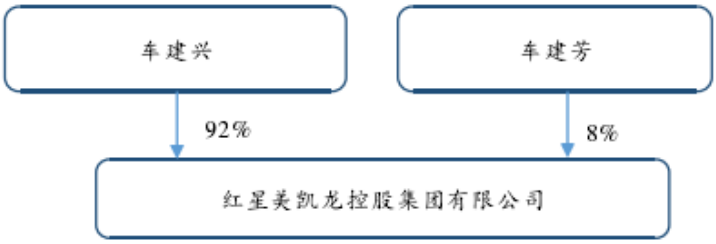
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

红星美凯龙控股集团有限公司（以下简称“红星控股”或“公司”）前身为上海红星美凯龙投资有限公司，由车建兴和车建芳于2007年共同出资组建，成立时注册资本人民币1,600万元，其中车建兴以现金出资1,472万元，占注册资本的92%，车建芳以现金出资128万元，占注册资本的8%，车建兴与车建芳为兄妹关系。2016年12月，公司改为现名。经多次未分配利润转增注册资本以及股东增资，截至2019年3月底，公司注册资本为2亿元，实收资本为1亿元，其中车建兴持股比例为92%，车建芳持股比例为8%，车建兴为公司实际控制人。

图 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司家居运营板块主体为 A+H 股上市公司红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“美凯龙”，股票代码：601828.SH；港股证券代码“红星美凯龙”，股票代码：1528.HK）。公司持有其 2,480,315,772 股，持股比例为 69.87%。根据美凯龙公告，截至 2019 年 5 月 23 日，美凯龙剩余被质押股份数量为 1,251,225,085 股，占美凯龙总股本的 35.25%，占比较高，需关注股价波动所带来的质押风险。

公司已于 2019 年 5 月 10 日在浦东新区市场监管局完成该经营范围变更登记。此次经营范围的变更新增从事教育科技领域内的技术咨询、技术开发、技术服务、技术转让。

截至 2019 年 3 月底，公司组织架构未发生改变。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 2,059.10 亿元，负债总额 1,479.73 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）579.37 亿元，归属于母公司所有者权益 366.23 亿元。2018 年，公司实现营业收入 248.18 亿元，净利润（含少数股东损益）61.82 亿元，归属于母公司所有者的净利润 39.57 亿元；经营活动产生的现金流量净额 61.72 亿元，现金及现金等价物净增加额-43.20 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 2,176.06 亿元，负债总额 1,581.59 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）594.47 亿元，归属于母公司所有者权益 377.95 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 50.75 亿元，净利润（含少数股东损益）12.21 亿元，归属于母公司所有者的净利润 7.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.36 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.22 亿元。

公司注册地址：上海市浦东新区莲林路 15 号 1 幢 409 室；法定代表人：车建兴。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司发行不超过人民币 60 亿元公司债券获得中国证监会证监许可[2018]1045 号文核准。公司于 2018 年 11 月 5 日发行了红星美凯龙控股集团有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）

（品种一）（以下简称“18 红星 01”），并在上海证券交易所上市交易，发行总额为人民币 3.00 亿元，债券期限 3 年期，附第 2 年底公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行票面利率为 6.50%，每年付息一次；公司于 2019 年 1 月 28 日发行了红星美凯龙控股集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）（品种一）（以下简称“19 红星 01”），并在上海证券交易所上市交易，发行总额为人民币 10.00 亿元，债券期限 3 年期，附第 2 年底公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行票面利率为 6.50%，每年付息一次；公司于 2019 年 4 月 1 日公开发行了红星美凯龙控股集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第二期）（品种一），（以下简称“19 红星 03”）并在上海证券交易所上市交易，发行总额为人民币 10.00 亿元，债券期限 3 年期，附第 2 年底公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行票面利率为 6.50%，每年付息一次。具体情况参见下表。

表 1　公司债券发行情况

债券简称	证券代码	金额（亿元）	余额（亿元）	期限（年）	发行票面利率（%）
18 红星 01	143777.SH	3.00	3.00	3（2+1）	6.50
19 红星 01	155152.SH	10.00	10.00	3（2+1）	6.50
19 红星 03	155232.SH	10.00	10.00	3（2+1）	6.50

资料来源：Wind

截至公司年度报告出具日，以上三只债券全部按照募集资金使用用途使用。债券使用情况方面：“18 红星 01”，实际使用 29,760.00 万元，用于偿还借款；“19 红星 01”和“19 红星 03”分别实际使用 99,200.00 万元和 97,235.81 万元，均用于偿还各类借款和补充流动资金。以上三只债券由于均未到付息日，故均未产生利息支付的情况。

三、行业分析

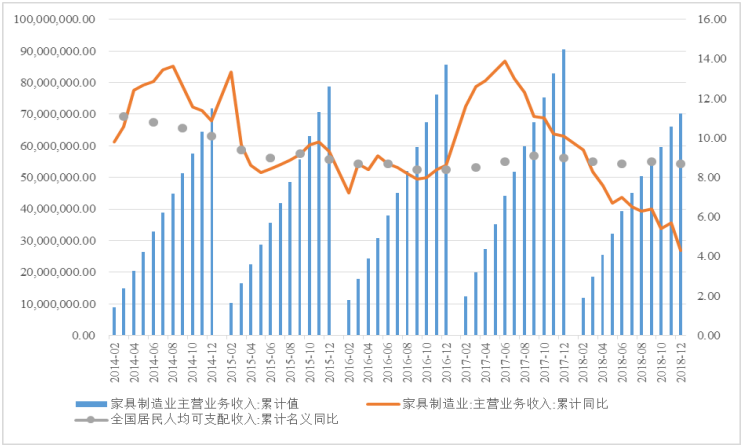
公司以家居装饰及家具零售业务和商业地产开发业务为主，分别属于家居行业和商业地产行业。

1．家居行业

（1）家居行业概况

近年来，随着我国宏观经济环境以及地产市场的变化，家居建材行业整体增长减速，整体家居行业过往的高增长也开始逐步放缓。同时，门店数量的快速扩张以及新进入者增多，使整体家居行业竞争加剧，企业加速多元化渠道和产品线布局。经国家统计局统计，截至 2019 年 2 月底，全国有 6,308 家家具制造企业，2018 年行业总收入达 7,011.90 亿元人民币，累计同比减少 22.58%。

图 2　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，联合评级整理。

受过去两年房地产调控政策升级影响，全国住宅市场成交量整体回落，同时精装房政策在一、二线城市快速推进。作为地产后周期行业，家具行业多年来以新房市场销售为主，与地产之间具有较明显的相关性。精装房趋势虽然一定程度上影响家具新房零售市场，但同时家居企业顺应精装趋势，加快工程渠道、拎包入住业务布局。此外，长远来看，国内二手房和翻新房市场需求较大，未来有望逐步替代新房成为家具行业市场需求的主要来源。

随着行业发展逐渐步入成熟期，品牌家具企业产品品类更为丰富、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。

总体看，随着人民生活水平提升，家居行业整体发展较快。家居行业具有明显的地域特征，生产厂商分散、品牌效应弱，而渠道商在整个产业链中具有较强势地位，未来随着家居产品更加丰富、销售渠道的完善，行业内龙头家居经销企业的市场占有率有望提升。

（2）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。

总体看，家居行业进入门槛低，市场竞争激烈。

（3）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成将成为家居企业转型的重点。

总体看，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．商业地产行业

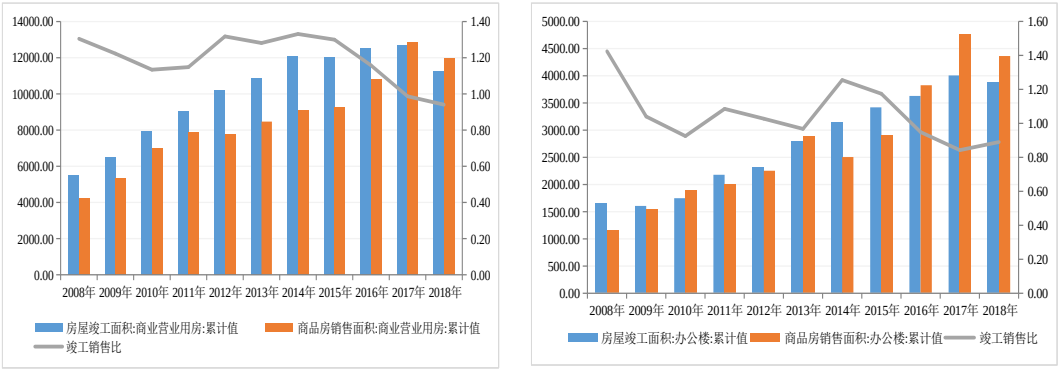
（1）行业概况

2018 年，房地产宏观调控政策坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”基调，坚持去库存、去杠杆的管控思路，在长效机制加速推进的过程中，积极引导全民预期。房价过快增长的势头得到遏制，市场逐渐降温，尤其在进入四季度以后市场转向明显，全年前高后低。行业集中度继续加剧，全年销售额千亿以上企业达到 31 家。Top10 门槛提升到 2,000 亿元，市场占有率提升到约 29.2%，Top20 企业市场占有率近 40%。中小房企将面临严峻的生存考验。

2018 年，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速较上年同期下降 6.40 个百分点；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较上年同期下降 1.50 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓。

从办公楼供求情况看，2018 年办公楼竣工面积 3,884.04 万平方米，同比下降 3.06%，增速较上年下降 13.46 个百分点；办公楼销售面积 4,363.32 万平方米，同比下降 8.26%，增速较上年下降 32.57 个百分点。从商业营业用房情况看，2018 年商业营业用房竣工面积 11,258.68 万平方米，同比下降 11.14%，增速较上年下降 12.36 个百分点；商业营业用房销售面积 11,971.33 万平方米，同比下降 6.75%，增速较上年下降 25.49 个百分点，具体如下图所示。

图3　2008~2018年全国商业营业用房和办公楼供求情况（单位：万平方米、%）



资料来源：Wind，联合评级整理。

注：竣工销售比为竣工面积和销售面积的比值，小于 1 说明供不应求，大于 1 说明供大于求。

从全国商业地产的增速来看，2018 年，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别较上年同期下降 13.60%和 9.40%；办公楼销售面积和销售金额分别同比下降 15.70%和 6.20%。

总体看，由于 2018 年房地产政策环境仍然趋紧，热点城市调控政策不断收紧，在我国经济减速转型的背景下，商业地产行业增速下行。

（2）行业关注

行业集中度低，竞争激烈

商业地产行业属于资金密集型行业，在过去几年相对宽松的货币环境下，行业进入门槛降低，导致市场集中度很低，参与者较多。行业内大型企业扩张较快，小型企业也在通过多种形式扩大企业规模。同时，受住宅地产限购政策和景气度下滑的共同影响，传统的住宅物业开发商也在逐步转型参与到商业物业的开发建设中。此外，主要的商业物业形态如shopping mall、百货店、写字楼等同质化明显，部分核心商业区域商业楼宇密度大，供给量较高。上述因素均导致商业地产行

业竞争激烈。

复合型人才短缺

商业地产规划设计难度大，开发周期长，后期管理复杂，需要熟悉各个环节的复合型人才参与开发建设和管理经营。目前我国商业地产市场成熟度不高，此类人才十分紧缺，对未来我国商业地产行业的长期发展构成挑战。

投资回报期长，现金回笼慢

商业地产开发过程中预售节点往往较晚，而且由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产，投资回报期相对较长，对于开发商的资金周转产生一定的影响，加重其融资压力。

（3）未来发展

行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为投入的关键，技术性投入比重加大。

行业金融化、退出手段多样化

商业物业具有金融属性，对资本运作的要求非常高。商业地产在运营阶段将转向“资本和运营”，投资属性更加突出。未来的商业地产项目将更加关注运营阶段的投融资能力，具有较强投融资能力的商业地产项目具有更强的竞争实力。目前商业地产的产业链尚不完善，还没有成熟的退出机制，使众多的个人投资者、机构投资者都很难享受到商业地产所带来的投资红利。因为商业地产具有投资金额大、回报周期长、收益率高、运营管理难、退出方式少等特征，投资商业地产相对比较复杂，这需要做好完善的物业尽职调查，包括房地产评估、市场分析、投资测算、工程尽职调查等。未来中国核心商圈的商业地产项目将以持有型为主流，随着中国房地产金融进一步的完善，资产证券化将为商业地产带来更好的发展前景。

总体看，未来商业地产行业发展将更多与创新的金融产品相结合，充分体现其投资属性。

四、管理分析

公司现有董事、监事、高级管理人员共 6 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。2018 年公司 CFO 变更为杨琴女士。

杨琴女士，现任公司 CFO。复旦大学会计学专业本科、工商管理学硕士。2011 年进入红星美凯龙家居集团股份有限公司后，先后担任财管中心副总经理、财务总监职位。在职期间，主导完成多项投资和并购项目，并组织参与红星美凯龙家居集团股份有限公司 H 股及 A 股上市事宜，公司于 2015 年、2018 年分别在 H 股及 A 股成功上市。2003 年，杨女士获得上海市三八红旗手荣誉称号。2018 年 5 月杨女士获得上海市社会工作党委系统青年五四奖章（个人）。2018 年 9 月，杨女士担任红星美凯龙控股集团有限公司首席财务官并兼任重庆红星美凯龙企业发展有限公司首席财务官职务。

总体看，公司核心管理团队相对稳定，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

2018 年，公司仍主要从事家居商场业务和商业地产及住宅开发业务，其中家居商场业务主要由子公司美凯龙负责，商业地产及住宅开发业务主要由子公司重庆红星美凯龙企业发展有限公司

（以下简称“红星企发”）负责。2018 年，公司合计实现营业收入 248.18 亿元，同比增长 23.81%，主要系各板块业务收入均有增长所致；营业利润为 81.95 亿元，较上年增长 26.85%，主要系营业收入增长与投资性房地产公允价值变动收益增加所致，受上述因素影响，公司 2018 年净利润同比增长 32.38%至 61.82 亿元。

从主营业务构成来看，2018 年公司商业地产及住宅销售占主营业务收入比重为 34.60%，租赁及管理收入在主营业务收入中的占比为 34.49%，商业地产及住宅销售和租赁及管理仍为公司的核心业务。2018 年，公司商业地产及住宅销售收入为 82.53 亿元，较上年同期增长 10.36%，主要系结转项目增加所致；公司委管项目储备充足，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%；2018 年，公司租赁及管理收入经营情况良好，较上年同期增长 14.80%，为 82.26 亿元。主营业务-其他收入较上年同期增长 231.18%，主要系公司家居建造施工及设计业务发展所致。

从毛利率看，受 2018 年公司结转项目毛利率较高影响，公司商业地产及住宅销售毛利率为 18.75%，有所提升，但仍处于行业较低水平；租赁及管理收入的毛利率较上年同期变化不大；商品销售毛利率较上年同期有所减少，主要系家装服务业人工成本的增加以及进口家具购销业务的增加所致；受益于地产板块毛利率提升的影响，公司 2018 年主营业务毛利率较上年同期小幅提升 1.19 个百分点。

.

表 2　2017~2018 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商业地产及住宅销售	74.79	38.45	13.57	82.53	34.60	18.75
租赁及管理收入	71.66	36.84	76.03	82.26	34.49	76.16
与委托经营管理商场相关收入	36.29	18.66	63.90	41.77	17.51	60.36
商品销售收入	3.55	1.83	36.12	4.71	1.97	33.44
主营业务-其他	8.23	4.23	44.69	27.24	11.42	42.94
合计	**194.51**	**100.00**	**47.70**	**238.52**	**100.00**	**48.89**

资料来源：公司年报，联合评级整理。

总体看，2018 年，公司营业收入有所增长；公司租赁及管理业务板块毛利率较为稳定且处于较高水平；委托管理业务毛利率有所下降，但整体仍处于较高水平；公司地产板块毛利率有所提升，拉动公司主营业务毛利率小幅上升。

2．家居商场业务

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居商场的经营、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和委管商场经营及管理板块的相关收入。

2018 年，公司家居建材商场经营规模保持较快扩张速度，“红星美凯龙”家具商场数量及营业面积由 256 家合计 1,513.77 万平方米增长至 308 家合计 1,893.93 万平方米。截至 2018 年底，公司自营商场经营面积占 36.54%，委管商场经营面积占 63.46%。从区域上看，公司自营商场多集中在北京、上海、天津和重庆等一二线城市；委管商场多集中在华北、华东、西南和华南等地区。

表 3　公司商场经营数据变化情况（单位：家、万平方米、%）

业务类别	2016 年			2017 年			2018 年		
	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	66	508.33		71	570.59		80	691.90	
1、自有	48	399.00	96.70	51	453.76	97.55	57	560.81	96.23
2、租赁	18	109.33		20	116.83		23	131.09	
委管商场	134	760.91	96.24	185	943.18	97.63	228	1,202.03	95.00
合计	**200**	**1,269.24**	**--**	**256**	**1,513.77**	**--**	**308**	**1,893.93**	**--**

资料来源：公司提供

（1）自营商场

2018 年公司新增自营商场 9 家，包括 6 家新开设的自营商场和 3 家委管转自营的商场。截至 2018 年底，公司共有 80 家自营商场（累计经营面积为 691.90 万平方米），经营面积较上年底增长 21.26%；平均出租率为 96.23%，较上年略有下降。

公司自营商场集中于一二线城市，具有较强的区域优势且项目储备较为充足。截至 2018 年底，公司共有 19 家自营商场分布在北京、上海、天津和重庆四个直辖市，较 2017 年增加 1 家；经营面积为 181.12 万平方米，较 2017 年增加 22.79 万平方米。截至 2018 年底，公司共有 8 家处于筹备期的自营商场。

总体看，2018 年，公司自营商场经营店面不断增加，公司在运营的商场数量较多，基本分布在一、二线城市，自营商场出租率保持在较高水平，且具备较大的物业资产增值收益。

（2）委管商场

2018 年，公司委托管理商场数量及规模进一步扩张。截至 2018 年底，公司经营委管商场共计 228 家，经营面积达 1,202.03 万平方米，经营面积较上年增长 27.45%，平均出租率为 95.00%，较上年有所下降，整体出租水平良好。

公司经营的委管商场中有 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 53.51%。截至 2018 年底，公司位于华东和华北的委管商场的经营面积达 695.57 万平方米，较 2017 年底增加 113.52 万平方米。 2018 年以来公司在西南（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）均布局了委管商场。公司委管商场分布区域大部分位于三、四线城市，区域布局进一步扩大。

此外，公司委管商场项目储备充足，截至 2018 年底，公司共有 361 个签约项目已取得土地使用权证或已获得地块用于筹备中的委管商场。

总体看，公司委管商场多集中在华东、华北、西南和华南等地区，出租率有所下降，但整体仍保持在较好水平，随着经营规模快速增长，公司通过专业化的管理团队进行轻资产管理，有助于公司在三四线城市实现品牌迅速扩张。

（3）家居商场开发情况

截至 2018 年底，公司在建家居商场项目 4 个计划总投资 32.06 亿元，截至 2018 年底已投资 23.80 亿元，未来尚需投资 8.26 亿元；公司拟建家居商场项目 5 个，计划总投资 70.78 亿元，截至 2018 年底已投资 13.11 亿元，未来尚需投资 57.67 亿元。

3．地产开发业务

公司现阶段业务经营主要以房地产开发及销售为主，并持有一定量的百货和超市业态等商业物业资源。

（1）土地获取与储备

“红星美凯龙”的品牌效应对公司获取土地形成良好的支持。由于公司自营家居商场的招商能力较强，公司能够在家居建材商场附近获得部分其他的商住用地，且具有较强的议价能力。

公司土地储备保持较大规模，主要分布在二线及三、四线城市，其中占比较大的土地储备位于华东和华北。截至 2018 年底，公司土地储备总建筑面积（合并口径）合计 1,761.20 万平方米，权益口径土地储备建筑面积合计 1,452.06 万平方米。截至 2018 年底，公司已完工项目楼面均价在 2,847.67 元/平方米左右，成本较合理。公司土地储备规模较大，但公司部分项目分布在西宁、晋中、衡水等三四线城市，可能存在一定去库存压力。

总体看，公司土地储备保持较大规模，部分项目位于三、四线城市，可能存在一定去库存压力。

（2）项目开发情况

从项目开发数据来看，2017~2018年，公司新开工面积分别为216.53万平方米和728.40万平方米，2018年新开工面积增长规模大，主要系开工节奏加快所致；2017~2018年，公司竣工面积分别为175.55万平方米和115.36万平方米。截至2018年底，公司在建项目面积为962.58万平方米。

表 4　2016 ~2018 年公司项目开发情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积（万平方米）	97.06	216.53	728.40
竣工面积（万平方米）	85.77	175.55	115.36
期末在建面积（万平方米）	308.56	349.54	962.58

资料来源：公司提供

从公司在建项目的预计投资情况看，截至 2018 年底公司在建项目预计总投资 952.03 亿元，已完成投资 382.54 亿元，未来仍需投资 569.49 亿元。从公司拟建项目的预计投资情况看，截至 2018 年底，公司在建项目预计总投资 208.42 亿元，尚需投资规模大，截至 2019 年 3 月底，公司在建项目 45 个，拟建项目 9 个，公司存在一定资金支出压力。

总体看，公司在建拟建项目较多，在建面积规模较大，能够保证公司未来销售的需要，但尚需投资规模大，公司存在一定资金支出压力。

（3）房产销售情况

从销售情况来看，2017~2018 年，公司签约销售面积分别为 234.72 万平方米和 377.34 万平方米，2018 年大幅增长；受预售项目地点不同影响，近两年公司签约销售均价分别为 1.11 万元/平方米和 1.07 万元/平方米；综上，近两年公司实现签约金额分别为 259.61 亿元和 405.08 亿元。

公司 2018 年销售回款率增长较大，为 92.00%，较 2017 年增加 16.00 个百分点。

表 5　2016~2018 年公司销售项目情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
签约销售面积（万平方米）	122.96	234.72	377.34
签约销售金额（亿元）	137.14	259.61	405.08
签约销售均价（万元/平方米）	1.12	1.11	1.07
销售回款率（%）	98.00	76.00	92.00

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司已完工项目总可售面积为 320.34 万平方米，已签约销售面积 283.69 万平方米，平均去化率 88.56%，整体去化水平尚可，但公司位于苏州、无锡、廊坊等三四线城市的项目因地区性差异，去化具有一定压力。此外，公司在建项目总可售面积 1,273.91 万平方米，已售面积 464.21 万平方米，待售面积 809.70 万平方米，待售面积规模较大，能够满足未来几年的销售需求。

整体看，2018 年，公司签约销售面积大幅增长，带动销售金额大幅增加；公司销售回款率增长较大；公司在建项目待售面积规模较大，能够满足公司未来两年的需求，但因项目所在地区差异，部分项目可能面临一定的去化压力。

4. 重大事项

子公司美凯龙回购 H 股股份

2018 年 7 月 17 日美凯龙完成 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，美凯龙此次回购的 H 股股份注销后，注册资本为 35.50 亿元。

受 2018 年 H 股回购注销影响，美凯龙实收资本及资本公积较上年末有所减少，公司资本增长受到一定限制。

公司 2019 年非公开发行可交换公司债券（第一期）由阿里认购，并与阿里签订战略合作协议

根据子公司美凯龙 2019 年 5 月 16 日《关于控股股东非公开发行可交换公司债券发行完成的公告》内容，经上海证券交易所《关于对红星美凯龙控股集团有限公司非公开发行可交换公司债券挂牌转让无异议的函》（上证函【2018】589 号）批复，公司获准以其所持子公司美凯龙部分 A 股股票及质押期间产生的孳息为标的，面向合格投资者非公开发行总额不超过人民币 150 亿元的可交换公司债券。

公司 2019 年非公开发行可交换公司债券（第一期）发行规模不超过 50 亿，初始换股价格为 12.28 元/股，换股期限自债券发行结束日起满 6 个月后的第一个交易日及 2021 年 1 月 18 日孰晚之日起至债券到期日止。该期债券（债券代码：137079.SH，债券简称：19 红 01EB）已于 2019 年 5 月 14 日发行，实际发行规模为 43.594 亿元，阿里已认购全部份额。该期债券第一年至第二年票面利率为 3.25%，第三年至第五年票面利率为 1.00%。

同时，2019 年 5 月 15 日，公司与阿里签订了业务合作框架协议，双方同意在家具建材及家居商场、购物中心及其他业务领域开展业务合作。

此外，子公司美凯龙 2019 年 5 月 27 日发布《关于与阿里巴巴(中国)网络技术有限公司签订战略合作协议的公告》称，其与阿里于 2019 年 5 月 24 日签署《战略合作协议》，双方开展战略合作的领域和内容主要包括：新零售门店建设、电商平台搭建、物流仓配和安装服务商体系、消费金融、复合业态、支付系统及信息共享等。

总体上看，如可交换债换股后，阿里将获得美凯龙相应股份，同时，公司加强与阿里战略合作，或将阿里在新零售领域先进的经营理念与技术支持引入到公司家具建材及家居商场的主业经营中来，有利于公司提升经营效益和增强竞争力。

5. 经营关注

（1）公司存货存在一定去化压力

公司部分项目及土地储备位于三、四线城市，由于项目开发周期较长，且部分三、四线城市存在经济基础较弱、人口外流以及房地产供过于求等现象，若不能准确进行市场定位以及把握开发节奏，可能面临一定去化风险。

（2）未来开发资金需求规模较大，面临资金支出压力

截至 2018 年底，公司家居板块在建拟建项目尚需投资金额较大，未来或面临一定的资本支出压力；此外，公司房地产板块在建拟建项目尚需投资规模较大，面临一定的资金支出压力。

（3）关闭店面风险

由于商场租赁合同到期合作方单方面违约等因素，2018 年至 2019 年 3 月，公司共关闭委托店 7 家，经营面积合计 47.49 万平方米。公司部分店面关闭，可能会给公司的经营稳定性带来一定影响。

6．未来发展

家居商场方面，公司遵循“市场化经营，商场化管理”的经营管理模式，不断深化与家居装饰及家具厂商、经销商的合作，持续优化公司所经营的家居装饰及家具商场内的进驻品牌结构并通过精准营销、异业合作等方式为消费者提供更好的服务，未来公司将重点发展轻资产的委管经营模式，并在全国范围内进一步战略性地拓展商场网络以提升市场份额，从而持续巩固公司在中国家居装饰及家具行业的市场领导地位。同时，公司在线下家居商场经营业务的基础上将逐步拓展互联网家居业务，通过线上与线下相结合的方式巩固“红星美凯龙”品牌在消费者心目中的家居生活专家地位，以建成中国最领先的、最专业的“家居装饰及家具行业全渠道平台商”为企业的发展目标。

商业地产开发方面，红星企发自成立以来一向致力于改善自身经营水平、探索新的业务模式，增加市场占有率、扩大在业界的影响，提升品牌价值；打造地方商业龙头，创造就业和税收，推动购物中心发展，充分发挥规模效应和与家居集团产生协同效应。

总体看，公司未来发展主要结合自身优势发挥协同效应，可实施性较强。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2018 年合并财务报表数据经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部最新修订的企业会计准则。本报告中使用的 2019 年 1~3 月的财务数据由公司提供，未经审计。2018 年，公司合并范围变化频繁，截至 2018 年底，公司合并范围内子公司已超过 500 家，由于公司主营业务不变，合并子公司规模占公司总资产规模不大，公司财务报表仍具有较强的可比性。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 2,059.10 亿元，负债总额 1,479.73 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）579.37 亿元，归属于母公司所有者权益 366.23 亿元。2018 年，公司实现营业收入 248.18 亿元，净利润（含少数股东损益）61.83 亿元，归属于母公司所有者的净利润 39.57 亿元；经营活动产生的现金流量净额 61.72 亿元，现金及现金等价物净增加额-43.20 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 2,176.06 亿元，负债总额 1,581.59 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）594.47 亿元，归属于母公司所有者权益 377.95 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 50.75 亿元，净利润（含少数股东损益）12.21 亿元，归属于母公司所有者的净利润 7.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.36 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.22 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 2,059.10 亿元，较年初增长 28.14%，主要系流动资产和非流

动资产共同增长所致；流动资产占比增加 2.45 个百分点至 45.53%，非流动资产占比下降 2.45 个百分点至 54.47%，资产结构以非流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 937.42 亿元，较年初增长 35.45%，主要系存货、其他流动资产增加所致；主要由货币资金（占 18.91%）、其他应收款（占 17.87%）、存货（占比 51.64%）和其他流动资产（占 7.17%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 177.25 亿元，较年初下降 20.20%，主要系银行存款的减少所致；公司货币资金主要由银行存款（占 94.55%）和其他货币资金（占 5.18%）构成。受限资金 19.23 亿元，占货币资金的 10.85%，受限比例一般。

截至 2018 年底，公司其他应收款为 167.50 亿元，较年初减少 4.72%，主要系定金及保证金的减少所致。在其他应收款中，欠款金额前五大公司的其他应收款占比为 26.92%，集中度不高，前五大客户包含四家关联企业和一家非关联企业，其他应收款对公司资金形成较大占用。

截至 2018 年底，公司存货账面价值 484.06 亿元，较年初增长 95.68%，主要系商业地产、住宅销售板块业务发展，使得开发成本增加所致。公司存货中开发成本占比 88.43%，开发产品占比 10.99%，公司未对存货计提跌价准备。考虑到公司有部分地产项目位于东北、西宁等地区，未来可能存在一定的去化压力，存在一定的存货跌价风险。

截至 2018 年底，公司其他流动资产为 67.18 亿元，较年初增长 164.19%，主要系公司预缴税金和理财产品的增加以及公司新增融资租赁业务和保理业务[1]所致。其中预缴税金为 27.22 亿元，占比为 40.51%；理财及其他 23.61 亿元，占比为 35.14%；应收保理款 5.23 亿元，占比为 7.78%。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 1,121.68 亿元，较年初增长 22.62%，主要系长期股权投资、投资性房地产以及其他非流动资产增加所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占比 7.31%）、投资性房地产（占比 75.25%）和其他非流动资产（占比 6.75%）构成。

截至 2018 年底，公司长期股权投资为 82.00 亿元，较年初增加 148.44%，主要系增加对合联营企业投资所致。2018 年，公司产生长期股权投资收益 4.44 亿元、处置权益工具投资产生的投资收益 1.29 亿元。

截至 2018 年底，公司投资性房地产为 844.08 亿元，较年初增加 12.44%，主要系外购增加以及公允价值增加所致。2018 年投资性房地产公允价值增加 37.92 亿元，投资性房地产存在一定的公允价值波动风险。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产 75.75 亿元，较年初增长 64.60%，主要系新增土地整理相关收益权 18.36 亿元所致。

截至 2018 年底，公司受限资产主要包括货币资金 19.23 亿元、存货 162.08 亿元、投资性房地产 620.42 亿元，其中受限货币资金为保证金、借款质押及银行授信质押等；受限存货和投资性房地产均用于质押担保。全部受限资产合计 815.63 亿元，占总资产比例为 39.61%，受限资产规模较大，较 2017 年进一步提升。

截至 2019 年 3 月底，公司资产合计 2,176.06 亿元，较年初增长 5.68%；公司流动资产和非流动资产分别占 46.68%和 53.32%，仍以非流动资产为主，资产构成较年初变化不大。

总体看，2018 年，公司随着经营规模的扩大，资产规模增长较快，以非流动资产为主，公司货币资金下降较快，但较为充足。流动资产中，存货中有部分项目位于东北、西宁等地，可能影

[1] 公司通过上海市商务委员会批准成立商业保理公司，于 2018 年起开展商业保理业务。

响存货周转速度；其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用；投资性房地产公允价值波动较大，同时考虑到公司资产受限规模大，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

截至2018年底，公司负债总额1,479.73亿元，较年初增长36.52%，其中流动负债占比51.86%，非流动负债占比48.14%，负债结构以流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债767.41亿元，较年初增长61.91%，主要系短期借款和预收账款的增加所致。公司流动负债中，主要由短期借款（占比9.81%）、应付账款（占比7.66%）、预收款项（占比43.20%）、其他应付款（占比16.75%）和一年内到期的非流动负债（占比13.00%）构成。

截至2018年底，公司短期借款75.30亿元，较年初增加522.83%，主要系新增银行短期借款所致。

公司应付账款主要由应付工程款构成。截至2018年底，公司应付账款58.80亿元，较年初增加131.34%，主要系应付工程款增加所致。

截至2018年底，公司预收款项为331.51亿元，较年初增加104.37%，主要系公司房屋预售增长带来的预收房款增加所致。

截至2018年底，公司其他应付款128.52亿元，较年初增长6.35%，主要系代收商户货款以及缴纳的保证金和押金增长所致。截至2018年底，公司其他应付款主要由往来款（占比35.55%）、保证金、押金（占比20.07%）和代收商户货款（占比18.93%）构成。

截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债99.80亿元，较年初减少15.18%，主要系一年内到期的应付债券减少所致。

截至2018年底，公司非流动负债合计712.32亿元，较年初增加16.78%，系长期借款、应付债券、递延所得税负债以及其他非流动负债的增加所致；非流动负债主要由长期借款（占比46.91%）、应付债券（占比25.07%）、递延所得税负债（占比17.08%）以及其他非流动负债（占比8.68%）构成。

截至2018年底，公司长期借款334.18亿元，较年初增加6.97%，主要系公司经营规模扩大，融资需求增加所致。

截至2018年底，公司应付债券为178.60亿元，较年初增加19.05%，主要系公司及家居集团新发行债券所致。

截至2018年底，公司递延所得税负债为121.67亿元，较年初增加17.33%，主要系因投资性房地产公允价值变动产生的递延所得税负债增加所致。

截至2018年底，公司其他非流动负债为61.84亿元，较年初增加122.87%，主要系项目前期品牌咨询委托管理费以及商业地产抵押贷款支持证券的增加所致。其中商业地产抵押贷款支持证券为48.49亿元，占比为78.42%，主要系公司于2018年7月12日发行家居商场资产自持证券“红星美凯龙资产支持专项计划”，包含优先A类“18红美A1”22.89亿元、优先B类“18红美A2”2.11亿元，以及次级类“18红美次”1.00亿元。

截至2018年底，公司全部债务为749.70亿元，以长期债务为主，长期债务为564.80亿元，债务结构尚属合理。考虑到公司整体债务规模较大，仍存在一定的偿付压力。截至2018年底，公司的资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为71.86%、56.41%和49.36%，

分别较 2017 年底增加 4.41 个百分点、2.18 个百分点和 0.97 个百分点。随着公司融资规模的增加，2018 年公司债务负担有所加重。

表 6　截至 2018 年底公司全部债务期限结构（单位：亿元、%）

期限	1 年以内（含 1 年）	1~3 年（含 3 年）	3 年以上	合计
金额	184.90	349.93	214.87	**749.70**
占比	24.66	46.68	28.66	**100.00**

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 1,581.59 亿元，较年初增长 6.88%，其中流动负债和非流动负债分别占 51.02%和 48.98%，负债构成较年初变化不大。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，但债务中长期债务为主，债务结构尚属合理。随着公司融资规模的增加，有一定的集中偿付压力，但债务整体可控。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 579.37 亿元，较年初增长 10.79%，主要系未分配利润增加所致。归属于母公司所有者权益合计 366.23 亿元，其中股本占比 0.27％，资本公积占比 11.63%，其他综合收益占比 2.55%，未分配利润占比 85.41%，未分配利润占比较高，权益稳定性有待提升。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 594.47 亿元，归属于母公司的所有者权益为 377.95 亿元，占比为 63.58%，归属于母公司的所有者权益中未分配利润占 84.67%。

总体看，公司未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性有待提升。

4．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 248.18 亿元，主要系委托经营管理、租赁及管理收入以及商业地产及住宅销售业务结转收入增加所致；实现净利润 61.82 亿元，同比增长 32.38%，主要系公司盈利情况较好，收入增长所致；实现归属于母公司所有者的净利润 39.57 亿元，同比增加 30.91%。

从期间费用来看，2018 年，公司费用总额 74.07 亿元，同比增长 37.75%；其中，销售费用 25.84 亿元，同比增长 36.05%，主要系人工成本的增加所致；管理费用 31.31 亿元，同比增长 52.54%，主要系职工薪酬及福利费增加所致；财务费用 16.44 亿元，同比增长 15.36%，主要系融资规模扩大使利息支出增加所致。2018 年，公司的费用收入比为 29.84%，较 2017 年增加 3.02 个百分点，公司期间费用较高，对利润有一定侵蚀。

从利润构成来看，2018 年，公司公允价值变动收益 37.39 亿元，同比增长 75.44%，主要系按公允价值计量的投资性房地产的公允价值增加所致，占营业利润的 45.63%，对利润影响较大；投资收益 6.32 亿元，同比减少 28.12%，主要系处置权益工具投资产生的投资收益减少所致，投资收益占营业利润的 7.71%，对利润影响小。总体看，公司的利润构成中投资性房地产公允价值收益占比较大。

从盈利指标来看，2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.46%、5.35%和 11.22%，较上年分别增长 0.45 个百分点、下降 0.23 个百分点和增长 1.57 个百分点。公司盈利能力尚可。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 50.75 亿元，同比增长 42.29%，主要系房地产销售、租赁及管理收入的增加所致；实现净利润 12.21 亿元，同比增长 23.92%，主要系营业收入增长所致；其中归属于母公司的净利润为 7.22 亿元，同比增长 23.87%。

总体看，2018 年，公司营业收入有所增加，营业利润率仍保持较高水平；公司盈利能力对公

允价值变动收益较为依赖；公司期间费用对利润侵蚀较大，费用控制能力有待加强。

5．现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入 505.53 亿元，同比增长 67.83%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致；公司经营活动现金流出为 443.80 亿元，同比增长 59.56%，主要系业务发展需要导致的现金支出增加所致；综上，公司经营活动现金流量净额 61.72 亿元，同比增长 167.55%，经营活动现金流仍为净流入。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 29.20 亿元，同比下降 47.89%，主要系处置子公司及其他营业单位收到的现金净额减少所致；投资活动现金流出 212.82 亿元，同比增长 80.64%，主要系对外投资增加所致；综上，公司投资活动现金流量净额-183.61 亿元，投资活动现金流净流出增幅较大。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 568.64 亿元，同比增长 78.09%，主要系公司因业务发展需要筹资增加所致；筹资活动现金流出 490.02 亿元，同比增长 159.65%，主要系因偿还债务导致的现金流出增加所致；综上，筹资活动现金流量净额 78.62 亿元，筹资活动现金流净额较上年同期减少 39.79%，但仍为净流入。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 1.36 亿元（上年同期为-0.03 亿元）；投资活动现金流量净额-38.40 亿元，与上年同期变化不大；筹资活动现金流量净额 43.25 亿元（上年同期为 28.14 亿元），主要系筹资活动的增加所致。

总体看，公司经营活动现金流呈持续净流入状态；随着公司家居市场业务的持续拓展、商业地产业务土地购置的增加、在建项目的投入，公司投资支出加大；考虑到公司的建设资金支出需求，仍存在一定规模的外部筹资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率从上年底的 1.46 倍下降至 1.22 倍，速动比率从上年底的 0.94 倍下降至 0.59 倍，现金短期债务比从上年底的 1.72 倍下降至 0.97 倍，均有所下降，主要系现金类资产的减少所致。整体看，公司短期偿债能力指标下降，且处于一般水平。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 101.88 亿元，同比增加 23.94%，主要系利润总额的增加所致；EBITDA 中，利润总额占 78.50%，计入财务费用的利息支出占 17.69%，折旧占 1.47%，摊销占 2.34%；EBITDA 利息倍数由上年的 2.19 倍上升至 2.34 倍，EBITDA 全部债务比为 0.14 倍，变化不大，EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度仍处于一般水平。整体看，公司长期偿债能力指标变化不大，仍处于一般水平。

从融资能力来看，公司与多家银行建立了良好合作关系，截至 2018 年底，公司获得的金融机构授信额度合计 1,529.77 亿元，尚未使用的授信额度为 655.58 亿元，融资渠道通畅；子公司红星美凯龙家居集团股份有限公司为 H 股和 A 股上市公司，直接融资渠道通畅。

截至 2018 年底，除按揭担保外，公司对外担保余额合计 79.67 亿元。公司对外担保占净资产比重为 13.75%，且公司对外担保对象以合营联营公司为主，存在一定或有风险。

截至 2018 年底，公司涉及重大未决诉讼为长沙理想房地产开发有限公司（本诉原告、反诉被告，以下简称“长沙理想”）诉红星家居（本诉被告、反诉原告）合作开发合同纠纷案。2018 年 12 月 7 日，湖南省高级人民法院对此案进行了一审宣判，2018 年 12 月 20 日公司提起上诉。2019 年 3 月 14 日，原被告双方签署了和解协议，约定双方均同意向法院撤回上诉申请，由双方按照湖

南高级人民法院作出的一审民事判决书履行判决义务。根据上述湖南省高级人民法院的判决、《和解协议》的约定并经美凯龙股份合理预计，美凯龙股份因本案遭受的损失预计最高不超过154,384,500.54元，美凯龙股份已于2019年3月21日收到车建兴先生通过其控制的企业支付的前述款项。截至2019年4月24日，实际控制人就长沙理想案件的承诺事项，已履行完毕。

根据中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G1031011507926080T），截至2019年5月16日，公司未结清贷款不存在欠息、垫款、不良或关注等信息，过往履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力指标有所下降，长期偿债能力尚可。考虑到公司在家居行业龙头地位、房地产土地储备等方面的优势，以及良好的经营状况和较强的盈利能力，公司整体偿债能力极强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达179.63亿元，约为“18红星01”、“19红星01”和“19红星03”债券余额合计（23.00亿元）的7.81倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产达579.37亿元，约为债券余额合计（23.00亿元）的25.19倍。公司现金类资产和净资产能够对“18红星01”、“19红星01”和“19红星03”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为101.88亿元，约为债券余额合计（23.00亿元）的4.43倍，公司EBITDA对“18红星01”、“19红星01”和“19红星03”的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入505.53亿元，约为债券余额合计（23.00亿元）的21.98倍，公司经营活动现金流入量对“18红星01”、“19红星01”和“19红星03”的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司在家居行业的市场地位以及在经营环境、土地获取、运营经验和品牌知名度等方面具有优势，随着公司自营和委管店面的不断增加和实现运营，公司经营状况有望保持良好，公司对“18红星01”、“19红星01”和“19红星03”的偿还能力极强。

八、综合评价

2018年，公司家居商场店面及经营管理面积均有增加，且其出租率仍然保持在较高水平。公司地产开发业务土地储备较为充裕，签约销售规模增长明显。公司资产规模不断扩大，债务结构尚可，盈利能力较强。此外，阿里已认购公司发行的可交换债券，双方进行战略合作事宜或将提升公司整体竞争力。同时，联合评级也关注到公司存货存在一定去化压力、未来开发资金需求规模较大、其他应收款规模较大对资金形成一定占用、资产受限规模大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司自营和委管店面的不断增加和实现运营，公司经营状况有望保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时维持“18红星01”、“19红星01”和“19红星03”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　红星美凯龙控股集团有限公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	1,264.22	1,606.87	2,059.10	2,176.06
所有者权益（亿元）	444.70	522.94	579.37	594.47
短期债务（亿元）	93.57	129.23	184.90	--
长期债务（亿元）	367.06	490.31	564.80	--
全部债务（亿元）	460.64	619.54	749.70	--
营业收入（亿元）	161.55	200.44	248.18	50.75
净利润（亿元）	40.46	46.70	61.82	12.21
EBITDA（亿元）	64.56	82.20	101.88	--
经营性净现金流（亿元）	12.89	23.07	61.72	1.36
应收账款周转次数（次）	9.86	9.85	8.61	--
存货周转次数（次）	0.42	0.47	0.34	0.05
总资产周转次数（次）	0.14	0.14	0.14	0.03
现金收入比率（%）	108.73	136.22	176.00	198.62
总资本收益率（%）	6.09	6.01	6.46	--
总资产报酬率（%）	5.30	5.58	5.35	--
净资产收益率（%）	9.38	9.65	11.22	2.19
营业利润率（%）	47.33	44.98	45.64	59.67
费用收入比（%）	25.12	26.82	29.84	45.21
资产负债率（%）	64.82	67.46	71.86	72.68
全部债务资本化比率（%）	50.88	54.23	56.41	--
长期债务资本化比率（%）	45.22	48.39	49.36	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.47	2.19	2.34	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.13	0.14	--
流动比率（倍）	1.31	1.46	1.22	1.26
速动比率（倍）	0.75	0.94	0.59	0.61
现金短期债务比（倍）	1.23	1.72	0.97	--
经营现金流动负债比率（%）	3.78	4.87	8.04	0.17
EBITDA/待偿本金	2.81	3.57	4.43	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、一年内到期的非流动负债扣除一年内到期的长期租金部分后计入短期债务，其他流动负债中的超短期融资券已计入短期债务；长期应付款中融资租赁款已计入长期债务，其他非流动负债中的商业地产抵押贷款支持证券已计入长期债务。4、EBITDA 利息倍数中使用的资本化利息为地产子公司和家居子公司两家资本化利息合计数。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（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)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×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%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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：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：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：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 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。