

信用等级公告

联合[2019]328 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红星美凯龙控股集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2019 年公司债券（第二期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年 三 月 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

公开发行 2019 年公司债券（第二期）信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 60 亿元（含）

本次发行期限：不超过 10 年（含）

本期发行规模：不超过 15 亿元（含）

本期发行期限：品种一为 3 年（附第 2 年末公司调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权）、品种二为 5 年（附第 3 年末公司调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权）

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2019 年 3 月 8 日

主要财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	1,083.65	1,264.22	1,606.87
所有者权益（亿元）	417.77	444.70	522.94
长期债务（亿元）	264.10	367.06	490.31
全部债务（亿元）	335.30	460.64	619.54
营业收入（亿元）	178.48	161.55	200.44
净利润（亿元）	35.30	40.46	46.70
EBITDA（亿元）	60.86	64.56	82.20
经营性净现金流（亿元）	44.45	12.89	23.07
营业利润率（%）	45.04	47.33	44.98
净资产收益率（%）	9.18	9.38	9.65
资产负债率（%）	61.45	64.82	67.46
全部债务资本化比率（%）	44.52	50.88	54.23
流动比率（倍）	1.33	1.31	1.46
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.14	0.13
EBITDA 利息倍数（倍）	2.26	2.47	2.19
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.01	1.08	1.37
EBITDA/本期发债额度（倍）	4.06	4.30	5.48

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应付款部分后计入短期债务。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

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对红星美凯龙控股集团有限公司（以下简称“公司”或“红星控股”）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有优势；公司资产规模不断扩大，债务结构尚可，盈利能力较强。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”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 受益于宏观经济的持续发展和国家大力推进城镇化建设，家居零售行业市场持续高速发展。
2. 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。
3. 公司商业地产土地获取方面具有一定的优势，已开发项目规模较大且销售情况较好，同时该业务与公司家居商场业务有一定的协同效应。
4. 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收益。
5. 公司货币资金充足，债务结构合理，盈利能力较强，且经营活动现金流呈持续净流入状态。

关注

1. 公司在建项目规模较大且主要位于二三线城市，部分项目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. 由于商场租赁合同到期无法续租、长期亏损等原因，公司部分店面关闭，可能会给公司的经营稳定性带来一定不利影响。

3. 公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用；资产受限规模大。公司债务负担较重，存在一定的偿付压力。

4. 公司房地产业务毛利率较低，公允价值变动收益对营业利润影响较大，期间费用对利润有一定侵蚀。

分析师

侯珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

宋莹莹

电话：010-85172818

邮箱：songyy@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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。

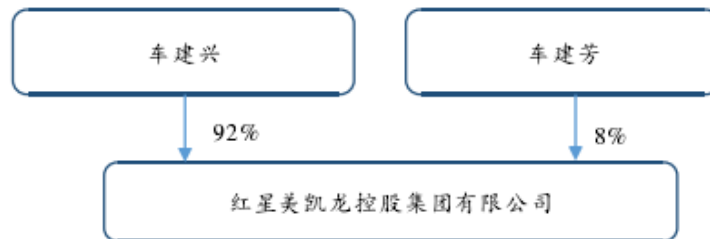
分析师：


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2017年底，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 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：实业投资，影视文化投资，艺术文化投资，投资管理，企业管理，投资咨询，物业管理，各类广告的设计、制作，电子商务（不得从事金融业务），家具、建材、百货的销售。

截至 2017 年底，公司设战略规划部、资本运营部、投资发展中心、财务部、法务部、审计部和人事部共 7 个职能部门，纳入合并范围的子公司共 380 家；全集团拥有员工约 2.6 万人。

公司主要从事家居装饰及家具零售商场的开发经营，以及商业地产的开发销售，经营主体分别为红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“红星家居”，股票代码：1528.HK, 601828.SH）和重庆红星美凯龙企业发展有限公司（以下简称“红星企发”，曾用名“上海红星美凯龙企业发展有限公司”，2016 年 12 月更为现名）。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1,606.87 亿元，负债总额 1,083.93 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）522.94 亿元，归属于母公司所有者权益 323.25 亿元。2017 年，公司实现营业收入 200.44 亿元，净利润（含少数股东损益）46.70 亿元，归属于母公司所有者的净利润 30.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额 23.07 亿元，现金及现金等价物净增加额 91.84 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、本次（期）债券概况

1. 本次（期）债券概况

经中国证监会“证监许可【2018】1045 号”文件核准，公司将在中国境内公开发行不超过 60 亿元的公司债券（以下简称“本次债券”），本次债券将分期发行，债券发行期限不超过 10 年（含）。本次债券面值为 100 元，按面值平价发行，用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券为固定利率债券，不超过同期银行贷款利率的 3 倍，在此前提下最终的票面利率由公司和承销商通过市场询价协商确定。本期债券名称为“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）”，发行规模不超

过 15 亿元。本期债券分为两个品种，品种一发行期限为 3 年期（附第 2 年末公司调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权）、品种二发行期限为 5 年期（附第 3 年末公司调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权），品种一和品种二发行规模合计不超过 15 亿元。本期债券发行对象为符合《管理办法》规定条件的可以参与债券认购和转让的合格投资者（国家法律、法规禁止购买者除外）。

本次债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券发行的募集资金扣除发行费用后拟用于偿还借款和补充流动资金等。

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。

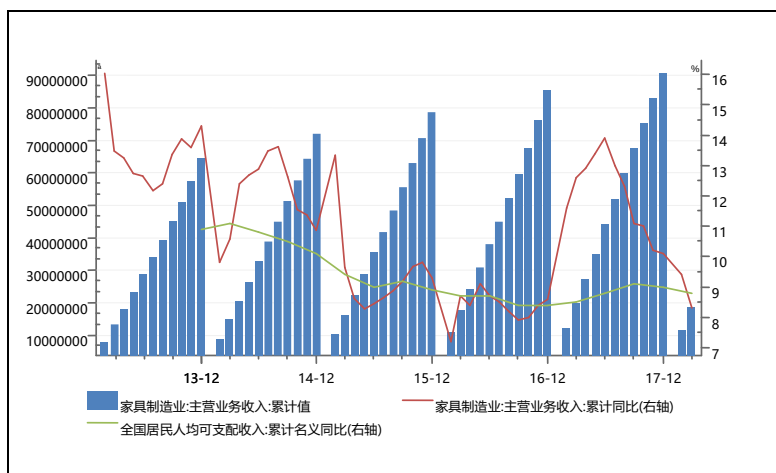
1. 家居行业

（1）家居行业概况

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 3 月底，全国有 6,188 家家家具制造企业，2017 年行业总收入达 9,112.60 亿元人民币，累计同比增长 10.20%。

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、%）



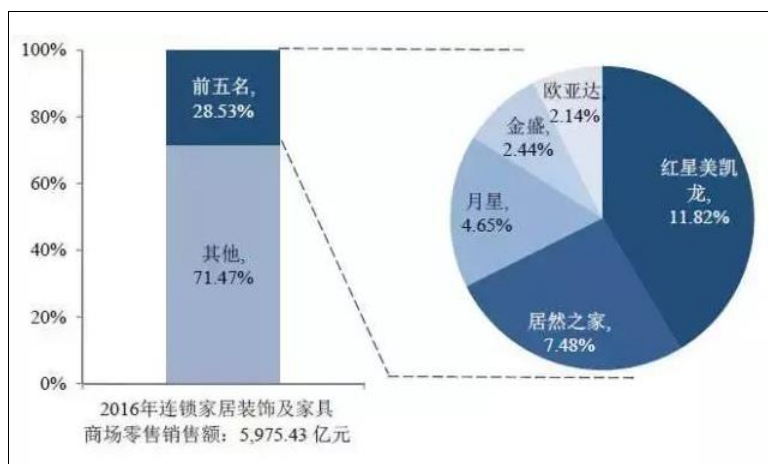
资料来源：Wind 资讯

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，五大产区占我国家具生产总量的 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 5,972.93 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%。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。

图 3 2016 年前五大连锁家居商场市场份额



资料来源：联合评级整理

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) 行业政策

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。

总体看，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。

总体看，家居行业进入门槛低，市场竞争激烈。

（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

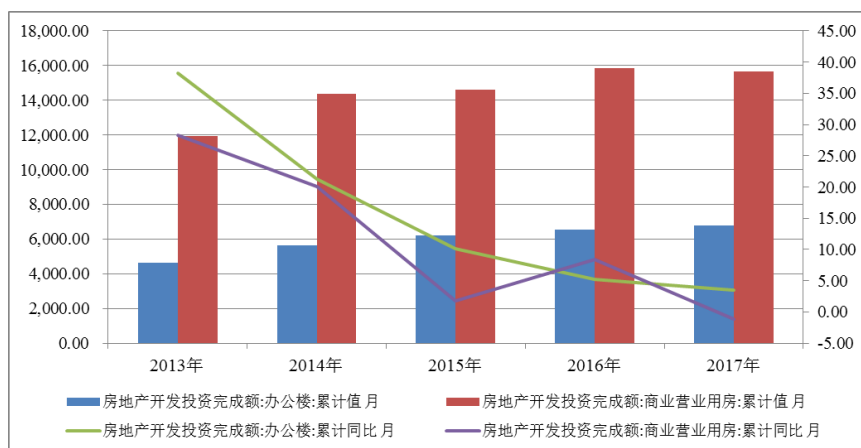
商业地产行业是房地产行业的一个子行业。广义上讲，商业地产包括各种非生产性和非住宅型的物业，包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等；狭义上看，商业地产主要指专用于商业的物业形式，包括商铺、专业市场、商业批发市场、酒店、商业街等。

商业地产作为经营性物业，主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力的影响；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。我国房地产调控政策主要针对住宅物业，商业地产受房地产调控政策影响相对较小，因此，近年来我国商业地产发展速度较快，但2014年以来增速有所下滑。2015年，我国商业营业

用房完成投资额1.46万亿元，占当年全国房地产行业投资完成总额的15.22%，办公楼完成投资额0.62万亿元，占当年全国房地产行业投资完成总额的6.46%。2016年，我国商业营业用房完成投资额1.58万亿元，占当年全国房地产行业投资完成总额的15.40%，办公楼完成投资额0.65万亿元，占当年全国房地产行业投资完成总额的6.34%。2016年，我国商业地产虽然供需情况整体较2015年好转，但商业地产市场仍面临存量较大、同质化竞争加剧的局面，企业仍然面临着资金以及创新发展等一系列问题。

2005年以来，随着我国国民经济快速发展、人均消费水平逐年提升，商业地产投资增速也保持在较高水平，特别是2008年国家“四万亿”经济刺激政策导致流动性宽松，刺激了商业地产投资热情，商业营业用房投资额增速在2010年达到35.11%的高水平，其后，随着我国经济增速逐步回落和货币政策向稳健方向转变，商业营业用房和办公楼投资增速逐年回落，2015年增速大幅下跌至1.80%和10.10%，回落较为明显。2016年，商业营业用房投资增速有所上升，升至8.40%，而办公楼投资增长有所回落，下跌至5.20%。2017年，随着部分地区市场逐渐饱和，商业地产增速有所放缓。我国商业营业用房完成投资额1.56万亿元，同比减少1.2%，占当期全国房地产行业投资完成总额的14.24%；办公楼开发投资完成额0.68万亿元，同比增长3.5%，占当期全国房地产行业投资完成总额的6.16%。

图4 全国办公楼和商业营业用房完成投资情况（单位：亿元、%）



数据来源：Wind 资讯

商业地产的经营模式主要分为出租模式、出售模式和租售结合模式。其中出租模式主要指商业物业由开发商自行进行市场培育、招商运营，通过良好的运营和管理提升商业物业的价值，并承担经营风险。这种模式下，商业物业的管理统一，能够更好的进行物业的定位、提升物业价值，未来可以获取稳定的租金收益。但此模式资金投入量大，经营风险较高，对开发商的设计、规划、运营、管理等综合能力要求较高。

从资金来源上看，商业物业开发过程中预售，节点往往较晚，因此除了可以采用开发贷款和信托借款外，还会采用预租、股权融资、债务融资等多种不同方式满足资金需求。从建成后的资金回笼情况看，商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产，因此会产生多种如REITS等新兴融资渠道，以降低开发商的资金压力。

从商业地产供求情况看，近年来，商业营业用房的竣工面积持续高于销售面积，整体上呈现供过于求的态势。2008~2016年，商业营业用房竣工面积年均增长10.86%，2016年全国商业营业用房竣工12,518.08万平方米；销售面积年均增长13.77%，2016年全国销售商业营业用房10,811.96

万平方米；2008~2016 年，商业办公楼竣工面积年均增长 9.17%，2016 年全国商业办公楼竣工 3,629.27 万平方米；销售面积年均增长 14.21%，2016 年全国销售商业办公楼 3,826.22 万平方米。2017 年以来，由于经济增速放缓导致商业地产景气度下降，商业营业用房供过于求的情况有所缓解。2017 年，商业营业用房竣工面积 12,670.26 万平方米，销售面积 12,838.14 万平方米，呈现供不应求局面。

总体看，商业地产行业作为房地产行业的子行业有投资属性高、设计规划难度较大、资金回笼慢、开发融资渠道广、经营模式相对固定的特点；近几年行业发展较快、波动较大，2015 年开发投资增速较上年进一步下降，进入 2016 年，商业地产在宽松政策下开始复苏，商业营业用房投资增速逐步回升，2017 年随着部分地区市场饱和，投资增速再度放缓。

（2）行业关注

发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高。2017 年房地产行业总体资产负债率较高，在宏观经济增速放缓，市场资金面偏紧常态化的情况下，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

行业集中度上升，竞争激烈

商业地产行业属于资金密集型行业，在过去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，近年来行业集中度持续上升。

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。

综合来看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，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、基础素质分析

1. 规模及竞争力

家居商场业务方面，经过多年发展，公司已在家居零售市场达到行业领先地位，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。截至 2017 年底，公司共有商场 256 家，经营面积为 1,513.77 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，公司自营商场多集中在华东、华北、东北等地区；委管商场多集中在华北、华东、华中和西部等地区。

商业地产开发方面，公司于 2010 年开始从事商业地产业务，经过多年发展，公司已进入 20 多个城市，并逐步形成了华东、北方、西南、西北及华中几大区域布局。

公司家居商场以及商业地产开发业务的区域布局较广，并且核心业务主要分布在需求较旺的经济圈，有助于公司保持较大的消费规模。公司消费种类涉及多种业态类型和运营模式，且家居商场运营和商业地产运营之间形成协同效应，降低业务单一性所带来的经营风险，能够较好的提高公司整体竞争力。

获得荣誉方面，根据国务院发展研究中心、清华大学和中国指数研究院共同组成的“中国房地产 TOP10 研究组”对全国数百家地产开发公司以及百余家商业地产开发公司的综合评估，2018 年公司位于全国地产百强排名第 37 名，全国商业地产第 2 名。

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，市场竞争力强，较强的综合运营能力使公司在商业、综合房地产项目的开发中具有明显优势。

2. 人员素质

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。截至 2017 年底，全集团在职员工约 2.6 万人。

公司实际控制人、董事长车建兴先生，1966 年生；1994 年 6 月，车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。车先生现任公司董事长。

公司总裁兼总经理潘平先生，1956 年出生。1996~2003 年，潘先生担任无锡市崇安区副区长；2003~2007 年，担任红星家具集团有限公司副总裁，主要负责业务发展及经营；2010 年 12 月~2017 年 2 月，担任红星家居副总经理。现任公司总裁兼总经理。

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；公司员工学历基本能够满足公司经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》等要求，制定了《公司章程》，设立股东会、董事会、监事和总经理，建立了相对完善的法人治理结构，能够较好地规范重大经营决策并制定程序。

股东会是公司的权力机构。股东会分为定期会议和临时会议，定期会议每年召开一次。股东

会会议作出的决议，必须经代表三分之二以上表决权的股东通过方为有效。

公司设董事会，其成员为三人。董事会设董事长和副董事长各一名，由股东会选举产生。董事每届任期三年，任期届满，连选可以连任。董事会行使召集股东会，并向股东会报告工作；执行股东会的决议等职权。

公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘，其任期由董事会决定。总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议、组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。

总体看，公司治理结构完善，运行规范。

2. 管理水平

截至 2017 年底，公司设战略规划部、资本运营部、投资发展中心、财务部、法务部、审计部和人事部 7 个职能部门；公司建立了股东会、董事会、监事、总经理的职责及相互制约的制衡机制，同时设立了专门负责监督检查的审计部门以及独立于财务部等其他运营部门的审计部专职工作人员，进一步完善了公司的治理结构。

财务管理制度方面，为加强财务管理，根据国家法律、法规及《企业财务通则》、《企业会计准则》、《会计法》，结合公司实际情况，公司制定了财务管理制度。该制度规定了财务机构设置和人员聘用、财务工作规则，对会计资料、会计档案、资金管理、费用支出、财产物资管理、会计电算化管理以及会计核算提出明确要求。

对外担保方面，公司对外担保实行统一管理，非经公司董事会或股东会审议批准，任何人无权以公司名义签署对外担保的合同、协议或其他类似的法律文件。公司对外担保的最高决策机构为公司股东会，董事会组织管理和实施经股东会通过的对外担保事项。对外担保制度将对外担保对象的审查、审批程序、管理及相关人员责任做了明确具体的约定，为公司对外担保提供了依据。

风险管理制度方面，公司指定风险管理制度，该制度对风险评估的组织机构设立、风险信息收集及识别、风险控制等提供了较为详细的方式方法，就公司投资和经营活动中与公司实现内部控制目标相关的风险，包括战略风险、经营风险、财务风险、市场风险、运营风险、法律风险和道德风险等如何处理以及如何选择风险应对策略进行了科学决策。

关联交易管理方面，为规范公司的关联交易，保证关联交易的公平合理，维护公司和股东的利益，根据《公司法》等法律法规、《公司章程》以及其它有关规范性文件的规定，公司制定关联交易制度。该制度约定了关联交易的基本原则、确定了关联人、关联关系和关联交易的依据，并对关联交易的决策及信息披露进行了详细的约定，尽可能的保持关联交易的公允性。

对子公司的管理上，为加强对公司子公司的规范运作，维护公司和股东的合法权益，根据《中华人民共和国公司法》等法律法规及规范性文件，以及《公司章程》，制定子公司管理制度。该制度明确了对子公司的规范管理、财务风险管理、内审管理、运营管理、信息披露及档案管理、考核管理等方面。

总体看，公司管理运作较规范，管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事的业务为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红星家居负责，商业地产及住宅开发业务主要由子公司红星企发负责。

2015~2017 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 5.98%；2016 年收入为 161.55 亿元，同比减少 9.48%，主要系商业地产及住宅销售结转项目减少所致；2017 年收入为 200.44 亿元，同比增长 24.07%，主要系公司委托经营管理、商业地产及住宅销售业务结转收入增加所致；营业利润不断增长，年均复合增长 14.87%，2016 年与收入变动不一致，主要系 2016 年公允价值变动收益大幅增加所致。2015~2017 年，公司净利润不断增长，年均复合增长 15.02%。

表 1 2015~2017 年公司各业务板块营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目		2015 年			2016 年			2017 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
家居商场	自营家居商场	55.83	31.28	78.07	59.75	36.99	77.15	63.94	31.90	77.16
	委托管理服务	32.28	18.09	74.50	27.82	17.22	66.45	36.29	18.10	63.90
商业地产及住宅销售		77.03	43.16	24.27	56.41	34.92	20.08	74.79	37.31	13.57
其他业务		13.34	7.47	40.75	17.58	10.88	48.24	25.42	12.69	60.09
合计		178.48	100.00	51.42	161.55	100.00	52.24	200.44	100.00	48.87

资料来源：公司年报

从营业收入的构成来看，公司收入主要来源于自营家居商场收入和委托管理收入，商业地产及住宅销售也是收入的来源之一。公司自营家居商场收入不断提升，三年分别为 55.83 亿元、59.75 亿元和 63.94 亿元，呈不断增长态势，主要系公司自营店面的经营面积不断增加所致；公司委托管理服务的家居商场收入波动提升，三年分别为 32.28 亿元、27.82 亿元和 36.29 亿元，其中 2016 年有所下降，主要系新开业商场主要集中在下半年及年底开业，工程项目商业管理咨询费收入贡献减少所致；公司商业地产及住宅销售收入三年分别为 77.03 亿元、56.41 亿元和 74.79 亿元，呈波动减少态势，主要系公司结转项目差异所致。公司的其他业务包括商业管理、商品销售、建筑安装等业务，收入贡献度较小。

从毛利率上看，2015~2017 年，公司自营家居商场业务毛利率较为稳定且处于较高水平，三年分别为 78.07%、77.15%和 77.16%；2015~2017 年，公司委托管理业务毛利率有所下降，三年分别为 74.50%、66.45%和 63.90%，主要系毛利率较高的工程项目商业管理咨询费收入占比减少所致。2015~2017 年，公司商业地产及住宅销售业务毛利率不断下降，三年分别为 24.27%、20.08%和 13.57%，主要系结转项目差异所致。公司的其他业务毛利率不断提升，三年分别为 40.75%、48.24%和 60.09%，主要系随着公司地产自持项目的增加，毛利率较高的商业地产租赁收入持续增长所致。综上，近三年公司综合毛利率分别为 51.42%、52.24%和 48.87%。

总体看，受公司家居商场店面的数量及经营面积的不断增长以及商业地产及住宅销售结转节奏影响，公司营业收入呈波动增长态势；自营家居商场业务毛利率较为稳定且处于较高水平；委托管理业务毛利率不断下降，但整体仍处于较高水平。受结算项目数量及差异影响，公司商业地产及住宅销售收入波动下降，毛利率水平有所下降。

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。

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”家居装饰及家居商场的商户、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扩张速度，“红星美凯龙”家具商场数量及营业面积由 177 家合计 1,166.05 万平方米增长至 256 家合计 1,513.77 万平方米。截至 2017 年底，公司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，公司自营商场多集中在华东、华北、东北等地区；委管商场多集中在华北、华东、华中和西部等地区。

表 2 公司商场经营数据变化情况（单位：家、平方米、%）

业务类别	2015 年			2016 年			2017 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	55	4,386,128	94.08	66	5,083,326	96.70	71	5,705,950	97.55
1、自有(包括合营联营)	40	3,418,326		48	3,990,039		51	4,537,626	
2、租赁	15	967,802		18	1,093,287		20	1,168,324	
委管商场	122	7,274,340	92.68	134	7,609,067	96.24	185	9,431,775	97.63
合计	177	11,660,468	--	200	12,692,393	--	256	15,137,725	--

资料来源：公司提供

（1）自营模式

自营模式是指就自营商场而言，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。截至 2017 年底，公司自营商场共 71 家，经营面积 570.60 万平方米，2017 年平均出租率 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%。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。公司自有商场计入投资性房地产，不计提折旧，成本主要来自于自有商场的人员工资，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。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。

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。

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 967,802 平方米、1,093,287 平方米和 1,168,324 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。截至 2017 年底，公司 20 家租赁店涉及的租赁协议的期限主要集中在 15 年（含 15 年）以上，少部分为 10 年以内。

表 3 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 158.33 万平方米，占总经营面积的 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%。

整体看，近年来公司自营商场经营店面不断增加，公司完工在运营的商场数量较多，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，取决于城市级别、商场规模及商场位置等因素，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，大多数合作方会将整个或部分施工过程外包予公司推荐的总承包人。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。公司就有关服务向总承包人收取固定金额的商业管理咨询费，费用通常考虑城市级别、商场规模、商场位置及工程规模等因素，总承包人通常于相关委管商场竣工并达到可开业状态后出具建筑商服务确认书，并按合同约定支付款项。

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。公司向合作方收取固定金额的服务招商费，费用通常考虑城市级别、商场规模及商场位置等因素，合作方按合同约定付款。

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。公司一般根据城市级别、商场规模及商场位置等因素，向合作方收取年度管理费。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。

2017 年，公司新开设委管商场 53 家，关闭 2 家，系租赁委管合同到期所致。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。

委管商场数量和经营面积都有较快速的增长，但公司委管业务前期和年度冠名费未有明显增长，近三年，单位前期和年度冠名费略有下降，年均复合变动率分别为-8.08%和-4.55%。同时由于建筑施工行业竞争趋势激烈，导致单位工程咨询费也略有下降。

总体看，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，有助于公司在三、四线城市实现品牌迅速扩张。

3. 商业地产开发业务

公司现阶段业务经营主要以房地产商业开发为主，并持有一定的商业物业资源。其中，房地产商业开发即公司房地产开发及销售业务，投资商业物业主要以百货和超市业态为主。

(1) 土地获取与储备

公司房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、产品定位、规划设计等前期准备和后期的房产销售是实现预期收入和利润规模最为重要的环节。

在土地收购和储备方面，公司本着住宅与商业并重的原则在收购土地阶段对土地位置等因素进行详细筛选。目前公司投资发展部门负责土地收购工作的具体开展。通常由投资发展部门针对拟收购对象，做出土地开发预案，包括物业种类、产品定位、价格水平、销售预期、收入及利润预算等，在经董事会或股东批准确认后，实施土地收购。收购完成后，公司会制定正式的土地开发方案，并对产品类别进行定位，同时由规划设计中心牵头负责项目设计（具体规划和设计工作外包给设计院完成），成本管理中心根据项目设计方案负责成本预算，运营管理部按成本预算确定各环节的供应商及原料种类，实施集中采购、联系供应商等具体工作，合同签约以及款项实际支付交由项目公司完成，公司总部各部门负责相应款项的支付金额及时间的总体监管。土地出让金的支付一般为先期支付 50%，并在项目开工前结清款项。

“红星美凯龙”的品牌效应对公司获取土地形成良好的支持。一方面，由于公司自营家居商场的招商能力较强，对当地招商引资有一定促进作用，受到政府欢迎，因此公司能够在家居建材商场附近获得部分其他的商住用地，并且公司具有较强的议价能力；另一方面，家居商场良好的运营效果为公司吸引了较多的合作伙伴，一般情况下合作企业已持有土地或根据项目规划需求进行土地储备，以土地出资和公司合资成立项目开发公司，共同进行项目摘牌，公司对于合作项目的持股比例一般在 40%~60%，由于公司在商业地产及综合体的开发方面具有一定优势，因此合作

项目主要由公司主导开发，同时根据规划调整项目市场定位及运营方向。

截至 2017 年末，公司土地储备总建筑面积（含代建项目）合计 1,188.03 万平方米；权益口径土地储备建筑面积 764.73 万平方米，公司土地储备规模较大。从权益建筑面积看，公司土地储备一线城市占 4.10%，二线城市占 45.45%，三、四线城市占 50.44%，公司土地储备主要分布在二线及三、四线城市。截至 2017 年末，公司土地储备楼面均价在 2,700 元/平方米左右，成本较合理。

表 4 截至 2017 年末公司土地储备情况（单位：万平方米）

城市	并表口径	权益口径	汇总口径	备注
西宁	133.54	106.83	133.54	--
天津	47.33	55.50	82.11	--
鞍山	40.39	40.39	40.39	--
常州	39.40	39.40	39.40	--
哈尔滨	38.15	38.15	38.15	--
廊坊	34.35	34.35	34.35	--
上海	12.12	31.39	62.40	--
昆明	40.54	29.71	40.54	--
无锡	24.33	28.16	41.45	--
苏州	52.81	26.69	52.81	--
玉溪	--	26.60	38.00	--
柳州	25.70	25.70	25.70	--
宁波	24.51	24.51	24.51	--
成都	--	23.98	47.49	--
青岛	45.54	23.22	45.54	--
随州	47.11	23.08	47.11	--
西安	21.57	21.57	21.57	--
临沂	--	19.94	49.85	--
重庆	--	19.86	56.75	--
太原	19.46	19.46	19.46	--
晋中	29.92	19.45	29.92	--
金华	20.42	17.23	20.42	--
南昌	20.83	16.66	20.83	--
呼伦贝尔	13.92	13.92	13.92	--
淮安	--	11.22	26.10	--
福州	13.60	8.16	13.60	--
湖州	7.61	7.61	7.61	--
长春	10.45	7.32	10.45	--
长沙	--	4.51	9.03	--
沈阳	0.09	0.09	0.09	--
大连	0.05	0.05	0.05	--
福州	--	--	19.62	代建项目
兰州	--	--	19.65	代建项目
驻马店	--	--	46.15	代建项目
郑州	--	--	9.47	代建项目
合计	763.74	764.73	1,188.03	--

资料来源：公司提供

注：1、土地储备面积=项目未结转建筑面积。2、并表口径仅指企发合并范围内子公司；汇总口径包含了合营/联营公司的数据；权益口径指汇总口径数据*权益比例。

总体看，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；公司土地储备楼面均价成本较合理。

（2）项目开发情况

公司采用总公司、区域公司和城市公司的三层管理架构，公司房地产开发业务均以城市公司设立的项目公司作为经营实体，日常的管理主要由城市公司完成，公司对城市公司及下属项目的建设、销售等制定计划、进行管控指导并组织考核。公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体。

公司对工程建设进度进行整体计划，年初即按照公司当年的策略和对市场的判断制定总体的销售计划和建设计划，之后将建设计划进行分解，逐月落实到城市公司和具体项目，并配合月度建设计划制定相应的设计、招标和采购计划，以确保土建工作顺利进行，供货量能够保证销售进度。

公司总体建安成本相对固定，建安费用的支付通常根据项目工程进度而定，完成主体结构前支付款项不超过总价款的 70%，竣工验收前支付款项不超过 85%，项目决算后一般付满 95%的款项，剩余 5%作为工程质保金。

从项目开发数据来看，2015~2017年，公司新开工面积波动增长，三年分别为121.49万平方米、97.06万平方米和216.53万平方米，2016年有所下降，主要系开工节奏所致；2017年大幅上升，主要系公司持续获取新项目，新开工项目数量大幅增加所致。2015~2017年，公司竣工面积分别为88.91万平方米、85.77万平方米和175.55万平方米。截至2017年末，公司在建项目面积为308.56万平方米。

表 5 2015~2017 年公司项目开发情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
新开工面积（万平方米）	79.07	97.06	216.53
竣工面积（万平方米）	47.72	85.77	175.55
期末在建面积（万平方米）	297.27	308.56	349.54

资料来源：公司提供

注：上述口径均为并表口径。

目前，公司在建拟建项目 22 个，从公司在建拟建项目的预计投资情况看，截至 2017 年末公司在建拟建项目预计总投资 466.57 亿元，已完成投资 192.94 亿元，未来仍需投资 273.63 亿元，尚需投资规模大，公司存在一定资金支出压力。

表 6 截至 2017 年末公司在建拟建项目投资情况（单位：亿元）

在建项目	开工时间	预计完工时间	总建筑面积	总可售面积	已售面积	预计总投资	截至 2017 年末已投资
无锡滨湖	2013.11	2019.06	16.37	14.68	8.26	12.00	9.00
常州红星	2012.04	2020.08	71.53	42.51	24.61	28.58	14.71
鞍山红星	2013.07	2025.01	50.18	36.28	10.59	10.00	8.54
廊坊星龙	2013.11	2018.12	41.22	37.74	23.75	21.11	13.26
哈尔滨	2014.04	2020.01	56.93	49.66	28.66	27.71	16.24
宁波镇海	2014.01	2018.11	32.79	24.40	18.96	16.64	10.05
湖北随州	2015.01	2018.12	53.30	44.23	14.93	20.23	8.90
苏州吴江	2016.09	2019.08	56.38	40.96	21.22	58.00	33.05
金华东阳街	2017.01	2019.03	14.82	11.34	8.79	14.38	10.89
宁波联丰	2017.01	2018.12	5.45	4.73	3.19	4.00	2.49
天津蓟县	2017.05	2019.09	33.08	25.05	10.51	22.50	7.70
山西太原	2017.04	2019.09	17.92	10.24	--	19.30	3.76
金华宾虹路	2017.04	2019.04	8.34	7.37	4.28	7.02	4.65

江西南昌	2017.06	2020.12	19.16	17.42	--	10.39	2.24
山西晋中	2017.06	2019.09	60.20	59.59	15.38	27.48	7.94
西宁项目	2017.08	2023.11	133.22	126.87	16.08	65.75	3.92
西安置业	2017.11	2020.06	21.62	19.66	1.33	11.32	3.43
昆明官渡	2017.11	2020.12	53.70	57.25	8.77	36.34	13.68
安吉红星	2017.11	2020.09	7.50	7.01	--	8.04	2.48
青岛红星	2017.11	2021.02	55.00	46.80	--	25.00	7.80
海拉尔	2017.12	2018.12	13.84	12.91	--	5.56	0.98
广西柳州	2018.01	2019.09	32.44	--	--	15.22	7.23
合计	--	--	854.99	696.68	219.32	466.57	192.94

资料来源：公司提供，联合评级整理

注：上述口径为并表口径。

总体看，公司在建项目较多，在建面积规模较大，能够保证公司未来销售的需要，但对开发资金的需求规模较大，公司面临一定的资金压力。

（3）房产销售情况

公司进入销售阶段的项目销售方式采用代理销售和自主销售相结合的方式。公司对项目市场营销采用集中控制、分散执行的方式进行管理。在集中控制阶段，公司对各个项目的前期市场调研、项目定位、销售规划等整体核心营销战略在拿地之前就已经基本确定，在预售阶段会对部分细节进行具体调整后制定出总体销售策略和价格区间；项目公司负责按照公司制定的营销战略，结合所在区域的具体情况进行分散执行，在具体的项目营销手段选择方面，项目公司在营销预算范围内有自主决策权，越权部分将会向总公司进行申请报批。公司定期与销售团队召开销售会议，协调销售进度，解决遇到的问题。销售人员的考核主要关注销售进度完成情况和去化率等。

从销售情况来看，2015~2017 年，公司签约销售面积分别为 75.20 万平方米、122.96 万平方米和 234.72 万平方米，2017 年大幅增长，主要系行业景气度较高所致；受预售项目地点不同影响，近三年公司签约销售均价分别为 1.53 万元/平方米、1.12 万元/平方米和 1.11 万元/平方米；综上，近三年公司实现签约金额分别为 115.01 亿元、137.14 亿元和 259.61 亿元。2015~2017 年，公司销售回款率分别为 95%、98%和 76%，2017 年大幅下降，主要系银行信贷收缩所致。

表 7 2015~2017 年公司销售项目结转情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
签约销售面积（万平方米）	75.20	122.96	234.72
签约销售金额（亿元）	115.01	137.14	259.61
签约销售均价（万元/平方米）	1.53	1.12	1.11
销售回款率（%）	95	98	76

资料来源：公司提供

注：签约金额和签约面积包括与联营合营企业

截至 2017 年末，公司已完工项目总可售面积为 313.15 万平方米，已签约销售面积 271.60 万平方米，平均去化率 86.73%，整体去化水平尚可。另外，公司在建项目总可售面积 696.68 万平方米，已售面积 219.32 万平方米，待售面积 477.36 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；但公司部分项目分布在西宁、晋中、随州、鞍山等三四线城市，可能存在一定去库存压力。

表 8 截至 2017 年末公司已完工项目销售情况（单位：万平方米）

项目	总可售面积	已售面积	待售面积
苏州木渚	26.93	24.85	2.08

福州 104 项目	16.59	16.11	0.48
无锡龙瑞	19.42	12.54	6.88
上海浦江	15.04	10.49	4.56
大连红星	20.37	20.31	0.06
昆明一期	23.45	23.40	0.05
沈阳铁西	6.04	5.95	0.09
上海金山	15.99	13.43	2.56
无锡柴巷	11.62	9.09	2.53
廊坊红星	21.65	18.25	3.41
天津华运	38.51	36.72	1.79
天津北辰	21.81	15.55	6.26
昆明二期	58.19	51.96	6.24
长春红星	17.54	12.95	4.58
合计	313.15	271.60	41.55

资料来源：公司提供

整体看，2017 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，但部分项目面临一定的去化压力。

4. 经营效率

受公司在建项目不断投入带动流动资产大幅增长影响，公司流动资产周转率有所下降，三年分别为 0.47 次、0.38 次和 0.35 次；存货周转次数随着营业成本的波动而有所波动，三年分别为 0.47 次、0.42 次和 0.47 次；总资产周转率分别为 0.17 次、0.14 次和 0.14 次。

总体看，公司经营效率尚可。

5. 经营关注

（1）公司存货存在一定去化压力

相对于公司每年签约销售的面积，公司在建项目规模较大且主要位于三、四线城市，存在一定去化压力。房地产市场受宏观调控影响较大，存在较大不确定性。

（2）未来开发资金需求规模较大

截至 2017 年末公司地产业务合并范围内在建拟建项目预计总投资 466.57 亿元，已完成投资 192.94 亿元，未来仍需投资 273.63 亿元，尚需投资规模大，公司存在一定资金支出压力。

（3）跨区域经营风险

公司目前主营业务在全国范围内较为分散，公司广泛的业务布局对于公司的跨区域管理水平提出较高的要求，如果公司跨区域管理不能随着业务的开展而不断提升，将对公司品牌、经营带来不利的影响。

（4）关闭店面风险

由于商场租赁合同到期无法续租、长期亏损等原因，公司部分店面关闭，可能会给公司的经营稳定性带来一定不利影响。

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，并在全中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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2015~2017 年合并财务报表数据均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 2015 年数据为公司 2014~2016 年三年联审审计报告中的数据，2016 年数据为公司 2017 年审计报告中的期初调整数。

2015~2017 年，公司合并范围变化频繁，截至 2017 年底，公司合并范围内子公司已达 380 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一定的可比性。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1,606.87 亿元，负债总额 1,083.93 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）522.94 亿元，归属于母公司所有者权益 323.25 亿元。2017 年，公司实现营业收入 200.44 亿元，净利润（含少数股东损益）46.70 亿元，归属于母公司所有者的净利润 30.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额 23.07 亿元，现金及现金等价物净增加额 91.84 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模持续上升，年均复合增长 21.77%，主要系流动资产和非流动资产共同增长所致。截至 2017 年底，公司资产总额 1,606.87 亿元，较年初增加 27.10%；其中流动资产占比 43.07%，非流动资产占比 56.93%，资产构成以非流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产规模呈稳定上升态势，年均复合增长 32.01%，主要系存货、货币资金、其他应收款增长所致。截至 2017 年底，公司流动资产 692.10 亿元，较年初增加 54.50%；公司流动资产主要由货币资金（占比 32.09%）、其他应收款（占比 25.40%）和存货（占比 35.74%）等构成。

2015~2017 年，公司货币资金呈逐年增长趋势，年均复合增长 58.24%；截至 2017 年底，公司货币资金为 222.11 亿元，较年初增长 92.45%，主要系因业务扩张所致。公司货币资金中使用受限的资金为 19.95 亿元，主要为按揭保证金、工程质量保证金。公司货币资金受限比率为 8.98%，受限比例较低。

2015~2017 年，公司其他应收款年均复合增长 40.72%，主要为向其他单位借款或往来款（占比 51.57%）、公司支付的定金及保证金（占比 41.11%）等。截至 2017 年底，公司其他应收款为 175.77 亿元，较年初增长 84.39%，主要系公司往来款、为项目支付的定金与保证金大幅增加所致。

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 27.36%，集中度不高，前五大客户均为公司的非关联方。截至 2017 年底，公司计提坏账准备 2.09 亿元。其他应收款对公司资金形成较大占用。

2015~2017 年，公司存货呈上升态势，年均复合增长 17.73%，主要系房地产开发项目不断投入所致。截至 2017 年底，公司存货账面价值 247.38 亿元，较年初增长 28.03%，主要系公司新开发苏州、昆明、青岛、西宁等地的地产项目增加所致。公司存货中开发成本占比 79.83%，开发产品占比 19.55%，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三四线城市，未来可能存在一定的去化压力，存在一定的存货跌价风险。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长率为 15.43%，主要系投资性房地产和其他非流动资产增加所致；截至 2017 年底，公司非流动资产合计 914.77 亿元，较年初增加 12.07%，主要系当期其他非流动资产增加所致；公司非流动资产主要由投资性房地产（占比 82.06%）和其他非流动资产（占比 5.03%）构成。

公司投资性房地产采用公允价值计量。2015~2017 年，公司投资性房地产呈波动增长趋势，年均复合增加 11.00%。截至 2017 年底，公司投资性房地产为 750.70 亿元，较年初增加 4.96%，主要系外购增加以及公允价值增加所致。2017 年投资性房地产公允价值增加 21.31 亿元，投资性房地产存在一定的公允价值波动风险。

2015~2017 年，公司其他非流动资产呈不断增长态势，年均复合增长 77.98%，截至 2017 年底，公司其他非流动资产 46.02 亿元，较年初增长 88.14%，主要系公司支付的办公楼购置款增加所致。

截至 2017 年底，公司受限资产包括货币资金 19.95 亿元、存货 80.49 亿元、投资性房地产 564.69 亿元，分别用于公司银行借款的抵押担保和质押增信，合计 665.13 亿元，占总资产比例为 41.39%，受限资产规模较大。

截至 2017 年底，公司本部（非合并口径）总资产规模为 194.68 亿元，主要为货币资金 12.24 亿元、其他应收款 118.81 亿元、长期股权投资 52.40 亿元。其他应收款主要为向子公司红星企发提供借款及往来款 91.15 亿元，与子公司和其他公司往来款等，前五大占比 89.69%，集中度较高。公司本部的长期股权投资主要为对子公司的投资，包括持有的美凯龙家居的股权和红星企发的股权。

总体看，近年来公司随着经营规模的扩大，资产规模增长较快，以流动资产为主，公司货币资金充足。流动资产中，存货中有部分项目位于三四线城市，可能影响存货周转速度；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

2015~2017 年，公司负债规模呈逐年上升态势，年均复合增长 27.59%，流动负债和非流动负债均有增加。截至 2017 年底，公司负债总额 1,083.93 亿元，较年初增长 32.26%，其中流动负债占比 43.73%，非流动负债占比 56.27%，负债结构以非流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债呈逐年上升态势，年均复合增长 26.22%，主要系预收款项、一年内到期的非流动负债增加所致。截至 2017 年底，公司流动负债 473.97 亿元，较年初增长

38.89%，主要由应付账款（占比 5.36%）、预收款项（占比 34.22%）、其他应付款（占比 25.50%）和一年内到期的非流动负债（占比 24.82%）构成。

公司应付账款主要由应付工程款构成。2015~2017 年，公司应付账款年均复合增长 6.86%；截至 2017 年底，公司应付账款 25.42 亿元，较年初下降 9.15%，主要系应付工程款下降所致。

公司预收款项主要由预收的房屋销售款以及预收的租金构成。2015~2017 年，公司预收款项呈上升态势，年均复合增长 39.21%，主要系公司房屋预售增长带来的预收房款增加所致。截至 2017 年底，公司预收款项为 162.21 亿元，较年初增加 66.28%。

2015~2017 年，公司其他应付款呈波动增长态势，年均复合增长 8.86%，主要系往来借款增加所致；截至 2017 年底，公司其他应付款 120.84 亿元，由往来款（占比 39.72%）、保证金、押金（占比 17.28%）和代收商户货款（占比 19.49%）构成；2017 年底较年初增长 24.77%，主要系代收商户货款以及缴纳的保证金和押金增长所致，往来款规模较年初基本不变。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债年均复合增加 58.39%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 117.66 亿元，较年初增加 63.66%，主要系一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券增加所致。

2015~2017 年，公司非流动负债规模呈逐年上升态势，年均复合增长 28.68%，主要系长期借款、应付债券增长所致。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 609.95 亿元，较年初增加 27.54%，主要系长期借款与应付债券增加所致；非流动负债主要由长期借款（占比 51.22%）、应付债券（占比 24.60%）和递延所得税负债（占比 17.00%）构成。公司长期应付款占非流动负债比例较小，但主要与合作方往来款项和应付融资租赁款。

2015~2017 年，公司长期借款年均复合增长 43.26%，主要系公司经营规模扩大，融资需求增加所致。截至 2017 年底，公司长期借款 312.40 亿元，较年初增长 41.12%。

2015~2017 年，公司应付债券呈不断增长趋势，年均复合增长 17.67%；截至 2017 年底，公司应付债券为 150.03 亿元。

2015~2017 年，公司递延所得税负债年均复合增长 10.34%，截至 2017 年底，公司递延所得税负债为 103.70 亿元，较年初增长 9.55%，主要系投资性房地产评估增值所致。

2015~2017 年，公司债务规模逐年上升，年均复合增长 35.93%，主要系公司业务扩张，融资需求增加所致。截至 2017 年底，公司全部债务为 619.54 亿元，以长期债务为主，长期债务为 490.31 亿元，债务结构尚属合理。公司全部债务中，1 年内到期的 129.23 亿元，2 年到期的 95.33 亿元，2~3 年到期的 127.03 亿元，3 年以后到期的 267.95 亿元。公司债务集中程度尚可，但考虑到公司整体债务规模较大，仍存在一定的偿付压力。

随着公司融资规模的增加，2015~2017 年，公司债务负担有所加重，资产负债率分别为 61.45%、64.82%和 67.46%；全部债务资本化比率分别为 44.52%、50.88%和 54.23%；长期债务资本化比率分别为 38.73%、45.22%和 48.39%。整体看，公司整体债务规模适中。

截至 2017 年底，公司本部（非合并口径）负债合计 138.83 亿元，主要为长期借款 32.73 亿元和应付债券 94.09 亿元，资产负债率为 71.31%，公司本部负债主要为有息债务，公司本部债务负担较重。考虑到公司本部无实际业务，公司本部债务未来主要通过子公司分红、股票质押或股票变现获取现金或往来拆借等形式对债务进行偿还。2016 年、2017 年以及 2018 年，上市公司美凯龙家居根据上年业绩情况对公司本部的分红分别为 11.66 亿元、10.42 亿元和 7.94 亿元。此外，公司持有的美凯龙家居股票市值较高，且质押比例较低，未来也可通过股票质押或股票变现获取现金流。

总体看，公司负债结构以非流动负债为主，债务结构合理。公司近年来融资规模逐年增加，有一定的集中偿付压力，但债务偿付压力整体可控。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益呈逐年增长趋势，年均复合增长率为 11.88%。截至 2017 年底，公司所有者权益 522.94 亿元，较年初增长 17.59%，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 323.25 亿元，其中股本占比 0.31%，资本公积占比 10.05%，其他综合收益占比 3.60%，盈余公积占比 0.15%，未分配利润占比 85.89%，未分配利润占比较高，权益稳定性有待提高。

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高。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入年均增长 5.98%，2017 年收入为 200.44 亿元，同比增长 24.07%，主要系委托经营管理、商业地产及住宅销售业务结转收入增加所致；营业利润年均复合增长 14.87%，2017 年为 64.61 亿元，同比增长 26.10%。净利润年均复合增长 15.02%，2017 年为 46.70 亿元，同比增长 15.43%。

期间费用方面，2015~2017 年，公司费用总额呈波动增长趋势，年均复合增长 17.63%，三项期间费用都有一定增长。2017 年公司管理费用 20.53 亿元，较上年增长 21.88%，主要系职工薪酬及福利费增加所致；2017 年公司财务费用 14.25 亿元，较上年增长 55.20%，主要系公司融资规模增加所致；2017 年公司销售费用 18.99 亿元，较上年增长 30.44%，主要系广告及宣传费增加所致。2015~2017 年，公司费用收入比分别为 21.77%、25.12%和 26.82%，公司费用收入比升高，费用控制能力有待加强。

2015~2017 年，公司资产减值损失年均复合增长 16.69%，2017 年为 2.87 亿元，较上年下降 42.44%，主要系应收账款坏账损失下降所致，对公司营业利润的影响不大。公司公允价值变动收益年均复合增长 46.09%，2017 年为 21.31 亿元，同比增长 10.79%，主要系投资性房地产评估增值所致。近三年公司投资收益由负转正，2017 年为 8.79 亿元，同比增长 6.62 倍，主要系家居板块处置子公司产生的投资收益所致。2017 年，公司公允价值变动收益和投资收益分别占营业利润的 32.99%和 13.60%，非经常性损益对公司营业利润影响较大。

从盈利指标来看，2015~2017 年，公司营业利润率基本稳定，分别为 45.04%、47.33%、44.98%，近三年保持较高水平。2015~2017 年，公司总资产收益率、总资产报酬率、净资产收益率基本稳定，2017 年分别为 6.01%、5.58%和 9.65%，公司盈利能力尚可。

总体看，近三年公司营业收入快速上升，营业利润率保持较高水平。公司近年来自有物业评估价值持续升高，盈利能力对公允价值变动收益较为依赖。公司期间费用对净利润侵蚀较大，费用控制能力有待加强。

5. 现金流

从经营活动看，2015~2017 年，公司经营活动净现金流保持净流入状态，净流入规模年均复合下降 27.96%，2017 年为 23.07 亿元，同比增长 78.91%。公司经营活动现金流入年均复合增长 31.78%，2017 年为 301.21 亿元，同比增长 60.99%，主要系预收售房款及租金增加额以及往来借款增加所致。公司经营活动现金流出年均复合增长 46.84%，2017 年为 278.14 亿元，同比增长 59.67%，主要系支付往来款增加所致。2015~2017 年，公司现金收入比分别为 93.50%、108.73%和 136.22%，收入实现质量较好。

从投资活动看，2015~2017 年，公司投资活动现金流持续呈净流出状态，2017 年净流出规模为 61.77 亿元，净流出同比下降 16.91%。投资活动现金流入规模年均复合增长 14.24%，2017 年为 56.04 亿元，同比增长 2.71%，主要系处置子公司增加所致；投资活动现金流出规模年均复合增长 6.76%，2017 年为 117.81 亿元，同比下降 8.60%，主要系向联营企业、合营企业与合作方支付的资金拆借款项减少所致。

从筹资活动看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流保持净流入状态，净流入规模年均复合增长 58.18%，2017 年为 130.58 亿元，同比增长 52.56%，主要系公司借款融资增加所致。筹资活动现金流入规模年均复合增长 4.26%，2017 年为 319.30 亿元，同比增长 12.07%，主要系公司通过借款融资增加所致；筹资活动现金流出规模年均复合下降 11.61%，2017 年为 188.72 亿元，同比下降 5.32%，主要系公司利润分配和支付利息减少所致。

总体看，公司经营活动现金流呈持续流入状态；但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看，2015~2017 年，公司流动比率波动增长，分别为 1.33 倍、1.31 倍和 1.46 倍；速动比率持续增长，分别为 0.73 倍、0.75 倍和 0.94 倍，主要系货币资金增长所致。近三年公司现金短期债务比持续增长，2017 年为 1.72 倍，现金类资产对短期债务保护程度较好。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 持续增长，2017 年为 82.20 亿元。近三年公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.25 倍、2.47 倍和 2.19 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度波动下降；EBITDA 全部债务比分别为 0.18 倍、0.14 倍和 0.13 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

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 2017 年底，公司获得的银行授信额度合计 365.93 亿元，尚未使用的授信额度为 80.55 亿元，间接融资渠道有待拓宽；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 2017 年底，公司除按揭担保外，对外担保共 11 笔，合计 60.71 亿元。公司对外担保占净资产比重为 11.61%，或有风险一般。

截至本报告出具日，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。湖南省高级人民法院于 2018 年 12 月 4 日作出编号为（2017）湘民初 3 号的《民事判决书》，判决：1、公司支付长沙理想的履约保证金 6,000 万元，长沙理想不再退还给公司；2、由长沙理想于判决生效之日起 30 日内一次性支付公司基坑开挖成本费用 100 万元；3、公司于判决生效之日起 30 日内一次性支付长沙理想预期利益损失 4,800 万元、律师代理费 120 万元；4、驳回长沙理想其他诉讼请求；5、驳回公司其他反诉请求。公司于 2018 年 12 月 20 日出具《民事上诉状》向最高人民法院提起上诉，请求：1、撤销湖南省高级人民法院（2017）湘民初 3 号《民事判决书》，依法改判或直接发回重审；2、该案一审、二审费用由长沙理想承担。

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 2018 年 9 月 26 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，公司短期偿债能力强，长期偿债能力有待提高。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。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2017 年底，公司全部债务为 619.54 亿元，本期债券拟发行规模为 15 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度对公司债务负担影响不大。

以 2017 年底的财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 15 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.76%、54.82%和 49.14%，债务负担略有加重。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2017 年的财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 82.20 亿元，为本期公司债券发行额度（15 亿元）的 5.48 倍。EBITDA 对本次债券的覆盖程度高。公司 2017 年经营活动产生的现金流入 301.21 亿元，为本期公司债券发行额度（15 亿元）的 20.08 倍，公司经营活动现金流入规模较大，对本期债券覆盖程度高。

综合以上分析，考虑到公司作为国内家居装饰及家居商场运营龙头企业，品牌影响力大，盈利能力强，具备较强的综合竞争力，公司对本期债券的偿还能力极强。

九、综合评价

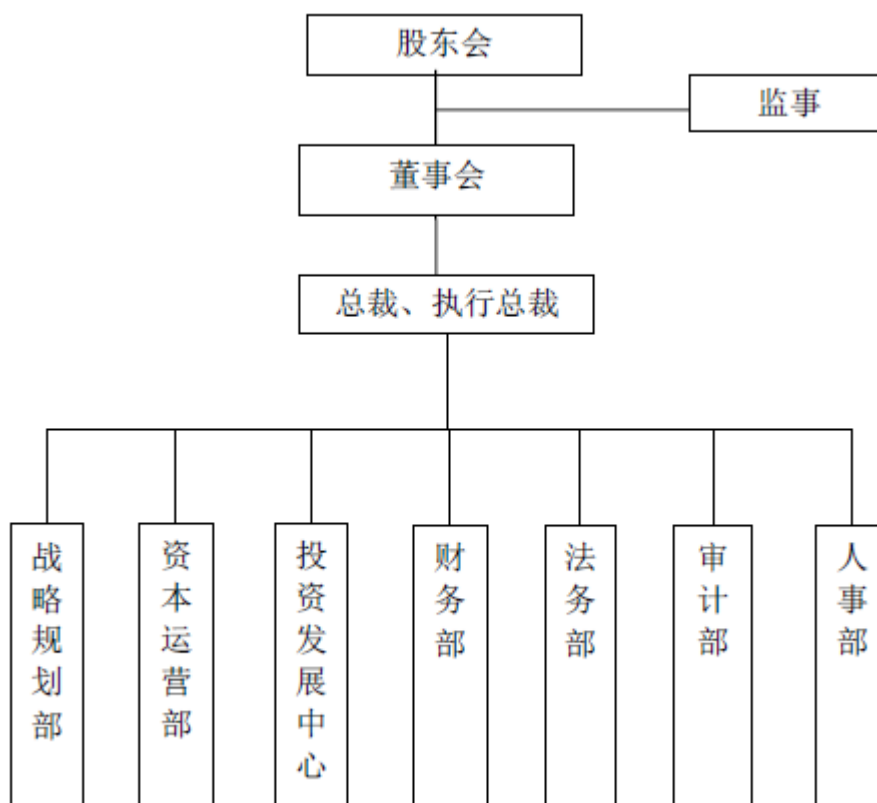
公司作为全国性家居装饰及家居商场运营龙头企业，在经营环境、行业地位、运营经验和品牌知名度等方面具有优势；公司资产规模不断扩大，债务结构尚可，盈利能力较强。同时，联合评级也关注到公司存货存在一定去化压力、未来开发资金需求规模较大、其他应收款规模较大对资金形成一定占用、资产受限规模大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

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”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 红星美凯龙控股集团有限公司

组织结构图



附件 2 红星美凯龙控股集团有限公司

主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	1,083.65	1,264.22	1,606.87
所有者权益（亿元）	417.77	444.70	522.94
短期债务（亿元）	71.20	93.57	129.23
长期债务（亿元）	264.10	367.06	490.31
全部债务（亿元）	335.30	460.64	619.54
营业收入（亿元）	178.48	161.55	200.44
净利润（亿元）	35.30	40.46	46.70
EBITDA（亿元）	60.86	64.56	82.20
经营性净现金流（亿元）	44.45	12.89	23.07
应收账款周转次数（次）	13.84	9.86	9.85
存货周转次数（次）	0.47	0.42	0.47
总资产周转次数（次）	0.17	0.14	0.14
现金收入比率（%）	93.50	108.73	136.22
总资本收益率（%）	--	6.09	6.01
总资产报酬率（%）	5.61	5.30	5.58
净资产收益率（%）	9.18	9.38	9.65
营业利润率（%）	45.04	47.33	44.98
费用收入比（%）	21.77	25.12	26.82
资产负债率（%）	61.45	64.82	67.46
全部债务资本化比率（%）	44.52	50.88	54.23
长期债务资本化比率（%）	38.73	45.22	48.39
EBITDA 利息倍数（倍）	2.26	2.47	2.19
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.14	0.13
流动比率（倍）	1.33	1.31	1.46
速动比率（倍）	0.73	0.75	0.94
现金短期债务比（倍）	1.25	1.23	1.72
经营现金流动负债比率（%）	14.94	3.78	4.87
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.01	1.08	1.37
EBITDA/本期发债额度（倍）	4.06	4.30	5.48

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。

附件 3 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	
总资产收益率	(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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 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）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年红星美凯龙控股集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

红星美凯龙控股集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。红星美凯龙控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注红星美凯龙控股集团有限公司的相关状况，如发现红星美凯龙控股集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如红星美凯龙控股集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至红星美凯龙控股集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送红星美凯龙控股集团有限公司、监管部门等。

