

信用等级公告

联合〔2019〕3246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其拟发行的2020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2020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
二〇一九年十一月十八日



红星美凯龙家居集团股份有限公司

2020 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

债项概况:

本期中期票据发行规模: 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
募集资金用途: 偿还公司及其控股子公司即将到期的银行借款及补充流动资金

评级时间: 2019 年 11 月 18 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
联合资信评估有限公司房地产业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司房地产业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	2
			资本结构	1
			偿债能力	2
调整因素和理由				调整子级
—				—

注: 经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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。同时联合资信也关注到公司债务规模持续增长、刚性兑付压力较大, 非经营性损益对公司利润影响较大, 资产受限规模大, 往来款对资金形成占用等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力很强。

未来, 公司仍将以家居装饰及家居商场运营为主业, 随着家居商场规模的不断增长, 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。

基于对公司主体长期信用状况和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. 近年来公司家居商场经营店面及经营面积不断增加, 整体出租率维持较高水平。
3. 近年来公司营业收入及利润总额持续增长, 经营获现能力较强。
4. 公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力很强。

关注

1. 公司家居商场运营业务与房地产行业市场有一定的关联度, 房地产市场面临政策调控压力, 景气度波动风险较大。

分析师：刘艳婷 王 聪

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

2. 公司投资性房地产评估增值规模较大，估值以物业租金收入为基础，若租金收入下滑，公司将面临投资性房地产估值下降的风险。公司投资性房地产受限规模很大，资产流动性弱。
3. 公司债务规模持续增长，且在建、拟建项目未来仍存在较大规模的资本支出，公司债务规模或面临进一步上升的风险，刚性兑付压力较大。
4. 公司应收账款及其他应收款规模较大，存在一定的回收风险，较大规模的往来款对公司资金形成一定占用。
5. 公司所有者权益中未分配利润占比高。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
现金类资产(亿元)	61.39	106.30	87.64	84.09
资产总额(亿元)	815.35	970.15	1108.61	1182.73
所有者权益合计(亿元)	399.21	439.32	452.96	467.49
调整后短期债务(亿元)	46.90	98.30	100.77	81.88
调整后长期债务(亿元)	173.01	190.44	266.60	313.42
调整后全部债务(亿元)	219.91	288.74	367.37	395.30
营业收入(亿元)	94.36	109.60	142.40	77.57
利润总额(亿元)	48.02	59.86	60.19	35.75
EBITDA(亿元)	58.89	73.82	78.73	--
经营性净现金流(亿元)	39.84	65.28	58.58	11.79
营业利润率(%)	67.92	68.24	63.48	64.36
净资产收益率(%)	9.20	9.74	10.39	--
资产负债率(%)	51.04	54.72	59.14	60.47
调整后全部债务资本化比率	35.52	39.66	44.78	45.82
流动比率(%)	64.95	64.13	62.09	66.88
经营现金流动负债比(%)	29.42	28.74	23.14	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	3.73	3.91	4.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.87	4.98	4.20	--

公司本部（母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	343.49	397.35	485.03	513.38
所有者权益（亿元）	128.75	153.23	151.86	139.87
全部债务(亿元)	133.24	109.70	160.09	181.25
营业收入(亿元)	15.04	18.84	19.47	8.21
利润总额(亿元)	18.45	39.76	19.46	-3.54
资产负债率（%）	62.52	61.44	68.69	72.75
全部债务资本化比率(%)	50.86	41.72	51.32	56.44
流动比率（%）	186.25	117.89	114.65	118.95
经营现金流动负债比(%)	0.18	3.03	1.93	--

注：2019 年 1-6 月财务报告未经审计；2、将其他流动负债中的有息部分、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

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019/6/19	刘艳婷 王 聪	房地产企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
AAA	稳定	2018/12/26	李新建 孙 鑫 刘艳婷	房地产企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

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与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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

2020 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，以下简称“红星控股”）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90.00%股权转让给红星控股，并于2007年11月16日完成了工商变更登记，变更后红星控股持有公司100%股权。

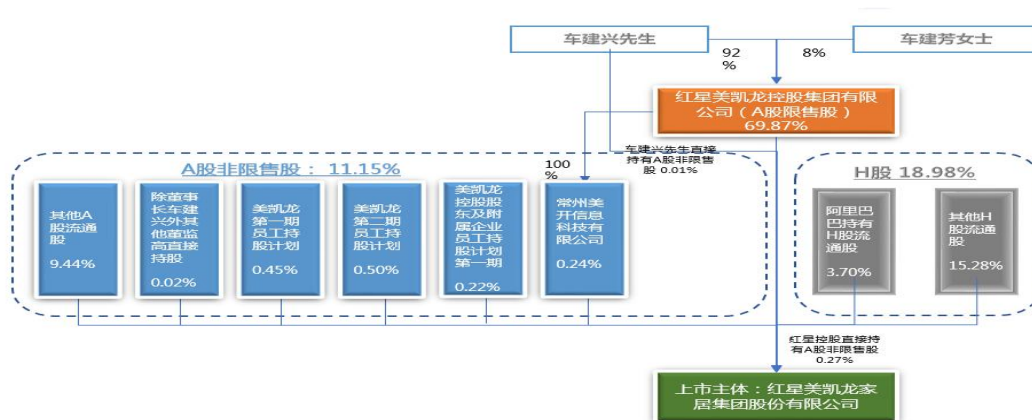
2015年5月8日经中国证券监督管理委员会证监许可〔2015〕822号文《关于核准红星美凯龙家居集团股份有限公司发行境外上市外资股的批复》许可，公司向境外投资者公开发行不超过1180792000股境外上市外资股(H股)，并在香港联合证券交易所主板上市交易，股票代码：1528.HK。本次发行完成后公司实收资本（股本）为人民币36.24亿元，红星控股持股比例变更为68.44%。

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%。

2018年7月，公司回购388917038股H股股份，并同时注销回购股份、减少注册资本，注册资本由3938917038元变更为人民币3550000000元。

截至2019年9月底，公司实收资本35.50亿元，红星控股直接持有A股限售股69.87%，直接持有A股非限售股0.27%，为公司控股股东；车建兴持有红星控股92.00%的股权，直接持有公司A股非限售股0.01%，为公司实际控制人。（公司最新股权结构图明细见图1）

图1 公司股权结构图



注：上述股权结构图是根据截至2019年9月28日公开信息作成；于2019年5月红星控股可交换债发行完成之日，其持有的10%的A股限售股中为阿里巴巴行使换股所预留，鉴于公司于2019年6月已完成派息，该等比例上调至10.22%

资料来源：公司提

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2019年6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2018年底，公司合并资产总额1108.61亿元，所有者权益合计452.96亿元（含少数股东权益35.82亿元）；2018年公司实现营业收入142.40亿元，利润总额60.19亿元。

截至2019年6月底，公司合并资产总额1182.73亿元，所有者权益合计467.49亿元（含少数股东权益33.06亿元）；2019年1—6月，公司实现营业收入77.57亿元，利润总额35.75亿元。

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20亿元的中期票据额度，并于2019年1月发行了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，额度5亿元，期限3年；本期拟发行2020年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度5亿元，期限3年，按年付息，到期一次还本。本期中期票据募集资金拟用于偿还公司及其控股子公司即将到期的银行借款及补充流动资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的

货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表1 2016—2019年上半年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind

2019年1—6月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，中国一般公共预算收入

和支出分别为 10.8 万亿元和 12.4 万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6 万亿元）较上年同期（7261 亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019 年 1—6 月，中国国内生产总值 45.1 万亿元，同比实际增长 6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI 温和上涨；PPI 和 PPIRM 基本平稳；就业形势总体稳定。

2019 年 1—6 月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设投资和房地产投资增速均有所回落。2019 年 1—6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.9 万亿元，同比增长 5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资 18.0 万亿元，同比增长 5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019 年 1—6 月，全国房地产开发投资 6.2 万亿元，同比增长 10.9%，增速较 1—3 月回落 0.9 个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.1%，较上年同期明显下降，但在 2018 年年底全国人大授权国务院提前下达部分 2019 年度新增地方政府债务限额，今年 4 月、6 月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长 3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在 0.2% 的低位水平，是制造业投资放缓的重

要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019 年 1—6 月，全国社会消费品零售总额 19.5 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1—3 月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较 1—3 月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较 1—3 月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019 年 1—6 月，中国货物贸易进出口总值 14.7 万亿元，同比增速（3.9%）较 1—3 月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了 38.9 个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019 年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和服务制造领域的发展，制造业

投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业及区域环境分析

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，中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。经国家统计局统计，截至2019年8月底，全国有6313家家具制造企业。

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，中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。根据弗若斯特沙利文的统计，红星美凯龙占连锁家居装饰及家具商场行业的市场份额约为15.20%，占家居装饰及家具商场行业（包括连锁与非连锁）的市场份额约为6.0%，市场占有率行业第一。

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，中国首部《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，市场集中度较低，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。

另外随着互联网线上销售的快速增长，传统家居商场的业务模式受到新销售模式及新业态的冲击。家居产业属于地产后周期行业，大约会滞后地产销售8~10个月，未来家居产品销售面临房地产调控政策所带来的需求下降压力。

（4）行业发展

根据《中国家具行业“十三五”发展规划》，“十三五”期间中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体，家具产品将走向定制化。

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。

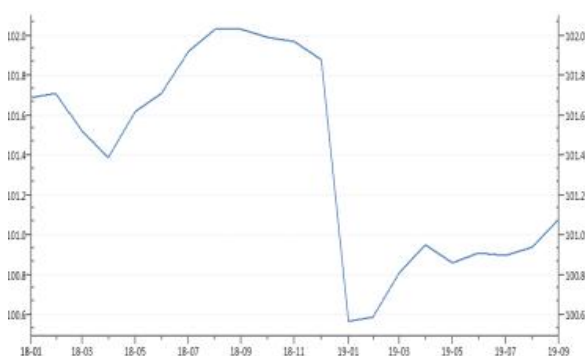
总体来看，受全球家居产业地区转移影响，中国现代家居产业快速成长发展。目前内需已成为中国家居行业的发展动力，产品和服务将不断升级，行业集中度也将得到提升。

2. 房地产行业分析

(1) 房地产开发行业

2018 年，全国各地房地产调控政策密集出台，不断完善限购、限贷等相关行业政策。2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。2019 年以来，房地产市场仍处于调控周期，中央重申坚持房住不炒、防止楼市大起大落，确定了维护房地产市场平稳健康发展的总体思路。在整体基调的指导下，各地市场监管、招才引智、住房贷款、住房保障等方面均陆续完善相应政策。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活。

图 2 2017 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2018 年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全国房地产开发

投资 12.03 万亿元，同比增长 9.50%，增速较上年增加 2.50 个百分点；其中住宅投资 8.52 万亿元，同比增长 13.40%，增速较上年增加 4.00 个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比增长 17.20%，其中住宅新开工面积 15.34 亿平方米，同比增长 19.70%。全国房屋施工面积 82.23 亿平方米，同比增长 5.20%；其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。2019 年 1—9 月，全国房地产开发投资 9.80 万亿元，同比增长 10.50%；房屋新开工面积 16.57 亿平方米，同比增长 8.60%；房屋施工面积 83.42 亿平方米，同比增长 8.70%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。2019 年 1—9 月，全国房地产开发投资仍保持快速增长；2019 年上半年，在商业类新开工显著提速的带动下，新开工面积增速大幅增长，三季度以来有所回落，总体施工规模保持持续增长。

房地产销售方面，2018 年全年商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下降 6.40 个百分点；共实现销售额 15.00 万亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下降 1.50 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，2018 年百城住宅平均价格累计上涨 5.09%，较 2017 年增速下降 2.06 个百分点，价格增速有所回落。2019 年 1—6 月，全国商品房销售面积 11.92 亿平方米，同比下降 0.10%；共实现商品房销售额 11.15 万亿元，同比增长 7.10%，增速同比下降 6.20 个百分点。整体看，2018 年以来，在政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。进入 2019 年以来，商品房销售面积增速由正转负；在销售价格持续增长的带动下，商品房销售额仍保持增长，但增速显著回落，房地产市场整体降温。

(2) 土地市场与信贷环境

2018 年，全国各地区加大土地供应力度，

但随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度。2018年，全国300城市共推出用地12.84亿平方米，同比增长20%，其中住宅用地共推出5.05亿平方米，同比增长26%；土地成交量10.55亿平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交3.89亿平方米，同比增长10%。2018年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较2017年明显增加。价格方面，2018年，全国300个城市土地出让金总额为41773亿元，同比增长2%；300个城市成交楼面均价为2159元/平方米，同比下跌11%；平均溢价率为13%，较2017年同期下降16个百分点。总体看，进入2018年以来，全国300城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

2018年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入2018年10月以来，金融市场上货币政策出现松动。11月15日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一、二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭

州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。进入2019年以来，房地产行业信贷环境适度宽松，发债市场总体融资规模有所扩张，资金主要流向债务负担适宜的龙头企业；个人按揭贷款流程审批提速，放款加快，一定程度上缓解房地产企业的资金压力。

从地产开发资金到位情况来看，2018年房地产开发企业开发资金16.60万亿元，同比增长6.40%。资金来源中，自筹资金和定金及预付款为主要来源方式，分别占资金来源的33.64%和33.39%；国内贷款、个人按揭贷款和利用外资分别占房地产开发资金来源的14.46%、14.28%和0.07%。2019年1—9月，房地产开发企业开发资金13.06万亿元，同比增长7.10%。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的32.18%和33.60%；国内贷款、个人按揭贷款和利用外资分别占房地产开发资金来源的15.08%、15.24%和0.08%。总体来看，房地产开发资金保持增长，资金主要来源于自筹资金和定金及预付款，渠道占比基本保持稳定。

总体看，在中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，2018年下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

（3）政策环境

2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三、四

线城市也出台了规范制度。

此后,2018年5月,住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》,其中提出3—5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年,各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面,国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后,各地持续发力集体建设用地建设租赁住房,北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度,并针对地区房地产市场情况,制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面,北京提出将限价房中可租赁住房销售限价与评估价比值不高于85%的,收购转化为共有产权住房,从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系,明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模,增加政策支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策,试点时限为1年。

2018年6月,国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行,住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求,即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区,应有针对性的及时调整棚改安置政策,更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置,部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018年7月31日,中共中央政治局会议提出,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长效机制,坚持因城施策,促进供求平衡,合理引导预期,整治市场秩序,确定了2018年下半年稳中求进的总基

调。但同样在2018年下半年,部分地区调控政策迎来小幅放松:7月太原宣布取消二手房限售,12月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度,广州部分取消商住房销售对象限制,珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在2018年12月13日召开的中共中央政治局工作会议中,并未针对房地产行业提出具体指示。

2019年以来,中央重申防止楼市大起大落,确定了维护房地产市场平稳健康发展的总体思路。4月19日,中共中央政治局会议重申房住不炒,落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。房地产金融监管方面,银保监会、央行两部门密集强调加强风险防范力度,对房地产开发贷款、个人按揭贷款继续实行审慎的贷款标准,以“稳地价、稳房价、稳预期”为目标,坚持房地产金融政策的连续性和稳定性。从货币政策来看,中央多次强调防范化解重大风险,促进经济稳定发展,强调继续实施稳健的货币政策,坚持不搞“大水漫灌”。与此同时,中央货币政策委员会在2019年一季度例会也指出稳健的货币政策要松紧适度,把好货币供给总闸门,同时保持流动性合理充裕。4月22日,中央财经委员会第四次会议强调要强化宏观政策逆周期调节,财政政策要加力提效,货币政策根据经济增长和价格形势变化及时预调微调。

总体看,2018年上半年,严格调控的政策力度明显增强,房地产行业呈降温态势;2018年下半年,部分城市调控政策出现短暂松动迹象,但各地调控政策仍以稳字为先;2019年以来,调控政策仍以维稳为基调,加强金融监管,不搞“大水漫灌”,同时保持流动性合理充裕。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年9月底,公司实收资本35.50亿元,红星控股直接持有A股限售股69.87%,

直接持有 A 股非限售股 0.27%，为公司控股股东；车建兴持有红星控股 92.00% 的股权，直接持有公司 A 股非限售股 0.01%，为公司实际控制人。

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。

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 2019 年 6 月底，公司共有开业商场 315 家，经营面积为 1996.69 万平方米。其中，自营商场（含合营联营）84 家，经营面积占 37.77%；委管商场 231 家，经营面积占 62.23%。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，2018 年，公司占中国连锁家居装饰及家具商场行业的市场份额约为 15.20%，占家居装饰及家具商场行业（包括连锁及非连锁）的市场份额约为 6.00%，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 2019 年 6 月底，公司共有董事、监事、高级管理人员共 21 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。车建兴先生是中华全国工商联会执行委员会成员，同时在上海市政协十三届二次会议上被增补为政协常委。

公司财务负责人席世昌先生，1974 年 6 月出生，于 1995 年 7 月毕业于上海财经大学，获得金融学学士学位，并于 2013 年 10 月完成中欧国际工商学院高级管理人员工商管理硕士课程，获得高级工商管理硕士学位。席先生系中国注册会计师协会认证的注册会计师（非执业会员）、澳大利亚公共会计师协会会员。席先生于 2010 年 7 月加入公司，自 2010 年 12 月以来一直担任公司首席财务官，主要负责公司的企业融资及财务管理。在加入公司之前，1999 年 10 月至 2002 年 12 月于上海中永信会计师事务所工作；2003 年 1 月至 2010 年 7 月在德勤华永会计师事务所有限公司工作。2016 年 12 月至今任公司财务负责人。

截至 2018 年底，公司在职员工 24339 人，从文化程度看，本科及以上占 33.08%；专科占 33.77%；高中及以下占 33.15%。从专业上看，财务人员占 11.50%，经营管理人员占 18.85%，人力资源人员占 4.51%，开发人员占 1.06%，

其他人员占 64.08%。

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2019年6月底，公司董事会由10名成员组成，设董事长兼董事1人，副董事长兼董事1人，董事4人，独立董事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4名监事组成，其中1名为监事会主席兼职工监事，1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共议的，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

出售子公司股权和债权的关联交易事项

公司于2019年8月9日发布公告，拟将全资子公司安徽腾辉投资集团合肥有限公司（以下简称“安徽腾辉”）100%股权及公司对其债权出售予公司关联方上海爱琴海奥莱商业管理

有限公司（以下简称“爱琴海奥莱”），出售总价款包括股权转让款（下同）1元和债权转让款本金5.63亿元（以下简称“债权本金”）及该等债权本金获得清偿之日止期间的利息。爱琴海奥莱系公司控股股东红星美凯龙控股集团有限公司持股100%的子公司；截至2018年底，安徽腾辉未经审计的总资产为4.13亿元，净资产为-1.90亿元。2019年8月15日，公司已收到爱琴海奥莱支付的第一期债权转让全部本金3000万元，2019年9月26日，公司已收到爱琴海奥莱支付的第二期债权转让款1.95亿元。联合资信将持续关注公司此次向关联方出售子公司股权及债权事项对公司经营情况的影响及转让款项的收回进展。

公司控股股东、实际控制人及管理人员增持公司股份事项

根据公司2019年4月1日公告，公司采取董事长、控股股东、在公司领取薪酬的时任董事（不包括董事长、独立董事、非控股股东提名的董事）、高级管理人员及监事会主席以自有资金并通过集中竞价的交易方式增持公司股份以稳定股价，约定控股股东用于增持股份的资金不低于人民币1.06亿元，不超过人民币1.272亿元；实际控制人暨董事长车建兴先生通过其或其控制的其他企业（不含红星美凯龙控股集团有限公司）用于增持股份的资金不低于人民币1亿元，不超过人民币1.2亿元；陈淑红女士用于增持股份的资金不低于人民币54.3万元，不超过人民币65.2万元；车建芳女士用于增持股份的资金不低于人民币140.4万元，不超过人民币168.5万元；蒋小忠先生用于增持股份的资金不低于人民币164.9万元，不超过人民币197.9万元；陈东辉先生用于增持股份的资金不低于人民币60.1万元，不超过人民币72.2万元；本次增持计划实施期间为2019年6月1日至2019年9月28日，增持完成后的6个月内不出售本次增持的股份。本次增持计划已经完成，增持完成后，公司控股股东、车建兴先生、陈淑红女士、车建芳女士、蒋小忠先生、陈东辉先

生以及常州美开信息科技有限公司合计持有公司股权比例为70.3979%，且上述各方构成一致行动关系。

公司另于2019年9月30日发布公告，公司部分董事、监事、高级管理人员自愿增持公司股份的计划，计划自2019年9月30日至2020年3月31日增持公司股份，增持金额合计不少于人民币8100万元，不超过人民币9720万元，截至2019年11月1日，蒋小忠、潘宁、刘源金、李建宏、张培峰、陈东辉以及张贤已通过集中竞价方式合计耗资人民币107.82万元自愿增持公司股份100000股。

联合资信将持续关注上述股份增持事项的进展及其对公司股权结构等方面的影响。

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，主要包括自营及租赁收入以及与委托经营管理商场相关的收入。

2016—2018年，公司营业收入快速增长，年均复合增长率为22.84%。分板块来看，2016—2018年，公司通过自营商场获得的自营及租赁收入持续增长，主要系自营商场面积增长所致。2018年公司实现自营及租赁收入71.68亿元，同比增长12.10%，占营业收入的50.34%，

占比有所下滑。2016—2018年，公司与委托经营管理商场相关收入持续增长，2018年公司实现与委托经营管理商场相关收入41.77亿元，同比增长15.10%，系委管商场数量增长所致。2016—2018年，公司商品销售及相关收入持续增长，2018年为4.66亿元，同比增长58.46%。2018年，公司建造施工及设计收入14.80亿元，该板块由于前期收入规模较小，计入其他业务收入，该板块收入的大幅增长主要系公司于2018年开始延伸产业链，积极承接部分委管商场业主或外部商业物业业主的商场建筑施工业务所致。

从盈利情况来看，公司综合毛利率持续下滑，近三年分别为72.31%、71.14%和66.20%，主要系与委管相关的业务毛利率有所下滑及公司新增的建筑施工及设计业务毛利率相较公司主要业务毛利率较低从而拉低整体毛利率所致。2018年，公司自营及租赁业务毛利率为77.58%，基本保持稳定；委托经营管理商场相关业务毛利率为60.36%，同比下降3.54个百分点。

2019年1—6月，公司实现营业收入77.57亿元，为2018年全年的54.47%；综合毛利率为66.97%，较2018年全年小幅提升。其中，自营及租赁业务毛利率较2018年全年提升1.92个百分点；与委托经营管理商场相关业务的毛利率较2018年全年提升5.13个百分点，主要系委托管理商场数量增加而成本相对较低所致。

表2 2016—2018年及2019年上半年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类别	2016年			2017年			2018年			2019年1-6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
自营及租赁收入	59.75	63.33	77.15	63.94	58.35	77.16	71.68	50.34	77.58	39.52	50.95	79.50
与委托经营管理商场相关收入	27.82	29.48	66.45	36.29	33.11	63.90	41.77	29.33	60.36	21.62	27.87	65.49
1、项目前期品牌咨询委托管理服务	13.56	14.37	88.66	15.87	14.48	88.25	15.64	10.98	77.99	5.45	7.03	81.10
2、项目年度品牌咨询委托管理服务	13.69	14.51	45.91	15.39	14.05	30.39	19.20	13.48	34.94	10.11	13.03	41.60

务												
3、工程项目商业管理咨询	0.11	0.12	-45.90	1.40	1.28	92.55	2.15	1.51	92.80	0.61	0.79	92.50
4、商业咨询费及招商佣金	0.45	0.48	50.31	3.62	3.30	88.53	4.78	3.36	90.14	5.46	7.04	91.00
商品销售及相关服务	2.08	2.20	35.32	2.94	2.68	31.21	4.66	3.27	33.66	2.06	2.66	30.80
建造施工及设计	--	--	--	--	--	--	14.80	10.39	32.75	9.38	12.09	31.50
其他	4.71	4.99	61.86	6.42	5.86	70.32	9.49	6.67	74.06	4.99	6.43	55.30
合计	94.36	100.00	72.31	109.60	100.00	71.14	142.40	100.00	66.20	77.57	100.00	67.00

注：尾差系四舍五入产生；2016—2017 年建造施工及设计业务规模较小，收入计入其他业务；2018 年及 2019 年 1—6 月该业务因增长迅速而单独列示，本报告不对 2016—2017 年数据追溯调整；

资料来源：公司提供

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。

2016—2018 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 2016 年底的 200 家合计 1269.24 万平方米增长至 2018 年底的 308 家合计 1893.93 万平方米，其中 2018 年底自营商场

经营面积占 36.53%，委管商场经营面积占 63.47%。截至 2019 年 6 月底，公司共有开业自营及委管商场 315 家，经营面积为 1996.69 万平方米。

出租率方面，2016—2018 年底，公司自营及委管商场出租率均维持较高水平，2018 年底自营商场和委管商场平均出租率分别为 96.23%和 95.00%，均较 2017 年底略有下降。2019 年 6 月底，公司自营及委管商场平均出租率分别为 95.0%和 95.0%，自营商场平均出租率略有下滑，但整体仍能维持较高水平。

表 3 公司商场经营数据变化情况（家、平方米、%）

业务类别	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 6 月底		
	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	66	5083326	96.70	71	5705954	97.55	80	6918993	96.23	84	7541923	95.0
1、自有	48	3990039	--	51	4537628	--	57	5608059	--	57	5968822	--
2、租赁	18	1093287	--	20	1168325	--	23	1310934	--	27	1573100	--
委管商场	134	7609067	96.24	185	9431775	97.63	228	12020347	95.00	231	12424935	95.0
合计	200	12692393	--	256	15137729	--	308	18939340	--	315	19966858	--

注：自有商场中包含合营及联营；2019 年 6 月底有 4 个自营商场因经营规划调整未纳入自营商场的平均出租率统计；委管商场平均出租率统计方面，有 4 个商场因经营规划调整及 1 个商场因目前处于歇业状态未纳入委管商场的平均出租率统计；合计数与分项数尾差系四舍五入导致

资料来源：公司提供

从区域上看，截至 2019 年 6 月底，公司自营商场主要分布于华东（24 个）、华北（10 个）、东北（11 个）、华中（8 个）、上海（7 个）及西部（7 个）等地区；委管商场主要分布于华东（96 个）、华中（32 个）、华北（28 个）和西部（39 个）等地区。

表 4 截至 2019 年 6 月底，公司家居商场业务区域分布情况（单位：家、万平方米）

地区	自有及合营联营		租赁		委管商场	
	数量	面积	数量	面积	数量	面积
北京	3	22.75	1	11.53	1	11.13
上海	7	89.48	--	--	--	--

天津	4	44.84	--	--	3	17.37
重庆	3	24.96	2	13.36	5	15.67
东北	10	100.40	1	10.16	16	75.99
华北	2	16.79	8	39.38	28	160.54
华东	15	172.95	9	44.88	96	558.51
华中	4	50.18	4	30.80	32	157.81
华南	3	21.08	1	3.59	11	56.06
西部	6	53.45	1	3.61	39	189.41
合计	57	596.88	27	157.31	231	1242.49

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商店; 5、合计数尾差系四舍五入所致

资料来源: 公司提供

(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。2018 年, 公司新开设自营商场 6 家, 另有 3 家商场由委管转为自营。截至 2018 年底, 公司自营商场共 80 家, 经营面积 691.90 万平方米, 平均出租率 96.23%, 其中自有商场 (包括合营联营商场) 和租赁店商场分别为 57 家和 23 家, 分别较上年增加 6 家和 3 家; 经营面积分别占 82.05% 和 18.95%。2019 年上半年, 公司自有 (包括合营联营商场) 及租赁商场数量较 2018 年增加 4 家, 系租赁店的增加。

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, 不计提折旧, 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, 公司自有商场 (包含合营联营商场) 的数量及面积由 2016 年底的 48 家合计 399.00 万平方米增长至 2018 年底的 57 家合计 560.81 万平方米。

租赁商场运营模式和管理模式与自有商场相同, 但经营物业权属属于出租方。公司租赁店数量有所增长, 2016—2018 年底公司租赁店数量分别为 18 家、20 家和 23 家, 面积分别为 109.33 平方米、116.83 万平方米和 131.09 万平方米。租赁店的成本主要为商场经营所产生的相关成本、费用、税收, 包括租赁金等。

表 5 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 2018 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 19 家, 经营

面积 181.13 万平方米, 占自营商场总经营面积的 26.18%。

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%。2018 年，公司自营商场中营业收入前十家的门店经营面积为 130.47 万平方米，占自营商场总经营面积的 18.86%。

表 6 2018 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	上海浦东沪南	自有	148220	2010.05.08	上海市浦东新区临御路 518 号	99.32
2	郑州商都	自有	160319	2007.10.01	河南省郑州市郑东新区商都路一号	100.00
3	重庆江北	自有	105174	2006.12.16	重庆渝北区新南路 888 号	100.00
4	上海真北	自有	188495	2000.10.28	上海市普陀区真北路 1208 号	98.74
5	上海汶水	自有	133593	2007.04.26	上海市宝山区沪太路 1801 号	100.00
6	上海金桥	自有	83839	2013.12.22	上海市浦东新区金藏路 158 号	98.12
7	沈阳铁西	自有	154805	2008.06.27	沈阳市铁西区北二东路 35 号	99.03
8	北京东四环	自有	96199	2006.10.01	北京市朝阳区东四环中路 193 号	100.00
9	南京名都	自有	141029	2008.12.06	南京市秦淮区夫子门大街 29 号	100.00
10	北京北五环	租赁	93050	2010.10.23	北京市朝阳区来广营西路 59 号	96.88
合计			1304723	--	--	--

资料来源：公司提供

（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，同时提高了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品牌咨询服务收入、项目年度品牌咨询服务收入、工程项目商业管理咨询费及招商佣金收入。

项目前期品牌咨询服务

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品牌咨询费，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 7 委管商场相关细分收入模式情况

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
项目前期品牌咨询委托管理服务收入	项目品牌咨询费、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
项目年度品牌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

2018 年，公司新开设委管商场 50 家，关闭 4 家，此外有 3 家转为自营商场。截至 2018 年底，公司经营 228 家委管商场，总经营面积 1202.03 万平方米，同比增长 27.45%，平均出租率 95.00%，较 2017 年下滑 2.63 个百分点。2019 年 1—6 月，委管商场净增加 3 家，数量增至 231 家。

整体看，近年来公司业务运营模式未发生变化，已开业商场数量持续增长，经营面积稳步提升，整体出租率维持较高水平。公司自营商场基本分布在一、二线城市，委管商场规模保持快速增长趋势，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将面临一定经营压力。

3. 经营效率

2016—2018 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 10.51 次和 0.13 次，2018 年分别为 9.96 次和 0.14 次；同期公司存货周转次数持续下降，三年加权平均值为 37.38 次，2018 年为 25.90 次。总体看，公司经营效率尚可。

4. 在建及拟建项目

截至 2019 年 6 月底，公司主要投资为自营商场的建设，另外还有部分物流项目投资。截至 2019 年 6 月底，公司在建家居商场项目 5 个，拟建面积为 80.99 万平方米，计划总投资 43.12 亿元，截至 2019 年 6 月底已投资 32.12 亿元，未来尚需投资 11.00 亿元；公司拟建家居商场项目 4 个，拟建面积 137.58 万平方米，计划总投资 60.78 亿元，截至 2019 年 6 月底已投资 11.60 亿元，未来尚需投资 49.18 亿元。

表 8 截至 2019 年 6 月底公司在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 2019 年 6 月底已投资	尚需投资
1	乌鲁木齐会展	四证已取得	乌鲁木齐	2016 年	18.79	10.74	9.97	0.77
2	昆明盘龙	四证已取得	昆明	2017 年	16.60	9.60	6.15	3.45
3	成都天府大道	四证已取得	成都	2017 年	14.41	6.78	5.07	1.71

4	长沙金霞	四证已取得	长沙	2017 年	11.60	6.00	5.10	0.90
5	南昌朝阳新城	四证已取得	南昌	2018 年	19.59	10.00	5.83	4.17
合计					80.99	43.12	32.12	11.00

资料来源：公司提供

表 9 截至 2019 年 6 月底公司拟建家居商场项目情况（单位：万平方米、亿元）

序号	项目名称	地区	拟建面积	计划总投资	截至 2019 年 6 月底已投资	尚需投资
1	昆山凯德	昆山	4.88	3.00	2.13	0.87
2	新郑华商汇	郑州	107.00	41.00	5.28	35.72
3	南宁定秋路	南宁	10.00	9.40	3.03	6.37
4	赣州南康	赣州	15.70	7.38	1.15	6.23
合计			137.58	60.78	11.60	49.18

资料来源：公司提供

物流项目方面，截至 2019 年 6 月底，公司在建及拟建物流项目面积为 58.27 万平方

米，计划总投资 15.29 亿元，截至 2019 年 6 月底已投资 7.94 亿元，尚需投资 7.35 亿元。

表 10 截至 2019 年 6 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	地址	规证情况	拟建面积	计划总投资额	截至 2019 年 6 月底已投资
1	天津红星电商物流交易结算中心一期	天津	四证	8.90	1.60	1.38
2	重庆红星美凯龙智慧物流城	重庆	四证	14.50	4.75	3.90
3	陕西红星美凯龙家居智慧物流城	陕西	四证	7.80	2.36	0.74
4	红星美凯龙（吉林）总部电子商务物流园	吉林	三证	9.57	2.25	0.60
5	贵州红星美凯龙智慧物流产业园	贵州	三证	9.40	2.36	0.76
6	天津红星美凯龙供应链管理有限公司仓储物流项目	天津	两证	8.20	1.98	0.56
合计				58.27	15.29	7.94

资料来源：公司提供

总体看，公司在建及拟建项目总体规模较大，未来仍需较大规模的投资支出。

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

以下财务分析基于公司提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计的并出具标准无保留意见的2016—2017年度财务报告、经安华永明会计师事务所（特殊普通合伙）审计的并出具标准无保留意见的2018年度财务报告及未经审计的2019年半年度财务报表。

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，公司通过非同一控制下企业合并的方式取得2家子公司，分别为银泰（永清）新城投资有限公司和宁波红星美凯龙家居购物广场有限公司；通过资产收购的方式纳入合并范围的子公司共计4家，分别为昆山凯德商用置业有限公司、上海好记星数码科技有限公司、苏州星凯科家居有限公司和郑州华商汇华融置业有限公司，共计对价16.40亿元；通过新设成立的方式纳入合并范围的子公司共计43家，注销子公司1家；截至2018年底，公司合并范围子公司合计235家。2019年1—6月，公司新设纳入合并范围的子公司24家（含通过非同一控制下企业合并的方式新增的子公司3家），通过资产收购的方式收购1家子公司；注销1家子公司；截至2019年6月底，公司合并范围内子公司共计258家。总体看，公司合并范围有一定的变化，但考虑到公司主业未发生变化，公司财务数据具备可比性。

会计政策变更方面：（1）新收入准则及

新金融工具准则。2017年，财政部颁布了修订的《企业会计准则第14号—收入》（简称“新收入准则”）、《企业会计准则第22号—金融工具确认和计量》《企业会计准则第23号—金融资产转移》《企业会计准则第24号—套期保值》以及《企业会计准则第37号—金融工具列报》（统称“新金融工具准则”）。公司自2018年1月1日起开始按照新修订的上述会计准则进行会计处理。（2）一般企业财务报表格式变更。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号）要求，资产负债表中，将“应收票据”和“应收账款”归并至新增的“应收票据及应收账款”项目，将“应收利息”和“应收股利”归并至“其他应收款”项目，将“固定资产清理”归并至“固定资产”项目，将“工程物资”归并至“在建工程”项目，将“应付票据”和“应付账款”归并至新增的“应付票据及应付账款”项目，将“专项应付款”归并至“长期应付款”项目；在利润表中，增设“研发费用”项目列报研究与开发过程中发生的费用化支出，“财务费用”项目下分拆“利息费用”和“利息收入”明细项目。公司财务报表的编制均按照最新的会计政策和会计准则。

截至2018年底，公司合并资产总额1108.61亿元，所有者权益合计452.96亿元（含少数股东权益35.82亿元）；2018年公司实现营业收入142.40亿元，利润总额60.19亿元。

截至2019年6月底，公司合并资产总额1182.73亿元，所有者权益合计467.49亿元（含少数股东权益33.06亿元）；2019年1—6月，公司实现营业收入77.57亿元，利润总额35.75亿元。

1. 资产质量

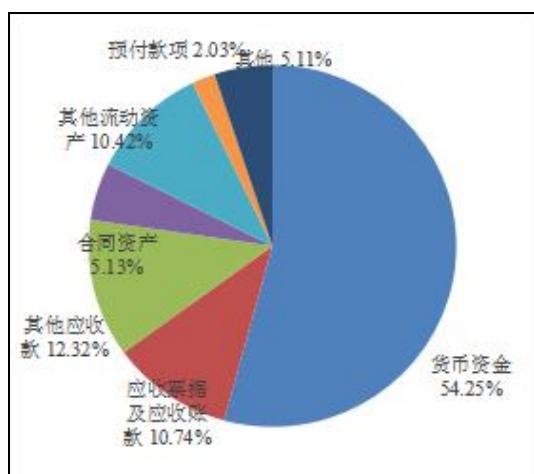
2016—2018年，公司资产总额快速增长，年均复合增长16.60%。截至2018年底，公司资产总额1108.61亿元，较上年底增长

14.27%，主要系非流动资产的增长。2018年底公司资产总额中流动资产占14.18%，非流动资产占85.82%，资产构成较2017年底变化不大。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

2016—2018年，公司流动资产快速增长，年均复合增长33.68%，主要系应收账款及其他应收款的增长所致。截至2018年底，公司流动资产合计157.19亿元，较上年底增长7.90%，主要由货币资金（占54.25%）、应收票据及应收账款（占10.74%）、其他应收款（占12.32%）、合同资产（占5.13%）和其他流动资产（占10.42%）等构成。

图3 公司2018年底流动资产构成



注：“其他”包含交易性金融资产、存货和一年内到期的非流动资产

资料来源：公司财务报告

2016—2018年，公司货币资金波动增长，年均复合增长17.87%。截至2018年底，公司货币资金合计85.28亿元，较上年底下降19.75%，其中银行存款占92.00%。公司货币资金中受限部分为6.35亿元，受限比例为7.45%，主要为子公司红星美凯龙家居集团财务有限责任公司存放于中国人民银行的存款准备金、银票保证金等及被法院冻结的款项等，公司2018年底存在2.09亿元的货币资金因为涉诉被法院冻结，截至2019年6月底该笔资

金已全部解冻。

公司应收票据科目2018年底余额为零，应收票据及应收账款科目全部为应收账款。2016—2018年，公司应收账款快速增长，年均复合增长45.27%，截至2018年底，公司应收账款账面价值16.88亿元，较上年底增长44.58%，主要系新开业委管商场数量增多以及会计政策变更影响所致。公司应收账款共计提坏账准备11.51亿元，计提比例40.54%，其中单项计提坏账准备的应收账款余额为9.02亿元，计提坏账准备8.52亿元，计提比例94.42%；按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款余额为19.37亿元，计提坏账准备2.99亿元，计提比例15.44%。按欠款方归集的前五名应收账款余额为3.57亿元（占12.56%），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2018年底，项目前期品牌咨询服务业务产生的应收账款余额为11.75亿元（占41.39%），计提坏账准备2.12亿元¹，计提比例18.00%。总体看，公司应收账款计提较大比例的坏账损失，计提比例尚可；公司应收账款集中度不高，未来应收账款的回收存在一定不确定性。

2016—2018年，公司预付款项快速增长，年均复合增长39.21%。截至2018年底，公司预付款项3.19亿元，较上年底增长19.29%，其中，账龄在1年以内的占93.69%。按预付款项归集的前五名单位合计预付款项0.72亿元（占22.59%），集中度不高。

2016—2018年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长40.65%，主要系借款及代垫款，定金及保证金增加所致。截至2018年底，公司其他应收款19.36亿元，较上年底增长11.62%，其中应收利息0.97亿元。除去应收利息的其他应收款为18.39亿元，主要包括借款及代垫款9.57亿元（占52.04%）、代收代付商家款5.04亿元（占27.42%）和定金、保证及

¹ 该坏账准备属于按信用风险特征组合计提的坏账准备。

其他合计3.78亿元（占20.54%）。截至2018年底，公司其他应收款共计提坏账准备2.85亿元，计提比例15.48%。按欠款方归集的其他应收款前五名单位余额合计6.78亿元（占31.91%），集中度尚可。总体看，其他应收款对公司资金形成一定占用，且存在一定坏账损失风险。

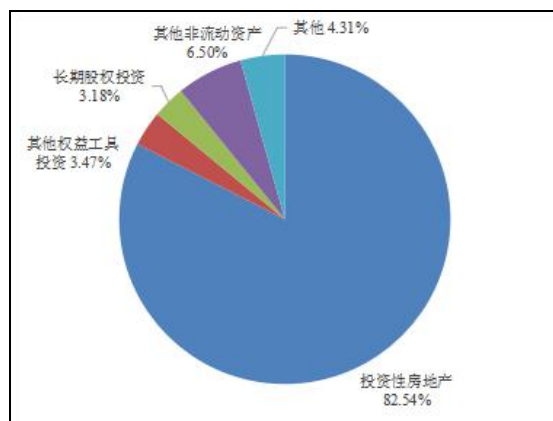
截至2018年底，公司合同资产账面余额8.55亿元，共计提减值准备0.48亿元，账面价值8.07亿元，其中建筑施工及设计形成的合同资产2.37亿元（占29.41%）、项目前期品牌咨询委托管理费服务形成的合同资产5.70亿元（占70.59%）。合同资产科目系会计政策变更导致的新增科目。

2016—2018年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长62.07%。截至2018年底，公司其他流动资产为16.38亿元，较上年底增长210.46%，构成上主要为5.23亿元的应收保理款²、委托贷款2.73亿元、预缴税金4.67亿元和应收融资租赁款3.21亿元等。

非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产不断增长，年均复合增长14.37%。截至2018年底，公司非流动资产合计951.42亿元，较上年底增长15.40%，主要系投资性房地产和其他非流动资产的增长。非流动资产构成方面，主要为投资性房地产（占82.54%）、其他权益工具投资（占3.47%）、长期股权投资（占3.18%）和其他非流动资产（占6.50%）。

图4 公司2018年底非流动资产构成



注：“其他”包含其他非流动金融资产、长期应收款、固定资产、在建工程、无形资产、商誉、长期待摊费用和递延所得税资产
资料来源：公司财务报告

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。2016—2018年，公司投资性房地产有所增长，年均复合增长8.31%，截至2018年底，公司投资性房地产785.33亿元，较上年底增长10.87%，其中本期公允价值变动18.20亿元，公司投资性房地产中房屋及建筑物718.04亿元，本期公允价值变动8.65亿元；在建房地产67.29亿元，本期公允价值变动9.55亿元。公司持有的15.55亿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租入的投资性房地产，不持有该类投资性房地产的产权证。截至2018年底，公司尚有92.94亿元的投资性房地产未办妥产权证书，尚处于办理中。截至2018年底，公司投资性房地产用于抵押的账面价值为594.93亿元，占比75.76%。

截至2018年底，公司其他权益工具投资33.03亿元，成本为19.27亿元，累计计入其他综合收益的公允价值变动13.75亿元，其他权益工具主要为公司持有的欧派家居集团股份有限公司（以下简称“欧派家居”）股权公允价值13.85亿元，公司持股欧派家居比例4.14%，成本1.43亿元，2017年3月，欧派家居

² 公司于2018年经上海市商务委员会批准成立商业保理公司，并于2018年起开展商业保理业务。

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，公允价值累计增加12.43亿元。截至2018年底，公司其他权益工具投资中13.85亿元用于借款抵押，为公司持有的欧派家居股权。

2016—2018年，公司长期应收款快速增长，年均复合增长47.27%。截至2018年底，公司长期应收款为17.95亿元，较上年底增长37.90%，主要系项目借款增加所致。其中保证金1.92亿元，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15.02亿元，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，租赁保证金为1.01亿元。截至2018年底，公司对长期应收款共计计提坏账准备0.15亿元，计提比例0.85%。

2016—2018年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长72.87%。截至2018年底，公司长期股权投资30.26亿元，较上年底增长87.51%，主要系对合营企业和联营企业追加投资所致。其中对合营企业的投资10.74亿元（占35.50%）、对联营企业的投资19.52亿元（占64.50%）。

2016—2018年，公司其他非流动资产快速增长，年均复合增长78.12%。截至2018年底，公司其他非流动资产61.83亿元，较上年底增长56.10%，主要系公司于2018年8月以人民币10亿元取得了银泰（永清）新城投资有限公司70%股权，同时取得了一项土地整理相关收益权，金额为18.36亿元。截至2018年底，公司其他非流动资产主要包括预付办公楼购置款20.23亿元、土地整理相关收益权18.35亿元、委托贷款4.16亿元和预付工程款10.54亿元等。预付办公楼购置款主要系公司于2016年以20.06亿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年底，该物业尚未完工验收。

截至2019年6月底，公司资产总额合计

1182.73亿元，较2018年底增长6.69%，主要系非流动资产的增长。截至2019年6月底，公司资产总额中流动资产占13.13%、非流动资产占86.87%，公司资产构成仍以非流动资产为主且非流动资产占比较2018年底略有提升。截至2019年6月底，公司货币资金83.41亿元，较2018年底小幅下降2.19%；截至2019年6月底，公司其他权益工具投资36.76亿元，较2018年底增长11.29%，主要系持有的欧派家居公允价值增加所致；投资性房地产811.71亿元，较2018年底增长3.36%，系本期外购增加11.89亿元、合并增加5.56亿元以及公允价值增加8.93亿元所致。

截至2019年6月底，公司所有权或使用权受限的资产总计603.30亿元，主要用于借款质押，其中投资性房地产受限金额598.69亿元、货币资金受限金额4.61亿元，资产受限比例为51.01%，受限比例高。

表11 截至2019年6月底公司资产受限情况

（单位：亿元、%）

科目	受限金额	受限比例	受限原因
投资性房地产	598.69	50.62	借款、CMBS、ABN抵押
货币资金	4.61	0.39	存放于央行的存款准备金及工程、银票保证金等
合计	603.30	51.01	--

资料来源：公司2019年半年度财务报告

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受限；公司应收款项及其他应收款规模较大，存在一定的回收风险，较大规模的往来款对资金形成一定占用，公司资产流动性弱。以公允价值计量的投资性房地产增值对公司资产增长有一定的贡献。公司投资性房地产公允价值对房地产市场波动的敏感度较高，未来可能会受到房地产市场波动的影响导致价值有所波动。考虑到公司投资性房地产多数位于一二线城市

市，公司整体资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长6.52%。截至2018年底，公司所有者权益合计为452.96亿元，较上年底增长3.10%，主要系未分配利润的增长。归属于母公司所有者权益为417.14亿元，其中实收资本占8.51%、资本公积占10.76%、盈余公积占4.36%、未分配利润占73.43%、其他综合收益占2.94%。截至2018年底，公司实收资本35.50亿元，较上年底下降2.04%，主要系公司于2018年回购H股股份并注销减少注册资本所致。截至2018年底，公司资本公积44.90亿元，较上年底下降16.26%，主要系公司于2018年回购H股股份减少注册资本并相应冲减资本公积所致。截至2018年底，公司其他综合收益12.28亿元，主要系公司对欧派家居的投资公允价值增值。

截至2019年6月底，公司所有者权益合计467.49亿元，较2018年底增长3.21%，主要系未分配利润的增长。归属于母公司所有者权益434.43亿元，其中实收资本占8.17%、资本公积占9.70%、盈余公积占4.18%、未分配利润占74.82%、其他综合收益占3.13%。

分红方面，公司上市以来均持续分红，2018年公司利润分配方案为每10股派2.7元（含税），现金分红数额达9.59亿元，占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率为21.41%，2016及2017年该分红比例分别为44.80%和30.91%。总体看，公司近三年分红均维持较高水平。

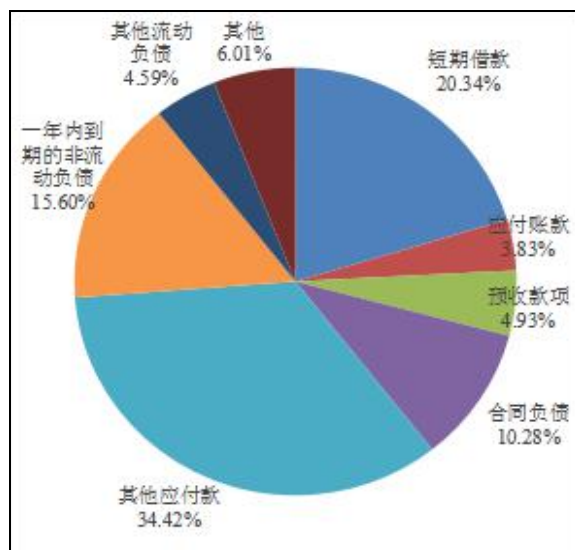
2018年受公司回购部分H股股份并注销的影响，公司实收资本和资本公积均有所下降，在净利润保持增长的带动下，公司所有者权益总额保持增长。所有者权益构成中未分配利润占比很高且持续分红，公司权益稳定性弱。

负债

2016—2018年，公司负债总额快速增长，年均复合增长25.52%。截至2018年底，公司负债合计655.65亿元，较上年底增长23.51%。其中，流动负债占38.61%，非流动负债占61.39%，流动负债占比有所下降。

2016—2018年，公司流动负债快速增长，年均复合增长36.72%，截至2018年底，公司流动负债合计253.14亿元，较上年底增长11.43%，主要系短期借款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占20.34%）、应付账款（占3.83%）、预收款项（占4.93%）、合同负债（占10.28%）、其他应付款（占34.42%）、一年内到期的非流动负债（占15.60%）和其他流动负债（占4.59%）构成。

图5 公司2018年底流动负债构成



注：“其他”包含应付职工薪酬和应交税费

资料来源：公司财务报告

2016—2018年，公司短期借款波动增长，年均复合增长220.89%。截至2018年底，公司短期借款51.49亿元，较2017年底增加48.49亿元，主要系公司规模扩大、营运资金需求增加等导致。其中主要包含31.27亿元的抵押借款、9.82亿元的质押借款、7.00亿元的信用借款和2.85亿元的保证借款。

公司无应付票据，故2018年应付票据及应付账款科目核算的均为应付账款。2016—

2018年，公司应付账款快速增长，年均复合增长65.73%，主要系应付工程款的增长。截至2018年底，公司应付账款9.70亿元，较上年底增长97.49%，其中应付工程款6.16亿元、应付广告及购货款3.54亿元。

2018年，公司采用新收入准则，导致原计入预收款项的部分金额重分类至合同负债。截至2018年底，公司预收款项12.49亿元，为预收的租金及相关款项。截至2018年底，公司合同负债26.02亿元，主要为项目前期品牌咨询委托管理费11.70亿元、商业咨询费及招商佣金5.88亿元等。上述金额合计较2017年底预收款项增长25.51%。

2016—2018年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长40.65%。截至2018年底，公司其他应付款为87.12亿元，其中应付利息2.15亿元、应付股利0.17亿元。除去应付利息及应付股利外的其他应付款为84.80亿元，同比增长15.56%，主要系应付的合作方往来款项增长所致。公司其他应付款主要包括代收商户货款22.33亿元、商户质量保证金及押金22.00亿元、合作方往来款项14.38亿元、应付建筑商款项8.01亿元、商户租赁定金7.09亿元和应付股权转让款5.13亿元等。

2016—2018年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降3.15%。截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债为39.49亿元，较上年底下降58.65%，其中一年内到期的长期借款占59.66%，一年内到期的应付债券占37.90%，其他主要为一年内到期的商业地产抵押贷款支持证券、长期租金及应付融资租赁款。

2016—2018年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长19.74%。截至2018年底，公司非流动负债402.51亿元，较上年底增长32.55%，主要系长期借款、应付债券和其他非流动负债增长所致。构成上由长期借款（占35.54%）、应付债券（占17.78%）、长期应付款（占3.44%）、递延所得税负债（占27.35%）、

其他非流动负债（占15.36%）和递延收益（占0.53%）构成。

2016—2018年，公司长期借款³快速增长，年均复合增长30.14%。截至2018年底，公司长期借款为143.06亿元，较上年底增长25.80%，其中主要为质押借款⁴占12.69%、抵押借款⁵占60.62%、抵押及质押借款⁶占19.59%、抵押及保证借款⁷占6.94%等。到期期限方面，公司长期借款将于2020年到期的金额为27.67亿元、将于2021年到期的金额为23.08亿元、将于2022年到期的金额为18.97亿元、将于2023年到期的金额为18.10亿元，集中到期压力不大。

2016—2018年，公司应付债券⁸波动下降，年均复合下降7.89%。截至2018年底，公司应付债券为71.56亿元，较上年底增长46.15%，系公司2018年发行中期票据及公司债券所致。公司2018年底应付债券主要包含2018年发行的公司债券，账面金额为29.78亿元；2018年发行的第一期中期票据，账面金额为4.95亿元；2017年发行的境外美元债，账面金额为20.28亿元；2016年发行的公司债券，账面金额为14.87亿元。

2016—2018年，公司长期应付款有所下降，年均复合下降3.09%，截至2018年底，公司长期应付款13.86亿元，较上年底下降2.10%，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。

2016—2018年，公司其他非流动负债快速增长，年均复合增长285.79%。截至2018年

³ 长期借款为到期期限在1年以上的借款。

⁴ 质押借款系以相关商场在贷款期内全部营业收入和集团内公司股权质押取得的借款。

⁵ 抵押借款系以投资性房地产为抵押取得的借款。

⁶ 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。

⁷ 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。

⁸ 应付债券为到期期限在1年以上的债券。

底，公司其他非流动负债61.81亿元，主要为公司于2017年发行的商业地产抵押贷款支持证券和2018年发行的资产支持证券合计47.87亿元。本文的分析中将商业地产抵押贷款支持证券金额计入调整后的长期债务和全部债务核算。

截至2019年6月底，公司负债总额合计715.24亿元，较2018年底增长9.09%，流动负债占32.46%、非流动负债占67.54%，流动负债占比有所下滑。

表12 公司截至2019年9月底存续债券明细（单位：亿元、亿美元）

债券名称	债券类型	到期日	行权日	债券余额
15 红美 01	一般公司债	2020-11-10	--	1.68
18 红美 01	一般公司债	2021-11-06	2020-11-06	30
18 红星家居 MTN001	一般中期票据	2021-10-24	--	5
16 红美 01	一般公司债	2021-07-13	--	0.468
19 美凯龙 MTN001	一般中期票据	2022-01-25	--	5
香港红星美凯龙 3.375%B2022	美元债	2022-09-21	--	3 亿美元
16 红美 02	一般公司债	2023-07-13	2021-07-13	15
19 红美 02	一般公司债	2023-06-10	2021-06-10	20
美凯龙 1B	证监会主管 ABS	2035-09-24	--	10.5
PR 龙 1A	证监会主管 ABS	2035-09-24	--	13.041
18 红美次	证监会主管 ABS	2036-12-17	--	1
18 红美 A2	证监会主管 ABS	2036-12-17	2021-12-17	2.11
PR 红美 A1	证监会主管 ABS	2036-12-17	2021-12-17	22.5558
19 美凯龙 ABN001 次	交易商协会 ABN	2037-05-07	--	0.1
19 美凯龙 ABN001 优先	交易商协会 ABN	2037-05-07	--	12.891
19 红美次	证监会主管 ABS	2040-06-26	--	1.5
19 红美 B	证监会主管 ABS	2040-06-26	--	4.1
19 红美 A	证监会主管 ABS	2040-06-26	--	17
美元合计	--	--	--	3 亿美元
人民币合计	--	--	--	161.95

注：公司美元债发行主体为香港红星美凯龙全球家居有限公司（以下简称“香港红星”），公司为该项债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保；由于公司2018年回购H股股份并注销减少注册资本，公司对“15红美01”“16红美01”和“16红美02”实施利息补偿，补偿利率分别为0.60%/年、0.80%/年和1.00%/年；“16红美01”于2019年回售14.53亿元（不含利息），剩余额度为0.468亿元

资料来源：Wind及公开市场资料，联合资信整理

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，2016—2018年，公司调整后全部债务年均复合增长29.25%，2018年底合计367.37亿元，同比增长27.23%，其中，调整后短期债务占27.43%、调整后长期债务占72.57%，公司债务结构以长期债务为主，债务结构良好。

债务指标方面，2016—2018年，公司资产负债率持续增长，三年加权均值为56.19%，2018年底为59.14%；2016—2018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41.39%，2018年底为44.78%；2016—2018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33.64%，2018年底为37.05%。公司整体债务负担不重。

截至2019年6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395.30亿元，较2018年底增长7.60%；其中，调整后长期债务占79.29%，长期债务占比较2018年底提升6.72个百分点。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60.47%、45.82%和40.14%。

总体看，近年来公司债务规模持续增长，但整体债务负担不重，债务结构以长期债务为主，债务结构良好。公司公开市场存续债券规模较大，存在刚性兑付压力。

3. 盈利能力

2016—2018年，公司营业收入快速增长，年均复合增长22.84%，2018年，公司实现营业收入142.40亿元，同比增长29.93%，主要包括租赁及相关收入71.68亿元（占50.34%）、委管相关收入41.77亿元（占29.33%）、建造施工及设计收入14.80亿元（占10.39%）、商品销售及家装收入4.66亿元（占3.27%）和其他业务收入9.49亿元（占6.67%）；同期公司营业成本快速增长，年均复合增长35.73%，2018年为48.14亿元，同比增长52.18%。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，近三年加权均值为65.80%，2018年为63.48%。

从期间费用来看，2016—2018年，公司期间费用快速增长，年均复合增长25.68%。2018年，公司期间费用为47.68亿元，同比增长18.97%。期间费用构成方面，2016—2018年，销售费用占比较高，三年来分别为39.94%、37.78%和35.66%，三年来管理费用占比分别为30.98%、33.98%和31.27%，三年来财务费用占比分别为29.08%、28.24%和32.16%。近三年，公司期间费用率分别为31.99%、36.57%和33.48%，公司期间费用率较高。

非经营性损益方面，2016—2018年，公司公允价值变动损益分别为17.54亿元、19.96亿元和17.67亿元，主要系投资性房地产评估增值；公司投资收益分别为1.31亿元、6.34亿元和2.30亿元，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；2016—2017年，公司资产减值损失分别为5.73亿元和2.83亿元，主要为坏账损失，2018年公司将该科目调整为信用减值损失，金额为2.47亿元。2016—2018年，公司分别实现营业外收入1.19亿元、1.12亿元和0.39亿元，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0.16亿元、0.43亿元和1.50亿元。

2016—2018年，公司分别实现利润总额48.02亿元、59.86亿元和60.19亿元，分别实现净利润36.73亿元、42.78亿元和47.05亿元。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，2016—2018年，公司总资产收益率和净资产收益率指标均持续增长，两项指标三年加权平均值分别为7.67%和9.96%，2018年分别为7.77%和10.39%，公司盈利能力保持良好水平。

图6 公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

2019年1—6月，公司实现营业收入77.57亿元，同期公司营业成本为25.62亿元，同比分别增长21.70%和31.05%，公司营业利润率较2018年全年小幅增加0.88个百分点至64.36%。2019年1—6月，公司期间费用为26.36亿元，占营业收入的比重为33.98%，较2018年全年变动不大。非经常损益方面，2019年1—6月，公司公允价值变动收益9.05亿元，主要系投资性房地产评估增值；实现投资收益3.40亿元，计提信用减值损失1.04亿元。在上述主要因素的共同影响下，2019年1—6月，公司实现利润总额35.75亿元，实现净利润28.61亿元。

总体来看，近年来公司收入保持较快增长，非经营性损益对利润的贡献度较高，期间费用对利润形成一定的侵蚀，公司整体盈利能力保持良好水平。

4. 现金流分析

经营活动方面，2016—2018年，公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长23.03%。2018年，公司经营活动现金流入量为152.63亿元，同比增长5.50%，其中公司销售商品、提供劳务收到的现金144.98亿元，同比增长18.99%。2016—2018年，公司经营活动现金流出量快速增长，年均复合增长24.18%。2018年，公司经营活动现金流出量为94.05亿元，同比增长18.47%，其中购买商品、接受劳务支付的现金19.87亿元、支付给职工以及为职工支付的现金34.36亿元、支付的各项税费18.93亿元和支付其他与经营活动有关的现金20.89亿元。2016—2018年，公司现金收入比波动上升，三年分别为99.93%、111.18%和101.81%。2016—2018年，公司经营活动产生的现金流量净额波动增长，三年来分别为39.84亿元、65.28亿元和58.58亿元。公司经营活动现金流状况良好。

投资活动方面，2016—2018年，公司投资活动现金流入量波动增长，年均复合增长23.39%。2018年，公司投资活动现金流入量为16.74亿元，同比下降60.33%，主要系2017年公

司处置家金所、小贷公司及其他单位收到的现金净额27.81亿元，基数较高。2016—2018年，公司投资活动现金流出量快速增长，年均复合增长45.21%。2018年，公司投资活动现金流出量为126.68亿元，同比增长23.71%，其中公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为37.45亿元，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47.82亿元。2016—2018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49.09亿元、60.21亿元和109.94亿元，2018年投资活动净流出规模的增长主要系公司2018年新增融资租赁和保理业务，同时向部分合作项目提供委贷，支付项目相关的资金往来款及发放项目相关的委托贷款同比大幅攀升所致。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。

筹资活动前现金流方面，2016—2018年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-9.25亿元、5.07亿元和-51.37亿元，经营活动产生的净现金流量难以覆盖投资活动需求，公司现金流的平衡需依赖于融资活动。

筹资活动方面，2016—2018年，公司筹资活动现金流入量年均复合增长71.49%。2018年，公司筹资活动现金流入量为239.49亿元，同比增长83.72%，其中公司取得借款收到的现金为208.82亿元，同比增长61.94%。2016—2018年，公司筹资活动现金流出量快速增长，年均复合增长76.73%。2018年，公司筹资活动现金流出量为214.73亿元，同比增长134.38%，其中公司偿还债务支付的现金为141.89亿元，同比增长134.96%。2016—2018年，公司筹资活动现金流量净额波动增长，三年来分别为12.69亿元、38.74亿元和24.75亿元。

2019年1—6月，公司经营活动现金流入量为83.01亿元，同比增长12.49%，其中当期公司销售商品、提供劳务收到的现金为75.41亿元；公司经营活动现金流出量为71.22亿元，同比增长14.06%；同期公司现金收入比为97.22%，经

营活动产生的现金流量净额为11.79亿元。2019年1—6月，公司投资活动现金流入量为25.53亿元，同比增长55.67%，主要系收回委托贷款及受限制资金收回所致；同期公司投资活动现金流出量为46.06亿元，同比下降41.98%，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、投资支付的现金以及支付的其他与投资活动有关的现金下降所致；公司投资活动产生的现金流量净额为-20.53亿元。2019年1—6月，公司筹资活动现金流入量为96.37亿元，同比增长39.59%，主要系借款规模增长所致；公司筹资活动现金流出量为85.87亿元，同比大幅增长260.65%，系当期公司偿还到期债务规模大幅增长所致；公司筹资活动产生的现金流量净额为10.50亿元。

总体看，近年来公司经营活动现金流入保持较大规模，经营获现能力较强，经营活动净现金流状况良好；投资维持较大规模，现金流的平衡需要依赖于外部融资；随着到期债务规模的增长，公司整体融资需求将呈现增长。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2016—2018年，公司流动比率和速动比率均有所下降，三年加权均值分别为63.28%和62.55%，2018年底分别为62.09%和61.10%。截至2019年6月底，上述两项指标分别增长至66.88%和65.64%，公司流动比率及速动比率水平较低。2016—2018年，公司经营现金流动负债比有所下降，三年分别为29.42%、28.74%和23.14%，公司经营性净现金流对流动负债覆盖水平较弱。公司现金类资产有所下滑，2016—2018年及2019年6月底，公司现金类资产分别为61.39亿元、106.30亿元、87.64亿元和84.09亿元，对短期债务的覆盖倍数分别为1.31倍、1.08倍、0.87倍和1.03倍。考虑到公司流动负债中预收款项、合同负债和其他应付款占比较高，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA分别为58.89亿元、73.82亿元和

78.73亿元。2016—2018年，EBITDA利息倍数、调整后全部债务/EBITDA倍数三年加权均值别为4.57倍和4.25倍，2018年分别为4.20倍和4.67倍，公司长期偿债能力较强。总体看，公司整体偿债能力较强。

截至2019年6月底，公司无对外担保事项。

截至2019年6月底，公司合并口径银行授信总额为301.09亿元，其中未使用额度为42.61亿元。公司同时为H股及A股上市公司，具备直接融资渠道。

根据公司公告，截至2019年9月3日，公司控股股东红星控股持有公司股份数合计2487992672股（其中2480315772股为有限售条件流通股，其余为无限售条件流通股），约占公司总股本的70.08%，红星控股及其一致行动人常州美开信息科技有限公司、车建兴先生、车建芳女士、陈淑红女士、蒋小忠先生、陈东辉先生（以下简称“一致行动人”）合计持有公司股份2493409165股，占公司总股本的70.24%。红星控股直接持有公司股份中处于质押状态的股份累计为1206814085股，占其所持有公司股份总数的48.51%，占公司总股本的33.99%。除上述质押外，其余六名一致行动人持有的公司股份未进行质押。

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：G10310115081088704），截至2019年10月31日，已结清信贷信息概要中存在1笔不良和关注类贷款。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

2016—2018年，母公司资产总额快速增长，年均复合增长18.83%；截至2018年底，母公司资产总额485.03亿元，较上年底增长22.06%，其中，流动资产277.53亿元（主要包括货币资金16.44亿元和其他应收款252.66亿元），非流动资产207.50亿元（主要包括长期股权投资140.66

亿元、其他权益工具投资14.10亿元和长期应收款11.33亿元)。2016—2018年, 母公司负债总额快速增长, 年均复合增长24.56%; 截至2018年底, 负债合计333.17亿元, 较上年底增长36.48%, 其中, 流动负债242.07亿元(主要包括其他应付款153.04亿元、合同负债5.62亿元和一年内到期的非流动负债18.87亿元), 非流动负债91.11亿元(包括长期借款33.06亿元和应付债券51.28亿元)。2016—2018年, 母公司所有者权益波动增长, 年均复合增长8.69%; 截至2018年底, 母公司所有者权益151.86亿元, 主要包括股本35.50亿元、资本公积51.50亿元及未分配利润47.68亿元。债务指标方面, 2016—2018年, 母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率加权均值分别为65.28%、48.35%和32.29%, 截至2018年底, 母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为68.69%、51.32%和35.71%, 负债水平略高。

经营指标方面, 2016—2018年, 母公司营业收入不断增长, 年均复合增长13.78%。2018年, 母公司实现营业收入19.47亿元, 利润总额19.46亿元(其中投资收益19.48亿元); 母公司2018年度营业利润率为81.09%。

现金流方面, 2016—2018年, 母公司经营活动现金流入量快速增长, 年均复合增长47.63%; 2018年, 母公司经营活动现金流入量为20.80亿元, 主要为销售商品、提供劳务收到的现金19.94亿元。2016—2018年, 母公司经营活动现金流出量快速增长, 年均复合增31.46%; 2018年, 母公司经营活动现金流出16.14亿元, 主要为支付给职工以及为职工支付的现金6.08亿元和支付其他与经营活动有关的现金6.81亿元; 2016—2018年, 母公司经营活动产生的现金流量净额分别为0.21亿元、6.20亿元和4.66亿元。母公司投资活动现金流规模较大, 2016—2018年, 母公司投资活动现金流入量波动增长, 年均复合增长22.26%, 2018年母公司投资活动现金流入为173.76亿元, 主要为收到其他与投

资活动有关的现金150.57亿元; 2016—2018年, 母公司投资活动现金流出量波动增长, 年均复合增长28.84%, 2018年母公司投资活动现金流出280.06亿元, 主要为支付其他与投资活动有关的现金226.91亿元; 2016—2018年, 母公司投资活动现金流量净额分别为-52.46亿元、-22.15亿元和-106.30亿元。2016—2018年, 母公司筹资活动现金流量净额分别为45.53亿元、20.60亿元和94.58亿元。

总体看, 母公司主要职能为对下属企业的管控及作为公开市场债务融资主体, 利润以投资收益为主, 整体债务负担略高。

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, 以及公司在行业地位、市场占有率及品牌优势等方面的综合分析, 公司整体抗风险能力极强。

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行额度为5亿元, 占2019年6月底公司调整后长期债务的1.60%、全部债务的1.26%。本期中期票据的发行对公司现有债务规模影响较小。

截至2019年6月底, 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分别为60.47%、45.82%和40.14%。以2019年6月底报表财务数据为基础, 预计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60.64%、46.13%和40.52%。考虑到本期中期票据部分募集资金将用于偿还银行借款, 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

本期中期票据拟募集资金5亿元, 到期一

次还本。2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 100.83 亿元、144.67 亿元和 152.63 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 20.17 倍、28.93 倍和 30.53 倍；经营性净现金流分别为 39.84 亿元、65.28 亿元和 58.58 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 7.97 倍、13.06 倍和 11.72 倍；公司 EBITDA 分别为 58.89 亿元、73.82 亿元和 78.73 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 11.78 倍、14.76 倍和 15.75 倍。总体看，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障能力很强。

截至 2019 年 9 月底，公司存续债券余额合计 3 亿美元及 161.95 亿人民币，假设行权债券全部于行权年行权，公司将于 2020 年到期的债券金额合计 31.68 亿元，将于 2021 年到期的债券金额合计 70.13 亿元，将于 2022 年到期的债券合计为 3 亿美元及 5 亿人民币，其他存续的资产证券化产品均在 2035 年及以后到期。公司于单独年度内最高需偿还额为 70.13 亿元，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为单独年度内最高需偿还额的 1.44 倍、2.06 倍和 2.18 倍；同期经营活动现金净流量分别为单独年度内最高需偿还额的 0.57 倍、0.93 倍和 0.84 倍；EBITDA 分别为单独年度内最高需偿还额的 0.84 倍、1.05 倍和 1.12 倍。公司存在较大偿债压力。

十一、结论

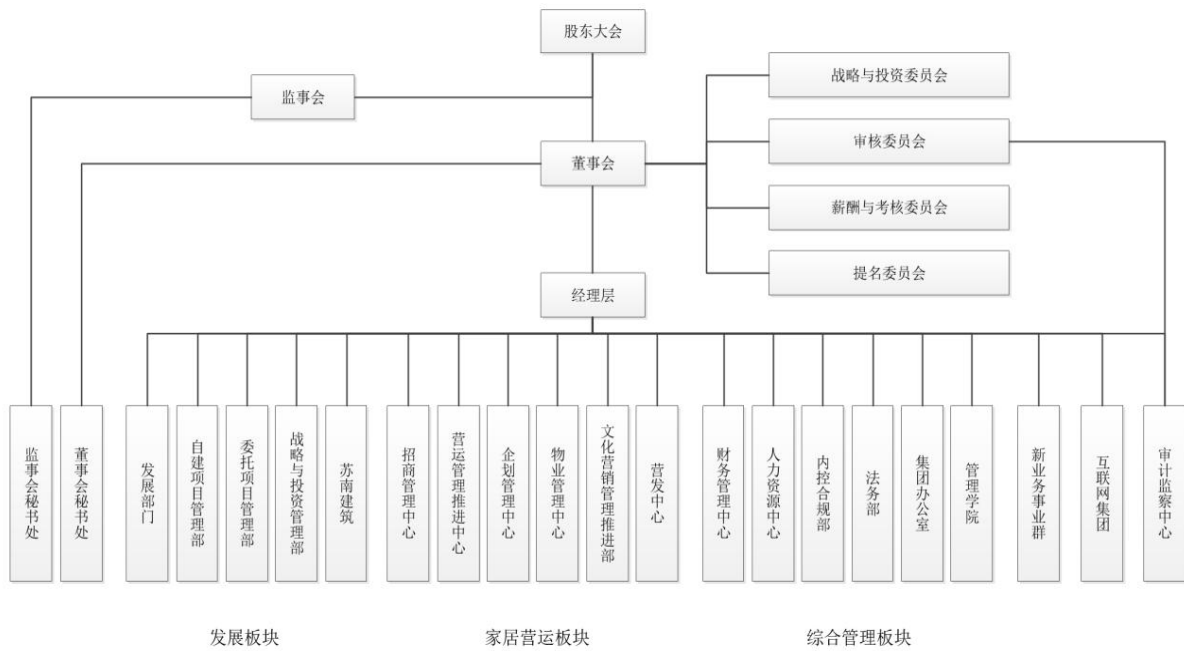
公司作为全国性家居装饰及家居商场运营龙头企业，在经营环境、行业地位、运营经验和品牌知名度等方面具备竞争优势。近年来公司家居商场规模不断扩大，资产和权益规模持续增长。同时联合资信也关注到公司债务规模持续增长、刚性兑付压力较大，非经营性损益对公司利润影响较大，资产受限规模大，往来款对资金形成占用等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司仍将以家居装饰及家居商场运

营为主业，随着家居商场规模的不断增长，公司综合竞争力有望进一步提升。

基于对公司主体长期信用状况和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 1-1 截至 2019 年 6 月底公司组织结构图



附件 1-2 截至 2018 年底公司自营商场情况

序号	商场名称	开业时间	地区	性质	经营面积	出租率
1	南京名都	2008.12.06	南京市	自有	141028.86	100.00%
2	上海真北	2000.10.28	上海市	自有	188495.11	98.74%
3	上海汶水	2007.04.26	上海市	自有	133593.29	100.00%
4	上海浦东沪南	2010.05.08	上海市	自有	148219.61	99.32%
5	上海吴中路	2013.04.29	上海市	自有	46237.44	100.00%
6	上海金桥	2013.12.22	上海市	自有	83839.37	98.12%
7	上海浦江	2014.09.20	上海市	自有	64554.73	100.00%
8	北京西四环	2002.11.30	北京市	自有	57276.87	100.00%
9	北京东四环	2006.10.01	北京市	自有	96199.06	96.80%
10	北京北四环	2008.09.29	北京市	自有	78019.19	100.00%
11	天津河东	2012.02.18	天津市	自有	146078.76	87.51%
12	天津东丽	2012.09.30	天津市	自有	124665.51	71.21%
13	重庆江北	2006.12.16	重庆市	自有	105173.85	100.00%
14	重庆二郎	2014.03.22	重庆市	自有	79685.77	94.64%
15	云南昆明	2011.09.30	昆明市	自有	98665.00	100.00%
16	成都武侯	2007.06.09	成都市	自有	72094.74	89.42%
17	济南天桥	2010.10.01	济南市	自有	128924.24	100.00%
18	沈阳铁西	2008.06.27	沈阳市	自有	154804.62	99.03%
19	沈阳浑南	2012.05.01	沈阳市	自有	155469.84	99.10%
20	辽宁盘锦	2013.10.10	盘锦市	自有	62551.86	95.34%
21	大连华南	2013.08.16	大连市	自有	99675.36	100.00%
22	沈阳铁西二期	2014.11.22	沈阳市	自有	41773.55	100.00%
23	长春远达	2012.05.18	长春市	自有	123283.02	95.86%
24	大庆世博	2014.12.28	大庆市	自有	65903.55	96.55%
25	烟台二期	2014.04.12	烟台市	自有	97964.25	100.00%
26	苏州园区	2013.08.17	苏州市	自有	137091.91	100.00%
27	常州飞龙	2001.01.18	常州市	自有	114003.09	100.00%
28	常州武进	2010.09.30	常州市	自有	155531.94	100.00%
29	郑州商都	2007.10.01	郑州市	自有	160319.20	100.00%
30	河北廊坊	2013.08.31	廊坊市	自有	85018.10	92.24%
31	无锡锡山	2001.03.18	无锡市	自有	157399.59	94.38%
32	长沙岳麓	2015.10.17	长沙市	自有	89937.80	92.86%
33	中山港口	2015.10.17	中山市	自有	59758.46	96.85%
34	武汉额头湾	2015.10.30	武汉市	自有	156881.00	89.71%
35	兰州雁滩	2015.12.26	兰州市	自有	66268.95	100.00%
36	无锡滨湖	2015.12.31	无锡市	自有	92464.47	100.00%
37	上海金山	2016.05.01	上海市	自有	63052.63	95.66%
38	东莞万江	2016.09.29	东莞市	自有	56507.62	100.00%
39	武汉汉阳	2016.09.30	武汉市	自有	94303.31	100.00%
40	合肥四里河	2016.11.26	合肥市	自有	104481.00	100.00%
41	哈西客站	2016.10.01	哈尔滨市	自有	77724.77	100.00%
42	呼和浩特玉泉	2016.10.15	呼和浩特市	自有	83175.08	100.00%
43	沈阳沈北	2016.10.01	沈阳市	自有	90922.55	95.38%
44	天津北辰	2017.05.01	天津市	自有	79948.56	86.64%
45	哈尔滨松北	2017.10.28	哈尔滨市	自有	82691.07	91.31%

46	天津滨海	2017.12.23	天津市	自有	76544.84	85.05%
47	苏州木渎	2017.12.30	苏州市	自有	51092.35	100.00%
48	南京浦口	2017.12.30	南京市	自有	101738.13	100.00%
49	宁波鄞州	2011.04.30	宁波市	自有	102268.32	100.00%
50	重庆茶园	2018.05.26	重庆市	自有	62281.80	100.00%
51	成都剑南大道	2018.10.01	成都市	自有	92517.87	100.00%
52	西宁世博	2018.12.31	西宁市	自有	97588.66	100.00%
53	合肥裕溪路	2014.03.15	合肥市	自有	81420.27	--
54	扬州润扬建材馆	2006.05.01	扬州市	租赁	63620.06	100.00%
55	杭州古墩	2009.05.23	杭州市	租赁	51853.92	100.00%
56	北京北五环	2010.10.23	北京市	租赁	93049.72	96.88%
57	重庆南坪	2009.11.15	重庆市	租赁	84319.64	96.58%
58	沈阳大东	2010.09.30	沈阳市	租赁	82204.14	93.38%
59	常州装饰城	1998.10.18	常州市	租赁	47650.52	100.00%
60	长沙韶山	2007.10.01	长沙市	租赁	116059.83	85.73%
61	大同东信	2015.01.08	大同市	租赁	41035.94	83.28%
62	深圳吉龙	2009.09.29	深圳市	租赁	35900.98	100.00%
63	宜昌西陵	2011.09.30	宜昌市	租赁	74989.02	100.00%
64	乌海狮城	2015.03.20	乌海市	租赁	38766.17	90.19%
65	十堰浙江路	2015.08.01	十堰市	租赁	59436.90	100.00%
66	云南曲靖	2011.10.01	曲靖市	租赁	35985.00	98.33%
67	赤峰商场	2010.08.18	赤峰市	租赁	59146.20	100.00%
68	阳泉新区	2014.09.06	阳泉市	租赁	46775.18	100.00%
69	南京欧洲城	2017.04.29	南京市	租赁	33047.40	97.37%
70	潍坊振华	2017.12.30	潍坊市	租赁	38080.11	96.39%
71	潍坊寒亭	2011.06.12	潍坊市	租赁	55881.77	100.00%
72	包头高新	2014.01.01	包头市	租赁	58048.23	100.00%
73	南昌红谷滩	2018.06.22	南昌市	租赁	54638.49	100.00%
74	威海经区	2018.10.01	威海市	租赁	42885.10	100.00%
75	衡阳雁峰	2018.12.30	衡阳市	租赁	56905.67	51.16%
76	南昌象湖	2017.07.16	南昌市	租赁	40653.85	61.69%
77	芜湖明辉	2011.12.31	芜湖市	合营联营	106014.88	100.00%
78	成都双楠	2011.09.10	成都市	合营联营	88908.67	94.62%
79	深圳香蜜湖	2008.12.27	深圳市	合营联营	94649.48	100.00%
80	厦门宝象	2016.12.08	厦门市	合营联营	51375.67	90.36%

注：合肥裕溪路商场由于商户品类调整暂停招商，未纳入出租率统计

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	61.39	106.30	87.64	84.09
资产总额(亿元)	815.35	970.15	1108.61	1182.73
所有者权益合计(亿元)	399.21	439.32	452.96	467.49
调整后短期债务(亿元)	46.90	98.30	100.77	81.88
调整后长期债务(亿元)	173.01	190.44	266.60	313.42
调整后全部债务(亿元)	219.91	288.74	367.37	395.30
营业收入(亿元)	94.36	109.60	142.40	77.57
利润总额(亿元)	48.02	59.86	60.19	35.75
EBITDA(亿元)	58.89	73.82	78.73	--
经营性净现金流(亿元)	39.84	65.28	58.58	11.79
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.94	11.12	9.96	--
存货周转次数(次)	64.88	38.18	25.90	--
总资产周转次数(次)	0.12	0.12	0.14	--
现金收入比(%)	99.93	111.18	101.81	97.22
营业利润率(%)	67.92	68.24	63.48	64.36
总资本收益率(%)	7.48	7.61	7.77	--
净资产收益率(%)	9.20	9.74	10.39	--
调整后长期债务资本化比率(%)	30.24	30.24	37.05	40.14
调整后全部债务资本化比率(%)	35.52	39.66	44.78	45.82
资产负债率(%)	51.04	54.72	59.14	60.47
流动比率(%)	64.95	64.13	62.09	66.88
速动比率(%)	64.62	63.60	61.10	65.64
经营现金流动负债比(%)	29.42	28.74	23.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.87	4.98	4.20	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	3.73	3.91	4.67	--

注：2019 年 1-6 月财务报告未经审计；2、将其他流动负债中的有息部分、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 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.05	19.70	16.44	28.19
资产总额(亿元)	343.49	397.35	485.03	513.38
所有者权益(亿元)	128.75	153.23	151.86	139.87
短期债务(亿元)	34.29	73.37	75.74	68.42
长期债务(亿元)	98.94	36.33	84.34	112.83
全部债务(亿元)	133.24	109.70	160.09	181.25
营业收入(亿元)	15.04	18.84	19.47	8.21
利润总额(亿元)	18.45	39.76	19.46	-3.54
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	0.21	6.20	4.66	-0.53
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.93	3.78	3.67	--
存货周转次数(次)	151.17	65.78	54.04	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.04	--
现金收入比(%)	60.73	94.38	102.43	106.59
营业利润率(%)	84.60	84.75	81.09	76.02
总资本收益率(%)	11.11	19.75	11.54	--
净资产收益率(%)	15.22	25.91	12.76	--
长期债务资本化比率(%)	43.45	19.17	35.71	44.65
全部债务资本化比率(%)	50.86	41.72	51.32	56.44
资产负债率(%)	62.52	61.44	68.69	72.75
流动比率(%)	186.25	117.89	114.65	118.95
速动比率(%)	186.23	117.86	114.62	118.93
经营现金流动负债比(%)	0.18	3.03	1.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息保护倍数 (倍)	--	--	--	--

注：母公司 2019 年半年度财务报表未经审计

附件 4 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
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%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款)/资产总额×100%
盈利指标	
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-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
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	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
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+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+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

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 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。

附件 5-3 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

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 2020 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，在企业年报披露后 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事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

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。