

信用等级公告

联合〔2020〕2195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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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，维持“19美凯龙MTN001”和“20美凯龙MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年七月十四日



红星美凯龙家居集团股份有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
红星美凯龙家居集团股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
19 美凯龙 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 美凯龙 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 美凯龙 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2022/01/25
20 美凯龙 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/01/20

评级时间: 2020 年 7 月 14 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企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司房地产企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
财务风险	F1	现金流	经营分析	2
			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。2019 年, 公司家居商场经营店面及经营面积持续增长, 整体出租率仍维持较高水平; 经营业绩持续增长。同时联合资信也关注到房地产行业景气度对公司业务有一定影响, 投资性房地产公允价值变动损益对利润总额影响大, 债务规模持续增长且面临一定的资本支出压力, 所有者权益中未分配利润占比高以及 2020 年一季度公司收入和利润规模受疫情影响均同比下降等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。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对“19 美凯龙 MTN001”和“20 美凯龙 MTN001”的保障能力较强。

综合评估, 联合资信确定维持红星美凯龙家居集团股份有限公司的主体长期信用等级为 AAA, 维持“19 美凯龙 MTN001”和“20 美凯龙 MTN001”的信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

优势

- 综合实力较强。**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。
- 2019 年经营业绩持续增长。**2019 年, 公司家居商场经营店面及经营面积持续增长, 整体出租率仍维持较高水平; 营业收入及利润总额均持续增长。
- 公司经营活动现金流和 EBITDA 对存续债项保障能力强。**2019 年, 公司经营活动现金流入、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为“19 美凯龙 MTN001”和“20 美凯龙 MTN001”合计待偿还债券余额的 16.49 倍、4.09 倍和 9.31 倍。

分析师：王聪 刘艳婷
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）
网址：www.lhratings.com

关注

1. **房地产行业景气度对公司业务有一定影响。**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，目前房地产市场面临政策调控压力，行业景气度波动风险较大，对公司业务有一定影响
2. **投资性房地产公允价值变动损益对利润总额影响大。**截至2019年底，公司投资性房地产为851.07亿元；投资性房地产公允价值变动损益为16.01亿元，占利润总额的25.81%，对利润总额影响大。
3. **跟踪期内，债务规模持续增长且面临一定的资本支出压力。**2019年底及2020年3月底，公司有息债务分别为412.01亿元和467.70亿元，有息债务持续增长；在建及拟建项目尚需投资81.09亿元。
4. **所有者权益中未分配利润占比高。**截至2020年3月底，公司未分配利润占所有者权益比重为70.40%，占比高。
5. **2020年一季度收入和利润明显下降。**2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司营业收入和利润总额分别同比下降27.69%和68.93%。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1-3月
现金类资产(亿元)	106.30	87.64	74.63	82.54
资产总额(亿元)	970.15	1108.61	1222.94	1254.96
所有者权益(亿元)	439.32	452.96	489.85	489.85
短期债务(亿元)	98.30	100.77	125.37	128.23
长期债务(亿元)	190.44	266.60	286.64	339.47
全部债务(亿元)	288.74	367.37	412.01	467.70
营业收入(亿元)	109.60	142.40	164.69	25.56
利润总额(亿元)	59.86	60.19	62.03	5.53
EBITDA(亿元)	73.82	78.73	93.09	--
经营性净现金流(亿元)	65.18	58.58	40.94	-10.60
营业利润率(%)	68.24	63.48	62.57	59.79
净资产收益率(%)	9.74	10.39	9.57	--
资产负债率(%)	54.72	59.14	59.95	60.97
全部债务资本化比率(%)	39.66	44.78	45.68	48.84
流动比率(%)	64.13	62.09	50.25	59.49
经营现金流动负债比(%)	28.69	23.14	14.74	--
EBITDA利息倍数(倍)	4.98	4.20	3.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.91	4.67	4.43	--

公司本部(母公司)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1-3月
资产总额(亿元)	397.35	485.03	539.50	559.47
所有者权益(亿元)	153.23	151.86	168.70	168.02
全部债务(亿元)	109.70	150.09	164.92	172.30
营业收入(亿元)	18.84	19.47	19.44	2.84
利润总额(亿元)	39.76	19.46	23.34	-1.38
资产负债率(%)	61.44	68.69	68.73	69.97
全部债务资本化比率(%)	41.72	49.71	49.43	50.63
流动比率(%)	127.53	114.62	105.90	103.62
经营现金流动负债比(%)	3.28	1.93	0.78	--

注: 1. 公司 2020 年一季度财务报表未经审计; 将其他流动负债中的有息部分计入短期债务及相关指标计算, 将长期应付款中的融资租赁款、租赁负债及其他非流动负债中的有息部分计入长期债务及相关指标计算; 2. 集团类客户提供公司本部(母公司)财务信息; 3. 母公司全部债务及全部债务资本化比率计算未调整

评级历史:

债项简称	债项级别	主体等级	评级展望	评级时间	项目组成员	评级方法/模式	评级报告
19 美凯龙 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/12/26	李新建、孙鑫、刘艳婷	联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法	阅读全文
19 美凯龙 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/06/18	刘艳婷、王聪	联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法	阅读全文
20 美凯龙 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/11/18	刘艳婷、王聪	联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法	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无版本编号

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。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法律要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于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”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

公司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均为人民币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%。

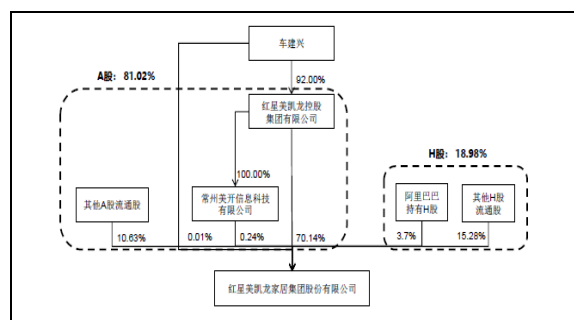
2017年12月22日获中国证券监督管理委员会证监许可〔2017〕2373号文《关于核准红星美凯龙家居集团股份有限公司首次公开发行股票的批复》许可，公司公开发行不超过315000000股人民币普通股（A股），并在上海证券交易所上市交易，股票代码601828.SH。2018年1月17日，公司完成了公开发行人民币普通股（A股）计315000000

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年底，公司实收资本35.50亿元，红星控股持股70.14%，为公司控股股东；车建兴持有红星控股92.00%的股权，为公司实际控制人。截至2020年7月4日，红星控股及其一致行动人质押公司股份12.34亿股，占其持有公司股份的49.39%，占公司总股本的34.76%。

图1 截至2019年底公司股权结构图



数据来源：公司提供

截至2019年底，公司内设监事会秘书处、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2019年底，公司合并资产总额1222.94亿元，所有者权益合计489.85亿元（含少数股东权益32.70亿元）；2019年公司实现营业收入164.69亿元，利润总额62.03亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额1254.96亿元，所有者权益合计489.85亿元（含少数股东权益31.56亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入25.56亿元，利润总额5.53亿元。

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。

三、 存续债券概况及募集资金使用情况

截至目前，联合资信评定的公司存续债券余额为 10.00 亿元，分别为“19 美凯龙 MTN001”和“20 美凯龙 MTN001”。跟踪期内，该两笔债券正常付息。

表 1 截至 2020 年 7 月 14 日经联合资信评定的存续债券

(单位: 亿元)

债券简称	债券余额	到期兑付日
19 美凯龙 MTN001	5.00	2022/01/25
20 美凯龙 MTN001	5.00	2023/01/20
合计	10.00	--

数据来源：联合资信根据 wind 数据整理

四、 宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见表 2），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比下降 6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1

速 (%)					
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-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，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016—2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需

求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，

同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利

率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严

重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有的，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，

会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

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

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。

(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。

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，家具产品将走向订制化。

伴随“工业 4.0”概念的兴起，《中国制造 2025》的推出以及移动互联网的迅速发展，

家居企业从生产、销售、产品等多个层面推进互联网升级，稳步实施线下与线上融合的O2O商业模式，智能化以及与互联网企业的融合成将成为家居企业转型的重点。

2. 房地产行业

(1) 行业概况

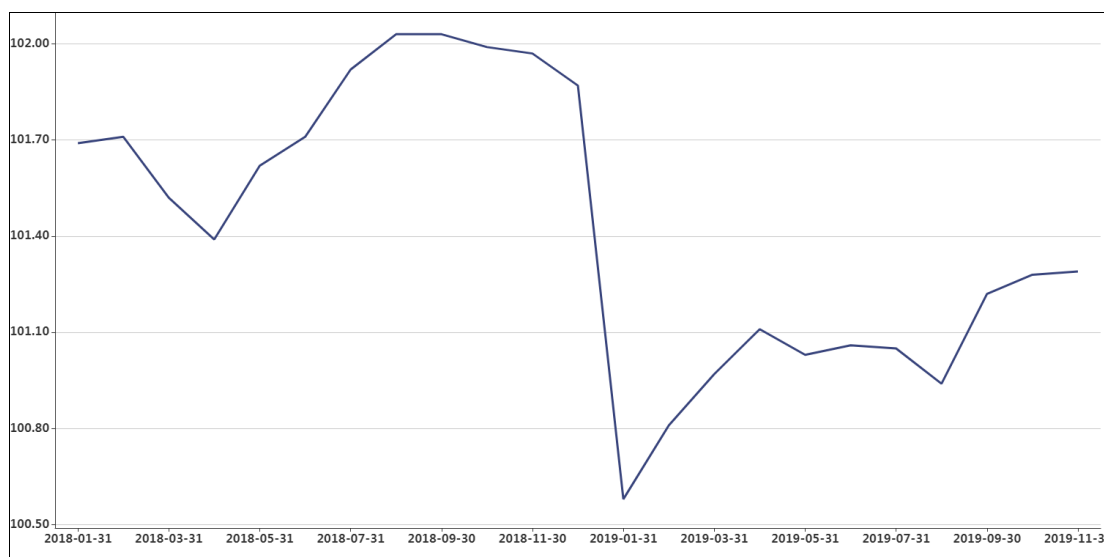
2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产

行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019年6月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图2 2018年—2019年11月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2019年，全国房地产开发投资完成额13.22万亿元，累计同比增长9.90%，增速较2018年提升0.40个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额9.71万亿元，累计同比增长13.90%，增速相较于2018年提升0.50个百分点；办公楼完成投资额0.62万亿元，累计同比增长2.80%，增速相较于2018年提升14.10个百分点；商业营业用房完成投资额1.32万

亿元，累计同比下降6.70%，相较于2018年降幅收窄2.70个百分点。施工方面，2019年以来，新开工增速较2018年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019年，房屋新开工面积22.72亿平方米，同比增长8.50%，增幅较2018年收窄8.70个百分点；在2018年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019年全国房屋施工面积达89.38亿平方米，同比增长8.70%，增速相较2018年提

升3.50个百分点；同期全国房屋竣工面积9.59亿平方米，同比增长2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于2018年增速提升10.40个百分点。

从销售情况来看，2019年，商品房销售面积17.16亿平方米，同比下降0.10%，销售面积增速自2015年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积15.01亿平方米（占87.47%），同比增长1.50%，增速于2019年2月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于2019年8月转正，全年增速相较于2018年下滑0.70个百分点。2019年，商品房销售金额为15.97万亿元，同比增长6.50%，增速较2018年下滑5.70个百分点。其中，住宅销售金额13.94万亿元（占87.29%），同比增长10.30%，增速较2018年下降4.40个百分点。进入2019年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入2020年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开复工产生一定影响，大部分房

企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

（2）土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019年，房地产开发企业土地购置面积2.58亿平方米，同比下降11.40%，相较2018年累计同比增长14.20%的增速下滑25.60个百分点；土地成交价款14709.28亿元，累计同比下降8.70%，相较于2018年累计同比增长18.00%的增速下滑26.70个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019年1—3月，土地市场较为冷清；4月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

从资金来源上看，2019年，房地产开发到位资金合计17.86万亿元，同比增长7.60%，增速相较2018年回升1.20个百分点。其中，国内贷款合计2.52万亿元，同比增长5.10%，国内贷款增速于2018年全年维持负增长，于2019年3月增速开始转正，全年增速较2018年回升10.00个百分点；自筹资金合计5.82万亿元，同比增长4.20%，增速较2018年下滑5.50个百分点；其他资金合计9.50万亿元，同比增长10.49%，增速较2018年提升2.65个百分点。

表3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况(单位:亿元、%)

主要开发资金来源	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18	24004.52	14.46	25228.77	14.13
利用外资	168.19	0.11	107.98	0.07	175.72	0.10
自筹资金	50872.22	32.60	55830.65	33.64	58157.84	32.56
其他资金	79770.46	51.12	86019.74	51.83	95046.26	53.21
其中:定金及预收款	48693.57	31.20	55418.17	33.39	61359.00	34.35
个人按揭	23906.31	15.32	23705.89	14.28	27281.00	15.27
合计	156052.62	100.00	165962.89	100.00	178608.59	100.00

资料来源:Wind,联合资信整理

(3) 政策环境

2019年以来,中央坚持房地产调控政策的总基调不变,调控政策加强了从“供给端”调控的力度,对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

2019年以来,中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从2019年三季度开始,宏观经济下行压力大,政府加大逆周期调节力度,9月全面降准+LPR降息,11月MLF降息,

房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019年11月16日,央行发布《2019年第三季度货币政策执行报告》,报告中删除了“房住不炒”的表述,仅强调“因城施策”,政策或将根据市场情况进行逆周期微调,短期政策或将出现边际调整,但“房住不炒”仍然是硬约束,中长期来看仍将围绕总基调不变。具体政策内容见表4。

表4 2019年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019年3月	两会政府工作报告	房地产调控政策,坚持“房住不炒”,保持政策的连续性和稳定性;房地产金融政策,总方针不变,严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款;房地产税立法,稳步推进,目前正在抓紧完善法律草案;新型城镇化,坚持以中心城市引领城市群发展,城镇化速度仍会加快;房地产市场,形势稳地价稳房价稳预期,防止大起大落
2019年4月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化,控制居民杠杆率过快增长
2019年4月	中央政治局会议	继续重申“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
2019年7月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,落实房地产长效管理机制,不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019年9月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019年11月	央行	强调“因城施政”,落实房地产长效管理机制,不将房地产作为短期刺激经济的手段

资料来源:联合资信整理

从融资方面的调控政策来看,主要包括:第一,房地产信托资金受限;第二,加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理;第三,加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和

风险提示,合理管控企业有息负债规模和资产负债率;第四,严禁消费贷款违规用于购房。同时,监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。具体政策内容见表5。

表5 2019年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019年5月	银保监会	房地产信托资金受限:银保监会日前正式发布银保监会(2019)23号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》,强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到

		位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019年7月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019年7月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019年8月	银保监会	银保监会决定在32个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019年9月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年底，公司实收资本35.50亿元，红星控股持股70.14%，自然人车建兴持有红星控股92.00%的股权，为公司的实际控制人。

截至2020年7月4日，红星控股及其一致行动人质押公司股份12.34亿股，占其持有公司股份的49.39%，占公司总股本的34.76%。

2. 企业规模

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场运营中具有明显竞争优势。

公司是国内领先的家居装饰及家居商场运营商，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和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2020年3月底，公司开业87家自营商场，249家委管商场，共计336家，经营面积为2101.82万平方米。其中，自营商场经营面积占36.82%，委管商场经营面积占63.18%。从区域上看，公司自营商场分布于上海、东北、华东和华中地区；委管商场分布于华北、华东、华中和西部等地区。零售额方面，2019年，公司占连锁家居装饰及家居商场行业的15.5%，占家居装饰及家居商场行业（包括连锁及非连锁）的6.3%，市场份额较上年底变化不大，在中国家居装饰及家具零售行业中占有最大的市场份额。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制

度等方面无重大变化情况。

八、经营分析

1. 经营现状

2019年，公司营业收入持续增长，毛利率出现下降；2020年一季度，受新冠肺炎疫情疫情影响，公司收入和毛利率均出现同比下滑。

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

收入方面，2019年，公司营业收入为164.69亿元，同比增长15.65%，主要系自营商场（自有/租赁）及委管商场业务稳健发展，以及建造施工及设计业务大幅增长所致。分板块看，2019年，公司租赁及管理收入为77.99亿元，同比增长8.80%，主要系成熟商场的稳定增长以及新开商场收入贡献所致；公司与委托经营管理商场相关收入为47.02亿元，同比增长12.57%，主要系一方面公司拓展业务，为经营物业业主提供商业咨询和招商咨询服务取得新收入，另一方面新开业委管商场数量逐年增加使得相关管理收入增加所致；建筑施工及

设计收入为22.51亿元，同比增长52.09%，主要系公司承接外部商业物业业主的商场建筑施工业务增长所致；商品销售及家装收入为5.69亿元，同比增长22.10%，主要系家装业务及进口家具产品销售收入规模较大所致。公司其他业务收入主要包括战略咨询费收入和联合营销收入等，2019年该板块收入为11.49亿元，同比增长21.07%，主要系互联网、金融与联营营销等新兴业务收入增长所致。

毛利率方面，2019年，公司综合毛利率为65.17%，同比下降1.03个百分点。分板块看，2019年，公司租赁及管理业务、与委托经营管理商场相关的业务以及建筑施工业务毛利率分别同比提升1.20个百分点、5.09个百分点和2.40个百分点。其中，与委托经营管理商场相关的业务毛利率增幅较大，主要系对委管业务相关的人工及管理成本有效控制所致；销售商品及家装业务以及其他业务毛利率分别同比下滑11.02个百分点和22.49个百分点。其中，销售商品及家装业务毛利率下滑主要系家装业务规模扩大投入增加所致；其他业务毛利率主要系互联网线上业务调整，平台运营成本增加所致。

2020年1—3月，受疫情影响，公司营业收入和毛利率均同比下降。其中，公司实现营业收入25.56亿元，同比下降27.69%；毛利率为62.99%，同比下降7.95个百分点。

表6 2017—2019年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类别	2017年			2018年			2019年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
租赁及管理收入	63.94	58.35	77.16	71.68	50.34	77.58	77.99	47.35	78.78
与委托经营管理商场相关收入	36.29	33.11	63.90	41.77	29.33	60.36	47.02	28.55	65.45
①项目前期品牌咨询委托管理服务收入	15.87	14.48	88.25	15.64	10.98	77.99	13.10	7.95	86.37
②项目年度品牌咨询委托管理服务收入	15.39	14.05	30.39	19.20	13.48	34.94	21.90	13.29	41.57
③工程项目商业管理咨询收入	1.40	1.28	92.55	2.15	1.51	92.80	0.97	0.59	93.00
④商业咨询费及招商佣金收入	3.62	3.30	88.53	4.78	3.36	90.14	11.06	6.71	85.51
商品销售及家装收入	2.94	2.68	31.21	4.66	3.27	33.66	5.69	3.45	22.64

建造施工及设计	--	--	--	14.80	10.39	32.75	22.51	13.66	35.15
其他	6.42	5.86	70.32	9.49	6.67	74.06	11.49	6.97	51.57
合计	109.60	100.00	71.14	142.40	100.00	66.20	164.69	100.00	65.17

注：1. 2017 年建造施工及设计业务规模较小，收入计入其他业务；2018 年该业务因增长迅速而单独列示，本报告不对 2017 年数据追溯调整；2. 数据略有差异系四舍五入造成
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。

2019 年，公司家居建材商场经营规模持续增长，自营和委管家居商场数量和经营面积分别增至 337 家和 2098.70 万平方米。其中，自营商场经营面积占 36.87%，委管商场经营面积

占 63.17%。截至 2020 年 3 月底，公司共有开业自营及委管商场 336 家，经营面积为 2101.82 万平方米，较 2019 年底小幅增长 0.15%，自营商场和委管商场经营面积占比较上年底变化不大。

出租率方面，2019 年，公司自营及委管商场出租率均出现小幅下滑，但仍维持在较高水平，2019 年自营商场和委管商场平均出租率分别 93.40% 和 93.50%。

表 7 公司商场经营数据变化情况（家、平方米、%）

业务类别	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1-3 月		
	商场数量	经营面积	平均出租率	商场数量	经营面积	平均出租率	商场数量	经营面积	平均出租率	商场数量	经营面积	平均出租率
自营商场	71	5705954	97.55	80	6918993	96.23	87	7736844	93.40	87	7739524	--
①自有	51	4537628	--	57	5608059	--	58	6048713	--	58	6048735	--
②租赁	20	1168325	--	23	1310934	--	29	1,688,131	--	29	1690789	--
委管商场	185	9431775	97.63	228	12020347	95.00	250	13250106	93.50	249	13278680	--
合计	256	15137729	--	308	18939340	--	337	20986950	--	336	21018204	--

注：1. 自有商场中包含合营及联营；2. 2020 年 1-3 月出租率数据暂未提供

资料来源：公司提供

从区域上看，截至 2020 年 3 月底，公司自营商场主要分布于上海、东北、华东和华中，经营面积占自营商场经营面积比例均超

10%。委管商场主要分布于华北、华东、华中和西部，经营面积占委管商场面积比例均超 10%。

表 8 截至 2020 年底公司家居商场区域分布情况（单位：家、平方米）

地区	自营商场						委管商场	
	自有及合营联营		租赁		自营商场数量小计	自营商场经营面积小计	数量	面积
	数量	面积	数量	面积				
北京	3	226567	1	117518	4	344085	1	112736
上海	7	903540	--	--	7	903540	--	--
天津	4	455563	--	--	4	455563	3	177709
重庆	3	249735	2	133586	5	383321	6	206164
东北	10	1044303	1	102785	11	1147088	15	747879
华北	2	168615	8	396327	10	564942	29	1623758
华东	15	1719127	10	492632	25	2211759	105	6038996
华中	4	501415	4	307469	8	808884	35	1683343
华南	3	132018	2	103271	5	235289	12	611794

西部	7	647852	1	37201	8	685053	43	2076301
合计	58	6048735	29	1690789	87	7739524	249	13278680

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

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。

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。

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。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, 包括租金等。

2019年, 公司自营商场数量增加7家, 其中新开设自营商场6家, 3家商场由委管转为自营, 关闭自有商场2家。2020年一季度, 公司自营商场无变化。截至2020年3月底, 公司自营商场共87家, 经营面积773.95万平方米。其中自有商场(包括合营联营商场)和租赁商场分别为58家和29家, 经营面积分别占78.15%和21.85%。

表9 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2020年3月底, 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20家, 经营面积208.65万平方米, 占自营商场总经营面积的26.96%。

跟踪期内, 公司从自营商场获得的租赁及

管理收入依然是公司第一大收入来源, 2019年, 租赁及管理收入为77.99亿元, 收入占比为47.35%。2019年, 公司自营商场中营业收入前十家的门店经营面积为145.43万平方米, 同比增长11.47%, 占自营商场总经营面积的18.80%。

表 10 2019 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
1	上海浦东沪南	自有	190436	2010.05.08	上海市浦东新区临御路 518 号
2	郑州商都	自有	159881	2007.10.01	河南省郑州市郑东新区商都路一号
3	重庆江北	自有	106490	2006.12.16	重庆渝北区新南路 888 号
4	上海真北	自有	243353	2000.10.28	上海市普陀区真北路 1208 号
5	上海汶水	自有	173914	2007.04.26	上海市宝山区沪太路 1801 号
6	济南天桥	自有	128282	2010.10.01	济南市天桥区北园大街 225 号
7	沈阳铁西	自有	154805	2008.06.27	沈阳市铁西区北二东路 35 号
8	北京东四环	自有	77819	2006.10.01	北京市朝阳区东四环中路 193 号
9	南京卡子门	自有	141530	2008.12.06	南京市秦淮区卡子门大街 29 号
10	北京北四环	租赁	77803	2008.09.29	北京市朝阳区德胜门外北沙滩 1 号院
合计			1454313	--	--

资料来源: 公司提供

(2) 委管模式

跟踪期内, 公司委管业务运营模式未发生变化, 委管商场经营面积进一步提升, 整体出租率略有下滑但仍维持较高水平。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下滑压力。

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收入、项目年度品牌咨询收入、工程项目商业管理咨询收入和商业咨询费及招商佣金收入

公司会参与委管商场整个或部分的开发过程, 并为合作方或项目总承包人提供咨询服务。

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。

工程项目商业管理咨询服务

公司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。

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。

2019 年, 公司委管商场增加 22 家, 其中新开设委管商场 35 家, 关闭 10 家, 3 家由委

管转为自营；委管商场经营面积较上年底增长 10.23%至 2098.70 万平方米；平均出租率同比略有下降，但依然处于较高水平。

2020 年 1—3 月，公司无新增委管商场，关闭 1 家委管商场，委管商场经营面积较上年底增长 0.22%。截至 2020 年 3 月底，公司经营委管商场 249 家，经营面积 2101.82 万平方米。

3. 经营效率 公司经营效率尚可。

2019 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 9.43 次、19.70 次和 0.14 次。

4. 在建及拟建项目 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。

截至 2019 年底，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 年底，公司在建家居商场项目 8 个，拟建面积为 114.08 万平方米，计划总投资 69.20 亿元，截至 2019 年底已投资 42.43 亿元，未来尚需投资 26.77 亿元；公司拟建家居商场项目 4 个，拟建面积 145.30 万平方米，计划总投资（不包括上海顾戴路项目）58.58 亿元，截至 2019 年底已投资 10.18 亿元，未来尚需投资 48.40 亿元。

物流项目方面，截至 2019 年底，公司在建及拟建物流项目面积为 58.37 万平方米，计划总投资 15.30 亿元，截至 2019 年底已投资 9.38 亿元，尚需投资 5.92 亿元。

表 11 截至 2019 年底公司在建和拟建项目投资情况（单位：万平方米、亿元）

项目类型	项目名称	拟建面积	计划总投资	截至 2019 年底已投资金额	尚需投资金额
在建家居商场项目	昆明盘龙	16.60	9.60	9.10	0.50
	成都天府大道	14.41	10.00	7.45	2.55
	长沙金霞	11.60	6.00	5.22	0.78
	南昌朝阳新城	19.59	10.00	6.97	3.03
	昆山前进路	4.88	3.00	2.61	0.39
	南宁定秋路	10	9.40	3.66	5.74
	芜湖中山北路	6	3.20	2.46	0.74
	佛山乐从二期	31	18.00	4.95	13.05
	小计	114.08	69.20	42.43	26.77
拟建家居商场项目	新郑华商汇	107.00	41.00	5.29	35.71
	赣州南康	15.70	7.38	1.28	6.10
	海口龙昆路	10.50	10.20	3.62	6.58
	上海顾戴路项目	12.10	--	--	--
	小计	145.30	58.58	10.18	48.40
在建及拟建物流项目	天津红星电商物流交易结算中心一期	8.90	1.60	1.46	0.14
	重庆红星美凯龙智慧物流城	14.50	4.75	4.08	0.67
	陕西红星美凯龙家居智慧物流城	7.80	2.36	1.17	1.19
	红星美凯龙（吉林）总部电子商务物流园	9.57	2.25	1.01	1.24
	贵州红星美凯龙智慧物流产业园	9.40	2.36	1.02	1.34
	天津红星美凯龙供应链管理有限公司仓储物流项目	8.20	1.98	0.63	1.35
	小计	58.37	15.30	9.38	5.92
	合计	317.75	143.08	61.99	81.09

注：顾戴路项目正在做城市更新，尚未报批报建，暂无法确认投资情况

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司在建家居商场项目、拟建家居商场项目以及在建及拟建物流项目合计尚需投资 81.09 亿元，公司在建和拟建项目未来面临一定的资本支出压力。

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，有选择性地为核心城市开设新的家居商场；同时，公司将凭借在家居装饰及家具行业良好的品牌声誉、成熟的商场开发、招商和运营管理能力，通过轻资产的委管经营模式快速渗透三线城市及其他城市，进一步扩大公司在全国范围内的经营覆盖面，加快市场渗透。

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

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

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

九、 财务分析

公司提供了 2019 年度合并财务报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见的审计结论。2020 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至2019年底，公司合并范围子公司合计263家。2019年，公司非同一控制下企业合并增加子公司2家，处置子公司4家，通过资产收购增加子公司3家，新设子公司40家；2020年一季度，公司新增子公司7家，减少子公司2家。公司合并范围变化不大，公司财务数据可比性较强。

截至2019年底，公司（合并）资产总额1222.94亿元，所有者权益合计489.85亿元（含少数股东权益32.70亿元）；2019年，公司实现营业收入164.69亿元，利润总额62.03亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额1254.96亿元，所有者权益合计489.85亿元（含少数股东权益31.56亿元）；2020年1-3月，公司实现营业收入25.56亿元，利润总额5.53亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产结构变化不大，仍以非流动资产为主。其中，投资性房地产规模大且受限比例很高，资产流动性弱。考虑到公司投资性房地产多数位于一二线城市，公司整体资产质量较好。

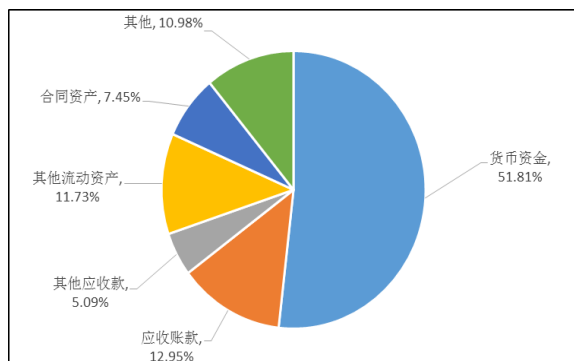
截至2019年底，公司资产总额为1222.94亿元，较上年底增长10.31%，主要系投资性房地产、在建工程和使用权资产增加所致。其中，流动资产占11.41%，非流动资产占88.59%，资产构成较2018年底变化不大。公司自建家居商场均计入投资性房地产，公司资产构成以投资性房地产为主，符合公司经营特征。

流动资产

截至2019年底，公司流动资产合计为139.54亿元，较上年底下降11.22%，主要系货

币资金和其他应收款减少所致。公司流动资产构成见图3。

图3 截至2019年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2019年底，公司货币资金为72.29亿元，较上年底下降15.23%，主要系公司调整了商场商户代收代付货款的结算方式，代收货款减少所致；公司货币资金主要由银行存款（占96.10%）和其他货币资金（占3.75%）构成。其他货币资金为受限资金，主要由保证金构成，货币资金受限比例为3.75%。

截至2019年底，公司应收账款为18.06亿元，较上年底增长6.98%；累计计提坏账准备11.69亿元，计提比例为39.30%。单项计提坏账准备8.56亿元；按信用风险特征组合计提坏账准备3.13亿元。其中，因项目前期品牌咨询委托管理费计提坏账准备2.20亿元，建筑施工及设计服务计提坏账准备0.19亿元，其他类咨询服务计提坏账准备0.60亿元。应收账款前五名合计占比为10.44%，集中度不高。总体看，公司应收账款坏账准备计提比例较高，应收账款集中度不高。

公司其他流动资产主要由预缴税金、应收保付款、应收融资租赁款和委托贷款及借款构成。截至2019年底，公司其他流动资产为16.37亿元，较上年底下降0.04%；计提减值准备0.92亿元，计提比例为5.32%。其他流动资产前五名期末余额合计6.63亿元，占比38.82%。

非流动资产

截至2019年底，公司非流动资产为1083.40

亿元，较上年底增长13.87%，主要系投资性房地产、使用权资产和在建工程增加所致。公司非流动资产主要由投资性房地产（占78.56%）和其他非流动资产（占5.40%）构成。

截至2019年底，公司长期股权投资为36.54亿元，较上年底增长20.76%，主要系收购山东银座家居有限公司、亚细亚建筑材料股份有限公司、北京比邻弘科科技有限公司、上海开装建筑科技有限公司、成都艾格家具有限公司和上海锦江联采供应链有限公司等公司部分股权所致。公司未计提坏账准备；长期股权投资确认投资收益1.38亿元。

截至2019年底，公司其他权益工具投资为39.99亿元，较上年底增长21.09%，主要系宁波梅山保税港区奇君股权投资合伙企业（有限合伙）、麒盛科技股份有限公司和北京八亿时空液晶科技股份有限公司投资增加以及新增对Dingdong(Cayman)Limited和喜临门家具股份有限公司的投资所致；期末金额比较大的其他权益工具投资分别为欧派家居集团股份有限公司（期末余额11.63亿元）、宁波梅山保税港区奇君股权投资合伙企业有限合伙（5.25亿元）、成都新潮传媒集团有限公司（2.74亿元）、Dingdong(Cayman)Limited（2.62亿元）、奥普家居股份有限公司（2.32亿元）和麒盛科技股份有限公司（2.31亿元）。

截至2019年底，公司投资性房地产为851.07亿元，较上年底增长8.37%，主要系自有商场租金提升、开发中投资物业工程进度推进以及新购入物业所致；投资性房地产公允价值变动损益为16.01亿元，占利润总额的25.81%，对利润总额影响较大；投资性房地产因借款、CMBS、信托质押和信托抵押等原因受限金额为686.33亿元，受限比例为80.64%。

截至2019年底，公司在建工程为23.29亿元，较上年底大幅增长，主要系新增虹桥办公楼及装修所致。

截至2019年底，公司使用权资产为30.87亿元，主要系公司根据新会计准则，从2019年

1月1日起,在租赁期开始日,作为承租人对租赁确认使用权资产和租赁负债,同时根据新租赁准则衔接规定,公司选择根据首次执行新租赁准备的累计影响数。

截至2019年底,公司其他非流动资产为58.51亿元,较上年底下降5.36%,主要系预付物业购置款减少所致;公司其他非流动资产主要由预付工程及土地补充代垫款(占19.12%)、土地整理相关收益权(占31.38%)、预付物业购置款(占19.25%)和委托贷款及借款(占20.87%)构成。

截至2019年底,公司资产受限规模724.67亿元,占资产总额的59.26%,资产具体受限情况见表12。公司资产受限比例较高。

表 12 截至 2019 年底公司资产受限情况
(单位:亿元、%)

科目	金额	受限比例	受限原因
货币资金	2.70	0.21	保证金、法院冻结款项、存放于证券户的存出投资款
其他权益工具投资	7.02	0.57	借款质押
投资性房地产	686.33	56.12	借款、CMBS、信托质/抵押
固定资产	5.50	0.45	借款抵押
在建工程	23.11	1.89	借款抵押
合计	724.67	59.26	--

注:数据略有差异系四舍五入造成
数据来源:公司财务报告

2. 负债及所有者权益 所有者权益

跟踪期内,公司所有者权益规模较大,未分配利润占比仍很高,且公司保持较高的分红比例,公司所有者权益稳定性较弱。

截至 2019 年底,公司所有者权益合计为 489.85 亿元,较上年底增长 8.14%,主要系未分配利润增加所致。其中,公司归属于母公司所有者权益占 93.32%,少数股东权益占 6.68%;母公司所有者权益主要由实收资本(占 7.77%)、资本公积(占 9.27%)和未分配利润(占 75.44%)构成。

截至 2020 年 3 月底,公司所有者权益为

489.85 亿元,较上年底无变化;所有者权益结构较上年底变化不大,未分配利润占比仍较高。

2020 年,公司拟派发现金股利 8.98 亿元,转增 3.55 亿股,派发现金股利占 2019 年合并报表归属于上市公司股东扣除非经常性损益净利润的 34.36%,公司分红比例较高。

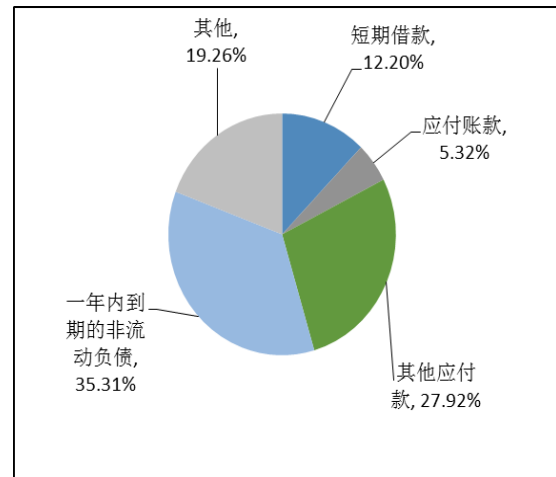
负债

跟踪期内,公司有息债务持续增长,债务负担有所增加,但整体债务负担不重;债务结构变化不大,以长期债务为主,债务结构较好。公司公开市场存续债券规模较大,面临一定的偿还压力。

截至 2019 年底,公司负债总额为 733.10 亿元,较上年底增长 11.81%,主要系长期借款和租赁负债增加所致。其中,流动负债占 37.88%,非流动负债占 62.12%。

截至 2019 年底,公司流动负债为 277.68 亿元,较上年底增长 9.69%,主要系一年内到期的非流动负债和应付账款增加所致。公司流动负债构成见图 4。

图4 截至2019年底公司流动负债构成



资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

截至 2019 年底,公司短期借款为 33.88 亿元,较上年底下降 34.20%,主要系归还短期借款所致;公司短期借款主要由抵押借款(占 71.86%)、保证借款(占 8.93%)和信用借款(占 10.35%)构成。

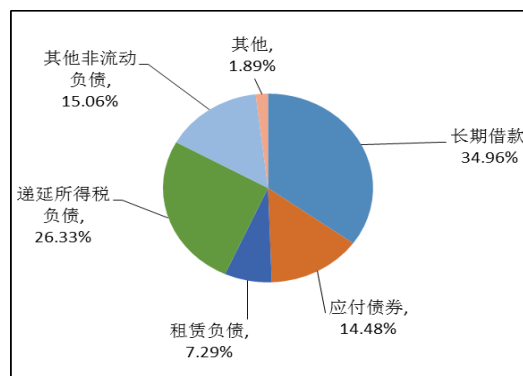
截至 2019 年底，公司应付账款为 14.76 亿元，较上年底增长 52.18%，主要系应付工程及物资款项增加所致；公司应付账款主要由应付工程款（占 64.03%）和应付工程工资或广告款（占 35.97%）构成。

截至 2019 年底，公司其他应付款为 77.52 亿元，较上年底下降 8.59%，主要系代收商户货款减少所致；其他应付款主要由商户质量保证金及押金（占 28.72%）、合作方往来款项（占 24.61%）、应付建筑商款项（占 11.65%）、应付股权转让款（占 9.76%）、代收商户货款（占 9.07%）和商户租赁定金（占 8.79%）构成。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 98.05 亿元，较上年底增长 148.31%，主要系一年内到期的长期负债增加，及本期执行新租赁准则后将一年内到期的租赁负债于此科目列报所致；一年内到期的非流动负债主要由 1 年内到期的长期借款（占 34.75%）、一年内到期的应付债券（占 32.21%）、1 年内到期的租赁负债（占 5.59%）和 1 年内到期的商业地产抵押贷款支持证券本金（占 24.75%）构成。

截至 2019 年底，公司非流动负债为 455.42 亿元，较上年底增长 13.14%，主要系长期借款和租赁负债增加所致。公司非流动负债构成见图 5。

图5 公司2019年底公司非流动负债构成



注：数据略有差异系四舍五入造成
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司长期借款为 159.20 亿元，较上年底增长 11.28%；长期借款主要由抵押借款（占 45.35%）、抵押及质押借款（占 32.51%）和抵押及保证借款（占 17.45%）构成。

截至 2019 年底，公司应付债券为 65.92 亿元，较上年底下降 7.88%，主要系债券偿还所致。截至 2019 年底，公司其他非流动负债为 68.58 亿元，较上年底增长 10.95%，主要系商业地产抵押贷款支持证券增加所致；公司其他非流动负债由项目前期品牌咨询委托管理服务（占 16.20%）和商业地产抵押贷款支持证券（占 83.80%）构成。

截至 2020 年 7 月 13 日，公司存续债券 210.22 亿元（包括 3 亿 USD 的美元债），假设债券在未来回售日均选择回售，则 2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年到期的债券分别为 70.22 亿元、81.79 亿元、36.00 亿元、5 亿元，则 2021 年为公司债券偿还高峰期，公司面临一定的偿还压力。

表 13 截至 2020 年 7 月 13 日公司存续债券情况（单位：亿元）

证券名称	到期日期	当前余额	特殊条款	回售日	下一行权日
20 美凯龙 SCP001	2020-10-26	5.00	交叉保护,控制权变更	--	--
15 红美 01	2020-11-10	1.68	回售,调整票面利率	2018-11-12	--
18 红美 01	2021-11-06	30.00	回售,调整票面利率	2020-11-06	2020-11-06
PR 龙 1A	2035-09-24	13.04	--	--	2020-09-24
PR 红美 A	2040-06-26	16.92	--	--	2020-12-26
红美 02 优	2020-11-03	3.58	--	--	--

16 红美 01	2021-07-13	0.47	调整票面利率,回售	2019-07-15	
18 红星家居 MTN001	2021-10-24	5.00	交叉保护,控制权变更		
19 红美 02	2023-06-10	20.00	交叉保护,回售,调整票面利率	2021-06-10	2021-06-10
16 红美 02	2023-07-13	15.00	回售,调整票面利率	2021-07-13	2021-07-13
PR 红美 A1	2036-12-17	22.28	调整票面利率,回售	2021-12-17	2021-12-17
18 红美 A2	2036-12-17	2.11	调整票面利率,回售	2021-12-17	2021-12-17
19 美凯龙 ABN001 优先	2037-05-07	12.83	回售,调整票面利率,赎回	--	2021-11-25
红美 03 优	2021-02-25	4.10	--	--	--
19 美凯龙 MTN001	2022-01-25	5.00	交叉保护,控制权变更	--	--
20 红美 01	2023-03-10	5.00	回售,调整票面利率,交叉保护	2022-03-10	2022-03-10
20 红美 02	2023-06-03	5.00	交叉保护,回售,调整票面利率	2022-06-03	2022-06-03
红星美凯龙 3.375%B20220921	2022-09-21	3 亿 USD	公司赎回选择权	随时	--
20 美凯龙 MTN001	2023-01-20	5.00	交叉保护,控制权变更	--	--
美凯龙 1B	2035-09-24	10.50	--	--	--
18 红美次	2036-12-17	1.00	--	--	--
19 美凯龙 ABN001 次	2037-05-07	0.10	--	--	--
19 红美 B	2040-06-26	4.10	--	--	--
19 红美次	2040-06-26	1.50	--	--	--
人民币合计	--	189.22	--	--	--
美元合计	--	3 亿 USD (人民币 21 亿元)	--	--	--

注: 1. 公司将一年到期的资产支持证券划入一年内到期的非流动负债,一年以上的资产支持证券划入其他非流动负债,本表存续债券和企业应付债券数据有差异; 2. 3亿美元债按照2020年7月13日银行柜台成交价1美元≈6.999元人民币换算
资料来源: Wind

公司递延所得税负债规模较大,主要系投资性房地产公允价值变动造成。截至 2019 年底,公司递延所得税负债为 119.89 亿元,较上年底增长 8.91%。

2019 年,公司执行新租赁准则后将长期租金及应付融资租赁款重分类至租赁负债。截至 2019 年底,公司长期应付款为 6.34 亿元,较上年底下降 54.23%。租赁负债为 33.22 亿元。

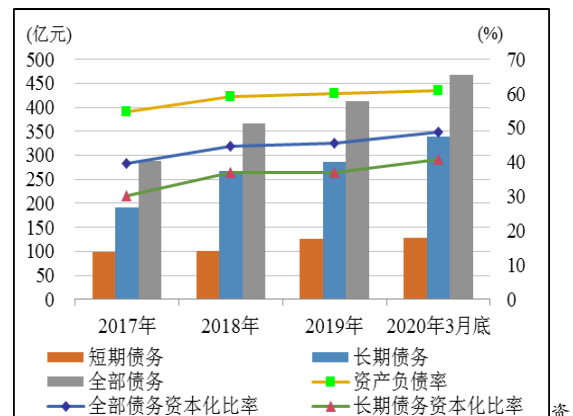
截至 2020 年 3 月底,公司负债总额为 765.11 亿元,较上年底增长 4.37%; 负债结构较上年底变化不大。

有息债务方面,随着公司业务规模的扩张,公司有息债务持续增长。2019年底,公司有息债务为412.01亿元,较上年底增长12.15%。其中,短期债务占30.43%,长期债务占69.57%,短期债务占比较上年底增长3.00个百分点。截至2020年3月底,公司有息债务较上年底增长13.52%至467.70亿元,债务结构较上年底变化不大。

债务指标方面,截至2019年底,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59.95%、45.68%和36.91%,分别较上年底增长0.80个百分点、增长0.90个百分点和下降0.14个百分点;截至2020年3月底,上述指标分别为60.97%、48.84%和40.93%,分别较上年底增长1.02个百分点、3.16个百分点和4.02个百分点。跟踪期内,公司有息债务持续增长,债务负担有所增加。

图6 近年来公司债务负担情况



资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

3. 盈利能力

2019年,公司营业收入和利润总额持续增长,但受营业成本和期间费用大幅上涨影响,公司利润规模增幅很小。公司期间费用控制能力较弱,且非经常损益对利润总额影响大。公司整体盈利水平很高。

2019年,随着自营商场(自有/租赁)及委管商场业务稳健发展,以及建造施工及设计业务大幅增长,公司营业收入为164.69亿元,同比增长15.66%;营业成本为57.36亿元,同比增长19.15%。由于营业成本增幅大于营业收入增幅,公司营业利润率同比下滑0.91个百分点至62.57%。

期间费用方面,公司销售费用主要由广告及宣传费用和能源及维修费用构成,2019年,公司销售费用为22.91亿元,同比增长34.73%,主要系广告及宣传费用增加所致。管理费用主要由职工薪酬及福利费和办公及行政费用构成,2019年为17.52亿元,同比增长17.50%,主要系业务规模扩张所致;研发费用为0.38亿元,同比下降11.49%;财务费用为22.60亿元,同比增长47.41%,主要系有息债务增加所致。在销售费用、管理费用和财务费用共同增长影响下,2019年,公司期间费用为63.41亿元,同比增长33.00%。期间费用占营业收入比重为38.50%,同比增加5.02个百分点。公司期间费用快速增长,期间费用控制能力较弱。

2019年,公司非经常损益为25.69亿元,同比增长19.71%,主要系投资收益增长所致;公司非经常损益主要由投资收益(占30.60%)和公允价值变动损益(占63.53%)构成。2019年,公司投资收益为7.86亿元,同比增长242.42%,主要系联合营公司转换为其他权益投资工具、联合营公司收购成为公司子公司以及处置子公司产生的投资收益增加所致;公允价值变动损益为16.32亿元,同比下降7.64%,主要系投资性房地产增值减少所致。公司非经常损益占利润总额比重为41.42%。

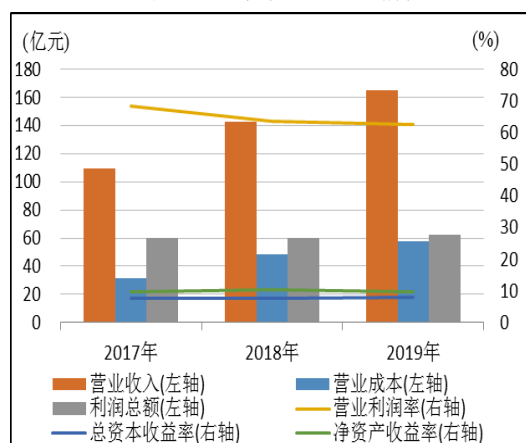
2019年,公司信用减值损失为2.98亿元,

同比增长20.35%,主要系合同资产减值损失和其他非流动资产减值损失增加所致。公司信用减值损失主要由其他应收款坏账损失(占20.90%)、应收账款坏账损失(占52.88%)、合同资产减值损失(占15.35%)和其他非流动资产减值损失(占11.45%)构成。

2019年,公司利润总额为62.03亿元,同比增长3.05%。

盈利指标方面,2019年,公司总资本收益率和净资产收益率分别为7.87%和9.57%,分别同比增长0.10个百分点和下降0.82个百分点。公司整体盈利水平很高。

图7 近年来公司盈利情况



资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

2020年1—3月,受疫情影响,公司营业收入和利润总额出现明显下滑,营业收入为25.56亿元,同比下降27.69%;利润总额为5.53亿元,同比下降68.93%。公司营业利润率为59.79%。

4. 现金流分析

2019年,公司经营活动现金流仍保持较大规模的净流入,经营获现能力仍较强。投资规模下降,经营活动现金流基本能覆盖投资活动支出;2020年一季度,受疫情影响,公司收入下降和费用刚性支出影响,筹资活动前现金流量净额由负转正,同时考虑到公司短期债务规模较大,公司存在较大的外部融资需求。

经营活动方面,2019年,随着公司经营规模和收入的增长,公司经营活动现金流入同比

增加12.26亿元至164.90亿元；公司经营活动现金流出同比增加29.90亿元，主要系公司支付其他与经营活动有关的现金大幅增加所致。其中，公司支付其他与经营活动有关的现金为40.81亿元，主要由支付的费用等款项（期末余额28.70亿元）和代收代付货款净额（期末余额11.59亿元）构成。受此影响，公司经营活动现金流量净额出现下滑，但仍保持净流入状态。公司现金收入比出现下滑，但仍保持较高水平，为97.01%。公司经营活动获现质量较好。

投资活动方面，2019年，公司投资活动现金流延续2018年净流出状态，但净流出规模明显下降，主要系公司收到的其他与投资活动有关的现金增加，同时投资支付的现金和支付的其他与投资活动有关的现金减少共同影响所致。公司收到的其他与投资活动有关的现金为31.75亿元，同比增加21.57亿元，主要系收到

的项目相关资金往来款、受限资金收回以及到期日三个月以上银行定期存款赎回所致；公司支付的其他与投资活动有关的现金为25.16亿元，同比减少22.66亿元，主要系支付的项目相关的资金往来款、发放项目相关委托贷款、支付的受限制资金均下降所致。

2019年，受公司投资活动净流出下降影响，公司筹资活动前现金流量净额由负转正，为0.11亿元，公司经营活动现金流基本能够覆盖投资活动支出。受此影响，公司筹资活动现金流量净额为净流出，为-8.50亿元。

2020年1—3月，公司经营活动现金流量净额为-10.60亿元，投资活动现金流量净额为-36.96亿元；筹资活动前现金流量净额为-47.56亿元，资金存在一定的缺口，主要系受疫情影响收入下降和费用刚性支出影响所致；筹资活动现金流量净额为46.18亿元。

表 14 近年来公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
经营活动现金流入小计	144.57	152.63	164.90	19.68
经营活动现金流出小计	79.39	94.05	123.96	30.28
销售商品、提供劳务收到的现金	121.84	144.98	159.76	16.27
购买商品、接受劳务支付的现金	13.54	19.87	24.39	5.57
收到其他与经营活动有关现金	22.73	7.65	5.13	3.41
支付其他与经营活动有关现金	24.13	20.89	40.81	8.61
经营现金流量净额	65.18	58.58	40.94	-10.60
投资活动现金流入小计	42.29	16.74	46.09	7.07
投资活动现金流出小计	102.40	126.68	86.91	44.04
投资活动现金流量净额	-60.11	-109.94	-40.83	-36.96
筹资活动现金流入小计	130.35	239.49	170.97	83.88
筹资活动现金流出小计	91.62	214.73	179.46	37.70
筹资活动前现金流量净额	5.07	-51.37	0.11	-47.56
筹资活动现金流量净额	38.74	24.75	-8.50	46.18
现金收入比	111.18	101.81	97.01	63.65

注：筹资活动前现金流量净额=经营活动现金流量净额+筹资活动现金流量净额

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

5. 偿债能力

2019年，公司短期和长期偿债能力指标均出现下降。2020年1—3月，公司短期偿债能力有所提升。整体看，公司短期和长期偿债能力

很强。

短期偿债能力方面，2019年，公司流动比率、速动比率、经营现金流动负债比和现金类资产/短期债务四大指标均出现不同程度下降，

公司短期偿债能力减弱。2020年1—3月，公司流动比率、速动比率和现金类资产/短期债务有所提升。整体看，公司短期偿债能力一般。

长期偿债能力方面，2019年，公司EBITDA

出现增长，但受债务规模增长以及利息支出增加影响，全部债务/EBITDA和EBITDA利息倍数均出现下降。整体看，公司长期偿债能力指标下滑，但公司整体偿债能力仍较强。

表 15 公司偿债能力指标 (单位: %、倍、亿元)

项目	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
短期偿债能力指标	流动比率	64.13	62.09	50.25	59.49
	速动比率	63.60	61.10	49.06	57.98
	经营现金流动负债比	28.69	23.14	14.74	--
	现金类资产/短期债务	1.08	0.87	0.60	0.64
长期偿债能力指标	EBITDA	73.82	78.73	93.09	--
	全部债务/EBITDA	3.91	4.67	4.43	--
	EBITDA 利息倍数	4.98	4.20	3.48	--

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司无对外担保事项。

截至 2019 年底，公司合并口径银行授信总额为 344.94 亿元，其中未使用额度为 82.59 亿元。公司同时为 H 股及 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告 (机构信用代码: G1014020300000050Z)，截至2020年5月5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

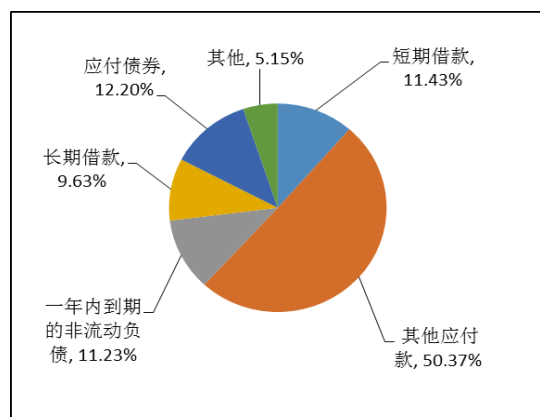
母公司主要职能为对下属企业的管控及作为公开市场债务融资主体，收入以投资收益为主，整体债务负担一般。母公司经营活动现金流量净额规模很小，但公司投资往来活动频繁，投资活动呈净流出状态，对外部融资比较依赖。

截至2019年底，母公司资产总额539.50亿元，较年底增长11.23%。其中，母公司流动资产占55.64%，非流动资产占44.36%。母公司资产主要由其他应收款 (占资产总额的45.10%)、长期股权投资 (占33.72%) 构成。

截至2019年底，母公司所有者权益为168.70亿元，较去年底增长11.09%；母公司所有者权益主要由实收资本 (占21.04%)、资本公积 (占30.61%)、盈余公积 (占10.52%) 和未分配利润 (占35.71%) 构成。

截至2019年底，母公司负债总额370.80亿元，较去年底增长11.29%，主要系其他应付款增加所致。其中，流动负债占76.43%，非流动负债占23.57%。母公司负债构成见图8。同期，母公司全部债务为164.92亿元，较去年底增长9.88%。其中，短期债务占50.93%，长期债务占49.07%。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68.73%、49.43%和32.42%。母公司债务负担一般，但短期债务占比较高，债务结构有待优化。

图 8 截至 2019 年底母公司负债构成



资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

收入及利润方面，2019年，母公司实现营业收入19.44亿元，同比下降0.13%；利润总额23.34亿元（其中投资收益31.02亿元）；营业利润率为80.15%。

现金流方面，2019年，母公司经营活动现金流量金额为2.22亿元；母公司投资往来活动频繁，收到的其他与投资活动有关的现金和支付的其他与投资活动有关的现金分别为183.58亿元和210.81亿元，投资活动现金流量净额为-39.45亿元，筹资活动前现金流量净额为-37.23亿元，筹资活动现金流量净额为39.54亿元。

8. 同行业对比

公司和北京居然之家投资控股集团有限公司（以下简称“居然之家”）业务性质相似，可比性较强。

规模方面，和居然之家相比，公司资产、所有者权益、营业收入和利润总额更大。

盈利能力方面，和居然之家相比，公司收入和利润规模更大，毛利率和净资产收益率更高，总资产报酬率略低。公司整体盈利水平更高。

偿债能力和债务负担方面，与居然之家相比，公司资产负债率略高，短期偿债能力指标和长期偿债能力指标均相对较弱。从整体看，公司资产负债率不高，长期和短期偿债能力很强。

表 16 2019 年公司与居然之家经营和财务数据对比
(单位: 个、万平方米、亿元、%、次)

项目	公司	居然之家
企业性质	民营	民营
规模		
资产总额	1222.94	561.23
投资性房地产	851.07	186.57
所有者权益	489.85	231.83
营业收入	164.69	94.44
利润总额	62.03	36.30
经营活动现金流量净额	40.94	35.72
偿债能力和债务负担		
资产负债率	59.95	58.69
流动比率	0.50	0.83

速动比率	0.49	0.68
EBITDA 利息倍数	3.48	5.56
全部债务/EBITDA	4.43	3.16
经营效率		
总资产周转率	0.14	0.18
应收账款周转率	9.43	3.87
存货周转率	19.70	4.24
盈利能力		
毛利率	65.17	46.57
净资产收益率	10.25	9.46
总资产报酬率	7.22	7.92

注：为了保证数据可比性，公司和居然之家财务数据和财务指标均取自Wind，公司财务指标因计算口径和公司不同略有差异
资料来源：联合资信根据Wind和公开资料整理

9. 抗风险能力

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

十、 存续期内债券偿还能力分析

公司经营活动现金流和 EBITDA 对“19 美凯龙 MTN001”和“20 美凯龙 MTN001”的保障能力均较强；对 2021 年待偿还债券保障能力一般。

截至目前，经联合资信评定的公司尚需偿还债券分别为“19 美凯龙 MTN001”和“20 美凯龙 MTN001”，合计待偿还余额为 10.00 亿元。公司经营活动现金流和 EBITDA 对“19 美凯龙 MTN001”和“20 美凯龙 MTN001”的保障能力均较强。

2021 年为公司存续债券偿还高峰期，待偿还债券余额为 81.79 亿元，公司经营活动现金流和 EBITDA 对 2021 年待偿还债券保障能力一般。

表 17 存续债券保障能力测算

(单位: 亿元、倍)

指标	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	144.57	152.63	164.90
经营活动现金流量净额	65.18	58.58	40.94
EBITDA	73.82	78.73	93.09
“19 美凯龙 MTN001”和“20 美凯龙 MTN001”保障能力测算			

经营活动现金流入量保障倍数	14.46	15.26	16.49
经营活动现金流量净额保障倍数	6.52	5.86	4.09
EBITDA 保障倍数	7.38	7.87	9.31
2021 年待偿还债券保障能力测算			
经营活动现金流入量保障倍数	1.77	1.87	2.02
经营活动现金流量净额保障倍数	0.80	0.72	0.50
EBITDA 保障倍数	0.90	0.96	1.14

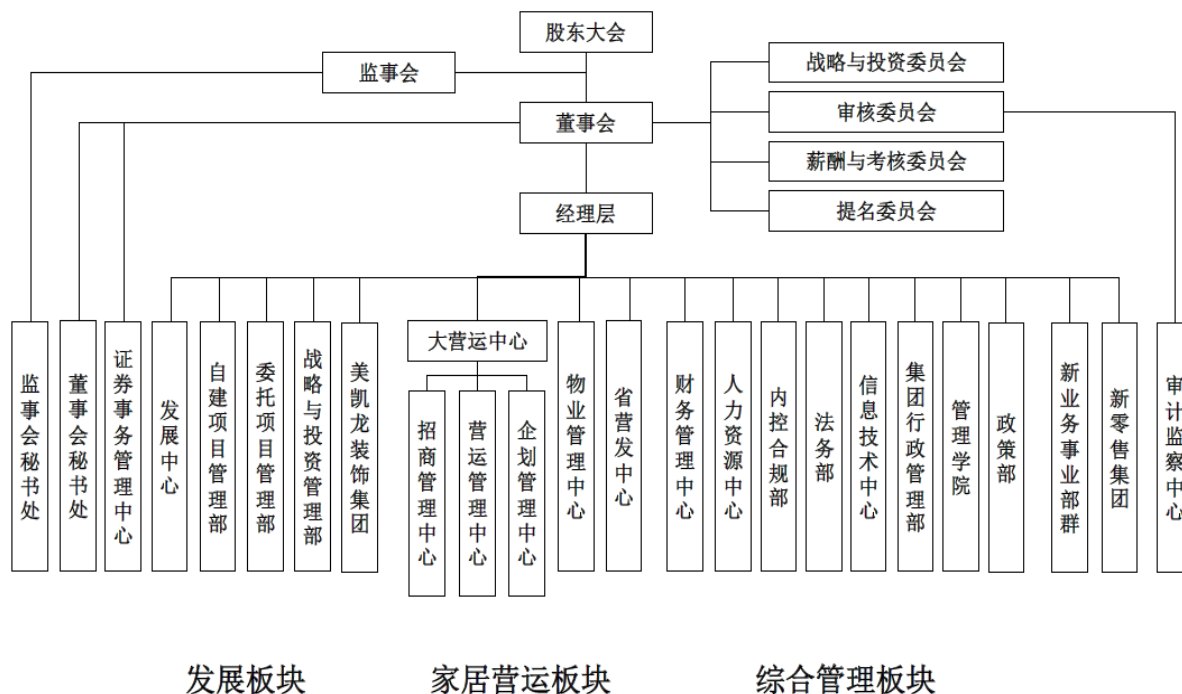
注：数据略有差异系四舍五入造成

资料来源：联合资信根据公司财务报告计算整理

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持红星美凯龙家居集团股份有限公司的主体长期信用等级为 AAA，“19 美凯龙 MTN001”和“20 美凯龙 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2019 年底公司组织结构图



附件 2 截至 2019 年底公司子公司情况

子公司名称	注册地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
合肥红星美凯龙物流有限公司	安徽省	仓储物流	--	100	设立或投资等
安徽红星美凯龙物流有限公司	安徽省	仓储物流	--	100	设立或投资等
贵州红星美凯龙物流有限公司	贵州省	仓储物流	--	100	设立或投资等
河北红星美凯龙物流有限公司	河北省	仓储物流	--	100	设立或投资等
吉林红星美凯龙物流有限公司	吉林省	仓储物流	--	100	设立或投资等
陕西红星美凯龙物流有限公司	陕西省	仓储物流	--	100	设立或投资等
上海好记星数码科技有限公司	上海市	仓储物流	--	100	设立或投资等
上海倍美物流有限公司	上海市	仓储物流	--	100	设立或投资等
上海倍茂物流有限公司	上海市	仓储物流	--	100	设立或投资等
上海倍迈物流有限公司	上海市	仓储物流	--	100	设立或投资等
上海倍皓物流有限公司	上海市	仓储物流	--	100	设立或投资等
上海倍邦物流有限公司	上海市	仓储物流	--	100	设立或投资等
上海倍耀物流有限公司	上海市	仓储物流	--	100	设立或投资等
上海倍跃物流有限公司	上海市	仓储物流	--	100	设立或投资等
上海倍朗物流有限公司	上海市	仓储物流	--	100	设立或投资等
上海宏岳物流有限公司	上海市	仓储物流	--	60	设立或投资等
上海倍正物流有限公司	上海市	仓储物流	--	100	设立或投资等
上海倍讯物流有限公司	上海市	仓储物流	--	100	设立或投资等
上海倍博物流有限公司	上海市	仓储物流	--	100	设立或投资等
成都红星美凯龙物流有限公司	四川省	仓储物流	--	100	设立或投资等
天津红星美凯龙物流有限公司	天津市	仓储物流	--	60	设立或投资等
重庆红星美凯龙物流有限公司	重庆市	仓储物流	--	100	设立或投资等
深圳市红星美凯龙高盛产城发展有限公司	广东省	产业投资	51	--	设立或投资等
合肥红星美凯龙世博家居广场有限公司	安徽省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
芜湖红星美凯龙世贸家居广场有限公司	安徽省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
北京星凯洲家具广场有限公司	北京市	场地租赁管理	--	51	设立或投资等
北京世纪欧美商业投资有限公司	北京市	场地租赁管理	--	80	设立或投资等
北京世纪凯隆商业投资有限公司	北京市	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
成都红星美凯龙天府世博家居广场有限公司	成都市	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
成都天府新区红星美凯龙世贸家居有限公司	成都市	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
兰州红星美凯龙世博家居广场有限公司	甘肃省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
中山红星美凯龙世博家居广场有限公司	广东省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
东莞红星美凯龙世博家居广场有限公司	广东省	场地租赁管理	70	--	设立或投资等

佛山红星美凯龙家居生活广场有限公司	广东省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
广州红星美凯龙家居建材有限公司	广东省	场地租赁管理	95	--	设立或投资等
广州红星美凯龙家居博览中心有限公司	广东省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
广州红星美凯龙市场经营管理有限公司	广东省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
哈尔滨红星美凯龙国际家居有限公司	哈尔滨	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
海口檀宫实业有限公司	海南省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
郑州红星美凯龙世博家居有限公司	河南省	场地租赁管理	55	--	设立或投资等
哈尔滨红星美凯龙世博家居广场有限公司	黑龙江省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
大庆红星美凯龙世博家居有限公司	黑龙江省	场地租赁管理	70	--	设立或投资等
武汉红星美凯龙世博家居广场发展有限公司	湖北省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
武汉红星美凯龙环球家居广场发展有限公司	湖北省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
长沙红星美凯龙家居生活广场有限公司	湖南省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
长沙市银红家居有限公司	湖南省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
长春红星美凯龙世博家居生活广场有限公司	吉林省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
南京红星美凯龙国际家居有限责任公司	江苏省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
南通红美世博家居广场有限公司	江苏省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
南通龙美国际家居生活广场有限公司	江苏省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
常熟红星美凯龙全球家居有限公司	江苏省	场地租赁管理	--	100	设立或投资等
苏州红星美凯龙世博家居广场有限公司	江苏省	场地租赁管理	60	--	设立或投资等
昆山红星美凯龙装饰材料有限公司	江苏省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
南昌红星美凯龙全球家居广场有限公司	江西省	场地租赁管理	51	--	设立或投资等
赣州红星美凯龙世博家居广场有限公司	江西省	场地租赁管理	70	--	设立或投资等
南昌红星美凯龙环球家居博览中心有限责任公司	江西省	场地租赁管理	70	30	设立或投资等
沈阳名都家居广场有限公司	辽宁省	场地租赁管理	60	--	设立或投资等
盘锦红星美凯龙全球家居生活广场有限公司	辽宁省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
沈阳红星美凯龙家居有限公司	辽宁省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
沈阳大东红星美凯龙家具建材市场有限公司	辽宁省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
沈阳红星美凯龙世博家居有限公司	辽宁省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等

西宁红星美凯龙世博家居广场有限公司	青海省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
烟台红星美凯龙家居有限公司	山东省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
太原红星美凯龙全球家居广场有限公司	山西省	场地租赁管理	51	--	设立或投资等
太原红星美凯龙世贸家居广场有限公司	山西省	场地租赁管理	60	--	设立或投资等
西安红星美凯龙家居生活广场有限公司	陕西省	场地租赁管理	75	--	设立或投资等
西安红星美凯龙世博家居有限公司	陕西省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
上海红星美凯龙环球家居设计博览有限公司	上海市	场地租赁管理	--	97	设立或投资等
上海红星美凯龙家居艺术设计博览有限公司	上海市	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
上海红星美凯龙住建集采商贸有限公司	上海市	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
上海红星美凯龙星龙家居有限公司	上海市	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
上海红星美凯龙楷恒家居有限公司	上海市	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
上海金山红星美凯龙全球家居有限公司	上海市	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
上海缔图家居有限公司	上海市	场地租赁管理	--	30	设立或投资等
天津红星美凯龙家居家饰生活广场有限公司	天津市	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
天津红星美凯龙时尚家居广场有限公司	天津市	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
天津红星美凯龙国际家居博览有限公司	天津市	场地租赁管理	65	--	设立或投资等
天津红星美凯龙世贸家居有限公司	天津市	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
红星美凯龙世博(天津)家居生活广场有限公司	天津市	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
乌鲁木齐红星美凯龙家居世博广场有限公司	新疆	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
云南红星美凯龙家居生活广场有限公司	云南省	场地租赁管理	87	--	设立或投资等
昆明红星美凯龙世博家居广场有限公司	云南省	场地租赁管理	--	87	设立或投资等
长沙红星美凯龙金霞家居生活广场有限公司	长沙市	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
杭州红星美凯龙世博家居有限公司	浙江省	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
重庆红星美凯龙环球家居生活广场有限责任公司	重庆市	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
重庆红星美凯龙博览家居生活广场有限责任公司	重庆市	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
重庆红星美凯龙中坤家居生活广场有限责任公司	重庆市	场地租赁管理	55	--	设立或投资等
重庆红星美凯龙国际家居生活广场有限责任公司	重庆市	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
重庆星凯科家居有限公司	重庆市	场地租赁管理	--	100	设立或投资等

重庆红星欧丽洛雅家居有限公司	重庆市	场地租赁管理	100	--	设立或投资等
红星美凯龙家居集团财务有限责任公司	上海市	贷款业务	95	5	设立或投资等
红星美凯龙凯撒至尊(海南)家居科技有限公司	海南省	电子商务	--	70	设立或投资等
山西星易通汇网络科技有限公司	山西省	电子商务	--	100	设立或投资等
上海红星美凯龙家品会电子商务有限公司	上海市	电子商务	--	100	设立或投资等
上海红星美凯龙网络技术有限公司	上海市	电子商务	--	67	设立或投资等
上海红星美凯龙装修公网络技术有限公司	上海市	电子商务	--	67	设立或投资等
上海安家网络科技有限公司	上海市	电子商务	--	67	设立或投资等
上海爱逛家电子商务有限公司	上海市	电子商务	--	100	设立或投资等
上海家聚信息技术有限公司	上海市	电子商务	--	67	设立或投资等
上海红美网络科技有限公司	上海市	电子商务	--	100	设立或投资等
上海红星美凯龙悦家互联网科技有限公司	上海市	电子商务	--	67	设立或投资等
上海英太利金科技有限公司	上海市	电子商务	80	--	设立或投资等
红星到家(上海)科技有限公司	上海市	电子商务	100	--	设立或投资等
上海红星美凯龙泛家信息服务有限公司	上海市	电子商务	51	--	设立或投资等
红星美凯龙(浙江)信息技术有限公司	浙江省	电子商务	100	--	设立或投资等
上海星聚供应链管理有限公司	上海市	供应链管理	--	60	设立或投资等
天津红星美凯龙供应链管理有限公司	天津市	供应链管理	--	60	设立或投资等
红星美凯龙成都商业管理有限公司	成都市	管理咨询	--	100	设立或投资等
红星美凯龙成都企业管理咨询有限公司	成都市	管理咨询	--	100	设立或投资等
上海吉盛伟邦环球家居品牌管理有限公司	上海市	管理咨询	100	--	设立或投资等
红星美凯龙(上海)企业管理有限公司	上海市	管理咨询	100	--	设立或投资等
常州美龙贸易有限公司	江苏省	家居销售	100	--	设立或投资等
上海星和宅配家居服务有限公司	河北省	家装设计	100	--	设立或投资等
上海红星美凯龙亿家装饰工程有限公司	上海市	家装设计	--	100	设立或投资等
上海美昊装饰设计工程有限公司	上海市	家装设计	--	100	设立或投资等
上海峰迪泷装饰设计工程有限公司	上海市	家装设计	--	80	设立或投资等
上海家鼎建筑装饰设计工程有限公司	上海市	家装设计	--	80	设立或投资等
上海红星美凯龙住建装配设计有限公司	上海市	家装设计	--	100	设立或投资等
重庆家欣装饰设计工程有限公司	重庆市	家装设计	--	70	设立或投资等
上海星家装饰建材有限公司	上海市	建材超市	--	100	设立或投资等
孝感家倍得建筑装饰科技有限公司	湖北省	建筑装饰	--	69	设立或投资等
上海家倍得实业有限公司	上海市	建筑装饰	--	98	设立或投资等
上海威来适装饰科技有限公司	上海市	建筑装饰	--	67	设立或投资等
上海红星美凯龙建筑装饰(集团)有限公司	上海市	建筑装饰	100	--	设立或投资等
上海美凯龙装饰工程集团有限公司	上海市	建筑装饰	100	--	设立或投资等
上海丽浩创意设计有限公司	上海市	建筑装饰	--	90	设立或投资等
上海美凯龙美学装饰工程有限公司	上海市	建筑装饰	--	100	设立或投资等
浙江星卓装饰有限公司	浙江省	建筑装饰	--	100	设立或投资等
浙江星易盛实业发展有限公司	浙江省	建筑装饰	--	75	设立或投资等
家倍得建筑科技有限公司	浙江省	建筑装饰	90	--	设立或投资等
上海红星美凯龙国际贸易有限公司	上海市	进出口业务	55	--	设立或投资等
上海红星美凯龙美居商贸有限公司	上海市	进出口业务	--	28	设立或投资等
上海英太翡思营销策划有限公司	上海市	劳务派遣	100	--	设立或投资等

北京红星美凯龙家居市场有限公司	北京市	品牌管理	--	100	设立或投资等
北京红星美凯龙企业管理有限公司	北京市	品牌管理	90	10	设立或投资等
成都红星欧丽洛雅品牌管理有限公司	成都市	品牌管理	--	100	设立或投资等
扬州红星美凯龙国际家居广场有限公司	江苏省	品牌管理	100	--	设立或投资等
昆山红星美凯龙全球家居有限公司	江苏省	品牌管理	100	--	设立或投资等
无锡红星美凯龙经营管理有限公司	江苏省	品牌管理	70	30	设立或投资等
上海红星美凯龙品牌管理有限公司	上海市	品牌管理	100	--	设立或投资等
上海红星美凯龙装饰家居市场经营管理有限公司	上海市	品牌管理	--	100	设立或投资等
上海红星欧丽洛雅品牌管理有限公司	上海市	品牌管理	100	--	设立或投资等
上海星艺佳品牌管理有限公司	上海市	品牌管理	--	100	设立或投资等
桐乡红星美凯龙世博家居广场管理有限公司	浙江省	品牌管理	100	--	设立或投资等
衢州红星美凯龙世博市场管理服务服务有限公司	浙江省	品牌管理	100	--	设立或投资等
RedStarMacallineGmbH	德国慕尼黑	其他	--	100	设立或投资等
RedstarGlobalHoldingsLimited	维尔京群岛	其他	--	100	设立或投资等
宿州星通企业管理咨询有限公司	安徽省	企业管理咨询	100	--	设立或投资等
北京星美永盛信息咨询有限公司	北京市	企业管理咨询	--	70	设立或投资等
佛山郡达企业管理有限公司	广东省	企业管理咨询	100	--	设立或投资等
郑州隽锐企业管理咨询有限公司	河南省	企业管理咨询	--	100	设立或投资等
郑州东晟企业管理有限公司	河南省	企业管理咨询	--	100	设立或投资等
烟台欣欢企业管理有限公司	山东省	企业管理咨询	--	100	设立或投资等
西安舒适美佳家政服务有限责任公司	陕西省	企业管理咨询	65	--	设立或投资等
上海美凯龙星荷资产管理有限公司	上海市	企业管理咨询	100	--	设立或投资等
上海宇慕企业管理有限公司	上海市	企业管理咨询	100	--	设立或投资等
上海宇煦企业管理有限公司	上海市	企业管理咨询	100	--	设立或投资等
上海宇筑企业管理有限公司	上海市	企业管理咨询	100	--	设立或投资等
上海宇霄企业管理有限公司	上海市	企业管理咨询	100	--	设立或投资等
龙之惠(上海)设施管理服务服务有限公司	上海市	企业管理咨询	--	50	设立或投资等
上海梦晟实业有限公司	上海市	企业管理咨询	--	100	设立或投资等
上海红星美凯龙住建装配科技有限公司	上海市	企业管理咨询	--	100	设立或投资等
上海阪珑商业管理有限公司	上海市	企业管理咨询	--	100	设立或投资等
上海枢雅管理咨询有限公司	上海市	企业管理咨询	--	100	设立或投资等
上海归翎企业管理有限公司	上海市	企业管理咨询	100	--	设立或投资等

上海简柳企业管理有限公司	上海市	企业管理咨询	--	100	设立或投资等
上海葱柳企业管理有限公司	上海市	企业管理咨询	--	100	设立或投资等
上海赛程企业管理有限公司	上海市	企业管理咨询	--	100	设立或投资等
上海迹赛企业管理有限公司	上海市	企业管理咨询	--	100	设立或投资等
石家庄博宸实业有限公司	石家庄	企业管理咨询	--	100	设立或投资等
成都红星美凯龙新南商业管理有限公司	四川省	企业管理咨询	100	--	设立或投资等
天津津瑞企业管理有限公司	天津市	企业管理咨询	100	--	设立或投资等
西藏红星美凯龙企业管理有限公司	西藏	企业管理咨询	100	--	设立或投资等
香港红星美凯龙商业管理有限公司	香港	企业管理咨询	--	100	设立或投资等
红星美凯龙企业管理咨询有限公司	新疆	企业管理咨询	100	--	设立或投资等
红星欧丽洛雅企业管理有限公司	新疆	企业管理咨询	--	100	设立或投资等
霍尔果斯红星美凯龙商业管理有限公司	新疆	企业管理咨询	--	100	设立或投资等
霍尔果斯红居企业管理有限公司	新疆	企业管理咨询	70	--	设立或投资等
红星美凯龙(浙江)企业管理有限公司	浙江省	企业管理咨询	95	--	设立或投资等
红星美凯龙生活美学中心管理有限公司	浙江省	企业管理咨询	95	--	设立或投资等
上海星易通汇商务服务有限公司	上海市	商业服务	100	--	设立或投资等
上海红星美凯龙融资租赁有限公司	上海市	设备租赁	100	--	设立或投资等
合樂投资有限公司	香港	市场服务、投资	--	100	设立或投资等
上海红星美凯龙全球家居市场经营管理有限公司	上海市	市场公司	--	100	设立或投资等
上海红星欧丽洛雅家居市场经营管理有限公司	上海市	市场公司	100	--	设立或投资等
上海红星美凯龙美家家居市场经营管理有限公司	上海市	市场公司	100	--	设立或投资等
上海晶都投资有限公司	上海市	投资管理	51	--	设立或投资等
上海红星美凯龙商务咨询有限公司	上海市	投资管理	65	--	设立或投资等
上海红星美凯龙商贸有限公司	上海市	投资管理	100	--	设立或投资等
上海红星美凯龙资产管理有限公司	上海市	投资管理	--	70	设立或投资等
上海家金所投资控股有限公司	上海市	投资管理	100	--	设立或投资等
上海家金所金融科技信息服务有限公司	上海市	投资管理	--	100	设立或投资等
上海凯淳投资管理有限公司	上海市	投资管理	--	100	设立或投资等
红星喜兆投资有限公司	西藏	投资管理	90	--	设立或投资等
红星美凯龙家居商场管理有限公司	西藏	投资管理	100	--	设立或投资等
红星众盈投资有限公司	西藏	投资管理	100	--	设立或投资等
香港红星美凯龙全球家居有限公司	香港	投资管理	100	--	设立或投资等
霍尔果斯雅睿创业投资有限公司	新疆	投资管理	90	--	设立或投资等
霍尔果斯红星易鸣创业投资有限公司	新疆	投资管理	90	--	设立或投资等

上海泛居网络科技有限公司	上海市	网络技术	--	54	设立或投资等
上海怀星文化发展有限公司	上海市	文化艺术交流	80	--	设立或投资等
红星美凯龙家居集团(上海)物流有限公司	上海市	物流服务	60	--	设立或投资等
河南西西里亚物业管理有限公司	河南省	物业管理	--	100	设立或投资等
上海红星美凯龙设计云信息科技有限公司	上海市	信息科技技术开发	100	--	设立或投资等
上海红星美凯龙商业保理有限公司	上海市	应收账款融资	100	--	设立或投资等
南宁红星美凯龙世博家居展览中心有限公司	广西省	展览展示服务	100	--	设立或投资等
上海红星美凯龙展览服务有限公司	上海市	展览展示服务	55	--	设立或投资等
宁波梅山保税港区星凯赢资产管理有限公司	浙江省	资产管理	--	51	设立或投资等
上海悠美家居有限公司	上海市	自营销售	--	100	设立或投资等
红星美凯龙凯撒至尊(上海)家居有限公司	上海市	自营销售	100	--	设立或投资等
上海红星美凯龙星家居用品有限公司	上海市	自营销售	--	54	设立或投资等
安徽盛世鼎通物流有限公司	安徽省	仓储物流	--	100	非同一控制下企业合并
永清银通建设开发有限公司	河北省	产业投资	--	70	非同一控制下企业合并
永清银泰新城建设开发有限公司	河北省	产业投资	--	70	非同一控制下企业合并
银泰(永清)新城投资有限公司	河北省	产业投资	--	70	非同一控制下企业合并
廊坊市凯宏家居广场有限公司	河北省	场地租赁管理	70	--	非同一控制下企业合并
郑州红星美凯龙全球家居生活广场经营管理 有限公司	河南省	场地租赁管理	51	9	非同一控制下企业合并
呼和浩特市红星美凯龙世博家居广场有限 责任公司	呼 和 浩 特 市	场地租赁管理	100	--	非同一控制下企业合并
无锡红星美凯龙家居生活广场有限公司	江苏省	场地租赁管理	100	--	非同一控制下企业合并
苏州工业园区红星美凯龙家居有限公司	江苏省	场地租赁管理	55	--	非同一控制下企业合并
昆明迪肯商贸有限公司	昆明市	场地租赁管理	63	--	非同一控制下企业合并
大连红星美凯龙世博家居广场有限公司	辽宁省	场地租赁管理	62	--	非同一控制下企业合并
鑫笙物业管理(上海)有限公司	上海市	场地租赁管理	90	--	非同一控制下企业合并
上海虹欣凯家居有限公司	上海市	场地租赁管理	50	--	非同一控制下企业合并
上海新伟置业有限公司	上海市	场地租赁管理	40	58	非同一控制下企业合并
成都长益红星美凯龙家居市场经营管理有 限公司	四川省	场地租赁管理	--	50	非同一控制下企业合并
宁波红星美凯龙家居购物广场有限公司	浙江省	场地租赁管理	80	20	非同一控制下企业合并
上海红星美凯龙建筑设计有限公司	上海市	工程设计	--	100	非同一控制下企业合并
上海星艺佳商业管理有限公司	上海市	管理咨询	--	100	非同一控制下企业合并
上海增敏企业管理有限公司	上海市	管理咨询	--	100	非同一控制下企业合并
上海家倍得装饰工程有限公司	上海市	家装设计	--	98	非同一控制下企业合并
上海红星美凯龙知识产权代理有限公司	上海市	知识产权	--	100	非同一控制下企业合并
乾智(上海)家居有限公司	上海市	自营销售	60	--	非同一控制下企业合并

北京红星美凯龙国际家具建材广场有限公司	北京市	场地租赁管理	100	--	同一控制下的企业合并
北京红星美凯龙世博家具广场有限公司	北京市	场地租赁管理	100	--	同一控制下的企业合并
红星美凯龙环球(北京)家具建材广场有限公司	北京市	场地租赁管理	--	100	同一控制下的企业合并
长沙红星美凯龙国际家居艺术博览中心有限公司	湖南省	场地租赁管理	100	--	同一控制下的企业合并
常州美凯龙国际电脑电装饰城有限公司	江苏省	场地租赁管理	100	--	同一控制下的企业合并
常州世界家具家居广场有限公司	江苏省	场地租赁管理	100	--	同一控制下的企业合并
无锡红星美凯龙国际家具装饰有限公司	江苏省	场地租赁管理	90	10	同一控制下的企业合并
连云港红星美凯龙国际家居广场有限公司	江苏省	场地租赁管理	60	40	同一控制下的企业合并
南京红星国际家具装饰城有限公司	江苏省	场地租赁管理	100	--	同一控制下的企业合并
南京名都家居广场有限公司	江苏省	场地租赁管理	60	40	同一控制下的企业合并
常州红阳家居生活广场有限公司	江苏省	场地租赁管理	--	75	同一控制下的企业合并
沈阳红星美凯龙博览家居有限公司	辽宁省	场地租赁管理	100	--	同一控制下的企业合并
包头红星美凯龙家居生活广场有限责任公司	内蒙古	场地租赁管理	100	--	同一控制下的企业合并
济南红星美凯龙世博家居生活广场有限公司	山东省	场地租赁管理	70	--	同一控制下的企业合并
上海红星美凯龙装饰家具城有限公司	上海市	场地租赁管理	92	5	同一控制下的企业合并
上海红星美凯龙全球家居有限公司	上海市	场地租赁管理	100	--	同一控制下的企业合并
上海山海艺术家俱有限公司	上海市	场地租赁管理	----	90	同一控制下的企业合并
成都红星美凯龙世博家居生活广场有限责任公司	四川省	场地租赁管理	100	--	同一控制下的企业合并
重庆红星美凯龙世博家居生活广场有限责任公司	重庆市	场地租赁管理	100	--	同一控制下的企业合并
郑州红星美凯龙国际家居有限公司	河南省	场地租赁管理	51	9	同一控制下的企业合并
上海红美电子商务有限公司	上海市	电子商务	100	--	同一控制下的企业合并
上海隽迈广告有限公司	上海市	广告公司	--	100	同一控制下的企业合并
江苏苏南建筑安装工程有限公司	江苏省	建筑建设	100	--	同一控制下的企业合并
北京美凯龙家具建材市场有限公司	北京市	市场公司	20	80	同一控制下的企业合并
北京红星美凯龙世博家具建材广场有限公司	北京市	市场公司	--	100	同一控制下的企业合并
常州红星美凯龙装饰家居用品市场有限公司	江苏省	市场公司	--	100	同一控制下的企业合并
上海红星美凯龙家居市场经营管理有限公司	上海市	市场公司	90	--	同一控制下的企业合并
上海红星美凯龙家具装饰市场经营管理有限公司	上海市	市场公司	45	53	同一控制下的企业合并
上海星凯程鹏企业管理有限公司	上海市	投资管理	100	--	同一控制下的企业合并
上海红星美凯龙实业有限公司	上海市	投资管理	100	--	同一控制下的企业合并

附件 3 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	106.30	87.64	74.63	82.54
资产总额(亿元)	970.15	1108.61	1222.94	1254.96
所有者权益合计(亿元)	439.32	452.96	489.85	489.85
短期债务(亿元)	98.30	100.77	125.37	128.23
长期债务(亿元)	190.44	266.60	286.64	339.47
全部债务(亿元)	288.74	367.37	412.01	467.70
营业收入(亿元)	109.60	142.40	164.69	25.56
利润总额(亿元)	59.86	60.19	62.03	5.53
EBITDA(亿元)	73.82	78.73	93.09	--
经营性净现金流(亿元)	65.18	58.58	40.94	-10.60
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.12	9.96	9.43	1.37
存货周转次数(次)	38.18	25.90	19.70	2.64
总资产周转次数(次)	0.12	0.14	0.14	0.02
现金收入比(%)	111.18	101.81	97.01	63.65
营业利润率(%)	68.24	63.48	62.57	59.79
总资本收益率(%)	7.61	7.77	7.87	--
净资产收益率(%)	9.74	10.39	9.57	--
长期债务资本化比率(%)	30.24	37.05	36.91	40.93
全部债务资本化比率(%)	39.66	44.78	45.68	48.84
资产负债率(%)	54.72	59.14	59.95	60.97
流动比率(%)	64.13	62.09	50.25	59.49
速动比率(%)	63.60	61.10	49.06	57.98
经营现金流流动负债比(%)	28.69	23.14	14.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.98	4.20	3.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.91	4.67	4.43	--

注：1. 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 将其他流动负债中的有息部分计入短期债务及相关指标计算，将长期应付款中的融资租赁款、租赁负债及其他非流动负债中的有息部分计入长期债务及相关指标计算

附件 4 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.70	16.44	15.03	31.82
资产总额(亿元)	397.35	485.03	539.50	559.47
所有者权益合计(亿元)	153.23	151.86	168.70	168.02
短期债务(亿元)	57.87	65.74	84.00	78.58
长期债务(亿元)	51.83	84.34	80.92	93.72
全部债务(亿元)	109.70	150.09	164.92	172.30
营业收入(亿元)	18.84	19.47	19.44	2.84
利润总额(亿元)	39.76	19.46	23.34	-1.38
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	6.20	4.66	2.22	-3.20
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.78	3.67	4.09	0.64
存货周转次数(次)	65.78	54.04	68.40	14.70
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.04	0.01
现金收入比(%)	94.38	102.43	100.86	54.06
营业利润率(%)	84.75	81.09	80.15	77.63
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	25.91	12.76	13.94	--
长期债务资本化比率(%)	25.28	35.71	32.42	35.81
全部债务资本化比率(%)	41.72	49.71	49.43	50.63
资产负债率(%)	61.44	68.69	68.73	69.97
流动比率(%)	127.56	114.65	105.91	103.64
速动比率(%)	127.53	114.62	105.90	103.62
经营现金流流动负债比(%)	3.28	1.93	0.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

附件 5 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	(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%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
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%
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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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(剔除一年内到期的无息负债)+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1 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 6-2 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 6-3 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