

信用评级公告

联合〔2021〕5154号

联合资信评估股份有限公司通过对红星美凯龙控股集团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控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“20 红星 01”“20 红星 02”“20 红星 03”“20 红星 05”“20 红星 07”和“21 红星 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二一年六月二十六日

红星美凯龙控股集团有限公司

2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次评级级别	上次评级级别	评级展望	上次评级展望
红星美凯龙控股集团有限公司	AAA	AAA	稳定	稳定
20 红星 01	AAA	AAA	稳定	稳定
20 红星 02	AAA	AAA	稳定	稳定
20 红星 03	AAA	AAA	稳定	稳定
20 红星 05	AAA	AAA	稳定	稳定
20 红星 07	AAA	AAA	稳定	稳定
21 红星 01	AAA	AAA	稳定	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 红星 01	6 亿元	6 亿元	2023/01/21
20 红星 02	4 亿元	4 亿元	2025/01/21
20 红星 03	25 亿元	25 亿元	2023/05/29
20 红星 05	25 亿元	25 亿元	2023/11/26
20 红星 07	5 亿元	5 亿元	2025/12/23
21 红星 01	30 亿元	30 亿元	2024/03/10

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
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已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对红星美凯龙控股集团有限公司（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，在行业地位、品牌知名度、运营经验和业务协同性等方面具有优势；公司经营规模持续扩大，债务以长期债务为主，经营活动现金流呈持续净流入态势。此外，阿里巴巴（中国）网络技术有限公司（以下简称“阿里”）已认购公司发行的可交换债券，双方进行战略合作事宜或将提升公司整体竞争力。同时，联合资信也关注到 2020 年公司家居业务受疫情影响大，部分项目位于三四线城市存在一定去化压力、未来开发资金需求规模较大、其他应收款和其他流动资产等科目规模较大对资金形成一定占用、资产受限规模较大和非经常性损益对公司利润总额影响较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司自营和委管店面不断投入运营、公司地产在建项目持续销售，以及未来公司家具运营板块主体红星美凯龙家居集团股份有限公司非公开发行股票成功完成，公司经营情况有望保持良好。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“20 红星 01”“20 红星 02”“20 红星 03”“20 红星 05”“20 红星 07”和“21 红星 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司家居商场业务处于行业领先地位。公司家居商场业务运营经验丰富且“红星美凯龙”品牌知名度高，具有较高的市场影响力。
2. 公司房地产开发情况良好，业务间具有一定协同性。公司房地产土地获取方面具有一定的优势，已开发项目规模较大且销售情况较好，同时该业务与公司家具和商业管理板块业务有良好的协同效应。
3. 公司地产开发业务规模持续增长。2020 年，公司地产开发业务签约销售面积和金额均有所增长，且期末土地储备充足。

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	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	1
			现金流量	1
		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

分析师：闫欣

张超

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

4. 可交债发行有望加强与阿里的合作，未来若非公开发行股票顺利进行有助于增加公司资本实力。若可交换债转股后，阿里将获得公司子公司相应股份，同时双方进行战略合作，若未来持续顺利进行，将提升公司整体竞争力。未来非公开发行股票若顺利进行有助于增加公司资本实力。

关注

1. 公司部分商业地产项目存在一定去化压力，在建及拟建项目尚需投资额规模较大；2020 年，新冠疫情对公司家居业务影响较大。公司商业地产在建项目规模较大，部分位于三四线城市项目存在一定的去化压力；公司家居商场与地产开发业务在建、拟建项目尚需投资规模较大。2020 年新冠疫情对公司家居业务影响较大，公司自营家居商场和委托经营管理业务收入合计同比下降了 17.91%。
2. 投资性房地产公允价值变动对公司营业利润影响较大。公司投资性房地产采用公允价值计量，公允价值变动收益对营业利润影响较大；2020 年，公司公允价值变动净收益同比下降 42.76%，占营业利润的 26.77%。
3. 公司其他应收款及其他流动资产等科目和受限资产规模大，现金短期债务比需要进一步优化。公司其他应收款规模、其他流动资产和其他非流动资产规模较大，对资金形成一定占用；公司资产受限比例较高；公司现金短期债务比继续下降，需要得到进一步优化。
4. 公司所有者权益稳定性有待提高。截至 2020 年底公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高，所有者权益稳定性有待提高。
5. 公司母公司债务负担重。公司母公司全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 74.09% 和 60.10%，现金短期债务比为 0.06 倍；公司部分板块引入战略投资者，未来有助于降低公司债务负担。

主要财务数据:

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产 (亿元)	179.63	188.68	194.50
资产总额 (亿元)	2059.10	2336.92	2678.62
所有者权益 (亿元)	579.37	655.96	712.61
短期债务 (亿元)	184.90	293.59	342.13
长期债务 (亿元)	564.80	548.57	523.92
全部债务 (亿元)	749.70	842.16	866.05
营业收入 (亿元)	248.18	332.26	277.55
利润总额 (亿元)	79.98	75.25	43.43
EBITDA (亿元)	101.88	108.53	81.91
经营性净现金流 (亿元)	61.72	50.91	70.25
营业利润率 (%)	45.64	44.01	43.42
净资产收益率 (%)	10.67	8.27	4.18
资产负债率 (%)	71.86	71.93	73.40
全部债务资本化比率 (%)	56.41	56.21	54.86
流动比率 (%)	122.15	108.36	102.23
经营现金流流动负债比 (%)	8.04	5.36	5.59
现金短期债务比 (倍)	0.97	0.64	0.57
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.34	1.96	1.26
全部债务/EBITDA (倍)	7.36	7.76	10.57
公司本部 (母公司)			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额 (亿元)	278.74	308.93	341.33
所有者权益 (亿元)	63.42	65.29	66.35
全部债务 (亿元)	193.18	169.30	189.77
营业收入 (亿元)	11.05	12.22	14.76
利润总额 (亿元)	7.57	1.87	2.27
资产负债率 (%)	77.25	78.87	80.56
全部债务资本化比率 (%)	75.29	72.17	74.09
流动比率 (%)	511.34	166.02	133.09
经营现金流流动负债比 (%)	26.66	9.02	7.17

注: 1. 报告中数据不加特别注明均为合并口径; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 有息债务数据为公司提供。
 资料来源: 联合资信根据公司财务报告计算

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
21 红星 01	AAA	AAA	稳定	2021/1/13	闫欣、张超	房地产企业信用评级方法 (V3.0.201907) /房地产企业主体信用评级模型 (打分表)	阅读全文
20 红星 07	AAA	AAA	稳定	2020/12/15	闫欣、梅旭东	房地产企业信用评级方法 (V3.0.201907) /房地产企业主体信用评级模型 (打分表)	阅读全文
20 红星 05	AAA	AAA	稳定	2020/10/28	闫欣、卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业信用评级方法 (2018)	阅读全文
20 红星 03	AAA	AAA	稳定	2020/5/15	闫欣、卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业信用评级方法 (2018)	阅读全文
20 红星 02	AAA	AAA	稳定	2020/6/24	闫欣、卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业信用评级方法 (2018)	阅读全文
20 红星 01	AAA	AAA	稳定				
20 红星 02	AAA	AAA	稳定	2020/1/2	闫欣、卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业信用评级方法 (2018)	阅读全文
20 红星 01	AAA	AAA	稳定				

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编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由红星美凯龙控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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。

分析师：


联合资信评估股份有限公司

红星美凯龙控股集团有限公司

2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于红星美凯龙控股集团有限公司（以下简称“红星控股”或“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

红星控股前身为上海红星美凯龙投资有限公司，由车建兴和车建芳于2007年共同出资组建，成立时注册资本人民币1600万元，其中车建兴以现金出资1472万元，占注册资本的92%，车建芳以现金出资128万元，占注册资本的8%，车建兴与车建芳为兄妹关系。2016年12月，公司改为现名。经多次未分配利润转增注册资本以及股东增资，截至2020年底，公司注册资本为2.00亿元，实收资本为1.00亿元，其中车建兴持股比例为92%，车建芳持股比例为8%，车建兴为公司实际控制人。

公司家居运营板块主体为 A+H 股上市公司红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“美凯龙”，A 股股票代码：601828.SH；港股证券简称“红星美凯龙”，股票代码：1528.HK），截至 2021 年 4 月 7 日，公司持有其 2748227426.00 股，持股比例为 70.38%。根据美凯龙公告，美凯龙被公司质押股份数量为 1226547900 股，占美凯龙总股本的 31.41%，占公司持有红星美凯龙总股份的 44.63%（因发行可交债质押占总质押股数的 46.82%），占比一般，但仍需关注股价下跌所带来补充质押物或质押股票被强制出售的风险。截至 2021 年 3 月底，公司对重庆红星美凯龙企业发展有限公司（以下简称“红星企发”，曾用名“上海红星美凯龙企业发展有限公司”，2016 年 12 月更为现名）的持股比例为 68.29%；公司将其持有

红星企发 90133.65 万元股权予以质押，公司合计质押股权占其持有红星企发股权数量的 60.52%。

截至2020年底，公司经营范围和组织结构较上年无重大变化。

截至2020年底，公司合并资产总额2678.62亿元，所有者权益712.61亿元（含少数股东权益254.66亿元）；2020年，公司实现营业收入277.55亿元，利润总额43.43亿元。

公司注册地址：浙江省湖州市长兴县开发区明珠路1278号长兴世贸大厦A楼16层1606-66室；法定代表人：车建兴。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2021年5月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券名称	发行规模	债券余额	起息日	期限
20 红星 01	6.00	6.00	2020/1/21	3(2+1)
20 红星 02	4.00	4.00	2020/1/21	5 (3+2)
20 红星 03	25.00	25.00	2020/5/29	3(2+1)
20 红星 05	25.00	25.00	2020/11/26	3(2+1)
20 红星 07	5.00	5.00	2020/12/23	5 (3+2)
21 红星 01	30.00	30.00	2021/3/10	3(2+1)

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长

的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产**

业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；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. 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
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两

年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年**

有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度

全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1—3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1—2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫

苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域环境分析

1. 家具流通行业

(1) 行业概况

家居产品包括居家用品、装饰装潢等广泛涵义上的泛家居产品。从产品角度来看，家居行业一般包括家居、卫浴、厨房、建材、家纺、家居饰品等产业。从生产流通环节来看，家居行业可分为家居生产行业、家居流通行业和家居装饰装修行业。家居流通行业，是指家居建材产品的批发、零售活动。目前，我国家居流通行业离散度较高，市场整体以区域家居企业为主导，区域性企业已经在当地培育了良好的消费忠诚度。作为房地产的下游行业，家居建材行业受政策和房地产行业影响极其明显。受房地产市场调控影响，2018—2020年，全国规模以上建材家居卖场实现销售额分别为9661.60亿元、10057.10亿元和7624.17亿元；受疫情影响，2020年销售额同比下降了24.19%。

(2) 行业上下游情况

家居行业与房地产行业相关性较高，行业景气度容易受到房地产周期性影响；2020年新冠疫情对家居行业销售影响很大。

从家居产业链来看，家居流通行业上游是家居制造业，下游是家居产品消费者。

图1 家居流通行业产业链



资料来源：Wind

家居制造业影响着家居流通业的发展。家居制造业入门门槛低，家居制造企业众多，产品同质化程度严重，陷入无序竞争，供应商整合难度大，但这也让家居流通企业可以通过流通品牌建设来加大对家居产品的展示、推广和促销。家居流通企业在家居产品销售方面所起的作用很大，家居流通业也随之发展迅速。2018—2020年，我国家居零售市场销售额分别为2953.2十亿元、3304.5十亿元和3599.0十亿元，呈快速增长态势。家居市场是家居产业十分重要和关键的零售渠道，2017—2019年，我国家居市场零售额分别为1709.5十亿元、1847.3十亿元和1991.2十亿元，呈快速增长态势。

家居建材流通行业的下游主要是具有家居、建材购买意愿的终端消费者，其对产品质量、售后服务、消费体验以及产品品牌的关注程度随着消费能力的上升而提高，价格因素对消费选择的影响正逐步减弱。因此，能够在营销过程中提供舒适的购物环境，并且在经营场所中能够集中呈现质量有所保证的中高端家具、建材产品，在售后环节中能有效提供质保置换服务的家居建材商场将能更好地迎合现代消费需求特点的变化。目前我国家居流通领域存在四种主要的销售业态形式，分别为厂家直销、临街及摊位制集贸市场、家居建材超市以及专业家居建材商场。

近年来由于海外市场的急剧萎缩使得我国家具生产出现明显的产能过剩，国内快速增长的需求在短期内难以弥补因出口快速下降而出现的供给过剩。2015年，随着当年房地产进一步深度调整，家居销售进一步萎缩，全年成交金额

为10849.10亿元，较2014年全年大幅下降10.06%，家居行业销售情况较差。2016年，我国房地产市场总体销售旺盛，带动了家居行业销售额增长。2016年，全国建材家居卖场销售金额11852.80亿元，较2015年上涨9.25%。2016年十一以后，各地频繁出台房地产调控政策，房地产市场再次降温，建材家具市场销售也受到影响，2017年全国规模以上建材家居卖场累计销售额为9,173.70亿元，较上年下降22.60%。2018年，全国规模以上建材家居卖场累计销售额实现累计销售额9661.6亿元，同比上涨5.32%。2019年，全国规模以上建材家居卖场累计销售额为10057.1亿元，同比上涨4.1%，但在房住不炒的定位下，建材家居市场仍面临较大压力。2020年，全国规模以上建材家居卖场累计销售额为7624.17亿元，同比下降24.19%，主要系疫情影响较大。

（3）行业政策

家居流通行业的发展与下游房地产的发展息息相关，同时也受到房地产行业政策的影响。

家居流通行业的管理部门为商务部和工信部，主要受到下游消费需求的影响，因此，国家有关房地产行业政策的限制或者变化都会影响家居流通行业的发展。

2012年8月，国务院印发《关于深化流通体制改革加快流通产业发展的意见》，提出积极培育大型流通企业，支持有实力的流通企业跨行业、跨地区兼并重组的任务，并就拓宽流通企业融资渠道，支持符合条件的大型流通企业上市融资、设立财务公司以及发行公司债券和中期票据等债务融资工具方面提出支持政策。

（4）行业竞争

家居流通行业离散度高，随着一线城市的逐渐饱和，具有实力的企业开始逐渐向二三线城市进军扩大经营规模。

目前我国家居流通行业的离散度极高，单个流通企业所占比例较小，即使是最大的全国性家居流通企业红星美凯龙也只占到市场份额的7%左右，这主要是由于我国家居市场广阔，仅地级市就有340个，各城市发展水平不一，消

费习惯不一，区域型家居流通企业一般已经占据当地最好的商圈，培养了消费忠诚度，全国性流通企业要想进入当地市场，困难重重。同时，我国的家居制造业极其分散，进入门槛低，这也不利于我国家居流通行业形成规模化，形成全国统一市场。

近几年，国内家居建材流通企业加快了扩张的步伐，企业之间的竞争主要以城市网点布局为主，竞争焦点集中在抢夺最有利的商场资源上。而随着一线城市商场的逐渐饱和，实力雄厚的家居建材流通企业开始逐渐向二三线城市延伸，进一步扩大销售网络的覆盖面，在一线城市的竞争由片面的抢夺商场转向品牌建设、内部管理和签约战略客户等。在此过程中，逐渐形成了以红星美凯龙、居然之家等企业为首的行业第一集团军。未来随着房地产市场和物流业的进一步发展与经济水平的不断提升，消费者会越来越注重售后服务，更趋向于选择有良好品牌效应的家居卖场进行购物，家居流通行业市场集中度将提高。

（5）行业关注

家居行业同质化严重，传统家居商场受到新业态冲击较大，房地产市场需求波动对家居流通行业产生一定影响。

由于家具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收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所带来的需求下降压力。

（6）未来发展

未来家居流通行业集中度提高，行业竞争将走向差异化，行业面临升级转型。

目前我国家居流通行业的离散程度高。由于我国家居市场广阔，各城市发展水平不易，各

地市场消费习惯不一，有的甚至差异很大。但随着我国物流业的迅速发展，家居流通行业逐渐形成规模化。作为家居物品流通的中间枢纽，家居流通企业凭借其拥有的供应商资源优势，进入下游装饰装修领域，从“一站式”购物扩展至“一站式”装修。同时，企业借助资本市场的力量，向上游延伸，与上游家居制造企业结成联盟，或者并购形成一体化企业，委托、并购生产型企业提供卖场自有品牌产品等，未来市场集中度将提高。

目前，家居流通行业受制于上游的产业链供应和自身发展的不足，存在明显的产品渠道以及市场同质化。主要表现在经营的商家品牌趋同，结构布局几乎都定位于中高端客户，营销方式同质化等。因此，差异化的经营模式在未来的家居卖场竞争中将成为发力点，家居卖场需要尝试新的经营方法与竞争策略来抢占市场份额，适应主要客户群体消费习惯的变化。

2. 房地产行业

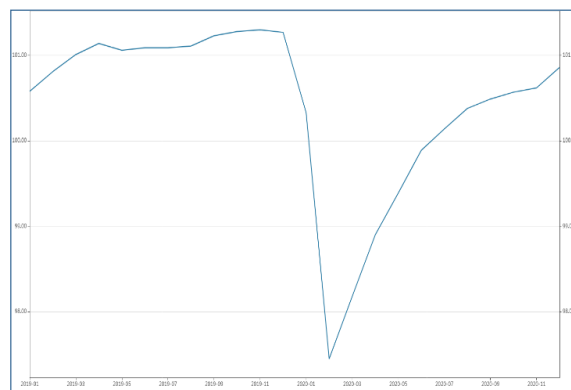
(1) 行业概况

2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自2020年3月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

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。2020年初，新冠肺炎疫情导致房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。同时，对在建设项目复工产生一定影响，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影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自2020年3月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图2 2019年—2020年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，2020年，全国房地产开发投资完成额14.14万亿元，累计同比增长7.00%，增速较2019年下降2.90个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额10.44万亿元，累计同比增长7.6%，增速相较于2019年下降13.90个百分点；办公楼完成投资额0.65万亿元，累计同比增长5.4%，增速相较于2019年提升2.60个百分点；商业营业用房完成投资额1.31万亿元，累计同比下降1.1%，相较于2019年降幅收窄5.6个百分点。

施工方面，2020年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020年房屋新开工面积22.44亿平方米，同比下降1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020年全国房屋施工面积达92.68亿平方米，同比增长3.70%，增速相较于2019年下降5.00个百分点；同期全国房屋竣工面积9.12亿平方米，同比下降4.90%。

从销售情况来看，2020年，商品房销售面

积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

（2）土地市场与信贷环境

2020年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4月起明显回升，房企到位资金增速较2019年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 17268.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初

新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1—3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

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	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合计	165962.89	100.00	178608.59	100.00	193114.85	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

（3）政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

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”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 4。

表4 2020年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年2月	央行	2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年5月	央行	央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年5月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020年7月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

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，房地产信托等非标融资渠道受限；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。2020年以来房地产融资相关政策具体内容见表5。

表5 2020年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年1月	央行	2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020年2月	央行	2020年金融市场工作电视电话会议要求，2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年4月	银保监会	4月22日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020年5月	央行	《2020年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年6月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020年8月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020年10月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020年12月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自2021年1月1日起实施

资料来源：联合资信

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年底，公司注册资本为2.00亿元，实收资本为1.00亿元，其中车建兴持股比例为92%，车建芳持股比例为8%，车建兴为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司经营规模较大，具有较高的品牌知名度和影响力，市场竞争力强，较强的综合运营

能力使公司在商业、综合房地产项目的开发中具有明显优势。

公司主要从事家居装饰及家具零售商场的开发经营，以及商业地产的开发销售，经营主体分别为美凯龙和红星企发。

根据弗若斯特沙利文咨询公司统计数据，2020年，公司占我国连锁家居装饰及家具商场行业市场份额的17.1%，占家居装饰及家具商场行业(包括连锁及非连锁)市场份额的7.1%，是国内经营面积最大、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具商场运营商。截至 2020 年底，公司经营了 92 家自营商场，273 家委管商场，通过战略合作经营 11 家家居商场；此外，公司以特许经营方式授权开业 66 家特许经营家居建材项目，共包括 476 家家居建材店/产业街。公司经营的自营商场和委管商场覆盖全国 223 个城市，总经营面积 2205.57 万平方米。从区域上看，公司自营商场多集中在华东、华北、东北等地区；委管商场多集中在华北、华东、华中和西部等地区。

商业地产开发方面，公司于 2010 年开始从事商业地产业务，经过多年发展逐步形成了东北、华北、华东、华中、西北和西南六大区域布局。截至 2020 年底，公司合并口径土地储备建筑面积合计 2023.02 万平方米（结转口径）；在建项目 53 个，总建筑面积 2067.68 万平方米，公司土地储备及在建项目规模较大。

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

社会荣誉方面，根据国务院发展研究中心、清华大学和中国指数研究院共同组成的“中国房地产 TOP10 研究组”对全国数百家地产开发公司以及百余家商业地产开发公司的综合评估，2020 年公司位于全国地产百强排名第 36 名，全国商业地产第 2 名。

3. 企业信用记录

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

根据公司提供的其本部人民银行征信报告（统一社会信用代码 91310115660714607P），截至 2021 年 3 月 02 日，公司已结清和未结清信贷业务无不良和关注类记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司股权以及主要管理制度未发生变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2020 年，公司营业收入结构未发生重大变化，受疫情影响公司营业收入同比有所下滑，公司综合毛利率小幅下降。

公司主要从事的业务为家居商场业务和商业地产及住宅开发业务，其中家居商场业务主要由子公司美凯龙负责，商业地产及住宅开发业务主要由子公司红星企发负责。2020 年，受疫情影响，公司营业收入同比下降 16.47%；公司利润总额同比下降 42.28%，除疫情影响外，主要系公司财务费用增长以及公允价值变动收益大幅下降所致。

分业务板块看，2020 年，受疫情影响导致公司家居板块实施对商户租金减免、家居行业销售疲软的影响，公司自营家居商场和委托经营管理业务合计收入总体呈下降态势，收入占比下降至 36.98%，是公司重要收入来源。2020 年，商业地产住宅销售业务占比在 37.89%，是公司的重要收入来源；商业地产住宅销售业务收入较上年同比下降 16.99%，主要系竣工房屋未达到交付时点所致。商业管理业务主要是以公司“爱琴海”品牌运营的百货商场产生的租金收入、商户管理费收入、委托经营收入和商业开办服务费等，“爱琴海”尚在品牌起步阶段，收入占比相对较小，受疫情影响，商业管理收入同比下降 33.27%。公司其他业务收入包括商品销售及家装收入、建筑安装收入、建材销售收入等，收入同比下降 8.48%，主要系新业务调整所致；其他收入中商品销售及家装业务同比增长 115.11%，主要系公司深耕家装业务，2020 年大力发展家装业务所致。

表 6 公司营业收入及毛利率情况

(单位: 亿元、%)

项目	2018 年度			2019 年			2020 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
自营家居商场	71.68	28.88	77.58	77.99	23.47	78.78	66.82	24.08	75.41
委托经营管理	41.77	16.83	60.36	47.02	14.15	61.78	35.80	12.90	59.84
商业地产住宅销售	82.53	33.26	18.75	126.67	38.13	28.17	105.15	37.89	27.87
商业管理	11.02	4.44	67.85	16.05	4.83	63.25	10.71	3.86	62.69
其他业务	41.18	16.59	49.48	64.53	19.42	39.79	59.06	21.28	41.20
合计	248.18	100.00	50.02	332.26	100.00	48.75	277.55	100.00	47.62

资料来源: 公司提供

从毛利率看, 2020 年, 公司自营家居商场业务毛利率较上年下降了 3.37 个百分点, 主要系疫情影响收入下降而成本则相对刚性; 公司委托经营管理业务毛利率小幅下降; 公司商业地产住宅销售毛利率小幅下降。综上, 公司综合毛利率小幅下降 1.13 个百分点, 仍处于较高水平。

2. 家居商场业务

公司是目前国内经营面积最大、商场数量最多以及地域覆盖面最广阔的全国性家居装饰及家居商场运营商, 家居商场业务是家居装饰

及家居商场的经营、管理和专业咨询服务。从收入构成来看, 家居商场业务主要包括自营商场经营及管理板块的租赁及管理收入和委管商场经营及管理板块的相关收入。

2020 年, 公司家居建材商场经营规模仍保持扩张态势, 2020 年自营商场与委管出租率较上年下降了 1.30 和 2.80 个百分点, 受新冠疫情影响较大, 出租率依然保持较高水平。截至 2020 年底, 公司自营商场经营面积占 36.43%, 委管商场经营面积占 63.57%。从区域上看, 公司自营商场多集中在华北、华东、东北等地区; 委管商场多集中在华北、华东、华中和西部等地区。

表 7 公司商场经营数据变化情况

(单位: 家、平方米、%)

业务类别	2018 年			2019 年			2020 年		
	商场数量	经营面积	平均出租率	商场数量	经营面积	平均出租率	商场数量	经营面积	平均出租率
自营商场	80	6918993	96.23	87	7736844	93.40	92	8034278	92.10
1、自有	57	5608059	--	58	6048713	--	63	6285204	--
2、租赁	23	1310934	--	29	1688131	--	29	1749074	--
委管商场	228	12020347	95.00	250	13250106	93.50	273	14021390	90.70
合计	308	18939340	--	337	20986950	--	365	22055668	--

注: 自有商场中包含合营及联营

资料来源: 美凯龙年报及经营数据公告

(1) 自营模式

公司自营商场经营面积规模较大, 业务规模发展持续增长; 公司自营商场主要分布在一二线城市, 公司自营商场在建及拟建项目剩余投资额规模较大。

截至 2020 年底, 公司自营商场共 92 家, 经营面积 803.43 万平方米, 其中自有商场 (包括合营联营商场) 和租赁店商场分别为 63 家和 29

家, 经营面积分别为占 78.23% 和 21.77%。2020 年, 公司自营商场 (包括自有、租赁和合联营) 的数量及面积分别为 92 家和 803.43 万平方米。公司租赁店数量有所增长, 2020 年, 租赁店数量为 29 家, 面积为 174.91 万平方米。

公司自营商场主要集中在一二线城市, 截至 2020 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的有 21 家, 经营面积

215.63 万平方米，占自营商场面积的 26.84%。

截至 2020 年月底，公司自营在建家居商场项目 9 个，分别位于长沙、南昌、南宁、芜湖、佛山、西安、赣州、杭州和海口等城市，合计建筑面积为 138.80 万平方米；计划总投资规模为 86.48 亿元，已完成项目投资额为 55.13 亿元，剩余投资金额为 31.35 亿元。公司拟建家居商场项目 2 个，位于郑州和上海市，拟建面积 119.10 万平方米，计划总投资额（不含上海顾戴路项目）48.22 亿元，尚需投资 42.92 亿元。公司在建、拟建物流项目共 6 个，建物流项目面积为 46.41 万平方米，计划总投资 12.80 亿元，已完成投资 5.49 亿元，尚需完成投资 7.31 亿元。

（2）委管模式

公司委管商场多集中在华东、华北、西南和华中地区，经营规模持续增长；出租率受疫情影响有所下降，但仍保持较高水平。

2020 年，公司受托经营管理商场数量继续增长至 273 家，较上年增加了 23 家；受托经营管理商场面积为 1402.14 万平方米，较上年增加了 77.13 万平方米；公司受托经营管理商场规模持续扩大，平均出租率为 90.7%，受疫情影响有所下降，但是仍处较高水平。

截至 2020 年底，公司受托经营管理商场主要分布在华东（不含上海）（119 家、648.65 万平方米）、西部（不含重庆）（47 家、222.45 万平方米）、华中（40 家、185.29 万平方米）、华北（不含北京、天津）（28 家、153.69 万平方米）和东北（14 家、71.46 万平方米）。

3. 地产商业开发业务

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

（1）土地获取与储备

公司土地储备保持较大规模，主要分布在二线及省会城市，但三四线城市占比不低，区域分布主要在华东、华北、西北和西南地区。

“红星美凯龙”的品牌效应对公司获取土地

形成良好的支持。由于公司自营家居商场的招商能力较强，公司能够在家居建材商场附近获得部分其他的商住用地，且具有较强的议价能力。

截至 2020 年底，公司并表口径土地储备建筑面积 2023.02 万平方米（含已售未结转和公建配套，详细数据见附件 3-1），权益土储建筑面积为 1764.11 万平方米（未结转口径）；其中，在建项目未售面积为 607.18 万平方米，拟建项目可售面积为 123.16 万平方米，已完工项目未售面积为 29.43 万平方米，上述情况项目未售面积合计为 759.77 万平方米。从土储城市能级分布看，公司并表口径土地储备（未结转口径）二线及省会城市占比约 57.69%，三四线城市占比约 41.16%，一线城市占比 1.14%。从区域分布看，公司并表口径土地储备面积（未结转口径）华东占比 36.58%、华北占比 32.26%、西北占比 12.94%、西南占比 10.60%、华中占比 4.43%和东北占比 3.19%，公司土地储备主要分布在华东、华北、西北和西南地区。

（2）项目开发情况

2020 年下半年，公司加大了工程建设力度，新开工面积与竣工均大幅增长；公司在建项目滚动开发，尚需完成投资规模较大，考虑到房地产行业景气度波动性较大，仍面临一定建设资金投融资压力。

从项目开发数据来看，2020 年下半年（疫情好转后），公司加大了新开工力度，公司新开工面积大幅增长。2020 年，受前期销售房屋结转因素影响以及疫情好转后公司加大竣工力度，竣工面积同比大幅增长 1.67 倍。综合以上，公司期末在建面积呈小幅增长态势。

表 8 公司项目开发情况

（单位：万平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
新开工面积	728.40	469.36	548.76
竣工面积	115.36	246.27	412.36
期末在建面积	962.58	1185.67	1322.07

注：上述口径均为并表口径

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司在建项目 53 个，总建筑面积为 2067.68 万平方米，总可售面积合计

1575.84 万平方米，总投资额为 1258.27 亿元，已完成投资额 781.35 亿元（详细数据见附件 3-2）；公司在建项目已售面积 968.66 万平方米，已售金额 919.24 亿元，由于公司在建项目是滚动开发，已售金额已覆盖投资，但是考虑到房地产市场波动性较大，尚需完成投资额规模较大，公司仍面临一定的后续项目建设资金投融资压力。

截至 2020 年底，公司拟建项目 4 个，位于常州金坛、扬州、晋中和湛江市，总投资额 142.24 亿元，已完成投资 42.03 亿元（土地出让金 41.88 亿元）；上述项目总建筑面积合计 165.90 万平方米，自持面积 19.78 万平方米，总可售面积合计 123.16 万平方米。

（3）房产销售情况

公司签约销售面积与销售金额小幅增长，公司在建项目待售面积规模较大，能够满足公司未来 1.5 年的销售需求；考虑到公司部分项目位于三四线城市，存在一定去化压力。

从销售情况来看，2020 年，疫情未对公司地产销售产生较大的影响，公司签约销售面积和签约销售金额均有所增长；受预售项目所在区域及城市影响，公司签约销售均价有所下降。2020 年回款率 91.00%。

表 9 公司销售项目情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
签约销售面积	377.34	525.40	531.45
签约销售金额	405.08	527.60	531.25
签约销售均价	1.07	1.00	1.00
销售回款率	92.00	91.00	91.00

注：签约金额和签约面积包括合作开发项目
资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司已完工项目总可售面积为 405.53 万平方米，已签约销售面积 376.09 万平方米，平均去化率 92.74%，去化率尚可，未去化部分主要为车位、部分办公和商业物业。另外，公司在建项目尚余可售面积 607.18 万平方米，能够满足未来 1.5 年的销售需求。考虑到公司土地储备中三四线城市占比约 41.16%，三四线城市总体经济发展水平一般，公司部分房地

产项目销售未来仍面临一定去化压力。

表 10 截至 2020 年底公司已完工项目销售情况
（单位：万平方米）

序号	项目名称	物业类型	位置	总可售面积	截至 2020 年底已售面积
1	苏州凯润	住宅+商业	苏州	26.93	26.67
2	福州 104 亩	住宅+商业	福州	16.56	16.11
3	无锡龙瑞	住宅+商业	无锡	15.44	15.43
4	上海浦江	商业	上海	15.04	10.49
5	大连红星	住宅+商业	大连	20.67	20.30
6	昆明一期	住宅+商业	昆明	23.45	23.40
7	沈阳铁西	商业	沈阳	6.04	5.95
8	上海金山	住宅+商业	上海	15.99	14.50
9	无锡龙博	住宅+商业	无锡	10.54	10.54
10	廊坊红星	住宅	廊坊	22.91	18.82
11	天津华运	住宅+商业	天津	38.62	37.41
12	天津北辰	住宅+商业	天津	18.65	18.00
13	昆明二期	住宅+商业	昆明	55.00	54.07
14	宁波镇海	住宅+商业	宁波	22.16	20.52
15	宁波联丰	住宅	宁波	4.12	3.98
16	无锡滨湖	住宅+商业	无锡	14.30	12.05
17	航天城一期	住宅	西安	20.27	18.11
18	杨家峪项目	住宅+商业	太原	17.92	15.05
19	苏州吴江	住宅+商业	苏州	40.89	34.68
合计	--	--	--	405.53	376.09

资料来源：公司提供

4. 重大事项

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

根据子公司美凯龙 2019 年 5 月 16 日《关于控股股东非公开发行可交换公司债券发行完成的公告》内容，经上海证券交易所《关于对红星美凯龙控股集团有限公司非公开发行可交换公司债券挂牌转让无异议的函》（上证函〔2018〕

589号)批复,公司获准以其所持子公司美凯龙部分A股股票及质押期间产生的孳息为标的,面向合格投资者非公开发行总额不超过人民币150亿元的可交换公司债券。

公司2019年非公开发行可交换公司债券(第一期)发行规模不超过50亿,初始换股价格为12.28元/股,换股期限自债券发行结束日起满6个月后的第一个交易日及2021年1月18日孰晚之日起至债券到期日止。该期债券(债券代码:137079.SH,债券简称:19红01EB)已于2019年5月14日发行,实际发行规模为43.594亿元,阿里巴巴(中国)网络技术有限公司(以下简称“阿里”)已认购全部份额。该期债券第一年至第二年票面利率为3.25%,第三年至第五年票面利率为1.00%。若以12.28元的转股价格测算,一旦阿里进行转股,其将合计获得美凯龙13.70%的股份;公司持股比率下降至59.65%,依然为美凯龙的控股股东。

同时,2019年5月15日,公司与阿里签订了业务合作框架协议,双方同意在家具建材及家居商场、购物中心及其他业务领域开展业务合作。此外,美凯龙2019年5月27日发布《关于与阿里巴巴(中国)网络技术有限公司签订战略合作协议的公告》称,其与阿里于2019年5月24日签署《战略合作协议》,双方开展战略合作的领域和内容主要包括:新零售门店建设、电商平台搭建、物流仓配和安装服务商体系、消费金融、复合业态、支付系统及信息共享等。

截至2021年3月底,公司与阿里巴巴合作,围绕“天猫同城站”建立线上线下一体化运营体系,天猫同城站累计上线22城56家商场,数字化覆盖176城241家商场。天猫同城站累计覆盖品牌商家1.6万家,上线商品近50万件,2020年实现站内流量5475万元。同时,公司通过天猫同城站吸引天猫品牌在线下卖场落店,落店品牌数量近60家,面积近1.6万平方米。

如美凯龙非公开发行股票发行成功,则可以增加美凯龙资本实力。

根据子公司美凯龙于2020年9月28日公告的《红星美凯龙家居集团股份有限公司2020

年非公开发行A股股票预案》(二次修订稿)内容,美凯龙拟非公开发行股票募集资金不超过约37.01亿元(含),募集资金使用用途如下表所示。美凯龙非公开发行股票方案于2021年5月26日获得中国证监会核准批复。

表11 美凯龙拟非公开发行股票募集资金使用用途
(单位:万元)

序号	项目名称	项目投资金额	拟使用募集资金金额	
1	天猫“家装同城站”项目	89054.00	22000.00	
2	3D设计云平台建设项目	62318.00	30000.00	
3	新一代家装平台系统建设项目	62898.00	35000.00	
4	家居商场建设项目	4.1 佛山乐从商场项目	126781.96	100000.00
		4.2 南宁定秋商场项目	60668.75	56000.00
		4.3 南昌朝阳新城商场项目	58988.02	16091.00
		小计	246438.73	172091.00
5	偿还公司有息债务	117000.00	111038.99	
合计		577708.73	370129.99	

资料来源:美凯龙公告

公司处置相关资产有助于现金回笼,降低债务负担,为轻资产、重运营的业务模式转型打下良好基础;但是需要持续关注远洋资本与公司关于地产板块是否有后续股权转让情况出现。

根据乐居财经公司股东红星控股与远洋资本有限公司(以下简称“远洋资本”)签署战略合作协议,远洋控股作为战略投资者获得红星控股旗下地产板块红星地产18%的股权。

根据美凯龙2021年6月3日发布的公告,美凯龙及其控股子公司红星美凯龙家居集团(上海)物流有限公司(以下简称“红星物流”,公司持有60%的股权)将其持有的一系列物流资产子公司的全部股权及子公司所有的全部借款债权转让给天津远川投资有限公司。本次转让预计交易对价23.12亿元,其中,预计股权转让价款金额约为人民币11.78亿元,预计债权转让价款金额约为11.34亿元。

5. 未来发展

公司未来发展主要结合自身优势发挥协同效应,可实施性较强。

家居商场方面,公司遵循“市场化经营,商

场化管理”的经营管理模式,为消费者提供更好、更专业的服务,巩固市场领导地位,巩固“红星美凯龙”品牌在消费者心目中的家居生活专家地位,建成中国最领先的、最专业的“家居装饰及家具行业全渠道平台商”。公司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,夯实市场领导地位。公司将深度推进业务变革,打通家装消费的全周期服务,强化“全渠道泛家居业务服务商”的品牌心智。公司将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。公司将深度携手阿里巴巴,拓展新零售领域布局。公司将积极创新、重视应用资本市场和金融工具,

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

九、财务分析

1. 财务概况

公司2020年合并财务报表数据经中兴财光华会计师事务所(特殊普通合伙)审计,出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部最新修订的企业会计准则。截至2020年底,公司合并范围内子公司776家,由于公司主营业务不变,财务报表仍具有较强的可比性。

截至2020年底,公司合并资产总额2678.62亿元,所有者权益712.61亿元(含少数股东权益254.66亿元);2020年,公司实现营业收入277.55亿元,利润总额43.43亿元。

2. 资产质量

公司随着经营规模的扩大,资产规模增长较快,以非流动资产为主。流动资产中,存货中有部分项目位于东北、西宁等地,未来可能存在一定去化和跌价风险;其他应收款、其他流动资产和其他非流动资产规模较大,对公司资金形成一定占用;投资性房地产公允价值稳定增长,

但未来受商业地产景气度波动影响大;同时考虑到公司资产受限规模较大,公司整体资产质量一般。

截至2020年底,公司合并资产总额2678.62亿元,较上年底增长14.62%,主要系流动资产增长所致。其中,流动资产占47.95%,非流动资产占52.05%。公司资产结构相对均衡,资产结构较上年底变化不大。

(1) 流动资产

截至2020年底,公司流动资产1284.38亿元,较上年底增长24.85%,主要系其他应收款及存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金(占14.95%)、其他应收款(合计)(占19.10%)、存货(占55.54%)和其他流动资产(占6.54%)构成。

截至2020年底,公司货币资金192.02亿元,较上年底增长3.07%,较年初变化不大。货币资金中有11.95亿元受限资金,受限比例为6.22%,主要为借款质押及银行授信保证金。

公司其他应收款主要由借款及往来款和定金及保证金构成。截至2020年底,公司其他应收款244.51亿元,较上年底增长39.38%,主要系借款及往来款大幅增加所致。在其他应收款中,欠款金额前五大公司的其他应收款占比为25.59%,占比较上年底有所下降,但是集中度仍属略高,前五大客户全部为关联企业,其他应收款对公司资金形成较大占用。

表 12 截至 2020 年底公司前五名其他应收款余额构成(单位:亿元、%)

单位名称	是否为关联方	款项性质	期末余额	占比(%)
常州市红星装饰城	关联方	借款及往来款	21.34	8.6
西安星之辉房地产开发有限公司	关联方	借款及往来款	19.55	7.88
			0.14	0.05
宿迁星凯房地产开发有限公司	关联方	借款及往来款	7.81	3.15
			0.85	0.34
上海新华成城资产管理有限公司	关联方	借款及往来款	8.01	3.23
保山红星城乡投资置业有限公司	关联方	借款及往来款	5.81	2.34
合计	--	--	63.51	25.59

资料来源:审计报告

截至2020年底,公司存货713.33亿元,较上年底增长31.12%,主要系商业地产、住宅销售板

块业务发展,使得开发成本增加所致;公司存货主要由开发成本(占90.09%)和开发产品(占9.14%)构成,公司未对存货计提跌价准备,考虑到公司有部分地产项目位于东北、西宁等地区,存在一定的存货跌价风险。

截至2020年底,公司其他流动资产84.00亿元,较上年底增长16.42%,主要系委托贷款与预交税金大幅增加所致;公司其他流动资产主要由委托贷款(占17.70%)、预缴税金(占66.18%)、理财产品及其他(占7.06%)和发放贷款(占5.63%)构成。

(2) 非流动资产

截至2020年底,公司非流动资产1394.24亿元,较上年底增长6.58%,公司非流动资产主要由长期股权投资(占7.21%)、投资性房地产(占73.66%)和其他非流动资产(占6.52%)构成。

截至2020年底,公司长期股权投资100.58亿元,较上年底增长7.90%,主要系权益法下确认的投资收益增加以及追加投资所致。

公司投资性房地产采用公允价值计量,账面价值受商业地产市场波动影响较大。截至2020年底,公司投资性房地产1026.94亿元,较上年底增长6.04%,主要系外购物业以及企业合并增加物业所致。公司投资性房地产受限资产为859.19亿元,主要由于抵押担保,占比为83.67%,受限比例很高。

截至2020年底,公司其他非流动资产90.97亿元,较上年底增长23.57%,主要系长期借款大幅增长所致。公司其他非流动资产(含一年内到期)主要由长期借款(占36.70%)、土地整理相关收益权(占20.18%)、预付工程款(占14.58%)和委托贷款(占13.58%)构成。

截至2020年底,公司受限资产账面价值合计1138.65亿元,占总资产比率为42.51%,受限资产占比高。

表13 截至2020年底公司受限资产情况

(单位:亿元)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	11.95	借款质押及银行授信质押等
存货	242.13	抵押担保
固定资产	23.54	借款抵押
投资性房地产	859.19	抵押担保
其他权益工具投资	1.84	借款质押
合计	1138.65	--

资料来源:公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

公司未分配利润和少数股东权益占比较高,所有者权益结构稳定性有待提高。

截至2020年底,公司所有者权益712.61亿元,较上年底增长8.64%,主要系少数股东权益和未分配利润增加所致。其中,归属于母公司所有者权益占比为64.26%,少数股东权益占比为35.74%。在所有者权益中,实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占0.14%、6.68%、1.87%和51.73%。所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较大,权益结构稳定性有待提高。

(2) 负债

公司流动负债与非流动负债占比相近,债务以长期债务为主;公司债务规模有所增加,债务负担有所加重,公司未来3年债务面临一定偿付压力。

截至2020年底,公司流动负债1256.37亿元,较上年底增长32.34%,主要系预收款项大幅增加所致。公司流动负债主要由短期借款(占5.35%)、应付账款(占5.11%)、预收款项(占48.05%)、其他应付款(合计)(占15.03%)、一年内到期的非流动负债(占21.22%)构成。

截至2020年底,公司短期借款67.19亿元,较上年底增长13.07%;公司短期借款主要由抵押借款(占70.42%)、抵押兼保证借款(占12.39%)和保证借款(占10.13%)构成。

截至2020年底,公司应付账款64.16亿元,较上年底增长41.48%,主要系房地产建设项目增加所致。

截至 2020 年底,公司预收款项 603.63 亿元,较上年底增长 51.37%,主要系公司房地产销售规模有所增长而结转金额同比下降所致;公司预收款项主要由房屋销售款(占 96.79%)、租金(占 1.78%)和商业咨询费及招商佣金收入(占 1.23%)构成。

截至 2020 年底,公司其他应付款 176.44 亿元,较上年底增长 22.74%,主要系借款及往来款大幅增所致;公司其他应付款主要由借款及往来款(占 56.13%)、保证金及押金(占 16.13%)、待收客户货款(占 7.67%)和其他款项(占 6.78%)构成。

截至 2020 年底,公司一年内到期的非流动负债 266.63 亿元,较上年底增长 14.57%,主要系长期债务重分类所致。

截至 2020 年底,公司非流动负债 709.65 亿元,较上年底下降 3.00%,较上年底变化不大。公司非流动负债主要由长期借款(占 50.89%)、应付债券(占 21.23%)、递延所得税负债(占 19.27%)和其他非流动负债(占 6.52%)构成。

截至 2020 年底,公司长期借款 361.17 亿元,较上年底增长 9.88%,主要系公司业务规模扩大融资增加所致。公司长期借款(含一年内到期)主要由抵押借款(占 35.77%)、抵押兼保证借款(19.44%)、抵押兼质押借款(占 21.16%)、抵押兼保证兼质押借款(占 28.74%)、保证借款(占 6.82%)、保证兼质押(占 11.71%)和质押借款

(占 8.03%)构成。

截至 2020 年底,公司应付债券 150.65 亿元,较上年底下降 19.82%,主要系重分类为一年内到期的非流动负债以及偿还债务所致。

截至 2020 年底,公司递延所得税负债 136.75 亿元,较上年底增长 3.42%,较上年底变化不大。

截至 2020 年底,公司其他非流动负债 46.28 亿元,较上年底下降 32.52%,主要系商业地产抵押贷款支持证券重分类为一年内到期的非流动负债所致;公司其他非流动负债主要由商业地产抵押贷款支持证券(占 82.83%)和项目前期品牌咨询委托管理服务(占 17.17%)构成。

截至 2020 年底,公司全部债务 866.05 亿元,较上年底增长 2.84%,主要系短期债务大幅增长所致。债务结构方面,短期债务占 39.50%,长期债务占 60.50%,以长期债务为主,其中,短期债务 342.13 亿元,较上年底增长 16.53%,主要系短期借款和一年内到期的非流动负债大幅增长所致;长期债务 523.92 亿元,较上年底下降 4.49%,较上年底变化不大。从债务指标来看,截至 2020 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 73.40%、54.86%和 42.37%,较上年底分别提高 1.47 个百分点、下降 1.35 个百分点和下降 3.17 个百分点,公司债务负担较重;一年内到期的有息债务规模较大,未来三年有一定的偿付压力。

表 14 截至 2020 年底公司有息债务期限结构

(单位:亿元、%)

分类	1 年以内(含 1 年)	1~3 年(含 2 年)	3 年以上	合计
债务规模	342.13	311.35	212.57	866.05
占比	39.50	35.95	24.54	100.00

注:阿里战略投资可转债未包含在内
资料来源:公司提供

4. 盈利能力

2020 年,新冠疫情对公司经营影响较大,营业收入和利润均有所下降,非经常性损益对公司利润总额影响较大,公司盈利能力有所下降。

2020 年,公司实现营业收入 277.55 亿元,

同比下降 16.47%,主要系疫情影响所致;营业成本 145.38 亿元,同比下降 14.62%;营业利润率为 43.42%,同比下降 0.59 个百分点,同比变化不大。

2020 年,公司费用总额为 100.67 亿元,同比下降 4.07%。从构成看,公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 28.27%、

40.76%、0.41%和 30.55%。其中，销售费用为 28.46 亿元，同比下降 19.55%，主要系疫情影响相关销售活动减少所致；管理费用为 41.04 亿元，同比下降 6.55%；财务费用为 30.75 亿元，同比增长 23.25%，主要系为了防控疫情期间流动性风险，提款增加使得有息负债规模较上年增加所致。2020 年，公司期间费用率为 36.27%，同比提高 4.69 个百分点，公司费用规模较大，对整体利润侵蚀。

非经常性损益方面，2020 年，公司实现投资收益 15.34 亿元，同比增长 3.60%，投资收益占营业利润比重为 34.12%，对营业利润影响较大；公司投资收益主要由权益法核算的长期股权投资收益（占 39.00%）和处置权益工具产生的投资收益（占 49.08%）构成。其他收益 2.37 亿元，同比增长 31.16%，主要系政府补助大幅增长所致，其他收益占营业利润比重为 5.27%，对营业利润影响不大。公允价值变动收益为 12.04 亿元，同比下降 42.76%，主要系受疫情影响导致租约期内租金收入下降，使得本期投资性物业公允价值评估增值放缓所致；占营业利润比重为 26.77%，对营业利润影响较大。

综合以上，2020 年，公司利润总额 43.43 亿元，同比下降 42.28%。

2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.94%和 4.18%，同比分别下降 1.50 个百分点和 4.09 个百分点。

5. 现金流

公司经营活动现金流呈持续净流入状态；公司放缓了投资节奏，投资支出有所下降；考虑到建设资金支出需求，公司仍存在一定的外部筹资需求。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 528.33 亿元，同比下降 1.79%，同比变化不大；经营活动现金流出 458.08 亿元，同比下降 5.95%。2020 年，公司经营活动现金净流入 70.25 亿元，同比增长 37.99%。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 89.69 亿元，同比增长 39.94%，主要系

持续收回投资所致；投资活动现金流出 117.74 亿元，同比下降 30.15%，主要系对外投资力度下降所致。2020 年，公司投资活动现金净流出 28.04 亿元，流出规模大幅下降。

2020 年，公司筹资活动前现金流量净额为 42.20 亿元，由净流出转为净流入，筹资前活动现金流得以改善。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 508.56 亿元，同比增长 5.43%，主要系吸收投资增加所致；筹资活动现金流出 542.22 亿元，同比增长 30.57%，主要系偿还债务增加所致。2020 年，公司筹资活动现金净流出 33.66 亿元，由净流入转为净流出。

表 15 公司现金流情况

（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	505.53	537.96	528.33
经营活动现金流出小计	443.80	487.06	458.08
经营活动现金流量净额	61.72	50.91	70.25
投资活动现金流入小计	29.20	64.09	89.69
投资活动现金流出小计	212.82	168.56	117.74
投资活动现金流量净额	-183.61	-104.47	-28.04
筹资活动现金流入小计	568.64	482.36	508.56
筹资活动现金流出小计	490.02	415.27	542.22
筹资活动现金流量净额	78.62	67.09	-33.66
现金收入比	176.00	155.92	178.77

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

6. 偿债能力

公司短期偿债能力有待进一步提高，长期偿债能力指标偏弱。但考虑到公司在综合实力、品牌知名度以及土地储备等方面具有的竞争优势，公司整体偿债能力极强。

截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 108.36%和 51.06%分别下降至 102.23%和 45.45%，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至 2020 年底，公司现金短期债务比由上年底的 0.64 倍下降至 0.57 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。整体看，公司短期偿债能力有待进一步提高。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 同比下降 24.53%，为 81.91 亿元，主要

系利润总额大幅下降所致；2020年，公司EBITDA主要由利润总额（占53.03%）和计入财务费用的利息支出（占39.64%）构成。2020年，公司EBITDA利息倍数由上年的1.96倍下降至1.26倍，EBITDA对利息的覆盖程度一般；全部债务/EBITDA有上年的7.76倍提高至10.57倍，EBITDA对有息债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期偿债能力指标偏弱。

表 16 公司偿债能力指标

项目	2018年	2019年	2020年
短期偿债能力指标			
流动比率（%）	122.15	108.36	102.23
速动比率（%）	59.08	51.06	45.45
现金短期债务比（倍）	0.97	0.64	0.57
长期偿债能力指标			
EBITDA利息倍（倍）	2.34	1.96	1.26
全部债务/EBITDA（倍）	7.36	7.76	10.57

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2020年底，公司共获得各家银行授信额度为897.02亿元（2019年底为719.73亿元），尚未使用额度270.56亿元。

截至2020年底，除按揭担保外，公司对外担保余额为83.52亿元，占公司净资产的11.72%，存在一定的或有负债风险；公司对外担保对象以合营公司和联营公司为主。

截至2020年底，公司及控股子公司连续12个月发生的诉讼和仲裁事项涉案金额累计未占公司最近一期经审计净资产绝对值的10%以上。

7. 母公司财务分析

母公司资产构成主要为子公司往来款、持有的子公司股权以及其他投资，母公司负债规模有所增加，子公司投资收益为其主要利润来源；公司母公司债务负担重，现金类资产对短期有息债务保障程度低。

母公司层面看，截至2020年底，母公司资产总额341.33亿元，较上年底增长10.49%，主要系其他应收款与长期股权投资大幅增长所致。其中，流动资产190.79亿元（占55.90%），非流动资产150.54亿元（占44.10%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占97.20%）构成；

截至2020年底，母公司其他应收款185.44亿元，较上年底增长8.64%，主要是对其子公司的往来款及关联方的借款。母公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占33.28%）、长期股权投资（占41.38%）和其他非流动资产（占24.19%）构成。

截至2020年底，母公司负债总额274.98亿元，较上年底增长12.86%。其中，流动负债143.35亿元（占比52.13%），非流动负债131.62亿元（占比47.87%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占26.46%）和一年内到期的非流动负债（占62.66%）构成，非流动负债主要由长期借款（占19.22%）和应付债券（占80.78%）构成。母公司2020年资产负债率为80.56%，较2019年提高1.69个百分点。

截至2020年底，母公司所有者权益为66.35亿元，较上年底增长1.63%。在所有者权益中，实收资本为1.00亿元（占1.51%）、资本公积合计0.02亿元（占0.03%）、未分配利润合计64.83亿元（占97.71%）和盈余公积合计0.50亿元（占0.75%），所有者权益稳定性低。

2020年，母公司营业收入为14.76亿元，利润总额为2.27亿元。同期，母公司投资收益为10.60亿元。

现金流方面，截至2020年底，公司母公司经营活动现金流净额为10.27亿元，投资活动现金流净额-16.47亿元，筹资活动现金流净额-1.82亿元。

截至2020年底，公司母公司全部债务为189.77亿元，其中短期债务89.82亿元，长期债务99.95亿元。母公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为80.56%、74.09%和60.10%，债务负担重。截至2020年底，公司母公司现金类资产合计5.34亿元，现金短期债务比为0.06倍，母公司现金类资产对短期债务保障能力较低。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司对存续债券的保障能力较强。

截至2021年6月21日，公司存续债券（公

司本部存续债券，不含可交债）余额合计 105.00 亿元。本年度无剩余到期债券（假设进入行权期的债券全额回售）。截至 2020 年底，公司现金类资产合计 194.50 亿元，对未来剩余到期债券余额保障程度很高；2020 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对未来代偿债券本金保障程度一般。

表 17 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

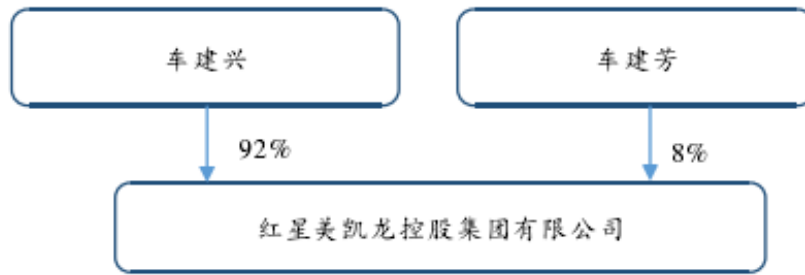
项目	2020 年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金	105.00
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金	5.03
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金	0.67
EBITDA/未来待偿债券本金	0.78

注：债券余额根据截至 2021 年 6 月 21 日公司存续债券情况计算，计算一年内到期债券余额时假设进入行权期的债券全额回售
资料来源：联合资信整理

十一、 结论

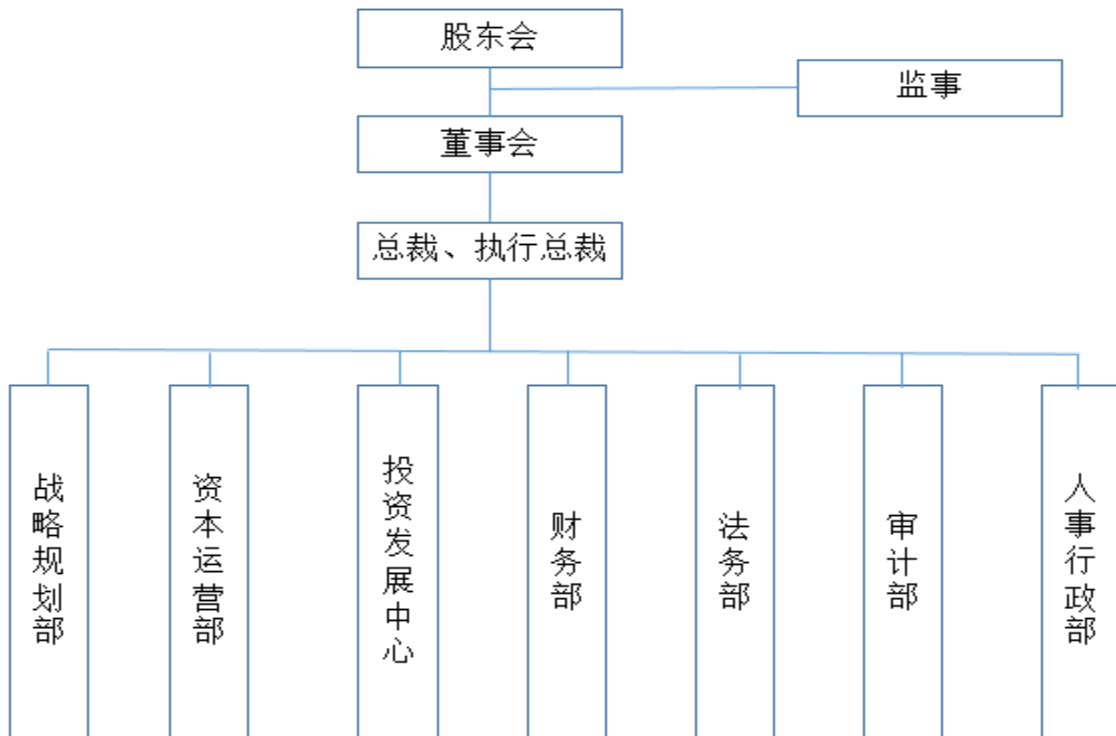
综合评估，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“20 红星 01”“20 红星 02”“20 红星 03”“20 红星 05”“20 红星 07”和“21 红星 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年底红星美凯龙控股集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底红星美凯龙控股集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底红星美凯龙控股集团有限公司

主要子公司情况

序号	公司全称	业务性质	持股比例 (%)	
			直接	间接
1	红星美凯龙家居集团股份有限公司	企业管理咨询	69.87	0.51
2	重庆红星美凯龙企业发展有限公司	管理总部	68.29	--
3	太原红星伟业房地产开发经营有限公司	房地产开发	--	69.43
4	上海红星美凯龙全球家居有限公司	场地租赁管理	--	100.00
5	江苏苏南建筑安装工程有限公司	建筑建设	--	100.00
6	红星美凯龙成都企业管理咨询有限公司	企业管理咨询	--	100.00
7	晋中红星美凯龙房地产开发有限公司	房地产开发	--	65.00
8	西宁红星美凯龙房地产开发有限公司	房地产开发	--	80.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	179.63	188.68	194.50
资产总额 (亿元)	2059.10	2336.92	2678.62
所有者权益 (亿元)	579.37	655.96	712.61
短期债务 (亿元)	184.90	293.59	342.13
长期债务 (亿元)	564.80	548.57	523.92
全部债务 (亿元)	749.70	842.16	866.05
营业收入 (亿元)	248.18	332.26	277.55
利润总额 (亿元)	79.98	75.25	43.43
EBITDA (亿元)	101.88	108.53	81.91
经营性净现金流 (亿元)	61.72	50.91	70.25
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	13.01	14.72	11.88
存货周转次数 (次)	0.34	0.33	0.23
总资产周转次数 (次)	0.14	0.15	0.11
现金收入比 (%)	176.00	155.92	178.77
营业利润率 (%)	45.64	44.01	43.42
总资本收益率 (%)	6.01	5.45	3.94
净资产收益率 (%)	10.67	8.27	4.18
长期债务资本化比率 (%)	49.36	45.54	42.37
全部债务资本化比率 (%)	56.41	56.21	54.86
资产负债率 (%)	71.86	71.93	73.40
流动比率 (%)	122.15	108.36	102.23
速动比率 (%)	59.08	51.06	45.45
经营现金流动负债比 (%)	8.04	5.36	5.59
现金短期债务比 (倍)	0.97	0.64	0.57
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.34	1.96	1.26
全部债务/EBITDA (倍)	7.36	7.76	10.57

注：1. 报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 有息债务数据为公司提供
 资料来源：联合资信根据公司财务报告计算

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2018 年	2019 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	3.01	13.36	5.34
资产总额 (亿元)	278.74	308.93	341.33
所有者权益 (亿元)	63.42	65.29	66.35
短期债务 (亿元)	16.48	66.18	89.82
长期债务 (亿元)	176.70	103.12	99.95
全部债务 (亿元)	193.18	169.30	189.77
营业收入 (亿元)	11.05	12.22	14.76
利润总额 (亿元)	7.57	1.87	2.27
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	10.30	10.00	10.27
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	--	--	--
存货周转次数 (次)	--	--	--
总资产周转次数 (次)	0.05	0.04	0.05
现金收入比 (%)	102.50	103.71	104.46
营业利润率 (%)	99.77	99.64	99.60
总资本收益率 (%)	/	/	/
净资产收益率 (%)	11.94	2.86	3.41
长期债务资本化比率 (%)	73.59	61.23	60.10
全部债务资本化比率 (%)	75.29	72.17	74.09
资产负债率 (%)	77.25	78.87	80.56
流动比率 (%)	511.34	166.02	133.09
速动比率 (%)	511.34	166.02	133.09
经营现金流动负债比 (%)	26.66	9.02	7.17
现金短期债务比 (倍)	0.18	0.20	0.06
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

资料来源：联合资信根据公司财务报告计算，有息债务数据为公司提供

附件 3-1 截至 2020 年底公司土地储备情况

(单位: 万平方米)

项目	区域	土地储备 (未结转口径)	权益土储 (未结转口径)	城市
太原晋中	华北	105.76	68.75	太原
西宁项目	西北	87.79	70.23	西宁
赣州项目	华东	95.91	67.14	赣州
长沙雨花	华中	89.60	71.68	长沙
天津华运	华北	21.42	13.92	天津
衡水星龙	华北	68.60	68.60	衡水
常州红星	华东	32.58	32.58	常州
济南商河	华北	65.85	65.85	济南
昆明二期	西南	2.47	2.47	昆明
宿迁沐阳	华东	62.82	62.82	宿迁
哈尔滨鼎顺	东北	14.94	14.94	哈尔滨
昆明官渡	西南	30.93	15.78	昆明
温州星龙	华东	48.07	48.07	温州
华金街 3 号	华东	23.86	21.47	金华
太原王家峰	华北	46.20	32.34	太原
盐城凯龙	华东	45.37	45.37	盐城
西宁海湖	西北	41.32	41.32	西宁
晋中星龙	华北	69.48	45.16	晋中
湛江项目	华东	38.49	30.79	湛江
柳州官塘	西南	42.12	42.12	柳州
兰州定远	西北	38.40	23.04	兰州
南昌湾里	华东	37.96	37.96	南昌
太原解放路	华北	39.03	39.03	太原
鞍山红星	东北	21.13	21.13	鞍山
廊坊星龙	华北	3.19	3.19	廊坊
乌鲁木齐环卫路	西北	37.15	37.15	乌鲁木齐
马庄项目	华北	35.27	35.27	太原
苏州吴江	华东	0.59	0.29	苏州
天津蓟县	华北	23.37	23.37	天津
福州 104 亩	华东	13.72	8.23	福州
浙江慈溪	华东	34.26	34.26	慈溪
扬州星龙	华东	43.51	33.25	扬州
宁波镇海	华东	6.55	6.55	宁波
柳州红星	西南	7.88	7.88	柳州
天津宝坻	华北	26.49	26.49	天津
苏州凯润	华东	0.04	0.02	苏州
苏州盛泽	华东	27.00	25.65	苏州
大连红星	东北	0.03	0.02	大连
余姚中山路	华东	25.61	25.61	余姚
天津海博道	华北	23.46	23.46	天津
慈溪新城大道	华东	22.32	22.32	慈溪
廊坊红星	华北	0.98	0.98	廊坊

温州惠民	华东	21.64	14.06	温州
昆明一期	西南	0.77	0.51	昆明
天津北辰	华北	0.78	0.78	天津
常州金坛	华东	22.92	22.92	常州
天津生态城	华北	45.12	45.12	天津
上海宝山	华东	21.16	21.16	上海
航天城一期	西北	3.56	3.56	西安
杨家峪项目	华北	17.28	17.28	太原
苏州吴江商业	华东	12.47	12.47	苏州
重庆蔡家	西南	13.76	13.76	重庆
绍兴项目	华东	17.94	17.94	绍兴
太原迎泽西	华北	17.94	14.35	太原
天津临港	华北	15.07	15.07	天津
上海金山	华东	1.71	1.71	上海
无锡滨湖	华东	2.29	2.29	无锡
上海浦江	华东	0.29	0.29	上海
杨家峪三期	华北	14.56	14.56	太原
长春红星	东北	13.71	13.71	长春
乌鲁木齐碾子沟	西北	14.13	14.13	乌鲁木齐
沈阳建博	东北	14.63	7.46	沈阳
郑州华商汇	华北	12.85	7.07	郑州
海拉尔	西北	13.09	13.09	海拉尔
无锡龙博	华东	2.53	1.29	无锡
丹阳项目	华东	11.90	11.90	丹阳
乌鲁木齐乌板路	西北	9.93	7.94	乌鲁木齐
象山洪美	华东	10.04	10.04	宁波
象山美龙	华东	9.49	9.49	宁波
象山凯胜	华东	9.20	9.20	宁波
乌鲁木齐石家园子	西北	8.26	8.26	乌鲁木齐
乌鲁木齐民族村	西北	8.14	8.14	乌鲁木齐
象山星龙	华东	6.57	6.57	宁波
沈阳铁西	东北	0.09	0.09	沈阳
宁波联丰	华东	0.80	0.80	宁波
湛江星凯	华东	30.41	30.41	湛江
贵州谦和	西南	87.85	61.50	贵阳
泸州美龙	西南	28.58	28.58	泸州
合计		2023.02	1764.11	--

资料来源：公司提供

附件 3-2 截至 2020 年底公司在建项目情况

(单位: 亿元、万平方米)

序号	项目名称	项目类型	预计完工时间	计划总投资	尚未完成投资额	建筑面积	总可售面积
1	常州红星	住宅+商业	2021.09	32.19	4.17	71.30	43.81
2	鞍山红星	住宅+商业	2025.01	20.00	4.51	39.60	38.01
3	廊坊星龙	住宅+商业	2021.06	21.72	0.92	39.47	37.71
4	哈尔滨	住宅+商业	2021.03	33.39	5.53	60.66	52.32
5	天津蓟县	住宅+商业	2022.1	27.15	3.15	35.45	29.12
6	太原迎泽西	住宅+商业	2021.12	12.07	7.61	18.80	8.78
7	太原晋中	住宅+商业	2022.09	69.49	21.24	142.93	111.88
8	西宁项目	住宅	2023.11	66.82	23.69	134.48	103.10
9	海拉尔	商业	2021.12	6.47	2.41	13.73	13.73
10	昆明官渡	住宅	2021.05	36.34	7.42	58.85	55.03
11	柳州红星	住宅+商业	2021.12	17.30	1.37	26.53	20.38
12	沈阳建博	商业	2021.09	8.25	4.12	14.70	9.87
13	华金街 3 号	住宅+商业	2021.1	29.06	2.00	51.39	48.60
14	南昌湾里	住宅+商业	2021.04	19.37	5.57	30.06	16.68
15	象山美龙	住宅	2021.02	6.01	0.84	10.26	7.80
16	象山凯胜	住宅	2021.09	6.79	2.83	9.86	7.30
17	天津临港	住宅+商业	2021.09	13.68	4.74	17.57	14.35
18	济南商河	住宅+商业	2022.12	31.47	13.35	69.06	54.12
19	浙江慈溪	住宅+商业	2021.09	18.10	7.20	34.91	21.84
20	盐城凯龙	住宅+商业	2021.06	30.00	10.19	49.43	30.97
21	重庆蔡家	住宅+商业	2021.11	4.17	0.48	19.28	4.87
22	太原王家峰	住宅+商业	2021.11	17.20	1.30	51.11	36.80
23	杨家峪三期	住宅+商业	2021.05	8.76	3.38	14.98	13.43
24	温州星龙	住宅+商业	2022.05	34.87	6.56	52.50	42.80
25	乌鲁木齐民族村	住宅	2022.12	7.64	3.13	8.71	8.51
26	天津生态城	住宅+商业	2021.07	51.97	10.20	45.12	33.34
27	丹阳项目	住宅	2021.12	12.12	2.73	12.46	11.02
28	郑州华商汇	住宅	2021.09	7.70	2.98	14.58	10.48
29	乌鲁木齐乌板路	住宅+商业	2021.09	10.25	7.04	10.73	10.40
30	乌鲁木齐环卫路	住宅	2022.06	26.88	16.58	40.00	39.49
31	乌鲁木齐石家园子	住宅	2021.12	8.23	0.68	9.00	8.86
32	绍兴项目	住宅+商业	2021.09	14.04	5.76	18.86	9.99
33	西宁海湖	住宅+商业	2023.12	27.50	7.73	48.03	27.07
34	兰州定远	住宅	2021.12	16.48	10.05	42.94	38.67
35	赣州项目	住宅+商业	2024.12	50.51	34.53	106.38	70.83
36	衡水星龙	住宅+商业	2022.05	31.02	17.13	73.70	55.37
37	象山洪美	商业	2023.03	7.41	6.70	10.83	2.00
38	宿迁沐阳	住宅+商业	2023.12	26.35	11.99	60.44	53.30
39	温州惠民	住宅	2022.05	30.33	5.87	25.12	24.89
40	长春红星	住宅+商业	2021.12	11.50	4.35	15.12	15.12
41	太原解放路	住宅+商业	2022.08	29.04	15.16	41.05	20.30
42	柳州官塘	住宅+商业	2022.12	27.35	16.34	43.99	35.82
43	湛江项目	住宅+商业	2022.05	27.41	19.40	55.73	37.50

44	天津宝坻	住宅+商业	2023.04	20.51	9.17	38.50	25.61
45	乌鲁木齐碾子沟	住宅+商业	2023.05	13.60	6.15	11.25	11.10
46	马庄项目	住宅+商业	2022.12	15.49	12.71	30.30	29.42
47	长沙雨花	住宅+商业	2022.04	68.79	37.37	93.65	61.99
48	余姚中山路	住宅	2023.01	18.48	10.90	33.20	30.38
49	象山星龙	住宅	2021.12	4.49	2.68	7.16	5.61
50	天津海博道	住宅	2023.03	27.51	10.55	27.21	25.23
51	慈溪新城大道	住宅+商业	2023.06	22.00	11.47	24.63	18.12
52	苏州盛泽	住宅	2023.08	34.00	16.85	28.77	20.61
53	上海宝山	住宅+商业	2024.01	39.00	16.13	23.27	11.48
合计				1258.27	476.91	2067.68	1575.84

资料来源：公司提供

附件 4-1 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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-2 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 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。