

信用等级公告

联合〔2020〕010号

红星美凯龙控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对红星美凯龙控股集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

红星美凯龙控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

红星美凯龙控股集团有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：  

二〇二〇年一月二日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

红星美凯龙控股集团有限公司

公开发行 2020 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券发行规模：不超过 15 亿元（含）

本期债券期限：品种一为 3 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权；品种二为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2020 年 1 月 2 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	1,264.22	1,606.87	2,059.10	2,310.21
所有者权益（亿元）	444.70	522.94	579.37	647.34
长期债务（亿元）	367.06	490.31	564.80	646.88
全部债务（亿元）	460.64	619.54	749.70	834.67
营业收入（亿元）	161.55	200.44	248.18	125.72
净利润（亿元）	40.46	46.70	61.82	27.84
EBITDA（亿元）	64.56	82.20	101.88	--
经营性净现金流（亿元）	12.89	23.07	61.72	33.22
营业利润率（%）	47.33	44.98	45.64	49.79
净资产收益率（%）	9.38	9.65	11.22	--
资产负债率（%）	64.82	67.46	71.86	71.98
全部债务资本化比率（%）	50.88	54.23	56.41	56.32
流动比率（倍）	1.31	1.46	1.22	1.29
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.13	0.14	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.47	2.19	2.34	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	4.30	5.48	6.79	--

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

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对红星美凯龙控股集团有限公司（以下简称“公司”）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，家居商场收入持续增长，商业地产签约销售面积及金额大幅增长，债务结构合理、盈利能力较强且经营活动现金流呈持续净流入态势。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，联合评级也关注到公司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、其他应收款规模较大对资金形成一定占用、资产受限规模较大、营业利润受公允价值变动收益影响较大以及所有者权益稳定性有待提高等因素给公司信用水平带来的不利影响。

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

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

优势

1. 公司家居商场业务处于行业领先地位，运营经验丰富且“红星美凯龙”品牌知名度高，具有较高的市场影响力。
2. 公司商业地产土地获取方面具有一定的优势，已开发项目规模较大且销售情况较好，同时该业务与公司爱琴海公园板块业务有良好的协同效应。
3. 公司家居商场经营店面不断增加，相关

租金和管理费收入持续增长，自营及委托经营商场出租率较高；公司地产开发业务土地储备充足，新开工面积大幅增长，签约销售面积和金额均大幅增长。

4. 公司债务结构合理，盈利能力较强，且经营活动现金流呈持续净流入状态。

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

关注

1. 公司商业地产在建项目规模较大且主要位于二三线城市，部分项目存在一定的去化压力；同时公司在建、拟建项目尚需投资规模大，存在一定资金支出压力。

2. 公司其他应收款规模较大，对资金形成一定占用；资产受限规模大。公司债务负担有所提高。

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

4. 公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性有待提高。

分析师

闫 欣

电话：010-85172818

邮箱：yanx@unitedratings.com.cn

卢 瑞

电话：010-85172818

邮箱：lur@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

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

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

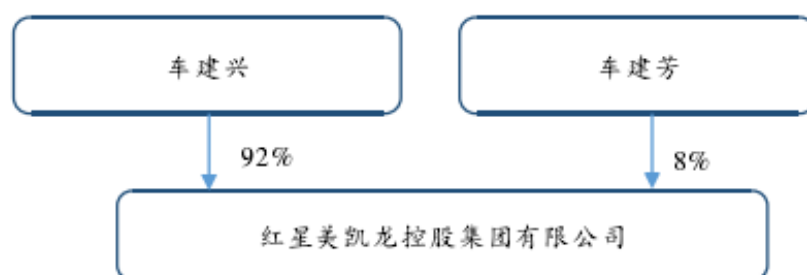
分析师：

周欣 申婷
联合信用评级有限公司

一、主体概况

红星美凯龙控股集团有限公司（以下简称“红星控股”或“公司”）前身为上海红星美凯龙投资有限公司，由车建兴和车建芳于2007年共同出资组建，成立时注册资本人民币1,600万元，其中车建兴以现金出资1,472万元，占注册资本的92%，车建芳以现金出资128万元，占注册资本的8%，车建兴与车建芳为兄妹关系。2016年12月，公司改为现名。经多次未分配利润转增注册资本以及股东增资，截至2019年6月底，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。

图 1 截至 2019 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司家居运营板块主体为A+H股上市公司红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“美凯龙”，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）。公司持有其2,480,315,772股，持股比例为69.88%。根据美凯龙公告，截至2019年6月底，美凯龙被质押股份数量为1,071,225,085股（因发行可交债质押占43.50%），占美凯龙总股本的30.18%，占比较高，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。

公司经营范围：实业投资，影视文化投资，艺术文化投资，投资管理，企业管理咨询，从事教育科技领域内的技术咨询、技术开发、技术服务、技术转让，物业管理，各类广告的设计、制作，家具、建材、百货销售（含网上销售）。

截至 2019 年 6 月底，公司设战略规划部、资本运营部、投资发展中心、财务部、法务部、审计部和人事部共 7 个职能部门，纳入合并范围的子公司超过 600 家。

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

截至 2019 年 6 月底，公司合并资产总额 2,310.21 亿元，负债总额 1,662.87 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）647.34 亿元，归属于母公司所有者权益 425.35 亿元。2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 125.72 亿元，净利润（含少数股东损益）27.84 亿元，归属于母公司所有者的净利润 17.92 亿元；经营活动产生的现金流量净额 33.22 亿元，现金及现金等价物净增加额 65.16 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。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“红星美凯龙控股集团有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行规模为不超过 15 亿元（含 15 亿元），本期债券发行分为两个品种，品种一的债券名称为“红星美凯龙控股集团有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）（品种一）”；品种二的债券名称为“红星美凯龙控股集团有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）（品种二）”。本期债券品种一为 3 年期（附第 2 年末公司调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权），本期债券品种二为 5 年期（附第 3 年末公司调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权）。本期债券面值为 100 元，按面值平价发行。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。本期债券采用固定利率形式，票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司和主承销商按照市场情况确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还借款和补充流动资金。

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

1. 家居流通行业

（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，2016—2018 年，全国规模以上建材家居卖场实现销售额分别为 11,852.80 亿元、9,173.70 亿元和 9,661.60 亿元，波动下降，年均复合下降 9.72%。

（2）行业上下游情况

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 2 家居流通行业产业链



资料来源：Wind 资讯

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。2015 年全国家具当年累计产量为 76,961.32 万件，较上年下降 1.06%。2016 年，我国家具产量 79,464.15 万件，较上年增长 3.25%。2017 年，全国家具产量 80,703.47 万件，较上年增长 1.56%。2018 年全国家具产量 71,277.36 万件，同比下降 1.27%，家具产量增速近几年有所放缓；2015—2017 年，我国家具零售额分别为 2,445 亿元、2,781 亿元和 2,809 亿元，年均复合增长 7.19%。

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入调整，家居销售进一步萎缩，全年成交金额为 10,849.10 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 11,852.80 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，实现累计销售额 9,661.6 亿元，同比上涨 5.32%，但在房住不炒的定位下，建材家居市场仍面临较大压力。

总体看，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。

（3）行业政策

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。

总体看，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。

（4）行业竞争

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。

总体看，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。

（5）行业关注

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。

总体看，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。

（6）未来发展

行业由分散走向整合，行业集中度提高

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。

竞争由同质化走向差异化，行业面临升级转型

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。

总体看，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。

2. 房地产行业

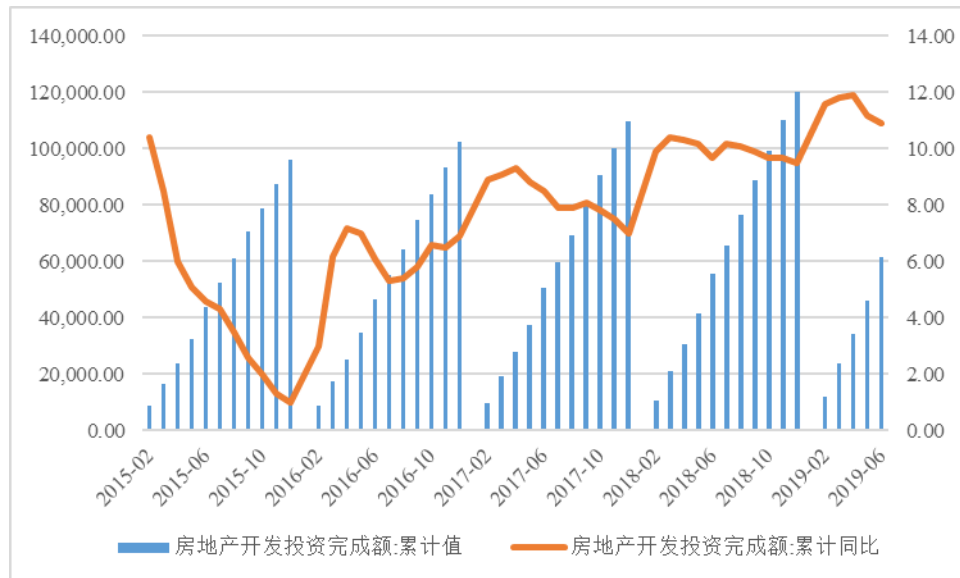
（1）行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 102,581.00 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上升 5.9 个百分点；2017 年，我国房地产开发投资 109,799.00 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，

整体投资热情仍旧较高。2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。2019 年上半年，全国房地产开发投资 61,609.30 亿元，同比增长 10.90%，较前 5 个月下降 0.3 个百分点，开发投资增速仍维持高位，但已连续 2 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。

图 3 2015 - 2019 年 6 月全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，2016 年以来房地产投资增速有所回升，2018 年虽保持较高增速，但下滑趋势显现。

（2）市场供需

土地供应情况

土地是房地产企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2016 年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降 16%外，二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线城市的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成

量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

2018年，土地供应量继续上扬，全国300个城市土地供应量128,440万平方米，同比增长20%；土地成交面积105,492万平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交面积38,931万平方米，同比增长10%；土地出让金总额为41,773亿元，同比微增2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018年，一线城市供地节奏放缓，同比下降12%，成交指标均降，其中出让金总额下降12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

2019年1-6月，全国300个城市土地供求同比微降，但受益于一、二线城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显。分城市看，一线城市供求同比双涨，但高溢价率现象明显减少，土地出让金总额同比增长近四成；二线城市供求小幅上涨，楼面均价同比增长18%，溢价率较上年同期增长2个百分点；三、四线城市供求、溢价率均出现一定程度下滑。

表1 2016-2019年6月全国300个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-6月
推出面积	103,212	111,907	128,440	56,181
同比	-9	8	20	-2
成交面积	85,885	95,036	105,492	47,083
同比	-3	8	14	-4
出让金	29,047	40,623	41,773	22,490
同比	31	38	2	16
楼面均价	1,904	2,374	2,159	2,565
同比	40	26	-11	17
土地平均溢价率	43	29	13	18
同比	上升27个百分点	下降14个百分点	下降16个百分点	下降2个百分点

资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理

总体看，2016年土地市场热度高涨，楼面均价及溢价率均大幅上涨，随着2017年后土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落，2018年房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低。

开发资金来源状况

2017年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金156,053亿元，同比增长8.20%，增速较上年同期下降7.00个百分点。其中，国内贷款25,242亿元，同比增长17.30%；利用外资168.19亿元，同比增长19.80%；自筹资金50,872亿元，上升3.50%；其他资金79,770亿元，同比增长8.60%。在其他资金中，定金及预收款48,694亿元，同比增长16.10%；个人按揭贷款23,906亿元，同比下降2.00%。

2018年，房地产开发企业到位资金165,962.89亿元，同比增长6.40%。其中，国内贷款同比下降4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但融资依然较紧张，资

金压力依然较大。

2019年1—6月，房地产开发企业到位资金84,965.52亿元，同比增长7.20%，增速较上年同期上升2.60个百分点。其中国内贷款资金累计同比增长8.40%，增幅为2018年以来最大值；自筹资金累计同比增速自2018年9月峰值下降至4.70%；其他资金累计同比增长8.29%。2019年一季度，受益于多项稳经济、宽信用政策发力，房地产行业融资环境有所改善。4月份开始，随着金融机构违规放款给房地产市场的事件频出，以及土地市场上高溢价地块的多次出现，房企的融资环境开始有所收紧。5月17日，银保监会发布《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号），在银行和非银（信托）领域规范地产融资，针对部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司，银保监会开展了约谈警示。根据融360的数据，2019年6月全国首套房及二套房房贷利率自2019年以来结束5个月回落首次上行。7月10日，部分媒体报道银保监会约谈信托公司，要求过度扩张的信托公司约束对房地产的投资；7月12日，发改委发布通知要求房地产企业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；7月30日，政治局会议重申坚持“房住不炒”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，打消了市场认为房地产将继续受益于全球流动性宽松的希望。预计2019年下半年房地产融资延续趋紧的政策方向。

总体看，2016年10月房地产调控后，融资环境再次趋紧，房企资金压力较大；2018年，货币政策结构性宽松，2019年一季度房企融资环境有所回暖，但二季度再遇收紧，预计2019年下半年房地产融资延续趋紧的政策方向。

市场供需情况

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,408万平方米，同比增长7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长5.30%，办公楼销售面积增长24.30%，商业营业用房销售面积增长18.70%；住宅销售额增长11.30%，办公楼销售额增长17.50%，商业营业用房销售额增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923万平方米，同比减少15.30%，其中住宅待售面积同比减25.10%，办公楼待售面积同比增加0.90%，商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

2018年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积171,654.36万平方米，同比增长1.30%，增速自8月之后开始收窄；全国房地产销售金额149,972.74亿元，同比增长12.20%，增速较1—11月上漲0.10个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于2015年6月以来的相对较低位。2018年，房地产开发企业房屋施工面积822,300.24万平方米，同比增长5.20%；房屋竣工面积93,550.11万平方米，同比减少7.80%；商品房待售面积52,414万平方米，较2017年底减少11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

2019年1—6月，全国房地产销售面积75,785.59万平方米，同比下降1.80%，增速在一季度基础上继续下降；受房屋销售价格持续增长带动，全国房地产销售金额70,698.06亿元，累计同比增长5.60%，增速较上年同期回落7.60个百分点。2019年春节后，政策预期好转叠加房贷利率下行，楼

市出现“小阳春”行情，2019年3月和4月全国单月销售面积同比分别增长1.75%和1.26%。随着楼市升温及部分城市土地市场火热，5月住建部对佛山、苏州、大连、南宁4个城市预警提示，苏州、西安调控加码，6月房贷利率止降回升，市场预期调整，房地产销售热度下行，2019年5月和6月全国单月销售面积同比分别下降5.52%和2.25%。在“房住不炒”的主基调下，信贷政策及热点城市调控难有大幅放松，预计后期销售增速将延续下行调整态势。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。2016年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布，2018年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑；一、二线城市销售增速有所企稳，但三、四线城市下滑趋势明显。2019年上半年政策前稳后严，楼市出现短暂“小阳春”行情，但5月后逐步回归调整态势。

销售价格情况

从商品房销售价格看，2015年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015年3月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015年12月，全国100个城市（新建）住宅平均价格为10,980元/平方米，环比上涨0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12月百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨，且涨幅均继续扩大。

2016年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至2016年底，百城价格指数为13,035.00元/平方米，较年初增长18.22%。

2017年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的21.37%大幅下降至年末的1.43%，二线城市同比增速从年初的18.27%下降至年末的7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到12%左右水平。

2018年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018年末，一线城市同比增速0.40%，二线城市同比增速7.08%，三线城市同比增速8.71%。

2019年上半年，百城住宅价格指数同比继续收窄，其中一线城市住宅价格指数增速自2018年底触底回升，二三线城市住宅价格指数增速继续下探。

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，房地产销售平均价格增速自2015年5月起由负转正，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速放缓，但仍表现较好。

（3）竞争格局

从2003年至今，房地产市场已经走过了十多年的黄金时期，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2016年，房地产行业前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为18.81%和25.33%，分别较上年提高1.94和2.52个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别为12.19%和15.94%，分别较上年提高0.88和1.32个百分点。2017年，房地产市场集中度继续提高，前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为24.10%和32.50%，分别较上年提高5.29和7.17个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积分别为15.38%和20.03%，分别较上年提高3.19和4.09个百分点，也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。2018年，前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为26.89%和38.32%；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别为19.08%

和 25.74%，集中度继续提升。

表 2 2015-2018 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.81	24.10	26.89
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.33	32.50	38.32
前 10 大企业销售面积占比	11.31	12.19	15.38	19.08
前 20 大企业销售面积占比	14.62	15.94	20.03	25.74

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿阵营，另有 20 家房企销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

（4）行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 3 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 8 月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员

	员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018年7月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018年12月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018年12月	2018年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019年1月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路，预计2019年房地产以“稳”为主，继续推进长效机

制方案。

（5）行业关注

行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控；2018年7月31日，中共中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

（6）行业发展

调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成

为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模及竞争力

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）。

家居商场业务方面，经过多年发展，公司已在家居零售市场达到行业领先地位，品牌知名度高。根据弗若斯特沙利文咨询公司统计数据，公司是全国经营面积最大、商场数量最多、地理覆盖面积最广的家居装饰及家具商场运营商。截至2019年6月底，公司在200个城市共经营315家商场，总经营面积为1,996.69万平方米，其中自营商场经营面积占37.77%，委管商场经营面积占62.23%。从区域上看，公司自营商场多集中在华东、华北、东北等地区；委管商场多集中在华北、华东、华中和西部等地区。

商业地产开发方面，公司于2010年开始从事商业地产业务，经过多年发展，公司已进入36个城市，并逐步形成了东北、华北、华东、华中、西北和西南六大区域布局。截至2019年6月底，公司合并口径土地储备总建筑面积合计1,982.29万平方米，权益口径土地储备建筑面积¹1,598.56万平方米；在建项目52个，规划建筑面积2,123.15万平方米，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。

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

总体看，公司经营规模较大，具有较高的品牌知名度和影响力，市场竞争力强，较强的综合运营能力使公司在商业、综合房地产项目的开发中具有明显优势。

2. 人员素质

公司现有董事、监事、高级管理人员共6名，其中董事3人，监事1人；绝大多数在公司任职多年，熟悉公司经营管理特点和发展方向，拥有丰富的企业管理经验。

公司实际控制人、董事长车建兴先生，1966年出生。上世纪80年代末，车先生开始了家居制造业生涯，1990年创建常州市红星家具城。1994年6月，车先生创立红星家具集团有限公司，且于

¹权益口径指汇总口径数据*权益比例

1994 年至 2007 年担任董事长及首席执行官。车先生于 2006 年 4 月获江苏省人民政府授予“江苏省劳动模范”的荣誉称号；于 2012 年 1 月获常州政府授予“常州优秀企业家”的荣誉称号；并于 2014 年 2 月获上海政府、上海工商业联合会及上海光彩事业促进会授予“上海杰出之星”的荣誉称号。车先生现任公司董事长。

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

总体看，公司管理层综合素质较高，具备多年的相关业务经历和企业管理经验。

五、公司管理

1. 治理结构

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

股东会是公司的权力机构。股东会分为定期会议和临时会议，定期会议每年召开一次。股东会会议作出的决议，必须经代表三分之二以上表决权的股东通过方为有效。

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

公司设监事一名，由股东会选举产生，对股东会负责。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事的任期每届为 3 年。监事任期届满，连选可以连任。监事根据法律及公司章程行使相关职权。

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

总体看，公司治理结构完善，运行规范。

2. 管理水平

截至 2019 年 6 月底，公司设战略规划部、资本运营部、投资发展中心、财务部、法务部、审计部和人事部 7 个职能部门；公司建立了股东会、董事会、监事、总经理的职责及相互制约的制衡机制，同时设立了专门负责监督检查的审计部门以及独立于财务部等其他运营部门的审计部专职工作人员，进一步完善了公司的治理结构。

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

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

风险管理制度方面，公司指定风险管理制度，该制度对风险评估的组织机构设立、风险信息收

集及识别、风险控制等提供了较为详细的方式方法，就公司投资和经营活动中与公司实现内部控制目标相关的风险，包括战略风险、经营风险、财务风险、市场风险、运营风险、法律风险和道德风险等如何处理以及如何选择风险应对策略进行了科学决策。

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

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

总体看，公司管理运作较规范，管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事的业务为家居商场业务和商业地产及住宅开发业务，其中家居商场业务主要由子公司美凯龙负责，商业地产及住宅开发业务主要由子公司红星企发负责。

2016—2018 年，公司营业收入呈稳定增长态势，年均增长 23.94%，主要系公司商业运营规模逐年扩大以及地产业务结转收入逐年增长所致。2016—2018 年，公司自营家居商场和委托经营管理业务合计收入占比均超过 45%，是公司主要收入来源；自营家居商场和委托经营管理业务收入呈快速增长态势，主要系新设门店以及原有门店逐步成熟所致。2016—2018 年，商业地产住宅销售业务占比在 35%左右，是公司的重要收入来源；商业地产住宅销售业务收入呈快速增长态势，主要系公司地产业务扩张从而带动结转收入快速增长。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，未来商业管理业务会是公司一个重要的盈利增长点。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，收入呈快速增长态势，主要系公司家居建造施工及设计业务发展规模扩大所致。

表 4 近三年一期公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年度			2017 年度			2018 年度			2019 年 1—6 月		
	金额	占比	毛利率	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	59.75	36.99	77.15	63.94	31.9	77.16	71.68	28.88	77.58	39.52	31.44	78.03
委托经营管理	27.82	17.22	66.45	36.29	18.1	63.90	41.77	16.83	60.36	21.62	17.20	65.49
商业地产住宅销售	56.41	34.92	20.08	74.79	37.31	13.57	82.53	33.26	18.75	35.21	28.01	23.84
商业管理	5.86	3.63	56.19	6.50	3.24	60.98	11.02	4.44	67.85	6.18	4.92	62.57
其他业务	11.71	7.25	44.27	18.92	9.44	59.79	41.18	16.59	49.48	23.18	18.44	40.91
合计	161.55	100.00	52.24	200.44	100.00	48.87	248.18	100.00	50.02	125.72	100.00	53.09

资料来源：公司提供

从毛利率看，近三年，公司自营家居商场业务毛利率较为稳定且处于较高水平；公司委托管理业务毛利率略有波动；公司商业地产住宅销售毛利率有所波动主要系当年结转项目毛利率波动所致；公司商业管理业务毛利率逐年稳定提高，主要系前期开设商场逐渐成熟，相关租金等其他收入提高所致。

2019年1—6月，公司实现营业收入125.72亿元，同比增长42.54%，主要系商业地产住宅销售业务大幅同比增长1.54倍；公司营业收入主要由自营家居商场、委托经营管理和商业地产住宅销售业务构成。2019年1—6月，公司综合毛利率为53.09%，同比下降5.43个百分点，主要系地产收入占比提高导致收入结构改变所致。

总体看，随着经营规模扩大，近三年公司营业收入稳定提高；公司综合毛利率小幅波动，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，主营业务是家居装饰及家居商场的经营、管理和专业咨询服务。从收入构成来看，主要包括自营商场经营及管理板块的租赁及管理收入和委管商场经营及管理板块的相关收入。

公司采取“自营+委管”双轮驱动扩张模式，即通过经营和管理自营商场和委管商场，为“红星美凯龙”家居装饰及家居商场的商户、消费者和合作方提供全面服务。

近三年，公司家居建材商场经营规模保持较快扩张速度，出租率依然保持较高水平；截至2019年6月底，公司自营商场经营面积占37.77%，委管商场经营面积占62.23%。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5 近三年一期公司商场经营数据变化情况（单位：家、万平方米、%）

商场		2016年			2017年			2018年			2019年6月末		
		数量	营业面积	平均出租率	数量	营业面积	平均出租率	数量	营业面积	平均出租率	数量	营业面积	平均出租率
自营商场	自有	44	368.39	96.70	47	421.48	97.55	53	526.71	96.23	53	560.60	95.00
	租赁	18	109.33		20	116.83		23	131.09		27	157.31	
	合营联营	4	30.61		4	32.29		4	34.09		4	36.28	
委托经营管理商场		134	760.91	96.24	185	943.18	97.63	228	1,202.03	95.00	231	1,242.50	95.00
合计		200	1,269.24	--	256	1,513.77	--	308	1,893.93	-	315	1,996.69	--

资料来源：公司提供

（1）自营模式

自营模式是指就自营商场而言，公司通过自建、购买或者租赁的方式获取经营性物业后，统一对外招商，为入驻商场的商户提供综合服务，包括设计商场内展位、场地租赁、员工培训、销售及市场营销、物业及售后等在内的日常经营及管理以及客户服务，以收取固定的租金及管理收入，可再分为自有商场经营、租赁商场经营和合营联营商场经营。截至2019年6月底，公司自营商场共84家，经营面积745.19万平方米，其中自有商场（包括合营联营商场）和租赁店商场分别为57家和27家，经营面积分别为占79.14%和20.86%。

就自有商场而言，公司全权且独立地负责商场的日常经营管理。公司自有商场计入投资性房地产，不计提折旧，成本主要来自于自有商场的人员工资，毛利率较高。目前，公司自有商场经营环

境相对稳定，除能获得稳定的管理费及租金收入外，还能获取土地及商业物业资产增值所带来的潜在收益。新建商场初期投资规模较大，回报期长，但目前公司投入运营的大部分自有商场的土地获取时间较早且成本较低。近年来公司自有商场（包含合营联营商场）业务平稳发展，2016—2018年，公司自营商场（包括自有、租赁和合联营）的数量及面积由2016年的66家（合计508.33万平方米）增长至80家（合计691.89万平方米）。

合营联营商场一般由公司与合作方共同成立公司，公司不控股，各方股东按照股权比例对应享有经营收益权、资产处置权，公司对相关长期股权投资按照权益法核算并确认投资收益。

租赁商场运营模式和管理模式与自有商场相同，但经营物业权属于出租方。2016—2019年6月，公司租赁店数量有所增长，租赁店数量分别为18家、20家、23家和27家，面积分别为109.33万平方米、116.83万平方米、131.09万平方米和157.31万平方米。租赁店的成本主要为商场经营所产生一切成本、费用、税收，包括租赁金等。截至2019年6月底，公司租赁店涉及的租赁协议的期限主要集中在15年（含15年）以上，少部分为10年以内。

表6 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2019年6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206.92万平方米，占自营商场面积的27.44%。

截至2019年6月底，公司在建家居商场项目5个，分别位于乌鲁木齐、昆明、成都、长沙和南昌，合计建筑面积为80.99万平方米；计划总投资规模为43.12亿元，已完成项目投资额为32.12亿元，剩余投资金额为11.00亿元。公司拟建家居商场项目4个，分别位于昆山、郑州、南宁和赣州；计划总投资规模为60.78亿元，已投资金额为11.60亿元，剩余投资金额为49.18亿元。公司在建、拟建物流项目共6个，计划总投资金额为15.29亿元，剩余投资金额为7.35亿元。

整体看，公司自营商场经营面积规模较大，业务规模发展较高；公司自营商场主要分布在一、二线城市，自营商场租金及管理费收入稳定增长，出租率稳定；公司自营商场在建及拟建项目剩余投资额规模较大，未来面临一定资金需求压力。

（2）委管模式

委管模式是指就委管商场而言，公司无需自持物业，而是通过品牌知名度和家居商场经营经验，派出管理人员为合作方提供全面的咨询和委管服务，委管模式使公司在资本开支相对较低的情况下快速实现营业收入并提升了投资回报率，同时提高市场份额和品牌知名度，也为委管商场合作方带

来稳定的租金收入。委管模式下的业务收入可分为项目前期冠名咨询服务收入、项目年度冠名咨询服务收入、工程项目商业管理咨询费及招商佣金收入。

项目前期冠名咨询服务

公司选择声誉良好、财务稳健的房地产开发商或业主作为合作方。公司在初期阶段协助合作方开展现场尽职调查及初步市场调研；同时，公司为合作方提供土地竞标流程方面的建议。公司通常根据城市级别、商场规模及商场位置等因素向合作方收取固定金额的开业前的项目冠名咨询费，合作方按约定分期付款。

工程项目商业管理咨询服务

获得某块土地并准备开始施工后，大多数合作方会将整个或部分施工过程外包予公司推荐的总承包人。公司参与委管商场的规划、设计和施工过程，确保公司能够在经营的所有商场（包括自营商场以及委管商场）中保持品牌形象、布局 and 风格一致。公司就有关服务向总承包人收取固定金额的商业管理咨询费，费用通常考虑城市级别、商场规模、商场位置及工程规模等因素，总承包人通常于相关委管商场竣工并达到可开业状态后出具建筑商服务确认书，并按合同约定支付款项。

招商服务

公司以自有的市场领导地位、声誉及与品牌商的良好关系帮助委管商场找到合适的优质商户，从而保证商场可以成功开业。公司向合作方收取固定金额的服务招商费，费用通常考虑城市级别、商场规模及商场位置等因素，合作方按合同约定付款。

委托经营管理

商场开业后，公司负责管理该商场，其中包括日常经营及管理、销售、推广、提供广告和客户服务。公司统一招募及管理商场的所有员工，以确保公司经营的所有商场员工达到同样服务水平。公司的合作方承担：商场整修的资本开支、日常经营成本费用，并向公司支付年度管理费。公司一般根据城市级别、商场规模及商场位置等因素，向合作方收取年度管理费。若租金总额超出委管协议规定的特定金额，则公司收取的年度管理费除前述固定金额之外，通常还会包含按租金收益递增的提成。

2016—2019 年 6 月，公司受托经营管理商场数量分别为 134 家、185 家、228 家和 231 家，呈较快增长态势；受托经营管理商场面积分别为 760.91 万平方米、943.18 万平方米、1,202.03 万平方米和 1,242.50 万平方米，呈较快增长态势；公司受托经营管理商场规模持续扩大，且平均出租率保持在较高水平。

截至 2019 年 6 月底，公司受托经营管理商场主要分布在华东（不含上海）（96 家、558.51 万平方米）、西部（不含重庆）（39 家、189.41 万平方米）、华中（32 家、157.81 万平方米）、华北（不含北京、天津）（28 家、160.54 万平方米）和东北（16 家、75.99 万平方米）。

2016—2019 年 6 月，公司关闭委管商场合计 19 家，关闭的主要原因主要是委管合同到期、租赁合同到期以及合作方调整业态等，少部分关闭原因是合作方破产、单方面违约以及经营业绩不佳。与近年来公司委管商场数量增幅相比，商场关闭数量小，对公司委管商场业务经营影响不大。

总体看，近年来，公司委管商场规模快速增长，公司通过向委管商场派驻管理人员进行商场管理，投入规模小，风险可控，有助于公司实现品牌迅速扩张。

3. 商业地产开发业务

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

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

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

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

截至 2019 年 6 月底，公司合并土地储备总建筑面积合计 1,982.29 万平方米，权益口径土地储备建筑面积 1,598.56 万平方米（详细数据见附件 3）。从土储城市能级分布看，公司土地储备权益面积一线二线及省会城市占比约 62.08%，三、四线城市占比约 37.92%。从区域分布看，公司土地储备权益面积中东北占比 4.18%、华北占比 29.80%、华东占比 36.23%、华中占比 4.25%、西北占比 14.99% 和西南占比 10.56%，公司土地储备主要分布在华北、华东和西南地区。截至 2019 年 6 月底，公司土地储备楼面均价在 2,000 元/平方米左右，成本较合理。

总体看，公司土地储备保持较大规模，主要分布在二线及三、四线城市，区域分布主要在华东、华北和西南地区；公司土地储备楼面均价成本较合理。

（2）项目开发情况

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

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

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

从项目开发数据来看，近三年，公司快速拓展商业地产业务规模，新开工面积呈高速增长态势；2019年1—6月，公司新开工面积依然保持了较大的规模，但是增速有所下降；公司竣工面积呈波动

增长态势，2018年公司竣工面积同比下降了34.28%，主要系2014和2015年拿地项目少，新拿地项目集中在2016年下半年及2017年，故以前的老项目竣工面积逐年减少，新拿地项目尚未开始大规模竣工所致；综合以上，公司在建面积呈快速增长态势。

表 7 近三年一期公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
新开工面积	97.06	216.53	728.40	367.18
竣工面积	85.77	175.55	115.36	114.59
期末在建面积	308.56	349.54	962.58	1,215.16

注：上述口径均为并表口径
 资料来源：公司提供

截至2019年6月底，公司在建项目52个，总可售面积合计1,608.48万平方米，总投资额为1,220.29亿元，已完成投资额537.06亿元（详细数据见附件4）；公司在建项目已售面积588.27万平方米，已售金额581.93亿元，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2019年6月底，公司拟建项目4个，分布在柳州、无锡和宁波市象山县，总可售面积45.75万平方米，总投资额34.33亿元，已投资6.24亿元。

总体看，公司在建项目较多，在建面积规模较大，能够保证公司未来销售的需要，公司在建项目实施滚动开发，未来开发资金压力不大。

（3）房产销售情况

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

从销售情况来看，近三年，随着公司快速扩大商业地产业务规模，公司签约销售面积呈高速增长态势；受预售项目地点不同影响，公司签约销售均价有所波动，但仍处于1.00万元/平方米；综上，公司签约销售金额呈快速增长态势。近三年，公司销售回款率有所波动，2017年大幅下降，主要系银行按揭贷款放款政策收紧所致。

表 8 近三年一期公司销售项目结转情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
签约销售面积	122.96	234.72	377.34	225.09
签约销售金额	137.14	259.61	405.08	224.86
签约销售均价	1.12	1.11	1.07	1.00
销售回款率	98.00	76.00	92.00	--

注：签约金额和签约面积包括与联合营合营企业，2019年1—6月销售回款率数据公司未披露
 资料来源：公司提供

截至2019年6月底，公司已完工项目总可售面积为352.08万平方米，已签约销售面积313.03万平方米，平均去化率88.91%，去化率尚可。另外，公司在建项目尚余可售面积1,020.21万平方米，

待售面积规模较大，能够满足未来两年的销售需求；但公司部分项目分布在西宁、晋中、随州、鞍山等三四线城市，可能存在一定去库存压力。

表 9 截至 2019 年 6 月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	已售面积
1	苏州木渎	住宅+商业	苏州	26.93	26.18
2	福州 104 项目	住宅+商业	福州	16.59	16.11
3	无锡龙瑞	住宅+商业	无锡	19.42	12.54
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	14.11
9	无锡柴巷	住宅+商业	无锡	11.62	10.06
10	廊坊红星	住宅	廊坊	21.65	18.58
11	天津华运	住宅+商业	天津	38.51	37.03
12	天津北辰	住宅+商业	天津	21.81	17.42
13	昆明二期	住宅+商业	昆明	58.19	53.30
14	宁波镇海	住宅+商业	宁波	24.40	20.15
15	宁波联丰	住宅	宁波	4.73	3.93
16	无锡滨湖	住宅+商业	无锡	14.68	11.41
17	金华东阳街	住宅+商业	金华	12.33	12.06
合计	--	--	--	352.08	313.03

资料来源：公司提供

整体看，公司签约销售面积大幅增长，带动销售金额大幅增加；公司在建项目待售面积规模较大，能够满足公司未来两年的需求，但部分项目面临一定的去化压力。

4. 经营效率

受公司在建项目不断投入带动流动资产大幅增长影响，公司流动资产周转率持续下降，三年分别为 0.38 次、0.35 次和 0.30 次；存货周转次数随着营业成本的波动而有所波动，三年分别为 0.42 次、0.47 次和 0.34 次；总资产周转率分别为 0.14 次、0.14 次和 0.14 次。

总体看，公司经营效率尚可。

5. 重大事项

子公司美凯龙回购 H 股股份

2018 年 7 月 17 日美凯龙完成 H 股回购并注销相应 H 股股份，实际回购股份合计 3.89 亿股，回购资金总额约 45.81 亿港元，美凯龙此次回购的 H 股股份注销后，注册资本为 35.50 亿元。

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

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

根据子公司美凯龙 2019 年 5 月 16 日《关于控股股东非公开发行可交换公司债券发行完成的公告》内容，经上海证券交易所《关于对红星美凯龙控股集团有限公司非公开发行可交换公司债券挂牌转让无异议的函》（上证函〔2018〕589 号）批复，公司获准以其所持子公司美凯龙部分 A 股股

票及质押期间产生的孳息为标的，面向合格投资者非公开发行总额不超过人民币 150 亿元的可交换公司债券。

公司 2019 年非公开发行可交换公司债券（第一期）发行规模不超过 50 亿，初始换股价格为 12.28 元/股，换股期限自债券发行结束日起满 6 个月后的第一个交易日及 2021 年 1 月 18 日孰晚之日起至债券到期日止。该期债券（债券代码：137079.SH，债券简称：19 红 01EB）已于 2019 年 5 月 14 日发行，实际发行规模为 43.594 亿元，阿里巴巴（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；公司持股比例下降至 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。

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

6. 经营关注

（1）公司商业地产部分在售项目位于三四线城市，存在一定去化压力

公司商业地产部分位于三、四线城市，存在一定去化压力。房地产市场受宏观调控影响较大，存在较大不确定性。

（2）未来开发资金需求规模较大

公司家居板块在建拟建项目尚需投资金额较大，且房地产板块在建项目尚需投资规模较大，公司面临一定的资金支出压力。

7. 未来发展

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

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

总体看，公司未来发展主要结合自身优势发挥协同效应，可实施性较强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2016—2018 年合并财务报表数据均经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部最新修订的企业会计准则。本报告中使用的 2019 年 1—6 月的财务数据由公司提供，未经审计。2016—2018 年，公司合并范围变化频繁，截至 2018 年底，公司合并范围内子公司已超过 500 家，由于公司主营业务不变，合并子公司规模占公司总资产规模不大，公司财务报表仍具有较强的可比性。

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

截至 2019 年 6 月底，公司合并资产总额 2,310.21 亿元，负债总额 1,662.87 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）647.34 亿元，归属于母公司所有者权益 425.35 亿元。2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 125.72 亿元，净利润（含少数股东损益）27.84 亿元，归属于母公司所有者的净利润 17.92 亿元；经营活动产生的现金流量净额 33.22 亿元，现金及现金等价物净增加额 65.16 亿元。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模持续上升，年均复合增长 27.62%，主要系流动资产和非流动资产共同增长所致。截至 2018 年底，公司资产总额 2,059.10 亿元，较年初增长 28.14%；流动资产占比 45.53%，非流动资产占比 54.47%，资产结构以非流动资产为主。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产规模呈稳定上升态势，年均复合增长 44.66%，主要系存货、货币资金、其他应收款增长所致。截至 2018 年底，公司流动资产合计 937.42 亿元，较年初增长 35.45%，公司流动资产主要由货币资金（占 18.91%）、其他应收款（占 17.87%）、存货（占比 51.64%）和其他流动资产（占 7.17%）构成。

2016—2018 年，公司货币资金呈波动增长态势，年均复合增长 23.93%，其中 2017 年大幅增长 92.45%，主要系当年公司商业地产住宅签约销售额大幅增长以及净融资规模大幅增长所致。截至 2018 年底，公司货币资金 177.25 亿元，较年初下降 20.20%，主要系当年公司对外净投资规模较大以及净融资额大幅下降所致；公司货币资金主要由银行存款（占 94.55%）和其他货币资金（占 5.18%）构成；受限资金 19.23 亿元，占货币资金的 10.85%，受限比例一般。

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。2016—2018 年，公司其他应收款年均复合增长 32.16%，2017 年大幅增长 84.39%，主要系公司 2017 年往来款、为项目支付的定金与保证金大幅增涨所致。截至 2018 年底，公司其他应收款为 166.51 亿元，较年初减少 5.27%，主要系定金及保证金的减少所致；在其他应收款中，欠款金额前五大公司的其他应收款占比为 26.92%，集中度不高，前五大客户包含四家关联企业和一家非关联企业，其他应收款对公司资金形成较大占用。

表 10 截至 2018 年底公司前五名其他应收款余额构成（单位：万元、%）

单位名称	与公司关系	款项性质	余额	账龄	占比
保山红星城乡投置业有限公司	关联方	借款及往来款	136,653.39	1 年以内	8.07
太原星光寰宇房地产开发有限公司	关联方	借款及往来款	127,325.60	1 年以内	7.52

徐州茂星置业有限公司	关联方	借款及往来款	86,389.99	1 年以内	5.10
太原市龙城南部置业有限公司	非关联方	借款及往来款	55,880.00	1 年以内	3.30
太原双明凯龙房地产开发有限公司	关联方	借款及往来款	49,588.17	1 年以内	2.93
合计	--	--	455,837.15	--	26.92

资料来源：公司提供

2016—2018 年，公司存货呈上升态势，年均复合增长 58.28%，主要系房地产开发项目不断投入所致。截至 2018 年底，公司存货账面价值 484.06 亿元，较年初增长 95.68%，主要系商业地产、住宅销售板块业务发展，使得开发成本增加所致；公司存货中开发成本占比 88.43%，开发产品占比 10.99%，公司未对存货计提跌价准备，考虑到公司有部分地产项目位于东北、西宁等地区，未来可能存在一定的去化压力，存在一定的存货跌价风险。

2016—2018 年，公司其他流动资产呈波动增长态势，年均复合增长 48.17%。截至 2018 年底，公司其他流动资产为 67.18 亿元，较年初增长 164.19%，主要系公司预缴税金和理财产品的增加以及公司新增融资租赁业务和保理业务²所致。其中预缴税金为 27.22 亿元，占比为 40.51%；理财及其他 23.61 亿元，占比为 35.14%；应收保理款 5.23 亿元，占比为 7.78%。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产呈持续增长，年均复合增长率为 17.22%，主要系投资性房地产和其他非流动资产增加所致；截至 2018 年底，公司非流动资产合计 1,121.68 亿元，较年初增长 22.62%；公司非流动资产主要由长期股权投资（占比 7.31%）、投资性房地产（占比 75.25%）和其他非流动资产（占比 6.75%）构成。

2016—2018 年，公司长期股权投资呈快速增长态势，年均复合增长 68.75%，主要系对外投资规模持续扩大所致；截至 2018 年底，公司长期股权投资为 82.00 亿元，较年初增长 1.48 倍，主要系公司新增投资合联营项目，如上海、南通、徐州、海南等。

公司投资性房地产采用公允价值计量。2016—2018 年，公司投资性房地产呈稳定增长趋势，年均复合增长 8.64%。截至 2018 年底，公司投资性房地产为 844.08 亿元，较年初增长 12.44%，主要系外购增加以及公允价值增加所致。2018 年投资性房地产公允价值增加 37.92 亿元，投资性房地产存在一定的公允价值波动风险。

2016—2018 年，公司其他非流动资产呈不断增长态势，年均复合增长 75.98%；截至 2018 年底，公司其他非流动资产 75.75 亿元，较年初增长 64.60%，主要系新增土地整理相关收益权 18.36 亿元所致；公司其他非流动资产主要由预付办公楼购置款（占 26.71%）、预付工程款（占 13.92%）和土地整理相关收益权（占 24.24%）构成。

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

截至 2019 年 6 月底，公司资产合计 2,310.21 亿元，较年初增长 12.20%；公司流动资产和非流动资产分别占 48.27%和 51.73%，资产构成较年初变化不大。

总体看，近年来公司随着经营规模的扩大，资产规模增长较快，以非流动资产为主，公司货币资金充足。流动资产中，存货中有部分项目位于东北、西宁等地，可能影响存货周转速度；其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用；投资性房地产公允价值稳定增长，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大，资产质量一般。

² 公司通过上海市商务委员会批准成立商业保理公司，于 2018 年起开展商业保理业务。

3. 负债及所有者权益

负债

2016—2018 年，公司负债规模呈逐年上升态势，年均复合增长 34.37%，流动负债和非流动负债均有增加。截至 2018 年底，公司负债总额 1,479.73 亿元，较年初增长 36.52%，其中流动负债占比 51.86%，非流动负债占比 48.14%，负债结构较为均衡。

2016—2018 年，公司流动负债呈逐年上升态势，年均复合增长 49.96%。截至 2018 年底，公司流动负债 767.41 亿元，较年初增长 61.91%，主要系短期借款和预收账款的增加所致。公司流动负债中，主要由短期借款（占比 9.81%）、应付账款（占比 7.66%）、预收款项（占比 43.20%）、其他应付款（占比 18.34%）和一年内到期的非流动负债（占比 13.00%）构成。

2016—2018 年，公司短期借款呈波动增长态势，年均复合增长 84.95%；截至 2018 年底，公司短期借款 75.30 亿元，较年初增加 522.83%，主要系公司对外投资规模扩大补充资金所致。

公司应付账款主要由应付工程款构成。2016—2018 年，公司应付账款年均复合增长 44.98%；截至 2018 年底，公司应付账款 58.80 亿元，较年初增加 131.34%，主要系应付工程款增加所致。

公司预收款项主要由预收的房屋销售款以及预收的租金构成。2016—2018 年，公司预收款项呈上升态势，年均复合增长 84.34%。截至 2018 年底，公司预收款项为 331.51 亿元，较年初增加 104.37%，主要系公司房屋预售增长带来的预收房款增加所致。

2016—2018 年，公司其他应付款呈波动增长态势，年均复合增长 15.19%，主要系往来借款增加所致；截至 2018 年底，公司其他应付款 128.52 亿元，较年初增长 6.35%，主要系代收商户货款以及缴纳的保证金和押金增长所致。截至 2018 年底，公司其他应付款主要由往来款（占比 35.55%）、保证金、押金（占比 20.07%）和代收商户货款（占比 18.93%）构成。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债年均复合增加 17.82%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 99.80 亿元，较年初减少 15.18%，主要系偿还债券所致。

2016—2018 年，公司非流动负债规模呈逐年上升态势，年均复合增长 22.04%，主要系长期借款、应付债券增长所致。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 712.32 亿元，较年初增加 16.78%，系长期借款、应付债券、递延所得税负债以及其他非流动负债的增加所致；非流动负债主要由长期借款（占比 46.91%）、应付债券（占比 25.07%）、递延所得税负债（占比 17.08%）以及其他非流动负债（占比 8.68%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款年均复合增长 22.86%，主要系公司经营规模扩大，融资需求增加所致。截至 2018 年底，公司长期借款 334.18 亿元，较年初增加 6.97%。

2016—2018 年，公司应付债券呈不断增长趋势，年均复合增长 12.40%；截至 2018 年底，公司应付债券为 178.60 亿元，较年初增长 19.05%，主要系公司及美凯龙发行债券所致。

2016—2018 年，公司递延所得税负债年均复合增长 13.37%；截至 2018 年底，公司递延所得税负债为 121.67 亿元，较年初增加 17.33%，主要系因投资性房地产公允价值变动产生的递延所得税负债增加所致。

2016—2018 年，公司其他非流动负债均复合增长 285.86%；截至 2018 年底，公司其他非流动负债为 61.84 亿元，较年初增加 122.87%，主要系项目前期品牌咨询委托管理费以及商业地产抵押贷款支持证券的增加所致。其中商业地产抵押贷款支持证券为 48.49 亿元，占比为 78.42%，主要系公司于 2018 年 7 月 12 日发行家居商场资产支持证券“红星美凯龙资产支持专项计划”，包含优先 A 类“18 红美 A1”22.89 亿元、优先 B 类“18 红美 A2”2.11 亿元，以及次级类“18 红美次”1.00 亿元。

2016—2018 年，公司全部债务规模逐年上升，年均复合增长 27.57%，主要系公司业务扩张，融

资需求增加所致。截至 2018 年底，公司全部债务为 749.70 亿元，以长期债务为主，长期债务为 564.80 亿元，债务结构尚属合理。2016—2018 年，公司的资产负债率分别为 64.82%、67.46%和 71.86%，全部债务资本化比率分别为 50.88%、54.23%和 56.41%，长期债务资本化比率分别 45.22%、48.39%和 49.36%，公司债务负担有所加重。

截至 2019 年 6 月底，公司负债总额 1,662.87 亿元，较年初增长了 12.38%。公司全部债务为 834.67 亿元，较年初增长 11.33%，增幅较大；公司债务结构以长期债务为主（占 77.50%），债务结构合理。截至 2019 年 6 月底，公司的资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 71.98%、56.32%和 49.98%，分别较 2018 年底提高 0.12 个百分点、下降 0.09 个百分点和提高 0.62 个百分点，公司债务负担变化不大。

表 11 截至 2019 年 6 月底公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	1 年以内（含 1 年）	1~3 年	3 年以上
金额	187.80	414.23	232.65
占比	22.50	49.63	27.87

注：阿里战略投资可交债未包含在内
资料来源：公司提供

总体看，公司流动负债与非流动负债分布较为均衡，公司近年来融资规模逐年增加，债务负担有所加重，但债务偿付压力整体可控。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益呈逐年增长趋势，年均复合增长率为 14.14%。截至 2018 年底，公司所有者权益 579.37 亿元，较年初增长 10.79%，主要系未分配利润增加所致；归属于母公司所有者权益合计 366.23 亿元，其中股本占比 0.27%，资本公积占比 11.63%，其他综合收益占比 2.55%，未分配利润占比 85.41%；截至 2018 年底，公司少数股东权益为 213.15 亿元（占 36.79%），较年初增长 6.74%，主要系旗下上市公司美凯龙所有者权益增加导致，公司少数股东权益以美凯龙非公司控制权益构成为主，辅以部分并表合作项目少数股东权益。公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益稳定性有待提升。

截至 2019 年 6 月底，公司所有者权益合计 647.34 亿元，较年初增长 11.73%；归属于母公司的所有者权益为 425.35 亿元，占比为 65.71%，归属于母公司的所有者权益中未分配利润占 78.30%，其他权益工具占比 10.25%（为可交债“19 红 01EB”1，发行金额为 43.594 亿元，起息日 2019 年 5 月 14 日，到期日 2024 年 5 月 14 日），资本公积占 8.65%。

总体看，公司未分配利润、少数股东权益和其他权益工具占比较高，所有者权益结构稳定性有待提高。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入年均复合增长 23.94%；2018 年，公司实现营业收入 248.18 亿元，主要系委托经营管理、租赁及管理收入以及商业地产及住宅销售业务结转收入增加所致；实现净利润 61.82 亿元，同比增长 32.38%，主要系公司盈利情况较好，收入增长所致；实现归属于母公司所有者的净利润 39.57 亿元，同比增长 30.91%。

期间费用方面，2016—2018 年，公司费用总额呈波动增长趋势，年均复合增长 34.66%。2018 年，公司费用总额 73.59 亿元，同比增长 36.86%。2016—2018 年，公司销售费用呈快速稳定增长态势，年均增长 33.22%，主要系随公司业务规模扩大，人工成本增加所致；2018 年，公司销售费用为

25.84 亿元，同比增长 36.05%。2016—2018 年，公司管理费用亦呈大幅增长态势，年均增长 36.35%，主要系公司经营规模扩大；2018 年，公司管理费用为 31.31 亿元，同比增长 52.54%。2016—2018 年，公司财务费用亦呈大幅增长态势，年均增长 33.81%，主要系公司有息债务规模持续扩大所致；2018 年，公司财务费用 16.44 亿元，同比增长 15.36%。2016—2018 年，公司的费用收入比分别为 25.12%、26.82 和 29.65%，呈小幅提升态势，主要系公司商业地产业务规模快速扩大，新增签约项目尚未到结转周期，形成时间性差异，考虑到公司自营家居商场、委托经营管理和商业管理业务的高毛利率，公司费用收入比尚可。

从利润构成来看，2016—2018 年，公司公允价值变动收益呈快速增长态势，年均复合增长 39.41%，主要系公司自有物业数量持续扩张以及自持物业升值所致；2018 年，公司公允价值变动收益 37.39 亿元，同比增长 75.44%；2016—2018 年，公司公允价值变动收益占营业利润的 37.55%、32.99%和 45.63%，对利润影响较大。2016—2018 年，公司投资收益呈波动增长态势，2017 年大幅增长以及 2018 年下降幅度较大，主要系公司处置长期股权投资所产生的收益波动所致；2018 年，公司投资收益为 6.32 亿元，同比减少 28.12%；2016—2018 年，公司投资收益占营业利润的 2.25%、13.60%和 7.71%，对利润影响尚可。

从盈利指标来看，2016—2018 年，公司营业利润率基本稳定，分别为 47.33%、44.98%和 45.64%，近三年保持较高水平。2016—2018 年，公司总资本收益率有所增长，总资产报酬率较为平稳、净资产收益率有所增长；2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.46%、5.35%和 11.22%，较上年分别增长 0.45 个百分点、下降 0.23 个百分点和增长 1.57 个百分点。公司盈利能力尚可。

2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 125.72 亿元，同比增长 42.54%，主要系房地产销售收入增加所致；实现净利润 27.84 亿元，同比下降 10.58%，主要系收入结构变动导致营业成本增加所致。

总体看，近三年公司营业收入快速上升，营业利润率保持较高水平。公司近年来自有物业评估价值持续升高，盈利对公允价值变动收益较为依赖。公司期间费用收入比较高，但是考虑到公司业务毛利率较高以及结转收入规模相对较小，对利润的侵蚀不大。

5. 现金流

从经营活动看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入呈大幅增长态势，年均复合增长 64.38%；2018 年，公司经营活动现金流入 505.53 亿元，同比增长 67.83%，主要系公司家居商场业务规模扩大以及商业地产签约销售金额大幅增长所致。2016—2018 年，公司经营活动现金流出亦呈大幅增长态势，年均复合增长 59.61%，增速小于经营活动现金流入；公司经营活动现金流出为 443.80 亿元，同比增长 59.56%。综合以上，2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 12.89 亿元、23.07 亿元和 61.72 亿元。

从投资活动看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入呈波动下降态势，年均复合下降 26.84%，主要受公司对外资金拆借、委托贷款等金融活动回款波动下降影响所致；2018 年，公司投资活动现金流入 29.20 亿元，同比下降 47.89%，主要系处置子公司及其他营业单位收到的现金净额减少所致。2016—2018 年，公司投资活动现金流出波动增长，年均增长 28.49%，主要系公司经营规模扩大增加固定资产投资以及增加对外股权投资力度所致；2018 年，公司投资活动现金流出 212.82 亿元，同比增长 80.64%，主要系公司购建固定资产、无形资产以及对外投资增加所致。综合以上，2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-74.34 亿元、-61.77 亿元和-183.61 亿元。

从筹资活动看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入呈快速增长态势，年均复合增长 41.28%，

主要系随着公司经营规模扩大，债务融资力度持续增加所致；2018年，公司筹资活动现金流入568.64亿元，同比增长78.09%。2016—2018年，公司筹资活动现金流出亦呈快速增长态势，年均复合增长56.80%，主要系偿还债务支出增加所致；2018年，公司筹资活动现金流出490.02亿元，同比增长159.65%。综合以上，2016—2018年，公司筹资活动现金流量净额分别为85.59亿元、130.58亿元和78.62亿元。

2019年1—6月，公司经营活动现金流量净额33.22亿元，投资活动现金流量净额-36.52亿元，筹资活动现金流量净额68.46亿元。

总体看，公司经营活动现金流呈持续净流入状态；随着公司家居市场业务和商业地产业务持续拓展、在建项目的投入、对外股权投资增加以及对关联方等机构借款增加，公司投资支出加大；考虑到公司的建设资金支出需求，仍存在一定的外部筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率分别为1.31倍、1.46倍和1.22倍；公司现金短期债务比分别为1.23倍、1.72倍和0.97倍，现金类资产对短期债务保护程度有所下降。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA持续增长，分别为64.56亿元、82.20亿元和101.88亿元；2018年，公司EBITDA主要由利润总额（占78.50%）和计入财务费用的利息支出（占17.69%）。2016—2018年，公司EBITDA利息倍数分别为2.47倍、2.19倍和2.34倍，EBITDA对利息的覆盖程度良好；EBITDA全部债务比分别为0.14倍、0.13倍和0.14倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

从融资能力来看，公司与多家银行建立了良好合作关系，截至2019年6月底，公司获得的银行授信额度合计661.58亿元，尚未使用的授信额度为336.97亿元，公司持续拓展间接融资渠道。

截至2019年6月底，除按揭担保外，公司对外担保余额为84.55亿元，占公司净资产的13.06%，对外担保规模尚可；公司对外担保对象以合营公司和联营公司为主，担保风险可控。

截至2019年6月底，公司涉及重大未决诉讼为长沙理想房地产开发有限公司（本诉原告、反诉被告，以下简称“长沙理想”）诉红星家居（本诉被告、反诉原告）合作开发合同纠纷案。2018年12月7日，湖南省高级人民法院对此案进行了一审宣判，2018年12月20日公司提起上诉。2019年3月14日，原被告双方签署了和解协议，约定双方均同意向法院撤回上诉申请，由双方按照湖南高级人民法院作出的一审民事判决书履行判决义务。根据上述湖南省高级人民法院的判决、《和解协议》的约定并经美凯龙理预计，美凯龙本案遭受的损失预计最高不超过1.54亿元，美凯龙已于2019年3月21日收到车建兴先生通过其控制的企业支付的前述款项。截至2019年4月24日，实际控制人就长沙理想案件的承诺事项，已履行完毕。

根据中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G1031011507926080I），截至2019年10月10日，公司未结清贷款不存在欠息、垫款、不良或关注等信息，过往履约情况良好。

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

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年 6 月底，公司债务总额为 834.67 亿元，本期拟发行债券规模为 15.00 亿元，相对于目前公司负债规模，本期债券发行额度较小，对公司负债水平的影响不大。

以 2019 年 6 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 15.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 50.56%、56.76%和 72.16%，分别较发行前提高 0.57 个百分点、0.44 个百分点和 0.18 个百分点，公司的负债水平略有提高。

2. 本期公司债偿还能力分析

以 2018 年底相关财务数据为基础，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为本期债券发行额度（15.00 亿元）的 6.79 倍和 33.70 倍，EBITDA 与经营现金流入量对本期债券的覆盖程度较高；经营活动现金净流量为本期债券发行额度（15.00 亿元）的 4.11 倍，对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在家居行业龙头地位、房地产土地储备等方面的优势，以及良好的经营状况和较强的盈利能力，公司对本期债券的偿还能力极强。

九、综合评价

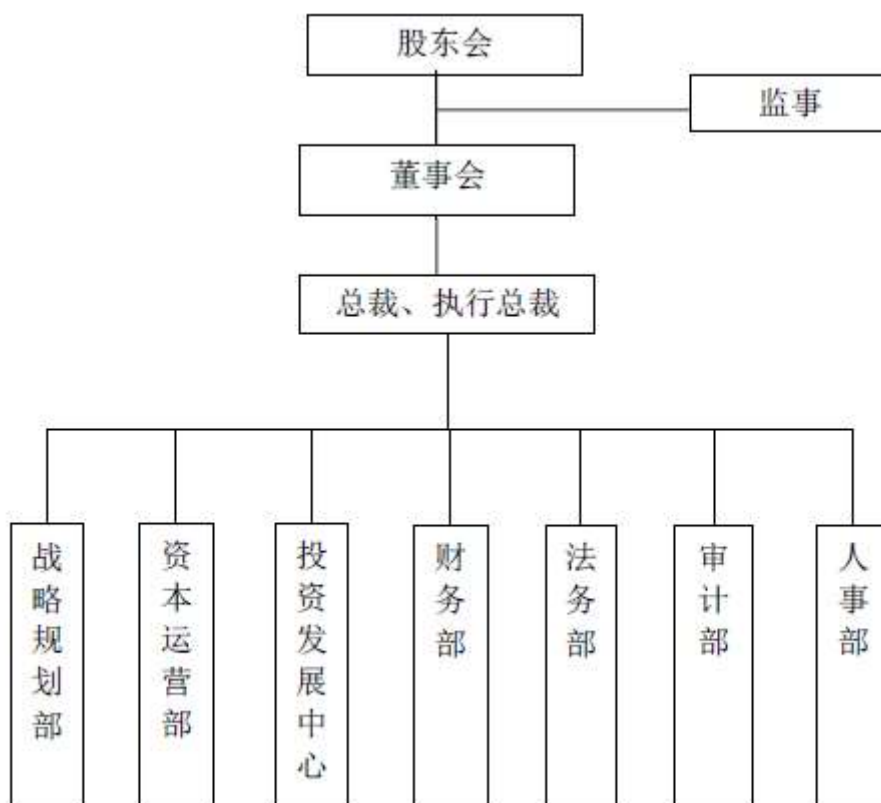
公司作为全国性家居装饰及家居商场运营龙头企业，在行业地位、品牌知名度、运营经验和业务协同性等方面具有优势；公司经营规模持续扩大，家居商场收入稳定增长，商业地产签约销售面积及金额大幅增长，债务结构合理、盈利能力较强且经营活动现金流呈持续净流入态势。此外，阿里已认购公司发行的可交换债券，双方进行战略合作事宜或将提升公司整体竞争力。同时，联合评级也关注到公司部分项目位于三四线城市存在一定去化压力、未来开发资金需求规模较大、其他应收款规模较大对资金形成一定占用、资产受限规模较大、营业利润受公允价值变动收益影响较大以及所有者权益稳定性有待提高等因素给公司信用水平带来的不利影响。

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

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

附件 1 红星美凯龙控股集团有限公司

组织结构图



附件 2 红星美凯龙控股集团有限公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	1,264.22	1,606.87	2,059.10	2,310.21
所有者权益（亿元）	444.70	522.94	579.37	647.34
短期债务（亿元）	93.57	129.23	184.90	187.80
长期债务（亿元）	367.06	490.31	564.80	646.88
全部债务（亿元）	460.64	619.54	749.70	834.67
营业收入（亿元）	161.55	200.44	248.18	125.72
净利润（亿元）	40.46	46.70	61.82	27.84
EBITDA（亿元）	64.56	82.20	101.88	--
经营性净现金流（亿元）	12.89	23.07	61.72	33.22
流动资产周转次数（次）	0.38	0.35	0.30	--
存货周转次数（次）	0.42	0.47	0.34	--
总资产周转次数（次）	0.14	0.14	0.14	--
现金收入比率（%）	108.73	136.22	176.00	202.33
总资本收益率（%）	6.09	6.01	6.46	--
总资产报酬率（%）	5.30	5.58	5.35	--
净资产收益率（%）	9.38	9.65	11.22	--
营业利润率（%）	47.33	44.98	45.64	49.79
费用收入比（%）	25.12	26.82	29.65	32.70
资产负债率（%）	64.82	67.46	71.86	71.98
全部债务资本化比率（%）	50.88	54.23	56.41	56.32
长期债务资本化比率（%）	45.22	48.39	49.36	49.98
EBITDA 利息倍数（倍）	2.47	2.19	2.34	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.13	0.14	--
流动比率（倍）	1.31	1.46	1.22	1.29
速动比率（倍）	0.75	0.94	0.59	0.65
现金短期债务比（倍）	1.23	1.72	0.97	1.31
经营现金流动负债比率（%）	3.78	4.87	8.04	3.84
EBITDA/本期发债额度（倍）	4.30	5.48	6.79	--

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. 一年内到期的非流动负债扣除一年内到期的长期租金部分后计入短期债务，其他流动负债中的超短期融资券已计入短期债务；长期应付款中融资租赁款已计入长期债务，其他非流动负债中的商业地产抵押贷款支持证券已计入长期债务；4. EBITDA 利息倍数中使用的资本化利息为地产子公司和家居子公司两家资本化利息合计数

附件 3 截至 2019 年 6 月底公司土地储备情况（单位：万平方米）

项目简称	总建筑面积	土地储备	权益土储
沈阳铁西	6.08	0.07	0.07
沈阳建博	14.88	14.70	7.49
长春红星	15.12	12.62	12.62
鞍山红星	27.79	19.40	19.40
大连红星	28.64	0.05	0.03
哈尔滨鼎顺	60.66	27.14	27.14
杨家峪三期	14.98	14.74	13.71
天津临港	17.62	16.92	14.47
太原迎泽西	18.51	16.66	13.33
杨家峪项目	21.18	20.49	17.53
天津北辰	23.19	3.43	3.43
廊坊红星	25.83	2.05	2.05
天津蓟县	40.14	36.12	32.87
太原解放路	40.53	36.48	36.48
廊坊星龙	41.22	16.47	16.47
天津生态城	50.50	45.45	45.45
青岛红星	57.19	51.47	24.15
太原晋中	142.83	128.55	76.04
太原王家峰	58.55	52.70	36.59
济南商河	69.06	62.15	62.15
衡水星龙	72.37	65.14	60.58
天津华运	79.04	20.98	13.63
郑州华商汇	14.86	13.38	7.36
宁波联丰	5.45	0.30	0.28
象山星龙	7.51	7.33	6.27
安吉红星	7.90	6.98	6.98
象山凯胜	9.94	9.65	8.26
象山美龙	10.25	10.00	8.56
无锡华广	10.65	10.14	6.08
丹阳项目	12.46	11.72	11.72
诸暨五泄	13.32	9.83	9.73
无锡新广	14.01	13.33	8.00
华金街 5 号	15.37	15.20	12.59
无锡龙博	15.37	0.53	0.27
上海浦江	15.80	0.27	0.27
无锡滨湖	16.18	3.96	3.96
金华东阳街	18.08	0.94	0.65

绍兴项目	18.86	16.97	15.78
无锡龙瑞	21.48	6.90	3.52
苏州吴江	61.99	38.39	31.95
江西南昌	81.27	73.14	53.25
温州惠民	24.88	24.53	13.49
上海金山	27.07	9.30	8.65
南昌湾里	31.02	27.92	15.36
苏州凯润	31.37	0.89	0.53
宁波镇海	33.79	8.63	8.03
福州 104 亩	35.46	13.55	8.13
浙江慈溪	36.93	33.24	30.91
盐城凯龙	50.91	45.82	37.94
温州星龙	50.95	45.85	45.85
华金街 3 号	51.47	46.32	38.36
宿迁沭阳	53.29	50.18	50.18
盐城建湖	54.79	49.31	25.15
常州红星	76.70	32.39	32.39
赣州项目	106.38	95.74	67.02
象山洪美	10.83	9.75	9.07
航天城一期	22.09	21.53	18.42
武汉	55.66	53.85	49.54
乌鲁木齐民族村	8.18	7.96	7.96
乌鲁木齐石家园子	8.99	7.73	7.73
乌鲁木齐乌板路	11.36	10.90	8.72
海拉尔	13.73	12.36	11.49
兰州定远	42.31	38.08	22.85
乌鲁木齐环卫路	43.93	40.35	40.35
西宁海湖	48.03	43.23	43.23
西宁项目	86.69	133.54	97.22
重庆蔡家	19.28	17.36	17.36
昆明一期	23.45	0.05	0.03
柳州红星	37.84	37.51	34.51
柳州官塘	43.99	39.59	39.59
重庆垫江	52.95	47.65	42.89
昆明官渡	59.40	56.50	26.51
昆明二期	84.83	7.95	7.95
--	2,635.24	1,982.29	1,598.56

注 1. 土地储备面积=项目未结转建筑面积
 资料来源：公司提供

附件 4 截至 2019 年 6 月底公司在建项目情况（单位：亿元、万平方米）

序号	项目名称	预计完工时间	计划总投资	建筑面积	总可售面积	已售面积
1	常州红星	2020.08	30.81	71.53	42.51	28.77
2	鞍山红星	2025.01	20.00	50.18	36.28	14.30
3	廊坊星龙	2019.09	21.72	41.22	37.74	27.41
4	哈尔滨	2020.01	34.36	56.93	49.66	48.35
5	苏州吴江	2019.08	64.00	56.38	40.96	36.89
6	天津蓟县	2019.09	27.15	33.08	25.05	21.32
7	山西太原	2021.12	12.07	17.92	10.24	--
8	江西南昌	2020.12	34.99	81.27	69.83	13.55
9	山西晋中	2019.09	68.28	142.83	111.88	45.87
10	西宁项目	2023.11	71.65	133.22	126.87	48.56
11	西安置业	2020.06	11.32	21.62	19.66	17.85
12	昆明官渡	2020.12	36.34	53.70	57.25	36.87
13	安吉红星	2020.09	8.29	7.50	7.01	1.51
14	青岛红星	2021.02	25.00	55.00	46.80	24.82
15	海拉尔	2020.09	6.43	13.84	12.91	1.55
16	太原杨家峪	2020.05	10.86	21.29	15.02	14.52
17	柳州项目	2019.09	24.50	32.44	20.38	12.08
18	沈阳建博	2019.09	8.35	13.94	10.02	0.88
19	武汉项目	2019.12	31.00	56.04	38.85	24.07
20	华金街 3 号	2020.03	29.06	52.71	36.15	23.51
21	华金街 5 号	2019.10	9.11	15.26	10.67	10.64
22	南昌湾里	2020.12	19.37	30.06	16.66	6.15
23	盐城建湖	2020.12	24.01	54.93	43.49	4.70
24	象山美龙	2020.10	5.69	10.24	7.80	4.53
25	象山凯胜	2020.10	6.79	9.86	7.37	--
26	天津临港	2020.12	13.70	16.44	11.55	0.37
27	济南商河	2020.09	31.47	71.34	44.69	17.88
28	浙江慈溪	2021.01	18.10	34.89	23.55	6.93
29	盐城凯龙	2021.06	30.00	50.76	29.11	10.68
30	重庆蔡家	2020.01	3.84	19.29	5.91	3.46
31	太原王家峰	2021.11	17.20	50.85	43.68	13.14
32	杨家峪三期	2019.09	8.76	14.81	10.77	5.16
33	温州星龙	2022.05	36.38	50.41	42.80	21.49
34	乌鲁木齐民族村	2020.12	7.64	8.71	7.33	0.12
35	天津生态城	2021.07	50.30	45.12	33.34	10.01
36	丹阳	2020.12	12.12	12.46	10.92	--
37	华商汇	2021.09	6.94	14.86	13.76	--

38	乌鲁木齐板房沟	2020.09	10.25	10.73	10.41	--
39	乌鲁木齐环卫路	2020.12	26.86	40.00	37.17	3.55
40	乌鲁木齐石家园子	2021.12	8.23	8.56	8.44	3.72
41	诸暨五泄	2022.12	13.98	13.32	11.22	--
42	绍兴项目	2021.09	14.04	18.86	12.78	2.24
43	西宁海湖路	2020.09	27.50	45.58	35.39	6.99
44	兰州定远	2021.12	18.00	43.13	39.42	0.46
45	重庆垫江	2021.12	31.00	71.89	63.36	6.10
46	赣州凯越	2024.12	50.72	118.44	70.89	7.27
47	衡水桃城南环项目	2022.05	41.12	76.98	39.86	--
48	象山洪美	2020.12	7.41	10.83	2.86	--
49	宿迁沐阳	2023.12	25.26	60.59	38.79	--
50	温州惠民路	2022.05	30.33	25.12	16.80	--
51	长春红星	2021.12	8.95	15.12	15.12	--
52	太原解放路	2022.08	29.04	41.05	27.50	--
汇总	--	--	1,220.29	2,123.15	1,608.48	588.27

资料来源：公司提供

附件 5 有关计算指标的计算公式

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

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 6 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 红星美凯龙控股集团有限公司 公开发行 2020 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

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

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

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

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

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

