跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1390 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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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公开发行的“18 红星 01”“19 红星 01”“19 红星 03”“20 红星 01”和“20 红星 02”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：www.unitedratings.com.cn

红星美凯龙控股集团有限公司
公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 红星 01	3.00 亿元	3 年(2+1)	AAA	AAA	2019 年 6 月 18 日
19 红星 01	10.00 亿元	3 年(2+1)	AAA	AAA	2019 年 6 月 18 日
19 红星 03	10.00 亿元	3 年(2+1)	AAA	AAA	2019 年 6 月 18 日
20 红星 01	6.00 亿元	3 年(2+1)	AAA	AAA	2020 年 1 月 2 日
20 红星 02	4.00 亿元	5 年(3+2)	AAA	AAA	2020 年 1 月 2 日

跟踪评级时间：2020 年 6 月 24 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	1,606.87	2,059.10	2,336.92
所有者权益（亿元）	522.94	579.37	655.96
长期债务（亿元）	490.31	564.80	548.57
全部债务（亿元）	619.54	749.70	842.16
营业收入（亿元）	200.44	248.18	332.26
净利润（亿元）	46.70	61.82	54.24
EBITDA（亿元）	82.20	101.88	108.53
经营性净现金流（亿元）	23.07	61.72	50.91
营业利润率（%）	44.98	45.64	44.01
净资产收益率（%）	9.65	11.22	8.78
资产负债率（%）	67.46	71.86	71.93
全部债务资本化比率（%）	54.23	56.41	56.21
流动比率（倍）	1.46	1.22	1.08
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.14	0.13
EBITDA 利息倍数（倍）	2.19	2.34	1.96
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.49	3.09	3.29

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；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

红星美凯龙控股集团有限公司（以下简称“公司”或“红星控股”）保持了在家居业务市场很高的市场地位，家居商场店面及经营管理面积均有增加，且其出租率仍然保持在较高水平，家居商场收入持续增长。公司地产开发业务土地储备较为充裕，签约销售规模增长明显。公司资产规模持续扩大，债务结构以长期债务为主。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，联合信用评级有限公司（以下简称“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、资产受限规模较大和营业利润受公允价值变动收益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的不断增加和实现运营以及公司地产在建项目持续销售，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时维持“18 红星 01”“19 红星 01”“19 红星 03”“20 红星 01”和“20 红星 02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．**公司家居业务市场地位较高，经营规模持续增长。**公司仍是国内经营面积最大、地域覆盖范围最广的家居商场运营商。公司家居商场经营店面持续增加，出租率仍保持在较高水平，家居营业收入持续增长。

2．**公司地产开发业务发展情况较好。**公司地产开发业务土地储备充足，签约销售面积和金额均有明显增长，销售状况良好。

3．**公司资产规模持续增长，长期债务占**

比高。公司资产规模较大且持续增长，有息债务以长期债务为主。

4．可交债发行有望加强与阿里的合作。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。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。

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，公司面临一定的公允价值波动风险。

3．公司其他应收款和受限资产规模大，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需要得到进一步优化。

4．公司所有者权益稳定性有待提高。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　登记编号（R0040219070001）
卢　瑞　登记编号（R0040218090002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

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

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

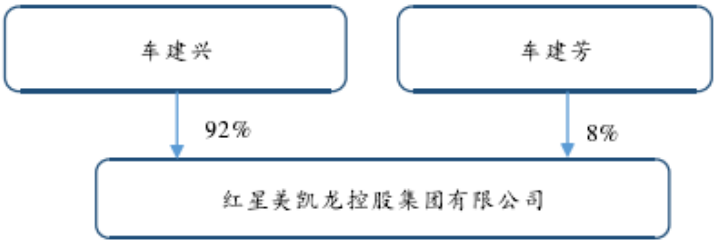
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

红星美凯龙控股集团有限公司（以下简称“红星控股”或“公司”）前身为上海红星美凯龙投资有限公司，由车建兴和车建芳于2007年共同出资组建，成立时注册资本人民币1,600万元，其中车建兴以现金出资1,472万元，占注册资本的92%，车建芳以现金出资128万元，占注册资本的8%，车建兴与车建芳为兄妹关系。2016年12月，公司改为现名。经多次未分配利润转增注册资本以及股东增资，截至2019年底，公司注册资本为2亿元，实收资本为1亿元，其中车建兴持股比例为92%，车建芳持股比例为8%，车建兴为公司实际控制人。

图 1　截至 2019 年底公司股权结构图



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），截至2019年底，公司持有其2,498,388,569股，持股比例为70.38%。根据美凯龙公告，截至2019年底，美凯龙被公司质押股份数量为1,206,814,085股（因发行可交债质押占42.48%），占美凯龙总股本的33.99%，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。

截至2019年底，公司经营范围变更为实业投资，影视文化投资，艺术文化投资，投资管理，企业管理，投资咨询，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 年底，公司组织架构未发生重大变化。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 2,336.92 亿元，负债总额 1,680.96 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）655.96 亿元，归属于母公司所有者权益 422.15 亿元。2019 年，公司实现营业收入 332.26 亿元，净利润（含少数股东损益）54.24 亿元，归属于母公司所有者的净利润 33.29 亿元；经营活动产生的现金流量净额 50.91 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.52 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、债券发行及募集资金使用情况

公司发行不超过人民币 60 亿元公司债券获得中国证监会“证监许可〔2018〕1045 号”文核准。公司于 2018 年 10 月 23 日发行了红星美凯龙控股集团有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）（品种一）（以下简称“18 红星 01”），并在上海证券交易所上市交易，发行总额为人民币 3.00 亿元，债券期限 3 年期，附第 2 年底公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行

票面利率为 6.50%，每年付息一次；公司于 2019 年 1 月 28 日发行了红星美凯龙控股集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）（品种一)（以下简称“19 红星 01”），并在上海证券交易所上市交易，发行总额为人民币 10.00 亿元，债券期限 3 年期，附第 2 年底公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行票面利率为 6.50%，每年付息一次；公司于 2019 年 3 月 26 日公开发行了红星美凯龙控股集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第二期）（品种一）（以下简称“19 红星 03”）并在上海证券交易所上市交易，发行总额为人民币 10.00 亿元，债券期限 3 年期，附第 2 年底公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行票面利率为 6.50%，每年付息一次；公司于 2020 年 1 月 21 日完成发行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）（以下简称“20 红星 01”）并在上海证券交易所上市交易，发行总额为人民币 6.00 亿元，每年付息一次，发行票面利率 6.80%，债券期限为 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；公司于 2020 年 1 月 21 日完成发行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）（以下简称“20 红星 02”）并在上海证券交易所上市交易，发行总额为人民币 4.00 亿元，每年付息一次，发行票面利率 7.20%，债券期限为 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。具体情况参见下表。

表 1　公司债券发行情况

债券简称	证券代码	金额（亿元）	余额（亿元）	期限（年）	发行票面利率（%）
18 红星 01	143777.SH	3.00	3.00	3（2+1）	6.50
19 红星 01	155152.SH	10.00	10.00	3（2+1）	6.50
19 红星 03	155232.SH	10.00	10.00	3（2+1）	6.50
20 红星 01	163127.SH	6.00	6.00	3（2+1）	6.80
20 红星 02	163128.SH	4.00	4.00	5（3+2）	7.20

资料来源：Wind

截至公司年度报告出具日，以上债券募集资金使用符合募集说明书约定的用款范围。“20 红星 01”和“20 红星 02”募集资金已使用完毕。

公司于 2019 年 10 月 23 日支付“18 红星 01”自 2018 年 10 月 23 日至 2019 年 10 月 22 日期间的利息；于 2020 年 1 月 31 日支付了“19 红星 01”自 2019 年 1 月 28 日至 2022 年 1 月 27 日期间的利息；于 2020 年 3 月 26 日支付了“19 红星 03”自 2019 年 3 月 26 日至 2020 年 3 月 25 日期间的利息。“20 红星 01”和“20 红星 02”尚未达第一个付息年度。

三、行业分析

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

1. 家居行业

（1）家居行业概况

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；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。

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，2018－2019 年，全国规模以上建材家居卖场实现销售额分别为 9,661.60 亿元和 10,057.10 亿元。

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。2018－2019 年，我国家居零售市场销售额分别为 3,304.5 十亿元和 3,599.0 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，2018－2019 年，我国家居市场零售额分别为 1,847.3 十亿元和 1,991.2 十亿元，呈快速增长态势。

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。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9,661.6亿元，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10,057.1亿元，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。

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。

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。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。

（2）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。

（3）行业发展

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，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，土地市场趋于理性，销售面积出现负增长，行业集中度继续提升；2020 年一季度受新冠疫情影响，国内房地产市场下降明显。政策上仍然以“房住不炒”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二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，整体溢价率较上年基本持平。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点。2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，其中一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，二三线城市住宅价格指数增速继续下探。

2020 年 1－3 月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就 2020 年 3 月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，降幅较前两月收窄 8.60 个百分点；房地产销售面积 21,978.32 万平方米，同比下降 26.30%，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点；房地产销售金额 20,364.86 亿元，同比下降 24.70%，降幅较前两月收窄 11.20 个百分点。

2019 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.28%和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

2019年，房住不炒和因城施策仍是主基调。2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：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”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。2020年4月17日，中共中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区、青岛等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

（2）行业关注

行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券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

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及近年来政治局会议上多次强调“房住不炒”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

新冠疫情或加大行业资金压力

2020 年，新冠疫情爆发以来，房地产行业开工建设、签约销售、商业地产出租等受到较大影响，行业资金回笼受阻，或加大行业资金压力。

（3）未来发展

未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

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、管理分析

截至 2020 年 4 月底，公司管理层未发生重大变化。

五、经营分析

1. 经营概况

公司经营规模继续扩大，营业收入快速增长；公司综合毛利率较为稳定并维持在较高水平。

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重庆红星美凯龙企业发展有限公司（以下简称“红星企发”）。

2019 年，公司营业收入同比增长 33.88%，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。2019 年，公司自营家居商场和委托经营管理业务合计收入占比在 40%左右，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持续增长态势，主要系新设门店以及原有门店逐步成熟所致。商业地产住宅销售业务占比在 38.13%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 2　2017－2019 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年度			2018 年度			2019 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	63.94	31.90	77.16	71.68	28.88	77.58	77.99	23.47	78.78
委托经营管理	36.29	18.10	63.90	41.77	16.83	60.36	47.02	14.15	61.78
商业地产及住宅销售	74.79	37.31	13.57	82.53	33.26	18.75	126.67	38.13	28.17
商业管理	6.50	3.24	60.98	11.02	4.44	67.85	16.05	4.83	63.25
其他业务	18.92	9.44	59.79	41.18	16.59	49.48	64.53	19.42	39.79
合计	**200.44**	**100.00**	**48.87**	**248.18**	**100.00**	**50.02**	**332.26**	**100.00**	**48.75**

资料来源：公司提供

从毛利率看，2019 年，公司自营家居商场业务和委托经营管理业务毛利率较为稳定且处于较高水平；公司商业地产住宅销售毛利率大幅增长，主要系当年结转项目毛利率增长所致。综上，公司综合毛利率小幅下降，整体处于较高水平。

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。

2019 年，公司家居建材商场经营规模仍保持扩张态势，出租率依然保持较高水平，2019 年出租率为 93.4%；截至 2019 年底，公司自营商场经营面积占 36.87%，委管商场经营面积占 63.13%。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 3　2017－2019 年公司商场经营数据变化情况（单位：家、万平方米、%）

商场		2017 年			2018 年			2019 年		
		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	47	421.48	97.6	53	526.71	96.2	53	569.60	93.4
	租赁	20	116.83		23	131.09		29	168.81	
	合营联营	4	32.29		4	34.09		5	35.27	
委托经营管理商场		185	943.18	97.6	228	1,202.03	95.0	250	1,325.01	93.5
合计		**256**	**1,513.77**	**--**	**308**	**1,893.93**	**-**	**337**	**2,098.70**	**--**

资料来源：公司提供

（1）自营商场

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，自营商场租金及管理费收入稳定增长；公司自营商场在建及拟建项目剩余投资额规模较大。

截至 2019 年底，公司自营商场共 87 家，经营面积 773.78 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 58 家和 29 家，经营面积分别为占 78.18%和 21.82%。2019 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 87 家和 773.78 万平方米。公司租赁店数量有所增长，2019 年，租赁店数量为 29 家，面积为 168.81 万平方米。

公司自营商场主要集中在一二线城市，截至 2019 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 20 家，经营面积 208.43 万平方米，占自营商场面积的 26.90%。

截至 2019 年底，公司自营在建家居商场项目 8 个，分别位于昆明、成都、长沙、南昌、昆山、南宁、芜湖和佛山，合计建筑面积为 114.08 万平方米；计划总投资规模为 69.20 亿元，已完成项目投资额为 42.43 亿元，剩余投资金额为 26.77 亿元。公司拟建家居商场项目 4 个，分别位于郑州、上海、赣州和海口；计划总投资规模（不含上海项目）为 58.58 亿元，已投资金额为 10.18 亿元，剩余投资金额为 48.40 亿元；其中，上海项目为城市更新项目，尚未报建报批，暂时无法确认总投资额。公司在建、拟建物流项目共 6 个，计划总投资金额为 15.30 亿元，剩余投资金额为 5.92 亿元。

（2）委管商场

公司委管商场多集中在华东、华北、西南和华北等地区，经营规模继续增长，出租率保持在较高水平。

2019 年，公司受托经营管理商场数量继续增长至 250 家，较上年增加了 22 家；受托经营管理商场面积为 1,325.01 万平方米，较上年增加了 122.98 万平方米；公司受托经营管理商场规模持续扩大，平均出租率在 90%以上。

截至 2019 年底，公司受托经营管理商场主要分布在华东（不含上海）（105 家、603.01 万平方米）、西部（不含重庆）（43 家、205.05 万平方米）、华中（35 家、168.14 万平方米）、华北（不含北京、天津）（29 家、160.45 万平方米）和东北（16 家、77.29 万平方米）。

3. 商业地产及住宅开发业务

公司现阶段业务经营主要以房地产开发及销售为主，并持有一定量的百货和超市业态等商业物业资源。

（1）土地获取与储备

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

“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 2019 年底，公司土地储备建筑面积 1,932.33 万平方米。从土储城市能级分布看，公司土地储备二线及省会城市占比约 59.80%，三四线城市占比约 40.00%。从区域分布看，公司土地储备权益面积中东北占比 4.28%、华北占比 28.58%、华东占比 40.49%、华中占比 7.06%、西北占比 14.54%和西南占比 5.04%，公司土地储备主要分布在华北、华东、西北和华中地区。

（2）项目开发情况

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；公司在建项目尚需投资额规模较大。

从项目开发数据来看，2019年，公司新开工面积大幅下降，主要系2019年公司拿地规模有所减少且全年拿地集中在下半年所致。2019年，受前期销售房屋结转因素影响，竣工面积同比大幅增长1.13倍。综合以上，公司期末在建面积呈快速增长态势。

表 4　2017－2019 年公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积	216.53	728.40	469.36
竣工面积	175.55	115.36	246.27
期末在建面积	349.54	962.58	1,185.67

注：上述口径均为并表口径
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司在建项目 47 个，总可售面积合计 1,435.65 万平方米，总投资额为 1,120.01 亿元，已完成投资额 577.89 亿元；公司在建项目已售面积 687.92 万平方米，已售金额 649.16 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 年底，公司拟建项目 8 个，分布在无锡、余姚、天津、常州、乌鲁木齐、长沙、山西和宁波市象山县，总可售面积 154.72 万平方米，总投资额 155.84 亿元，已投资 51.87 亿元。

（3）房产销售情况

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。

从销售情况来看，2019 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；受预售项目所在区域及城市影响，公司签约销售均价有所下降，但仍高于 1.00 万元/平方米；综上，公司签约销售金额呈快速增长态势。2019 年回款率略有下降但仍处较高水平。

表 5　2017－2019 年公司销售项目情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
签约销售面积	234.72	377.34	525.40
签约销售金额	259.61	405.08	527.60
签约销售均价	1.11	1.07	1.00
销售回款率	76.00	92.00	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 2019 年底，公司已完工项目总可售面积为 348.09 万平方米，已签约销售面积 314.27 万平方米，平均去化率 90.28%，去化率尚可，主要系车位、部分办公和商业物业未去化完毕。另外，公司在建项目尚余可售面积 747.73 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。

表 6　截至 2019 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 2019 年底已售面积
1	苏州凯润	住宅+商业	苏州	26.93	26.58
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	19.42	12.53
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	14.41
9	无锡龙博	住宅+商业	无锡	10.52	10.06

10	廊坊红星	住宅	廊坊	22.91	18.68
11	天津华运	住宅+商业	天津	45.62	37.29
12	天津北辰	住宅+商业	天津	18.65	17.92
13	昆明二期	住宅+商业	昆明	55.00	53.72
14	宁波镇海	住宅+商业	宁波	22.18	20.41
15	宁波联丰	住宅	宁波	4.12	3.97
16	无锡滨湖	住宅+商业	无锡	14.30	11.77
17	华金街 5 号	住宅	金华	10.67	10.66
汇总	--	--	--	**348.09**	**314.27**

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 2020 年 2 月 29 日，公司与阿里融合的新零售同城站业务累计上线 13 个城市，覆盖 29 个商场和 639 个品牌，完成了 5,337 场直播。此外，2019 年，基于公司自行开发的新零售系统的互联网新零售平台累计实现 29,013 家商户签约入驻，实现 67 座城市 117 家线下红星美凯龙商场与线上平台的商品及服务对接。同时，本公司在互联网新零售平台推广优惠券领取及各类优惠、促销活动，通过优惠、促销活动激发客户的消费及购物需求，并实现线上平台向线下商场的引流，拉动商户的业务。

5. 经营关注

公司房地产部分在售项目位于三四线城市，存在一定去化压力

公司地产商业开发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。

2020 年以来的新型冠状肺炎疫情对公司业务运营具有一定影响

2020 年初以来新型冠状肺炎爆发对我国及世界经济影响很大，公司家居商业及房地产业务均受到一定影响，公司 2020 年上半年经营情况会受到一定的冲击。

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，公司房地产板块在建项目尚需投资规模亦较大，公司存在一定的资本支出压力。

6. 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，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。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2019 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 2019 年底，公司合并范围内子公司 700 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 2019 年底，公司合并资产总额 2,336.92 亿元，负债总额 1680.96 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）655.96 亿元，归属于母公司所有者权益 422.15 亿元。2019 年，公司实现营业收入 332.26 亿元，净利润（含少数股东损益）54.24 亿元，归属于母公司所有者的净利润 33.29 亿元；经营活动产生的现金流量净额 50.91 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.52 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，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较大，公司整体资产质量一般。

截至 2019 年底，公司资产总额 2,336.92 亿元，较年初增长 13.49%；流动资产占比 44.02%，非流动资产占比 55.98%。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产合计 1,028.78 亿元，较年初增长 9.75%，主要系存货增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 18.11%）、其他应收款（占 17.05%）、存货（占比 52.88%）和其他流动资产（占 7.01%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 186.30 亿元，较年初增长 5.11%，主要系当年公司投资活动现金流出规模下降以及增加融资所致；公司货币资金主要由银行存款（占 96.28%）和其他货币资金（占 3.65%）构成；受限资金 14.76 亿元，占货币资金的 7.92%，受限比例一般。

截至 2019 年底，公司其他应收款为 175.43 亿元，较年初增加 5.36%，主要系借款及往来款增加所致；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 32.75%，集中度略高，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 7　截至 2019 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
西安星之辉房地产开发有限公司	关联方	借款及往来款	19.18	10.78
太原星光寰宇房地产开发有限公司	关联方	借款及往来款	0.04	0.02
			12.73	7.15
宿迁星凯房地产开发有限公司	关联方	借款及往来款	9.34	5.25
保山红星城乡投置业有限公司	关联方	借款及往来款	9.10	5.11
徐州红星美凯龙全球家居生活广场有限公司	关联方	借款及往来款	7.91	4.44
合计	--	--	**58.30**	**32.75**

资料来源：审计报告

截至 2019 年底，公司存货账面价值 544.03 亿元，较年初增长 12.39%，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 93.24%，开发产品占比 5.91%，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。

截至 2019 年底，公司其他流动资产为 72.15 亿元，较年初增长 7.40%，主要系预缴税金增加所致。其中，预缴税金为 40.93 亿元，占比为 56.73%；理财及其他 16.65 亿元，占比为 23.08%；委托贷款 6.49 亿元，占比为 9.00%。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 1,308.15 亿元，较年初增长 16.62%，主要系投资性房地产增长所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占比 7.13%）、投资性房地产（占比 74.04%）和其他非流动资产（占比 5.63%）构成。

截至 2019 年底，公司长期股权投资为 93.22 亿元，较年初增长 13.68%，主要系公司新增投资合联营项目所致。

截至 2019 年底，公司投资性房地产为 968.49 亿元，较年初增长 14.74%，主要系存货/固定资产/在建工程转入、企业合并增加以及公允价值增加所致。2019 年，公司投资性房地产公允价值增加 14.86 亿元，投资性房地产存在一定的公允价值波动风险。

截至 2019 年底，公司其他非流动资产 73.62 亿元，较年初下降 2.81%，较年初变化不大；公司其他非流动资产主要由土地整理相关收益（18.36 亿元）、委托贷款（12.21 亿元）、预付办公楼购置款（11.26 亿元）和预付工程款（11.18 亿元）等构成。

截至 2019 年底，公司全部受限资产合计 974.41 亿元，占总资产比例为 41.70%，受限资产规模较大。

表 8　截至 2019 年底公司前受限资产情况（单位：亿元）

项　目	期末账面价值	受限原因
货币资金	14.76	保证金、定存、借款质押及银行授信质押等
投资性房地产	747.16	抵押
在建工程	23.11	借款抵押
存货	176.87	抵押担保
固定资产	5.50	借款抵押
其他权益工具投资	7.02	借款质押
合计	**974.41**	**--**

资料来源：审计报告

3．负债及所有者权益

（1）负债

公司流动负债与非流动负债占比相近，有息债务以长期债务为主；2019 年，公司债务规模有所提高，债务负担有所加重，公司未来 3 年债务有一定偿付压力。

截至 2019 年底，公司负债总额 1,680.96 亿元，较年初增长 13.60%，其中流动负债占比 56.48%，非流动负债占比 43.52%。

截至 2019 年底，公司流动负债 949.38 亿元，较年初增长 23.71%，主要系预收款项和一年内到期的非流动负债的增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占比 6.26%）、应付账款（占比 4.78%）、预收款项（占比 42.00%）、其他应付款（占比 15.14%）和一年内到期的非流动负债（占比 24.51%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款 59.43 亿元，较年初下降 21.08%，主要系公司偿还债务所致。

公司应付账款主要由应付工程款构成。截至 2019 年底，公司应付账款 45.35 亿元，较年初下降 22.87%，主要系向承建商支付工程款所致。

截至 2019 年底，公司预收款项为 398.78 亿元，较年初增长 20.29%，主要系公司房屋预售增长带来的预收房款增加所致。

截至 2019 年底，公司其他应付款 143.75 亿元，较年初增长 11.85%，主要系借款及往来款增加所致。截至 2019 年底，公司其他应付款主要由借款及往来款（占比 44.21%）、保证金及押金（占比 18.82%）和代收商户货款（占比 10.47%）构成。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 232.72 亿元，较年初增长 133.19%，主要系一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款重分类所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债合计 731.59 亿元，较年初增长 2.70%，主要系递延所得税负债和应付债券增加所致；非流动负债主要由长期借款（占比 44.93%）、应付债券（占比 25.68%）、递延所得税负债（占比 18.08%）以及其他非流动负债（占比 9.37%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 328.70 亿元，较年初下降 1.64%，主要系重分类至一年内到期的非流动负债所致。

截至 2019 年底，公司应付债券为 187.90 亿元，较年初增长 5.21%，主要系 2019 年公司及其子公司发行债券所致。

截至 2019 年底，公司递延所得税负债为 132.24 亿元，较年初增长 8.68%，主要系因投资性房地产公允价值变动产生的应纳税暂时性差异增加所致。

截至 2019 年底，公司其他非流动负债为 68.58 亿元，较年初增长 10.91%，主要系发行商业地产抵押贷款支持证券所致。其中，商业地产抵押贷款支持证券为 81.73 亿元，系公司 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”、于 2019 年 5 月 7 日发行红星美凯龙家居集团股份有限公司 2019 年度第一期资产支持票据和于 2019 年 8 月 1 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”。

截至 2019 年底，公司全部债务为 842.16 亿元，较年初增长 12.33%，以长期债务为主，长期债务为548.57亿元，债务结构尚属合理。2018－2019年，公司的资产负债率分别为71.86%和71.93%，全部债务资本化比率分别为 56.41%和 56.21%，长期债务资本化比率分别 49.36%和 45.54%。从有息债务期限分布看，公司 1 年内到期的债务合计 293.59 亿元（占 34.86%），1－3 年到期的债务合计 379.21 亿元（占 43.96%）。

表 9　截至 2019 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	293.59	370.21	178.37	**842.16**
占比	34.86	43.96	21.18	**100.00**

注：阿里战略投资可交债未包含在内
资料来源：公司提供

（2）所有者权益

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。

截至 2019 年底，公司所有者权益 655.96 亿元，较年初增长 13.22%，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 422.15 亿元，其中实收资本占比 0.24%，其他权益工具占比 3.55%（为可交债“19 红 01EB”，发行金额为 43.59 亿元，起息日 2019 年 5 月 14 日，到期日 2024 年 5 月 14 日），资本公积占比 10.15%，其他综合收益占比 2.82%，未分配利润占比 83.12%。截至 2019 年底，公司少数股东权益为 233.81 亿元（占 35.64%），较年初增长 9.69%，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。

4．盈利能力

公司营业收入持续上升，营业利润率保持较高水平；自有物业评估价值规模较大，盈利对公允价值变动收益和投资收益较为依赖；公司期间费用收入比需要进一步优化。

2019 年，公司实现营业收入 332.26 亿元，同比增长 33.88%，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 54.24 亿元，同比下降 12.27%，主要系公允价值变动收益减少所致。

2019 年，公司费用总额 104.24 亿元，同比增长 41.66%。2019 年，公司销售费用为 35.38 亿元，同比增长 36.93%，主要系随公司业务规模扩大、人工成本增加所致。2019 年，公司管理费用为 43.91 亿元，同比增长 40.24%，主要系公司经营规模扩大所致。2019 年，公司财务费用 24.95 亿元，同比增长 51.80%，主要系公司有息债务规模持续扩大所致。2019 年，公司费用收入比为 31.37%，同比增长 1.72 个百分点，公司需要进一步优化费用支出。

从利润构成来看，2019 年，公司公允价值变动收益 21.03 亿元，同比下降 43.76%，主要系公司投资性房地产增值放缓所致，公允价值变动收益占营业利润比重为 27.66%。2019 年，公司投资收益为 14.81 亿元，同比大幅增长 134.51%，主要系处置权益工具投资产生的收益、转换联营公司投资产生的投资收益和分步收购子公司产生的收益大幅增加所致；投资收益占营业利润比重为

19.48%，对利润影响较大。

从盈利指标来看，2019 年，公司营业利润率、总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 44.01%、5.77%、4.67%和 8.78%，较上年分别下降 1.63 个百分点、0.69 个百分点、0.68 个百分点和 2.44 个百分点，主要系净利润下降所致。

5．现金流

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，公司投资支出有所下降；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。

从经营活动看，2019 年，公司经营活动现金流入 537.96 亿元，同比增长 6.42%，主要系公司家居商场业务规模扩大以及商业地产结转金额增长所致。2019 年，公司经营活动现金流出为 487.06 亿元，同比增长 9.75%。综合以上，2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 50.91 亿元。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 64.09 亿元，同比大幅增长 119.47%，主要系收回投资收到的现金和收到其他活动有关的现金大幅增长所致。2019 年，公司投资活动现金流出 168.56 亿元，同比下降 20.79%，主要系公司投资支付的现金、取得子公司及其他营业单位支付的现金减少所致。综合以上， 2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-104.47 亿元。

从筹资活动看，2019 年，公司筹资活动现金流入 482.36 亿元，同比下降 15.17%，主要系投资力度下降，相应融资规模有所下降所致。2019 年，公司筹资活动现金流出 415.27 亿元，同比下降 15.25%。综合以上，2019 年，公司筹资活动现金流量净额为 67.09 亿元。

6．母公司财务分析

母公司资产构成主要为子公司往来款以及持有的子公司股权，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。

母公司层面看，截至 2019 年底，母公司资产总额为 308.93 亿元，较年初增长 10.83%，主要系非流动资产增长所致。从资产结构来看，母公司资产中流动资产 184.06 亿元（占 59.58%），非流动资产 124.87 亿元（占 40.42%），以流动资产为主；流动资产中其他应收款（合计）占比较高，2019 年底为 170.70 亿元（占 92.74%），较年初下降 12.22%，公司其他应收款（合计）主要为与子公司的往来款。非流动资产中，长期股权投资占比较高，2019 年底为 58.75 亿元（占 47.05%），较年初增长 5.50%，公司长期股权投资主要系对子公司的投资；2019 年底，其他非流动资产 15.64 亿元（占 12.53%），可供出售金融资产 49.00 亿元（占 39.24%）。

截至 2019 年底，母公司负债合计 243.64 亿元，较年初增长 13.15%。母公司负债中流动负债 110.87 亿元（占 45.50%），非流动负债 132.78 亿元（占 54.50%），非流动负债占比较高。流动负债以其他应付款（合计）29.32 亿元（占 26.45%）和一年内到期的非流动负债 66.18 亿元（占 59.69%）为主，非流动负债以长期借款 28.61 亿元（占 21.54%）和应付债券 104.17 亿元（占 78.46%）为主。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 78.87%，较年初提高 1.62 个百分点。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 65.29 亿元，较年初增长 2.95%；母公司所有者权益主要由未分配利润（占 97.67%）构成。

2019 年，母公司营业收入为 12.22 亿元，同比增长 10.58%。2019 年费用总额为 17.15 亿元，主要由财务费用构成。2019 年，母公司净利润为 1.87 亿元，主要来自投资收益。

2019 年，母公司经营活动现金流量净额为 10.00 亿元，同比变化不大； 2019 年，母公司投资活动现金流量净额为-12.06 亿元，净流出有所扩大。2019 年，母公司筹资活动现金流量净额为

12.41 亿元，呈持续净流入态势。

7．偿债能力

公司短期偿债能力有待进一步提高，长期偿债能力一般。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，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标来看，2018－2019 年底，公司流动比率分别为 1.22 倍和 1.08 倍；公司现金短期债务比分别为 0.97 倍和 0.64 倍，现金类资产对短期债务保护程度持续下降。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，2018－2019 年，公司 EBITDA 持续增长，分别为 101.88 亿元和 108.53 亿元；2019 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占 69.33%）和计入财务费用的利息支出（占 25.24%）构成。2018－2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.34 倍和 1.96 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可；EBITDA 全部债务比分别为 0.14 倍和 0.13 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

从融资能力来看，公司与多家银行建立了良好合作关系，截至 2019 年底，公司获得的银行授信额度合计 719.73 亿元，尚未使用的授信额度为 337.39 亿元，公司持续拓展间接融资渠道。

截至 2019 年底，除按揭担保外，公司对外担保余额为 124.79 亿元，占公司净资产的 19.02%，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 2019 年底，公司无重大未决诉、仲裁事项。

根据中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G10310115079260801），截至 2020 年 5 月 6 日，公司本部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。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年底，公司现金类资产（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）达 188.68 亿元，约为“18 红星 01”“19 红星 01”“19 红星 03”“20 红星 01”和“20 红星 02”债券余额合计（33.00 亿元）的 5.72 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产达 655.96 亿元，约为债券余额合计（33.00 亿元）的 19.88 倍。公司现金类资产和净资产能够对“18 红星 01”“19 红星 01”“19 红星 03”“20 红星 01”和“20 红星 02”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 108.53 亿元，约为债券余额合计（33.00 亿元）的 3.29 倍，公司 EBITDA 对“18 红星 01”“19 红星 01”“19 红星 03”“20 红星 01”和“20 红星 02”的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 537.96 亿元，约为债券余额合计（33.00 亿元）的 16.30 倍，公司经营活动现金流入量对“18 红星 01”“19 红星 01”“19 红星 03”“20 红星 01”和“20 红星 02”的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司在家居行业的市场地位以及在经营环境、土地获取、运营经验和品牌知名度等方面具有优势，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，联合评级认为，公司对“18 红星 01”“19 红星 01”“19 红星 03”“20 红星 01”和“20 红星 02”的偿还能力极强。

八、综合评价

公司保持了在家居业务市场很高的市场地位，家居商场店面及经营管理面积均有增加，且其出租率仍然保持在较高水平，家居商场收入持续增长。公司地产开发业务土地储备较为充裕，签约销售规模增长明显。公司资产规模持续扩大，债务结构以长期债务为主。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、资产受限规模较大和营业利润受公允价值变动收益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的不断增加和实现运营以及公司地产在建项目持续销售，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时维持“18 红星 01”“19 红星 01”“19 红星 03”“20 红星 01”和“20 红星 02”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　红星美凯龙控股集团有限公司

主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	1,606.87	2,059.10	2,336.92
所有者权益（亿元）	522.94	579.37	655.96
短期债务（亿元）	129.23	184.90	293.59
长期债务（亿元）	490.31	564.80	548.57
全部债务（亿元）	619.54	749.70	842.16
营业收入（亿元）	200.44	248.18	332.26
净利润（亿元）	46.70	61.82	54.24
EBITDA（亿元）	82.20	101.88	108.53
经营性净现金流（亿元）	23.07	61.72	50.91
流动资产周转次数（次）	0.35	0.30	0.34
存货周转次数（次）	0.47	0.34	0.33
总资产周转次数（次）	0.14	0.14	0.15
现金收入比率（%）	136.22	176.00	155.92
总资本收益率（%）	6.01	6.46	5.77
总资产报酬率（%）	5.58	5.35	4.67
净资产收益率（%）	9.65	11.22	8.78
营业利润率（%）	44.98	45.64	44.01
费用收入比（%）	26.82	29.65	31.37
资产负债率（%）	67.46	71.86	71.93
全部债务资本化比率（%）	54.23	56.41	56.21
长期债务资本化比率（%）	48.39	49.36	45.54
EBITDA 利息倍数（倍）	2.19	2.34	1.96
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.14	0.13
流动比率（倍）	1.46	1.22	1.08
速动比率（倍）	0.94	0.59	0.51
现金短期债务比（倍）	1.72	0.97	0.64
经营现金流动负债比率（%）	4.87	8.04	5.36
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.49	3.09	3.29

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；5．EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 2　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+销售费用+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 3　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。