

信用评级公告

联合〔2021〕342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及其拟公开发行的 2021 年公司债券（第一期）的信用状况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，红星美凯龙控股集团有限公司公开发行 2021 年公司债券（第一期）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：



二〇二一年一月十三日

红星美凯龙控股集团有限公司 公开发行 2021 年公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期公司债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期公司债券发行规模：不超过 35 亿元（含）

本期公司债券期限：品种一 3 年（2+1），品种二 5 年（3+2）

偿还方式：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

募集资金用途：扣除发行费用后拟全部用于偿还借款

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，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。

公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期债券覆盖程度很高。

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，公司经营有望保持良好，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用水平以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期公司债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

评级时间：2021 年 1 月 13 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在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	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		

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

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. 公司家居商场与地产开发业务规模持续增长。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

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

土地储备充足，签约销售面积和金额均大幅增长。

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。

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。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产 (亿元)	222.16	179.63	188.68	194.39
资产总额 (亿元)	1606.87	2059.10	2336.92	2550.83
所有者权益 (亿元)	522.94	579.37	655.96	690.00
短期债务 (亿元)	129.23	184.90	293.59	353.04
长期债务 (亿元)	490.31	564.80	548.57	556.76
全部债务 (亿元)	619.54	749.70	842.16	909.80
营业收入 (亿元)	200.44	248.18	332.26	178.21
利润总额 (亿元)	65.15	79.98	75.25	27.82
EBITDA (亿元)	82.20	101.88	108.53	--
经营性净现金流 (亿元)	23.07	61.72	50.91	31.12
营业利润率 (%)	44.98	45.64	44.01	44.77
净资产收益率 (%)	8.93	10.67	8.27	--
资产负债率 (%)	67.46	71.86	71.93	72.95
全部债务资本化比率 (%)	54.23	56.41	56.21	56.87
流动比率 (%)	146.02	122.15	108.36	105.92
经营现金流动负债比 (%)	4.87	8.04	5.36	--
现金短期债务比 (倍)	1.72	0.97	0.64	0.55
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.19	2.34	1.96	--
全部债务/EBITDA (倍)	7.54	7.36	7.76	--

公司本部 (母公司)				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额 (亿元)	194.68	278.74	308.93	380.08
所有者权益 (亿元)	55.85	63.42	65.29	71.20
全部债务 (亿元)	131.27	193.18	169.30	228.03
营业收入 (亿元)	6.15	11.05	12.22	9.39
利润总额 (亿元)	10.28	7.57	1.87	5.91
资产负债率 (%)	71.31	77.25	78.87	81.27
全部债务资本化比率 (%)	70.16	75.29	72.17	76.21
流动比率 (%)	1090.85	511.34	166.02	149.90
经营现金流动负债比 (%)	36.57	26.66	9.02	--

资料来源: 联合资信根据公司财务报告计算

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; 母公司全部债务资本化率以企业提供调整后息债务数据计算; 4. 2020 年三季度财务数据未经审计

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/12/15	闫欣 梅旭东	联合资信评估股份有限公司房地产企业信用评级方法(V3.0.201907)/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
AAA	稳定	2018/8/16	王安娜 侯珍珍	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法(2015年)	阅读全文

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

声 明

一、本报告引用的资料主要由红星美凯龙控股集团有限公司（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（期）评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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 公开发行 2021 年公司债券（第一期）信用评级报告

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9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。

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2020年底，公司持有其2748227426.00股，持股比例为70.38%。根据美凯龙公告，截至2020年底，美凯龙被公司质押股份数量为1361547900股，占美凯龙总股本的34.87%，占公司持有红星美凯龙总股份的49.54%（因发行可交债质押占总质押股数的42.18%），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2020年9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%。

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，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2020年9月底，公司内设战略规划部、资本运营部、投资发展中心、财务部、法务部、审计部和人事行政部共7个职能部门。

截至2019年底，公司合并资产总额2336.92亿元，所有者权益655.96亿元（含少数股东权益233.81亿元）；2019年，公司实现营业收入332.26亿元，利润总额75.25亿元。

截至2020年9月底，公司合并资产总额2550.83亿元，所有者权益690.00亿元（含少数股东权益247.69亿元）；2020年1—9月，公司实现营业收入178.21亿元，利润总额27.82亿元。

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、本期债券概况及募集资金用途

2020年9月14日，公司取得中国证监会面向专业投资者公开发行公司债券注册的批复（证监许可〔2020〕2275号），公司债券注册总发行额不超过100.00亿元。本期债券为上述公司债券注册额度的第三期发行债券，本期债券名称为“红星美凯龙控股集团有限公司公开发行2021年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行规模为不超过35亿元（含）。本期债券分为两个品种，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。

本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还借款。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续

发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017—2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

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. 增速及增幅均为累计同比增长数，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，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的 -2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季

度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年

为同比增长 1.9%。

进出口逐季回稳，出口韧性较强。2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同

期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11%和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必

要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%，较三季度收窄 4 个百分点；从主要发达经济体制造业 PMI 来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

四、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、装饰装修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，2017—2019 年，全国规模以上建材家居卖场实现销售额分别为 9173.70 亿元、9661.60 亿元和 10057.10 亿元。

(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。

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。2017—2019 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9173.70亿元，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。

（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，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄，整体市场趋稳。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，房地产市场景气度逐步回升。

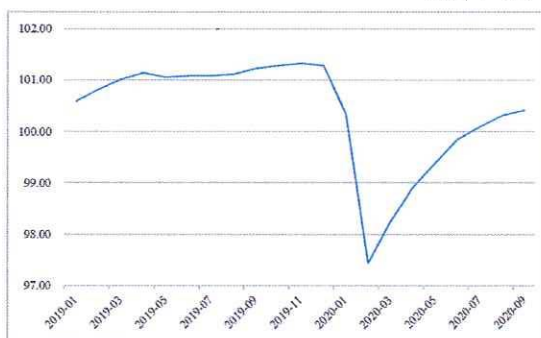
房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019年6月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促

进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控；虽然2019年底政策面出现小幅宽松和边际调整，但在2020年初，“房住不炒”再次被明确，确立了“稳地价、稳房价、稳预期”的调控核心目标。

2020年初，新冠肺炎疫情对房企一季度销售进度产生较大冲击；同时，对在建设项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续恢复部分建设，但整体施工进度仍受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因新冠肺炎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新冠肺炎疫情的影响，促进了需求端复苏。自2020年3月以来，房地产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，全国房地产市场景气度逐步复苏。

图2 2019年—2020年9月全国房地产开发景气指数

(频率：月)



资料来源：Wind

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

相较于2018年提升14.10个百分点；商业营业用房完成投资额1.32万亿元，累计同比下降6.70%，相较于2018年降幅收窄2.70个百分点。2020年1—9月，全国房地产开发投资完成额10.35万亿元，累计同比增长5.6%，增速较2019年同期下降4.90个百分点。其中，住宅开发投资完成额7.66万亿元，累计同比增长6.1%。

施工方面，2019年以来，新开工增速较2018年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019年，房屋新开工面积22.72亿平方米，同比增长8.50%，增幅较2018年收窄8.70个百分点；在2018年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019年全国房屋施工面积达89.38亿平方米，同比增长8.70%，增速相较2018年提升3.50个百分点；同期全国房屋竣工面积9.59亿平方米，同比增长2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于2018年增速提升10.40个百分点。2020年以来，受年初新冠肺炎疫情的影响，施工进度较2019年进一步放缓。具体来看，2020年1—9月，全国房屋新开工面积16.01亿平方米，同比下降3.4%，其中住宅新开工面积为11.72亿平方米，同比下降4.2%；全国房屋施工面积85.98亿平方米，同比增长3.1%，其中住宅施工面积60.70亿平方米，同比增长4.0%；全国房屋竣工面积4.13亿平方米，同比下降11.6%，其中住宅竣工面积2.96亿平方米，同比下降10.5%。

从销售情况来看，2019年，商品房销售面积17.16亿平方米，同比下降0.10%，销售面积增速自2015年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积15.01亿平方米（占87.47%），同比增长1.50%，增速于2019年2月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于2019年8月转正，全年增速相较于2018年下滑0.70个百分点。2019年，商品房销售金额为15.97万亿元，同比增长6.50%，增速较2018年下滑5.70个百分点。其中，住宅销售金额13.94万亿元（占87.29%），同比增长10.30%，增速较2018年下降4.40个百分点。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增

速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线城市购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。2020年1—9月，商品房销售面积11.71亿平方米，同比下降1.8%；商品房销售额11.56万亿元，同比增长3.7%。

（2）土地市场与信贷环境

2019年，土地市场降温明显，受信贷政策维持紧缩影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款项为主的其他资金为主。

土地市场方面，2019年，房地产开发企业土地购置面积2.58亿平方米，同比下降11.40%，相较2018年累计同比增长14.20%的增速下滑25.60个百分点；土地成交价款14709.28亿元，累计同比下降8.70%，相较于2018年累计同比增长18.00%的增速下滑26.70个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019年1—3月，土地市场较为冷清；4月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之在房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6月开始随着小阳春行情的消退以及行业融资的再度收紧，土地市场同步降温。2020年1—9月，房地产开发企业土地购置面积1.50亿平方米，同比下降2.87%；土地成交价款9315.51亿元，同比增长13.80%。

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

增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。2020 年 1—9 月,房地产开发到位资金合计 13.64 万亿元,同比增长 4.45%;从资金来源占比来看,仍以

定金及预收款(占 33.10%)、自筹资金(32.62%)、个人按揭(占 15.97%)和国内贷款(15.02%)为主。

表2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况(单位:亿元、%)

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18	24004.52	14.46	25228.77	14.13	20484.26	15.02
利用外资	168.19	0.11	107.98	0.07	175.72	0.10	93.71	0.07
自筹资金	50872.22	32.60	55830.65	33.64	58157.84	32.56	44485.11	32.62
其他资金	79770.46	51.12	86019.74	51.83	95046.26	53.21	71313.39	52.29
其中:定金及预收款	48693.57	31.20	55418.17	33.39	61359.00	34.35	45144.52	33.10
个人按揭	23906.31	15.32	23705.89	14.28	27281.00	15.27	21783.24	15.97
合计	156052.62	100.00	165962.89	100.00	178608.59	100.00	136376.47	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,调控政策加强了从“供给端”调控的力度,对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

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”再次被强调,在 3 月召开的金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会以及 4 月召开的中央政治局会议中,均重提坚持房子是用来住的、不是用来炒的,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。2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表3 2019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
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策,坚持“房住不炒”,保持政策的连续性和稳定性;房地产金融政策,总方针不变,严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款;房地产税立法,稳步推进,目前正在抓紧完善法律草案;新型城镇化,坚持以中心城市引领城市群发展,城镇化速度仍会加快;房地产市场,形势稳地价稳房价稳预期,防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化,控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”,落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019 年 7 月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,落实房地产长效管理机制,不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 9 月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019 年 11 月	央行	强调“因城施策”,落实房地产长效管理机制,不将房地产作为短期刺激经济的手段
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”落实好房地产长效管理机制,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发展

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。2019年以来房地产融资相关政策具体内容见下表。

表4 2019年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2019年5月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23号文《关于开展“巩固治乱成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019年7月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019年7月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019年8月	银保监会	银保监会决定在32个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019年9月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域
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8月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，形成“重点房企资金监测和融资管理规则”
2020年10月	央行	重点房企资金监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

资料来源：联合资信

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年9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。

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。

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2020年9月底，公司经营了89家自营商场，255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58家特许经营家居建材项目，共包括447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212个城市，总经营面积2134.08万平方米。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9月底，公司合并口径土地储备建筑面积合计1901.50万平方米（结转口径）；在建项目54个，总建筑面积2160.72万平方米，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. 人员素质

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。

截至2020年9月底，公司董事、监事、高级管理人员共6名，其中董事3人，监事1人；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，车先生开始从事家具制造业，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，并于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，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。车先生于2018年3月获上海市商业联合会与上海市企业联合会授予“第三届上海市工商业领军人物”荣誉称号；于2018年12月获上海市统战部授予“上海市统一战线工作先进个人”荣誉称号。于2019年2月获上海市企业联合会授予“上海市优秀企业家”荣誉称号。

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。

4. 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2020年12月04日，公司已结清和未结清信贷业务无不良和关注类记录。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司治理结构完善，运行规范。

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、监事会和总经理，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。

公司不设监事会，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。

2. 管理水平

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。

截至2020年9月底，公司内设战略规划部、资本运营部、投资发展中心、财务部、法务部、审计部和人事行政部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，公司制定风险管理制度，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》，公司制定了子公司管理制度。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。

七、经营分析

1. 经营概况

随着经营规模扩大，近年来公司营业收入稳定增长；公司综合毛利率整体较稳定，处于较高水平；受新冠疫情影响公司主动减免商户租金，2020年1—9月公司经营业绩同比有所下降。

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。

2017—2019年，公司营业收入呈稳定增长态势，年均复合增长28.75%；2019年同比增长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。2017—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。2017—2019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 5 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			2020 年 1—9 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	63.94	31.90	77.16	71.68	28.88	77.58	77.99	23.47	78.78	48.16	27.02	75.55
委托经营管理	36.29	18.10	63.90	41.77	16.83	60.36	47.02	14.15	61.78	26.75	15.01	66.45
商业地产住宅销售	74.79	37.31	13.57	82.53	33.26	18.75	126.67	38.13	28.17	63.98	35.90	28.54
商业管理	6.50	3.24	60.98	11.02	4.44	67.85	16.05	4.83	63.25	6.77	3.80	58.84
其他业务	18.92	9.44	59.79	41.18	16.59	49.48	64.53	19.42	39.79	32.55	18.26	39.25
合计	200.44	100.00	48.87	248.18	100.00	50.02	332.26	100.00	48.75	178.21	100.00	50.04

资料来源: 公司提供

从毛利率看，2017—2019 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；公司委托经营管理业务毛利率略有波动，但整体较稳定；公司商业地产住宅销售毛利率持续增长，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波动，整体处于较高水平。

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 178.21 亿元，同比下降 12.17%，主要系年初新冠疫情导致公司主动减免商户租金所致。公司实现净利润 18.75 亿元，同比下降 51.96%，降幅大于营业收入，主要系公允价值变动收益同比大幅下降所致。

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。

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。

2017—2019 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，2019 年出租率为 93.4%。截至 2020 年 9 月底，公司自营商场经营面积占 36.80%，委管商场经营面积占 63.20%。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 6 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			2020 年 9 月底		
		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	47	421.48	97.6	53	526.71	96.2	53	569.60	93.4	54	571.37	--
	租赁	20	116.83		23	131.09		29	168.81		30	178.67	
	合营联营	4	32.29		4	34.09		5	35.27		5	35.30	
委托经营管理商场		185	943.18	97.6	228	1202.03	95.0	250	1325.01	93.5	255	1348.74	--
合计		256	1513.77	--	308	1893.93	--	337	2098.70	--	344	2134.08	--

资料来源: 美凯龙年报及第三季度经营数据公告

(1) 自营模式

公司自营商场经营面积规模较大，业务规模发展较快；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。

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 2020 年 9 月底，公司自营商场共 89 家，经营面积 785.34 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 59 家和 30 家，经营面积分别为占 77.25%和 22.75%。

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，截至 2020 年 9 月底，公司自营商场（包括自有、租赁和合联营）的数量及面积由 2017 年底的 71 家（合计 570.60 万平方米）增长至 89 家（合计 785.34 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。2017—2020 年 9 月，公司租赁店数量有所增长，租赁店数量分别为 20 家、23 家、29 家和 30 家，面积分别为 116.83 万平方米、131.09 万平方米、168.81 万平方米和 178.67 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。

表 7 公司自营商场中自有、租赁、合营联营三类模式情况

商场类型	商场运营及管理方式	项目公司股权结构	经营物业权属	收入来源	成本费用构成
自有	公司全权且独立地负责商场的日常经营管理	公司全资或控股子公司	公司全资或控股子公司	租赁及管理收入、其他业务收入	商场经营所产生的一切成本、费用、税收
合营联营	公司负责商场的日常经营管理并与合营、联营方分担投资风险	公司合营联营公司	公司合营联营公司	合营联营公司确认收入和成本费用，公司对相关长期股权投资按照权益法核算并确认投资收益	
租赁	公司全权且独立地负责商场的日常经营管理	公司全资或控股子公司	出租方（或自最终产权人合法获得物业使用权和转租权）	租赁及管理收入、其他业务收入	商场经营所产生的一切成本、费用、税收，包括经营物业租金等，无经营物业折旧

资料来源：公司提供

公司自营商场主要集中在一二线城市，截至 2020 年 9 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的有 20 家，经营面积 208.95 万平方米，占自营商场面积的 26.61%。

截至 2020 年 9 月底，公司自营在建家居商场项目 10 个，分别位于昆明、成都、长沙、南昌、南宁、芜湖、佛山、西安、杭州和赣州，合

计拟建筑面积为 159.31 万平方米；计划总投资规模为 96.58 亿元，已完成项目投资额为 68.28 亿元，剩余投资金额为 28.30 亿元。公司拟建家居商场项目 3 个，分别位于郑州、上海和海口；计划总投资规模（不含上海项目）为 58.42 亿元，已投资金额为 9.41 亿元，剩余投资金额为 49.01 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 5 个，计划总投资金额为 11.04 亿元，尚需投资金额为 5.56 亿元。

(2) 委管模式

公司委管商场规模持续增长，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。

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。委管模式使公司在无资本开支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品牌咨询委托管理服务收入、项目年度品牌咨询委托管理服务收入、工程项目商业管理咨询费收入及商业咨询费及招商佣金收入。

项目前期品牌咨询委托管理服务方面，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品牌咨询费，合作方按约定分期付款。

工程项目商业管理咨询服务方面，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。

招商服务方面，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。

委托经营管理方面，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。

2017—2020 年 9 月，公司受托经营管理商场数量分别为 185 家、228 家、250 家和 255 家，呈较快增长态势；受托经营管理商场面积分别为 943.18 万平方米、1202.03 万平方米、1325.01 万平方米和 1348.74 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，平均出租率在 90% 以上。

截至 2020 年 9 月底，公司受托经营管理商场主要分布在华东（不含上海）（109 家、618.99 万平方米）、西部（不含重庆）（45 家、217.87 万平方米）、华中（36 家、171.17 万平方米）、华北（不含北京、天津）（28 家、154.26 万平方米）和东北（14 家、71.47 万平方米）。

2017—2020 年 9 月底，公司关闭商场合计 27 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、单方面违约以及市政建设调整。与近年来公司商场数量增幅相比，商场关闭数量小，对公司商场业务经营影响不大。

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。

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 2020 年 9 月底，公司并表口径土地储

备建筑面积 1901.50 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 1647.57 万平方米（结转口径）；其中，在建项目未售面积为 724.63 万平方米，拟建项目可售面积为 19.26 万平方米，已完工项目未售面积为 26.76 万平方米，上述情况项目未售面积合计为 770.65 万平方米。从土储城市能级分布看，公司并表口径土地储备二线及省会城市占比约 61.67%，三四线城市占比约 36.92%，一线城市占比 1.42%。从区域分布看，公司并表口径土地储备面积（结转口径）中东北占比 3.67%、华北占比 27.72%、华东占比 37.71%、华中占比 8.79%、西北占比 16.34%和西南占比 5.77%，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。

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，2017—2018 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年大幅下降，主要系2019年公司拿地规模有所放缓且全年拿地集中在下半年所致。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34.29%，主要系2014和2015年拿地项目少，新项目集中在2016年下半年及2017年获取，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；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。年初以来的新冠疫情对公司房地产业务经营的影响基本已经消除，2020年1—9月，公司加快了项目新开工力度，竣工面积已经超过了上年全年。

表8 公司项目开发情况
(单位：万平方米)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1—9月
新开工面积	216.53	728.40	469.36	466.28
竣工面积	175.55	115.36	246.27	250.05
期末在建面积	349.54	962.58	1185.67	1401.91

注：上述口径均为并表口径

资料来源：公司提供

截至2020年9月底，公司在建项目54个，总建筑面积为2160.72万平方米，总可售面积合计1623.63万平方米，总投资额为1313.55亿元，已完成投资额737.32亿元（详细数据见附件3-2）；公司在建项目已售面积899.00万平方米，已售金额866.33亿元，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9月底，公司拟建项目2个，位于常州金坛和上海宝山，总投资额53.68亿元，已完成投资22.87亿元；上述项目总建筑面积合计45.77万平方米，自持面积32.33万平方米，总可售面积合计19.26万平方米。

(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；考虑到公司部分项目位于三四线城市，地产销售仍存在一定

去化压力。

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，2017—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。2017—2019年，公司销售回款率波动增长，2017年回款率较低，主要系银行按揭贷款放款政策收紧所致，2018年后公司加强回款考核，回款率大幅提高，2019年回款率略有下降但仍处较高水平。2020年1—9月，公司签约销售面积与签约销售金额分别为335.24万平方米和328.61亿元。

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	2017年	2018年	2019年	2020年 1—9月
签约销售面积	234.72	377.34	525.40	335.24
签约销售金额	259.61	405.08	527.60	328.61
签约销售均价	1.11	1.07	1.00	0.98
销售回款率	76.00	92.00	91.00	97.00

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9月底，公司已完工项目总可售面积为364.62万平方米，已签约销售面积

337.86 万平方米，平均去化率 92.66%，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 724.63 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。考虑到公司土地储备中三四线城市占比约 36.92%，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 9 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	苏州凯润	住宅+商业	苏州	26.93	26.62
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	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	14.69
9	无锡龙博	住宅+商业	无锡	10.52	10.09
10	廊坊红星	住宅	廊坊	22.91	18.79
11	天津华运	住宅+商业	天津	38.62	37.40
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	54.19
14	宁波镇海	住宅+商业	宁波	22.16	20.24
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	12.04
17	航天城一期	住宅	西安	20.27	18.05
18	杨家峪项目	住宅+商业	太原	17.92	14.98
合计	--	--	--	364.62	337.86

资料来源：公司提供

4. 经营效率

公司经营效率尚可。

受公司在建项目不断投入带动流动资产大幅增长影响，公司流动资产周转次数波动下降，三年分别为 0.35 次、0.30 次和 0.34 次；存货周转次数有所下降，三年分别为 0.47 次、0.34 次和 0.33 次；总资产周转率分别为 0.14 次、0.14 次和 0.15 次。

5. 重大事项

如可交换债转股，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 6 月 30 日，公司与阿里融合的同城站业务已累计上线 22 个城市，覆盖 56 个商场和 9800 余个品牌，并将进行进一步的深化，

通过“同城站+卖场数字化”的流量打通，全面推动家居装饰及家具行业新零售转型。

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。截至2020年11月底，美凯龙非公开发行股票事项处于中国证监会行政许可项目审查反馈意见阶段。

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
		4.2 南宁定秋商场项目	60668.75
		4.3 南昌朝阳新城商场项目	58988.02
		小计	246438.73
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

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，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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司2017—2019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，其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。2017—2019年，公司合并范围变化频繁，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2336.92亿元，所有者权益655.96亿元(含少数股东权益233.81亿元)；2019年，公司实现营业收入332.26亿元，利润总额75.25亿元。

截至2020年9月底，公司合并资产总额2550.83亿元，所有者权益690.00亿元(含少数股东权益247.69亿元)；2020年1—9月，公司实现营业收入178.21亿元，利润总额27.82亿元。

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。

2017—2019年末，公司资产规模持续上升，年均复合增长20.60%，主要系流动资产和非流动资产共同增长所致。截至2019年底，公司资产

总额2336.92亿元，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

2017—2019年末，公司流动资产规模呈稳定上升态势，年均复合增长21.92%。截至2019年底，公司流动资产合计1028.78亿元，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。

2017—2019年末，公司货币资金呈波动下降态势，年均复合下降8.42%，其中2018年大幅下降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。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。

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。2017—2019年末，公司其他应收款变化不大。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 12 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

2017—2019年末，公司存货呈上升态势，年均复合增长48.30%，主要系房地产开发项目规模不断扩大所致。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。

2017—2019年末，公司其他流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长68.45%。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

2017—2019年末，公司非流动资产呈持续增长趋势，年均复合增长率为19.58%。截至2019年底，公司非流动资产合计1308.15亿元，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。

2017—2019年末，公司长期股权投资呈快速增长态势，年均复合增长68.05%，主要系对外投资规模持续扩大所致；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营项目。

公司投资性房地产采用公允价值计量。2017—2019年末，公司投资性房地产呈稳定增长趋势，年均复合增长13.58%。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。

2017—2019年末，公司其他非流动资产呈波动增长态势，年均复合增长26.48%。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。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2020年9月底，公司合并资产总额2550.83亿元，较上年底增长9.15%。其中，流动资产占46.53%，非流动资产占53.47%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。截至2020年9月底，公司受限资产合计1047.68亿元，占总资产的41.07%，资产受限比率高。

表 13 截至 2020 年 9 月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	10.53	保证金、定存、借款质押及银行授信质押等
投资性房地产	839.83	抵押
存货	173.63	抵押担保
固定资产	23.69	借款抵押
合计	1047.68	--

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、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。

2017—2019 年末，公司所有者权益呈逐年增长趋势，年均复合增长率为 12.00%。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。

截至 2020 年 9 月底，公司所有者权益 690.00 亿元，较上年底增长 5.19%，主要系未分配利润及少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 64.10%，少数股东权益占比为 35.90%。在归属于母公司的所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 0.23%、3.39%、10.37%、3.06% 和 82.84%。所有者权益中未分配利润占比较大，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，有息债务以长期债务为主；公司近年来债务规模逐年增加，债务负担有所加重，公司未来 3 年债务有一定偿付压力。

2017—2019 年末，公司负债规模呈逐年上升态势，年均复合增长 24.53%，流动负债和非流动负债均有增加。截至 2019 年底，公司负债总额 1680.96 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%。

2017—2019 年末，公司流动负债呈逐年上升态势，年均复合增长 41.53%。截至 2019 年底，公司流动负债 949.38 亿元，较年初增长 23.71%，主要系预收账款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。

2017—2019 年末，公司短期借款呈波动增长态势，年均复合增长 121.71%。截至 2018 年底，公司短期借款较年初增长 522.83%。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。2017—2019 年末，公司应付账款年均复合增长 33.57%。截至 2018 年底，公司应付账款较年初增长 131.34%，主要系应付工程款增加所致。

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。

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。2017—2019 年末，公司预收款项呈上升态势，年均复合增长 56.79%。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。

2017—2019 年末，公司其他应付款呈逐年增长态势，年均复合增长 9.07%，主要系往来借款增加所致。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。

2017—2019 年末，公司一年内到期的非流动负债年均复合增长 40.64%。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。

2017—2019 年末，公司非流动负债规模呈逐年上升态势，年均复合增长 9.52%。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。

2017—2019 年末，公司长期借款年均复合增长 2.58%。截至 2019 年底，公司长期借款 328.70 亿元，较年初下降 1.64%，主要系重分类为一年内到期的非流动负债所致。

2017—2019 年末，公司应付债券呈不断增长趋势，年均复合增长 11.91%。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。

2017—2019 年末，公司递延所得税负债年

均复合增长 12.92%。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。

2017—2019 年末，公司其他非流动负债年均复合增长 57.22%。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”。

2017—2019 年末，公司全部债务规模逐年上升，年均复合增长 16.59%，主要系公司业务扩张，融资需求增加所致。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。2017—2019 年，公司的资产负债率分别为 67.46%、71.86%和 71.93%，全部债务资本化比率分别为 54.23%、56.41%和 56.21%，长期债务资本化比率分别 48.39%、49.36%和 45.54%。

截至 2020 年 9 月底，公司负债总额 1860.84 亿元，较上年底增长 10.70%，主要系预收款项大幅增加所致。其中，流动负债占 60.21%，非流动负债占 39.79%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。截至 2020 年 9 月底，公司全部债务 909.80 亿元，较上年底增长 8.03%，主要系持续增加融资所致。债务结构方面，短期债务占 38.80%，长期债务占 61.20%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2020 年 9 月底，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 72.95%、56.87%和 44.66%，较上年底分别提高 1.02 个百分点、提高 0.66 个百分点和下降 0.88 个百分点。

表 14 截至 2020 年 9 月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	353.04	365.42	191.34	909.80
占比	38.80	40.16	21.04	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

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; 受新冠疫情以及公司前期主动减免商户租金等因素影响, 2020 年以来公司经营业绩有所下滑。

2017—2019 年, 公司营业收入年均复合增长 28.75%; 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。

期间费用方面, 2017—2019 年, 公司费用总额呈增长趋势, 年均复合增长 39.24%; 2019 年, 公司费用总额 104.24 亿元, 同比增长 41.66%。2017—2019 年, 公司销售费用呈快速稳定增长态势, 年均增长 36.49%, 主要系随公司业务规模扩大、人工成本增加所致; 2019 年, 公司销售费用为 35.38 亿元, 同比增长 36.93%。2017—2019 年, 公司管理费用亦呈大幅增长态势, 年均增长 46.26%, 主要系公司经营规模扩大所致; 2019 年, 公司管理费用为 43.91 亿元, 同比增长 40.24%。2017—2019 年, 公司财务费用亦呈大幅增长态势, 年均增长 32.33%, 主要系公司有息债务规模持续扩大所致; 2019 年, 公司财务费用 24.95 亿元, 同比增长 51.80%。2017—2019 年, 公司的费用收入比分别为 26.82%、29.65%和 31.37%, 呈逐年提升态势, 但是公司需要进一步优化费用支出。

从利润构成来看, 2017—2019 年, 公司公允价值变动收益呈波动态势, 年均复合下降 0.67%, 2018 年大幅增长 75.44%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。

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; 2017—2019 年, 公司公允价值变动收益占营业利润的 32.99%、45.63%和 27.66%, 对利润影响较大。2017—2019 年, 公司投资收益呈波动增长态势; 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; 2017—2019 年, 公司投资收益占营业利润的 13.60%、7.71%和 19.48%, 对利润影响较大。

从盈利指标看, 2017—2019 年, 公司营业利润率分别为 44.98%、45.64%和 44.01%, 稳定增长, 公司总资产收益率分别为 5.39%、6.01%和 5.45%, 净资产收益率分别为 8.93%、10.67%和 8.27%, 均有所波动。

2020 年 1—9 月, 公司实现营业收入 178.21 亿元, 同比下降 12.17%, 主要系公司上半年免租等影响所致, 下降幅度较 2020 年上半年有所收窄。公司实现净利润 18.75 亿元, 同比下降 51.96%, 降幅大于营业收入, 主要系公允价值变动净收益同比大幅下降所致。

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, 2017—2019 年, 公司经营活动现金流入呈逐年增长态势, 年均复合增长 33.64%; 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。2017—2019 年，公司经营活动现金流出亦呈逐年增长态势，年均复合增长 32.33%；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，2017—2019 年，公司经营产生的现金流量净额分别为 23.07 亿元、61.72 亿元和 50.91 亿元。

从投资活动看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入呈波动增长态势，年均复合增长 6.94%，2018 年大幅下降 47.89%，主要系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。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。2017—2019 年，公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 19.61%，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；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，2017—2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-61.77 亿元、-183.61 亿元和-104.47 亿元。

从筹资活动看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入呈波动增长态势，年均复合增长 22.91%；2018 年同比增长 78.09%，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。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。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出亦呈波动增长态势，年均复合增长 48.34%；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，2017—2019 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 130.58 亿元、78.62 亿元和 67.09 亿元。

2020 年 1—9 月，公司经营活动现金流量净额 31.12 亿元，同比下降 48.72%，主要系公司疫情期间对商户免租以及公司地产业务新开工

规模扩大所致；投资活动现金流量净额-68.37 亿元，净流出同比下降 16.50 亿元，主要系公司投资节奏放缓所致；筹资活动现金流量净额 30.72 亿元。

表 15 公司现金流情况

(单位：亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	301.21	505.53	537.96	371.85
经营活动现金流出小计	278.14	443.80	487.06	340.73
经营活动现金流量净额	23.07	61.72	50.91	31.12
投资活动现金流入小计	56.04	29.20	64.09	89.94
投资活动现金流出小计	117.81	212.82	168.56	158.31
投资活动现金流量净额	-61.77	-183.61	-104.47	-68.37
筹资活动现金流入小计	319.30	568.64	482.36	400.06
筹资活动现金流出小计	188.72	490.02	415.27	369.34
筹资活动现金流量净额	130.58	78.62	67.09	30.72
现金收入比	136.22	176.00	155.92	180.87

资料来源：联合资信根据公司审计报告及三季度财务报表整理

6. 偿债能力

公司短期偿债能力有待进一步提高，长期偿债能力一般。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。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年末，公司流动比率分别为 146.02%、122.15%和 108.36%。2017—2019 年，公司现金短期债务比分别为 1.72 倍、0.97 倍和 0.64 倍，连续增长，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。截至 2020 年 9 月底，公司流动比率为 105.92%，较年初的 108.36%有所下降，主要系预收账款和一年内到期的非流动负债增长所致；现金短期债务比为 0.55 倍，现金类资产对短期有息债务的覆盖程度较弱。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，2017—2019 年，公司 EBITDA 持续增长，分别为 82.20 亿元、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。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.19 倍、2.34 倍和 1.96 倍，EBITDA 对利息的覆盖

程度较高；全部债务/EBITDA 分别为 7.54 倍、7.36 倍和 7.76 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。

表 16 公司偿债能力指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
短期偿债能力指标				
流动比率（%）	146.02	122.15	108.36	105.92
速动比率（%）	93.83	59.08	51.06	47.86
现金短期债务比（倍）	1.72	0.97	0.64	0.55
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍（倍）	2.19	2.34	1.96	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.54	7.36	7.76	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及三季度财务报表整理

截至 2020 年 9 月底，公司共获得各家银行授信额度为 861.25 亿元，尚未使用额度 289.10 亿元。

截至 2020 年 9 月底，除按揭担保外，公司对外担保余额为 88.82 亿元，占公司净资产的 12.87%，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 9 月底，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，2017—2019 年，母公司资产持续增长，年均复合增长 25.97%。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 2020 年 9 月底，母公司总资产为 380.08 亿元，较年初增长 23.03%，主要系货币资金、其他应收款和其他非流动资产增长所致；公司资产构成较年初变化不大。

2017—2019 年，母公司负债逐年增长，年均复合增长 32.48%。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 2020 年 9 月底，母公司负债为 308.88 亿元，较年初增长 26.78%，主要系其他应付款增长所致。

2017—2019 年，母公司所有者权益持续增长，年均复合增长 8.12%。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。截至 2020 年 9 月底，母公司所有者权益为 71.20 亿元，较年初增长 9.05%，主要系未分配利润增长所致，构成较年初变化不大。

2017—2019 年，母公司营业收入持续增长，年均复合增长 40.94%；2019 年，母公司营业收入为 12.22 亿元，同比增长 10.58%。2017—2019 年，母公司期间费用年均复合增长 64.95%，主要由财务费用构成，2019 年费用总额为 17.15 亿元。2017—2019 年，母公司净利润年均复合下降 57.34%，主要系投资收益有所下降以及期间费用大幅增长所致，2019 年为 1.87 亿元。2020 年 1—9 月，母公司实现营业收入 9.39 亿元，实现净利润 5.91 亿元，其中母公司取得投资收益 10.47 亿元。

2017—2019 年，母公司经营活动现金流量净额分别为 4.39 亿元、10.30 亿元和 10.00 亿元，经营活动净现金流呈持续净流入态势。2017—2019 年，母公司投资活动现金流量净额分别为 -20.35 亿元、-73.00 亿元和 -12.06 亿元，持续净流出。2017—2019 年，母公司筹资活动现金流量净额分别为 26.79 亿元、53.48 亿元和 12.41 亿元，呈持续净流入态势。2020 年 1—9 月，母公司经营活动现金流量金额为 4.71 亿元，投资活动现金流量金额为 -40.26 亿元，筹资活动现金流量净额为 48.77 亿元。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对债务的影响

截至 2020 年 9 月底，公司全部债务为 909.80 亿元，本期拟发行债券规模不超过 35 亿元（含），相对于公司目前的债务规模，本期债券对公司债务水平有一定影响。

以 2020 年 9 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 72.95%、56.87% 和 44.66% 上升至 73.32%、57.79% 和 46.17%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到募集资金用途为偿还公司债，实际债务指标将低于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2019 年相关财务数据为基础，2019 年，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为本期债券发行额度（35.00 亿元）的 3.10 倍和 15.37 倍，EBITDA 与经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度很高；经营活动现金净流量为本期债券发行额度（35.00 亿元）的 1.45 倍，对本期债券的覆盖程度很高。

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，公司对本期债券的偿还能力极强。

十、结论

公司作为全国性家居装饰及家居商场运营

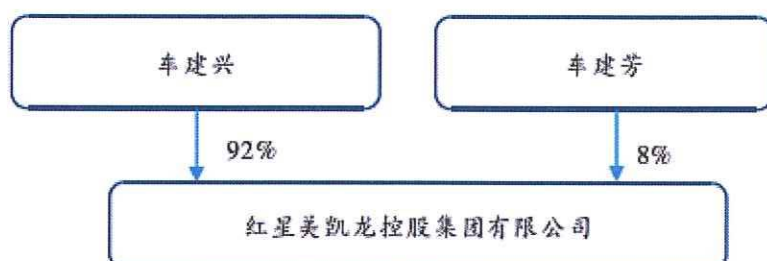
龙头企业，在行业地位、品牌知名度、运营经验和业务协同性等方面具有优势；公司经营规模持续扩大，家居商场收入持续增长，商业地产签约销售面积及金额大幅增长，债务以长期债务为主，经营活动现金流呈持续净流入态势。此外，阿里已认购公司发行的可交换债券，双方进行战略合作事宜或将提升公司整体竞争力。同时，联合资信也关注到公司部分项目位于三四线城市存在一定去化压力、未来开发资金需求规模较大、其他应收款规模较大对资金形成一定占用、资产受限规模较大和营业利润受公允价值变动收益影响较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期债券覆盖程度很高。

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，公司经营状况有望保持良好，联合资信对公司的评级展望为稳定。

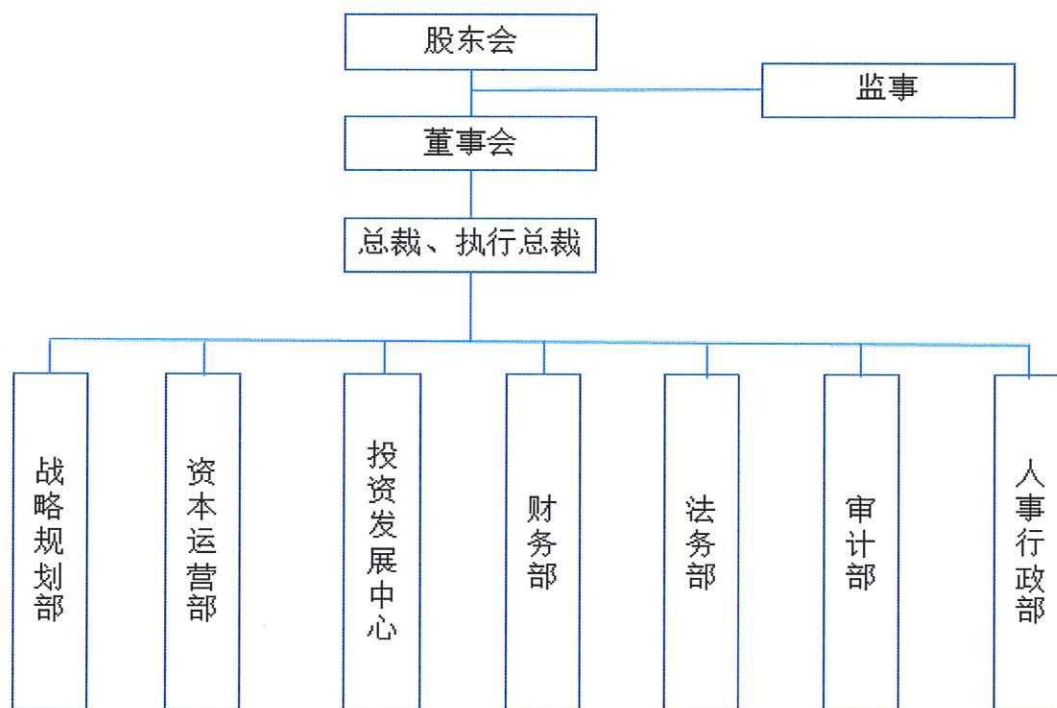
基于对公司主体长期信用水平以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本次公司债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月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 9 月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 9 月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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	222.16	179.63	188.68	194.39
资产总额 (亿元)	1606.87	2059.10	2336.92	2550.83
所有者权益 (亿元)	522.94	579.37	655.96	690.00
短期债务 (亿元)	129.23	184.90	293.59	353.04
长期债务 (亿元)	490.31	564.80	548.57	556.76
全部债务 (亿元)	619.54	749.70	842.16	909.80
营业收入 (亿元)	200.44	248.18	332.26	178.21
利润总额 (亿元)	65.15	79.98	75.25	27.82
EBITDA (亿元)	82.20	101.88	108.53	--
经营性净现金流 (亿元)	23.07	61.72	50.91	31.12
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	15.03	13.01	14.72	--
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 (%)	136.22	176.00	155.92	180.87
营业利润率 (%)	44.98	45.64	44.01	44.77
总资本收益率 (%)	5.39	6.01	5.45	--
净资产收益率 (%)	8.93	10.67	8.27	--
长期债务资本化比率 (%)	48.39	49.36	45.54	44.66
全部债务资本化比率 (%)	54.23	56.41	56.21	56.87
资产负债率 (%)	67.46	71.86	71.93	72.95
流动比率 (%)	146.02	122.15	108.36	105.92
速动比率 (%)	93.83	59.08	51.06	47.86
经营现金流动负债比 (%)	4.87	8.04	5.36	--
现金短期债务比 (倍)	1.72	0.97	0.64	0.55
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.19	2.34	1.96	--
全部债务/EBITDA (倍)	7.54	7.36	7.76	--

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. 2020 年三季度财务数据未经审计

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	12.24	3.01	13.36	26.58
资产总额 (亿元)	194.68	278.74	308.93	380.08
所有者权益 (亿元)	55.85	63.42	65.29	71.20
短期债务 (亿元)	4.46	16.48	66.18	101.88
长期债务 (亿元)	126.82	176.70	103.12	126.15
全部债务 (亿元)	131.27	193.18	169.30	228.03
营业收入 (亿元)	6.15	11.05	12.22	9.39
利润总额 (亿元)	10.28	7.57	1.87	5.91
EBITDA (亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	4.39	10.30	10.00	4.71
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)	0.04	0.05	0.04	--
现金收入比 (%)	96.63	102.50	103.71	81.21
营业利润率 (%)	99.75	99.77	99.64	99.73
总资本收益率 (%)	/	/	/	/
净资产收益率 (%)	18.40	11.94	2.86	--
长期债务资本化比率 (%)	69.43	73.59	61.23	63.92
全部债务资本化比率 (%)	70.16	75.29	72.17	76.21
资产负债率 (%)	71.31	77.25	78.87	81.27
流动比率 (%)	1090.85	511.34	166.02	149.90
速动比率 (%)	1090.85	511.34	166.02	149.90
经营现金流动负债比 (%)	36.57	26.66	9.02	--
现金短期债务比 (倍)	2.75	0.18	0.20	0.26
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	/

资料来源: 1. 联合资信根据公司财务报告计算; 2. 2020 年三季度财务数据未经审计

附件 3-1 截至 2020 年 9 月底公司土地储备情况

(单位：万平方米)

项目	区域	土地储备（结转口径）	权益土储（结转口径）	城市
太原晋中	华北	44.27	35.41	太原
长沙雨花	华中	122.24	79.46	长沙
西宁项目	西北	124.77	87.34	西宁
赣州项目	华东	95.91	76.73	赣州
衡水星龙	华北	68.32	68.32	衡水
天津华运	华北	24.97	19.98	天津
常州红星	华东	32.76	21.29	常州
济南商河	华北	65.85	65.85	济南
昆明二期	西南	8.58	8.58	昆明
宿迁沐阳	华东	62.64	62.64	宿迁
哈尔滨鼎顺	东北	16.97	16.97	哈尔滨
武汉项目	华中	44.82	44.82	武汉
温州星龙	华东	47.17	47.17	温州
华金街 3 号	华东	45.68	45.68	金华
太原王家峰	华北	46.20	46.20	太原
盐城凯龙	华东	45.37	45.37	盐城
西宁海湖	西北	43.32	38.99	西宁
湛江项目	华东	38.70	27.09	湛江
柳州官塘	西南	42.12	42.12	柳州
兰州定远	西北	38.40	38.40	兰州
南昌湾里	华东	37.96	37.96	南昌
太原解放路	华北	39.03	27.32	太原
马庄项目	华北	35.23	21.14	太原
鞍山红星	东北	24.32	24.32	鞍山
廊坊星龙	华北	15.68	15.68	廊坊
乌鲁木齐环卫路	西北	37.15	37.15	乌鲁木齐
苏州吴江	华东	20.33	12.60	苏州
天津蓟县	华北	29.36	14.68	天津
福州 104 亩	华东	13.72	13.72	福州
浙江慈溪	华东	34.26	34.26	慈溪
宁波镇海	华东	6.63	5.31	宁波
天津宝坻	华北	28.49	28.49	天津
柳州红星	西南	9.36	5.61	柳州
苏州凯润	华东	0.36	0.36	苏州
大连红星	东北	0.03	0.03	大连
余姚中山路	华东	25.61	25.61	余姚
廊坊红星	华北	2.24	1.23	廊坊

温州惠民	华东	21.64	21.64	温州
天津北辰	华北	1.34	0.74	天津
常州金坛	华东	22.92	15.36	常州
天津生态城	华北	23.13	23.13	天津
航天城一期	西北	13.57	13.57	西安
昆明一期	西南	0.05	0.05	昆明
杨家峪项目	华北	19.00	19.00	太原
苏州吴江商业	华东	15.05	15.05	苏州
重庆蔡家	西南	18.76	18.76	重庆
绍兴项目	华东	17.94	14.35	绍兴
太原迎泽西	华北	17.94	17.94	太原
天津临港	华北	15.07	15.07	天津
上海金山	华东	5.36	5.36	上海
无锡滨湖	华东	3.35	3.35	无锡
上海浦江	华东	0.27	0.27	上海
杨家峪三期	华北	14.56	7.43	太原
长春红星	东北	13.71	12.34	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	14.63	沈阳
郑州华商汇	华北	12.88	6.57	郑州
海拉尔	西北	13.09	7.20	海拉尔
无锡龙博	华东	2.85	2.85	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
慈溪新城大道	华东	24.30	24.30	慈溪
天津海博道	华北	23.46	14.08	天津
苏州盛泽	华东	27.00	27.00	苏州
上海宝山	华东	21.29	21.29	上海
昆明官渡	西南	30.94	15.78	昆明
合计	--	1901.50	1647.57	--

附件 3-2 截至 2020 年 9 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	剩余可售
1	常州红星	2021.09	32.19	71.30	43.81	8.01
2	鞍山红星	2025.01	20.00	39.60	38.01	16.67
3	廊坊星龙	2021.06	21.72	39.47	37.71	8.73
4	哈尔滨	2020.12	33.39	60.66	52.32	2.49
5	苏州吴江	2020.11	64.00	60.58	40.89	6.27
6	天津蓟县	2022.10	27.15	35.45	29.12	6.77
7	太原迎泽西	2021.12	12.07	18.80	8.78	8.78
8	太原晋中	2022.09	69.49	142.93	111.88	40.13
9	西宁项目	2023.11	66.82	134.48	103.10	18.91
10	海拉尔	2020.10	6.47	13.73	13.73	12.17
11	昆明官渡	2020.12	36.34	58.85	55.03	8.39
12	柳州红星	2020.11	17.30	26.53	20.38	4.82
13	沈阳建博	2021.09	8.25	14.70	9.87	9.63
14	武汉项目	2021.12	31.00	55.73	32.96	7.35
15	华金街 3 号	2021.03	29.06	51.39	48.60	11.16
16	南昌湾里	2021.04	19.37	30.06	16.68	3.49
17	象山美龙	2021.02	6.01	10.26	7.80	2.03
18	象山凯胜	2021.09	6.79	9.86	7.30	5.04
19	天津临港	2021.09	13.68	17.57	14.35	13.15
20	济南商河	2022.12	31.47	69.06	54.12	19.10
21	浙江慈溪	2021.01	18.10	34.91	21.84	6.28
22	盐城凯龙	2021.06	30.00	49.43	30.97	5.81
23	重庆蔡家	2021.11	4.17	19.28	4.87	0.04
24	太原王家峰	2021.11	17.20	51.11	36.80	13.89
25	杨家峪三期	2021.05	8.76	14.98	13.43	3.54
26	温州星龙	2022.05	34.87	52.50	42.80	7.01
27	乌鲁木齐民族村	2022.12	7.64	8.71	8.51	7.75
28	天津生态城	2021.07	51.97	45.12	33.34	11.38
29	丹阳项目	2021.12	12.12	12.46	11.02	6.00
30	郑州华商汇	2021.09	7.70	14.58	10.41	0.13
31	乌鲁木齐乌板路	2021.09	10.25	10.73	10.40	10.37
32	乌鲁木齐环卫路	2022.06	26.88	40.00	39.49	27.48
33	乌鲁木齐石家园子	2021.12	8.23	9.00	8.86	1.63
34	绍兴项目	2021.09	14.04	18.86	9.99	0.65
35	西宁海湖	2023.12	27.50	48.03	27.07	12.31
36	兰州定远	2021.12	16.48	42.94	38.67	30.60
37	赣州项目	2024.12	50.51	106.38	70.83	41.97
38	衡水星龙	2022.05	31.02	73.70	55.37	44.13
39	象山洪美	2023.03	7.41	10.83	2.00	2.00
40	宿迁沐阳	2023.12	26.35	60.44	38.79	-1.33
41	温州惠民	2022.05	30.33	25.12	24.89	--
42	长春红星	2021.12	11.50	15.12	15.12	10.40

43	太原解放路	2022.08	29.04	41.05	20.30	7.33
44	柳州官塘	2022.12	27.35	43.99	35.82	25.59
45	湛江项目	2022.05	27.41	55.73	37.50	28.03
46	天津宝坻	2023.04	20.51	38.50	25.61	24.47
47	乌鲁木齐碾子沟	2023.05	12.88	11.25	11.10	7.86
48	马庄项目	2022.12	15.49	30.30	29.42	25.64
49	长沙雨花	2022.04	68.79	93.65	61.99	52.05
50	余姚中山路	2023.01	18.48	33.20	30.38	30.38
51	象山星龙	2021.12	4.49	7.16	5.61	5.61
52	天津海博道	2023.03	27.51	27.21	25.23	23.80
53	慈溪新城大道	2023.06	22.00	24.63	18.12	18.12
54	苏州盛泽	2023.08	34.00	28.77	20.61	20.61
合计	--	--	1313.55	2160.72	1623.63	724.63

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
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

联合资信评估股份有限公司关于 红星美凯龙控股集团有限公司公开发行 2021 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（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，且不低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资信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或本次（期）债券如发生重大变化，或发生可能对红星美凯龙控股集团有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的重大事项，红星美凯龙控股集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注红星美凯龙控股集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债券相关信息，如发现红星美凯龙控股集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对红星美凯龙控股集团有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如红星美凯龙控股集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对红星美凯龙控股集团有限公司或本次（期）债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（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。