

信用评级公告

联合〔2022〕5141号

联合资信评估股份有限公司通过对红星美凯龙控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持红星美凯龙控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“17 红星 01”“17 红星 02”“20 红星 02”“20 红星 03”“20 红星 05”“20 红星 07”和“21 红星 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十七日

红星美凯龙控股集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

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

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 红星 01	25 亿元	0.0025 亿元	2022/11/07
17 红星 02	10 亿元	10 亿元	2024/11/07
20 红星 02	4 亿元	4 亿元	2025/01/21
20 红星 03	25 亿元	25 亿元	2023/05/29
20 红星 05	25 亿元	25 亿元	2023/11/26
20 红星 07	5 亿元	5 亿元	2025/12/23
21 红星 01	30 亿元	30 亿元	2024/03/10

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 27 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	V3.1.202205
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对红星美凯龙控股集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪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红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“美凯龙家居”）的控股股东，在行业地位、品牌知名度、运营经验等方面仍具有优势。2021 年，公司出售地产板块主要运营主体重庆红星美凯龙企业发展有限公司（以下简称“红星企发”）股权，降低了债务负担；美凯龙家居定增发行股票充实了资本实力。同时，联合资信也关注到 2021 年非经常性损益对公司利润总额影响较大；红星企发不再纳入合并报表范围后，公司地产业务规模大幅下降；其他应收款和其他非流动资产资金占用较大，资产受限比例高，母公司短期偿债压力较大等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

虽然公司地产业务规模下降，但未来随着公司自营和委管店面不断投入运营，公司经营状况有望保持良好。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“17 红星 01”“17 红星 02”“20 红星 02”“20 红星 03”“20 红星 05”“20 红星 07”和“21 红星 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司旗下子公司家居商场业务处于行业领先地位。公司旗下子公司美凯龙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. 出售红星企发有利于公司降低债务负担并获得资金回笼。2021 年，公司转让了地产开发业务的主要主体红星企发的大部分股权，红星企发表使得公司债务负担明显下降。根据协议，公司仍可获得利润分成，可作为未来一段时间的现金流补充。

3. 非公开发行股票有利于公司增强资本实力。公司子公司红星美凯龙家居于 2021 年 9 月向特定投资者非公开发行股票，募集资金净额为人民币 36.78 亿元，资金已于 10 月到位。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	1	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：张文韬 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

关注

1. **房地产行业景气度下行的影响。**2021 年下半年以来，房地产行业景气度下行，公司从事家居行业与房地产关联性较高，未来业绩可能受到一定影响。

2. **非经常性损益对公司营业利润影响较大，资产受限比例高，短期偿债压力较大。**2021 年，公司公允价值变动收益的下降、无形资产减值和信用减值损失对利润造成较大侵蚀。截至 2021 年底，公司资产受限程度 48.38%。公司债务中短期债务占比高，而公司的经营模式资产回报周期较长，债务结构有待优化。

3. **其他应收款和其他非流动资产等对公司资金占用较大。**公司其他应收款和其他非流动资产构成复杂，包含关联方借款、预付工程款、土地整理收益权、委托贷款等，金额较大，对公司资金占用较大。

4. **母公司债务负担较重，短期偿债压力较大。**截至 2021 年底，公司母公司全部债务资本化比率为 61.50%，母公司短期债务占 56.28%（91.41 亿元），母公司货币资金较少，短期偿债压力较大。

主要财务数据：

项目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产（亿元）	188.68	194.50	118.83
资产总额（亿元）	2336.92	2678.62	1937.56
所有者权益（亿元）	655.96	712.61	695.60
短期债务（亿元）	293.59	342.13	237.73
长期债务（亿元）	548.57	523.92	356.30
全部债务（亿元）	842.16	866.05	594.03
营业收入（亿元）	332.26	277.55	361.28
利润总额（亿元）	75.25	43.43	37.66
EBITDA（亿元）	108.53	81.91	97.33
经营性净现金流（亿元）	50.91	70.25	111.41
营业利润率（%）	44.01	43.42	39.37
净资产收益率（%）	8.27	4.18	4.50
资产负债率（%）	71.93	73.40	64.10
全部债务资本化比率（%）	56.21	54.86	46.06
流动比率（%）	108.36	102.23	79.45
经营现金流动负债比（%）	5.36	5.59	17.64
现金短期债务比（倍）	0.64	0.57	0.50
EBITDA 利息倍数（倍）	1.96	1.26	1.67
全部债务/EBITDA（倍）	7.76	10.57	6.10
公司本部（母公司）			
项目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额（亿元）	308.93	341.33	379.13

所有者权益（亿元）	65.29	66.35	101.69
全部债务（亿元）	169.30	189.77	162.41
营业收入（亿元）	12.22	14.76	6.59
利润总额（亿元）	1.87	2.27	18.91
资产负债率（%）	78.87	80.56	73.18
全部债务资本化比率（%）	72.17	74.09	61.50
流动比率（%）	166.02	133.09	147.07
经营现金流动负债比（%）	9.02	7.17	6.64

注：1. 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；2. 有息债务数据为公司提供，未包含应付票据，其中一年内到期的非流动负债中的非有息债务、应付债券中的阿里战略投资可转债已从有息债务中剔除；其他流动负债中的有息债务计入短期债务计算；租赁负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息债务计入长期债务计算；资料来源：联合资信根据公司财务报告计算

评级历史：

债项简称	债项级别	主体等级	评级展望	评级时间	项目组成员	评级方法/模式	评级报告
17 红星 01 17 红星 02	AAA	AAA	稳定	2021/8/23	闫欣 张超	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/ 房地产企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
20 红星 02 20 红星 03 20 红星 05 20 红星 07 21 红星 01	AAA	AAA	稳定	2021/06/26	闫欣 张超	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/ 房地产企业主体信用评级模型（打分表）	阅读原文
21 红星 01	AAA	AAA	稳定	2021/1/13	闫欣 张超	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/ 房地产企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
20 红星 07	AAA	AAA	稳定	2020/12/15	闫欣 梅旭东	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/ 房地产企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
20 红星 05	AAA	AAA	稳定	2020/10/28	闫欣 卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业信用评级方法（2018）	阅读全文
20 红星 03	AAA	AAA	稳定	2020/5/15	闫欣 卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业信用评级方法（2018）	阅读全文
20 红星 02	AAA	AAA	稳定	2020/1/2	闫欣 卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业信用评级方法（2018）	阅读全文

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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受红星美凯龙控股集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

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

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、主体概况

红星美凯龙控股集团有限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，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 2021 年底，公司注册资本为 2.00 亿元，实收资本为 1.00 亿元，其中车建兴持股比例为 92%，车建芳持股比例为 8%，车建兴为公司实际控制人。

公司家居运营板块主体为 A+H 股上市公司红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“美凯龙家居”，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 2022 年 4 月 27 日，公司持股比例为 60.53%。美凯龙家居被公司质押股份占美凯龙家居总股本的 29.80%，占公司持有美凯龙家居总股份的 49.23%，（扣除因发行可交债质押股份后，质押股数占公司持有美凯龙总股份的 35.82%）质押比例一般，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。

公司主营业务为家居商场业务、商业地产及住宅开发业务、购物中心管理业务及房地产经纪业务等。

截至 2021 年底，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 2021 年底，公司合并资产总额 1937.56 亿元，所有者权益 695.60 亿元（含少数股东权益 271.39 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 361.28 亿元，利润总额 37.66 亿元。

公司注册地址：上海市青浦区盈港路 453 号 1923 室 A 区-966；法定代表人：车建兴。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 公司存续债券概况（单位：亿元、年）

债券名称	发行规模	债券余额	起息日	期限
17 红星 01	25.00	0.0025	2017/11/07	3+2
17 红星 02	10.00	10.00	2017/11/07	5+2
20 红星 02	4.00	4.00	2020/01/21	3+2
20 红星 03	25.00	18.30	2020/05/29	2+1
20 红星 05	25.00	25.00	2020/11/26	2+1
20 红星 07	5.00	5.00	2020/12/23	3+2
21 红星 01	30.00	30.00	2021/03/10	2+1

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2021 年，我国统筹经济发展和疫情防控、积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社融规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021 年实现了“十四五”良好开局，宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021 年我国国内生产总值 114.37 万亿元，按不变价计算，同比增长 8.10%，

两年平均增长¹5.11%。分季度来看，GDP 当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为 18.30%、7.90%、4.90%和 4.00%。从两年平均增速来看，上半年我国经济稳定修复，一、二季度分别增长 4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至 4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP 两

年平均增速小幅回升至 5.19%。

三大产业中，**第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平**。2021 年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 5.08%和 5.31%，均高于疫情前 2019 年的水平，恢复情况良好；第三产业增加值两年平均增速为 5.00%，远未达到 2019 年 7.20%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 2 2017—2021 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 两年平均
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速 (%)	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速 (%)	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速 (%)	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；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
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。消费方面，2021 年我国社会消费品零售总额 44.08 万亿元，同比增长 12.50%；两年平均增速 3.98%，与疫情前水平（2019 年为 8.00%）差距仍然较大，主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2021 年全国固定资产投资（不含农户）54.45 万亿元，同比增长 4.90%；两年平均增长 3.90%，较疫情前水平（2019 年为 5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定投资三大领域中的亮点。外

贸方面，海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑我国出口高增长。2021 年，我国货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额 3.36 万亿美元，同比增长 29.90%；进口金额 2.69 万亿美元，同比增长 30.10%；贸易顺差达到 6764.30 亿美元，创历史新高。

2021 年，CPI 温和上涨，PPI 冲高回落。2021 年，CPI 同比上涨 0.90%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%，总体呈现波动上行的态势；2021 年 PPI 同比上涨 8.10%，呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏

¹ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

紧等因素推动 PPI 升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年末，社融存量余额为 314.13 万亿元，同比增长 10.30%，增速较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看，人民币贷款是主要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于 2019 年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1 同比增速持续回落，M2 同比增速相对较为稳定，2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入 17.27 万亿元，同比增长 11.90%，主要得益于经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50% 左右的调控目标。2021 我国全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际

同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022 年我国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021 年 12 月，中央经济工作会议指出我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效：积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022 年我国经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年我国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

五、行业及区域环境分析

公司主要从事家居商场经营，行业分析围绕家居行业展开。

1. 行业概况

2021 年下半年以来，房地产行业景气度快速下行，但 2021 年全国规模以上建材家居卖场销售额相比疫情前水平仍有一定增长，疫情高峰过后的需求反弹以及存量房装修需求的发掘起到一定作用。

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。

2019—2021年，全国规模以上建材家居卖场实现销售额分别为10057.10亿元、7624.17亿元和11773.92亿元，2021年的销售额超过疫情前水平，一是由于2021年是新冠肺炎疫情爆发的第二年，前期由于疫情管控而暂停的入户家装的刚性需求，在2021年疫情常态化防控中得以逐步释放；二是在疫情长期存在的情况下，人们更加关注自身居住环境的改善，对家居空间的绿色环保、居住体验、使用功能、视觉美感等提出了更高的要求。

2. 行业上下游情况

家居行业与房地产行业相关性较高，同时近年新冠疫情的发展情况对行业扰动较大。

从家居产业链来看，家居流通行业上游是家居制造业，下游是家居产品消费者。

图1 家居流通行业产业链



资料来源：Wind

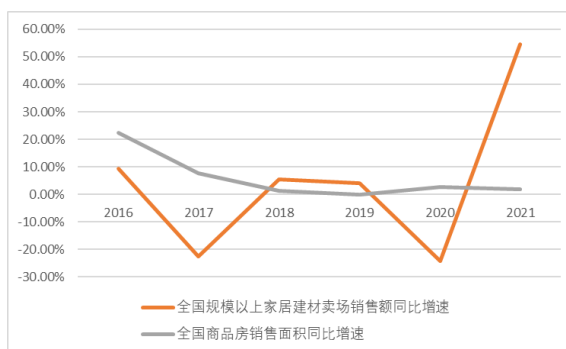
家居制造业影响着家居流通业的发展。家居制造业入门槛低，家居制造企业众多，产品同质化程度严重，陷入无序竞争，供应商整合难度大，但这也让家居流通企业可以通过流通品牌建设来加大对家居产品的展示、推广和促销。家居流通企业在家居产品销售方面所起的作用很大，家居流通业也随之发展迅速。

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。

2016年四季度，“房住不炒”等一系列政策出台，对家居建材卖场销售额造成较大影响，2018年恢复增长主要系卖场服务模式和体验模式升级吸引人气回流所致。2020年以来，新冠疫情的爆发和缓和对家居行业影响大于房地产行业景气度的影响。

图2 家居建材卖场和商品房销售情况



资料来源：Wind

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较高，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美凯龙家居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. 未来发展

未来家居流通行业集中度将提高，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较高。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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年底，公司注册资本为2.00亿元，实收资本为1.00亿元，其中车建兴持股比例为92%，车建芳持股比例为8%，车建兴为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

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

公司主要从事家居装饰及家具零售商场的开发经营。根据弗若斯特沙利文咨询公司统计数据，公司是国内地域覆盖面最广阔、商场数量最多且经营面积最大的全国性家居装饰及家具商场运营商。2021年，就零售额而言，公司占中国连锁家居装饰及家具商场行业的市场份额为17.5%，占家居装饰及家具商场行业（包括连锁及非连锁）的市场份额为7.4%。公司经营了95家自营商场，278家委管商场，10家战略合作商场，69个特许经营家居建材项目，共包括485家家居建材店/产业街，覆盖全国30个省、直辖市、自治区的224个城市，总经营面积2230.35万平方米。

3. 企业信用记录

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

根据公司提供的其本部人民银行征信报告(统一社会信用代码 91310115660714607P),截至 2022 年 4 月 21 日,公司已结清和未结清信贷业务无不良和关注类记录。

截至 2022 年 6 月 6 日,联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内,公司在法人治理结构、管理制度等方面无重大变化情况。

八、重大事项

美凯龙家居完成非公开发行股票,资本实力有所增强。

根据子公司美凯龙家居于 2021 年 10 月 22 日公告的《红星美凯龙家居集团股份有限公司非公开发行 A 股股票发行情况报告书》,公司向特定投资者非公开发行股票 44973.27 万股,发行价格为 8.23 元/股,募集资金总额为 37.01 亿元,扣除各项不含税发行费用(人民币 2293.61 万元)后,实际募集资金净额为人民币 36.78 亿元,资金于 2021 年 10 月 11 日全部到位。

资产出售事项有助于公司降低债务负担,进一步聚焦主业。

公司于 2021 年 7 月 19 日发布了《红星美凯龙控股集团有限公司出售、转让资产的公告》。根据该份公告,远洋控股集团(中国)有限公司(以下简称“远洋控股”)及瑞喜创投有限公司(以下简称“瑞喜创投”)将通过天津远璞企业管理咨询有限公司(以下简称“天津远璞”)收购公司控股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”)70%股权(不包括根据有关收购事项的重组步骤将予剥离的上海红星美凯龙置业有限公司(以下简称“红星置业”)、上海新华城资产管理公司等若干公司)。上述收购事项直接股权收购款为人民币 40 亿元,并约定了后续利润分成安排,截至 2020 年底,红星企发已售但未结转的开发物业及自持物业的利润,将由公司及天津远璞按 85%:15%的比例进行分配;截至 2020 年底,未售的开发物业及自持物业的利润将由公司及天津远璞按 70%:30%的比例进行分配(以上不含由公司享有的已结转未分配利润及盈余公积)。截至 2022 年 3 月 3 日,远洋方²已累计持有红星企发 70%的股权,股权交易已实施完毕,股权收购款已付清。

九、经营分析

1. 经营概况

2021 年,公司自营商场收入恢复至疫情前水平,房地产结转收入大幅增长,带动总收入有较大增长,但公司综合毛利率较上年有所下降。

2021 年,公司营业收入同比增长 30.17%,主要系房地产当年结转交付规模同比增加,以及家居商场因新冠疫情对商户减租使得 2020 年收入基数较低所致。

从毛利率来看,自营商场毛利率变化不大;委管商场因家居商场行业已过高速增长期,公司承接前期品牌咨询和商业咨询项目减少,而人工成本相对固定,毛利率有所下降;商业管理板块收入主要为使用公司的爱琴海品牌受托进行购物中心管理,2021 年受托项目增加,成本摊薄,使得毛利率有所提升;住宅销售当期结转毛利率有所下降。

表 3 公司营业收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2019 年度			2020 年			2021 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	77.99	23.47	78.78	66.82	24.08	75.41	80.95	22.41	77.11

² 指远洋控股、瑞喜创投和天津远璞

委托经营管理	47.02	14.15	61.78	35.80	12.90	59.84	32.56	9.01	52.36
商业地产住宅销售	126.67	38.13	28.17	105.15	37.89	27.87	157.57	43.61	23.93
商业管理	16.05	4.83	63.25	10.71	3.86	62.69	13.20	3.65	68.55
其他业务	64.53	19.42	39.79	59.06	21.28	41.20	77.00	21.31	38.13
合计	332.26	100.00	48.75	277.55	100.00	47.62	361.28	100.00	43.06

资料来源：公司提供

2. 家居商场业务

公司家居商场经营规模继续小幅增长，出租率依然处于很高水平，单位面积经营收入较2020年明显增长，但未恢复至疫情前水平。

2021年，公司家居建材商场经营规模持续增长，自营商场较上年增加3家，其中2家为

自建，分别位于杭州和南昌，1家为联合营，位于广州；委管商场较上年增加5家。自营和委管商场经营面积较上年增长1.12%。

出租率方面，2021年，公司自营及委管商场出租率较上年略微有所提升，依然处于很高水平。

表4 公司商场经营数据变化情况（家、万平方米、%）

业务类别	2019年			2020年			2021年		
	商场数量	经营面积	平均出租率	商场数量	经营面积	平均出租率	商场数量	经营面积	平均出租率
自营商场	87	773.68	93.40	92	803.43	92.10	95	845.55	94.10
其中：自有	58	604.87	--	63	628.52	--	66	674.28	--
租赁	29	168.81	--	29	174.91	--	29	171.27	--
委管商场	250	1325.01	93.50	273	1402.14	90.70	278	1384.81	91.40
合计	337	2098.70	--	365	2205.57	--	373	2230.35	--

注：自有商场中包含合营及联营

资料来源：公司年报

从区域上看，截至2021年底，公司自营商场在上海、东北、华东经营面积占比较高。

委管商场在华北、华东、华中和西部占比较高。

表5 截至2021年底公司家居商场区域分布情况（单位：家、平方米）

地区	自营商场						委管商场	
	自有及合营联营		租赁		自营商场数量小计	自营商场经营面积小计	数量	面积
	数量	面积	数量	面积				
北京	3	22.69	1	12.17	4	34.86	1	11.29
上海	7	90.56	--	--	7	90.56	--	--
天津	4	46.14	--	--	4	46.14	3	17.79
重庆	4	33.08	2	13.27	6	46.35	8	26.50
东北	10	109.89	--	--	10	109.89	15	71.49
华北	3	22.44	8	44.57	11	67.01	30	152.75
华东	17	196.76	12	59.80	29	256.57	120	634.25
华中	4	52.74	4	34.08	8	86.82	40	181.06
华南	5	24.24	2	7.38	7	31.62	11	54.94
西部	9	75.74	--	--	9	75.74	50	234.73
合计	66	674.28	29	171.27	95	845.55	278	1384.81

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

从单位面积经营收入来看，公司自有、租赁和联合营商场单位面积经营收入均较上年

有明显增长，但自有和租赁商场单位面积收入较疫情前仍有差距。

表 6 公司商场单位面积经营收入（单位：元）

商场类型	2019 年	2020 年	2021 年
自有	104.14	84.81	98.32
租赁	75.06	57.60	64.19
联合营	81.69	64.11	88.81

资料来源：公司年报

截至 2021 年底，公司在建及拟建项目为储备项目，另外还有部分物流项目投资。截至 2021 年底，公司在建拟建项目尚需投资 64.19 亿元（不包含未确认投资计划的 3 个项目），其中新郑华商汇项目投资额较大但进展缓慢，公司建设支出压力一般。

表 7 截至 2021 年底公司在建和拟建项目投资情况（单位：万平方米、亿元）

类型	项目名称	地区	拟建面积	计划总投资	截至 2021 年底已投资	尚需投资
在建家居商场项目	南宁定秋路	南宁	16.60	10.00	8.10	1.90
	芜湖中山北路	芜湖	6.00	3.20	2.50	0.70
	佛山乐从二期	佛山	27.00	18.00	12.96	5.04
	西安浐灞	西安	14.80	10.00	4.48	5.52
	赣州南康	赣州	15.70	7.38	3.84	3.54
	海口龙昆路	海口	11.00	10.20	7.18	3.02
	南通通京大道	南通	6.60	/	/	/
小计			97.70	58.78	39.05	19.73
拟建家居商场项目	新郑华商汇	新郑	107.00	48.22	5.30	42.92
	顾戴路项目	上海	12.10	/	/	/
	宿州星丰项目	宿州	3.07	/	/	/
小计			122.17	48.22	5.30	42.92
在建及拟建物流项目	红星美凯龙（吉林）总部电子商务物流园	吉林	9.57	2.25	1.23	1.02
	天津红星美凯龙供应链管理有限公司仓储物流项目	天津	8.48	1.98	1.46	0.52
小计			18.05	4.23	2.69	1.54
合计			237.92	111.23	47.04	64.19

注：南京南通大道项目、顾戴路项目和宿州星丰项目因改造计划未定，暂无法确认计划总投资额
资料来源：公司提供

3. 房地产开发

剥离红星企发后，公司房地产业务规模大幅下降。剩余可售面积在三线以下城市占比较高，在房地产市场景气度下行的背景下，未来项目去化或存在一定压力。

公司原房地产开发业务由子公司红星企发负责。2021 年公司与远洋方合作地产板块，将上海红星美凯龙置业有限公司（以下简称“红星置业”）从红星企发中剥离，并将红星企发 70% 股权转让给远洋方，红星企发于 2021 年 9 月起

不再纳入公司合并报表范围。根据公司与远洋方的协议安排，公司可从红星企发获得现金流回款以及利润分红，利润将通过长期股权投资收益体现。

公司目前合并范围内房地产开发项目主要来自红星置业，截至 2021 年 9 月底，红星置业权益口径剩余可售面积 232.96 万平方米，其中 43.34% 位于一二线城市³，56.66% 位于三线及以下城市；55.35% 位于华东，37.73% 位于华北，1.22% 位于华中，5.70% 位于西北。

³ 上海、太原、天津、徐州、常州、南通、西安、宁波、绍兴

4. 未来发展

公司家居商场业务未来重点发展轻资产经营模式；房地产业务将保持在较小规模，根据市场情况择机拓展业务。

家居建材商场方面，公司将保持双轮驱动的经营模式，并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。

商业地产住宅开发方面，红星置业将销售存量项目以及与公司“爱琴海”百货商场项目联动进行机会性拿地，同时发挥自身经营及品牌优势，通过与公司旗下爱琴海购物公园及红星云等商业品牌进行联动，帮助合作方、政府平台公司等进行拿地、盘活资产，通过代操盘或小股操盘等形式，在减少资金投入的情况下，拓展轻资产项目。

十、财务分析

1. 财务概况

公司2021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。

截至2021年底，公司合并资产总额1937.56亿元，所有者权益695.60亿元（含少数股东权益271.39亿元）；2021年，公司实现营业总收入361.28亿元，利润总额37.66亿元。

2. 资产质量

剥离地产资产使得公司资产规模下降，但仍需关注剩余地产存货未来的去化压力和跌价风险。此外，其他应收款和其他非流动资产对公司资金占用较多，公司资产尤其核心资产投资性房地产受限比例高，新增融资空间有限。

截至2021年底，公司合并资产总额1937.56亿元，较上年底下降27.67%，主要系地产业务大部分剥离转让所致。其中，流动资产占25.89%，非流动资产占74.11%。公司资产以非流动资产为主，非流动资产占比较上年底上升较快。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019年		2020年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1028.78	44.02	1284.38	47.95	501.63	25.89
货币资金	186.30	7.97	192.02	7.17	107.77	5.56
其他应收款（合计）	176.15	7.54	245.34	9.16	174.72	9.02
存货	544.03	23.28	713.33	26.63	122.76	6.34
非流动资产	1308.15	55.98	1394.24	52.05	1435.93	74.11
其他权益工具投资	39.99	1.71	42.07	1.57	70.87	3.66
其他非流动资产	73.62	3.15	90.97	3.40	92.99	4.80
投资性房地产	968.49	41.44	1026.94	38.34	1014.29	52.35
资产总额	2336.92	100.00	2678.62	100.00	1937.56	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

（1）流动资产

截至2021年底，流动资产501.63亿元，较上年底下降60.94%，主要系转让地产业务资产，存货大幅减少所致。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

截至2021年底，公司货币资金107.77亿元，

较上年底下降43.87%，主要系偿还债务及红星企发出表所致。货币资金受限部分9.59亿元，受限程度低。

截至2021年底，公司其他应收款（合计）174.72亿元，较上年底下降28.78%，主要系对关联方借款往来款减少及红星企发出表所致。其他

应收款前五大单位占51.90%，集中度高，且全部为关联企业，对公司资金形成较大占用。

表9 截至2021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
重庆红星美凯龙企业发展有限公司	是	借款及往来款	50.36	28.04
常州红星装饰城	是	借款及往来款	20.25	11.28
上海森序企业管理有限公司	是	借款及往来款	10.00	5.57
淮安市尚诚置业发展有限公司	是	借款及往来款	6.33	3.52
红星家具集团	是	借款及往来款	6.26	3.49
合计	--	--	93.20	51.90

资料来源:公司审计报告

公司存货主要为地产开发项目。截至2021年底,公司存货122.76亿元,较上年底下降82.79%,主要系向远洋方转让大部分地产业务资产所致。存货中开发成本占85.76%,开发产品占10.69%。存货未计提跌价准备。公司地产业务位于三四线城市占比较高,在目前的地产行业景气度下行背景下,未来有一定去化压力和跌价风险。

(2) 非流动资产

截至2021年底,公司非流动资产1435.93亿元,较上年底增长2.99%,公司非流动资产主要由投资性房地产构成。

公司投资性房地产主要为公司持有的自营商场,约80%位于一二线城市,采用公允价值计量,账面价值受商业地产市场波动影响较大。截至2021年底,公司投资性房地产1014.29亿元,较上年底下降1.23%。公司投资性房地产受限资产为900.85亿元,主要用于抵押担保,占比为88.82%,受限比例高。

截至2021年底,公司其他非流动资产92.99亿元,较上年底增长2.22%,较上年底变化不大。其他非流动资产主要为向关联方提供的借款、土地整理相关收益权以及为合作开发项目提供的借款。其他非流动资产构成复杂,部分款项较长时间仍未收回,对公司资金占用较多。

截至2021年底,公司其他权益工具投资

70.87亿元,较上年底增长68.48%,主要系会计准则变化,将可供出售金融资产转入其他权益工具投资所致。其他权益工具投资主要为公司对家居上下游及科创公司股权的投资,有一定成长空间和变现价值,但不确定性较高。

截至2021年底,公司受限资产账面价值合计937.36亿元,占总资产比率为48.38%,受限资产占比高。

表10 截至2021年底公司受限资产情况

(单位:亿元)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	9.59	借款质押及银行授信质押等
存货	2.44	借款抵押
固定资产	23.10	借款抵押
投资性房地产	900.86	借款抵押
其他权益工具投资	1.37	借款质押
合计	937.36	--

资料来源:公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

公司未分配利润和少数股东权益占比较高,所有者权益结构稳定性有待提高。

截至2021年底,公司所有者权益695.60亿元,较上年底下降2.39%,主要系红星企发出表冲减资本公积所致。其中,归属于母公司所有者权益占比为60.98%,少数股东权益占比为39.02%。在所有者权益中,实收资本、其他权益工具、其他综合收益和未分配利润分别占0.14%、3.76%、1.62%和55.47%。所有者权益中未分配利润占比较大,权益结构稳定性一般。

(2) 负债

剥离地产业务使得公司债务负担大幅减轻,但公司短期债务占比高,和公司的业务特征存在一定错配。

截至2021年底,公司负债总额1241.96亿元,较上年底下降36.83%,主要系地产业务剥离,预收房款大幅减少所致。其中,流动负债占50.84%,非流动负债占49.16%。公司负债结构相对均衡,非流动负债占比上升较快。

表 11 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元、%)

科目	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	949.38	56.48	1256.37	63.90	631.41	50.84
其他应付款 (合计)	154.67	9.20	188.78	9.60	165.52	13.33
一年内到期的非流动负债	232.72	13.84	266.63	13.56	218.86	17.62
合同负债	22.22	1.32	22.62	1.15	114.28	9.20
非流动负债	731.59	43.52	709.65	36.10	610.55	49.16
长期借款	328.70	19.55	361.17	18.37	272.49	21.94
应付债券	187.90	11.18	150.65	7.66	76.77	6.18
递延所得税负债	132.24	7.87	136.75	6.96	138.59	11.16
负债总额	1680.96	100.00	1966.02	100.00	1241.96	100.00

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底, 公司其他应付款 (合计) 165.52 亿元, 较上年下降 12.32%, 主要系经营性往来款减少以及应付建筑商款项减少所致。其他应付款中借款及往来款占 41.21%, 保证金及押金占 19.87%, 代收商户货款占 8.60%, 应付物业购置款占 6.38%。

截至 2021 年底, 公司合同负债 114.28 亿元, 较上年增长 405.15%, 房屋预售款根据新会计准则重分类所致。合同负债中房屋预售款占 78.66%, 营销服务及其他占 10.20%, 商业咨询费及招商佣金占 5.07%。

截至 2021 年底, 公司一年内到期的非流动负债 218.86 亿元, 较上年下降 17.92%。

截至 2021 年底, 公司非流动负债 610.55 亿元, 较上年下降 13.96%, 主要系长期借款和

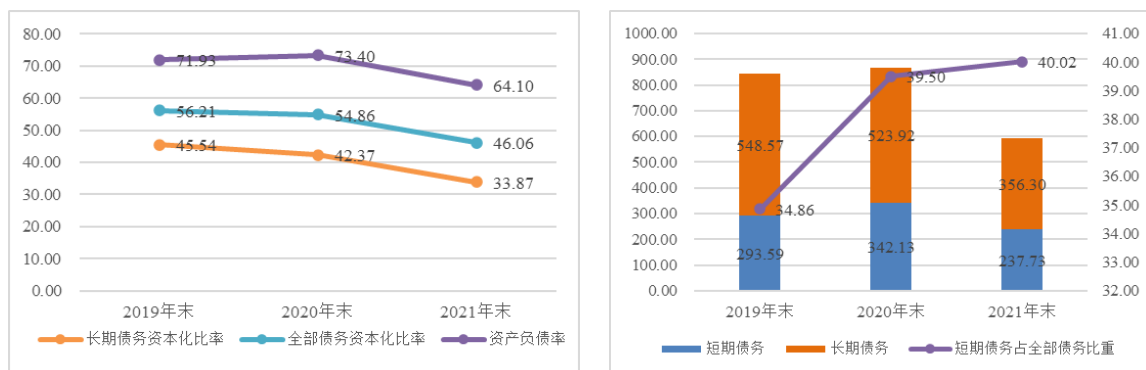
应付债券减少所致。

截至 2021 年底, 公司长期借款 272.49 亿元, 较上年下降 24.55%, 主要系剥离房地产业务所致。长期借款绝大部分为抵押、保证、质押借款。

截至 2021 年底, 公司应付债券 76.77 亿元, 较上年下降 49.04%, 主要系债券偿还及重分类至一年内到期非流动负债所致。

债务方面, 由于公司出售部分地产业务, 其债务大幅下降, 同时公司利用定增发行股票和转让资产获得的流动性用于偿还债务, 公司债务负担明显下降, 目前处于适中水平。但公司债务结构中短期债务占比高, 且公司商业物业回报周期较长, 集中偿付压力仍然较大, 债务期限和业务特征存在一定错配。

图 3 公司债务指标情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 联合资信整理

表 12 截至 2021 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	237.73	210.83	145.48	594.03
占比	40.02	35.49	24.49	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

表 13 截至 2022 年 5 月底公司及子公司美凯龙存续债券到期情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
20 红星 03*	2022/05/29	18.30
17 红星 02*	2022/11/07	10.00
17 红星 01	2022/11/07	0.0025
20 红星 05*	2022/11/26	25.00
20 红星 02*	2023/01/21	4.00
21 红星 01*	2023/03/10	30.00
20 红星 07*	2023/12/23	5.00
20 红美 02*	2022/06/06	5.00
20 红美 03*	2022/10/31	5.00
20 美凯龙 MTN001	2023/01/20	5.00
19 红美 02	2023/06/10	0.01
16 红美 02	2023/07/13	0.33
合计	-	114.34

注: 用*标出的债券均附带回售条款, 所列到期日为回售日
资料来源: Wind

4. 盈利能力

2021 年, 公司营业总收入大幅增长, 但非经常损益对利润的负面影响较大, 使得利润总额同比下降, 公司整体盈利能力变化不大。

2021 年, 公司实现营业总收入 361.28 亿元, 同比增长 30.17%; 利润总额 37.66 亿元, 同比下降 13.28%, 主要系公允价值变动收益减少以及计提资产减值损失和信用减值损失所致。

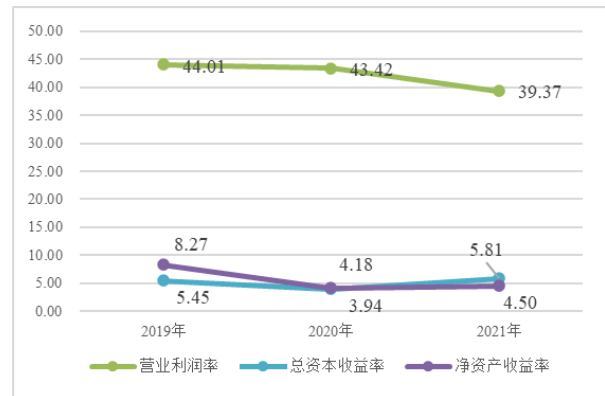
2021 年, 公司期间费用总额同比增长 17.24%, 主要系上年因疫情影响公司缩减费用开支, 以及 2021 年费用化利息支出同比增长(资本化利息同比大幅下降)所致。2021 年, 公司期间费用率 32.67%, 较上年下降 3.60 个百分点。

非经常性损益对公司当年利润影响较大。2021 年公司投资收益同比增长 38.33%, 主要系出售大部分房地产业务股权所致, 投资收益占当年利润总额的 56.35%。但当年资产减值和信用减值损失对利润的侵蚀较大, 分别为 6.57 亿元和

5.60 亿元。资产减值主要系因疫情反复, 整体经济增长放缓, 对公司项目推进产生了一定的影响, 储备项目进一步下降, 公司出于谨慎性考虑对吉盛伟邦商标使用权全额计提了减值, 以及疫情对影院业影响, 对收购的影院进行商誉减值所致。信用减值损失主要系一是公司部分项目合作方因疫情和经济环境影响, 资金紧张, 公司给予合作方一定的信用期延长, 进而导致了整体账龄的延长, 当期计提的坏账准备增加; 二是公司建造施工业务一般在完成相应工程阶段的结算后收款, 因年末时点已结算未收款项目增加且平均账龄较上年有所延长, 相应计提坏账准备较上年有所增长。此外, 往年对公司利润贡献较大的公允价值变动收益, 2021 年同比下降 62.14%, 主要系疫情和经济环境影响, 公司商业物业评估增值受到影响所致。

从盈利指标来看, 公司营业利润率同比下降, 总资本收益率和净资产收益率同比变化不大, 依然处于较低水平。

图 4 公司盈利指标情况 (单位: %)



资料来源: 联合资信整理

5. 现金流

2021 年, 公司经营活动净流入扩大, 同时由于压降债务规模, 筹资活动大幅净流出, 投资活动则保持净流出状态。

表 14 公司现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计	537.96	528.33	468.61
经营活动现金流出小计	487.06	458.08	357.20
经营活动现金流量净额	50.91	70.25	111.41
投资活动现金流入小计	64.09	89.69	107.81

投资活动现金流出小计	168.56	117.74	134.76
投资活动现金流量净额	-104.47	-28.04	-26.94
筹资活动前现金流量净额	-53.57	42.20	84.47
筹资活动现金流入小计	482.36	508.56	334.58
筹资活动现金流出小计	415.27	542.22	499.35
筹资活动现金流量净额	67.09	-33.66	-164.76

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2021 年公司经营活动现金流入和流出均同比减少，主要系红星企发从四季度起不再并表所致。

从投资活动来看，2021 年，公司投资活动现金流入同比增长 20.20%，主要系收回资金往来较多所致；投资活动现金流出同比增长 14.46%，主要系房地产业务前三季度投资支付现金增加所致。2021 年，公司投资活动依然为净流出，净流出规模与上年相仿。

从筹资活动来看，2021 年，公司控制债务杠杆，筹资活动净流出规模较大。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标有所弱化，但长期偿债能力指标有所提升。

表 15 公司偿债能力指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力指标			
流动比率 (%)	108.36	102.23	79.45
速动比率 (%)	51.06	45.45	60.00
现金短期债务比 (倍)	0.64	0.57	0.50
长期偿债能力指标			
全部债务/EBITDA (倍)	7.76	10.57	6.10
EBITDA/利息支出 (倍)	1.96	1.26	1.67

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从短期偿债能力指标看，截至 2021 年底，公司流动比率和现金短期债务比均有所下降，速动比率有所上升，整体来看，公司短期偿债能力有所弱化。

从长期偿债能力指标看，2021 年，公司 EBITDA 对全部债务的覆盖程度改善明显，对利息的覆盖程度也有所提升，公司长期偿债能力有所提升。

截至 2022 年 3 月底，公司共获得各家银行

授信额度为 803.38 亿元，尚未使用额度 214.58 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司对外担保余额为 70.42 亿元，占公司 2021 年底净资产的 10.12%，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 2021 年底，公司及控股子公司连续 12 个月发生的诉讼和仲裁事项涉案金额累计未占公司最近一期经审计净资产绝对值的 10% 以上。

7. 母公司财务分析

母公司资产构成主要为子公司往来款、持有的子公司股权以及其他投资，母公司债务负担较重，短期债务占比高，货币资金较少，所有者权益稳定性较弱。

截至 2021 年底，母公司资产总额 379.13 亿元，较上年底增长 11.07%。其中，流动资产 255.77 亿元（占比 67.46%），非流动资产 123.35 亿元（占比 32.54%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 96.59%）构成；非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 6.56%）、长期股权投资（占 58.12%）和其他非流动资产（占 29.52%）构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 8.70 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 277.43 亿元，较上年底增长 0.89%。其中，流动负债 173.91 亿元（占比 62.68%），非流动负债 103.53 亿元（占比 37.32%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占 36.47%）和一年内到期的非流动负债（占 54.67%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 30.99%）和应付债券（占 69.01%）构成。母公司 2021 年资产负债率为 73.18%，较 2020 年下降 7.38 个百分点。

截至 2021 年底，母公司全部债务 162.41 亿元。其中，短期债务占 56.28%、长期债务占 43.72%，存在较大的短期偿付压力。截至 2021 年底，母公司全部债务资本化比率 61.50%，母公司债务负担较重。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 101.69 亿元，较上年底增长 53.26%。在所有者

权益中，实收资本为 1.00 亿元（占 0.98%）、其他权益工具 12.00 亿元（占 11.80%）、资本公积合计 0.02 亿元（占 0.02%）、未分配利润合计 88.17 亿元（占 86.70%）、盈余公积合计 0.50 亿元（占 0.49%），所有者权益中其他权益工具和未分配利润占比很高，稳定性弱。

2021 年，母公司营业收入为 6.59 亿元，利润总额为 18.91 亿元。同期，母公司投资收益为 34.51 亿元。

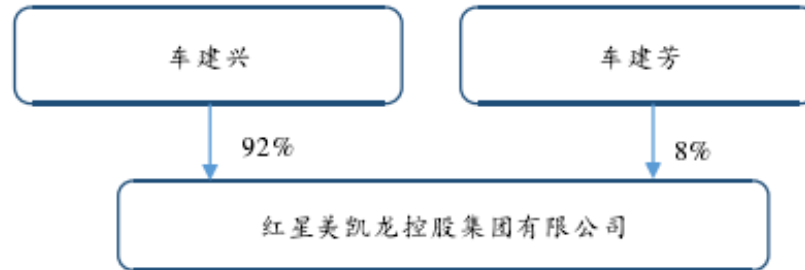
现金流方面，2021 年，母公司经营活动现金流净额为 11.55 亿元，投资活动现金流净额 42.71 亿元，筹资活动现金流净额-50.91 亿元。

截至 2021 年底，母公司资产占合并口径的 19.57%；母公司负债占合并口径的 22.34%；母公司所有者权益占合并口径的 14.62%；母公司营业总收入占合并口径的 1.82%；母公司利润总额占合并口径的 50.21%；母公司全部债务占合并口径的 27.34%。

十一、 结论

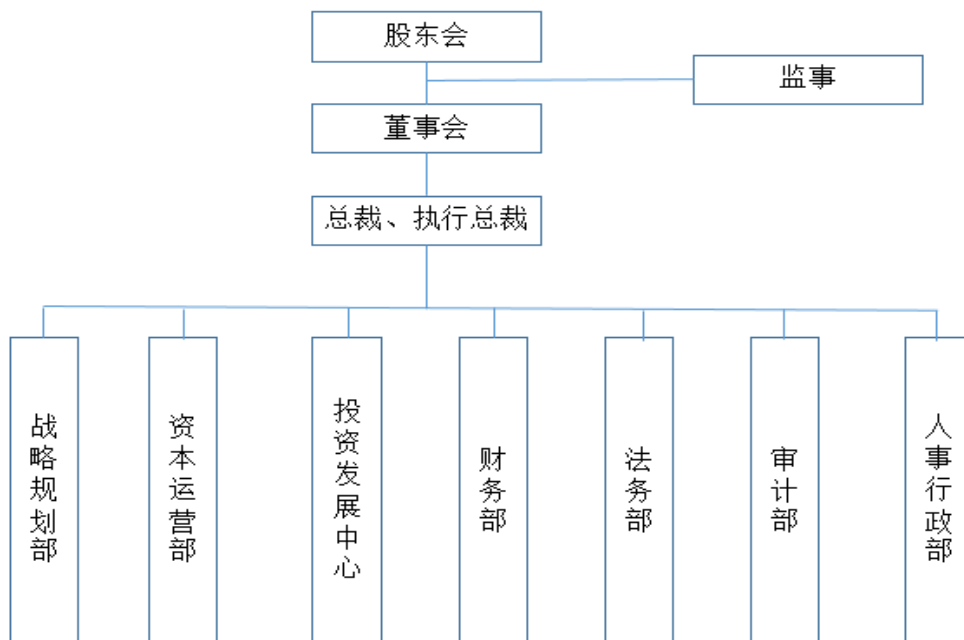
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“17 红星 01”“17 红星 02”“20 红星 02”“20 红星 03”“20 红星 05”“20 红星 07”和“21 红星 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底红星美凯龙控股集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底红星美凯龙控股集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底公司重要子公司情况

序号	公司全称	业务性质	持股比例 (%)
1	红星美凯龙家居集团股份有限公司	企业管理咨询	60.53

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	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	188.68	194.50	118.83
资产总额 (亿元)	2336.92	2678.62	1937.56
所有者权益 (亿元)	655.96	712.61	695.60
短期债务 (亿元)	293.59	342.13	237.73
长期债务 (亿元)	548.57	523.92	356.30
全部债务 (亿元)	842.16	866.05	594.03
营业收入 (亿元)	332.26	277.55	361.28
利润总额 (亿元)	75.25	43.43	37.66
EBITDA (亿元)	108.53	81.91	97.33
经营性净现金流 (亿元)	50.91	70.25	111.41
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	14.41	11.76	14.58
存货周转次数 (次)	0.33	0.23	0.49
总资产周转次数 (次)	0.15	0.11	0.16
现金收入比 (%)	155.92	178.77	112.65
营业利润率 (%)	44.01	43.42	39.37
总资产收益率 (%)	5.45	3.94	5.81
净资产收益率 (%)	8.27	4.18	4.50
长期债务资本化比率 (%)	45.54	42.37	33.87
全部债务资本化比率 (%)	56.21	54.86	46.06
资产负债率 (%)	71.93	73.40	64.10
流动比率 (%)	108.36	102.23	79.45
速动比率 (%)	51.06	45.45	60.00
经营现金流动负债比 (%)	5.36	5.59	17.64
现金短期债务比 (倍)	0.64	0.57	0.50
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.96	1.26	1.67
全部债务/EBITDA (倍)	7.76	10.57	6.10

注：1. 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；2. 有息债务数据为公司提供，未包含应付票据，其中一年内到期的非流动负债中的非有息债务、应付债券中的阿里战略投资可转债已从有息债务中剔除；其他流动负债中的有息债务计入短期债务计算；长期应付款、租赁负债和其他非流动负债中的有息债务计入长期债务计算

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	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	13.36	5.34	8.70
资产总额 (亿元)	308.93	341.33	379.13
所有者权益 (亿元)	65.29	66.35	101.69
短期债务 (亿元)	66.18	89.82	91.41
长期债务 (亿元)	103.12	99.95	71.01
全部债务 (亿元)	169.30	189.77	162.41
营业收入 (亿元)	12.22	14.76	6.59
利润总额 (亿元)	1.87	2.27	18.91
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	10.00	10.27	11.55
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	0.02
现金收入比 (%)	103.71	104.46	148.15
营业利润率 (%)	99.64	99.60	99.69
总资产收益率 (%)	/	/	/
净资产收益率 (%)	2.86	3.41	23.76
长期债务资本化比率 (%)	61.23	60.10	41.12
全部债务资本化比率 (%)	72.17	74.09	61.50
资产负债率 (%)	78.87	80.56	73.18
流动比率 (%)	166.02	133.09	147.07
速动比率 (%)	166.02	133.09	147.07
经营现金流动负债比 (%)	9.02	7.17	6.64
现金短期债务比 (倍)	0.20	0.06	0.10
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注：1. 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；2. 有息债务数据为公司提供；3. “/”表示数据未能获取，“--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告计算

附件 3 主要财务指标计算公式

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%
营业总收入年复合增长率	(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	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持