

信用等级通知书

信评委函字[2019]G211-F1-X号

红星美凯龙家居集团股份有阻公司:

受贵公司委托,中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的"红星美凯龙家居集团股份有限公司2019年公开发行公司债券(第一期)"的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定,贵公司主体信用等级为AAA,评级展望稳定;本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。



红星美凯龙家居集团股份有限公司 2019 年公开发行公司债券(第一期)信用评级报告

债券级别 AAA

主体级别 AAA

评级展望 稳定

发行主体 红星美凯龙家居集团股份有限公司

发行规模 本期债券发行规模不超过人民币 20 亿元(含20 亿元)。

债券期限 本期债券分为两个品种,品种一为 5 年期,附 第 3 年末发行人调整票面利率选择权和债券

> 持有人回售选择权;品种二为4年期,附第2 年末发行人调整票面利率选择权和债券持有 人回售选择权。本期债券引入品种间回拨选择

权, 回拨比例不受限制。

债券利率 本期债券为固定利率债券,具体的票面利率及

付息方式将根据网下询价簿记结果,由公司与 主承销商按照国家有关规定协商一致在利率

询价区间内确定。

偿还方式 本期债券按年付息,到期一次还本,利息每年

支付一次,最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

19606300.7/日				
红星美凯龙	2016	2017	2018	2019.Q1
总资产 (亿元)	815.35	970.15	1,108.61	1,151.62
所有者权益(亿元)	399.21	439.32	452.96	466.96
总债务(亿元)	219.91	288.74	367.37	-
营业收入(亿元)	94.36	109.60	142.40	35.35
营业毛利率(%)	72.31	71.14	66.20	70.94
EBITDA (亿元)	58.89	73.82	78.73	
所有者权益收益率 (%)	9.20	9.74	10.39	11.93
资产负债率(%)	51.04	54.72	59.14	59.45
总债务/EBITDA(X)	3.73	3.91	4.67	-
EBITDA 利息倍数 (X)	4.87	4.98	4.20	

- 注: 1、所有者权益包含少数股东权益,净利润包含少数股东损益;
 - 2、2016年数据系采用2017年期初追溯调整数;
 - 3、2016~2018 年总债务计算中已将"一年内到期的非流动负债"中"一年到期的长期租金"剔除出短期债务,同时将"其他非流动负债"中"一年后到期的应付融资租赁款"以及资产支持证券调至长期债务;将 2018 年"其他流动负债"中超短融资券调至短期债务;
 - 4、2016~2019.Q1 毛利率计算中不含利息支出。

基本观点

中诚信证券评估有限公司(以下简称"中诚信证评")评定"红星美凯龙家居集团股份有限公司 2019年公开发行公司债券(第一期)"的信用等级为AAA,该级别反映了本期债券的安全性极强,基本不受不利经济环境的影响,违约风险极低。

中诚信证评评定发行主体红星美凯龙家居集团股份有限公司(以下简称"红星美凯龙"或"公司")主体信用等级为 AAA,评级展望为稳定,该级别反映了发行主体红星美凯龙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。中诚信证评肯定了红星美凯龙具备领先的市场地位及品牌知名度、标准化的运营模式,以及区域布局优势明显、业务规模持续扩大等有利评级因素。同时,中诚信证评也关注到公司受限资产占比较大以及债务规模上升较快,未来面临一定资本支出压力等因素可能对红星美凯龙经营及整体信用状况造成的影响。

正面

- 领先的行业地位及品牌知名度。截至 2018 年末,公司经营商场零售额在连锁家居装饰及家具零售商场行业的市场占有率达到 15.2%,具有绝对的市场领先地位,为国内领先的家居装饰及家具零售企业,在全国建立了很强的品牌知名度。
- 区域布局优势明显。公司坚持"自营+委管"双轮驱动发展战略,自营商场项目集中布局一、二线城市,尤其是直辖市的核心区域;同时,近年来公司委托管理商场扩张较快,区域布局更为分散,有助于其抗风险能力的提升。
- 标准化的运营模式。公司对于自建物业已形成了标准化、流程化作业模式,并成功地将这一作业模式复制到由委托经营管理合作方出资建设的物业中,有助于保持较快的发展速度以及稳定的管理水平,亦为业务规模的增长奠定了基础。



分析师

cyfan@ccxr.com.cn

刘炎健 rjliu@ecxr.com.cn 沙沙律

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月3日

公司经营商场数量及营业收入持续增长。近年 来,公司自营及委管商场数量均呈现较快增 长,截至2018年末,公司经营管理"红星美凯 龙"家居商场达308家,分布于全国199座城市, 受益于公司商场规模的持续增长和管理水平 的提高,公司业务收入稳步增长。

关注

- 资产变现能力。公司资产主要集中于投资性房 地产,2018年末公司投资性房地产年末余额 785.33 亿元, 其中用于抵押担保的价值 594.93 亿元,受限资产占比较大,或对资产变现造成 一定影响。
- 债务规模上升较快, 面临一定的资本支出压 力。受回购 H 股股份、自营商场持续投入以及 投资业务资金需求增加的影响, 近年来公司债 务规模明显增长。截至 2018 年末,公司总债 务为 367.37 亿元, 同比增加 27.23%, 未来需 关注其自营商场的资本支出需求以及投资业 务的资金计划。



信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司(以下简称"中诚信证评")因承做本项目并出具本评级报告,特此如下声明:

- 1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外,中诚信证评、评级项目 组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关 联关系。
- 2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务,并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。
- 3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定,依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断,不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站(www.ccxr.com.cn)公开披露。
- 4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供, 其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其 他因素影响,上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真 实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证,但对其真实性、准确度、完整性、 及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。
- 5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察,如有的话,应该而 且只能解释为一种意见,而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。
- 6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效,有效期为一年。债券存续期内,中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》,定期或不定期对评级对象进行跟踪评级,根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止,并按照相关法律、法规及时对外公布。



概况

发债主体概况

红星美凯龙家居集团股份有限公司(以下简称"红星美凯龙"或"公司")的前身上海红星美凯龙家居家饰品有限公司(以下简称"红星有限")成立于2007年6月,系由红星家具集团有限公司(以下简称"红星家具集团")和红星美凯龙控股集团有限公司(原名"上海红星美凯龙投资有限公司")(以下简称"红星控股")共同出资设立,初始注册资本1.20亿元,股东方持股比例分别为90%和10%。2007年11月之后,公司经数次增资、股权转让以及股份制改制,截至2014年12月31日,公司注册资本增至30.00亿元,控股股东红星控股持有公司70.25%股权,自然人车建兴为公司实际控制人。

2015 年 6 月,根据公司董事会提议并由 2015 年第四次临时股东大会批准,并经中国证券监督管理委员会证监许可[2015]822 号文《关于核准红星美凯龙家居集团股份有限公司发行境外上市外资股的批复》许可,本公司向境外投资者公开发行不超过 1,180,792,000 股境外上市外资股 (H 股),并在香港联合证券交易所主板上市交易。截至 2015 年 6 月 30 日,公司完成向境外投资者发行 54,358.80 万股 H 股。此次发行 H 股股票并上市后,截至 2015 年 12 月 31 日,公司注册资本增至 36.24 亿元,红星控股持股比例为 68.44%。

根据公司董事会提议并由 2016 年第二次临时股东大会批准,并经中国证券监督管理委员会证监许可[2017]2372 号文《关于核准红星美凯龙家居集团股份有限公司首次公开发行股票的批复》许可,本公司公开发行不超过 31,500 万股人民币普通股(A股),并在上海证券交易所上市交易。截至 2018年1月17日,公司已完成公开发行人民币普通股(A股)计31,500万股。截至 2018年3月31日,公司发行A股股票并上市后,公司注册资本增至39.39亿元,红星控股持股比例为62.97%,公司实际控制人仍系自然人车建兴。

2018年4月4日,公司公告称拟对其已发行H股以11.78港元/股的价格实施回购,拟回购股份不超过388,917,038股(不超过公司已发行总股本的

9.87%)。2018年6月8日公司召开2017年年度股东大会、A股类别股东会及H股类别股东会,审议通过了《关于公司回购H股股份并注销及减少公司注册资本的议案》,2018年7月17日公司完成H股回购并注销相应H股股份,实际回购股份合计3.89亿股,回购资金总额45.81亿元,公司本次回购的H股股份注销后,公司注册资本为35.50亿元。截至2018年末,公司注册资本为35.50亿元,红星控股持股比例为69.87%,自然人车建兴为公司实际控制人。

红星美凯龙目前主要从事家居商场的经营、管理和专业咨询业务。截至 2018 年 12 月 31 日,公司在国内 29 个省、直辖市、自治区的 199 个城市共有 308 个家居商场,总经营面积约为 1,893.93 万平方米。截至 2018 年末,公司零售额占中国连锁家居装饰及家具商场行业的市场份额为 15.2%,是我国最大的家具建材连锁商场品牌。

截至2018年12月31日,公司资产总额1,108.61亿元,所有者权益(含少数股东权益)为452.96亿元,资产负债率59.14%;2018年公司共实现营业总收入142.40亿元,净利润47.05亿元,经营活动净现金流为58.58亿元。

截至 2019 年 3 月 31 日,公司资产总额 1,151.62 亿元,所有者权益(含少数股东权益)为 466.96 亿元,资产负债率 59.45%; 2019 年 1~3 月公司实现营业总收入 35.35 亿元,净利润 13.93 亿元,经营活动净现金流为 1.16 亿元。



本期债券概况

表 1: 本期债券概况

债券概况

债券名称

红星美凯龙家居集团股份有限公司 2019 年公开 发行公司债券(第一期)

发行规模

本期债券发行规模不超过人民币 20 亿元(含 20 亿元)。 本期债券分为两个品种,品种一为5年期,附第

债券期限

3年末发行人调整票面利率选择权和债券持有 人回售选择权;品种二为4年期,附第2年末发 行人调整票面利率选择权和债券持有人回售选 择权。本期债券引入品种间回拨选择权,回拨

比例不受限制。

债券利率

本期债券为固定利率债券,具体的票面利率及付息方式将根据网下询价簿记结果,由公司与 主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询 价区间内确定。

偿还方式

按年付息,到期一次还本,利息每年支付一次, 最后一期利息随本金的兑付一起支付。

募集资金 本期债券所募资金扣除发行费用后拟用于偿还 用途 有息负债以及补充流动资金。

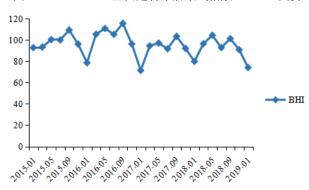
资料来源:公司提供,中诚信证评整理

行业分析

家居建材流通行业

在工业化和城市化进程以及居民收入增长、消 费需求升级的巨大推动下,过去十年间我国房地产 行业始终保持着快速发展的态势,带动了对家居建 材产品需求的增长,从而使家居建材行业在近年来 呈现快速增长的趋势。近年来,房地产行业将进入 增速放缓的"新常态",但随着居民收入增长及城市 化率提高、二孩政策的全面放开,以及居民有持续 优化居住环境的改善性需求,将持续推动家居建材 产品的消费需求。我国家居装饰及家具行业的规模 保持稳步增长,2006年行业规模近1.23万亿元, 经过 11 年的发展, 到 2016 年末行业规模为 3.98 万 亿元,行业年复合增速为12.44%。同时,国内家居 建材零售市场的零售销售额继续保持增长态势, 2009 年至 2016 年,中国家居建材零售市场的零售 销售额由 1.04 万亿元增至 2.60 万亿元,受益于国 民经济的平稳发展以及消费升级对行业消费的带 动作用, 家具行业零售额有望维持稳步增长, 预计 到 2021 年零售市场规模将达到 4.4 万亿元。从全国 建材家居景气指数(BHI)来看,在政策持续宽松 的环境下,全国房地产市场在2015年的低迷后呈 现出量价齐升的"金三月"行情,从而带动了建材家 居市场走暖,BHI 指数也于 2016 年初探底回升,2016 年 9 月指数达到阶段高点,但随着 2016 年 10 月全国房地产政策趋紧调控,景气指数随着宏观政策而开始持续下滑,2017 年 1 月降至 2015 年以来最低水平。2017 年以来我国房地产景气指数持续上升,BHI 指数也呈现上升态势。进入2018 年,各地房地产调控政策依然延续,BHI 指数呈波动趋势,未来仍需关注房地产宏观政策对家居建材市场的影响。

图 1: 2015~2019.1 全国建材家居景气指数(BHI) 走势



资料来源:中国建筑材料流通协会,中诚信证评整理

中国家居建材零售市场被商场运营商掌控且高度分散,面对庞大的销售规模和市场容量,单个流通企业所占比例很小。在家居建材流通领域中具有一定规模及门店数量的连锁经营品牌除了红星美凯龙以外,还包括居然之家、金盛集团、月星集团、欧亚达、吉盛伟邦及百安居等国内外品牌。

我国家居建材流通领域以厂家直销、集贸市场、家居建材超市以及专业家居建材商场四种销售业态为主。厂家直销模式是指家居建材的生产厂家建立垂直管理的销售体系并对销售终端——专卖店的人、财、物进行集中统一管理,通过自有的专卖店销售自己生产的商品。采取这种经营模式的公司包括美克美家、金牌橱柜、宜家等;集贸市场模式是指由集贸市场经营方为家居建材商品的生产厂家或其代理商提供摊位用于经营,并为承租方提供简单的物业管理服务,以此获得固定租金收入;家居建材超市是欧美经济发达国家市场中较为成熟的业态形式。该模式由销售企业统一向各生产厂商及代理商采购各类家具建材产品,并出售给终端消费者,通过进销差价及销售返点来获取收益;专业家居建材商场在相关领域内属于相对较为新型



的业态模式,即由商场经营者自建或者租赁商场, 以家居建材为主营业态,运用购物中心的理念,按 百货商场模式整体设计、装修后分租给家居建材商 品的生产厂家或其代理商,并为其提供统一营销和 统一售后服务及其他的综合管理服务,并通过收取 租金及综合服务费用来获取收益,采取这种经营模 式的公司包括红星美凯龙、居然之家、欧亚达等家 居建材商场经营企业。

家居建材流通行业产业链可分为四个环节:上游原料(主要包括生产木材、板材、皮革、塑料等主要原材料和油漆、染料等辅助原材料的企业)、中游家居建材生产制造、下游家居建材流通和终端消费者。家居建材流通行业位于产业链的下游,作为连接家居建材生产企业与终端消费者的枢纽最先感受到消费趋势的变化,并将这种变化反馈给家居建材生产行业,进而影响家居建材产品的设计与生产。产业链的具体构成如下:

图 2: 家居建材流通行业产业链



资料来源:公开资料,中诚信证评整理

2015 年以来,"互联网+"已成为家居建材行业的热词。在家居市场受到大环境冲击的背景下,"互联网+家居"模式为传统家居企业转型升级带来了新的发展契机。在传统渠道成本不断上涨的当下,通过新兴渠道消化传统渠道成本泡沫,以互联网方式收集行业大数据,为传统家居建材企业突破发展瓶颈开辟了新的道路。

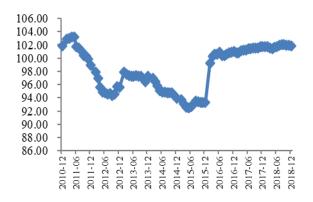
2015 年政府工作报告首次提出要实施"中国制造 2025",《中国制造业发展纲要(2015-2025)》已规划实施,该规划被称为中国版工业 4.0 规划。作为中国制造业组成部分的家电、家具行业,近年企业加速转型,智能化以及与互联网企业的融合成为了转型的重点。

总体来看,目前家居建材行业以家居建材超市和专业家居建材商场为主导,随着"互联网+"的兴起和"中国制造 2025"概念的提出,未来中国家居建材行业将向大数据渠道、智能化性能发展,不断满足消费者的对产品质量、品牌、售后和消费体验的全方位需求。

房地产行业概况

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一,在 国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来, 中国房地产行业得到快速发展,国房景气指数持续 提升, 并于 2007 年 11 月达到历史顶点 106.59 点。 此后,受 2008 年次贷危机和紧缩货币政策影响, 国内房价出现十年来的首次下跌; 2009 年随着国家 信贷宽松政策出台,商品房销售情况有所好转; 2010年以来,为抑制房价过快上涨,国务院先后出 台多项调控政策,房地产市场再次步入调整阶段; 2012年,在中央继续保持从紧政策的同时,地方政 府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求, 商品 房销售开始逐步回升; 2014年, 房地产市场短期供 过于求, 且受价格预期变化等因素影响, 房地产市 场销售下滑,国房景气指数亦随之下降;进入2015 年,随着一系列宽松的行业政策出台,国房景气指 数自 2015 年 6 月开始有所回升并于下半年企稳, 上升态势延续至2016年上半年。2016年10月以来 部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政 策,国房景气指数有所调整,但仍较上年同期有所 上升。2017年以来国房景气指数持续上行,于2017 年 12 月达到 101.72 点, 但 3 月以来受部分城市不 断加大房地产调控力度影响,景气指数上升增速出 现明显回落。进入 2018 年, 各线城市调控政策持 续高压, 1~4 月国房景气度持续回落, 但得益于 4 月份央行定向降准改善外部资金流动性,5~9月期 间国房景气度有所回升,9月份上涨至102.01点。 9~12 月, 国房景气指数小幅回落, 12 月为 101.85 点,比9月份下降0.16点。

图 3: 2011~2018 年国房景气指数



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

图 4: 2010~2018 年全国房地产开发投资情况

35.00% 30.00%

单位:亿元



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

在房地产投资方面,受益于宽松的行业政策, 2016年房地产行业全面回暖,良好的销售情况提振 了房企信心, 当年房地产投资增速有所提升, 全年 累计完成房地产开发投资 102.581 亿元, 同比增长 6.88%, 增速较上年上涨 5.89 个百分点。自 2016 年10月以来,各地房地产市场调控政策持续收紧, 但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平, 2017 年全国累计完成房地产开发投资 109.799 亿 元,同比增长 7.04%,全年整体增速与上年基本持 平。2018年以来,各线城市调控政策未出现明显放 松,加之外部融资环境持续收紧,房企为尽快回笼 资金,加快房地产开发建设节奏,2018年全国房地 产开发投资较上年同期增长 9.53%至 120,264 亿元, 增速较上年同期上升 2.49 个百分点。

施工方面,近年房地产新开工面积呈现稳步增 长态势。具体来看,2016年,在一、二线重点城市 房地产市场景气度明显提升的带动下,房企纷纷加 快开发节奏以及时补充可售货源,全国房地产当年

累计新开工面积 166.928 万平方米, 同比上升 8.1%。 2017年,随着房地产政策的持续收紧,当期房地产 开发企业房屋新开工面积为 178,654 万平方米,增 速较上年回落 1.1 个百分点至 7.0%, 同期全国商品 房新开工面积与销售面积差额(差额=新开工面积-销售面积)为9,246万平方米,同比下降3.5%,商 品房库存去化压力下降。在外部融资环境持续收紧 的背景下,基于对内部流动性资金的需求,房企加 快了项目新开工进度,2018年商品房新开工面积完 成 209,342 万平方米,同比增长 17.2%,增速比 2017 年提高 10.2 个百分点。从新开工面积与销售面积的 差额来看,2018年,全国商品房新开工面积与销售 面积差额较上年同期大幅增长 307.6%至 37,688 万 平方米。

图 5: 2010~2018 年商品房新开工与销售面积差额

单位: 万平方米 90,000 350% 307.61% 70.000 250% 174.55% 50.000 150% 40,000 30.000 50% .01% 20,000 10 000 50% -100% 2010 2011 2013 2014 2016 2017 2018 2012 2015 新开丁与销售面和差额 - 同比变化

资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

从销售情况看,2016年,在宽松的行业政策带 动下,我国商品房成交量大幅提升,当年全国商品 房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元,分别同比增长 22.5%和 34.8%; 其中 商品住宅销售面积和销售额分别同比增长 22.4%和 36.1%。2017年,全国商品房销售面积和销售额分 别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元, 分别同比 增长 7.7%和 13.7%。2018年,全国商品房销售面积 和销售额分别为 171.654 万平方米和 149.973 亿元, 同比分别增长 1.3%和 12.2%,增速较上年同期分别 下降 6.4 个百分点和 1.47 个百分点, 受房地产调控 政策持续的影响,房地产销售增速放缓明显。其中, 2018 年住宅销售面积同比增长 2.2%, 销售额同比 增长 14.7%; 办公楼销售面积同比下降 8.3%, 销售 额同比下降 2.6%; 商业营业用房销售面积同比下降



6.8%,销售额同比增长0.7%。

图 6: 2010~2018 年商品房销售情况



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

土地市场方面,在外部融资环境趋紧的背景下,近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏,推动了房企补充库存的意愿,2016~2018年我国房地产业开发企业购置土地面积分别为22,025万平方米、25,508万平方米和29,142万平方米,同比增速分别为-3.45%、15.81%和14.25%;同期土地成交价款分别为9,129亿元、13,643亿元和16,102亿元,增速分别为19.77%、49.45%和18.02%,2018年增速较上年大幅下降31.43个百分点。土地购置成本增速亦有回调,2016~2018年房地产企业土地购置成本分别为4,144.84元/平方米、5,348.52元/平方米和5,525.36元/平方米,同比分别增长24.05%、29.04%和3.31%,2018年增速较上年大幅下降25.73个百分点,表明在融资环境紧缩及销售景气度下降的背景下,房企拿地回归理性。

从不同能级城市来看,近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交均价的涨幅在 2013 年达到顶点后逐步呈现下降态势,而土地成交均价则持续增长至 2016 年到达顶点,2017 年以来一线城市土地成交均价持续回落,2018 年一线城市土地成交均价及溢价率分别为 7,925.80 元/平方米和 5.38%。二线城市土地成交均价于 2013~2015 年间小幅波动增长,而 2016 年二线城市土地成交均价大幅增长 73.67%至 3,221.65元/平方米,平均溢价率同比上升 35.57 个百分点至56.08%,2017 年以来土地市场热度持续减弱,2018年二线城市土地成交均价为 3,189.58 元/平方米,同比下降 12.24%,溢价率回落至 13.60%。三线城市成交土地均价于 2016 年以来维持高位增长,2016

年和 2017 年土地均价涨幅分别达 33.05%和 37.44%,平均溢价率分别为 30.58%和 30.90%,而 2018年以来亦出现回落,三线城市土地成交均价为 1,728.86元/平方米,涨幅下滑至 2.81%,平均溢价率则下降至 15.35%,房企拿地更趋审慎。

图 7: 2010~2018 年各能级城市土地成交情况

单位: 元/平方米



资料来源: Wind 数据, 中诚信证评整理

商品房库存方面,2016年主要城市市场成交情况较好,住宅去化较快,商品房库存出现近年来首次下降;截至2016年末,全国商品房待售面积69,539万平方米,环比增加444万平方米,但较上年末减少2,314万平方米。2017年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策,商品房库存持续下降,截至2017年末,全国商品房待售面积58,923万平方米,环比减少683万平方米,较上年末减少10,616万平方米。2018年以来全国商品房待售面积进一步下降,截至2018年末为52,414万平方米,较上年末减少6,510万平方米。从去化周期来看,以2018年1~12月商品房月均销售面积估算,全国待售商品房去化周期较2017年进一步缩短至3.7个月;但考虑到2018年全国商品房新开工面积有所增长,未来商品房新增供应将有所增加。

总体来看,房地产行业受外部环境及行业政策 影响较大,受国内房地产调控政策持续及政策区域 分化加重的影响,房地产住宅市场销售增速有所放 缓,不同能级城市分化明显,房企拿地更趋理性, 土地成交额增速及土地溢价率亦有所下滑。长期来 看,我国总体经济持续发展及房地产行业的发展为 家居建材流通行业提供了较大发展空间,但未来房 地产宏观政策的变化对建材家居市场的影响仍值 得关注。



竞争优势

领先的市场占有率及很强的品牌竞争力

近年来,公司家居建材商场持续保持较快增长速度,截至 2018 年末,公司共经营 308 个"红星美凯龙"家居商场,总经营面积约为 1,893.93 万平方米,经营商场分布于全国 29 个省、直辖市、自治区的 199 座城市。据弗若斯特沙利文统计,公司经营商场零售额占连锁家居装饰及家具零售商场行业的市场份额由 2017 年的 13.50%上升至 2018 年的 15.20%,占家居装饰及家具商场行业(包括连锁及非连锁)的市场份额由 2017 年的 5.30%上升至 2018年的 6.00%,具有绝对的市场领先地位,系国内经营面积最大、商场数量最多、地域覆盖面最广以及品牌知名度最高的全国性家居装饰及家具商场运营企业。

红星美凯龙商场定位于中高端市场,商场外观设计和内部装修均基于这一定位,公司在家居建材流通业首创了"所有售出商品负全责"的服务方式,保证在消费者遇到质量、服务问题时,直接由红星美凯龙包退包换。全国性布局网络的口碑效应、中高端市场定位的成功实现和服务创新使得"红星美凯龙"品牌成为国内最具影响力的家居建材流通类品牌,具有较高的品牌认知度和品牌竞争力。与此同时,"红星美凯龙"品牌的优势也使公司更易获得中高端品牌供应商、异业资源、合作方的合作意向,截至2018年末,公司加大与品牌工厂的战略合作,共引入国际品牌达到4,200个,大大提升了商场产品的品牌竞争优势。

经营管理优势

经过多年发展,公司已建立起一套符合企业实际情况的管理制度,积累了丰富的管理经验:主要体现在营销活动的组织、商品组合、顾客服务体系建立、卖场环境营造、营业管理制度建设、人员招聘、商户关系管理和维护、企业文化建设等方面。

公司在全国领先推出了"市场化经营,商场化管理"的模式,即同时按照百货商场的组织形式、经营需求和管理方式,全方位地强化对商场整体经营活动的管理和控制,主要体现在售前、售中与售

后全过程控制服务三个环节:在售前实行商品准入制和销售商品建档制,售中实行商品质量和服务质量预警制,售后实行"先行赔付",并对所有售出商品负全责。同时推行统一管理和统一营销服务,全部由专门的部门和人员把关。

同时,近年来公司通过全面推广"服务口碑"项目和数字化空间管理手段提高商场的营运管理效率,同时,通过持续开展"绿色领跑"项目,提升消费者绿色家居生活质量,从提升效率和质量两方面为公司营造持续、绿色、健康的运营环境。

标准化商场投资及运营模式

自成立以来,公司的商场模式不断探索升级, 从租赁厂房改造的第一代商场起,到第二代买地自 建商场,再到第三代商场实施"品牌捆绑式"经营, 后又借鉴肯德基的模式, 创建第四代连锁品牌商 场;公司第五代商场在全国率先推出"所有售出商 品由红星美凯龙负全责";第六代环保型商场在商 场里引进江南园林,构建绿色生态购物环境;第七 代"情景体验家居MALL"以情景化的布展、体验式 的购物,引领"从买家居到逛家居、从卖商品到卖 生活方式"的建材、家居MALL时代;第八代商场是 一座"家文化公园",超大面积容纳了国内外95%以 上的家具建材知名品牌,给消费者带来全新生活形 态的"一站式体验",让消费者通过欣赏家居艺术、 家居文化,提升自身的生活品位;第九代商场落户 上海金桥, 为著名建筑师保罗 安德鲁设计, 是围绕 打造消费者心目中的商场展开。其中第九代商场商 业是互动的、商业的一切都将由消费者来决定,包 括空间的设计、产品陈列等。目前,公司一家商场 为第九代商场,其余商场主要为第八代、第七代及 第六代商场。

商场运营模式方面,公司在开发红星美凯龙家居商场时,根据不同市场情况和物业位置选择以自营或委托经营管理的方式进行。同时经过多年发展,针对自建物业公司已形成包括"购地洽谈、设计建造、招商、经营管理"的"标准化、流程化作业模式",并成功的将这一作业模式复制到由委托经营管理合作方出资建设的物业中;在招商管理方面也充分利用红星美凯龙现有供应商资源、异业资源



和品牌效应,有效提升了商场的出租率和品牌结构;待商场开业后,公司则派出专业团队为合作方提供委托经营管理服务。上述"标准化、流程化作业模式"的成功实施有效提升了管理效率和标准化运作水平,并为公司累积了更多优良的供应商资源、异业资源和合作伙伴资源,进一步加快了其发展速度。

区域布局优势更加明显

公司坚持"自营+委管"双轮驱动的发展战略和 经营方式, 近年来自营商场和委管商场增长速度加 快, 布局城市数量上升明显, 战略性布局优势显现。 公司大部分自营商场项目集中于一二线城市,尤其 是直辖市的核心区域,截至2018年末,公司自营商 场共有80家,较去年末增加9家,经营面积合计约 691.90万平方米, 同比增长21.26%, 分区域来看, 北京、上海、天津和重庆四个直辖市项目共有商场 19个,经营面积合计181.12万平方米,项目数量及 面积占比分别达到23.75%和26.18%,区域布局较 好;同时,公司通过委托管理商场模式的运营,加 速布局三、四线及其他城市, 城市布局区域迅速扩 大,截至2018年末,公司共经营委管商场228家, 较去年末增加43家,经营面积合计1,202.03万平方 米,同比增长27.45%,分区域来看,公司所经营的 228家委管商场分布在长三角、华北、华中、西南、 华南及东北等多个城市, 区域布局更为分散, 整体 抗风险能力进一步提升。

整体来看,公司自营商场集中于一、二线城市核心区域,同时,通过委托管理商场分散布局于全国广阔范围内的三、四线及其他城市,区域布局优势明显。

业务运营

红星美凯龙作为国内家居装饰及家具零售行业市场占有率第一的领先家居品牌,目前主要以自营商场和委托管理商场的经营管理为主,为"红星美凯龙"家具装饰及家具商场的商户、消费者及合作方提供全方位的服务,以及为家具卖场投资商提供从选址到商场规划设计、招商、开业策划等全过程的咨询和运营管理服务。截至 2018 年 12 月 31日,公司在国内 29 个省、直辖市、自治区的 199个城市共计经营 308 个商场(包含 80 个自营商场和 228 个委管商场),总经营面积约为 1,893.93 万平方米,家居商场数量及管理规模均为国内最大。

随着公司商场规模的持续增长,公司业务收入 稳步增长,2016~2018年,公司分别实现营业收入 94.36 亿元、109.60 亿元和 142.40 亿元, 三年平均 复合增长率 22.84%。从收入构成来看,目前公司营 业收入主要由门店的经营场所租赁及管理收入、委 托经营管理收入、商品销售及家装收入、建筑施工 及设计收入和其他收入构成,其中租赁及管理收入 和委托经营管理收入是公司营业收入的主要来源。 毛利率方面, 近三年公司综合毛利率分别为 72.31%、71.14%和 66.20%,均保持较高水平。另 截至2019年3月末,公司经营商场增至311个(包 含 81 个自营商场和 230 个委管商场), 总经营面 积约为1,900.67万平方米,家居商场数量及经营面 积较上年末进一步扩大; 2019年1~3月, 公司实现 营业收入 35.35 亿元,同比增长 22.37%,毛利率为 70.94%, 同比小幅提升 0.50 个百分点。

表 2: 2016~2018 年公司营业收入结构与毛利率情况

单位: 亿元、%

								1 124	10701 70
JI. Æ		2016			2017			2018	
业务	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
租赁及管理收入	59.75	63.33	77.15	63.94	58.35	77.16	71.68	50.34	77.58
委托经营管理收入*	27.82	29.48	66.45	36.29	33.11	63.90	41.77	29.33	60.36
商品销售及家装收入	2.08	2.20	35.32	2.94	2.68	31.21	4.66	3.27	33.66
建筑施工及设计*	-	-	-	-	-	-	14.80	10.39	32.75
其他*	4.71	4.99	61.86	6.42	5.86	70.32	9.49	6.67	74.06
合计	94.36	100.00	72.31	109.60	100.00	71.14	142.40	100.00	66.20



- *注: 1、委托管理模式收入主要来源于项目前期冠名咨询委托管理服务收入、项目年度冠名咨询委托管理服务收入和工程项目商业管理咨询费收入;
 - 2、建筑施工及设计业务主要系承接商场建筑安装以及装饰施工等,2016~2017年建造施工及设计业务规模较小,收入计入其他业务; 2018年该业务因增长迅速而单独列示,本报告不对2016~2017年数据追溯调整;
- 3、其他业务包括联合营销业务、战略咨询服务、物流业务以及互联网线上平台业务等。 资料来源:公司定期报告,中诚信证评整理

家居建材商场运营

近年来公司坚持"双轮驱动"的发展战略,继续加大对家居建材商场的持续投入,公司家居建材商场保持较快的增长速度,截至2018年末,公司开业商场分布于国内29个省、直辖市、自治区的199个城市,公司共经营管理308家"红星美凯龙"家居商场,经营面积合计1,893.93万平方米,分别较去年末增加52家和380.16万平方米,其中,委托管理商场数量增长较快,2018年增加委托管理商场数量达到43家。另2019年1~3月,公司委管转自营商场1家,新增开业委托管理商场6家,关闭商场3家。截至2019年3月末公司经营管理商场数量共计311家,合计经营面积增至1,900.67万平方米。

表 3: 2016~2019.Q1 公司家居建材商场情况明细

单位: 家、万平方米

	2	016	2	017	í	2018	20	19.Q1
项目	数 量	营业 面积	数 量	营业 面积	数 量		数 量	营业 面积
自营: 自有*	48	399.00	51	453.76	57	560.81	57	563.08
租赁	18	109.33	20	116.83	23	131.09	24	134.51
委托 管理 商场	134	760.91	185	943.18	228	1,202.03	230	1,203.08

合计 200 1,269.24 256 1,513.77 308 1,893.93 311 1,900.67

*注: 自营商场数量中均包含公司 4 家合营联营门店。 资料来源: 公司定期报告,中诚信证评整理

自营商场经营

自营商场经营发展是公司"双轮驱动"战略的核心基础,自营商场租赁及管理收入也是公司最主要的收入来源。自营商场经营主要是指公司通过自建、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包括场地租赁、员工培训、统一管理、统一营销、物业及售后等在内的全方位综合服务,并通过向商户收取租金和综合管理费获取收入,租金和综合管理费采取预收方式,不同商场按月、季、半年或年度设置不同期限。近年来公司依然坚持自营商场的战略性布局的政

策,大部分自营商场项目集中于一、二线城市,尤 其是直辖市的核心区域。截至2018年末,公司自营 商场共有80家,较去年末增加9家,经营面积合计 约691.90万平方米,经营面积同比增长21.26%;平 均出租率为96.23%,较上年略有下降。区域布局方 面,公司坚持自营商场集中于一二线城市,尤其是 直辖市核心区域的战略性布局政策。截至2018年 末,公司在北京、上海、天津和重庆四个直辖市经 营的自营商场共有19家,较上年增加1家,经营面 积由上年末的158.33万平方米增长至181.12万平方 米,期末商场数量及面积占比分别达23.75%和 26.18%, 具有一定的区域布局优势。此外, 截至2018 年末,公司筹备中的自营商场合计30家,为未来自 营商场的持续开业奠定了良好基础。另截至2019年 3月末,公司自营商场净增加1家至81家,合计营业 面积增至697.58万平方米;同期末,公司筹备中的 自营商场合计33家(其中自有商场23家、租赁商场 10家), 计划建筑面积约418万平方米。

公司自营商场按持有状态可分为自有商场和租赁商场两种模式。其中,自有商场模式系公司取得土地使用权后自行设计建造家居建材商场,并统一对外招商和向进驻商户提供场地租赁和管理服务。商场与商户的租赁协议一般为一年一签,公司根据协议以预收方式收取租金及管理费,并根据每年客流及商户的销售收入调整第二年度的租金水平,租金及管理收入系公司主营业务最主要收入来源。自有商场模式初期投资规模较大,回报期长,对公司的资金投入要求较高,但受益于该模式受土地租赁期限及租金价格波动的影响,经营环境较为稳定,同时,土地增值所带来的潜在收益亦能对公司收入提供一定的补充。

近年来公司自有店业务保持稳健的发展态势, 自有店数量由2016年末的48家增至2018年末的57 家,经营面积由2016年末的399.00万平方米增长至



2018年末的560.81万平方米;从自有店¹区域分布数量来看,公司自有店主要集中于华东(不含上海)、东北、上海、华北(含北京、天津)等地,截至2018年末华东地区(不含上海)商场数量15家,经营面积162.28万平方米;东北地区商场数量10家,经营面积95.48万平方米;上海商场数量7家,经营面积72.80万平方米;华北地区(含北京、天津)商场数量9家,经营面积82.69万平方米,区域分布合理。

公司租赁店模式主要是指通过租赁取得房屋建筑,并进行设计、装修、改造,最终成为专业家居建材商场,在进行统一对外招商和为入驻商场商户提供场地租赁和管理服务;该模式相对于自有商场节省了获取土地的成本。近年来公司租赁店经营数量平稳增长,2016~2018年末,公司租赁店数量分别为18家、20家和23家,经营面积分别为109.33万平方米、116.83万平方米和131.09万平方米;从区域分布数量来看,公司租赁商场主要集中于华北(不含北京、天津、)华东(不含上海)和华中地区。

从闭店情况来看,2016~2018年,公司关闭自营商场数量分别为0家、2家和0家,关闭门店为租赁店;其中,2017年关闭商场包括鄂尔多斯东胜商场和南京中央路商场,总经营面积为9.49万平方米,鄂尔多斯东胜商场因租赁合同到期终止经营,南京中央路商场关闭是因政府土地规划原因,出租方提前解除租赁合同所致。近年来公司的自营商场关店数量较少,整体门店的运营能力较强。

2016~2018年,自营商场租赁及管理收入全年 共实现营业收入分别为59.75亿元、63.94亿元和 71.68亿元,占营业收入比重分别为63.33%、58.35% 和50.34%;其中,2018年自营商场租赁及管理收入 同比增长12.10%,主要系由于商场经营面积及平均 租金和管理费的提升。

整体来看,公司自营商场业务发展良好,商场 数量增长速度平稳,平均出租率保持较高水平,自 营商场租赁及管理收入规模持续增长。

委托管理商场经营

委托管理商场是公司"双轮驱动"战略的重要部

分,也是公司未来"轻资产"模式的重点发展方向。 委托管理模式是指,与合作方签订委托管理协议 后,公司派出管理人员为委托管理商场提供委托经 营管理服务,并提供从选址洽谈到商场设计、建设、 装修到对外招商、运营管理的全过程咨询服务。租 赁期限方面,公司委管项目签约根据市场情况综合 考虑,期限较为灵活,主要期限为5~10年。

近年来,公司持续加大在三线城市及其他城市 拓展力度,委管商场发展迅速,截至2018年末,公 司共经营委管商场228家,总经营面积1,202.03万平 方米,分别同比增长23.24%和27.45%,平均出租率 为95.00%, 较上年有所下降; 从区域分布情况来看, 截至2018年末,公司经营的228家委管商场中有122 家分布在华东(包括苏州、南京、杭州、宁波、绍 兴、无锡、合肥、青岛、烟台等城市,不含上海)、 华北(包括石家庄、保定、秦皇岛、廊坊等城市, 不含北京、天津),数量占总委管商场数量的比例 达到53.51%,上述委管商场的经营面积由上年末的 582.05万平方米增至695.57万平方米,占比总经营 面积的57.87%。同时,2018年以来公司委管商场业 务亦重视西南(包括成都、贵阳、德阳、绵阳等城 市)及华南地区(包括广东深圳、广东阳春等城市) 布局,公司委管商场分布区域进一步扩大,在三、 四线城市区域布局中具有一定优势。此外,截至 2018年末,公司筹备中的委管商场中,共有361个 签约项目已取得土地使用权证/已获得地块,未来储 备项目充足。另2019年1~3月,公司新开业委管商 场6家,分别位于安徽阜阳、浙江乐清、江苏南通、 河南许昌和安徽六安,合计经营面积25.49万平方 米,截至2019年3月末,公司委管商场数量达到230 家,合计经营面积达到1,203.08万平方米;此外, 同期末公司筹备中的委管商场中,共有357个签约 项目已取得土地使用权证/已获得地块。

从闭店情况来看,2016~2018年公司关闭委管商场数量分别为5家、2家和4家。公司2016年关闭委管商场包括柳州柳南商场、温州慈湖商场、宁波港隆商场、中山兴南商场和莱阳烟青商场;2017年公司关闭委管商场包括蚌埠解放商场和昆山翠微商场,总经营面积为9.41万平方米,其中,蚌埠解

¹ 此处区域统计中包含合营联营门店。



放商场委管合同到期后不再续约;2018年公司关闭委管商场4家,包括桐乡世纪店、湖州吴兴店、襄阳卧龙店和沧州运河店,总经营面积合计21.23万平方米,其中,桐乡世纪店和湖州吴兴店系委管合同到期后不再续约,襄阳卧龙店因合作方转让物业关闭,沧州运河店闭店系合作方单方面违约所致。另2019年1~3月,公司关闭委管商场3家,关闭商场为无锡五洲店、贵阳南明店和山东招远店,合计经营面积26.51万平方米,关闭原因主要系委管合同到期、迁址经营和合作方经营业态调整。

由于委托管理模式下,公司收入主要来源于委管经营期限内稳定的委托管理收入,无需承担初始投资资金及日常管理的资金支出,因此委管业务系公司降低成本、迅速扩大品牌影响力和快速实现区域布局的重要经营模式。2016~2018年,公司委管业务分别取得营业收入27.82亿元、36.29亿元和41.77亿元,占营业收入比重分别为29.48%、33.11%和29.33%。

在建拟建项目

在建拟建项目方面,截至 2018 年末,公司在建家居商场项目 4 个,均已取得四证,物流项目 1 个,合计计划总投资 32.95 亿元,已投资 24.59 亿元,尚需投资 8.36 亿元;拟建项目合计 6 个,计划总投资 75.53 亿元,已投资 17.13 亿元,尚需投资 58.40 亿元,其中,5 个为拟建家居商场项目,1 个为拟建物流项目。截至 2018 年末,公司在建拟建项目尚需投资金额合计 66.76 亿元,未来或面临一定的资本支出压力。

表 4: 截至 2018 年末公司在建拟建项目明细

单位: 万平方米、亿元

			中世	・カエカル	· 1676
在建项目	地区	拟建 面积	计划 总投资	2018 年末 已投资	尚需 投资
乌鲁木齐红星	新疆	18.79	9.68	9.56	0.12
昆明盘龙	云南	16.60	9.60	5.34	4.26
成都天府大道	四川	14.41	6.78	4.11	2.67
长沙金霞	湖南	11.60	6.00	4.79	1.21
天津红星电商 物流交易结算 中心一期	天津	4.84	0.89	0.79	0.10
小计	-	66.24	32.95	24.59	8.36
拟建项目	地区	拟建 面积	计划 总投资	2018 年末 已投资	尚需 投资
昆山凯德	江苏	4.88	3.00	2.08	0.92
南昌朝阳新城	江西	19.59	10.00	3.27	6.73
新郑华商汇	河南	107.00	41.00	5.24	35.76
南宁定秋路	广西	10.00	9.40	1.43	7.97
赣州南康	江西	15.70	7.38	1.09	6.29
重庆红星美凯 龙智慧物流城	重庆	14.50	4.75	4.02	0.73
小计	-	171.67	75.53	17.13	58.40
合计	-	237.91	108.48	41.72	66.76

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

总体来看,红星美凯龙凭借自身显著的品牌优势和优质的项目质量,在国内形成了较强的竞争实力;公司坚持"自营+委管"的双轮驱动发展战略,打造轻资产经营模式,近年来,公司一二线城市的自营物业区域布局优势明显,同时委管业务在三线及其他城市扩张速度加快,公司商场规模及收入规模均有明显提升。但同时中诚信证评也关注到,未来公司自营商场和物流在建拟建规模较大,或面临一定的资本支出压力。

公司治理

治理结构

作为内地及香港上市公司,根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上海证券交易所上市公司规范运作指引》等法律、法规及中国证监会、上海证券交易所及香港联交所发布的其他有关规章、规范性文件的规定和要求,公司已建立了由股东会、董事会、监事会和经营管理层组成的治理结构,并且制定和不断完善了各项管理办法、议事规则和工作程序。其中,股东会是公司的



权利机构,根据《公司法》、《公司章程》的规定 规范运作。公司董事会由 12 名董事组成,其中包 括 4 名独立董事,公司董事按照《公司章程》和 2015 年第四次临时股东大会通过修订的《董事会议事规 则》行使权利。监事会是公司的监督机构,对股东 大会负责,公司监事会由 5 名监事组成,其中 2 名 监事自 2016 年 1 月份起担任,公司监事按照《公 司章程》和 2015 年第四次临时股东大会通过修订 的《监事会议事规则》行使权力。总体看,公司建 立了较为健全的企业法人治理结构,按照现代化企 业制度规范运作。

内部管理

在内部控制方面,公司在财务管理、风险控制及内部决策机制等方面建立了一系列的规章制度。

风险控制方面,公司建立了风险评估、风险审核和风险防范工作机制,以风险评估为切入点,将风险管理和内部控制的理念贯彻到事项决策的各个环节之中。董事会审计委员会下设内部审计中心,对公司风险管理、内部控制和治理过程进行独立评价,审计活动涉及公司的财务会计、投资与融资、基建工程、预算与计划、物资采购、资产管理、物业服务、市场营销、法律事务、人力资源、行政事务等各个部门和业务单元;同时提供建议及相关服务,以提高公司运作效率。

在财务管理方面,财务管理方面,公司制定了内部财务管理制度,规范了日常财务会计制度的执行、凭证账册的制作保管、财务报表的审核编制等工作流程。在相关项目的投资论证及可行性分析过程中,确定了财务部门的监督、建议、建档以及管理等工作职责。

在质量监督方面,公司制定相关管理办法,明确了商户日常经营方面出现产品质量问题等相关事宜的解决处罚规定,对入驻商户的经营销售行为实行了统一的监督和管理,确保了场内销售实施过程中相关产品及售后服务的质量水平。在售后环节方面,公司对售出的商品实施先行赔付制度,有效保证了终端消费者的相关利益。

总体看,公司各项规章制度较为完善,目前已 建立了较健全的治理结构和内控体系,能够保证公 司各项运作更趋规范化和科学化,为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

红星美凯龙计划在未来三到五年期间将继续利用公司独特的运营模式,坚持"自营+委管"的双轮驱动发展战略,有计划、稳健地开拓覆盖全国的商场业务,在占领一线城市、二线城市核心区域的物业的同时,不断布局三四线城市的优良地段。公司在不同的城市使用不同的战略进行商场布局,在一二线城市,公司侧重使用自营商场的模式进行战略布局,以进一步发挥自身在家居装饰及家具行业良好的品牌、成熟的商场开发、招商和运营管理能力的突出优势;在三线城市及其他城市公司倾向于使用委管商场的模式进行布局,做到以"轻资产"的方式增加公司业务的收入、提升毛利率水平,以及加快公司整体的发展速度。

具体来看,在业务管理上,公司致力于持续提 升商场的经营管理水平。在招商管理方面,公司将 顺应市场消费趋势,不断优化商场品牌和品类的布 局,引领家居消费趋势,并开发包括软装、设计和 餐饮在内的新型业态,满足消费者的一站式购物需 求;公司将持续提升租金精细化管理水平,推动可 持续化租金管理机制发展,持续更新、在优化已有 商场租金定价分析模型的基础上进一步优化新店 租金定价工具,对项目区位及规划、人流及交通便 利性、项目硬件及相关配套、经销商投资意愿度等 因素进行客观评估,结合项目投入产出测算指导定 价,实现租金的精细化管理;公司将不断深化品牌 资源管理及重要客户增值服务,通过为品牌工厂提 供定制化经营分析与建议以实现品牌资源的管理 和服务增值。

运营管理方面,公司将继续全面推行"服务口碑"项目,在"价格、质量、服务、环境及人员"方面坚持高标准、严要求。价格方面,公司将继续致力于引导工厂和经销商合理标价;质量方面,公司将继续借力商务部、国家质量监督检验检疫总局"质检总局"做好质量检测工作,实现家居产品的全过程防伪追溯;服务方面,公司将继续从多个维度提升商场服务水平;信用体系方面,公司将继续完善



商户信用分类评价体系,通过对质量、价格、送货、服务、顾客喜爱度、履约行为等六个维度对商家进行评价,实现信用惠民。

营销管理方面,公司通过品牌传播、会员管理、数字化营销、联合营销和异业互动营销等手段,打造了"鲁班设计尖货节"、"爱家日"等节日促销展会,创造了企业官网、微信订阅号及微信服务号等全方位的数字营销平台,根据市场变化和需求不断整合各种资源,此外,还通过异业合作拓展营销流量渠道,与多家银行、旅行社、汽车、精品酒店、生活服务、精致生活电商平台等品牌积极探讨合作的可能性,通过异业互动发展了大量潜在客户,达成较高的潜在客户和消费客户的转换率。

物业管理方面,公司提倡节能环保,打造绿色 商场的概念;对商场的装修、停车场等部分进行改 善,提升顾客的商场体验;同时注重安全管理,严 格把控商场安全:规范管控,预防为主,人防、技 防相结合,不定期对物业管理人员的专业培训,全 面推行全员绩效评估,提升员工的工作效率和积极 性,实现安全商场目标。

在新型业务拓展方面,公司继续围绕"全渠道 泛家居业务平台服务商"的战略定位,以"家"为核 心,进行业务的上下游跨界外延,打造泛家居行业 的商业生命共同体。利用互联网平台为消费者提供 从买房到装修入住、居家消费品购买的泛家居消费 产业链服务;提供全方位物流服务,以满足平台两 端多重需求,实现资源共享。同时发展互联网家装 和互联网零售服务,为客户提供全渠道的消费体 验。金融信息服务方面,公司为消费者及金融机构 提供消费贷款信息服务,极大程度满足商场合作 方、家居工程、商户经营的投融资需求。

在信息化建设领域,公司全新上线了完全自主研发的线上线下一体化基础平台—"龙翼"平台,"龙翼"平台作为"星云"系统的升级版整合了招商管理、商品店铺、交易促销、支付结算、会员管理等功能模块,形成了标准化、智能化的业务流程,并积累了大量业务数据,为互联网平台业务的发展提供了有力的系统保障;同时,公司内部开发并使用的APP平台—"龙眼"系统实现了对商业系统分析和研

发团队的全覆盖,为全员移动办公提供了有利条件,有效提升了员工的工作效率与公司的管理效率。

人力资源管理方面,公司将在系统优化、绩效 管理、人才发展、业务支持、人事运营及员工关系 等方面积极布局。在人才发展方面,建立核心岗位 关键历练地图,结合核心能力标准对公司管理人员 进行培养与引进,有效支持公司家居商场运营与扩 张,致力于提高家居装饰及家具行业从业人员的综 合素质。

整体看,公司根据其自身经营实际制定的战略规划较符合公司现阶段发展需求,其发展战略有望逐步实现。

财务分析

下列财务分析基于公司提供的经德勤会计师事务所(特殊普通合伙)审计的并出具标准无保留意见的2016~2017年度审计报告、经安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)审计的并出具标准无保留意见的2018年度审计报告及未经审计的2019年一季度财务报表。

资本结构

近年来公司继续坚持"双轮驱动"战略,加大对自营商场及委托商场建设的投入,整体资产规模不断扩大。2016~2018年末公司资产总额分别为815.35亿元、970.15亿元和1,108.61亿元,年均复合增长率为16.60%;同期末,公司负债总额分别为416.15亿元、530.83亿元和655.65亿元,年均复合增长率25.52%。自有资本实力方面,公司所有者权益分别为399.21亿元、439.32亿元和452.96亿元。其中,2018年公司所有者权益同比增长3.10%,受公司H股回购部分注销影响,资本实力增长有限。

财务杠杆比率方面,近年来随着公司业务规模 持续扩大,公司负债规模保持持续的增长,财务杠 杆水平有所上升,但得益于自有资本实力的增强, 整体财务杠杆比率仍维持在合理水平。2016~2018 年末公司资产负债率分别为 51.04%、54.72%和 59.14%。另截至 2019 年 3 月末,公司总资产进一 步增至 1,151.62 亿元,同期末,公司所有者权益(含



少数股东权益)为 466.96 亿元,较上年末小幅增长 3.09%,资产负债率为 59.45%,较上年末上升 0.31 个百分点。

公司资产主要由非流动资产构成,2016~2018 年占总资产比重分别为89.21%、84.98%和85.82%。 公司非流动资产主要由投资性房地产、其他非流动 资产、可供出售金融资产、其他权益工具投资和长 期股权投资构成,具体来看,近三年投资性房地产 分别为 669.48 亿元、708.31 亿元和 785.33 亿元, 占资产总额的比重分别达到 82.11%、73.01%和 70.84%, 其中, 2018年投资性房地产年末余额中用 于抵押担保的价值 594.93 亿元, 受限部分占比达到 75.76%; 2016~2018 年末, 公司其他非流动资产分 别为 19.49 亿元、39.61 亿元和 61.83 亿元,其中, 2018 年其他非流动资产较上年末增长 56.10%, 主 要系预付工程款和土地整理相关受益权增加所致; 2016~2017 年末,公司可供出售金融资产分别为 5.44 亿元和 30.62 亿元, 其中, 2017 年可供出售金 融资产较上年末大幅增长 462.54%, 主要系公司家 居产业链股权投资增加以及以公允价值计量原因 所致; 2018年末,公司其他权益工具投资 33.03亿 元,主要系根据 2018 年新金融工具准则将分类为 以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的非 交易性权益工具投资于此科目列报,期末其他权益 工具投资主要由公司家居产业链股权投资构成,其 中前五大投资对象分别系欧派家居集团股份有限 公司、成都新潮传媒集团有限公司、奥普家居股份 有限公司、宁波梅山保税港区奇君股权投资合伙企 业(有限合伙)和麒盛科技股份有限公司,其他权 益工具投资期末余额分别为13.85亿元、2.65亿元、 2.59 亿元、2.06 亿元和 1.38 亿元,上述投资对象期 末余额合计占比为 68.21%; 2016~2018 年末, 公司 长期股权投资分别为 10.12 亿元、16.14 亿元和 30.26 亿元, 其中, 2018 年同比增长 87.51%, 主要系公 司增加对合联营企业投资所致,其中前五大被投资 单位分别系成都东泰商城有限公司、海尔消费金融 有限公司、神玉岛文化旅游控股股份有限公司、广 东三维家信息科技有限公司和 SUNSEAPARKINGINC, 期末余额分别为 8.98 亿 元、3.08亿元、1.94亿元、1.66亿元和1.46亿元, 上述被投资单位长期股权投资期末余额合计占比 为56.59%。

流动资产方面,公司流动资产占比较小,主要 由货币资金、应收账款、其他应收款和其他流动资 产构成,具体来看,2016~2018年末,公司货币资 金分别为 61.38 亿元、106.27 亿元和 85.28 亿元, 其中,2018年货币资金同比减少19.75%,主要由 于 2017 年融资活动现金流入较多, 2018 年现金流 入较稳定所致;其中,2018年货币资金受限部分 6.35 亿元; 同期末, 应收账款分别为 8.00 亿元、11.67 亿元和 16.88 亿元, 其中, 2018 年公司应收账款较 上年末增长 44.58%, 主要系新开业委管商场数量增 多以及采用新收入准则核算原因所致;公司其他应 收款²主要由代收商户销售款、对第三方的借款及代 垫款构成,2016~2018年末,公司其他应收款分别 为 9.79 亿元、17.11 亿元和 18.39 亿元; 同期末, 公司其他流动资产分别为 6.24 亿元、5.28 亿元和 16.38 亿元, 其中, 2018 年公司其他流动资产较上 年末大幅增长 210.46%, 主要系公司新增融资租赁 业务和保理业务所致, 其中应收保理款和应收融资 租赁款分别为 5.23 亿元和 3.21 亿元, 合计占公司 其他流动资产比重为 51.51%。2018 年公司对外股 权投资、合联营企业投资以及新增的融资租赁及保 理等投资业务增长较快,未来需关注其资本支出需 求以及投资业务的资金计划。

另截至 2019 年 3 月末,公司非流动资产和流动资产分别为 1,007.74 亿元和 143.88 亿元,其中,投资性房地产余额 798.77 亿元,其他权益工具投资42.48 亿元,长期股权投资 31.05 亿元;同期末,公司货币资金余额为 74.42 亿元,其他应收款 17.74 亿元,应收账款 17.29 亿元,其他流动资产 14.19 亿元。

² 为保持数据可比性,其他应收款均不包含应收利息及应收 股利。

- 长短期债务比





资料来源:公司定期报告,中诚信证评整理

负债构成方面,近年来公司负债主要由其他应付款、递延所得税负债和有息债务构成。具体来看,2016~2018 年末,公司其他应付款³分别为 51.59 亿元、73.39 亿元和 84.80 亿元,三年年均复合增长率28.21%,主要系公司代收商户货款、经营商场商户质量保证金及押金和合作方往来款项;同期末,递延所得税负债分别为 91.04 亿元、97.14 亿元和110.09 亿元,三年年均复合增长率为 9.96%,公司递延所得税负债规模较大且呈不断上升趋势,主要系公司投资性房地产公允价值的持续上升所致。另截至 2019 年 3 月末,随着公司经营商场规模的进一步增长,公司其他应付款上升至 86.58 亿元,递延所得税负债进一步增至 113.25 亿元。

有息债务方面,随着公司加大对经营商场的投入,对外融资需求增加,有息债务规模增长较快,2016~2018 年末公司总债务规模分别为 219.91 亿元、288.74 亿元和 367.37 亿元,三年年均复合增长率为 29.25%;债务期限结构方面,公司长短期债务比(短期债务/长期债务)分别为 0.27 倍、0.52 倍和 0.38 倍,其中,公司 2018 年末长短期债务比较2017 年末降低 0.14 倍,主要系 2018 年末一年内到期的长期借款、应付债券和资产支持证券增长,短期债务余额有所减少所致。整体来看,以长期债务为主的债务期限结构较为合理。



■■ 长期债务

资料来源:公司定期报告,中诚信证评整理

■■ 短期债务

所有者权益构成方面,公司所有者权益主要由实收资本、资本公积及留存收益构成,其中,受 2018年公司 H 股回购注销影响,公司实收资本及资本公积较 2017年末有所减少,截至 2018年末,公司实收资本由上年末的 36.24亿元减少至 35.50亿元,资本公积由上年末的 53.62亿元减少至 44.90亿元。此外,2016~2018年及 2019年3月末,公司未分配利润分别为 260.96亿元、282.55亿元、306.29亿元和 317.33亿元,同期末,盈余公积分别为 12.26亿元、16.23亿元、18.17亿元和 18.17亿元,得益于较好的盈利能力,近年来公司留存收益呈不断增长趋势。

总体来看,近年来公司业务规模的不断扩大带 动公司资产、负债总额规模的增长,同时,融资需求的明显增加推动债务水平较快增长,未来或将面临一定资本支出压力。

资产质量

公司资产主要集中于投资性房地产。 2016~2018年及2019年3月末,公司投资性房地产 分别为669.48亿元、708.31亿元、785.33亿元和 798.77亿元,占资产总额的比重分别为82.11%、 73.01%、70.84%和69.36%。公司投资性房地产主 要为公司自持物业经营的自营商场,公司自营商场 项目均集中于一、二线城市,尤其是直辖市(北京、上海、天津及重庆)的核心区域,自持物业布局较好;截至2018年末,公司自持物业经营自营商场 (不含合营联营门店)合计53家,出租率维持在 96%以上,运营情况相对稳定;此外,公司的投资 性房地产采用公允价值计量,2016~2018年,公司

³ 为保持数据可比性,其他应付款均不包含应付利息及应付 股利。



投资性房地产公允价值变动收益分别为 17.54 亿元、19.96 亿元和 18.20 亿元。

2016~2018 年末,公司受限资产规模分别为481.28亿元、542.88亿元和615.13亿元,占资产总额的比重分别为59.03%、55.96%和55.49%,其中,用于抵押担保的投资性房地产价值分别为474.66亿元、540.25亿元和594.93亿元,受限资产规模比重较大,或对资产变现能力产生一定影响。

整体来看,公司资产主要系分布于一二线城市 核心区域的优质自持物业经营商场,运营相对成熟;但同时,公司受限资产主要集中于投资性房地 产,受限规模占比较大,其资产变现能力或受到一 定影响。

盈利能力

得益于公司在行业内较强的品牌知名度及市场占有率,近年来经营业绩始终保持良好稳定的增长,2016~2018年公司实现营业收入分别为94.36亿元、109.60亿元和142.40亿元,呈不断上升趋势。毛利率方面,公司近年来毛利水平始终保持在较高水平,2016~2018年公司综合毛利率分别为72.31%、71.14%和66.20%,主要系受公司委管商场开业数量增加,一定程度对毛利率造成稀释影响,公司综合毛利率下滑。另2019年1~3月,公司实现营业收入35.35亿元,同比增长22.37%;营业毛利率70.94%,较上年同期提高0.50个百分点。



图 10: 2016~2019.Q1 公司收入毛利分析

资料来源:公司定期报告,中诚信证评整理

期间费用方面,2016~2018年公司期间费用合计分别为30.18亿元、40.07亿元和47.68亿元,近年来销售费用、管理费用和财务费用均持续上升明显,广告宣传费用及利息支出费用占比较大;同期,

三费收入占比分别为 31.99%、36.57%和 33.48%,整体期间费用控制能力尚可。另 2019 年 1~3 月,公司期间费用合计 11.95 亿元,三费收入占比为 33.81%。

表 5: 2016~2019.Q1 公司期间费用分析

单位: 亿元、%

费用	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	12.06	15.14	17.00	3.73
管理费用*	9.35	13.62	15.34	3.70
财务费用	8.78	11.32	15.33	4.53
三费合计	30.18	40.07	47.68	11.95
营业总收入	94.36	109.60	142.40	35.35
三费收入占比	31.99	36.57	33.48	33.81

*注:管理费用包含研发费用

资料来源:公司定期报告,中诚信证评整理

利润方面,公司利润总额主要由经营性业务利 润4、公允价值变动收益和投资收益构成。2016~2018 年公司经营性业务利润分别为 33.91 亿元、34.72 亿 元和 42.71 亿元; 同期公司公允价值变动收益分别 为 17.54 亿元、19.96 亿元和 17.67 亿元,主要系按 公允价值计量的投资性房地产增值所致。投资收益 方面,2016~2018年公司的投资收益分别为1.31亿 元、6.34 亿元和 2.30 亿元, 其中 2017 年投资收益 大幅增加主要系处置子公司5产生的投资收益。公司 近三年利润总额呈上升趋势,分别为48.02亿元、 59.86 亿元和 60.19 亿元,公司整体盈利能力较强, 但近年来公司公允价值变动收益及投资收益波动 较大,仍需关注其盈利能力的持续稳定性。另2019 年 1~3 月,公司实现利润总额 17.80 亿元,其中, 经营性业务利润为 12.12 亿元, 信用减值损失60.25 亿元,公允价值变动损益 4.19 亿元,取得投资收益

⁴ 经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

^{5 2017} 年度公司处置子公司包括上海家金所金融信息服务有限公司、上海黄浦红星小额贷款有限公司、天津红星美凯龙国际家居广场有限公司、天津红星美凯龙国际家具建材广场有限公司、北京和合聚众广告传媒有限公司和常州红星广场商业管理有限公司。

⁶ 系公司根据 2018 年新金融工具准则,对分类为以摊余成本计量的金融工具、分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融工具、租赁应收款、合同资产、应收账款以及贷款承诺和财务担保合同以预期信用损失模型为基础代替原先的已发生信用损失模型确认损失准备。因此将就满足上述条件的资产确认的损失准备列示在"信用减值损失"科目。



1.55 亿元; 同期, 实现净利润 13.93 亿元。

图 11: 2016~2019.Q1 公司利润总额构成分析



资料来源:公司定期报告,中诚信证评整理

总体来看,近年来公司业务保持稳定良好发展,营业收入规模不断扩大,毛利率维持在较好水平且盈利能力较强,但公司利润总额中公允价值变动收益及投资收益占比仍较高,非经常性损益的持续性值得关注。

偿债能力

从债务规模来看,随着公司业务规模的扩大,对外融资需求不断增加,有息债务规模增长较快,2016~2018 年末公司总债务规模分别为 219.91 亿元、288.74 亿元和 367.37 亿元;债务期限结构方面,同期,公司长短期债务比(短期债务/长期债务)分别为 0.27 倍、0.52 倍和 0.38 倍。

表 6: 2016~2018 年公司偿债能力分析

		.,,_,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,	
指标	2016	2017	2018
短期债务(亿元)	46.90	98.30	90.77
总债务 (亿元)	219.91	288.74	367.37
EBITDA (亿元)	58.89	73.82	78.73
资产负债率(%)	51.04	54.72	59.14
总资本化率(%)	35.52	39.66	44.78
经营净现金流/总债务(X)	0.18	0.23	0.16
经营净现金流/利息支出 (X)	3.29	4.41	3.13
总债务/EBITDA(X)	3.73	3.91	4.67
EBITDA 利息倍数(X)	4.87	4.98	4.20

资料来源:公司定期报告,中诚信证评整理

从主要偿债能力指标来看,2016~2018 年公司 EBITDA 分别为58.89 亿元、73.82 亿元和78.73 亿元,获现能力持续增强;同期,公司总债务/EBITDA 分别为3.73 倍、3.91 倍和4.67 倍;EBITDA 利息倍数分别为4.87 倍、4.98 倍和4.20 倍。整体来看,

公司经营所得对债务本息覆盖能力很强

现金流方面,公司自身业务现金回笼能力较好,公司经营活动净现金流持续呈净流入状态,2016~2018 年公司经营活动净现金流分别为 39.84亿元、65.18亿元和 58.58亿元。同期,经营活动净现金流/总债务分别为 0.18 倍、0.23 倍和 0.16 倍,经营活动净现金流利息保障系数分别为 3.29 倍、4.41 倍和 3.13 倍。整体来看,公司经营性现金流表现良好,对债务利息形成较好覆盖。

受限资产方面,截至 2018 年末,公司受限资产总额为 615.13 亿元,主要系借款抵/质押、工程保证金、存款准备金以及法院冻结等的货币资金合计 6.35 亿元和用于借款抵押等的投资性房地产594.93 亿元,年末公司受限资产占总资产比重为55.49%,受限资产占比较大。

财务弹性方面,公司与多家商业银行保持良好的合作关系,截至 2018 年末,公司获得银行授信总额合计 316.29 亿元,未使用的授信额度为 55.54 亿元,加之作为 A+H 股上市公司,股权融资渠道顺畅,公司备用流动性较好。

或有负债方面,截至 2018 年末,公司为关联 方海尔消费金融有限公司提供对外担保已经履行 完毕,对外担保余额为 0 亿元,无或有负债风险。

总的来看,公司作为国内连锁家居装饰及家具商场行业最大的家居建材商场经营企业,近年来凭借显著的品牌优势,经营状态持续向好,商场规模及收入规模均有明显提升。随着业务规模和对外投资的不断扩大,公司资产规模和资本实力亦明显上升,财务杠杆比率较为合理,同时,公司盈利能力及获现能力很强,对债务本息的偿还提供了很强的保障。

结论

综上,中诚信证评评定红星美凯龙家居集团股份有限公司主体信用级别为 **AAA**,评级展望为稳定;评定"红星美凯龙家居集团股份有限公司 2019年公开发行公司债券(第一期)"的信用级别为 **AAA**。



关于红星美凯龙家居集团股份有限公司 2019年公开发行公司债券(第一期)的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定,自首次评级报告出具之日(以评级报告上注明日期为准)起,本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内,持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素,以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

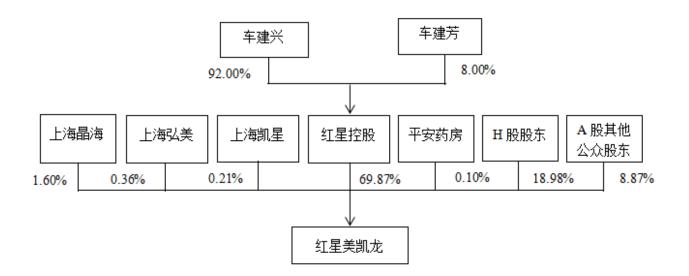
在跟踪评级期限内,本公司将于本期债券发行主体及担保主体(如有)年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级,并根据上市规则于每一会计年度结束之日起6个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外,自本次评级报告出具之日起,本公司将密切关注与发行主体、担保主体(如有)以及本期债券有关的信息,如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件,发行主体应及时通知本公司并提供相关资料,本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级,就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站(www.ccxr.com.cn)和交易所网站予以公告,且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体(如有)未能及时或拒绝提供相关信息,本公司将根据有关情况进行分析,据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。



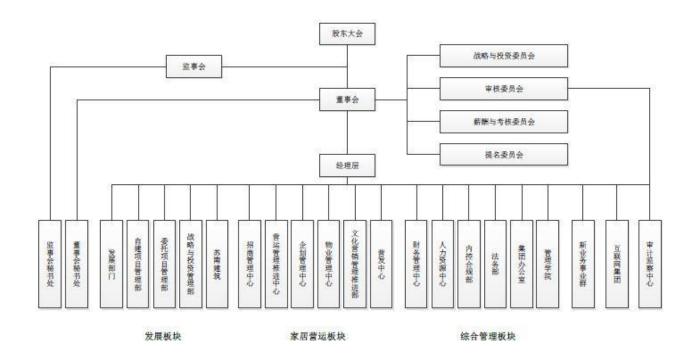
附一: 红星美凯龙家居集团股份有限公司股权结构图(截至 2019年3月31日)



资料来源:公司提供,中诚信证评整理



附二: 红星美凯龙家居集团股份有限公司组织结构图(截至 2019 年 3 月 31 日)



资料来源:公司提供,中诚信证评整理



附三: 红星美凯龙家居集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	613,786.51	1,062,691.78	852,760.80	744,247.59
应收账款净额	79,981.00	116,743.00	168,791.86	172,940.81
存货净额	4,542.33	12,029.14	25,135.25	27,861.28
长期投资	155,704.78	467,626.94	632,884.96	735,312.33
固定资产合计	6,715,563.81	7,105,596.27	7,881,028.46	8,016,985.12
总资产	8,153,540.41	9,701,462.41	11,086,071.78	11,516,217.95
短期债务	469,004.13	983,008.55	1,007,713.64	-
长期债务	1,730,133.07	1,904,375.85	2,665,960.57	-
总债务(短期债务+长期债务)	2,199,137.20	2,887,384.39	3,673,674.21	-
所有者权益(含少数股东权益)	3,992,077.31	4,393,197.34	4,529,582.57	4,669,572.99
营业总收入	943,608.18	1,095,951.27	1,423,979.25	353,496.72
三费前利润	640,939.17	747,898.96	903,872.27	240,676.08
投资收益	13,089.65	63,389.71	22,967.29	15,465.80
净利润	367,344.18	427,801.38	470,544.73	139,322.27
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	588,926.50	738,174.03	787,270.16	-
经营活动产生现金净流量	398,392.88	652,846.89	585,793.07	11,647.70
投资活动产生现金净流量	-490,872.51	-602,122.42	-1,099,444.03	-103,832.83
筹资活动产生现金净流量	126,875.67	387,363.74	247,529.79	15,139.21
现金及现金等价物净增加额	34,396.03	437,686.90	-265,480.65	-77,028.00
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率(%)	72.31	71.14	66.20	70.94
所有者权收益率(%)	9.20	9.74	10.39	11.93
EBITDA/营业总收入(%)	62.41	67.35	55.29	-
速动比率 (X)	0.65	0.64	0.61	0.59
经营活动净现金/总债务(X)	0.18	0.23	0.16	-
经营活动净现金/短期债务(X)	0.85	0.66	0.58	-
经营活动净现金/利息支出(X)	3.29	4.41	3.13	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.87	4.98	4.20	-
总债务/EBITDA(X)	3.73	3.91	4.67	-
资产负债率(%)	51.04	54.72	59.14	59.45
总资本化比率(%)	35.52	39.66	44.78	-
长期资本化比率(%)	30.24	30.24	37.05	-

注: 1、所有者权益包含少数股东权益,净利润均包含少数股东损益;

^{2、2016}年数据系采用2017年期初追溯调整数;

^{3、2016~2018} 年总债务计算中已将"一年内到期的非流动负债"中"一年到期的长期租金"剔除出短期债务,同时将"其他非流动负债"中"一年后到期的应付融资租赁款"和资产支持证券调至长期债务,将 2018 年"其他流动负债"中超短融资券调至短期债务;

^{4、2018}年及2019.Q1长期投资中包含其他权益工具投资;

^{5、}三费前利润及营业毛利率计算中不含利息支出。



附四:基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT (息税前盈余) =利润总额+利息支出

EBITDA(息税折旧摊销前盈余)=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金 净额

营业毛利率=(营业收入-营业成本)/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=(流动资产-存货)/流动负债

存货周转率=主营业务成本(营业成本)/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额(营业总收入净额)/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/(总债务+所有者权益(含少数股东权益))

长期资本化比率=长期债务/(长期债务+所有者权益(含少数股东权益))

EBITDA 利息倍数=EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

净负债率=(总债务-货币资金)/所有者权益(含少数股东权益)



附五: 信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强,受不利经济环境的影响较小,违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强,较易受不利经济环境的影响,违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般,受不利经济环境影响较大,违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱,受不利经济环境影响很大,有较高违约风险
В	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小,基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注: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,表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时,主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强,基本不受不利经济环境的影响,违约风险极低
AA	债券安全性很强,受不利经济环境的影响较小,违约风险很低
A	债券安全性较强,较易受不利经济环境的影响,违约风险较低
BBB	债券安全性一般,受不利经济环境影响较大,违约风险一般
BB	债券安全性较弱,受不利经济环境影响很大,有较高违约风险
В	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境,违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境,违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注: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,表示信用质量略高或略低于本等级。



短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级,还本付息能力很强,安全性很高。
A-2	还本付息能力较强,安全性较高。
A-3	还本付息能力一般,安全性易受不利环境变化的影响。
В	还本付息能力较低,有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低,违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注:每一个信用等级均不进行"+"、"-"微调。