



红星美凯龙

国内领先家居装饰销售和展览平台

首次覆盖

投资亮点

首次覆盖给予确信买入评级，目标价 **16.0 港元**。红星美凯龙是国内经营面积最大、门店数目最多、地理覆盖面积最广的家居装饰零售商。作为市场集中度较低行业的龙头，我们认为红星美凯龙市场份额未来有望持续增长。

- ▶ **行业体量大，增长强劲。**Frost & Sullivan 预计 2019 年连锁家居装饰零售额有望达到 8,630 亿元，对应 2014~2019 年复合年增长率 11.1%。
- ▶ **议价能力较强，受益行业增长。**2014 年，红星美凯龙贡献芝华仕和喜临门等领先家居品牌总销售额约 20%，而红星美凯龙前十大商户 2014 年收入占红星美凯龙总收入比例仅为 1.8%。2014 年自营商场平均出租率 96%。
- ▶ **家具销售领域具有无可替代的展示和体验功能。**红星美凯龙一站式商场已经成为消费者了解和购买家居装饰用品的最重要平台。
- ▶ **轻资产模式实现快速扩张。**预计 2015 年新开 34 家委管商场，2016 年新开 44 家。
- ▶ **自营商场位于黄金地段，资产价值较高。**2013 年同店增速 4.7%，2014 年 8.4%。此外，自营商场物业资产价值丰厚。扣除少数股权影响后，自营商场总资产价值达到 556 亿元。

财务预测

预计 2015/16 年收入 96.92 亿元和 119.46 亿元，复合年增长率 23%。预计调整后利润增长 18%/32%至 26.09 亿元和 34.49 亿元，对应 EPS 约 0.90 港元/1.22 港元。

估值与建议

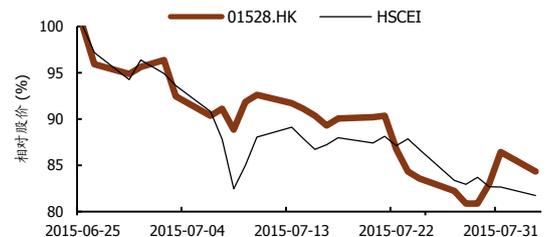
首次覆盖给予确信买入评级。基于分部加总估值法得出目标价 **16.0 港元**，对应 **17.8 倍 2015 年市盈率**。

风险

竞争加剧；同店销售增长低于预期。

首次覆盖确信买入

| | |
|----------------|----------------|
| 股票代码 | 01528.HK |
| 评级 | * 确信买入 |
| 最新收盘价 | 港币 11.20 |
| 目标价 | 港币 16.00 |
| 52 周最高价/最低价 | 港币 12.98~10.52 |
| 总市值(亿) | 港币 406 |
| 30 日日均成交额(百万) | 港币 38.59 |
| 发行股数(百万) | 3,627 |
| 其中：自由流通股(%) | 15 |
| 30 日日均成交量(百万股) | 3.25 |
| 主营行业 | 零售 |



| (人民币 百万) | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入 | 6,361 | 7,935 | 9,692 | 11,946 |
| 增速 | 21.1% | 24.8% | 22.1% | 23.3% |
| 归属母公司净利润 | 1,626 | 2,208 | 2,609 | 3,449 |
| 增速 | 25.4% | 35.8% | 18.2% | 32.2% |
| 每股净利润 | 0.45 | 0.61 | 0.72 | 0.95 |
| 每股净资产 | 8.45 | 9.23 | 11.89 | 13.33 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股经营现金流 | 1.00 | 0.90 | 1.19 | 1.50 |
| 市盈率 | 19.5 | 14.7 | 12.4 | 9.3 |
| 市净率 | 1.0 | 1.0 | 0.8 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 15.3 | 11.9 | 10.1 | 8.1 |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 平均总资产收益率 | 2.5% | 3.2% | 3.4% | 4.2% |
| 平均净资产收益率 | 5.4% | 6.9% | 6.8% | 7.5% |

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

郭海燕

黄焱鑫

分析员

分析员

haiyan.guo@cicc.com.cn

yaixin.huang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080511080006

SAC 执证编号：S0080514100001

SFC CE Ref: AIQ935

SFC CE Ref: BCC718





财务报表和主要财务比率

| 财务报表 (百万元) | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 主要财务比率 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 利润表 | | | | | 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 6,361 | 7,935 | 9,692 | 11,946 | 营业收入 | 21.1% | 24.8% | 22.1% | 23.3% |
| 营业成本 | -1,790 | -2,054 | -2,675 | -3,275 | 营业利润 | 40.1% | 22.1% | 14.3% | 19.1% |
| 营业费用 | -922 | -1,055 | -1,337 | -1,672 | EBITDA | N.M. | 35.0% | 14.4% | 22.7% |
| 管理费用 | -771 | -923 | -1,175 | -1,472 | 净利润 | 25.4% | 35.8% | 18.2% | 32.2% |
| 其他 | -27 | -113 | -136 | -167 | 盈利能力 | | | | |
| 营业利润 | 5,068 | 6,189 | 7,071 | 8,418 | 毛利率 | 71.9% | 74.1% | 72.4% | 72.6% |
| 财务费用 | -631 | -856 | -906 | -776 | 营业利润率 | 79.7% | 78.0% | 73.0% | 70.5% |
| 其他利润 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA 利润率 | 46.8% | 50.7% | 47.4% | 47.2% |
| 利润总额 | 4,469 | 5,350 | 6,185 | 7,664 | 净利润率 | 25.6% | 27.8% | 26.9% | 28.9% |
| 所得税 | -1,200 | -1,428 | -1,651 | -2,046 | 偿债能力 | | | | |
| 少数股东损益 | -256 | -289 | -334 | -414 | 流动比率 | 0.53 | 0.49 | 0.42 | 0.33 |
| 归属母公司净利润 | 1,626 | 2,208 | 2,609 | 3,449 | 速动比率 | 0.53 | 0.49 | 0.41 | 0.33 |
| EBITDA | 2,979 | 4,020 | 4,598 | 5,644 | 现金比率 | 0.41 | 0.34 | 0.25 | 0.16 |
| 扣非后净利润 | 1,626 | 2,208 | 2,609 | 3,449 | 资产负债率 | 48.4% | 48.0% | 40.9% | 37.6% |
| 资产负债表 | | | | | 净债务资本比率 | 32.3% | 31.9% | 22.1% | 18.1% |
| 货币资金 | 3,805 | 3,592 | 2,728 | 1,543 | 回报率分析 | | | | |
| 应收账款及票据 | 1,062 | 1,292 | 1,583 | 1,568 | 总资产收益率 | 2.5% | 3.2% | 3.4% | 4.2% |
| 存货 | 57 | 38 | 64 | 62 | 净资产收益率 | 5.4% | 6.9% | 6.8% | 7.5% |
| 其他流动资产 | 36 | 202 | 80 | 80 | 每股指标 | | | | |
| 流动资产合计 | 4,959 | 5,125 | 4,455 | 3,252 | 每股净利润 (元) | 0.45 | 0.61 | 0.72 | 0.95 |
| 固定资产及在建工程 | 58,672 | 63,328 | 71,863 | 77,731 | 每股净资产 (元) | 8.45 | 9.23 | 11.89 | 13.33 |
| 无形资产及其他长期资产 | 3,229 | 3,464 | 3,889 | 3,916 | 每股股利 (元) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 61,901 | 66,792 | 75,752 | 81,647 | 每股经营现金流 (元) | 1.00 | 0.90 | 1.19 | 1.50 |
| 资产合计 | 66,860 | 71,918 | 80,207 | 84,899 | 估值分析 | | | | |
| 短期借款 | 2,182 | 2,326 | 2,326 | 326 | 市盈率 | 19.5 | 14.7 | 12.4 | 9.3 |
| 应付账款 | 188 | 180 | 187 | 262 | 市净率 | 1.0 | 1.0 | 0.8 | 0.7 |
| 其他流动负债 | 6,917 | 7,914 | 8,214 | 9,212 | EV/EBITDA | 15.3 | 11.9 | 10.1 | 8.1 |
| 流动负债合计 | 9,288 | 10,420 | 10,726 | 9,800 | 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 长期借款 | 11,516 | 11,945 | 9,945 | 9,945 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 23,094 | 24,085 | 22,085 | 22,085 | | | | | |
| 负债合计 | 32,382 | 34,505 | 32,811 | 31,885 | | | | | |
| 股本 | 3,000 | 3,000 | 3,624 | 3,624 | | | | | |
| 未分配利润 | 27,636 | 30,445 | 39,469 | 44,674 | | | | | |
| 股东权益合计 | 30,636 | 33,445 | 43,093 | 48,298 | | | | | |
| 负债及股东权益合计 | 66,860 | 71,918 | 80,207 | 84,899 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | | | | |
| 税前利润 | 4,469 | 5,350 | 6,185 | 7,664 | | | | | |
| 折旧和摊销 | 101 | 117 | 93 | 118 | | | | | |
| 营运资本变动 | 1,183 | -119 | 682 | 1,060 | | | | | |
| 其他 | -2,137 | -2,100 | -2,631 | -3,396 | | | | | |
| 经营活动现金流 | 3,616 | 3,247 | 4,330 | 5,446 | | | | | |
| 资本开支 | -4,278 | -2,113 | -6,020 | -3,020 | | | | | |
| 其他 | 1,063 | -451 | -1,178 | -894 | | | | | |
| 投资活动现金流 | -3,215 | -2,564 | -7,198 | -3,914 | | | | | |
| 股权融资 | 0 | 0 | 5,449 | 0 | | | | | |
| 银行借款 | 1,665 | 1,158 | -2,598 | -2,000 | | | | | |
| 其他 | -2,026 | -2,054 | -847 | -717 | | | | | |
| 筹资活动现金流 | -362 | -896 | 2,004 | -2,717 | | | | | |
| 汇率变动对现金的影响 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 现金净增加额 | 39 | -213 | -864 | -1,185 | | | | | |

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

公司简介

红星美凯龙是中国门店数目最多、区域覆盖最广的家居零售商。自公司1994年在江苏常州开设第一家门店以来, 公司不断发展, 逐步建立并巩固了其在中国家居装饰市场的领先地位, 截至2014年底, 公司已经开办了158家商场, 总经营面积达到1,080万平米。公司致力于提供一站式购物体验, 销售品类包括家具, 如床、衣柜、橱柜、沙发、桌椅; 装饰材料, 如床上用品及家居时尚用品; 轻型建筑材料, 如厨卫用具、瓷砖、地板、油漆等。





目录

| | |
|---|-----------|
| 公司快照 | 5 |
| 投资概要 | 6 |
| 投资亮点..... | 6 |
| 分部加总估值..... | 6 |
| 可比公司估值..... | 7 |
| 现金流折现估值..... | 8 |
| 行业：零售平台是家居产业链关键一环 | 10 |
| 预计中国连锁家居市场 2014~2019 年复合年增长率 11.1%..... | 10 |
| 展品展示和体验对于家居销售尤为重要..... | 13 |
| 渠道较强，产品多样..... | 15 |
| DIFM 模式比 DIY 模式更适合中国..... | 16 |
| 红星美凯龙：一站式家居平台多样化扩张 | 17 |
| 公司简介..... | 17 |
| 两种业务模式：自营和委管..... | 18 |
| 核心竞争力 | 22 |
| 行业龙头品牌知名度大、门店覆盖全国..... | 22 |
| 凭借强大议价能力充分受益行业增长..... | 24 |
| 领先的消费体验..... | 25 |
| 轻资产模式支撑快速扩张..... | 26 |
| 自营商城多位于黄金地段，租金增长强劲，资产价值丰富..... | 28 |
| 发展战略清晰，盈利增长潜力巨大 | 30 |
| 发展战略清晰..... | 30 |
| 预计 2014~2016 年收入符合年增长 23%..... | 30 |
| 盈利预测..... | 31 |
| 风险 | 34 |

图表

| | |
|---|----|
| 图表 1：红星美凯龙收入..... | 5 |
| 图表 2：红星美凯龙核心净利润..... | 5 |
| 图表 3：前五大连锁家居零售商门店数量（2014 年）..... | 5 |
| 图表 4：红星美凯龙收入结构（2014 年）..... | 5 |
| 图表 5：门店设计..... | 5 |
| 图表 6：门店装潢..... | 5 |
| 图表 7：分部加总估值..... | 7 |
| 图表 8：可比公司估值..... | 7 |
| 图表 9：历史 P/E 和 P/B..... | 8 |
| 图表 10：现金流折现估值..... | 8 |
| 图表 11：现金流折现估值矩阵..... | 9 |
| 图表 12：家居市场结构..... | 10 |
| 图表 13：连锁家居商场零售增速..... | 11 |
| 图表 14：主要消费品和消费服务 2014 年市场规模及未来增速比较..... | 11 |
| 图表 15：国内人均消费仍有较大上行空间..... | 12 |



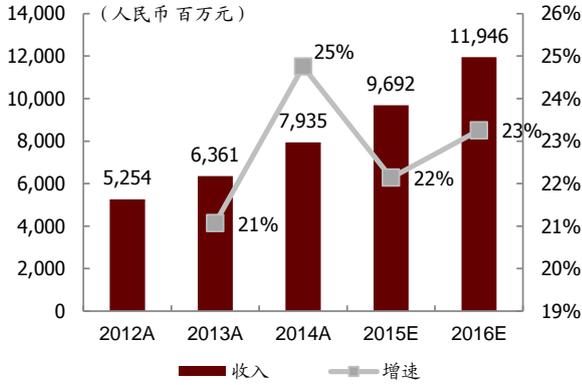


| | |
|--|----|
| 图表 16: 连锁家居商场市场份额有望提升 | 12 |
| 图表 17: 家居装饰和家电需求中新房贡献占比 | 12 |
| 图表 18: 虽然 2014 年新房销售下降，家居销售仍保持稳步增长 | 13 |
| 图表 19: 相比其他零售企业，红星美凯龙同店增速更高 | 13 |
| 图表 20: 78%的消费者通过家居商场了解家居品牌 | 13 |
| 图表 21: 家居销售离不开线下展厅 | 14 |
| 图表 22: 家居商场和百货比较 | 14 |
| 图表 23: 国内家居和服装零售企业零售额比较 | 15 |
| 图表 24: 家居商场和百货零售总额比较 | 15 |
| 图表 25: DIY 模式不适合中国 | 16 |
| 图表 26: DIY 模式不适合中国 | 16 |
| 图表 27: 红星美凯龙发展历程 | 17 |
| 图表 28: 红星美凯龙门店销售的部分国际和国内品牌 | 17 |
| 图表 29: 自营商场构成及收入 | 18 |
| 图表 30: 自营商场一览 | 19 |
| 图表 31: 委管商场收入 | 20 |
| 图表 32: 委管商场收入模式 | 20 |
| 图表 33: 委管商场一览 | 21 |
| 图表 34: 前五大连锁家居零售商的门店数量 (2014 年) | 22 |
| 图表 35: 红星美凯龙是国内最大的家居零售商，零售网络覆盖全国 | 22 |
| 图表 36: 红星美凯龙是消费者最为熟知的家居零售品牌 | 23 |
| 图表 37: 家居零售商场是家居产业链的关键一环 | 24 |
| 图表 38: 议价能力强，出租率高 | 25 |
| 图表 39: 红星美凯龙商场具有优质设计和装修 | 26 |
| 图表 40: 委管商场收入预测 | 27 |
| 图表 41: 自营商场总资产价值 | 28 |
| 图表 42: 资产估值方式 | 29 |
| 图表 43: 红星美凯龙收入预测 | 30 |
| 图表 44: 红星美凯龙利润预测 | 31 |
| 图表 45: 红星美凯龙资产负债表 | 32 |
| 图表 46: 红星美凯龙现金流量表 | 33 |



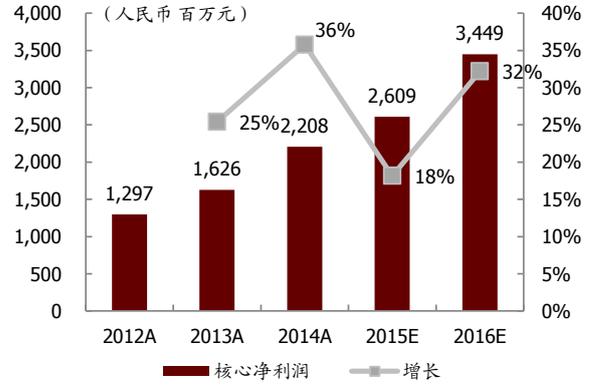
公司快照

图表 1: 红星美凯龙收入



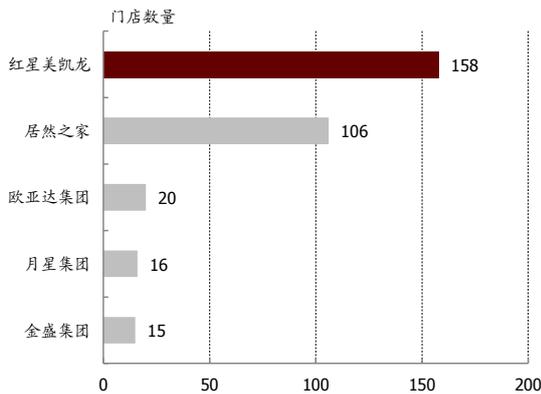
资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 2: 红星美凯龙核心净利润



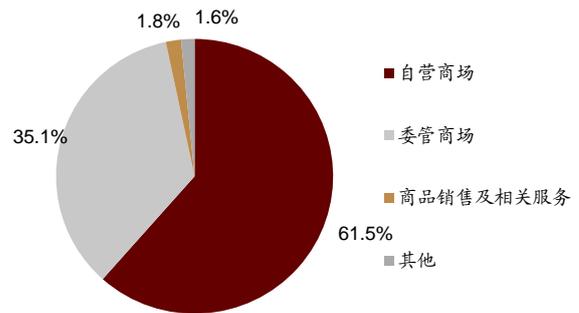
资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 3: 前五大连锁家居零售商店数量 (2014 年)



资料来源: Frost & Sullivan, 公司资料, 中金公司研究部

图表 4: 红星美凯龙收入结构 (2014 年)



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 5: 门店设计



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 6: 门店装潢



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



投资概要

投资亮点

红星美凯龙是国内经营面积最大、商场数目最多、地理覆盖面积最广的家居零售商。作为市场集中度较低行业的龙头，我们认为红星美凯龙市场份额未来有望持续增长。首次覆盖给予确信买入评级，目标价 **16.0 港元**。

- ▶ **家居行业体量大，增长强劲。**Frost & Sullivan 预计 2019 年连锁家居零售额 2014~2019 年复合年增长率 11.1%，主要受益消费升级以及新房&已有住房装修和再装修需求。相比住宅房地产市场，家居装饰行业防御性更强，因为 74% 的需求源自现有住房更新需求。
- ▶ **红星美凯龙：一站式平台多样化扩张。**Frost & Sullivan 资料显示，红星美凯龙是国内经营面积最大、门店数目最多、地理覆盖面积最广的家居零售商。截止 2014 年底，公司在 115 座城市开设 158 家门店，销售额占连锁家居市场约 10.8%。公司运营模式主要分为两种，即自营商场和委管商场。
- ▶ **议价能力较强，受益行业增长。**由于家居行业渠道强、产品弱的特点，红星美凯龙作为零售运营龙头享有较高出租率和较强议价能力。2014 年，红星美凯龙贡献芝华仕和喜临门等领先品牌总销售额约 20%，但前十大商户 2014 年收入占红星美凯龙比重仅为 1.8%。2014 年自营商场平均出租率 96%。
- ▶ **零售平台是家居产业链关键一环。**对于家居装饰销售而言，产品展示和购物体验尤为重要，因为家居装饰产品单价较高、购买频率较低，消费者倾向于先试后买。龙头零售商产品品种较多，渠道控制较强，因此相比单一产品品牌而言更易受到消费者信赖。因此，红星美凯龙作为国内家居零售龙头对产品品牌拥有较强的议价能力。
- ▶ **轻资产模式实现快速扩张。凭借品牌知名度和业务运营经验，红星美凯龙通过委管商场模式实现快速扩张。**预计 2015 年新开 34 家委管商场，2016 年新开 44 家，推动委管商场收入同比增长 25.9% 和 20.4%。
- ▶ **自营商场位于黄金地段，资产价值较高。**自营商场一般位于黄金地段，凭借红星美凯龙品牌优势可以实现稳定和强劲的租金收入增长。2013 年同店增速 4.7%，2014 年 8.4%。此外，自有商场物业资产价值丰厚。扣除少数股权影响后，自有商场总资产价值达到 556 亿元，资本化率为 7% 左右。
- ▶ **盈利高速增长。**预计 2015/16 年收入 96.92 亿元和 119.46 亿元，复合年增长率 23%。预计调整后利润增长 18%/32% 至 26.09 亿元和 34.49 亿元，复合年增长率 25%。

分部加总估值

基于分部加总估值法，我们得出红星美凯龙公允价值 **460 亿元**，目标价 **16.0 港元**，对应 **17.8 倍 2015 年市盈率**。

- 1) **自有物业价值。**仲量联行数据显示，扣除少数股权影响后红星美凯龙自有物业资产价值约为 556.29 亿元，对应资本化率 7%。基于 50% 折价，我们估算自有物业 NAV 约为 278.15 亿元。
- 2) **租赁自营商场价值。**我们预计租赁自营商场价值约为 47.09 亿元，基于 15 倍 2015 年市盈率。
- 3) **委管商场价值。**预计委管商场价值约为 218.93 亿元，基于 15 倍 2015 年市盈率。
- 4) **新业务价值。**预计新业务价值 15.56 亿元，基于 15 倍 2015 年市盈率。



图表 7：分部加总估值

| 资产价值 | 人民币百万元 | 估值方法 |
|----------------|---------------|---------------|
| 自有物业价值 | 27,815 | 50%折价 |
| 租赁自营商场价值 | 4,709 | 15x 2015e P/E |
| 委管商场价值 | 21,893 | 15x 2015e P/E |
| 新业务价值 | 1,556 | 15x 2015e P/E |
| 债券 | 861 | |
| 银行贷款 | 11,409 | |
| 现金 | 2,728 | |
| 资产净值 | 46,430 | |
| 对应15年净利润的市盈率倍数 | 17.8 | |
| 目标价（港币） | 16.0 | |

资料来源：公司资料，中金公司研究部

可比公司估值

相比香港上市其他零售业公司，我们认为红星美凯龙值得估值溢价，主要考虑行业增速强劲、竞争优势更强、增长前景更佳（2014~2016年净利润复合年增长率25%）。

- ▶ **香港上市零售业企业目前交易于 8~15 倍 2015 年市盈率。**但是，我们认为应该给予红星美凯龙估值溢价，主要因为公司相比传统零售商而言竞争优势更强，盈利增速更快。
- ▶ **中国经济型酒店目前交易于 17~23 倍 2015 年市盈率。**红星美凯龙与经济型酒店相似之处在于两者均通过委管模式进行扩张。两个行业集中度均较低，龙头企业有望快速提升市场份额。
- ▶ **国际家居企业目前交易于 19.8 倍 2015 年市盈率，**也可以当作估值参考。

图表 8：可比公司估值

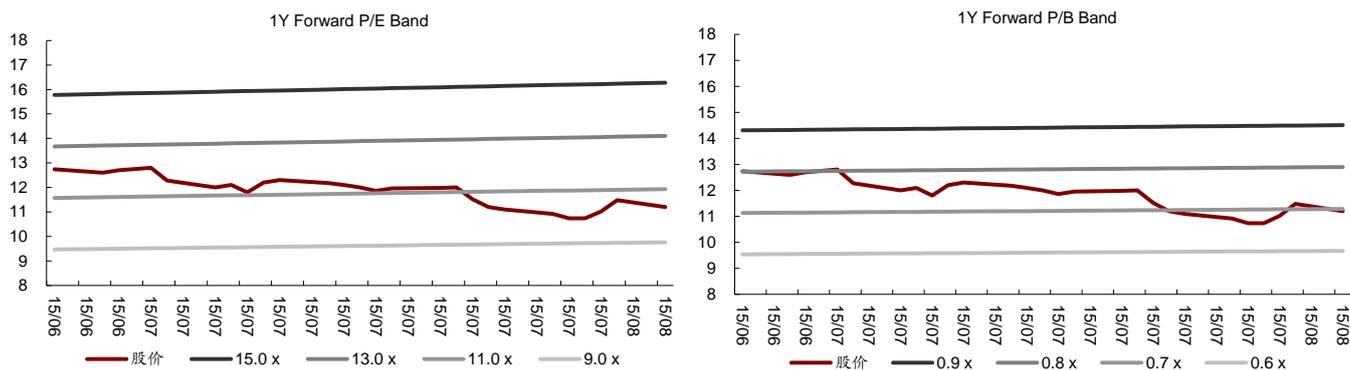
| | 市值 百万美元 | 净利润（报表货币百万） | | | | | | EPS（交易货币） | | | 市盈率 | | | 净利润复合增速 2014-2016 |
|-------------------|------------|-------------|--------|-------|-----|-------|------|-----------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|----------------------|
| | | 2014E | YoY | 2015E | YoY | 2016E | YoY | 2014E | 2015E | 2016E | 2014E | 2015E | 2016E | |
| 港股 | | | | | | | | | | | | | | |
| 红星美凯龙 | 5,239 | 2,208 | 35.8% | 2,609 | 18% | 3,449 | 32% | 0.76 | 0.90 | 1.20 | 14.7 | 12.4 | 9.3 | 25.0% |
| 银泰商业 | 2,369 | 1,121 | -29.7% | 1,280 | 14% | 1,434 | 12% | 0.64 | 0.73 | 0.83 | 13.1 | 11.5 | 10.1 | 13.1% |
| 金鹰商贸 | 2,142 | 1,082 | -12.4% | 1,150 | 6% | 1,215 | 6% | 0.72 | 0.76 | 0.82 | 13.2 | 12.4 | 11.6 | 6.0% |
| 华地控股 | 834 | 634 | -13.2% | 669 | 6% | 723 | 8% | 0.32 | 0.34 | 0.37 | 8.4 | 7.9 | 7.2 | 6.8% |
| 百胜集团 | 457 | 235 | -67.8% | 257 | 9% | 200 | -22% | 0.12 | 0.13 | 0.10 | 11.1 | 10.2 | 12.9 | -7.7% |
| 利福国际 | 2,659 | 2,364 | 223.6% | 2,495 | 6% | 2,323 | -7% | 1.18 | 1.25 | 1.18 | 10.8 | 10.3 | 10.9 | -0.9% |
| 高鑫零售 | 7,063 | 2,908 | 4.8% | 3,072 | 6% | 3,225 | 5% | 0.38 | 0.40 | 0.43 | 15.1 | 14.2 | 13.4 | 5.3% |
| 国美电器 | 2,822 | 1,280 | 43.4% | 1,366 | 7% | 1,494 | 9% | 0.09 | 0.10 | 0.11 | 13.6 | 12.7 | 11.5 | 8.0% |
| 均值 | | | | | | | | | | | 12.5 | 11.4 | 10.9 | |
| 中国经济型酒店 | | | | | | | | | | | | | | |
| 如家 | 1,392 | 536 | 27% | 506 | -6% | 574 | 13% | 1.80 | 1.70 | 1.95 | 16.1 | 17.1 | 14.9 | 3.5% |
| 汉庭 | 1,439 | 339 | 9% | 382 | 13% | 430 | 12% | 0.88 | 0.99 | 1.13 | 26.3 | 23.3 | 20.6 | 12.5% |
| 均值 | | | | | | | | | | | 21.2 | 20.2 | 17.7 | |
| 国际家居零售商 | | | | | | | | | | | | | | |
| Lowe's cos | 64,691 | 2,294 | 17% | 2,657 | 16% | 3,073 | 16% | 2.46 | 2.85 | 3.30 | 28.2 | 24.4 | 21.0 | 15.7% |
| Bed Bath & Beyond | 11,063 | 1,027 | -1% | 955 | -7% | 872 | -9% | 6.06 | 5.63 | 5.14 | 10.8 | 11.6 | 12.7 | -7.9% |
| Wolseley | 17,207 | 520 | 76% | 601 | 16% | 676 | 12% | 2.00 | 2.32 | 2.60 | 21.2 | 18.4 | 16.3 | 14.0% |
| Wesfarmers | 34,692 | 2,404 | 6% | 2,427 | 1% | 2,587 | 7% | 2.14 | 2.16 | 2.30 | 19.8 | 19.6 | 18.4 | 3.7% |
| Home Depot | 152,019 | 5,357 | 18% | 6,042 | 13% | 6,779 | 12% | 4.12 | 4.65 | 5.22 | 28.4 | 25.2 | 22.4 | 12.5% |
| 均值 | | | | | | | | | | | 21.7 | 19.8 | 18.2 | |

资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部





图表9：历史 P/E 和 P/B



资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

现金流折现估值

我们预计红星美凯龙现金流将于 2016 年转正，未来有望实现快速增长。基于现金流折现分析，我们认为红星美凯龙公允价值约为 473~610 亿元，对应 18.1~23.4 倍 2015 年市盈率。

图表10：现金流折现估值

| 自由现金流预测 | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | CAGR |
|-----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------|
| 收入 | 9,692 | 11,946 | 14,021 | 17,055 | 19,742 | 21,716 | 16.1% |
| 增速 | 22.1% | 23.3% | 17.4% | 21.6% | 15.8% | 10.0% | |
| EBITDA | 4,598 | 5,644 | 6,678 | 8,193 | 9,549 | 10,514 | |
| 增速 | - | 22.7% | 18.3% | 22.7% | 16.5% | 10.1% | |
| 运营资本变化 | 682 | 1,060 | 1,217 | 1,314 | 1,444 | 1,538 | |
| 资本支出 | -6,020 | -3,020 | -3,095 | -3,354 | -3,540 | -3,519 | |
| 税费 | -1,651 | -2,046 | -2,398 | -2,860 | -3,265 | -3,574 | |
| 自由现金流 | -2,391 | 1,638 | 2,402 | 3,294 | 4,189 | 4,959 | 31.9% |
| 增速 | | | 46.7% | 37.1% | 27.2% | 18.4% | |
| 折现现金流量分析 | | | | | | | |
| 自由现金流折现 | 10,172 | | | 税率 | | | 27.0% |
| 终值 | 81,508 | | | 负债比率 | | | 30.0% |
| 终值折现 | 54,948 | | | Beta | | | 1.1 |
| 企业价值 | 65,121 | | | 无风险利率 | | | 2.5% |
| 净现金/(负债)，少数股东权益 | -13,844 | | | 风险报酬率 | | | 6.5% |
| 股权价值 | 51,276 | | | 股本成本率 | | | 9.8% |
| 对应15年净利润的市盈率倍数 | 19.7 | | | 债务成本率 | | | 6.0% |
| | | | | 债务成本率(税后) | | | 4.4% |
| | | | | 平均资金成本 | | | 8.2% |
| | | | | 永续增长 | | | 2.0% |

资料来源：公司资料，中金公司研究部



图表 11: 现金流折现估值矩阵

| 公允价值 (人民币 百万元) | | 1.4% | 1.6% | 1.8% | 2.0% | 2.2% | 2.4% | 2.6% |
|----------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 永续增长 | | | | | | | | |
| | 7.6% | 52,731 | 54,716 | 56,838 | 59,111 | 61,552 | 64,181 | 67,020 |
| | 7.8% | 50,394 | 52,242 | 54,212 | 56,318 | 58,574 | 60,997 | 63,607 |
| | 8.0% | 48,201 | 49,923 | 51,757 | 53,712 | 55,803 | 58,042 | 60,448 |
| 平均资金成本 | 8.2% | 46,137 | 47,746 | 49,456 | 51,276 | 53,217 | 55,292 | 57,515 |
| | 8.4% | 44,192 | 45,699 | 47,296 | 48,993 | 50,800 | 52,727 | 54,787 |
| | 8.6% | 42,357 | 43,769 | 45,264 | 46,850 | 48,535 | 50,328 | 52,241 |
| | 8.8% | 40,621 | 41,948 | 43,349 | 44,834 | 46,408 | 48,080 | 49,860 |

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



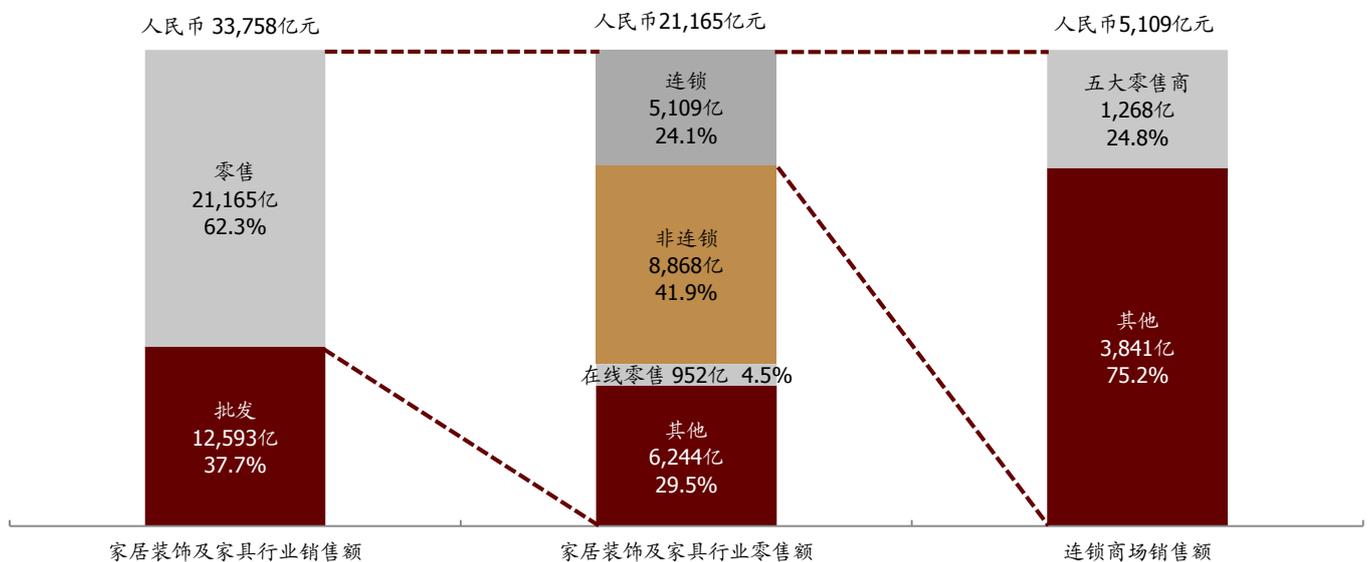
行业：零售平台是家居产业链关键一环

预计中国连锁家居市场 2014~2019 年复合年增长率 11.1%

Frost & Sullivan 资料显示，2014 年家居市场规模达到 33,758 亿元，其中消费板块规模达到 21,165 亿元，占全行业规模 62.3%。Frost & Sullivan 预计国内家居零售市场将维持快速增长，2019 年市场规模有望达到 34,160 亿元，对应复合年增长率 10%。

按照零售渠道不同，家居行业可分为四类，即连锁家居商场、非连锁家居商场、在线零售和其他（包括超市、百货等）。随着市场进一步发展，预计连锁商场将逐步整合非连锁家具商场。Frost & Sullivan 预计 2019 年连锁家居商场零售额将达到 8,629 亿元，对应 2014~2019 年复合年增长率 11.1%。

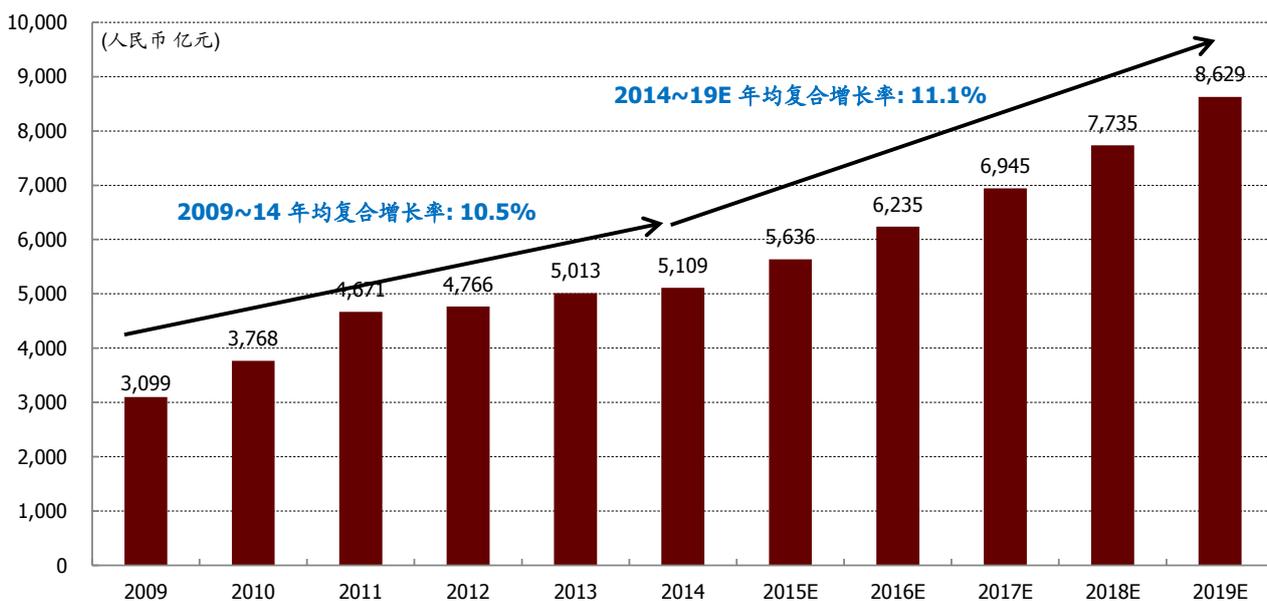
图表 12：家居市场结构



资料来源：Frost & Sullivan，公司资料，中金公司研究部



图表 13: 连锁家居商场零售增速

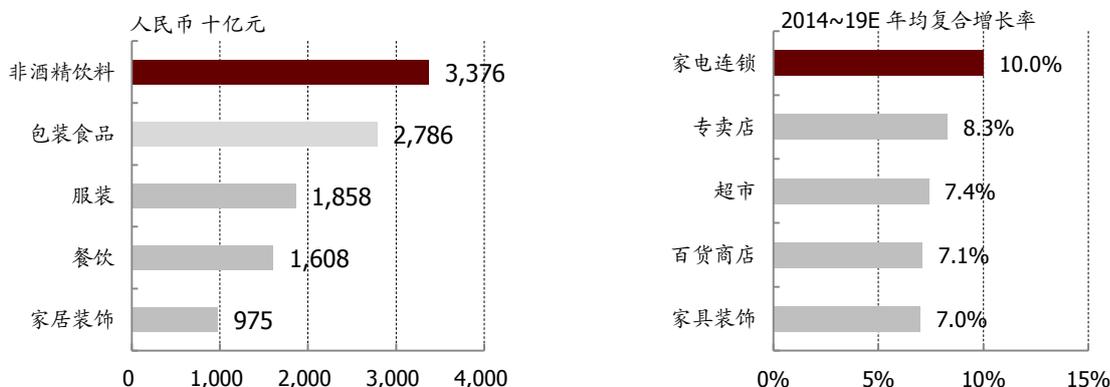


资料来源: Frost & Sullivan, 公司资料, 中金公司研究部

相比百货和超市等成熟消费零售市场, 家居市场规模更大、增长更快。稳定增长的推动力包括消费升级、现有住房翻新需求以及连锁渗透率上升。

- ▶ **消费随生活方式逐渐改变。** Frost & Sullivan 资料显示, 2014 年国内家居装饰人均消费仅为 403.4 美元, 美国为 968.4 美元, 英国为 865.1 美元。随着居民可支配收入增加、受教育水平提升, 预计中产阶级将增加家居装饰支出提升生活品质, 同时更加关注质量、功能创新以及环保。
- ▶ **现有住房和新房装修需求。** 家居市场主要需求来自现有住房翻新。国内家居翻新周期一般为 6~8 年, 因此翻新市场增长主要来自 6~8 年前新置物业增长。此外, 国内新房大部分为毛坯房, 需要进行装修。
- ▶ **连锁家居商场有望抢夺非连锁零售商市场份额,** 主要因为连锁家居商场品牌影响力较高、知名度较高、管理较好。Frost & Sullivan 预计 2019 年连锁商场市场份额将达到 25.3% (2014 年 24.1%)。

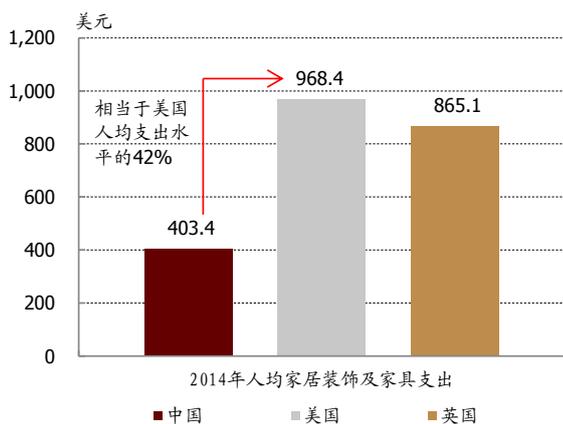
图表 14: 主要消费品和消费服务 2014 年市场规模及未来增速比较



资料来源: Frost & Sullivan, 公司资料, 中金公司研究部

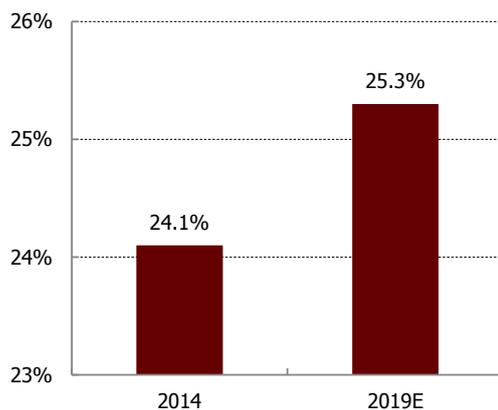


图表 15: 国内人均消费仍有较大上行空间



资料来源: Frost & Sullivan, 公司资料, 中金公司研究部

图表 16: 连锁家居商场市场份额有望提升

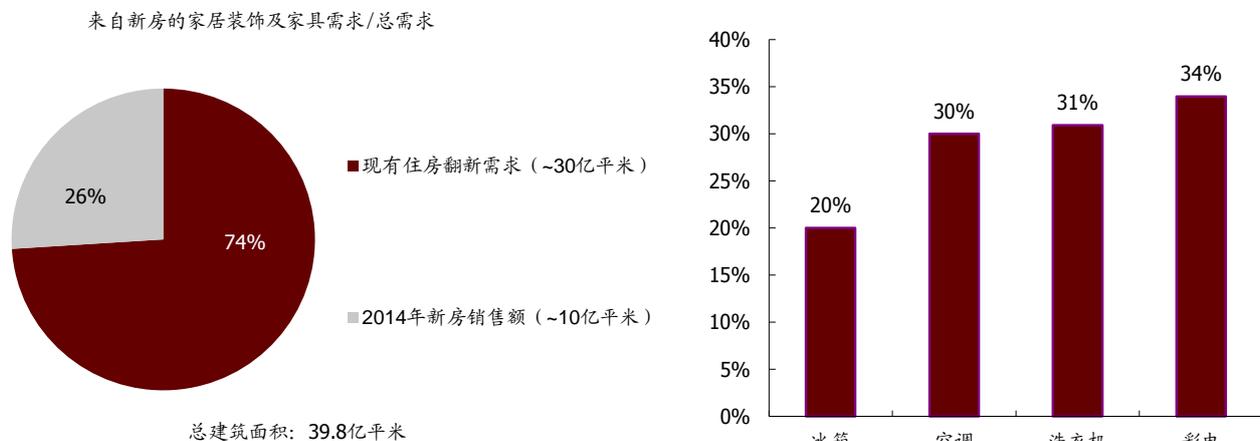


资料来源: Frost & Sullivan, 公司资料, 中金公司研究部

相比住宅房地产，家居市场更具防御性。家居装饰需求主要来自现有住房翻新需求和新房装修需求，其中预计翻新需求占比约为**74%**（新房装修需求约为10亿平方米，2014年住宅销售面积约为10.51亿平方米；翻新需求约为30亿平方米，城镇居民住宅面积约为234亿平方米，翻新周期约为7年）。同样，家电市场中新房装修贡献冰箱、洗衣机、空调、电视约**20~30%**总需求（2009~2013年家电销量/2009~2013年新房销售面积）。

2014年，房地产市场持续疲软，成交量下滑7.6%，但家居装饰市场继续稳定同比增长11.7%。¹

图表 17: 家居装饰和家电需求中新房贡献占比

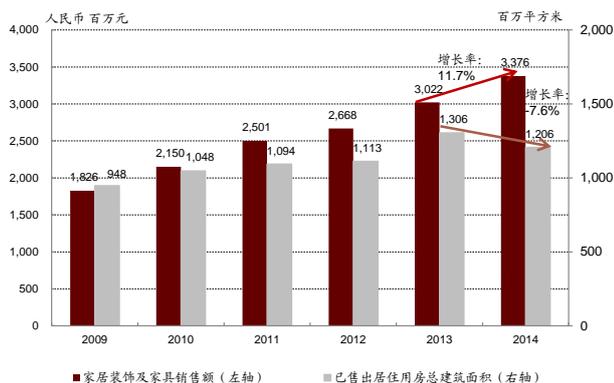


资料来源: 住建部, 仲量联行, 中金公司研究部

¹ 数据来源: 统计局、Frost & Sullivan、仲量联行

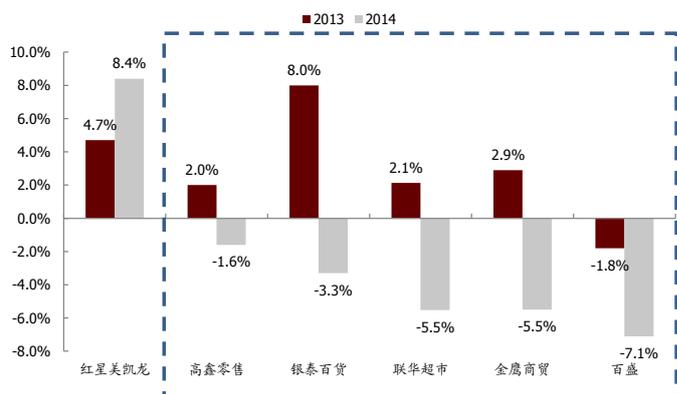


图表 18: 虽然 2014 年新房销售下降, 家居销售仍保持稳步增长



资料来源: 公司资料, 国家统计局, 中金公司研究部

图表 19: 相比其他零售企业, 红星美凯龙同店增速更高



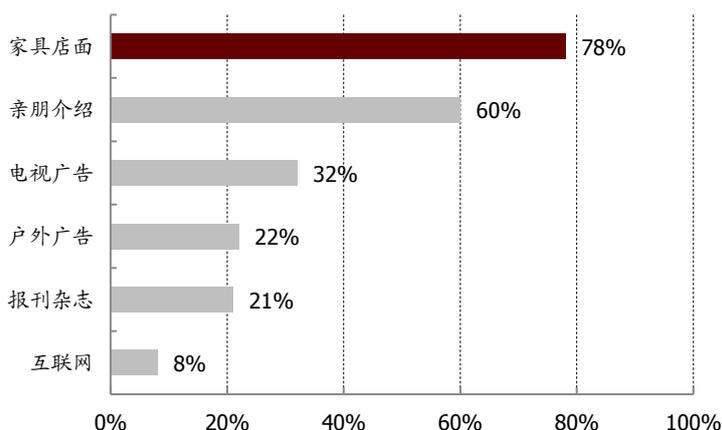
资料来源: 公司资料, 万得资讯, 中金公司研究部

展品展示和体验对于家居销售尤为重要

虽然在线销售正在逐步崛起, 线下家居商场仍是家居行业的重要一环。2014 年, 在线零售占比仅为 5%, 且所售商品多为小件装饰品。线下商场仍是大件高额商品和定制家居的主要销售渠道。

- ▶ **体验营销对于家居销售尤为重要。**家居品牌需要线下展厅向消费者展示产品布局和搭配。因此, 大型一站式零售商场逐渐成为家居商品最重要的样板展示空间。
- ▶ **家居商品往往均价较高、购买频率较低, 因此购买决定趋于谨慎。**家居商场人均消费约为 26,000 元, 家居商品一般更新周期为 6~8 年, 因此消费者购买时往往需要仔细考虑, 愿意花更多时间亲身体验、货比三家然后在决定是否购买。家居行业调查报告发现 78% 的消费者通过家居商场了解家居品牌, 验证了我们上述分析。

图表 20: 78% 的消费者通过家居商场了解家居品牌



资料来源: 家居行业调查报告, 中金公司研究部



图表 21：家居销售离不开线下展厅



资料来源：公开信息，中金公司研究部

图表 22：家居商场和百货比较

| | 家居商场 | 百货商店 |
|--------------|-----------|---------|
| 总建筑面积（平方米） | 100,000 | 50,000 |
| 每商户建筑面积（平方米） | 500~1,000 | 100~300 |
| 平均客单价（人民币元） | 26,000 | 526 |
| 购买频率（年） | 6~8 | 1~2 |
| 营销策略 | 体验型 | 传统销售策略 |

资料来源：家居行业调查报告，中金公司研究部

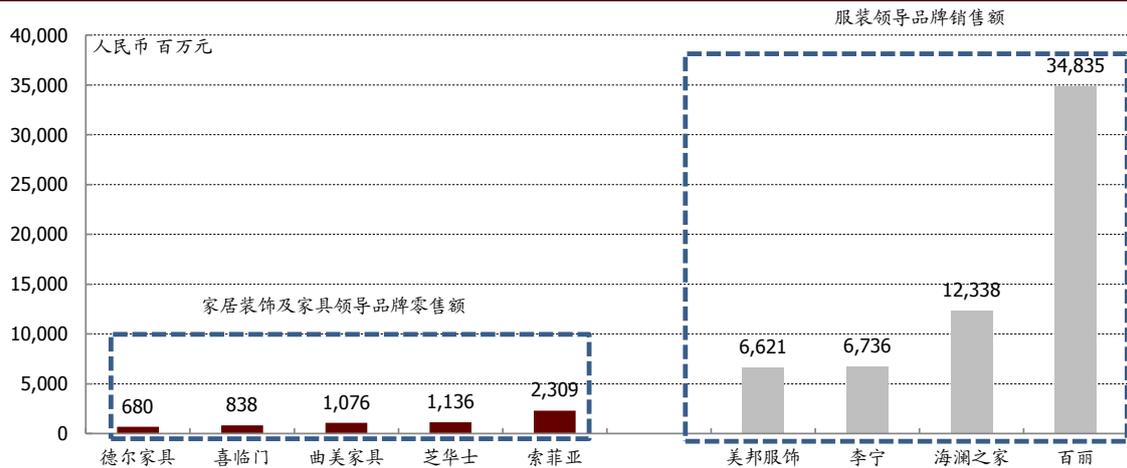


渠道较强，产品多样

我们认为家居行业的特点在于强渠道而不是强产品。

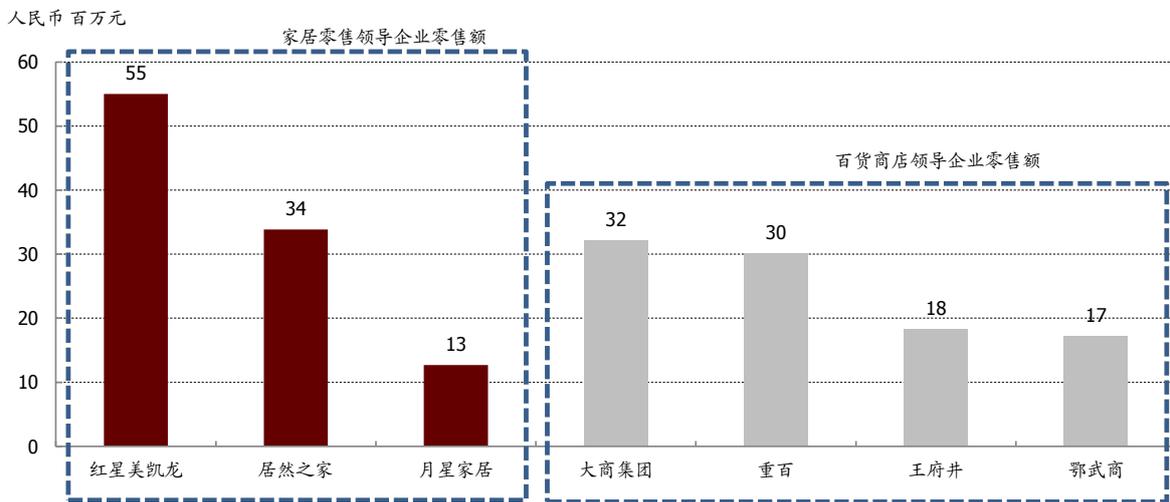
- ▶ **产品品牌较弱。**国内约有 14,000 家居装饰生产商，龙头企业包括喜临门、芝华仕、德尔家居和索菲亚等。上述品牌零售额处于 6.8~23.09 亿元之间，由于规模较小、营销预算较低，品牌知名度较为有限。
- ▶ **零售渠道品牌较强。**Frost & Sullivan 资料显示，2014 年红星美凯龙零售额约为 550 亿元，高于国内上市百货。渠道强&产品弱的行业特点导致消费者更信赖零售品牌，而不是单独的产品品牌。因此，家居商场龙头对品牌商而言享有较强的议价能力。

图表 23：国内家居和服装零售企业零售额比较



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 24：家居商场和百货零售总额比较



资料来源：Frost & Sullivan，万得资讯，中金公司研究部 注：居然之家数据来自：<http://www.linkshop.com.cn/web/archives/2015/315293.shtml>，月星家居数据来自：<http://www.yuexing.com/jtyaow/b907d6c9-5637-5d21-c5b5-ee0d94ebdee2.shtml>



DIFM 模式比 DIY 模式更适合中国

不像西方家得宝等家居装饰零售商专注于提供半成品和工具让消费者在家自己组装家具（“do-it-yourself”模式），中国消费者更青睐几乎不用或完全无需在家动手组装的成品家具（“do-it-for-me”模式）。喜好不同主要因为国内劳工成本相对较低以及中国文化的影响（DIFM 看起来更高级）。这也是 2012 年家得宝因亏损退出中国市场和 2014 年翠丰宣布出售百安居中国业务大部分股份的原因。

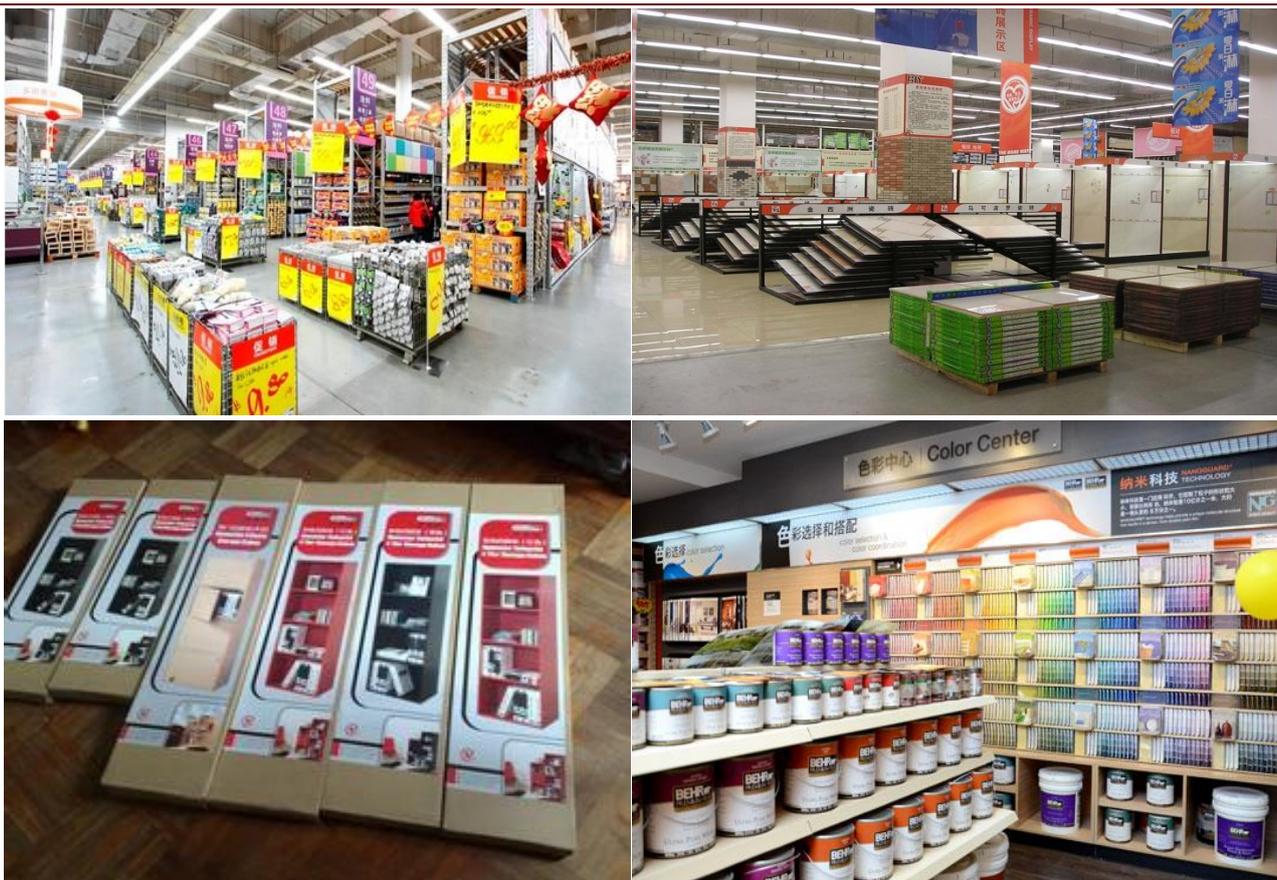
图表 25: DIY 模式不适合中国



| | Home Depot | B&Q |
|------|------------|------|
| 进入年份 | 2006 | 1999 |
| 退出年份 | 2012 | 2014 |

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 26: DIY 模式不适合中国



资料来源：百度，中金公司研究部



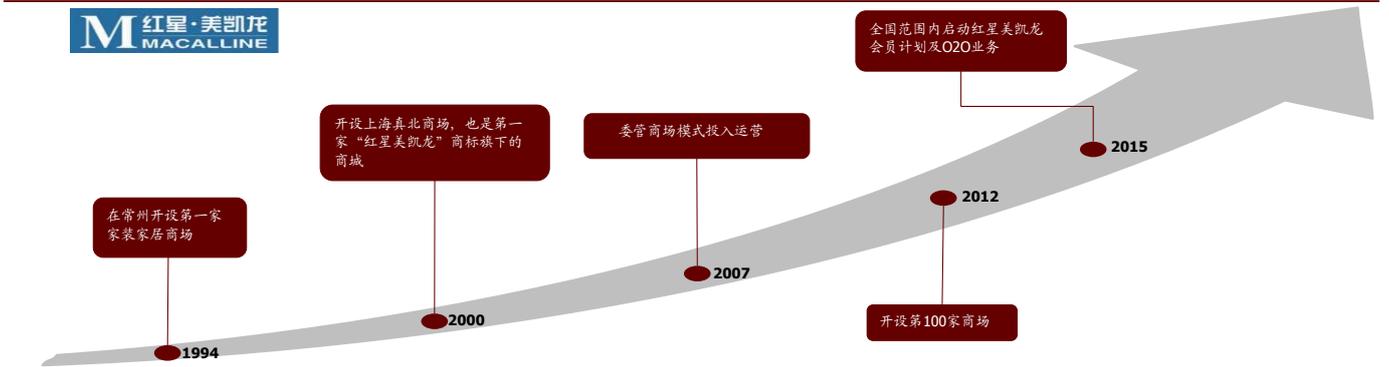
红星美凯龙：一站式家居平台多样化扩张

公司简介

1994年，公司第一家门店在江苏常州成立。经过多年快速发展，红星美凯龙现已成为中国家居装饰和家具市场上的领先企业。截至2014年底，公司运营门店158家，总运营面积约为1,080万平方米。

提供一站式购物体验。公司产品包括床、衣柜、碗柜、沙发和桌椅等家具；床上用品和家居时尚等家装材料；厨卫家具、地板和油漆等轻建筑材料。

图表 27：红星美凯龙发展历程



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 28：红星美凯龙门店销售的部分国际和国内品牌

| | 国际品牌 | | 国内品牌 | |
|------|------------------|-------------------|-----------------------|---------------|
| 厨房 | FERRANINI studio | bau format KÜCHEN | 尚品宅配 order your life | ZBOM 志邦橱柜 |
| 餐厅 | NATUZZI ITALIA | INADA FAMILY | 顾家家居 KUKA | 左右 |
| 床上用品 | 睡眠大师 Sleepmaker | magniflex | Sleemon 喜临门 | Serta |
| 卫生洁具 | INAX 伊奈 | TOTO | SSW 浪鲸卫浴 | 东鹏陶瓷 东鹏陶瓷 |
| 瓷砖 | IMOLA CERAMICA | AMBIO | 蒙娜丽莎瓷砖 MONALISA TILES | 诺贝爾磁砖 |
| 欧美风格 | STVILLA | FENDI | A-Zenith 亚振家具 | 四海家具 FOURSEAS |
| 木制家具 | SCHELBACH home | VENETA KOLE | GESON FURNITURE | BEKING 百强家具 |

资料来源：公司资料，中金公司研究部



两种业务模式：自营和委管

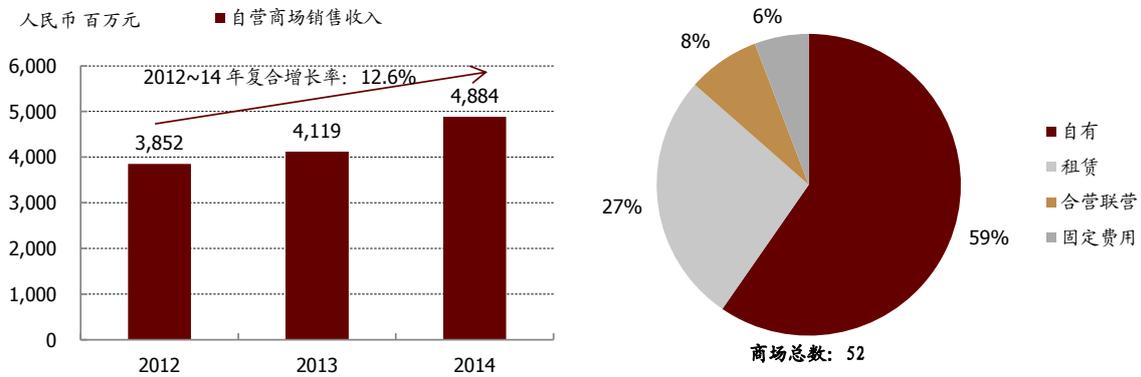
公司实行自营和委托经营管理两种业务模式。

自营商场

在该模式下，红星美凯龙购买或租赁物业，并自主开发和运营商场。同时，公司为自营商场的商户提供指定展区、员工培训、销售和营销、日常运营管理和消费者服务等支持。展区租赁、管理费和其它增值业务贡献公司收入。展区协议的租期通常为12个月。

截至2014年，公司在国内共拥有52家自营商场（31家自有商场、14家租赁商场、3家固定费用商场和4家合营联营商场），共计贡献收入约48.84亿元，占公司总收入61.5%。

图表 29：自营商场构成及收入



资料来源：公司资料，中金公司研究部





图表 30: 自营商场一览

| 编号 | 名称 | 位置 | 开业时间 | 类别 | 经营面积(平方米) | 城市级别 |
|----|----------|---------|---------|------|-----------|------|
| 1 | 南京中央路商场 | 江苏南京 | 1997/07 | 租赁 | 57,876 | 二线 |
| 2 | 常州装饰城 | 江苏常州 | 1998/10 | 租赁 | 37,344 | 三线 |
| 3 | 上海真北商场 | 上海 | 2000/10 | 自有 | 182,659 | 一线 |
| 4 | 常州飞龙商场 | 江苏常州 | 2001/01 | 自有 | 85,789 | 三线 |
| 5 | 无锡锡山商场 | 江苏无锡 | 2001/03 | 自有 | 122,942 | 二线 |
| 6 | 北京西四环商场 | 北京 | 2002/11 | 自有 | 57,334 | 一线 |
| 7 | 天津河西商场 | 天津 | 2003/10 | 自有 | 51,640 | 二线 |
| 8 | 天津红桥商场 | 天津 | 2004/05 | 自有 | 46,296 | 二线 |
| 9 | 长沙贺龙商场 | 湖南长沙 | 2004/10 | 租赁 | 15,822 | 二线 |
| 10 | 连云港人民商场 | 江苏连云港 | 2005/04 | 租赁 | 32,321 | 三线 |
| 11 | 扬州润扬建材商场 | 江苏扬州 | 2006/05 | 租赁 | 49,104 | 三线 |
| 12 | 北京东四环商场 | 北京 | 2006/10 | 自有 | 80,322 | 一线 |
| 13 | 重庆江北商场 | 重庆 | 2006/12 | 租赁 | 101,918 | 二线 |
| 14 | 上海汶水商场 | 上海 | 2007/04 | 自有 | 125,975 | 一线 |
| 15 | 成都武侯商场 | 四川成都 | 2007/06 | 自有 | 57,900 | 二线 |
| 16 | 郑州商都商场 | 河南郑州 | 2007/10 | 自有 | 132,672 | 二线 |
| 17 | 长沙韶山商场 | 湖南长沙 | 2007/10 | 租赁 | 112,221 | 二线 |
| 18 | 沈阳铁西商场 | 辽宁沈阳 | 2008/06 | 自有 | 120,287 | 二线 |
| 19 | 包头东河商场 | 内蒙古包头 | 2008/09 | 租赁 | 49,747 | 三线 |
| 20 | 北京北四环商场 | 北京 | 2008/09 | 自有 | 56,264 | 一线 |
| 21 | 南京卡子门商场 | 江苏南京 | 2008/12 | 自有 | 106,554 | 二线 |
| 22 | 深圳香蜜湖商场 | 广东深圳 | 2008/12 | 合营联营 | 85,504 | 一线 |
| 23 | 衢州三衢商场 | 浙江衢州 | 2009/03 | 固定费用 | 31,133 | 其他 |
| 24 | 杭州古墩商场 | 浙江杭州 | 2009/05 | 租赁 | 38,217 | 二线 |
| 25 | 鄂尔多斯东胜商场 | 内蒙古鄂尔多斯 | 2009/09 | 固定费用 | 48,759 | 三线 |
| 26 | 深圳吉龙商场 | 广东深圳 | 2009/09 | 租赁 | 32,149 | 一线 |
| 27 | 重庆南坪商场 | 重庆 | 2009/11 | 租赁 | 98,171 | 二线 |
| 28 | 上海浦东沪南商场 | 上海 | 2010/05 | 自有 | 143,880 | 一线 |
| 29 | 沈阳大东商场 | 辽宁沈阳 | 2010/09 | 租赁 | 106,885 | 二线 |
| 30 | 常州武进商场 | 江苏常州 | 2010/09 | 自有 | 117,766 | 三线 |
| 31 | 济南天桥商场 | 山东济南 | 2010/10 | 自有 | 97,758 | 二线 |
| 32 | 北京北五环商场 | 北京 | 2010/10 | 租赁 | 81,968 | 一线 |
| 33 | 成都双楠商场 | 四川成都 | 2011/09 | 合营联营 | 70,886 | 二线 |
| 34 | 云南商场 | 云南昆明 | 2011/09 | 自有 | 81,376 | 二线 |
| 35 | 宜昌西陵商场 | 湖北宜昌 | 2011/09 | 固定费用 | 76,505 | 三线 |
| 36 | 芜湖明辉商场 | 安徽芜湖 | 2011/12 | 合营联营 | 96,701 | 三线 |
| 37 | 华运商场 | 天津 | 2012/02 | 自有 | 107,314 | 二线 |
| 38 | 沈阳商场 | 辽宁沈阳 | 2012/05 | 自有 | 99,393 | 二线 |
| 39 | 长春商场 | 吉林长春 | 2012/05 | 自有 | 98,760 | 二线 |
| 40 | 天津东丽商场 | 天津 | 2012/09 | 自有 | 79,400 | 二线 |
| 41 | 上海吴中路商场 | 上海 | 2013/04 | 自有 | 45,783 | 一线 |
| 42 | 大连商场 | 辽宁大连 | 2013/08 | 自有 | 74,160 | 二线 |
| 43 | 苏州园区商场 | 江苏苏州 | 2013/08 | 合营联营 | 92,613 | 二线 |
| 44 | 廊坊凯鸿商场 | 河北廊坊 | 2013/08 | 自有 | 65,060 | 三线 |
| 45 | 盘锦兴隆商场 | 辽宁盘锦 | 2013/10 | 自有 | 49,774 | 其他 |
| 46 | 上海浦东金桥商场 | 上海 | 2013/12 | 自有 | 77,724 | 一线 |
| 47 | 重庆二郎商场 | 重庆 | 2014/03 | 自有 | 69,762 | 二线 |
| 48 | 烟台二期商场 | 山东烟台 | 2014/04 | 自有 | 72,922 | 三线 |
| 49 | 星龙商场 | 上海 | 2014/09 | 自有 | 48,319 | 一线 |
| 50 | 沈阳铁西二期商场 | 辽宁沈阳 | 2014/11 | 自有 | 27,700 | 二线 |
| 51 | 大庆世博商场 | 黑龙江大庆 | 2014/12 | 自有 | 65,056 | 三线 |
| 52 | 大同东信商场 | 山西大同 | 2015/01 | 租赁 | 69,071 | 其他 |

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



委管商场

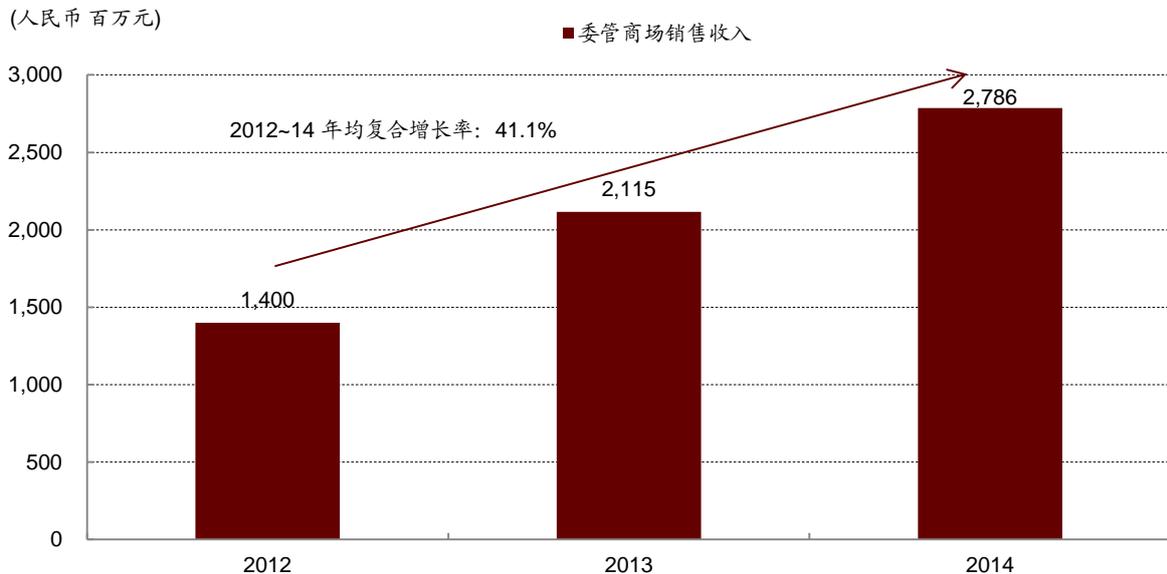
自 2007 年起，红星美凯龙开始启用委托经营管理模式。在该模式下，公司与多个合作伙伴签订合同管理协议，提供选址、建设管理和承租资源等咨询服务。商场开业后，公司提供日常运营服务，负责管理商场。公司还负责招聘和管理员工，以统一质量。

委管商场收入主要来自：

- ▶ **首次入场费**：向委管商场合作伙伴提供选址、市场研究和土地收购等服务，收取首次入场费，一般单个商场评价费用为 1,800~3,000 万元。
- ▶ 为工厂承包商提供设计和建设服务，收取**建设咨询和管理费**。单个项目的平均费用为 1,200 万~3,000 万元。
- ▶ 为合作伙伴提供日常运营管理服务，收取**管理年费**。单个门店的平均费用为 150 万~600 万元，部分合同管理协议还提供额外 6~10% 的租金增长佣金。

截至 2014 年，公司在中国共计拥有 106 家委管商场，贡献收入 27.86 亿元，占公司总收入 35.1%。

图表 31：委管商场收入



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 32：委管商场收入模式

| | 阶段 | 目标 | 服务 | 收费 (人民币百万元) |
|-----|-----------|-------|---------------------------|------------------------------------|
| 开业前 | 调查选址，获取土地 | 合作伙伴 | 现场尽职调查，前期市场研究及土地获取咨询 | 18~30 |
| | 建筑工程管理 | 施工承包商 | 计划，设计及施工咨询 | 12~30 |
| | 招商开张 | 合作伙伴 | 寻找优质商户 | 2~3 |
| 开业后 | 商场经营 | 合作伙伴 | 日常经营及管理 (合约期限一般为 10 年或以上) | 1.5~6 (有的合同管理条约提供了额度为 6~10% 的累计租金) |

资料来源：公司资料，中金公司研究部





图表 33: 委管商场一览

| 编号 | 名称 | 开业时间 | 经营面积(平方米) | 编号 | 名称 | 开业时间 | 经营面积(平方米) |
|----|----------|---------|-----------|-----|----------|---------|-----------|
| 1 | 徐州复兴商场 | 2001/10 | 134,161 | 54 | 曲靖麒麟商场 | 2011/10 | 31,441 |
| 2 | 扬州润扬家具商场 | 2006/05 | 70,064 | 55 | 莆田荔城商场 | 2011/10 | 68,475 |
| 3 | 石家庄和平商场 | 2007/01 | 72,234 | 56 | 湖州二环商场 | 2011/11 | 69,830 |
| 4 | 盐城世纪商场 | 2007/09 | 119,430 | 57 | 广州天河商场 | 2011/11 | 40,649 |
| 5 | 蚌埠解放商场 | 2007/12 | 50,054 | 58 | 呼和浩特新城商场 | 2011/11 | 64,194 |
| 6 | 洛阳牡丹商场 | 2008/03 | 77,000 | 59 | 无锡宜兴商场 | 2011/11 | 68,106 |
| 7 | 西安太白商场 | 2008/04 | 80,589 | 60 | 北京东五环商场 | 2011/12 | 81,003 |
| 8 | 淄博昌国商场 | 2008/09 | 47,303 | 61 | 株洲天元商场 | 2011/12 | 78,887 |
| 9 | 桐乡世纪商场 | 2008/09 | 36,446 | 62 | 合肥政务商场 | 2012/04 | 108,803 |
| 10 | 合肥新地商场 | 2008/10 | 94,366 | 63 | 西安龙首商场 | 2012/04 | 140,486 |
| 11 | 昆山翠微商场 | 2008/11 | 44,115 | 64 | 三明三元商场 | 2012/09 | 50,896 |
| 12 | 无锡五洲商场 | 2009/05 | 56,150 | 65 | 西安北二环商场 | 2012/09 | 113,195 |
| 13 | 贵阳南明商场 | 2009/05 | 148,174 | 66 | 淮安翔宇商场 | 2012/10 | 70,238 |
| 14 | 佛山乐从商场 | 2009/05 | 116,947 | 67 | 中山兴南商场 | 2012/10 | 57,597 |
| 15 | 泰兴泰常商场 | 2009/06 | 57,239 | 68 | 巴彦淖尔临河商场 | 2012/10 | 41,036 |
| 16 | 秦皇岛海港商场 | 2009/09 | 54,475 | 69 | 沧州运河商场 | 2012/11 | 48,687 |
| 17 | 南通通富商场 | 2009/09 | 109,317 | 70 | 莱阳烟青商场 | 2012/11 | 59,128 |
| 18 | 常熟洋蕾商场 | 2009/10 | 54,826 | 71 | 烟台一期商场 | 2012/12 | 72,922 |
| 19 | 青岛黄岛商场 | 2009/11 | 59,998 | 72 | 邢台中华商场 | 2013/04 | 83,929 |
| 20 | 南阳建设商场 | 2009/12 | 42,130 | 73 | 绍兴柯桥商场 | 2013/05 | 59,125 |
| 21 | 柳州柳南商场 | 2009/12 | 42,602 | 74 | 泰州高港商场 | 2013/07 | 42,809 |
| 22 | 苏州横塘商场 | 2010/04 | 69,286 | 75 | 新乡平原商场 | 2013/09 | 63,471 |
| 23 | 泉州洛江商场 | 2010/05 | 65,031 | 76 | 淮北杜集商场 | 2013/12 | 46,348 |
| 24 | 廊坊香河商场 | 2010/05 | 159,079 | 77 | 宁波港隆商场 | 2013/12 | 61,476 |
| 25 | 张家港南二环商场 | 2010/06 | 76,849 | 78 | 慈溪道林商场 | 2013/12 | 54,877 |
| 26 | 内蒙古赤峰商场 | 2010/08 | 43,464 | 79 | 台州洪家商场 | 2013/12 | 47,127 |
| 27 | 淮安清河商场 | 2010/08 | 59,190 | 80 | 包头高新区商场 | 2014/01 | 55,062 |
| 28 | 抚顺新抚商场 | 2010/09 | 42,192 | 81 | 吉林船管商场 | 2014/02 | 72,139 |
| 29 | 鞍山千山西路商场 | 2010/09 | 54,481 | 82 | 马鞍山雨山商场 | 2014/03 | 49,361 |
| 30 | 宿迁宿豫商场 | 2010/10 | 81,748 | 83 | 松原宁江商场 | 2014/03 | 48,839 |
| 31 | 嘉兴南湖商场 | 2010/10 | 78,647 | 84 | 合肥裕溪商场 | 2014/03 | 81,380 |
| 32 | 龙岩闽西商场 | 2010/10 | 56,524 | 85 | 铜陵天山商场 | 2014/05 | 53,614 |
| 33 | 鹤岗工农商场 | 2010/10 | 25,001 | 86 | 潍坊寿光商场 | 2014/06 | 38,518 |
| 34 | 台州椒江商场 | 2010/11 | 51,180 | 87 | 温州慈湖商场 | 2014/06 | 88,186 |
| 35 | 黄石迎宾商场 | 2010/12 | 53,518 | 88 | 银川平罗商场 | 2014/06 | 40,216 |
| 36 | 厦门五缘湾商场 | 2010/12 | 88,025 | 89 | 泰州兴化商场 | 2014/07 | 24,752 |
| 37 | 大连马栏商场 | 2010/12 | 51,854 | 90 | 库尔勒商场 | 2014/08 | 60,664 |
| 38 | 大同魏都商场 | 2010/12 | 33,192 | 91 | 成都金牛商场 | 2014/08 | 102,024 |
| 39 | 日照东港市场 | 2011/01 | 60,481 | 92 | 阳泉大连东路商场 | 2014/09 | 46,766 |
| 40 | 石家庄裕华商场 | 2011/03 | 89,926 | 93 | 枣庄滕州商场 | 2014/09 | 39,507 |
| 41 | 舟山临城商场 | 2011/03 | 48,975 | 94 | 恩施舞阳商场 | 2014/09 | 40,000 |
| 42 | 绍兴二环商场 | 2011/04 | 79,185 | 95 | 湘潭富州商场 | 2014/09 | 50,284 |
| 43 | 宁波鄞州商场 | 2011/04 | 72,933 | 96 | 内江甜城商场 | 2014/09 | 49,298 |
| 44 | 镇江丁卯桥商场 | 2011/05 | 43,775 | 97 | 福清福政商场 | 2014/10 | 30,014 |
| 45 | 苏州蠡口商场 | 2011/06 | 101,398 | 98 | 宁波余姚商场 | 2014/10 | 55,561 |
| 46 | 潍坊寒亭商场 | 2011/06 | 42,623 | 99 | 承德双塔山商场 | 2014/10 | 41,785 |
| 47 | 漳州胜利商场 | 2011/07 | 71,037 | 100 | 衡阳蒸湘商场 | 2014/11 | 45,252 |
| 48 | 福州三迪商场 | 2011/07 | 78,012 | 101 | 安顺西秀商场 | 2014/11 | 39,162 |
| 49 | 青岛城阳商场 | 2011/08 | 47,552 | 102 | 乌兰察布集宁商场 | 2014/11 | 32,463 |
| 50 | 无锡江阴商场 | 2011/09 | 63,678 | 103 | 泉州安溪商场 | 2014/11 | 33,637 |
| 51 | 邯郸丛台商场 | 2011/09 | 83,467 | 104 | 宝鸡金台商场 | 2014/11 | 39,260 |
| 52 | 银川丽景商场 | 2011/09 | 58,223 | 105 | 襄阳高新区商场 | 2014/12 | 53,642 |
| 53 | 济宁高新区商场 | 2011/09 | 61,794 | 106 | 唐山迁安商场 | 2015/01 | 36,768 |

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

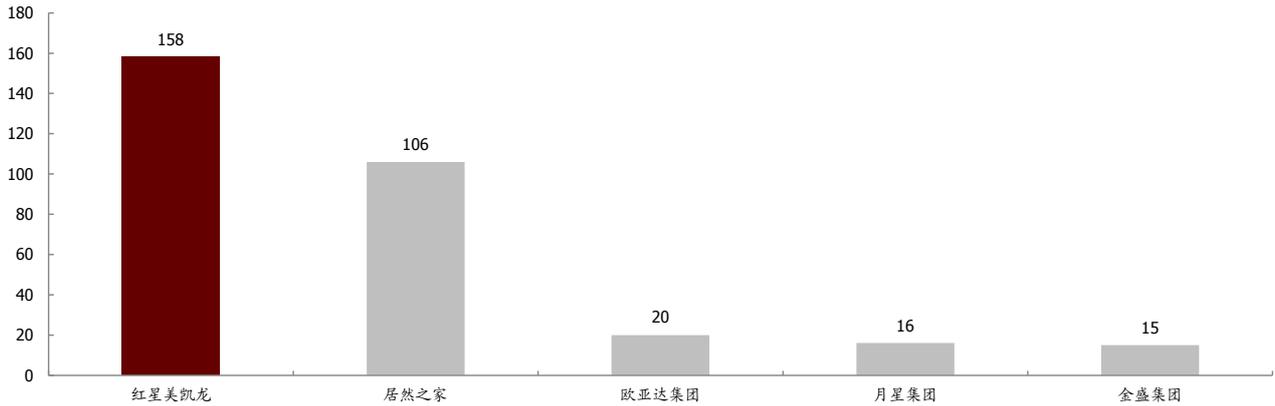


核心竞争力

行业龙头品牌知名度大、门店覆盖全国

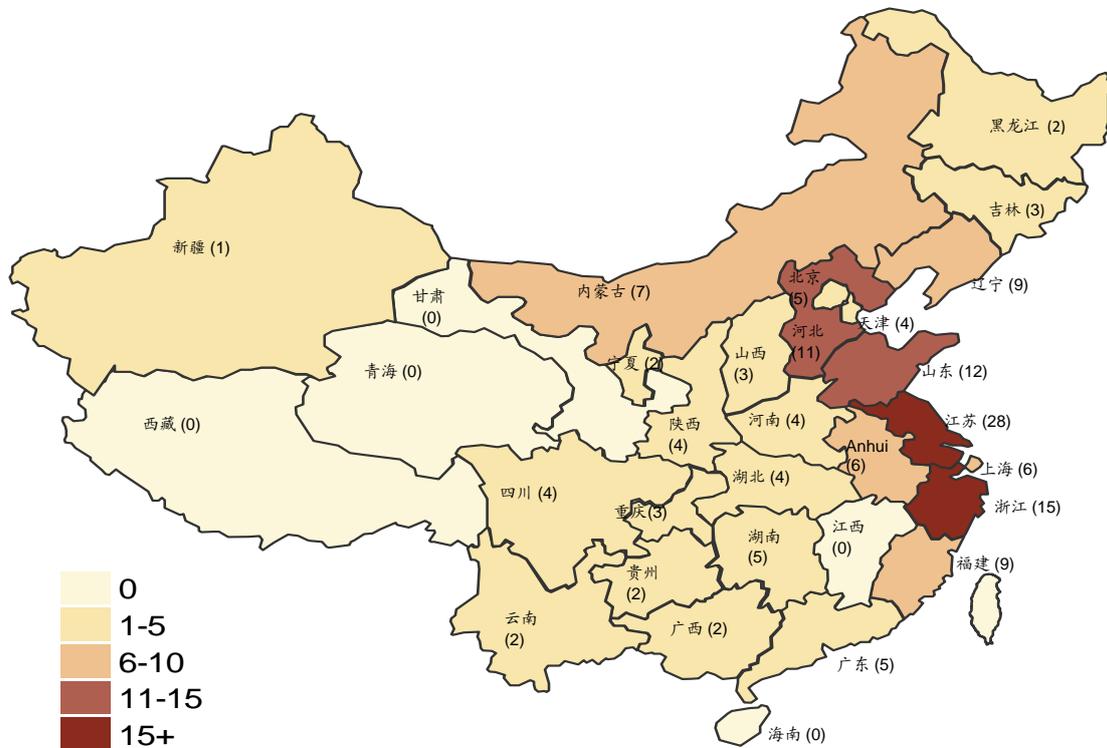
截至2014年，红星美凯龙是国内销售额最大、门店数量最多的家居零售商。根据 Frost Sulliva 的数据，公司2014年零售营业额550亿元，占连锁家居市场份额的10.8%，占市场总零售营业额的3.9%。公司在中国26个省份115个城市拥有158家商场，门店数量超过市场排名第二至第四的家居零售商总和。

图表34：前五大连锁家居零售商的门店数量（2014年）



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表35：红星美凯龙是国内最大的家居零售商，零售网络覆盖全国



资料来源：公司资料，中金公司研究部



市场领导地位带来显著竞争优势

- ▶ **规模效应；经营杠杆。**红星美凯龙作为市场领导者，通过批量采购、集中费用管理和成本分担保障了成本效率。公司也是少有的在 CCTV 等平台开展全国范围营销活动的家居商场运营商。
- ▶ **业内最著名品牌。**根据中国品牌研究中心数据，红星美凯龙在国内家居行业已连续三年排名第一。
- ▶ **领先的数据优势和市场洞察力。**红星美凯龙门店覆盖全国，能够获得各地区最新消费趋势和市场发展的第一手信息。

图表 36：红星美凯龙是消费者最为熟知的家居零售品牌

| 品牌知名度排名 | 品牌名称 |
|---------|---|
| 1 |  红星美凯龙 |
| 2 |  B&Q |
| 3 |  居然之家 |
| 4 |  宜家 |
| 5 |  东方家园 |
| 6 |  家居乐 |
| 7 |  好美家 |
| 8 |  金海马家居 |

资料来源：中国品牌研究中心，中金公司研究部



凭借强大议价能力充分受益行业增长

如行业介绍部分所述，家居行业的特点渠道强、产品弱。在供应端，单个的产品品牌大都局限于特定的品类，在营销和品牌推广方面的投入较少。在需求端，消费者更倾向于能够对不同品牌的进行一站式的对比，在有限的时间内挑选不同的家居产品。

因此，红星美凯龙作为公认的家居零售领导者，成为消费者了解、对比和购买家具产品的最为重要的窗口。凭借价值链上这一独特的优势，公司拥有较强的议价能力和较高的出租率。

图表 37：家居零售商场是家居产业链的关键一环

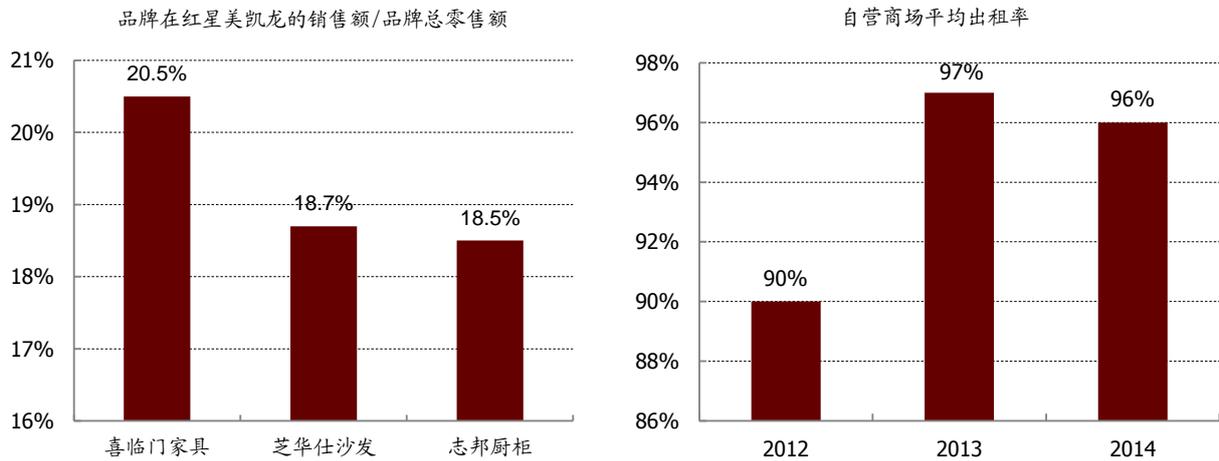


资料来源：中金公司研究部



- ▶ **强大的议价能力：**零售渠道的价值定位决定了其在展区协议谈判过程中的议价能力，而较强的价值定位帮助公司与商户订立有利于自身的条款。2014年，红星美凯龙前十大租户的收入贡献率仅为1.8%，而公司创造的销售在领先沙发品牌芝华仕、领先床垫品牌喜临门以及领先厨房家具品牌志邦橱柜的零售收入总额中分别占18.7%、20.5%、18.5%。
- ▶ **出租率较高：**2012/13/14年，自营商场的平均出租率率分别约为90%/97%/96%。

图表 38：议价能力强，出租率高



资料来源：公司资料，中金公司研究部

领先的消费体验

红星美凯龙消费体验与众不同的原因在于：

- ▶ **吸引人的购物环境。**我们认为优质的设计和装修能够为商场在售商品增强可信度。比如说，上海浦东金桥商场的蜂巢造型，象征着对家的渴望。商场内部有明确的分区标示和明确的产品分类。
- ▶ **一站式购物体验。**一家红星美凯龙商场能够提供 18,000 多个品牌，覆盖多个家居装饰和家具板块。
- ▶ **透明的定价系统。**红星美凯龙购物中心所售产品均有明确标价，同时折扣幅度不会超出零售价的 30%。这种政策也节省了消费者与卖家议价的时间。
- ▶ **良好的售后服务。**红星美凯龙在售后 30 天内提供退货服务，同时在 7 天内完成退款。如消费者需要退货或退款，可以直接通过集中退货和退款服务台办理相关手续。



图表 39：红星美凯龙商场具有优质设计和装修

上海浦东金桥商场

上海真北商场



苏州蠡口商场

镇江丁卯桥商场



资料来源：公司资料，中金公司研究部

轻资产模式支撑快速扩张

凭借品牌知名度和成熟的业务运营经验，红星美凯龙在中国家装行业采用轻资产模式。公司借助委管商场模式，在三线等城市实现迅速扩张。

委管商场模式通过将风险转移至合作伙伴，实现高利润率和低风险。2012/13/14 年委管商场业务的毛利率分别为 70%/74.7%/75.8%。

委管商场的迅速扩张为红星美凯龙带来清晰的增长前景，2013/14 年收入贡献分别同比增加 51.1%和 31.8%。截止 2014 年，公司共储备 359 家委管商场项目，其中 191 个项目的土地已确定。我们预计 34 个项目将在 2015 年开业，90 家门店在 2015 年能够确定土地。受益于门店的迅速扩张，我们预计委管商场 2015 年和 2016 年收入将分别增长 25.9%和 20.4%。





图表 40：委管商场收入预测

| 人民币 百万元 | 2012A | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E |
|-----------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 委管商场收入 | 1,400 | 2,115 | 2,786 | 3,509 | 4,225 |
| YoY | | 51.1% | 31.8% | 25.9% | 20.4% |
| 委管商场数目 | 77 | 85 | 106 | 140 | 184 |
| 新店 | 7 | 8 | 23 | 34 | 44 |
| 已签约及已获取土地的商场 | 44 | 86 | 66 | 90 | 101 |
| 首次入场费 | 527 | 988 | 1,014 | 1,413 | 1,652 |
| 每店平均收入 | 21 | 21 | 23 | 23 | 23 |
| 年度管理费 | 719 | 855 | 1,093 | 1,443 | 1,897 |
| 总部收取的加盟费 | 169 | 187 | 233 | 308 | 405 |
| 每店平均收入 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 企业管理公司收取的加盟费 | 549 | 668 | 860 | 1,135 | 1,492 |
| 每店平均收入 | 7 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 施工咨询及管理费 | 154 | 272 | 679 | 653 | 676 |
| 每店平均收入 | 22 | 34 | 30 | 19 | 15 |

资料来源：公司资料，中金公司研究部



自营商城多位于黄金地段, 租金增长强劲, 资产价值丰富

红星美凯龙的自营商场大都位于国内一线城市和二线城市的黄金地段, 对新的竞争者形成了显著的进入壁垒。

自营商场为公司创造了可预见的强劲的租金增长。2013/14年同店增长分别为4.7%和8.4%。2012/13/14年成熟商场单月平均有效单位收入分别为130元/135元/144元。截至2014年, 公司共储备25个自营商场项目。我们预计2015/16年自营商场收入分别同比增长15.5%和24.6%, 主要来自同店增长强劲和新门店开业。

直接拥有商场同时也为公司带来了丰富的物业资产价值。截至2014年, 公司拥有52家自营商场, 总经营面积约为4,033,458平方米。仲量联行的数据显示, 公司总资产价值达到**627.95亿元**(扣除少数股权影响后为**556.29亿元**), 资本化率约为7%。

图表 41: 自营商场总资产价值

| 编号 | 名称 | 2014年底市值 (人民币百万元) | 所有权 | 剔除少数股东权益后 资产价值 (人民币百万元) | 编号 | 名称 | 2014年底市值 (人民币百万元) | 所有权 | 剔除少数股东权益后 资产价值 (人民币百万元) |
|----|-----------|----------------------|------|-------------------------------|----|----------|----------------------|------|-------------------------------|
| 1 | 飞龙路68号 | 445 | 100% | 445 | 25 | 天津河西商场 | 1,579 | 100% | 1,579 |
| 2 | 飞龙路72号 | 995 | 100% | 995 | 26 | 天津红桥商场 | 1,033 | 100% | 1,033 |
| 3 | 无锡锡山商场 | 2,111 | 100% | 2,111 | 27 | 北京北四环商场 | 商业价值无法衡量 | 100% | 商业价值无法衡量 |
| 4 | 南京卡子门商场 | 3,045 | 100% | 3,045 | 28 | 天津东丽商场 | 841 | 51% | 429 |
| 5 | 上海真北商场 | 1,976 | 94% | 1,857 | 29 | 沈阳铁西商场 | 3,000 | 100% | 3,000 |
| 6 | 上海浦东沪南商场 | 4,036 | 100% | 4,036 | 30 | 长春远达商场 | 1,113 | 100% | 1,113 |
| 7 | 上海汶水商场 | 3,145 | 88% | 2,768 | 31 | 沈阳洋南商场 | 1,627 | 100% | 1,627 |
| 8 | 上海吴中路商场 | 1,666 | 50% | 833 | 32 | 上海浦江商场 | 1,137 | 100% | 1,137 |
| 9 | 上海真北店二期商场 | 4,276 | 96% | 4,105 | 33 | 大连华南商场 | 1,330 | 100% | 1,330 |
| 10 | 济南天桥商场 | 1,947 | 70% | 1,363 | 34 | 昆明西山商场 | 869 | 100% | 869 |
| 11 | 郑州商都商场 | 3,236 | 50% | 1,618 | 35 | 额头湾商场 | 1,560 | 100% | 1,560 |
| 12 | 杭州古墩商场 | 商业价值无法衡量 | 100% | 商业价值无法衡量 | 36 | 于洪商场 | 844 | 60% | 506 |
| 13 | 成都武侯商场 | 1,328 | 50% | 664 | 37 | 长沙岳麓商场 | 525 | 100% | 525 |
| 14 | 上海浦东金桥商场 | 2,611 | 100% | 2,611 | 38 | 天津塘沽商场 | 576 | 100% | 576 |
| 15 | 烟台二期商场 | 735 | 50% | 368 | 39 | 哈尔滨松北商场 | 365 | 100% | 365 |
| 16 | 重庆二郎商场 | 920 | 100% | 920 | 40 | 重庆涪陵商场 | 355 | 55% | 195 |
| 17 | 盘锦兴隆商场 | 379 | 51% | 193 | 41 | 中山港口商场 | 302 | 100% | 302 |
| 18 | 常州武进商场 | 451 | 51% | 230 | 42 | 无锡太湖商场 | 717 | 100% | 717 |
| 19 | 大庆世博商场 | 680 | 70% | 476 | 43 | 武汉汉阳商场 | 568 | 100% | 568 |
| 20 | 廊坊凯鸿商城 | 575 | 70% | 403 | 44 | 天津北辰商场 | 671 | 100% | 671 |
| 21 | 天津河东商场 | 2,113 | 65% | 1,373 | 45 | 合肥四里河商场 | 235 | 100% | 235 |
| 22 | 沈阳铁西二期商场 | 545 | 100% | 545 | 46 | 南京浦口商场 | 517 | 100% | 517 |
| 23 | 北京西四环商城 | 2,457 | 100% | 2,457 | 47 | 哈尔滨西客站商场 | 325 | 100% | 325 |
| 24 | 北京东四环商场 | 3,034 | 100% | 3,034 | | 合计 | 62,795 | | 55,629 |

资料来源: 仲量联行, 公司资料, 中金公司研究部



图表 42：资产估值方式

| | 资产价值 (人民币 百万元) | 总建筑面积 (平方米) | 估值方法 |
|---------|----------------|-------------|-----------------------|
| 已竣工投资物业 | 55,235 | 4,267,424 | 直接资本化法，资本化率：5.5%~8.0% |
| 开发中投资物业 | 7,560 | 2,260,344 | 折旧后重置成本法；每平方米土地价格 |
| 总计 | 62,795 | 6,527,768 | |

资料来源：仲量联行，公司资料，中金公司研究部



发展战略清晰，盈利增长潜力巨大

发展战略清晰

预计红星美凯龙将持续高增长，主要因为：

- ▶ **自营商场同店租金增长。**2013年同店增速4.7%，2014年8.4%。受益行业快速增长、公司领先市场地位、商场黄金位置，我们认为公司同店租金将持续增长，2015/2016年将分别达到1.42亿元/1.47亿元。
- ▶ **委管商场快速扩张。**预计2015年/2016年分别新开委管商场34家/44家，同时分别有90家/101家委管商场确认地块，从而推动2015/16年委管商场收入增长25.9%和20.4%。
- ▶ **计划增加特色新品牌。**除主品牌“红星美凯龙”，公司计划推出“红星欧丽洛雅”，主攻年轻和时尚消费者，同时引入“吉盛伟邦”（30年授权），目标高端消费者。
- ▶ **O2O提供全渠道零售体验。**红星美凯龙2012年开始实施互联网战略，线上业务2012/2013/2014年分别贡献收入80万元、350万元、6070万元。此外，公司2015年3月为一线城市部分商场推出移动O2O应用。红星美凯龙希望通过自身商场网络为消费者提供同步购物体验。
- ▶ **消费者和商户金融。**由于家居装饰和家具产品价格居高，消费者和商户通常需要融资。凭借数据和运营经验，红星美凯龙未来计划推出消费者和商户金融业务，并已于2014年12月与海尔及绿城合资承力消费金融企业。
- ▶ **进入家居相关行业。**红星美凯龙计划进入家居物流配送和家居设计装饰服务行业，进一步提供增值服务。

预计2014~2016年收入符合年增长23%

预计2015年收入96.92亿元，2016年收入119.46亿元，复合年增长率22.7%，主要受益同店租金增长和委管商场扩容。

图表43：红星美凯龙收入预测

| 人民币 百万元 | 2012A | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E |
|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 收入 | 5,254 | 6,361 | 7,935 | 9,692 | 11,946 |
| YoY | | 21.1% | 24.8% | 22.1% | 23.3% |
| 自营商场收入 | 3,852 | 4,199 | 4,884 | 5,639 | 7,029 |
| YoY | | 9.0% | 16.3% | 15.5% | 24.6% |
| 委管商场收入 | 1,400 | 2,115 | 2,786 | 3,509 | 4,225 |
| YoY | | 51.1% | 31.8% | 25.9% | 20.4% |
| 商品销售及相关服务收入 | 2 | 37 | 141 | 395 | 513 |
| YoY | | | | 180.0% | 30.0% |
| 其他 | 0 | 10 | 124 | 149 | 179 |
| YoY | | | | 20.0% | 20.0% |

资料来源：公司资料，中金公司研究部



盈利预测

预计 2015 年净利润 42 亿元，2016 年净利润 52.04 亿元，分别同比增长 15.6% 和 23.9%。扣除一次性因素（其他收入、其他收益、其他费用）和公允价值变动影响，预计 2015 年核心利润 26.09 亿元，2016 年核心利润 34.49 亿元，分别同比增长 18% 和 32%。

图表 44：红星美凯龙利润预测

| 人民币 百万元 | 2012A | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 收入 | 5,254 | 6,361 | 7,935 | 9,692 | 11,946 |
| YoY | | 21.1% | 24.8% | 22.1% | 23.3% |
| 销售及服务成本 | -1,452 | -1,790 | -2,054 | -2,675 | -3,275 |
| YoY | | 23.2% | 14.8% | 30.2% | 22.4% |
| 毛利 | 3,802 | 4,571 | 5,881 | 7,017 | 8,670 |
| 毛利率 | 72.4% | 71.9% | 74.1% | 72.4% | 72.6% |
| 其他收入 | 222 | 192 | 170 | 88 | 88 |
| 投资物业公允价值变动 | 1,112 | 2,055 | 2,415 | 2,614 | 2,971 |
| 其他损益 | -48 | -30 | -187 | 0 | 0 |
| 销售及分销开支 | -809 | -922 | -1,055 | -1,337 | -1,672 |
| 行政开支 | -654 | -771 | -923 | -1,175 | -1,472 |
| 其他开支 | -6 | -27 | -113 | -136 | -167 |
| 应占联营企业利润 | 46 | 42 | 14 | 16 | 17 |
| 应占合营企业业绩 | -14 | -10 | 4 | 4 | 4 |
| 财务成本 | -554 | -631 | -856 | -906 | -776 |
| 税前利润 | 3,095 | 4,469 | 5,350 | 6,185 | 7,664 |
| YoY | | 44.4% | 19.7% | 15.6% | 23.9% |
| 所得税开支 | -839 | -1,200 | -1,428 | -1,651 | -2,046 |
| 有效税率 | 27% | 27% | 27% | 27% | 27% |
| 税后利润 | 2,257 | 3,269 | 3,922 | 4,534 | 5,618 |
| YoY | | 44.9% | 20.0% | 15.6% | 23.9% |
| 少数股东权益 | -349 | -256 | -289 | -334 | -414 |
| 归属母公司所有者利润 | 1,908 | 3,013 | 3,633 | 4,200 | 5,204 |
| YoY | | 58.0% | 20.6% | 15.6% | 23.9% |
| 净利率 | 36.3% | 47.4% | 45.8% | 43.3% | 43.6% |
| 核心净利润 | 1,297 | 1,626 | 2,208 | 2,609 | 3,449 |
| YoY | | 25% | 36% | 18% | 32% |
| 核心净利率 | 25% | 26% | 28% | 27% | 29% |

资料来源：公司资料，中金公司研究部



图表 45：红星美凯龙资产负债表

| 人民币 百万元 | 2012A | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | | | | | |
| 货币资金 | 3,766 | 3,805 | 3,592 | 2,728 | 1,543 |
| 应收款项及其他应收款项 | 1,685 | 1,062 | 1,292 | 1,583 | 1,568 |
| 应收贷款 | 301 | 0 | 100 | 0 | 0 |
| 存货 | 11 | 57 | 38 | 64 | 62 |
| 预缴税金 | 11 | 12 | 23 | 0 | 0 |
| 其他 | 15 | 24 | 80 | 80 | 80 |
| 流动资产 | 5,788 | 4,959 | 5,125 | 4,455 | 3,252 |
| 非流动资产 | | | | | |
| 投资物业 | 51,195 | 58,190 | 62,966 | 71,580 | 77,051 |
| 净固定资产 | 803 | 482 | 362 | 284 | 681 |
| 无形资产 | 12 | 29 | 549 | 554 | 559 |
| 联营企业权益 | 86 | 104 | 216 | 232 | 249 |
| 合营企业权益 | 705 | 696 | 699 | 703 | 708 |
| 其他 | 2,468 | 2,401 | 1,999 | 2,399 | 2,399 |
| 非流动资产 | 55,271 | 61,901 | 66,792 | 75,752 | 81,647 |
| 资产总额 | 61,059 | 66,860 | 71,918 | 80,207 | 84,899 |
| 流动负债 | | | | | |
| 银行贷款 | 1,838 | 2,182 | 2,326 | 2,326 | 326 |
| 应付贸易款项及其他应付款项 | 263 | 188 | 180 | 187 | 262 |
| 应付职工工资 | 222 | 290 | 389 | 480 | 588 |
| 其他应付款 | 2,992 | 4,217 | 4,534 | 4,943 | 5,225 |
| 预收租金及服务费 | 1,388 | 2,213 | 2,108 | 2,478 | 3,054 |
| 所得税负债 | 185 | 189 | 285 | 314 | 345 |
| 债券 | 0 | 0 | 598 | 0 | 0 |
| 其他应付款 | 0 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债 | 6,887 | 9,288 | 10,420 | 10,726 | 9,800 |
| 非流动负债 | | | | | |
| 长期银行贷款 | 8,054 | 9,056 | 9,083 | 9,083 | 9,083 |
| 债券 | 1,467 | 2,460 | 2,861 | 861 | 861 |
| 其他长期应付款 | 3,166 | 2,615 | 2,420 | 2,420 | 2,420 |
| 递延所得税负债 | 8,300 | 8,963 | 9,720 | 9,720 | 9,720 |
| 非流动负债 | 20,987 | 23,094 | 24,085 | 22,085 | 22,085 |
| 负债总额 | 27,875 | 32,382 | 34,505 | 32,811 | 31,885 |
| 所有者权益 | | | | | |
| 股本 | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 3,624 | 3,624 |
| 未分配利润和储备 | 26,193 | 27,636 | 30,445 | 39,469 | 44,674 |
| 母公司应占所有者权益 | 29,193 | 30,636 | 33,445 | 43,093 | 48,298 |
| 少数股东权益 | 3,992 | 3,843 | 3,968 | 4,302 | 4,716 |
| 权益总额 | 33,184 | 34,479 | 37,413 | 47,396 | 53,014 |

资料来源：公司资料，中金公司研究部





图表 46：红星美凯龙现金流量表

| 人民币 百万元 | 2012A | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | | | | | |
| 税前利润 | 3,095 | 4,469 | 5,350 | 6,185 | 7,664 |
| 投资物业公允价值变动 | -1,112 | -2,055 | -2,415 | -2,614 | -2,971 |
| 折旧及摊销 | 89 | 101 | 117 | 93 | 118 |
| 营运资金变动 | 1,079 | 1,183 | -119 | 682 | 1,060 |
| 支付所得税 | -602 | -615 | -655 | -893 | -1,173 |
| 物业及子公司处置损失（利得） | -13 | 0 | 124 | 0 | 0 |
| 财务成本 | 554 | 631 | 856 | 906 | 776 |
| 利息收入 | -129 | -95 | -58 | -58 | -58 |
| 其他 | 32 | -4 | 48 | 29 | 31 |
| 经营活动现金流 | 2,992 | 3,616 | 3,247 | 4,330 | 5,446 |
| 投资活动现金流 | | | | | |
| 资本支出 | -2,855 | -4,278 | -2,113 | -6,020 | -3,020 |
| 投资净支出 | -213 | 1,063 | -451 | -1,178 | -894 |
| 投资活动现金流 | -3,067 | -3,215 | -2,564 | -7,198 | -3,914 |
| 融资活动前现金流 | -76 | 400 | 683 | -2,868 | 1,532 |
| 融资活动现金流 | | | | | |
| 发行股份及可转债 | 0 | 0 | 0 | 5,449 | 0 |
| 银行贷款变动 | 1,139 | 1,665 | 1,158 | -2,598 | -2,000 |
| 其他 | -856 | -2,026 | -2,054 | -847 | -717 |
| 融资活动现金流 | 283 | -362 | -896 | 2,004 | -2,717 |
| 现金变动 | 208 | 39 | -213 | -864 | -1,185 |
| 汇兑损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 现金期初余额 | 3,559 | 3,766 | 3,805 | 3,592 | 2,728 |
| 现金期末余额 | 3,766 | 3,805 | 3,592 | 2,728 | 1,543 |

资料来源：公司资料，中金公司研究部



风险

- ▶ **家居零售市场竞争加剧。**红星美凯龙面临来自居然之家、百安居、宜家等国际、国内、本土家居零售商场运营商的竞争。此外，来自美乐乐、齐家网等电商以及天猫和京东的家居零售频道也在抢占市场份额。
- ▶ **国内房地产市场波动可能影响家居需求。**宏观经济放缓、全国或区域房地产市场疲软、城镇化进程减速以及消费升级放缓可能影响家居产品和服务的需求。
- ▶ **租赁自营商场租期到期或终止。**租期到期或终止后无法续租将为红星美凯龙带来巨大费用开支。截至2014年底，52家自营商场中有14家租赁商场，3家固定费用商场，总营业面积约为1,039,213平方米。租期到期后，红星美凯龙需与土地所有者重新协商租赁条款和条件，或需提高租金才能续租。如果续租失败，红星美凯龙或许将被迫关停相关商场然后重新选址，从而导致巨额费用支出。
- ▶ **委管商场收费压力。**在激烈的市场竞争环境下，如果要维持收费对委管商场合作伙伴的吸引力，红星美凯龙必须保证合作伙伴的投资收益和服务。如果现有或未来委管商场收费出现显性或隐性下降的同时成本未能下降，红星美凯龙的利润率可能受损。





法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务： 红星美凯龙家居集团股份有限公司。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL），星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

翻译：刘剑、张昕月

编辑：张莹





北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

