

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2020】034号

国美电器有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“16 国美 01”、“16 国美 02”、“16 国美 03”、“18 国美 01”和“19 国美 01”信用状况进行了跟踪评级。经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，同时维持“16 国美 01”、“16 国美 02”、“16 国美 03”、“18 国美 01”和“19 国美 01”信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二〇年五月二十七日



信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与国美电器有限公司（以下简称“该公司”）构成委托关系外，东方金诚、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。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2020年5月27日



国美电器有限公司主体及 相关债项2020年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA+/稳定	2020/5/27	AA+	谢笑也	罗修 3/3

债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
16 国美 01	AA+	AA+
16 国美 02	AA+	AA+
16 国美 03	AA+	AA+
18 国美 01	AA+	AA+
19 国美 01	AA+	AA+

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

主体概况

国美电器有限公司（以下简称“国美电器”）主要从事家用电器及电子产品销售业务，直接控股股东为中国鹏润管理有限公司（以下简称“鹏润管理”），国美零售控股有限公司（以下简称“国美控股”）持有鹏润管理100.00%的股份，公司实际控制人为黄光裕。

评级模型

1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
规模 和市场地位	总资产	20.00	18.39
	营业总收入	15.00	15.00
	多元化	10.00	5.00
盈利能力 和运营效率	毛利率	10.00	6.76
	总资产收益率	10.00	6.94
	存货周转率	5.00	4.15
债务负担 和保障程度	资产负债率	20.00	16.53
	经营现金流流动负债比	10.00	6.93

2.基础模型参考等级

AA+

3.评级调整因素

无调整

4.主体信用等级

AA+

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

评级观点

国美电器是国内家电连锁零售业龙头企业，跟踪期内仍保持很强的市场竞争力；跟踪期内，公司经营平效有所提升；控股股东“零售基建”资源为公司零售业务发展奠定基础；公司加强与在线电商平台合作，有利于减弱网络零售和新冠肺炎疫情的冲击。同时，跟踪期内，公司家用电器及电子产品销售业务毛利率进一步下降；新冠肺炎疫情对公司2020年一季度盈利和经营性现金流短期冲击较大；商誉规模较大，以关联方款项为主的其他应收款仍对营运资金占用较多；公司债务规模持续增长，2020年存在较大偿还压力。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

同业比较

项目	国美电器	广州商贸集团	长春欧亚	华润万家
资产总额 (亿元)	458.78	143.63	227.60	305.56
所有者权益 (亿元)	168.65	89.23	58.52	54.40
营业总收入 (亿元)	594.70	115.38	167.27	257.02
利润总额 (亿元)	6.82	7.99	8.03	3.06
毛利率 (%)	12.35	13.49	23.57	17.82
总资产收益率 (%)	1.30	4.78	2.63	0.71
资产负债率 (%)	63.24	37.87	74.29	82.20
经营现金流流动负债比 (%)	1.76	55.14	8.43	8.12

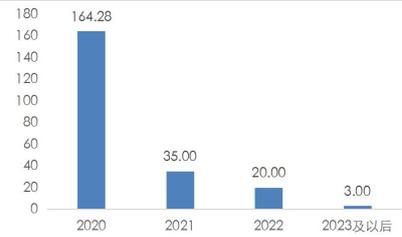
注：以上企业最新主体信用等级均为AA+/稳定，数据来源于广州商贸集团公开披露的2018年数据及其他企业公开披露的2019年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

2019年营业总收入构成



2019年末债务期限结构(亿元)



主要数据和指标

项目	2017年	2018年	2019年
资产总额(亿元)	433.43	454.00	458.78
所有者权益(亿元)	158.80	161.79	168.65
全部债务(亿元)	188.87	207.14	216.04
营业总收入(亿元)	553.09	581.59	594.70
利润总额(亿元)	11.42	5.61	6.82
经营性净现金流(亿元)	-25.18	6.54	4.03
营业利润率(%)	14.32	13.31	12.13
资产负债率(%)	63.36	64.36	63.24
流动比率(%)	183.01	152.42	157.39
EBITDA利息倍数(倍)	4.12	2.55	2.82
全部债务/EBITDA(倍)	9.95	14.13	14.50

注：表中数据来源于公司2017年~2019年的审计报告，其中，2017年数据为经追溯调整的2018年期初数。

优势

- 国美电器是国内家电连锁零售业龙头企业，品牌与规模优势突出，门店资源丰富且分布区域广泛，跟踪期内仍保持很强的市场竞争力；
- 跟踪期内，受益于网络与实体零售端的融合以及积极调整门店结构，优化门店区域布局，公司经营平效有所提升；
- 控股股东国美控股物流配送体系较为完善，股东“零售基建”资源为公司零售业务发展奠定基础；
- 跟踪期内，公司加强与国美在线、拼多多、京东等在线电商平台合作的方式向线下门店引流，有利于减弱网络零售和新冠肺炎疫情的冲击。

关注

- 2019年，为扩大市场份额，公司主动降低产品销售价格，家用电器及电子产品销售业务毛利率有所下降；
- 新冠肺炎疫情期间，公司线下门店被迫暂停营业，对公司2020年一季度盈利和经营性现金流冲击较大；
- 若相关子公司受疫情冲击而经营不达预期，规模较大的商誉将面临减值风险，跟踪期内以关联方款项为主的其他应收款仍对营运资金占用较多；
- 跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务结构仍以短期有息债务为主，2020年存在较大集中偿还压力。

评级展望

公司评级展望为稳定。疫情对公司2020年一季度业绩冲击较大，4月份以来国内疫情虽得到有效控制，公司门店也已基本恢复营业，但门店业绩恢复仍需时间，考虑到部分地区出台免租金及消费补贴政策，叠加公司到家服务一定程度上弥补疫情对线下门店销售影响，预计疫情对公司2020年全年业绩影响总体可控。

评级方法及模型

《东方金诚零售企业评级方法及模型(RTFC024202004)》

历史评级信息：

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA+/稳定	AA+	2019/6/24	谭亮、薛梅、刘琦	《工商企业信用评级方法》 (2014年5月)	阅读原文
AA+/稳定	16国美01/AA+	2015/9/30	葛新景、谭亮、姜洋	《工商企业信用评级方法》 (2014年5月)	阅读原文

注：自2015年9月30日（首次评级）至2019年6月24日（最新评级），国美电器主体信用等级未发生变化，均为AA+/稳定。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额 (亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级 /评级展望
16 国美 01	2019/6/24	30.00	2016/1/7~2022/1/7	无	-
16 国美 02	2019/6/24	3.00	2016/1/28~2022/1/28	无	-
16 国美 03	2019/6/24	17.00	2016/5/10~2022/5/10	无	-
18 国美 01	2019/6/24	6.00	2018/12/21~2024/12/21	无	-
19 国美 01	2019/6/24	5.00	2019/2/27~2025/2/27	无	-

注：“16 国美 01”附第3年末和第5年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；“16 国美 02”和“16 国美 03”均附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；“18 国美 01”和“19 国美 01”均附第2年末和第4年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

跟踪评级原因

根据相关监管要求及“16 国美 01”、“16 国美 02”、“16 国美 03”、“18 国美 01”和“19 国美 01”的跟踪评级安排，东方金诚基于国美电器提供的 2019 年度审计报告以及相关经营数据，进行了本次定期跟踪评级。

主体概况

国美电器主要从事家用电器及电子产品销售业务，直接控股股东为中国鹏润管理有限公司（以下简称“鹏润管理”），香港联交所上市公司国美零售控股有限公司（曾用名“国美电器控股有限公司”，股票代码“0493.HK”，以下简称“国美控股”）持有鹏润管理 100.00% 的股份，公司实际控制人为自然人黄光裕。

国美电器由北京鹏润投资有限公司（以下简称“鹏润投资”）、黄燕虹于 2003 年 4 月共同出资设立。后经多次增资和股权转让，截至 2019 年末，公司注册资本 10.00 亿元，其中鹏润管理持有公司 70.00% 的股权，为公司直接控股股东，海洋城国际有限公司（英文名称为“Ocean Town In' t Inc.”，以下简称“海洋城国际”）、宏希投资有限公司（英文名称为“Grand Hope Investment Ltd.”，以下简称“宏希投资”）分别持有国美电器 19.50% 和 10.50% 的股权。国美控股通过下属全资子公司鹏润管理、宏希投资和海洋城国际合计持有公司 100% 的股份，为公司间接控股股东，由于黄光裕家族持有国美控股 50.26% 的股权，公司实际控制人为黄光裕。

公司控股股东为国美控股，在中国经营连锁协会发布的《2018 年中国连锁百强》报告中，国美控股以 1381.84 亿元的销售额位列第二，处于全国领先地位。截至 2019 年末，国美控股总资产为 718.72 亿元，所有者权益为 81.61 亿元，资产负债率为 88.65%；2019 年，国美控股营业收入为 594.83 亿元，除税前利润为-28.96 亿元。

国美电器主营家用电器与电子产品销售业务，主要经营产品种类涵盖冰箱、空调、洗衣机等家电产品和手机、电脑等数码产品。截至 2019 年末，公司共计拥有各类门店 1573 家，门店覆盖国内 280 个地级市以上城市，品牌知名度高，是国内家电连锁零售业龙头企业，具有很强的市场竞争力。

截至 2019 年末，国美电器（合并）资产总额为 458.78 亿元，所有者权益为 168.65 亿元，资产负债率为 63.24%；公司纳入合并范围内直接控股子公司 14 家，较 2018 年末无变化。2019 年，公司实现营业收入 594.70 亿元，利润总额为 6.82 亿元。

相关债项本息兑付及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2015]2861 号文核准，公司于 2016 年 1 月、5 月发行国美电器有限公司 2016 年公司债券，其中第一期债券发行金额为 30 亿元，第二期债券发行金额为 3 亿元，第三期债券发行金额为 17 亿元，债券简称分别为“16 国美 01”、“16 国美 02”和“16 国美 03”，发行时票面利率分别为 4.00%、4.00%和 4.50%，起息日分别为 2016 年 1 月 7 日、2016

年1月28日和2016年5月10日,到期日分别为2022年1月7日、2022年1月28日和2022年5月10日,“16国美01”¹附第3年末和第5年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权;“16国美02”和“16国美03”附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权,按年付息,到期一次还本。2018年1月7日、2018年1月28日和2018年5月10日,公司将“16国美01”、“16国美02”和“16国美03”票面利率均上调为7.60%。

经中国证监会证监许可[2018]1216号文核准,公司于2018年12月、2019年2月发行国美电器有限公司2018年公司债券(第一期)和2019年公司债券(第一期),其中2018年公司债券(第一期)发行金额为6亿元,2019年公司债券(第一期)发行金额为5亿元,债券简称分别为“18国美01”和“19国美01”,票面利率均为7.80%,起息日分别为2018年12月21日和2019年2月27日,到期日分别为2024年12月21日和2025年2月27日,上述两期债券均附第2年末和第4年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权,按年付息,到期一次还本。

截至本报告出具日,“16国美01”、“16国美02”、“16国美03”、“18国美01”和“19国美01”所募集资金扣除发行费用后已全部按照约定用于补充流动资金。

截至本报告出具日,公司已按期支付“16国美01”2016年1月7日至2020年1月6日、“16国美02”2016年1月28日至2020年1月27日和“16国美03”2016年5月10日至2020年5月9日期间的利息,“18国美01”和“19国美01”分别于2019年12月21日和2020年2月27日按期支付利息。相关债券回售方面,“16国美01”于2019年1月7日回售本金3.40亿元;“16国美02”于2019年1月28日回售本金0.43亿元;“16国美03”于2019年5月10日回售本金5.44亿元;同时,公司分别于2019年1月29日、2019年3月4日和2019年5月30日发布公告称,以上回售债券均已转售。

宏观经济和政策环境

一季度GDP同比首次出现负增长,海外疫情蔓延会制约二季度经济反弹

一季度必要的疫情防控措施对消费、投资及对外贸易活动造成严重冲击。3月以来国内疫情进入稳定控制阶段,复工复产加速,但在海外疫情急剧升温、国际金融市场剧烈动荡背景下,国内经济回升势头受到较大影响,一季度GDP同比出现有历史记录以来的首次负增长,降至-6.8%。二季度国内消费回补、投资加速态势会进一步明显,但欧美疫情仍处高发期,5月之后我国出口会出现更大幅度下滑,我们估计当季GDP同比增速仅将回升至3.0%左右。若全球疫情在上半年早些时候得到基本控制,下半年国内宏观经济有望出现接近两位数的反弹,全年GDP增速将在3.5%左右。

财政政策担纲、宽信用发力,一揽子宏观政策力度明显加大

为应对疫情冲击,5月两会推出一揽子宏观政策,主要包括上调财政赤字率目标、扩大新增地方政府专项债规模及发行特别国债,以及继续实施降息降准和再贷款等,合计财政支持力

¹ 2019年1月25日,公司发布《国美电器有限公司公开发行2016年公司债券(第一期)2018年第一次债券持有人会议决议公告》,称将“16国美01”债券期限由6(3+3)更改为6(3+2+1)。

度达到名义 GDP 的 8.6%，已接近 2008~2009 年全球金融危机时期水平。下一步大幅减税降费、扩大基建支出、大规模发放招工及稳岗补贴，以及适度放松汽车及商品房限购等措施有望陆续落地。未来货币政策实施力度也会加大，降息降准将持续推进，M2 和社融增速将显著高于上年水平（分别为 8.7%和 10.7%），我们估计年末两项指标有可能分别达到 14.0%和 15.0%左右。同时，在“房住不炒”原则下，央行将继续坚守不搞大水漫灌底线。

行业分析

公司主营家用电器与电子产品销售业务，归属于零售行业。

零售行业

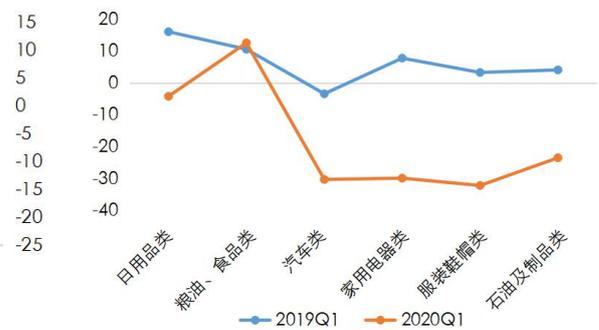
新冠肺炎疫情对 2020 年一季度社零总额增速造成明显冲击，随着国内疫情的有效控制，预计二季度消费需求将逐渐回暖，社零总额增速将有望回升，对全年影响有限

预计 2020 年，居民部门杠杆率仍将维持高位，并继续对消费需求产生挤出效应。此外，2020 年新冠肺炎疫情的发生，一方面将减少可选消费品的需求，另一方面将一定程度影响居民收入从而间接对消费需求产生不利影响。2020 年一季度，新冠肺炎疫情对可选消费品需求造成较大冲击，社零总额增速明显下降。随着 4 月份以来国内疫情得到有效控制，预计二季度消费需求将逐渐回暖，社零增速将有望回升。国内疫情得到有效后将使前期被抑制的消费需求得到延期释放，同时国家将加码逆周期调节政策，各类促消费政策的实施亦有利于减缓全年消费增速下行压力，因此预计疫情对全年零售额增速影响有限。

图 1 我国社零总额及同比增速变动情况



图 2 细分品类商品零售额同比增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

2020 年一季度以可选消费品为主的百货和购物中心盈利暂时性下滑，超市及新零售企业因疫情而获益，预计 2020 年全年超市类企业业绩将保持稳定增长

对零售企业而言，新冠肺炎疫情影响下，不同细分子行业内企业表现将有所分化。

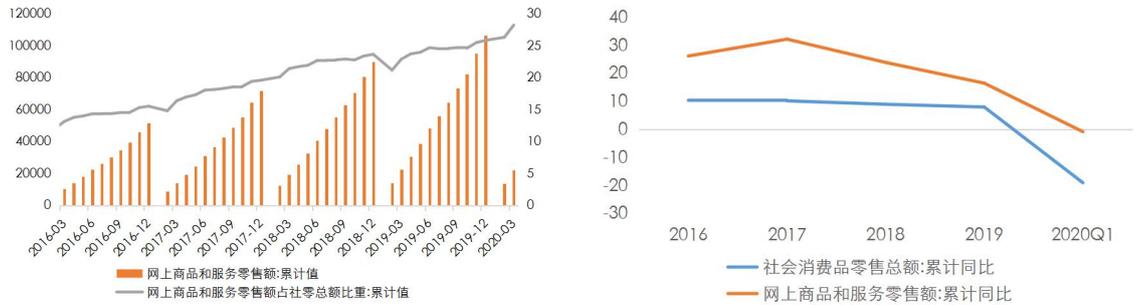
新冠肺炎疫情使得以可选消费品为主的百货和购物中心需求受到严重抑制，短期内企业盈利明显下滑，但随着国内疫情得到有效控制后，前期被抑制的消费需求将得到延期释放，因此对全年影响相对有限。

超市产品主要以生鲜食品和日用品等为主，属于必需消费品种，加之疫情影响下居民囤货

行为增加，因此超市类企业销售规模将有所增长。同时，生鲜配送到家业务将在此次疫情推动下得到快速发展，前期较早布局超市到家服务的超市企业明显获益。

随着我国电商渗透率逐年提升，同时物流基础设施日渐成熟，居民出行减少将使线上线下融合良好的新零售企业获益，并推动线上线下加速融合。

图3 网上商品和服务零售额变化情况(单位:亿元、%) 图4 网上商品和服务零售额同比增速(单位:%)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

零售行业多业态竞争格局日益明显，与实体零售相比，网络零售集中度较高，新冠肺炎疫情影响下，线上线下融合良好的新零售企业竞争优势凸显，加速行业洗牌

我国零售行业市场集中度偏低，行业多业态竞争格局日益明显，且其分布具有很强的区域性。根据中国连锁经营协会数据，从实体零售角度来看，2018年零售行业百强企业门店总数13.80万个，同比增长16.00%，其中便利店业态门店增速领跑，连锁百强企业便利店门店数量增速为18.00%；连锁百强企业销售规模占社会消费品零售总额的6.30%，较上年增长0.30个百分点，行业集中度偏低，市场竞争较为激烈。

目前，零售百货在经济较为发达的沿海省份分布密度较高，内陆省份相对较少，且零售企业区域性较强，尚未形成在全国范围层次规模、销售额等方面占绝对优势的全国性实体零售企业。

与实体零售相比，网络零售集中度较高，行业格局基本稳定，2018年中国电商零售市场份额中，阿里巴巴以58.2%占据首位，京东销售额占比为17.3%，二者合计占比75.5%，占有绝对竞争优势。第二梯队企业如快速崛起的拼多多占5.2%，2017年份额仅为0.1%；苏宁、唯品会及国美电器的市场份额为1.9%、1.8%和0.7%。新冠肺炎疫情推动零售企业线上线下加速融合，使得线上线下融合良好的新零售企业竞争优势凸显，加速行业洗牌。

图表 5 2018 年我国连锁百强前十名情况 (单位: 亿元、%、个)

序号	企业名称	销售金额 (含税)	销售增长率	门店总数	门店增长率
1	苏宁易购集团股份有限公司	3367.57	38.40	11064	183.30
2	国美零售控股有限公司	1381.84	-10.10	2122	32.30
3	华润万家有限公司	1012.54	-2.30	3192	0.90
4	康成投资(中国)有限公司(大润发)	959.00	0.50	407	6.30
5	沃尔玛(中国)投资有限公司	804.90	0.30	441	-
6	永辉超市股份有限公司	767.68	17.40	1275	58.20
7	北京居然之家家居新零售连锁集团有限公司	710.00	13.10	303	35.90
8	重庆商社(集团)有限公司	674.89	13.30	413	-2.40
9	中石化易捷销售有限公司	620.00	19.00	27259	5.80
10	联华超市股份有限公司	492.29	-2.90	3371	-1.50

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

业务运营

经营概况

2019 年, 国美家装等新业务收入增加带动公司营业收入保持增长态势, 但毛利润和毛利率均有小幅下降, 国内新冠肺炎疫情期间对其 2020 年一季度盈利冲击较大

国美电器是国内家电连锁零售的龙头企业, 经营业务仍主要为家用电器及电子产品销售业务。2019 年, 家用电器及电子产品销售业务占营业收入的比重为 99.15%, 其中国美家装等新业务收入增加带动公司营业收入同比增长 2.35%。公司其他业务收入主要为供应商支付的促销费、广告费等收入, 2019 年占比仍较小。

跟踪期内, 家用电器及电子产品销售业务仍为国美电器主要毛利润来源。2019 年, 受家用电器及电子产品销售行业竞争加剧, 公司为扩大市场份额, 适当降低产品销售价格影响, 公司综合毛利率有所下降, 毛利润随之有所减少, 毛利润和综合毛利率分别为同比下降 6.67%和 1.13 个百分点。2020 年国内新冠肺炎疫情爆发期间, 受疫情控制措施影响, 公司线下门店被迫暂停营业, 对公司 2020 年一季度盈利冲击较大。

图表 6 公司营业总收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）



类别	2017年		2018年		2019年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
家用电器及电子产品销售业务	546.92	98.88	576.09	99.05	589.63	99.15
其他业务	6.17	1.12	5.50	0.95	5.07	0.85
合计	553.09	100.00	581.59	100.00	594.70	100.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
家用电器及电子产品销售业务	74.90	13.69	73.48	12.76	68.58	11.63
其他业务	6.15	99.68	5.46	99.33	4.85	95.69
合计	81.05	14.65	78.95	13.57	73.43	12.35

数据来源：公司提供，东方金诚整理

家用电器及电子产品销售业务

家用电器及电子产品销售业务是公司的核心业务，主要由公司本部及设在北京、上海、重庆、广州、深圳等地的销售子公司运营。

公司是内国家电连锁零售的龙头企业，销售额处于全国领先地位，品牌与规模优势突出，跟踪期内仍保持很强的市场竞争力

作为国内家电连锁零售的龙头企业，国美电器拥有突出的品牌与规模优势，跟踪期内仍保持很强的市场竞争力。在中国经营连锁协会发布的《2018年中国连锁百强》报告中，国美控股销售额位列第二，处于全国领先地位。截至2019年末，公司共计拥有各类门店1573家，其中直营店1146家，加盟店427家，门店覆盖国内280个地级市以上城市，品牌知名度高。

国美电器的经营模式是以实体门店为支撑的经销模式为主，以代销、联营模式为辅，经销占比在80%以上。经销模式下，公司先行确认存货，负责送货安装，若3~6个月未实现销售，公司有权向供货商退货或者更换新款商品；代销模式下，公司只负责在门店摆放样机，不确认存货，送货安装均由供货商负责，收入为销售商品后向委托方收取的手续费；联营模式指公司与物美等商超合作开设店中店，合作商超以销售流水倒扣2.5%的方式与公司结算货款。

2019年，新业务带动公司营业收入保持增长，但为扩大市场份额公司主动降低价格，导致毛利率有所下降，2020年一季度疫情爆发期间公司线下门店被迫暂停营业，对业务盈利短期冲击较大，但对全年业绩影响可控

2019年，公司家用电器及电子产品销售业务收入保持增长，但毛利润和毛利率同比均有所下降，主要系家用电器及电子产品销售行业竞争激烈，公司为扩大市场占有率，适当降低产品销售价格影响所致。

公司货品可分为彩电及音响、空调、冰箱及洗衣机、手机通讯、厨卫家电、IT产品及数码产品等，其中，空调、厨卫家电、IT产品及数码产品销售额整体有所增长。2018年公司实施“家生活”战略，对现有门店进行改造，在门店中嵌入国美家装、国美动漫、厨空间、玩具和网咖等零售周边业务（下表统称“新业务”），其中，国美家装以引入的第三方家装公司联营为主，

以国美家装自有品牌自营为辅，目前仍在初步发展阶段。2019年公司新业务收入为42.74亿元，同比增长56.38%，增速较快，成为公司营业收入增长的主要动力。未来公司将持续推进“家·生活”战略，重点发展新业务，以“家”为核心，努力实现从家电零售商向“家·生活”整体方案提供商、服务解决商和供应链输出商转型，新业务规模有望保持快速增长态势。

2020年2~3月，新冠肺炎疫情爆发期间，公司线下门店被迫暂停营业，短期对公司家用电器及电子产品销售业务盈利造成较大冲击，但随着国内疫情得到控制，公司线下门店逐渐恢复营业，被抑制的消费需求也将得到延期释放，预计对全年业绩影响可控。

图7 近年公司家用电器及电子产品销售业务收入、收入构成及盈利情况（单位：亿元、%）



产品分类	2017年		2018年		2019年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
彩电及音响	96.52	16.05	91.31	14.19	88.73	13.02
空调	107.33	16.72	105.22	14.51	108.39	13.50
冰箱及洗衣机	111.92	16.67	109.87	14.49	107.83	13.52
手机通讯	103.37	10.21	106.86	10.06	102.46	8.56
厨卫家电	80.23	17.10	85.80	17.87	87.60	16.09
IT产品	38.77	9.01	40.53	7.23	41.66	6.08
数码产品	14.96	7.96	14.67	8.04	15.28	7.12
新业务	-	-	27.33	16.72	42.74	14.47

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司门店资源丰富、分布区域广泛，跟踪期内，销售渠道继续下沉，受益于网络与实体零售端的融合以及积极调整门店结构，优化门店区域布局，公司经营平效有所提升

从市场类型来看，公司门店分为一级市场和二级市场两类，一级市场指副省级以上城市市场，二级市场指三、四线城市市场。近年来公司重点布局三、四线下沉市场，一级市场门店占比逐年下降，渠道逐渐下沉。截至2019年末，公司已进入280个地级以上城市²，一级市场和二级市场门店数量³分别为521家和1052家，门店数量仍处于全国领先地位。

² 根据《中国统计年鉴2019》，截至2018年末，中国共有地级行政区划333个，地级市293个。

³ 包含直营店和加盟店。

图表 8 公司门店区域分布情况⁴(单位:家、%) 图表 9 公司直营门店类型构成情况(单位:家)



项目	2017年	2018年	2019年
直营门店数量 (家)	982	1237	1146
经营面积 (万平方米)	315.24	339.87	321.72
经营平效 (元/平方米)	17242.96	17112.13	18485.02

数据来源:公司提供,东方金诚整理

公司门店运营模式主要分为直营和加盟两种模式。2019年,加盟模式成为公司拓展门店的主要模式。直营店方面,公司据门店面积将门店类型划分为旗舰店、标准店和畅品店三类⁵,公司以旗舰店为核心,通过设立综合服务专区、直销区、体验区等方式丰富门店功能,加强客户体验,由此带动周边标准店及畅品店销售。公司直营门店以租赁经营为主,房租价格的波动增加了公司成本控制难度。加盟店模式下,公司以自有渠道向加盟店集中供货,加盟店按进货价格4%支付费用,即公司加盟店业务的毛利率约为4%。公司未来仍将主要以加盟店模式扩张,加盟店模式有利于公司快速抢占下沉市场,但对公司品牌管理提出更高要求。

2019年,为适应其电器零售发展新需求,公司对门店进一步进行调整,对于一级市场旗舰店,以店面升级为主,数量较稳定;对于一些不符合公司连锁发展规划标准的中小型门店(标准店、畅品店)予以关停,并增加三、四线城市下沉市场加盟店,2019年标准店和畅品店数量较上年均有所下降。截至2019年末,公司共有直营店1146家,加盟店427家,其中2019年新增加盟店421家。受益于网络与实体零售端的融合,线上向线下门店引流,以及关停部分不符合公司连锁发展规划标准的中小型门店,优化门店区域布局,2019年公司直营门店经营平效有所提升。同时,公司以“国美·家美·生活美”作为国美新时期品牌主张,依托产品、运营、服务三大能力,向以家为核心的解决方案提供商和服务商转型,进军“家·生活”市场,部分门店新增国美家装、国美动漫、厨空间、玩具和网咖等高频消费的零售周边业务。

跟踪期内,公司加强与国美在线、拼多多、京东等在线电商平台合作的方式向线下门店引流,有利于减弱网络零售和新冠肺炎疫情的冲击

线上业务方面,2019年,公司加大了和关联方国美在线电子商务有限公司(以下简称“国美在线”)的合作,以通过线下体验、线上交易等方式应对网络零售冲击,实现网络与实体零售端的融合,提升经营效率。根据2019年国美控股财报,国美控股线上线下交易总额(GMV)

⁴ 包括加盟店。

⁵ 旗舰店的门店面积为3500㎡以上,标准店的门店面积为2000~3500㎡,畅品店的门店面积为2000㎡以下。

1361.1 亿元。其中，社交电商平台国美美店⁶GMV 同比增长 101%，美店店主达 100 万以上，线上社群数量达到 15 万，覆盖全国大部分城市，服务用户突破 4500 万人。

与其他电商合作方面，继 2018 年国美旗舰店入驻拼多多之后，2020 年 3 月，国美旗舰店正式入驻京东商城，公司将通过京东平台获得极大的流量入口，通过国美旗舰店带动公司线下门店销售。2020 年 4 月，国美控股与拼多多正式达成战略合作，拼多多以总计 2 亿美金的 3 年期可转换债券方式对国美控股进行战略投资，国美将“家·生活”供应链、中大件物流网络、服务解决方案等“零售基建”接入拼多多，为其提供更丰富、高质量的商品与服务。2020 年一季度，新冠肺炎影响对公司线下门店短期业绩冲击较大，公司主要依靠与国美在线、拼多多、京东等在线电商平台合作的方式向线下门店引流，以减弱新冠肺炎疫情的冲击。

公司物流配送由同一控制下关联方安迅科技及安迅物流负责建设及运营，物流配送体系较为完善，股东“零售基建”资源为公司零售业务发展奠定基础

从供应商情况来看，国美电器的供应商主要为家电厂商，2019 年，公司前五大供应商占采购总额的比例为 46.59%，公司供货商集中度较高。结算货款方面，国美电器总部负责与供应商结算货款，供应商货款的支付由各下属子公司自下而上进行申请，由国美电器总部审核。供应商给予公司 14 天~1 个月不等的账期，80%的货款采用票据结算。苹果产品等部分畅销商品需公司预付货款。

图表 10 2019 年公司家用电器及电子产品销售业务前五大供应商情况（单位：亿元、%）

供应商名称	采购金额	采购占比	采购商品种类
青岛海尔股份有限公司	51.59	9.94	冰洗、家电
华为技术有限公司	50.09	9.65	通讯、电脑
美的集团有限公司	47.91	9.23	空调、冰洗
北京神州数据供应链服务有限公司	46.50	8.96	通讯、电脑
珠海格力电器股份有限公司	45.73	8.81	空调、冰洗
合计	241.82	46.59	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

仓储物流服务方面，公司仓储体系仍由同一控制下关联方北京安迅科技有限公司（以下简称“安迅科技”）下属各子公司负责建设和运营。国美电器向安迅科技租赁仓库使用，并向其支付租赁费用，租赁费用计入运营成本。跟踪期内，安迅科技拥有物流基地及分拣仓库情况无变化，截至 2019 年末，共计拥有 3 个物流基地，分别位于沈阳、西安和宁波，2 个自动分拣仓库，分别位于天津和上海。目前安迅科技正在积极建设物流配送体系，为公司零售业务的进一步发展奠定较好的基础，未来安迅科技将在北京、广州、深圳、成都、武汉、天津、哈尔滨、南京、济南等 35 个重要物流节点城市建设物流基地，搭建全国仓储及干线物流网络。预计未来五年，安迅科技在物流基地建设方面支出约每年 5~6 亿元左右。

运营效率方面，2019 年，受经营规模扩大，与关联方应收账款增加影响，公司销售债权周转次数持续下降；由于公司持续优化供应链系统，实现以区域为中心的共享云仓模式，提升了

⁶ 国美美店于 2018 年 7 月开始试运营，是国美共享零售模式的重要产品，美店通过“组团”、“立减”、“超级返”三种核心营销玩法，向消费者提供高品质、低价格的商品；另外，消费者可以切换角色成为卖家，人人都可以通过分享商品而获利。国美线下门店亦可以通过美店分享商品，实现对线下门店引流，实现人效与平效的提升。

库存和配送资源使用效率，优化了电子化合同平台系统和自动采购系统，实现快速采购和精准补货等，2019年，公司存货周转次数同比增加0.74次，存货周转效率有所提升；总资产周转率基本与去年持平。

图表 11 2017年~2019年公司经营效率指标情况（单位：次）

指标	2017年	2018年	2019年
销售债权周转次数	37.20	34.97	30.61
存货周转次数	5.32	5.91	6.65
总资产周转次数	1.29	1.31	1.30

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司治理、管理与发展战略

跟踪期内，公司在治理结构、内部管理与发展战略等方面无重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了2019年合并财务报表。大华会计师事务所（特殊普通合伙）对2019年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

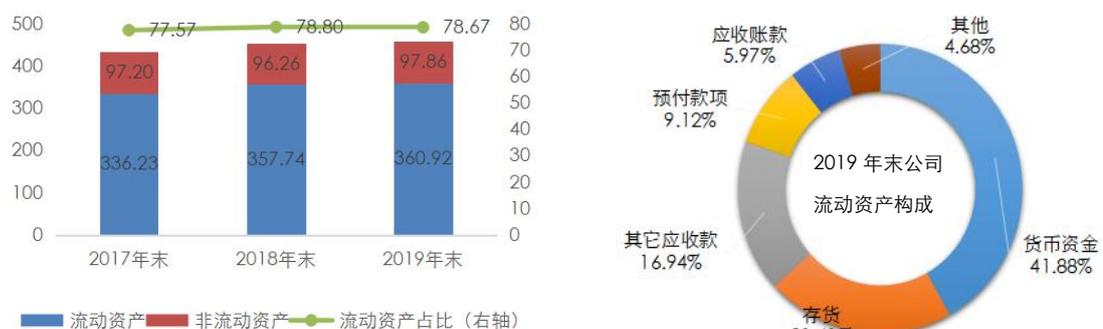
截至2019年末，公司纳入合并范围内直接控股子公司共计14家（详见附件三），较2018年末无变化。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，且仍以流动资产为主，以关联方款项为主的其他应收款对营运资金占用较多，若未来相关子公司受疫情冲击而经营不达预期，规模较大的商誉将面临减值风险，受限资产规模仍较大，对资产的流动性产生一定影响

2019年末，公司资产规模保持增长，资产结构仍以货币资金、存货、其他应收款等流动资产为主。

图表 12 公司资产构成及质量情况（单位：亿元、%）



项目

2017年末

2018年末

2019年末

货币资金	110.23	156.57	151.15
存货	90.67	79.50	77.26
应收账款	16.45	16.05	21.56
其它应收款	64.45	59.41	61.15
预付款项	28.09	29.93	32.90
流动资产合计	336.23	357.74	360.92
商誉	32.02	32.02	32.02
固定资产	25.14	24.16	23.29
可供出售金融资产	15.91	14.78	-
其他债权投资	-	-	13.13
其他权益工具投资	-	-	4.87
长期股权投资	9.10	9.80	8.97
投资性房地产	7.32	7.42	7.85
非流动资产合计	97.20	96.26	97.86
资产总额	433.43	454.00	458.78

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2019年末，公司流动资产同比有所增长，主要由货币资金、存货、其他应收款和预付款项等构成。根据国美控股总部对下属子公司、各类分部资金调拨管理授权的内部文件，以及公司的《资金调拨管理制度》，国美控股及其附属公司的资金均由公司进行统一调拨和使用。公司实际承担国美控股体系内资金调拨中心的职能，因此公司货币资金规模较大。2019年末，公司货币资金同比小幅下降3.46%，仍保持较大规模。主要由银行存款以及使用受限制的其他货币资金构成，公司银行存款以及使用受限制的其他货币资金分别为73.11亿元和77.97亿元，分别占比48.37%和51.58%，受限货币资金规模较大，主要为银行承兑汇票、内保外贷及信用证保证金等；存货主要为公司家用电器及电子产品销售业务经销模式下形成的库存商品，2019年以来，公司不断优化供应链系统，实现了共享云仓模式以提升库存和配送资源使用效率，公司存货规模有所下降，周转效率有所提升，2019年，公司存货周转率6.65次，同比增加0.74次；公司预付账款主要为经销模式预付给供应商的货款，随公司经营规模扩张而增长，2019年末，预付账款同比增长9.94%，账龄主要集中在1年以内，占比98.58%。公司应收账款主要为对国美在线等关联方销售货物形成的应收账款，截至2019年末，公司应收账款账面价值为21.56亿元，同比增长34.33%，账龄在3个月内的占比68.20%，3个月至1年的占比24.68%，1年以上的占比7.12%。2019年末，公司交易性金融资产主要为公司持有的北京中关村科技发展（控股）股份有限公司股票5.44亿及贵州茅台酒股份有限公司股票0.22亿元，均因质押借款而受限。

公司其他应收款主要为与国美电器零售有限公司、国美在线电子商务有限公司等关联企业的往来款，公司未对其他应收账款提取坏账准备。由于公司承担了国美控股内部资金调拨中心的职能，公司与关联方之间存在拆借资金，且规模较大。2019年末，公司其他应收款61.15亿元，同比小幅增长2.93%，前五大其他应收款欠款方均为同一控制下关联公司，占比达到54.28%，集中度较高。从账龄结构来看，账龄在3个月以内的其他应收款占比66.94%，3个月到1年的占比12.15%，1年以上的占比20.91%。公司其他应收款规模仍较大，主要为同一控制下关联

方往来款，占用较多营运资金，对资产的流动性产生一定影响。

2019年末，公司非流动资产同比有所增长，主要由商誉、固定资产、其他债权投资、长期股权投资及投资性房地产等构成。公司商誉主要由收购北京市大中家用电器连锁销售有限公司产生的31.30亿元商誉等构成。公司商誉规模较大，新冠肺炎疫情对家用电器零售短期冲击大，2020年北京市大中家用电器连锁销售有限公司等子公司业绩具有一定不确定性，面临一定商誉减值风险。公司固定资产主要由北京鹏泽置业持有，其中房屋及建筑物占比95%以上，以自有门店为主，规模相对稳定。截至2019年末，公司固定资产账面价值为23.29亿元，同比下降3.61%，主要系2019年计提折旧1.25亿元所致。其中，使用权受限的固定资产账面价值为8.37亿元，占该科目账面价值的35.94%。公司其他债权投资主要为信托产品。公司长期股权投资为主要来自对永乐（中国）电器销售有限公司、国美通讯（浙江）有限公司等企业的股权投资，受被投资方业绩亏损影响，2019年末公司长期股权投资同比有所下降。公司投资性房地产主要为自持物业中用于出租收取租金的部分，以公允价值计量，账面价值稳定增长，截至2019年末，公司投资性房地产账面价值7.85亿元，同比增长5.75%。公司投资性房地产受限账面价值为4.97亿元，占该科目账面价值的63.34%，主要用于银行授信抵押担保。总体看，公司流动资产中存货规模较大，变现能力相对较强，而非流动资产中固定资产及投资性房地产因银行授信抵押担保受限比例较高，抵押融资空间有限。

从资产受限情况来看，截至2019年末，公司受限资产主要包括货币资金、交易性金融资产、固定资产和投资性房地产等科目中使用限制的部分，期末余额合计为96.97亿元，占总资产比重为21.14%，占净资产比重57.50%。受限原因主要为用于保证金、银行质押借款及银行授信抵押担保等。公司受限资产规模较大，流动性受到一定影响。

图表 13 2019 年末公司受限资产构成（单位：亿元、%）

科目	受限资产账面价值	占科目账面价值比重	受限原因
货币资金	77.97	51.58	保证金
交易性金融资产	5.66	100.00	质押借款
固定资产	8.37	35.94	银行授信抵押担保
投资性房地产	4.97	63.34	银行授信抵押担保
合计	96.75	51.59	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

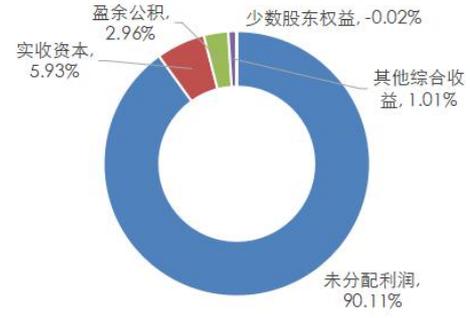
受益于经营积累，跟踪期内，公司所有者权益保持增长，其中未分配利润占比仍较高

2019年末，公司所有者权益保持增长，主要来自未分配利润的增长。同期末，公司所有者权益主要由未分配利润、实收资本和盈余公积构成，其中未分配利润占比达到90.11%，占比高，若未来出现较大规模分红，将对公司所有者权益结构的稳定性产生影响。

图 表 14 公司所有者权益结构情况（单位：亿元）



图 表 15 2019 年末所有者权益构成



项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
实收资本	10.00	10.00	10.00
盈余公积	5.00	5.00	5.00
未分配利润	141.40	145.58	151.97
其他综合收益	2.13	1.23	1.70
归属母公司所有者权益	158.83	161.82	168.68
少数股东权益	-0.03	-0.03	-0.03
所有者权益	158.80	161.79	168.65

数据来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务结构仍以短期有息债务为主，2020 年存在较大集中偿还压力，对外担保金额较大

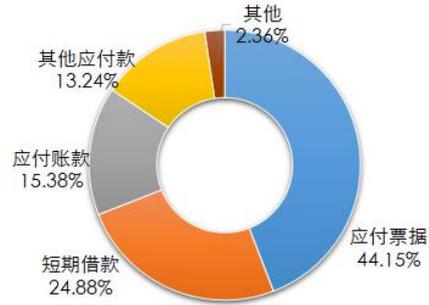
2019 年末，公司总负债为 290.13 亿元，受应付票据减少影响，同比小幅下降 0.72%，负债结构仍以流动负债为主。

2019 年末，公司流动负债同比有所下降。流动负债以短期借款、应付票据、应付账款以及其他应付款等为主。受公司经营规模扩大，日常营运资金需求上升影响，公司短期借款规模快速增长；2019 年末，公司短期借款由保证借款、信用借款及质押借款构成，占比分别为 73.63%、17.24%和 9.13%，主要用于补充营运资金，融资成本为 4.00%~7.00%；公司将应付票据贴现重分类为短期借款(保证借款)，短期借款中应付票据贴现和银行借款分别为 37.16 亿元和 19.89 亿元。公司应付票据全部为银行承兑汇票，应付账款主要为应付货款，随存货周转效率提升，2019 年末二者期末余额有所下降；公司其他应付款主要为应付天津盛源鹏达物流有限公司、永乐（中国）电器销售有限公司等关联公司的往来款。

图 表 16 公司负债规模情况 (单位: 亿元)



图 表 17 2019 年末公司流动负债构成 (亿元)



项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
短期借款	-	42.41	57.04
应付票据	100.13	109.75	101.24
应付账款	37.75	36.98	35.26
其他应付款	37.72	38.88	30.35
流动负债	183.72	234.72	229.31
长期借款	-	-	3.00
应付债券	88.75	54.98	54.75
非流动负债	90.91	57.50	60.82
总负债	274.63	292.22	290.13

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

2019 年末, 公司非流动负债同比有所增长, 非流动负债主要为长期借款和应付债券。2019 年末, 公司新增长期借款 3.00 亿元, 全部为信用借款; 2019 年末, 公司应付债券期末余额 54.75 亿元, 涉及存续债券合计 5 只, 债券余额 61.00 亿元, 规模较大, 其中, “18 国美 01”、“16 国美 01”及“19 国美 01”附有回售条款, 分别可能于 2020 年 12 月、2021 年 1 月及 2021 年 2 月面临回售, 以上债券金额合计 41.00 亿元。

图 表 18 2019 年末公司应付债券明细 (单位: 亿元)

债券简称	债券余额	票面利率	债券期限	起息日	下一回售日 (到期日)
16 国美 01	30.00	7.60	3+2+1	2016-01-07	2021-01-07
16 国美 02	3.00	7.60	3+3	2016-01-28	2022-01-28
16 国美 03	17.00	7.60	3+3	2016-05-10	2022-05-10
18 国美 01	6.00	7.80	2+2+2	2018-12-21	2020-12-21
19 国美 01	5.00	7.80	2+2+2	2019-02-27	2021-02-27
合计	61.00⁷	-	-	-	-

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

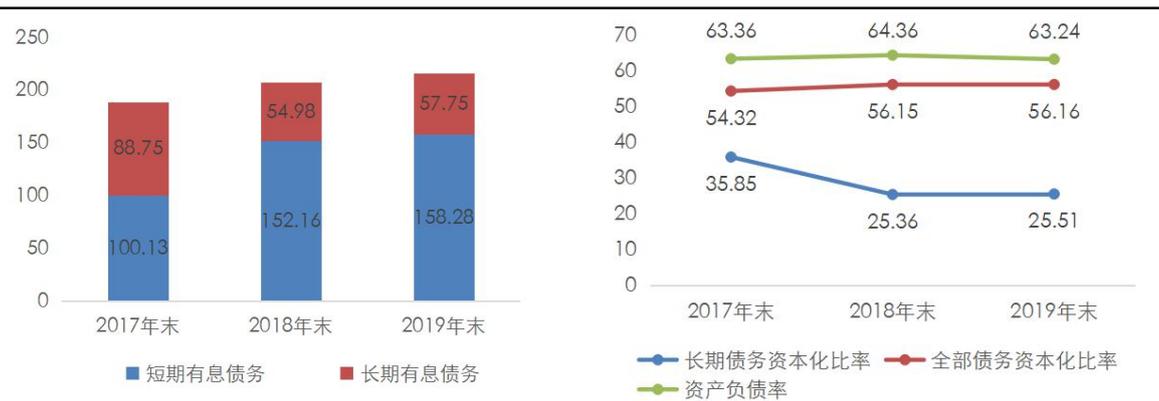
2019 年末, 公司全部债务为 216.04 亿元, 同比增长 4.30%, 其中短期有息债务持续增加, 同期的长期有息债务有所下降。2019 年末, 短期有息债务和长期有息债务占比分别为 73.27% 和 26.73%, 债务结构仍以短期有息债务为主。同期末, 全部有息债务中, 从融资结构和融资成

⁷ 与应付债券科目差额主要为投资人于 2019 年 5 月 10 日回售“16 国美 03”5.44 亿元, 公司通过私募股权基金持有该部分债券, 审计机构认为该部分债券实际由公司持有, 根据会计准则, 未计入应付债券科目。

本来来看，公司借款 60.04 亿元，平均融资成本约为 4.08%；信用债 61.00 亿元，平均融资成本约为 7.64%。同期末，公司资产负债率略有下降，长期债务资本化率以及全部债务资本化率略有增长，公司债务负担变化不大。未来公司主要以加盟店形式扩张，门店支出将由加盟店自身承担，公司资本性支出需求减少，但由于加盟店销售产品由公司统一供货，公司日常备货产生的营运资金需求将进一步增加，短期债务融资需求或将进一步上升，短期债务压力将有所加重。

从债务期限结构上看，以公司 2019 年末有息债务为基础，公司债务主要集中于 2020 年到期，到期债务规模合计 164.28 亿元，短期内存在较大集中偿还压力。

图表 19 2017 年~2019 年末公司债务负担情况（单位：亿元、%）



图表 20 截至 2019 年末公司有息债务期限结构情况⁸（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后	合计
短期借款	57.04	-	-	-	57.04
应付票据	101.24	-	-	-	101.24
长期借款	-	-	-	3.00	3.00
应付债券	6.00	35.00	20.00	-	61.00
合计	164.28	35.00	20.00	3.00	222.28

资料来源：公司提供，东方金诚整理

对外担保方面，截至 2019 年末，公司对外担保余额为 48.19 亿元，全部为公司为关联单位提供的承兑汇票保证金担保（见附件四）。公司对外担保金额较大，占期末净资产的比例为 28.57%，若关联方没有按时履行付款责任，公司将面临一定的或有负债风险。截至报告出具日，公司已对到期担保进行续签。

盈利能力

2019 年，在新业务带动下，公司营业总收入保持增长，受公司降低产品销售价格影响，营业利润率有所下降，疫情对公司 2020 年一季度盈利冲击较大，基于部分地区出台免租金、消费补贴政策以及公司到家服务较为成熟，预计疫情对公司 2020 年全年业绩影响总体可控

⁸ 应付债券金额以债券本金计算，到期时间以下一行权时间计算。

2019年，在新业务收入增加带动下，公司营业总收入保持增长。受家用电器及电子产品销售行业竞争加剧，公司为扩大市场份额，适当降低产品销售价格影响，营业利润率有所下降。公司期间费用率逐年下降，主要受公司关停部分中小门店，以加盟店模式扩张影响，租金、销售人员人工相关费用下降带动销售费用减少，管理人员人工相关费用、办公场所租金下降带动管理费用减少，期间费用整体下行。但由于利息收入减少，2019年公司财务费用有所增长。公司利息收入主要为银行理财、结构性存款、银行承兑汇票保证金等产生的利息，由于2019年公司银行理财频率降低及大部分保证金利息是在2020年初集中清算，利息收入大幅度下降。公司销售费用虽有所下降，但依然呈现较大规模，是期间费用的主要构成部分。公司利润总额规模受非经常性损益影响较大，2019年受理理财产品投资收益及交易性金融资产公允价值变动收益增加影响，利润总额有所回升。同期，公司总资本收益率、总资产收益率以及净资产收益率均同比小幅回升。

2020年2月~3月，由于严格实行新冠肺炎疫情控制措施，公司各地门店停止营业，对公司一季度盈利造成较大冲击。随着疫情得到控制，公司门店也已基本恢复营业，但门店业绩恢复仍需时间，考虑到部分地区出台免租金及消费补贴政策，加上公司依靠社交电商美店、线下门店、国美APP三端数据共享，依托控股股东完善的物流配送体系，到家服务较成熟，叠加与京东、拼多多等电商平台合作，对线下门店的引流作用加强，可以减弱疫情对线下门店销售的影响，预计疫情对公司2020年全年业绩影响总体可控。

图表 21 公司收入及盈利能力 (单位: 亿元、%)



项目	2017年	2018年	2019年
营业总收入	553.09	581.59	594.70
期间费用	69.39	69.44	68.40
其中: 销售费用	47.88	47.01	45.88
管理费用	18.19	18.78	17.36
研发费用	0.21	0.09	0.12
财务费用	3.11	3.56	5.04
其中: 利息支出	4.61	5.74	5.28
利息收入	3.36	4.42	2.79
营业利润	11.10	5.45	6.72
利润总额	11.42	5.61	6.82
总资本收益率	4.04	2.82	2.92
总资产收益率	2.18	1.03	1.30
净资产收益率	5.94	2.88	3.54

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

现金流

2019年, 公司经营性净现金流保持净流入, 但关联交易增加, 风险管理难度有所上升, 对外投资净支出规模较大, 对外部融资存在一定依赖, 疫情将对2020年一季度公司经营性现金流产生负面影响

2019年, 公司经营性净现金流为4.03亿元, 保持净流入。同期, 公司经营活动产生的现金净流出规模较大为92.49亿元, 主要为支付给关联方的往来款。随经营规模扩大, 公司与国美控股内部关联企业之间关联交易逐年增加, 公司内部控制风险管理难度上升。2017年~2019年, 公司销售商品、提供劳务的关联交易分别为115.46亿元、199.07亿元和240.95亿元, 占销售商品、提供劳务交易比重分别为20.88%、34.23%和40.52%; 公司购买商品、接受劳务的关联交易分别为78.61亿元、114.04亿元和101.20亿元, 占购买商品、接受劳务交易比重分别为16.65%、22.69%和19.41%。新冠肺炎疫情期间, 公司线下门店暂停营业, 经营活动产生的现金流入将有所减少, 但仍需支出租金费用, 新冠肺炎疫情将对2020年一季度公司经营性现金流产生负面影响, 考虑到4月公司线下门店虽已基本恢复营业, 但各门店业绩恢复仍需时间, 公司经营性现金流入仍受到一定制约, 预计2020年全年公司第一还款来源经营性净现金流有所下降至2亿元左右, 对刚兑债务的保障程度较弱。

公司投资活动产生的现金流量主要为投资/收回理财产品产生的现金流量，波动较大。2019年投资活动现金净流出规模较大，主要系公司投资理财产品支出的现金大于收回理财产品收到的现金所致。

同期，公司筹资活动净现金流有所增加，主要系随公司经营规模扩张，日常营运资金需求增加，取得借款所收到的现金有所增长所致。

图表 22 公司现金流情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2019年末公司流动比率及速动比率均有所回升。2019年公司经营现金流动负债比为1.76%，同比下降1.03个百分点，对流动负债的保障程度不高。截至2019年末，公司未受限货币资金账面价值为73.18亿元，短期有息债务为164.28亿元，未受限货币资金对短期有息债务覆盖程度为44.55%。

从长期偿债能力指标来看，2019年公司EBITDA分别为14.90亿元，同比略有增长，EBITDA利息倍数小幅回升；2019年，全部债务/EBITDA有所增长，总体债务负担有所上升。

公司融资渠道畅通，截至2019年末，公司获得银行授信总额为283.74亿元，其中未使用139.84亿元，具有一定融资空间。

2020年公司刚兑债务主要由2020年可能面临回售的信用债和有息债务产生的利息构成。截至2019年末，公司将于2020年可能面临回售的信用债规模为6.00亿元以及由全部有息债务综合融资成本约为5.87%，计算得出2020年利息支出约为7.11亿元。由此预计，2020年公司刚兑债务金额约为13.11亿元。

图表 23 公司偿债能力主要指标（%、倍）

指标名称	2017年	2018年	2019年
流动比率	183.01	152.42	157.39
速动比率	133.66	118.54	123.70
经营现金流动负债比	-13.70	2.79	1.76
EBITDA 利息倍数	4.12	2.55	2.82
全部债务/EBITDA	9.95	14.13	14.50

资料来源：公司提供，东方金诚整理

同业比较

与行业对比组企业进行对比，公司资产总额、所有者权益、营业总收入等指标处于较好水平，资产负债率处于中游水平。但公司整体盈利能力及短期偿债能力较弱，总资产收益率及经营现金流负债比处于较低水平。

图表 24 同行业主要指标对比

项目	国美电器	广州商贸集团	长春欧亚	华润万家
资产总额 (亿元)	458.78	143.63	227.60	305.56
所有者权益 (亿元)	168.65	89.23	58.52	54.40
营业总收入 (亿元)	594.70	115.38	167.27	257.02
利润总额 (亿元)	6.82	7.99	8.03	3.06
毛利率 (%)	12.35	13.49	23.57	17.82
总资产收益率 (%)	1.30	4.78	2.63	0.71
资产负债率 (%)	63.24	37.87	74.29	82.20
经营现金流负债比 (%)	1.76	55.14	8.43	8.12

注：以上企业最新主体信用等级均为 AA+/稳定，数据来自广州商贸集团公开披露的 2018 年数据及其他企业公开披露的 2019 年数据，东方金诚整理。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产构成仍以流动资产为主，以关联方款项为主的其他应收款仍对营运资金占用较多，受限资产规模较大，对资产的流动性产生一定影响；若未来相关子公司受疫情冲击而经营不达预期，规模较大的商誉将面临减值风险；公司债务规模持续增长，债务结构仍以短期有息债务为主，2020 年存在较大偿还压力，对外担保金额较大；公司总营业收入保持增长，受公司适当降低产品销售价格影响，营业利润率有所下降；公司关联交易增加，风险管理难度上升；新冠肺炎疫情期间，公司线下门店被迫暂停营业，对公司 2020 年一季度盈利短期冲击较大，随着疫情得到控制，公司门店也已基本恢复营业，但门店业绩恢复仍需时间，考虑到部分地区出台免租金及消费补贴政策以及公司到家服务一定程度上弥补疫情对线下门店销售影响，预计疫情对公司 2020 年全年业绩影响总体可控。

过往债务履约情况

根据公司提供的、由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2020 年 2 月 28 日，公司未结清贷款中不存在关注及不良类记录。截至本报告出具日，公司存续期内债券均按期兑付利息。

抗风险能力及结论

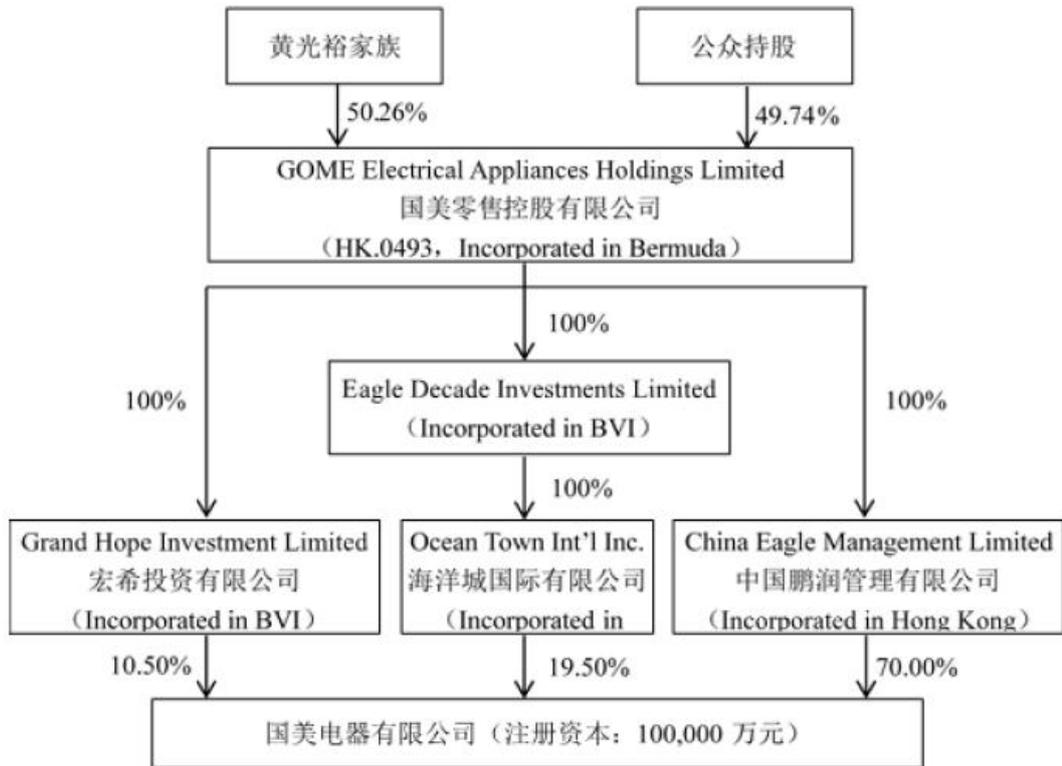
国美电器是国内家电连锁零售业龙头企业，品牌与规模优势突出，门店资源丰富且分布区域广泛，跟踪期内仍保持很强的市场竞争力；跟踪期内，受益于网络与实体零售端的融合以及积极调整门店结构，优化门店区域布局，公司经营平效有所提升；控股股东国美控股物流配送体系较为完善，股东“零售基建”资源为公司零售业务发展奠定基础；跟踪期内，公司加强与国美在线、拼多多、京东等在线电商平台合作的方式向线下门店引流，有利于减弱网络零售和

新冠肺炎疫情的冲击。

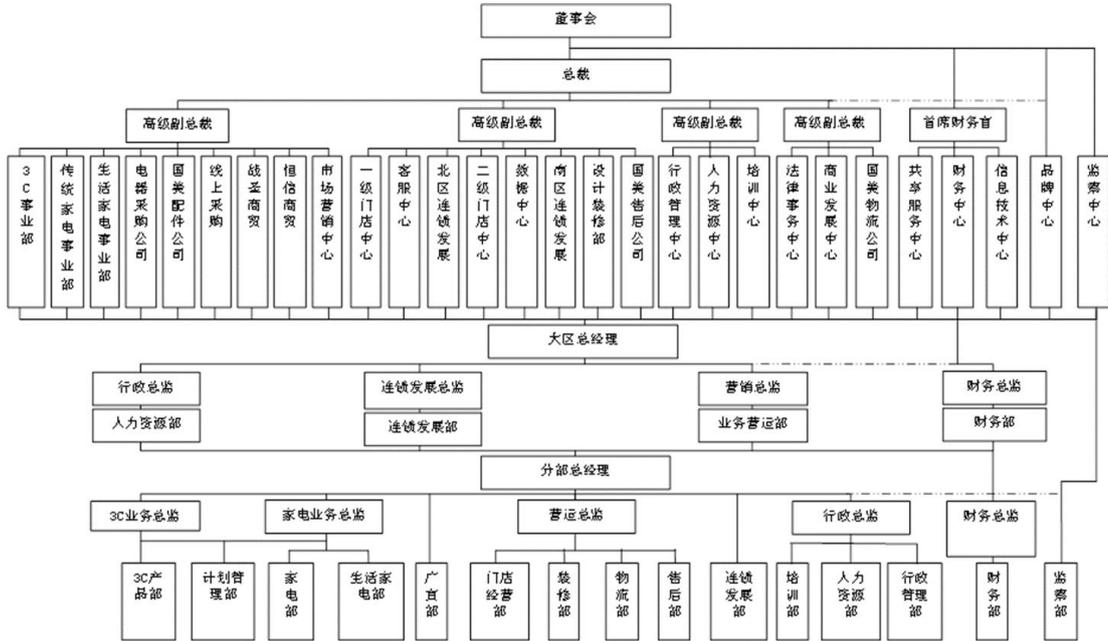
同时，东方金诚关注到，2019年，为扩大市场份额，公司主动降低产品销售价格，家用电器及电子产品销售业务毛利率有所下降；新冠肺炎疫情期间，公司线下门店被迫暂停营业，对公司2020年一季度盈利和经营性现金流冲击较大；若相关子公司受疫情冲击而经营不达预期，规模较大的商誉将面临减值风险，跟踪期内以关联方款项为主的其他应收款仍对营运资金占用较多；跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务结构仍以短期有息债务为主，2020年存在较大集中偿还压力。

综上，东方金诚维持国美电器主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，并维持“16国美01”、“16国美02”、“16国美03”、“18国美01”和“19国美01”的信用等级为AA+。

附件一：截至 2019 年末公司股权结构图



附件二：截至 2019 年末公司组织结构图



附件三：截至 2019 年末公司直接控股子公司情况（单位：%）

序号	子公司名称	主要经营地	注册地	主营业务	持股比例	取得方式
1	西宁国美电器有限公司	西宁市	西宁市	电器销售	100.00	同一控制
2	国美零售有限公司	北京市	北京市	电器销售	100.00	设立
3	北京国美信联商业运营管理有限公司	北京市	北京市	劳务派遣	100.00	同一控制
4	北京国美咨询有限公司	北京市	北京市	咨询服务	100.00	设立
5	北京国美恒信咨询有限公司	北京市	北京市	咨询服务	100.00	设立
6	鹏达商业保理（天津）有限公司	天津市	天津市	保理业务	100.00	设立
7	北京申仁咨询有限公司	北京市	北京市	咨询服务	100.00	非同一控制
8	重庆鹏圣通略商业管理咨询有限公司	重庆市	重庆市	咨询服务	100.00	设立
9	国美资本管理有限公司	北京市	北京市	股权管理	100.00	设立
10	国美网安科技有限公司	北京市	北京市	软件服务	100.00	设立
11	北京国美大数据技术有限公司	北京市	北京市	数据处理	100.00	设立
12	南京鹏泽投资有限公司	南京市	南京市	投资咨询	100.00	非同一控制
13	国美国际贸易（上海）有限公司	上海市	上海市	进出口贸易	100.00	同一控制
14	南方国美电器有限公司	深圳市	深圳市	电器销售	100.00	设立

附件四：截至 2019 年末公司对外担保明细

序号	被担保企业名称	担保金额 (单位：万元)	担保起始日	担保到期日	担保方式
1	永乐（中国）电器销售有限公司	35000.00	2019.2.21	2020.2.20	信用担保
2	永乐（中国）电器销售有限公司	18000.00	2019.2.27	2020.2.26	信用担保
3	永乐（中国）电器销售有限公司	20000.00	2019.1.23	2020.1.22	信用担保
4	徐州市国美家用电器有限公司	2000.00	2019.4.26	2020.4.25	信用担保
5	厦门永乐思文家电有限公司	14000.00	2018.6.5	2020.4.23	信用担保
6	厦门永乐思文家电有限公司	5000.00	2017.6.30	2020.6.27	信用担保
7	厦门永乐思文家电有限公司	2450.00	2018.6.4	2021.7.4	信用担保
8	河南永乐生活电器有限公司	2996.00	2019.4.28	2020.4.27	信用担保
9	河南永乐生活电器有限公司	8000.00	2019.1.24	2020.1.23	信用担保
10	河南永乐生活电器有限公司	10000.00	2019.2.20	2020.2.19	信用担保
11	河南永乐生活电器有限公司	10000.00	2018.9.29	2019.9.29	信用担保
12	国美零售控股有限公司	50000.00	2017.02.24	2020.1.25	信用担保
13	国美零售控股有限公司	50000.00	2017.02.24	2020.1.25	信用担保
14	国美零售控股有限公司	50000.00	2017.02.24	2020.1.25	信用担保
15	国美零售控股有限公司	50000.00	2017.02.24	2020.1.25	信用担保
16	国美零售控股有限公司	154500.00	2018.02.01	2020.11.11	信用担保
合计		481946.00	-	-	-

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

附件五：公司主要财务数据及指标

项目名称	2017年	2018年	2019年
主要财务数据及指标			
资产总额 (亿元)	433.43	454.00	458.78
所有者权益 (亿元)	158.80	161.79	168.65
负债总额 (亿元)	274.63	292.22	290.13
短期债务 (亿元)	100.13	152.16	158.28
长期债务 (亿元)	88.75	54.98	57.75
全部债务 (亿元)	188.87	207.14	216.04
营业收入 (亿元)	553.09	581.59	594.70
利润总额 (亿元)	11.42	5.61	6.82
净利润 (亿元)	9.44	4.66	5.96
EBITDA (亿元)	18.99	14.66	14.90
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	-25.18	6.54	4.03
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-17.80	5.41	-16.66
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-8.98	6.97	11.18
毛利率 (%)	14.65	13.57	12.35
营业利润率 (%)	14.32	13.31	12.13
销售净利率 (%)	1.71	0.80	1.00
总资本收益率 (%)	4.04	2.82	2.92
净资产收益率 (%)	5.94	2.88	3.54
总资产收益率 (%)	2.18	1.03	1.30
资产负债率 (%)	63.36	64.36	63.24
长期债务资本化比率 (%)	35.85	25.36	25.51
全部债务资本化比率 (%)	54.32	56.15	56.16
货币资金/短期债务 (%)	110.09	102.90	95.50
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-22.75	5.77	-5.85
流动比率 (%)	183.01	152.42	157.39
速动比率 (%)	133.66	118.54	123.70
经营现金流动负债比 (%)	-13.70	2.79	1.76
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.12	2.55	2.82
全部债务/EBITDA (倍)	9.95	14.13	14.50
应收账款周转率 (次)	37.46	35.79	31.63
销售债权周转率 (次)	37.20	34.97	30.61
存货周转率 (次)	5.32	5.91	6.65
总资产周转率 (次)	1.29	1.31	1.30
现金收入比 (%)	114.40	116.07	114.95

附件六：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{利润总额} \times 100\%$
偿债能力指标	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营效率指标	
销售债权周转次数	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期债券发行额度(倍)	$\text{EBITDA} / \text{本期债券发行额度}$
经营活动现金流入量偿债倍数	$\text{经营活动产生的现金流入量} / \text{本期债券发行额度}$
经营活动现金流量净额偿债倍数	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{本期债券发行额度}$
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{本期债券发行额度}$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他有息债务

短期有息债务=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+其他有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

附件七：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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，表示略高或略低于本等级。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度,东方金诚将在“16 国美 01”、“16 国美 02”、“16 国美 03”、“18 国美 01”和“19 国美 01”的存续期内密切关注国美电器有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项,实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次,在国美电器有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内,出具定期跟踪评级报告;不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动,并在启动日后 10 个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间,东方金诚将向国美电器有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查,国美电器有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如国美电器有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时,东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定,同时在交易所网站、东方金诚网站(<http://www.dfratings.com>)和监管部门指定的其他媒体上予以公告,且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司

2020年5月27日



权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。