



# 北京居然之家投资控股集团有限公司 主动评级报告

信用等级: A+<sub>pi</sub> 信用展望: 稳定  
评级时间: 2021年09月30日

主要经营指标	2017	2019	2019	2020Q1
加盟商场收入(亿元)	45	73.42	73.42	1.04
直营商场收入(亿元)	70.62	77.55	75.82	16.7
主要财务指标	2017	2018	2019	2020H1
现金类资产(亿元)	26.83	48.62	52.94	52.19
资产总额(亿元)	311.93	472.73	561.23	563.68
所有者权益(亿元)	84.25	202.53	231.83	229.68
短期债务(亿元)	17.44	76.99	47.36	49.14
全部债务(亿元)	95.01	121.38	144.51	160.25
营业总收入(亿元)	98.25	101.19	94.44	40.41
利润总额(亿元)	18.56	25.29	36.30	4.44
EBITDA(亿元)	25.95	35.17	45.50	-
经营净现金流(亿元)	23.80	26.34	35.72	-3.14
营业毛利率(%)	46.75	56.71	46.57	36.78
EBIT 利润率(%)	22.27	30.02	46.30	-
总资产报酬率(%)	7.89	7.74	8.46	-
资产负债率(%)	72.99	57.16	58.69	59.25
全部债务资本化比率(%)	53.00	37.47	38.40	41.10
流动比率(倍)	0.57	0.81	0.83	0.86
现金类资产/短期债务(倍)	1.54	0.63	1.12	1.06
全部债务/EBITDA(倍)	3.66	3.45	3.18	-
EBITDA 利息保障倍数(倍)	7.80	6.14	5.56	-

资料来源: 公开资料, 公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年上半年财务报表。

## 市场服务

电话: 010-88090123

**免责声明:** 1、本报告为主动评级报告, 报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息, 未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料, 中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责; 2、本报告用于相关决策参考, 并非是某种决策的结论、建议等; 3、本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下, 不得在任何披露文件中被援引或提及, 中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任; 4、未经中债资信书面同意的情况下, 不得作为任何债券或证券发行文件的一部分予以披露、不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及, 不得为投资人或其他任何人士所依赖。

## 评级结论

北京居然之家投资控股集团有限公司(以下简称“居然之家”或“公司”)成立于 1999 年 2 月, 经历多次变更和股权转让后控股股东为北京中天基业投资管理有限公司(持股比例为 72.98%), 实际控制人为自然人汪林朋。公司主营家居建材商场业务, 短期内业务结构将保持稳定。中债资信认为, 家具建材行业受房地产行业景气度影响较大, 公司是中国知名的家居建材流通企业, 具有较强品牌和规模优势, 和阿里巴巴合作后业务快速扩张, 但需关注金融业务相关风险敞口, 整体经营风险较低。财务方面, 公司盈利能力和经营获现能力较强, 疫情冲击下对盈利能力产生短期影响, 资金平衡对外部融资依赖度较高, 阿里巴巴入股后债务负担明显下降, 目前债务负担较强, 长短期偿债指标均表现尚可, 整体财务风险较低。外部支持无明显增信作用。综合上述因素, 中债资信对公司主体信用风险评价为 A+<sub>pi</sub>, 信用展望为稳定。

## 评级要素

### ■ 经营风险要素

- 行业风险: 家具消费市场受房地产行业景气度影响较大, 行业竞争激烈, 进入门槛低, 各企业市场份额均很小。随着国内家居企业的扩张和国际大型家居集团陆续进入, 国内家居商场竞争加剧。
- 规模和市场地位: 公司是我国门店数量、资产规模领先的家居建材连锁商场, 具有较强品牌和规模优势。截至 2020 年 3 月末, 公司共经营管理 355 家建材商场连锁店面, 总营业面积(出租面积)超过 13,893.27 万平方米, 具有较强的品牌和规模优势。
- 业务模式: 业务主要分为直营店和加盟店, 其中, 直营店分为自有店和租赁店; 近年来, 伴随阿里巴巴入股, 公司逐步转型新零售, 门店数量增长迅速。直营店方面, 截至 2019 年末, 直营店共 91 家, 以北方地区为主, 可供租赁面积约为 470.72 万平方米, 近年来出租率始终超过 97%, 保持很高水平; 公司坚持“轻资产”运营模式, 同期自有物业仅 13 家, 主要位于山西、东北地区, 其余均为租赁物业共 78 家, 公司一般与业主签订 15~20 年的租赁合同, 每 3 年上调 5%或每 5 年上调 8%, 需关注租金上涨对公司经营带来的影响。加盟店方面, 2019 年末共 264 家, 可供租赁面积约为 766.45 万平方米, 出租率约为 93.40%, 处于较高水平, 以公司委派员工参与运营管理为运营模式, 赚取加盟费、权益金和委托管理费, 但相比于自营店坪效偏低, 整体加盟费收入亦处于较低水平。
- 金融业务: 除家居建材商场业务外, 公司还从事小额贷款、保理等业务, 主要为产业链内服务, 与物业方、商户等上下游业务往来。但公开资料对该业务披露较少, 需关注相关风险敞口。

●发展战略：近年来公司扩张迅速，近3年“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”科目平均约35亿元；此外，2018年8月，公司以72亿元收购广东德骏，间接取得华汇亚辰（居然之家北京北四环店所在物业）40%股权，资本支出规模大，后续需持续关注此项投资的回报情况。截至2020年3月末，公司主要有5个在建工程，计划总投资94.59亿元，已完成投资48.56亿元，2020~2022年合计计划投资46.03亿元；同期，公司拥有1个拟建项目，计划投资3.40亿元。整体看，公司未来投资规模仍较大，需关注新增门店未来收益实现情况。

●重大事项：2018年2月，公司核心子公司北京居然之家家居新零售连锁集团有限公司（以下简称“居然新零售”）获得阿里巴巴等16家机构的130亿战略投资，并与阿里巴巴在智慧门店改造、业态整合（如盒马鲜生进驻）、线上线下载射等方面展开合作。受益于此，公司业务发展迅速，门店扩展明显。2019年12月，居然新零售借壳武汉中商集团股份有限公司（以下简称“武汉中商”，000785.SZ）实现上市。2020年5月，公司拟定增45.6亿元用于门店装修改造、智慧零售、大数据平台、京津冀智慧物流园二期等项目建设以及补充流动资金，2020年11月20日，居然新零售完成非公开发行股票事项，发行数量5.09亿股，募资总额35.95亿元，其中14.75亿元用于门店改造、4亿元投入智慧零售项目、2.7亿元投入大数据平台建设项目、4.5亿元用于京津冀智慧物流园二期、10亿元用于补充流动资金等。发行完成后，公司及其一致行动人霍尔果斯慧鑫达建材有限公司、汪林朋的合计持股比例由非公开发行前的61.94%降至57.11%，控股股东及实际控制人不变。

#### ■ 财务风险要素

●资产质量：公司资产主要由货币资金、其他权益工具投资和投资性房地产组成。其中，投资性房地产按照未来收益法计算公允价值，近年来账面价值呈稳定上升趋势，截至2020年6月末共185.67亿元，过半已抵质押（2019年末抵押为97.81亿元），需关注未来收益实现情况；公司72亿元收购的广东德骏100%股权记入其他权益工具投资。此外，公司应收账款近年来持续增长，主要系金融业务产生的经营性贷款，需关注相关风险敞口。截至2019年末，公司受限资产141.68亿元，占同期末总资产的25.25%，占比较高。整体看，公司资产质量尚可。

●盈利能力和现金流：公司营业收入有所波动，2019年因确认收入方式变化，收入规模同比微降。公司期间费用收入比较高但呈波动下降趋势，经营性业务利润波动增长，投资收益和公允价值变动收益为公司利润提供补充。近年来，公司总资产报酬率在7%以上，整体盈利能力较强。2020年以来线下门店受疫情冲击影响较大，公司近一期的盈利能力有所弱化，需关注公司后续盈利恢复情况。现金流方面，公司近年来现金收入比平均在100%以上，经营现金流保持稳定增长，经营获现能力较强，但仍无法覆盖持续的大规模投资

需求，资金平衡对外部融资依赖度较高。受疫情影响，近一期的经营净现金流呈净流出。近年来发行债券期限普遍偏长、融资成本可控，整体看各渠道融资相对畅通；随着阿里巴巴入股及借壳上市，公司融资环境有所改善，整体看，筹资压力可控。

●资本结构和偿债指标：随着持续大规模投资，公司债务规模快速增长，截至 2020 年 6 月末为 160.25 亿元；但受益于阿里巴巴 2018 年入股，公司资产负债率大幅下降，截至 2020 年 6 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 59.25% 和 41.10%，债务负担较轻。截至 2020 年 6 月末，公司现金类资产/短期债务为 1.06，（现金类资产+存货+投资性房地产-预收账款）/全部债务为 1.89，长短期偿债指标表现尚可。截至 2019 年末，公司剩余银行授信 86.14 亿元，流动备用性较充足。公司债务主要集中在母公司，截至 2020 年 6 月末，非上市板块有息债务为 113.37 亿元，而货币资金仅为 14.73 亿元，但其对上市公司的股权还未进行质押，上市公司市值（6 月末约 155 亿）可覆盖母公司层面有息债务，整体偿债压力可控。

#### ■ 外部支持

公司实际控制人为自然人汪林朋，外部支持无明显增信作用。

## 附件一：

## 信用等级符号及含义

中债资信评估有限责任公司主体评级业务采用的信用等级符号是对受评主体违约风险的评价，整个等级符号体系划分为四等十级，主动评级时以“pi”下标标注。主动评级业务采用的主体信用等级符号分别为 AAA<sub>pi</sub>、AA<sub>pi</sub>、A<sub>pi</sub>、BBB<sub>pi</sub>、BB<sub>pi</sub>、B<sub>pi</sub>、CCC<sub>pi</sub>、CC<sub>pi</sub>、C<sub>pi</sub>、D<sub>pi</sub>，其中 AAA<sub>pi</sub> 至 B<sub>pi</sub> 级别可用“+”或“-”符号进行微调，表示在本等级内略高或略低于中等水平。各等级符号的含义如下：

等级符号	等级含义
AAA <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般。
BB <sub>pi</sub>	偿还债务的能力较弱，受不利经济环境的影响很大，违约风险较高。
B <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	主体基本无法偿还债务，未来一段时间内将发生违约。
CC <sub>pi</sub>	主体基本难以偿还债务，短期内将发生违约。
C <sub>pi</sub>	主体已发布债务兑付风险提示、申请破产等情况，表示主体即将违约。
D <sub>pi</sub>	主体已经违约。

## 信用评级报告声明

（一）本报告为主动评级报告，报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）无法对引用资料的真实性及完整性负责。

（二）中债资信对北京居然之家投资控股集团有限公司（以下简称“受评主体”）的信用等级评定是依据中债资信内部评级程序要求、以中债资信的评级方法为依据，在参考评级模型处理结果的基础上，通过信用评审委员的专业经验判断而确定的。本报告所依据的评级方法、评级模型和评级程序在中债资信官方网站公开披露。

（三）中债资信所评定的受评主体信用等级仅反映受评主体违约可能性的高低，并非是对其是否违约的直接判断。

（四）中债资信所评定的受评主体信用等级反映的是中债资信对受评主体长期信用质量的判断，是中债资信对受评主体未来一个经济周期经营风险和财务风险综合评估的结果，而不是仅反映评级时点受评主体的信用品质。

（五）本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下，不得在任何披露文件中被援引或提及，中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任；未经中债资信书面同意的情况下，不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露、不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。

（六）中债资信及其相关信用评级分析师、信用评审委员与受评主体之间，不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系；本报告的评级结论是中债资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，中债资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、独立、公正的原则，未因受评主体和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

（七）本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

（八）本报告所评定的信用等级自评级报告出具之日起一年内有效。

（九）本报告版权归中债资信所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。