

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2019]200 号

国美电器有限公司：

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司及发行的“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。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，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”的信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司
二零一九年六月二十四日



信用等级公告

东方金诚债跟踪评字 [2019]200 号

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对国美电器有限公司及其发行的“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。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持国美电器有限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+。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年六月二十四日



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构成委托关系外，东方金诚、评级人员与国美电器有限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。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚工商企业信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由国美电器有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 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，未受国美电器有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- “16 国美 01”、“16 国美 02”、“16 国美 03”“18 国美 01”和“19 国美 01”信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在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。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司



国美电器有限公司

主体及相关债项2019年度跟踪评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2019】200号

主体信用

跟踪评级结果 AA+ 评级展望 稳定

上次评级结果 AA+ 评级展望 稳定

存续债项信用

债项简称	发行额 (亿元)	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
16 国 美 01	30.00	2016.1.7~ 2022.1.7	AA+	AA+
16 国 美 02	3.00	2016.1.28~ 2022.1.28	AA+	AA+
16 国 美 03	17.00	2016.5.10~ 2022.5.10	AA+	AA+
18 国 美 01	6.00	2018.12.21~ 2024.12.21	AA+	AA+
19 国 美 01	5.00	2019.2.27~ 2025.2.27	AA+	AA+

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”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”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。

评级时间

2019 年 6 月 24 日

上次评级时间

债项简称	上次评级时间
16 国美 01	2018 年 6 月 22 日
16 国美 02	2018 年 6 月 22 日
16 国美 03	2018 年 6 月 22 日
18 国美 01	2018 年 7 月 9 日
19 国美 01	2019 年 2 月 22 日

评级小组负责人

谭亮

评级小组成员

薛梅 刘琦

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）认为，国美电器有限公司（以下简称“国美电器”或“公司”）是国内家电连锁零售业的龙头企业，跟踪期内，销售额仍处于全国领先地位，品牌与规模优势突出，保持很强的市场竞争力；公司门店资源丰富、分布区域广泛，跟踪期内，公司畅品店数量同比大幅增长，门店数量处于全国领先地位；公司物流配送体系逐步健全，为零售业务的发展提供较好支撑；2018 年，受益于销售回款增长和部分往来款的收回，公司经营性净现金流显著改善。

同时，东方金诚关注到，未来门店与物流配送体系建设投资规模较大，公司资本性支出将进一步增加；2018 年，受长期股权投资和股票等金融资产投资损失影响，公司利润总额大幅减少，盈利水平有所下降；跟踪期内，公司商誉规模仍较大，若未来相关子公司经营不达预期，存在商誉减值风险；公司短期有息债务显著增长推动全部债务规模扩大，存在集中偿付压力。

综合考虑，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+。

主体信用

跟踪评级结果 AA+ 评级展望 稳定

上次评级结果 AA+ 评级展望 稳定

存续债项信用

债项简称	发行额(亿元)	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 国美 01	30.00	2016.1.7~2022.1.7	AA+	AA+
16 国美 02	3.00	2016.1.28~2022.1.28	AA+	AA+
16 国美 03	17.00	2016.5.10~2022.5.10	AA+	AA+
18 国美 01	6.00	2018.12.21~2024.12.21	AA+	AA+
19 国美 01	5.00	2019.2.27~2025.2.27	AA+	AA+

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”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”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。

评级时间

2019 年 6 月 24 日

上次评级时间

债项简称	上次评级时间
16 国美 01	2018 年 6 月 22 日
16 国美 02	2018 年 6 月 22 日
16 国美 03	2018 年 6 月 22 日
18 国美 01	2018 年 7 月 9 日
19 国美 01	2019 年 2 月 22 日

评级小组负责人

谭亮

评级小组成员

薛梅 刘琦

邮箱: dfjc-gs@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-62299803

地址: 北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

主要数据和指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额(亿元)	421.32	433.43	454.00
所有者权益(亿元)	149.32	158.80	161.79
全部债务(亿元)	189.32	188.87	207.14
营业总收入(亿元)	510.06	553.09	581.59
利润总额(亿元)	11.52	11.42	5.61
EBITDA(亿元)	20.34	18.99	14.66
营业利润率(%)	15.80	14.32	13.31
净资产收益率(%)	6.43	5.94	2.88
资产负债率(%)	64.56	63.36	64.36
全部债务资本化比率(%)	55.91	54.32	56.15
流动比率(%)	183.30	183.01	152.42
全部债务/EBITDA(倍)	9.31	9.95	14.13
EBITDA 利息倍数(倍)	9.60	4.12	2.55

注:表中数据来源于经审计的公司 2016 年~2018 年合并财务报告;2016 年和 2017 年数据分别为经追溯调整的 2017 年和 2018 年期初数。

优势

- 公司是国内家电连锁零售业的龙头企业,跟踪期内,销售额仍处于全国领先地位,品牌与规模优势突出,保持很强的市场竞争力;
- 公司门店资源丰富、分布区域广泛,跟踪期内,公司畅品店数量同比大幅增长,门店数量处于全国领先地位;
- 公司物流配送体系逐步健全,为零售业务的发展提供较好支撑;
- 2018 年,受益于销售回款增长和部分往来款的收回,公司经营性净现金流显著改善。

关注

- 未来门店与物流配送体系建设投资规模较大,公司资本性支出将进一步增加;
- 2018 年,受长期股权投资和股票等金融资产投资损失影响,公司利润总额大幅减少,盈利水平有所下降;
- 跟踪期内,公司商誉规模仍较大,若未来相关子公司经营不达预期,存在商誉减值风险;
- 公司短期有息债务显著增长推动全部债务规模扩大,存在集中偿付压力。

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 2018 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。截至 2018 年末，公司注册资本 10.00 亿元，其中中国鹏润管理有限公司（以下简称“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。香港证券交易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”）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，公司实际控制人为自然人黄光裕。

国美电器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。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（含税）位列第二，处于全国领先地位，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 2018 年末，国美电器（合并）资产总额为 454.00 亿元，所有者权益为 161.79 亿元，资产负债率为 64.36%，纳入合并报表范围内的子公司 108 家。2018 年，公司实现营业收入 581.59 亿元，利润总额为 5.61 亿元。

债券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

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）

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 2019 年 1 月 6 日、“16 国美 02”2016 年 1 月 28 日至 2019 年 1 月 27 日和“16 国美 03”2016 年 5 月 10 日至 2019 年 5 月 9 日期间的利息，“18 国美 01”和“19 国美 01”尚未到本息偿付日。跟踪期内，“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

宏观经济

2019 年一季度宏观经济运行好于预期，GDP 增速与上季持平；随着积极因素逐渐增多，预计二季度 GDP 增速将稳中有升，上半年经济下行压力趋于缓解

今年宏观经济开局好于市场普遍预期。据初步核算，1~3 月国内生产总值为 213433 亿元，同比增长 6.4%，增速与上季持平，结束了此前的“三连降”，主要原因是当季货物贸易顺差同比扩大，净出口对经济增长的拉动力增强，抵消了投资和消费拉动力下滑的影响。值得注意的是，随着逆周期政策效果显现，中美贸易谈判进展良好带动市场预期改善，3 月投资和消费同步回暖，经济运行的积极因素正在逐渐增多。

工业生产边际改善，企业利润下降。1~3 月规模以上工业增加值同比增长 6.5%，增速较上年全年加快 0.3 个百分点。其中，3 月工业增加值同比增长 8.5%，较 2 月当月同比增速 3.4%大幅反弹，这一方面受春节错期影响，同时也与当月制造业 PMI 重回扩张区间相印证，表明制造业景气边际改善，逆周期政策带动效果较为明显。受 PPI 涨幅收窄影响，今年 1~2 月工业企业利润同比下降 14.0%，结束此前两年高增，但后期增值税下调或将缓解企业利润下行压力。

固定资产投资增速整体回升。1~3 月固定资产投资同比增长 6.3%，增速较上年全年加快 0.4 个百分点。具体来看，基建补短板力度加大带动基建投资增速小幅上升，1~3 月同比增长 4.4%，增速较上年全年加快 0.6 个百分点。在前期新开

工高增速支撑下，1~3月房屋施工面积增速加快，推动同期房地产投资同比增速较上年全年加快2.3个百分点至11.8%。最后，因利润增速下滑、外需前景走弱影响企业投资信心，1~3月制造业投资同比增长4.6%，增速较上年全年下滑4.9个百分点。

商品消费整体偏弱，企稳反弹迹象已现。1~3月社会消费品零售总额同比增长8.3%，增速不及上年全年的9.0%，汽车、石油制品和房地产相关商品零售额增速低于上年是主要拖累。不过，从边际走势来看，1~2月社零增速企稳，3月已有明显回升，背后推动因素包括当月CPI上行，个税减免带动居民可支配收入增速反弹，以及市场信心修复带动车市回暖。1~3月CPI累计同比上涨1.8%，涨幅低于上年全年的2.1%；因猪肉、鲜菜等食品价格大涨，3月CPI同比增速加快至2.3%。

净出口对经济增长的拉动力增强。以人民币计价，1~3月我国出口额同比增长6.7%，进口额增长0.3%，增速分别较上年全年下滑0.4和12.6个百分点。由于进口增速下行幅度更大，一季度我国对外贸易顺差较上年同期扩大75.2%，带动净出口对GDP增长的拉动率反弹至1.5%，较上季度提高1.0个百分点。

东方金诚预计，二季度基建领域补短板、减税降费等积极财政政策效应将持续显现，叠加市场预期改善推动商品房销售回暖、汽车销量增速反弹，以及对外贸易顺差仍将延续等因素，预计二季度GDP增速将持平于6.4%，不排除小幅反弹至6.5%的可能，这意味着上半年经济下行压力趋于缓解。

政策环境

M2和社融存量增速触底反弹，“宽信用”效果显现，货币政策宽松步伐或将有所放缓

社会融资规模大幅多增，货币供应量增速见底回升。1~3月新增社融累计81800亿，同比多增23249亿，主要原因是表内信贷大幅增长以及表外融资恢复正增长，表明“宽信用”效果进一步显现。此外，1~3月新增企业债券融资及地方政府专项债也明显多于上年同期，体现债市回暖及地方政府专项债发行节奏加快带来的影响。在社融同比多增带动下，3月底社融存量同比增速加快至10.7%，较上年末提高0.9个百分点。3月末，广义货币（M2）余额同比增长8.6%，增速较上年末提高0.5个百分点，主要原因是一季度流向实体经济的贷款大幅增加，以及财政支出力度加大带动财政存款同比多增。3月末，狭义货币（M1）余额同比增长4.6%，增速较上年末提高3.1个百分点，表明实体经济活跃程度有所提升。

货币政策宽松步伐或将边际放缓。一季度各项金融数据均有明显改善，表明前期各类支持实体经济融资政策的叠加效应正在体现。考虑到伴随中美贸易谈判取得积极进展，市场信心持续恢复，宏观经济下行压力有所缓和，金融数据反弹或促使监管层放缓货币政策边际宽松步伐，二季度降准有可能延后，降息预期也有所降温，而定向支持民营、小微企业融资政策还将发力。

减税带动财政收入增速走低，财政支出力度加大，更加积极的财政政策将在减税降费和扩大支出两端持续发力

1~3 月财政收入累计同比增长 6.2%，增速较上年同期下滑 7.4 个百分点，体现各项减税政策及 PPI 涨幅收窄等因素的综合影响。其中，税收收入同比增长 5.4%，增速较上年同期下滑 11.9 个百分点；非税收入同比增长 11.8%，增速较上年同期高出 19.3 个百分点，或与央企利润上缴幅度增大有关。1~3 月财政支出累计同比增长 15.0%，增速高于上年同期的 10.9%，基建相关支出整体加速。

2019 年政府工作报告明确将实施更大规模的减税，全年减税降费规模将达到约 2 万亿，高于 2018 年的 1.3 万亿。4 月起，伴随新一轮增值税减税的实施，财政收入增长将面临更大的下行压力。支出方面，2019 年基建补短板需求增大，二季度基建相关支出力度有可能进一步上升，而科技、教育、社保和就业等民生类支出也将保持较快增长，财政支出将保持较高强度。总体上看，今年财政政策在稳定宏观经济运行中的作用将更加突出。

行业及区域经济环境

国美电器主要从事家用电器及电子产品销售业务，所属行业为零售行业。

零售行业

2018 年，消费仍为拉动国内经济增长的主要动力，受宏观经济增速放缓影响，社会零售品总额增速继续下降

作为我国第三产业中市场化程度较高的行业，零售行业在国内城镇居民收入和消费水平不断提高的带动下，行业总体保持了持续增长态势。但近年来受宏观经济增速放缓影响，行业增速亦有所放缓。

2018 年，我国 GDP 增速为 6.6%，同比下降 0.2 个百分点；社会消费品零售总额为 38.10 万亿元，扣除价格因素，同比实际增长 6.90%，增速同比下降 0.9 个百分点，最终消费支出对 GDP 增长的贡献率为 76.20%，同比提升 17.4 个百分点，仍为拉动国内经济增长的主要动力。2019 年一季度，我国 GDP 增速为 6.4%，同比下降 0.4 个百分点；社会消费品零售总额 9.78 万亿元，同比实际增长 6.90%，增速进一步减缓 1.2 个百分点。

图 1：2007 年~2018 年及 2019 年 1~5 月我国社会消费品零售总额及其增速

单位：亿元、%



资料来源：Wind，东方金诚整理

我国零售行业市场集中度偏低，市场竞争激烈，“新零售”业态和门店小型化成为零售行业发展的主要趋势

我国零售行业市场集中度偏低，市场竞争激烈，行业多业态竞争格局日益明显。2018年我国连锁百强企业销售规模为2.4万亿元，同比增长7.7%，占社会消费品零售总额的6.3%，同比提升0.29个百分点。

2013年~2018年，我国移动电商用户规模从2.9亿人增长至4.7亿人，网络零售总额占社会消费品零售总额的比重也从8.12%提升至23.64%，网络零售业务模式的快速发展给传统零售业带来了较大冲击。但由于基数不断增大以及线上活跃客户获取成本的增加，近年来网络零售总额增速持续下降，为此线上企业开始向线下渗透。阿里巴巴收购银泰百货、高鑫零售、三江购物部分股份，打造实体生鲜体验店盒马鲜生；京东收购永辉超市部分股份，开设京东便利店和实体生鲜体验店7-Fresh。传统实体零售企业在物业成本、渠道费用的攀升下也试图转型，通过以互联网企业为依托对商品的生产、销售以及供应链进行升级改造。线上线下融合的新零售业态成为零售行业发展的主要趋势。

目前，便利店、精品超市、社区型购物中心等投资成本低，成熟周期短的社区零售商业成为零售企业寻求转型升级的重要方向。在连锁百强各业态中，便利店增速遥遥领先，2018年，便利店百强企业销售规模同比增长21.10%，门店数量增长18.00%，新增门店11944个，占百强新增门店总数的62.50%，去除便利店门店因素，百强门店增速9.1%，与上年持平。

表 1：2018 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	0.00
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：中国连锁经营协会，东方金诚整理

业务运营

跟踪期内，公司营业收入和毛利润仍主要来自家用电器及电子产品销售业务，受门店改造影响，公司销售产品类别增加，营业收入同比有所增长，毛利润和毛利率均小幅下降

国美电器是国内家电连锁零售的龙头企业，经营业务主要为家用电器及电子产品销售业务。2018 年，公司合并了国美定制（天津）家电有限公司，因该合并属于同一控制下的企业合并，公司追溯调整了 2017 年财务报表。

2018 年，公司营业收入为 581.59 亿元，同比增长 5.15%，主要系公司对现有门店进行改造，销售产品类别增加，新增国美家装、国美动漫、厨空间、玩具和网咖等业务所致。从收入构成来看，家用电器及电子产品销售业务仍是公司收入的主要来源，2018 年，家用电器及电子产品销售业务占公司营业收入的比重为 99.05%。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，占比较小。

表 2：2016 年~2018 年国美电器营业收入、毛利润和毛利率构成情况

单位：亿元、%

业务板块	2016 年		2017 年 ²		2018 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	503.37	98.69	546.92	98.88	576.09	99.05
其他业务	6.69	1.31	6.17	1.12	5.50	0.95
合计	510.06	100.00	553.09	100.00	581.59	100.00
业务板块	毛利润		毛利润		毛利润	
	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	75.81	15.06	74.90	13.69	73.48	12.76
其他业务	6.69	99.90	6.15	99.68	5.46	99.33

² 公司 2017 年收入构成情况经 2018 年追溯调整。

合计	82.50	16.17	81.05	14.65	78.95	13.57
----	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从毛利润来看，2018 年，公司毛利润为 78.95 亿元，同比下降 2.59%，主要是为扩大市场占有率，公司适当降低产品销售价格所致，家用电器及电子产品销售业务仍是公司毛利润的主要来源。毛利率方面，2018 年公司综合毛利率为 13.57%，同比下降 1.08 个百分点。

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。

公司是国内家电连锁零售的龙头企业，销售额仍处于全国领先地位，品牌与规模优势突出，保持很强的市场竞争力；跟踪期内，公司对现有门店进行改造，新增国美家装等零售周边业务，营业收入有所增长，毛利润和毛利率有所下滑

家用电器及电子产品销售业务为公司收入和毛利润主要来源。公司作为国内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，市场竞争力很强。从经营模式来看，公司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；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。

2018 年，公司销售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、数码产品和新业务八类。跟踪期内，公司对现有门店进行改造，新增国美家装、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”），营业收入有所增长。

2018 年，公司家用电器及电子产品销售收入 576.09 亿元，同比增长 5.33%，占营业总收入的比重达 99.05%，毛利润 73.48 亿元，同比小幅下降，占公司毛利润的 93.07%，毛利率 12.76%，同比下降 0.93 个百分点，受公司为扩大市场占有率，适当降低产品销售价格影响，公司毛利润和毛利率同比均有所下降。

表 3：2016 年~2018 年公司销售品类构成情况

单位：亿元、%

产品分类	2016 年		2017 年 ³		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
彩电及音响	101.25	16.07	96.52	16.05	91.31	14.19
空调	90.54	16.78	107.33	16.72	105.22	14.51
冰箱及洗衣机	102.42	18.81	111.92	16.67	109.87	14.49
手机通讯	83.45	11.60	103.37	10.21	106.86	10.06
厨卫家电	69.52	20.59	80.23	17.10	85.80	17.89
IT 产品	45.09	11.14	38.77	9.01	40.53	7.23

³ 公司 2017 年销售品类构成情况经追溯调整。

数码产品	17.80	10.35	14.96	7.96	14.67	8.04
新业务	-	-	-	-	27.33	16.72
合计	510.06	16.17	553.09	14.65	581.59	13.57

资料来源：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，为适应其电器零售发展新需求，公司进行了门店结构调整，畅品店数量同比大幅增长，门店数量处于全国领先地位

从市场类型来看，公司门店分为一级市场和二级市场两类⁴，2018年，公司一级市场门店数量小幅下降，二级市场门店同比大幅增长，截至2018年末，公司已进入280个地级以上城市⁵，一级市场和二级市场门店数量分别为535家和708家，店数量仍处于全国领先地位。

表4：2016年~2018年末公司门店构成情况

单位：家、%

市场类型	2016年末		2017年末		2018年末	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
一级市场	546	54.98	547	55.70	535	43.04
二级市场	447	45.01	435	44.30	708	56.96
合计	993	100.00	982	100.00	1243	100.00

门店类型	2016年末		2017年末		2018年末	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
旗舰店	223	22.46	188	19.14	181	14.56
标准店	323	32.53	301	30.65	279	22.45
畅品店	447	45.01	493	50.20	783	62.99
合计	993	100.00	982	100.00	1243	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司据门店面积将门店类型划分为旗舰店、标准店和畅品点三类⁶，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。公司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。未来公司将通过购置、自建等方式获取更多自有优质门店资源。

截至2018年末，公司共拥有连锁门店1243家，其中旗舰店、标准店和畅品店分别为181家、279家和783家。跟踪期内，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，对于门店密度较大的一级市场的部分低效门店以及一些不符合公司连锁发展规划标准的门店予以关停，拓展三、四线城市零售业务，旗舰店和标准店数量较上年均有所下降，畅品店数量同比增加290家。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。

⁴ 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。

⁵ 根据《中国统计年鉴2018》，截至2018年末，中国共有地级行政区划334个，地级市294个。

⁶ 旗舰店的门店面积为3500 m²，标准店的门店面积为2000~3500 m²，畅品店的门店面积为2000 m²以下。

2018 年，公司门店整体经营坪效⁷为 17112.13 元/平方米，较 2017 年小幅下降。

表 5：2016 年~2018 年公司门店经营坪效情况

单位：家、万平方米、元/平方米

项目	2016 年	2017 年	2018 年
门店家数	993	982	1243
经营面积	297.36	315.24	339.87
经营坪效	17139.49	17242.96	17112.13

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司运营效率略有下降，但仍处于良好水平，物流配送体系逐步健全，为零售业务的发展提供较好支撑，未来门店与物流配送体系建设投资规模较大，资本性支出将进一步增加

国美电器的采购方式主要以总部及省会城市分部集中采购为主，下属子公司自主采购为辅。集中采购模式为由国美电器统一向供应商采购商品，然后根据各子公司的要货计划由国美电器向各子公司供应，国美电器与子公司签署购销协议。自主采购指子公司根据所处地区的实际销售情况，提出产品采购计划，报经国美电器批准后，自主向供应商采购货物。

国美电器的供货商主要为家电厂商。公司供货商较为稳定，2018 年，公司前五大供应商占采购总额的比例为 46.30%，集中度同比小幅上涨。跟踪期内，公司与供应商之间的结算方式基本无变化，仍由国美电器总部负责与供应商结算，供应商货款的支付由各下属子公司自下而上进行申请，最后经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。

表 6：2018 年公司前五大供应商情况

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	49.76	9.90	空调
华为技术有限公司	47.25	9.40	通讯
美的集团有限公司	46.75	9.30	冰洗、空调
北京神州数码供应链服务有限公司	46.24	9.20	电脑、通讯
珠海格力电器股份有限公司	42.72	8.50	空调
合计	232.72	46.30	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

物流服务方面，截至 2018 年末，公司已建成了上海青浦物流基地，共计拥有 2 个商品自动分拣仓库，分别位于天津和上海，其中上海商品自动分拣仓库为新增。目前公司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，未来公司将在北京、广州、深圳、成都、西安、武汉、沈阳、天津、哈尔

⁷ 经营坪效=销售收入/营业面积。

滨等 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。跟踪期内，公司根据实际情况相应减少了物流基地所需金额，预计未来五年，各地物流基地建设支出约每年 4~5 亿元左右。物流基地建设所需资金规模仍较大，公司资本性支出将增加。

配送模式上，公司开始从传统单一的大件配送转向融合大小件的综合性配送，结合仓储及商品的差异进一步优化物流配送模式。同时利用租用的城市配送点，提高最后一公里配送效率。受新增上海商品自动分拣仓库影响，2018 年，公司共计拥有城市配送点 400 个，同比减少 76 个。

表 7：2016 年~2018 年公司经营效率指标

单位：次

指标	2016 年	2017 年	2018 年
销售债权周转次数	41.11	37.20	34.97
存货周转次数	5.12	5.32	5.91
总资产周转次数	1.33	1.29	1.31

资料来源：公司提供，东方金诚整理

运营效率方面，2018 年，公司销售债权周转效率为 34.97 次，较 2017 年有所下滑，主要是系公司 2018 年应收账款平均余额同比增长所致；存货周转效率和总资产周转效率分别为 5.91 次和 1.31 次，同比均有所增长。

企业管理

跟踪期内，公司法定代表人、董事长、董事和监事均无变动。

财务分析

财务概况

公司提供了 2018 年合并财务报表，2018 年，公司合并了国美定制，因该合并属于同一控制下的企业合并，公司追溯调整了 2017 年财务报表。大华会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2018 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 2018 年末，公司纳入合并范围内子公司 108 家，其中一级子公司 14 家（详见附件二），合并范围比上年度增加 17 家，减少 3 家。新增控股子公司中，投资新设 16 家，同一控制下合并 1 家。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模同比有所增长，资产构成仍以流动资产为主，其他应收款占总资产比重较高，对资产的流动性产生一定影响，公司商誉规模仍较大，若未来相关子公司经营不达预期，未来存在商誉减值风险

2018 年末，公司资产总额为 454.00 亿元，同比增长 4.75%，主要是货币资金

增长所致。资产构成以流动资产为主，流动资产占总资产的比重为 78.80%。

图 2：2016 年~2018 年末公司资产构成情况

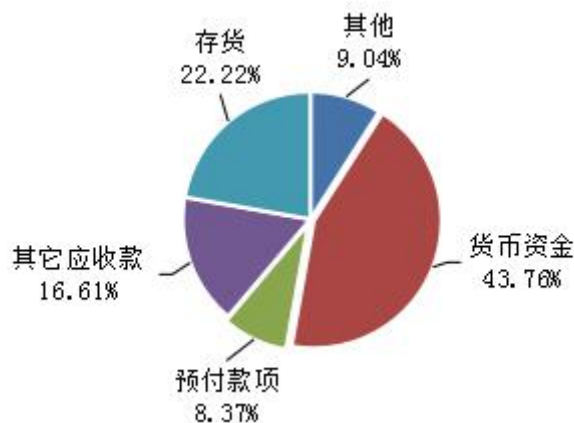


资料来源：公司提供，东方金诚整理

1. 流动资产

截至 2018 年末，公司流动资产总额为 357.74 亿元，同比增长 6.40%，主要由货币资金、存货、其他应收款和预付款项构成，占流动资产比重分别为 43.76%、22.22%、16.61%和 8.37%。

图 3：2018 年末公司流动资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2018 年末，公司货币资金期末余额 156.57 亿元，同比增长 42.04%。其中，其他货币资金 84.02 亿元，占比 53.66%；银行存款 72.10 亿元，占比 46.05%。其他货币资金主要是银行承兑汇票保证金等受限资金，受限货币资金金额为 81.93 亿元，占货币资金比重 52.33%。

2018 年末，公司存货账面价值为 79.50 亿元，同比减少 12.32%，存货周转周转次数为 5.91 次，同比有所提高，公司未计提存货跌价准备。从存货构成来看，库存商品占比 98.83%，主要为电器及电子产品等，其余为低值易耗品、受托代销商品和材料物资。

2018 年末，公司其他应收款期末余额 62.62 亿元，同比减少 4.59%，公司其他

应收款主要为与国美在线电子商务有限公司、国美电器零售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。前五大其他应收款占其他应收款期末余额比重54.08%，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65.01%。跟踪期内，公司其他应收款占总资产比重仍较高，占用较多营运资金，对资产的流动性产生一定影响。

表 8：2018 年末公司前五名的其他应收款情况

单位：亿元、%

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款期末余额的比例
国美在线电子商务有限公司	往来款	11.01	3 个月以内	18.54
国美电器零售有限公司	往来款	8.23	3 个月以内	13.85
山东龙脊岛建设有限公司	往来款	4.55	1 年以内	7.67
天津战圣瑞达物流有限公司	往来款	4.21	1~2 年	7.09
北京汇海天韵商务咨询有限公司	往来款	4.12	3 个月以内	6.93
合计	-	32.13	-	54.08

资料来源：公司提供，东方金诚整理

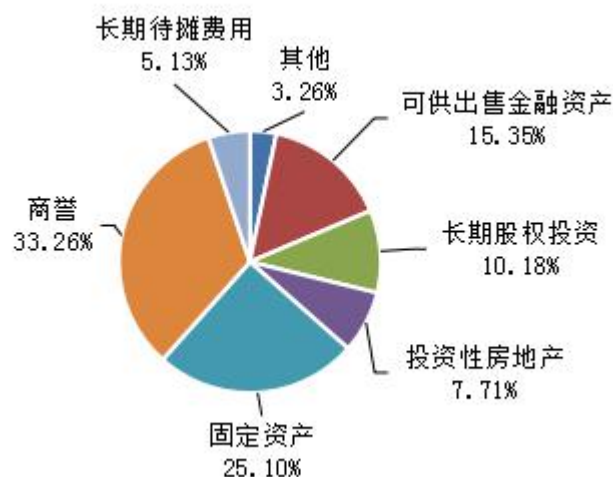
公司预付款项主要为预付货款，2018年末，公司预付款项为29.93亿元，同比增加1.03亿元。预付款项中账龄在一年以内的预付款项占比为98.44%。

公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要系为加强上下游产业联结，增强战略协同效应而购买的海尔、格力、美的等合作伙伴的股票。2018年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产期末余额为5.88亿元，同比减少13.23亿元，公司将部分所投资的股票出售所致。

2. 非流动资产

2018 年末，公司非流动资产 96.26 亿元，同比小幅减少。公司非流动资产主要由商誉、固定资产、可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产和长期待摊费用等构成，占比分别为 33.36%、25.10%、15.35%、10.18%、7.71%和 5.13%。

图 4：截至 2018 年末公司非流动资产构成情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年末，公司商誉期末余额 32.02 亿元，较 2017 年末无变化，主要由北京市大中家用电器连锁销售有限公司 31.30 亿元商誉等构成。公司商誉规模较大，未来若北京市大中家用电器连锁销售有限公司等子公司业绩不及预期，面临商誉减值风险。

公司固定资产主要由子公司北京鹏泽置业有限公司持有，2018 年末，公司固定资产账面价值 24.16 亿元，同比减少 3.89%，其中房屋及建筑物占比 84.52%，公司固定资产折旧 1.27 亿元；同期末，公司可供出售金融资产为 14.78 亿元，同比减少 1.13 亿元；同期，公司长期股权投资为 9.80 亿元，同比增加 0.70 亿元，主要为公司对永乐（中国）电器销售有限公司、上海民融投资有限公司等企业的投资；2018 年末，公司投资性房地产账面价值为 7.42 亿元，受公允价值变动影响，公司投资性房地产同比小幅增长。

表 9：截至 2018 年末公司投资性房地产明细情况

单位：亿元

项目	账面价值	地段
沈阳皇姑大厦	0.33	沈阳市皇姑区长江街 59 号
广州金盛大厦	1.17	广州市海珠区昌岗中路 243 号
中关村科贸大厦六层	1.42	北京市海淀区中关村大街 18 号 6 层
成都营门口兴隆大厦	0.44	成都市金牛区营门口乡光荣村三组兴隆大厦
无锡永乐胜利门店房产	0.45	无锡市解放西路 135 号
大连胜利广场房产	0.03	大连市中山区胜利广场 28 号胜利广场
苏州观前店房产	0.93	苏州市平江区北局 10 号
福州斗门店房产	0.11	福州市晋安区茶园街道华林路 366 号
重庆鱼洞店房产	0.16	重庆市巴南区鱼洞新市街 73 号协信巴南新天地
天津南京路房产	2.33	天津市和平区南京路 199 号
南京新街口	0.05	南京市白下区洪武路 137 号
合计	7.42	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从受限情况来看，截至 2018 年末，公司受限资产规模为 91.50 亿元，占总资产的比例为 20.15%，占比较高。

表 10：2018 年公司受限资产及占比情况

单位：亿元、%

科目	受限资产年 末账面价值	占对应科目 金额比重	受限原因
货币资金	81.93	52.33%	银行承兑汇票保证金、内保外贷保证金、信用证保证金
固定资产	7.59	31.42%	银行授信抵押担保
投资性房地产	1.98	26.68%	银行授信抵押担保
合计	91.50	48.63%	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

2018 年，受未分配利润增长影响，公司所有者权益同比小幅增长，跟踪期内，公司未分配利润占所有者权益比重仍较高，影响所有者权益稳定性

2018 年末，公司所有者权益为 161.79 亿元，同比增长 1.88%，主要来自未分配利润的增长，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，占所有者权益比重分别为 89.04%、6.30%和 3.15%。其中，未分配利润 145.58 亿元，同比增长 2.96%，公司未分配利润占所有者权益比重仍较高，影响所有者权益稳定性；实收资本 10.00 亿元，盈余公积 5.00 亿元，同比均无变动；受可供出售金融资产公允价值变动影响，公司其他综合收益 1.23 亿元，同比减少 0.90 亿元。

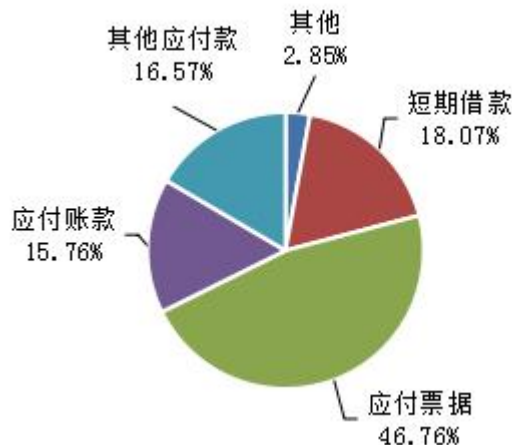
跟踪期内，公司短期有息债务显著增长推动全部债务规模扩大，存在集中偿付压力

2018 年末，公司负债总额为 292.22 亿元，同比增长 6.40%，主要系公司短期借款大幅增长所致。负债构成以流动负债为主，流动负债占比 80.32%。

1. 流动负债

截至 2018 年末，公司流动负债为 234.72 亿元，同比增长 27.76%。公司流动负债主要由应付票据、短期借款、其他应付款和应付账款构成，占流动负债比重分别为 46.76%、18.07%、16.57%和 15.76%。

图 5：截至 2018 年末公司流动负责构成情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

受新增门店采购增加影响，2018 年末，公司应付票据期末余额为 109.75 亿元，同比增长 9.61%，全部为银行承兑汇票。

2018 年末，公司新增短期借款，短期借款期末余额 42.41 亿元，主要是公司调整债务结构补充流动资金所致。

2018 年末，公司其他应付款期末余额为 40.71 亿元，同比小幅增长，主要为应付天津盛源鹏达物流有限公司、永乐(中国)电器销售有限公司和国美零售控股有限公司等公司的往来款，公司前五大其他应付款占期末其他应付款期末余额比重为 56.39%，集中度较高。

表 11：截至 2018 年末公司前五大其他应付款明细

单位：亿元、%

单位名称	款项性质	期末余额	占其他应付款期末余额的比例 (%)
天津盛源鹏达物流有限公司	往来款	7.34	18.89
永乐(中国)电器销售有限公司	往来款	5.53	14.22
国美零售控股有限公司	往来款	4.56	11.73
黑龙江黑天鹅家电有限公司	往来款	2.48	6.37
厦门永乐思文家电有限公司	往来款	2.01	5.18
合计	-	21.92	56.39

资料来源：公司提供，东方金诚整理

同期，公司应付账款 36.98 亿元，同比小幅下降，主要为应付货款。

2. 非流动负债

2018 年末，公司非流动负债 57.50 亿元，其中应付债券占非流动负债的比重 95.61%；公司应付公司债券 54.98 亿元，同比大幅减少，主要是公司于 2018 年 12 月 10 日提前兑付“16 国美 F1”40 亿元公司债券所致，截至 2018 年末，公司存续债券包括“16 国美 01”、“16 国美 02”、“16 国美 03”和“18 国美 01”。

表 12：截至 2018 年末公司应付债券情况

单位：亿元、%、年

债券简称	发行起始日	到期日	发行规模	票面利率	发行期限
16 国美 01	2016 年 1 月 7 日	2022 年 1 月 7 日	30.00	7.60	6 (3+2+1)
16 国美 02	2016 年 1 月 28 日	2022 年 1 月 28 日	3.00	7.60	6 (3+3)
16 国美 03	2016 年 5 月 10 日	2022 年 5 月 10 日	17.00	7.60	6 (3+3)
18 国美 01	2018 年 12 月 21 日	2024 年 12 月 21 日	6.00	7.80	6 (2+2+2)

资料来源：公司提供，东方金诚整理

3. 债务负担

截至 2018 年末，公司全部债务总额为 207.14 亿元，同比增长 9.67%，受调整债务结构影响，跟踪期内公司短期有息债务 152.16 亿元，同比增长 51.97%，短期有息债务占总利息债务比重为 73.46%，占比上升；同期公司长期有息债务 54.98 亿元，同比减少 38.05%，主要是公司于跟踪期内提前兑付“16 国美 F1”40.00 亿元公司债券所致，长期有息债务占总利息债务比重为 26.54%。公司短期有息债务的增加带动全部债务增长，存在集中偿付压力。

表 13：2016 年末~2018 年末公司债务结构情况

单位：亿元、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年
短期有息债务	100.83	100.13	152.16
长期有息债务	88.49	88.75	54.98
全部债务合计	189.32	188.87	207.14
长期债务资本化比率	37.21	35.85	25.36

全部债务资本化比率	55.91	54.32	56.15
-----------	-------	-------	-------

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年末，公司资产负债率为 64.36%，较上年增长 1.00 个百分点，受长期有息债务下降影响，公司长期债务资本化比率 25.36%，同比减少 10.49 个百分点，全部债务资本化比率为 56.15%，较上年增长 1.82 个百分点。

公司债务期限结构以短期有息债务为主，主要为用于商品采购的短期借款，债务期限结构如下表所示：

表 14：截至 2018 年末公司有息债务期限结构情况

单位：亿元

债务到期时间	短期借款本金	应付票据本金	应付债券本金	小计
2019 年	42.41	109.75 ⁸	—	152.16
2020 年	—	—	—	—
2021 年	—	—	—	—
2022 年	—	—	48.98	48.98
2023 年	—	—	—	—
2024 年	—	—	6.00	6.00
合计	42.41	109.75	54.98	207.14

资料来源：公司提供，东方金诚整理

4. 对外担保

截至 2018 年末，公司对外担保余额 46.48 亿元，担保比率 28.73%，均为对关联公司担保。公司担保情况见附件三。

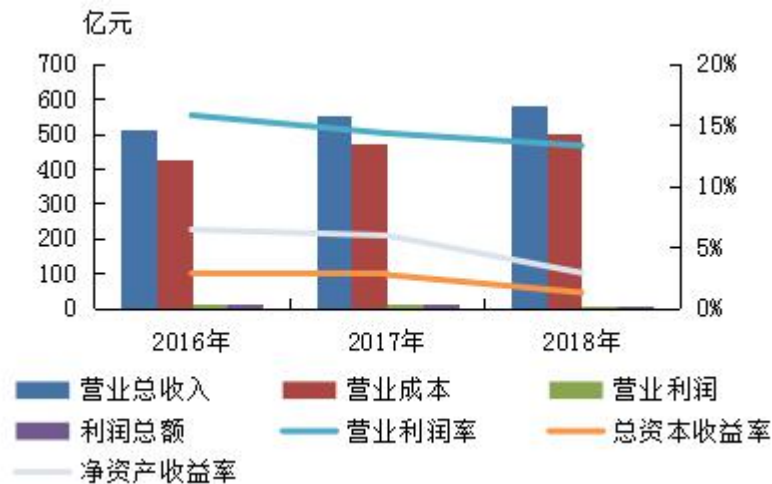
盈利能力

2018 年，公司营业收入同比有所增长，受长期股权投资和股票投资损失影响，利润总额大幅下滑

2018 年，公司营业收入 581.59 亿元，同比增长 5.51%；营业利润率为 13.31%，同比减少 1.01 个百分点。

⁸ 截至 2018 年末，公司应付票据 109.75 亿元，偿还期限均在 1 年以内，受合并口径难以具体划分偿还时间影响，该项有息债务均计入 2019 年应偿还金额。

图 6：2016 年~2018 年公司收入和盈利情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年，公司期间费用为 69.44 亿元，同比小幅增长，占营业收入的比重为 11.94%，较 2017 年有所下降。公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别为 47.01 亿元、18.78 亿元、0.09 亿元和 3.56 亿元，占期间费用比重分别为 67.70%、27.04%、0.13%和 5.13%。

表 15：2016 年~2018 年公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年
销售费用	52.94	47.88	47.01
管理费用	17.60	18.19	18.78
研发费用	—	0.21	0.09
财务费用	1.86	3.11	3.56
期间费用合计	72.40	69.39	69.44
期间费用占营业收入比重	14.19	12.55	11.94

资料来源：公司提供，东方金诚整理

同期，公司投资收益-2.10 亿元，同比减少 2.59 亿元，主要是公司计提国美通讯（浙江）有限公司（以下简称“国美通讯”）投资损益-2.14 亿元所致，国美通讯主营业务为移动智能终端的研发、生产和销售，主要产品包括自有品牌手机、ODM 移动通讯整机、主板及行业智能移动通讯终端产品，2018 年，受国美通讯自有品牌手机销售不达预期，同时为提升销量，销售费用大幅上涨影响，国美通讯净利润由盈转亏，未来若国美通讯自有品牌手机业务仍未回暖，公司将存在持续投资损失的可能；公允价值变动收益为-0.98 亿元，由正转负，主要是公司持有的股票投资损失所致；公司营业外收入 0.26 亿元，其他收益 0.59 亿元，同比均有所减少。

从盈利情况来看，2018 年，受长期股权投资和股票投资损失影响，公司利润总额下降为 5.61 亿元，同比减少 50.90%。净资产收益率为 2.88%，较上年下降 3.06 个百分点，总资本收益率为 2.82%，同比减少 1.22 个百分点。公司盈利能力有所下降。

现金流

2018 年，受益于销售回款增长和部分往来款的收回，公司经营性净现金流显著改善，投资支出下降带动投资性净现金流由负转正，因新增借款规模较大，公司筹资性净现金流净呈净流入状态

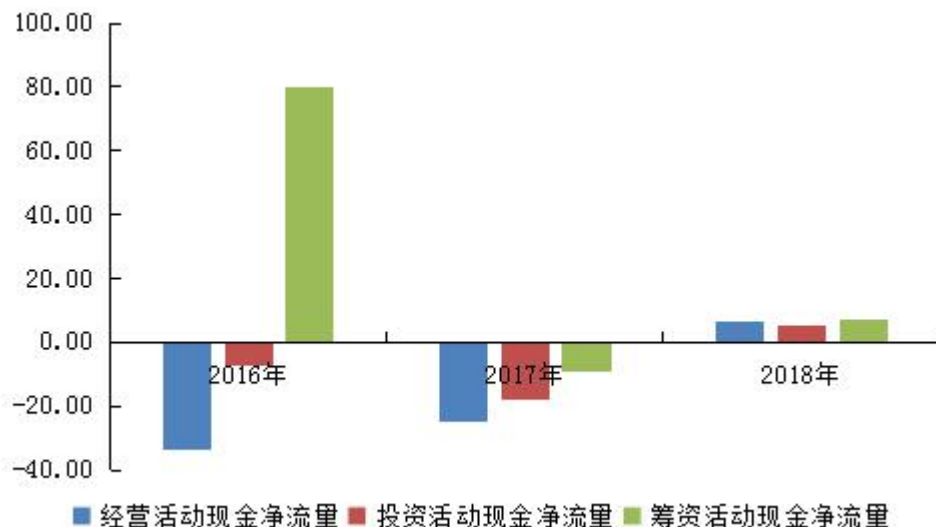
2018 年，公司经营活动现金流入 705.10 亿元，同比增长 7.62%，主要原因一是跟踪期内公司对现有门店继续进行改造，新增国美家装、国美动漫、厨空间、玩具和网咖等高频消费的业务，营业收入有所增长，二是受公司部分拆借款归还所致；同期，公司经营活动现金流出 698.56 亿元，同比增长 2.68%。受益于销售回款增长和部分往来款的收回，2018 年，公司经营活动净现金流 6.54 亿元，经营性净现金流显著改善；收入现金比为 116.07%，同比增长 1.67 个百分点。

同期，公司投资活动现金流入 88.80 亿元，同比增长 5.74 亿元，投资活动现金流出 83.39 亿元，同比减少 17.47 亿元，均主要来自金融资产流入和流出。2018 年，投资支出下降带动投资性净现金流由负转正，公司投资活动净现金流为 5.41 亿元。

2018 年，公司新增筹资活动现金流入 53.64 亿元，主要是公司于报告期内新增短期借款以及发行新债所致；公司筹资活动现金流出 46.67 亿元，同比增加 37.68 亿元，主要系公司提前偿还“16 国美 F1”所致。因新增借款规模较大，2018 年公司筹资性净现金流 6.97 亿元，由负转正。

图 7：2016 年~2018 年公司现金流情况

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，受跟踪期内公司调整债务期限结构新增短期借款影响，2018 年末，公司流动比率为 152.42%，速动比率为 118.54%，同比均大幅下滑。2018 年，公司经营现金流动负债比为 2.79%，经营性净现金流对流动债务的

保障能力有所增强。

从长期偿债能力指标来看，2018 年公司 EBITDA 为 14.66 亿元，EBITDA 利息倍数为 2.55 倍，较上年大幅下降，主要系跟踪期内公司利润总额大幅下跌所致；全部债务/EBITDA 倍数为 14.13 倍。

表 16：2016 年～2018 年公司偿债能力主要指标

单位：%、倍

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年
流动比率	183.30	183.01	152.42
速动比率	135.60	133.66	118.54
经营现金流动负债比	-18.66	-13.70	2.79
EBITDA 利息倍数 ⁹	9.60	4.12	2.55
全部债务/EBITDA	9.31	9.95	14.13

资料来源：公司提供，东方金诚整理

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2019 年 6 月 14 日，公司不存在不良信用记录。

截至本报告出具日，公司存续期内债券均正常付息，债券本金均正常兑付。

抗风险能力及结论

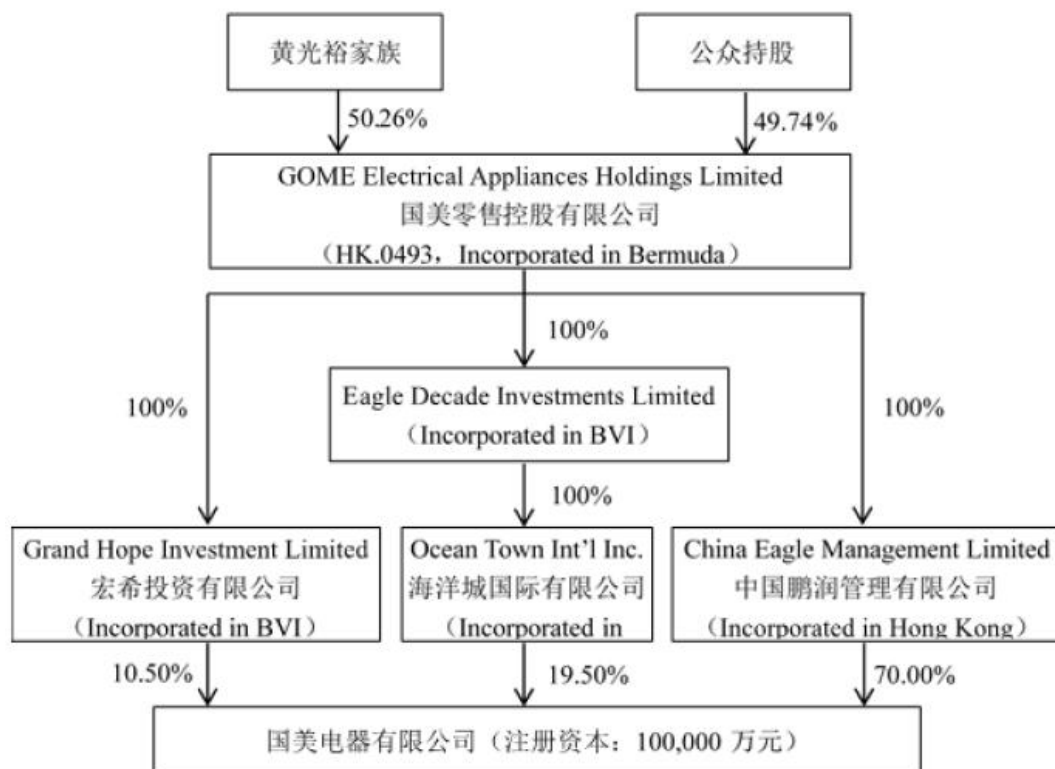
国美电器是国内家电连锁零售业的龙头企业，跟踪期内，销售额仍处于全国领先地位，品牌与规模优势突出，保持很强的市场竞争力；公司门店资源丰富、分布区域广泛，跟踪期内，公司畅品店数量同比大幅增长，门店数量处于全国领先地位；公司物流配送体系逐步健全，为零售业务的发展提供较好支撑；2018 年，受益于销售回款增长和部分往来款的收回，公司经营性净现金流显著改善。

同时，东方金诚关注到，2018 年，未来门店与物流配送体系建设投资规模较大，公司资本性支出将进一步增加；2018 年，受长期股权投资和股票等金融资产投资损失影响，公司利润总额大幅减少，盈利水平有所下降；跟踪期内，公司商誉规模仍较大，若未来相关子公司经营不达预期，存在商誉减值风险；公司短期有息债务显著增长推动全部债务规模扩大，存在集中偿付压力。

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+。

⁹ 根据公司提供资料，2016 年～2018 年，公司资本化利息期末余额均为零。

附件一：截至 2018 年末公司股权结构图



附件二：截至 2018 年末国美电器一级子公司情况

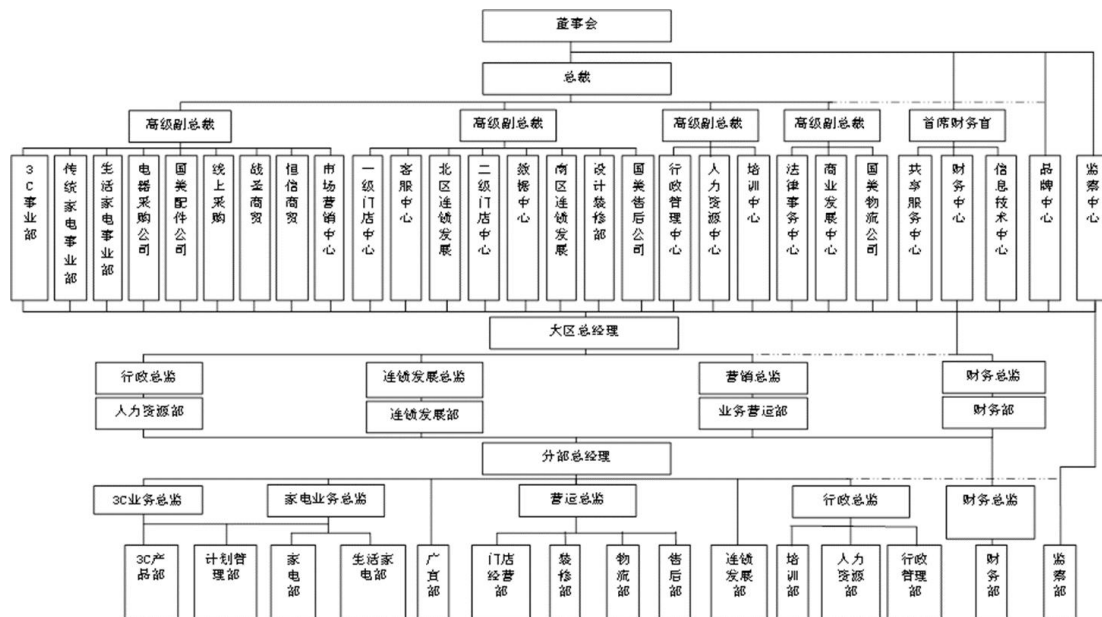
单位：%

子公司名称	主要经营地	注册	业务性质	持股比例	取得方式
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
国美零售有限公司	北京市	北京市	电器销售	100.00	设立
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
北京国美咨询有限公司	北京市	北京市	咨询服务	100.00	设立
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
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
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
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
国美资本管理有限公司	北京市	北京市	股权管理	100.00	设立
国美网安科技有限公司	北京市	北京市	软件服务	100.00	设立
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
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
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
南方国美电器有限公司	深圳市	深圳市	电器销售	100.00	设立

附件三：截至 2018 年末公司对外担保明细

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
永乐（中国）电器销售有限公司	29999.90	2018.5.22	2019.5.21	信用担保
永乐（中国）电器销售有限公司	20190.00	2018.6.18	2019.6.17	信用担保
徐州市国美家用电器有限公司	4200.00	2018.5.1	2019.12.31	信用担保
徐州市国美家用电器有限公司	2000.00	2018.3.15	2019.3.15	信用担保
厦门永乐思文家电有限公司	10000.00	2018.3.14	2019.3.14	信用担保
厦门永乐思文家电有限公司	14000.00	2018.6.5	2020.4.23	信用担保
厦门永乐思文家电有限公司	5000.00	2017.6.30	2020.6.27	信用担保
厦门永乐思文家电有限公司	2450.00	2018.6.4	2021.7.4	信用担保
江苏国美永乐家用电器有限公司	1500.00	2018.3.27	2019.3.27	信用担保
河南永乐生活电器有限公司	5950.00	2018.1.29	2019.1.28	信用担保
河南永乐生活电器有限公司	5000.00	2018.3.29	2019.3.29	信用担保
河南永乐生活电器有限公司	10000.00	2018.9.29	2019.9.29	信用担保
国美零售控股有限公司	50000.00	2017.02.24	2020.1.25	信用担保
国美零售控股有限公司	50000.00	2017.02.24	2020.1.25	信用担保
国美零售控股有限公司	50000.00	2017.02.24	2020.1.25	信用担保
国美零售控股有限公司	50000.00	2017.02.24	2020.1.25	信用担保
国美零售控股有限公司	154500.00	2018.02.01	2020.11.11	信用担保
合计	464789.90	-	-	-

附件四：截至 2018 年末公司组织结构图



附件五：公司合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动资产：			
货币资金	1379417.37	1102274.10	1565666.29
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	116914.15	191074.40	58777.89
应收票据	580.28	1555.26	6097.00
应收账款	130770.86	164491.36	160474.15
预付款项	246044.89	280908.01	299279.69
应收股利	-	-	-
其它应收款	571557.09	656345.24	626214.80
存货	867597.08	906744.43	795021.87
持有待售资产	-	-	-
一年内到期的非流动资产	-	-	-
其他流动资产	21206.75	58928.22	65908.47
流动资产合计	3334088.48	3362321.03	3577440.15
非流动资产：			
可供出售金融资产	30673.04	159123.51	147794.55
持有至到期投资	-	-	-
长期应收款	-	-	-
长期股权投资	82808.08	91035.75	98038.32
投资性房地产	71612.00	73212.24	74204.58
固定资产	260529.13	251374.77	241601.01
工程物资	-	-	-
在建工程	-	-	-
固定资产清理	-	-	-
生产性生物资产	-	-	-
油气资产	-	-	-
无形资产	20173.08	21604.47	23725.46
开发支出	2520.63	1697.91	1980.01
商誉	343969.00	320173.78	320173.78
长期待摊费用	56209.89	50960.90	49400.53
递延所得税资产	-	2817.80	5683.99
其他非流动资产	10600.00	-	-
非流动资产合计	879094.85	972001.12	962602.22
资产总计	4213183.33	4334322.15	4540042.37

附件五：公司合并资产负债表（续表）

单位：万元

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动负债：			
短期借款	-	-	424091.35
应付票据	1008290.05	1001261.68	1097497.22
应付账款	306677.96	377460.76	369845.31
预收款项	28870.34	22131.38	26755.92
应付职工薪酬	9235.09	9120.00	10174.07
应交税费	19819.44	31528.43	11715.14
应付利息	-	-	-
应付股利	-	-	-
其他应付款	446052.28	395696.68	407087.87
一年内到期的非流动负债	-	-	-
其他流动负债	-	-	-
流动负债合计	1818945.17	1837198.93	2347166.88
非流动负债：			
长期借款	-	-	-
应付债券	884923.58	887455.37	549767.51
长期应付款	-	-	-
专项应付款	-	-	-
递延收益	-	-	-
预计负债	-	-	-
递延所得税负债	12520.05	15399.02	15800.18
其他非流动负债	3575.59	6270.10	9453.28
长期应付职工薪酬	-	-	-
非流动负债合计	901019.21	909124.50	575020.97
负债合计	2719964.38	2746323.43	2922187.85
所有者权益(或股东权益)：			
实收资本	100000.00	100000.00	100000.00
其他权益工具	-	-	-
资本公积	824.71	24.71	24.71
其他综合收益	14797.31	21266.34	12297.35
专项储备	-	-	-
盈余公积	50000.00	50000.00	50000.00
一般风险准备	-	-	-
未分配利润	1327911.30	1414022.10	1455846.98
归属母公司所有者权益合计	1493533.32	1588313.15	1618169.04
少数股东权益	-314.38	-314.43	-314.52
股东权益合计	1493218.95	1587998.72	1617854.52
负债与股东权益合计	4213183.33	4334322.15	4540042.37

附件六：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年
一、营业总收入	5100631.76	5530882.31	5815900.94
其中：营业收入	5100631.76	5530882.31	5815900.94
减：营业成本	4275622.87	4720409.84	5026432.64
税金及附加	19076.73	18325.71	15441.73
销售费用	529350.06	478839.15	470099.52
管理费用	176031.51	181857.75	187780.12
研发费用	-	2115.92	888.63
财务费用	18608.77	31090.92	35638.78
资产减值损失	-	23795.23	-
加：公允价值变动收益	1938.81	23555.49	-9822.97
投资收益	15555.91	4934.38	-20974.67
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-	-	-
汇兑收益	-	-	-
资产处置收益	-362.49	-503.80	-260.28
其他收益	-	8552.76	5944.20
二、营业利润	99074.05	110986.62	54505.80
加：营业外收入	18496.68	4820.73	2572.26
减：营业外支出	2326.34	1596.02	1005.28
其中：非流动资产处置损失	-	-	-
三、利润总额	115244.39	114211.34	56072.78
减：所得税	19232.33	19807.99	9461.34
加：未确认的投资损失	-	-	-
四、净利润	96012.06	94403.35	46611.44
归属于母公司所有者的净利润	96012.13	94403.40	46611.53
少数股东损益	-0.07	-0.05	-0.09

附件七：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	5956659.65	6327217.06	6750545.11
收到税费返还	11444.48	5903.10	5944.20
收到的其他与经营活动有关的现金	203799.46	218349.10	294524.40
经营活动现金流入小计	6171903.59	6551469.26	7051013.71
购买商品、接受劳务支付的现金	5297767.50	5439277.20	5648690.89
支付给职工以及为职工支付的现金	160833.85	144523.70	163692.80
支付的各项税费	146163.92	156184.56	162195.45
支付的其他与经营活动有关的现金	906544.45	1063236.49	1011030.02
经营活动现金流出小计	6511309.71	6803221.95	6985609.15
经营活动产生的现金流量净额	-339406.12	-251752.68	65404.56
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	815250.00	824510.00	886135.99
取得投资收益所收到的现金	4401.86	6046.50	1899.26
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	38.59	57.14	9.03
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	-	-	-
收到的其他与投资活动有关的现金	-	-	-
投资活动现金流入小计	819690.45	830613.64	888044.27
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	6047.81	14387.83	12412.47
投资所支付的现金	884628.00	994216.00	821490.71
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	-	-	-
支付的其他与投资有关的现金	-	-	-
投资活动现金流出小计	890675.82	1008603.83	833903.18
投资活动产生的现金流量净额	-70985.36	-177990.18	54141.09
三、筹资活动产生的现金流			
吸收投资所收到的现金	-	-	-
取得借款所收到的现金	900000.00	-	536353.84
发行债券收到的现金	-	-	-
收到的其他与筹资活动有关的现金	-	-	-
筹资活动现金流入小计	900000.00	-	536353.84
偿还债务所支付的现金	-	-	400000.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	84500.00	87315.60	64380.00
支付其他与筹资活动有关的现金	16523.36	2531.80	2312.14
筹资活动现金流出小计	101023.36	89847.40	466692.14
筹资活动产生的现金流量净额	798976.64	-89847.40	69661.70
四、汇率变动对现金的影响额	-	-	-
五、现金和现金等价物净增加额	388585.16	-519590.26	189207.35
加：年初现金等价物余额	688101.27	1076686.43	557096.17
六、期末现金及现金等价物余额	1076686.43	557096.17	746303.51

附件八：公司主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
盈利能力			
营业利润率 (%)	15.80	14.32	13.31
总资本收益率 (%)	3.46	4.04	2.82
净资产收益率 (%)	6.43	5.94	2.88
偿债能力			
资产负债率 (%)	64.56	63.36	64.36
长期债务资本化比率 (%)	37.21	35.85	25.36
全部债务资本化比率 (%)	55.91	54.32	56.15
流动比率 (%)	183.30	183.01	152.42
速动比率 (%)	135.60	133.66	118.54
经营现金流动负债比 (%)	-18.66	-13.70	2.79
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.60	4.12	2.55
全部债务/EBITDA (倍)	9.31	9.95	14.13
筹资前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.22	-0.23	0.06
筹资前现金流量净额利息保护倍数 (倍)	-19.36	-9.33	2.08
经营效率			
销售债权周转次数 (次)	41.11	37.20	34.97
存货周转次数 (次)	5.12	5.32	5.91
总资产周转次数 (次)	1.33	1.29	1.31
现金收入比 (%)	116.78	114.40	116.07
增长指标			
资产总额年平均增长率 (%)	21.47	2.88	4.75
净资产年平均增长率 (%)	0.15	6.35	1.88
营业收入年平均增长率 (%)	-8.19	8.44	5.15
利润总额年平均增长率 (%)	-53.81	-0.90	-50.90

附件九：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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
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	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{期内应偿还的长期债务本金}$
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	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / (\text{当年利息支出} + \text{当年应偿还的债务本金})$
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	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
增长指标	
资产总额年平均增长率	$(1) 2 \text{ 年数据: } \text{增长率} = (\text{本期} - \text{上期}) / \text{上期} \times 100\%$ $(2) n \text{ 年数据: } \text{增长率} = \left[(\text{本期} / \text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1 \right] \times 100\%$
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	

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

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件十：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。