

## 联合国际授予卡森国际控股有限公司 ‘BB+’ 的国际长期发行人评级，展望稳定

香港，2024年1月12日-联合评级国际有限公司（“联合国际”）作为一家国际信用评级公司，授予卡森国际控股有限公司（“卡森国际”或“公司”）‘BB+’的国际长期发行人评级，展望稳定。

该发行人评级反映了卡森国际在软体家具制造行业的市场地位、较低的财务杠杆和有限的债务规模、充足的流动性以及支持其在海外业务扩张的持续资本支出。然而，卡森的评级受到其盈利能力减弱和营业收入下降的限制。

稳定展望反映了我们对卡森国际将继续保持低杠杆率，谨慎管理债务水平，并在未来12至24个月内逐步稳定盈利能力的预期。

### 关键评级驱动因素

**开拓全球市场的领先软体家具制造商：**卡森国际是中国领先的皮革制品和软体家具制造商，其拥有从原材料到成品家具的垂直整合供应链。在过去三年中，软体家具制造板块占公司总收入的70%以上。2022年，来自美国、中国和欧洲的主要客户分别占此板块收入的82.9%、9.7%和4.3%。然而，海外客户对中国经济形势的担忧导致2022年该板块收入同比下降23.5%，实现人民币6.0亿元。为了应对挑战，卡森国际正在将生产线迁往柬埔寨，旨在降低成本，稳定盈利水平。虽面临一定不确定性，但在柬埔寨的搬迁和扩张可能会增加来自欧美客户的订单。

**逐渐减少的房地产开发业务：**2022年，公司房地产开发板块的收入为人民币1.7亿元，同比下降71.2%。公司目前管理位于中国和柬埔寨的七个房地产相关项目。鉴于中国房地产市场疲软，公司决定停止开发新的国内项目，并将重点转向出售现有项目。资产处置有助于加快公司资本回收，而柬埔寨的海外项目则具有增长前景。由于待售项目有限，公司亦无新的土地储备，房地产开发板块的收入可能会继续下降。

**增长的资本支出以支持业务扩张：**卡森国际正在调整其业务战略向与“一带一路”相一致的行业和区域渗透，其中包括能源、资源和工业园区开发等业务。目前，卡森国际致力于柬埔寨的产业园区项目开发和海外发电项目。因此，我们预计卡森国际未来2-3年的资本支出将高于过去几年，其主要用于购买新土地和固定资产等，以支持其业务扩张。此外，新项目可能需要较长时间以产生正向现金流，现金回收周期亦相对较长。

**因市场环境下行而减弱的盈利能力：**与 2021 年的峰值相比，卡森国际的毛利率有所下降。国外订单的减少和产业转移限制了卡森国际软体家具业务的收入和盈利能力。此外，中国房地产市场疲软也减弱了公司房地产开发板块的收入和盈利能力。旅行和旅游相关服务板块的收入也因疫情带来的限制而减少。卡森国际正在努力通过将相关制造业业务转移到柬埔寨来缓解这些挑战，但新工业园区的开发和较高的运营成本仍然使其面临一定阻碍。海外新业务的贡献和软体家具业务的复苏可能需要时间来支持卡森国际扭转毛利率、EBITDA 利润率和 EBIT 利润率下降的局面。

**财务杠杆保持较低水平，流动性适度充足：**卡森国际保持较低的财务杠杆率，其 2020 年至 2022 年的债务/资本化比率为 18-19%。借用杠杆发展房地产项目的策略的暂缓使公司调整后的债务总额由 2021 年的人民币 9.4 亿元降至 2022 年的人民币 8.2 亿元。我们预计公司 2023-2025 年的年度资本支出约为人民币 12-14 亿元，这可能会将卡森国际的财务杠杆率提高到 22%-26%左右。由于盈利能力下降，公司的偿债能力减弱，这反映在其较高的债务/EBITDA 比率上。未来三年，EBITDA/利息覆盖率可能会进一步降至 2 倍以下。尽管面临挑战，卡森仍保持着较为充足的流动性，截至 2022 年底，公司现金余额为人民币 4.6 亿元，银行信贷额度充足，而其短期债务为人民币 2.2 亿元，为管理营运资金提供了灵活性。过去三年，卡森国际的速动比率（以现金及现金等价物、短期投资和应收账款/流动负债计算）保持在 0.7-1 倍之间。

### 评级敏感性因素

若发生以下情况，我们将考虑下调卡森国际的信用评级：（1）若卡森国际的财务杠杆水平攀升，即债务/资本化比率持续高于 40%，或 EBITDA 利息覆盖率持续低于 2.0 倍（2）其经营业绩，即收入、毛利率或者现金流发生明显恶化，或（3）其流动性显著恶化。

若发生以下情况，我们将考虑将上调卡森国际的信用评级：（1）若卡森国际保持其财务杠杆水平持续低于 20%，且改善其 EBITDA 利息覆盖率使得其持续高于 4.0 倍（2）其经营业绩及盈利能力得到显著改善。

### 关于联合国际

联合国际是一家国际信用评级公司，旨在为全球范围内的公司、银行、非银行金融机构、地方投资发展公司和其他资产提供信用评级服务。与此同时，联合国际也从事信用风险研究和提供其他与信用评级相关的服务。

## 评级方法

本次对卡森国际评级所采用的主要评级方法为 2021 年 12 月 31 日发表的 *General Corporate Rating Criteria* 和 2022 年 8 月 30 日发表的 *General Corporate Rating Criteria: Addendum*。关于该评级方法，请浏览 [www.lhratingsglobal.com](http://www.lhratingsglobal.com)。

- 注：1、上述发行人/发行评级均为在受评对象或相关第三方要求下的委托评级。  
2、本新闻稿为中文译本，如与英文新闻稿有任何出入，均以联合国国际于 2024 年 1 月 12 日发表的英文版内容为准。（*Lianhe Global has assigned 'BB' global scale Long-term Issuer Credit Rating with Stable Outlook to Kasen International Holdings Limited*）

## 联系人

首席分析师

李伟浩, CESGA

分析师

(852) 3462 9585

[jack.li@lhratingsglobal.com](mailto:jack.li@lhratingsglobal.com)

第二分析师

何志忠, CFA, FRM

董事

(852) 3462 9578

[toni.ho@lhratingsglobal.com](mailto:toni.ho@lhratingsglobal.com)

评级委员会主席

黄佳琪, CFA

董事总经理

(852) 3462 9586

[joyce.huang@lhratingsglobal.com](mailto:joyce.huang@lhratingsglobal.com)

业务拓展联系人

池欣庭, CESGA

董事总经理

(852) 3462 9569

[joyce.chi@lhratingsglobal.com](mailto:joyce.chi@lhratingsglobal.com)

## 免责声明

联合评级国际有限公司（“联合国际”或“本公司”或“我们”）发布的信用评级和研究报告受特定条款和条件的约束。请在公司网站上阅读这些条款和条件：[www.lhratingsglobal.com](http://www.lhratingsglobal.com)

信用评级是一种对于实体或债务可信程度的决策参考，不是购买，出售或持有任何证券的建议。信用评级不涉及任何证券的市场价格，可销售性和/或适用性，也不涉及其税务影响或结果。联合国际保有于任何时间或理由对信用评级自行决定升级、降级或撤回的权利。

所有信用评级都是由经过认证的分析师通过严格的评级流程共同努力的产物。所有信用评级均不是由个人负责，而是来自于评审委员会归属程序。报告中提到的个人仅作为联系人的目的。

联合国际基于我们有充分理由认为属实的第三方信息开展信用评级服务。联合国际根据审计的财务报表，访谈，管理层讨论和分析，相关的第三方报告以及公开可用的数据等进行分析。联合国际不进行任何审核，调查，核实或尽职调查。联合国际无法保证信息的准确性，正确性，及时性和/或完整性。信用评级可能包含联合国际的对未来事件预测的前瞻性意见，根据定义，这些事件可能会发生变化，不能被视为事实。

在任何情况下，联合国际及其董事、股东、员工、高级职员和/或代表或联合国际有限公司的任何成员均不对任何一方承担任何因使用公司发布的相关信息而产生的损害、损失、责任、成本或费用。

联合国际从发行人、承销商、债务人或投资者处获得提供信用评级服务的报酬。除提供联合国际要求的信息外，上述个体及其关联个体均不需参与信用评级流程。

在发布评级之前，任何评级报告中包含的信用评级都会被征求并向被评级个体（及其代理商）披露。任何人不得于任何司法管辖区内，在违反当地法律及法规的情况下分发或使用联合国际出版的信用评级和研究报告。任何根据通过信用评级获得的信息以及研究报告的用户须咨询相关机构或专业人员，以遵守适用的当地法律及法规。

所有已发布的信用评级以及研究报告皆属于联合国际的智能财产。未经我方书面许可，不得以任何方法复制、公开散发或改动。

联合国际是联合资信评估股份有限公司的子公司。联合国际评审委员会拥有对公司独立信用评级和研究中使用的任何方法或流程的最终解释权。

版权所有©联合评级国际有限公司 2024