跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1239 号

德尔未来科技控股集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

德尔未来科技控股集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”

德尔未来科技控股集团股份有限公司公开发行的“未来转债”的债券信用等级为 AA-

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六 月十七 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

德尔未来科技控股集团股份有限公司
可转换公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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

债项信用等级

债券简称	债券期限	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
未来转债	6 年	6.30 亿元	AA-	AA-	2018 年 8 月 31 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 17 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	22.37	25.72	25.01
所有者权益（亿元）	16.17	17.52	17.76
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00
全部债务（亿元）	0.03	0.60	0.60
营业总收入（亿元）	16.00	17.68	3.19
净利润（亿元）	0.89	1.06	0.18
EBITDA（亿元）	1.86	2.23	--
经营性净现金流（亿元）	2.38	2.46	-1.02
营业利润率（%）	30.55	31.52	23.94
净资产收益率（%）	5.71	6.30	1.02
资产负债率（%）	27.69	31.86	29.01
全部债务资本化比率（%）	0.19	3.29	3.29
流动比率（倍）	1.96	2.15	2.32
EBITDA 全部债务比（倍）	60.03	3.74	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.30	0.35	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、本报告中 2017 年财务数据为 2018 年审计报告的期初数/上年数；4、2019 年 1~3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

跟踪期内，德尔未来科技控股集团股份有限公司（以下简称“德尔未来”或“公司”）作为国内大型木地板上市公司之一，在行业地位、经营规模、营销渠道、产品结构等方面仍具备综合竞争优势。2018 年，公司持续推进“聚焦大家居，培育新材料”的发展战略，提升核心竞争力和市场地位；定制家居业务快速发展，业务布局和产品结构进一步完善；收入和利润规模保持增长，综合毛利率有所提高，经营活动现金流状况良好，整体债务负担很轻。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到木地板家居行业竞争激烈，原材料价格上涨加大公司成本控制压力、商誉存在减值风险以及期间费用和资产减值损失对利润侵蚀严重等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司大家居产业规模扩大和对地板产业投入增加，综合竞争力有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”，同时维持“未来转债”的债项信用等级为 AA-。

优势

1．跟踪期内，公司经营规模持续扩展，销售渠道进一步完善，行业地位仍突出，在品牌知名度和产品结构等方面仍具备较强的竞争优势。

2．受益于定制家居市场发展，公司营业收入与净利润保持增长，综合毛利率有所提高。

3．公司资产负债率较低，整体债务负担仍属很轻，经营活动现金流状况良好。

关注

1．公司所处家居市场属于完全竞争市场，准入门槛较低，竞争较为激烈；与房地产市场

关联度较高，易受市场波动影响。

2．公司原材料占生产成本比例较高，受市场价格波动影响较大，不利于公司生产成本控制。

3．公司商誉规模较大，若被收购企业经营业绩未达预期，公司将面临一定的商誉减值风险；此外，期间费用对公司利润侵蚀严重。

分析师

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

罗　峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

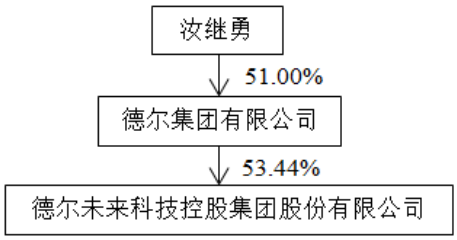
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

德尔未来科技控股集团股份有限公司（以下简称“德尔未来”或“公司”）前身为苏州赫斯国际木业有限公司（以下简称“赫斯木业”），成立于 2004 年 12 月，初始注册资本为 1,000 万美元。历经多次增资扩股与股权变更，2011 年，经中国证券监督管理委员会核准，公司首次公开发行 4,000 万股股票并在深圳证券交易所中小企业版上市，股票简称“德尔家居”，股票代码“002631.SZ”。2015 年 9 月，德尔家居变更为现名，股票简称变更为“德尔未来”。后经资本公积转增股本、股权激励计划行权，截至 2019 年 3 月底，公司总股本 66,773.10 万元，其中，公司控股股东德尔集团有限公司（以下简称“德尔集团”）持有公司 53.44%的股份，汝继勇先生为公司实际控制人。截至 2019 年 3 月底，德尔集团共质押 15,697.89 万股公司股票，占公司股份总数的 23.51%，占其持有公司股份总数的 43.99%。

图 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司为拓展产销渠道，在原经营范围的基础上增加“自营和代理各类商品及技术的进出口业务”；公司职能部门设置未发生变更；纳入公司合并范围子公司共 32 家，公司在职员工 3,360 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 25.72 亿元，负债合计 8.19 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 17.52 亿元，其中归属于母公司所有者权益 16.59 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 17.68 亿元，净利润（含少数股东损益）1.06 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.04 亿元；经营活动现金流量净额 2.46 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.20 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 25.01 亿元，负债合计 7.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 17.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益 16.83 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 3.19 亿元，净利润（含少数股东损益）0.18 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.24 亿元；经营活动现金流量净额-1.02 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.73 亿元。

公司注册地址：江苏省苏州市吴江区七都镇七都大道；法定代表人：汝继勇。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2019〕254 号”文核准，公司于 2019 年 4 月 3 日公开发行了 630 万张可转换公司债券，每张面值 100 元，发行总额 6.30 亿元。经深交所“深证上〔2019〕225 号”文同意，公司 6.30 亿元可转换公司债券于 2019 年 4 月 24 日起在深交所挂牌交易，债券简称“未来转债”，债券代码“128063.SZ”。

“未来转债”转股期的起止日期为 2019 年 10 月 11 日至 2025 年 4 月 3 日；每年的付息日为发行首日（即 2019 年 4 月 3 日）起每满一年的当日；如该日为法定节假日或休息日，则顺延至下一个

工作日，顺延期间不另付息；每相邻的两个付息日之间为一个计息年。

“未来转债”募集资金用于“年产智能成套家具 8 万套项目”“3D 打印定制地板研发中心项目”“智能成套家具信息化系统及研发中心项目”和补充流动资金。截至 2019 年 4 月底，“未来转债”募集资金尚未使用。截至本报告出具日，“未来转债”尚未到第一个付息日，尚未进入转股期。

表 1 “未来转债”募集资金运用概况（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	募集资金承诺投资总额	截至 2019 年 4 月底累计投入金额
1	年产智能成套家具 8 万套项目	32,437.00	30,600.00	0.00
2	3D 打印定制地板研发中心项目	8,787.36	8,500.00	0.00
3	智能成套家具信息化系统及研发中心项目	13,496.04	10,900.00	0.00
	补充流动资金	13,000.00	13,000.00	0.00
合计		**67,720.40**	**63,000.00**	**0.00**

资料来源：公司提供

三、行业分析

公司主营业务为地板和定制衣柜，属于地板行业和定制家居行业。

1. 地板行业

（1）行业上游

地板行业的上游为木材加工经营及人造板行业，原材料成本约占地板生产成本的 80%。

2018 年，随着环保去产能的持续推进、落后产能淘汰进一步加速，人造板大中型企业数量逐步增加，小型企业数量不断减少，龙头企业通过新建、兼并重组等手段进一步巩固其市场地位，人造板行业市场集中度有所提高，但整体集中度依然不高，在下游客户集中度持续提升、家居行业前部品牌影响力提升的背景下，人造板行业总体议价能力较为有限。此外，我国林木对外依存度持续提高，但近年各国对林业资源逐步重视，加强木材管理政策，关税提高，并要求原木需在当地加工为方材或板材后才能出口，使得人造板企业依然面临主要原材料价格上涨压力，并逐渐向下游地板行业传导。

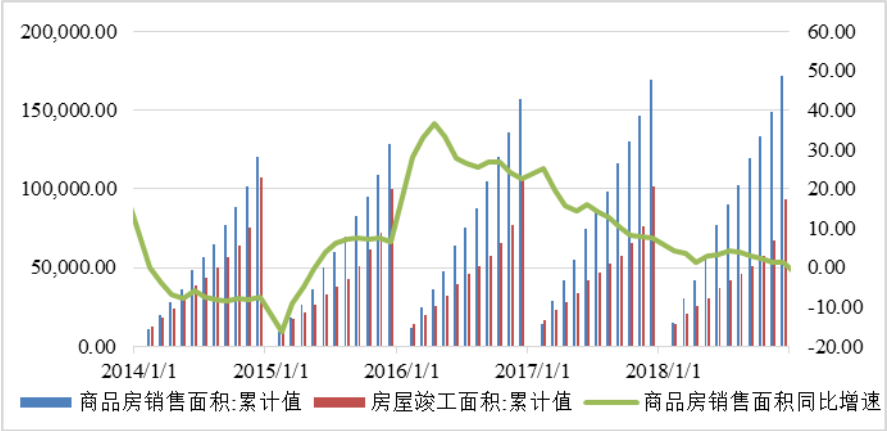
整体看，2018 年，我国人造板市场落后产能淘汰加速，但行业集中度依然不高，受下游客户集中度提升影响，上游人造板企业议价能力有限；受国际木材价格上涨影响，成本端持续承压，毛利率降低，逐步向下游地板行业传导。

（2）行业下游

地板行业的下游主要为房地产市场。近年来，受国内经济增速放缓、结构性供给侧改革等因素影响，房地产行业增速放缓在一定程度上制约了木地板行业的发展，使得市场竞争进一步加剧。

2018 年，受国家对房地产行业持续调控的影响，购房者观望情绪明显，商品房市场需求疲软，叠加需求端棚改货币化补偿比例下降、贷款利率上行及调控政策收紧等因素，全国商品房销售面积 171,654 万平方米，同比仅增长 1.33%。尤其 2018 年下半年以来，宏观政策调控的效果开始显现。受房企融资渠道缩紧、土地市场转冷及销售增速回落的共同影响，预计 2019 年投资增速仍存在一定下行压力。

图 2　近年全国商品房供求情况（单位：万平方米、%）



资料来源：Wind、联合评级整理

2018 年，受地产调控影响，高度依靠客流的建材市场较为低迷，我国地板销量增速下降。据中国林产工业协会地板专业委员会统计，2018 年我国具有一定规模的地板企业木质地板总销量为 41,760 万平方米，较上年增长 0.58%，增速下降 4.06 个百分点；其中，强化复合木地板总销量 21,360 万平方米，较上年减少 0.51%；实木复合地板总销量 12,010 万平方米，较上年增长 4.53%；实木地板总销量 4,740 万平方米，较上年减少 1.04%；实木竹地板总销量 3,200 万平方米，较上年减少 4.76%；其它地板总销量 450 万平方米，较上年增长 9.76%。

总体看，2018 年，受房地产市场增速放缓影响，木地板销量整体增长乏力，强化木地板、实木地板、实木竹地板总销量均有所下降，仅实木复合地板销量保持增长态势。

（3）行业竞争

2018 年，我国地板行业生产企业数量呈下降趋势。受地产调控和成本上升影响，地板市场景气度较低，大企业在推出价格较为优惠的中低端产品抢占中小企业市场份额的同时，亦采取销售激励、渠道管控等措施提升市场竞争力。小企业受环保政策影响，生产成本增加，产能淘汰压力增大，在此背景下，小企业通过积极开发小众市场，推出高溢价产品提升毛利率，降低淘汰风险。

总体看，2018 年，地板行业从价格竞争向规模、品牌、服务层级的综合竞争转变，品牌价值逐渐显现。龙头企业经过多年的生产经营与渠道深耕，在原料成本、产品研发以及售后等方面具有竞争优势，规模效应产生的高毛利率使得产品价格相比新进入者更具弹性。

（4）行业政策

2018 年 5 月，新的国家标准《室内装饰装修材料人造板及其制品中甲醛释放限量》（GB18580-2017）实施，新标准修改了甲醛检测方法及甲醛释放限量值，规定室内装饰装修材料用人造板及其制品中甲醛释放限量值为 0.124 毫克/立方米，限量标志为 E1，取消了原来的 E2 级别。

2018 年 5 月，《无醛人造板及其制品》团体标准发布。行业内低醛、无醛技术差距将逐渐弱化，具有负氧离子、清醛除菌、阻燃防潮等特殊功能的人造板产品将更具竞争优势。

总体看，新国标更好地满足了人造板产品消费需求升级的要求，将进一步推动地板产业去产能和转型升级。

（5）行业关注

环保压力上升，继续面临转型升级的成本压力

在环保趋势愈发明显的背景下，地板企业需通过转型升级满足环保要求，采用清洁生产工艺、加快装备技术改造和产品创新，这将加大企业的研发投入和生产成本。

原材料成本上涨，面临成本端压力

我国木材资源多来自进口，随着多国出台林木限伐禁伐令，木材进口价格呈上升趋势。原材料价格上涨将加速行业洗牌，技术含量低、原材料成本占比大的小型地板企业或受较大冲击。

市场竞争激烈，销售渠道下沉增加相关费用支出

木地板企业具有较强的渠道壁垒，国内普遍采用全国性营销网络进行销售。企业在全国范围拓展直营店或代理商、下沉渠道抢占市场份额的同时，租金及销售费用可能侵蚀营业利润。

（6）行业发展

随着我国居民消费能力提高，以及政策性住房、二手房改造以及新楼盘开发，地板的总体需求量仍然在不断增长，未来三、四线城市或将成为地板业发展新的增长点。

从产品结构看，地板行业将向清洁生产、绿色发展转型，开发游离甲醛释放量更低或无添加醛产品的生产工艺和技术仍是未来发展方向。在板种方面，三层实木地板及多层实木复合地板因其良好的产品性能及特质，市场青睐度或将提高。

从行业集中度看，地板行业将呈现向优势品牌企业集中的趋势。品牌企业将进一步向产业链上下游延伸：一方面通过拓展基材加工基地甚至原料林基地向上游延伸，另一方面通过建设高效、优质、覆盖面广的营销渠道来保证优质产品推向市场，向下游扩展，形成产销一体化优势，进而提升市场份额。

总体看，地板行业未来将更加注重清洁生产和绿色发展，行业集中度进一步提升，销售渠道进一步下沉，品牌价值逐步显现，呈现向优势品牌企业集中的趋势。

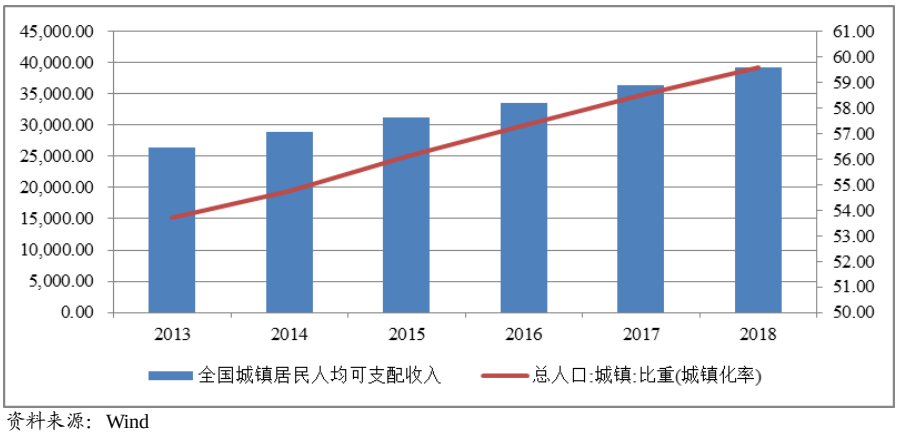
2. 定制家居

（1）行业概况

定制家具主要以橱柜、衣柜、木门为主。2018 年中国定制家具市场规模约 2,424.20 亿元，其中定制橱柜及定制衣柜占比达到 84.03%，橱柜衣柜定制业务发展较成熟，但家具制造市场仍以成品家具为主，定制家具份额仅占 20%，相比欧洲等国 60%~70%的市场份额，我国定制家具市场仍有较大发展空间。

根据国家统计局数据显示，2018 年，我国城镇化率（城镇人口占总人口比重）为 59.58%，较 2017 年末提高 1.06%；根据国务院公布的《国家新型城镇化规划》，2020 年要实现常住人口城镇化率达到 60%，城镇化将带动整体家具行业的发展，为其提供广阔的市场空间。同时，我国城镇居民可支配收入持续增长，消费能力提升，2018 年城镇居民人均可支配收入 39,251 元，同比增长 7.80%，人均居住消费支出 4,647 元，同比增长 13.10%。随着可支配收入提高，居民对家具选购将更加注重品牌、质量和服务水平。与传统成品家具相比，定制家具能满足消费者的个性化需求，具备较大的潜在市场空间。

图 3　近年我国城镇居民人均可支配收入及城镇化率变化（单位：元/年、%）



资料来源：Wind

目前，定制家具市场需求主要源自新房装修和存量房的重装修。近年受到地产调控政策影响，住宅商品房增速放缓，首次购房对家具的需求增速可能受到影响，但二手房和翻新房或成为新的增长点：一方面，我国一、二线核心城市进入存量房时代；另一方面，我国第一批商品房建成于 80 年代，大量老房存在旧房翻新装修需求。从定制家具市场份额有待提升和存量房装修需求较大两方面看，定制家具市场未来仍有较大成长空间。

总体看，2018 年，受城市化进程加快和居民消费升级带动，定制家具行业发展迅速，行业竞争日渐激烈，但潜在市场空间依然较大，定制家具的市场份额有待进一步提升。

（2）行业竞争

2018 年，定制家具行业市场集中度依然较低，但行业梯队已基本形成，梯队间差距逐步拉大：行业龙头企业欧派家居 2018 年营业收入 115.09 亿元；其次为索菲亚、尚品宅配，营业收入超过 50 亿元，位于第二梯队；志邦、好莱客等位于第三梯队。前三家欧索尚营业收入增速均高于 18.08%的整体平均增速，净利润增速保持在 20%以上（除索菲亚），但与 2017 年营业收入和净利润的平均增速相比有一定下降。

2017~2018 年多家企业通过资本市场融资，充实资金实力，扩大经营规模，市场竞争较为激烈，行业整体营收及利润增速放缓。2018 年，全国家具制造业营业收入 7,081.70 亿元，较上年仅增长 4.50%；利润总额 425.90 亿元，较上年仅增长 4.30%。

受房地产上游影响以及工程项目对于零售业务的分流，2018 年定制家具企业逐步调整战略模式和运营侧重点，主要有以下五方面变化：一是通过自建或收购的方式发展新品类，拓展营收增长渠道；二是推出设计软件及信息化整体解决方案服务，将生产端的柔性化建设与销售端的设计软件相衔接，以降低运营成本、提高生产效率；三是开始布局整装业务，通过整合当地家装公司或自我创建整装品牌将业务向前端延伸，提升获客能力；四是广泛优化销售渠道，涉足电商线上引流，并加强线下体验店建设，门店调整升级，同时三、四线市场渠道下沉；五是市场定位进一步细分，中高端产品占比提升，更加注重强化品牌认知度。

总体看，2018 年，定制家具市场集中度仍然较低，但行业梯队已基本形成，梯队间差距逐步拉大；行业整体营业收入及利润增速放缓；企业调整战略模式和运营侧重点，竞争日趋激烈。

（3）行业政策

2019 年 2 月，住建部出台《住宅项目规范（征求意见稿）》，提出城镇新建住宅建筑应全装修交付；户内和公共部位所有功能空间的固定面和管线应全部铺装或粉刷完成；给排水、燃气、照明、供电等系统及厨卫基本设施应安装到位。

总体看，该征求意见稿将一定程度上影响市场预期，未来精装房可能对定制家具零售端需求产生分流作用，零售端与工程端业务比例或将有所调整。

（4）行业关注

房地产市场波动的风险

定制家具作为家居行业一个新兴的细分行业，目前仍处于成长期，发展空间较大。但由于家居行业、装饰装修行业与房地产行业的相关性较高，如果房地产市场长期低迷，定制家具企业将会受到一定影响。

市场竞争加剧风险

定制家居行业市场前景广阔，已有部分传统家具制造企业转型定制家居市场。国内其他知名家具企业也纷纷加大对定制家居行业投入。定制家居企业在 2017~2018 年密集上市，募集资金主要投入产能扩建项目。未来，随着募投项目建设投产，新增产能较高，行业赛道或将进一步拥挤。

（5）行业发展

未来，在房地产市场调控背景下，行业龙头凭借渠道、产品、品牌等优势以及外延并购措施，有望进一步提升市场占有率；掌握核心渠道优势也将成为定制家居企业维持稳态市场占有率的重要手段。

四、管理分析

2018 年，公司董事、监事及高级管理人员未发生变动。总体看，公司高管团队稳定，主要管理制度连续，管理运作良好。

五、经营分析

1. 经营概况

2018 年，公司仍主要从事地板和定制衣柜的生产及销售业务，全年实现营业收入 17.68 亿元，同比增长 10.49%，主要系定制衣柜收入快速增长所致；实现净利润 1.06 亿元，同比增长 19.24%。

从收入构成来看，2018 年，公司主营业务收入 17.61 亿元，占营业收入比重为 99.60%，主营业务突出，其中，木地板营业收入 7.73 亿元，与上年持平，占营业收入比重为 43.72%，较上年下降 4.59 个百分点；定制衣柜营业收入 8.74 亿元，同比增长 25.16%，主要系市场扩张较快、公司订单增加较多所致，占营业收入比重为 49.41%，较上年上升 5.78 个百分点，对公司收入贡献继续提升；新材料业务收入 1,595.97 万元，主要包括石墨烯设备和应用产品，对公司收入和利润影响很小。公司其他业务包括密度板、商标使用费等，实现收入 1.05 亿元，占比 5.96%。

表 2　2016~2018 年营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利	收入	占比	毛利	收入	占比	毛利
木地板	66,324.11	58.61	33.39	77,314.32	48.31	33.18	77,315.40	43.72	31.75
定制衣柜	40,359.27	35.67	36.00	69,810.16	43.63	31.62	87,375.63	49.41	32.35
新材料	1,916.78	1.69	63.74	1,372.68	0.86	52.55	1,595.97	0.90	50.37
其他业务	4,555.31	4.03	18.47	11,531.62	7.21	28.70	10,535.00	5.96	46.07
合计	**113,155.48**	**100.00**	**34.23**	**160,028.78**	**100.00**	**32.34**	**176,822.00**	**100.00**	**33.07**

资料来源：公司年报

注：公司定制衣柜业务于 2017 年 1 月实现全年并表，并对 2016 年数据进行相应追溯调整

从毛利率水平看，木地板毛利率 31.75%，较上年下降 1.43 个百分点，主要系原材料价格上涨及工程项目毛利率较低所致；定制衣柜毛利率 32.35%，较上年上升 0.73 个百分点，主要系销售价格提升及材料率利用率提高所致；新材料业务毛利率 50.37%，较上年下降 2.18 个百分点，主要系石墨烯应用产品成本上升所致；其他业务毛利率 46.07%，较上年上升 17.37 个百分点。2018 年，公司综合毛利率 33.07%，较上年小幅提高。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.19 亿元，较上年同期增长 2.36%；实现净利润（含少数股东损益）0.18 亿元，较上年同期下降 42.37%，主要系营业成本及期间费用增加所致。

总体看，2018 年，公司木地板业务收入稳定，得益于定制衣柜业务增长较快，公司营业收入保持增长；公司综合毛利率有所提高。

2. 木地板业务

2018 年，公司继续发展木地板业务，包括强化复合地板和实木复合地板。

（1）原材料采购

公司木地板业务主要原材料为密度板、木纹纸、平衡纸、耐磨纸、结构基材、面皮和底板。2018 年，由于产品结构变化，结构基材、面皮和底板的采购量均较上年大幅减少 50%左右；其余材料（密度板、平衡纸、耐磨纸）均较上年小幅增长，主要系公司调整外协加工模式，由原来直接外购产成品较多、委托加工较少，调整为外购产成品减少、委托加工增多所致。从采购价格看，除结构基材价格小幅下降外，公司主要原材料价格均有 5%左右的上涨幅度。

表 3　2016~2018 年公司地板板块采购情况（单位：张、元/张）

原材料	项目	2016 年	2017 年	2018 年
密度板	采购量	1,991,315.00	2,829,337.00	2,988,073.00
	采购均价	63.22	58.96	62.00
木纹纸	采购量	2,157,830.00	2,915,944.00	2,833,241.00
	采购均价	9.60	9.47	9.72
平衡纸	采购量	2,064,046.00	2,844,708.00	2,882,640.00
	采购均价	5.26	5.66	5.97
耐磨纸	采购量	1,724,395.00	2,575,765.00	2,707,228.00
	采购均价	5.77	5.89	6.03
结构基材	采购量	734,718.05	515,539.11	208,600.98
	采购均价	70.71	68.41	68.16
面皮	采购量	752,444.71	432,920.57	226,534.80
	采购均价	28.55	28.88	32.46
底板	采购量	704,601.01	546,291.60	160,441.46
	采购均价	5.47	5.93	6.31

资料来源：公司提供

从采购集中度来看，2018 年，公司木地板业务前五大供应商采购额占该业务板块总采购金额的比例为 52.40%，较 2017 年上升 3.19 个百分点，采购集中度较高；主要供应商为湖州威赫木业有限公司（采购金额占 13.50%）、湖州福华木业有限公司（采购金额占 12.40%）和湖州南浔安正木业有限公司（采购金额占 9.80%）等。结算方式为月结，账期约 30 天。

总体看，2018 年，公司木地板主要原材料均价小幅上涨；受产品结构变化和生产结构调整影响，原材料采购量有所波动；公司采购集中度较高。

（2）产品生产

从木地板生产成本看，2018 年，原材料占比下降至 79.84%，仍是最主要的成本构成；加工费占比由 3.82%上升至 6.83%，主要系外协加工量增加所致。

产能方面，2018 年，公司木地板各产品产能稳定，强化复合地板产能稳定在 1,120 万平方米/年，实木复合地板产能稳定在 80 万平方米/年。

生产方面，从生产模式看，2018 年强化复合地板仍以自主生产为主，自主生产比例为 87.63%，较上年变化不大；实木复合地板自主生产比例为 15.65%，较上年下降 12.03 个百分点，主要系公司工程项目定制订单较多，为保证正常交付，外协加工生产比例提高所致。

产量方面，公司采取“以销定产”模式，2018 年，公司木地板产品结构变化不大但产量（含外协加工）有所下降：强化复合地板产量 897.28 万平方米，较上年下降 7.29%，占总产量 83.48%；实木复合地板产量 177.60 万平方米，较上年下降 8.46%，占总产量 16.52%。

产能利用率方面，2018 年，受产量下降和外协加工比例提升影响，公司整体产能利用率有所下降。其中，强化复合地板产能利用率 70.20%，较上年下降 5.68 个百分点；实木复合地板产能利用率 34.74%，较上年大幅下降 32.38 个百分点。

表 4　2016~2018 年公司地板业务生产情况（单位：万平方米、%）

项目		2016 年	2017 年	2018 年
强化复合	产能	970.00	1,120.00	1,120.00
	产量	822.32	967.88	897.28
	其中：自主生产	694.15	849.91	786.25
	产能利用率	71.56	75.88	70.20
实木复合	产能	80.00	80.00	80.00
	产量	154.90	194.02	177.60
	其中：自主生产	67.16	53.70	27.80
	产能利用率	83.95	67.12	34.74
合计	产能	1,050.00	1,200.00	1,200.00
	产量	977.23	1,161.89	1,074.88
	其中：自主生产	761.31	903.61	814.04
	产能利用率	72.51	75.30	67.84

资料来源：公司提供

注：产量包含外协加工部分；产能利用率采用自主生产产量除以产能。

总体看，2018 年，公司主要产品产量有所下降；强化复合地板仍以自主生产为主，实木复合地板以外协加工为主，且外协比例逐步提高，公司产能利用率有所下降。

（3）产品销售

零售业务方面，截至 2018 年底，公司地板零售经销商共 145 家，其中，一级经销商 26 家，较 2017 年减少 9 家，主要为经销商整合所致。结算方式为现款现货，公司木地板零售业务基本无账期。

工程业务方面，2018 年公司加大工程客户开发，专门成立经销商工程客户部，拓展工程战略客户。2018 年工程客户销售收入 1.50 亿元，毛利率 17.11%，销售产生应收账款期末余额 1,332 万元，总体回款正常，但受 2018 年竣工结算项目较少的影响，收入增长较小。

销量方面，2018 年，公司木地板销量 993.17 万平方米，较上年增长 1.77%。其中，强化复合地板销量 850.78 万平方米，较上年增长 4.38%，主要系公司针对强化复合地板进行产品升级，销量增长所致；实木复合地板销量 142.39 万平方米，较上年减少 11.49%，主要系市场竞争加剧，针对实木

产品做出结构调整所致。

产销率方面，2018 年，公司整体产销率为 92.40%，较上年增长 8.41 个百分点。销售价格方面，2018 年，强化复合地板均价 63.17 元/平方米，较上年增长 4.88%；实木复合地板均价 166.33 元/平方米，较上年下降 3.20%，主要系销售产品结构变化，低价位产品销量同比增加所致。

表 5　2016~2018 年地板业务产销情况（单位：万平方米、%、元/平方米）

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
强化复合	产量	822.32	967.88	897.28
	销量	729.45	815.05	850.78
	产销率	88.71	84.21	94.82
	销售均价	58.84	60.23	63.17
实木复合	产量	154.90	194.02	177.60
	销量	144.42	160.87	142.39
	产销率	93.23	82.92	80.18
	销售均价	175.77	171.83	166.33
合计	产量	977.23	1,161.89	1,074.88
	销量	873.88	975.92	993.17
	产销率	89.42	83.99	92.40
	销售均价	75.9	79.22	77.96

资料来源：公司提供

从客户集中度看，2018 年，木地板前五大客户销售额占该板块总销售额比例为 18.16%，较上年下降 1.27 个百分点，销售集中度较低。公司木地板业务的主要客户为江苏荣依德家居用品有限公司（占 4.49%）、微山县夏镇林泽建材店（占 3.95%）和北京景志豪业商贸有限责任公司（占 3.73%）等。从销售区域看，2018 年，公司主要销售区域为华东地区（占 27.00%）、华中地区（占 24.70%）和华北地区（占 15.10%）。

总体看，2018 年，公司木地板销售业务较为稳定，产销率有所提升；强化复合地板量价提升，实木复合地板量价下行；公司加大工程客户开发，工程项目收入有所增长但毛利率较低。

3. 定制衣柜业务

公司定制衣柜业务的经营主体是广州百得胜家居有限公司（以下简称“百得胜家居”），主要负责整合家居研发、销售网络、安装服务等全屋空间定制业务。门板业务的经营主体为苏州韩居家居有限公司（以下简称“韩居家居”），主要业务为承接百得胜家居定制和对外加工生产销售，其中对外零售部分采用现款现货的方式，对外加工生产采用月结的结算方式。

（1）原材料采购

采购方面，2018 年，公司主要原材料（除素板）的采购金额均较上年有所减少，但定制衣柜产量仍保持增长，主要系 2017 年公司新增韩居家居实木定制产品，在磨合期及产品的开发期材料利用率较低，2018 年公司降本增效提高材料利用率，使得采购减少但产量增长，受此影响，2018 年公司定制衣柜业务毛利率亦有所提高。

2018 年，原材料素板采购金额 1.44 亿元，较上年增长 11.71%，主要系定制衣柜销量增长及公司采用的无醛基材价格较高所致；实木、实木基板、板式基板、面料木皮和油漆主要应用于生产实木定制产品，2018 年采购金额均较上年有所下降，主要系公司材料利用率提高所致；采购均价较上年大幅增长，主要系木材价格上涨及高价位原材料采购占比提高所致。

表 6　2016~2018 年公司定制衣柜业务主要原材料采购情况

原材料	项目	2016 年	2017 年	2018 年
素板	采购金额（元）	92,881,121.00	129,269,554.50	144,401,428.60
	采购均价（元/张）	60.00	65.00	85.37
浸渍纸	采购金额（元）	20,490,962.00	48,039,193.33	39,512,213.00
	采购均价（元/张）	10.20	10.10	10.10
铝材	采购金额（元）	14,645,665.00	21,773,176.40	21,233,597.15
	采购均价（元/条）	15.60	15.30	15.40
实木	采购金额（元）	--	13,205,882.4	8,965,118.94
	采购均价（元/立方米）	--	4,979.65	5,402.53
实木基板	采购金额（元）	--	5,764,303.34	3,834,767.50
	采购均价(元/立方米)	--	140.11	213.62
板式基板	采购金额（元）	--	24,517,583.35	20,112,135.45
	采购均价（元/张）	--	56.94	129.50
面料木皮	采购金额（元）	--	6,118,052.65	3,752,203.08
	采购均价（元/m）	--	16.24	14.45
油漆	采购金额（元）	--	4,540,489.72	3,944,757.31
	采购均价（元/kg）	--	19.51	26.14

资料来源：公司提供

从采购集中度来看，受原材料的工艺要求限制，供应商为指定几家，为行业内普遍现象，百得胜家居定制衣柜业务前五大供应商采购额占该业务板块总采购金额的比例为 50.42%，采购集中度较上年提高 5.42 个百分点，集中度较高；其中，采购比例最高的供应商为关联方韩居家居，占比 23.07%，采购产品为膜压门板和实木柜。

总体看，2018 年，受公司定制衣柜业务销量增长和材料利用率提高影响，主要原材料采购量有所波动，采购价格均有所提高，不利于公司生产成本控制；公司定制衣柜业务采购集中度有所提高。

（2）产品产销

生产方面，定制衣柜业务采取“以销定产”模式，受销量增长带动，产能和产量有所提升，截至 2018 年底，公司定制衣柜产能 141.00 万平方米/年，较上年增长 12.80%；产量 128.33 万平方米，较上年增长 11.01%；产能利用率 91.01%。2018 年，门板业务产能 120.00 万平方米/年，产量 52.52 万平方米，产能利用率 43.77%，产能利用率较低；2019 年一季度，公司布局北方市场，韩居天津工厂投产，门板业务产能大幅提升至 300.00 万平方米/年。

表 7　2016~2018 年定制衣柜业务生产情况（单位：万平方米、%）

项目		2016 年	2017 年	2018 年
定制衣柜	产能	80.00	125.00	141.00
	产量	77.14	115.60	128.33
	产能利用率	96.43	92.48	91.01
门板业务	产能	—	120.00	120.00
	产量	—	54.23	52.52
	产能利用率	—	45.19	43.77

资料来源：公司提供

销售渠道方面，2018 年，百得胜家居销售渠道快速拓展，定制衣柜经销商发展至 950 家，拥有门店 1,363 家，分别较上年增加 154 家和 263 家。此外，2018 年公司新增四处展厅建设，包括广州

工厂展厅、苏州工厂展厅，成都工厂展厅和天津工厂展厅，一方面作为公司拓展客户的新产品和经销商门店示范，另一方面用于开展工厂周边区域的厂购活动，增加公司营业收入；未来公司计划将展厅与酒店结合，或将展厅置于房地产开发商楼板做样板房，拓展销售。

销量方面，2018 年，公司定制衣柜销量 128.42 万平方米，较上年增长 13.11%；产销率 100.07%，维持在较高水平；销售均价 624.18 元/平方米，较为稳定。2018 年，公司门板业务销量 52.64 万平方米，较上年下降 1.37%，主要系市场同质化产品竞争日趋激烈所致；产销率 100.23%，较上年上升 1.81 个百分点；销售均价 451.55 元/平方米。

表8　2016~2018年定制衣柜业务产销情况（单位：万平方米、%、元/平方米）

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
定制衣柜	产量	77.14	115.60	128.33
	销量	77.14	113.54	128.42
	产销率	100.00	98.22	100.07
	平均销售价格	523.21	614.87	624.18
门板业务	产量	--	54.23	52.52
	销量	--	53.37	52.64
	产销率	--	98.41	100.23
	平均销售价格	--	--	451.55

资料来源：公司提供

从销售集中度来看，2018 年，公司定制衣柜业务下游前五大客户销售额占该板块总销售额的比例为 13.65%，较上年变化不大，集中度较低。

总体看，2018 年，公司定制衣柜业务市场拓展力度较大，渠道拓宽，产销量有所增长，产销率保持在较高水平，整体销售集中度较低；门板业务受同质化产品竞争激烈影响，产销量有所下降。

4. 经营关注

（1）原材料价格波动风险

公司生产成本中，原材料占比约 80%，其中木材价格波动对公司成本控制影响较大。考虑到我国木材资源进口依赖度较大，国际林木限伐等政策或提高未来木材市场价格，对公司的成本控制造成不利影响。

（2）产品同质化程度高，市场竞争激烈

近年来，家居企业数量增多，且投资扩产力度较大，产品同质化严重，市场竞争日趋激烈，受此影响，公司销售端面临一定压力，未来营收增速或将减缓。

（3）投资扩产速度较快，产能利用率一般

2018 年，公司扩大产能增加厂房建设及建设展厅，未来在建项目将进一步增加，一方面能增强公司市场竞争能力，另一方面可能增加公司固定成本和销售费用，侵蚀公司利润。

（4）双主业发展战略下的经营管理风险

根据“聚焦大家居，培育新材料”的双主业发展战略，公司将不断深入各类家居产业及石墨烯等新材料领域，如经营管理水平不能适应业务发展需求，可能面临一定的经营管理风险。

5. 未来发展

未来，公司将继续推进“智能互联家居产业+石墨烯新材料产业”双主业发展战略。在地板产业

板块，由产品供应商向地面整体解决方案服务商转型，加大科技研发、创新营销和产业布局投入，从地板转型到地面新材料产业，从单一定位向多元化转型，从品牌制造企业向数字化转型；在定制家居板块，通过轻资产化资本运作方式整合行业企业，投入更多低成本终端小家居店；在石墨烯新材料产业板块，提升研发能力，加强科技成果的有效转化。

总体看，公司整体定位明确，有利于长远发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2018 年度合并财务报表已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。2019 年一季度财务报表未经审计。公司执行财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）的相关规定，对 2018 年度的财务报表格式进行了修订，对财务数据连续性影响较小。本报告中 2017 年财务数据采用 2018 年审计报告的期初数或上年数。2018 年，公司新纳入合并报表范围子公司 4 家，规模相对不大，公司会计政策连续，财务数据的可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 25.72 亿元，负债合计 8.19 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 17.52 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 16.59 亿元。2018 年，公司实现营业收入 17.68 亿元，净利润（含少数股东损益）1.06 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.46 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.20 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 25.01 亿元，负债总额 7.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益）17.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 16.83 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 3.19 亿元，净利润（含少数股东损益）0.18 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.24 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.02 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.73 亿元。

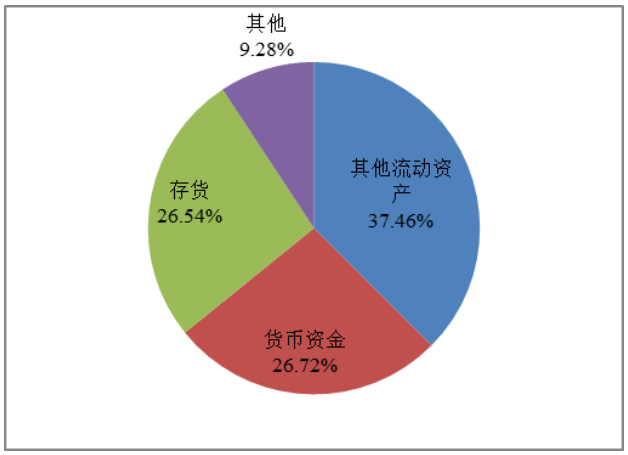
2. 资产质量

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 25.72 亿元，较年初增长 14.97%，主要系流动资产增长所致；流动资产和非流动资产占比分别为 67.93%和 32.07%，资产结构以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产总额 17.47 亿元，较年初增长 45.75%，主要系货币资金、存货和其他流动资产增加所致。流动资产主要由货币资金（占 26.72%）、存货（占 26.54%）和其他流动资产（占 37.46%）构成。

图 4　截至 2018 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

截至 2018 年底，公司货币资金 4.67 亿元，较年初增长 85.93%，主要系公司转让其所持有的河南义腾新能源科技有限公司（以下简称“义腾新能源”）14.62%股权收回资金所致；公司货币资金包括银行存款（占 99.08%）、库存现金（占 0.05%）和其他货币资金（占 0.87%）；其他货币资金共计 407.10 万元，主要为承兑汇票保证金、履约和预付保函保证金，均为使用受限的货币资金，受限比例较低。

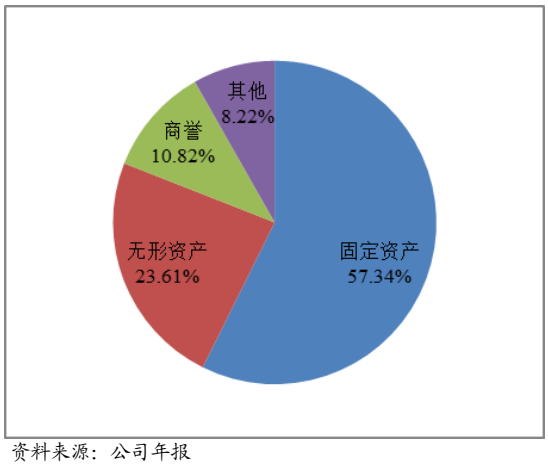
截至 2018 年底，公司存货账面价值为 4.64 亿元，较年初增长 25.72%，主要系公司增加原材料备货及工程项目增多导致发出商品增加所致；公司存货主要由原材料（占 25.41%）、库存商品（占 24.17%）、发出商品（占 39.77%）和自制半成品（占 8.37%）构成。截至 2018 年底，公司全部存货共计提跌价准备 258.95 万元，计提比例 0.56%，考虑到公司主要产品市场竞争激烈，产品价格波动，存在一定的跌价风险。

截至 2018 年底，公司其他流动资产余额为 6.54 亿元，较年初增长 51.87%，主要系公司购买银行理财产品所致；公司其他流动资产主要为银行理财产品（占 98.58%）。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产总额 8.25 亿元，较年初下降 20.56%，主要系长期股权投资和商誉减少所致；非流动资产主要由固定资产（占 57.34%）、无形资产（占 23.61%）和商誉（占 10.82%）构成。

图 5　截至 2018 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司年报

截至 2018 年底，公司长期股权投资 0.13 亿元，较年初下降 94.26%，主要系公司转让义腾新能源 14.62%的股权所致。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 4.73 亿元，较年初增长 3.07%，主要系购置机器设备增加所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 47.20%）和机器设备（占 47.29%）构成。截至 2018 年底，公司固定资产累计计提折旧 2.13 亿元，未计提减值准备，成新率为 68.97%，成新率一般。

截至 2018 年底，公司无形资产账面价值 1.95 亿元，较年初减少 1.22%；公司无形资产主要由土地使用权（占 81.69%）、软件（占 10.47%）和专利权（占 7.84%）构成。截至 2018 年底，公司无形资产累计计提摊销 4,843.72 万元，未计提减值准备。

截至 2018 年底，公司商誉账面价值 0.89 亿元，较年初下降 35.44%，主要系公司确认对厦门烯成的商誉减值损失 0.49 亿元所致。截至 2018 年底，公司商誉账面价值包括厦门烯成 0.79 亿元和苏州柏尔恒温科技有限公司 0.10 亿元，若被收购单位未来经营业绩不及预期，公司仍将面临较大的商誉减值风险。

截至 2018 年底，公司使用受限的资产账面价值共计 8,407.10 万元；其中，8,000.00 万理财产品用于子公司质押借款，407.10 万元货币资金作为票据保证金；受限资产占总资产的比例为 3.27%，受限比例很低。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 25.01 亿元，较年初下降 2.75%，主要系货币资金减少所致；其中，流动资产占比 66.77%，非流动资产占比 33.23%，较年初变化不大。

总体看，2018 年底，公司资产规模小幅增长，仍以流动资产为主；受转让义腾新能源股权影响，公司现金类资产较为充足；公司资产受限比例较低，整体资产质量较高。

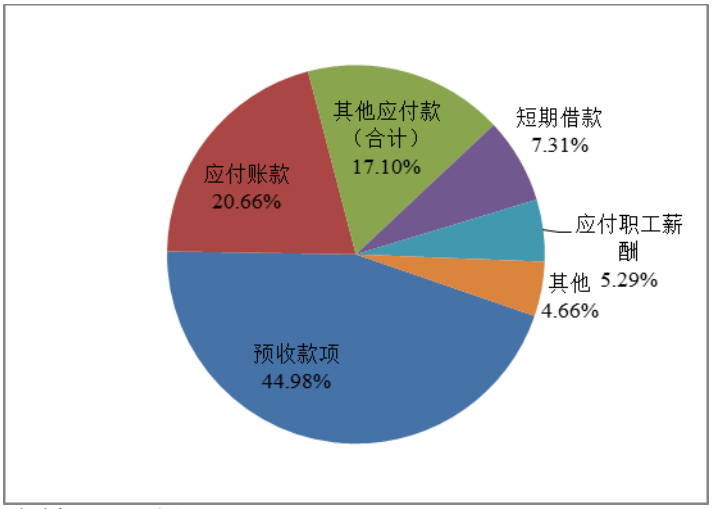
3．负债及所有者权益

（1）负债

截至 2018 年底，公司负债合计 8.19 亿元，较年初增长 32.30%，主要系流动负债增长所致；其中，流动负债占 99.37%，非流动负债占 0.63%，以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 8.14 亿元，较年初增长 32.92%，主要系短期借款和预收款项增加所致；流动负债主要由短期借款（占 7.31%）、应付账款（占 20.66%）、预收款项（占 44.98%）、应付职工薪酬（占 5.29%）和其他应付款（合计）（占 17.10%）构成。

图 6　截至 2018 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报

截至 2018 年底，公司新增短期借款 5,950.00 万元，全部为子公司质押借款，质押物为公司理财产品及结构性存款。

截至 2018 年底，公司应付账款 1.68 亿元，较年初增长 15.31%，主要系生产规模扩大导致应付采购款增加所致；其中账龄超过 1 年的重要应付账款占比 4.66%，主要系项目尚未结算或工程尚未竣工所致。

截至 2018 年底，公司预收款项为 3.66 亿元，较年初增长 25.61%，主要系公司定制衣柜销售规模扩大，以及工程合同类项目未结算所致，符合地板家居行业预收货款的特性。

截至 2018 年底，公司应付职工薪酬 0.43 亿元，较年初增长 40.99%，主要系短期薪酬（占 99.95%）增加所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款（合计）1.39 亿元，较年初增长 33.92%，主要系新增限制性股票回购义务所致；公司其他应付款主要为限制性股票回购义务（占 59.15%）、保证金（占 33.86%）和广告及装修费（占 5.94%）等。截至 2018 年底，公司其他应付款中，1 年以上的重要其他应付款占比 24.29%。

截至 2018 年底，公司非流动负债 517.72 万元，较年初下降 23.97%，主要系递延收益和递延所得税负债减少所致；非流动负债由长期应付款（占 7.53%）、递延收益（占 61.39%）和递延所得税负债（占 31.09%）构成。

截至 2018 年底，公司长期应付款 38.97 万元，较年初增长 94.86%，主要系专项应付款增加所致。

截至 2018 年底，公司递延收益 317.81 万元，较年初下降 33.17%，主要系新增政府补助金额较少且部分重分类至其他流动负债所致。

截至 2018 年底，公司递延所得税负债 160.94 万元，较年初下降 13.22%，主要系非同一控制企业合并资产评估增值产生的应纳税暂时性差异减小所致。

截至 2018 年底，公司全部债务 5,952.00 万元，均为短期债务，较年初增加 5,642.00 万元，主要系子公司新增短期借款所致；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 31.86%、3.29%、0.00%，较年初分别上升了 4.17 个百分点和 3.09 个百分点，整体债务负担仍属很轻。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 7.26 亿元，较年初下降 11.45%；流动负债和非流动负债分别占比分别为 99.29%和 0.71%，负债结构较年初变化不大。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 6,039.55 万元，全部为短期债务；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 29.01%和 3.29%，债务负担较年初变化不大。

总体看，2018 年底，随着公司短期债务规模增加，负债规模有所增长，仍以流动负债为主，整体债务负担仍属较轻。

（2）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 17.52 亿元，较年初增长 8.34%，主要系资本公积和未分配利润增加所致；其中，归属于母公司所有者权益占 94.68%，少数股东权益占 5.32%。截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益 16.59 亿元，较年初增长 7.35%；其中，实收资本占 40.25%，资本公积占 12.77%，未分配利润占 47.05%，公司权益稳定性一般。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 17.76 亿元，较年初增长 1.32%；其中，归属于母公司所有者权益占 94.81%，少数股东权益占 5.19%，权益结构较年初变化不大。

总体看，2018 年，受公司持续盈利影响，公司所有者权益规模稳定增长，权益稳定性仍属一般。

4．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 17.68 亿元，同比增长 10.49%，主要系定制衣柜业务收入增长所致；实现净利润（含少数股东损益）1.06 亿元，同比增长 19.24%。

从期间费用来看，2018 年，公司费用总额 3.80 亿元，较上年增长 19.07%，主要系销售费用和管理费用增加所致；其中，销售费用占 64.40%，管理费用占 33.52%，研发费用占 5.35%[1]。2018 年，公司销售费用 2.44 亿元，较上年增长 12.12%，主要系工资及附加、运费、差旅费等增加所致；管理费用 1.27 亿元，较上年增长 52.21%，主要系工资及附加、股份支付增加所致；研发费用 2,031.55 万元，较上年增长 46.06%，主要系研发人员工资支出增加所致；财务费用-1,243.16 万元，主要系存款利息增加所致。2018 年，公司费用收入比为 21.46%，较上年小幅上升，费用控制能力一般，期间费用对营业利润侵蚀显著。

从利润构成来看，2018 年，公司资产减值损失 5,135.25 万元，主要来自商誉减值损失，占营业利润的 33.03%，对营业利润侵蚀明显；投资收益 681.95 万元，主要来自理财收益，占营业利润的 4.39%；其他收益 2,220.48 万元，主要来自增值税即征即退和产业扶持资金，占营业利润的 14.28%；营业外收入 673.12 万元，主要来自违约赔偿收入和政府补助，占营业利润的 4.33%。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率为 31.52%，较上年上升 0.97 个百分点；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.18%、6.66%和 6.30%，较上年分别上升了 0.52 个百分点、0.24 个百分点和 0.58 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.19 亿元，同比增长 2.36%，主要系业务规模进一步扩大所致；公司实现净利润（含少数股东损益）0.18 亿元，同比减少 42.37%，主要系期间费用和资产减值损失增长所致。

总体看，2018 年，公司营业收入及净利润均较快增长，公司整体盈利能力略有提升，但期间费用及商誉减值损失对利润侵蚀严重。

5. 现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入 22.16 亿元，较上年增长 11.22%，主要系业务规模扩大所致；经营活动现金流出 19.70 亿元，较上年增长 12.33%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。综上，2018 年，公司经营活动现金流量净额 2.46 亿元，较上年增长 3.06%。2018 年，公司现金收入比率为 120.53%，较上年基本保持稳定，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 23.70 亿元，较上年增长 83.88%，主要系出售义腾新能源股权收回资金及收回理财资金增加所致；投资活动现金流出 25.43 亿元，较上年增长 56.37%，主要系购买理财产品增加所致。综上，2018 年，公司投资活动现金流量净额-1.73 亿元，净流出规模较上年减少 1.65 亿元。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 1.70 亿元，较上年增长 339.62%，主要系本年度实行股权激励计划员工认购限制性股票及子公司借入短期借款所致；筹资活动现金流出 2,352.35 万元，较上年下降 42.35%，主要系减少银行贷款偿还金额所致。综上，2018 年，公司筹资活动现金流量净额 1.47 亿元，由净流出转为净流入。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额-1.02 亿元；投资活动现金流量净额 2,495.12 万元；筹资活动现金流量净额 460.66 万元。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流状况良好，收入实现质量仍属较高；投资活动现金净流

[1]2018 年公司财务费用为净利息收入 1243.16 万元，因此前三类费用占比之和超过 100%。

出规模减小；筹资活动由净流出转为净流入。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率由年初的 1.96 倍上升至 2.15 倍，速动比率由年初的 1.35 倍小幅上升至 1.58 倍；现金短期债务比较上年 85.81 倍下降至 8.02 倍，公司现金类资产对短期债务的保护能力仍很强。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 2.23 亿元，较上年增长 19.68%，主要系利润总额增加所致；其中，折旧及摊销占 28.14%，利润总额占 71.86%；2018 年，EBITDA 全部债务比由上年的 60.03 倍下降至 3.74 倍，主要系新增短期借款所致，EBITDA 对全部债务覆盖程度仍属较高。整体看，公司长期偿债能力仍属很强。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保事项；无重大未决诉讼、仲裁事项。

根据企业提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1032058400146160H），截至 2019 年 5 月 21 日，公司无未结清的关注类、不良类贷款信息记录；在已结清的信贷信息中，无其他不良、关注类信息。

截至 2019 年 3 月底，公司无银行授信额度，子公司短期借款为银行单独授信，公司间接融资渠道有待拓展；作为上市公司，公司具有直接融资渠道。

总体看，跟踪期内，公司整体偿债能力仍属很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、应收票据）4.11 亿元，为“未来转债”待偿本金（6.30 亿元）的 0.65 倍，覆盖程度尚可；净资产 17.76 亿元，为“未来转债”待偿本金（6.30 亿元）的 2.82 倍，覆盖程度尚可。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 2.23 亿元，为“未来转债”待偿本金（6.30 亿元）的 0.35 倍，覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动产生的现金流入 22.16 亿元，为“未来转债”待偿本金（6.30 亿元）的 3.52 倍，覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在产品知名度、经营规模和技术研发等方面的竞争优势，公司对“未来转债”的偿还能力很强。

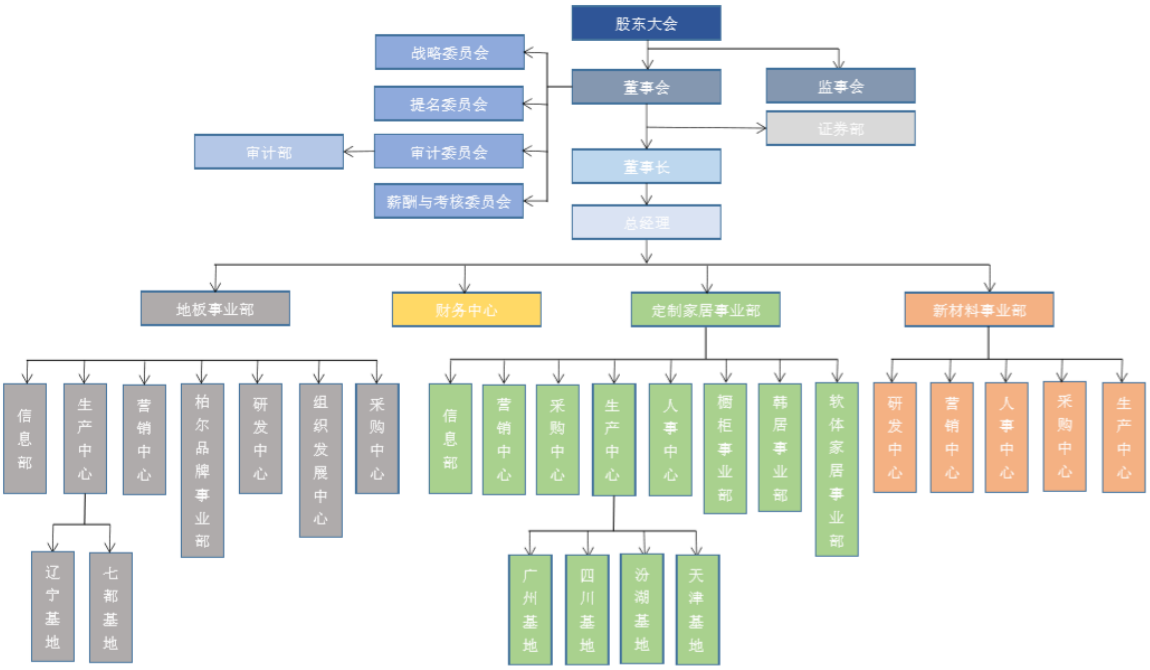
八、综合评价

跟踪期内，公司作为国内大型木地板上市公司之一，在行业地位、经营规模、营销渠道、产品结构等方面仍具备综合竞争优势。2018 年，公司持续推进“聚焦大家居，培育新材料”的发展战略，提升核心竞争力和市场地位；定制家居业务快速发展，业务布局和产品结构进一步完善；收入和利润规模保持增长，综合毛利率有所提高，经营活动现金流状况良好，整体债务负担很轻。同时，联合评级也关注到木地板家居行业竞争激烈，原材料价格上涨加大公司成本控制压力、商誉存在减值风险以及期间费用和资产减值损失对利润侵蚀严重等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司大家居产业规模扩大和对地板产业投入增加，综合竞争力有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”，同时维持“未来转债”的债项信用等级为 AA-。

附件 1　德尔未来科技控股集团股份有限公司
组织结构图



附件 2　德尔未来科技控股集团股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	22.37	25.72	25.01
所有者权益（亿元）	16.17	17.52	17.76
短期债务（亿元）	0.03	0.60	0.60
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00
全部债务（亿元）	0.03	0.60	0.60
营业总收入（亿元）	16.00	17.68	3.19
净利润（亿元）	0.89	1.06	0.18
EBITDA（亿元）	1.86	2.23	--
经营性净现金流（亿元）	2.38	2.46	-1.02
应收账款周转次数（次）	30.15	30.81	--
存货周转次数（次）	3.41	2.83	--
总资产周转次数（次）	0.77	0.74	0.13
现金收入比率（%）	121.22	120.53	97.67
总资本收益率（%）	5.66	6.18	--
总资产报酬率（%）	6.41	6.66	--
净资产收益率（%）	5.71	6.30	1.02
营业利润率（%）	30.55	31.52	23.94
费用收入比（%）	19.92	21.46	23.05
资产负债率（%）	27.69	31.86	29.01
全部债务资本化比率（%）	0.19	3.29	3.29
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
EBITDA 全部债务比（倍）	60.03	3.74	--
流动比率（倍）	1.96	2.15	2.32
速动比率（倍）	1.35	1.58	1.64
现金短期债务比（倍）	85.81	8.02	6.80
经营现金流动负债比率（%）	38.93	30.19	-14.18
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.30	0.35	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、本报告中 2017 年财务数据为 2018 年审计报告的期初数/上年数；4、2019 年 1~3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	自由负债/自有资产×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。