跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1279 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可转换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：

二〇二〇年 六 月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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2020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-	2019年6月17日

跟踪评级时间：2020年6月17日

主要财务数据：

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额（亿元）	22.37	25.72	33.84	34.11
所有者权益（亿元）	16.17	17.52	19.27	18.98
长期债务（亿元）	0.00	0.00	5.51	5.60
全部债务（亿元）	0.03	0.60	6.25	6.58
营业总收入（亿元）	16.00	17.68	17.98	1.72
净利润（亿元）	0.89	1.06	0.69	-0.29
EBITDA（亿元）	1.86	2.24	2.29	--
经营性净现金流（亿元）	2.38	2.46	0.68	-1.62
营业利润率（%）	30.55	31.52	29.74	18.87
净资产收益率（%）	5.71	6.30	3.75	-1.51
资产负债率（%）	27.69	31.86	43.04	44.36
全部债务资本化比率（%）	0.19	3.29	24.49	25.75
流动比率（倍）	1.96	2.15	2.67	2.57
EBITDA全部债务比（倍）	60.03	3.76	0.37	--
EBITDA利息倍数（倍）	--	196.25	6.90	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.30	0.36	0.36	--

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2018年财务数据为2019年审计报告的期初数/上年数；4. 2020年1—3月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；5. 应收款项融资中的银行承兑汇票调入现金类资产计算

评级观点

2019年，德尔未来科技控股集团股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内大型木地板上市公司之一，公司继续推进“聚焦大家居，培育新材料”的发展战略，定制家居业务快速发展，产品结构和销售渠道进一步完善，整体经营情况比较稳定，收入规模保持增长，收入实现质量较高。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、大额存货对营运资金存在占用、期间费用和商誉减值损失对营业利润侵蚀明显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. **经营情况比较稳定，综合竞争力强。**2019年，公司业务布局和产品结构和销售渠道进一步完善，定制家居业务快速发展，仍具有较强的竞争优势。

2. **货币资金充足，资产质量较高。**截至2019年底，公司货币资金13.09亿元，流动比率2.67倍，速动比率1.98倍，资产流动性较好；公司资产受限规模较小，资产质量较高。

关注

1. **行业竞争激烈。**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，且易受房地产市场波动影响。受新冠肺炎疫情影响，短期内行业景气度有所下降。

2. **大额存货对营运资金存在占用。**随着公司工程类项目占比提升，截至2019年底，公司

存货较年初增长 33.88%至 6.21 亿元，对营运资金存在占用。

3. **期间费用和商誉减值损失对公司利润侵蚀明显。**2019 年，公司费用收入比为 25.29%，较上年上升 3.83 个百分点；资产减值损失占营业利润的比重为 21.26%。若未来被收购企业经营业绩不达预期，公司仍面临一定商誉减值风险。

分析师

杨　野　登记编号（R0040219090001）
罗　峤　登记编号（R0040217120001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85171281
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）
网址：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他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。

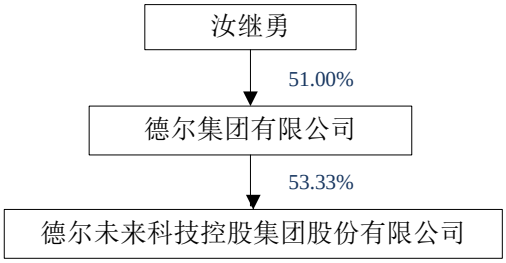
分析师：

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”）原名为苏州赫斯国际木业有限公司，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（以下简称“深交所”）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，公司变更为现名称，股票简称变更为“德尔未来”。后经资本公积转增股本、股权激励计划行权及可转换公司债券转股，截至 2020 年 3 月底，公司总股本 66,835.44 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 53.33%的股份，汝继勇先生为公司实际控制人。截至 2020 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 23.49%，占其持有公司股份总数的 43.99%。

图 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019 年，公司经营范围未发生变更；公司内部组织机构设置方面，地板事业部组织架构有调整（见附件 1），其他板块未发生变更。截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司共 34 家，拥有在职员工 3,154 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 33.84 亿元，负债合计 14.57 亿元，所有者权益（含少数股东权益）19.27 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 18.43 亿元。2019 年，公司实现营业收入 17.98 亿元，净利润（含少数股东损益）0.69 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 0.80 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.68 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.29 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 34.11 亿元，负债合计 15.13 亿元，所有者权益（含少数股东权益）18.98 亿元，其中归属于母公司所有者权益 18.18 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 1.72 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.29 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-1.62 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.82 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，并于 2019 年 4 月 24 日在深交所挂牌交易，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，初始转股价格为 8.74 元/股。2019 年 5 月，因公司实施 2018 年年度权益分配，“未来转债”转股价格由 8.74 元/股调整为

8.68 元/股。2019 年 6 月，因公司预留限制性股票 131.30 万股上市，“未来转债”转股价格由 8.68 元/股调整为 8.67 元/股。截至 2020 年 3 月底，未来转债已累计转股金额为 4.56 万元，未转股余额为 62,995.44 万元。2019 年 4 月 3 日，公司已全额支付上年度利息。

“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 年底，“未来转债”募集资金已累计使用 18,901.13 万元。

表 1　截至 2019 年底“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	3,301.55
2	3D 打印定制地板研发中心项目	8,787.36	8,500.00	53.45
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	2,546.13
4	补充流动资金	13,000.00	13,000.00	13,000.00
合计		**67,720.40**	**63,000.00**	**18,901.13**

资料来源：公司提供

三、行业分析

1. 木地板行业

2019 年，我国木地板行业总体发展平稳，上游木材价格有所下降，下游房地产市场增速放缓；木地板行业集中有所提升。

2019 年，我国木地板行业总体发展平稳，内销实现增长，出口略有减少。根据中国林产工业协会不完全统计，2019 年我国规模以上的木竹地板企业总销量约 42,460 万 m^2，同比增长约 1.68%，包括强化木地板销售 21,620 万 m^2，同比增长 1.22%；实木复合地板销售 12,700 万 m^2，同比增长 5.75%；实木地板销售 4,660 万 m^2，同比下降 1.69%；竹地板销售 3,020 万 m^2，同比下降 5.63%；其它地板销售 460 万 m^2，同比增长 2.22%。出口方面，受国际贸易局势影响，强化木地板、竹地板出口量有所下降。

行业上游，2019 年全球主要木材进口国家库存高于往年平均水平，木材市场价格有所下降。行业下游，国内楼市成交低迷，全国商品房销售面积 171,558.00 万平方米，较上年下降 0.06%。随着房地产政策环境由松趋紧，商品房销售增速有所下降，整体商品房市场需求较为疲软。

行业竞争方面，2019 年，木地板行业内销渠道分化愈发明显。工程渠道销量保持较大幅度增长，拉动实木复合地板销量增长；零售渠道销量降低，市场青睐个性化、差异化、高端化产品和服务。大型木地板生产企业的品牌集中度和行业影响力继续提高，并通过新建、兼并重组等手段进一步巩固其市场地位，行业的竞争规范性和集中度有所提升。

2. 定制家居

2019 年，定制家居市场保持增长趋势，工程类项目占比上升；未来市场将向具备渠道、产品、品牌等优势的头部企业进一步集中。

定制家具主要以橱柜、衣柜、木门为主。据中商产业研究院数据显示，2019 年，中国定制家具市场规模超过 2,800.00 亿元，其中，行业主要上市公司实现营业收入 395.25 亿元，同比增长 16.73%，实现归母净利润 47.89 亿元，同比增长 16.44%。

2019 年，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。目前我国精装修渗透率约为 32%，对比发达国家 80%以上的全装修比例，还有较大发展空间。2019 年，定制家居企业纷纷布局工程市场，加大与房地产开发商的合作，预计未来工装业务占比将有明显提升。

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，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

2019 年，公司董事、监事及高级管理人员未发生变动，主要管理制度连续，管理运作良好。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司木地板和定制家居收入小幅增长，受工程类项目增多影响，公司综合毛利率有所下降。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司经营业绩大幅下降。

2019 年，公司仍主要从事木地板和定制衣柜的生产及销售业务，主营业务收入占营业收入的比重为 99.37%，主营业务仍十分突出。2019 年，公司实现营业收入 17.98 亿元，同比增长 1.66%，主要系定制家居收入增长所致；实现净利润 0.69 亿元，同比下降 35.04%，主要系期间费用增长所致。

从收入构成看，2019 年，公司木地板收入为 7.81 亿元（占 43.47%），较上年变化不大；定制家居收入为 9.13 亿元（占 50.79%），同比增长 4.50%，主要系销量增加所致；新材料收入 0.12 亿元，主要包括石墨烯设备和应用产品，较上年下降 25.15%，主要系大学及科研院所对石墨烯研发设备需求减少所致，新材料业务对公司收入和利润影响很小；其他业务主要包括密度板、商标使用费等，实现收入 0.91 亿元，占比 5.07%。

表 2　2017－2019 年营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
木地板	77,314.32	48.31	33.18	77,315.40	43.72	31.75	78,147.55	43.47	31.27
定制家居	69,810.16	43.63	31.62	87,375.63	49.41	32.35	91,308.31	50.79	29.34
新材料	1,372.68	0.86	52.55	1,595.97	0.90	50.37	1,194.57	0.67	44.24
其他业务	11,531.62	7.21	28.70	10,535.00	5.96	46.07	9,112.53	5.07	44.89
合计	**160,028.78**	**100.00**	**32.34**	**176,822.00**	**100.00**	**33.07**	**179,762.96**	**100.00**	**31.06**

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2019 年，受毛利率较低的工程类项目占比上升影响，公司木地板和定制家具毛利率均小幅下降；新材料业务毛利率 44.24%，较上年下降 6.13 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 44.89%，较上年下降 1.18 个百分点，主要系对外销售的密度板以毛利率较低的低端产品为主所致。综上，2019 年，公司综合毛利率 31.06%，较上年下降 2.01 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 1.72 亿元，较上年同期下降 46.13%；实现净利润（含少数

股东损益）-0.29 亿元，较上年同期由盈转亏，主要系公司受新冠肺炎疫情影响，线下销售规模减少所致。

2. 木地板业务

（1）原材料采购

2019 年，公司木地板主要原材料采购量保持增长，采购均价变动不大，采购集中度有所下降。

原材料约占木地板生产成本的 80%，其价格变动对生产成本影响较大。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。2019 年，公司对主要原材料采购量均有所增加。采购价格方面，公司主要原材料采购均价较上年变化不大；底板采购均价同比下降 25.36%，主要系高性价比底板占比上升所致，但其采购金额较小，对总体采购成本影响不大。

表 3　2017－2019 年公司地板业务采购情况（单位：万张、元/张）

原材料	项目	2017 年	2018 年	2019 年
密度板	采购量	282.93	298.81	329.15
	采购均价	58.96	62.00	62.10
木纹纸	采购量	291.59	283.32	297.51
	采购均价	9.47	9.72	9.73
平衡纸	采购量	284.47	288.26	296.63
	采购均价	5.66	5.97	5.90
耐磨纸	采购量	257.58	270.72	279.63
	采购均价	5.89	6.03	5.96
结构基材	采购量	51.55	20.86	21.22
	采购均价	68.41	68.16	67.53
面皮	采购量	43.29	22.65	28.63
	采购均价	28.88	32.46	31.42
底板	采购量	54.63	16.04	21.79
	采购均价	5.93	6.31	4.71

资料来源：公司提供

采购集中度方面，2019 年，公司木地板业务前五大供应商采购额为 2.17 亿元，占该业务板块总采购金额的比例为 42.54%，较上年下降 9.86 个百分点，采购集中度有所下降；主要供应商为吴江市七都镇家得利地板厂（占 14.45%）、湖州福华木业有限公司（占 8.28%）和浙江柏尔木业有限公司（占 7.26%）等。结算方式为月结，账期约 30 天，较上年变化不大。

（2）生产及销售

2019 年，公司木地板产能及产量均保持增长；强化复合地板仍以自主生产为主，产能利用率小幅下降；实木复合地板仍以外协加工为主，产能利用率有所上升。

公司木地板产品分为强化复合地板（约占 80%）和实木复合地板（约占 20%）两类，2019 年，两类产品产能均有所提升，主要系惠州工厂一期项目部分工程完工投入使用所致。

产量方面，公司仍主要采取“以销定产”模式。2019 年，公司强化复合地板仍以自主生产为主，实现产量 943.28 万平方米，同比增长 5.13%。实木复合地板采取自主生产与外协加工结合的方式，并以外协加工为主，2019 年实现总产量 210.11 万平方米，同比增长 18.31%，主要系工程项目订单增加所致。

产能利用率方面，2019 年，强化复合地板产能利用率较上年下降 1.51 个百分点至 78.61%，实

木复合地板较上年上升 11.46 个百分点至 233.46%。

表 4　2017－2019 年公司地板业务生产及销售情况（单位：万平方米、%）

项目		2017 年	2018 年	2019 年
强化复合	产能	1,120.00	1,120.00	1,200.00
	产量	967.88	897.28	943.28
	产能利用率	86.42	80.11	78.61
实木复合	产能	80.00	80.00	90.00
	产量	194.02	177.60	210.11
	产能利用率	242.53	222.00	233.46

注：产量包含外协加工部分
资料来源：公司提供

（3）产品销售

2019 年，公司木地板销售中工程类项目收入大幅增长，销售均价及毛利率有所下降；受工程项目结算周期相对较长影响，公司木地板产销率有所下降；客户集中度较低。

销售模式方面，公司仍主要采取零售经销商经销和承接房地产公司工程项目直销两种模式。

零售业务方面，截至 2019 年底，公司地板零售部分经销商共 550 家，其中一级经销商 14 家，较上年底减少 12 家，主要系经销商整合所致；结算方式为现款现货，基本无账期；公司经销商拥有门店数量 1,250 家，主要分布于江苏、四川、山东、湖北、河南、湖南、陕西、江西等省份。

工程业务方面，公司专门成立工程客户部，大力拓展工程战略客户。截至 2019 年底，公司共拥有工程战略客户 183 家，主要包括万科企业股份有限公司、中国保利集团有限公司等；2019 年公司实现对工程客户销售总额 2.43 亿元，同比大幅增长 62.00%，占地板业务销售总收入的 31.11%，毛利率 21.45%，低于地板业务平均毛利率。截至 2019 年底，公司对工程类客户销售产生的应收账款余额为 1.90 亿元，账期一般为项目验收结算后 1~2 个月。

销量方面，2019 年，公司强化复合地板销量同比下降 5.44%至 804.46 万平方米，主要系部分工程业务未结算所致；实木复合地板销量同比上升 10.74%至 157.68 万平方米，主要系公司加大对轻奢类实木地板销售力度所致。

产销率方面，受工程类项目增加，销售结算周期延长影响，2019 年，公司木地板产品产销率均有所下降，其中，强化复合地板下降 9.57 个百分点至 85.28%，实木复合地板下降 5.13 个百分点至 75.05%。

销售价格方面，2019 年，公司木地板产品销售均价有所下降。其中，强化复合地板下降 0.61%至 62.79 元/平方米，实木复合地板下降 11.23%至 149.54 元/平方米。

表 5　2017－2019 年地板业务产销情况（单位：万平方米、%、元/平方米）

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
强化复合	销量	815.05	850.78	804.46
	产销率	84.21	94.82	85.28
	销售均价	60.23	63.17	62.79
实木复合	销量	160.87	142.39	157.68
	产销率	82.92	80.18	75.05
	销售均价	171.83	166.33	149.54

资料来源：公司提供

客户集中度方面，2019 年，公司木地板产品向前五大客户销售总额为 1.14 亿元，占该板块总销售额比例为 14.58%，较上年下降 3.58 个百分点。公司木地板业务的下游客户主要为经销商，包括四川德之道商贸有限公司（占 3.31%）、许昌市魏都区德尔地板专卖店（占 2.93%）、北京景志豪业商贸有限责任公司（占 2.88%）等，销售集中度较低。

3. 定制家居业务

公司定制家居业务包括定制衣柜和门板业务，其中，定制衣柜的经营主体仍主要为全资子公司苏州百得胜智能家居有限公司（以下简称“百得胜家居”），负责整合家居研发、家居定制等业务；门板业务的经营主体为百得胜家居控股子公司（持股比例 38%）苏州韩居实木定制家居有限公司（以下简称“韩居家居”），主要承接百得胜家居定制和对外加工销售。

（1）原材料采购

2019 年，公司主推轻奢实木系列产品，对相关原材料的采购金额大幅增加；原材料采购均价整体有所下降，供应商整体较为稳定。

采购方面，2019 年，公司主要原材料仍为实木、实木基板、板式基板、面料木皮和油漆等。因主推“轻奢实木”系列产品，公司对实木基板的采购金额同比大幅增长 190.35%，板式基板采购金额同比增长 52.00%，面料木皮采购金额同比增长 119.49%；对普通类产品所需的素板和浸渍纸的采购金额分别同比下降 5.73%和 9.30%。

采购均价方面，受原木市场价格下降影响，实木、板式基板、素板、浸渍纸的采购价格均有所下降；实木基板采购均价同比上升 15.61%，主要系对高价位实木基板采购占比提高所致。

表 6　2017－2019 年公司定制衣柜业务主要原材料采购情况

原材料	项目	2017 年	2018 年	2019 年
素板	采购金额（万元）	12,926.96	14,440.14	13,613.07
	采购均价（元/张）	65.00	85.37	71.83
浸渍纸	采购金额（万元）	4,803.92	3,951.22	3,583.75
	采购均价（元/张）	10.10	10.10	9.77
铝材	采购金额（万元）	2,177.32	2,123.36	914.43
	采购均价（元/公斤）	15.30	15.40	17.07
实木	采购金额（万元）	1,320.59	896.51	922.86
	采购均价（元/立方米）	4,979.65	5,402.53	5,260.87
实木基板	采购金额（万元）	576.43	383.48	1,113.43
	采购均价（元/张）	140.11	213.62	246.97
板式基板	采购金额（元）	2,451.76	2,011.21	3,057.05
	采购均价（元/张）	56.94	129.50	98.18
面料木皮	采购金额（万元）	611.81	375.22	823.57
	采购均价（元/m）	16.24	14.45	13.40
油漆	采购金额（万元）	454.05	394.48	500.90
	采购均价（元/kg）	19.51	26.14	24.47

资料来源：公司提供

从采购集中度来看，2019 年，公司定制家居业务向前五名供应商采购金额合计 1.29 亿元，占该业务板块总采购金额的 21.60%，采购集中度较上年下降 28.82 个百分点，主要系韩居家居作为公司间接控股子公司，是定制家居业务的主要门板供应商，公司未将其列入前五大供应商，若将上年度

其所占份额剔除，公司定制家居业务前五大供应商集中度变化不大。

（2）产品产销

2019 年，公司定制衣柜业务通过“拎包入住”战略拓展市场，产销量均有所增长，产销率保持在较高水平；门板业务受同质化产品竞争激烈影响，产量及销量有所下降。公司定制家居业务整体销售集中度较低。

生产方面，2019 年，公司定制衣柜业务仍采取“以销定产”模式。2019 年公司定制衣柜产能较上年持平，产量同比增长 5.42%，产能利用较率上年上升 4.94 个百分点至 95.95%。门板产能较上年持平，产量同比下降 16.36%，主要系韩居家居产线调整所致；产能利用率较上年下降 7.16 个百分点至 36.61%，产能利用率很低。

表 7　2017－2019 年定制衣柜业务生产情况（单位：万平方米、%）

项目		2017 年	2018 年	2019 年
定制衣柜	产能	125.00	141.00	141.00
	产量	115.60	128.33	135.29
	产能利用率	92.48	91.01	95.95
门板业务	产能	120.00	120.00	120.00
	产量	54.23	52.52	43.93
	产能利用率	45.19	43.77	36.61

资料来源：公司提供

销售渠道方面，截至 2019 年底，百得胜家居定制衣柜经销商共 950 家，较上年减少 51 家；拥有门店数量 999 家，较上年减少 364 家。2019 年，公司定制家居产业战略规划由“全屋定制”到“小家居”再到“拎包入住”转变。“拎包入住”战略主要指公司通过有战略合作关系的地产商/物业提供的资源选取区域项目承接，包括售楼间样板房和业主样板房建设。

销量方面，2019 年，公司定制衣柜销量 134.87 万平方米，同比增长 5.02%；产销率 99.69%，维持在较高水平；销售均价同比上涨 6.11%。2019 年，公司门板业务销量 44.06 万平方米，同比下降 16.30%，主要系韩居家居产线调整所致；产销率和销售均价较上年变化不大。

表8　2017－2019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	2017 年	2018 年	2019 年
定制衣柜	销量	113.54	128.42	134.87
	产销率	98.22	100.07	99.69
	平均销售价格	614.87	624.18	662.30
门板业务	销量	53.37	52.64	44.06
	产销率	98.41	100.23	100.30
	平均销售价格	--	451.55	452.78

资料来源：公司提供

从销售集中度来看，2019 年，公司定制衣柜业务对前五大客户销售额合计 1.24 亿元，占该板块总销售额的比例为 13.51%，较上年变化不大，集中度较低。

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%，未来若原材料价格大幅波动，将对公司的成本控制造成

不利影响。此外，我国木材进口依赖度较高，若未来国际贸易政策发生变动，将对木材价格产生较大影响。

（2）产品同质化程度高，市场竞争激烈

近年来，我国家居企业数量增多，且投资扩产力度较大，产品同质化严重，市场竞争日趋激烈。公司销售端面临一定压力，若线下销售或工程类项目拓展不及预期，可能对公司经营产生较大影响。

（3）投资扩产速度较快，产能消化可能不及预期

2019 年，公司惠州工厂一期厂房建设项目、帕德森车间工程和展厅工程基本完工，地板及定制衣柜产能进一步扩大，公司市场竞争力有所增强，但同时可能出现产能消化不及预期、折旧费用增加生产成本等方面的问题。

（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，公司在不断深入各类家居产业的同时，将大力发展石墨烯等新材料业务，两项业务相关性低，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

公司整体定位明确，有利于长远发展。

未来，公司计划继续推进“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，公司计划加大科技研发、创新营销和产业布局投入，由产品供应商向地面整体解决方案服务商转型，从地板产业转型到地面新材料产业，从单一定位向多元化转型；在定制家居板块，公司计划继续由“全屋定制”到“小家居”再到“拎包入住”转变；在石墨烯新材料产业板块，公司计划提升研发能力，加强科技成果的转化。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 年度财务报表已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留的审计意见。公司 2020 年一季度财务报表未经审计。公司执行最新会计准则。2019 年，公司新纳入合并报表范围子公司 2 家。截至 2019 年底，公司纳入合并报表范围子公司 34 家。公司会计政策连续，财务数据的可比性较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 33.84 亿元，负债合计 14.57 亿元，所有者权益（含少数股东权益）19.27 亿元，其中归属于母公司所有者权益 18.43 亿元。2019 年，公司实现营业收入 17.98 亿元，净利润（含少数股东损益）0.69 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 0.80 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.68 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.29 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 34.11 亿元，负债合计 15.13 亿元，所有者权益（含少数股东权益）18.98 亿元，其中归属于母公司所有者权益 18.18 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 1.72 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.29 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-1.62 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.82 亿元。

2. 资产质量

截至 2019 年底，公司资产规模大幅增长，仍以流动资产为主；公司货币资金充裕，但存货规模较大，对营运资金存在占用；公司资产受限比例较低，整体资产质量较高。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 33.84 亿元，较年初增长 31.59%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 70.88%，非流动资产占 29.12%，资产结构以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 23.99 亿元，较年初增长 37.30%，主要系货币资金增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 54.56%）、交易性金融资产（占 11.77%）和存货（占 25.88%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 13.09 亿元，较年初增长 180.42%，主要系公司发行可转债的募集资金到账所致。其中，承兑汇票保证金、履约保函保证金和信用证保证金等使用受限的资金占 1.32%，受限比例较低。

截至 2019 年底，公司交易性金融资产 2.82 亿元，全部为结构性存款。公司将其中 8,000 万元结构性存款质押给江苏苏州农村商业银行股份有限公司，为韩居家居和百得胜家居的 6,859.00 万元借款提供担保。

截至 2019 年底，公司存货账面价值 6.21 亿元，较年初增长 33.88%，主要系工程类业务占比上升，使得已发出尚未结算的商品增加所致。公司存货主要由原材料（占 20.98%）、库存商品（占 26.20%）和发出商品（占 43.30%）构成，累计计提跌价准备 395.54 万元，计提比例 0.63%。公司所处行业竞争激烈，产品价格可能因同业竞争加剧而下跌，存在一定的跌价风险。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 9.85 亿元，较年初增长 19.48%，主要系债权投资增加所致；公司非流动资产主要由债权投资（占 13.49%）、固定资产（占 50.69%）、无形资产（占 20.20%）和商誉（占 6.81%）构成。

截至 2019 年底，公司债权投资 1.33 亿元，全部为银行定期存单。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 4.99 亿元，较年初增长 5.61%，主要系帕德森车间工程转固所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 45.60%）和机器设备（占 50.21%）构成，累计计提折旧 4.99 亿元；固定资产成新率为 65.88%，成新率一般。

截至 2019 年底，公司无形资产账面价值 1.99 亿元，较年初变化不大。公司无形资产由土地使用权（占 78.03%）、软件（占 12.47%）和专利权（占 9.51%）构成。截至 2019 年底，公司无形资产累计摊销 6,122.07 万元，未计提减值准备。

截至 2019 年底，公司商誉账面价值 6,708.84 万元，较年初下降 24.84%，主要系公司对厦门烯成石墨烯科技有限公司（以下简称“厦门烯成”）计提商誉减值准备 2,217.17 万元所致。截至 2019 年底，公司商誉主要系收购厦门烯成（5,688.84 万元）和苏州柏尔恒温科技有限公司（1,020.00 万元）形成的商誉，若被收购单位未来经营业绩不及预期，公司仍将面临一定的商誉减值风险。

截至 2019 年底，公司受限资产 1.01 亿元。其中，受限货币资金 1,730.76 万元，受限固定资产 375.82 万元，受限交易性金融资产 8,000.00 万元；受限资产占总资产比重为 2.99%，受限比例很低。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 34.11 亿元，较年初变化不大。其中，流动资产占 71.40%，非流动资产占 28.60%，资产结构较年初变化不大。

3．负债及所有者权益

（1）负债

截至 2019 年底，受发行“未来转债”影响，公司负债规模大幅增长，整体债务负担明显加重，但仍处于合理水平。

截至 2019 年底，公司负债总额 14.57 亿元，较年初增长 77.77%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占 61.73%，非流动负债占 38.27%，以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债 8.99 亿元，较年初增长 10.54%，主要系预收款项增加所致。公司流动负债主要由应付账款（占 22.23%）、其他应付款（占 14.47%）和预收款项（占 47.42%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款 0.69 亿元，较年初增长 15.28%，全部为质押借款。

截至 2019 年底，公司应付账款 2.00 亿元，较年初增长 18.86%，主要系公司采购量增加所致；公司预收款项 4.26 亿元，较年初增长 16.43%，主要系工程合同类项目占比上升，未结算的预收货款增加所致；公司其他应付款 1.30 亿元，较年初下降 6.55%，主要系限制性股票回购义务减少所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债 5.58 亿元，较年初增长 5.51 亿元，主要系公司发行“未来转债”所致。公司非流动负债主要由应付债券（占 98.85%）构成。

截至 2019 年底，公司全部债务 6.25 亿元，较年初增长 950.48%，主要系公司发行可转债所致。其中，短期债务占 11.86%，长期债务占 88.14%，以长期债务为主。截至 2019 年底，公司短期债务 0.74 亿元，较年初增长 24.56%，主要系短期借款和应付票据增加所致；长期债务 5.51 亿元，较年初大幅增长，主要系公司发行可转债所致。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 43.04%、22.49%和 22.24%，较年初分别上升 11.18 个百分点、21.21 个百分点和 22.24 个百分点，债务负担明显加重，但仍处于合理水平。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 15.13 亿元，较年初变化不大；其中流动负债占 62.52%，非流动负债占 37.48%，负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 6.58 亿元，较年初增长 5.25%，主要系应付票据增加所致；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 44.36%、25.75%和 22.80%，较年初分别上升 1.32 个百分点、1.25 个百分点和 0.56 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2019 年，受公司发行可转债影响，公司所有者权益规模有所增长，但权益稳定性仍属一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 19.27 亿元，较年初增长 9.99%，主要系其他权益工具增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 95.61%，少数股东权益占比为 4.39%。截至 2019 年底，归属于母公司所有者权益 18.43 亿元，其中，实收资本占 36.31%，资本公积（不含库存股）占 12.92%，其他权益工具占 5.27%，未分配利润占 44.40%，盈余公积占 4.52%，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 18.98 亿元，较年初下降 1.53%，其中，归属于母公司所有者权益占比为 95.80%，少数股东权益占比为 4.20%，权益结构较年初变化不大。

4．盈利能力

2019 年，公司营业收入保持增长，但期间费用及商誉减值损失对营业利润侵蚀明显，公司整体盈利能力有所下降。

2019 年，公司实现营业收入 17.98 亿元，同比增长 1.66%；实现净利润 0.69 亿元，较上年下降 35.04%，主要系期间费用增长所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 4.55 亿元，同比增长 19.79%，主要系财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用占 57.04%，管理费用占 31.56%，研发费用占 6.28%，财务费用占 5.12%，以销售费用为主。2019 年，销售费用 2.59 亿元，同比增长 6.11%；管理费用为 1.43 亿元，同比增长 12.76%，主要系新增可转债发行产生的中介费用所致；研发费用为 0.29 亿元，同比增长

40.46%，主要系公司加大研发投入所致；财务费用由上年的-0.12 亿元增加至 0.23 亿元，主要系可转债计提利息费用所致。2019 年，公司费用收入比为 25.29%，较上年上升 3.83 个百分点，公司费用控制能力有待提升。

从利润构成看，2019 年，公司实现投资收益 3,337.43 万元，同比增长 389.39%，主要为理财收益，占营业利润的 28.70%。公司实现其他收益 3,411.28 万元，同比增长 53.63%，主要来自增值税即征即退和产业扶持资金，占营业利润的 29.33%。公司资产减值损失为 2,472.90 万元，主要为商誉减值损失，对营业利润存在一定侵蚀。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 29.74%，较上年下降 1.78 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 4.68%、5.18%和 3.75%，较上年分别下降 1.56 个百分点、1.52 个百分点和 2.55 个百分点。公司各盈利指标均有所弱化。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 1.72 亿元，较上年同期下降 46.13%；实现净利润-0.29 亿元，较上年同期由盈转亏，主要公司受新冠肺炎疫情影响，线下销售订单减少所致。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金保持净流入状态，但净流入规模大幅下降，收入实现质量仍属较高；由于公司购买理财产品增加，投资活动现金流转为净流出状态；公司发行“未来转债”募集资金，筹资活动现金净流入规模大幅增加。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 21.59 亿元，较上年下降 2.55%；经营活动现金流出 20.91 亿元，同比增长 6.14%，主要系公司工程类业务增多，采购商品支付劳务支出的现金增加所致。综上，2019 年，公司经营活动现金净流入 0.68 亿元，较上年下降 72.16%。2019 年，公司现金收入比为 115.56%，较上年下降 4.98 个百分点，收入实现质量仍属较高。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 43.75 亿元，同比增长 84.57%，主要系收回理财资金增加所致；投资活动现金流出 42.18 亿元，同比增长 65.87%，主要系购买理财产品增加所致。综上，2019 年，公司投资活动现金净流出 1.56 亿元，较上年由净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 7.16 亿元，同比增长 320.82%，主要系公司发行可转债所致；筹资活动现金流出 1.12 亿元，同比增长 376.63%，主要系偿还银行借款及分红付息增加所致。综上，2019 年，公司筹资活动现金净流入 6.04 亿元，同比增长 311.87%。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金流量净额为-1.62 亿元；投资活动现金流量净额-8.16 亿元；筹资活动现金流量净额-0.03 亿元。

6．偿债能力

跟踪期内，公司整体偿债能力仍属很强。

从短期偿债能力指标来看，截至 2019 年底，公司流动比率由年初的 2.15 倍上升至 2.67 倍，速动比率由年初的 1.58 倍小幅上升至 1.98 倍，流动资产和速动资产对流动负债的覆盖程度高；现金短期债务比由年初的 8.02 倍上升至 21.69 倍，公司现金类资产对短期债务的保护能力仍很强。

从长期偿债能力指标来看，2019 年，公司 EBITDA 为 2.29 亿元，同比增长 2.51%，其中，折旧及摊销占 32.75%，利润总额占 52.75%、利息支出占 14.50%。2019 年，由于发行可转债，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 196.25 倍下降至 6.90 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度仍属较强；EBITDA 全部债务比由上年的 3.76 倍下降至 0.37 倍，EBITDA 对全部债务保护程度大幅下降。

截至 2020 年 3 月底，公司未对合并范围外公司及其他组织、个人提供担保。

截至 2020 年 3 月底，公司不存在可能对经营或者财务产生重大不良影响的未决诉讼情况。

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 2020 年 5 月 8 日，公司本部无未结清的关注类、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 2020 年 3 月底，公司及合并范围内子公司共获得银行授信 4.30 亿元，尚未使用授信余额 3.61 亿元，仍有一定的间接融资空间；作为上市公司，公司具有直接融资渠道。

7. 公司本部财务概况

截至 2019 年底，公司本部资产结构较为均衡，货币资金充裕；因发行可转债，公司负债规模大幅增长，负债率仍处于合理水平；权益结构稳定性较高。2019 年，公司本部营业收入略有增长，投资收益对利润贡献大，经营活动现金呈净流出状态。由于发行可转债，公司本部筹资活动现金流为大额净流入状态。

截至 2019 年底，公司本部资产总额 32.94 亿元，较年初增长 31.20%，其中，流动资产占 45.66%，非流动资产占 54.34%。流动资产主要由货币资金（占 53.03%）和存货（占 29.49%）构成；非流动资产主要为长期股权投资（占 88.50%）。

截至 2019 年底，公司本部负债总额 14.27 亿元，较年初增长 65.30%，主要系公司发行可转债所致，其中，流动负债占 61.25%，非流动负债占 38.75%。流动负债主要由应付账款（占 23.89%）、预收款项（占 39.50%）和一年内到期的非流动负债（占 33.78%）构成；非流动负债主要为应付债券（占 99.63%）。2019 年，公司本部资产负债率为 43.34%，较 2018 年上升 12.90 个百分点。

截至2019年底，公司本部所有者权益为18.66亿元，较年初增长6.86%，其中，实收资本占35.85%、资本公积占 28.54%、库存股占 3.37%、未分配利润占 29.41%、盈余公积占 4.37%、其他权益工具占 5.20%。权益稳定性较高。

2019 年，公司本部营业收入为 6.63 亿元，同比增长 1.30%；实现净利润为 0.22 亿元，同比增长 11.97 倍，主要系结构存款带来的投资收益增加所致。

2019 年，公司经营活动现金流量净额为-0.17 亿元，投资活动现金流量净额为-0.44 亿元，筹资活动现金流量净额为 5.86 亿元，主要系发行可转债所致。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据、应收款项融资）14.39 亿元，为“未来转债”待偿本金（6.30 亿元）的 2.28 倍，现金类资产对待偿本金的覆盖程度很高；净资产 18.98 亿元，为“未来转债”待偿本金（6.30 亿元）的 3.01 倍，净资产对待偿本金的覆盖程度较高。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 2.29 亿元，为“未来转债”待偿本金（6.30 亿元）的 0.36 倍，覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入 21.59 亿元，为“未来转债”待偿本金（6.30 亿元）的 3.43 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”的偿还能力仍属很强。

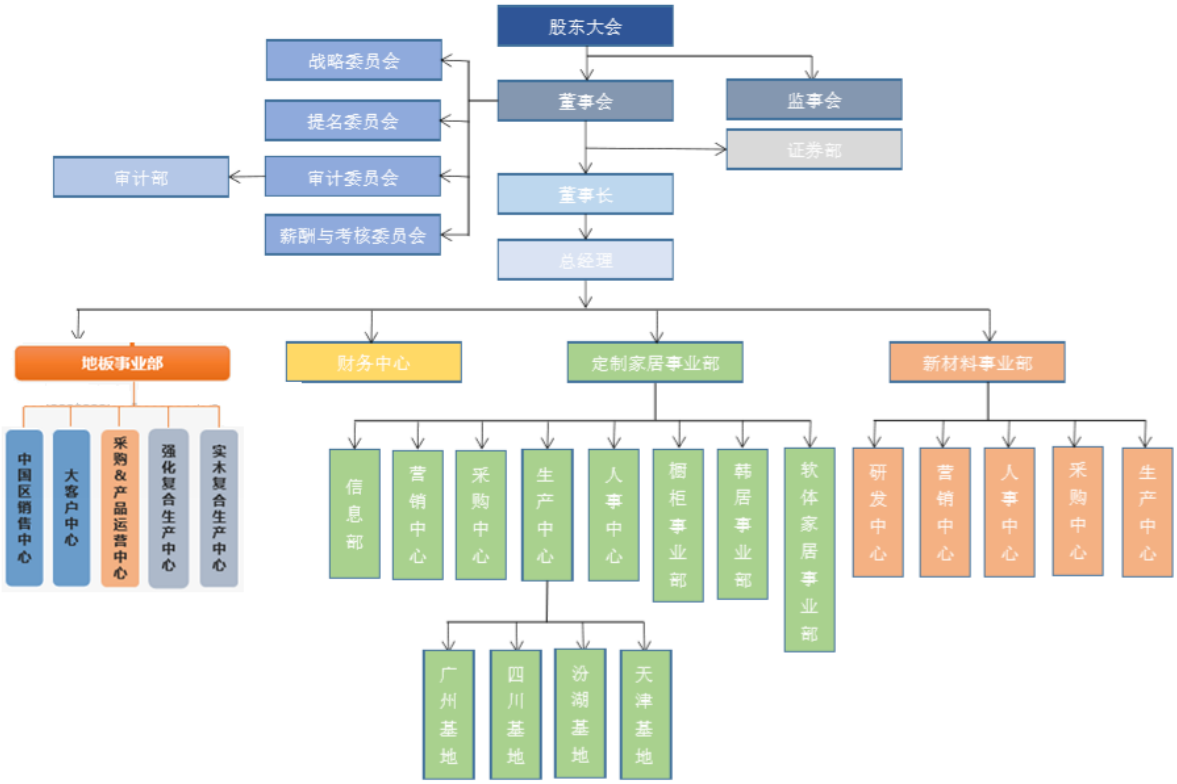
八、综合评价

2019 年，公司作为国内大型木地板上市公司之一，公司继续推进“聚焦大家居，培育新材料”的发展战略，定制家居业务快速发展，产品结构和销售渠道进一步完善，整体经营情况比较稳定，收入规模保持增长，收入实现质量较高。同时，联合评级也关注到木地板家居行业竞争激烈、大额存货对营运资金存在占用、期间费用和商誉减值损失对营业利润侵蚀明显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　截至 2019 年底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	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	22.37	25.72	33.84	34.11
所有者权益（亿元）	16.17	17.52	19.27	18.98
短期债务（亿元）	0.03	0.60	0.74	0.98
长期债务（亿元）	--	--	5.51	5.60
全部债务（亿元）	0.03	0.60	6.25	6.58
营业总收入（亿元）	16.00	17.68	17.98	1.72
净利润（亿元）	0.89	1.06	0.69	-0.29
EBITDA（亿元）	1.86	2.24	2.29	--
经营性净现金流（亿元）	2.38	2.46	0.68	-1.62
应收账款周转次数（次）	30.15	30.81	31.13	--
存货周转次数（次）	3.41	2.83	2.27	--
总资产周转次数（次）	0.77	0.74	0.60	0.05
现金收入比率（%）	121.22	120.53	115.56	155.18
总资本收益率（%）	5.66	6.25	4.68	--
总资产报酬率（%）	6.41	6.70	5.18	--
净资产收益率（%）	5.71	6.30	3.75	-1.51
营业利润率（%）	30.55	31.52	29.74	18.87
费用收入比（%）	19.92	21.46	25.29	42.82
资产负债率（%）	27.69	31.86	43.04	44.36
全部债务资本化比率（%）	0.19	3.29	24.49	25.75
长期债务资本化比率（%）	--	--	22.24	22.80
EBITDA 利息倍数（倍）	--	196.25	6.90	--
EBITDA 全部债务比（倍）	60.03	3.76	0.37	--
流动比率（倍）	1.96	2.15	2.67	2.57
速动比率（倍）	1.35	1.58	1.98	1.88
现金短期债务比（倍）	85.81	8.02	21.69	14.74
经营现金流动负债比率（%）	38.93	30.22	7.61	-17.15
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.30	0.36	0.36	--

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 2018 年财务数据为 2019 年审计报告的期初数/上年数；4. 2020 年 1－3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；5. 应收款项融资中的银行承兑汇票调入现金类资产计算

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	
应收账款周转率	营业收入/ [（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
存货周转率	营业成本/[（期初存货余额+期末存货余额）/2]
总资产周转率	营业收入/[（期初总资产+期末总资产）/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
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-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×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	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
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+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

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。