

信用等级公告

联合[2018]1624 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德尔未来科技控股集团股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的可转换公司债券进行综合分析和评估，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拟公开发行的可转换公司债券信用等级为 AA-

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年八月三十一日

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

公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA-

公司主体信用等级：AA-

评级展望：稳定

发行规模：不超过人民币 6.30 亿元（含）

债券期限：6 年

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2018 年 8 月 31 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 6 月
资产总额（亿元）	19.61	19.38	22.37	23.66
所有者权益（亿元）	16.54	14.98	16.17	17.65
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务（亿元）	0.33	0.24	0.03	0.40
营业收入（亿元）	11.21	11.32	16.00	7.87
净利润（亿元）	1.62	1.94	0.89	0.78
EBITDA（亿元）	2.33	2.74	1.86	--
经营性净现金流（亿元）	2.16	2.05	2.38	0.05
营业利润率（%）	31.25	32.00	30.55	31.02
净资产收益率（%）	10.52	12.33	5.71	4.60
资产负债率（%）	15.63	22.72	27.69	25.39
全部债务资本化比率（%）	1.93	1.56	0.19	2.22
流动比率（倍）	3.66	2.09	1.96	2.58
EBITDA 全部债务比（倍）	7.16	11.52	60.03	--
EBITDA 利息倍数（倍）	143.99	2,013.51	--	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.37	0.44	0.30	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、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；3、2018 年 1-6 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对德尔未来科技控股集团股份有限公司（以下简称“公司”或“德尔未来”）的评级反映了其作为国内大型木地板上市公司之一，在品牌知名度、经营规模、技术水平和营销渠道等方面具备的综合竞争优势。近年来，公司聚焦大家居业务，通过并购进入定制家居领域，进一步完善了业务布局和产品结构，同时也提高了产业链之间的协同效应；公司收入规模持续增长，经营活动现金流状况良好，债务负担很轻。同时，联合评级也关注到公司所处木地板家居行业竞争激烈，原材料价格波动不利于公司成本控制，商誉减值风险以及期间费用对利润存在侵蚀等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

未来随着定制家居业务板块规模进一步扩大，有利于增强其综合实力，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本次债券募集资金拟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及研发中心建设项目和补充流动资金。同时本次可转换公司债券发行条款设计偏向于转股，考虑到未来转股因素，预计公司的资本结构有进一步优化的可能，偿债压力将得以减轻。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司作为木地板上市公司之一，经营规模较大，营销渠道布局完善，技术水平先进，品牌知名度较高。
2. 公司通过并购进入定制家居行业，受

益于定制家居市场需求增长较快，近年来，收入规模逐年增长。

3. 公司资产负债率较低，债务负担很轻，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，准入门槛较低，竞争较为激烈。

2. 公司原材料受市场价格波动影响，不利于公司生产成本控制。

3. 公司商誉规模较大，如被收购企业经营业绩未达预期，公司将面临较大的商誉减值风险；此外，期间费用对公司利润侵蚀明显。

分析师

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@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 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：



罗峰

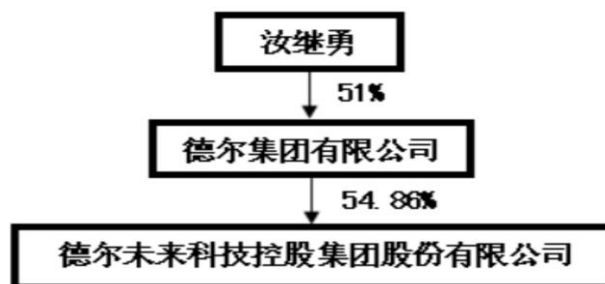
联合信用评级有限公司

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”）前身为成立于 2004 年 12 月的苏州赫斯国际木业有限公司（以下简称“赫斯木业”），注册资本为 1,000 万美元。后经股份转让，2008 年 9 月，赫斯木业更名为德尔国际地板有限公司（以下简称“德尔地板”），德尔集团有限公司（以下简称“德尔集团”）持股比例为 75%。2010 年 11 月，德尔地板整体变更为德尔国际家居股份有限公司（以下简称“德尔家居”），股本总额为 12,000 万元。2011 年，经中国证券监督管理委员会核准，德尔家居首次公开发行 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，德尔家居变更现名，股票简称变更为“德尔未来”。经资本公积转增股本、股权激励计划行权，截至 2017 年底，公司总股本 65,048.00 万元，注册资本 65,048.00 万元，其中，公司控股股东德尔集团持有公司 54.86% 的股份，汝继勇先生为公司实际控制人。截至 2018 年 6 月底，德尔集团共质押 159,774,436 股公司股票，占公司股份总数的 23.92%，占其持有的公司股份总数的 44.78%。

图 1 截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

公司经营范围：整体智能家居产品的研发、设计、生产和销售，包括家具、地板、定制衣柜、木门等；石墨烯相关产品研发、新材料的研发、生产和销售，包括石墨烯粉体、石墨烯薄膜；互联网信息技术、智能家居及电子商务领域的技术开发、技术转让和技术咨询；股权投资、资产管理及投资咨询服务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2017 年底，公司董事会下设战略委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会等 4 个直属委员会，并在地板事业部、财务中心、定制家居事业部、新材料事业部 4 个板块下设置多个职能部门（见附件 1）；公司纳入合并范围的子公司共 28 家。截至 2017 年底，公司拥有在职员工 2,475 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 22.37 亿元，负债总额 6.19 亿元，所有者权益（含少数股东权益）16.17 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 15.46 亿元。2017 年，公司实现营业总收入 16.00 亿元，净利润（含少数股东损益）0.89 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.86 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.38 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.01 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额 23.66 亿元，负债总额 6.01 亿元，所有者权益（含少数股东权益）17.65 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 16.98 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现营业总收入 7.87 亿元，净利润（含少数股东损益）0.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.82 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.05 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.65 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、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次发行的可转换公司债券名称为“德尔未来科技控股集团股份有限公司 2018 年公开发行可转换公司债券”（以下简称“本次债券”或“可转债”），本次债券规模为不超过 6.30 亿元（含），期限为自发行之日起 6 年，转股期限为自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本次债券到期日止。

本次债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会（或其授权人士）在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本次债券面值 100 元，按面值发行。本次债券采用每年付息一次的付息方式。本次债券无担保。

（1）转股条款

转股价格

本次债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会（或其授权人士）在发行前根据市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

前 20 个交易日公司股票交易均价=前 20 个交易日公司股票交易总额/该 20 个交易日公司股票交易总量；前一交易日公司股票交易均价=前一交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

在本次发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本），使公司股份发生变化时，将按下述公式进行转股价格的调整：

派送股票股利或转增股本： $P_1 = P_0 / (1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P_1 = P_0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ ；

其中： P_0 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， k 为增发新股或配股率， A 为增发新股或配股价， D 为每股派送现金股利， P_1 为调整后转股价。

转股价格向下修正条款

在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者且同时不得低于最近一期经审计的每股净资产以及股票面值。若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

（2）赎回条款

到期赎回条款

在本次债券期满后 5 个交易日内，公司拟以本次债券的票面价值 106%（含最后一期年度利息）的价格向投资者赎回全部未转股的可转债。

有条件赎回条款

如果公司股票连续 30 个交易日中至少 15 日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权按照面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

（3）回售条款

有条件回售条款

在最后一个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。在最后一个计息年度，持有人在回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款

若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，持有人享有一次回售的权利。持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金总额不超过人民币 63,000.00 万元（含），扣除发行费用后，拟全部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：

表 1 本次债券募集资金运用概况（单位：万元）

序号	项目名称	总投资额	拟以募集资金投入金额
1	年产智能成套家具 8 万套建设项目	32,437.00	30,600.00
2	3D 打印定制地板研发中心项目	8,787.36	8,500.00
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
4	补充流动资金	13,000.00	13,000.00
合计		67,720.40	63,000.00

资料来源：公司提供

公司拟投资建设的年产智能成套家具 8 万套建设项目分两期建设，建设期为 18 个月；项目建设内容主要为新建智能成套家具生产车间、科学规划厂房布局，引进现金的柔性封边、分拣、包装等自动化生产线及 MES 生产系统、WCC 拆单及智能生产软件，并整合成专业化的流水生产线。项目总投资 32,437.00 万元，包括建设投资 30,621.83 万元，预备费 918.66 万元，铺底流动资金 896.51 万元。预计项目达产后，平均实现年营业收入 51,436.80 万元，净利润 5,482.97 万元，税后财务内部收益率达到 33.94%，静态回收期为 4.95 年，项目经济效益较好。

3D 打印定制地板研发中心项目的建设期为 2 年。项目建设内容主要包括购买先进研发检测设备及仓储设备、现代化立体仓库、招聘高素质且经验丰富的研发及管理人员等。项目总投资 8,787.36 万元，包括建设投资 8,536.90 万元，预备费 250.46 万元。项目投资运营后不产生直接经济效益，但项目实施后将带来间接的经济效益：提高公司对地板产品及相关技术的研发检测能力，提高自身货物管理效率，从而增强自身的竞争力。

智能成套家具信息化系统及研发中心项目的建设期为 3 年。项目建设期的主要工作内容有：研发中心装修工程、研发中心设备购置及安装调试、研发中心人员招聘及培训和试运行与验收、信息化战略规划、信息化系统推广及信息化系统各平台建设。项目总投资 13,496.04 万元，包括建设投资 10,907.00 万元，预备费 327.21 万元，房屋租赁费 98.40 万元，人员工资及福利费用 1,846.53 万元，服务器托管费 126.90 万元，其他投入 190.00 万元。智能成套家具信息化系统及研发中心项目无法单独核算经济效益，但有利于公司实现各业务部门的协同发展和开发新业务，提升公司的市场占有率。

此外，本次募集资金总额中的 13,000.00 万元将用于补充流动资金，占公司本次发行募集资金总额的 20.63%。

总体看，上述项目与公司主营业务相关，项目建设完成后公司产能规模和研发实力将有所提升，有利于提高公司的综合竞争实力。

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

（1）行业概况

我国木地板行业经过 20 多年的快速发展，已建立了一个从原材料供应、产品加工生产到成品销售及售后服务的完整体系，并在部分地区形成一定规模的产业集群的行业。地板产品按结构和材料主要可分为强化复合地板、实木复合地板、实木地板、竹地板四类，其中前三类为主流消费地板。

强化复合地板是指以一层或多层专用纸浸渍热固性氨基树脂，铺装刨花板、中密度纤维板、高密度纤维板等人造板基材表层，背面加平衡层，正面加耐磨层，经热压而成的地板，为主流消费地板。实木复合地板是以实木拼板或单板（含重组装饰单板）为面板，以实木拼板、单板或胶合板为芯层或底层，经不同组合层压加工而成的地板，以面板树种来确定地板树种名称（面板为不同树种的拼花地板除外）。实木复合地板又分三层实木复合地板和多层实木复合地板两类，随着珍贵木材资源的短缺，以及国际先进制造技术的不断涌现，特别是 2003 年后，多层实木复合地板在中国进入快速发展阶段，由于实木复合地板性能稳定，还适用于地热采暖，并能够实现大规模机械化生产，具有优化木材利用等优势，现已成为国内外市场消费的主流产品之一。实木地板是指用天然实木木材直接加工而成的地板，分为涂饰和未涂饰两种，从南美洲、俄罗斯和非洲等地区进口的木材增加了中国实木地板的材料种，拓宽了实木地板发展空间，使得中国实木地板市场得以可持续发展。竹地板是将竹材加工成竹片后，用胶黏剂热压胶合，再经开榫、油漆等工序加工成的长条企口地板。竹地板起源于中国，目前已成为我国竹产业中产量较大、质量较好、工艺较完善的品类。

表 2 地板产品细分种类

产品类别	主要原料	优点	缺点
强化复合地板	主要为三层结构，中间为中高密度纤维板或者刨花板，表层为耐磨纸和装饰纸，底层为平衡纸	价格低廉，款式众多，耐磨、阻燃、防滑、耐压，易打理，质轻，规格统一，便于施工安装	含甲醛，弹性较低
实木复合地板	分三层和多层，中间层一般是木板拼条或胶合板，表板为名贵木材，背板为旋切单板	价格适中，稳定性好，节约名贵木材，安装简便	不耐磨，使用胶水较多
实木地板	整块硬阔叶木材	自然美观、弹性好，摩擦系数小，脚感舒适，涂漆后可翻新	安装麻烦、价格昂贵，怕腐蚀，稳定性能不佳
竹地板	竹板拼接	材质厚实、不怕水、寿命长	硬度高、色泽差、怕划伤、易分裂、声响大

资料来源：联合评级根据公开资料整理

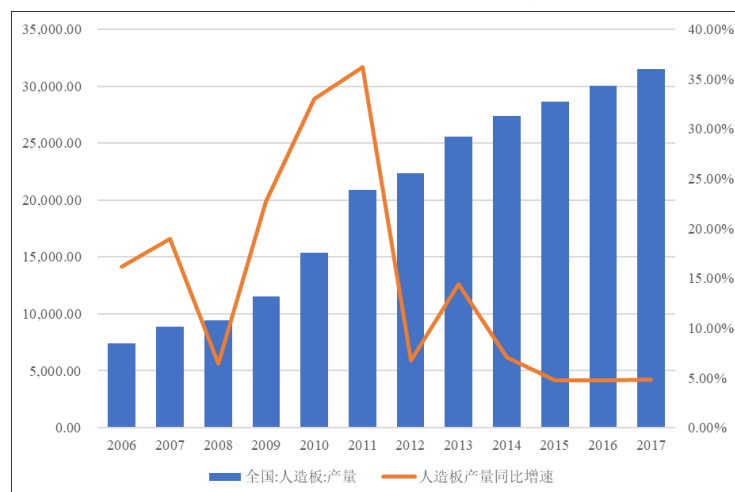
总体看，地板分类较为清晰，强化复合地板为主流消费地板，其次为实木复合地板。

(2) 行业供给

木地板行业的上游行业主要是木材经营和加工及人造板行业，上游行业的发展对木地板行业发展的制约作用较弱。木地板行业的下游行业是装饰装修行业，房地产行业及装饰装修行业的景气度直接影响木地板的市场需求量。

从人造板产量来看，目前我国已成为世界人造板生产第一大国。据国家林业局统计，近十几年来人造板的产量保持了高速增长，从 2001 年的 2,111.27 万立方米快速增长到 2008 年的 9,409.95 万立方米，年复合增长率达 23.80%。2008 年底的金融危机导致了当年人造板产量增速的暂时放缓，同比增长仅为 6.46%。进入 2009 年，我国人造板产量增速有所回升，但受到国内房地产调控政策和国际经济形势影响，2011 年后人造板产量增速再次出现放缓趋势，2012 年全国产量为 22,335.79 万立方米，产量增速下降至 6.77%。2013 年全国人造板产量为 25,559.91 万立方米，增速有所回升，达到 14.43%，2014~2015 年全国人造板产量分别为 27,371.79 万立方米和 28,679.52 万立方米，同比增长速度有明显下滑趋势，分别为 7.09%和 4.78%；2016 年，人造板产量 30,042.22 万立方米，较上年增长 4.75%，人造板产量增速为近十年来的新低。据中国木材与木制品流通协会信息中心统计，2017 年我国人造板行业产量达到 31,500.00 万立方米，同比增长 4.90%。

图 2 2006~2017 年我国人造板产量及增速（单位：万立方米）



资料来源：Wind、中国木材与木制品流通协会信息中心

人造板行业毛利率不高，维持在 10%~15% 之间，企业定价也采取成本加成方式，价格在覆盖原材料成本、生产成本和人工成本之后的利润空间并不大，主要系一方面林木资源的匮乏导致不具备自有原料林的人造板企业面临主要原材料价格上涨、供给不稳定的成本端压力；另一方面，目前人造板市场集中度低下，企业缺乏定价话语权，下游市场客户议价能力强，在供需总量平衡的情况下人造板价格难以大幅上涨。

总体看，近年来，我国人造板市场趋于饱和，增速放缓，行业整体毛利率较低，目前市场集中度较低。

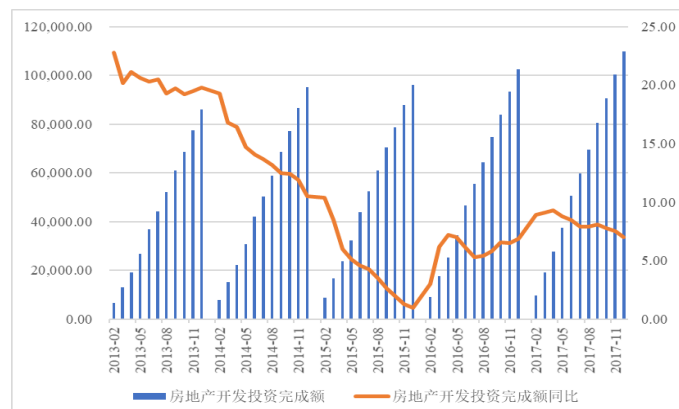
（3）行业下游

在中国木地板消费结构中，强化复合地板因具有耐磨、耐划、耐污染腐蚀、耐冲击、防潮、易清理等性能，利于营造安全、卫生、舒适的生活环境，能够满足广大消费者的家居生活需求，从而占据市场绝对优势。强化复合地板占总销量的比重最大，一直处于 50% 以上；其次为实木复合地板，其占比超过 30%；从整体销量来看，强化复合地板和实木复合地板销量占木地板销量的 80% 左右，实木地板由于木材资源的紧缺和国家对森林资源的保护政策等原因，近两年来销量减少；竹地板在整个地板中的占比一直处于较低的水平。

地板的下游主要为房地产市场，近年房地产行业发展趋势来看，2014 年，受经济增速放缓和限购效果逐步实现的影响，我国房地产行业增速有所减缓，2014 年全年房地产开发投资 95,035.61 亿元，名义同比增长 10.49%，增速大幅下滑 9.30 个百分点。受限购政策持续影响以及对房地产行业悲观预期，2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，同比名义增长 1.00%，增速继续同比下降 9.50 个百分点，为近五年来的最低点。受益于宽松的信贷政策和去库存政策的实施，2016 年全国房地产开发投资 102,581 亿元，名义同比增长 6.88%；其中，住宅投资 68,704 亿元，增长 6.36%，全国办公楼开发投资额为 6,533 亿元，同比增长 5.20%；商业营业用房开发投资额为 15,838 亿元，同比增长 8.43%。

2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年回升 0.16 个百分点；其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比下降 1.26%，占房地产开发比重为 14.24%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 3.18%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 2.57%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.54%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.00%。

图 3 近年来全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

受益于过去几年来房地产市场的蓬勃兴盛，我国木地板产销量持续稳定攀升，内销方面，强化木地板与实木复合地板销量增长主要源自于全装修新政拉动，实木地板则受益于高端需求和市场对地采暖用实木地板的青睐，三层实木复合地板市场在零售市场中表现突出。

据中国林产工业协会地板专业委员会统计，2015~2017 年，我国具有一定规模的地板企业木竹地板总销量分别约 38,015 万 m²、39,680 万 m² 和 41,520 万 m²，年均复合增长 4.51%，2017 年同比增长约 4.64%。其中，2015~2017 年，强化木地板销量分别为 20,600 万 m²、21,050 万 m² 和 21,470 万 m²，年均复合增长 2.09%，2017 年同比增长 2.00%；实木复合地板销量分别为 9,550 万 m²、10,450 万 m² 和 11,490 万 m²，年均复合增长 9.69%，2017 年同比增长 9.95%；实木地板销量分别为 3,990 万 m²、4,390 万 m² 和 4,790 万 m²，年均复合增长 9.57%，2017 年同比增长 9.11%；竹地板销量分别为 3,510 万 m²、3,400 万 m² 和 3,360 万 m²，年均复合下降 2.16%，2017 年同比下降 1.18%；其它地板销量分别为 365 万 m²、390 万 m² 和 410 万 m²，年均复合增长 5.99%，2017 年，同比增长 5.13%。

总体看，近年来，受益于房地产市场增长，带动木地板销量稳定增长，主要包括强化复合地板和实木复合地板。

（4）行业竞争

目前，地板行业约有木地板生产企业 2,300 多家，但普遍规模较小，且产品同质化较为普遍，虽然近几年市场涌现了“圣象”、“大自然”、“德尔”等有一定影响力的品牌，但仍未形成占绝对优势的品牌，行业内上市龙头企业少，中小型企业数量仍占全行业企业家数的 90% 左右，行业集中度很低。同时，地板行业进入门槛低，对劳动力的素质要求不高，家庭作坊式工厂较多，企业产能低、规模小，小型企业销售收入少、资金不足，无力引进先进的技术设备，而技术设备落后，无法实现规模化经营，经济效益比较低，资源浪费严重。

总体看，地板行业处于完全竞争状态，市场集中度很低，竞争较为激烈。

（5）行业关注

环保压力上升，行业面临转型升级的成本压力

随着绿色、环保等理念的传播，在地板生产过程中采用环保材料制成的地板逐渐成为市场的主要产品，这一行业升级将加大企业研发投入以及生产成本压力。

产品同质化程度高，企业利润率降低

近年来，开始从事整体家居产品的企业众多，大多数企业规模较小，产品档次低、质量差，营销能力和产品开发能力有限，产品同质化情况较严重，大部分依靠低价仿制品来争夺市场份额，产品价格的下降影响了行业的利润率水平。

（6）行业发展

随着中国乡镇经济和人均消费能力的增长，加上政策性住房、二手房改造、楼盘开发，地板的总体需求量仍然在不断增加。一、二线城市房地产紧缩政策不断出台，未来三、四线城市将成为地板业增长的另一个市场。

从行业集中度来看，未来地板行业集中度会进一步提高，地板行业的市场份额，会逐渐向价格较高、质量上乘、重视服务的高端地板品牌集中。具备研发、品牌、渠道优势的企业，有望通过横向并购和纵向延伸成为行业的整合者，一方面可以向产业链上下游延伸，比如拓展基材加工基地甚至原料林基地等，形成产销一体化优势，以赚取更高的附加值利润；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，加强品牌建设，进而提升市场份额。同时，小而美的地板品牌和地方品牌，仍然会有生存空间。质次价廉的低端地板，将在供给侧改

革中逐渐淡出。而价格便宜、质量稳定、品牌影响力大的地板，将向工程渠道集中。

总体看，地板行业未来集中度将进一步提升，销售渠道将进一步下沉，大型优势地板企业将有较大的发展空间。

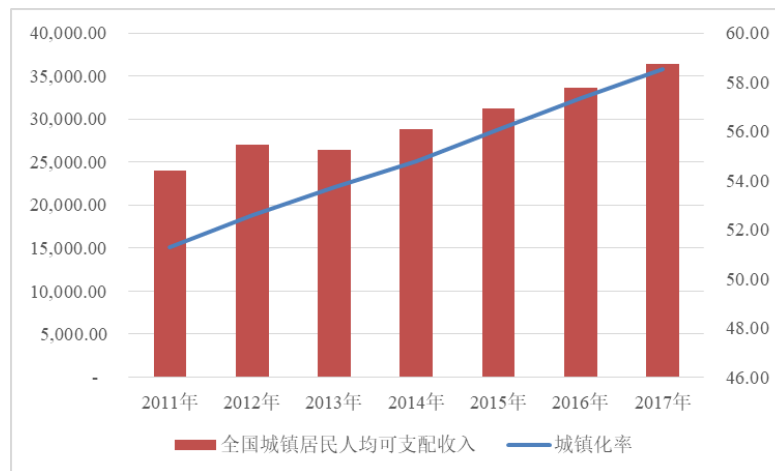
2. 定制家居

(1) 行业概况

我国城镇化、工业化、信息化进程的加快，有力地推动了家具产业的发展。伴随城镇化率的提高，城镇人口的持续增长必然带动住房刚需的持续放量。城市化进程加快，人民收入水平不断提高，形成了强大的购买力，促进了我国家具行业的规模发展；同时，工业化与信息化的融合，促进了传统产业转型及改造升级，促进了我国家具行业从依靠成本竞争向提升服务水平、提高产品科技含量及产品附加值转变。

根据国家统计局数据显示，全国城镇化率（城镇人口占总人口比重）从 2011 年的 51.27% 提高到 2017 年的 58.52%，年均增加 2.23 个百分点。我国城镇化进程的加快，将为整体家居行业的发展提供广阔的市场空间。同期，我国城镇居民可支配收入持续增长，居民消费能力大大提升，根据国家统计局的统计，从 2011 年到 2017 年，中国城镇居民人均可支配收入由 23,979.00 元/年上升至 36,396.00 元/年，年均复合增长率为 5.92%。随着可支配收入的提高，居民消费结构和消费理念也出现了一定的变化，影响居民消费行为的因素从单纯的价格因素逐渐发展到品牌、质量、信誉、服务以及购物环境等综合因素，这为家具行业迅速发展奠定了良好的基础，并带动家具行业的消费升级。

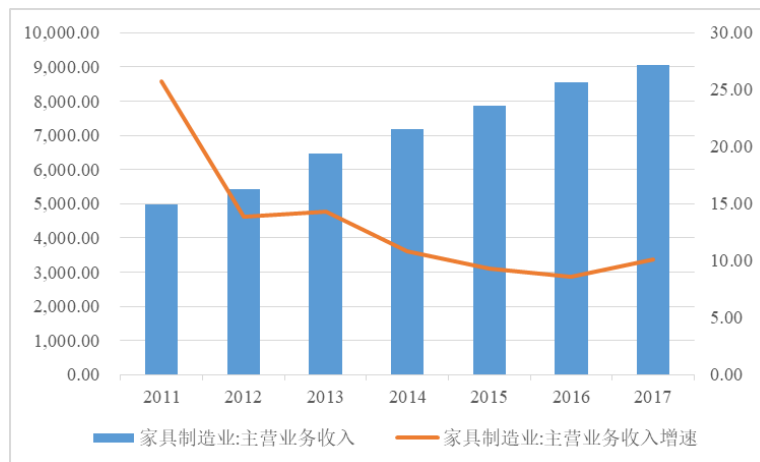
图 4 2011~2017 年我国城镇居民人均可支配收入及城镇化率变化（单位：元/年、%）



资料来源：Wind

经过多年的发展，我国家具行业已形成了一定的产业规模，行业内大部分企业已经实现了自动化或半自动化制造，生产工艺更加成熟，并出现了一些具有国际先进水平的家具明星企业和家具配套产业。根据国家统计局的统计，近年来我国规模以上家具制造业企业的主营业务收入继续保持高速增长，2011~2017 年，我国规模以上家具制造业企业主营业务收入由 4,992.23 亿元增至 9,056.00 亿元，年均复合增长率为 10.43%。

图 5 2011~2017 年家具制造行业主营业务收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

2000 年后，定制家具开始逐渐盛行，定制家具是借助现代化信息技术及柔性化生产工艺、为消费者量身定制出的个性化家具。相比手工打制家具，定制家具品质稳定、环保性强，相比成品家具，定制家具具有空间利用率高、全屋风格统一、先进的落地服务等优势。目前整个家具行业的增速维持在 8%~10% 左右，而定制家具行业增速在 15%~20%。家具是近万亿空间的大市场，定制家具由于起步晚，渗透率仅为 25% 左右，行业内部还未到激烈竞争的阶段，行业能维持较高利润率。参照欧洲等国定制家具占家具产业中 60%~70% 的市场份额，未来成长空间很大。

总体看，受益于我国经济快速发展，人均可支配收入的快速增长，家具制造行业发展迅速，随着消费者对家具风格、美观度要求的提升，未来定制家具面临较好的发展空间。

（2）行业竞争

从行业竞争来看，家具制造行业是完全竞争性行业，准入门槛低，我国家具行业极为分散，同质化竞争较为激烈。许多小规模工厂生产的家居产品质量参差不齐、设计大同小异，这为家具龙头企业提供了整合产业链上下游的机会，未来行业集中度将持续提升。对比国内外家具龙头企业，国内龙头企业缺少优秀的本土设计师，并且其市占率还处于偏低的状态。

定制家具行业“进入门槛低，做大做强难”的特点导致竞争格局分散，集中度较低，CR5 不足 20%。定制家居呈现明显的“大行业、小企业”的行业特点。绝大部分以区域性中小企业为主，销售规模为 3 亿以下，仅有部分龙头企业（欧派、索菲亚和尚品宅配）销售规模超过 40 亿。企业间打深度价格战的可能性较小，因为目前行业供需结构良好、企业品牌维护意识强、产品标准化程度低、无库存压力且消费者价格弹性相对较小。目前行业初步形成分层，第一梯队以欧派、索菲亚、尚品宅配、好莱客、金牌厨柜等品牌为代表（营业收入 10 亿元以上，已形成全国布局），第二梯队以我乐家居、顶固集创品牌为代表（营业收入 3~10 亿），第三梯队以客来福、蓝谷智能品牌为代表（营收 3 亿以下），行业龙头逐步在设计、生产和渠道等方面形成一定进入壁垒，未来行业集中度将持续提升。

总体看，家具制造行业准入门槛较低，市场集中度较低；定制家具已初步形成分层，未来行业集中度有望提升。

（3）行业政策

2014 年 3 月，国务院发布《国家新型城镇化规划（2014-2020）》提出，要稳步提升城镇化水平和质量，有序推进农业转移人口市民化，推进符合条件农业转移人口落户城镇，力争到 2020 年常住人口城镇化率达到 60% 左右。

2015年5月，国务院正式印发《中国制造2025》提出，加快推动新一代信息技术与制造技术融合发展，把智能制造作为两化深度融合的主攻方向；推进制造过程智能化；发展基于互联网的个性化定制、众包设计、云制造等新型制造模式，推动形成基于消费需求动态感知的研发、制造和产业组织方式。

2016年6月，国务院办公厅印发《关于发挥品牌引领作用推动供需结构升级的意见》，提出鼓励家电、家具、汽车、电子等耐用消费品更新换代，适应绿色环保、方便快捷的生活需求。

2016年8月，工信部印发《轻工业发展规划（2016—2020年）》提出，要大力实施增品种、提品质、创品牌的“三品”战略，改善营商环境，从供给侧和需求侧两端发力，推进智能和绿色制造，优化产业结构，构建智能化、绿色化、服务化和国际化的新型轻工业制造体系。

2017年8月，河南省住房和城乡建设厅、河南省国土资源厅等七部门联合印发《关于加快发展成品住宅的指导意见》，明确了成品住宅建设的目标，2018年1月1日起，河南全省所有市、县新开工建设商品住宅，全部要按照成品住宅设计建设。截至2018年6月底，已有至少8个省份及直辖市发布了精装修房政策并实施。

总体看，国家通过制定相关行业标准及政策而整体推进家具制造行业产业升级，推动产业供给侧结构性改革，淘汰落后产能。

（4）行业发展

随着居民消费能力的快速增强和消费观念的转变，消费者对家具的需求由“价廉”向“质优”转变，消费者对家具的样式、风格等因素的需求逐步提升；同时，环保健康成为消费者选择的主要因素之一，大、中型家具厂商采用的板材大都符合环保标准，未来将面临较好的发展机遇。

随着家具的工业化批量生产，家具制造技术正在利用数字化控制技术、新的传感技术如激光测量及新的机械技术等来提高加工效率和加工精度。在锯、刨、钻、贴面、封边等方面出现了许多新的装备，相应采用了许多新的工艺。国内大型家具生产企业将进一步应用这些最新的生产工艺，拉开市场各个企业的竞争档次。

总体看，随着居民消费能力的增强和消费观念的转变消费者对家具的要求逐步提高，大、中型家具企业将面临较好的发展空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为一家具有一定品牌影响力的木地板制造企业，近年来发展大家居业务，在地板产品方面重视环保无害，2017年正式全面实现无醛化生产；在衣柜产品方面，通过实施板木结合的差异化竞争战略，具备一定成长性。

（1）品牌优势

品牌方面，2017年，公司获得腾讯家居2017年度品牌盛典——地板行业评选中的“2017年度影响力品牌”的称号；获得中国质量检验协会发布的“全国地板行业质量领军企业”称号；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”）于2017年被评为全屋定制家居二十强。此外，公司的“韩居”、“柏尔”等品牌也有一定知名度。

（2）渠道优势

渠道方面，经过多年快速发展，公司已建立起覆盖全国的销售网络，截至2017年底，“德尔”、“百得胜”、“韩居”、“柏尔”等品牌的有效门店达3,000余家。公司与万科、保利、恒大、万达、

融创等大型房地产公司建立了良好的业务合作关系，并与淘宝、京东等电商平台合作，开展线上业务。

（3）规模优势

规模方面，2017 年，公司地板类产品的产能为 1,200 万平方米（强化复合地板 1,120 万平方米，实木复合地板 80 万平方米），销量为 1,161.89 万平方米；衣柜类产品拥有非标衣柜与标准衣柜 18 条生产线，能实现个性化产品规模化、集约化、工业化生产；销量为 113.54 万平方米。

此外，公司地处苏州市吴江区，与浙江省南浔市传统地板优势地区距离较近，能够形成产业集群与配套，有利于提升企业的竞争力。

总体看，经过多年发展，公司已成为具有品牌优势和规模优势的品牌家居制造的龙头企业，并建立了覆盖全国的销售网络，不断拓展线上和线下销售渠道，保持了良好的发展势头，整体竞争力较强。

2. 技术水平

公司设立企业研发队伍，在地板产品方面先后推出免胶双锁扣、猎醛、无醛等家居环保技术；在衣柜产品方面，参与了部分定制家居行业标准的起草工作。在专利方面，截至 2017 年底，公司及子公司拥有有效专利 127 项，其中发明专利 24 项、发明授权 6 项、实用新型 86 项、外观设计 11 项。行业标准制定方面，公司参与了《GB/T 18103-2013 实木复合地板》、《LY/T 1611-2011 地板基材用纤维板》、《LY/T 1614-2011 实木集成地板》、《T/CTWPDA 02-2017 负氧离子木地板》等行业标准的制定。研发投入方面，2015~2017 年，公司研发人员数量持续增长，分别为 57 人、130 人和 152 人，年均复合增长 63.30%；研发支出分别为 0.24 亿元、0.48 亿元和 0.50 亿元，年均复合增长 43.78%，占当期营业收入的比重分别为 2.16%、4.27%和 3.13%。

表 3 公司 2015~2017 年研发人员与研发支出情况（单位：人、万元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
研发人员数量	57	130	152
研发人员数量占比	7.31	6.64	6.14
研发支出	2,425.26	4,828.69	5,013.42
占当期营业收入比例	2.16	4.27	3.13

资料来源：公司年报

总体看，近年来公司研发人员和经费投入持续增长能够为公司未来发展提供较强的技术支持。

3. 人员素质

截至 2017 年底，公司共有董事 7 人，监事 3 人，高级管理人员 7 人，其中总经理 1 人，副总经理 3 人，财务总监 1 人。公司高管人员大多从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长及总经理汝继勇先生，1973 年生，中国国籍；中国林产工业协会地板专业委员会副会长，南京大学校董、苏州大学校董；曾任德尔集团苏州地板有限公司董事、总经理，苏州赫斯国际木业有限公司执行董事、总经理，德尔国际地板有限公司董事长、总经理。自 2010 年起担任公司董事长兼总经理职务。

公司董事及副总经理姚红鹏先生，1978 年生，中国国籍，本科学历；曾任海尔集团厨电市场部片长、北京公司产品经理、天津公司产品经理，德尔集团苏州地板有限公司北京营销中心总经理、华北大区经理，苏州赫斯国际木业有限公司工程部总监，德尔国际地板有限公司总经理助理、

营运中心负责人、副总经理，自 2010 年起担任公司董事、副总经理职务。

截至 2017 年底，公司职工总数 2,475 人。从学历构成看，中专及以下占 64.85%，大学专科占 22.95%，本科及以上占 12.20%；从工作岗位看，公司生产人员占 57.37%，销售人员占 13.58%，技术人员占 15.64%，财务人员占 2.67%，行政人员占 10.75%。

总体看，公司高层管理人员具有丰富的行业及管理经验，公司员工学历结构及岗位构成符合行业特点，能够满足公司运营及发展需求。

4. 税收优惠

公司及部分子公司通过高新技术企业认证，此外还有一些子公司是小型微利企业或微型企业，可以获得政府的一定的税收优惠。

(1) 企业所得税

公司 2017 年度通过高新技术企业认定（编号为 GR201732004238），有效期为三年；通过高新技术企业认定后，公司 2017~2019 年度按 15% 的税率缴纳企业所得税。公司子公司百得胜家居 2017 年通过高新技术企业认定（编号为 GR201732001530），有效期为三年。

公司子公司厦门烯成石墨烯科技有限公司（以下简称“厦门烯成”）2016 年度通过高新技术企业认定，有效期为三年；通过高新技术企业认定后，厦门烯成 2016~2018 年度按 15% 的税率缴纳企业所得税。

公司子公司无锡市惠诚石墨烯技术应用有限公司属于小型微利企业，根据《财政部国家税务总局扩大小型微利企业所得税优惠政策范围的通知》（财税[2017]43 号）规定，自 2017 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日，对年应纳税所得额低于 50 万元（含 50 万元）的小型微利企业，其所得减按 50% 计入应纳税所得额，按 20% 的税率缴纳企业所得税。

(2) 城镇土地使用税

根据《开原市地方税务局税务事项通知书》（开地税[2017]4389 号），依据《国务院关于修改〈中华人民共和国城镇土地使用税暂行条例〉的决定》，公司子公司辽宁德尔地板有限公司（以下简称“辽宁德尔地板”）符合小微企业减免土地使用税的条件和标准，批准准予减免城镇土地使用税。

(3) 增值税

根据财政部、国家税务总局《关于印发〈资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录〉的通知》（财税[2015]78 号），纳税人销售自产的资源综合利用产品和提供资源综合利用劳务可享受增值税即征即退政策，公司子公司辽宁德尔新材料有限公司自产的高密度板符合《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》中的相关规定，可享受增值税 70% 的退税优惠，2017 年合计退税 621.80 万元。

(4) 其他税收优惠

德尔集团与宁波梅山保税港区（以下简称“宁波保税港区”）投资合作局于 2017 年 7 月签订投资协议书，约定德尔集团（含子公司）在宁波保税港区设立公司且设立的公司税收贡献达到文件约定要求的可享受一定的增值税和所得税的退税优惠政策，自企业设立登记之日起开始执行，执行期限五年。德尔集团 2017 年在宁波保税港区设立的宁波德尔全屋地面新材料有限公司、宁波百得胜智能家居有限公司和宁波韩居家居有限公司、宁波百得胜智能橱柜有限公司根据协议约定可享受一定的税收优惠。

总体看，公司能够获得较多的税收优惠，外部发展环境良好。

五、公司管理

1. 治理结构

公司依据《公司法》、《证券法》等相关规定的要求制定了《公司章程》，建立了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的规范的法人治理结构，并结合公司业务发展的需要，建立了较为规范健全的内部管理机制。

股东大会是公司的权力机构，主要职能是决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会报告等。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 7 名董事组成，其中独立董事 3 名，董事长 1 名。董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事任期届满，可连选连任。董事会的主要职能是召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案等。

公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，其中主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。职工代表监事的比例不低于 1/3，由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事的任期每届为 3 年，监事任期届满，连选可以连任。监事会的主要职能是对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。总经理每届任期 3 年，连聘可以连任。总经理对董事会负责，主要职能是主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作；组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

总体看，公司作为上市公司，法人治理结构完善。

2. 管理体制

截至 2018 年 6 月底，公司董事会下设战略委员会、提名委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会等 4 个直属委员会，并拥有证券部、审计部、地板事业部、财务中心、定制家居事业部等多个职能部门或业务板块，同时在地板事业部、定制家具事业部及新材料事业部下分别设置信息部、生产中心、营销中心、采购中心等多个运营部门；公司部门设置合理、职责清晰，公司根据部门设置制定了一系列内部管理制度。

子公司管理方面，公司制定了《子公司管理制度》，通过委派或推荐至子公司的董事、监事、高级管理人员执行此制度。子公司财务部接受公司财务部的业务指导与监督，按照公司《财务管理制度》规定，做好财务管理基础工作，加强成本、费用、资金管理。公司对子公司实行内部审计制度，对子公司内控制度建设和执行情况；子公司的经营业绩、经营管理、财务收支情况进行监督与考核。

对外投资方面，公司制定了《重大投资及财务决策制度》，对公司对外投资的投资类别、投资对象以及相应的决策程序、决策权限等方面做了明确的规定。公司根据单笔投资金额的不同，设立了不同的审批流程，对于须报董事会审批的投资项目，董事会应当组织专家、专业人士进行评审，并报股东大会批准。此外如投资事项涉及其他法律、行政法规、部门规章、规范性文件、公司章程或者交易所另有规定的，从其规定。属于关联交易的投资，其决策程序和规则遵照国家法律法规及公司相关制度从严执行。经批准立项的投资项目，由总经理负责组织实施和验收。

对外担保方面，公司在《公司章程》、《对外担保制度》中对公司对外担保事项作了明确的规定，对公司发生对外担保行为时的对担保对象、审批权限和决策程序、安全措施等作了详细规定，并明确规定：公司对外担保总额，达到或超过最近一期经审计净资产的 50%以后提供的任何担保，须经股东大会审议通过后方可执行。未经公司股东大会或者董事会决议通过，董事、总裁及其他高级管理人员以及公司的分支机构不得擅自代表公司签订担保合同。

采购管理方面，公司制定了《采购管理办法》，为确保在合格供应方采购以及采购的及时性和准确性，该办法涵盖了公司的采购架构、采购流程、采购金额支付、供应商/新供应商评价、采购合同签订以及新产品、新工艺、新技术的采购方式；此外，采购管理办法还设计了各类标准采购表格和合同。

生产方面，公司制定了《生产现场管理办法》，在生产中心的现场管理方面，实施早会制度、清洁卫生制度、车间生产秩序制度、物料管理制度、现场安全制度、记录管理制度、车间请假规定，并对调胶、压贴线、油漆线等生产环节操作步骤做了细节规定。

营销管理方面，公司制定了《营销中心管理办法》，对营销中心工作流程、专卖店管理服务流程、价格审批制度、广告投放制度等方面进行了明确规定。

关联交易方面，公司在《公司章程》和《关联交易决策制度》中对关联方关系、关联交易类型、关联交易的决策程序等进行了明确规定，保证公司与各关联人所发生的关联交易的合法性、公允性、合理性。

总体看，公司建立的管理体制对公司正常经营和规范运作起到了较好的监督、控制作用，有效地降低了经营风险。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事地板和定制衣柜生产及销售业务。2015~2017 年，受益于家居产品规模整体增长快速增长，公司分别实现营业收入 11.21 亿元、11.32 亿元和 16.00 亿元，呈现逐年增长趋势，年均复合增长 19.48%；分别实现净利润 1.62 亿元、1.94 亿元和 0.89 亿元，年均复合下降 25.91%，主要系成本、费用上升，以及 2017 年公司商誉发生减值所致。

2015~2017 年，公司主营业务收入占营业收入比重分别为 99.68%、99.70%和 99.63%，主营业务突出。从营业收入构成来看，2015~2017 年，公司木地板营业收入波动下降，分别为 7.94 亿元、6.63 亿元和 7.73 亿元，年均复合下降 1.31%，占公司营业比重由 70.81%下降至 48.31%，其中 2016 年公司木地板收入较上年下降 16.45%，主要系 2016 年主推无醛芯产品，在产品升级过程中，强化地板产品销售受到一定影响所致；公司于 2016 年 3 月，购买了百得胜家居 100.00%的股权，进入定制衣柜领域，在 2017 年 1 月实现对百得胜家居全年并表，并对 2015 年数据进行相应追溯调整，公司定制衣柜业务收入逐年增长，年均复合增长 58.87%，增长幅度较快，主要系市场扩张较快且公司订单增加较多所致，其占比由 24.67%快速上升至 43.63%，对公司收入贡献大幅提升；公司其他业务包括密度板、商标使用费以及石墨烯设备 and 应用产品相关业务，分别实现 0.51 亿元、0.65 亿元和 1.29 亿元，呈现逐年增长趋势，年均复合增长 59.04%，主要系公司密度板销量和商标使用费增加所致，占营业收入的比重由 4.52%上升至 8.06%。

表 4 2015~2017 年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 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	79,378.27	70.81	33.43	66,324.11	58.61	33.39	77,314.32	48.31	33.18
定制衣柜	27,659.59	24.67	32.74	40,359.27	35.67	36.00	69,810.16	43.63	31.62
其他业务	5,062.82	4.52	22.55	6,472.08	5.72	31.87	12,904.30	8.06	31.23
合计	112,100.68	100.00	32.77	113,155.48	100.00	34.23	160,028.78	100.00	32.34

资料来源：联合评级根据公司年报整理

注：公司定制衣柜业务于 2017 年 1 月实现全年并表，并对 2015 年、2016 年数据进行相应追溯调整。

从毛利率水平看，2015~2017 年，公司业务综合毛利率波动下降，分别为 32.77%、34.23%和 32.34%，总体较为稳定，其中 2016 年，公司主营业务毛利率较上年上升 1.46 个百分点，主要系毛利率较高的定制衣柜业务收入增加所致。近三年，公司木地板业务毛利率水平保持稳定，分别为 33.43%、33.39%和 33.18%；定制衣柜业务毛利率波动下降，分别为 32.74%、36.00%和 31.62%，2016 年较上年上升 3.26 个百分点，主要系定制衣柜销售价格有所提升所致；其他业务毛利率分别为 22.55%、31.87%和 31.23%，波动较大，主要系石墨烯等业务毛利率提高所致。

2018 年 1~6 月，受益于定制衣柜订单量持续增长，公司实现营业收入 7.87 亿元，较上年同期增长 12.94%；实现净利润 0.78 亿元，较上年同期下降 26.27%，主要系原材料上涨带动成本上升和合并范围扩大费用增加所致。

总体看，近年来，公司木地板业务收入较为稳定，2016 年新增定制衣柜业务，为公司新的利润增长点，且增长速度较快，主营业务毛利率较为稳定。

2. 木地板业务

（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、面皮和地板等，由公司本部负责采购。

采购流程方面，原材料由请购部门提出请购订单后，下达至计划部门，由计划部门对订单进行分解，将原辅料及成品采购计划分解下达至采购部，经采购部对供应商进行开发，筛选，询价、比价、议价、订价等过程与供货商签订采购合同，之后由采购部向供货商下达相对应的采购订单，对订单进行跟踪进度交货以及质量等问题的协调沟通，保障订单在需求时间内完成交货，经公司相关质检部门验收后由仓库办理验收入库手续。

由于产品结构变化，2015~2017 年，结构基材和面皮采购量波动下降，分别年均复合下降 0.86%和 12.24%，其余原材料（密度板、木纹纸、平衡纸、耐磨纸和底板）采购量为波动增长，年均复合增长分别为 3.65%、9.62%、8.38%、16.35%和 0.27%。从采购价格来看，密度板自给增加，其与木纹纸采购均价呈现小幅下降态势，年均复合下降 2.95%和 4.02%，其余原材料（平衡纸、耐磨纸、结构基材、面皮和底板）采购均价均呈现小幅增长态势。

表 5 2015~2017 年公司地板板块采购情况（单位：张、元/张）

原材料	项目	2015 年	2016 年	2017 年
密度板	采购量	2,633,466.00	1,991,315.00	2,829,337.00
	采购均价	62.60	63.22	58.96
木纹纸	采购量	2,426,737.00	2,157,830.00	2,915,944.00
	采购均价	10.28	9.60	9.47
平衡纸	采购量	2,421,854.00	2,064,046.00	2,844,708.00

	采购均价	5.44	5.26	5.66
耐磨纸	采购量	1,902,668.00	1,724,395.00	2,575,765.00
	采购均价	5.77	5.77	5.89
结构基材	采购量	524,543.24	734,718.05	515,539.11
	采购均价	67.12	70.71	68.41
面皮	采购量	562,131.80	752,444.71	432,920.57
	采购均价	27.71	28.55	28.88
底板	采购量	543,302.93	704,601.01	546,291.60
	采购均价	5.47	5.47	5.93

资料来源：公司提供

注：公司密度板的采购数据包含子公司辽宁德尔地板。

从采购集中度来看，2015~2017 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分别为 34.73%、39.96%和 49.21%，采购集中度有所上升，集中度较高。其中，公司木地板主要供应商包括湖州南浔安正木业有限公司、湖州威赫木业有限公司和吴江丰盛装饰材料有限公司等，结算方式为以现金和银行承兑汇票相结合；账期 45~60 天。

总体看，近年来，公司木地板各原材料采购量和采购均价有所波动，不利于公司生产成本控制，采购集中度较高。

（2）产品生产

产能方面，作为国内大型的品牌木地板生产企业之一，近年来，公司强化复合地板产能有所提升，2015~2016 年，强化复合地板产能为 970 万平方米/年，2017 年产能为 1,120 万平方米/年，主要系公司工厂工艺、效率调整优化所致；近三年，公司实木复合地板产能稳定在 80 万平方米。

生产方面，公司木地板主要产品为强化复合地板（产量占比约为 90%）和实木复合地板（产量占比约为 10%），均采用“以销定产”模式，其中强化复合地板的工艺流程为：组胚-压贴-在线切割-齐边定宽-养生-铣型-涂漆-涂蜡-覆膜等。公司目前采取两种生产模式，自主生产和外协生产，其中外协生产模式主要为公司提供设计方案，外部单位以 OEM 的模式加工生产成品。

产量方面，2015~2017 年，公司强化复合地板产量波动增长，分别为 850.37 万平方米、822.32 万平方米和 967.88 万平方米，年均复合增长 6.69%，2017 年强化复合地板产量较上年增长 17.70%，主要系公司工程业务部分订单量增加所致；其中，强化复合地板自主生产量分别为 748.21 万平方米、694.15 万平方米和 849.91 万平方米，年均复合增长 6.58%。2015~2017 年，公司实木复合地板产量呈波动增长趋势，分别为 155.90 万平方米、154.90 万平方米和 194.02 万平方米，年均复合增长 7.46%，2017 年实木复合地板产量较上年增长 18.90%，主要系实木复合地板市场需求有所增加所致；其中，实木复合地板自主生产产量分别为 56.86 万平方米、67.16 万平方米和 53.70 万平方米，年均复合下降 2.82%。

产能利用率方面，2015~2017 年，公司强化复合地板产能利用率分别约为 87.67%、84.78%和 99.78%，主要系 2017 年产能扩大所致；由于公司主要加工高附加值、高工艺水平的产品以及结合市场实际运营考虑，部分区域需求有差异，由部分外协加工厂按照公司的设计、工艺和质量等要求完成产品生产，可以快速反应市场需求，更具备竞争力优势，实木复合地板产能利用率分别约为 71.08%、83.95%和 70.88%。

表 6 2015~2017 年公司地板业务生产情况（单位：平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
强化复合 产量	8,503,670.31	8,223,241.36	9,678,783.91

	其中：自主生产	7,482,120.75	6,941,515.54	8,499,100.19
实木复合	产量	1,558,951.34	1,549,036.49	1,940,151.47
	其中：自主生产	568,554.00	671,600.86	536,975.10

资料来源：公司提供

质量管控方面，公司自主生产的产品均实施全面的质量管理，通过对原辅料供应商的资质评估、现场随机抽检、原辅料的到货检验、生产过程各工段（包括半成品、成品以及加工过程的在线检测）的产品检验，确保生产全过程的品质控制。对于外协加工的厂商，公司均有指定统一的原材料使用标准和成品质量标准，同时也会对外协厂进行质检人员派驻，长期随机抽检等，并对外协厂设置一定额度的质量保证金。

表 7 2015~2017 年公司木地板生产成本情况（单位：%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
原材料	85.65	83.85	83.20
加工费	2.39	2.65	3.82
制造费用	7.58	8.07	8.13
直接人工	2.96	3.60	3.29
能源	1.42	1.83	1.56
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

从木地板生产成本来看，2015~2017 年，原材料占比分别为 85.65%、83.85%和 83.20%，呈逐年下降趋势，但仍是木地板业务最主要的成本构成。

总体看，公司主要产品为强化地板和实木复合地板，原材料在生产成本中占比仍是最高；近年来，随着下游需求增加，产量均波动增长，公司木地板产品仍主要为自主生产，少量采取外协加工方式。由于结构调整，强化复合地板产能利用率逐年下降，实木复合地板产能利用率较为平稳。

（3）产品销售

公司木地板销售分为零售业务和工程业务，其销售渠道和销售模式在面对不同市场需求时有一定区别。

零售业务

公司零售业务全部采取经销模式，采取“扁平式深度营销”模式，即根据行业发展阶段、地区市场容量、市场发展水平、管理者经营水平等，把部分原有二级分销商、三级分销商甚至四级分销商提升至一级经销商，增加与公司直接结算的一级经销商客户数量，实现直接对接管理。销售流程为经销商通过系统下预订单，经零售事业部审批，经销商须全额付款，订单部通知生产部生产完成后，通知其提货。

2015~2017 年，公司地板板块零售部分经销商分别为 49 家、43 家和 35 家，呈逐年下降趋势，主要为经销商整合所致。2015~2017 年，拥有门店数量分别为 1,300 家、1,500 家和 1,800 家，主要分布于黑龙江、河北、四川、湖北、安徽、湖南、河南、山东、江苏、江西等城市。

结算方式上，公司原则上采取现款现货的方式，通过现金和现汇的方式进行结算，由于大部分货品实行款到发货，公司木地板零售业务基本无账期。

工程业务

公司木地板工程业务负责大型房地产开发商精装项目地板的建设，公司与万科集团、融创、万达和绿地等大型房地产公司建立了良好的业务合作关系。其销售流程为：由公司总部大客户部直接对接各地产商和装饰公司总部，由公司直接与开发商的各项项目公司签订合同，并委托第三方安装队（服务商）来承接完成。

结算方式上，公司结算方式有现金支付、承兑汇票相结合的方式；回款进度为，合同签订后，根据合同约定情况客户支付预付款（部分项目没有约定预付款的不用），公司下单生产，货到现场安装前，客户支付到货款，付款比例一般为 70%~80%，安装完成后，每个月根据施工进度支付进度款至 85%左右，项目竣工结束办理结算完成后支付至 95%~100%，余下为质保金，可以开具银行保函的形式。

2015~2017 年，公司强化复合地板销量呈波动下降趋势，分别为 856.76 万平方米、729.45 万平方米和 815.05 万平方米，年均复合下降 2.46%，主要系 2016 年公司针对强化复合地板产品进行升级，推出无醛芯产品，在推广的过程中强化复合地板销量有所波动所致；实木复合地板销量波动下降，年均复合下降 6.64%，主要系 2016 年市场竞争加剧，针对实木产品做出结构调整所致。

产销率方面，2015~2017 年，受公司工程类业务增加，期末订单尚未履行完毕以及产品根据用户消费需求变化影响，公司木地板产品产销率逐年下降，其中强化复合地板产销率分别为 100.75%、88.71%和 84.21%；实木复合地板产销率分别为 118.39%、93.23%和 82.92%。

销售价格方面，2015~2017 年，公司强化复合地板销售均价较为稳定，分别为 60.04 元/平方米、58.84 元/平方米和 60.23 元/平方米；实木复合地板销售均价呈波动上升趋势，分别为 150.99 元/平方米、175.77 元/平方米和 171.83 元/平方米，年均复合增长 6.68%，其中 2016 年价格上涨较多，主要系受环保调控影响，当年木材砍伐量下降，实木地板的原材料价格上涨，同步销售结构调整提价所致。

表 8 2015~2017 年公司木地板业务产销情况（单位：平方米、%、元/平方米）

产品	项目	2015 年	2016 年	2017 年
强化复合	产量	8,503,670.40	8,223,241.36	9,678,783.91
	销量	8,567,589.03	7,294,538.32	8,150,482.50
	产销率	100.75	88.71	84.21
	销售均价	60.04	58.84	60.23
实木复合	产量	1,558,951.24	1,549,036.49	1,940,151.47
	销量	1,845,650.70	1,444,226.92	1,608,717.51
	产销率	118.39	93.23	82.92
	销售均价	150.99	175.77	171.83
合计	产量	10,062,622.00	9,772,277.90	11,618,935.40
	销量	10,404,000.00	8,738,765.20	9,759,200.01
	产销率	103.39	89.42	83.99
	销售均价	76.30	75.90	79.22

资料来源：公司提供

2018 年 1~6 月，公司木地板产量共 436.14 万平方米，占 2017 年全年的产量 37.54%，主要系行业内旺季未到，消耗部分库存所致；销售量 488.71 万平方米，占 2017 年全年销量 50.08%，产销率为 112.05%，产销率依旧维持较高。

从客户集中度来看，2015~2017 年，木地板前五大客户销售额占该业务板块销售收入的比例

分别为 18.47%、20.46%和 19.43%，客户集中度较低。

总体看，近年来，公司木地板零售业务较为稳定，产销率较高，其销售均价波动上升；工程类业务发展较快，受完成订单完成时间和数量影响，其产销率波动较大，受市场竞争激烈影响，强化复合地板价格有所波动。

3. 定制衣柜板块

公司定制衣柜业务的经营主体是百得胜家居，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。

(1) 原材料采购

采购方面，百得胜家居采购模式为“以产定采”，采购的主要原材料包括素板、浸渍纸和铝材等，由于百得胜家居于 2017 年新添加门板业务，相应增加了主要原材料的采购种类。百得胜家居原材料均通过其采购部集中统一采购，根据订单分解内容以工厂为单位做采购计划，根据生产中心品质部门制定的原辅料采购标准，在通过合格供方认证、产品质量稳定的供应商中进行采购，从供应商确认订单、发货、到货、检验、入库等采购订单流转的各个环节进行准确的跟踪，实现全过程管理，在确保质量的前提下，缩短采购周期。除少数少量材料采购或者为争取更优惠的价格货到付款外，均采取月结的形式进行结算。

2015~2017 年，受益于百得胜家居定制衣柜销量规模增长，其主要原材料素板采购金额分别为 0.66 亿元、0.93 亿元和 1.29 亿元，年均复合增长 40.23%；浸渍纸和铝材的采购金额也逐呈年增长趋势。

表 9 2015~2017 年公司定制衣柜业务主要原材料采购情况

原材料	项目	2015 年	2016 年	2017 年
素板	采购金额（元）	65,740,008.00	92,881,121.00	129,269,554.50
	采购均价（元/张）	68.00	60.00	65.00
浸渍纸	采购金额（元）	18,109,619.00	20,490,962.00	48,039,193.33
	采购均价（元/张）	11.00	10.20	10.10
铝材	采购金额（元）	12,126,642.00	14,645,665.00	21,773,176.40
	采购均价（元/条）	21.40	15.60	15.30
实木	采购金额（元）	--	--	2,651.97
	采购均价（元/立方米）	--	--	4,979.65
实木基板	采购金额（元）	--	--	41,141.27
	采购均价（元/立方米）	--	--	140.11
板式基板	采购金额（元）	--	--	430,586.29
	采购均价（元/张）	--	--	56.94
面料木皮	采购金额（元）	--	--	376,727.38
	采购均价（元/m）	--	--	16.24
油漆	采购金额（元）	--	--	232,726.28
	采购均价（元/kg）	--	--	19.51

资料来源：公司提供

从采购集中度来看，由于供应原材料的工艺有部分要求，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分别为 53%、46%和 45%，采购集中度有所下降，集中度一般。

总体看，近年来，受益于定制衣柜市场销量逐年扩大，百得胜家居业务采购量也随之增长，2017 年新增定制门板业务，采购规模有所扩大，整体采购集中度一般。

（2）产品产销

百得胜家居主要产品以定制环保衣柜为主，2017 年，百得胜家居共有苏州、成都和广州共 3 个生产中心。其主要生产流程为：经销商收到消费者订单并量完尺寸后，发至百得胜家居进行订单审核，审核通过后全额付款，生产部根据订单尺寸生产规定衣柜板材，结算方式主要通过电汇方式。

由于百得胜家居定制衣柜业务采取“以销定产”模式，近年来，受益于百得胜家居定制衣柜业务销量逐年增长，其产能和产量也随之逐年增长，近三年，公司定制衣柜业务产能分别为 55 万平方米、80 万平方米和 125 万平方米，年均复合增长 50.76%。2015~2017 年，公司定制衣柜业务产量逐年增长，分别为 51.69 万平方米、77.14 万平方米和 115.60 万平方米，年均复合增长 49.58%；定制衣柜产能利用率波动下降，分别为 93.97%、96.43%和 92.51%，产能利用率较高。

表 10 2015~2017 年定制衣柜业务生产情况（单位：平方米、%）

项目		2015 年	2016 年	2017 年
定制衣柜	产能	550,000.00	800,000.00	1,250,000.00
	产量	516,862.05	771,379.97	1,156,000.00
	产能利用率	93.97	96.43	92.51

资料来源：公司提供

百得胜家居销售模式全部为经销商专卖店模式，通过与经销商签订《合作协议书》，授权其在特定区域内，按照百得胜家居要求开设百得胜专卖店，建立经培训合格的服务队伍，独家销售百得胜品牌的整体家居产品。百得胜家居制订了经销商市场分类定级管理办法，以当地 GDP 排名中相关指标为参考依据，对全国区域市场进行分类评定。

2015~2017 年，百得胜家居销售渠道持续拓宽，其定制衣柜经销商分别为：491 家、661 家和 796 家；拥有门店分别为 566 家、772 家和 1,100 家。

表 11 2015~2017 年定制衣柜业务产销情况（单位：平方米、%、元/平方米）

产品	项目	2015 年	2016 年	2017 年
定制衣柜	产量	516,862.05	771,379.97	1,156,000.00
	销量	516,862.05	771,379.97	1,135,372.01
	产销率	100.00	100.00	98.22
	平均销售价格	535.14	523.21	614.87

资料来源：公司提供

2015~2017 年，受益于定制衣柜市场拓展情况较好，百得胜家居定制衣柜销量逐年增长，分别为 51.69 万平方米、77.14 万平方米和 113.54 万平方米，年均复合增长 47.58%；产销率分别为 100.00%、100.00%和 98.22%，产销率处于较高水平；平均销售价格呈波动上升趋势。

2018 年 1~6 月，百得胜家居产量 51.07 万平方米，占 2017 年全年总产量的 44.18%；百得胜家居定制衣柜销量 59.85 万平方米，占 2017 年销量的 52.71%，产销率为 117.19%，产销率处于较高水平。

销售集中度来看，2015~2017 年，百得胜前五大客户销售额占该业务板块销售收入的比例分别为 14%、17%和 14%，客户集中度低。

总体看，近三年，受益于市场拓展情况较好，百得胜家居业务产能逐年扩大，产销量均逐年增长，产销率保持在较高水平，整体销售集中度较低。

4. 经营效率

2015~2017 年，公司应收账款周转次数分别为 47.17 次、26.62 次和 30.15 次，呈波动下降趋势，其中 2016 年应收账款周转次数下降主要系当年工程业务销售占比增加，应收账款增加较多所致；存货周转次数分别为 4.05 次、3.28 次和 3.41 次，呈波动下降趋势；总资产周转次数分别为 0.62 次、0.58 次和 0.77 次，呈波动上升趋势。与其他家具制造行业上市公司相比，公司应收账款周转率处于平均水平，存货周转率和总资产周转率均处于中游水平。

表 12 2017 年家居制造行业主要上市公司经营效率情况（单位：次）

证券代码	证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
002572.SZ	索菲亚	35.88	13.72	0.98
603833.SH	欧派家居	69.84	8.24	1.28
000910.SZ	大亚圣象	10.21	2.69	1.15
2083.HK	大自然家居	2.25	4.47	0.67
--	上述中位值	23.05	6.34	1.07
002631.SZ	德尔未来	34.42	3.45	0.77

资料来源：Wind

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致；Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

总体看，公司整体经营效率处于行业中游水平。

5. 经营关注

（1）木地板原材料价格波动风险

公司木地板业务中成本占比最高的为原材料，主要采购的原材料为密度板、纸类和各类实木，其采购价格近年来有所波动，对木地板成本有一定影响。

（2）房地产行业调控风险

整体家居产品需求受住宅房地产市场销售量、商品房交收和二手房交易等因素影响，如果未来宏观调控、经济发展环境导致我国房地产市场持续低迷，整体家居业务将会受到一定的影响。

（3）经销商管理的风险

经销商专卖店销售是公司主要的销售渠道，若个别经销商未按照合作协议的约定进行产品的销售和服务，或经营活动有悖于公司品牌的经营宗旨，将会对公司的市场形象产生负面影响。

6. 未来发展

公司将继续聚焦家居产业，利用互联网以及智能家居改变传统家居产业；同时进行新材料产业资源整合，打造石墨烯新材料应用产业链，培育公司新的利润增长点，拓宽公司的未来发展空间。

地板方面，公司将推动地板产业由过去的产品供应商向地面整体解决方案服务商转型。围绕消费者的圈层，实施多品牌矩阵策略，针对不同品牌切割不同市场，形成品质圈层、高端圈层。围绕不同销售渠道进行改革拓展，对零售渠道模式进行大幅改革，提升管理效率；同时继续拓展精装修工程渠道；启动国际市场的拓展，开发适合的产品。围绕地面材料定位，在过去产品类别

基础上，通过投资、合作等方式引进新的品类，丰富产品类别，拓展国内国际两个市场。

定制家居板块，百得胜家居将以“轻资产化资本运作方式”为战略投资各大新品类。通过各大品类整合产业链，实现资源共享，终端可低成本投入开设更多小家居店，符合打掉三低（低成本、低毛利、低价格），形成三高（高颜值、高品质、高效率）的新零售模式趋势，将是百得胜家居业绩新的增长点。

总体看，公司整体定位明确，有利于长远发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年合并财务报表经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准的无保留审计意见。公司 2018 年 1~6 月财务数据未经审计，相关指标未年化。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和各项有关规定编制。会计政策变更上，2017 年 4 月 28 日，财政部发布了《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，公司对于准则实行日存在的持有待售的非流动资产、处置组和终止经营，采用未来适用法处理；2017 年 5 月 10 日，财政部对《企业会计准则第 16 号——政府补助》进行了修订，公司对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理，对 2017 年 1 月 1 日至准则施行日之间新增的政府补助根据修订后准则进行调整；2017 年 12 月 25 日财政部发布财会[2017]30 号《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》，针对 2017 年施行的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》和《企业会计准则第 16 号——政府补助》的相关规定，对一般企业财务报表格式进行了修订，新增了“其他收益”、“资产处置收益”、“（一）持续经营净利润”和“（二）终止经营净利润”等报表项目，并对营业外收支的核算范围进行了调整，公司均按照修改后的会计政策编制财务报告，对财务数据连续性影响较小。

从合并范围变化来看，2015 年，公司合并范围内包括 9 家子公司；2016 年，公司合并范围内包括 16 家子公司；2017 年，公司合并范围内包括 28 家子公司；截至 2018 年 6 月底，公司纳入合并报表范围的子公司共 31 家。考虑到公司并购百得胜家居后对 2015 年和 2016 年数据进行追溯调整，后续新设子公司规模较小，公司会计政策连续，公司 2015~2017 年财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 22.37 亿元，负债总额 6.19 亿元，所有者权益（含少数股东权益）16.17 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 15.46 亿元。2017 年，公司实现营业总收入 16.00 亿元，净利润（含少数股东损益）0.89 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.86 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.38 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.01 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额 23.66 亿元，负债总额 6.01 亿元，所有者权益（含少数股东权益）17.65 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 16.98 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现营业总收入 7.87 亿元，净利润（含少数股东损益）0.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.82 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.05 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.65 亿元。

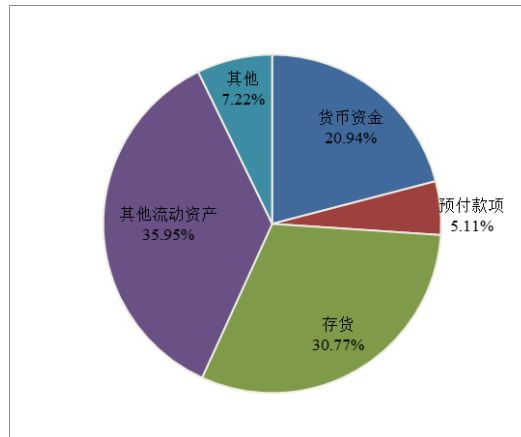
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模波动增长，年均复合增长 6.81%。截至 2017 年底，公司合并资产总额为 22.37 亿元，较年初增长 15.41%，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 53.59%和 46.41%，资产结构以流动资产为主。

（1）流动资产

2015~2017 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 3.45%。截至 2017 年底，公司流动资产总额 11.99 亿元，较年初增长 31.04%，主要由货币资金（占比 20.94%）、预付款项（占比 5.11%）、存货（占比 30.77%）和其他流动资产（占比 35.95%）组成。

图 6 截至 2017 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金逐年下降，年均复合下降 37.82%。截至 2017 年底，公司货币资金 2.51 亿元，较年初下降 28.20%，主要系公司购买银行理财产品尚未赎回所致。公司货币资金包括银行存款（占比 96.67%）、库存现金（占比 0.16%）和其他货币资金（占比 3.18%）；其他货币资金共计 797.87 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，受限金额占比较低。

2015~2017 年，公司预付款项逐年增长，年均复合增长 31.12%。截至 2017 年底，公司预付款项 0.61 亿元，较年初增长 31.80%，主要系与下游地板安装公司的项目预付款未结算所致。

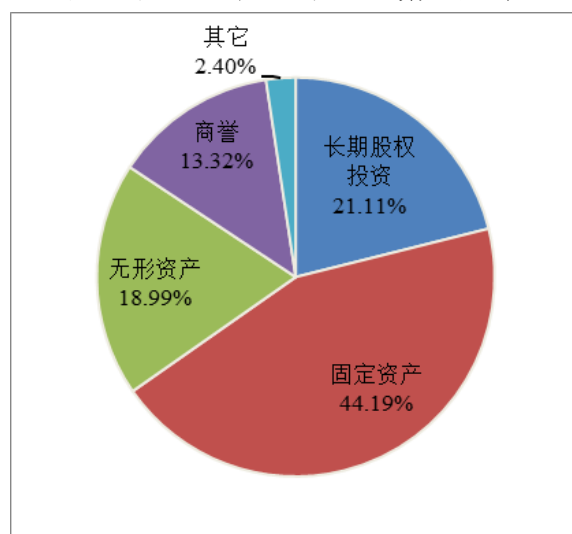
2015~2017 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 40.00%。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 3.69 亿元，较年初增长 42.13%，主要系公司工程合同类地板备货增加以及发出后尚未结算所致；存货主要由原材料（占比 21.00%）、在产品（占比 6.58%）、库存商品（占比 31.24%）、发出商品（占比 34.70%）和自制半成品（占比 6.47%）构成。截至 2017 年底，公司全部存货共计提跌价准备 180.68 万元，计提比例 0.49%。

2015~2017 年，公司其他流动资产持续增长，年均复合增长 46.58%。截至 2017 年底，公司其他流动资产余额为 4.31 亿元，较年初增长 114.30%，主要系公司购买银行理财产品所致；公司其他流动资产由预缴企业所得税（占比 0.03%）、留抵和待抵扣的进项税（占比 2.95%）和银行理财产品（占比 97.02%）构成。

（2）非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 11.14%，主要系长期股权投资、商誉和固定资产增长所致。截至 2017 年底，公司非流动资产总额 10.38 亿元，较年初增长 1.44%，主要由长期股权投资（占比 21.11%）、固定资产（占比 44.19%）、无形资产（占比 18.99%）和商誉（占比 13.32%）构成。

图 7 截至 2017 年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 44.75%。截至 2016 年底，公司长期股权投资余额 2.06 亿元，较年初增长 96.99%，主要系公司参股河南义腾新能源科技有限公司所致；截至 2017 年底，公司长期股权投资余额 2.19 亿元，较年初增长 6.36%，主要系公司新增对厦门益舟新能源科技有限公司的投资所致。

2015~2017 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 9.27%。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 4.59 亿元，较年初增长 25.01%，主要系合并范围扩大以及百得胜成都工厂项目完工所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 48.22%）、机器设备（占比 46.14%）、运输设备（占比 1.92%）和电子及其他设备（占比 3.73%）等构成。截至 2017 年底，公司固定资产累计计提折旧 1.66 亿元，未计提减值准备，成新率为 73.38%，成新率尚可。

2015~2017 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 1.69%。截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 1.97 亿元，较年初下降 1.50%；公司无形资产主要由土地使用权（占比 79.31%）、软件（占比 12.55%）和专利权（占比 8.14%）构成；公司无形资产累计计提摊销 0.39 亿元，未计提减值准备。

截至 2015 年底，公司无商誉。截至 2016 年底，公司商誉为 1.84 亿元，主要系非同一控制下收购厦门烯成 74.23%的股权形成。截至 2017 年底，公司商誉为 1.38 亿元，主要系公司 2017 年对厦门烯成的商誉进行减值测试，确认商誉资产减值损失 0.76 亿元，并按投资比例 74.23%确认商誉减值准备 0.56 亿元所致。同时，2017 年 1 月公司受让苏州柏尔恒温科技有限公司（以下简称“苏州柏尔”）40.00%股权，形成商誉 0.10 亿元。若厦门烯成和苏州柏尔后续经营业绩不及预期，公司将面临较大的商誉减值风险。

截至 2018 年 6 月底，公司使用受限的资产账面价值共计 688.84 万元，占总资产的比例为 0.29%，受限比例极低。

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额 23.66 亿元，较年初增长 5.78%；流动资产和非流动资产占比分别为 64.83%和 35.17%，流动资产占比进一步提高。

总体看，近年来，公司资产规模波动增长，资产结构以流动资产为主；流动资产以货币、存货与其他流动资产为主；非流动资产中固定资产和无形资产占比较高，公司受限资产占比较小，整体资产质量尚可。

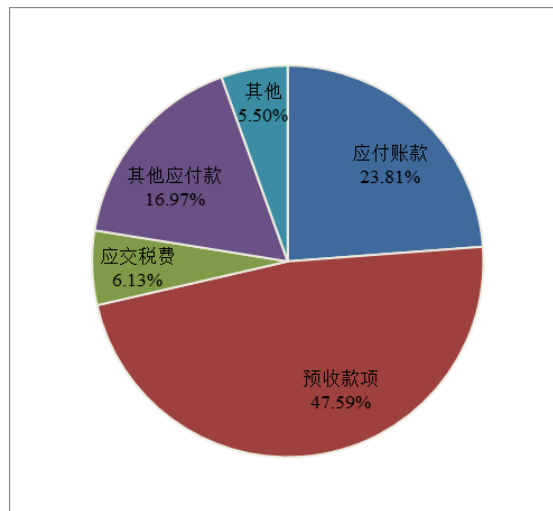
3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2015~2017 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 42.18%，主要系流动负债增长所致。截至 2017 年底，公司负债总额 6.19 亿元，较年初增长 40.65%；以流动负债为主，占比为 98.90%。

2015~2017 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 41.39%，主要系应付账款、预收款项和其他应付款增长所致。截至 2017 年底，公司流动负债合计 6.13 亿元，较年初增长 40.22%，主要由应付账款（占比 23.81%）、预收款项（占比 47.59%）、应交税费（占比 6.13%）和其他应付款（占比 16.97%）组成。

图 8 截至 2017 年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 20.04%。截至 2017 年底，公司应付账款 1.46 亿元，较年初增长 49.94%，主要系生产规模扩大导致应付采购款增加所致；其中公司 1 年以内的应付账款占比 91.44%，1 至 2 年的占比 7.42%。

受地板家居行业预收货款特性影响，2015~2017 年，公司预收款项逐年增长，均为预收货款，年均复合增长 89.85%。截至 2017 年底，公司预收款项为 2.92 亿元，较年初增长 86.06%，主要系公司衣柜销售规模扩大，以及近两年在地板板块中销售份额逐步扩大的工程合同类地板项目未结算所致。

2015~2017 年，公司应交税费呈逐年增长趋势，年均复合增长 32.13%，主要系收入增长所致。截至 2017 年底，由于增值税和企业所得税的增长，公司应交税费较年初增长 42.28%。从构成来看，应交税费有增值税（占比 40.81%）和企业所得税（占比 50.78%）等。

2015~2017 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 39.84%。公司其他应付款主要为股权转让款（占比 39.69%）、保证金（占比 38.88%）、广告及装修费等（占比 10.06%）。截至 2017 年底，公司其他应付款为 1.04 亿元，较年初下降 4.63%；其中一年以内的占比 28.48%，1 至 2 年的占比 59.27%。

截至 2015 年底，公司无非流动负债。2016~2017 年，公司非流动负债分别为 348.61 万元和 680.99 万元，主要系递延收益与递延所得税负债增长所致。截至 2017 年底，公司非流动负债主要由递延收益（占比 69.83%）和递延所得税负债（占比 27.23%）构成。

截至 2015 年底，公司无递延收益。2016~2017 年，公司递延收益分别为 137.93 万元和 475.54

万元，均为政府补助；其中 2017 年底较年初增长 244.76%，主要系新增 350.00 万元的福建省 2017 年第二批省级预算内投资计划政府补助所致。

截至 2015 年底，公司无递延所得税负债。2016~2017 年，公司递延所得税负债分别为 210.67 万元和 185.45 万元，主要为公司合并厦门烯成，并将厦门烯成的资产负债由账面价值调整到公允价值产生的差额。

2015~2017 年，公司全部债务分别为 3,250.00 万元、2,380.00 万元和 310.00 万元，均为短期债务，年均复合下降 69.12%。2015~2017 年，受负债规模增加影响，公司资产负债率逐年增长，分别为 15.63%、22.72%和 27.69%；受 2017 年偿还短期借款与 2015~2017 年无长期债务影响，公司全部债务资本化比率逐年下降，分别为 1.93%、1.56%和 0.19%；公司债务呈逐年上升趋势，但整体债务负担很轻。

截至 2018 年 6 月底，公司负债合计 6.01 亿元，较年初下降 3.00%；流动负债和非流动负债分别占比分别为 98.89%和 1.11%，负债结构较年初变化不大。截至 2018 年 6 月底，公司全部债务 0.40 亿元，均为短期债务；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 25.39%、2.22%和 0.00%，债务负担较年初变化不大。

总体看，近年来公司负债呈增长趋势；公司债务全部为短期债务，整体债务负担很轻。

（2）所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益波动下降，年均复合下降 1.12%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 16.17 亿元，较年初增长 7.98%，主要系未分配利润与少数股东权益增长所致，其中，2016 年较年初下降 9.45%，主要系公司同一控制下合并百得胜家居，资本公积减少所致，其中归属母公司所有者权益占比 95.55%；归属母公司所有者权益中，实收资本占比 42.09%，资本公积占比 8.03%，盈余公积占比 5.24%，未分配利润占比 44.65%。所有者权益中未分配利润占比较高，权益总体稳定性一般。

截至 2018 年 6 月底，公司所有者权益 17.65 亿元，较年初增长 9.14%，主要系未分配利润增长所致；其中归属于母公司所有者权益占比 96.21%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 39.32%，资本公积占比 11.16%，盈余公积占比 4.77%，未分配利润占比 44.75%。

总体看，近年来，公司所有者权益规模较为稳定，但所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入规模逐年增长，年均复合增长 19.48%；2017 年，公司实现营业总收入 16.00 亿元，较上年增长 41.42%，主要系定制衣柜业务收入大幅增加所致。2015~2017 年，公司净利润波动下降，分别为 1.62 亿元、1.94 亿元和 0.89 亿元，年均复合下降 25.91%，主要系期间费用与资产减值损失增加所致；其中归属于母公司所有者的净利润分别为 1.62 亿元、1.91 亿元和 0.86 亿元，年均复合下降 27.31%。

期间费用方面，受营业规模扩大影响，2015~2017 年，期间费用规模逐年增长，分别为 1.90 亿元、2.16 亿元和 3.19 亿元，年均复合增长 29.52%；其中，2015~2017 年，销售费用逐年增长，分别为 1.30 亿元、1.49 亿元和 2.18 亿元，年均复合增长 29.42%，主要系品牌推广力度增加所致；管理费用逐年增长，分别为 0.60 亿元、0.68 亿元和 0.97 亿元，年均复合增长 27.29%，主要系合并范围扩大所致；财务费用分别为 -30.68 万元、-37.59 万元和 324.75 万元，主要系其他支出波动影响所致，其中 2017 年较上年增长较多主要系银行保理贴现费用增加所致。从费用构成看，2017

年，销售费用、管理费用及财务费用占三费合计的比例分别为 68.39%、30.59%和 1.02%。从费用控制程度来看，2015~2017 年，公司费用收入比逐年上升，分别为 16.95%、19.02%和 19.92%，期间费用对公司利润侵蚀存在一定侵蚀。

2015~2017 年，公司投资收益分别为 0.35 亿元、0.69 亿元和 0.13 亿元，占当期营业利润的比重分别为 18.49%、32.76%和 9.73%，波动较大；其中，2016 年公司投资收益规模较大，主要系公司该年度分步购买了百得胜家居 100%股权，而根据会计政策非同一控制下企业合并购买日之前原持有股权需要按照公允价值重新计量产生的利得，造成该年度投资收益较高。此外，2015~2017 年，公司营业外收入波动下降，年均复合下降 9.41%，公司营业外收入占当期利润总额的比例分别为 2.74%、8.82%和 3.22%，其中 2017 年下降较多主要系政府补助计入其他收益所致；2017 年，公司新增其他收益 754.90 万元，占当期利润总额的 5.64%，主要为增值税即征即退。同时，2015~2017 年，公司资产减值损失分别为 798.83 万元、332.94 万元和 5,874.23 万元，年均复合增长 171.17%，占当期营业利润的比例分别为 4.27%、1.58%和 44.60%；2017 年资产减值损失大幅增加主要系公司 2017 年对厦门烯成计提商誉减值准备所致，对利润侵蚀严重。

从盈利能力指标看，2015~2017 年，公司总资产收益率分别为 10.37%、12.12%和 5.66%，总资产报酬率分别为 10.62%、11.84%和 6.41%，净资产收益率分别为 10.52%、12.33%和 5.71%，均呈现波动下降趋势。从家居制造行业主要上市公司盈利情况来看，德尔未来处于行业中下水平。

表 13 2017 年家居制造行业主要上市公司盈利情况（单位：%）

证券代码	证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
603180.SH	金牌橱柜	39.14	11.43	19.43
002572.SZ	索菲亚	38.17	16.87	20.28
603833.SH	欧派家居	34.52	15.70	20.88
000910.SZ	大亚圣象	35.54	13.91	18.87
2083.HK	大自然家居	30.54	4.32	3.22
--	上述中位值	35.54	13.91	19.43
002631.SZ	德尔未来	32.34	5.95	5.54

资料来源：Wind

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致；Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

2018 年 1~6 月，公司营业总收入 7.87 亿元，较上年同期增长 12.94%；实现净利润 0.78 亿元，较上年同期下降 26.27%，主要系原材料上涨带动成本上升和合并范围扩大费用增加所致；同期实现归属于母公司所有者的净利润 0.82 亿元。

总体看，近年来，受益于定制家居业务增长较快，公司收入实现逐年增长，但由于期间费用与资产减值损失增加，整体盈利能力有所下降；期间费用及资产减值损失对利润侵蚀较为明显。

5. 现金流

经营活动方面，受合并范围增加与经营规模扩大影响，2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为 12.38 亿元、14.96 亿元和 19.92 亿元，年均复合增长 26.88%，以销售商品、提供劳务收到的现金为主。2015~2017 年，公司经营活动现金流出量分别为 10.22 亿元、12.92 亿元和 17.54 亿元，年均复合增长 31.03%，主要系采购款增加所致，以购买商品、接受劳务支付的现金为主。受上述因素影响，2015~2017 年，经营活动产生的现金净流量波动增长，分别为 2.16 亿元、2.05 亿元和 2.38 亿元，年均复合增长 5.06%。从收入实现质量来看，2015~2017 年，公司现金收入比

分别为 105.60%、125.91%和 121.22%，收入实现质量较高。

投资活动现金流方面，受公司购买短期理财投资影响，2015~2017 年，公司投资活动现金流入逐年下降，分别为 31.67 亿元、15.35 亿元和 12.89 亿元，年均复合下降 36.20%，其中 2015 年投资活动现金流入量较大主要系收回购买的理财产品所致，2016 年起公司购买理财产品金额下降且周期变长；投资活动现金流出逐年下降，分别为 31.57 亿元、20.10 亿元和 16.26 亿元，主要系公司对外投资增加，可用作理财的资金下降所致，年均复合下降 28.22%；受上述因素影响，2015~2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 0.11 亿元、-4.75 亿元和 -3.37 亿元。

2015 年，公司无筹资活动现金流入。2016~2017 年，公司筹资活动现金流入分别为 0.33 亿元和 0.39 亿元，主要系少数股东的投资款转入所致。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出波动增长，分别为 0.36 亿元、0.57 亿元和 0.41 亿元，年均复合增长 6.17%，主要以偿还债务所支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金为主；受上述因素影响，2015~2017 年，公司筹资活动现金流量净额为 -3,620 万元、-2,429.48 万元和 -210.17 万元。

2018 年 1~6 月，公司经营活动现金流量净额为 0.05 亿元，投资活动现金流量净额 1.42 亿元，筹资活动现金流量净额 1.18 亿元，现金及现金等价物净增加额为 2.65 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金状况良好，但不足以支撑其投资活动，存在一定外部筹资需求；公司整体收入实现质量较高。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 3.66 倍、2.09 倍和 1.96 倍；速动比率分别为 3.04 倍、1.50 倍和 1.35 倍，流动资产对流动负债的保护程度尚可。2015~2017 年，现金短期债务比波动上升，分别为 20.13 倍、14.92 倍和 85.81 倍，公司现金类资产对短期债务的保护能力很强；2015~2017 年，由于流动负债增速较快，公司经营现金流动负债比率逐年下降，分别为 70.52%、46.82%和 38.93%，公司经营现金流动对流动负债的覆盖能力尚可。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 呈波动下降趋势，分别为 2.33 亿元、2.74 亿元和 1.86 亿元，年均复合下降 10.57%。2017 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占比 71.96%）、折旧（占比 21.92%）和摊销（占比 6.13%）构成。2015~2016 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 143.99 倍和 2,013.51 倍；2017 年，公司未发生利息支出；整体看，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度高；受全部债务规模下降影响，EBITDA 全部债务比分别为 7.16 倍、11.52 倍和 60.03 倍，EBITDA 对全部债务覆盖程度很高。

截至2018年6月底，公司无对外担保事项。

截至2018年6月底，公司无重大未决诉讼、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 2018 年 7 月 6 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，有一笔欠息，已于 2013 年 12 月 26 日结清；在已结清的信贷信息中，无其他不良、关注类信息。

截至 2018 年 6 月底，公司无银行授信，间接融资渠道有待拓展；作为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

总体看，公司整体偿债能力很强。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次可转换公司债券对目前债务的影响

截至 2018 年 6 月底，公司全部债务为 0.40 亿元，本次拟发行可转换公司债券额度为 6.30 亿元，总发债额度相当于公司全部债务规模的 15.75 倍，对公司债务水平影响很大。

以 2018 年 6 月底财务数据为基础，假设本次募集资金净额为 6.30 亿元，在其他因素不变的情况下，债券发行后，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由 25.39%、2.22% 和 0.00% 上升至 41.08%、27.51% 和 26.30%，公司的负债水平大幅上升，债务负担大幅加重，但仍处于合理水平。考虑到可转换债券具有转股的可能性，如果公司股价未来上涨超过转股价，公司本次发行的可转换债券将转换为公司的权益，这有利于公司资产负债率的下降和减轻公司的长期债务负担。

2. 本次可转换公司债券偿债能力分析

以 2017 年的财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 1.86 亿元，为本次可转换公司债券发行额度（6.30 亿元）的 0.30 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度一般；2017 年经营活动产生的现金流入为 19.92 亿元，为本次可转换公司债券发行额度（6.30 亿元）的 3.16 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度较高；经营活动现金流量净额为 2.38 亿元，为本次可转换公司债券发行额度（6.30 亿元）的 0.38 倍，公司经营活动现金流量净额对本次债券覆盖程度尚可。

从本次债券的发行条款来看，公司作出了转股价格修正条款（在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决），同时制定了有条件赎回条款（如果连续 30 个交易日中至少 15 日收盘价不低于转股价 130%（含 130%），或未转股金额不足 3,000 万元时），公司有权按照面值加当期利息赎回全部或部分未转股可转债，公司还制定了有条件回售条款（在最后一个计息年度，如股票连续 30 个交易日收盘价格低于当期转股价的 70%，持有人有权将全部或部分可转债按面值加上当期应计利息的价格回售给公司），以及附加回售条款（如可转债募投项目与公司承诺情况相比发生重大变化，根据中国证监会规定被视为改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，持有人享有一次回售的权利）。上述条款有利于鼓励债券投资者将持有的债券转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，实际需要偿还的债券本息有可能低于发行时的预计水平，同时转股后公司的资产负债率将较刚发行时有所降低。

综合以上分析，并考虑公司在产品知名度、经营规模和技术研发等方面的综合竞争优势，联合评级认为，本次可转换公司债券到期无法还本付息的风险很低。

九、综合评价

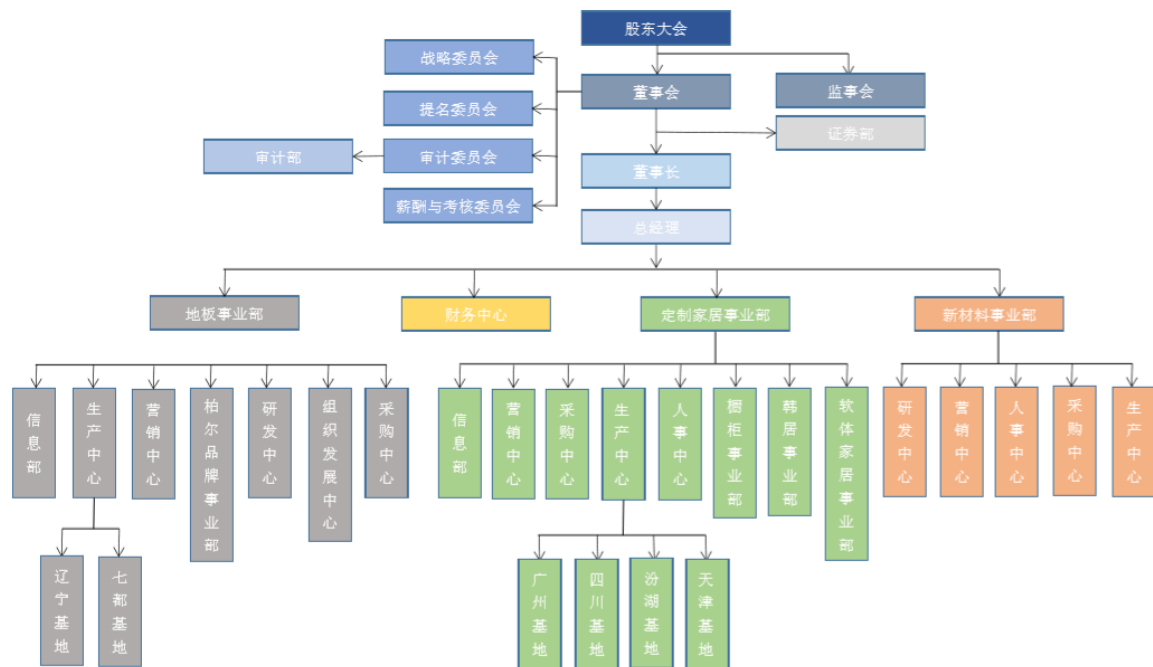
公司作为国内大型木地板上市公司之一，在品牌知名度、经营规模、技术水平和营销渠道等方面具备的综合竞争优势。近年来，公司聚焦大家居业务，通过并购进入定制家居领域，进一步完善了业务布局和产品结构，同时也提高了产业链之间的协同效应；近年来，公司收入规模持续增长，经营活动现金流状况良好，债务负担很轻。同时，联合评级也关注到公司所处木地板家居行业竞争激烈，原材料价格波动不利于公司成本控制，商誉减值风险以及期间费用对利润存在侵蚀等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

未来随着定制家居业务板块规模进一步扩大，有利于增强其综合实力，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本次债券募集资金拟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及研发中心建设项目和补充流动资金。同时本次可转换公司债券发行条款设计偏向于转股，考虑到未来转股因素，预计公司的资本结构有进一步优化的可能，偿债压力将得以减轻。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换债券到期不能偿还的风险很低。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
资产总额（亿元）	19.61	19.38	22.37	23.66
所有者权益（亿元）	16.54	14.98	16.17	17.65
短期债务（亿元）	0.33	0.24	0.03	0.40
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务（亿元）	0.33	0.24	0.03	0.40
营业收入（亿元）	11.21	11.32	16.00	7.87
净利润（亿元）	1.62	1.94	0.89	0.78
EBITDA（亿元）	2.33	2.74	1.86	--
经营性净现金流（亿元）	2.16	2.05	2.38	0.05
应收账款周转次数（次）	47.17	26.62	30.15	--
存货周转次数（次）	4.05	3.28	3.41	--
总资产周转次数（次）	0.62	0.58	0.77	0.34
现金收入比率（%）	105.60	125.91	121.22	110.77
总资本收益率（%）	10.37	12.12	5.66	--
总资产报酬率（%）	10.62	11.84	6.41	--
净资产收益率（%）	10.52	12.33	5.71	4.60
营业利润率（%）	31.25	32.00	30.55	31.02
费用收入比（%）	16.95	19.12	19.92	19.35
资产负债率（%）	15.63	22.72	27.69	25.39
全部债务资本化比率（%）	1.93	1.56	0.19	2.22
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA 利息倍数（倍）	143.99	2,013.51	--	--
EBITDA 全部债务比（倍）	7.16	11.52	60.03	--
流动比率（倍）	3.66	2.09	1.96	2.58
速动比率（倍）	3.04	1.50	1.35	1.89
现金短期债务比（倍）	20.13	14.92	85.81	13.19
经营现金流流动负债比率（%）	70.52	46.82	38.93	0.88
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.37	0.44	0.30	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、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；3、2018 年 1~6 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]
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-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	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)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券到期偿还额
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 / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次债券到期偿还额

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+长期应付款

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+应付短期融资款+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。

联合信用评级有限公司关于 德尔未来科技控股集团股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年德尔未来科技控股集团股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

德尔未来科技控股集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。德尔未来科技控股集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注德尔未来科技控股集团股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现德尔未来科技控股集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如德尔未来科技控股集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至德尔未来科技控股集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送德尔未来科技控股集团股份有限公司、监管部门等。

