

鹏元资信评估有限公司

信用等级通知书

鹏信评【2018】第 Z【1611】号

广州好莱客创意家居股份有限公司：

受贵公司委托，鹏元资信评估有限公司从运营环境、公司治理与管理、经营与竞争以及财务实力等方面对贵公司及贵公司拟发行的广州好莱客创意家居股份有限公司 2018 年公开发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本委员会提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

鹏元资信评估有限公司

证券评级评审委员会

二零一八年九月三十日

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人員已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。



评级总监： 

报告编号：
鹏信评【2018】第 Z
【1611】号 01

分析师

姓名：
桑竹 宋根南
电话：
0755-82872897

邮箱：
sangzh@pyrating.cn

评级日期：
2018 年 10 月 31 日

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

广州好莱客创意家居股份有限公司 2018 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA 发行主体长期信用等级：AA

发行规模：不超过 6.30 亿元 评级展望：稳定

债券期限：6 年

债券偿还方式：对未转股债券按年计息，每年付息一次，附债券赎回及回售条款

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对广州好莱客创意家居股份有限公司（以下简称“好莱客”或“公司”，股票代码：603898.SH）本次拟公开发行总额不超过 6.30 亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司产品销售规模快速增长，未来产能提升可支撑业务扩张；回款能力较强，经营活动现金流表现较好；资本实力逐年增强，负债率低。同时鹏元也关注到定制家居行业竞争加剧，公司业务加速扩张，经营不确定性加大；商品房销售增速放缓将影响定制家居行业景气度；与龙头企业相比，公司收入规模存在一定差距；公司大幅扩张产能，资本资金需求较大；公司未来综合毛利率有下降可能；公司主要原材料价格上涨，面临一定的成本控制压力等风险因素。

正面：

- 公司产品销售规模快速增长，未来产能提升可支撑业务扩张。2015-2017 年，公司分别实现营业收入 10.82 亿元、14.33 亿元和 18.63 亿元，复合增长率为 31.23%；整体衣柜及配套家具的年产能利用率分别为 96.23%、87.01%和 85.36%，整体产能利用率较高，未来将新增湖北一期工程、从化和惠州三期产能，新增产能可支撑业务扩张。
- 公司回款能力较强，经营活动现金流表现较好。2015-2017 年，公司以“先收款后发货”方式为主，收现比均在 1.10 以上，回款能力较强；近三年经营活动现金净流入分别为 2.14 亿元、3.65 亿和 4.03 亿元，表现较好。
- 公司资本实力逐年增强，负债率低。得益于 2015 年首次公开发行股票和 2017 年

非公开发行股票以及自身经营积累，公司资本实力逐年增强，2018 年 6 月末公司所有者权益达到 21.69 亿元，且资产负债率为 22.26%，负债率低。

关注：

- **定制家居行业竞争加剧，公司业务加速扩张，经营不确定性加大。**2017 年定制家居行业集中度 CR6 为 14.72%，集中度较低，企业竞争较为激烈，未来需关注是否会产生价格竞争；行业内企业注重拓展销售网络，经销商专卖店数量逐年增长，市场竞争加剧；公司在建项目规模较大，受市场需求变动或者行业竞争的影响，新增产能能否顺利消化及经济效益能否达到预期均存在不确定性。
- **商品房销售增速放缓将影响定制家居行业景气度。**由于大众“买房→装修→买家居”的消费习惯，商品房销售情况对定制家居的销量有一定的影响。2017 年国内商品房销售面积增速下降至 7.7%，2018 年 H1 销售面积同比增速进一步下滑至 3.32%，主要系一二线城市增速的下降。商品房增速放缓，将一定程度上影响定制家居行业景气度，未来需关注三四线城市房地产需求情况对行业景气度的影响。
- **与龙头企业相比，公司收入规模存在一定差距。**与同行业上市公司相比，公司收入规模处于中间水平，与龙头企业相比公司收入规模方面存在一定差距。公司主要产品为整体衣柜及配套家具，2018 年计划新增少量的橱柜和木门产品，产品类别有待继续丰富。
- **公司大幅扩张产能，资本资金需求较大。**截至 2018 年 6 月末，公司主要在建产能项目为从化生产基地项目、惠州生产基地三期工程及本期债券募投项目等，预计总投资 16.07 亿元，未来尚需投资 13.62 亿元，公司资本资金需求较大。
- **公司未来综合毛利率有下降可能。**公司计划新增木门和橱柜产品，新产品毛利率可能低于衣柜，另外公司计划提高与大宗客户合作程度，大宗客户渠道毛利率较低，以上因素未来或将降低公司的综合毛利率水平。
- **公司主要原材料价格上涨，面临一定的成本控制压力。**公司生产成本中直接材料占比约 70%，板材系公司主要原材料，直接材料的采购价格变动对主营业务成本将产生较大的影响。近年来，部分原材料采购价格出现波动增长，如果原材料价格持续上升或剧烈波动，可能影响公司的经营业绩和盈利能力。同时，公司定制的生产经营模式对原材料稳定性、质量和可靠性要求较高，公司面临一定的成本控制压力。

主要财务指标:

项目	2018 年 6 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产 (万元)	279,045.56	251,433.03	157,203.16	116,147.55
归属于母公司所有者权益合计 (万元)	216,941.49	205,870.35	115,866.81	94,795.82
资产负债率	22.26%	18.12%	26.29%	18.38%
流动比率	2.73	3.63	2.15	2.79
速动比率	2.63	3.51	2.02	2.62
营业收入 (万元)	90,270.49	186,324.76	143,302.82	108,198.21
营业利润 (万元)	17,439.12	41,073.50	28,848.38	18,715.05
净利润 (万元)	18,112.40	34,799.84	25,226.54	16,243.97
综合毛利率	39.28%	38.34%	39.98%	38.17%
总资产回报率	-	19.95%	21.58%	22.26%
EBITDA (万元)	25,067.99	45,753.66	33,354.72	22,208.77
经营活动现金流净额 (万元)	19,168.64	40,335.58	36,502.94	21,445.99

资料来源: 公司 2016 年、2017 年审计报告及 2018 年未经审计半年报, 2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数, 2015 年数据采用 2016 年审计报告期初数, 鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为广州好莱客家具有限公司，于2007年4月注册成立。2011年6月，经股东会决议，公司原股东作为发起人以发起方式将公司整体变更为广州好莱客创意家居股份有限公司，变更后公司注册资本为7,350.00万元。

2015年公司首次公开发行（A股）股票2,450万股，共收到募集资金总额4.79亿元，扣除发行费用后，实际募集资金净额为4.29亿元，其中新增注册资本（股本）2,450.00万元，股本溢价40,495.62万元。公司于2015年2月17日在上海证券交易所挂牌上市，股票简称“好莱客”，股票代码“603898.SH”。

2015年8月，经股东大会决议，公司以资本公积金向全体股东每10股转增20股，本次转增完成后，公司总股本增加至29,400万股。

2016年5月，公司向12名激励对象授予590万股限制性股票，授予后，公司注册资本增至29,990.00万元。2017年5月10日，公司向9名激励对象授予52.5万股限制性股票，授予后，公司注册资本增至30,042.50万元。

2017年公司非公开发行普通股（A股）股票1,769.33万股，共收到募集资金总额59,821.00万元，扣除发行费用后，实际募集资金净额58,046.79万元，其中新增注册资本（股本）1,769.33万元，股本溢价56,277.46万元。截至2017年末，公司股本总数31,811.83万股，注册资本为31,811.83万元。

2017年12月29日，公司向符合条件的激励对象首次授予限制性股票223.50万股，授予价格为14.26元/股。上述限制性股票已于2018年2月7日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司完成登记。

截至2018年6月末，公司总股本为32,035.33万元，公司前十大股东明细如下表所示，公司控股股东为沈汉标；实际控制人为沈汉标和王妙玉夫妇，分别持有公司39.58%和25.21%股权。沈汉标现担任公司董事长；王妙玉曾任公司董事、监事，现在公司无任职。

表1 截至2018年6月30日公司前十大股东明细（单位：万股）

股东名称	持股数量	比例	持有有限售条件股份数量
沈汉标	12,678.48	39.58%	12,600.00
王妙玉	8,076.60	25.21%	8,076.60
詹绵阳	640.21	2.00%	-
山东省国有资产投资控股有限公司	469.43	1.47%	-
交通银行—华夏蓝筹核心混合型证券投资基金(LOF)	447.13	1.40%	-
青岛国信资本投资有限公司	443.66	1.38%	443.66
朱钢	383.24	1.20%	-
建投拓安（安徽）股权投资管理有限公司—中德制造业（安徽）投资基金（有限合伙）	354.92	1.11%	354.92
中国银行股份有限公司—上投摩根核心成长股票型证券投资基金	336.72	1.05%	-
周懿	302.56	0.94%	117.60
合计	24,132.95	75.34%	21,592.78

资料来源：公司提供

公司主要从事板式全屋定制家居及其配套家具的设计、研发、生产和销售。截至2018年6月末，公司纳入合并报表范围的子公司共5家，明细如下表所示。

表2 截至2018年6月末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
广州从化好莱客家居有限公司	30,000.00	100%	制造业
惠州好莱客集成家居有限公司（以下简称“惠州好莱客”）	19,800.00	100%	制造业
广东定家网络科技有限公司	1,000.00	100%	软件和信息技术服务业
深圳前海好莱客投资有限公司	1,000.00	100%	商务服务业
湖北好莱客创意家居有限公司	30,000.00	100%	制造业

资料来源：公司提供

截至2017年末，公司资产总额为251,433.03万元，归属于母公司所有者权益合计为205,870.35万元，资产负债率为18.12%；2017年度，公司实现营业收入186,324.76万元，净利润34,799.84万元，经营活动现金净流入40,335.58万元。

截至2018年6月末，公司资产总额为279,045.56万元，归属于母公司所有者权益合计为216,941.49万元，资产负债率为22.26%；2018年1-6月，公司实现营业收入90,270.49万元，净利润18,112.40万元，经营活动现金净流入19,168.64万元。

二、本期债券概况

债券名称：广州好莱客创意家居股份有限公司2018年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过6.30亿元；

债券期限：6年；

付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一个计息年度利息；

转股期限：自本期债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：本期债券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A股股票交易均价（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1个交易日公司A股股票交易均价；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中有十五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，修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司A股股票交易均价和前一个交易日公司A股股票的交易均价，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值；

债券赎回条款：在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券。另外，在转股期内，如果公司A股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）或者当本期债券未转股余额不足3,000万元时，公司董事会有权决定按照债券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换公司债券；

债券回售条款：本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司A股股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券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。另外，在本次发行的可转换公司债券存续期内，若公司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，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司；

向原股东配售的安排：本次可转换公司债券可向公司原A股股东优先配售，原股东有权放弃配售权。具体优先配售比例及数量提请公司股东大会授权公司董事会根据具体情况

确定，并在本次可转换公司债券的发行公告中予以披露。原A股股东优先配售之外的余额和原A股股东放弃优先配售后部分的发行方式将由公司股东大会授权公司董事会与本次发行的保荐机构及主承销商在发行前协商确定，余额由承销商包销。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过6.30亿元，全部用于汉川定制家居工业4.0制造基地项目。

表3 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目实施主体	项目总投资	拟使用本期债券募集资金	占项目总投资的比例
汉川定制家居工业 4.0 制造基地项目	湖北好莱客创意家居有限公司	77,513.89	63,000.00	81.28%

资料来源：公司提供，鹏元整理

1. 项目建设内容及建设进度

该项目位于湖北省汉川市经济开发区，拟建设生产基地，包括4个生产车间、4栋宿舍楼、1栋办公楼以及其他辅助配套区域。项目建筑工程建设完成后，公司将为各车间引进行业领先的自动化设备。根据深圳市如壹信息咨询有限公司2018年8月出具的《湖北好莱客创意家居有限公司汉川定制家居工业4.0制造基地项目可行性研究报告》，项目预计建设期为2年。项目投产后，项目产品产能在2-3年内达产，将新增约660万平米/年整体衣柜以及40万樘/年整体木门的产能。

该项目投资总额为77,513.89万元，其中，建筑工程费用38,621.37万元、硬件设备购置及安装费34,967.38万元、软件设备购置及调试费234.00万元、项目基本预备费3,691.14万元，其中建筑工程费、硬件设备购置及安装费、软件购置及调试费均为资本性投资。该项目拟使用募集资金为63,000.00万元，全部用于资本性投入。

2. 项目审批情况

该项目于2018年8月9日取得了汉川市发展和改革局核发的《湖北省固定资产投资项目备案证》，备案项目编号为“2018-420984-21-03-001181”，于2018年9月27日取得了汉川市环境保护局核发的《关于汉川定制家居工业4.0制造基地建设项目环境影响报告表的批复》（川环函[2018]153号）。项目用地294,518.10平方米，已于2018年5月15日取得鄂（2018）汉川市不动产权第0002762号土地使用权证（工业用地，宗地面积197,210.00平方米）及鄂（2018）汉川市不动产权第0002763号土地使用权证（工业用地，宗地面积97,308.10平方米）。

3. 项目收益分析

根据深圳市如壹信息咨询有限公司2018年8月出具的《湖北好莱客创意家居有限公司汉川定制家居工业4.0制造基地项目可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），项目收入来源于整体木门收入和整体衣柜收入。

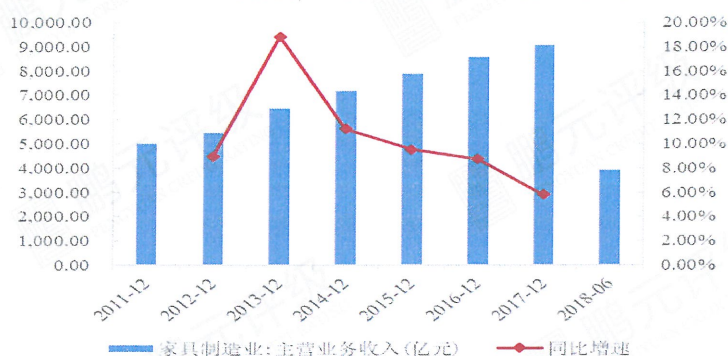
根据可研报告，募投项目预计建设期为2年。募投项目建成投产后，产能爬坡期为2-3年，项目建成达产后，预计税后投资收益率为25.49%，项目静态投资回收期为5.70年（含建设期）。实际操作中，公司建成一部分就投产，边建造边生产。同时鹏元注意到，受募投项目建设进度影响或未来市场发生变化，项目收益能否达到预期和新增产能能否完全消化存在不确定性。

四、运营环境

近年来，受益于居民可支配收入的持续增长，家具行业的市场需求持续增加

家具制造行业为传统轻工制造行业之一。近年来家具行业持续发展。根据国家统计局数据显示，2015-2017年我国家具制造业主营业务收入分别为7,872.50 亿元、8,559.50 亿元和9,056.00亿元，截至2017年末家具制造业企业单位数达6,000家，整体家具制造行业规模呈增长态势，2015-2017年家具制造业主营业务收入增速分别为9.53%、8.73%和5.80%，增速逐年放缓，如下图。

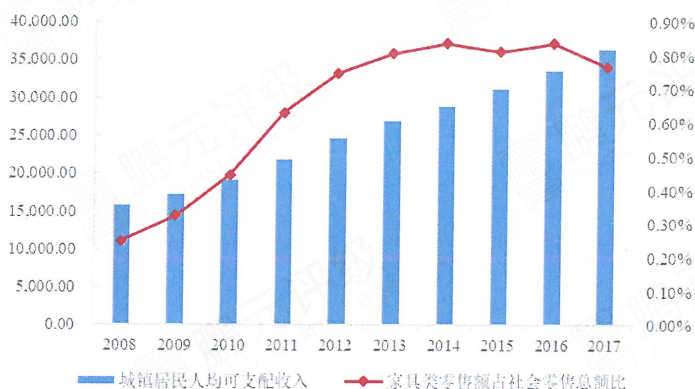
图1 2011-2017年及最新一期家具制造业主营业务收入情况



资料来源：国家统计局，鹏元整理

从影响购买能力的基础因素来看，国民经济和居民收入的增长有利于家具行业的发展。近十年来我国居民购买力不断增强，城镇居民可支配收入由2008年的15,780.68元增长至2017年的36,396.19元，复合平均增速达9.73%；同时家具类零售额占社会零售总额的比重从2008年的0.25%提升至2017年的0.77%。

图2 2008-2017年我国城镇居民人均可支配收入及家具类零售额占比情况（单位：元）



资料来源：Wind，鹏元整理

我国定制家居行业渗透率有较大提升空间，住宅更新需求增长也有利于定制家居行业发展，但是商品房销售增速放缓，将影响定制家居行业景气度

定制家居行业是家具制造业的分支，最早起源于欧美国家，2000年左右在我国兴起，属于家具制造领域的新兴产业，为资本密集型产业。定制家居行业具有“量身定做”特性，消费需求来源于新房装修及住宅翻新两大类。目前，“大家居”经营理念已成为定制家居前列企业的经营共识，定制家居行业开始由最初的定制橱柜、定制衣柜等领域，逐步拓展至卧室、书房、客厅、餐厅等。

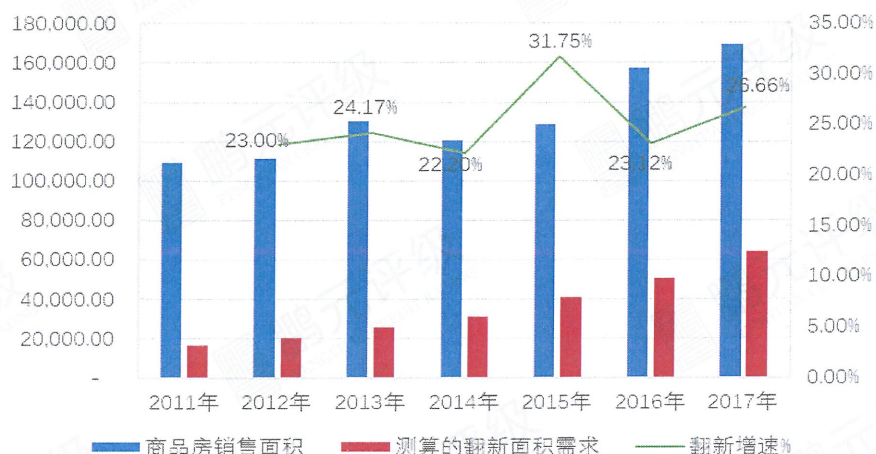
我国定制家居行业渗透率¹有较大提升空间。根据中国产业信息网《2017年中国定制家具行业发展现状分析及未来发展前景预测》，目前我国定制家居占家具行业收入的比例在20%左右，而发达国家位于60%到70%之间，渗透率仍有较大增长空间，即定制家居行业仍有一定的发展空间。

由于大众“翻新→装修→换家居”和“买房→装修→买家居”的消费习惯，住宅翻新和商品房销售情况对定制家居的销量也有一定的影响。

住宅翻新方面，房地产市场内住宅更新需求逐步增加。根据华泰研究所的测算方法，测算商品房翻新面积，假设2010年以后住宅进入翻新周期，第一、二、三年分别翻新30%、30%和40%（翻新需求共100%），同时考虑到硬体家具更新周期为10年，故根据1999-2007年商品房销售面积推算出2011-2017年翻新需求面积，测算出的翻新需求逐年增加，计算公式见下图注释。2017年，用此方法测算的住宅翻新需求为63,958.03万平方米，同比增长26.66%。虽然商品房销售增速放缓，但翻新需求快速增长将支持定制家居行业发展，但增速能否达到预期存在不确定性。

¹ 定制家居行业渗透率=定制家居行业收入/家具制造行业收入*100%。

图3 我国商品房销售情况及翻新需求测算（单位：万平方米）



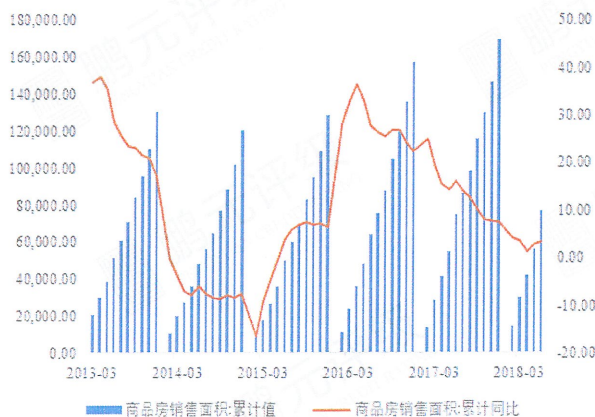
注：（1）2011年翻新面积需求=2001年商品房销售面积*30%+2000年商品房销售面积*30%+1999年商品房销售面积*40%；

（2）2017年翻新面积需求=2007年商品房销售面积*30%+2006年商品房销售面积*30%+2005年商品房销售面积*40%；其他年份以此类推。

资料来源：Wind，鹏元整理

新房销售方面，自2016年10月国内房地产调控以来，国内主要一、二线城市均收紧或推出了住房限购限贷政策，2017年国内商品房销售面积增速下降至7.7%，2018年H1销售面积同比增速进一步下滑至3.32%。从不同类别城市表现来看，2017年40个大中城市中的一线城市商品房销售呈持续下滑趋势，销售面积和销售金额分别同比下降29.2%和26.1%，二线城市成交面积小幅下降，但销售额同比增长11.1%，三线城市商品房销售面积2017年同比增长10.45%，商品房销售额同比增长28.2%。上述销售形势在2018年上半年得到延续，2018年H1，40个大中城市中的三线城市、二线城市和一線城市的销售面积同比分别增长7.23%、1.30%和下滑18.23%，三线城市在上年高基数下增速收窄，一线城市降幅仍较明显，二线城市小幅增长。

图4 我国商品房销售情况（万平方米，%）



资料来源：Wind，鹏元整理

在房住不炒、因城施策的政策导向下，近年各地政府积极部署房地产政策调控，且涉及城市更多、政策强度更大。总体来看，2017年三、四线城市表现较好，受棚改货币化安置、房地产市场热度由二线城市向三、四线城市外溢以及相对宽松的政策环境等因素影响，预计2018年将有所延续，但增速逐步放缓；对于部分二线城市，如南京、天津、武汉和兰州以“落户宽松、人才吸引”为主要抓手，边际政策有所松动，有望带动区域市场成交；一线城市短期仍然保持严厉的调控趋势，量价企稳。

综合来看，定制家居行业渗透率有较大提升空间，行业有一定的发展空间，且翻新需求增长将支持定制家居行业发展，但是翻新需求增速能否达到预期存在不确定性。同时受一二线城市商品房销售增速大幅下降影响，近年全国商品房销售增速整体放缓，将不利于定制家居行业景气度，需关注三四线城市房地产需求对行业景气度的影响。

定制家居行业集中度较低，竞争较为激烈，企业大力建设销售渠道

我国定制家居行业集中度较低，2017年定制家居行业集中度CR6²为14.72%，主要原因系我国定制家居消费者需求差异分化，高中低端产品需求不一。行业进入门槛较低，中小企业较多，消费者可选择产品较多，故企业竞争较为激烈，未来需关注是否会产生价格竞争。

根据公开资料，定制家居行业内主要9家上市公司³的产品为定制衣柜、定制橱柜、定制木门及配套等。2017年，欧派家居营业收入排名第一，行业龙头地位稳固，产品种类丰富，营销网已延伸至国外，开始重点发展第二品牌“欧铂丽”，拟通过“欧铂丽”进军巨大的年轻消费群体市场；索菲亚营业收入排名第二，积极布局上游板材行业，提高企业一体化程度；尚品宅配营业收入排名第三，重视互联网协同发展，拥有自己的软件公司圆方软件，积极探索创新商业模式；志邦股份营业收入排名第四，其华东地区市场占有率高，与万科、恒大等知名房地产公司签订了战略合作协议，重点推进以大型房地产项目精装修配套整体厨柜为主的大宗业务；好莱客营业收入排名第五，突出环保产品，拥有现代先进的生产线。金牌橱柜营业收入排名第六，华东地区销售网点紧密，直营店较多。

营业收入规模排名前六的上市企业近三年的复合增长率均在30%以上，行业保持高速增长。从毛利率情况来看，行业内各家上市企业的毛利率稳定在30%-40%的区间内波动。

² CR6 是行业前六名企业的营业收入占定制家居行业主营业务收入的百分比，定制家居行业主营业务收入=家具制造业主营业务收入*20%。

³ 9家上市公司全称和简称分别为：欧派家居集团股份有限公司（简称“欧派家居”）、索菲亚家居股份有限公司（简称“索菲亚”）、广州尚品宅配家居股份有限公司（简称“尚品宅配”）、志邦家居股份有限公司（简称“志邦股份”）、好莱客、厦门金牌厨柜股份有限公司（简称“金牌橱柜”）、广东顶固集创家居股份有限公司（简称“顶固集创”）、南京我乐家居股份有限公司（简称“我乐家居”）、广东皮阿诺科学艺术家居股份有限公司（简称“皮阿诺”）。

表4 2015-2017年定制家居行业主要上市公司经营情况（单位：万元）

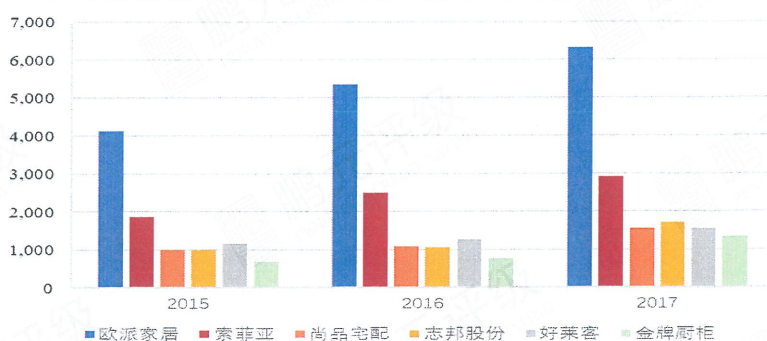
公司简称	营业收入				毛利率		
	2017年	2016年	2015年	三年复合增长率	2017年	2016年	2015年
欧派家居	971,017.80	713,413.06	560,708.97	31.60%	34.52%	36.55%	31.65%
索菲亚	616,144.41	452,996.43	319,573.87	38.85%	38.17%	36.57%	37.80%
尚品宅配	532,344.71	402,600.18	308,773.08	31.30%	45.11%	46.19%	44.96%
志邦股份	215,687.54	156,999.27	118,841.52	34.72%	34.90%	36.80%	37.74%
好莱客	186,324.76	143,302.82	108,198.21	31.23%	38.34%	39.98%	38.17%
金牌厨柜	144,196.71	109,888.87	78,351.11	35.66%	39.14%	38.11%	41.20%
顶固集创	80,756.78	72,483.62	57,567.83	18.44%	37.93%	36.43%	35.42%
我乐家居	91,501.26	67,619.81	57,893.03	25.72%	36.97%	34.72%	31.73%
皮阿诺	82,646.83	63,038.28	51,201.03	27.05%	34.45%	37.85%	41.41%

资料来源：Wind，鹏元整理

上市企业提升企业竞争力的方式主要有：拓展业务线，发展多品类产品生产，向全屋定制领域发展；下沉经销渠道，加大开店力度下沉至三四线城市，塑造品牌形象，加大营销推广力度。以上方式中，企业尤其关注销售渠道建设。

排名前六的上市企业均实行以经销商为主、以直营店为辅的销售模式，通过终端门店的广覆盖、高渗透铺设满足终端消费者个性、专属的家居需求。近三年各企业经销商门店数量持续增加；2017年末，欧派家居经销商专卖店数量达6,311家，2015-2017年复合增速为23.48%，增速较快，主要系欧派家居子品牌较多且不同品牌均开有经销商门店；尚品宅配经销商专卖店数量略小于志邦股份，与好莱客相近，但是单店收入高于同行业水平，主要系自2014年尚品宅配将店铺位置逐步从建材城转移至购物中心，受益于购物中心较大的人流量，单店收入规模和增速均领先行业；2017年好莱客经销商专卖店数量达1,551家，近三年复合增速为14.94%。综上定制家居行业竞争激烈，企业重点关注销售渠道建设，销售网络布局日趋重要。

图5 定制家居行业上市公司的经销商专卖店数量（单位：家）



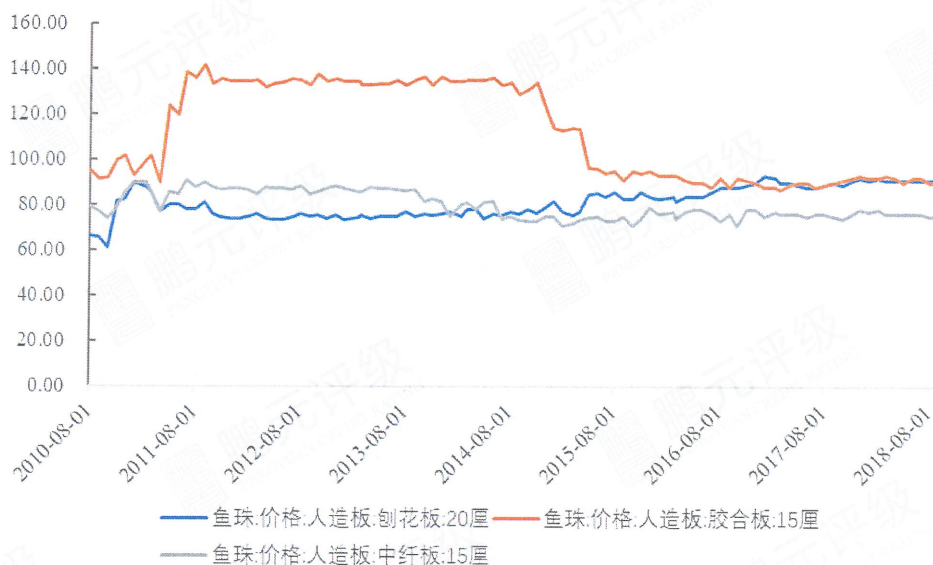
资料来源：各公司招股说明书、各公司2017年报，鹏元整理

近年来定制家居行业原材料以刨花板类的人造板材为主，随着刨花板价格的上涨，定制家居行业原材料成本存在一定压力

定制家居行业原材料以人造板材为主，可分为胶合板、纤维板和刨花板三大类。我国板式家具的主要基材经历了“胶合板→纤维板→刨花板”的转变。20世纪八九十年代，我国板式家具的主要基材为胶合板，随着胶合板的应用领域从家具向建筑转移，同时受纤维板竞争力提升的影响，21世纪前十年纤维板接棒胶合板成为板式家具的主要基材。而经过多年的技术改进，近几年刨花板在环保性能和价格上的优势逐步成为定制家居行业内柜体的主要基材。

根据鱼珠国际木材市场价格显示，2015年8月以来15厘人造板和15厘中纤板价格震荡下跌，而20厘刨花板价格走势上扬，截至2018年9月1日20厘刨花板价格达到91元/张。主要原材料价格的小幅上涨，对定制家居行业原材料成本造成一定压力。

图6 板材价格走势变化（单位：元/张）



资料来源：鱼珠国际木材市场，鹏元整理

产业政策鼓励产品升级，提高企业生产制造环节的环保要求

定制家居市场化程度较高，各企业面对市场自主经营，政府部门主要通过产业政策进行宏观调控。随着近年来居民可支配收入增加带来的消费升级，各项政策旨在鼓励行业内企业发展升级化的家具产品。同时近年产业政策也着力于环保发展的大方向，制定了更严格的环保标准，提高了家具制造企业生产制造等环节的环保要求。

表5 我国近年主要家具制造行业政策

颁布时间	颁布部门	文件名称	主要内容
2017 年 2 月	环保部	《环境标志产品技术要求家具》	对室内家具（橱柜产品除外）提出环保要求，要求企业在生产过程中应加强清洁生产，木材及木制板材应符合相应环保标准。
2016 年 6 月	国务院办公厅	《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
2015 年 5 月	国务院	《中国制造 2025》	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
2014 年 8 月	国务院	《关于加快发展生产性服务业促进产业结构调整升级的指导意见》	运用互联网、大数据等信息技术，积极发展定制生产，满足多样化、个性化消费需求
2013 年 1 月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于转发发展改革委住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》	积极推进住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一

资料来源：公开资料，鹏元整理

五、公司治理与管理

公司已按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》以及公司章程等法律法规的要求建立了股东大会、董事会和监事会，并且对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了明确规定，明确了股东大会、董事会、监事会和经理层之间各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构。

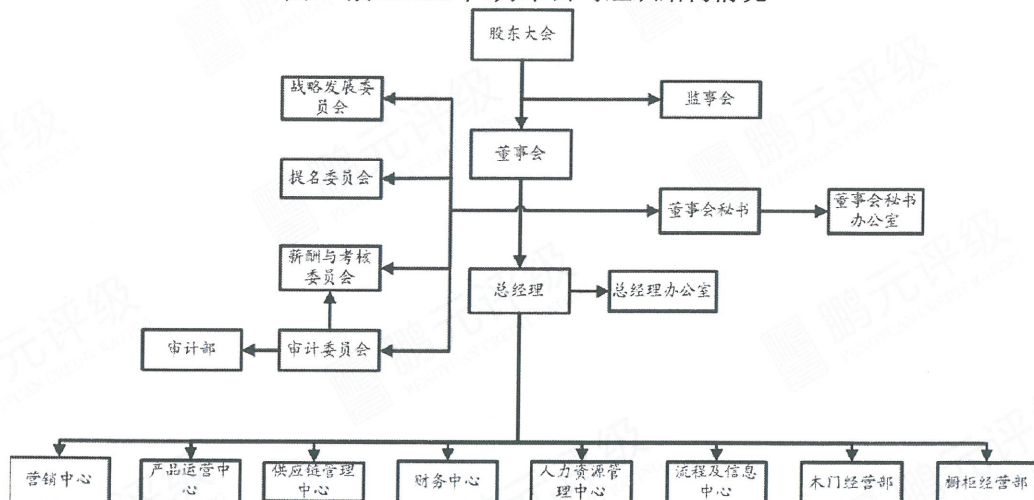
股东大会是公司的最高权力机构，依法决定公司的重大事项。

公司董事会由5名董事组成，其中独立董事2人。董事会下设战略发展委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会四个专门委员会，对董事会负责。

公司监事会由3名监事组成，其中包括1名职工代表监事。监事会对公司董事、总经理及其他高级管理人员履行职务情况进行监督，对公司财务状况进行检查，对相关重大事项发表核查意见，并对公司运营管理提出意见和建议。

根据公司章程，公司设总经理1人，副总经理若干人，由董事会聘任或解聘。公司总经理的任期为每届3年，任期届满经连聘可以连任，对董事会负责。公司根据自身经营管理需要构建了内部组织架构，目前设立了营销中心、产品运营中心、供应链管理中心、财务中心、人力资源管理中心、流程及信息中心、经营部等，组织架构图如下。

图7 截至2018年6月末公司组织结构情况



资料来源：公司提供

截至2018年6月末，公司（含各子公司）拥有员工共3,573人，具体构成情况如下表所示。

表6 截至2018年6月末公司人员构成情况

专业结构	人数（人）	占员工总数的比例
生产人员	2,092	58.55%
销售人员	497	13.91%
技术人员	589	16.48%
财务人员	47	1.32%
行政人员	348	9.74%
合计	3,573	100.00%
教育程度	人数（人）	占员工总数的比例
本科及以上	470	13.15%
本科以下	3,103	86.85%
合计	3,573	100.00%

资料来源：公司提供

公司未来发展战略是秉承“定制家居大师”的品牌理念，以“成为受尊敬的家居企业领导者”为战略愿景，以“全渠道布局、新品类延伸、产品领先、效率优化”为战略主轴，通过全渠道拓展优化，提高公司市场份额与品牌影响力；加强品类延伸，强化家居产业布局；坚持产品领先，不断推陈出新，迎合消费升级需求；通过提升管理效率、制造效率及资产效率，打造数据驱动下的新成本竞争优势。

总体来看，公司治理结构相对较合理，部门架构设置、内部管理制度建设及人员配置能够满足公司日常业务开展与经营管理的需要；战略规划较符合公司竞争优势，契合行业

发展特点。

六、经营与竞争

公司是一家主营定制家居的上市公司，主要从事板式全屋定制家居及其配套家具的设计、研发、生产和销售。受益于产品市场不断开拓和产能提升，2015-2017年公司分别实现营业收入10.82亿元、14.33亿元和18.63亿元，复合增长率为31.23%。从收入结构上看，整体衣柜及配套家具系公司主要收入来源，近三年占营业收入的比重均在95%以上。其他业务系为经销商提供的培训、建店设计、主动营销（商学院）服务等，规模较小。

从毛利率水平上看，公司采用定制的生产经营模式，通过持续调整订单结构、改造升级生产线和加强成本控制力度等方式，将综合毛利率保持较高水平，近年波动较小。其他业务对综合毛利率影响较小，2017年起其他业务毛利率为负数，主要系自2017年起，建店部、商学院等部门作为单独市场化部门运作，使得原相关的销售费用调整为其他业务成本。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

分产品	2018年1-6月		2017年		2016年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
主营业务收入	88,316.83	40.45%	183,136.93	39.63%	141,640.23	39.65%	106,421.55	37.78%
其中：整体衣柜及配套家具	88,124.05	40.50%	183,136.93	39.63%	141,640.23	39.65%	106,421.55	37.78%
橱柜	192.79	16.36%	-	-	-	-	-	-
其他业务收入	1,953.65	-13.46%	3,187.83	-35.49%	1,662.59	68.36%	1,776.66	61.07%
合 计	90,270.49	39.28%	186,324.76	38.34%	143,302.82	39.98%	108,198.21	38.17%

注：整体衣柜行业的销售淡季为1-2季度，下半年为销售旺季。

资料来源：公司提供

公司主要产品为衣柜及配套，其定制衣柜产品是基于消费者空间布局、风格样式、环保健康等多方面的个性化需求，进行量身定做、个性化设计、标准化和规模化生产。公司产品重点定位中高端客户群，原创开发设计了仿古雕系列、欧陆精品系列、原态产品系列等高端系列产品以及以红白松为代表的中端系列产品。未来公司发展规划先向定制橱柜、木门产品扩张，逐步完善全屋定制策略。

需要关注的是，为了发展全屋定制，加强品类延伸，强化家居产业布局，公司计划2018年新增定制橱柜和木门产品，市场上此类产品毛利率普遍低于定制衣柜，预计未来公司综合毛利率存在下滑可能。

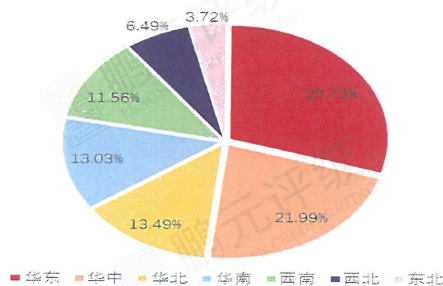
受益于市场开拓，近年公司销售规模不断扩大，产品均价较高，盈利能力较好；整体衣柜作为终端耐用消费品，客户相对分散；公司加速布局三四线城市的销售网络，未来需

关注三四线市场经销商盈利情况

销售区域方面，公司主要销售区域集中在经济较发达的华东地区、华中地区，2017年华东地区销售收入占比为29.73%，华中地区销售收入占比为21.99%。

2017年华南地区毛利率57.79%，其他地区毛利率分布在36%-37%范围内，华南地区毛利率高于其他地区水平，主要原因系有部分收入来自于广州直营店，直营模式毛利率较高。

图8 2017年公司产品收入按地区分类占比情况



资料来源：公司提供，鹏元整理

从近年公司产品产销量情况来看，随着公司不断加大开拓市场，整体衣柜的产销量持续增长。2015-2017年整体衣柜及配套家具的产销量复合增长率分别为35.62%和35.71%。由于公司采用以销定产的定制模式，整体产销率较高，近年均维持在95%以上。

表8 2015-2018年6月公司各产品产销情况

产品	项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
整体衣柜及配套家具（万平方米）	产量	397.26	848.18	633.16	461.17
	销量	400.65	849.07	619.34	461.05
	产销率	100.85%	100.11%	97.82%	99.97%
橱柜（万套）	产量	0.04	-	-	-
	销量	0.04	-	-	-
	产销率	100.00%	-	-	-

注：（1）2018年6月末公司尚无木门产能，产销率会有四舍五入的差异；

（2）预计2018年末，公司衣柜产能达到约1,204万平方米，橱柜产能达到约6,300套，木门产能约6,860樘。

资料来源：公司提供

产品销售价格主要受原材料价格、客户结构、产品营销等影响，由于公司整体衣柜为个性化定制产品，每平方米均价较高。为了拓展市场，公司对调整终端产品价格较为谨慎，且公司继续使用套餐营销，开拓市场，如“16800全屋套餐”。

销售模式方面，公司采取“经销为主，直营和大宗客户为辅”的销售模式。

直营店销售模式，即公司在广州、上海以设立分公司方式成立直营专卖店。直营店减少了中间代理的流通和销售环节，因此此模式毛利率较高，但此方式管理效率相对较低。

2017年公司直营店实现产品销售收入1.06亿元，2015-2017年复合增速为23.06%。关于直营模式的结算方式，公司设计师在上门量尺和设计产品方案前，顾客需要交纳订金，待最终设计方案经客户确认并签订合同后，顾客需要交纳剩余的全部货款，公司才进行排单生产。

大宗客户销售模式，即公司与房地产或房屋精装修领域的客户合作，为其提供家具产品的销售模式。目前大宗客户销售模式实现的收入较少，此模式的毛利率也相对较低。随着国内房屋精装修比率提高，公司组建了工程配套团队，未来可能增加与大型房地产精装修项目的合作。工程客户销售模式的结算方式上，有一定的赊销期，客户需要先预付一定比例的合同款，然后根据工程进度结算除保修金外的剩余合同款，待工程验收后，通常情况下，工程客户保留5%左右的合同款作为质保金，待工程验收完工后1-2年支付给公司。

表9 2015-2018年6月公司产品收入按销售模式分类情况（单位：亿元）

模式	2018年1-6月		2017年		2016年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
经销商	8.36	39.03%	17.26	37.99%	13.08	37.71%	9.92	35.67%
直营	0.47	65.44%	1.06	66.28%	0.98	68.90%	0.70	68.84%
大宗客户	-	-	0.0004	16.46%	0.11	10.35%	0.03	16.73%
合计	8.83	40.45%	18.31	39.63%	14.16	39.65%	10.64	37.78%

注：合计数有四舍五入的差异。

资料来源：公司提供

经销商销售模式，即公司在指定的区域内，授权符合要求的经销商开设专卖店，并建立设计、安装及售后服务体系，发展零售业务的一种销售模式。2015-2017年及2018年1-6月经销商销售收入占比分别为93.18%、92.32%、94.23%和94.64%。2017年公司经销商实现产品销售收入17.26亿元，2015-2017年复合增速为31.92%。

公司对经销商销售模式下的货款结算一般采用“先收款后发货”的模式，公司在收到经销商交纳的全部货款后才排单生产，并发货至经销商指定的短驳物流站点，取得货物承运单即确认收入，货物从短驳物流站运输至终端客户的运输费用及相关责任由经销商承担。个别情况下，经销商如面临临时资金紧张等因素，经公司规定审批流程批准后，公司可先进行排单生产，但一般发货前经销商需交纳全部货款。一般而言，从公司接受订单到发货共需要20天左右。

公司不断加强销售网络布局，加速下沉至三四线城市。2017年末，公司分别拥有经销商和经销商专卖店超过1,000家和1,500家，三年复合增速分别约为11%和15%；其中地级市（B类城市）的经销商专卖店占比约为38%；县级市及以下（C类城市）的经销商专卖店占比约为47%。2018年6月末，公司对经销商进行优化调整，同时继续推进门店布点加密和渠

道下沉，符合公司经营战略等综合要求的经销商专卖店数量继续提高，接近1,700家。一般情况，新经销商专卖店从设立到正常运营需9个月左右，能否对业绩产生贡献，要视其运营情况。

从经销商和经销商专卖店分布结构来看，2015-2017年及2018年1-6月，地级市（B类城市）的经销商占总经销商比重分别为37.69%、36.24%、34.38%及33.06%，比重略有下滑；县级市及以下（C类城市）的经销商占总经销商比重分别为58.86%、60.61%、62.84%及63.55%，比重逐年增长。2017年A、B和C类城市平均每个经销商分别拥有6-7个、1-2个和1个专卖店，B类和C类城市每个经销商平均拥有的经销商专卖店数量远小于A类城市，主要系每个三四线城市的市场相对较小，且处于开发市场阶段，未来需关注三四线城市经销商盈利情况。

华东和华中区域市场潜力较大，公司通过加密销售网点，加大市场投放支持力度，增加相关地区销售额。2015-2017年，华东地区经销商和经销商专卖店的复合增速分别为8.23%和12.55%，华中地区经销商和专卖店的复合增速分别为8.04%和6.41%；同时，华东和华中地区销售收入复合增速分别为27.92%和30.81%。

整体衣柜作为终端耐用消费品，更换周期8-10年，公司客户相对分散。2015-2017年以及2018年1-6月，公司前五大客户销售收入占主营业务收入的比重分别为5.53%、5.48%、5.46%以及6.98%。另外，正常情况下，公司提供五年保修、终身维护的产品保修政策。

公司主要供应商较稳定，公司通过提高原材料利用率减缓主要原材料价格变动的影响，单位产品成本呈下降趋势，未来需关注板材价格上升对成本的影响

公司各产品的生产成本主要由直接材料、人工成本和制造费用构成，直接材料占比约70%，原材料对公司产品质量和生产成本有较大影响。对此，公司建立了采购管理体系，提高原材料利用率，并改变细分产品结构。采购方面，公司设置供应链管理中心，负责集中采购，通过总部集中采购以提升议价空间，尽可能降低采购成本。自2018年起，子公司惠州好莱客进行自主采购。为保证公司生产经营有序进行，公司设定安全库存，并结合订单情况进行采购。原材料利用方面，公司通过改进生产线和规模效益，提高生产效率和材料利用率；改变细分产品结构方面，公司根据市场需求，掩门产品有所增长，相比移门产品，掩门制作工艺简单，对材料消耗少、人工和制造费用相对较低，但此节约成本的方式取决于客户需求。2015-2017年单位产品成本呈下降趋势，有利于提高盈利能力。

表10 2015-2017年公司主营业务生产成本构成情况（单位：元/平方米）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

单位产品成本	130.22	100.00%	138.02	100.00%	143.61	100.00%
其中：直接材料	99.35	76.29%	104.45	75.68%	110.19	76.73%
直接人工	16.57	12.72%	17.31	12.54%	17.47	12.16%
制造费用	14.31	10.99%	16.27	11.79%	15.95	11.11%

注：本表统计的产品为衣柜及配套，数据会有四舍五入的差异。

资料来源：公司提供

公司采购分为重要物料、一般物料、辅助物料。其中，重要物料包括板材、封边条、装饰膜、百叶板、五金导轨、滑轮、铰链等，一般物料包括包装材料、设备配件、装修材料、生产辅料，辅助物料包括印刷品、劳保用品、零星工具。

公司原材料采购主要来自国内供应商，采购结算周期平均为45天左右，账期一般不超过60天，公司能获取一定的供应商账期，有利于缓解公司的资金压力。考虑到公司定制的生产经营模式对原材料稳定性、质量和可靠性要求较高，给公司的采购议价带来一定的挑战。

表11 2015-2018年6月公司主要原材料采购情况（单位：万元）

名称	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
板材	20,528.97	44,289.96	35,858.87	25,962.30
五金配件	4,724.24	10,307.80	7,986.65	5,788.27
铝型材	1,970.95	6,398.45	5,730.59	4,746.13
包装材料	2,574.42	5,979.78	4,092.81	3,267.47
封边条	1,568.32	3,357.00	2,909.42	2,475.42
装饰膜	1,080.34	2,969.93	2,529.56	1,487.58
百叶板	38.38	211.98	341.90	430.96
合计	32,485.62	73,514.91	59,449.80	44,158.13

注：采购额不含税；其他原材料还有水电费用等。

资料来源：公司提供

公司整体衣柜的原材料中板材占比最大，是公司最主要的原材料。2015-2018年6月，板材采购价格波动性上升。一方面，公司通过提高原材料利用率和规模效益来减缓价格变动的影响，另一方面，受消费者需求变动的影响，公司改变细分产品结构，提高工艺简单、成本较低的掩门产品比重，2015-2017年单位产品成本呈下滑趋势，与单位产品价格的变动趋势相近，使得单位产品毛利率变化不大。未来需关注板材等原材料价格变动对公司成本的影响。

公司针对生产所需的重要原材料，一般选取几家供应商并与之建立稳定的合作关系。2015-2017年及2018年1-6月，前五大供应商合计采购金额占比分别为42.98%、43.57%、31.92%和33.74%，不存在对单一供应商依赖的风险。

表12 2015-2018年6月公司前五大供应商情况（单位：万元）

年度	前五大供应商采购金额	占采购总额的比例
2018年1-6月	14,300.96	33.74%
2017年	28,036.32	31.92%
2016年	29,820.47	43.57%
2015年	22,455.50	42.98%

注：采购金额按供应商同一控制的企业合并口径统计，为不含税金额。

资料来源：公司提供

公司近年产能规模持续提升，整体产能利用率较高，但未来新增产能规模较大，能否顺利消化存在不确定性

公司主要生产基地有2个，分别位于广州经济技术开发区和惠州市，主要产品为衣柜和橱柜。公司产能快速增长，截至2017年末，整体衣柜及配套家具产能达到993.62万平方米，2015-2017年复合增速为43.99%。公司整体产能利用率较高，2015-2017年公司整体衣柜及配套家具的年产能利用率分别为96.23%、87.01%和85.36%，然而产能利用率逐年下滑，主要系惠州一二期工程陆续投产，缓解公司的产能瓶颈，惠州三期工程为一二期工程的配套，因配套工程未完工投产，无法提供充分的仓库和发货区，导致一二期产能无法完全释放，故影响产能利用率。2018年上半年，整体衣柜及配套家具产能利用率为65.98%，不足80%，主要系1-2季度是定制家居行业的销售淡季，随着下半年进入销售旺季，产能利用率有望提高。

表13 2015-2018年6月公司各产品产能利用情况

产品	项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
整体衣柜及配套家具（万平方米）	产能	602.10	993.62	727.69	479.24
	产量	397.26	848.18	633.16	461.17
	产能利用率	65.98%	85.36%	87.01%	96.23%
橱柜（万套）	产能	0.06	-	-	-
	产量	0.04	-	-	-
	产能利用率	66.67%	-	-	-

注：（1）2018年，随着惠州二期工程投产，公司新增橱柜产能，2018年6月末公司还无木门产能；

（2）因四舍五入产能利用率尾数存在差异。

资料来源：公司提供

表14 截至2018年6月末公司主要生产基地情况

生产基地	位置	产品类别
萝岗生产基地	广州经济技术开发区东区连云路8号	衣柜
惠州生产基地（一期和二期）	惠州市博罗县龙溪镇结窝村老围组上径	衣柜+橱柜

资料来源：公司提供

截至2018年6月末，公司主要在建产能项目为从化生产基地项目、惠州生产基地三期工程及本期债券募投项目等，预计总投资16.07亿元，已投资2.45亿元，未来尚需投资13.62亿元，其中预计2018年投资4.98亿元。我们注意到公司在建产能项目规模较大，受行业竞争、市场需求变动或者宏观经济形势变化的影响，新增产能能否顺利消化及经济效益能否达到预期均存在不确定性。

表15 截至2018年6月末公司主要在建产能项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	产品种类
从化生产基地	55,063.00	5,009.29	衣柜
湖北生产基地之一：“汉川定制家居工业4.0制造基地项目”	77,513.89	7,285.00	衣柜和木门
惠州生产基地（三期）	28,075.96	12,175.90	门类及配套
合计	160,652.85	24,470.19	-

注：本期债券募投项目“汉川定制家居工业4.0制造基地项目”系湖北生产基地的第一期工程。
资料来源：公司提供

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年、2017年审计报告，以及未经审计2018年半年报，2015年数据采用2016年期初数，2016年数据采用2017年期初数，报告均采用新会计准则编制。

2017年财政部发布了《关于印发修订<企业会计准则第16号——政府补助>的通知》（财会〔2017〕15号）、《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》（财会〔2017〕13号）和《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2017〕30号），适用于公司2017年度及以后期间的财务报表，受影响的科目为营业外收入和其他收益，影响金额为1,087.59万元。2015-2018年6月公司合并报表范围子公司变化情况如下表所示。

表16 2015-2018年6月纳入合并报表范围子公司情况

子公司名称	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
广州从化好莱客家居有限公司	是	是	是	是
惠州好莱客集成家居有限公司	是	是	是	是
广东定家网络科技有限公司	是	是	是	是
深圳前海好莱客投资有限公司	是	是	否	否
湖北好莱客创意家居有限公司	是	是	否	否

宁波好莱客柯乐芙门业有限公司	否	是	否	否
----------------	---	---	---	---

资料来源：公司提供

资产结构与质量

近年公司资产规模增长较快，以货币资金和理财产品为主，资产质量较好

近年，受增资扩股及业务规模增长的影响，公司总资产规模持续增长。2017年末公司总资产规模为25.14亿元，2018年6月末公司总资产规模为27.90亿元，2015-2017年复合增长率为47.13%，主要以流动资产为主。

表17 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年6月		2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	95,752.27	34.31%	47,545.82	18.91%	25,646.17	16.31%	53,283.28	45.88%
其他流动资产	54,372.54	19.49%	105,027.50	41.77%	54,744.73	34.82%	762.95	0.66%
流动资产合计	165,447.79	59.29%	159,995.54	63.63%	88,502.23	56.30%	59,036.75	50.83%
固定资产	47,533.14	17.03%	48,028.19	19.10%	46,498.27	29.58%	41,196.39	35.47%
在建工程	39,185.26	14.04%	28,425.74	11.31%	9,305.80	5.92%	3,635.96	3.13%
非流动资产合计	113,597.77	40.71%	91,437.49	36.37%	68,700.93	43.70%	57,110.79	49.17%
资产总计	279,045.56	100.00%	251,433.03	100.00%	157,203.16	100.00%	116,147.55	100.00%

资料来源：公司2016年、2017年审计报告及未经审计的2018年半年报，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金和其他流动资产等构成。2017年末，公司货币资金4.75亿元，主要系银行存款4.73亿元，期末受限资金为支付宝保证金5.00万元，受限比例低；2017年货币资金大幅增长85.39%，系存放1.23亿元当年非公开发行股票募集资金和收到经营活动现金；截至2018年6月末，受理财产品到期赎回的影响，公司货币资金增至9.58亿元，其中受限资金为支付宝保证金63.15万元；2017年末，其他流动资产主要系10.30亿元保本型理财产品，年化收益率4.4%-5.5%，期限60-90天；其他流动资产同比大幅增长91.85%，主要系公司用4.10亿元非公开发行股票募集资金购买理财产品所致；2018年6月末，因到期赎回，公司理财产品规模下滑至5.10亿元。

公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成。公司固定资产主要系厂房和机器设备；2017年末在建工程主要系在装修办公楼和惠州好莱客厂区3期项目。

整体来看，受增资扩股及业务规模增长影响，公司资产规模持续增长，且以货币资金和理财产品为主，资产质量较好。

资产运营效率

公司存货和应收款项周转能力较强，营运效率较好

公司采取“个性化定制（以销定产或JIT）”的生产模式，故存货规模相对较小，周转效率相对较高；另一方面，此模式对供应商供货的可靠性和及时性要求较高，公司原材料采购主要由总部集中执行采购（惠州子公司自2018年起开始自主采购），有一定议价能力，供应商通常给予公司1-2个月的信用期，公司各年应付款项周转天数受当年采购计划和产销情况的影响，近年公司占用供应商资金的账期有所增长，应付款项周转天数从2015年的37.81天，上升至2017年的46.70天。

公司产品生产周转速度较快，收入以预收方式为主，故存货、应收款项周转天数较小，同时公司应付供应商账期也有所增长，故近年来公司净营业周期保持负数，运营资本管理能力较强。需要关注的是，公司未来计划增加与工程客户合作，将为其提供一定期限的赊销期，周转天数将会有所增长，增长幅度与赊销期以及赊销金额有关。

从整体资产运营效率来看，2015-2017年公司流动资产周转效率有所下降，主要由于近年公司股权融资和经营的积累，货币资金及理财产品增长较快使得流动资产增速高于营业收入增速所致。2017年，得益于营业收入持续快速增长，固定资产周转效率有所提升，但由于公司推进融资扩产，加大对厂房及生产线等投资，总资产周转天数相对较高。

表18 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2017年	2016年	2015年
应收款项周转天数	1.13	0.98	1.85
预收账款周转天数	19.79	24.43	26.49
存货周转天数	16.17	18.37	18.70
应付款项周转天数	46.70	42.58	37.81
净营业周期	-29.41	-23.23	-17.26
流动资产周转天数	240.06	185.32	153.99
固定资产周转天数	91.32	110.15	101.51
总资产周转天数	394.77	343.35	285.51

注：公司应收款项仅有应收账款；应付款项仅有应付账款。

资料来源：公司2016年、2017年审计报告，鹏元整理

盈利能力

近年公司收入规模持续增长，盈利能力较好；未来综合毛利率有下降可能

随着产品市场不断开拓和产能提升，2015-2017年公司营业收入复合增长率为31.23%，2017年达到18.63亿元，2018年1-6月达到9.03亿元。

整体衣柜及配套家具为公司营业收入的主要来源，2015-2017年及2018年1-6月其收入

占比均在95%以上。惠州生产基地二期工程的完工投产将进一步支持公司收入规模增长，但受市场竞争和宏观经济及下游行业景气程度影响，需关注在建产能后续消化压力。

2015-2018年6月公司综合毛利率稳定在38%以上，但直接原材料占公司营业成本比重较高，主要原材料板材的采购均价呈增长趋势，且公司计划新增木门和橱柜产品毛利率可能低于衣柜，公司与大宗客户合作程度将有所提高，以上因素未来或将降低公司的综合毛利率水平。

其他业务对综合毛利率影响较小，2017年起其他业务毛利率为负数，主要系自2017年起，建店部、商学院等部门作为单独市场化部门运作，使得原相关的销售费用调整为其他业务成本。

期间费用方面，随着公司销售收入的增长，公司销售人员薪酬、广告宣传等销售费用相应增长；公司管理费用主要为职工薪酬、研发费用、办公费和限制性股票激励费用摊销等，近年公司投入研发费用也逐年增长；公司无有息债务，财务费用主要系利息收入；2015-2017年，期间费用率逐年下滑。

表19 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年6月	2017年	2016年	2015年
营业收入	90,270.49	186,324.76	143,302.82	108,198.21
营业利润	17,439.12	41,073.50	28,848.38	18,715.05
其他收益	487.03	1,087.59	0.00	0.00
营业外收入	4,665.10	227.50	1,144.13	529.08
利润总额	21,827.38	40,753.39	29,499.25	19,101.21
净利润	18,112.40	34,799.84	25,226.54	16,243.97
综合毛利率	39.28%	38.34%	39.98%	38.17%
期间费用率	21.65%	16.87%	18.95%	19.78%
营业利润率	19.32%	22.04%	20.13%	17.30%
总资产回报率	-	19.95%	21.58%	22.26%
净资产收益率	-	21.63%	23.95%	24.45%
营业收入增长率	25.69%	30.02%	32.44%	20.08%
净利润增长率	67.15%	37.95%	55.30%	14.94%

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年报，鹏元整理

现金流

近年公司经营活动回款情况较好，经营活动现金流持续表现为净流入，工程项目投资持续推进，后续仍存在较大的资金需求

近年公司营业收入回款情况表现较好，收现比较高，均在1.10以上。2015-2017年公司

净利润逐年提高，使得FFO（经营所得现金）持续增长，整体来看现金生成能力表现较好。2015-2016年经营资本压力缓解主要得益于占用供应商资金；2017年，存货和经营性应收项目减少，减少占用公司运营资本，同时经营性应付项目继续增加，继续增加占用供应商资金；公司经营活动现金流净额逐年增长，经营支出压力减小。

2015-2017年公司投资活动现金流量净额持续为负，主要系公司为了扩大生产经营规模，购建房屋建筑物、机器设备、土地等，以及公司利用暂时闲置资金购买理财产品所致。公司主要在建项目未来仍需要较大规模的资金投入。

公司筹资活动现金流入主要为公开和非公开发行股票募集的资金，筹资活动现金流出主要系用于分配股利。2015年公司筹资活动现金净流入4.08亿元，主要系首次公开发行股票募集资金到位，2017年公司筹资活动净流入5.31亿元，主要系非公开发行股票募集资金到位。公司融资方式以权益融资为主。

表20 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
收现比	1.13	1.15	1.19	1.18
净利润	18,112.40	34,799.84	25,226.54	16,243.97
非付现费用	3,301.22	5,101.55	4,183.54	3,955.60
非经营损益	-1,491.05	-1,845.79	-676.09	-639.64
FFO	19,922.58	38,055.60	28,733.99	19,559.93
营运资本变化	-166.65	2,133.91	7,852.71	2,950.21
其中：存货减少（减：增加）	-1,229.87	42.69	-1,600.53	-357.17
经营性应收项目的减少（减：增加）	-3,029.82	644.10	-1,771.05	-519.22
经营性应付项目的增加（减：减少）	4,093.03	1,447.12	11,224.29	3,826.60
经营活动产生的现金流量净额	19,168.64	40,335.58	36,502.94	21,445.99
投资活动产生的现金流量净额	29,198.52	-71,554.42	-67,287.71	-36,823.77
筹资活动产生的现金流量净额	-218.86	53,118.49	3,147.66	40,816.62
现金及现金等价物净增加额	48,148.30	21,899.65	-27,637.11	25,438.84

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年报，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司权益增长较快，整体负债水平较低

公司负债以经营性负债为主，随着生产经营规模的扩大，负债总额逐年增长，2018年6月末为6.21亿元，2017年末为4.56亿元，2015-2017年复合增长率为46.08%。得益于公司自身经营积累、授予股权激励以及2017年非公开发行股票，所有者权益逐年增长，2018年末为21.69亿元，2017年末为20.59亿元，2015-2017年复合增长率为47.37%。2018年6月末

产权比率为28.63%，所有者权益对负债的保障程度较好。负债结构方面，近三年又一期公司流动负债占比均在95%以上。

表21 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年6月	2017年	2016年	2015年
负债总额	62,104.06	45,562.67	41,336.35	21,351.72
所有者权益	216,941.49	205,870.35	115,866.81	94,795.82
产权比率	28.63%	22.13%	35.68%	22.52%

资料来源：公司2016年、2017年审计报告及未经审计的2018年半年报，鹏元整理

公司流动负债主要由应付账款、预收款项、应交税费和其他应付款等构成。应付账款主要为应付供应商的原材料采购款及设备工程款等，随着公司经营规模扩大，应付账款逐年增长，2017年末达到1.70亿元，占总负债比重为37.25%，2015-2017年复合增长率为50.31%，账龄主要为1年以内；公司以“先收款后发货”为主，故预收账款主要为预收货款，因订单周转较快，周转期19-26天，故预收款项规模不大，2018年6月末为0.91亿元；随着公司业绩规模增长，应交税费逐年增长；公司其他应付款主要系限制性股票回购义务款和保证金。

公司非流动负债主要为递延收益。递延收益全部系与资产相关的政府补助。

表22 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年6月		2017年		2016年		2015年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
应付账款	21,800.66	35.10%	16,973.60	37.25%	12,834.70	31.05%	7,512.73	35.19%
预收款项	9,077.51	14.62%	9,377.80	20.58%	11,107.66	26.87%	8,340.68	39.06%
应交税费	4,631.93	7.46%	5,082.23	11.15%	2,818.35	6.82%	2,163.85	10.13%
其他应付款	11,967.12	19.27%	10,129.49	22.23%	12,135.31	29.36%	2,440.05	11.43%
流动负债合计	60,541.77	97.48%	44,128.72	96.85%	41,199.09	99.67%	21,178.16	99.19%
递延收益	1,492.47	2.40%	1,389.63	3.05%	79.54	0.19%	88.99	0.42%
非流动负债合计	1,562.29	2.52%	1,433.96	3.15%	137.26	0.33%	173.57	0.81%
负债合计	62,104.06	100.00%	45,562.67	100.00%	41,336.35	100.00%	21,351.72	100.00%

资料来源：公司2016年、2017年审计报告及未经审计的2018年半年报，鹏元整理

随着公司经营业务回款以及非公开发行股票募集资金到账，公司流动资金充足，无有息债务，亦无银行授信。

偿债能力指标方面，2017年末资产负债率下降至18.12%，整体负债水平较低。公司流动资产对流动负债的覆盖度较高，短期偿债能力较好。近年公司业务规模扩大带来EBITDA的提高，使得负债总额/EBITDA处于较低水平，公司盈利对债务的保障程度较好。

表23 公司偿债能力指标

指标名称	2018年6月	2017年	2016年	2015年
资产负债率	22.26%	18.12%	26.29%	18.38%
流动比率	2.73	3.63	2.15	2.79
速动比率	2.63	3.51	2.02	2.62
EBITDA（万元）	25,067.99	45,753.66	33,354.72	22,208.77
负债总额/EBITDA	2.48	1.00	1.24	0.96
经营性净现金流/流动负债	0.32	0.91	0.89	1.01
经营性净现金流/负债总额	0.31	0.89	0.88	1.00

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年报，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券本息偿付资金将主要来源于本期债券募投项目收益、公司日常经营活动产生的现金流等。

根据可研报告，募投项目建成投产后，产能爬坡期为2-3年，项目静态回收期为5.70年（含建设期）。若2019年本期债券发行成功，根据可研报告，本期债券存续期内，募投项目预计可实现收入68.52亿元、净利润8.75亿。但鹏元注意到受募投项目建设进度影响或未来市场发生变化，项目收益能否达到预期和新增产能能否顺利消化存在不确定性。

随着产销量的不断扩大，公司营业收入持续增长，2017年达到18.63亿元，2015-2017年公司营业收入复合增长率为31.23%。同时，公司经营活动现金流表现较好，2015-2017年经营活动现金净流入分别为2.14亿元、3.65亿元和4.03亿元。随着公司营销网络日益拓展，以及公司新增产能项目投产支持，可进一步带动营业收入增长，为本期债券的本息偿付提供一定保障。

若未来发生偿债资金不足的情况，公司可通过资产变现来获得必要的偿债资金。截至2018年6月末，公司理财产品、固定资产和在建工程分别为5.10亿元、4.75亿元和3.92亿元，但固定资产和在建工程具有一定的专用性，变现能力较弱，未来需关注资产的折价风险等。

此外，鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

同时作为上市公司，公司必要时可通过资本市场其他渠道筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付，但需关注因公司经营状况变化等原因而导致各类融资渠道收紧的风险。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项 目	2018 年 6 月	2017 年	2016 年	2015 年
流动资产：				
货币资金	95,752.27	47,545.82	25,646.17	53,283.28
应收账款	2,970.44	774.73	390.88	389.37
预付款项	5,213.83	818.69	2,012.99	519.46
应收利息	89.32	138.47	40.25	
其他应收款	681.25	552.06	486.27	483.10
存货	6,368.13	5,138.26	5,180.95	3,598.60
其他流动资产	54,372.54	105,027.50	54,744.73	762.95
流动资产合计	165,447.79	159,995.54	88,502.23	59,036.75
非流动资产：				
可供出售金融资产	0.00	0.00	67.00	0.00
长期股权投资	1,470.82	1,524.25	1,018.37	999.65
固定资产	47,533.14	48,028.19	46,498.27	41,196.39
在建工程	39,185.26	28,425.74	9,305.80	3,635.96
无形资产	14,897.83	8,336.41	8,515.85	3,796.55
长期待摊费用	2,473.47	2,592.69	1,071.28	433.06
递延所得税资产	636.38	805.95	348.02	140.59
其他非流动资产	7,400.87	1,724.27	1,876.34	6,908.59
非流动资产合计	113,597.77	91,437.49	68,700.93	57,110.79
资产总计	279,045.56	251,433.03	157,203.16	116,147.55
流动负债：				
应付账款	21,800.66	16,973.60	12,834.70	7,512.73
预收款项	9,077.51	9,377.80	11,107.66	8,340.68
应付职工薪酬	2,616.13	2,557.77	2,303.07	720.85
应交税费	4,631.93	5,082.23	2,818.35	2,163.85
应付股利	10,443.52	0.00	0.00	0.00
其他应付款	11,967.12	10,129.49	12,135.31	2,440.05
其他流动负债	4.91	7.83	0.00	0.00
流动负债合计	60,541.77	44,128.72	41,199.09	21,178.16
非流动负债：				
递延收益	1,492.47	1,389.63	79.54	88.99
递延所得税负债	69.82	44.32	57.73	84.58
非流动负债合计	1,562.29	1,433.96	137.26	173.57
负债合计	62,104.06	45,562.67	41,336.35	21,351.72

所有者权益：

股本	32,035.33	31,811.83	29,990.00	29,400.00
资本公积金	94,587.22	90,781.05	31,411.74	22,899.29
减：库存股	7,260.32	6,629.97	8,260.00	0.00
盈余公积金	10,998.43	10,998.43	7,637.65	5,108.51
未分配利润	86,580.84	78,909.02	55,087.42	37,388.02
归属于母公司所有者权益合计	216,941.49	205,870.35	115,866.81	94,795.82
所有者权益合计	216,941.49	205,870.35	115,866.81	94,795.82
负债和所有者权益总计	279,045.56	251,433.03	157,203.16	116,147.55

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告、2018 年未经审计半年报，2015 年数据采用 2016 年审计报告期初数，2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数

附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2018 年 6 月	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业总收入	90,270.49	186,324.76	143,302.82	108,198.21
营业收入	90,270.49	186,324.76	143,302.82	108,198.21
二、营业总成本	75,343.75	148,597.81	115,134.05	90,183.98
营业成本	54,809.03	114,885.86	86,008.42	66,902.20
税金及附加	928.83	2,181.33	1,646.74	1,036.31
销售费用	13,661.29	21,942.05	19,134.62	15,418.34
管理费用	6,095.34	9,744.04	8,235.44	6,192.75
财务费用	-211.35	-256.76	-219.25	-213.66
资产减值损失	60.62	101.28	328.07	848.04
加：投资净收益	2,051.01	2,258.95	679.61	700.82
其中：对联营企业 和合营企业的投资收益	-53.43	-91.12	18.71	-0.35
其他收益	487.03	1,087.59	0.00	0.00
三、营业利润	17,439.12	41,073.50	28,848.38	18,715.05
加：营业外收入	4,665.10	227.50	1,144.13	529.08
减：营业外支出	276.84	547.61	493.26	142.91
四、利润总额	21,827.38	40,753.39	29,499.25	19,101.21
减：所得税费用	3,714.98	5,953.55	4,272.72	2,857.25
五、净利润	18,112.40	34,799.84	25,226.54	16,243.97

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告、2018 年未经审计半年报，2015 年数据采用 2016 年审计报告期初数，2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项 目	2018 年 6 月	2017 年	2016 年	2015 年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	102,428.78	214,828.80	170,492.61	127,303.94
收到其他与经营活动有关的现金	6,270.35	1,321.01	2,828.51	1,382.45
经营活动现金流入小计	108,699.13	216,149.81	173,321.12	128,686.39
购买商品、接受劳务支付的现金	48,987.42	106,431.59	79,361.81	63,085.43
支付给职工以及为职工支付的现金	16,536.28	30,897.30	23,991.49	19,436.10
支付的各项税费	10,428.04	19,644.73	16,993.82	11,785.27
支付其他与经营活动有关的现金	13,578.75	18,840.60	16,471.06	12,933.60
经营活动现金流出小计	89,530.49	175,814.23	136,818.18	107,240.40
经营活动产生的现金流量净额	19,168.64	40,335.58	36,502.94	21,445.99
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	195,000.00	241,678.00	116,234.00	80,000.00
取得投资收益收到的现金	2,282.26	2,450.52	621.59	701.17
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	63.80	89.00	73.23	39.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	94.50
投资活动现金流入小计	197,346.06	244,217.52	116,928.83	80,834.67
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	24,978.73	24,590.81	13,700.54	36,658.44
投资支付的现金	143,000.00	290,993.00	170,516.00	81,000.00
支付其他与投资活动有关的现金	168.80	188.13	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	168,147.54	315,771.94	184,216.54	117,658.44
投资活动产生的现金流量净额	29,198.52	-71,554.42	-67,287.71	-36,823.77
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	3,187.11	59,183.87	8,260.00	44,160.78
收到其他与筹资活动有关的现金	344.86	1,736.29	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	3,531.97	60,920.16	8,260.00	44,160.78
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3,547.29	7,617.46	4,998.00	2,450.00
支付其他与筹资活动有关的现金	203.55	184.21	114.34	894.16
筹资活动现金流出小计	3,750.83	7,801.67	5,112.34	3,344.16
筹资活动产生的现金流量净额	-218.86	53,118.49	3,147.66	40,816.62
四、现金及现金等价物净增加额	48,148.30	21,899.65	-27,637.11	25,438.84

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告、2018 年未经审计半年报，2015 年数据采用 2016 年审计报告期初数，2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
净利润	18,112.40	34,799.84	25,226.54	16,243.97
加：资产减值准备	60.62	101.28	328.07	848.04
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,183.43	3,782.16	3,087.14	2,281.12
无形资产摊销	168.06	237.37	227.59	276.50
长期待摊费用摊销	889.12	980.74	540.74	549.94
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	25.65	0.00	0.00	103.78
固定资产报废损失	276.24	361.86	237.80	0.00
财务费用	14.57	18.31	0.00	0.00
投资损失	-2,051.01	-2,258.95	-679.61	-700.82
递延所得税资产减少	218.01	46.39	-207.42	-127.18
递延所得税负债增加	25.50	-13.40	-26.86	84.58
存货的减少	-1,229.87	42.69	-1,600.53	-357.17
经营性应收项目的减少	-3,029.82	644.10	-1,771.05	-519.22
经营性应付项目的增加	4,093.03	1,447.12	11,224.29	3,826.60
其他	-587.28	146.08	-83.76	-1,064.15
经营活动产生的现金流量净额	19,168.64	40,335.58	36,502.94	21,445.99

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告、2018 年未经审计半年报，2015 年数据采用 2016 年审计报告期初数，2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数

附录四 公司主要财务指标

项目	2018 年 6 月	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	22.26%	18.12%	26.29%	18.38%
流动比率	2.73	3.63	2.15	2.79
速动比率	2.63	3.51	2.02	2.62
综合毛利率	39.28%	38.34%	39.98%	38.17%
期间费用率	21.65%	16.87%	18.95%	19.78%
营业利润率	19.32%	22.04%	20.13%	17.30%
净资产收益率	-	21.63%	23.95%	24.45%
总资产回报率	-	19.95%	21.58%	22.26%
EBITDA（万元）	25,067.99	45,753.66	33,354.72	22,208.77
负债总额/EBITDA	2.48	1.00	1.24	0.96
经营性净现金流/流动负债	0.32	0.91	0.89	1.01
经营性净现金流/负债总额	0.31	0.89	0.88	1.00
收现比	1.13	1.15	1.19	1.18
应收款项周转天数（天）	-	1.13	0.98	1.85
存货周转天数（天）	-	16.17	18.37	18.70
应付款项周转天数（天）	-	46.70	42.58	37.81
净营业周期（天）	-	-29.41	-23.23	-17.26
流动资产周转天数（天）	-	240.06	185.32	153.99
固定资产周转天数（天）	-	91.32	110.15	101.51
总资产周转天数（天）	-	394.77	343.35	285.51
预收账款周转天数（天）	-	19.79	24.43	26.49

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告、2018 年未经审计半年报，2015 年数据采用 2016 年审计报告期初数，2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收款项周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付款项周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收款项周转天数 + 存货周转天数 - 应付款项周转天数
预收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年预收账款合计} + \text{上年预收账款合计}) / 2] \}$
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{期初所有者权益} + \text{期末所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
营业收入增长率	$(\text{本年营业收入} - \text{上年营业收入}) / \text{上年营业收入} \times 100\%$
净利润增长率	$(\text{本年净利润} - \text{上年净利润}) / \text{上年净利润} \times 100\%$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。本评级机构将在发行人年度报告披露后2个月内披露定期跟踪评级结果。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.pyrating.cn）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。