

信用评级公告

联合〔2021〕4082号

联合资信评估股份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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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⁻，“未来转债”信用等级为AA⁻，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监： 

二〇二一年六月十日

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 2021 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
德尔未来科技控股集团股份有限公司	AA ⁻	稳定	AA ⁻	稳定
未来转债	AA ⁻	稳定	AA ⁻	稳定

跟踪评级债项概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
未来转债	6.30 亿元	6.30 亿元	2025/04/03

注:上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间:2021年6月10日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.0.201907

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa ⁻	评级结果		AA ⁻
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域 风险	2
			行业风险	3
		自身 竞争力	基础素质	4
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构	3	
		偿债能力	1	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级,各级因子评价划分为 6 档,1 档最好,6 档最差;财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级,各级因子评价划分为 7 档,1 档最好,7 档最差;财务指标为近三年加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

2020 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,继续推进“聚焦大家居,培育新材料”的发展战略,销售渠道进一步完善,现金类资产较为充裕,对短期债务的保障程度仍很强;但公司生产经营受到新冠肺炎疫情的影响,营业收入出现下降,利润总额呈亏损状态。同时,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到家居行业竞争激烈、公司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。

未来随着大家居产业规模的扩大,公司综合竞争力有望进一步提升。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁻,维持“未来转债”的信用等级为 AA⁻,评级展望为稳定。

优势

1. 公司在品牌方面仍具备较强竞争优势。“DER”品牌是中国地板行业首批“中国驰名商标”之一,此外,公司旗下还拥有“百得胜”“雅露斯”“巢代”“德尔赫斯”等多个品牌,其中“百得胜”作为定制衣柜行业的知名品牌之一,受到消费者的认可。
2. 公司销售渠道进一步优化完善。跟踪期内,公司积极优化零售端产业布局,整改、升级经销门店。截至 2020 年底,公司地板业务拥有零售经销商 660 家,经销商拥有门店数量 1500 家,同比增加 250 家;子公司百得胜家居拥有定制衣柜经销商 1243 家,同比增加 293 家。
3. 公司现金类资产较为充裕,短期偿债能力仍很强。截至 2020 年底,公司现金类资产 15.49 亿元,占流动资产的 61.77%,资产流动性好;流动比率为 251.00%,速动比率为 166.91%,现金短期债务比为 13.23 倍。

分析师：宁立杰 唐玉丽

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

关注

1. **家居行业竞争激烈。**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，2020年公司营业收入同比下降12.76%。
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2020年底，公司存货较上年底增长35.30%至8.40亿元，对营运资金存在占用。
3. **期间费用和资产减值损失对公司利润侵蚀明显。**2020年，公司费用总额为4.15亿元，占营业收入的26.45%；确认资产减值损失0.84亿元，主要为石墨烯业务确认的无形资产和商誉减值。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产（亿元）	4.77	16.02	15.49	13.64
资产总额（亿元）	25.72	33.84	34.09	37.29
所有者权益（亿元）	17.52	19.27	18.15	18.13
短期债务（亿元）	0.60	0.74	1.17	2.86
长期债务（亿元）	0.00	5.51	5.90	7.11
全部债务（亿元）	0.60	6.25	7.07	9.96
营业收入（亿元）	17.68	17.98	15.68	3.45
利润总额（亿元）	1.60	1.21	-0.31	0.04
EBITDA（亿元）	2.24	2.29	1.09	--
经营性净现金流（亿元）	2.46	0.68	0.29	-0.90
营业利润率（%）	31.52	29.74	26.56	25.77
净资产收益率（%）	6.05	3.58	-2.83	--
资产负债率（%）	31.86	43.04	46.77	51.39
全部债务资本化比率（%）	3.29	24.49	28.04	35.47
流动比率（%）	214.56	266.78	251.00	203.95
经营现金流动负债比（%）	30.19	7.61	2.93	--
现金短期债务比（倍）	8.02	21.60	13.23	4.77
EBITDA利息倍数（倍）	196.25	6.90	2.20	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.27	2.72	6.48	--
公司本部（母公司）				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额（亿元）	25.10	32.94	33.57	34.91
所有者权益（亿元）	17.46	18.66	17.77	17.80
全部债务（亿元）	0.00	5.57	6.31	7.38
营业收入（亿元）	6.55	6.63	6.13	1.58
利润总额（亿元）	0.16	0.35	-0.57	0.05
资产负债率（%）	30.43	43.34	47.07	49.00
全部债务资本化比率（%）	0.00	22.97	26.21	29.31
流动比率（%）	161.48	172.01	154.27	134.44
经营现金流动负债比（%）	14.83	-1.92	-5.82	--

注：1. 公司及公司本部2021年一季度财务报表未经审计；2. 公司“租赁负债”已纳入长期债务指标核算

资料来源：公司财务报表和公司提供数据，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
未来转债	AA ⁻	AA ⁻	稳定	2020/06/17	杨野、罗峤	原联合信用评级有限公司工商企业评级方法	阅读全文
未来转债	AA ⁻	AA ⁻	稳定	2018/08/31	高鹏、罗峤	原联合信用评级有限公司工商企业评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由德尔未来科技控股集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司



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 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于德尔未来科技控股集团股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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 1000.00 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 4000 万股股票并在深圳证券交易所上市，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 2021 年 3 月底，公司注册资本 66558.14 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 53.61% 的股份，汝继勇先生为公司实际控制人。截至 2021 年 3 月底，德尔集团共质押 15697.89 万股公司股票，占公司股份总数的 23.59%，占其持有公司股份总数的 43.99%。

2020 年，公司经营范围较上年无变化。截至 2021 年 3 月底，公司合并范围内拥有子公司共 33 家。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 34.09 亿元，所有者权益 18.15 亿元（含少数股东权益 0.37 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 15.68 亿元，利润总额 -0.31 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 37.29 亿元，所有者权益 18.13 亿元（含少数股东权益 0.31 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入

3.45 亿元，利润总额 0.04 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

1. 债券概况

截至 2021 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表。“未来转债”转股日期自 2019 年 10 月 11 日至 2025 年 04 月 03 日，目前转股价 8.60 元/股，采取累进利率，第一年为 0.50%，第二年为 0.70%，第三年为 1.50%，第四年为 2.50%，第五年为 3.50%，第六年为 4.00%。“未来转债”采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。公司已于 2021 年 04 月 06 日支付上一计息年度的利息，下一个付息日为 2022 年 04 月 03 日。

截至 2021 年 3 月底，公司剩余可转债余额为 6.30 亿元，转股比例较低。

表 1 截至 2021 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
未来转债	6.30	6.30	2019/04/03	6 年

资料来源：联合资信整理

2. 募集资金使用情况

截至 2020 年底，“未来转债”募集资金已累计使用 20826.80 万元。其中“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”未达到计划进度，主要是因为受到国内外经济增长放缓及家具市场价格波动，公司审慎使用募集资金，择机建设募投项目。联合资信将持续关注募投项目建设情况以便及时评估对公司信用水平产生的影响。

表 2 “未来转债”募集资金运用概况（单位：万元、%）

序号	项目名称	募集资金承诺投资总额	截至 2020 年底累计投入金额	投资进度	是否达到预计效益
1	年产智能成套家具 8 万套项目	30600.00	3685.94	12.05	否
2	3D 打印定制地板研发中心项目	7396.70	805.98	10.90	否
3	智能成套家具信息化系统及研发中心项目	10900.00	3334.88	30.60	否
4	补充流动资金	13000.00	13000.00	100.00	是
合计		61896.70	20826.80	--	--

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经

济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 3 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20

¹文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

²为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20
--------------	------	------	------	------	------

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季

度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了

上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业分析

1. 木地板行业

2020年，除实木复合地板外，其他品类木地板销量均出现了不同程度的下降；工程渠道销量保持较大幅度增长，零售渠道销量出现下降；2021年，地板行业有望迎来上升周期，但木材价格的上涨为地板企业带来一定的成本压力。

木地板是国内装修最重要的铺装材料之一，按照品类可以将木地板分为强化复合地板、实木复合地板、实木地板、竹地板四类，其中强化复合地板和实木复合地板由于其综合性能相对较好，成为市场上的主流品类。2020年，受到新冠肺炎疫情的影响，装修建材市场出现了一定程度的萎缩。在木地板领域除实木复合地板外，其他木、竹地板均出现了不同程度的下降。2020年，我国强化木地板销量为19900万平方米，同比下降7.96%，而实木复合地板销量同比增长8.66%至13800万平方米。出口方面，受中美贸易摩擦加大以及世界经济复苏乏力等因素影响，我国木地板及木质家具出口困难加大。2015—2020年我国木地板出口额从2.74亿美元下降至1.2亿美元。

行业上游方面，2020年全球主要木材进口国家受疫情影响库存高于往年平均水平，木材市场价格有所下降。根据中国木材价格指数网的统计，中国木材价格指数由2020年初的1200.88下降至年底的1185.28。进入2021年，受国际大宗商品涨价影响，截至2021年5月19日，中国木材价格指数上升至1244.49，增加了地板生产企业的成本控制压力。

行业下游方面，2020年，随着居民生活水平的不断提高，部分高端需求开始释放，消费者对地板的健康环保、外观设计及功能用途方面的需求不断提升，特别是精装房的兴起使得实木复合地板的销量增长高于行业平均水平。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。而实木复合

地板的优势在于耐磨性和观感较好，且保养相比于实木地板简单，因此在工程端和消费端都受到了市场的欢迎。木地板本身与国内的房地产市场行情密切相关，2020年我国住宅竣工面积下降至65910.03万平方米，而住宅商品房销售面积增长至154878万平方米。预计随着竣工面积降幅减小，地产进入交房周期的预期将逐步兑现，随疫情缓和后将加速回暖，地板作为房地产后周期行业将进入上升通道。

行业竞争上，根据中国林产工业协会地板专业委员会的统计，目前我国从事地板生产及相关企业约有3000家，其中，直接从事地板产品生产的企业约有2000家，主要分布在浙江、江苏、广东、辽宁、吉林、湖北、山东、湖南、江西、福建和安徽等地。现阶段国内的木地板原材料对外依存度很高，且多个木材出口国开始保护林木资源，限制木材出口，中小企业将面临较大的成本压力，行业集中度将向行业头部企业倾斜。

未来，中国木地板行业将主要呈现出3个发展趋势：一是随着人们生活水平的提高以及环保意识的增强，“绿色”木地板是未来的趋势；二是三层实木地板及多层实木复合地板因其良好的产品性能及特质备受市场青睐，成为行业主力军，带动整个木地板行业的健康稳定发展；三是木地板行业呈现向优势品牌企业集中的趋势，优势企业一方面可以向产业链上下游延伸，另一方面通过高效、优质、覆盖面广的营销渠道，形成产销一体化优势，提升市场份额。

2. 定制家居

2020年，我国定制家居行业受新冠肺炎疫情影响市场规模有所下降，下游房地产行业竣工面积小幅下降，但随着疫情的控制，累计同比跌幅逐步收窄。考虑到疫情冲击使得地产竣工被延后，叠加老房翻新需求以及精装修渗透率的提升，行业需求或将在2021年集中释放。

我国定制家居行业目前正处于成长期向成熟期的过渡阶段。2018年以来，由于地产行业政策收紧以及人口红利的逐步减弱，新房销售

套数出现下降，地产红利消失，存量房时代来临，此前高速增长的家具体行业整体减速。2020年新冠疫情的爆发，在生产端和需求端对定制家居行业造成了一定程度上的冲击，市场规模有所下降。2020年我国家具行业零售额达1598亿元，同比下降7.00%。

作为房地产的下游行业，定制家居行业与房地产行业具有高度相关性。2020年下半年，随着疫情的进一步控制，工地开始复工，竣工不断推进，住宅竣工面积累计同比增速的跌幅逐步收窄，商品房累计销售面积同比增速也修复至12月的2.6%。考虑到疫情冲击使得地产竣工被延后，行业需求或将在2021年得到集中释放。

近年来，我国精装房开盘套数呈现高速增长态势，精装修渗透率逐年提升，2019年我国精装房渗透率已达32%，对标发达国家市场（北美为80%，欧洲为86%），我国精装房渗透率仍有很大提升空间。此外，迅速膨胀的老房翻新需求以及人们对家居品质追求提升将为定制家居行业提供增量需求。

家具行业进入门槛较低，参与者众多，行业竞争激烈，集中度低。2019年，我国定制橱柜行业CR5为16%，分别为欧派家居、志邦家居、金牌橱柜、索菲亚和尚品宅配，相较于韩国橱柜市场（2016年CR3已到达69%），我国定制家居行业集中度仍有较大提升空间。未来行业龙头有望凭借渠道、品牌、品类、规模等优势抢占更多市场份额，行业集中度将进一步提升；掌握核心渠道优势也将成为定制家居企业维持市场占有率的重要手段。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化，汝继勇先生仍为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司在品牌知名度、销售渠道、产业链协同和生产规模等方面具备较强竞争优势。

跟踪期内,公司继续整合优化资源,做大做强大家居产业。品牌方面,“DER”品牌是中国地板行业首批“中国驰名商标”之一,是公司最核心、最具价值的无形资产之一。此外,公司旗下还拥有“百得胜”“雅露斯”“巢代”“德尔赫斯”等多个品牌,其中“百得胜”作为定制衣柜行业的知名品牌之一,受到消费者的认可。渠道方面,公司销售网络已覆盖国内32个省市自治区,大客户覆盖万科、融创、龙湖、华润、旭辉、阳光城等知名企业。截至2020年底,公司地板业务拥有零售经销商660家、工程战略客户85家;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”)拥有定制衣柜经销商1243家。生产规模方面,公司逐步打造家居生态产业链,整合地板、定制衣柜等全屋空间定制产品供应链体系,具备一定产业协同优势。截至2020年底,公司拥有地板类产品产能1400万平方米/年,拥有定制衣柜产能180.00万平方米/年。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告(统一社会信用代码:91320500767387634T),截至2021年4月21日,公司本部无不良信贷信息记录,过往债务履约情况良好。截至2021年5月底,联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内,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。

八、重大事项

2020年8月27日,公司披露了《关于实际控制人股份被冻结的公告》,因合同纠纷,伊犁苏新投资基金合伙企业(有限合伙)(以下简称“伊犁苏新”)向南京仲裁委员会申请仲裁,根据申请人伊犁苏新及南京仲裁委员会的财产保全申请,苏州市中级人民法院冻结汝继勇先生

持有公司141.98万股的股票,冻结汝继勇先生持有德尔集团9231万元的股本,占其持有股本的100.00%。

截至2021年3月底,上述案件正在仲裁中,如若仲裁结束汝继勇先生需偿还该部分财产,汝继勇先生将以现金方式偿还。联合资信将持续关注上述事项进展,及时评估并揭示其对公主体及存续债券信用水平可能带来的影响。

九、经营分析

1. 经营概况

2020年,公司营业收入因新冠肺炎疫情影响出现下降;受工程类项目增多影响,公司综合毛利率有所下降。2021年一季度,公司营业收入同比大幅增长。

公司主要从事木地板和定制衣柜的生产及销售业务。2020年,公司生产经营受到疫情影响,定制家居业务和地板业务收入同比均有不同程度的下降,全年实现营业收入15.68亿元,同比下降12.76%;实现利润总额-0.31亿元,同比下降125.57%,主要系主营业务毛利减少和非经常性损失增加所致。

从收入构成看,2020年,公司木地板收入同比下降6.31%,占营业收入的比重提升至46.69%;定制家居收入同比下降15.09%,占营业收入的比重下降至49.44%;新材料收入同比下降79.55%,主要系公司尚未形成被市场认可的成果,石墨烯制备设备和石墨烯应用产品销量大幅下降所致,占营业收入比重下降至0.15%。其他业务主要包括密度板、商标使用费等,2020年实现收入0.58亿元,占比3.72%。

毛利率方面,2020年,受毛利率较低的工程类项目占比上升影响,公司木地板毛利率同比下降2.31个百分点;定制家居毛利率同比下降0.34个百分点;新材料毛利率同比上升20.19个百分点,主要系产品结构发生变化所致。受上述因素影响,2020年公司综合毛利率小幅下降2.86个百分点至28.20%。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况 (单位: 万元、%)

项目	2018 年			2019 年			2020 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	77315.40	43.72	31.75	78147.55	43.47	31.27	73214.32	46.69	28.96
定制家居	87375.63	49.41	32.35	91308.31	50.79	29.34	77530.08	49.44	29.00
新材料	1595.97	0.90	50.37	1194.57	0.67	44.24	244.25	0.15	64.43
其他业务	10535.00	5.96	46.07	9112.53	5.07	44.89	5834.47	3.72	6.68
合计	176822.00	100.00	33.07	179762.96	100.00	31.06	156823.12	100.00	28.20

资料来源: 公司财报, 联合资信整理

2021 年 1-3 月, 公司实现营业收入 3.45 亿元, 同比增长 101.34%, 主要系上年同期生产、营销工作因疫情影响未能正常开展, 基数较低所致; 实现利润总额 0.04 亿元; 净利润-0.02 亿元, 亏损程度较上年同期有所收窄。

2. 木地板业务

2020 年, 公司实木复合地板实现规模量产, 产销量均实现增长; 强化复合地板受疫情影响, 产销量出现下降; 工程类项目占比的提升使得公司销售周期进一步延长, 影响公司资金运行效率。

(1) 原材料采购

跟踪期内, 公司木地板业务采购模式、采购流程未发生重大变化, 主要原材料为密度板、木纹纸、平衡纸、耐磨纸、结构基材和面皮等。上述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。

从采购量来看, 2020 年, 受强化复合地板产销量下降影响, 其主要原材料密度板、木纹纸、平衡纸、耐磨纸采购量同比分别下降 31.17%、9.66%、12.26% 和 16.13%; 公司实木复合地板生产线实现规模量产, 面皮采购量同比增长 544.22%。同时, 公司改变生产方式, 直接采购半成品实木复合芯材, 部分外委加工产品由加工方提供包括底板在内的辅材。因此 2020 年, 公司新增实木复合芯材采购量 100.33 万张, 不再单独采购底板。

采购价格方面, 2020 年, 除木纹纸外, 公司主要原材料采购均价较上年均有所下降, 其中面皮采购价格同比下降 34.72%, 主要系采购种类发生变化所致。

表 5 公司地板业务采购情况

(单位: 万张、元/张)

原材料	项目	2018 年	2019 年	2020 年
密度板	采购量	298.81	329.15	226.57
	采购均价	62.00	62.10	60.40
木纹纸	采购量	283.32	297.51	268.78
	采购均价	9.72	9.73	9.80
平衡纸	采购量	288.26	296.63	260.26
	采购均价	5.97	5.90	5.77
耐磨纸	采购量	270.72	279.63	234.52
	采购均价	6.03	5.96	5.80
结构基材	采购量	20.86	21.22	21.83
	采购均价	68.16	67.53	67.62
面皮	采购量	22.65	28.63	184.44
	采购均价	32.46	31.42	20.51
底板	采购量	16.04	21.79	0.00
	采购均价	6.31	4.71	0.00
实木复合芯材	采购量	--	--	100.33
	采购均价	--	--	41.38

资料来源: 公司提供

采购集中度方面, 2020 年, 公司木地板业务前五大供应商采购额为 1.66 亿元, 占该业务板块总采购金额的比例为 29.84%, 同比下降 12.70 个百分点, 采购集中度大幅下降, 主要系公司实木复合地板规模量产后, 减少了外协加工的采购量所致。结算方式仍采用现金和银行承兑汇票, 账期 45~60 天左右, 较上年有所拉长。

(2) 产品生产

跟踪期内, 公司生产模式未发生重大变化, 仍采取“以销定产”模式。公司木地板产品分为强化复合地板和实木复合地板两类。

2020 年, 公司强化复合地板产能无变化,

仍以自主生产为主；产量受疫情影响同比下降20.15%，产能利用率下降至62.77%。公司实木复合地板受公司战略调整影响，在外协加工的基础上，增加了自主产能，2020年公司实木复合地板产能实现翻番，产量同比增长32.38%，产能利用率受外协加工比例降低影响下降至139.07%。

表6 公司地板业务生产情况

(单位：万平方米、%)

项目		2018年	2019年	2020年
强化复合	产能	1120.00	1200.00	1200.00
	产量	897.28	943.28	753.18
	产能利用率	80.11	78.61	62.77
实木复合	产能	80.00	90.00	200.00
	产量	177.60	210.11	278.14
	产能利用率	222.00	233.46	139.07

注：产量包含外协加工部分
资料来源：公司提供

(3) 产品销售

销售模式方面，公司仍主要采取经销商零售和工程业务直销两种模式。

零售业务方面，截至2020年底，公司地板零售部分经销商共660家，其中一级经销商12家，较上年底减少2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1500家，较上年底增加250家，主要分布于江苏、湖北、湖南、江西、四川、安徽、河北、山东等省份。

工程业务方面，公司专门设有工程客户部，大力拓展工程战略客户。截至2020年底，公司共拥有工程战略客户85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；2020年公司实现对工程客户销售总额3.15亿元，同比增长29.63%，占地板业务销售总收入的42.05%，同比上升10.94个百分点。结算方式采用现金支付和承兑汇票相结合的方式，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。

表7 公司地板业务销售情况

(单位：万平方米、%、元/平方米)

产品	项目	2018年	2019年	2020年
强化复合	销量	850.78	804.46	695.56
	产销率	94.82	85.28	92.35
	销售均价	63.17	62.79	62.71
实木复合	销量	142.39	157.68	175.39
	产销率	80.18	75.05	63.06
	销售均价	166.33	149.54	152.11

资料来源：公司提供

销量方面，2020年，受疫情影响，公司强化复合地板销量同比下降13.54%；公司加大对轻奢类实木地板销售力度，实木复合地板销量同比增长11.23%。

产销率方面，受工程类项目中实木复合订单增加，销售结算周期延长影响，2020年公司实木复合地板产销率同比下降11.99个百分点至63.06%；强化复合地板产销率同比上升7.07个百分点至92.35%。

销售均价方面，2020年，受工程类订单占比上升、以及市场竞争激烈影响，公司强化复合地板同比下降0.13%至62.71元/平方米。2020年，公司实木复合地板同比增长1.72%至152.11元/平方米。

客户集中度方面，2020年，公司木地板产品向前五大客户销售总额为0.61亿元，占该板块总销售额比例为8.10%，同比下降6.48个百分点，集中度较低。

3. 定制家居业务

2020年，公司定制衣柜业务销售渠道进一步拓展，产销量受到疫情影响出现下降，行业竞争加剧导致销售价格下降；门板业务产销量大幅下降，产能利用率处于低水平，但产品结构的调整使得销售价格小幅提升。

公司定制家居业务包括定制衣柜和门板业务，其中，定制衣柜的主要经营主体为全资子公司百得胜家居，负责家居研发、家居定制等业务。

(1) 原材料采购

采购方面，2020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。受膜压、移门等产品产销量下降影响，公司主要原材料采购金额均有所下降，其中实木、铝材、实木基板、板式基板、面料木皮同比分别下降64.97%、75.68%、26.85%、83.50%和69.22%。油漆采购金额同比增长14.24%，主要系公司改用价格较高的水性漆所致。

表8 公司定制家居业务主要原材料采购情况

原材料	项目	2018年	2019年	2020年
素板	采购金额(万元)	14440.14	13613.07	12356.55
	采购均价(元/张)	85.37	71.83	74.00
浸渍纸	采购金额(万元)	3951.22	3583.75	2541.87
	采购均价(元/张)	10.10	9.77	10.01
铝材	采购金额(万元)	2123.36	914.43	222.37
	采购均价(元/公斤)	15.40	17.07	19.68
实木	采购金额(万元)	896.51	922.86	323.25
	采购均价(元/立方米)	5402.53	5260.87	5364.54
实木基板	采购金额(万元)	383.48	1113.43	814.45
	采购均价(元/张)	213.62	246.97	261.45
板式基板	采购金额(元)	2011.21	3057.05	504.41
	采购均价(元/张)	129.50	98.18	120.1
面料木皮	采购金额(万元)	375.22	823.57	253.47
	采购均价(元/m)	14.45	13.40	13.53
油漆	采购金额(万元)	394.48	500.90	572.24
	采购均价(元/kg)	26.14	24.47	25.67

资料来源：公司提供

采购均价方面，主要原材料的采购价格均有所上升，其中铝材、板式基板同比分别上升15.29%和22.33%，对成本控制形成一定压力。

从采购集中度来看，2020年，公司定制家居业务向前五名供应商采购金额合计0.98亿元，占该业务板块总采购金额的22.90%，同比上升1.30个百分点，集中度一般。

(2) 生产和销售

跟踪期内，公司定制衣柜业务仍采取“以销定产”模式。产能方面，2020年，公司对定制

衣柜生产线进行了产能优化，年产能同比增长27.66%至180.00万平方米；门板业务产能较上年持平。产量方面，受疫情影响，公司定制衣柜产量同比下降14.90%；门板业务中移门产量大幅下降，目前公司主要进行木板掩门的生产，同期门板产量同比下降50.33%。受上述因素影响，公司定制衣柜和门板业务产能利用率下降至63.08%和17.98%，有待提升。

表9 公司定制家居业务生产情况

(单位：万平方米、%)

项目	2018年	2019年	2020年	
定制衣柜	产能	141.00	141.00	180.00
	产量	128.33	133.43	113.55
	产能利用率	91.01	94.63	63.08
门板业务	产能	120.00	120.00	120.00
	产量	52.52	43.45	21.58
	产能利用率	43.77	36.21	17.98

资料来源：公司提供

销售渠道方面，截至2020年底，百得胜家居拥有定制衣柜经销商共1243家，同比增加293家；拥有门店数量1537家，较上年增加538家。2020年，百得胜调整产业战略，聚焦“环保定制柜”，持续调整品牌传播和终端营销策略。

销售方面，2020年，公司定制衣柜销量同比下降15.69%，销售均价同比下降12.01%，主要系行业竞争加剧，无醛颗粒板销售价格下降所致；门板销量同比下降50.98%，销售均价同比提高9.21%。

表10 公司定制家居业务销售情况

(单位：万平方米、%、元/平方米)

产品	项目	2018年	2019年	2020年
定制衣柜	销量	128.42	134.87	113.71
	产销率	100.07	101.08	100.14
	平均销售价格	624.18	662.30	582.77
门板业务	销量	52.64	44.06	21.60
	产销率	100.23	101.40	100.09
	平均销售价格	451.55	452.78	494.46

资料来源：公司提供

从销售集中度来看，2020年，公司定制家居业务对前五大客户销售额合计0.93亿元，占该板块总销售额的比例为11.95%，同比下降1.56个百分点，集中度较低。

4. 经营效率

2020年，公司经营效率有所下降，存货周转率低于行业平均水平。

2020年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为24.18次、1.54次和0.46次，较上年均有不同程度的下降。与国内同行业其他上市公司相比，公司应收账款周转率高于行业平均水平，存货周转率和总资产周转率低于行业平均水平。

表11 2020年同行业公司经营效率指标

公司简称	应收账款周转次数(次)	存货周转次数(次)	总资产周转次数(次)
索菲亚	10.89	12.74	0.86
欧派家居	26.93	11.58	0.88
大亚圣象	6.12	2.42	0.86
志邦家居	16.89	8.74	1.06
美克家居	16.61	1.15	0.58
金牌厨柜	58.51	6.55	0.86
曲美家居	10.88	3.20	0.56
上述平均值	20.97	6.63	0.81
德尔未来	33.53	1.54	0.46

注：为便于与同行业上市公司进行比较，表格中数据均引自 Wind 资料来源：Wind

5. 未来发展

公司未来发展思路明确，有利于长远发展。

未来，公司将不断切入家居产业细分领域，研发推出更多具有年轻化、个性化、更加环保健康的各类家居产品，利用智能家居改变传统家居产业；同时将石墨烯新材料的相关储备技术逐步转化为适用于消费者的产品，拓宽公司的未来发展空间。2021年，公司将继续推进公司“智能互联家居产业+石墨烯新材料产业”双主业发展战略，利用公司在家居产业、石墨烯新材料产业多年的积累，同时联合国内外专业投资机构寻找、培育相关领域的优质项目资源，开展投资并购、整合及管理工作。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2019和2020年度财务报告均由信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)审计，审计结论均为标准的无保留意见。公司提供的

2021年一季度财务数据未经审计。

2020年，公司合并范围内新增子公司3家，均为新设，清算子公司2家，处置子公司1家。截至2021年3月底，公司合并范围内子公司33家，较上年底无变化。公司财务数据可比性较强。

截至2020年底，公司合并资产总额34.09亿元，所有者权益18.15亿元(含少数股东权益0.37亿元)；2020年，公司实现营业收入15.68亿元，利润总额-0.31亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额37.29亿元，所有者权益18.13亿元(含少数股东权益0.31亿元)；2021年1-3月，公司实现营业收入3.45亿元，利润总额0.04亿元。

2. 资产质量

截至2020年底，公司资产规模小幅增长，以流动资产为主，现金类资产较为充裕，存货规模较大，对营运资金存在占用，整体受限资产占比低，资产质量高。

截至2020年底，公司合并资产总额34.09亿元，较上年底增长0.73%。其中，流动资产占73.55%，非流动资产占26.45%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

(1) 流动资产

截至2020年底，公司流动资产25.07亿元，较上年底增长4.53%。公司流动资产主要由货币资金(占35.67%)、交易性金融资产(占25.08%)和存货(占33.50%)构成。

截至2020年底，公司货币资金8.94亿元，较上年底下降31.67%，主要系公司用货币资金购买较多理财产品所致。货币资金中有0.23亿元受限资金，受限比例为2.58%，主要为银行承兑汇票保证金和保函保证金。

截至2020年底，公司交易性金融资产6.29亿元，较上年底增长122.81%，主要为公司购买的银行理财产品。

截至2020年底，公司存货8.40亿元，较上年底增长35.30%，主要系工程业务增长，使得发出商品余额增加所致。公司存货余额主要由原材料(占16.86%)、库存商品(占17.04%)和发

出商品（占45.92%）构成，累计计提跌价准备0.09亿元，计提比例为1.05%。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降，存在一定的跌价风险。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产9.02亿元，较上年底下降8.51%，公司非流动资产主要由债权投资（占24.17%）、固定资产（占50.58%）和无形资产（占15.27%）构成。

截至2020年底，公司债权投资2.18亿元，较上年底增长63.96%，主要系定期存款增加所致。公司债权投资全部为购买的银行定期存单。

截至2020年底，公司固定资产4.56亿元，较上年底下降8.70%。公司固定资产主要由房屋建筑物（占44.16%）和机器设备（占50.75%）构成，累计计提折旧2.99亿元；固定资产成新率63.06%，成新率较高。

截至2020年底，公司无形资产1.38亿元，较上年底下降30.85%，主要系计提了部分专利权和商标权减值损失及转让子公司股权使得土地使用权减少所致。公司无形资产主要为土地使用权（占83.22%）等，累计摊销0.64亿元，计提减值准备0.14亿元。

2020年，子公司厦门烯成石墨烯科技有限公司（以下简称“厦门烯成”）经历多次技术转化的尝试和调整，尚未形成被市场认可的成果，因连续两年亏损，未来经营业绩难以达到预期，公司对厦门烯成商誉全额计提减值。公司因清算注销子公司苏州柏尔恒温科技有限公司而冲减合并该公司形成的商誉0.10亿元。截至2020年底，公司商誉为零。

截至2020年底，公司所有权或使用权受限资产合计1.38亿元，占资产总额的4.06%，主要为交易性金融资产、债权投资、货币资金的使用受限，受限比例低。

截至2021年3月底，公司合并资产总额37.29亿元，较上年底增长9.39%，主要系公司根据最新会计准则，对2021年1月1日合并报表进行调

整：调增使用权资产1.42亿元，调增相应的负债科目（租赁负债和一年内到期的非流动负债）所致。其中，流动资产占65.62%，非流动资产占34.38%，仍以流动资产为主。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至2020年底，公司所有者权益有所下降，权益稳定性仍属一般。

截至2020年底，公司所有者权益18.15亿元，较上年底下降5.85%，主要系股本和未分配利润减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为97.99%，少数股东权益占比为2.01%。在所有者权益中，股本、资本公积和未分配利润分别占36.68%、11.78%和41.44%。所有者权益结构稳定性一般。

截至2020年底，公司股本6.66亿元，较上年底下降0.52%，主要系公司回购注销未达到限制性股票解锁条件而冲减股本348.00万股所致。

截至2020年底，公司未分配利润较上年底下降8.08%至7.52亿元。

截至2021年3月底，公司所有者权益18.13亿元，较上年底下降0.10%，主要系少数股东权益减少所致，权益结构变动不大。

（2）负债

截至2020年底，公司负债规模有所扩大，债务以长期债务为主，债务负担处于合理水平。

截至2020年底，公司负债总额15.94亿元，较上年底增长9.45%。其中，流动负债占62.66%，非流动负债占37.34%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至2020年底，公司流动负债9.99亿元，较上年底增长11.10%，主要系合同负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占10.10%）、应付账款（占18.39%）、其他应付款（占8.96%）和合同负债（占52.05%）构成。

截至2020年底，公司短期借款1.01亿元，较上年底增长47.16%，主要系子公司出现短期借款需求所致；公司应付账款1.84亿元，较上年底下降8.08%；公司其他应付款0.89亿元，较上年

底下降31.21%，主要系限制性股票回购义务减少所致。公司根据最新会计准则，将原计入“预收款项”的客户预交货款计入“合同负债”科目，截至2020年底，公司新增合同负债5.20亿元，全部为大客户工程业务预收款（占75.62%）和预收货款（占24.38%）。

截至2020年底，公司非流动负债5.95亿元，较上年底增长6.79%。公司非流动负债主要为应付债券（占99.07%）。公司应付债券5.90亿元，较上年底增长7.03%，全部为“未来转债”账面待偿本息。

截至2021年3月底，公司负债总额19.16亿元，较上年底增长20.19%，主要系短期借款和租赁负债增加所致。其中，流动负债占62.61%，非流动负债占37.39%，仍以流动负债为主。

截至2020年底，公司全部债务7.07亿元，较上年底增长13.06%。债务结构方面，短期债务占16.56%，长期债务占83.44%，以长期债务为主，其中，短期债务1.17亿元，较上年底增长57.91%，主要系短期借款和应付票据增加所致；长期债务5.90亿元，较上年底增长7.03%。从债务指标来看，截至2020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46.77%、28.04%和24.53%，较上年底分别上升3.73个百分点、3.54个百分点和2.30个百分点。公司债务负担处于合理水平。

截至2021年3月底，公司全部债务9.96亿元，较上年底增长40.93%。债务结构方面，短期债务占28.68%，长期债务占71.32%，以长期债务为主，其中，短期债务2.86亿元，较上年底增长144.09%，主要系短期借款增加1.51亿元所致。长期债务7.11亿元，较上年底增长20.46%，主要系新增租赁负债1.11亿元所致。从债务指标来看，截至2021年3月底，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51.39%、35.47%和28.16%，较上年底分别上升4.62个百分点、7.43个百分点和3.63个百分点，债务负担有所加重。

4. 盈利能力

2020年，公司营业收入受疫情影响出现下降，加之主营业务毛利减少和多项非经常性损失，公司利润总额出现亏损，盈利能力弱化。

2021年一季度，公司营业收入同比大幅增长。

2020年，公司经营受到疫情的影响，全年实现营业收入15.68亿元，同比下降12.76%；营业成本11.26亿元，同比下降9.14%；公司利润总额-0.31亿元，同比下降125.57%，主要系主营业务毛利减少和非经常性损失增加所致。

2020年，公司费用总额为4.15亿元，同比下降8.77%，主要系销售费用和管理费用减少所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为59.12%、22.24%、7.41%和11.24%。其中，销售费用为2.45亿元，同比下降5.46%，主要系公司推行“降本增效”各项措施所致；管理费用为0.92亿元，同比下降35.71%，主要系公司冲减股份支付所致；研发费用为0.31亿元，同比增长7.65%；财务费用为0.47亿元，同比增长100.04%，主要系可转债利息支出增加所致。2020年，公司期间费用率³为26.45%，同比上升1.16个百分点，公司费用规模较大，对整体利润存在侵蚀。

非经常损益方面，2020年，公司实现投资收益0.28亿元，同比下降17.11%，主要系银行理财产品收益减少所致；其他收益0.18亿元，同比下降47.40%，主要为增值税即征即退和产业扶持资金；资产减值损失0.84亿元，同比增长240.91%，主要系公司对石墨烯业务确认了无形资产和商誉的减值准备；信用减值损失0.04亿元；资产处置损失0.04亿元，主要为非流动资产处置损失。上述非经常性损失对营业利润存在较大侵蚀。

盈利指标上，2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为-0.07%、-2.83%，同比分别下降4.07个百分点和6.40个百分点，盈利指标弱化。

2021年1-3月，公司实现营业收入3.45

³ 期间费用率=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）

/营业收入*100%

亿元,同比增长 101.34%,主要系上年同期生产、营销工作因疫情影响未能正常开展,基数较低所致;实现利润总额 0.04 亿元;净利润亏损 0.02 亿元,亏损程度较上年同期有所收窄。

5. 现金流分析

2020年,公司经营活动现金净流入规模大幅下降,收入实现质量仍属较高;投资活动现金流转为净流出状态;受“未来转债”付息影响,筹资活动现金流转为净流出状态。

从经营活动来看,2020年,公司经营活动现金流入量为19.43亿元,同比下降10.01%;经营活动现金流出量为19.14亿元,同比下降8.46%。2020年,公司经营活动现金净流入量为0.29亿元,同比下降57.28%,主要系公司工程类订单增多,现金回流较慢所致。2020年,公司现金收入比为119.77%,同比提高4.22个百分点,收入实现质量较高。

公司投资活动主要为银行理财的购买和赎回,2020年,公司投资活动现金流入量为36.73亿元,同比下降16.05%,主要系收回理财资金减少所致;投资活动现金流出量为40.66亿元,同比下降3.62%。2020年,公司投资活动现金净流出量为3.93亿元,同比净流入转为净流出。

2020年,公司筹资活动前现金流量净额为-3.64亿元,同比净流入转为净流出。公司投资支出主要为购买银行理财,对经营获现依赖程度低。

从筹资活动来看,2020年,公司筹资活动现金流入量为1.03亿元,同比下降85.61%,主要系2019年发行“未来转债”基数较高所致;筹资活动现金流出量为1.59亿元,同比增长42.20%,主要系“未来转债”付息增加所致。2020年,公司筹资活动现金净流出量为0.56亿元,同比由净流入转为净流出。

2021年1—3月,公司经营活动产生的现金流量净额为-0.90亿元;投资活动产生的现金流量净额为-2.95亿元;筹资活动产生的现金流量净额为1.43亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内,公司长、短期偿债能力指标总体有所弱化,但短期偿债能力仍很强,同时考虑到公司品牌知名度、销售渠道、产业链协同和生产规模等方面的竞争优势,公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看,截至2020年底,公司流动比率与速动比率分别由上年底的266.78%和197.73%下降至251.00%和166.91%,流动资产对流动负债的保障程度高。公司现金短期债务比由上年底的21.60倍下降至13.23倍,现金类资产对短期债务的保障程度仍很强。

从长期偿债能力指标看,2020年,公司EBITDA为1.09亿元,同比下降52.45%。从构成看,公司EBITDA主要由折旧(占53.03%)、摊销(占29.84%)和计入财务费用的利息支出(占45.51%)构成。2020年,公司EBITDA利息倍数由上年的6.90倍下降至2.20倍,EBITDA对利息的覆盖程度明显下降;全部债务/EBITDA由上年的2.72倍提高至6.48倍,EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。

截至2021年3月底,公司无对外担保和重大未决诉讼事项。

截至2021年3月底,公司共计获得银行授信额度1.20亿元,全部未使用。公司为深圳证券交易所上市公司,具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

截至2020年底,母公司资产结构较为均衡,货币资金充裕;债务负担处于合理水平,且以长期债务为主;权益结构稳定性较好。2020年,母公司营业收入主要为木地板销售收入,利润总额亏损;经营活动现金流呈净流出状态。

截至2020年底,母公司资产总额33.57亿元,较上年底增长1.92%。其中,流动资产15.23亿元(占45.38%),非流动资产18.33亿元(占54.62%)。从构成看,流动资产主要由货币资金(占23.39%)、交易性金融资产(占23.26%)、其他应收款(占5.07%)和存货(占43.73%)构成;非流动资产主要由债权投资(占10.25%)和长

期股权投资（占82.90%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为3.56亿元。

截至2020年底，母公司负债总额15.80亿元，较上年底增长10.69%。其中，流动负债9.87亿元（占62.50%），非流动负债5.92亿元（占37.50%）。从构成看，流动负债主要由应付账款（占23.41%）、其他应付款（占25.74%）和合同负债（占44.34%）构成，非流动负债主要由应付债券（占99.56%）构成。母公司2020年底资产负债率为47.07%，较2019年底提高3.73个百分点。母公司2020年底全部债务资本化比率26.21%，债务负担较轻，且以长期债务为主（占93.47%）。

截至2020年底，母公司所有者权益为17.77亿元，较上年底下降4.79%。在所有者权益中，实收资本为6.66亿元（占37.46%）、资本公积合计5.15亿元（占28.96%）、未分配利润合计4.52亿元（占25.43%）、盈余公积合计0.82亿元（占4.59%）。母公司所有者权益稳定性较好。

2020年，母公司营业收入为6.13亿元，投资收益为0.05亿元，利润总额为-0.57亿元。

现金流方面，2020年，母公司经营活动现金流净额为-0.57亿元，投资活动现金流净额-3.30亿元，筹资活动现金流净额-0.57亿元。

十一、 存续期内债券偿还能力分析

截至2020年底，公司存续债券的偿债压力较小。

截至2021年3月底，公司存续债券“未来转债”余额为6.30亿元，将于2025年04月到期。截至2020年底，公司现金类资产为15.49亿元，2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为19.43亿元、0.29亿元和1.09亿元，为公司存续债券待偿余额的3.08倍、0.05倍和0.17倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表 12 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2020年
待偿债券余额	6.30
现金类资产/待偿债券余额	2.46
经营活动现金流入量/待偿债券余额	3.08
经营活动现金流净额/待偿债券余额	0.05

EBITDA/待偿债券余额	0.17
---------------	------

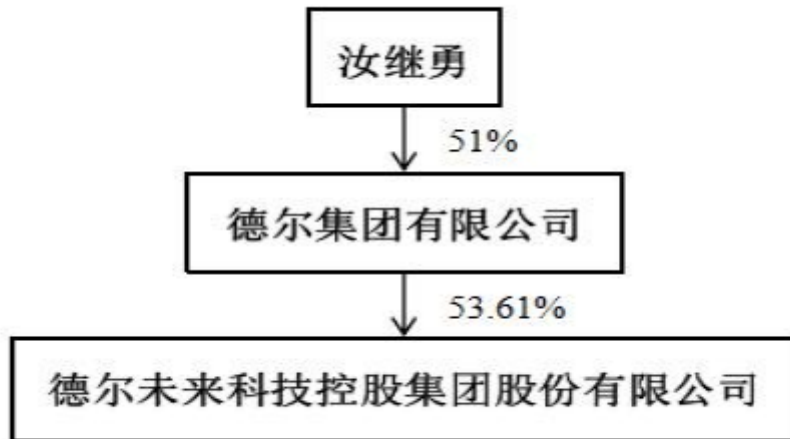
资料来源：联合资信整理

公司EBITDA、经营活动现金流净额对待偿债券余额保障能力较弱；现金类资产、经营活动现金流入量对待偿债券余额保障能力较强。从“未来转债”设置的转股价格修正条款和赎回条款中可以看出，未来债券转股的可能性较大。综合以上分析，并考虑公司自身的经营优势，公司对“未来转债”的偿还能力很强。

十二、 结论

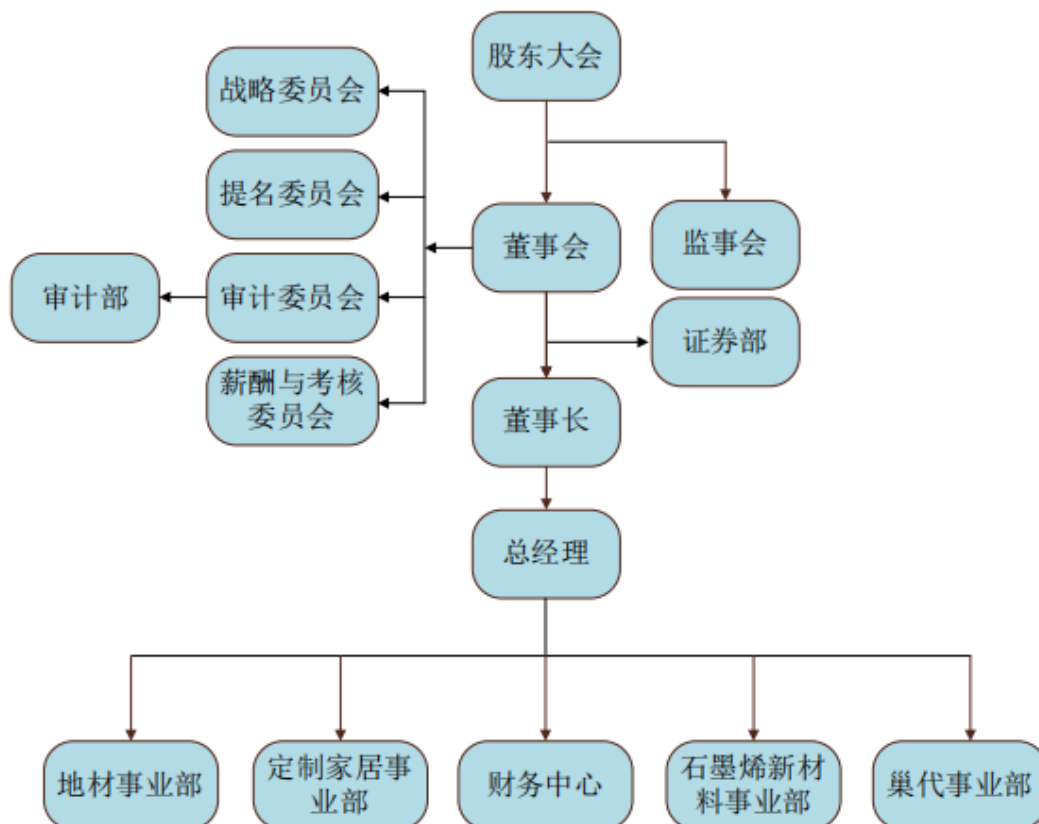
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA⁻，维持“未来转债”的信用等级为AA⁻，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司主要子公司情况

序号	企业名称	主要业务	注册资本 (亿元)	持股比例 (%)	取得方式
1	苏州百得胜智能家居有限公司	定制衣柜及配套家具	4.55	100.00	同一控制下企业合并
2	巢代控股有限公司	全品类全空间拎包入住	0.80	80.00	设立
3	厦门烯成石墨烯科技有限公司	石墨烯制备设备、应用产品的研发及生产	0.20	74.23	非同一控制下企业合并

资料来源：公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	4.77	16.02	15.49	13.64
资产总额 (亿元)	25.72	33.84	34.09	37.29
所有者权益 (亿元)	17.52	19.27	18.15	18.13
短期债务 (亿元)	0.60	0.74	1.17	2.86
长期债务 (亿元)	0.00	5.51	5.90	7.11
全部债务 (亿元)	0.60	6.25	7.07	9.96
营业收入 (亿元)	17.68	17.98	15.68	3.45
利润总额 (亿元)	1.60	1.21	-0.31	0.04
EBITDA (亿元)	2.24	2.29	1.09	--
经营性净现金流 (亿元)	2.46	0.68	0.29	-0.90
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	26.83	29.63	24.18	--
存货周转次数 (次)	2.84	2.29	1.54	--
总资产周转次数 (次)	0.74	0.60	0.46	--
现金收入比 (%)	120.53	115.56	119.77	120.09
营业利润率 (%)	31.52	29.74	26.56	25.77
总资本收益率 (%)	5.92	4.00	-0.07	--
净资产收益率 (%)	6.05	3.58	-2.83	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	22.24	24.53	28.16
全部债务资本化比率 (%)	3.29	24.49	28.04	35.47
资产负债率 (%)	31.86	43.04	46.77	51.39
流动比率 (%)	214.56	266.78	251.00	203.95
速动比率 (%)	157.61	197.73	166.91	128.46
经营现金流动负债比 (%)	30.19	7.61	2.93	--
现金短期债务比 (倍)	8.02	21.60	13.23	4.77
EBITDA 利息倍数 (倍)	196.25	6.90	2.20	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.27	2.72	6.48	--

注：1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计；2. 公司“租赁负债”已纳入长期债务指标核算

资料来源：公司财务报表和公司提供数据，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	2.73	8.90	7.36	5.80
资产总额 (亿元)	25.10	32.94	33.57	34.91
所有者权益 (亿元)	17.46	18.66	17.77	17.80
短期债务 (亿元)	0.00	0.06	0.41	1.39
长期债务 (亿元)	0.00	5.51	5.90	6.00
全部债务 (亿元)	0.00	5.57	6.31	7.38
营业收入 (亿元)	6.55	6.63	6.13	1.58
利润总额 (亿元)	0.16	0.35	-0.57	0.05
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	1.13	-0.17	-0.57	-0.05
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	18.64	19.95	15.25	--
存货周转次数 (次)	1.63	1.28	0.82	--
总资产周转次数 (次)	0.27	0.23	0.18	--
现金收入比 (%)	125.68	118.24	118.36	139.89
营业利润率 (%)	29.82	26.34	23.30	23.96
总资本收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	0.10	1.18	-3.26	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	22.80	24.92	25.19
全部债务资本化比率 (%)	0.00	22.97	26.21	29.31
资产负债率 (%)	30.43	43.34	47.07	49.00
流动比率 (%)	161.48	172.01	154.27	134.44
速动比率 (%)	121.47	121.28	86.81	70.31
经营现金流动负债比 (%)	14.83	-1.92	-5.82	--
现金短期债务比 (倍)	*	160.38	17.88	4.18
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注: 1.公司本部 2021 年一季度财务报表未经审计; 2. “/”表示限于客观条件, 此项数据未获取到; “*”表示此项数据无穷大或无穷小
资料来源: 公司财务报表, 联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。