

信用评级公告

联合〔2022〕2482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：

二〇二二年六月十六日

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 2022 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	6.29 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；所示债券余额为截至 2022 年 3 月底数据

评级时间：2022 年 6 月 16 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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202204

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	2
			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

2021 年，德尔未来科技控股集团股份有限公司（以下简称“公司”）作为中国大型木地板上市公司之一，持续推进“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；受益于下游需求集中释放，公司生产经营情况向好发展，营业总收入有所增加、利润总额扭亏为盈。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司所处家居行业竞争激烈；公司大额存货对营运资金存在占用，对部分地产客户的发出商品存在减值风险；营业利润受期间费用侵蚀明显，受投资收益影响较大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

- 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”“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。
- 公司销售渠道进一步优化完善。2021 年，公司积极优化零售端产业布局，整改、升级经销门店。截至 2021 年底，公司销售网络覆盖中国 32 个省市自治区，并在线上开发天猫、京东和苏宁等电商平台的合作。
- 公司现金类资产较为充裕，短期偿债能力仍很强。截至 2021 年底，公司现金类资产 11.67 亿元，占流动资产的 41.84%，资产流动性好；流动比率为 200.84%，速动比率为 117.85%，现金短期债务比为 9.20 倍。

关注

- 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

分析师：宁立杰 崔濛骁
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

场波动等因素影响。2021年，多家房地产企业出现信用风险，需持续关注公司经营回款情况。

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2021年底，公司存货账面价值较上年底增长37.24%至11.53亿元，对营运资金存在占用。其中，发出商品占存货账面价值比例为49.96%。若部分地产客户对发出商品无法验收，对部分地产客户的发出商品存在一定的减值风险。

3. **期间费用对公司利润侵蚀明显；投资收益对公司利润影响较大。**2021年，公司费用总额为4.54亿元，占营业总收入的22.35%。投资收益占营业利润比重为38.87%，对营业利润影响较大。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产（亿元）	16.08	15.58	11.67	11.79
资产总额（亿元）	33.84	34.09	39.94	41.56
所有者权益（亿元）	19.27	18.15	18.56	18.30
短期债务（亿元）	0.74	1.17	1.27	3.19
长期债务（亿元）	5.51	5.90	7.42	7.45
全部债务（亿元）	6.25	7.07	8.69	10.65
营业总收入（亿元）	17.98	15.68	20.34	2.94
利润总额（亿元）	1.21	-0.31	1.07	-0.36
EBITDA（亿元）	2.29	1.09	2.82	--
经营性净现金流（亿元）	0.68	0.29	1.82	-1.91
营业利润率（%）	29.74	26.56	25.17	16.83
净资产收益率（%）	3.58	-2.83	3.20	--
资产负债率（%）	43.04	46.77	53.52	55.96
全部债务资本化比率（%）	24.49	28.04	31.88	36.77
流动比率（%）	266.78	251.00	200.84	187.77
经营现金流动负债比（%）	7.61	2.93	13.14	--
现金短期债务比（倍）	21.69	13.30	9.20	3.69
EBITDA利息倍数（倍）	6.90	2.20	4.66	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.72	6.48	3.08	--
公司本部（母公司）				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额（亿元）	32.94	33.57	36.51	37.32
所有者权益（亿元）	18.66	17.77	17.40	17.29
全部债务（亿元）	5.57	6.31	6.68	8.16
营业总收入（亿元）	6.63	6.13	8.67	1.09
利润总额（亿元）	0.35	-0.57	-0.19	-0.13
资产负债率（%）	43.34	47.07	52.32	53.67
全部债务资本化比率（%）	22.97	26.21	27.73	32.08
流动比率（%）	172.01	154.27	129.56	125.72
经营现金流动负债比（%）	-1.92	-5.82	-0.74	--

注：1. 公司及其母公司2022年一季度财务报表未经审计；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. 部分数据与历史评级项目的评级报告披露数据存在差异，系计算公式更新所致，具体公式请见附件3；4. 本报告2019-2020年数据使用相应年度报告期初数据；2021年数据使用年度报告期末数据

资料来源：公司年报

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	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	2021/06/10	宁立杰 唐玉丽	一般工商行业企业信用评级方法/模型 V3.0.201906	阅读全文
未来转债	AA-	AA-	稳定	2018/08/31	高鹏 罗娟	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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受德尔未来科技控股集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

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 2022 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 2022 年 3 月底，公司注册资本 66835.10 万元，股本 65863.12 万元（差异系公司部分可转换债券转股及回购注销限制性股票导致股份变动，工商信息未更新所致）。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 54.17% 的股份，汝继勇先生为公司实际控制人，直接持有公司 0.22% 的股份。截至 2022 年 4 月 13 日，德尔集团共质押 15697.89 万股公司股票，占公司股份总数的 23.83%，占其持有公司股份总数的 44.00%。

截至 2021 年底，公司合并范围内拥有 33 家子公司；经营范围较上年未发生明显变动。

截至 2021 年底，公司资产总额 39.94 亿元，所有者权益 18.56 亿元（含少数股东权益 0.20 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 20.34 亿元，利润总额 1.07 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 41.56 亿元，所有者权益 18.30 亿元（含少数股东权益 0.20 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.94 亿元，利润总额 -0.36 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

截至 2022 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，在付息日正常付息。截至 2022 年 3 月底，公司剩余可转债余额为 6.29 亿元，转股比例较低。

表 1 截至 2022 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	6.29	2019/04/03	6 年

资料来源：联合资信整理

2021 年，公司实际使用募集资金 0.14 亿元。截至 2021 年底，“未来转债”募集资金已累计使用 2.22 亿元。受到经济增长放缓及下游市场行情影响，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 2021 年底累计 投入金额	募集资金 使用进度
1	年产智能成套家具 8 万套项目	30600.00	3685.94	12.05
2	3D 打印定制地板研发中心项目	7396.70	1236.16	16.71
3	智能成套家具信息化系统及研发中心项目	10900.00	4286.66	39.33
4	补充流动资金	13000.00	13000.00	100.00
合计		61896.70	22208.76	35.88

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生

产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 3 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30 (4.95)	7.90 (5.47)	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50 (6.79)	15.90 (6.95)	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60 (2.90)	12.60 (4.40)	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60 (7.60)	15.00 (8.20)	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70 (2.30)	7.80 (2.40)	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80 (-2.0)	19.20 (2.00)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90 (4.14)	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70 (4.53)	12.00 (5.14)	9.70 (5.05)	8.10 (5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一

季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。

¹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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同

期为基期计算的几何平均增长率，下同。

其中,出口 8209.20 亿美元,同比增长 15.80%;进口 6579.80 亿美元,同比增长 9.60%;贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳, PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%,猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%,各月同比增速回落幅度有所收敛;PPI 环比由降转升,上行动力增强,输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动,带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张, 财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元,比上年同期多增 1.77 万亿元;3 月底社融规模存量同比增长 10.60%,增速较去年底高 0.30 个百分点。从结构看,财政前置带动政府债券净融资大幅增长,是支撑社融扩张的主要动力,一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳, 民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度,全国一般公共预算收入 6.20 万亿元,同比增长 8.60%,财政收入运行总体平稳。其中,全国税收收入 5.25 万亿元,同比增长 7.70%,主要是受工业企业利润增长带动,但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面,2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元,同比增长 8.30%,为全年预算的 23.80%,进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障,科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大, 居民收入稳定增长。2022 年一季度,城镇调查失业率均值为 5.53%,其中 1 月、2 月就业情况总体稳定,调查失业率分别为 5.30%、5.50%,接近上年同期水平,环

比小幅上升,符合季节性变化规律;而 3 月以来局部疫情加重,城镇调查失业率上升至 5.80%,较上年同期上升 0.50 个百分点,稳就业压力有所增大。2022 年一季度,全国居民人均可支配收入 1.03 万元,实际同比增长 5.10%,居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置, 保持经济运行在合理区间, 实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月,国务院常务会议指出,要把稳增长放在更加突出的位置,统筹稳增长、调结构、推改革,切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间:部署促进消费的政策举措,助力稳定经济基本盘和保障改善民生;决定进一步加大出口退税等政策支持力度,促进外贸平稳发展;确定加大金融支持实体经济的措施,引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定:着力稳市场主体、保就业;综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定,保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响, 经济稳增长压力加大。生产端,停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注;需求端,投资对经济的拉动作用有望提升,可能主要依靠基建投资的发力;国内疫情的负面影响短期内或将持续,制约消费的进一步复苏;在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下,叠加上年基数攀升的影响,出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此,IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大,实现 5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 木地板行业

2021 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; 2021 年,受地产政策调控和能耗管控影响,叠加疫情管控,地板行业需求承压。2021 年,木地板销售价格较为稳定,木材价格上涨挤压地板行业企

业利润空间。

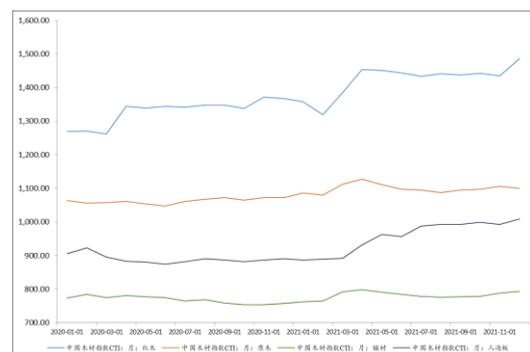
木地板是装修重要的铺装材料之一，按照品类可以将木地板分为强化复合地板、实木复合地板、实木地板和竹地板，其中强化复合地板和实木复合地板由于其综合性能相对较好，成为市场上的主流品类。2021年，受到新冠肺炎疫情、地产调控政策升级和能耗管控等多重因素影响，地板行业需求在2020年低基数上略有增长，但与2019年相比，出现了一定程度的萎缩。在木地板领域，根据中国林产工业协会不完全统计，2021年中国具有一定规模企业的木竹地板总销量约4.13亿平方米，同比增长约0.39%，2019年中国具有一定规模企业的木竹地板企业总销量约为4.25亿平方米，较2018年增长约1.68%。2021年，除实木复合地板外，其他木、竹地板销量均出现了不同程度的下降。其中，强化木地板销售1.95亿平方米，同比下降2.01%；实木复合地板销售同比增长7.03%至1.48亿平方米；实木地板销售0.39亿平方米，同比下降4.88%；竹地板销售0.26亿平方米，同比下降9.09%。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，中国木地板及木质家具出口困难加大。2015—2020年中国木地板出口额从2.74亿美元下降至1.2亿美元。

行业上游方面，2021年，受国家林业产业政策收紧、木材主要进口国家地区政策、自然灾害及气候等影响，原木等木材价格大幅增长。根据中国木材价格指数网统计，红木、原木、锯材和人造板价格指数CTI与2020年相比均有所增长；实木地板、实木复合地板等地板价格指数CTI自2020年以来较为平稳，木材价格上涨增加了地板生产企业的成本控制压力。

行业下游方面，2021年，随着居民生活水平的不断提高，消费代际变化和消费升级的影响，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。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。木地板行

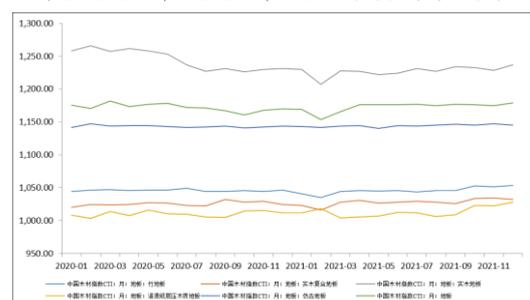
业运行与中国房地产市场景气度密切相关，根据国家统计局数据，2021年，中国竣工房屋面积由2020年9.12亿平方米上升至10.14亿平方米；住宅商品房销售面积由2020年15.49亿平方米增长至15.65亿平方米。2021年上半年，地产逐步进入交房周期，地板行业作为房地产后周期行业，下游需求在2020年的低基数上有所增长。2021年下半年，为遏制房价过快上涨，抑制投机性房地产需求，国家出台房地产调控措施，叠加房地产市场整体上供大于求的情况，中国房地产业发展速度预期放缓，个别房企出现风险。房地产调控政策的不确定性以及房地产市场周期性波动对装修装饰行业需求带来一定的影响。

图1 2020年—2021年各类木材月度价格指数



资料来源：Wind

图2 2020年—2021年各类地板月度价格指数



资料来源：Wind

行业竞争上，根据中国林产工业协会地板专业委员会统计，中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。精装修市场方面，2021年，精装修市场木地板规模为271.4万套，配置率为

94.9%，同比增长 0.9 个百分点。从品牌竞争来看，木地板 CR10 品牌份额为 81.5%，大亚圣象家居股份有限公司以 19.6% 的市场份额占据首位。精装修市场木地板头部品牌市场格局较为稳定，但竞争较为激烈。现阶段中国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，叠加新冠肺炎疫情导致物流成本增加等影响，中小企业将面临较大的成本压力，行业集中度将持续向行业头部企业倾斜。

未来，房地产行业“严监管”大方向改变的可能性较低，但行业信用风险事件频出，且考虑到“保交付”政策指引，预计政策力度会有边际改善。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

2021 年，随着疫情的控制，叠加老房翻新需求以及精装修渗透率的提升，定制家居行业需求存在一定的增量空间。但受原材料价格上涨、个别房地产企业出现信用风险等影响，定制家居行业整体总利润规模增长幅度低于营业总收入增长幅度。

中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，此前高速增长的家居行业整体减速。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 年中国家具行业零售额达 1598 亿元，同比下降 7.00%。2021 年，行业需求集中

释放，推动家具行业规模增长。根据国家统计局数据，2021 年，中国家具制造业规模以上企业实现营业收入总收入 8004.60 亿元，同比增长 13.5%；实现总利润达 433.70 亿元，同比增长 0.9%，家具行业规模以上企业数量达 6657 家。

近年来，中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 年中国精装房渗透率已达 32%，对标发达国家地区市场（北美为 80%，欧洲为 86%），中国精装房渗透率仍有很大提升空间。根据中商情报网数据，中国定制家具市场渗透率为 30%，较美国等发达国家渗透率 60% 仍有较大差距。此外，国务院办公厅于 2020 年 7 月印发实施了《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，力争 2025 年底前基本完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区的改造任务。在房地产行业整体景气度下行的大背景下，消费代际变化和消费升级带动的“二次装修”“旧房改造”“房屋个性化改造”等零售端存量房改造业务逐渐成为家居行业新的增长点。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一定的增量需求。

家居行业进入门槛较低，参与者众多，行业竞争激烈。2021 年定制家居企业持续分化，头部企业的优势持续扩大。2021 年，索菲亚营业收入规模过百亿，欧派家居的营业收入突破 200 亿，与其他的定制家居企业的差距持续拉大。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，定制家居整体行业的集中度将持续提升，龙头企业的竞争优势持续扩大；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

截至 2022 年 4 月 13 日，公司控股股东为德尔集团，持股比例为 54.17%，共质押 15697.89 万股公司股票，占公司股份总数的 23.83%，占其持有公司股份总数的 44.00%；汝继勇先生为公司实际控制人，直接持有公司 0.22% 的股份。

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。

2021年,公司继续整合优化资源,融合智能家居和传统家居产业。品牌方面,“DER”品牌是中国地板行业首批“中国驰名商标”之一,为公司最核心的无形资产之一,2021年,公司推出高端品牌“Der.1863”,并发展“Der.1863臻享会”会员体系以拓展“新零售”业务。此外,公司拥有“百得胜”“巢代”“德尔赫斯”等多个品牌。渠道方面,公司销售网络覆盖中国32个省市自治区,大客户覆盖万科、华润置地、保利地产等房地产开发企业,并拓展天猫、京东等电商平台。截至2021年底,公司地板零售直接签约经销商共850家,一级经销商12家,拥有门店数量1600家,主要分布于江苏省、湖北省、江西省、四川省、安徽省、河北省、山东省、北京市等地;家装渠道直接签约客户共85家;工程战略客户78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1222家。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。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告(统一社会信用代码:91320500767387634T),截至2022年5月5日,公司本部无未结清或已结清的关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录,公司无逾期或违约记录,履约情况良好。

截至本报告出具日,联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

2021年,公司治理结构以及主要管理制度未发生重大变化,管理运作连续正常。

2021年8月,公司副总经理兼董事会秘书

何霞女士辞职。2021年10月,公司聘任李红仙女士为公司副总经理兼董事会秘书。公司主要管理制度未发生变化,管理运作连续正常。

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》。因涉及与公司实际控制人汝继勇先生关于河南义腾新能源科技有限公司股权回购合同纠纷,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2022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司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

2021年,公司营业总收入有所增加;受工程类项目占比增加影响,公司综合毛利率有所下降。2022年一季度,公司营业总收入同比下降。

公司主要从事木地板和定制衣柜的生产及销售业务。2021年,受下游需求释放的影响,定制家居业务和地板业务收入同比均有所上升,全年实现营业总收入20.34亿元,同比增加29.67%;实现利润总额1.07亿元,扭亏为盈。

收入构成方面,2021年,公司地板收入同比上升43.55%,占营业总收入的比重提升4.99个百分点;定制家居收入同比上升17.69%,占营业总收入的比重下降4.57个百分点;新材料收入略有增加,占营业总收入比重变化不大。其他业务主要包括密度板、商标使用费等,占比较低。

毛利率方面,2021年,受毛利率较低的工程

类项目占比上升和物流成本上涨影响，公司地板业务毛利率同比下降1.32个百分点；定制家居毛利率同比下降1.49个百分点；新材料毛利率同比下降9.13个百分点。受上述因素影响，2021年公司综合毛利率小幅下降1.17个百分点。

2022年1-3月，公司实现营业总收入2.94亿元，同比下降14.92%，主要系受新冠肺炎疫情多点散发影响，公司生产经营活动无法正常开展，产品验收进度滞后所致；利润总额为-0.36亿元。

表4 2019-2021年及2022年1-3月公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2019年			2020年			2021年			2022年1-3月		
	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)
地板	7.81	43.47	31.27	7.32	46.69	28.96	10.51	51.68	27.64	1.41	47.94	24.34
定制家居	9.13	50.79	29.34	7.75	49.44	29.00	9.12	44.87	27.51	1.47	50.13	14.81
新材料	0.12	0.67	44.24	0.02	0.15	64.43	0.03	0.13	55.30	0.00	0.08	51.96
其他业务	0.91	5.07	44.89	0.58	3.72	6.68	0.68	3.32	9.91	0.05	1.85	2.54
合计	17.98	100.00	31.06	15.68	100.00	28.20	20.34	100.00	27.03	2.94	100.00	19.18

注：尾差系数据四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 地板业务

2021年，公司实木复合地板实现规模量产，产销量保持增加；受益于疫情有效控制，强化复合地板产销量均有所增加；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

2021年，公司地板业务采购模式、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。上述原材料约占地板生产成本较高，其价格变动对生产成本影响较大。

从采购量来看，2021年，受销售规模扩大影响，其主要原材料密度板、木纹纸、平衡纸、耐磨纸采购量均有所上升；公司实木复合地板生产线加大规模量产，面皮采购量同比增长164.57%。公司自2020年改变生产方式，直接采购半成品实木复合芯材，部分外协加工产品由加工方提供包括底板在内的辅材。公司实木复合芯材采购量同比增长121.68%，不再单独采购底板。

采购价格方面，2021年，除面皮外，公司主要原材料采购均价较上年均有所上升，主要系大宗商品价格上涨，各类原料成本随之上涨

所致。

表5 公司地板业务采购情况

原材料	项目	2019年	2020年	2021年
密度板	采购量(万张)	329.15	226.57	334.49
	采购均价(元/张)	62.10	60.40	61.29
木纹纸	采购量(万张)	297.51	268.78	327.79
	采购均价(元/张)	9.73	9.80	10.59
平衡纸	采购量(万张)	296.63	260.26	345.30
	采购均价(元/张)	5.90	5.77	6.46
耐磨纸	采购量(万张)	279.63	234.52	293.4
	采购均价(元/张)	5.96	5.80	6.48
结构基材	采购量(万平方米)	21.22	21.83	20.88
	采购均价(元/平方米)	67.53	67.62	70.49
面皮	采购量(万平方米)	28.63	184.44	487.97
	采购均价(元/平方米)	31.42	20.51	18.00
底板	采购量(万张)	21.79	--	--
	采购均价(元/张)	4.71	--	--
实木复合芯材	采购量(万平方米)	--	100.33	222.41
	采购均价(元/平方米)	--	41.38	43.68

资料来源：公司提供

采购集中度方面，2021年，公司地板业务

前五大供应商采购额为 2.57 亿元，占该业务板块总采购金额的比例为 31.35%，同比提高 1.51 个百分点。结算方式仍采用现金和银行承兑汇票，账期仍为 45~60 天左右。

(2) 产品生产

2021 年，公司生产模式未发生重大变化，仍采取“以销定产”模式。公司地板产品主要分为强化复合地板和实木复合地板两类。

2021 年，公司强化复合地板产能无变化，仍以自主生产为主；产量受下游需求释放影响同比上升 45.38%，产能利用率有所提升。公司实木复合地板持续增加自主产能，2021 年公司实木复合地板产能实现翻倍，产量同比增长 57.72%，产能利用率受外协加工比例降低影响下降至 106.99%。

表 6 公司地板业务生产情况

(单位：万平方米、%)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	
强化复合	产能	1200.00	1200.00	1200.00
	产量	943.28	753.18	1095.00
	产能利用率	78.61	62.77	91.25
实木复合	产能	90.00	200.00	410.00
	产量	210.11	278.14	438.67
	产能利用率	233.46	139.07	106.99

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，公司主要采取经销商零售、家装业务和工程业务直销三种模式。

零售业务方面，截至 2021 年底，公司地板零售部分经销商共 850 家，其中一级经销商 12 家；结算方式为现款现货，基本无账期；公司经销商拥有门店 1600 家，较上年底增加 100 家，主要分布于江苏省、湖北省、江西省、四川省、安徽省、河北省、山东省和北京市等地。

家装业务方面，公司设有家装业务定制专门的产品线，并通过设计师驻店等方式发展家装业务，推动公司、合作装饰装修企业与客户之间的三者联通。2021 年，公司实现家装业务销售收入 0.21 亿元。截至 2021 年底，公司家装渠道签约客户 85 家。结算方式采用现款现货和账

期结算两种方式，均为现金支付，无质保金。其中，账期结算针对战略客户，账期为 30 天~60 天。

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 2021 年底，公司共拥有工程战略客户 78 家，包括万科企业股份有限公司等；2021 年公司实现对工程客户销售总额 4.68 亿元，同比增长 48.57%，占地板业务销售总收入的 44.53%。结算方式采用现金支付和承兑汇票相结合的方式，项目现场安装前，客户支付进度款至 70%~80%；安装完成后，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。考虑到 2021 年房地产企业接连出现信用风险，公司回款情况需予以关注。

表 7 公司地板业务销售情况

产品	项目	2019 年	2020 年	2021 年
强化复合	销量 (万平方米)	804.46	695.56	903.00
	产销率 (%)	85.28	92.35	82.47
	销售均价 (元/平方米)	62.79	62.71	62.55
实木复合	销量 (万平方米)	157.68	175.39	280.00
	产销率 (%)	75.05	63.06	63.83
	销售均价 (元/平方米)	149.54	152.11	158.49

资料来源：公司提供

销量方面，受益于 2020 年积压需求部分释放，2021 年，公司强化复合地板销量同比上升 29.82%；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 59.64%。

产销率方面，2021 年，公司实木复合地板产销率同比上升 0.77 个百分点；强化复合地板产销率同比下降 9.88 个百分点。

销售均价方面，2021 年，受市场竞争激烈影响，公司强化复合地板销售均价同比下降 0.26%。2021 年，公司实木复合地板推出高端品牌，销售均价同比增长 4.19%。

客户集中度方面，2021 年，公司地板产品向前五大客户销售总额为 0.98 亿元，占该板块总销售额比例为 9.32%，集中度较低。

3. 定制家居业务

2021年，公司定制衣柜业务销售渠道进一步拓展，产销量较上年有所增加；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，2021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。受生产技术调整，公司原材料细分品类相应调整，实木、实木基板和面料木皮采购金额均有所下降。

表8 公司定制家居业务主要原材料采购情况

原材料	项目	2019年	2020年	2021年
素板	采购金额(万元)	13613.07	12356.55	17149.57
	采购均价(元/张)	71.83	74.00	85.17
浸渍纸	采购金额(万元)	3583.75	2541.87	3466.10
	采购均价(元/张)	9.77	10.01	12.24
铝材	采购金额(万元)	914.43	222.37	651.12
	采购均价(元/公斤)	17.07	19.68	20.85
实木	采购金额(万元)	922.86	323.25	160.97
	采购均价(元/立方米)	5260.87	5364.54	8180.12
实木基板	采购金额(万元)	1113.43	814.45	505.77
	采购均价(元/张)	246.97	261.45	250.77
板式基板	采购金额(元)	3057.05	504.41	178.15
	采购均价(元/张)	98.18	120.1	128.02
面料木皮	采购金额(万元)	823.57	253.47	118.64
	采购均价(元/平方米)	13.40	13.53	8.76
油漆	采购金额(万元)	500.90	572.24	578.56
	采购均价(元/千克)	24.47	25.67	38.46

资料来源：公司提供

采购均价方面，受大宗商品价格上涨影响，部分原材料的采购均价有所上升，其中铝材、油漆和实木采购均价同比分别上升 5.95%、49.82%

和 52.49%，对成本控制形成一定压力。

从采购集中度来看，2021年，公司定制家居业务向前五名供应商采购金额合计 1.37 亿元，占该业务板块总采购金额的 26.96%，同比上升 4.06 个百分点，集中度一般。

(2) 生产和销售

2021年，公司定制衣柜业务仍采取“以销定产”模式。产能方面，2021年，公司对定制衣柜、门板业务产能较上年持平。产量方面，公司定制衣柜产量同比上升 11.91%，产能利用率提高 7.51 个百分点；门板业务中，公司根据消费市场情况的变化减少移门产量，增加掩门产量，因掩门计入柜体订单，整体门板业务产销量有所下降。2021年，门板业务产量同比下降 27.71%，产能利用率下降 4.98 个百分点，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	2019年	2020年	2021年	
定制衣柜	产能	141.00	180.00	180.00
	产量	133.43	113.55	127.07
	产能利用率	94.63	63.08	70.59
门板业务	产能	120.00	120.00	120.00
	产量	43.45	21.58	15.60
	产能利用率	36.21	17.98	13.00

资料来源：公司提供

销售渠道方面，截至 2021 年底，百得胜家居拥有定制衣柜经销商共 1222 家，拥有门店数量 1242 家，较上年均有所减少，主要系公司进行渠道整合，并筛选优质经销商所致。2021 年，百得胜家居持续发展“环保定制柜”，推出水漆实木定制柜产品、全铝阳台柜产品等环保产品，持续调整品牌传播和终端营销策略。

销售方面，2021 年，公司定制衣柜销量同比增长 11.92%，销售均价同比上升 5.14%，主要系公司无醛类产品、水漆石墨等单价较高产品销量占比增长；门板销量同比下降 28.15%，销售均价变化不大。

表10 公司定制家居业务销售情况

产品	项目	2019年	2020年	2021年
定制衣柜	销量(万平方米)	134.87	113.71	127.26
	产销率(%)	101.08	100.14	100.15
	平均销售价格(元/平方米)	662.30	582.77	612.71
门板业务	销量(万平方米)	44.06	21.60	15.52
	产销率(%)	101.40	100.09	99.49
	平均销售价格(元/平方米)	452.78	494.46	495.95

资料来源: 公司提供

从销售集中度来看, 2021年, 公司定制家居业务对前五大客户销售额合计0.98亿元, 占该板块总销售额的比例为10.73%, 集中度较低。

4. 经营效率

2021年, 公司经营效率有所下降, 存货周转率低于行业平均水平。

2021年, 公司销售债权周转次数和存货周转次数分别为15.21次和1.49次, 较上年均有不同程度的下降, 总资产周转次数为0.55次, 较上年略有上升。与同行业其他上市公司相比, 公司应收账款周转率略高于行业平均水平, 存货周转率和总资产周转率低于行业平均水平。

表11 2021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	11.14	11.27	0.89
欧派家居	25.33	12.31	0.97
大亚圣象	5.39	2.93	0.96
志邦家居	39.07	9.17	1.09
美克家居	18.03	1.29	0.60
金牌厨柜	48.58	6.22	0.86
曲美家居	12.24	3.29	0.66
上述中位数	18.03	6.22	0.89
德尔未来	18.84	1.49	0.55

注: 为便于与同行业公司上市公司进行比较, 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, 公司将持续切入家居产业细分领域,

推出年轻化、个性化、环保健康的家居产品, 并推进产品智能化升级; 同时, 公司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, 以拓宽公司的未来发展空间。2022年, 公司继续推进公司“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、石墨烯新材料产业的资源积累以发挥协同效应, 同时培育相关领域的优质项目资源。

十、财务分析

1. 财务概况

公司2021年度财务报告由信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 并出具标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年一季度财务数据未经审计。

2021年, 公司合并范围内清算1家子公司, 合并范围内子公司33家, 财务数据可比性较强。2022年3月, 公司与宁波巢代企业管理合伙企业(有限合伙)对巢代控股有限公司进行同比例减资, 由0.80亿元减至0.40亿元, 公司持股比例未发生变化, 不会导致公司合并报表范围发生变化。

截至2021年底, 公司合并资产总额39.94亿元, 所有者权益18.56亿元(含少数股东权益0.20亿元); 2021年, 公司实现营业总收入20.34亿元, 利润总额1.07亿元。

截至2022年3月底, 公司合并资产总额41.56亿元, 所有者权益18.30亿元(含少数股东权益0.20亿元); 2022年1-3月, 公司实现营业总收入2.94亿元, 利润总额-0.36亿元。

2. 资产质量

截至2021年底, 公司资产规模有所增长, 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。

截至2021年底, 公司合并资产总额较上年底增长17.15%。公司资产以流动资产为主, 资产结构较上年底变化不大。

表 12 2019 - 2021 年及 2022 年 3 月底公司资产主要构成

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)						
流动资产	23.99	70.88	25.07	73.55	27.89	69.85	29.54	71.08
货币资金	13.09	54.56	8.94	35.67	9.46	33.90	4.96	16.81
交易性金融资产	2.82	11.77	6.29	25.08	2.04	7.31	6.66	22.54
应收账款	0.51	2.11	0.43	1.71	1.73	6.20	1.77	5.99
存货	6.21	25.88	8.40	33.50	11.53	41.32	12.98	43.95
一年内到期的非流动资产	--	--	--	--	1.42	5.08	0.81	2.74
非流动资产	9.85	29.12	9.02	26.45	12.04	30.15	12.02	28.92
债权投资	1.33	13.49	2.18	24.17	4.02	33.36	4.13	34.33
固定资产	4.99	50.69	4.56	50.58	4.51	37.50	4.41	36.67
使用权资产	--	--	--	--	1.16	9.64	1.09	9.09
无形资产	1.99	20.20	1.38	15.27	1.33	11.03	1.30	10.85
资产总额	33.84	100.00	34.09	100.00	39.94	100.00	41.56	100.00

注：流动资产和非流动资产占比为占资产总额的比例；流动资产科目占比和非流动资产科目占比分别为占流动资产合计和非流动资产合计的比例
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

截至2021年底，流动资产较上年底增长11.25%，主要系存货和一年内到期的非流动资产增加所致。公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款、存货和一年内到期的非流动资产构成。

截至2021年底，公司货币资金较上年底增长5.73%。货币资金中有0.45亿元受限资金，受限比例为4.76%，主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金和保函保证金。截至2021年底，公司现金类资产11.67亿元，占流动资产的41.84%，公司现金类资产较为充裕。

截至2021年底，公司交易性金融资产较上年底下降67.57%，主要系公司处置部分交易性金融资产所致。

截至2021年底，公司应收账款账面价值较上年底增长3.03倍，主要系回款周期较长的公司工程类业务收入占比提升所致。一年以内应收账款账面余额占89.48%，累计计提坏账0.20亿元。其中，针对融创房地产集团有限公司相关项目应收账款0.28亿元和华夏幸福基业股份有限公司相关项目应收账款0.08亿元，公司均计提20%坏账准备；应收账款前五大欠款方应收账款期末余额合计为0.61亿元，占31.68%，集中度较高。

截至2021年底，公司存货较上年底增长

37.24%，主要系发出商品增加所致。存货主要由发出商品、原材料和库存商品构成，累计计提跌价准备0.11亿元，计提比例为0.93%。发出商品账面价值5.76亿元，占存货账面价值的49.96%，主要系公司大客户工程业务已发出但尚未安装验收的产品，累计计提存货跌价0.01亿元。公司大客户工程业务订单增长较快，对应产品须经客户验收后确认收入，验收情况受新冠肺炎疫情和客户经营情况影响较大，需关注发出商品周转情况和减值风险。

(2) 非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产较上年底增长33.56%，公司非流动资产主要由债权投资、固定资产、使用权资产和无形资产构成。

截至2021年底，公司债权投资较上年底增长84.31%，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2021年底，公司固定资产较上年底下降0.99%，较上年底变化不大。固定资产主要由房屋建筑物(占48.49%)和机器设备(占46.49%)构成，累计计提折旧3.54亿元；固定资产成新率58.00%，成新率一般。

截至2021年底，公司无形资产较上年底下降3.54%。公司无形资产由土地使用权(占84.17%)和软件(占15.83%)构成，累计摊销

0.75亿元，计提减值准备0.14亿元。

截至2021年底，公司使用权资产为新增非流动资产科目，系公司自2021年1月1日起全面执行新租赁准则所致。

截至2021年底，公司所有权或使用权受限资产占资产总额的2.79%，受限比例低。

表 13 截至 2021 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额比例 (%)	受限原因
货币资金	0.45	1.13	票据保证金、保函保证金、信用证保证金
应收票据	0.04	0.11	票据贴现
固定资产	0.02	0.04	保证抵押
债权投资	0.60	1.50	借款质押
合计	1.11	2.79	

注：尾差系数据四舍五入所致
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年3月底，公司合并资产总额较上年底增长4.06%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2021 年底，公司所有者权益略有增长，所有者权益结构稳定性仍属一般。

截至2021年底，公司所有者权益18.56亿元，较上年底增长2.29%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占为98.94%，少数股东权益

占为1.06%。在归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积和未分配利润分别占35.48%、10.13%和43.61%。所有者权益结构稳定性一般。

截至2021年底，公司股本6.59亿元，较上年底下降1.04%，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700.80万股所致。

截至2022年3月底，公司所有者权益18.30亿元，较上年底下降1.39%，主要系未分配利润较上年底下降3.29%所致。

(2) 负债

截至2021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2021年底，公司负债总额较上年底增长34.06%。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2021年底，公司流动负债较上年底增长39.03%，主要系应付账款和合同负债增加所致。公司流动负债主要由应付账款和合同负债构成。

截至2021年底，公司应付账款较上年底增长92.69%，主要系公司业务规模扩大，采购规模相应增加，应付采购款增加所致。

截至2021年底，公司合同负债较上年底增长43.10%，主要系公司承接大客户工程业务预收货款增加所致。

表 14 2019 - 2021 年及 2022 年 3 月底公司负债主要构成 (单位: 亿元、%)

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	8.99	61.73	9.99	62.66	13.89	64.98	15.73	67.65
应付账款	2.00	22.23	1.84	18.39	3.54	25.49	3.05	19.37
合同负债	--	--	5.20	52.05	7.44	53.58	8.14	51.77
非流动负债	5.58	38.27	5.95	37.34	7.49	35.02	7.52	32.35
应付债券	5.51	98.85	5.90	99.07	6.27	83.78	6.36	84.58
租赁负债	--	--	--	--	1.15	15.35	1.09	14.50
负债总额	14.57	100.00	15.94	100.00	21.37	100.00	23.25	100.00

注：流动负债和非流动负债占比为占负债总额的比例；流动负债科目占比和非流动负债科目占比分别为占流动负债合计和非流动负债合计的比例
数据来源：公司年报，联合资信整理

截至 2021 年底，公司非流动负债较上年底增长 25.72%，主要系租赁负债增加所致。公司非流动负债主要由应付债券和租赁负债构成。

截至 2021 年底，公司应付债券较上年底增长 6.32%，全部为“未来转债”账面待偿本息。

截至 2021 年底，公司租赁负债为新增非流

动负债科目，系公司自 2021 年 1 月 1 日起全面执行新租赁准则所致。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 8.79%，主要系短期借款增加所致。公司仍以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

债务方面，截至 2021 年底，公司全部债务 8.69 亿元，较上年底增长 22.91%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占 14.60%，长期债务占 85.40%，以长期债务为主。其中，短期债务 1.27 亿元，较上年底增长 8.34%；长期债务 7.42 亿元，较上年底增长 25.80%，主要系租赁负债增加所致。从债务指标来看，截至 2021 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 53.52%、31.88% 和 28.56%，较上年底分别提高 6.75 个百分点、3.85 个百分点和 4.03 个百分点。公司债务负担较处于合理水平。

截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 10.65 亿元，较上年底增长 22.52%。债务结构方面，短期债务占 29.98%，长期债务占 70.02%，以长期债务为主，从债务指标来看，截至 2022 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 55.96%、36.77% 和 28.94%，较上年底分别提高 2.44 个百分点、4.89 个百分点和 0.38 个百分点。

截至 2022 年 3 月底，公司存续债券“未来转债”余额 6.29 亿元，若不考虑可转债转股情况，于 2025 年到期。

4. 盈利能力

2021 年，公司调整产品结构转向高端产品，营业总收入有所增加，利润总额扭亏为盈。2022 年 1—3 月，受新冠肺炎疫情多点散发影响，公司营业总收入同比有所下降，利润亏损。

2021 年，公司实现营业总收入同比增长 29.67%。营业成本同比增长 31.79%，增速略高于营业总收入；营业利润率同比下降 1.39 个百

分点，同比变化不大。2021 年，公司利润总额扭亏为盈。

2021 年，公司费用总额为 4.54 亿元，同比增长 9.56%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别占 56.50%、22.97%、7.69% 和 12.84%，以销售费用为主。其中，销售费用为 2.57 亿元，同比增长 4.71%；管理费用为 1.04 亿元，同比增长 13.17%，主要系公司业务规模扩大，相应费用增加；研发费用为 0.35 亿元，同比增长 13.82%；财务费用为 0.58 亿元，同比增长 25.16%，主要系利息费用增加所致。2021 年，公司期间费用率为 22.35%，同比下降 4.10 个百分点。公司费用规模较大，对整体利润存在侵蚀。

非经营性损益方面，2021 年，公司实现投资收益 0.41 亿元，同比增长 48.12%，主要为处置交易性金融资产的投资收益（占 52.00%）和债权投资的利息收入（占 46.55%），投资收益占营业利润比重为 38.87%，对营业利润影响较大，其他收益等非经营性损益对公司利润影响不大。

表 15 公司盈利能力变化情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年
营业总收入（亿元）	17.98	15.68	20.34
利润总额（亿元）	1.21	-0.31	1.07
营业利润率（%）	29.74	26.56	25.17
总资本收益率（%）	4.00	-0.07	4.40
净资产收益率（%）	3.58	-2.83	3.20

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.94 亿元，同比下降 14.92%；营业利润率为 16.83%，同比下降 8.94 个百分点；利润总额为 -0.36 亿元。

盈利指标方面，2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率指标均转为正数。公司盈利指标表现较上年有所改善。

5. 现金流

2021 年，公司经营活动现金净流入规模有所提高，收入实现质量仍属较高；投资活动现金流量净额净流出规模有所下降；筹资活动现

² 期间费用率 = (销售费用 + 财务费用 + 管理费用 + 研发费用) / 营业总收入

现金流量净额净流出规模有所增加。

从经营活动来看, 2021年, 公司经营活动现金流入同比增长29.01%; 经营活动现金流出同比增长21.45%。2021年, 公司经营活动现金净流入同比增长5.24倍, 主要系公司加强应收账款管理, 经营回款情况较好所致。2021年, 公司现金收入比同比下降0.88个百分点, 收入实现质量仍属较高。

从投资活动来看, 2021年, 公司投资活动现金流入同比增长22.52%; 投资活动现金流出同比增长11.31%; 公司投资活动现金净流出0.25亿元, 投资活动现金流量净额净流出规模下降。

2021年, 公司筹资活动前现金流量净额为1.57亿元, 较上年底有所改善。

从筹资活动来看, 2021年, 公司筹资活动现金流入同比增长142.23%, 主要系公司取得银行借款增加所致; 筹资活动现金流出同比增长136.72%, 主要系公司偿还银行借款及适用新租赁准则所致。2021年, 公司筹资活动现金净流出1.28亿元。

表 16 公司现金流量情况 (单位: 亿元、%)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
经营活动现金流入小计	21.59	19.43	25.07	4.97
经营活动现金流出小计	20.91	19.14	23.25	6.87
经营现金流量净额	0.68	0.29	1.82	-1.91
投资活动现金流入小计	43.75	36.73	45.00	9.96
投资活动现金流出小计	42.18	40.66	45.25	14.42
投资活动现金流量净额	1.57	-3.93	-0.25	-4.46
筹资活动前现金流量净额	2.25	-3.64	1.57	-6.37
筹资活动现金流入小计	7.16	1.03	2.49	1.98
筹资活动现金流出小计	1.12	1.59	3.77	0.22
筹资活动现金流量净额	6.04	-0.56	-1.28	1.76
现金收入比	115.56	119.77	118.90	164.80

资料来源: 公司年报

6. 偿债指标

2021年, 公司短期偿债能力指标略有弱化, 但仍然较强; 长期偿债能力指标有所增强, 融资渠道畅通, 公司偿债能力指标表现很强。

表 17 公司偿债能力指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年
短期偿债	流动比率 (%)	266.78	251.00	200.84
	速动比率 (%)	197.73	166.91	117.85

能力	经营现金/流动负债 (%)	7.61	2.93	13.14
	经营现金/短期债务 (倍)	0.92	0.25	1.44
	现金类资产/短期债务 (倍)	21.69	13.30	9.20
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	2.29	1.09	2.82
	全部债务/EBITDA (倍)	2.72	6.48	3.08
	经营现金/全部债务 (倍)	0.11	0.04	0.21
	EBITDA/利息支出 (倍)	6.90	2.20	4.66
	经营现金/利息支出 (倍)	2.06	0.59	3.02

注: 经营现金指经营活动现金流量净额, 下同
资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看, 截至 2021 年底, 公司流动比率与速动比率分别有所下降, 但流动资产对流动负债的保障程度仍然较高。截至 2021 年底, 公司经营现金流动负债比率同比提高 10.21 个百分点。整体看, 公司短期偿债能力指标表现较好。

从长期偿债能力指标看, 2021年, 公司 EBITDA 同比增长 158.42%。从构成看, 公司 EBITDA 主要由折旧 (占 30.01%)、摊销 (占 10.72%)、计入财务费用的利息支出 (占 21.45%) 和利润总额 (占 37.83%) 构成。2021年, 公司 EBITDA 对利息的覆盖程度较高, 对全部债务的覆盖程度尚可。

截至 2022 年 3 月底, 公司共计获得银行授信额度 2.00 亿元, 未使用授信额度 1.90 亿元, 融资渠道有待拓宽。公司为深圳证券交易所上市公司, 具备直接融资渠道。

截至 2022 年 3 月底, 公司无对外担保和重大未决诉讼事项。

7. 公司本部 (母公司) 财务分析

截至 2021 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。2021 年, 母公司营业总收入主要为地板销售收入, 利润总额亏损; 经营活动现金流呈净流出状态。

截至 2021 年底, 母公司资产总额 36.51 亿元, 较上年底增长 8.75%。其中, 流动资产 16.41 亿元 (占 44.96%), 非流动资产 20.09 亿元 (占 55.04%)。从构成看, 流动资产主要由货币资金 (占 22.81%)、应收账款 (占 9.98%)、存货 (占

56.48%)和一年内到期的非流动资产(占6.75%)构成;非流动资产主要由债权投资(占15.38%)、长期股权投资(占75.71%)和固定资产(占5.76%)构成。截至2021年底,母公司货币资金为3.74亿元。

截至2021年底,母公司负债总额19.10亿元,较上年底增长20.91%。其中,流动负债12.67亿元(占66.32%),非流动负债6.43亿元(占33.68%)。从构成看,流动负债主要由应付账款(占27.65%)、其他应付款(占16.83%)和合同负债(占50.69%)构成;非流动负债主要由应付债券(占97.48%)构成。

截至2021年底,母公司全部债务6.68亿元。其中,短期债务占4.23%、长期债务占95.77%。截至2021年底,母公司全部债务资本化比率27.73%,母公司债务负担处于合理水平。

截至2021年底,母公司所有者权益为17.40亿元,较上年底下降2.05%,所有者权益稳定性较好。在所有者权益中,实收资本为6.59亿元(占37.84%)、资本公积合计4.89亿元(占28.09%)、未分配利润合计4.14亿元(占23.81%)、盈余公积合计0.82亿元(占4.69%)。

2021年,母公司营业总收入为8.67亿元,利润总额为-0.19亿元。同期,母公司投资收益为0.21亿元。

现金流方面,2021年,公司母公司经营活动现金流净额为-0.09亿元,投资活动现金流净额0.66亿元,筹资活动现金流净额-0.55亿元。

十一、债券偿还能力分析

截至2021年底,公司存续债券的偿债压力较小。

截至2022年3月底,公司存续债券“未来转债”待偿债券余额为6.29亿元。若不考虑可转债转股情况,公司存续债券将于2025年4月到期。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。“未来转债”设有转股价格修正条款和赎回条款,有利于公司促进债券持有人转股。

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。

表 18 公司存续债券偿还能力指标

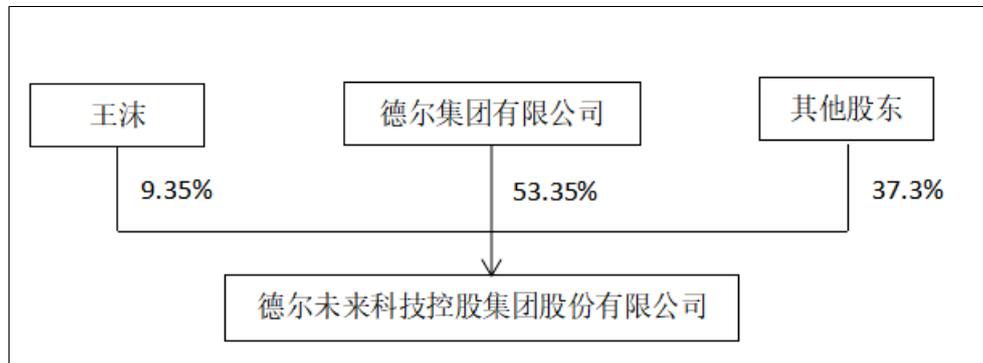
项目	2021年
待偿债券余额(亿元)	6.29
现金类资产/待偿债券余额(倍)	1.85
经营活动现金流入量/待偿债券余额(倍)	3.98
经营活动现金流净额/待偿债券余额(倍)	0.29
EBITDA/待偿债券余额(倍)	0.45

注:现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 等均采用 2021 年数据
资料来源:联合资信整理

十二、结论

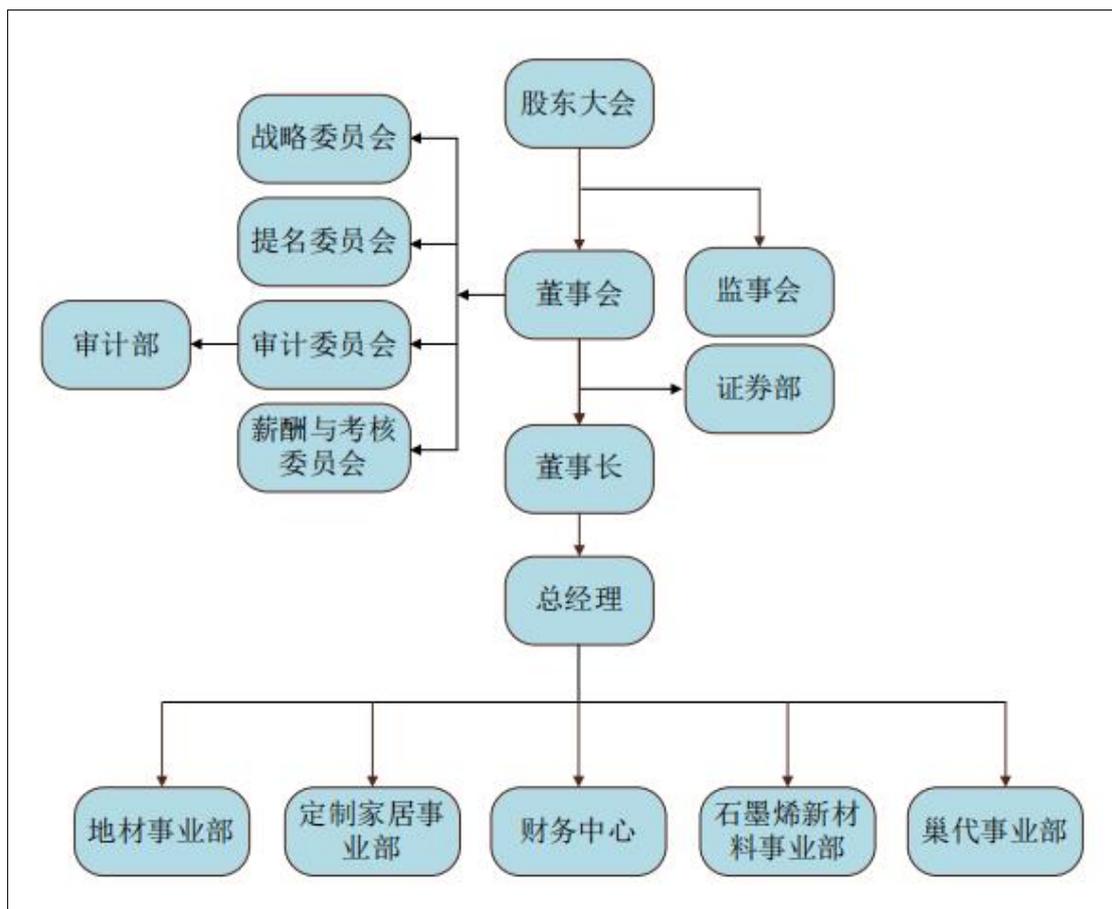
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA-,维持“未来转债”的信用等级为AA-,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底德尔未来科技控股集团股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底德尔未来科技控股集团股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底德尔未来科技控股集团股份有限公司主要子公司 情况

序号	企业名称	主要业务	注册资 本（亿 元）	直接持股 比例 （%）	间接持 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	研发、生产和销售石墨烯制备设备，及石墨烯相关产品的应用推广	0.20	53.89	20.34	非同一控 制下企业 合并

注：巢代控股有限公司于 2022 年 3 月变更注册资本金为 0.40 亿元

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	16.08	15.58	11.67	11.79
资产总额 (亿元)	33.84	34.09	39.94	41.56
所有者权益 (亿元)	19.27	18.15	18.56	18.30
短期债务 (亿元)	0.74	1.17	1.27	3.19
长期债务 (亿元)	5.51	5.90	7.42	7.45
全部债务 (亿元)	6.25	7.07	8.69	10.65
营业总收入 (亿元)	17.98	15.68	20.34	2.94
利润总额 (亿元)	1.21	-0.31	1.07	-0.36
EBITDA (亿元)	2.29	1.09	2.82	--
经营性净现金流 (亿元)	0.68	0.29	1.82	-1.91
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	28.18	21.66	15.21	--
存货周转次数 (次)	2.29	1.54	1.49	--
总资产周转次数 (次)	0.60	0.46	0.55	--
现金收入比 (%)	115.56	119.77	118.90	164.80
营业利润率 (%)	29.74	26.56	25.17	16.83
总资本收益率 (%)	4.00	-0.07	4.40	--
净资产收益率 (%)	3.58	-2.83	3.20	--
长期债务资本化比率 (%)	22.24	24.53	28.56	28.94
全部债务资本化比率 (%)	24.49	28.04	31.88	36.77
资产负债率 (%)	43.04	46.77	53.52	55.96
流动比率 (%)	266.78	251.00	200.84	187.77
速动比率 (%)	197.73	166.91	117.85	105.25
经营现金流动负债比 (%)	7.61	2.93	13.14	--
现金短期债务比 (倍)	21.69	13.30	9.20	3.69
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.90	2.20	4.66	--
全部债务/EBITDA (倍)	2.72	6.48	3.08	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 2. 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; 3. 部分数据与历史评级项目的评级报告披露数据存在差异, 系计算公式更新所致, 具体公式请见附件 3; 4. 数据单位除特别说明外, 均指人民币; 5. 公司 2022 年 1-3 月财务报告未经审计

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	8.94	7.45	3.91	2.92
资产总额 (亿元)	32.94	33.57	36.51	37.32
所有者权益 (亿元)	18.66	17.77	17.40	17.29
短期债务 (亿元)	0.06	0.41	0.28	1.68
长期债务 (亿元)	5.51	5.90	6.39	6.49
全部债务 (亿元)	5.57	6.31	6.68	8.16
营业总收入 (亿元)	6.63	6.13	8.67	1.09
利润总额 (亿元)	0.35	-0.57	-0.19	-0.13
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	-0.17	-0.57	-0.09	-0.64
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	18.73	13.10	7.28	--
存货周转次数 (次)	1.28	0.82	0.83	--
总资产周转次数 (次)	0.23	0.18	0.25	--
现金收入比 (%)	118.24	118.36	129.39	195.76
营业利润率 (%)	26.34	23.30	21.02	19.81
总资本收益率 (%)	--	--	--	--
净资产收益率 (%)	1.18	-3.26	-1.07	--
长期债务资本化比率 (%)	22.80	24.92	26.87	27.28
全部债务资本化比率 (%)	22.97	26.21	27.73	32.08
资产负债率 (%)	43.34	47.07	52.32	53.67
流动比率 (%)	172.01	154.27	129.56	125.72
速动比率 (%)	121.28	86.81	56.38	51.95
经营现金流动负债比 (%)	-1.92	-5.82	-0.74	--
现金短期债务比 (倍)	161.17	18.09	13.86	1.74
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 2. 部分数据与历史评级项目的评级报告披露数据存在差异, 系计算公式更新所致, 具体公式请见附件 3; 3. 母公司 2022 年 1-3 月财务报表未经审计

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据 + 平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 × 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	(营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持