



2021年江山欧派门业股份有限公司公开发 行A股可转换公司债券2021年跟踪评级 报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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
人员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员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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2021年江山欧派门业股份有限公司公开发行A股可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-08-10	2021-03-19

评级观点

- 中证鹏元对江山欧派门业股份有限公司（以下简称“江山欧派”或“公司”，股票代码为 603208.SH）及其 2021 年 6 月 11 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司系国内木门制造行业龙头企业，仍具有一定的品牌效应，营业收入增长较快，盈利能力较强。但同时中证鹏元也关注到，公司下游房地产企业现金流压力持续提升，公司面临较多的营运资金占用和较大的账款回收风险；面临一定的产能消化风险、资金压力、以及原材料价格波动等风险因素。

债券概况

债券简称：江山转债

债券剩余规模：5.83 亿元

债券到期日期：2027-06-11

偿还方式：按年计息，每年付息一次，附债券赎回及回售条款

未来展望

- 公司仍具有一定的品牌效应，盈利能力较强，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	37.07	39.12	28.62	21.52
归母所有者权益	16.82	16.48	13.12	10.98
总债务	9.37	9.94	6.20	4.11
营业收入	4.74	30.12	20.27	12.83
净利润	0.34	4.39	2.69	1.49
经营活动现金流净额	-3.65	2.39	3.24	2.04
销售毛利率	29.52%	32.20%	32.22%	32.73%
EBITDA 利润率	--	23.46%	19.85%	16.00%
总资产回报率	--	15.50%	12.31%	9.74%
资产负债率	50.28%	53.75%	51.42%	45.83%
净债务/EBITDA	--	-0.74	-0.65	-1.85
EBITDA 利息保障倍数	--	86.24	85.42	12.40
总债务/总资本	33.71%	35.47%	30.84%	26.09%
FFO/净债务	--	-115.40%	-96.83%	-13.65%
速动比率	1.19	1.22	1.13	1.42
现金短期债务比	1.48	1.70	1.74	2.32

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：朱磊
zhul@cspengyuan.com

项目组成员：徐铭远
xumy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司系国内木门制造行业龙头企业，仍具有一定的品牌效应。**公司是国内第一家木门制造上市公司，产销规模位于行业前列；经过十余年的品牌创建，欧派品牌已成为国内知名的室内木门品牌。
- **公司营业收入增长较快，盈利能力较强。**2020 年公司营业收入和净利润分别增长 48.60%和 63.39%，EBITDA 利润率和总资产回报率均较 2019 年有所提升，整体盈利能力较强。

关注

- **下游房地产企业现金流压力持续提升。**2020 年“三道红线”政策出台后，房企现金流压力持续上升，高杠杆房企一旦融资不畅、销售去化不佳，很有可能面临流动性冲击，部分房企中短期融资难度加大，可能会部分传导至其经营活动，上游木门需求或承压。
- **公司面临较多的营运资金占用和较大的账款回收风险。**截至 2020 年末，公司应收票据、应收账款和应收款项融资合计占公司总资产的比重达 36.80%，较上年增加 11.43 个百分点，工程渠道业务快速扩张，对公司营运资金的占用程度大幅增加。截至 2020 年末，公司应收恒大集团的商业承兑汇票余额达 7.70 亿元，规模较大，公司面临一定的账款回收风险。
- **公司面临一定的产能消化风险和一定的资金压力。**待主要在建项目全部建设完成后，公司产能规模将大幅提升，需持续关注在建项目建设进度和新增产能消化情况。截至 2021 年 3 月末，公司在建项目尚需投资规模较大，除本期债券募投项目外，其余资金皆需另行筹集，存在一定的资金压力。
- **公司面临一定的原材料价格波动风险。**2020 年和 2021 年一季度原材料占公司主营业务成本的比重均在 70%以上，未来若上游原材料价格短时间波动较大，将对公司盈利能力产生一定不利影响。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在本期债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2021年6月11日发行6年期5.83亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于重庆江山欧派门业有限公司年产120万套木门项目，为推进该项目的顺利实施，公司拟使用募集资金向子公司重庆江山欧派门业有限公司提供无偿借款专项用于实施该募投项目，借款总金额不超过人民币4.20亿元。截至2021年6月末，本期债券募集资金专项账户余额为5.77亿元。

三、发行主体概况

2020年5月公司以资本公积 24,244,818.00 元向全体股东转增股份总额 24,244,818股，每股面值1元，注册资本与实收资本增至1.05亿元。截至2021年6月末，公司注册资本和实收资本仍为1.05亿元，控股股东和实际控制人仍为吴水根先生，持有公司29.08%的股份，第二、三大股东为王忠先生、吴水燕女士，分别持有公司22.89%、9.90%的股份，王忠先生系吴水根先生之大妹夫，吴水燕女士系吴水根先生之二妹。截至2021年8月4日，吴水根先生、王忠先生、吴水燕女士未解押股权质押数量占其持有股份数的比例分别为20.95%、21.08%和20.96%。

2020年公司合并报表范围变化情况见表1。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
江山欧派全屋定制有限公司	100%	200.00	家具销售	新设
重庆江山欧派门业有限公司	100%	1,000.00	门窗加工、销售	新设
杭州欧派贸易服务有限公司	100%	50.00	门窗销售	新设
江山欧派安防科技有限公司	72.00%	20,559.00	防火门、防盗门等	购买
2、不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
武汉欧派快装科技有限公司	56.02%	500.00	建材、家居产品等	转让

资料来源：公司2020年年报，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受疫情冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

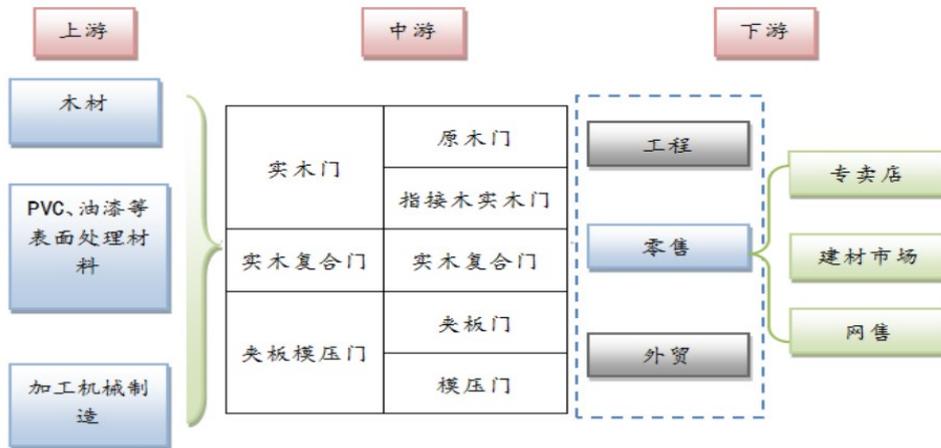
2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

行业及区域经济环境

木门行业未来增长空间仍然较大，新房销售、翻新需求为木门行业下游需求提供一定支撑，但地产红利的逐步消退将致使木门行业增长承压

公司所属行业为家具制造业，其中木门为家具制造细分行业之一，木门行业上游为木材、PVC膜、油漆及加工机械制造行业，下游由工程端、零售端和外贸等销售渠道组成。从门的作用上来说，主要可把门分为进户门、室内门等，而室内门又可以分为实木门、实木复合门、夹板模压门，后两者以外观精美、质量稳定、性价比高等优点，成为目前木门市场占比最高的产品，亦是公司主要产品。

图1 板式家具行业产业链



资料来源：公司招股说明书，中证鹏元整理

2020年尽管受到疫情冲击，我国城镇居民家庭人均可支配收入实现增长3.5%，高于GDP增速；城镇化仍处于进程中，目前城镇化率已超60%以上，为与房地产配套的木门行业提供了良好的发展条件，此外，传统的木工制造生产效率较低，已经无法满足行业需求，行业逐步转入规模化定制设计、大规模工业化生产阶段。目前中国生产的木门产量位居世界第一，同时也是世界上最大的木门消费市场，但受国内房地产市场调控的影响，木门行业增速有所放缓，根据《中国木门行业发展白皮书》预测，2021-2022年全国木门行业销售收入将分别达到1,950.90亿元和2,102.20亿元，随着翻新需求的放量，预计行业空间仍然较大。

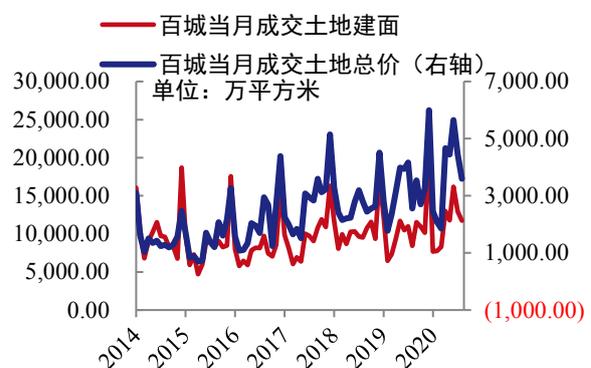
木门行业是后地产周期行业，产品销售周期滞后于房地产销售周期。从需求来看，由于大众“翻新→装修→换家居”和“买房→装修→买家居”的消费习惯，住宅装修需求对木门行业的发展有重要影响。住宅装修需求源自新房销售、翻新需求两大方面。

图2 房屋新开工及房地产开发投资情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图3 百城成交土地情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

新房销售方面，2020年伊始，疫情冲击下商品房销售大幅下滑，随着疫情防控工作逐步见效，购房需求回补，二季度以来房地产销售情况有所好转，叠加房企持续加大推盘力度以达成全年销售目标，2020年全国商品房销售面积176,086万平方米，比上年增长2.6%；销售额同比增长8.7%。新建商品房住宅价格方面，2020年不同能级城市分化明显，二三线城市呈现下滑趋势，一线城市热度不减，仍具韧性。在因城施策的调控机制下，地产红利的逐步消退将致使木门行业增长承压，此外2020年“三道红线”政策出台后，房企现金流压力持续上升，高杠杆房企一旦融资不畅、销售去化不佳，很有可能面临流动性冲击，而在房地产金融审慎管理政策下，房企中短期融资难度加大，房企间信用水平分化持续加剧，可能会向其经营层面进行传导。

木门行业竞争仍激烈，行业集中度较低，机械化程度高、规模化生产和具备品牌知名度的头部企业将不断提升市占率

从行业现状来看，由于早期行业进入门槛较低，国内木门行业中作坊式中小企业仍然居多，行业标准尚未统一，消费者可选择产品较多，容易形成价格竞争，市场竞争激烈，同时全屋定制概念逐步兴起，大型的家具企业往木门品类延伸，进一步加剧行业的竞争程度。目前，中国已成为世界上最大的木门生产国和消费国，行业集中度较低，达到工厂化生产木质门的企业约6,000家，区域性品牌比较多，缺乏全国性强势品牌，以我国木门行业2020年产值约1,570亿元计算，具有行业代表性的江山欧派、梦天家居2019年营业收入分别为20.27亿元和13.48亿元，合计市场占有率不足3%。与北美市场比较，前两大品牌商Jeld-Wen与Masonite在北美市场份额合计超过70%，形成了寡头市场，国内木门行业集中度具有较大的提升空间。如果未来木门行业建筑门洞尺寸统一，木门产品标准化形成，生产流程将趋于简单化，机械化程度高、规模化生产和具备品牌知名度的头部企业将不断提升市占率。此外随着精装修渗透率的不断提升，工程业务为木门行业未来重要的收入增长点，能够响应及时、规模化生产的大型木门厂商可以与大型房地产商合作，抓住市场机遇，进而提升市占率。

国内木门行业以公司、梦天家居、TATA木门等为代表，不断提升自动化、信息化水平以及设计开发能力，极大提升了规模化生产及短期内大批量供货能力，引领行业由产品价格竞争向品牌质量、设计服务竞争过渡。随着居民生活水平不断提高，对木门的工艺、质量等要求也将随之提高，大型木门企业品牌优势逐步显现。

表2 公司部分竞争对手情况

名称	简介
梦天家居	2017—2019 年度，该公司在木门生产规模、市场销售量上，连续三年在国内家居行业同类企业中排名前三，2019 年公司实现营业收入 13.48 亿元。截至 2020 年 6 月末，公司总资产为 10.6 亿元。
欧派家居	该公司为国内定制家居行业龙头企业，于 2017 年 3 月 28 日在上海证券交易所主板上市。该公司由定制橱柜起步，并从橱柜向全屋产品延伸，逐渐覆盖到整体衣柜、整体卫

索菲亚	浴、定制木门、金属门窗等定制化整体家居产品。2020年定制木门收入7.71亿元。 定制家居行业代表企业之一，于2011年4月12日在深圳交易所中小板上市。该公司主要从事全屋定制家具及配套家居产品的设计、生产及销售。2020年木门收入2.92亿元。
TATA 木门	是中国最早致力于成品居室门研发、生产、销售、服务的专业企业之一，营销能力强，零售渠道知名度较高。

资料来源：Wind、公开资料，中证鹏元整理

五、经营与竞争

2020年在工程渠道业务持续放量带动下，公司主营业务收入同比增长49.99%，夹板模压门和实木复合门仍是最主要的收入来源，此外公司利用下游客户协调效应拓展柜类业务，相关产品收入规模快速扩张。公司2020年实现主营业务毛利率32.79%，较上年略有提升。

表3 按产品划分公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
夹板模压门	2.46	28.21%	17.91	33.35%	11.24	33.67%
实木复合门	1.23	28.15%	7.88	32.13%	6.81	31.49%
柜类产品	0.31	25.54%	2.23	31.04%	0.66	22.48%
其他产品	0.32	43.31%	0.53	31.25%	0.33	22.30%
合计	4.32	29.12%	28.54	32.79%	19.03	32.31%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司仍系木门行业龙头企业，研发实力较强，具有较高的品牌知名度，具备规模化生产及短期内大批量供货优势

公司为国内木门行业龙头企业，是国内第一家木门制造上市公司。公司行业地位较高，主持参与了多项行业标准制定。公司是浙江制造标准 T/ZZB0180-2017《实木复合烤漆门》主编单位，是中华人民共和国建筑工业行业标准 JG/T419-2014《免漆饰面门》标准的参编单位。经过十余年的品牌创建，欧派品牌已成为国内知名的室内木门品牌。公司作为木门行业头部企业，较为重视技术研发，2020年和2021年一季度，研发投入分别为0.94亿元和0.19亿元，占营业收入的比例分别为3.11%和4.03%，公司拥有专业的设计团队和行业先进的设计理念，能较快推出符合消费者多样化个性化的产品，研发和设计实力在国内同行业中处于前列。公司重视信息化建设，贯穿于产品设计、物料采购、存货仓储、产品生产、产品销售和售后服务全流程，提高了公司经营效率和市场反应速度。

表4 公司研发投入情况（单位：亿元）

指标名称	2021年1-3月	2020年	2019年
研发投入金额	0.19	0.94	0.78
研发投入占营业收入比例	4.03%	3.11%	3.85%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，公司规模化生产及短期内大批量供货能力优势较为明显。截至2020年末，公司布局了浙江江山、河南兰考、重庆永川三大生产基地，年产能规模（包含门和柜类产品）较大，随着在建项目防火门产线项目和本期债券募投项目重庆年产120万套木门项目的建设及逐步投产，预计公司产能规模将继续提升，产销规模均位于行业前列。

2020年公司工程渠道收入占比继续提升，公司未来业务发展有一定保障，但仍需关注客户集中度较高、下游客户对公司的资金占用情况以及对主要客户恒大的应收款项回收风险

公司销售渠道主要分为零售、工程、出口和外贸四种类型，其中零售端采用经销商模式，基本采用“下单前付全款”的结算方式，对部分信用较好的经销商给予一定额度的信用期。工程渠道主要服务对象是房地产商，需求量大，有助于公司实现木门的规模化和标准化生产，但工程客户账期较长，公司被占用较多资金，营运效率承压；公司结算通常采用保理、承兑汇票和现汇等方式相结合的结算方式，部分大型房地产商账期在半年以上。出口渠道产品主要销往国外建材超市、房地产开发商等，公司针对出口客户基本采用先款后货的结算方式。外贸公司渠道的主要客户类型为外贸公司，公司产品出售给外贸公司，再由外贸公司出口，基本采用先款后货的结算方式。

从渠道收入结构来看，2020年公司工程渠道业务继续放量，使得工程渠道收入快速增长，收入规模占主营业务的比例较2019年提升7.95个百分点，是公司最主要的收入来源，但2021年一季度有所下滑，经销商渠道占比有所反弹。

表5 按销售渠道划分公司主营业务收入构成及占比情况（单位：万元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
经销商渠道	7,892.40	18.28%	28,559.79	10.01%	30,917.94	16.25%
工程渠道	33,608.73	77.84%	249,556.90	87.43%	151,248.97	79.48%
外贸与出口渠道	1,675.72	3.88%	7,318.55	2.56%	8,137.00	4.27%
合计	43,176.85	100.00%	285,435.24	100.00%	190,303.91	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年及2021年1-3月公司前五大客户仍主要为房地产及相关企业，近年前五大客户较为稳定，部分客户资质较好，万科、保利等均为经营规模在全国排名靠前的大型房地产公司，为公司未来业务发展提供了一定保障。但2020年公司前五大客户收入占主营业务收入的比重提升为64.80%，客户集中度仍处于较高水平，未来若主要客户需求发生变化，将对公司生产经营带来一定影响。

此外，2020年“三道红线”政策出台后，房企现金流压力持续上升，高杠杆房企一旦融资不畅、销售去化不佳，很有可能面临流动性冲击，而在房地产金融审慎管理政策下，房企中短期融资难度加大，房企间信用水平分化持续加剧，恒大作为公司主要大客户之一，已有公开信息显示出其存在应付三棵树

的商业承兑汇票出现逾期现象；而2020年公司与恒大主要采用商业票据进行结算，期限约为9个月至1年。截至该年末，公司应收恒大集团的商业承兑汇票余额达7.70亿元，规模较大，公司面临较大的账款回收风险。2021年1-3月，公司与恒大合作业务规模有所减少，前五大客户集中度出现下降，但仍处于较高水平。

表6 公司前五大客户销售额与占比（单位：万元）

年份	排名	客户名称	销售金额	占主营业务收入比例
2021年1-3月	1	客户1	7,963.63	18.44%
	2	客户2	4,586.02	10.62%
	3	客户3	3,595.48	8.33%
	4	客户4	2,825.13	6.54%
	5	客户5	2,077.15	4.81%
			合计	21,047.41
2020年	1	客户1	70,586.19	24.73%
	2	客户2	58,800.74	20.60%
	3	客户3	21,643.66	7.58%
	4	客户4	18,103.86	6.34%
	5	客户5	15,829.89	5.55%
			合计	184,964.34
2019年	1	客户1	52,169.94	27.41%
	2	客户2	41,406.83	21.76%
	3	客户3	13,380.58	7.03%
	4	客户4	10,382.09	5.46%
	5	客户5	7,412.72	3.90%
			合计	124,752.16

注：表中数据系合并口径。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产能规模有所提升，且未来产能扩张幅度较大，需关注新增产能消化情况；在建项目未来尚需投入较多资金，存在一定的资金压力

生产方面，公司对不同的销售渠道采用不同的生产模式。对于零售端的经销商客户，由于产品订单表现为小批量、多品种、多款式的特点，因此采用小批量定制化生产方式，通常会备有少量的库存，以对订单及时响应；对于工程渠道和外贸渠道的客户，单笔订单规模相对较大，因此采用较大批量的生产方式，同时针对产品的差异化特点，辅以小批量的定制化加工生产，在收到订单后，按照订单要求安排生产。2020年公司实木复合门生产周期约为15天，模压门生产周期约为7天，生产效率较上年有所提升。2020年公司夹板模压门外购半成品规模较大，外购数量为51.19万件。

由于公司基本采用“以销定产”的方式，各类产品产销率均保持较高水平。从产能利用率来看，夹板模压门产能利用率较2019年有所下降，但仍处于饱和状态；实木复合门产能增长较快，使得产能利用

率由2019年的87.71%降至83.81%，产能利用水平尚可；而柜类产品于2019年开始投产并实现销售，仍处于产能爬坡阶段，2020年产能利用率较有所提升，但仍处于相对较低水平。

表7 公司主要产品产销、产能利用情况（单位：万套）

产品明细	项目	2020年	2019年
夹板模压门	产能	155.00	110.00
	产量	183.71	150.37
	产能利用率	118.52%	136.70%
	销量	237.95	158.60
	产销率	129.52%	105.48%
实木复合门	产能	75.80	62.60
	产量	63.53	54.90
	产能利用率	83.81%	87.71%
	销量	69.80	62.57
	产销率	109.87%	113.97%
柜类产品	产能	16.40	12.30
	产量	11.51	8.38
	产能利用率	70.17%	68.12%
	销量	13.03	6.91
	产销率	113.21%	82.51%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年3月末，公司主要在建项目防火门产线项目和本期债券募投项目重庆欧派年产120万套木门项目，建设完成后，公司产能将大幅增加。但若下游市场景气度下滑、客户变动等原因导致该类产品需求量下降，或公司后期市场开发不及预期等因素，新增产能无法及时消化，将增加公司生产成本，侵蚀公司利润，未来需持续关注在建项目建设情况和新增产能消化情况。截至2021年3月末，公司在建项目总投资12.08亿元，尚需投资10.64亿元，未来尚需投入较多资金，存在一定的资金压力。

表8 截至2021年3月末，公司在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资
防火门产线项目	45,000	9,861
重庆江山欧派门业有限公司120万套木门*	75,800	4,584
合计	120,800	14,445

注：*系本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与上游供应商关系稳定，供应商集中度低但直接材料占营业成本比重较高，其价格波动仍会对公司产品盈利带来一定影响

采购方面，公司的材料采购主要有两种模式：一是直接从合格原材料供应商处采购原材料，自行组织生产；二是在控制产品质量的前提下，主要向江山当地的部分木门生产企业采购半成品，公司通过外

购方式采购半成品或部件，再进行加工，并最终形成产品对外销售。2020年公司外购半成品比重大幅下降，外购规模较小。公司对上游供应商一般采用月结，结算方式通常为6个月期限的银行承兑汇票。

2020年和2021年一季度公司主营业务成本结构整体保持稳定，其中原材料成本占比较大，占主营业务成本的70%以上，因此原材料价格波动是影响公司产品毛利率的重要因素。公司主要原材料包括板材类、软皮类和油漆类，都是市场供给量较大的通用材料，原材料供应较为充足。公司会参考行业情况、制造特征等方面评估原材料成本，从而与供应商确定采购价格，并通过加快原材料周转、与供应商共同承担部分成本等方式减少价格波动带来的影响，但若上游原材料价格持续高企或进一步上涨，仍会对公司毛利率形成一定的影响。

表9 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	22,066.83	72.10%	136,580.13	71.20%	92,804.75	72.04%
人工	3,668.27	11.99%	23,994.03	12.51%	17,586.70	13.65%
制造费用	4,869.64	15.91%	31,255.77	16.29%	18,433.94	14.31%
合计	30,604.75	100.00%	191,829.93	100.00%	128,825.39	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司对前五大供应商采购金额合计占采购总额的比重为20.51%，集中度较低，供应商较为分散，不存在对单个供应商过于依赖的情况。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告及2021年3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并范围新增4家子公司，减少1家子公司，详见表1。

资产结构与质量

2020年公司资产规模保持增长，但面临较多的营运资金占用和较大的账款回收风险

截至2020年末，公司货币资金主要由银行存款构成，价值1.46亿元的资金已用于开具银行承兑汇票、信用证。

2020年公司应收票据规模快速增长，主要系应收恒大集团的商业承兑汇票，恒大作为公司主要大客户之一，已有公开信息显示出其存在应付三棵树的商业承兑汇票出现逾期现象；而2020年公司与恒大主要采用商业票据进行结算，截至该年末，公司应收恒大集团的商业承兑汇票余额达7.70亿元，规模较大，

公司面临一定的账款回收风险，公司对期限在1年以内的部分按照5%计提坏账，对于1-2年的部分按照10%的比例进行计提。2020年公司计提坏账准备0.51亿元，其中因华夏幸福出现债务问题，公司对其及关联公司应收款项的坏账计提比例达80%。截至2021年3月末，公司应收票据仍保持较大规模，占总资产的比重达20.94%。

公司应收账款主要系应收下游客户的货款，截至2020年末规模有所增长，主要欠款方包括万科、保利、恒大等大型房地产企业及其关联方，账龄以一年以内为主，2020年公司计提坏账准备0.20亿元。2020年公司业务规模扩张速度较快，截至该年末公司应收票据、应收账款和应收款项融资合计占公司总资产的比重达36.80%，较上年增加11.43个百分点，工程渠道业务对公司营运资金的占用程度大幅增加，增加了公司的资金压力；此外，高杠杆房企一旦融资不畅、销售去化不佳，很有可能面临流动性冲击，而在房地产金融审慎管理政策下，房企中短期融资难度加大，信用水平分化持续加剧，使得公司面临一定的账款回收风险。

截至2020年末，公司存货仍主要由原材料、库存商品和发出商品构成，占总资产的比重下降3.41个百分点，该年度公司对原材料和库存商品计提存货跌价准备0.06亿元。截至2021年3月末，公司存货规模进一步上升。

为匹配业务规模的快速增长，公司对产能扩充持续投入，2020年公司部分项目完工由在建工程转入固定资产，以致固定资产规模较快增长；该年度公司计提折旧0.69亿元，对盈利空间形成一定挤压。截至2021年3月末，固定资产占总资产的比重为24.76%。截至2021年3月末，公司目前主要在建项目系本期债券募投项目和防火门产线项目，未来尚需较大规模投入，预计在建工程规模将继续增长。2020年公司购置莲华山1#地块和重庆生产基地相应地块用于厂房建设，无形资产规模大幅增加。

总体来看，2020年公司资产规模保持增长，但应收票据及应收账款规模较大且增速较快，公司较多的营运资金受到占用，且房地产行业信用风险上升，公司面临一定的账款回收风险。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.47	12.06%	6.44	16.46%	5.99	20.93%
应收票据	7.76	20.94%	8.41	21.49%	2.85	9.97%
应收账款	4.29	11.58%	4.98	12.74%	3.94	13.76%
应收款项融资	0.72	1.95%	1.00	2.57%	0.47	1.64%
存货	4.80	12.95%	4.00	10.24%	3.91	13.65%
流动资产合计	23.39	63.09%	25.82	66.00%	17.89	62.50%
固定资产	9.18	24.76%	9.06	23.17%	7.05	24.62%
在建工程	0.83	2.24%	0.69	1.76%	1.40	4.90%
无形资产	2.65	7.14%	2.65	6.77%	1.67	5.84%

非流动资产合计	13.69	36.91%	13.30	34.00%	10.73	37.50%
资产总计	37.07	100.00%	39.12	100.00%	28.62	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2020年公司营业收入规模和利润水平均保持快速增长，盈利能力较强

2020年在工程渠道业务持续放量带动下，公司营业收入同比增长48.60%，夹板模压门和实木复合门仍是最主要的收入来源，此外公司利用下游客户协调效应拓展柜类业务，相关产品收入规模快速扩张。2021年一季度公司营业收入同比增长57.71%，继续延续了高增长态势。2020年公司期间费用整体随业务规模呈现扩张趋势，但营业收入增速更快，期间费用率下降。2020年公司净利润同比增长63.39%，EBITDA利润率和总资产回报率均较2019年出现提升，整体盈利能力较强。但公司应收商业承兑汇票规模较大，且下游客户主要为房企，而高杠杆房企若出现短期的融资困难，可能会部分传导至其经营活动，从而对公司未来收入和利润水平产生一定波及。

图 4 公司收入及利润情况（单位：亿元）

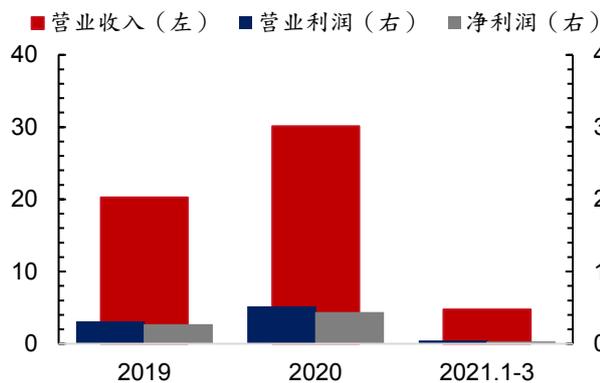
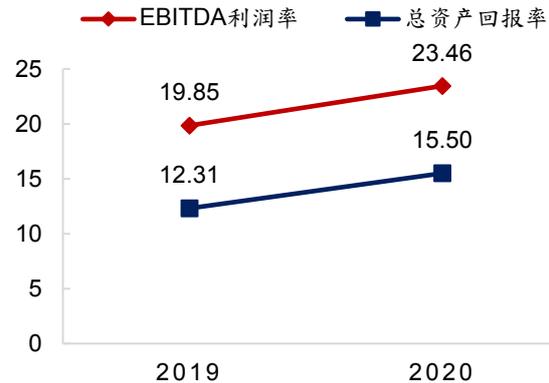


图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



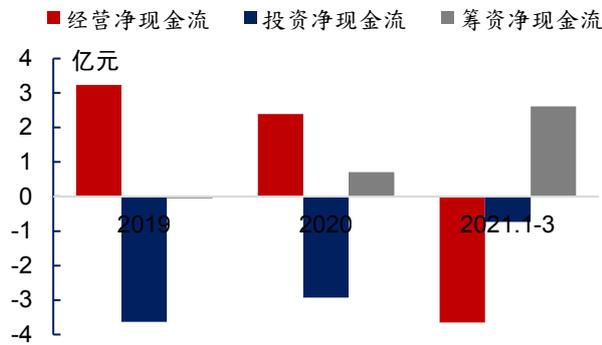
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

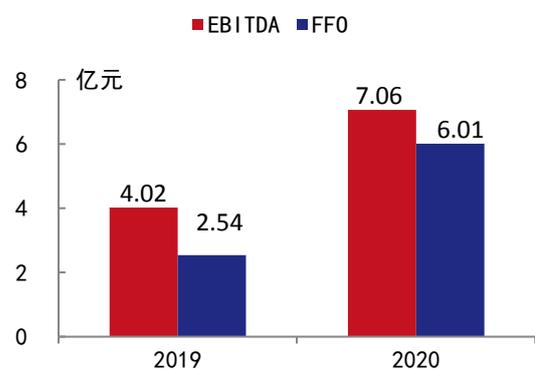
现金流

2020年公司回款状况有所下降，营运资金受到较大占用

2020年公司收现比由上年的1.05降至0.74，回款情况表现不佳，应收账款对公司营运资金形成较大占用，公司营收规模虽大幅增长，但经营净现金流较上年出现下降。2020年公司理财产品购买规模较上年有所下降，投资活动现金净流出规模有所缩小。公司2020年收入及盈利规模快速增长，EBITDA和FFO规模均较上年出现较大幅度提升。2021年一季度，公司支付的材料款和薪资等款项大幅增加，以致经营现金净流出3.65亿元；收到的承兑汇票贴现款增加，以致筹资净现金流入规模达2.61亿元。

图 6 公司现金流结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 7 公司 EBITDA 和 FFO 情况


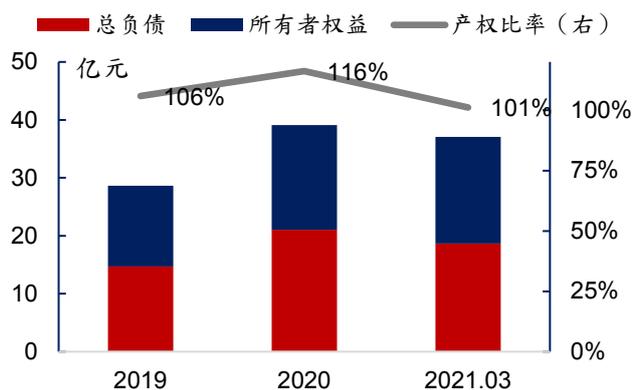
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2021 年 3 月末，公司在建项目未来尚需投资 10.64 亿元，除本期债券募投项目外，其余资金皆需另行筹集，未来尚需投入较多资金，公司面临一定的资金压力。

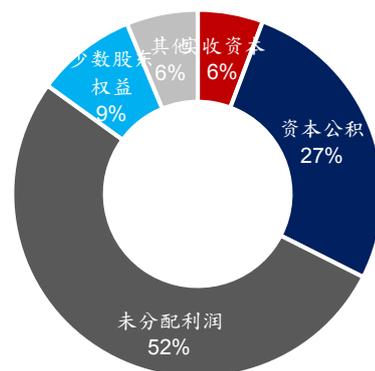
资本结构与偿债能力

公司资本实力持续提升，总债务规模增长较快，但整体偿付压力不大

得益于自身经营积累，2020 年公司所有者权益同比增长 30.11%，资本实力持续提升，但总债务保持较快增长速度，带动公司总负债规模上升，以致产权比率有所增长，净资产对负债的保障程度有所下降。截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益主要由未分配利润和资本公积构成。

图 8 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 9 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

2020 年至 2021 年一季度，公司对短期借款的倚重程度大幅增加。2020 年公司业务规模扩张较快，对上游采购规模相应增长，截至该年末，应付票据和应付账款规模均有所上升。2020 年公司执行新收入准则，将预收款项调整至合同负债和其他流动负债，截至 2021 年 3 月末，合同负债账面价值为 2.13 亿元。

公司其他应付款主要因押金和保证金等产生，截至2020年末，规模较上年有所增长。截至2020年末，公司一年内到期的非流动负债主要为即将到期的长期借款，公司长期借款主要由抵押借款和保证借款构成，规模不大。递延收益主要系地方政府给予的基础设施配套补助，截至2020年末余额较上年大幅增加。

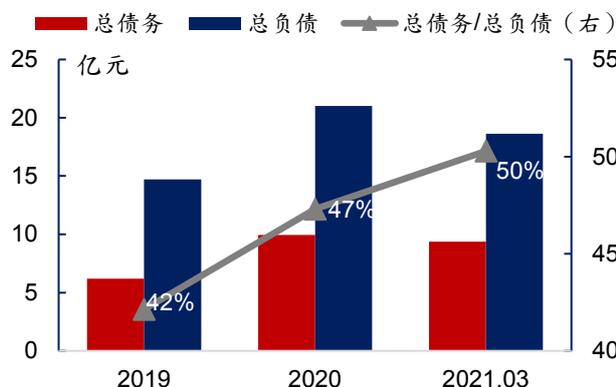
表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.71	9.20%	0.53	2.52%	0.00	0.00%
应付票据	6.72	36.07%	8.48	40.34%	5.09	34.60%
应付账款	2.07	11.09%	2.64	12.58%	2.46	16.69%
预收款项	0.00	0.00%	0.00	0.00%	2.81	19.06%
合同负债	2.13	11.41%	1.88	8.95%	0.00	0.00%
其他应付款	1.15	6.19%	1.41	6.69%	0.88	5.97%
一年内到期的非流动负债	0.31	1.68%	0.31	1.49%	0.25	1.68%
流动负债合计	15.57	83.53%	17.91	85.21%	12.33	83.77%
长期借款	0.62	3.34%	0.62	2.96%	0.86	5.86%
递延收益-非流动负债	2.21	11.85%	2.23	10.62%	1.45	9.82%
非流动负债合计	3.07	16.47%	3.11	14.79%	2.39	16.23%
负债合计	18.64	100.00%	21.02	100.00%	14.72	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

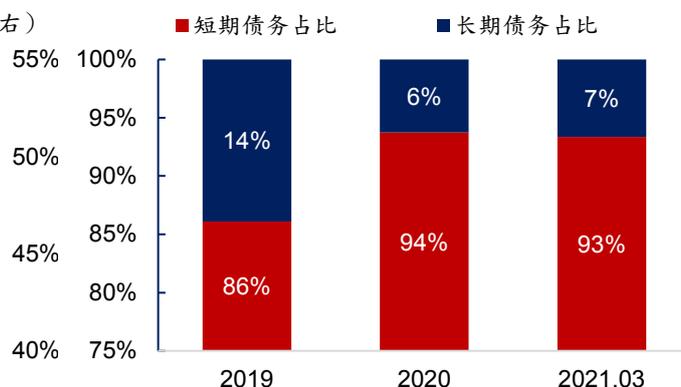
在应付票据带动下，2020年公司总债务规模扩张较快，占公司总负债的比重提升至47.30%。从期限结构来看，截至2020年末公司短期债务规模占比进一步提升至93.74%；公司于2021年6月发行本期债券，预计长期债务占比将有所提升。

图 10 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 11 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

2020年公司总债务规模增速较快，截至该年末，公司资产负债率和总债务/总资本比率分别较上年增加2.33和4.63个百分点，杠杆水平有所提升，2021年一季度末出现下降，但仍处于较高水平。公司盈

余现金较为充足，以致净债务为负；EBITDA对于利息支付的保障程度处于较好水平，整体债务偿付压力不大。

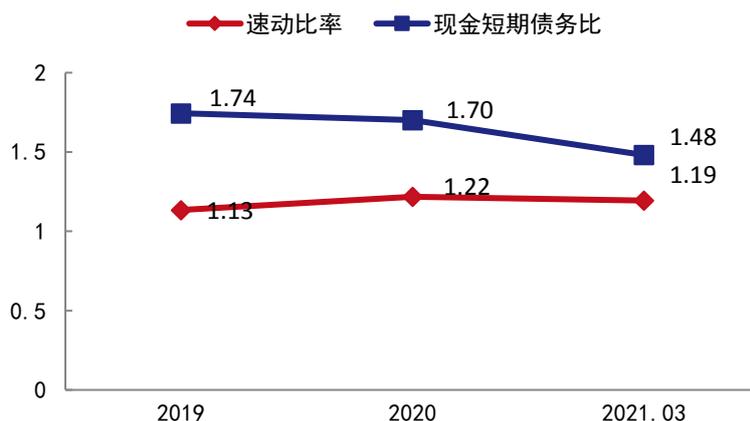
表12 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	50.28%	53.75%	51.42%
净债务/EBITDA	--	-0.74	-0.65
EBITDA 利息保障倍数	--	86.24	85.42
总债务/总资本	33.71%	35.47%	30.84%
FFO/净债务	--	-115.40%	-96.83%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

2020年公司速动比率和现金短期债务比较上年有所波动，虽在2021年一季度末有所回落，但流动性表现仍处于较好水平。

图 12 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年6月24日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

八、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

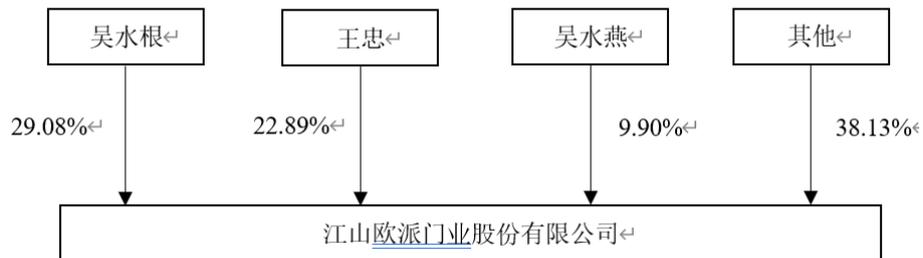
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	4.47	6.44	5.99	5.93
应收票据	7.76	8.41	2.85	2.30
应收账款	4.29	4.98	3.94	2.42
存货	4.80	4.00	3.91	2.30
流动资产合计	23.39	25.82	17.89	13.42
固定资产	9.18	9.06	7.05	5.13
非流动资产合计	13.69	13.30	10.73	8.10
资产总计	37.07	39.12	28.62	21.52
短期借款	1.71	0.53	0.00	0.00
应付票据	6.72	8.48	5.09	3.44
应付账款	2.07	2.64	2.46	1.83
合同负债	2.13	1.88	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	0.31	0.31	0.25	0.11
流动负债合计	15.57	17.91	12.33	7.83
长期借款	0.62	0.62	0.86	0.56
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
递延收益-非流动负债	2.21	2.23	1.45	1.45
非流动负债合计	3.07	3.11	2.39	2.04
负债合计	18.64	21.02	14.72	9.86
总债务	9.37	9.94	6.20	4.11
归属于母公司的所有者权益	16.82	16.48	13.12	10.98
营业收入	4.74	30.12	20.27	12.83
净利润	0.34	4.39	2.69	1.49
经营活动产生的现金流量净额	-3.65	2.39	3.24	2.04
投资活动产生的现金流量净额	-0.73	-2.93	-3.63	-2.96
筹资活动产生的现金流量净额	2.61	0.71	-0.05	0.08
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	29.52%	32.20%	32.22%	32.73%
EBITDA 利润率	--	23.46%	19.85%	16.00%
总资产回报率	--	15.50%	12.31%	9.74%
产权比率	101.13%	116.20%	105.83%	84.62%
资产负债率	50.28%	53.75%	51.42%	45.83%
净债务/EBITDA	--	-0.74	-0.65	-1.85
EBITDA 利息保障倍数	--	86.24	85.42	12.40
总债务/总资本	33.71%	35.47%	30.84%	26.09%

FFO/净债务	--	-115.40%	-96.83%	-13.65%
速动比率	1.19	1.22	1.13	1.42

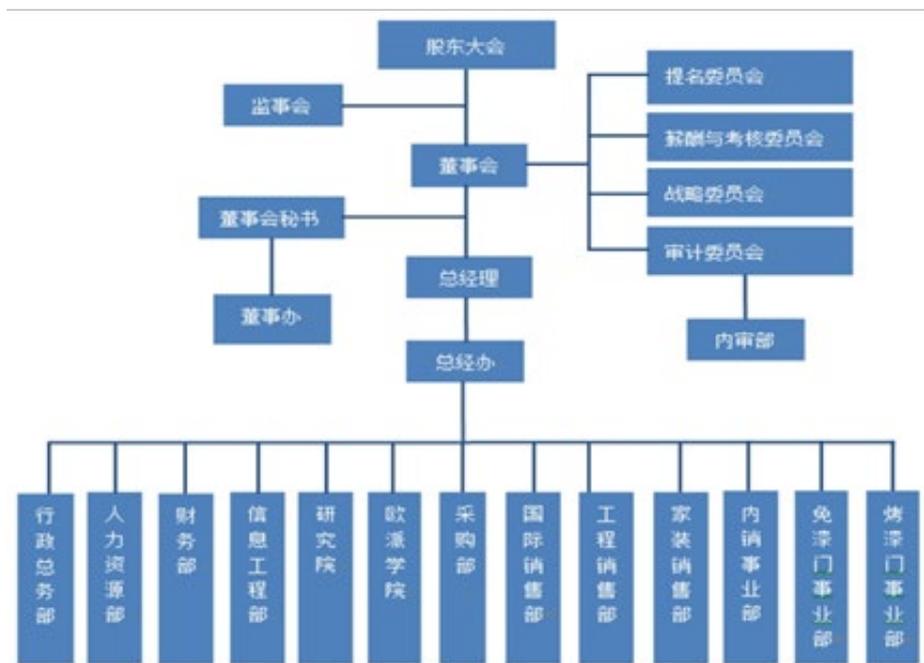
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 6 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 6 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
江山欧派装饰工程有限公司	2,000.00	100.00%	木质门加工、销售
江山欧罗拉家居有限公司	1,000.00	100.00%	家居销售
江山欧派木制品有限公司	5,000.00	100.00%	木质门加工
河南恒大欧派门业有限责任公司	18,000.00	60.00%	木质门加工
江山花木匠家居有限公司	5,000.00	100.00%	木质门、橱衣柜加工
江山欧派进出口有限责任公司	200.00	100.00%	建材、五金产品销售
江山欧派工程材料有限公司	1,000.00	100.00%	家具、家居用品、建材销售
江山欧派劳务服务有限公司	200.00	100.00%	劳务服务
重庆江山欧派门业有限公司	1,000.00	100.00%	门窗加工、销售
江山欧派全屋定制有限公司	200.00	100.00%	家具销售
杭州欧派贸易服务有限公司	50.00	100.00%	门窗销售
江山欧派安防科技有限公司	20,559.00	72.00%	门类产品生产销售

资料来源：公司 2020 年年报，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

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。