



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2022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.

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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

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 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
江山转债	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元维持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：603208.SH）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持江山转债（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA-，同时继续将公司主体信用等级和江山转债信用等级列入信用评级观察名单。
- 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，公司加强了代理商和经销渠道销售以应对下游市场的需求变化；同时也关注到，房地产行业的下行压力使得木门行业的产品需求承压，公司盈利能力下滑，面临较大的账款回收风险和产能消化风险。

未来展望

- 公司仍具有一定的品牌效应，具备规模化生产及短期内大批量供货优势，经销商渠道增长较快，经营风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年06月16日

联系方式

项目负责人：张伟亚
zhangwy@cspengyuan.com

项目组成员：徐铭远
xumy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	43.78	46.77	39.12	28.62
归母所有者权益	18.97	18.42	16.48	13.12
总债务	13.03	14.75	9.94	6.20
营业收入	4.91	31.57	30.12	20.27
EBITDA 利息保障倍数	--	27.69	86.24	85.42
净利润	0.54	2.59	4.39	2.69
经营活动现金流净额	-1.46	-0.18	2.39	3.24
销售毛利率	24.91%	29.10%	32.20%	32.22%
EBITDA 利润率	--	17.62%	23.46%	19.85%
总资产回报率	--	6.95%	15.50%	12.31%
资产负债率	55.23%	59.25%	53.75%	51.42%
净债务/EBITDA	--	0.54	-0.60	-0.54
总债务/总资本	39.92%	43.62%	35.47%	30.84%
FFO/净债务	--	90.11%	-142.95%	-117.97%
速动比率	1.46	1.34	1.22	1.13
现金短期债务比	1.34	1.48	1.59	1.66

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

优势

- 公司系国内木门制造行业龙头企业，具有一定的品牌效应。公司为国内第一家木门制造上市公司，产销规模位于行业前列，江山欧派是国内知名的室内木门品牌。
- 公司较为及时地调整了销售模式以应对下游市场的需求变化。公司加强了经销商和工程代理渠道的业务开发以应对下游工程渠道的需求放缓，相关业务占比提升较快，保持了公司整体营收规模的基本稳定。

关注

- 房地产行业的下行压力使得木门行业的产品需求承压。2021年下半年以来商品房销售增速持续放缓。2022年1-4月，全国商品房销售额同比下降29.50%，行业仍处于筑底阶段，对于木门产品的市场需求形成限制。
- 公司面临较大的账款回收风险。2021年公司对恒大等企业的应收款项所计提的坏账准备规模大幅增加，仍对相关企业的存在较大规模的应收敞口，面临较大的回收风险和资产损失风险。
- 公司盈利能力下滑。主要受业务模式调整影响，公司销售毛利率下滑，销售费用较快增长；信用减值损失进一步侵蚀了公司盈利，未来对盈利能力的影响存在不确定性。
- 公司面临较大的产能消化风险。公司2021产能持续扩张，本期债券募投项目投产后将继续提升产能规模，2022年一季度各主要产品条线尤其是实木复合门的产能利用率下滑明显。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	较小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	6
	经营规模	4		EBITDA利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	6
	品牌形象和市场份额	5		FFO/净债务	7
	经营效率	4		杠杆状况调整分	-2
	业务多样性	2		盈利状况	强
			盈利趋势与波动性	表现不佳	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		较小
指示性信用评分					aa-
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-列入观察名单/稳定	AA-列入观察名单	2022-3-31	张伟亚、徐铭远	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)	阅读全文
AA-列入观察名单/稳定	AA-列入观察名单	2021-9-30	朱磊、徐铭远	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-	2021-3-19	党雨曦、朱磊	公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
江山转债	5.83	5.83	2022-3-31	2027-6-11

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本期债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、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120万套木门项目和补充流动资金。截至2021年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为2.21亿元。

三、发行主体概况

截至2022年3月末，本期债券累计转股4,509股，受此影响，公司总股本有所上升，注册资本与实收资本为1.05亿元。公司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2022年5月19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28.81%、23.70%和24.62%。2021年公司合并报表范围无变化。

2021年迄今，公司主营业务未发生变化，仍以木门制造为核心业务。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年

社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

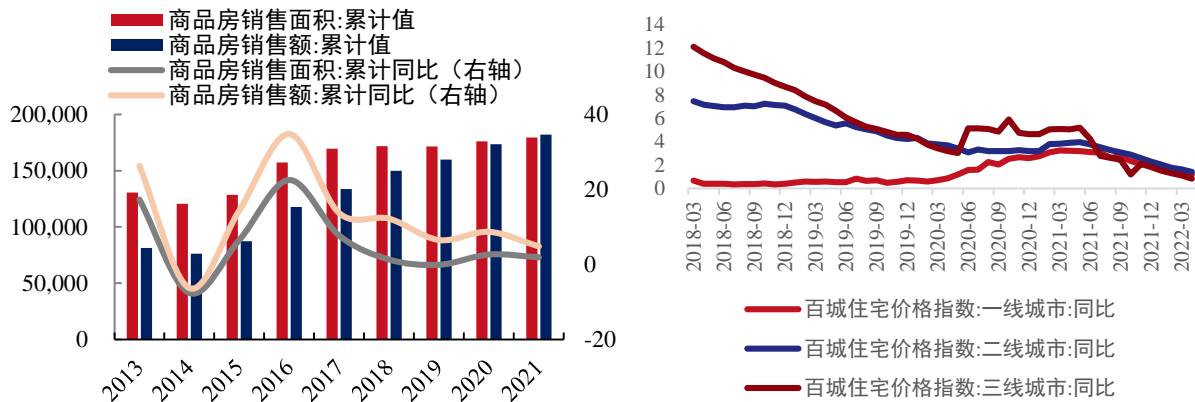
2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业环境

翻新需求将为木门行业的下游需求提供一定支撑，2021年房地产行业销售端受到一定抑制，不同能级城市商品房销售情况持续分化，木门行业的经营业绩持续承压

截至2021年末，我国常住人口城镇化率已达到64.72%，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。2021年以来，受政策流动性收紧、地产行业基本面下行以及疫情影响，部分高周转激进扩张的房企在经营和财务问题逐渐显露，使得上游的木门行业增速有所放缓，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。但从需求来看，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，单翻新需求的放量仍可对未来需求形成支撑。

图 1 商品房销售情况（单位：万平方米、亿元、%） 图 2 百城成交土地情况（单位：%）


资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

2021年下半年以来商品房销售增速持续放缓。自2021年7月以来，全国商品房销售面积及销售额单月同比增速均由正转负，单月商品房销售面积及销售额同比降幅持续扩大，2021年全国商品房累计销售面积及销售额同比增速分别下滑至1.90%、4.80%，政策加码效果逐步显现。2022年1-4月，全国商品房累计销售面积合计39,768万平方米，同比下降20.90%；商品房销售额合计37,789.40亿元，同比下降29.50%，行业需求端仍处于筑底阶段，房企总体拿地意愿不强。此外，各能级城市成交变动情况分化显著。2021年以来高能级城市表现优于低能级城市，三线城市热度明显下降。

自2021年以来，房地产行业的风险暴露有所加速，2021年房地产行业的违约主体和违约债券数量占比分别上升至45%和34%，此外，恒大等房企对上游供应商存在规模较大的应付敞口，不同程度上影响了产业链各上游企业的正常经营及盈利空间；2022年一季度，采取延期兑付的地产企业包括阳光城、世茂和龙光等，风险仍未出清且处置难度较大，房地产新开工增速下滑明显，房企扩张明显放缓，并且不同规模、股东背景、战略风格企业的信用资质逐步分化。2022年4月政治局会议提出支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，相关调控政策基调已有放松，但疫情对需求端的居民收入及购买意愿的约束仍需时间修复，地产基本面的企稳仍存在不确定性。

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，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1 公司部分竞争对手情况

名称	简介
梦天家居	该公司主要从事定制化木质家具的设计、研发、生产和销售，2021年末上市，该年度的木门收入为9.61亿元。
欧派家居	该公司为国内定制家居行业龙头企业，于2017年3月上市。该公司由定制橱柜起步，并从橱柜向全屋产品延伸。2021年定制木门收入12.36亿元。
索菲亚	定制家居行业代表企业之一，于2011年4月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。2021年木门收入4.58亿元。
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

2021年工程渠道的市场需求有所放缓，公司较为及时地对销售模式进行了业务调整，经销商和代理渠道增长较快，带动公司全年实现主营业务收入29.11亿元，较上年略有提升；从产品结构来看，夹板模压门仍是公司最主要的收入来源，实木复合门和柜类产品规模有所下降，其他产品主要包括防火门、铝合金门等以及部分配套，2021年涨幅较大。主要受产品结构变化和业务销售模式调整影响，2021年和2022年一季度公司的主营业务毛利率持续下降。

表2 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	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
夹板模压门	2.96	27.32%	19.32	31.63%	17.91	33.35%
实木复合门	0.85	19.19%	5.99	25.34%	7.88	32.13%
柜类产品	0.34	25.74%	2.15	26.73%	2.23	31.04%
其他产品	0.31	18.42%	1.66	28.19%	0.53	31.25%
合计	4.46	25.03%	29.11	29.78%	28.54	32.79%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司系木门行业龙头企业，有一定的品牌效应，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，江山欧派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，2021年的研发投入占比为3.84%，公司拥有专业的设计团队和设计理念，能较快推出符合消费者多样化个性化的产品，设计实力在国内同行业中处于前列，在2021年新推出了包括安全防火和智能家居在内的高端定制新品。公司对信息化和销售渠道建设持续投入，有利于提高公司经营效率和市场反应速度。

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2021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，年产能规模处于较高水平，随着在建项目的建设与逐步投产，预计公司产能规模将继续提升，产销规模均位于行业前列。

2021年公司加强了经销商和代理渠道的业务拓展以应对工程渠道的需求放缓，对应业务占比提升较快，且回款较好，但需关注其经销商管理风险；对下游部分房企客户尤其是恒大仍有较高的应收敞口，面临较大的账款回收风险

2021年为应对下游大宗渠道客户市场需求的放缓、减少对于地产商的直接依赖，大幅加强了经销商渠道的市场开拓力度，对应业务收入同比增长180.54%，但2021年该板块毛利水平为21.83%，明显低于工程渠道的35.18%，且销售费用的快速增长对公司盈利空间形成一定挤压。目前中小家装市场木门供应商多为中小企业，公司在自身品牌、丰富的产品种类和快速供货能力方面具备相对优势。2021年公司为迅速铺货以提升市场占有率，取消了经销商的独家代理模式，推行各类经销商、线上和线下共同开拓的业务模式。公司线下渠道以经销为主，截至2021年末，公司在全国范围内已经拥有各类经销商1.3万余家，线上渠道包括京东旗舰店、阿里巴巴网站、抖音商城等平台，目前已经建立起包括经销商、工程客户和外贸出口等渠道在内较为多元的营销网络，丰富了公司的客户资源；但也需要关注，经销商在数量和地域上的快速增长加大了公司的经销商管理难度。结算方面，公司经销商模式基本采用“下单前付全款”的结算方式，故其现金流表现明显优于大宗渠道。

大宗渠道仍是公司主要的收入来源，但其业务规模的占比已逐渐下降。2021年公司的大宗客户的渠道销售主要包括直销（工程）和代理商两种方式，直销方式系公司直接与房地产开发商和装修装饰企业签订战略集采协议，2021年和2022年一季度，公司工程渠道业务压降明显；代理则是通过工程代理商来开发房企和装修企业客户，截至2021年末，公司合计拥有工程代理商300余家。对于直销客户，公司除赚取产品利润外，额外可以得到服务利润，故代理渠道的业务占比提升也减弱了公司的利润空间。结算方面，公司对直销客户基本采取按照合同约定收款的方式，对工程代理渠道，则采取款清发货的结算方式；通常采用保理、承兑汇票和现汇等相结合的结算方式，部分大型房地产商账期在半年以上，公司目前接受央企、国企客户的商票。总体来看，大宗渠道的需求量相对较大，有助于公司实现木门的规模化和标准化生产，工程渠道的业务毛利率要高于经销商及代理渠道；但工程渠道客户账期较长，公司被占

用较多资金，营运效率承压；公司包括恒大在内的部分地产商客户陷入财务及经营困境，公司2021年已计提较大规模的坏账准备，且仍对相关客户尤其是恒大有较高的应收敞口，面临较大的账款回收风险。

表3 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	2022年1-3月		2021年		2020年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
经销商渠道	12,740.94	28.56%	69,303.46	23.81%	24,703.22	8.65%
大宗渠道	31,866.68	71.44%	221,815.56	76.19%	260,732.02	91.35%
其中：工程渠道	17,843.22	40.00%	163,096.89	56.02%	220,900.80	77.39%
代理渠道	12,074.37	27.07%	50,360.16	17.30%	28,656.10	10.04%
合计	44,607.62	100.00%	291,119.02	100.00%	285,435.24	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

因对于大宗渠道业务规划的逐步压降，2021年公司前五大客户集中度下降明显，主要客户如万科、中海、保利和旭辉经营业绩相对稳健；公司对恒大仍有2.82亿的销售金额，基本为2021年上半年业务的确认收入；除少量订单外，公司于当年下半年大幅减少了与恒大的业务合作规模。2022年一季度公司客户集中度进一步下降，前五大客户中的阳光城也遭遇了财务困难，对其之后的款项回收情况需予以关注。

表4 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
2022年1-3月	1	客户1	7,279.66	16.32%
	2	客户2	4,254.08	9.54%
	3	客户3	3,396.19	7.61%
	4	客户4	1,291.74	2.90%
	5	客户5	1,072.05	2.40%
			合计	17,293.72
2021年	1	客户1	54,915.69	18.86%
	2	客户2	28,186.82	9.68%
	3	客户3	16,670.97	5.73%
	4	客户4	16,178.04	5.56%
	5	客户5	15,511.39	5.33%
			合计	131,462.91
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

注：表中数据系合并口径。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司各主要类别产品的产能利用率有所分化，并在2022年一季度下降明显；公司在建产能规模较大，面临较大的产能消化压力

生产方面，公司仍对不同的销售渠道采用不同的生产模式。对工程渠道客户，虽然不同的产品订单会有明显的个性化特点，但是其单笔订单数量一般较大，故公司采用较大批量的生产方式，辅之以小批量的定制化加工生产。对经销商渠道中的“爆品”而言，其订单会表现出批量化的特征，故其生产模式类似于工程类订单；而对于“非爆品”则采取小批量定制化的生产方式。

2021年公司不同类型产品的产能利用率有所分化。为增强自身的及时供货能力，公司对于产能扩张持续投入，产能规模增长较快。得益于下游的良好市场需求，公司夹板模压门的产能利用率较上年有所提升，处于相对饱和的生产状态，但随着产能扩张和疫情对订单的负面影响，产能利用情况在2022年一季度有所回落。公司的实木复合门单价相对其他品类高，2021年之前需求主要来自恒大，但2021年以来公司大幅减少了与恒大的合作规模以致实木复合门的产能利用率逐渐下降；由于工程渠道客户的协调效应是公司开发柜类产品市场的重要助力，以致柜类产品的产能利用率也持续下滑。

表5 公司主要产品产销、产能利用情况（单位：万套）

产品明细	项目	2022年1-3月	2021年	2020年
夹板模压门	产能	57.50	215.00	155.00
	产量	43.93	248.20	183.71
	产能利用率	76.40%	115.44%	118.52%
	销量	46.06	285.65	237.95
	产销率	104.84%	115.09%	129.52%
实木复合门	产能	27.50	98.00	75.80
	产量	5.36	49.79	63.53
	产能利用率	19.49%	50.81%	83.81%
	销量	6.98	55.32	69.80
	产销率	130.14%	111.11%	109.87%
柜类产品	产能	5.13	20.50	16.40
	产量	1.49	13.47	11.51
	产能利用率	29.07%	65.71%	70.17%
	销量	1.66	12.70	13.03
	产销率	111.48%	94.30%	113.21%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司目前产能规模较大，重庆江山欧派年产120万套木门项目处于基建收尾和首批生产线调试阶段；2021年公司新建防火门产线项目亏损。待相关项目建成投产后，公司产能规模将得到大幅提升，受到下游房地产行业近期的不景气影响，公司目前产能利用率已经明显下降，部分产线因客户调整出现闲置，未来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，新增产能无法得到及时有效的消化，将增加公司生产成本，并侵蚀利润，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2022年3月末，公司主要在建项目总投资12.08亿元，重庆年产120万套木门项目系本期债券募投项目，而防火门产线项目资金仍需公司另行自筹投入。

表6 截至2022年3月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资	预计完工时间	产能
重庆年产120万套木门项目*	75,800.00	26,161.13	2022年底	120万套
防火门产线项目	45,000.00	18,725.82	2022年上半年	150万套
合计	120,800.00	44,886.95	-	-

注：*系本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司供应商集中度低，原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，公司的材料采购仍主要采取两种模式：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，2021年公司外购规模相对较小。公司对上游供应商一般采用月结，用于结算的银行承兑汇票期限通常为6个月期限，2021年与2022年一季度公司应付票据规模下降明显，与供应商结算方式有所调整。

2021年公司主营业务成本结构较上年整体保持了稳定，其中原材料成本占比仍在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位或进一步上涨，仍会对公司毛利率形成一定的影响。

表7 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	22,161.06	66.27%	145,362.30	71.11%	136,580.13	71.20%
人工	4,486.14	13.41%	26,213.57	12.82%	23,994.03	12.51%
制造费用	6,794.67	20.32%	32,841.11	16.07%	31,255.77	16.29%
合计	33,441.87	100.00%	204,416.98	100.00%	191,829.93	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司对前五大供应商采购金额合计占主营业务成本的比重为15.25%，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。

表8 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	排名	供应商名称	采购金额	占主营业务成本比例
2022年1-3月	1	供应商1	1,144.59	3.42%

	2	供应商 2	1,126.64	3.37%
	3	供应商 3	912.42	2.73%
	4	供应商 4	670.47	2.00%
	5	供应商 5	600.21	1.79%
		合计	4,454.33	13.32%
2021 年	1	供应商 1	8,228.51	4.03%
	2	供应商 2	5,929.86	2.90%
	3	供应商 3	5,799.47	2.84%
	4	供应商 4	5,694.84	2.79%
	5	供应商 5	5,530.14	2.71%
			合计	31,182.81

注：2021 年合计计数尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021 年公司合并范围无变化，2021 年末纳入合并范围子公司明细见附录四。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，仍面临较多的营运资金占用，对恒大等客户的应收款项仍有回收风险

公司资产仍以流动资产为主，但随着公司对于产能扩张的持续投入，流动资产占比不断缩减。

2021 年公司成功发行本期债券，募集资金沉淀以致货币资金余额增长，截至该年末共有 1.28 亿元因用作保证金等用途而使用受限；2022 年一季度，由于公司进行承兑到期付款、对本期债券募投项目持续投入并进行闲置货币资金理财，货币资金余额有所下降。公司工程客户以地产商为主，2021 年公司将 4.83 亿元的已逾期票据转入应收账款科目，主要受此影响，2021 年公司应收票据规模大幅下降；并在 2022 年一季度规模持续减少。截至 2021 年末，公司应收票据系商业承兑票据，主要对手方系地产企业，其中对恒大和阳光城应收票据的账面余额分别为 1.96 亿元和 0.14 亿元，公司对其的坏账计提比例均为 20%；截至该年末公司应收票据的坏账准备余额为 0.50 亿元。

截至 2021 年末，公司对恒大、阳光城和华夏幸福等房企的应收账款均进行了坏账准备计提，2021 年公司计提的应收账款坏账准备合计为 1.38 亿元，公司应收账款坏账准备的期末余额攀升至 1.81 亿元。公司 2021 年工程客户应收保理回款方式增加，以致应收款项融资余额有较大的增长。截至 2021 年末公司累

计提信用减值准备余额为0.12亿元。公司对恒大的坏账计提比例相对较低，仍有较大规模的应收敞口，面临较多的营运资金占用，且相关企业的财务和经营困境预计短期内仍难以得到有效解决，公司仍面临较大的应收款项回收风险和资产损失风险。公司2021年增加了原材料的备货规模，存货规模增长明显，公司主要采购的原材料系板材等，其价格波动给公司带来一定的存货跌价风险；截至该年末公司累计计提跌价准备0.12亿元，较上年有所增加。

表9 截至2021年末公司主要的应收款项坏账计提情况（单位：亿元）

应收对象	应收票据		应收账款	
	账面余额	坏账准备计提比例	账面余额	坏账准备计提比例
恒大	1.96	20.00%	5.17	20.00%
阳光城	0.14	20.00%	0.79	20.47%
华夏幸福	0.01	80.00%	0.20	80.00%
花样年	0.04	20.00%	0.09	20.00%
东福置业	0.04	20.00%	0.04	20.00%

资料来源：公司2021年审计报告，中证鹏元整理

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.77	13.18%	9.97	21.32%	6.44	16.46%
应收票据	1.48	3.39%	2.54	5.44%	8.41	21.49%
应收账款	10.25	23.41%	9.41	20.12%	4.98	12.74%
应收款项融资	1.55	3.54%	2.06	4.41%	1.00	2.57%
存货	4.57	10.45%	4.76	10.19%	4.00	10.24%
流动资产合计	26.82	61.26%	29.99	64.11%	25.82	66.00%
固定资产	10.02	22.90%	10.21	21.83%	9.06	23.17%
在建工程	3.01	6.87%	2.72	5.82%	0.69	1.76%
无形资产	2.64	6.02%	2.63	5.62%	2.65	6.77%
非流动资产合计	16.96	38.74%	16.78	35.89%	13.30	34.00%
资产总计	43.78	100.00%	46.77	100.00%	39.12	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表

公司固定资产仍主要系厂房和生产设备，随着公司对防火门产线等项目持续投入，相关项目部分转入固定资产以致其期末余额有所增长，公司面临的折旧压力有所上升；截至2021年末，公司固定资产中因用于抵押而受限的资产占比为30.75%，较上年有所增加。除上述项目外，截至2022年一季度末，公司主要对本期债券募投项目——重庆年产120万套木门项目进行投入2.62亿元，带动公司在建工程规模逐渐扩张。公司当前产能已处于较大规模，待在建项目全部完工后公司产能将会得到进一步提升，对未来的产能消化情况需予以一定关注。公司无形资产主要系其持有的土地使用权，截至2021年末因用于抵押而受限的部分占比为50.43%，较上年增长18.37个百分点，再融资能力受到一定限制。

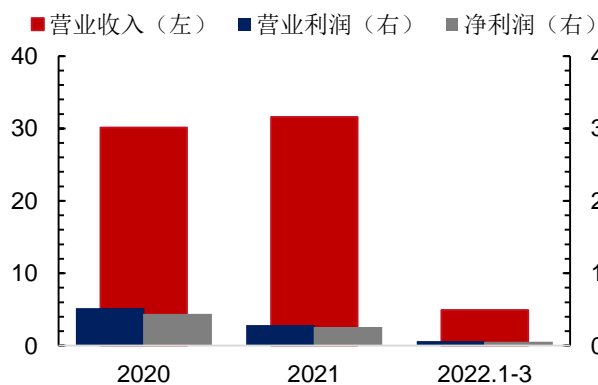
总体来看，本期债券发行后的资金沉淀以及项目投入带动了公司的资产规模实现扩张；公司坏账准备增长明显，且对相关企业仍存在较大规模的应收敞口，面临较大的应收款项回收风险和资产损失风险；且部分资产已经用于抵押和保证金等用途而使用受限，一定程度上限制了公司的再融资空间。

盈利能力

公司及时调整销售策略，2021年营收小幅增长，但盈利能力有所下滑

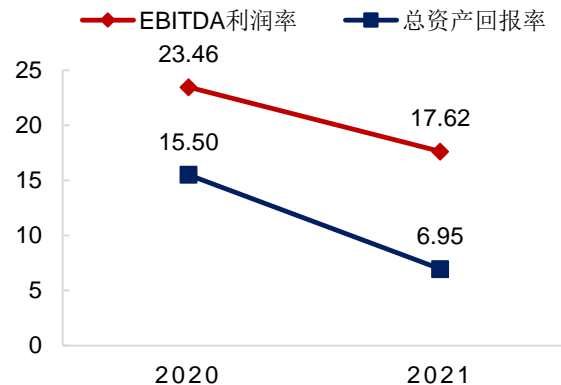
2021年工程渠道业务收入出现下降，经销商和代理渠道放量明显，公司整体营收增速有所放缓。公司经销商渠道毛利低于工程渠道，其业务占比提升拉低了公司的毛利率水平，相应销售费用增长挤压了公司的盈利空间；同时对恒大等下游地产客户的应收款项出现回收风险，信用减值损失较快增长，主要受此影响，公司净利润同比下降41.13%；公司对恒大等房企仍有较大规模的应收敞口，需关注未来回收情况。公司EBITDA利润率也有所下滑；目前产能利用率不高，公司对产能持续投入，总资产回报率未来仍存在下降压力。

图 4 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）

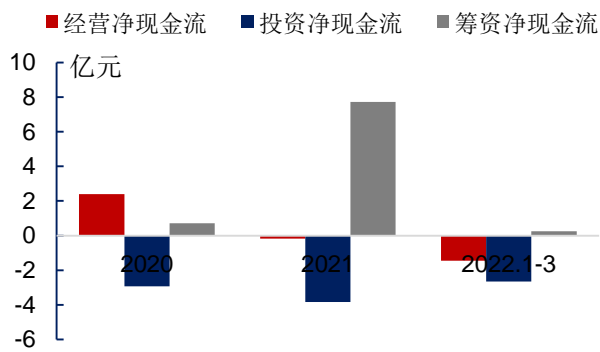


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

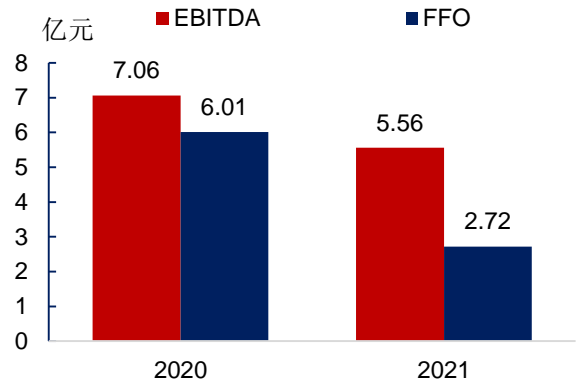
现金流

公司经营活动现金流表现不佳，投资活动现金持续净流出

2021 年公司经营活动现金净流出 0.18 亿元，主要系商业承兑汇票贴现回款计入筹资活动现金流且公司增加原材料采购规模所致，2022 年一季度保持净流出态势，系 2021 年开具的承兑汇票开始集中付款所致，但较上年同期规模有所下降；公司 EBITDA 和 FFO 均较上年有所下滑。公司 2021 年对本期债券募投项目的重庆年产 120 万套木门以及防火门产线等项目持续投入，以致投资活动现金净流出规模有所增加。公司于 2021 年发行本期债券，同时受上述统计口径调整影响，筹资活动现金净流入规模大幅增长。

图 6 公司现金流结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

图 7 公司 EBITDA 和 FFO 情况


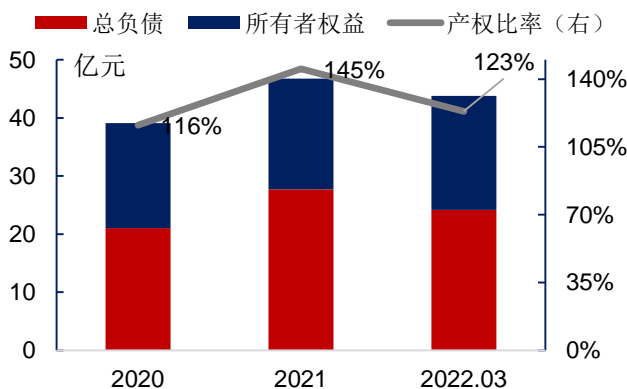
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告

截至 2022 年 3 月末，公司主要在建项目总投资 12.08 亿元，重庆年产 120 万套木门项目系本期债券募投项目，而防火门产线项目资金仍需由公司另行自筹投入。

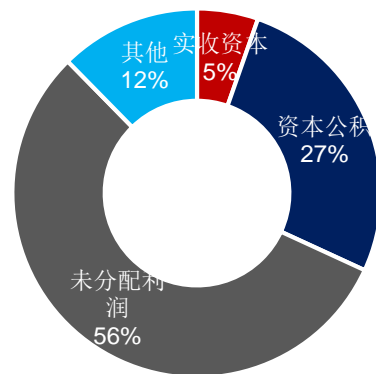
资本结构与偿债能力

公司总债务规模增长较快，长期债务占比提升

主要受本期债券成功发行影响，公司总负债规模上升较快，截至 2021 年末产权比率上升至 145%，但随着公司应付款项的规模压降，2022 年一季度产权比率有所下降。截至该季末，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 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

图 9 2022 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

截至 2021 年末，公司短期借款由保证借款和信用借款组成，为满足流动资金需求，公司短期借款规模持续上升。公司应付票据主要系其开具用于支付供应商贷款的银行承兑汇票，与供应商结算方式有所调整，截至 2022 年 3 月末余额呈下降态势。公司应付账款由应付材料款和工程设备款组成，余额有所波

动。公司业务模式有所调整，经销商渠道占比增加，公司对其收取预收款项，2022年一季度公司合同负债规模增长明显。公司一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期借款。截至2021年末，公司长期借款主要由抵押借款构成。2021年公司成功发行本期债券，以致应付债券金额大幅增长。公司递延收益系由政府拨款形成，截至2021年末为2.28亿元。

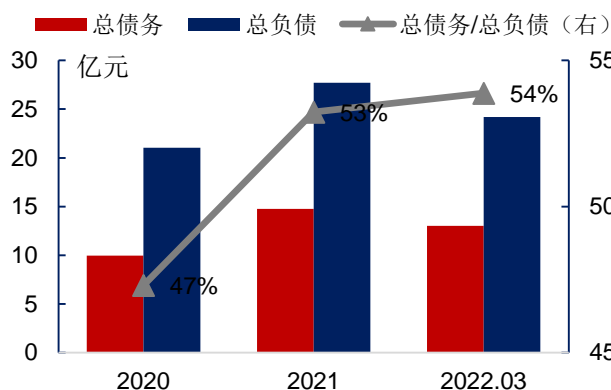
表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.02	4.22%	0.82	2.96%	0.53	2.52%
应付票据	5.20	21.50%	7.25	26.16%	8.48	40.34%
应付账款	2.68	11.07%	3.65	13.16%	2.64	12.58%
合同负债	2.55	10.56%	1.96	7.08%	1.88	8.95%
一年内到期的非流动负债	0.46	1.91%	0.38	1.37%	0.31	1.49%
流动负债合计	15.28	63.19%	18.84	68.00%	17.91	85.21%
应付债券	5.56	23.00%	5.49	19.83%	0.00	0.00%
非流动负债合计	8.90	36.81%	8.87	32.00%	3.11	14.79%
负债合计	24.18	100.00%	27.71	100.00%	21.02	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

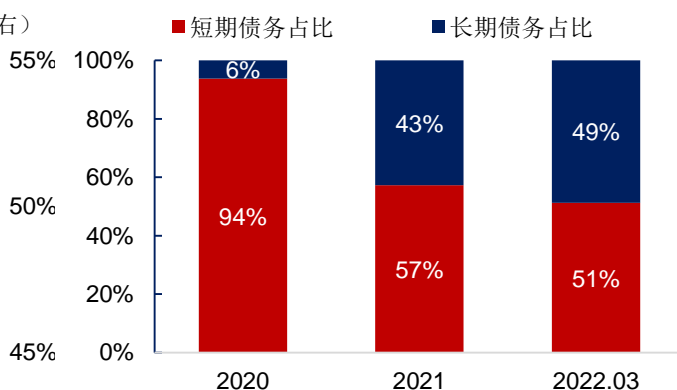
主要受本期债券发行影响，公司总债务规模较快增长，占总负债的比重上升6个百分点；此外公司应付票据规模下降明显，长期债务所占比重较快提升至2022年3月末的49%，但短期债务占比仍处于较高水平。

图 10 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

图 11 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

公司资产负债率和总债务/总资本比率水平有所波动，2021年本期债券的发行带动了公司资产负债率的提升，但2022年公司应付款项类有明显压降，以致财务杠杆水平有所回落。公司EBITDA仍能对净债务偿付进行一定覆盖，但FFO对其的覆盖程度降为90.11%；EBITDA仍能对债务利息的偿付形成有效

支撑。

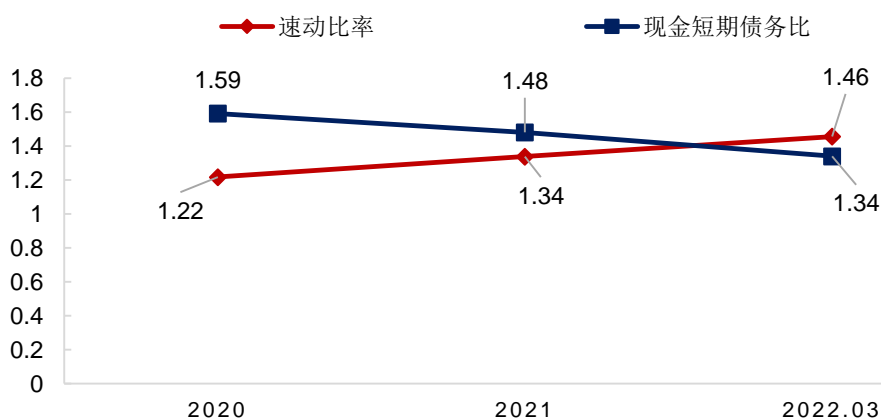
表12 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	55.23%	59.25%	53.75%
净债务/EBITDA	--	0.54	-0.60
EBITDA 利息保障倍数	--	27.69	86.24
总债务/总资本	39.92%	43.62%	35.47%
FFO/净债务	--	90.11%	-142.95%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

2021年公司发行本期债券，公司速动比率有所提升，现金类资产对于短期债务的覆盖程度略有下降，但仍能对其偿付形成较好支撑；截至2022年3月末，公司尚未使用的银行授信为15.08亿元。总体来看公司流动性水平尚可。

图 12 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

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2019年1月1日至报告查询日（2022年5月12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、抗风险能力分析

新房销售、翻新需求仍将为木门行业的下游需求提供一定支撑，2021年房地产行业销售端受到一定抑制，不同能级城市商品房销售情况持续分化，木门行业的经营业绩持续承压。公司是木门行业的龙头

企业，具备一定的品牌优势和行业前列的快速供货能力；但公司产能利用率已有明显下滑，且未来将持续对扩产进行投入，未来面临较大的产能消化风险。公司较为及时的调整了销售模式，工程渠道占比下降，但也相应带来了业务毛利率的下降和销售费用的增长。2021年公司计提的坏账准备大幅增加，且仍对相关企业存在较大的应收敞口，未来对公司盈利能力的影响存在不确定性。偿债能力方面公司EBITDA仍能对净债务做到一定覆盖。综合来看，公司具备较强的抗风险能力。

九、结论

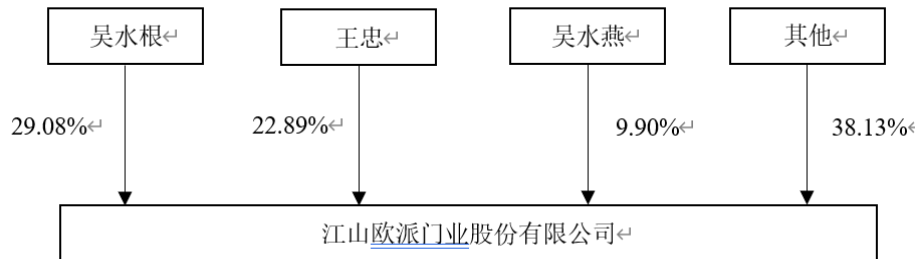
2022年3月，中证鹏元考虑到公司对恒大的应收敞口较大，决定将公司主体信用等级及江山转债信用等级列入信用评级观察名单。公司仍存在较大规模的应收敞口，面临较大的回收风险；此外亦需观察房地产行业景气度和公司业务模式调整等因素对公司经营和财务的影响，本次评级中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持江山转债的信用等级为AA-，同时继续将公司主体信用等级和江山转债信用等级列入信用评级观察名单。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	5.77	9.97	6.44	5.99
应收账款	10.25	9.41	4.98	3.94
存货	4.57	4.76	4.00	3.91
流动资产合计	26.82	29.99	25.82	17.89
固定资产	10.02	10.21	9.06	7.05
非流动资产合计	16.96	16.78	13.30	10.73
资产总计	43.78	46.77	39.12	28.62
短期借款	1.02	0.82	0.53	0.00
应付票据	5.20	7.25	8.48	5.09
应付账款	2.68	3.65	2.64	2.46
合同负债	2.55	1.96	1.88	0.00
一年内到期的非流动负债	0.46	0.38	0.31	0.25
流动负债合计	15.28	18.84	17.91	12.33
长期借款	0.78	0.81	0.62	0.86
应付债券	5.56	5.49	0.00	0.00
非流动负债合计	8.90	8.87	3.11	2.39
负债合计	24.18	27.71	21.02	14.72
总债务	13.03	14.75	9.94	6.20
归属于母公司的所有者权益	18.97	18.42	16.48	13.12
营业收入	4.91	31.57	30.12	20.27
净利润	0.54	2.59	4.39	2.69
经营活动产生的现金流量净额	-1.46	-0.18	2.39	3.24
投资活动产生的现金流量净额	-2.66	-3.84	-2.93	-3.63
筹资活动产生的现金流量净额	0.24	7.73	0.71	-0.05
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	24.91%	29.10%	32.20%	32.22%
EBITDA 利润率	--	17.62%	23.46%	19.85%
总资产回报率	--	6.95%	15.50%	12.31%
产权比率	123.35%	145.37%	116.20%	105.83%
资产负债率	55.23%	59.25%	53.75%	51.42%
净债务/EBITDA	--	0.54	-0.60	-0.65
EBITDA 利息保障倍数	--	27.69	86.24	85.42
总债务/总资本	39.92%	43.62%	35.47%	30.84%
FFO/净债务	--	90.11%	-142.95%	-96.83%
速动比率	1.46	1.34	1.22	1.13

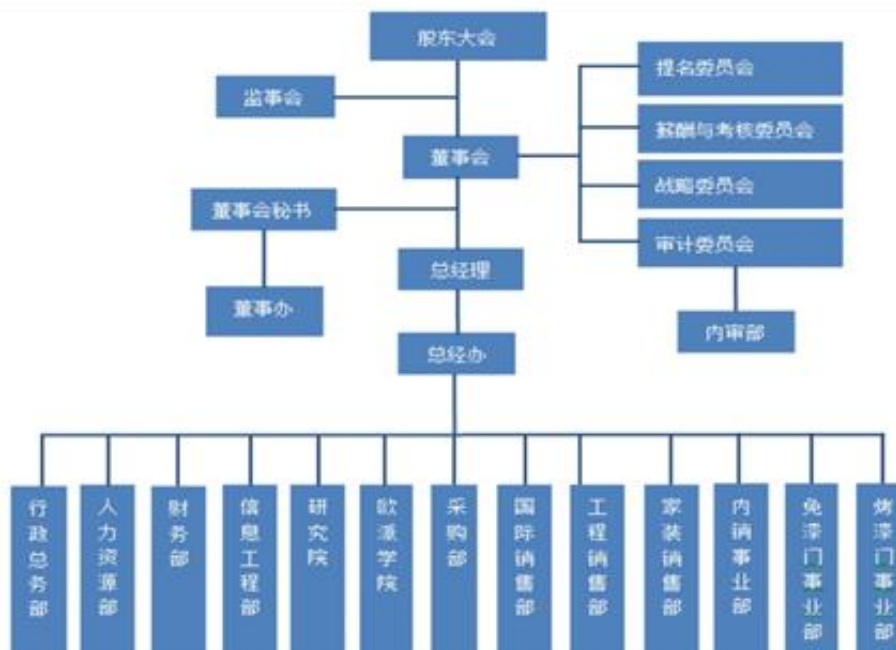
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 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 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021 年 12 月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
河南欧派门业有限责任公司	18,000.00	100.00%	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 2021 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	未受限货币资金+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。