



# 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2023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 2023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	负面	负面
江山转债	AA-	AA-

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：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”）系国内木门制造行业龙头企业，具有一定的品牌效应，公司加强了经销商和工程代理商渠道的业务开发，对公司营收规模形成支撑，对部分现金流困难房企及项目公司调整信用政策，上述经营调整使得公司现金流状况得到改善；同时中证鹏元也关注到下游房地产行业的复苏缓慢使得木门行业的产品需求承压，“江山转债”（以下简称“本期债券”）募投项目部分投产使得公司面临一定的产能消化风险；公司销售渠道调整致使公司盈利能力有所减弱，本年度计提大额信用减值致使利润为负；减值计提后对部分风险房企仍有一定应收敞口，存在进一步减值可能等风险因素。

## 评级日期

2023年6月26日

## 联系方式

**项目负责人：**朱琳艺  
zhuly@cspengyuan.com

**项目组成员：**葛庭婷  
gett@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	2023.3	2022	2021	2020
总资产	42.76	44.66	46.77	39.12
归母所有者权益	14.74	14.15	18.42	16.48
总债务	13.50	14.65	14.75	9.94
营业收入	6.82	32.09	31.57	30.12
净利润	0.56	-3.06	2.59	4.39
经营活动现金流净额	-0.34	5.23	-0.18	2.39
净债务/EBITDA	--	0.83	0.54	-0.60
EBITDA 利息保障倍数	--	12.77	27.69	86.24
总债务/总资本	46.92%	49.90%	43.62%	35.47%
FFO/净债务	--	29.61%	90.64%	-144.52%
EBITDA 利润率	--	13.35%	17.62%	23.46%
总资产回报率	--	-5.58%	6.95%	15.50%
速动比率	1.13	1.08	1.34	1.22
现金短期债务比	1.48	1.46	1.48	1.59
销售毛利率	21.67%	23.85%	29.10%	32.20%
资产负债率	64.29%	67.06%	59.25%	53.75%

注：2020年公司净债务为负。

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 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。**公司为国内第一家木门制造上市公司，产销规模位于行业前列，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及信用政策以应对市场变化，现金流得到改善。**公司加强了经销商和工程代理商渠道的业务开发以应对下游工程渠道的需求萎缩，经销商渠道和工程代理商渠道销售规模快速放量对公司营收规模形成支撑。同时经销商渠道基本采用“下单预付全款”方式，工程代理商渠道多采用款清发货模式，回款能力有所增强，现金流状况得到改善；公司调整部分现金流困难房企及项目公司信用政策，对部分房企的账期优化为现款现货或预付部分货款的结算模式，降低了款项回收风险。

## 关注

- **房地产行业的复苏缓慢使得木门行业的产品需求承压。**2022年商品房销售增速大幅下滑，2023年1季度商品房销售增速反弹回正，但考虑到前一年度低基数，地产销售仍未见明显回暖，行业需求端仍处于筑底阶段，对于木门产品的市场需求形成限制。
- **公司盈利能力有所减弱，减值计提致使利润为负。**2022年下游房地产行业需求不振，公司工程渠道（直销）收入有所下滑，且工程代理商渠道毛利率因公司提供优惠政策而快速下滑到较低水平；2022年公司加大力度拓展经销商渠道，经销商数量大幅增长致使销售费用增长较快；公司新增产能投入折旧压力增大，未来公司盈利能力承压。此外，2022年房企信用风险持续暴露，公司针对风险房企客户计提5.39亿元信用减值损失，致使本年度净利润为负。
- **公司面临一定的产能消化风险。**随着本期债券募投项目首批45万套木门投产，公司产能有所扩张，2022年公司实木复合门产能利用率下滑明显。
- **公司仍面临一定的账款回收风险。**部分房企客户陷入资金流动性困境，公司2022年已计提较大规模的坏账准备，但公司年报显示，仍对相关企业存在一定规模的应收敞口，未来仍存在一定的回收风险和资产损失风险。

## 未来展望

- 中证鹏元维持公司负面的信用评级展望。我们认为地产销售回暖仍有待于需求复苏趋势进一步明朗，公司对部分风险房企客户仍存在一定的应收敞口，相关减值计提仍将对公司经营业绩产生不利影响，且公司大宗渠道毛利率下降较为明显，公司盈利能力有所减弱。木门行业产品需求仍受下游地产行业景气度影响较大，仍需持续关注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。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	索菲亚	梦天家居	兔宝宝	江山欧派
总资产	120.57	23.00	52.56	<b>44.66</b>
营业收入	112.23	13.89	89.17	<b>32.09</b>
净利润	10.75	2.20	4.62	<b>-3.06</b>
销售毛利率	32.99%	31.93%	18.18%	<b>23.85%</b>
资产负债率	49.87%	22.91%	52.85%	<b>67.06%</b>

注：以上各指标均为2022年末/度数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 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\\_2022V1.0](#)

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	弱
	经营状况	5/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					<b>aa-</b>
外部特殊支持					<b>0</b>
主体信用等级					<b>AA-</b>

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 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-/负面	AA-/负面/江山转债	2022-11-21	徐宁怡、葛庭婷	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-列入观察名单/稳定	AA-列入观察名单/江山转债	2021-9-30	朱磊、徐铭远	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA-/江山转债	2021-3-19	党雨曦、朱磊	<a href="#">公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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	2022-11-21	2027-6-10

## 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。根据公司于2022年10月28日公告的《江山欧派关于可转债募投项目结项并将结余募集资金永久补充流动资金的公告》，本期债券募投项目“重庆江山欧派门业有限公司年产120万套木门项目”厂房建设已完工，首批年产45万套的木门产线已布局完成并逐步投入使用，公司根据募投项目实际运营情况和当前市场行情，将该募投项目结项，并将结余的募集资金永久补充流动资金。根据公司公告的《江山欧派关于2022年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，截至2022年12月31日，募投项目累计投入募集资金58,173.21万元，其中结余募集资金实际永久补充流动资金8,426.12万元（含募集资金专户利息与理财收益），本期债券募集资金专项账户已完成销户。

## 三、发行主体概况

本期债券自2021年12月20日进入转股期，截至2023年3月末，本期债券转股金额455,000元，累计转股4,737股（其中4,711股为新增股份，26股为库存股），尚未转股金额为582,545,000元，占本期债券发行总量的99.9220%；受本期债券转股影响，同期末公司总股本增至136,585,243股，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。同期末吴水根先生、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%。

2022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。2022年公司合并报表范围无变化。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指

标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

## 行业环境

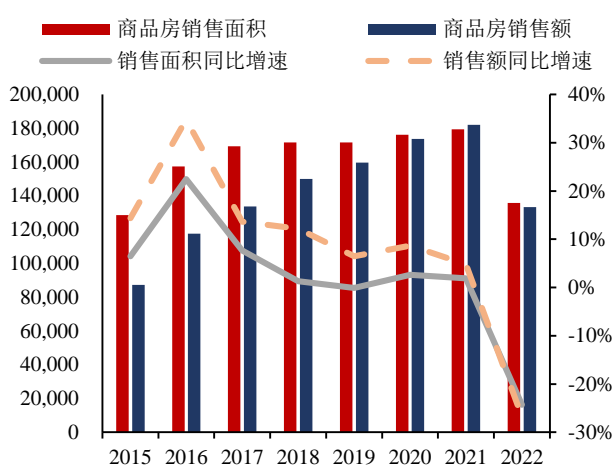
**翻新需求将为木门行业的下游需求提供一定支撑，房地产行业供需两端受到一定抑制，木门行业经营业绩持续承压**

2022年以来受政策流动性收紧、地产行业基本面下行等外部环境影响，部分高周转激进扩张的房企在经营和财务问题持续显露，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。2022年政策支持对市场预期扭转及销售端的提振并不明显，叠加停贷、烂尾等房地产市场舆情等方面的冲击，购房者信心不足，房地产市场深度调整，全年累计销售面积13.58亿平方米，创近7年来的新低，同比降幅达24.3%；累计销售金额13.33万亿元，创近6年来的新低，同比降幅达26.7%。2023年以来，在前期积压需求集中释放和房企积极推盘作用下，销售端复苏迹象初显，1-3月全国商品房累计销售面积2.99亿平方米，同比下降1.8%；累计销售金额3.05万亿元，同比增长4.10%，系近一年内累计销售额首次同比转正，但考虑到前期较低基数，商品房销售仍未见回暖，行业需求端仍处于筑底阶段。2022年7月首提“保交付”以来，房屋竣工面积增速有所好转，2023年房屋竣工面积同比增速迅速回正，但开发商仍面临融资难、回款慢，一方面受“三条红线”等融资端收紧政策影响，部分房企削减非必要开工，另一方面，宅地“两集中”供应政策导致市场节奏变化，压制房企开

工进度，2022年以来，房企资金端仍然承压，预售资金受到严格监管，市场情绪持续低迷，房企新开工动力持续不足。

长期来看，2022年末我国常住人口城镇化率已达到65.22%，为与房地产配套的木门行业提供了良好的发展条件。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。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。

**图1 2022年商品房销售大幅下滑（亿平方米、万亿元）**      **图2 新开工及竣工面积增速分化**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

2022年房地产行业的风险暴露进一步加速，继蓝光发展、阳光100、恒大集团、花样年等房企先后爆出流动性风险事件后，2022年大发地产、融创、荣盛、正荣、龙光、富力、金科、绿地、世贸、融信、远洋、合景泰富、旭辉、宝龙等多个房企随着美元债到期信用风险暴露。此外，旭辉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。自2022年四季度以来，房企融资“三支箭”新政陆续出台，但资金面数据整体未呈现改善，短期内政策惠及对象仅限于央企及部分优质民企，后续政策对房企整体资金面的传导有待持续观察。自2023年一季度以来，在前期积压需求集中释放和房企积极推盘作用下，销售端止跌迹象初显，但房企整体资金面数据尚未呈现趋势性改善，金融机构避险情绪犹存，房企拿地及新开工仍趋于谨慎，未来房地产行业的投资全面好转仍待销售端复苏信号进一步明确及房企销售回款现金流出现实质性改善。

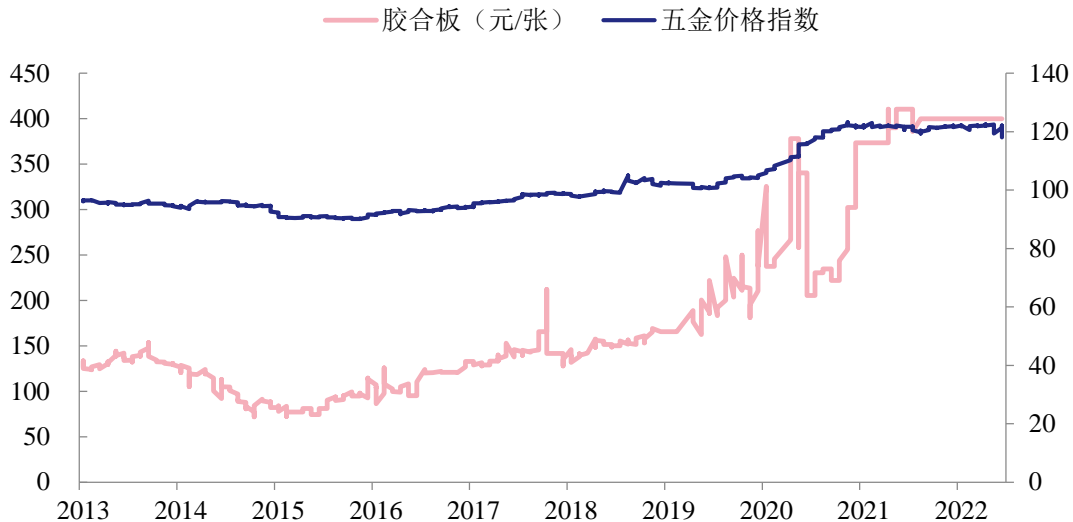
### 原材料成本上升压缩企业利润空间

受外部环境影响，原材料成本存在不同幅度的上涨，侵蚀企业利润。木门行业处于中游生产制造环节，从上游采购原材料（板材、五金配件）进行生产制造，其中原材料采购为主要成本。在过去的几年，



原材料中板材的价格没有明显波动，但是进入2021年以来，受国际输入型通胀的影响，板材价格明显同步上涨，2022年全年维持在较高水平，五金配件价格亦维持在高位，原材料价格高企依然会压缩企业的利润空间。

**图3 2022年胶合板及五金配件价格仍维持在高位**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

**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，2022年度的木门收入为8.20亿元，同比减少14.70%，毛利率同比下滑1.20个百分点。
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。2022年定制木门收入13.46亿元，毛利率为16.38%。
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。2022年木门收入4.34亿元，同比减少5.26%，毛利率23.95%。
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

公司是国内知名门类产品生产企业，2022年公司调整销售渠道，经销商渠道业务收入及占比提升较快，且回款表现较好，但工程渠道（直销）的需求下降明显；生产方面，本期债券募投项目首批45万套木门产线及防火门产线项目首批产线（年设计产能20万套）投产，但公司实木复合门产能出现闲置，2023年1季度主要产品夹板模压门产能利用率有所下滑，公司面临产能消化风险；客户方面，公司对大宗客户计提减值，但仍有一定规模应收敞口，面临相关款项无法回收风险

公司是国内知名的门类产品生产企业，近年逐步推出窗类、墙板类、柜类、地板、卫浴、五金等家居产品。2022年公司防火门产线项目首批产线（年设计产能20万套）投产及本期债券募投项目首批45万套木门产线已投入使用。从产品结构看，夹板模压门仍是公司最主要的收入来源，实木复合门收入小幅增加，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，2022年持续增长。销售渠道方面，受下游地产行业不景气影响，2022年公司工程渠道（直销）的市场需求下降明显，公司继续在工程代理商及经销商渠道发力，全年实现主营业务收入30.57亿元，较上年略有提升。毛利率方面，主要受工程代理商渠道毛利率偏低及原材料价格上涨等因素影响，2022年和2023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	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
夹板模压门	3.65	56.58%	24.37%	19.98	65.36%	24.88%	19.32	66.36%	31.63%
实木复合门	1.66	25.66%	17.32%	6.76	22.11%	20.05%	5.99	20.56%	25.34%
柜类产品	0.65	10.11%	15.68%	2.07	6.79%	20.52%	2.15	7.37%	26.73%
其他产品	0.49	7.64%	6.35%	1.76	5.74%	15.28%	1.66	5.71%	28.19%
合计	<b>6.46</b>	<b>100.00%</b>	<b>20.31%</b>	<b>30.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>22.97%</b>	<b>29.11</b>	<b>100.00%</b>	<b>29.78%</b>

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

公司作为木门行业头部企业，2022年的研发投入占比为3.85%，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。

**2022年公司继续拓展全品类经销商，培育安装服务商，推动线上和线下联动销售，经销商业务收入及占比提升较快，且回款表现较好，但需关注其经销商管理风险；大宗渠道方面，公司继续加强工程代理商渠道的业务拓展以应对工程渠道（直销）的需求下降，但工程代理商渠道毛利率下滑较快，且对下游部分房企客户仍有一定的应收敞口，面临一定的账款回收风险**

2022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，公司继续拓展全品类经销商，培育安装服务商，经销商渠道继续下沉，推行各类经销商同步开拓的业务模式，截至2022年末公司拥有各类经销商24,604家，同比增加82.67%，对应业务收入同比增长26.40%。2022年经销商渠道毛利水平为21.78%，低于工程渠道（直销）的28.63%，且2022年公司销售及售后服务费上升至0.69亿元，同比增长84.34%，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、快速供货能力及安装服务方面具备相对优势。近年公司推动营销变革，自2021年取消了经销商的独家代理模式，推行各类经销商同步开拓、线上和线下联动销售的业务模式。公司线下渠道以经销为主，线上渠道公司现已自建“欧派健康整装商城”和“欧派优品网上商城”，入驻京东旗舰店、抖音商城、苏宁云等大型电商平台。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。

2022年大宗渠道仍是公司主要的收入来源，但其业务规模及毛利率出现下降；公司大宗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，代理则是通过工程代理商来开发房企和装修企业客户。2022年受下游地产行业不景气影响，公司直销渠道业务压降明显，收入及毛利率均出现较大幅度下滑；公司加大工程代理商渠道开拓力度，截至2022年末公司拥有工程代理商470余家，工程代理招商后需6-12个月时间转化，2022年工程代理商渠道收入同比增长80.51%。工程代理商具备一定资金实力和落地服务能力，通过工程代理模式公司延长了工程业务的服务半径，公司自2022年开始给予代理商优惠，致使毛利率大幅下滑。而对于直销客户，公司除赚取产品利润外还争取服务利润。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，对工程代理商渠道，则采取款清发货的结算方式；2022年受下游房地产企业信用冲击影响，公司调整对部分现金流困难房企及项目公司信用政策，对部分房企的账期从原来的次月结优化为现款现货或预付部分货款的结算模式，公司判断为正常类房企及项目公司信用政策未作调整，正常客户账期多在半年以上。付款方式通常采用现汇、保理、承兑汇票等方式，公司目前接受部分优质客户的商票。

总体来看，公司经销商渠道及工程代理商渠道占比呈上升态势，但工程代理商渠道毛利率下滑至较低水平，工程代理商渠道业务占比提升优化了公司的现金流表现但也减弱了公司的利润空间。工程渠道（直销）的业务毛利率较好，但该渠道客户账期较长，公司被占用较多资金，营运效率承压；部分地产

商客户陷入资金流动性困境，公司2022年已计提较大规模的坏账准备，但仍对相关客户有一定的应收敞口，仍存在一定的账款回收及减值风险。

**表3 按销售渠道划分公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
经销商渠道	1.69	26.17%	19.19%	8.76	28.65%	21.78%	6.93	23.81%	21.83%
大宗渠道	4.77	73.83%	20.70%	21.81	71.35%	23.45%	22.18	76.19%	32.27%
其中：工程渠道（直销）	2.78	43.14%	23.80%	11.91	38.96%	28.63%	16.31	56.02%	35.18%
工程代理商渠道	1.74	26.98%	15.12%	9.09	29.74%	16.82%	5.04	17.30%	25.26%
<b>合计</b>	<b>6.46</b>	<b>100.00%</b>	<b>20.31%</b>	<b>30.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>22.97%</b>	<b>29.11</b>	<b>100.00%</b>	<b>29.78%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

因大宗渠道下游客户承压，公司对于大宗渠道业务进行调整，公司客户结构以国央企和部分民企客户为主，2022年公司前五大客户集中度继续下降，主要客户如万科、中海、保利经营业绩相对稳健；受益于保交付政策推进，订单有所复苏，2023年一季度前五大客户集中度较为稳定。

**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
2023年1-3月	1	客户1	8,634.67	13.38%
	2	客户2	7,848.46	12.16%
	3	客户3	3,242.87	5.02%
	4	客户4	2,477.27	3.84%
	5	客户5	2,262.82	3.51%
			<b>合计</b>	<b>24,466.09</b>
2022年	1	客户1	46,188.84	15.11%
	2	客户2	25,231.88	8.25%
	3	客户3	16,678.54	5.46%
	4	客户4	13,639.44	4.46%
	5	客户5	10,267.40	3.36%
			<b>合计</b>	<b>112,006.10</b>
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%
			<b>合计</b>	<b>131,462.91</b>

注：表中数据系合并口径。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

本期债券募投项目已结项，实际新增产能较计划产能降幅明显，随着募投项目及防火门项目首批产线（年设计产能20万套）投产，公司产能进一步扩张，但实木复合门等部分产品出现产能闲置，2023年一季度主要产品夹板模压门产能利用率下降明显，面临一定的产能消化压力

产能方面，截至2023年3月末江山莲华山工业园防火门产线项目首批生产线（年设计产能20万套）已投入使用，年设计产能20万套；本期债券募投项目“重庆江山欧派年产120万套木门项目”已于2022年10月28日结项，首批45万套木门产线已投入使用。公司扩产节奏有所放缓，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，未来需持续关注新增产能消化情况。

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（直销）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。

2022年受下游市场需求下滑及公司新增产能较多，公司不同类型产品的产能利用率均有所下滑且继续分化。2022年公司夹板模压门产能增长较快，且产能利用率仍处于饱和状态，2022年外购成品22.99万件，但随着产能扩张和下游需求恢复不及预期影响，产能利用情况在2023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2022年公司实木复合门的产能利用率下降并出现较大规模产能闲置；公司开发柜类产品面向大宗及经销商渠道，2022年柜类产品的产能利用率小幅下滑。

**表5 公司主要产品产销、产能利用情况（单位：万套、万套/年）**

产品明细	项目	2023年1-3月	2022年	2021年
夹板模压门	产能	83.00	257.00	215.00
	产量	56.42	281.22	248.20
	产能利用率	67.98%	109.42%	115.44%
	销量	55.86	297.63	285.65
	产销率	99.01%	105.83%	115.09%
实木复合门	产能	27.50	110.00	98.00
	产量	14.28	50.99	49.79
	产能利用率	51.94%	46.36%	50.81%
	销量	14.07	59.84	55.32
	产销率	98.47%	117.35%	111.11%
柜类产品	产能	5.13	20.50	20.50
	产量	1.88	12.61	13.47
	产能利用率	36.65%	61.52%	65.71%

销量	3.33	12.15	12.70
产销率	177.04%	96.36%	94.30%

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，采购成本上升削弱了公司盈利能力，且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，2022年公司外购规模进一步收缩。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，2022年下半年公司采购量较大，应付票据规模有所回升。

2022年公司主营业务成本结构中原材料采购成本占比上升至72.53%，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、油漆类和五金类，原材料通用性强，供应较为充足，但2022年以来以胶合板为代表的板材价格阶段性上升且维持在高位，带动公司原材料采购成本上涨。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、优化战略供应商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6 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）**

项目	2023年1-3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	38,086.80	74.03%	170,793.79	72.53%	145,362.30	71.11%
人工	5,754.63	11.19%	30,331.14	12.88%	26,213.57	12.82%
制造费用	7,601.87	14.78%	34,369.05	14.59%	32,841.11	16.07%
<b>合计</b>	<b>51,443.30</b>	<b>100.00%</b>	<b>235,493.98</b>	<b>100.00%</b>	<b>204,416.98</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022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11.35%，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。

**跟踪期内，公司整体营运资金管理效率未发生明显变化**

公司针对工程渠道（直销）客户的账期较长，跟踪期内，对部分房企信用政策有所调整，对公司判断为正常类房企的客户信用政策未调整，综合来看，公司跟踪期内营运资金管理效率未发生明显变化。

**表7 公司营运效率相关指标（单位：天）**

项目	2022年	2021年
应收账款周转天数	94.54	82.07
应收账款及应收票据周转天数	113.31	144.50

存货周转天数	76.52	78.48
应付账款周转天数	63.43	50.59
应付账款及应付票据周转天数	176.27	177.06
净营业周期	107.63	109.96

资料来源：Wind，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2021-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并范围无变化，2022年末纳入合并范围子公司共12家，明细见附录四。

### 资本实力与资产质量

**2023年公司计提大额信用减值，所有者权益及资产规模有所下滑；仍面临较多的营运资金占用，仍对部分风险工程客户存在一定规模的应收敞口，面临一定的应收款项回收风险和资产损失风险**

2022年公司每股转增股份0.30股，总股本增至1.37亿股；受资产减值计提影响，未分配利润减少3.89亿元，综合影响下2022年公司所有者权益规模大幅下滑。同期受公司经营性负债增加影响，公司总负债规模有所上升；综合影响下2022年末公司产权比率大幅上升至203.58%。随着公司应付款项的规模压降，2023年一季度产权比率有所下降，截至2023年3月末所有者权益规模15.27亿元，主要为未分配利润、资本公积、盈余公积及实收资本。

图 4 公司资本结构

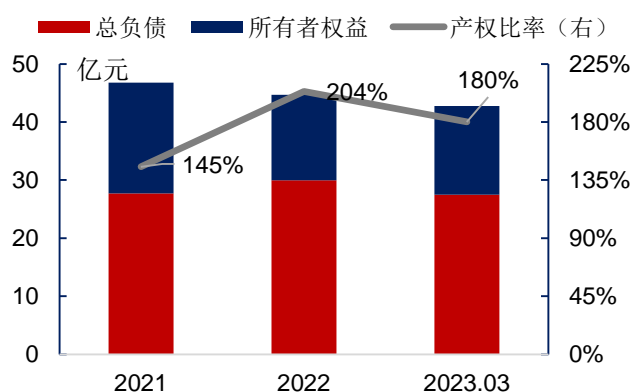
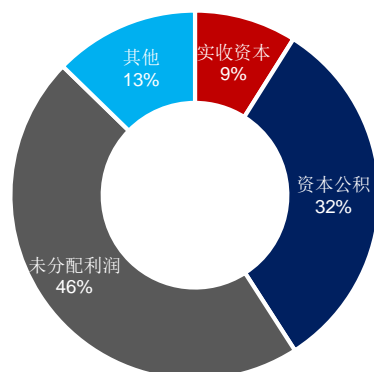


图 5 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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。

2022年公司业务结构调整，现金流状况明显改善，经营活动现金净流入5.23亿元，期末现金净增加0.47亿元，同时公司增加供应商承兑汇票付款金额，致期末货币资金余额增长，截至年末共有1.97亿元因用作银行承兑汇票及信用证保证金用途受限；2023年一季度，由于公司进行承兑到期付款，货币资金余额有所下降。

公司工程客户以地产商为主，2022年公司继续将2.22亿元的已逾期票据转入应收账款科目，主要受此影响，2022年公司应收票据规模大幅下降，截至2022年末，公司因出票人未履约而将其转应收账款的票据金额7.05亿元，系商业承兑票据，主要对手方为地产企业。截至年末公司应收票据共计提减值0.08亿元。

截至2022年末，公司因下游客户恒大、阳光城和华夏幸福等房企出现财务困难，对应收账款均进行了坏账准备计提，2022年公司应收账款中计提及转入的坏账准备合计为5.72亿元，公司应收账款坏账准备的期末余额大幅攀升至7.52亿元。公司2022年应收款项融资本期计提减值0.08亿元。

2022年公司计提信用减值损失5.39亿元，公司对恒大、华夏幸福的坏账计提比例最高为80%，对阳光城的坏账计提比例为70%，旭辉坏账计提比例为30%，公司对相关风险房企仍有一定规模的应收敞口，仍面临一定的款项回收风险和资产损失风险。

**表8 截至2022年末公司主要的应收账款坏账计提情况（单位：亿元）**

应收对象	应收账款		
	账面余额	坏账准备计提比例	账面价值
恒大	7.13	80.00%	1.43
阳光城	1.00	70.00%	0.30
旭辉	0.57	30.00%	0.40
华夏幸福	0.21	80.00%	0.04
花样年	0.13	50.00%	0.07
宝龙	0.10	50.00%	0.05
银盛泰	0.05	30.00%	0.03
东福置业	0.08	50.00%	0.04
<b>小计</b>	<b>9.28</b>	<b>-</b>	<b>2.36</b>
占应收账款总额比例	62.03%	-	-

注：除应收账款外，合同资产中上述风险房企账面余额 686.94 万元，计提减值 426.36 万元，应收票据中账面金额 694.38 万元，计提减值 208.31 万元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司2022年存货规模基本持平，期末主要为库存商品及原材料，公司主要采购的原材料系板材等，其价格下跌给公司带来一定的存货跌价风险；截至年末公司累计计提存货跌价准备0.20亿元，较上年有所增加。2022年本期债券募投项目、防火门产线项目对应厂房及部分产线转固，固定资产规模大幅增加，期末仍主要系厂房和生产设备；本期转固资产新增一定的产能，未来的产能消化情况需予以一定关注，



此外年末公司固定资产中因用于抵押受限金额3.61亿元，较上年有所增加。公司无形资产主要系其持有的土地使用权，截至2022年末因用于抵押而受限金额1.86亿元，较上年有所增长，再融资能力受到一定限制。

总体来看，公司坏账准备计提增长明显，但仍对相关企业存在一定规模的应收敞口，面临一定的应收款项回收风险和资产损失风险；本期债券募投项目等转固带动了公司的产能扩张，未来的产能消化情况需予以一定关注，且部分资产使用受限，一定程度上限制了公司的再融资空间。

**表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.69	22.66%	11.12	24.90%	9.97	21.32%
应收账款	7.34	17.17%	7.44	16.67%	9.41	20.12%
存货	4.49	10.49%	4.56	10.21%	4.76	10.19%
应收票据	0.57	1.32%	0.80	1.80%	2.54	5.44%
应收款项融资	2.04	4.76%	2.01	4.49%	2.06	4.41%
<b>流动资产合计</b>	<b>25.05</b>	<b>58.58%</b>	<b>26.91</b>	<b>60.26%</b>	<b>29.99</b>	<b>64.11%</b>
固定资产	13.40	31.33%	13.46	30.13%	10.21	21.83%
在建工程	0.22	0.52%	0.39	0.87%	2.72	5.82%
无形资产	2.55	5.97%	2.58	5.77%	2.63	5.62%
<b>非流动资产合计</b>	<b>17.71</b>	<b>41.42%</b>	<b>17.75</b>	<b>39.74%</b>	<b>16.78</b>	<b>35.89%</b>
<b>资产总计</b>	<b>42.76</b>	<b>100.00%</b>	<b>44.66</b>	<b>100.00%</b>	<b>46.77</b>	<b>100.00%</b>

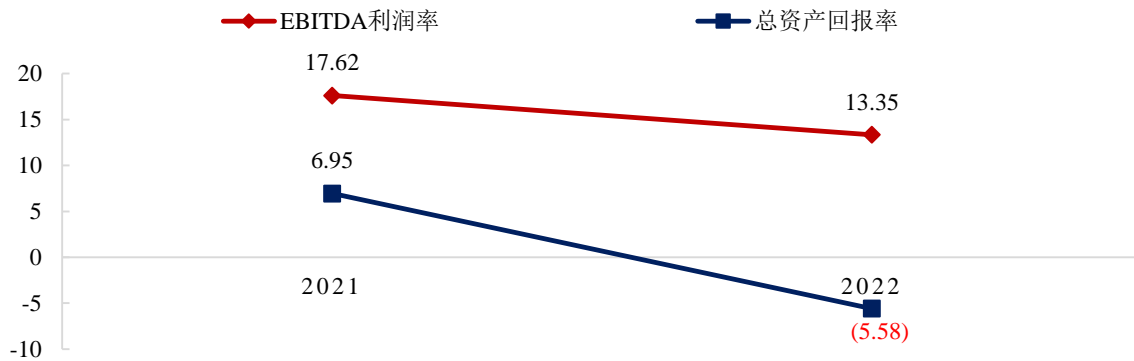
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

**公司及时调整销售结构，2022年营收小幅增长，但盈利能力下滑；2022年大额信用减值损失拖累公司净利润为负**

2022年公司对部分下游地产客户的应收款项计提信用减值损失5.39亿元，主要受此影响，公司总资产回报率大幅下滑至-5.58%；本期应收账款坏账计提规模较大，未来影响公司盈利能力的款项回收风险大幅释放。但公司对部分风险房企仍有一定规模的应收敞口，未来仍存在进一步减值可能。同时考虑到公司2022年毛利较高的工程渠道（直销）业务收入继续下降，经销商和工程代理商渠道放量虽支撑了公司营收增长，但公司工程代理商渠道毛利率下滑较快，经销商渠道毛利低于工程渠道（直销），销售结构调整导致公司毛利承压。此外，公司经销售渠道开拓相应增加销售费用，进一步挤压了公司的盈利空间；公司本期债券募投项目等转固，产能扩张较快，后续产能利用若不及预期将加大折旧计提对盈利的影响。受上述因素影响，公司盈利能力仍将承压。

**图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）**



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

**2022年公司经营活动净现金流大幅改善，受盈利能力下滑影响，公司FFO有所下滑，对债务的覆盖能力有所弱化**

公司负债以经营性负债为主，主要为应付账款、应付票据和合同负债。公司应付票据有所增加，期末主要系其开具用于支付供应商货款的银行承兑汇票。应付账款由应付材料款和工程设备款。因公司工程代理商渠道、经销商渠道两大款清业务渠道收入上升，合同负债金额有所增长。公司长期借款主要由抵押借款构成。应付债券系2021年公司发行的本期债券。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2023年3月末，公司总债务规模13.50亿元，较2021年末有所缩减，主要系2023年1季度部分应付票据到期偿付影响，期末主要为本期债券和应付票据，2021年至今，公司应付票据占比较为稳定。

**表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.82	2.96%
应付账款	4.52	16.43%	4.96	16.57%	3.65	13.16%
应付票据	6.84	24.88%	8.07	26.94%	7.25	26.16%
合同负债	3.14	11.41%	2.95	9.84%	1.96	7.08%
一年内到期的非流动负债	0.10	0.37%	0.10	0.34%	0.38	1.37%
<b>流动负债合计</b>	<b>18.27</b>	<b>66.46%</b>	<b>20.71</b>	<b>69.14%</b>	<b>18.84</b>	<b>68.00%</b>
应付债券	5.82	21.17%	5.75	19.20%	5.49	19.83%
<b>非流动负债合计</b>	<b>9.22</b>	<b>33.54%</b>	<b>9.24</b>	<b>30.86%</b>	<b>8.87</b>	<b>32.00%</b>
<b>负债合计</b>	<b>27.49</b>	<b>100.00%</b>	<b>29.95</b>	<b>100.00%</b>	<b>27.71</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	13.50	49.10%	14.65	48.93%	14.75	53.23%
其中：短期债务	6.94	25.25%	8.17	27.28%	8.45	30.49%

长期债务	6.56	23.84%	6.48	21.65%	6.30	22.74%
------	------	--------	------	--------	------	--------

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年公司总债务小幅下滑，但公司计提较大规模资产减值致使总资产及所有者权益大幅下滑，综合影响下公司资产负债率和总债务/总资本比率水平有所上升。2023年1季度公司部分应付票据到期偿付，以致财务杠杆水平有所回落。受公司盈利能力下滑影响，公司EBITDA及FFO均有所下滑，FFO对净债务的覆盖程度降为29.27%，对债务的覆盖能力有所弱化；EBITDA仍能对债务利息的偿付形成有效支撑。

现金流方面，2022年公司经营活动现金净流入5.23亿元，较2021年大幅改善，主要系公司销售渠道调整，工程代理商渠道、经销商渠道两大款清业务渠道收入上升，现金流情况改善；经营活动净现金流对净债务的覆盖程度较高。2023年1季度经营活动现金净流出系2022年开具的承兑汇票开始集中付款所致。

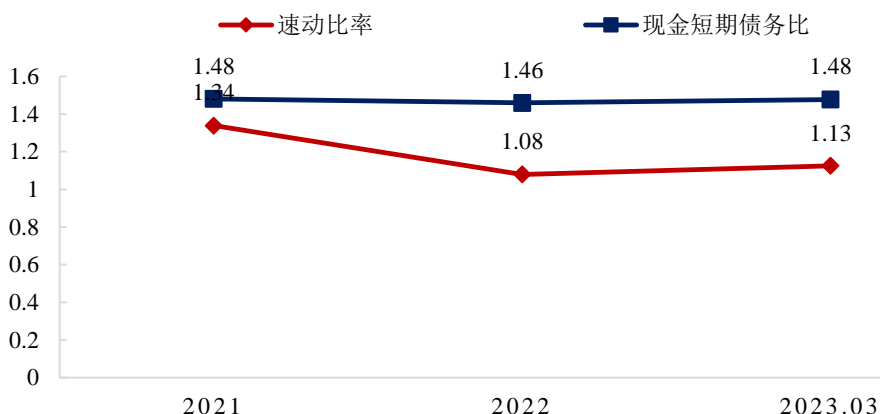
**表11 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动现金流(亿元)	-0.34	5.23	-0.18
FFO(亿元)	--	1.05	2.73
资产负债率	64.29%	67.06%	59.25%
净债务/EBITDA	--	0.83	0.54
EBITDA 利息保障倍数	--	12.77	27.69
总债务/总资本	46.92%	49.90%	43.62%
FFO/净债务	--	29.61%	90.64%
经营活动净现金流/净债务	-9.92%	147.59%	-5.92%
自由现金流/净债务	-23.71%	83.44%	-131.52%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性方面，2022年受公司计提较大规模资产减值影响，速动比率有所下滑，但现金类资产对于短期债务的覆盖程度基本稳定，仍能对其偿付形成较好支撑；截至2023年3月末，公司未使用银行授信额度为18.20亿元，现金类资产较为充裕，仍具有一定的融资弹性。总体来看公司流动性水平尚可。

**图 4 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

#### 环境因素

环境方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

#### 社会因素

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

#### 公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》以及《公司章程》等法律法规的要求建立了股东大会、董事会和监事会及其议事规则。公司董事会由股东大会选举或更换，任期三年，对股东大会负责。董事会由 7 名董事组成，其中独立董事 3 名。监事会由 3 名监事组成，其中职工代表监事 1 名。公司设总经理 1 名，副总经理 5 名，财务负责人和董事会秘书各 1 名，均由董事会聘任或者解聘，总经理每届任期 3 年，连聘可以连任。

截至 2023 年 3 月末，公司董事会成员吴水根先生（持有公司 29.08% 的股份）、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。董事会及高管构成稳定。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 5 月 16 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。

根据中国执行信息公开网，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 5 月 25 日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 八、结论

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，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；公司及时调整销售模式，大力拓展经销商渠道及工程代理商渠道，2022 年经销商渠道及工程代理商渠道销售收入保持增长，对冲了工程渠道（直销）收入下滑，实现了营业收入的增长，公司经营活动净现金流改善明显，EBITDA 仍能对净债务形成较好覆盖。同时，我们关注到：木门行业产品需求仍受下游地产行业景气度影响较大，且公司大宗渠道毛利率下降较为明显，公司盈利能力有所减弱，地产行业景气度和公司业务模式调整等因素对公司业绩的影响仍需观察；2022 年公司因对部分风险房企应收款项计提大额信用减值损失，导致盈利大幅亏损，且对风险房企仍存在一定规模的应收敞口。综合来看，公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为 AA-，维持评级展望为负面，维持江山转债的信用等级为 AA-。

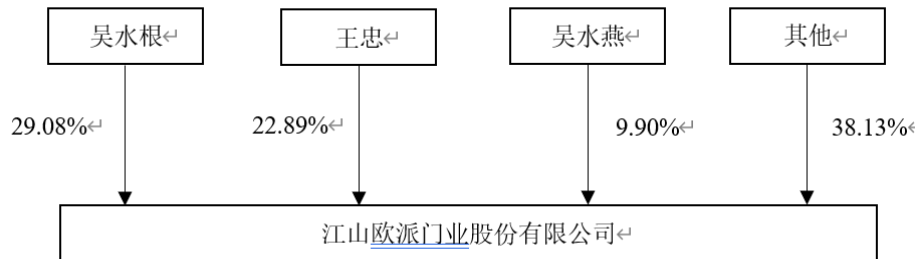
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	9.69	11.12	9.97	6.44
应收账款	7.34	7.44	9.41	4.98
存货	4.49	4.56	4.76	4.00
应收票据	0.57	0.80	2.54	8.41
应收款项融资	2.04	2.01	2.06	1.00
流动资产合计	25.05	26.91	29.99	25.82
固定资产	13.40	13.46	10.21	9.06
在建工程	0.22	0.39	2.72	0.69
无形资产	2.55	2.58	2.63	2.65
非流动资产合计	17.71	17.75	16.78	13.30
资产总计	42.76	44.66	46.77	39.12
应付账款	4.52	4.96	3.65	2.64
应付票据	6.84	8.07	7.25	8.48
合同负债	3.14	2.95	1.96	1.88
一年内到期的非流动负债	0.10	0.10	0.38	0.31
流动负债合计	18.27	20.71	18.84	17.91
应付债券	5.82	5.75	5.49	0.00
非流动负债合计	9.22	9.24	8.87	3.11
负债合计	27.49	29.95	27.71	21.02
总债务	13.50	14.65	14.75	9.94
所有者权益	15.27	14.71	19.06	18.09
营业收入	6.82	32.09	31.57	30.12
营业利润	0.65	-2.76	2.85	5.18
净利润	0.56	-3.06	2.59	4.39
经营活动产生的现金流量净额	-0.34	5.23	-0.18	2.39
投资活动产生的现金流量净额	-0.47	-2.24	-3.84	-2.93
筹资活动产生的现金流量净额	-0.01	-2.54	7.73	0.71
<b>财务指标</b>	<b>2023年3月</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>
EBITDA(亿元)	--	4.29	5.56	7.06
FFO(亿元)	--	1.05	2.73	6.08
净债务(亿元)	--	3.54	3.02	-4.21
销售毛利率	21.67%	23.85%	29.10%	32.20%
EBITDA 利润率	--	13.35%	17.62%	23.46%
总资产回报率	--	-5.58%	6.95%	15.50%
资产负债率	64.29%	67.06%	59.25%	53.75%
净债务/EBITDA	--	0.83	0.54	-0.60

EBITDA 利息保障倍数	--	12.77	27.69	86.24
总债务/总资本	46.92%	49.90%	43.62%	35.47%
FFO/净债务	--	29.61%	90.64%	-144.52%
速动比率	1.13	1.08	1.34	1.22
现金短期债务比	1.48	1.46	1.48	1.59

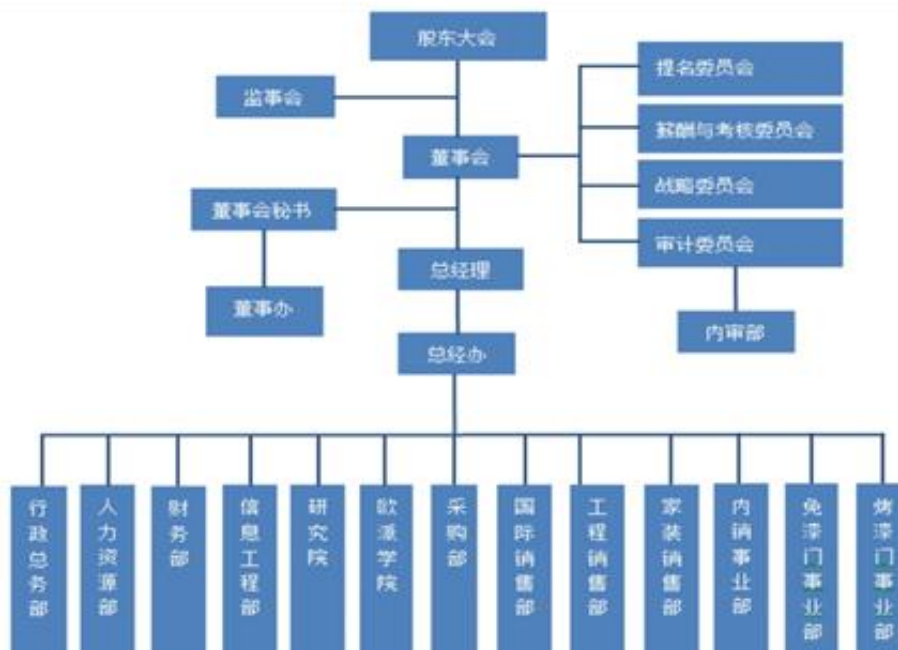
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 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 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理



## 附录四 2022 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	12,000.00	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	13,658.5163	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
江山欧派整装家居有限公司	2,000.00	100.00%	家具销售
杭州欧罗拉软件科技有限公司	50.00	100.00%	门窗销售、软件开发
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：公司提供，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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
<b>aaa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>aa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>a</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bbb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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>b</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>ccc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>cc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>c</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 四、展望符号及定义

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