

江山欧派门业股份有限公司

**2021 年公开发行可转换
公司债券信用评级报告**



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

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：



报告编号：中鹏信评
【2020】第 Z【1382】号
03

分析师

姓名：
党雨曦 朱磊
党雨曦
电话：
021-51035670

邮箱：
dangyx@cspengyuan.com

评级日期：
2021 年 03 月 19 日

本次评级采用中证鹏元资
信评估股份有限公司公司
债券评级方法，该评级方
法已披露于中证鹏元官方
网站

中证鹏元资信评估股份有
限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦 3
楼

电话：0755-82872897

网址：
<http://www.cspengyuan.com/>

江山欧派门业股份有限公司

2021 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA-	发行主体长期信用等级：AA-
发行规模：不超过 5.83 亿元（含）	评级展望：稳定
债券期限：6 年	
债券偿还方式：按年付息，每年付息一次，附债券赎回及回售条款	

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“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 603208.SH）本次拟公开发行总额不超过 5.83 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司系国内木门制造行业龙头企业，具有一定的品牌效应；公司具备多元化的销售渠道，部分客户资质较好，未来业务发展具有一定保障；营业收入增长较快，盈利能力较强；同时中证鹏元也关注到地产红利的逐步消退致使木门行业增长承压，将对公司经营业绩产生不利影响；工程渠道为主导的销售模式，对公司营运效率产生负面影响，且使公司面临一定的账款回收风险和客户集中度风险；面临一定的新增产能消化风险以及原材料价格波动风险等风险因素。

正面：

- 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，截至 2020 年 9 月末，公司布局了江山、兰考、重庆三大生产基地，已经具备 180 万套以上的年产能规模（包含门和柜类产品），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。
- 公司具备多元化的销售渠道，部分客户资质较好，未来业务发展具有一定保障。目前公司已形成经销商渠道、工程客户渠道、外贸公司渠道和出口渠道等多渠道营销模式，其中下游客户中万科、保利、中海等均为经营规模在全国排名靠前的大型房地产公司，部分客户资质较好，且合作较为稳定，为公司未来业务发展提供一定保障。

- **营业收入增长较快，盈利能力较强。**在工程渠道业务放量的带动下，公司主营业务收入实现较快增长，2017-2019 年公司分别实现主营业务收入 9.98 亿元、12.42 亿元和 19.03 亿元，复合增长率为 38.10%；同期主营业务毛利率保持在 32%左右，且公司净资产收益率提升至 2019 年的 21.04%，整体盈利能力较强。

关注：

- **地产红利的逐步消退致使木门行业增长承压，对公司经营业绩产生一定不利影响。**2016 年以来，房地产市场经历了多轮收紧政策调控，住宅销售及竣工增速均出现波动下滑态势，由过去的两位数增长持续下降至略有增长甚至目前的负增长，房地产景气度持续下滑将使得木门行业增长承压。由于公司主要下游大客户为房地产开发商，地产红利的逐步消退将对公司经营业绩产生一定不利影响。
- **工程渠道为主导的销售模式，对公司营运效率产生负面影响，且使公司面临一定的账款回收风险和客户集中度风险。**公司工程渠道收入占主营业务的比例由 2017 年的 51.18%提升至 2019 年的 79.48%，由于房地产企业的高议价能力及占款需求，使得公司应收账款周转天数由 2017 年的 46.16 天上升至 56.45 天，营运效率有所下降。在调控升级、销售遇冷、杠杆高企等情况下，房地产行业整体信用风险有所上升，公司面临一定的账款回收风险。2017-2019 年及 2020 年 1-9 月公司前五大客户主要为房地产及相关企业，前五大客户收入分别占主营业务收入的 52.21%、53.01%、65.55%和 66.12%，客户集中度较高且不断提升，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。
- **面临一定的新增产能消化风险。**截至 2020 年 9 月末，公司主要在建项目为江山莲华山年产 120 万套木门项目（已部分投产）、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，全部建设完成后，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。
- **公司面临一定原材料价格波动风险。**2017-2019 年原材料占公司主营业务的比重均在 70%以上，原材料成本占比较大，主要的原材料为板材类、软皮类和油漆类等。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。

主要财务指标：（单位：万元）

项目	2020 年 9 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	349,210.82	286,198.42	215,206.83	170,758.61
归属于母公司所有者权益合计	153,166.62	131,200.89	109,759.71	99,500.15

有息负债	88,383.70	62,009.06	41,137.61	15,845.94
资产负债率	51.62%	51.42%	45.83%	37.51%
流动比率	1.49	1.45	1.71	2.33
速动比率	1.18	1.13	1.42	2.05
营业收入	202,008.94	202,663.14	128,287.47	100,973.89
营业利润	37,574.23	30,994.96	17,267.50	15,840.13
净利润	31,964.49	26,886.68	14,874.01	13,756.78
综合毛利率	33.30%	32.22%	32.73%	32.93%
总资产回报率	-	13.34%	9.74%	13.23%
EBITDA	-	39,058.33	22,042.94	19,239.90
EBITDA 利息保障倍数	-	12.82	13.32	20.80
经营活动现金流净额	2,463.30	32,366.58	20,449.85	12,750.21

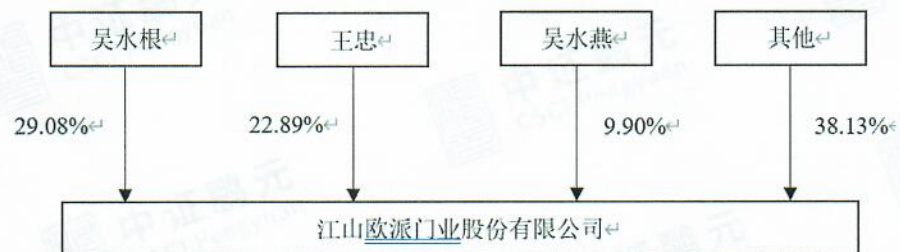
资料来源：公司 2017-2019 年及 2020 年 1-9 月审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为江山欧派门业有限公司，成立于2006年7月，由吴水根等13名自然人共同出资设立，注册资本200.00万元，其中吴水根持股31.00%。后经多次股权转让及增资扩股，公司股改前注册资本增至6,060.61万元，其中吴水根持股38.78%。公司于2011年9月整体改制为股份有限公司，并更为现名。截至公开发行股票前，公司注册资本为6,060.61万元。公司于2017年2月首次公开发行人民币普通股（A股）2,021万股，募集资金净额为44,652.45万元，该次公开发行股票后公司股本增至8,081.61万元。公司股票简称“江山欧派”，股票代码为603208.SH。

截至2020年9月末，公司注册资本和实收资本增加至10,506.09万元，增加部分为公积金转股，控股股东和实际控制人为吴水根，持有公司29.08%的股份，第二、三大股东为王忠、吴水燕，分别持有公司22.89%、9.90%的股份，王忠系吴水根之大妹夫，吴水燕系吴水根之二妹。截至2020年9月末，控股股东及实际控制人吴水根未质押公司股权。

图 1 截至 2020 年 9 月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的主营业务为专业木门的研发、生产、销售与服务，拥有“欧派”、“花木匠”等品牌。截至2020年9月末，公司纳入合并范围的子公司共12家，具体情况如下表所示。

表 1 截至 2020 年 9 月末公司纳入合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司全称	注册资本	持股比例	业务性质
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：公司提供，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：江山欧派门业股份有限公司2021年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过5.83亿元（含）；

债券期限与利率：本期债券的期限为6年；本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定；

付息期限和方式：每年付息一次，对未转股部分到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：本期债券转股期自可转换公司债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

初始转股价格：本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司A股股票交易均价（若在该20个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续二十个交易日中至少有十个交易日的收盘价低于当期转股价格的90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。若在前述20个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于审议上述方案的股东大会召开日前20个交易日和前一交易日公司股票交易均价的较高者；同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值；

债券赎回条款：在本次发行的可转债期满后5个交易日内，公司将赎回全部未转股的

本次可转债，赎回价格为本期债券票面面值或上浮一定比例（含最后一期年度利息）。具体赎回价格由公司股东大会授权董事会及其授权人士根据市场情况等与保荐人及主承销商协商确定。另外，在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130.00%（含130.00%）或者本期债券未转股余额不足3,000.00万元时，公司董事会及董事会授权人士有权决定以面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本次可转债；

债券回售条款：自本期债券最后两个计息年度起，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70.00%时，本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后两个计息年度本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权；

若公司本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次以债券面值加上当期应计利息价格向公司回售其持有的全部或部分本期债券的权利；持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权；

向原股东配售的安排：本次发行的可转换公司债券给予公司原A股股东优先配售权，原股东有权放弃配售权。具体优先配售数量提请股东大会授权董事会及其授权人士在发行前根据市场情况确定，并在本次发行的可转换公司债券的发行公告中予以披露。原A股股东优先配售之外的余额和原A股股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过上海证券交易所系统网上发行相结合的方式进行，余额由承销商包销。具体发行方式由股东大会授权董事会与保荐机构（主承销商）在发行前协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本次公开发行可转换公司债券募集资金总额不超过58,300.00万元（含），扣除发行费用后，拟用于以下项目的投资：

表2 本期债券募集资金用途情况（单位：万元）

项目名称	投资总额	拟投入募集资金规模	募集资金占项目总投资比例
------	------	-----------	--------------

重庆江山欧派门业有限公司年产 120 万套木门项目	75,800.00	42,000.00	55.41%
补充流动资金	18,000.00	16,300.00	90.56%
合计	93,800.00	58,300.00	-

资料来源：公司提供

根据公司提供资料，该项目实施主体为公司子公司重庆江山欧派门业有限公司（以下简称“重庆欧派”），项目地址为重庆永川区三教产业园内，本项目分为建设期与运营期，建设期二年，项目建设期结束后第一年为试生产阶段，产能为设计产能的60%，第二年产能利用率 80%，第三年开始产能利用率达到100%。总投资为75,800.00万元，包含工程建设、设备购置和安装以及铺底流动资金等投入。

根据公司提供资料，项目达产后的年销售收入为 110,400万元，年均利润总额 13,123万元，财务内部收益率17.67%（税后），投资回收期 6.21年（含建设期），项目预期效益良好，但未来若因政策、市场等因素能否按预期完工或者实现预期收益存在一定的不确定性。

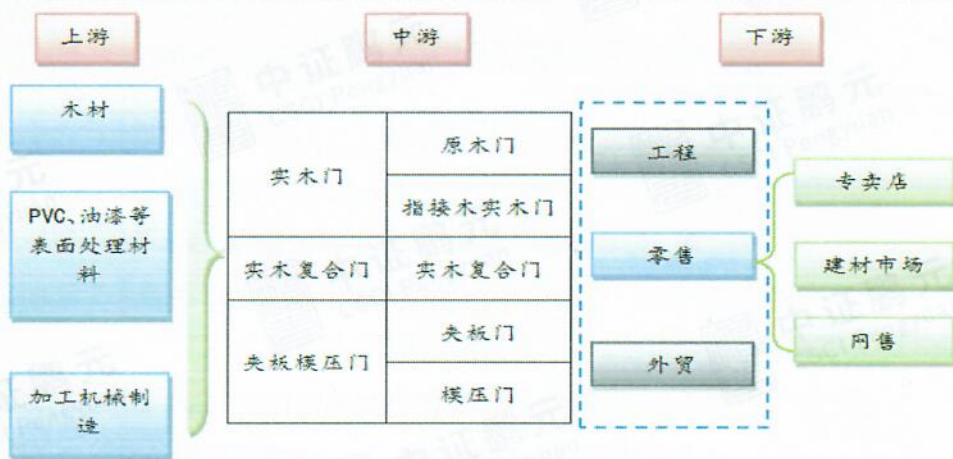
截至2020年末，本项目已取得备案号为【2020-500118-21-03-153294】的《重庆市企业投资项目备案证》；本项目涉及新增土地，项目主体已和当地国土资源部门签署《土地使用权出让合同》，相关不动产权证书尚未取得，已取得环评批复【渝（永）环准（2020）149号】。

四、运营环境

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

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 2 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

近年来，受益于我国居民消费水平的提高和城镇化率的不断提升，作为国民经济支柱之一的房地产行业实现快速增长，为与之配套的木门行业提供了良好的发展条件，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，2020-2022 年全国木门行业销售收入将分别达到1,799.60 亿元、1,950.90亿元和2,102.20亿元，但行业增速的放缓并不等同于行业规模已经饱和，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。

新房销售方面，2016年以来，房地产市场经历了多轮收紧政策调控，行业景气度持续下滑。住宅竣工方面，2017年三季度至2019年上半年，我国住宅竣工面积增速持续为负；2019年下半年我国住宅竣工面积增速表现小幅修复，全年住宅竣工面积累计同比达3.00%；受疫情影响，各地复工延迟，2020年1-9月住宅竣工面积同比下滑7.9%。但结合销售情况来看，2016-2019年住宅销售面积累计同比增速分别为22.40%、5.30%、2.20%和1.50%，表现为增速持续下降，疫情冲击下，2020年全国商品房销售面积大概率转为负增长。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。

值得注意的是，近年新房销售中精装修占比持续提升。奥维云网地产大数据监测显示，我国精装修渗透率处于上升通道，2018年全国精装修商品住宅开盘规模增幅近60%，达到

253万套，市场渗透率达28%；预计2019年精装修数量在330-350万套左右，渗透率可达30-32%。但对比海外北美（80%）、欧洲（86%）、日本（84%）等地区来看，我国精装修渗透率仍有较大提升空间，利好木门行业的工程业务发展。从政策方面来看，2016年以来各省精（全）装修政策推广较大，2017年住建部在《建筑业发展十三五规划》中明确提出了2020年新开工全装修成品住宅面积达30%的战略目标。目前一二线城市精装比例较高，政策层面的利好伴随三四线城市精装修市场的扩容，木门行业工程业务需求有较大提升空间。

翻新需求方面，根据中证鹏元测算，2019-2020年我国住宅翻新需求预测分别为64,680.34万平方米、71,652.55万平方米，翻新需求增速稍有放缓，在10%左右波动；但翻新比逐年增长，预计2020年达到33%左右，翻新需求将成为木门行业增长的新驱动力。

图3 精装修渗透率逐年提升

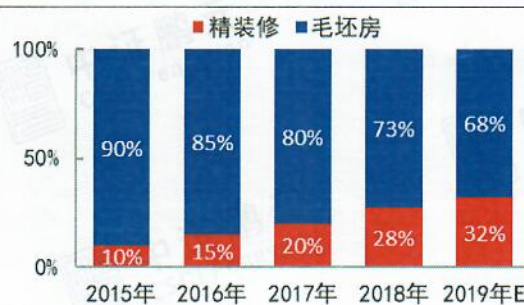


图4 翻新比逐年增长，预计2020年达到33%左右



注：精装修渗透率=精装修销售数量/(精装修销售数量+毛坯房销售数量)；翻新比=翻新面积/(新售面积+翻新面积)。

资料来源：奥维云网，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

木门行业竞争激烈，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2019年产值约1,500亿元计算，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。

经过多年的发展，国内出现了以公司、梦天家居、TATA木门为代表的企业，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 3 公司部分竞争对手情况

企业名称	基本情况
梦天家居	2017 年度—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 年公司营业收入 13.48 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、整体卫浴、定制木门、金属门窗等定制化整体家居产品。2019 年定制木门收入 5.98 亿元。
索菲亚	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。2019 年定制木门收入 1.88 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 资讯、公开资料，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

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，明确了各机构在决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了有效的职责分工和制衡机制。

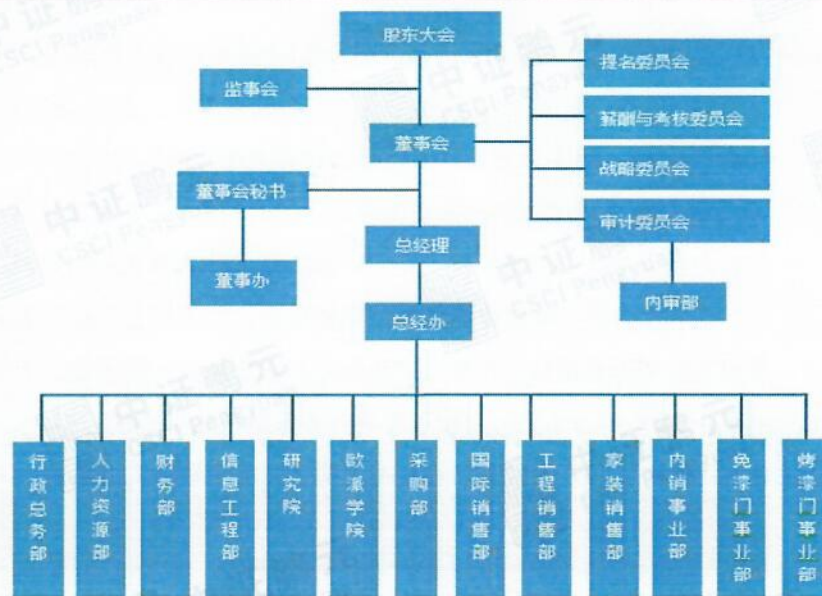
股东大会作为公司的最高权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划，审批董事会、监事会的报告以及公司的年度财务预算方案、决算方案等事项。2017-2019年公司按时召开年度股东大会和临时股东大会，确保了股东对公司重大事项的知情权、参与权和表决权。公司董事会由股东大会选举或更换，任期三年，对股东大会负责。董事会由7名董事组成，其中独立董事3名。董事会主要负责召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议以及决定公司的经营计划和投资方案等。监事会由3名监事组成，其中职工代表监事1名。监事会成员通过列席董事会和股东大会，对公司经营活动、财务状况、重大决策、股东大会召开程序以及董事、高级管理人员履行职责情况等方面实施监督。公

司设总经理1名，副总经理若干，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。

自公司成立以来，实际控制人未发生变更，高层领导团队较为稳定，主要管理人员均具有较为丰富的行业经验和管理经验。

公司根据自身业务经营与生产管理的特点，设立了烤漆门事业部、免漆门事业部、内销事业部、家装事业部、工程销售部、国际销售部、采购部、研究院、信息工程部、财务部等相关部门，保障了公司产品开发、制造、销售以及资金筹集、运用等各方面工作能够有序合规开展。信息披露方面，公司自上市以来能够通过中国证券监督管理委员会指定的网站以及选定的媒体及时披露定期报告、募集资金使用情况等信息。但我们也注意到，随着公司业务规模不断扩大，经营决策、组织管理和内部控制难度也将相应增加，对公司的管理水平将会形成一定的考验。

图5 截至2020年9月末公司组织架构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年9月末，公司拥有员工4,634人，其中生产人员2,481人，销售人员561人，技术人员439人。从教育程度看，大学（含大专）及以上人员为1,517人，占职工总数的32.73%，人员配备基本能够满足公司生产经营需求。

表4 截至2020年9月末公司员工的岗位分布情况及教育程度情况

岗位分布	人数	占职工总数的比例
生产人员	2,481	53.54%
销售人员	561	12.11%

技术人员	439	9.47%
财务人员	47	1.01%
行政人员	1,106	23.87%
合计	4,634	100.00%
教育程度	人数	占职工总数的比例
硕士及以上	27	0.58%
大学（含大专）	1,490	32.15%
高中（中专及职高）	1,170	25.25%
高中以下	1,947	42.02%
合计	4,634	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司主要从事木门的研发、生产、销售和服务，主要产品包括夹板模压门、实木复合门、柜类产品等，2017-2019年及2020年1-9月木门收入贡献均在90%以上。在工程渠道业务放量的带动下，公司主营业务收入实现较快增长，2017-2019年复合增长率为38.10%。2020年1-9月公司主营业务收入已超2019年全年，继续延续高增长态势。从收入结构来看，2017-2019年夹板模压门收入占主营业务的60%左右，实木复合门占比在35%左右；利用下游客户协调效应，公司扩展至柜类产品，目前收入规模不大但保持高速增长。

毛利率方面，夹板模压门总体保持稳定；实木复合门则持续上升，主要系工艺改进和规模效应等因素所致；而柜类产品尚处于放量阶段，规模效应下毛利率有所提升。上述影响下，2017-2019年公司主营业务毛利率保持在32%左右。

表5 按产品划分公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-9月		2019年		2018年		2017年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
夹板模压门	121,429.01	34.93%	112,352.88	33.67%	75,480.37	36.03%	60,826.16	36.14%
实木复合门	54,931.98	33.09%	68,100.67	31.49%	45,029.58	28.25%	36,871.65	28.10%
柜类产品	12,412.65	32.57%	6,588.44	22.48%	-	-	-	-
其他产品	2,124.58	29.44%	3,261.92	22.30%	3,645.97	11.63%	2,084.79	4.09%
合计	190,898.22	34.18%	190,303.91	32.31%	124,155.92	32.49%	99,782.60	32.50%

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，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。公司获得了“中国木门领军企业”、“中国购房者首选家居品牌”等多项殊荣。作为国家高新技术企业，公司较为重视技术研发，2017-2019年研发投入分别为0.37亿元、0.55亿元和0.78亿元，占营业收入的比例在3.5%以上。

表 6 公司研发投入情况（单位：万元）

指标	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
研发投入金额	6,104.79	7,809.08	5,504.23	3,674.63
研发投入占营业收入比例	3.02%	3.85%	4.29%	3.64%

资料来源：公司提供

设计方面，公司拥有专业的设计团队和行业先进的设计理念，不断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。

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9月末，公司布局了江山、兰考、重庆三大生产基地，已经具备180万套以上的年产能规模（包含门和柜类产品），若在建项目江山莲华山年产120万套木门项目（已部分投产）、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毕，公司产能规模大幅提升，产销规模均位于行业前列。

公司工程渠道收入占比不断提升并成为主要收入来源，部分客户资质较好，为公司未来业务发展提供一定保障，但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面临的应收账款回收风险

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，公司工程渠道业务持续放量，使得工程渠道收入快速增长，

2017-2019年复合增速达72.09%。公司工程渠道收入占比不断提升并成为主要收入来源，占主营业务的比例由2017年的51.18%提升至2019年的79.48%，2020年1-9月份进一步提升至87.41%；经销商渠道收入呈现波动下降的趋势，占主营业务比例下降至2020年1-9月的9.75%；而出口渠道和外贸渠道收入规模较小，占比持续下滑。

表7 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：万元）

项目	2020年1-9月		2019年		2018年		2017年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
经销商渠道	18,604.51	9.75%	30,917.94	16.25%	40,203.23	32.38%	37,514.19	37.60%
工程渠道	166,856.56	87.41%	151,248.97	79.48%	75,946.91	61.17%	51,071.65	51.18%
外贸与出口渠道	5,437.15	2.84%	8,137.00	4.27%	8,005.78	6.45%	11,196.76	11.22%
合计	190,898.22	100.00%	190,303.91	100.00%	124,155.92	100.00%	99,782.60	100.00%

资料来源：公司提供

2017-2019年及2020年1-9月公司前五大客户主要为房地产及相关企业，近年前五大客户较为稳定，其中万科、恒大、阳光城、保利、新城控股、旭辉、中海等均为经营规模在全国排名靠前的大型房地产公司，金螳螂为建筑装饰行业龙头企业，客户资质较好，为公司未来业务发展提供了一定保障。但需要关注的是，前五大客户收入分别占主营业务收入的52.21%、53.01%、65.55%和66.12%，客户集中度较高且不断提升，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，自2018年开始房地产市场销售遇冷，限购、限售等政府调控政策不断，尤其是2020年“三道红线”政策出台后，房企现金流压力持续上升，使得财务杠杆高、销售增速下滑、再融资不畅的房地产企业信用风险上升，公司存在一定的应收账款回收风险。

表8 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
2020年1-9月	1	客户一	48,673.55	25.50%
	2	客户二	41,836.43	21.92%
	3	客户三	13,134.45	6.88%
	4	客户四	11,988.50	6.28%
	5	客户五	10,594.86	5.55%
			合计	126,227.79
2019年	1	客户一	52,169.94	27.41%
	2	客户二	41,406.83	21.76%
	3	客户三	13,380.58	7.03%
	4	客户四	10,382.09	5.46%
	5	客户五	7,412.72	3.90%

		合计	124,752.16	65.55%
2018年	1	客户一	27,631.48	22.26%
	2	客户二	24,607.51	19.82%
	3	客户三	5,474.14	4.41%
	4	客户四	4,141.08	3.34%
	5	客户五	3,957.66	3.19%
			合计	65,811.87
2017年	1	客户一	20,950.90	21.00%
	2	客户二	19,360.60	19.40%
	3	客户三	4,733.31	4.74%
	4	客户四	4,511.90	4.52%
	5	客户五	2,541.94	2.55%
			合计	52,098.65

资料来源：公司提供

公司整体产能利用率较高，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，针对不同的销售渠道，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，一般情况下，从下达生产订单到产成品入库的生产周期为30-40天左右。

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处于饱和状态；实木复合门由于近年产能增长较快，使得产能利用率由2017年的103.77%下降至2019年的87.71%，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，产能利用率相对降低。

表9 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1-9月	2019年	2018年	2017年
夹板模压门	产能	105.00	110.00	104.00	98.00
	产量	128.63	150.37	121.00	106.69
	产能利用率	122.51%	136.70%	116.35%	108.87%
	销量	160.08	158.60	123.78	104.25
	产销率	124.45%	105.48%	102.29%	97.71%
实木复合门	产能	56.10	62.60	39.00	30.00

	产量	45.78	54.90	37.60	31.13
	产能利用率	81.61%	87.71%	96.40%	103.77%
	销量	48.80	62.57	38.70	32.80
	产销率	106.59%	113.97%	102.95%	105.36%
柜类产品	产能	12.30	12.30	-	-
	产量	7.24	8.38	-	-
	产能利用率	58.83%	68.12%	-	-
	销量	7.42	6.91	-	-
	产销率	102.48%	82.51%	-	-

注 1：公司柜类产品种类较多，包括橱柜、衣柜、浴室柜、鞋柜等，从 2019 年开始投产并实现销售。

注 2：公司原有产能设计是按照正常车间工人每天 8 小时工作时间设计，在公司模压门订单饱和的情况下，公司通过增加车间工人工作时间投入的方式提高产量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年9月末，公司主要在建项目为江山莲华山年产120万套木门项目（已部分投产）、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导致的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2020年9月末，在建项目总投资18.58亿元，已投资3.67亿元，尚需投资14.91亿元，未来尚需投入较多资金，存在一定的资金压力。

表 10 截至 2020 年 9 月末，公司在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资	预计完工时间	产能
江山莲华山年产 120 万套木门项目	65,000	31,314.93	2020 年	120 万套
防火门产线项目	45,000	5,359.22	2022 年上半年	150 万套
重庆欧派年产 120 万套木门项目	75,800	0.00	2022 年年底	120 万套
合计	185,800.00	36,674.16	-	-

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；二是在严格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。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。

近年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，近年来中纤板和底漆价格呈现波动下降的趋势，而PVC价格则不断上升，相互对冲之后，原材料成本基本保持稳定，此外公司还会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，但若上游原材料出现大幅波动的情形，仍会对公司毛利率形成一定的影响。

表 11 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	92,804.75	72.04%	60,838.13	72.58%	48,126.61	71.45%
人工	17,586.70	13.65%	12,786.20	15.25%	10,928.20	16.22%
制造费用	18,433.94	14.31%	10,193.63	12.17%	8,300.74	12.33%
合计	128,825.39	100.00%	83,817.96	100.00%	67,355.55	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年上游前五大供应商较为稳定，2017-2019年公司前五大供应商采购金额合计占采购总额的比重分别为29.32%、27.39%和19.26%，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。

七、财务分析

以下分析基于公司公告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公司2017-2019年审计报告及公司提供的2020年1-9月审计报告，报告均采用新会计准则编制。

近三年合并报表范围变化情况：2017年公司合并范围子公司新增2家，为河南恒大欧派门业有限责任公司和江山花木匠家居有限公司，均系设立；2018年公司合并范围子公司新增1家，为江山欧派进出口有限责任公司，系设立；2019年公司合并范围子公司新增3家，分别为江山欧派工程材料有限公司、江山欧派劳务服务有限公司和武汉欧派快装科技有限公司，均系设立；2020年1-9月，公司合并范围子公司新增4家，减少1家，新增4家子公司分别为重庆江山欧派门业有限公司、江山欧派全屋定制有限公司、杭州欧派贸易服务有限公司和江山欧派安防科技有限公司，前三者均为设立，后者系非同一控制下企业合并，减少1家为武汉欧派快装科技有限公司，系股权转让。截至2020年9月末，公司合并报表范围见表1。

资产结构与质量

公司资产规模快速增长，但应收票据及应收账款规模较大且增速较快，占用较多的营运资金且面临一定的回收风险

近年来随着公司主营业务规模持续扩张，资产规模实现快速增长，2017-2019年公司总资产年均复合增长率达29.46%，截至2020年9月末，总资产规模进一步增长至34.92亿元。

截至2020年9月末，货币资金账面金额为4.94亿元，占资产总额的14.14%，其中银行存款3.80亿元，其他货币资金1.13亿元，其他货币资金主要为开具银行承兑汇票、信用证等保证金存款。公司应收票据为收取下游客户支付的商业承兑汇票和银行承兑汇票，由于近年工程渠道收入规模快速增长，应收票据规模亦持续增长，2020年9月末应收票据账面价值为6.46亿元，占总资产的18.49%，其中商业承兑汇票6.43亿元，计提坏账准备0.34亿元，主要来自恒大地产，部分商业承兑汇票来自其他工程渠道客户，0.23亿元的银行承兑汇票已背书或贴现且在资产负债表日尚未到期但已终止确认。公司应收账款主要系应收下游客户的货款，截至2020年9月末，应收账款账面价值为5.25亿元，占总资产的比重为15.04%，其中坏账计提金额为0.38亿元。主要应收对象为恒大地产、万科地产、保利地产、阳光城地产和新城控股等大型房地产企业及关联方，系工程业务形成，账龄基本集中在1年以内，占比84.53%。公司近年来工程渠道收入规模及占比不断上升，因此公司营运资金被客户占用的规模及比例快速增长，应收票据、应收账款和应收款项融资合计账面价值由2017年3.63亿元增加至2019年末的7.26亿元，占总资产的比例由21.28%上升至25.37%，2020年9月末进一步增加至12.58亿元，占总资产的36.04%。此外，房地产行业整体信用风险有所上升，不同房企间信用风险持续分化，尤其是财务杠杆高、销售增速下滑、再融资不畅的房企信用风险加大，使得公司面临一定的账款回收风险。

表 12 近年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	49,376.54	14.14%	59,891.29	20.93%	59,262.13	27.54%	63,327.84	37.09%
应收票据	64,562.93	18.49%	28,526.10	9.97%	22,988.49	10.68%	19,186.89	11.24%
应收账款	52,528.19	15.04%	39,371.96	13.76%	24,183.54	11.24%	17,138.05	10.04%
存货	47,249.92	13.53%	39,066.85	13.65%	23,040.92	10.71%	13,644.57	7.99%
流动资产合计	226,049.28	64.73%	178,884.77	62.50%	134,158.78	62.34%	115,005.16	67.35%
固定资产	86,674.06	24.82%	70,467.42	24.62%	51,265.96	23.82%	18,628.64	10.91%
在建工程	7,439.75	2.13%	14,029.68	4.90%	6,873.66	3.19%	15,326.13	8.98%
无形资产	23,063.98	6.60%	16,711.27	5.84%	17,031.65	7.91%	16,849.88	9.87%
非流动资产合计	123,161.54	35.27%	107,313.65	37.50%	81,048.05	37.66%	55,753.45	32.65%
资产总计	349,210.82	100.00%	286,198.42	100.00%	215,206.83	100.00%	170,758.61	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年及 2020 年 1-9 月审计报告，中证鹏元整理

随着公司销售规模的逐步扩大，存货规模亦不断增长，2017-2019年复合增长率达 69.21%，2020年9月末进一步增长至4.72亿元，主要由原材料、在产品、库存商品和发出商品等构成，其中库存商品为1.48亿元，占存货账面价值的31.22%；发出商品为2.07亿元，由于工程渠道以安装完成并验收合格再确认收入，而安装周期较长，因此会形成较大规模的发出商品，整体来看，库存商品规模不大，未形成明显积压。

固定资产主要为房屋建筑物与机器设备，近年公司不断扩充产能以匹配业务规模的快速增长，固定资产规模增长很快，近三年复合增长率为94.49%，截至2020年9月末，固定资产账面价值为8.67亿元，占资产总额的24.82%，累计折旧额为2.14亿元，占账面原值的19.83%。在建工程投入和转入固定资产两者影响下，近年来在建工程规模存在一定波动，截至2020年9月末，在建工程账面价值 0.74亿元，规模不大，若本期募投项目开始陆续投入，预计在建工程规模将有所增长。

无形资产主要为土地使用权，近年来规模较为稳定，其中2020年9月末增长主要源于公司为实施防火门产线项目而购买的土地使用权。

总体来看，近年来公司总资产规模快速增长，但应收票据及应收账款规模较大且增速较快，房企现金流压力加大，占用了公司较多的营运资金，且房地产行业信用风险上升，使得公司面临一定的回收风险。

资产运营效率

公司营业周期持续拉长，经营效率有所下降，整体资产营运效率一般

公司销售模式主要为工程渠道模式，公司面对房企议价能力较低，信用账期较长，被占用较多营运资金，因此应收账款周转较慢，且周转天数呈波动上升态势，2017-2019年公司应收账款周转天数分别为46.16天、57.98天和56.45天。由于销售规模的逐步扩大以及工程渠道收入占比上升，使得近年来存货规模增速高于营业成本支出增速，因此存货周转天数不断上升，由2017年的65.15天上升至2019年的81.38天。公司对上游供应商的账期总体较为稳定，应付账款周转天数呈现一定的波动，截至2019年末，公司应付账款周转天数为56.15天。上述因素综合影响下，公司净营业周期逐年增加，由2017年53.45天上升至2019年的81.68天，公司经营效率有所下降。由于公司营业收入快速增长，流动资产周转效率有所上升；近年公司不断扩充产能，固定资产规模增长很快，相应的固定资产周转效率有所下降；而总资产周转天数则整体呈现一定的波动，总资产周转效率一般。

横向对比来看，梦天家居主要营运指标均好于公司，主要系梦天家居销售模式主要以

经销商模式为主，面向零售端客户，现金流较好、周转较快。而公司以工程渠道为主，被占用较多资金，周转较慢。

表 13 近年公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年	2017 年	梦天家居 2019 年
应收账款周转天数	56.45	57.98	46.16	5.39
存货周转天数	81.38	76.52	65.15	41.01
应付账款周转天数	56.15	66.09	57.86	82.06
净营业周期	81.68	68.41	53.45	-35.67
流动资产周转天数	278.04	349.60	305.54	104.83
固定资产周转天数	108.12	98.07	65.05	133.07
总资产周转天数	445.33	541.55	455.80	295.14

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告、wind 资讯，中证鹏元整理

盈利能力

近年公司营业收入及利润总额实现快速增长，整体盈利能力较强

公司营业收入主要来源于专业木门的研发、设计、生产和销售，在工程渠道业务量快速增长的带动下，近年来公司营业收入实现快速增长，2017-2019 年营业收入年均复合增长率达 41.67%，2020 年 1-9 月，公司营业收入同比增长 51.27%，继续延续高增长态势。

盈利能力方面，近年公司毛利率水平较为稳定，2017-2019 年以及 2020 年 1-9 月综合毛利率分别为 32.93%、32.73%、32.22% 和 33.30%，与梦天家居基本处于同一水平。近年来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，期间费用率波动下降，2017-2019 年分别为 19.05%、20.14% 和 17.27%。在营业收入快速增长的推动下，公司 2017-2019 年分别实现利润总额复合增速为 37.91%，盈利规模不断增长。近年净资产收益率和总资产收益率均呈现一定的波动，整体盈利能力较强，2019 年分别为 21.04% 和 13.34%。

表 14 近年公司及竞争对手主要盈利指标

综合毛利率	2019 年	2018 年	2017 年
梦天家居	38.25%	32.75%	27.88%
江山欧派	32.22%	32.73%	32.93%

资料来源：wind 资讯，中证鹏元整理

表 15 近年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020 年 9 月	2019 年	2018 年	2017 年
营业收入	202,008.94	202,663.14	128,287.47	100,973.89
营业利润	37,574.23	30,994.96	17,267.50	15,840.13
利润总额	37,466.55	30,399.29	17,253.74	15,982.88

净利润	31,964.49	26,886.68	14,874.01	13,756.78
综合毛利率	33.30%	32.22%	32.73%	32.93%
期间费用率	14.03%	17.27%	20.14%	19.05%
营业利润率	18.60%	15.29%	13.46%	15.69%
总资产回报率	-	13.34%	9.74%	13.23%
净资产收益率	-	21.04%	13.32%	18.21%
营业收入增长率	51.27%	57.98%	27.05%	31.74%
净利润增长率	74.53%	80.76%	8.12%	25.79%

注 1：2020 年 1-9 月营业收入增长率、净利润增长率计算采用 2020 年三季度审计报告和未经审计的 2019 年三季度报告中相关数据。

注 2：财务费用中包含保理费用和贴现费用。

资料来源：公司 2017-2019 年及 2020 年 1-9 月审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，在建项目投资规模较大，面临一定的资金压力

公司现金回款情况较好，2017-2019 年收现比分别为 1.02、1.10 和 1.05。由于公司营业收入快速增长以及现金回款情况较好，销售商品、提供劳务收到的现金规模增长较快，使得 2017-2019 年经营活动现金净流入 1.28 亿元、2.04 亿元和 3.24 亿元，经营活动现金流表现较好。近三年存货和经营性应收项目整体增加较多，对公司营运资本形成较大占用，而经营性应付项目增加较多使得对营运资本的占用减少，综合来看，营运资本有所增加，资金占用规模上升。

投资活动方面，近年来公司不断扩充产能，新建厂房和购置机器设备，2017-2019 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 2.49 亿元、3.03 亿元和 3.69 亿元。在银行理财产品的购买与到期赎回的影响下，2017-2019 年投资活动现金净流出 2.35 亿元、2.96 亿元和 3.63 亿元。2017 年公司公开发行股票，筹资活动净流入 4.94 亿元，2018-2019 年对外融资活动减少，因此筹资活动净额规模较小。整体来看，近年公司保持了较大规模的投资支出，截至 2020 年 9 月末，公司主要在建项目尚需投资 14.91 亿元，尚需投入较多资金，综合考虑公司账面资金、营运资本投入等情况，面临一定的资金压力。

表 16 近年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
净利润	26,886.68	14,874.01	13,756.78
营运资本变化	-5,581.47	2,500.38	-1,620.44
其中：存货减少（减：增加）	-16,460.37	-9,651.49	-2,901.04
经营性应收项目的减少（减：增加）	-37,323.20	-18,822.46	-18,282.28
经营性应付项目的增加（减：减少）	48,202.10	30,974.33	19,562.88

经营活动产生的现金流量净额	32,366.58	20,449.85	12,750.21
投资活动产生的现金流量净额	-36,288.32	-29,599.50	-23,478.48
筹资活动产生的现金流量净额	-548.90	774.00	49,354.27
现金及现金等价物净增加额	-4,358.16	-8,272.16	38,425.20
收现比	1.05	1.10	1.02

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资本实力不断增强，有息负债增长较快，整体偿付压力不大

得益于公司持续经营的积累，公司所有者权益规模不断增长，2017-2019年年均复合增长率达到14.15%，2020年9月末进一步增长至16.90亿元；同期，公司负债总额有所上升，由2017年末的6.41亿元增长至2019年末的14.72亿元，2020年9月末继续增长至18.03亿元。由于负债总额增速较快，公司整体产权比率有所上升，2020年9月末为106.69%，净资产对负债保障程度减弱。

表 17 近年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年9月	2019年	2018年	2017年
负债总额	180,256.91	147,151.80	98,639.46	64,054.66
所有者权益	168,953.91	139,046.62	116,567.37	106,703.95
产权比率	106.69%	105.83%	84.62%	60.03%

资料来源：公司 2017-2019 年及 2020 年 1-9 月审计报告，中证鹏元整理

公司负债主要以流动负债为主，负债结构稳定，2017-2019年流动负债占负债总额的比重均在75%以上。

公司短期借款规模较小，2020年9月末为0.73亿元，由应收商业承兑汇票贴现和保证借款组成。随着公司业务规模的扩大，上游采购规模相应增长，由于公司主要采取银行承兑汇票和银行转账的结算方式，因此应付票据和应付账款规模持续增长至2020年9月末的7.04亿元和2.81亿元，分别占负债总额的39.07%和15.57%。预收款项为预收的货款，2020年9月末转入合同负债科目，合同负债账面价值为1.46亿元。其他应付款主要为押金保证金等产生，2020年9月末为1.16亿元。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款，规模较小，2020年9月末为0.29亿元。截至2020年9月末，长期借款余额为0.78亿元，其中保证借款0.50亿元，规模不大。递延收益主要由地方政府给予的基础设施配套补助产生。

表 18 近年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年9月	2019年	2018年	2017年
----	---------	-------	-------	-------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7,253.54	4.02%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	863.22	1.35%
应付票据	70,434.87	39.07%	50,913.86	34.60%	34,380.69	34.85%	14,982.71	23.39%
应付账款	28,074.85	15.57%	24,559.49	16.69%	18,292.07	18.54%	13,393.09	20.91%
预收款项	0.00	0.00%	28,052.78	19.06%	13,959.42	14.15%	9,287.07	14.50%
合同负债	14,578.86	8.09%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他应付款	11,631.58	6.45%	8,789.27	5.97%	5,009.63	5.08%	3,174.19	4.96%
一年内到期的非流动负债	2,908.08	1.61%	2,478.53	1.68%	1,140.00	1.16%	0.00	0.00%
流动负债合计	151,385.19	83.98%	123,264.98	83.77%	78,279.41	79.36%	49,451.81	77.20%
长期借款	7,787.21	4.32%	8,616.67	5.86%	5,616.92	5.69%	0.00	0.00%
递延收益	19,031.69	10.56%	14,456.00	9.82%	14,464.21	14.66%	14,372.31	22.44%
非流动负债合计	28,871.72	16.02%	23,886.82	16.23%	20,360.05	20.64%	14,602.84	22.80%
负债合计	180,256.91	100.00%	147,151.80	100.00%	98,639.46	100.00%	64,054.66	100.00%
其中：有息债务	88,383.70	49.03%	62,009.06	42.14%	41,137.61	41.71%	15,845.94	24.74%

资料来源：公司 2017-2019 年及 2020 年 1-9 月审计报告，中证鹏元整理

有息债务方面，公司近年来有息负债规模增长较快，2017-2019年复合增长率为 97.82%，截至2020年9月末，有息负债进一步增长至8.84亿元，考虑到公司账面资金尚可，且尚有较大的融资空间，公司偿付压力不大。

从偿债指标来看，2020年9月末，公司资产负债率为51.62%，负债水平较高。近年公司流动比率和速动比率持续下降，短期偿付压力加大。由于近年来利润总额快速增长，使得EBITDA规模不断增长，2019年EBITDA利息保障倍数为12.82，盈利对债务利息偿付的保障能力较好。

表 19 近年公司偿债能力指标

指标名称	2020年9月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	51.62%	51.42%	45.83%	37.51%
流动比率	1.49	1.45	1.71	2.33
速动比率	1.18	1.13	1.42	2.05
EBITDA（万元）	-	39,058.33	22,042.94	19,239.90
EBITDA利息保障倍数	-	12.82	13.32	20.80
有息负债/EBITDA	-	1.59	1.87	0.82
债务总额/EBITDA	-	3.77	4.47	3.33
经营性净现金流/流动负债	0.02	0.26	0.26	0.26
经营性净现金流/负债总额	0.01	0.22	0.21	0.20

资料来源：公司 2017-2019 年及 2020 年 1-9 月审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

公司目前主营业务产生的经营活动现金净流入为本期债券偿债资金的主要来源。随着2017-2019年公司营业收入规模不断增加，销售商品、提供劳务收到的现金分别为10.33亿元、14.08亿元和21.23亿元，经营活动现金分别净流入1.28亿元、2.04亿元和3.24亿元。公司与大型房地产企业合作关系稳定，未来业务发展具有一定保障。但同时中证鹏元也关注到，地产红利的逐步消退致使木门行业增长承压，对公司经营业绩产生一定不利影响；客户集中度较高且不断提升，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；工程渠道为主导的销售模式，占用较多营运资金，进而影响公司现金流。

公司募投项目实现的现金流入为本期债券偿债资金的重要补充。根据公司提供的项目可行性研究报告，本期债券募投项目具有良好的经济效益，正常达产年度预计年均营业收入为110,400万元。但需要关注的是，未来若因政策、市场等因素能否按预期完工或者实现预期收益存在一定的不确定性。

此外，本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

九、其他事项分析

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年10月21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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

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：万元）	2020年9月30日	2019年	2018年	2017年
货币资金	49,376.54	59,891.29	59,262.13	63,327.84
应收票据	64,562.93	28,526.10	22,988.49	19,186.89
应收账款	52,528.19	39,371.96	24,183.54	17,138.05
存货	47,249.92	39,066.85	23,040.92	13,644.57
流动资产合计	226,049.28	178,884.77	134,158.78	115,005.16
固定资产	86,674.06	70,467.42	51,265.96	18,628.64
无形资产	23,063.98	16,711.27	17,031.65	16,849.88
非流动资产合计	123,161.54	107,313.65	81,048.05	55,753.45
资产总计	349,210.82	286,198.42	215,206.83	170,758.61
短期借款	7,253.54	0.00	0.00	863.22
应付票据	70,434.87	50,913.86	34,380.69	14,982.71
应付账款	28,074.85	24,559.49	18,292.07	13,393.09
预收款项	0.00	28,052.78	13,959.42	9,287.07
合同负债	14,578.86	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	2,908.08	2,478.53	1,140.00	0.00
流动负债合计	151,385.19	123,264.98	78,279.41	49,451.81
长期借款	7,787.21	8,616.67	5,616.92	0.00
非流动负债合计	28,871.72	23,886.82	20,360.05	14,602.84
负债合计	180,256.91	147,151.80	98,639.46	64,054.66
其中：有息债务	88,383.70	62,009.06	41,137.61	15,845.94
所有者权益合计	168,953.91	139,046.62	116,567.37	106,703.95
营业收入	202,008.94	202,663.14	128,287.47	100,973.89
营业利润	37,574.23	30,994.96	17,267.50	15,840.13
利润总额	37,466.55	30,399.29	17,253.74	15,982.88
经营活动产生的现金流量净额	2,463.30	32,366.58	20,449.85	12,750.21
投资活动产生的现金流量净额	-17,201.60	-36,288.32	-29,599.50	-23,478.48
筹资活动产生的现金流量净额	4,530.32	-548.90	774.00	49,354.27
财务指标	2020年9月30日	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	56.45	57.98	46.16
存货周转天数	-	81.38	76.52	65.15
应付账款周转天数	-	56.15	66.09	57.86
净营业周期	-	81.68	68.41	53.45
流动资产周转天数	-	278.04	349.60	305.54
固定资产周转天数	-	108.12	98.07	65.05

总资产周转天数	-	445.33	541.55	455.80
综合毛利率	33.30%	32.22%	32.73%	32.93%
期间费用率	14.03%	17.27%	20.14%	19.05%
营业利润率	18.60%	15.29%	13.46%	15.69%
总资产回报率	-	13.34%	9.74%	13.23%
净资产收益率	-	21.04%	13.32%	18.21%
营业收入增长率	51.27%	57.98%	27.05%	31.74%
净利润增长率	74.53%	80.76%	8.12%	25.79%
资产负债率	51.62%	51.42%	45.83%	37.51%
流动比率	1.49	1.45	1.71	2.33
速动比率	1.18	1.13	1.42	2.05
EBITDA (万元)	-	39,058.33	22,042.94	19,239.90
EBITDA 利息保障倍数	-	12.82	13.32	20.80
有息债务/EBITDA	-	1.59	1.87	0.82
债务总额/EBITDA	-	3.77	4.47	3.33
经营性净现金流/流动负债	0.02	0.26	0.26	0.26
经营性净现金流/负债总额	0.01	0.22	0.21	0.20

资料来源：公司 2017-2019 年及 2020 年 1-9 月审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} (\text{含保理费用、贴现费用})) / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} (\text{含保理费用、贴现费用})) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 (含保理费用、贴现费用) + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} (\text{含保理费用、贴现费用}) + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 长期借款
营运资本变化	存货减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目增加
现金类资产	货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

附录三 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、债务人主体长期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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。