

厦门金牌厨柜股份有限公司

2019 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【2019】第 Z
【195】号 01

分析师

姓名：
肖上贤 钟继鑫

电话：
0755-82872897

邮箱：
zhongjx@cspengyuan.com

评级日期：
2019年5月17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
评级方法已披露于公司
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：
www.cspengyuan.com

厦门金牌厨柜股份有限公司 2019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3.92亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：6年

增信方式：股份质押和保证担保

担保主体：厦门市建潘集团有限公司

债券偿还方式：每年付息一次，到期还本，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”）对厦门金牌厨柜股份有限公司（以下简称“金牌厨柜”或“公司”，股票代码：603180.SH）本次拟发行总额不超过3.92亿元（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品牌知名度高，在华东地区具有一定影响力，公司收入持续增长，整体厨柜产品单位成本下降，盈利能力较好，公司经营活动现金流表现较好，公司资本实力逐年增强，刚性债务较少，偿债压力较小；同时中证鹏元也关注到，商品房销售增速下降导致定制家居行业景气度承压，公司收入规模处于同行业上市公司内的中间水平，抗风险能力有待加强，加之门店数量快速扩张，需关注未来新店收入的实现情况，公司大宗业务毛利率低，利润空间持续受挤压，公司计划新增产能能否顺利消化存在不确定性等风险因素。

正面：

- 公司品牌知名度高，在华东地区具有一定影响力。公司是家用厨房设备等国家标准、住宅整体厨房等行业标准的主导起草者。公司产品定位中高端，产品曾荣获“红星奖”、“金钩奖”，“金牌厨柜”品牌知名度较高。华东地区是公司重点销售区域，多数直营店和大宗业务分布于该区域，贡献了公司主要的收入和利润，在该地区公司具有一定品牌影响力。
- 公司收入持续增长，整体厨柜产品单位成本下降，公司盈利能力较好。2016-2018年公司营业收入持续增长，复合增长率达24.44%。整体厨柜占公司总收入的90%

以上，随业务规模的扩大，公司整体厨柜产品的单位成本呈下降趋势；2018 年公司整体厨柜业务毛利率 39.89%，较 2016 年增长 3.33 个百分点。2016-2018 年公司累计实现净利润 4.73 亿元，三年复合增长率达 47.77%，盈利能力较好。

- **公司经营活动现金流表现较好。**公司经营模式为“以销定产、款后生产”，预收客户货款，因此公司应收款项规模小、周转较快；应付款项周转天数较长，公司对上游供应商的资金有一定占用。此外，公司近年加强了对存货的管理，存货周转率有所提升。公司的经营活动现金流表现较好。
- **公司资本实力逐年增强，刚性债务较少，偿债压力较小。**得益于公司经营利润积累、首次公开发行股票，公司资本实力逐年增强。2018 年末，公司资产负债率为 46.81%，刚性债务较少，偿债压力较小。

关注：

- **商品房销售增速下降导致定制家居行业景气度承压。**由于大众“买房→装修→买家居”的消费习惯，商品房销售情况和翻新情况对定制家居行业的发展有重要影响。当前新房销售走弱、商品房成交面积负增长，翻新需求虽持续增长但影响有限，定制家居行业景气度承压。
- **公司收入规模处于同行业上市公司的中间水平，抗风险能力有待加强。**与同行业上市公司相比，公司收入规模处于中间水平，与龙头企业相比公司在收入规模方面存在一定差距。受制于收入规模，公司易受行业环境变化的影响，抗风险能力有待加强。此外，公司优势产品为整体厨柜，整体衣柜、木门为近年新增品类，公司产品类别有待丰富，新增品类的竞争力有待加强。
- **公司门店数量快速扩张，需关注未来新店收入的实现情况。**2018 年定制家居行业集中度 CR6 为 22.63%，集中度较低，企业竞争较激烈。近年公司门店数量大幅增长，2016-2018 年复合增速达 47.82%。公司新店开业后，市场有一定反应期，需关注公司未来新店收入的实现情况。
- **公司大宗业务毛利率低，利润空间持续受挤压。**2016-2018 年，公司大宗业务毛利率分别为 17.87%、12.47% 和 11.00%。与零售业务毛利率相比，公司大宗业务毛利率较低，且表现为逐年下滑，公司该等业务利润空间持续受房地产企业挤压。
- **公司计划新增产能能否能顺利消化存在不确定性。**本期债券募投项目达产后，合计可新增公司整体厨柜产能 18 万套（包括零售厨柜产能 5 万套、工程厨柜产能 13 万套）、整体衣柜产能 6 万套和定制木门产能 25 万樘。公司计划新增产能规模较

大，考虑到近年定制家居行业收入增速明显放缓，公司在建产能项目的收益能否达到预期、新增产能是否能顺利消化存在不确定性。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	176,448.36	185,344.85	158,026.97	83,396.83
归属于母公司所有者权益合计	99,454.48	98,269.96	85,836.30	28,363.58
刚性债务	-	9,347.52	9,551.48	7,089.10
资产负债率	43.45%	46.81%	45.68%	65.99%
流动比率	1.04	1.15	1.39	0.71
速动比率	0.82	0.95	1.20	0.49
营业收入	27,813.11	170,167.80	144,196.71	109,888.87
营业利润	2,100.18	23,791.45	18,395.14	9,627.45
净利润	1,900.97	21,012.18	16,674.37	9,622.31
总资产回报率	-	13.90%	15.33%	14.65%
综合毛利率	34.64%	39.00%	39.14%	38.11%
EBITDA	-	29,140.00	22,389.48	14,522.17
经营活动现金流净额	-8,822.50	32,538.44	35,738.48	24,909.36

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度报表，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	258,794.81	202,846.36	117,237.30
归属于母公司所有者权益	50,991.86	45,467.56	23,263.42
资产负债率	55.62%	52.28%	65.26%
营业收入	230,151.42	185,567.37	133,305.95
净利润	19,908.98	16,932.18	8,663.00
经营活动现金流净额	22,832.08	42,956.50	23,606.84

注：2016年数据采用厦门市建潘集团有限公司2017年审计报告期初数。

资料来源：厦门市建潘集团有限公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司的前身为厦门市建潘卫厨有限公司，于1999年1月26日成立。2011年11月28日，经股东会决议，公司将截至2011年9月30日经审计的净资产折为股份5,000万股，整体变更为厦门金牌厨柜股份有限公司。

2017年5月，公司公开发行（A股）股票1,700万股，共收到募集资金4.73亿元，扣除发行费用后，实际募集资金净额为4.25亿元，其中新增注册资本（股本）1,700.00万元，股本溢价41,101.05万元。2017年5月12日，公司在上海证券交易所挂牌上市，股票简称“金牌厨柜”，股票代码“603180.SH”。

2017年12月29日，公司召开2017年第三次临时股东大会，审议决定以2018年2月6日为授予日，向符合授予条件的58名激励对象授予50万股限制性股票。该股权激励计划实施后，公司总股本增加至6,750万股。2018年4月18日，公司召开2017年年度股东大会，同意限制性股票首次授予完成后将公司注册资本由6,700.00万元增加至6,750.00万元。

鉴于公司2017年限制性股票激励计划的第一个解除限售期内，公司的业绩考核目标未达成，以及已获授限制性股票的激励对象中赵建勇、李春等9人因个人原因已离职，不再具备激励对象资格，公司需按约定的价格回购上述已授予但尚未解除限售的合计284,119股限制性股票，并注销相应股份。本次限制性股票回购注销完成后，公司股本、注册资本及实收资本将由6,750.00万元减少至6,721.59万元。2019年4月18日，公司召开2018年年度股东大会审议通过了减少注册资本的议案，目前公司正在办理回购注销手续。

截至2019年3月31日，公司总股本为6,750.00万元，公司前十大股东明细如表1所示。公司控股股东为厦门市建潘集团有限公司（以下简称“建潘集团”），建潘集团持有公司股份2,915.05万股，占公司总股本的43.19%；其中700.00万股处于质押状态，占建潘集团所持公司股份总数的24.01%。公司实际控制人为温建怀和潘孝贞，二人为一致行动人（有效期限至2020年5月12日），共持有建潘集团100%股份，合计直接和间接持有公司62.61%股份。温建怀是现任公司董事长，潘孝贞任公司副董事长、董事、总经理。

表1 截至2019年3月31日公司前十大股东明细（单位：万股）

股东名称	持股数量	比例	持有有限售条件股份数量	股份质押数量
厦门市建潘集团有限公司	2,915.05	43.19%	2,915.05	700.00
温建怀	825.76	12.23%	825.76	0.00
潘孝贞	485.62	7.19%	485.62	0.00
温建北	242.81	3.60%	242.81	43.00

潘美玲	194.14	2.88%	194.14	154.94
潘宜琴	98.08	1.45%	98.08	68.55
温建河	97.81	1.45%	97.81	45.00
厦门谦程初启股权投资有限合伙企业（有限合伙）	56.99	0.84%	0.00	0.00
中国工商银行股份有限公司－南方大数据 100 指数证券投资基金	41.36	0.61%	0.00	0.00
戴云芬	16.37	0.24%	0.00	0.00
合计	4,973.99	73.68%	4,859.27	1,011.49

资料来源：公司提供

公司主要从事整体厨柜、整体衣柜和定制木门等全屋定制家具产品的研发、设计、生产、销售、安装。截至2018年末，公司纳入合并报表范围的子公司共11家，明细如表2。

表2 截至2018年12月31日公司纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	纳入合并范围时间
陕西建潘厨卫有限公司	350 万元	100%	厨卫专用配套设备、家用电器的批发零售	2008 年
杭州建潘卫厨有限公司	100 万元	100%	批发、零售:厨卫专用配套设备,家用电器,整体厨柜,卫浴柜	2008 年
福州建潘卫厨有限公司	250 万元	100%	厨柜、卫浴柜、厨房用具、卫浴设备的设计、批发;	2008 年
上海建潘卫厨有限公司	100 万元	100%	厨卫专用配套设备、家用电器、整体厨柜、卫浴柜销售	2010 年
无锡建盈卫厨有限公司	100 万元	100%	厨柜的设计、销售	2010 年
MIG S.R.L（米格（解决方案）有限公司）	2.70 万美元	100%	咨询服务及产品研发	2012 年
厦门金牌厨柜安装服务有限公司	100 万元	100%	厨柜、卫浴柜、家具安装及设计	2013 年
江苏金牌厨柜有限公司	13,000 万元	100%	橱柜、卫浴柜、家具生产、安装、销售	2014 年
GOLDEN HOME INTERNATIONAL INC.（金牌厨柜国际有限公司）	100 万美元	100%	第三方市场与品牌服务、客户、管理服务、营销建材总代表；建材贸易、小型增补返修	2017 年
GoldenHome Australia Pty Ltd（金牌厨柜澳洲有限公司）	20 万澳元	100%	第三方市场与品牌服务、客户、管理服务、营销建材总代表；建材贸易、小型增补返修。	2018 年
厦门金牌桔家云整装科技有限公司	2,800 万元	80%	厨房、卫生间用具及日用杂货批发；家用电器批发；	2018 年

注 1：全资子公司泉州市泉信厨卫有限公司和北京北信恒隆厨卫有限公司已分别于 2018 年 7 月和 2018 年 12 月完成注销手续，2018 年度将其利润表及现金流量表纳入合并范围；

注 2：公司于 2018 年 7 月 16 日召开第三届董事会第八次会议，同意使用自有资金向澳洲子公司增资 80 万澳元；截至目前，公司尚未完成工商登记手续，完成后金牌厨柜澳洲有限公司注册资本将增至 100 万澳元。

资料来源：公司提供

二、本期债券概况

债券名称：厦门金牌厨柜股份有限公司2019年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过3.92亿元（含）；

债券期限：6年；

付息方式：每年付息一次，到期归还本金并支付最后一年利息；

转股期限：自本期债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十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股票交易均价，具体初始转股价格公司股东大会授权董事会或董事会授权人士在发行前根据市场情况与保荐机构（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三十个交易日中有至少十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%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；修正后的转股价格应不低于前述股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者，且同时不得低于最近一期经审计的每股净资产以及股票面值；若在前述三十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；

债券赎回条款：在本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会或董事会授权人士根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定；在本期债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：（1）在转股期限内，如果公司股票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%（含130%），（2）当本期债券未转股余额不足3,000万元时；

债券回售条款：在本期债券最后两个计息年度，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%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司；若在上述交易日内发生过转股价格因送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转

股而增加股本)、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形,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格计算,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格计算;如果出现转股价格向下修正的情况,则上述连续三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算;在本期债券最后两个计息年度,可转换公司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可转换公司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,该计息年度不应再行使回售权,可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权;

向原股东配售的安排: 本期债券向公司原A股股东实行优先配售,向公司原A股股东优先配售的比例由公司股东大会授权董事会或董事会授权人士根据发行时具体情况确定,并本期债券发行公告中予以披露。公司原A股股东享有优先认购权之外的余额以及公司原A股股东放弃优先认购权的部分,采用网下对机构投资者发售和通过上海证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式,余额由承销机构包销。具体发行方式,由公司股东大会授权董事会或董事会授权人士与本次发行的保荐机构(主承销商)协商确定。

增信方式: 本次发行可转换公司债券采用股份质押和保证的担保方式。公司控股股东建潘集团以其合法拥有的部分公司股票作为质押资产进行质押担保,同时提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过3.92亿元,用于厦门金牌厨柜股份有限公司同安四期项目1#、2#、4#、5#厂房建设项目(以下简称“同安四期募投项目”)及江苏金牌厨柜有限公司二期工程项目3#、5#厂房建设项目(以下简称“泗阳二期募投项目”)。

表3 本期债券募集资金投向明细(单位:万元)

项目名称	项目实施主体	项目总投资	拟使用本期债券募集资金	占项目总投资的比例
同安四期募投项目	厦门金牌厨柜股份有限公司	40,040.03	29,200.00	72.93%
泗阳二期募投项目	江苏金牌厨柜有限公司	17,946.68	10,000.00	55.72%
合计	-	57,986.71	39,200.00	67.60%

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

1、项目建设内容及建设进度

本期债券募投项目分别位于厦门市同安区和江苏省泗阳县经济开发区。

同安四期募投项目拟新建压贴车间、零售厨柜车间、木门车间等厂房及其配套设施,

建设周期为18个月。项目达产后预计每年可新增公司零售厨柜产能5万套，整体衣柜产能6万套，定制木门产能12.5万樘。同安四期募投项目计划总投资40,040.03万元，包括工程费用20,356.88万元、设备购置及安装费用17,776.48万元和项目预备费1,906.67万元，拟使用募集资金29,200.00万元。

泗阳二期募投项目拟新建压贴车间、钢烤车间、工程厨柜、木门车间等厂房及其配套设施，建设周期约为12个月。项目达产后预计每年可新增公司工程厨柜产能13万套，定制木门产能12.5万樘。泗阳二期募投项目计划总投资17,946.68万元，包括工程费用4,974.60万元、设备购置及安装费用12,117.48万元和项目预备费854.60万元，拟使用募集资金10,000.00万元。

2、项目审批情况

本期债券募投项目已取得有关部门的批复如下：

表4 本期债券募投项目审核批准情况

项目	批准文件	批准文号	出具部门	出具日期
厦门金牌厨柜股份有限公司同安四期项目	《厦门市企业投资项目备案证明》	同发投（2018）备092	厦门市同安区发展和改革委员会	2018年5月11日
	《建设项目环境影响登记表》	201835021200000231	-	2018年8月9日
	国有建设用地使用权出让合同	35021220180427CG018	厦门市国土资源与房产管理局同安分局	2018年4月27日
江苏金牌厨柜有限公司二期项目	《关于江苏金牌厨柜有限公司二期工程建设项目备案的通知》	泗发改备[2017]184号	泗阳县发展和改革委员会	2017年7月24日
	《关于对江苏金牌厨柜有限公司二期工程建设项目环境影响报告表的批复》	泗环评[2017]142号	泗阳县环境保护局	2017年10月19日
	土地使用权证	苏（2017）泗阳县不动产权第0022365号	泗阳县不动产登记局	2017年8月18日

注：同安四期募投项目、泗阳二期募投项目分别是厦门金牌厨柜股份有限公司同安四期项目、江苏金牌厨柜有限公司二期项目的子项目。

资料来源：公司提供

3、项目收益分析

根据厦门市闪石投资管理咨询有限公司于2019年3月出具的《厦门金牌厨柜股份有限公司厦门四期建设项目可行性研究报告》（以下简称“同安四期可研报告”）、《厦门金牌厨柜股份有限公司泗阳二期建设项目可行性研究报告》（以下简称“泗阳二期可研报告”），本期债券募投项目收入分别来源于产能达产后的整体厨柜、整体衣柜及木门销售收入。

根据同安四期可研报告，同安四期募投项目计划建设周期为18个月，产能利用率于开工后第二年达到30%，第三年达到70%，第四年达到100%。项目计算期为10年，项目运营期内预计可实现收入合计599,640.00万元，可实现净利润合计68,271.33万元，内部收益率（税前）21.97%、内部收益率（税后）为18.74%，对应投资回收期（税前）为5.75年（含建设期）、投资回收期（税后）为6.27年（含建设期）。

根据泗阳二期可研报告，泗阳二期募投项目计划建设周期为12个月，产能利用率于开工后第二年达到50%，第三年达到80%，第四年达到100%。项目计算期为10年，项目运营期内预计可实现收入合计344,574.5万元，可实现净利润合计29,168.44万元，该项目内部收益率（税前）19.94%、内部收益率（税后）为17.04%，对应投资回收期（税前）为5.63年（含建设期）、投资回收期（税后）为6.13年（含建设期）。中证鹏元注意到，受募投项目建设进度影响或未来市场发生变化，项目收益能否达到预期和新增产能是否能顺利消化存在不确定性。

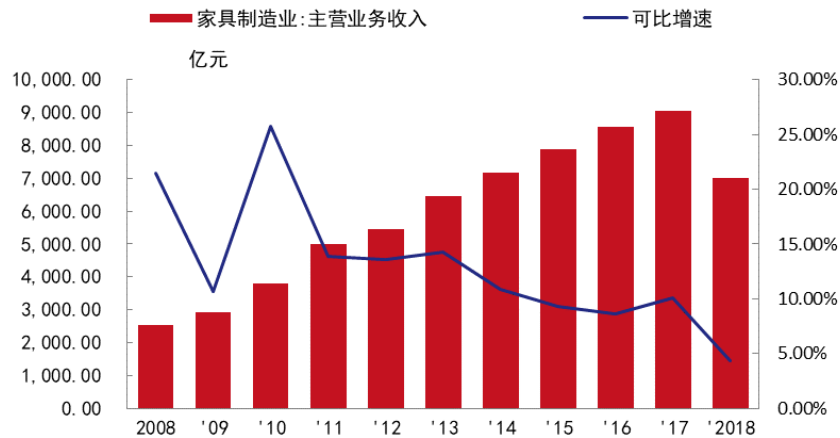
四、运营环境

近十年来，家具制造行业收入持续增长，但可比增速明显下滑；定制家居行业系家具制造行业的分支，近年来定制家居市场规模持续扩大，渗透率有望持续提升

作为传统轻工制造行业之一，近十年家具制造行业发展趋缓。根据国家统计局数据显示，2018年我国家具制造业主营业务收入为7,011.90亿元，按可比口径计算增速为4.30%，近年家具制造行业收入规模持续增长，但增速明显下滑。

2018年家具类零售额占社会零售总额的比例为0.59%，较2017年下降0.18个百分点。截至2018年末，家具制造业企业单位数达6,300家，近三年复合增速达6.44%，家具制造业企业数量持续增加，但家具制造业整体收入增长趋缓，家具制造行业竞争可能加剧。

图1 近十年家具制造业收入持续增长，但增速明显下滑



注：家具制造业主营业务收入为国家统计局公布的规模以上工业企业数据，其增速均按可比口径计算。2018年数据与上年公布的同标数据有不可比因素，原因系规模以上工业企业调查范围定期更新、国家统计局对不符合标准的企业进行了清理、跨地区跨行业重复统计数据被剔除所致。
资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

定制家居行业是家具制造业的分支，最早起源于欧美国家，2000年左右在我国兴起，属于家具制造领域的新兴产业，为资本密集型产业。目前，“大家居”经营理念已成为定制家居多数企业的经营共识，定制家居行业开始由最初的定制橱柜、定制衣柜等领域，逐步拓展至卧室、书房、客厅、餐厅等。

根据智研咨询数据，2015年我国定制橱柜产量为1,375万套，渗透率为55%，市场规模1,092亿元，2017年中国建筑装饰协会公布定制橱柜市场规模为1,300亿元。定制衣柜方面，2017年定制衣柜市场规模826亿元，两者合计定制家居行业整体规模超过2,100亿元。根据中国产业信息网《2017年中国定制家居行业发展现状分析及未来发展前景预测》，目前我国定制家居占家具行业收入的比例在20%左右，而发达国家位于60%到70%之间，渗透率仍有较大增长空间，定制家居行业仍有一定的发展空间。

综上，随着消费者对个性化、空间高效利用需求日益凸显，未来定制家居行业市场规模有持续扩大的动能，定制类产品渗透率仍有提升空间。

近年受商品房销售持续走弱影响，定制家居行业景气度承压

定制家居是后地产周期行业，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，商品房翻新和新房销售对定制家居行业的发展有重要影响。当前新房销售走弱，翻新需求虽持续增长但影响有限，高速扩张的定制家居行业景气度承压。

新房销售方面，商品房销售持续走弱、成交面积负增长，国内房屋新开工面积和开

发投资增速均将回落，房地产行业景气度下行。自2016年10月国内房地产调控以来，国内主要一、二线城市陆续推出了住房限购限贷政策，2018年中央继续强调房地产调控政策的稳定性和连续性，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，采用因城施策、分类指导策略。2018年房地产市场成交主力的三四线城市明显降温，带动全国商品房销售面积同比增幅回落。2019年一季度，商品房销售面积累计同比持续为负。

图2 商品房销售面积持续走弱

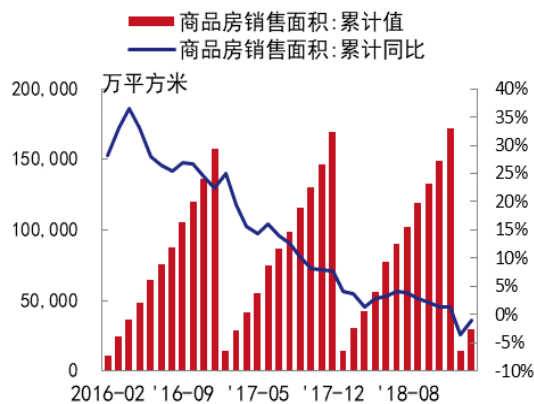
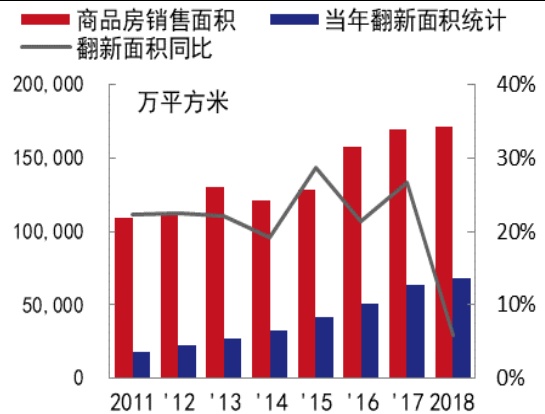


图3 翻新需求持续增长，但当前影响有限



注：2011年翻新面积需求=2001年商品房销售面积*30%+2000年商品房销售面积*30%+1999年商品房销售面积*40%；2018年翻新面积需求=2008年商品房销售面积*30%+2007年商品房销售面积*30%+2006年商品房销售面积*40%；其他年份以此类推。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

商品房翻新方面，房地产市场翻新需求逐步增加。根据华泰证券研究所的测算方法，测算商品房翻新面积，假设2010年以后住宅进入翻新周期，第一、二、三年分别翻新30%、30%和40%，同时考虑到硬体家具更新周期为10年，故根据1999-2008年商品房销售面积推算出2011-2018年翻新需求面积，测算出的翻新需求逐年增加（计算公式见上图注释）。2018年用此方法测算的商品房翻新需求为67,740.19万平方米，2011-2018年复合增长率为20.71%。近年翻新需求持续增长，但值得注意的是，从测算面积来看，商品房翻新需求远小于新房销售需求，当前商品房翻新对定制家居行业发展的影响有限。

定制家居行业集中度较低，竞争较激烈；行业以“渠道为王”，企业通过大力拓展销售渠道提升竞争力

我国定制家居行业集中度较低，整体呈现“大行业、小公司”的特点。2018年定制家居行业集中度CR6¹为22.63%，主要原因系我国定制家居消费者需求差异化，高中低端产品需求不一。行业进入门槛较低，中小企业较多，消费者可选择产品较多，故企业竞争较激烈。

¹ CR6 是行业前六名企业的营业收入占定制家居行业主营业务收入的百分比，定制家居行业主营业务收入=家具制造业主营业务收入*20%。

定制家居行业内主要9家上市公司²的产品为定制橱柜、定制衣柜、定制木门及配套等。2018年，欧派家居营业收入排名第一，产品种类丰富，营销网已延伸至国外，开始重点发展第二品牌“欧铂丽”，拟通过“欧铂丽”进军巨大的年轻消费群体市场；索菲亚营业收入排名第二，布局上游板材行业，提高企业一体化程度；尚品宅配营业收入排名第三，重视互联网协同发展，拥有自己的软件公司圆方软件，积极探索创新商业模式；志邦家居营业收入排名第四，其华东地区市场占有率高，与万科、恒大等知名房地产公司签订了战略合作协议，重点推进以大型房地产项目精装修配套整体厨柜为主的大宗业务；好莱客营业收入排名第五，突出环保产品，拥有现代先进的生产线；金牌厨柜营业收入排名第六，华东地区销售网点紧密，以整体厨柜为优势产品向整体衣柜、木门扩张。

2018年，受房地产行业景气度下行的冲击，除皮阿诺以外的8家上市企业营业收入增长率呈现不同程度的下降，各家上市企业近三年的营业收入复合增长率低于30%，行业收入增长速度明显放缓。2018年皮阿诺营业收入持续高速增长，原因系大规模发展大宗业务所致。从毛利率来看，行业内多数上市企业的毛利率稳定在30%-40%的区间内波动。尚品宅配毛利率水平较高，主要系自2014年后尚品宅配将店铺位置逐步从建材城转移至购物中心，受益于购物中心较大的人流量，单店收入规模和增速均领先行业所致。

表5 2016-2018年定制家居行业主要上市公司经营情况（单位：亿元）

公司简称	营业收入				毛利率		
	2018年	2017年	2016年	三年复合增长率	2018年	2017年	2016年
欧派家居	115.09	97.10	71.34	27.02%	38.38%	34.52%	36.55%
索菲亚	73.11	61.61	45.30	27.04%	37.57%	38.17%	36.57%
尚品宅配	66.45	53.23	40.26	28.48%	43.68%	45.11%	46.19%
志邦家居	24.33	21.57	15.70	24.49%	35.96%	34.90%	36.80%
好莱客	21.33	18.63	14.33	21.99%	39.56%	38.34%	39.98%
金牌厨柜	17.02	14.42	10.99	24.44%	39.00%	39.14%	38.11%
我乐家居	10.82	9.15	6.76	26.50%	37.40%	36.97%	34.72%
皮阿诺	11.10	8.26	6.30	32.71%	35.95%	34.45%	37.85%
顶固集创	8.31	8.08	7.25	7.05%	37.75%	37.93%	36.43%

资料来源：Wind，中证鹏元整理

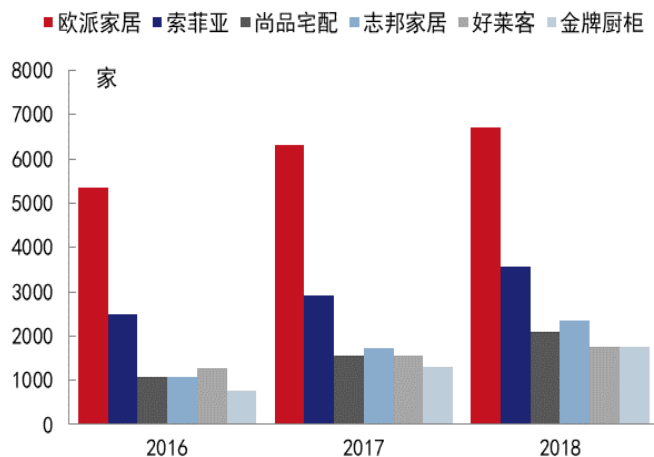
定制家居企业提升竞争力的方式主要有：拓展产品品类，发展多品类产品生产，向全

² 9家上市公司全称和简称分别为：欧派家居集团股份有限公司（简称“欧派家居”）、索菲亚家居股份有限公司（简称“索菲亚”）、广州尚品宅配家居股份有限公司（简称“尚品宅配”）、志邦家居股份有限公司（简称“志邦家居”）、广州好莱客创意家居股份有限公司（简称“好莱客”）、金牌厨柜、南京我乐家居股份有限公司（简称“我乐家居”）、广东皮阿诺科学艺术家居股份有限公司（简称“皮阿诺”）、广东顶固集创家居股份有限公司（简称“顶固集创”）。

屋定制领域发展；拓展业务类型，大力发展大宗业务、海外销售业务，布局非零售市场、海外市场，寻求业务新增长点；扩张经销渠道，增加经销商专卖店、直营店开店数量；增加线上引流渠道，加大营销推广力度。以上方式中，渠道营销对企业发展的影响最为重要，企业竞争以“渠道为王”。

定制家居企业的销售模式较多以经销商为主、以直营为辅，通过终端门店的广覆盖、高渗透来满足终端消费者个性、专属的家居需求，近三年定制家居企业陆续上市后，持续扩张渠道，经销及直营门店数量持续增加。近三年开店数量增速最快的是金牌厨柜，2016-2018年门店数量复合增速达47.82%。目前欧派家居的门店数量最多，2018年末有6,708家，主要系欧派家居子品牌较多，不同品牌的门店扩张相对独立所致。综上，定制家居行业竞争激烈，企业重点关注销售渠道建设，销售网络布局日趋重要。

图4 近年定制家居行业上市公司门店数量持续增加



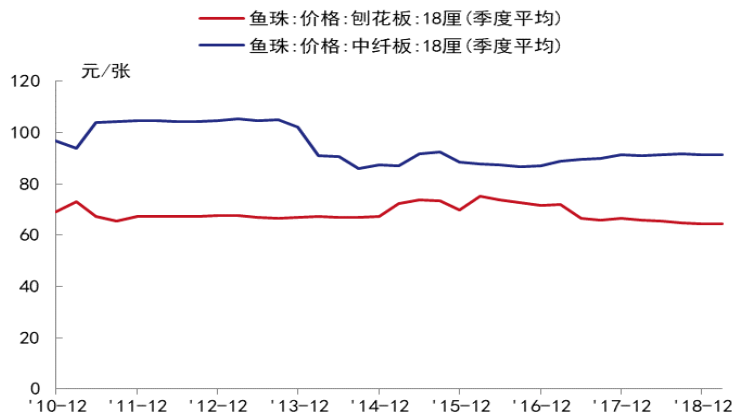
资料来源：各公司招股说明书、各公司2017-2018年报，中证鹏元整理

定制家居行业原材料以人造板材为主，近年各类板材价格呈小幅下降趋势，定制家居行业成本端压力减弱

定制家居行业原材料主要为人造板材，目前以纤维板和刨花板两大类为主。我国板式家具的主要基材经历了“胶合板→纤维板→刨花板”的转变。20世纪八九十年代，我国板式家具的主要基材为胶合板，随着胶合板的应用领域从家具向建筑转移，同时受纤维板竞争力提升的影响，21世纪前十年纤维板成为板式家具的主要基材。近几年，刨花板凭借在环保性能和价格上的优势逐步成为定制家居行业内柜体的主要基材。

据鱼珠国际木材市场价格显示，2018年以来，18厘刨花板和18厘中纤板价格呈小幅下降趋势。主要原材料价格的缓速下降，减弱了定制家居行业在成本端的压力。

图5 近年刨花板、中纤板季度均价小幅下降，定制家居行业原成本端压力下降



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

产业政策鼓励家居行业生产及产品升级，提高企业生产制造环节的环保要求；政策推动精装房快速发展，定制家居行业将迎来增长新动力

定制家居行业市场化程度较高，各企业面对市场自主经营，政府部门主要通过产业政策进行宏观调控。各项政策旨在鼓励行业内企业发展升级化的家具产品，着力发展智能家居产业，驱动全屋定制需求。

同时近年产业政策也着力于环保发展的大方向，制定了更严格的环保标准，提高了家具制造企业生产制造等环节的环保要求。此外，随城镇化率不断提升，政策、住房消费升级推动精装房快速发展，定制家居行业迎来以大宗工程业务为主的增长新动力。

表6 我国近年主要家具制造行业政策

颁布时间	颁布部门	文件名称	主要内容
2019年2月	住房和城乡建设部	《住宅项目规范（征求意见稿）》	城镇新建住宅应全装修交付。
2018年3月	国务院	《2018年政府工作报告》	发展智能产业，拓展智能生活。
2017年4月	住房和城乡建设部	《建筑业发展“十三五”规划》	到2020年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%，新开工全装修成品住宅面积达到30%，绿色建材应用比例达到40%。
2017年2月	环保部	《环境标志产品技术要求家具》	要求室内家具（橱柜产品除外）企业在生产过程中应加强清洁生产，木材及木制板材应符合相应环保标准。
2016年6月	国务院	《关于发挥品牌引领作用推动供需结构升级的意见》	提出鼓励家电、家具、汽车、电子等耐用消费品更新换代，适应绿色环保、方便快捷的生活需求
2015年5月	国务院	《中国制造2025》	推动新一代信息技术与制造技术融合发展，把智能制造作为两化深度融合的主攻方向；推进制造过程智能化。

资料来源: 公开资料, 中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司已按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》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，并且对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了明确规定，明确了股东大会、董事会、监事会和经理层之间各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构。

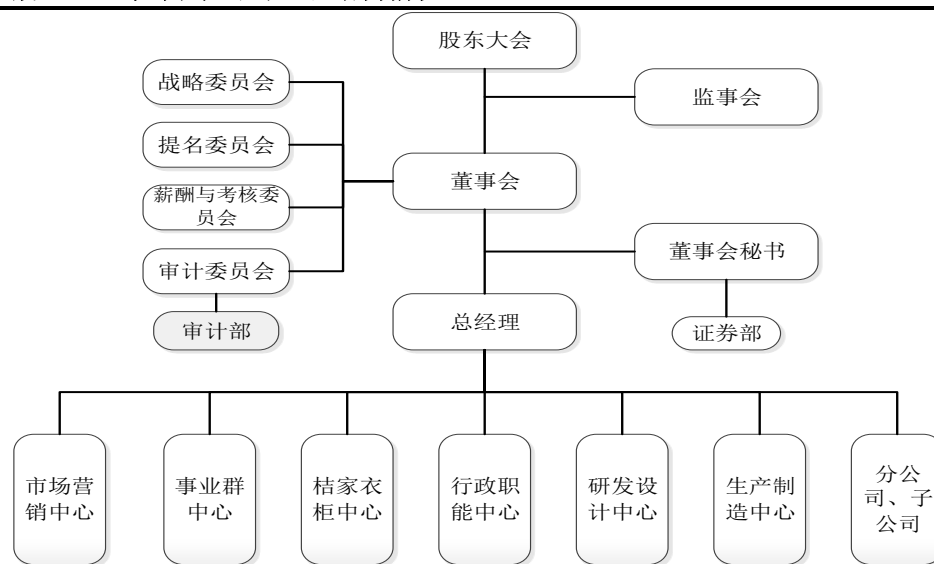
股东大会是公司的最高权力机构，决定公司的经营方针、投资计划、选举和更换董事、审议批准董事会及监事会报告、审议批准公司年度预决算方案等重大事项。截至2019年3月末，温建怀和潘孝贞合计直接和间接持有公司62.61%股份，是公司的实际控制人。温建怀和潘孝贞已签订一致行动人协议，有效期至2020年5月12日。截至2019年3月末，公司前十大股东中温建怀、温建北（公司董事、研发设计中心总监）与温建河为兄弟，潘孝贞和潘宜琴为兄妹关系，潘美玲为潘孝贞侄女；前十大股东中，公司实际控制人及其关联方共持股1,944.21万股，持股比例为28.80%。需关注公司实际控制人的一致行动人协议即将到期、前十大股东中实际控制人及其关联方占比较大的治理风险。

公司董事会由6人组成，其中独立董事3人。公司董事由股东大会选举或更换，任期每届三年。董事会下设战略发展委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会四个专门委员会，其中审计委员会下设审计部，对董事会负责。

公司监事会由3人组成，其中包括1名职工代表监事，设监事会主席1人。监事会职责包括：对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见，检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。

根据公司章程，公司设总经理1人，副总经理若干人，由董事会聘任或解聘。公司总经理、副总经理、总经理助理、财务总监、董事会秘书、研发中心（执行）总监、市场营销中心（执行）总监、生产制造中心、桔家衣柜中心总监为公司高级管理人员。公司根据自身经营管理需要构建了内部组织架构，组织架构图如下。

图6 截至2019年4月末公司组织结构情况



资料来源：公司提供

截至2018年末，公司（含各子公司）拥有员工共3,783人。从专业构成来看，生产人员1,923人，占比50.83%，比较符合生产型企业的经营特点；技术人员683人，占比18.05%。从学历来看，本科人员及以上的人员共647人，占比17.10%。

表7 截至2018年末公司人员构成情况

专业结构	人数（人）	占员工总数的比例
生产人员	1,923	50.83%
销售人员	994	26.28%
技术人员	683	18.05%
财务人员	63	1.67%
行政人员	120	3.17%
合计	3,783	100.00%
教育程度	人数（人）	占员工总数的比例
硕士以上	18	0.48%
本科	629	16.63%
大专	943	24.93%
大专以下	2,193	57.97%
合计	3,783	100.00%

资料来源：公司提供

总体来看，公司治理结构相对较合理，部门架构设置、内部管理制度建设及人员配置能够满足公司日常业务开展与经营管理的需要；战略规划较符合公司竞争优势，契合行业发展特点。

六、经营与竞争

公司是集定制家居产品的研发设计、生产销售、安装售后等服务于一体的专业服务商，产品主要为整体厨柜、整体衣柜和木门。受益于整体厨柜业务规模持续增长、公司品类扩张，2016-2018年公司分别实现营业收入10.99亿元、14.42亿元和17.02亿元，复合增长率为24.44%。整体厨柜是公司核心产品，近年整体厨柜收入占公司营业收入90%以上；2016年起公司开始逐步拓展整体衣柜、木门新品类业务，布局“大家居”战略。公司其他业务收入主要为经销商培训费、售后服务费收入，规模较小。

毛利率方面，近年公司综合毛利率维持在较高水平，波动较小。受益于整体厨柜业务的规模效应，公司近年主营业务毛利率水平持续增长；公司其他业务毛利率很高，主要系公司为经销商提供培训、为客户提供售后服务发生的成本列支在费用类科目所致。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品结构	2018年		2017年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
整体厨柜	153,556.76	39.89%	138,628.56	38.29%	107,134.13	36.56%
整体衣柜	13,795.39	18.89%	2,377.67	19.42%	38.03	16.70%
木门	34.92	48.68%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
主营业务收入小计	167,387.07	38.16%	141,006.24	37.97%	107,172.16	36.55%
其他业务收入小计	2,780.73	89.02%	3,190.47	90.41%	2,716.71	99.62%
合计	170,167.80	39.00%	144,196.71	39.14%	109,888.87	38.11%

注：整体厨柜收入包含橱柜、厨房电器、厨房用品、安装服务业务收入。

资料来源：公司提供

公司专注于整体厨柜生产销售，是诸多国家、行业标准的主导起草者；“金牌厨柜”品牌知名度较高，公司销售范围分布全国，在华东地区有一定品牌影响力

经过二十年发展，公司在橱柜研发设计等各方面积累了一定经验。公司是中国五金制品协会厨房设备分会（以下简称“五金协会厨设分会”）的首届会长单位，是全国工商联家具装饰业商会橱柜专业委员会（以下简称“工商联家装商会橱柜委员会”）的执行会长单位。公司拥有国家级“厨房工业设计中心”，2013年11月被认定为工信部首批国家级企业工业设计中心，主导起草了国家标准《家用厨房设备》GB/T18884-2015及《家具工业术语》GB/T28202-2011、行业标准《住宅整体厨房》JG/T184-2011及《家具生产安全规范-自动封边机作业要求》QB4764-2014，以及2项行业团体标准《家居用缓冲型暗铰链》、《家居用缓冲型抽屉导轨》。

公司产品主要为整体厨柜、整体衣柜和木门，产品定位中高端。整体厨柜是公司核心

产品，是综合橱柜制造、厨电产品配套和安装售后等一体化服务的定制产品。公司将整体厨柜定位为“更专业高端厨柜”，经营的橱柜品牌为“金牌厨柜”、厨电品牌为“玛尼欧”。2016年起，公司为布局“大家居”战略，逐步拓展了整体衣柜和木门新品类。2017年，公司推出高端衣柜定制品牌“桔家衣柜”，2018年上半年成立桔家木门事业部，实现“金牌厨柜”与“桔家”双品牌、双渠道独立运营。

公司产品按材质分有烤漆、膜压、实木与整体板等系列，2018年上述四大系列产品收入分别占主营业务收入的23.05%、20.92%、12.76%和37.77%，各系列销售较均衡。公司产品曾荣获了中国创新设计红星奖、中国整体厨房工业设计大赛金钩奖、中国厨卫产品创新奖等奖项，被评选为2018年“中国橱柜十佳品牌、橱柜十大品牌”之一，“金牌厨柜”品牌知名度较高。

公司总部位于福建省厦门市，生产基地位于厦门市同安区、江苏省泗阳县经济开发区，产能持续扩张。公司销售范围分布全国，华东地区为重点销售区域，多数直营店和大宗业务分布于该区域，贡献了公司主要的收入和利润，公司在华东地区有一定品牌影响力。

近年公司各产品规模持续扩张，整体厨柜业务盈利能力提升；受益于橱柜渠道引流，公司整体衣柜收入呈现快速增长

近年公司各产品收入持续增长。整体厨柜方面，2018年公司整体厨柜业务收入为15.36亿元，较2016年增长43.33%；2018年该业务毛利率为39.89%，较2016年增长3.33个百分点，受益于产品单位成本持续摊薄，整体厨柜产品的单位成本下降，利润提升。截至2018年末，公司“金牌厨柜”品牌专卖店数达1,413家（包括经销商专卖店、直营店，含在建，同下），较2016年末增长81.85%。随“金牌厨柜”品牌专卖店数量的增长，公司整体厨柜业务规模持续扩大、毛利率持续上升。

整体衣柜及木门方面，截至2018年末，公司“桔家衣柜”、“桔家木门”品牌专卖店数分别达337家、9家。消费者对橱柜及衣柜的需求有较高的关联度，公司橱柜类渠道可为衣柜销售引流，因此公司整体衣柜业务有较快发展，2018年公司整体衣柜收入达1.38亿元，同比大幅增长。

从产品均价来看，产品销售价格主要受客户结构、产品营销等影响，公司产品为高端定制化产品，销售均价较高。整体厨柜方面，公司产品价格呈持续下滑的趋势，主要原因系整体厨柜为公司核心产品，针对老产品公司以促销、折扣的形式吸引客户所致。

表9 公司产品销售均价情况

项目	单位	2018年	2017年	2016年
整体厨柜	元/套	7,110.76	7,480.42	8,343.78

整体衣柜	元/套	2,864.61	2,340.69	5,335.96
木门	元/樘	2,512.29	-	-

资料来源：公司提供

公司业务模式以经销为主，近年公司门店数量持续扩张，但单店收入下降，需关注公司未来新店收入的实现情况；也需关注大宗模式毛利率逐年下滑，其利润空间持续受房地产企业挤压

业务模式方面，公司采取“经销为主、直营及大宗等业务为辅”的销售模式，销售范围覆盖全国各区域。其中，经销、直营模式为公司零售业务，客户为终端消费者；大宗模式发展的是工程类业务，公司通过工程代理商，与大部分房地产商形成战略合作。此外，公司也积极拓展海外销售模式，战略布局海外市场，主要销售工程类、批发零售类的标准化产品。

表10 公司各业务模式的收入及毛利率情况（单位：万元）

业务模式	2018年		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
经销模式	115,333.72	36.71%	97,274.05	34.97%	68,538.36	32.17%
直营模式	26,751.89	66.20%	26,924.99	61.47%	29,164.32	52.07%
大宗模式	20,252.87	11.00%	12,373.09	12.47%	7,258.44	17.87%
海外销售模式	5,048.59	31.76%	4,434.11	32.49%	2,211.04	28.79%
合计	167,387.07	38.16%	141,006.24	37.97%	107,172.16	36.55%

资料来源：公司提供

目前公司零售业务占比较大，经销模式是公司主要的零售业务销售模式。公司选择具有品牌意识、市场运作经验充足、资金实力雄厚、信誉良好的经销商签订加盟经销协议，授权其在特定区域范围内开立经销商专卖店，专门销售公司产品。2016-2018年公司经销模式收入分别为6.85亿元、9.73亿元和11.53亿元，三年复合增长率达29.72%。2018年，公司经销模式毛利率为36.71%，较2016年提升4.54个百分点。

公司与经销商的合作策略为“一城一议、一年一签”，即一座城市只授权一家经销商经营，加盟经销协议按年签署。一方面，公司能够有效避免同一地区内经销商之间的价格竞争；另一方面，公司对合作经销商的业绩情况实现按年考核，公司管理灵活度较高。针对核心品牌“金牌厨柜”的经销商，公司要求其品牌代理具有唯一性；整体衣柜及木门为公司近年新拓展的产品种类，公司的战略重点为开拓市场，针对“桔家”品牌类经销商，公司允许其进行多品牌代理。

经销模式下，经销商将经客户确认的销售订单发送至公司，公司根据订单需求收到约定货款后开始组织生产。公司完成产品生产，将产品运送至经销商对应的物流公司指定的

交货地点或由经销商自提产品后，即确认销售收入。后续货物向终端客户发出的运输费用及相关运输责任由经销商承担。对于公司认定资质好、有发展潜力的经销商，公司可以提供一定信用额度，用于产品或者样柜的下单，最长信用期限为6个月。

直营模式方面，公司直接设立直营店，对终端客户实现产品零售销售。目前公司直营店分布于厦门、杭州、福州、无锡、西安和上海等地，对于重点销售区域，公司设立了子公司进行直接管控。直营模式下，公司采取款到后生产的模式，完成产品生产后直接负责发货并安装，安装完成时确认收入。公司的直营模式减少了中间代理的销售环节，由此该模式的毛利率较高。但该模式对公司的管控成本要求也较高，实际管理效率相对较低，不利于大规模的门店扩张。2018年公司直营模式收入为2.67亿元，同比小幅下降，原因系公司将部分直营店转为经销商专卖店所致，相关收入纳入经销模式核算。2018年公司直营模式毛利率为66.20%，保持较高水平。

从公司门店数量及单店收入情况来看，近年公司门店数量大幅增长，2018年末，公司门店数（含在建）合计为1,759家，其中在建门店数约20家。2016-2018年公司门店数量复合增速达47.82%，主要源于经销商专卖店数量大幅增长。但近年平均单店收入持续下滑，2016-2018年复合增速达-18.42%。一方面，近年公司新开店数量较多，新店开业后，市场有一定反应期，新店实现业绩的增长有一定滞后；另一方面，近年受商品房销售面积下滑影响，定制家居市场整体需求增速下降，公司老店销售收入的增速下滑。综合来看，由于定制家居行业竞争较激烈，公司门店数量大幅扩张后经营存在不确定性，需关注公司未来新店收入的实现情况。

对于门店的淘汰及更换，经销商方面，公司会根据年度经销协议约定的销售计划，每年对经销商进行考核。对于经营能力欠缺、未完成业绩考核的经销商，公司将进行淘汰或更换，经销商专卖店同步淘汰或更换，近年公司经销商的直接淘汰率在7%-8%。直营店方面，公司主要考虑网点布局的情况，酌情增加直营店数量。对于部分长期培育的直营店，当地及周边市场已日趋成熟，公司为优化渠道配置、提升经营效率，将其转变为经销模式进行经营，该部分直营店转化为经销商专卖店。

表11 公司门店数量及单店收入情况（单位：家、万元/家）

项目	2018年	2017年	2016年
门店数量	1,759	1,292	805
其中：经销商专卖店数量	1,710	1,250	764
直营店数量	49	42	41
单店收入	80.78	96.13	121.37
经销商单店收入	67.45	77.82	89.71

直营单店收入	545.96	641.07	711.32
--------	--------	--------	--------

注：单店收入=（经销模式收入+直营模式收入）/门店数量；经销商单店收入=经销模式收入/经销商专卖店数量；直营单店收入=直营模式收入/直营店数量；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

大宗模式方面，公司通过工程代理商承接工程类业务，需求来源于精装房装修，目前公司已与房地产50强企业中的31家签订了战略合作伙伴协议。公司对工程代理商的管理采用报备制，核心工程代理商有50家左右。大宗模式下，公司同样采取款到后生产的模式，将产品运送至工程代理商对应物流公司的交货地点或由工程代理商直接取货后确认收入。2016-2018年，公司大宗业务收入分别为0.73亿元、1.24亿元和2.03亿元，三年复合增长率为67.04%；大宗业务毛利率为17.87%、12.47%和11.00%，公司利润空间持续受房地产企业挤压。

考虑到房地产企业的高议价能力，公司在账期、担保方面对工程代理商的持续经营提供一定支持。针对资信情况较好的工程代理商，公司可提供一定的结算信用额度，最长信用期不超过6个月。此外，公司也会推荐信誉良好、有长期合作意愿的工程代理商给银行授信，公司为其向客户开具的投标、预付款、履约、质量等保函提供担保，公司担保总额不超过3,000万元，风险可控。大宗业务将成为公司收入的新增长点，但由于大宗业务有订单规模大但毛利率低的特点，公司未来综合毛利率有下降的可能。

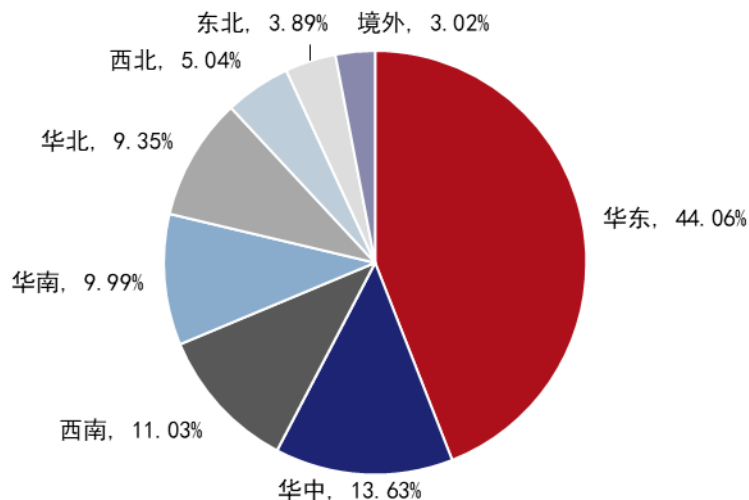
海外销售模式方面，公司目前承接工程、批发零售类的标准化业务，定制化产品较少。海外销售为公司储备战略，目前主要布局北美、澳洲等重点市场，采取国内生产、海外销售的模式。该模式下，海外订单预付30%货款后公司开始生产，公司将产品组装好发出后收回50%的货款，最终海外客户验收后再付20%尾款。2016-2018年，公司海外销售收入分别为0.22亿元、0.44亿元和0.50亿元，三年复合增长率为51.11%；同期公司海外销售毛利率在28%-32%区间内波动，表现较稳定。2018年，公司海外收入中来自美国地区的收入占比为47.24%，考虑到近期中美贸易摩擦加剧，需关注外部贸易环境变化对公司海外销售收入的影响。

此外，公司还通过线上营销的方式为线下零售业务提供引流。公司于2015年起开始发展电商渠道，2016年公司与天猫由渠道合作转为品牌合作。根据天猫美家零售排行榜统计，近年来公司整体厨柜线上销售额排名持续为前三。公司线上销售模式为线上预收客户定金，由公司安排客户至邻近的门店进行体验及订单沟通，由此对线下零售业务进行引流。

从销售区域来看，公司销售收入主要集中于经济较发达的华东、华中地区。2018年华东、华中地区收入占比分别为44.06%、13.63%，主要系华东、华中地区一、二线城市的精装房需求较大，公司大宗业务销售集中于这两个地区，而零售业务的销售分布则较为平均。

2018年华东地区毛利率达54.50%，其他地区毛利率分布在14%-34%范围内，华东地区毛利率高于其他地区水平，原因系公司直营店大部分集中于华东地区，直营模式毛利率较高。

图1 2018年公司销售收入主要集中于华东、华中地区



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司近年产能规模持续提升，整体产能利用率较高；公司计划新增产能规模较大，考虑到近年定制家居行业收入增速整体放缓，公司新增产能能否顺利消化存在不确定性

从近年公司产品产销量情况来看，随着公司不断加大市场开拓力度，整体厨柜的销量持续增长，2016-2018年整体厨柜的销量复合增长率达29.70%；2017年起，公司开始扩张整体衣柜品类，2018年整体衣柜产量达4.85万套，同比增长375.49%。公司采用以销定产的定制模式，各产品产销率较高，近年均维持在99%以上。

公司产品销售有一定季节性，销售旺季为下半年。2019年1-3月，公司订单总数共49,882个，其中整体厨柜订单数43,284个、整体衣柜订单数6,412个、木门订单数186个。公司在手订单品类丰富、订单数量较多。

表12 公司各产品产销量及产能情况

产品	项目	2018年	2017年	2016年
整体厨柜（万套）	产量	21.60	18.58	12.80
	销量	21.60	18.53	12.84
	产销率	99.97%	99.72%	100.31%
	产能	22.80	19.90	13.50
	产能利用率	94.74%	93.39%	94.81%
整体衣柜（万套）	产量	4.85	1.02	0.01
	销量	4.82	1.02	0.01
	产销率	99.28%	99.61%	71.72%

	产能	6.00	1.50	-
	产能利用率	80.85%	67.99%	-
定制木门（万樘）	产量	0.01	-	-
	销量	0.01	-	-
	产销率	100.00%	-	-
	产能	0.20	-	-
	产能利用率	6.95%	-	-

注 1：2016 年公司整体衣柜处于试生产阶段，无独立整体衣柜生产线，无相关产能；

注 2：由于公司新增产能生产线陆续投产，因此列示的产能根据生产线实际投产时间加权计算。

资料来源：公司提供

公司主要生产基地有 2 个，分别位于厦门市同安区和江苏省泗阳县经济开发区。2018 年，公司整体厨柜、整体衣柜及木门产能分别达 22.80 万套、6.00 万套和 0.20 万樘，2018 年上述各品类的产能利用率分别为 94.74%、80.85% 和 6.95%。公司整体厨柜产能利用率较高，整体衣柜及木门为近年新增品类，为平衡经营效率，公司的生产扩张策略为新建厂房后，根据订单需求再逐步购置设备进行生产，因此近年这两个品类的产能利用率偏低。

截至 2018 年末，公司主要在建产能为同安四期项目、泗阳二期项目和泗阳三期项目，总投资合计为 68,931.64 万元，未来尚需投资 57,634.06 万元。本期债券募投项目全部达产后，合计可新增公司整体厨柜产能 18 万套（包括零售厨柜产能 5 万套、工程厨柜产能 13 万套）、整体衣柜产能 6 万套和定制木门产能 25 万樘。公司计划新增产能规模较大，考虑到受房地产行业不景气的影响，近年定制家居行业收入增速明显放缓，公司在建项目的收益能否达到预期、新增产能是否能顺利消化存在不确定性。

表 13 截至 2018 年末公司主要在建产能情况

项目名称	总投资额	已投资额	尚需投资
同安四期项目	50,000.00	739.63	49,260.37
泗阳二期项目	16,000.00	10,555.89	5,444.11
泗阳三期项目	2,931.64	2.06	2,929.58
合计	68,931.64	11,297.58	57,634.06

注：同安四期募投项目为同安四期项目子项目、泗阳二期募投项目为泗阳二期项目子项目，该表格总投资额根据 2018 年审计报告内在建工程预算数（不包含机器设备预算）填列，本期债券募投项目总投资额包含机器设备预算数，故存在差异。

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

随公司业务扩张，整体厨柜产品成本持续摊薄，单位成本呈下降趋势

公司主营业务成本主要由直接材料、人工成本和制造费用构成，近年公司直接材料占比稳定在 86% 左右波动，原材料对公司产品质量和生产成本有一定影响。从公司各产品单位成本来看，公司整体厨柜规模效应显现。公司整体厨柜单位成本由 2016 年的 5,293.54 元/套下降至 2018 年的 4,272.98 元/套，下降幅度达 19.28%，主要系随着产销量规模的扩大，整

体厨柜产品成本持续摊薄，公司对上游供应商有一定价格挤压所致。

整体衣柜的单位成本较整体厨柜低，主要原因系整体衣柜的生产工艺较简单，配套产品较少。2018年整体衣柜单位成本达2,321.58万元/套，同比增长23.59%。

表14 公司产品单品成本情况

产品类型	单位	2018年	2017年	2016年
整体厨柜	元/套	4,272.98	4,616.47	5,293.54
整体衣柜	元/套	2,321.58	1,878.38	-
木门	元/樘	1,792.00	-	-

注：产品单位成本=每产品主营业务成本/产品销量，部分存在差异系小数点后两位四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品所需原材料主要包括板材、台板、五金配件、水槽和电器等，其中以刨花板和石英石毛板为主。近年，公司采购的刨花板单价呈下降趋势。石英石毛板是橱柜产品台面的重要原材料，2016-2018年公司采购的石英石毛板单价分别为569.54元/片、1,088.10元/片和944.97元/片，表现为较大波动，主要原因系公司采购的石英石毛板宽度由0.75m/片变更为1.5m/片所致。剔除该因素影响后，近三年公司采购的石英石毛板价格呈现下降趋势，原因是公司加大采购量后对上游供应商持续进行价格挤压，体现了公司对上游较强的议价能力。

表15 公司主要原材料采购情况（单位：万元，元/计量单位）

原材料	计量单位	2018年		2017年		2016年	
		采购金额	采购单价	采购金额	采购单价	采购金额	采购单价
刨花板	平方米	15,527.62	27.16	14,959.50	28.51	11,963.26	28.06
中纤板	平方米	5,838.36	31.91	4,275.10	27.48	3,562.76	26.18
石英石毛板	片	12,777.11	944.97	11,280.71	1,088.10	7,665.62	569.54
人造石毛板	片	1,319.09	340.41	786.95	417.53	477.75	296.9
烟机及灶	台	4,209.29	549.64	5,363.06	510.57	3,541.03	547.37
拉篮	个	3,243.87	133.33	2,140.27	113.29	1,593.17	114.59
抽屉	个	2,734.00	74.00	2,715.98	72.09	2,486.05	78.91
拉手	支	2,155.29	10.00	1,789.68	8.44	1,262.96	7.71
水槽	个	1,785.11	199.00	1,775.18	207.84	1,343.14	207.4

注：表格内占比为该项原材料采购金额占原材料采购总额的比重。

资料来源：公司提供

公司原材料采购主要来自国内供应商，公司能获取一定的供应商账期，有利于缓解公司的资金压力。公司定制化的生产经营模式对原材料稳定性、质量和可靠性要求较高，因此公司对供应商的资质要求较高。公司每年会对供应商进行考核，通过实地走访等形式对

供应商资质进行核查。为保证供货及时性，一方面，公司实时测量安全库存以应对生产需求；另一方面，对于耗材类原材料，公司通常在生产当地采购，减少运输时间。2016-2018年，公司前五大供应商合计采购金额占比分别为21.49%、21.50%和18.62%，供应商集中度持续下降。

七、财务分析

以下分析基于公司提供的经福建华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度报表（以下简称“2019年一季报”），报告均采用新会计准则编制。2016-2018年公司合并范围内分别新增子公司0家、1家和2家，分别注销子公司1家（南京建潘卫厨有限公司）、1家（深圳市建潘卫厨有限公司）和2家（泉州市泉信厨卫有限公司、北京北信恒隆厨卫有限公司），具体见表2。

资产结构与质量

近年公司资产规模增长较快，以货币资金、理财产品和厂房设备为主，资产质量较好。受公司经营规模扩大影响，近年公司总资产规模增长较快。2019年3月末，公司资产达176,448.36万元，较2016年增长111.58%。2017年末，公司首次公开发行股票募集资金到位，公司流动资产占比显著提高；2018年，随公司募投项目的持续投入，公司非流动资产占比回升；2019年一季度末，随春节前后采购款项的支付，公司货币资金减少，公司总资产规模下降。截至2019年3月末，公司资产以非流动资产为主，占总资产的比重为56.36%。

表16 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项 目	2019年3月末		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	25,556.75	14.48%	36,413.15	19.65%	30,449.75	19.27%	17,506.70	20.99%
交易性金融资产	23,500.00	13.32%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
存货	16,530.79	9.37%	16,789.78	9.06%	13,570.86	8.59%	11,866.38	14.23%
其他流动资产	1,661.43	0.94%	35,835.24	19.33%	48,999.91	31.01%	5,534.90	6.64%
流动资产合计	77,009.91	43.64%	95,207.11	51.37%	97,576.70	61.75%	38,306.26	45.93%
固定资产	57,916.09	32.82%	57,760.32	31.16%	43,106.12	27.28%	36,307.95	43.54%
在建工程	13,084.39	7.42%	10,616.25	5.73%	3,290.55	2.08%	52.97	0.06%
无形资产	11,717.40	6.64%	11,300.12	6.10%	7,258.35	4.59%	5,467.01	6.56%
非流动资产合计	99,438.46	56.36%	90,137.75	48.63%	60,450.26	38.25%	45,090.57	54.07%

资产总额	176,448.36	100.00%	185,344.85	100.00%	158,026.97	100.00%	83,396.83	100.00%
-------------	-------------------	----------------	-------------------	----------------	-------------------	----------------	------------------	----------------

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、存货和其他流动资产等构成。2018年末，公司货币资金36,413.15万元，主要为银行存款；其中1,585.47万元其他货币资金为保证金，使用受限。截至2019年3月末，公司货币资金为25,556.75万元，较2018年末下降29.81%，原因系公司于春节前后批量支付采购款项所致。2019年3月末，公司交易性金融资产为23,500.00万元，主要为公司用闲置资金购买的理财产品由“其他流动资产”科目重分类所致。截至2018年末，公司存货账面价值为16,789.78万元，主要为原材料、产成品和在产品，占比分别为62.42%、14.86%和14.29%。公司产成品及在产品占存货的比重较小，原材料占比较大，原因系公司的生产模式为订单式定制化生产，生产完成后短期内向客户发货，而公司整体厨柜产品需配套厨房电器产品且公司柜体款式较多，需要储备的原材料品类较多。近年，公司存货占总资产的比重不高，一方面，系公司收到首次公开发行股票募集资金，总资产规模大幅提升；另一方面，公司加强了对存货的管理，原材料库存占比有一定下降。截至2018年末，公司其他流动资产35,835.24万元，包括理财产品34,000.00万元、待抵扣进项税1,535.24万元和委托贷款300万元。截至2018年末，公司使用首次公开发行股票募集资金购买理财的未到期余额为2,000万元，其余理财资金为公司自有资金。截至2019年3月末，公司其他流动资产为1,661.43万元，较2018年末大幅下降。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。截至2018年末，公司固定资产账面价值为57,760.32万元，主要为位于厦门同安、江苏泗阳生产基地的厂房和生产设备（合计占比96.30%）。公司在建工程主要为厦门同安、江苏泗阳的产能扩建工程，研发设计中心工程和尚未安装调试完毕的生产设备。2017年5月，公司首次公开发行股票募集资金到位，有效地保证了公司产能扩张、长期资产投入对资金的需求。截至2018年末，公司无形资产为11,300.12万元，主要包括土地使用权、计算机软件。

整体来看，近年受经营规模扩大、首次公开发行股票影响，公司资产规模快速增长；公司资产以货币资金、理财产品、厂房和生产设备为主，资产质量较好。

资产运营效率

公司资产周转能力表现较强，整体运营压力不大；需关注的是未来随大宗业务、海外销售业务的持续扩张，公司对下游的占款能力可能减弱

公司核心产品为整体厨柜，是综合橱柜制造、厨电配套及安装售后一体化的定制化产品。由于厨电配套产品需提前备货，与同行业内以整体衣柜产品为主的其他公司相比，公

司存货周转率相对较低，存货占总资产的比重相对较大。近年公司加强了对存货的管理，对于厨房电器、台面等原材料，公司采购后由供应商直接发往经销商，由经销商直接验收，不增加公司的原材料库存。2016-2018年，公司原材料库存呈现下降，存货周转天数加快。

公司采取以销定产的生产模式，预收客户货款后才安排订单生产，因此公司应收款项（包括应收票据和应收账款）规模较小，应收款项周转较快。在以销定产的生产模式下，公司对供应商供货的可靠性和及时性要求较高，公司采购原材料规模较大，有较好的议价能力。近年公司整体厨柜产品的规模效应较显著，应付账款周转天数波动上升，公司对供应商资金的占用有所增强。在上述影响下，2016-2018年公司净营业周期分别为-77.47天、-83.08天和-86.92天，公司的议价能力持续增强。公司持续布局大宗业务及海外销售业务，一方面，对于工程代理商公司将酌情提供一定的信用额度及货款担保；另一方面，海外模式下公司应收账款的账期较长。随公司大宗业务、海外销售业务规模的持续扩张，公司对下游的占款能力可能减弱。

从整体资产运营效率来看，2016-2018年公司流动资产、固定资产及总资产周转效率有所下降，主要系公司近年通过首次公开发行股票获取了募集资金，并持续进行募投项目资金投入所致。整体来看，公司目前营运效率较好、议价能力较强，需关注公司未来业务结构的变化对下游占款能力的影响。

表17 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年	2016年
应收款项周转天数	5.05	3.58	2.64
存货周转天数	52.64	52.17	60.27
应付款项周转天数	144.61	138.83	140.38
净营业周期	-86.92	-83.08	-77.47
流动资产周转天数	203.92	169.62	121.20
固定资产周转天数	106.69	99.13	98.46
总资产周转天数	363.21	301.37	260.31

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

近年公司收入规模持续增长，盈利能力较好，需关注定制家居行业景气度承压，公司未来收入及利润的实现情况；公司宣传、销售费用支出较大

受益于整体厨柜业务规模持续增长、公司品类扩张，2016-2018年公司分别实现营业收入10.99亿元、14.42亿元和17.02亿元，复合增长率为24.44%；2019年1-3月，公司实现营业收入27,813.11万元，上半年为公司销售淡季。整体厨柜收入是公司收入的主要来源，近

年占公司营业收入90%以上。近年公司开始拓展整体衣柜和木门新品类，受益于橱柜渠道引流，公司整体衣柜收入大幅增长。毛利率方面，2016-2018年公司综合毛利率维持在39%上下波动；2019年1-3月，公司综合毛利率为34.64%，较2018年下降4.36个百分点，系公司销售结构调整影响。受益于整体厨柜业务的规模效应，公司近年主营业务毛利率水平持续增长，其他业务毛利率对综合毛利率的影响较小。需关注在房地产行业的景气度下行、定制家居行业收入增速整体下降的行业环境下，公司未来收入及利润的实现情况。此外，公司大宗业务毛利率较低且持续下降，公司该等业务的利润空间受下游房地产企业持续挤压。

期间费用方面，公司期间费用率持续小幅下降，但仍为行业内较高水平。2016-2018年，公司销售费用率维持在18%以上，主要为公司销售人员薪酬、广告宣传、业务宣传费等费用支出。2016-2018年，公司研发投入占公司营业收入的比重分别为4.61%、4.55%和4.68%。公司对研发设计的重视程度较高，近年研发费用占比较稳定。2016-2018年公司未进行银行借款等债务融资，财务费用主要为利息收入。

表18 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
营业收入	27,813.11	170,167.80	144,196.71	109,888.87
营业利润	2,100.18	23,791.45	18,395.14	9,627.45
其他收益	1,663.39	3,630.53	2,869.59	0.00
营业外收入	43.76	225.33	244.27	1,804.45
利润总额	2,133.53	23,867.01	18,507.93	11,345.43
净利润	1,900.97	21,012.18	16,674.37	9,622.31
综合毛利率	34.64%	39.00%	39.14%	38.11%
期间费用率	33.41%	27.29%	27.61%	28.37%
营业利润率	7.55%	13.98%	12.76%	8.76%
总资产回报率	-	13.90%	15.33%	14.65%
净资产收益率	-	22.79%	29.20%	40.05%
营业收入增长率	-	18.01%	31.22%	40.25%
净利润增长率	-	26.01%	73.29%	103.59%

资料来源：公司2016-2018年审计报告及未经审计的2019年一季报，中证鹏元整理

现金流

公司有较强的经营活动现金生成能力，融资方式主要为权益融资，近年来公司持续进行资本投入以扩大产能，后续仍存在一定资金需求

近年公司营业收入回款情况表现较好，收现比较高，在1.08-1.20区间内波动。公司有

较强的经营活动现金生成能力，公司经营规模持续扩大，2016-2018年公司净利润逐年提高，FFO（经营所得现金）持续增长。得益于对上游供应商的资金占用、预收客户货款的经营模式，公司经营活动产生的现金较充足，2016-2018年公司经营活动产生的现金流量净额分别为24,909.36万元、35,738.48万元和32,538.44万元。

公司投资活动主要为购建房屋建筑物、机器设备、土地，以及利用暂时闲置资金购买理财产品等。受公司持续进行资本投入以扩大产能影响，2016-2018年公司投资活动现金流量净额持续流出，分别为-12,646.44万元、-63,063.60万元和-20,405.21万元。考虑到公司产能扩张的需求，公司主要在建项目未来仍需要一定规模的资金投入。

公司筹资活动现金大规模流入集中于2017年，系公司首次公开发行股票募集的资金到位所致。2016年，公司筹资活动产生的现金表现为净流出，主要系公司偿还前期银行借款所致；2017-2018年，公司未进行债务融资，筹资活动流出的现金主要用于股利分配。目前公司融资方式以权益融资为主，2016-2018年筹资活动产生的现金流量净额分别为-12,605.94万元、39,903.32万元和-5,346.02万元。

表19 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
收现比	1.18	1.20	1.08
净利润	21,012.18	16,674.37	9,622.31
非付现费用	5,518.10	4,186.41	2,866.80
非经营损益	-1,976.45	-456.26	260.06
FFO	24,553.83	20,404.52	12,749.17
营运资本变化	6,883.18	14,977.40	12,150.92
其中：存货减少（减：增加）	-3,331.39	-1,926.87	-948.16
经营性应收项目的减少（减：增加）	-2,746.91	19,712.36	3,403.64
经营性应付项目的增加（减：减少）	12,961.48	-2,808.09	9,695.44
经营活动产生的现金流量净额	32,538.44	35,738.48	24,909.36
投资活动产生的现金流量净额	-20,405.21	-63,063.60	-12,646.44
筹资活动产生的现金流量净额	-5,346.02	39,903.32	-12,605.94
现金及现金等价物净增加额	6,771.48	12,472.42	-316.01

资料来源：公司2016-2018年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司净资产大幅增长，有息债务较少，偿债压力较小

近年来，公司以权益融资为主，未进行银行借款等债务融资。公司负债主要为经营性负债，随业务规模的扩大，公司负债总额逐年增长，2019年3月末公司负债总额为76,665.27

万元，较2016年末增长39.31%。得益于公司经营利润积累、首次公开发行股票，近年公司所有者权益大幅增长，资本实力逐年增强。2019年3月末，公司所有者权益总额为99,783.10万元，较2016年末增长247.57%。截至2019年3月末，公司负债与所有者权益比率为76.83%，所有者权益对负债的保障程度较好。

表20 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月末	2018年	2017年	2016年
总负债	76,665.27	86,760.77	72,190.67	55,032.80
所有者权益总额	99,783.10	98,584.08	85,836.30	28,364.03
负债与所有者权益比率	76.83%	88.01%	84.10%	194.02%

资料来源：公司2016-2018年审计报告及未经审计的2019年一季度报，中证鹏元整理

近年来公司债务结构以流动负债为主，截至2019年3月末，公司流动负债占总负债之比为96.36%。

公司流动负债主要由应付票据及应付账款、预收款项和其他应付款等构成。截至2018年末，公司应付票据及应付账款为45,101.96万元。其中应付票据9,347.52万元，公司与原材料供应商通常按月结算，以电汇或承兑汇票支付，供应商一般会给予公司1-3个月左右的信用期，公司银行承兑汇票、商业承兑汇票占应付票据的比重分别为88.93%、12.45%。2018年末，应付账款35,754.44万元，主要为应付采购货款（占比81.88%），账龄主要在1年以内。2019年3月末，公司应付票据及应付账款为37,527.89万元，较2018年末下降16.79%。2018年末，公司预收账款为23,671.10亿元，全部为预收货款，原因系公司经营模式为“款到后生产、发货即确认收入”。公司订单完成周期较短，产品的生产周期为7-45天（整体板产品的生产周期为7天，膜压产品为15天，烤漆产品为20天，实木产品为45天），故期末预收款规模不大。2018年末，公司应交税费2,068.01万元，同比下降50.32%，主要系“减税降费”政策影响，公司应交增值税规模下降。在所得税方面，公司同样享有一定优惠。公司本部及子公司江苏金牌厨柜有限公司被认定为高新技术企业，企业所得税按15%征收，2018年后根据财税[2018]99号文，公司享受研发费用加计扣除75%的所得税优惠。2018年末，公司其他应付款8,066.86万元，主要包括加盟商和工程代理商缴纳的保证金5,566.70万元、限制性股票回购义务1,550.75万元。

公司非流动负债主要为递延收益、递延所得税负债和其他非流动负债，规模不大。递延收益全部系与资产相关的政府补助，其他非流动负债为限制性股票回购义务。

表21 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月末		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	金额	占比	金额

应付票据及应付账款	37,527.89	48.95%	45,101.96	51.98%	38,298.20	53.05%	29,391.41	53.41%
预收款项	22,364.97	29.17%	23,671.10	27.28%	19,180.75	26.57%	14,816.31	26.92%
其他应付款	10,727.80	13.99%	8,066.86	9.30%	5,567.97	7.71%	3,772.52	6.86%
应交税费	1,418.15	1.85%	2,068.01	2.38%	4,162.45	5.77%	3,376.27	6.14%
流动负债合计	73,874.98	96.36%	82,614.77	95.22%	70,009.01	96.98%	53,633.74	97.46%
非流动负债合计	2,790.29	3.64%	4,146.00	4.78%	2,181.66	3.02%	1,399.06	2.54%
负债总额	76,665.27	100.00%	86,760.77	100.00%	72,190.67	100.00%	55,032.80	100.00%
其中：刚性债务	-	-	9,347.52	12.19%	9,551.48	11.01%	7,089.10	9.82%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

公司刚性债务全部为应付票据，2016-2018年应付票据余额分别为7,089.10万元、9,551.48万元和9,347.52万元，规模较小。2016年公司偿还了所有银行借款，支出利息292.61万元；2017-2018年，公司无利息支出。2018年末，公司获取的银行综合授信额度为6.67亿元，尚可使用授信额度为5.44亿元。

偿债能力指标方面，2017年5月公司获得首次公开发行股票募集资金后，资产负债率大幅下降。2017-2018年公司资产负债率在46%左右波动，整体负债水平尚可。公司流动资产对流动负债的覆盖程度较好，短期偿债能力较好。2017年随首次公开发行股票募集资金的到账，公司流动比率、速动比率大幅提升；2018年随公司资本投入的持续进行，货币资金等流动资产部分转化为在建工程、固定资产等非流动资产，流动比率、速动比率小幅下降。近年来，受益于公司业务规模的扩大、盈利能力的提升，EBITDA表现为持续增加，负债总额/EBITDA持续降低，公司盈利对债务的保障程度较好。

表22 公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月末	2018年	2017年	2016年
资产负债率	43.45%	46.81%	45.68%	65.99%
流动比率	1.04	1.15	1.39	0.71
速动比率	0.82	0.95	1.20	0.49
EBITDA（万元）	-	29,140.00	22,389.48	14,522.17
负债总额/EBITDA	-	2.98	3.22	3.79
经营性净现金流/流动负债	-0.12	0.39	0.51	0.46

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息偿付资金将主要来源于本期债券募投项目收益、公司日常经营活动产生

的现金流等。

首先，根据同安四期可研报告、泗阳二期可研报告，本期募投项目均达产后，预计可新增公司整体厨柜产能18万套、整体衣柜产能6万套和定制木门产能25万樘。项目运营期内预计可实现收入合计944,214.50万元，可实现净利润合计97,439.77万元。中证鹏元注意到，受募投项目建设进度影响或未来市场发生变化，项目收益能否达到预期和新增产能是否能顺利消化存在不确定性。

其次，2016-2018年公司分别实现营业收入10.99亿元、14.42亿元和17.02亿元，销售商品、提供劳务收到的现金分别为11.83亿元、17.25亿元和20.13亿元，经营活动现金生成能力较强。公司营销网络日益拓展，在手订单品类丰富、订单数量较多，随公司新增产能项目投产的进一步支持，可带动营业收入增长，为本期债券的本息偿付提供一定保障。

若未来发生偿债资金不足的情况，公司可通过资产变现来获得必要的偿债资金。截至2018年末，公司货币资金、理财产品、固定资产和在建工程分别为3.64亿元、3.40亿元、5.78亿元和1.06亿元，但固定资产和在建工程具有一定的专用性，变现时可能面临较大的折价风险等。

此外，中证鹏元还关注到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，将在一定程度上减少公司偿付压力，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。

同时作为上市公司，公司必要时可通过资本市场其他渠道筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付，但需关注因公司经营状况变化等原因而导致各类融资渠道收紧的风险。

（二）本期债券保障措施分析

建潘集团为本期债券提供股份质押担保和无条件不可撤销的连带责任保证担保

本次公开发行的可转债采用股份质押担保和保证的担保方式。公司控股股东建潘集团以其合法拥有的部分公司股票作为质押资产进行质押担保，同时提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。担保范围为公司经中国证监会核准发行的可转债本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的费用，担保的受益人为全体债券持有人，以保障本次可转债的本息按照约定如期足额兑付。

（一）股份质押担保

建潘集团作为本次股份质押的出质人，兴业证券股份有限公司为质权人/债权人代理人。截至2019年3月末，出质人持有金牌厨柜29,150,531股的限售股份，限售期至2020年5月12日。根据《厦门金牌厨柜股份有限公司公开发行可转换公司债券之股份质押合同》（以

以下简称“质押合同”）的规定，出质人将持有的金牌厨柜价值为5.10亿元（即：3.92亿元×130%，最终的质押股票价值以经中国证券监督管理委员会核准的规模×130%）的限售股份（以下简称“质押股票”）为债务人发行本次可转换公司债券提供担保。股份质押担保期限是：出质人为主债权提供担保的期限至债务人履约期限届满之日起六个月内或主债权消灭之日（以先到者为准）。

在办理初始股票质押手续时，出质股份为按照办理质押登记的前一交易日收盘价计算的出质人持有的金牌厨柜价值为5.10亿元的股份，即：初始出质股份数=5.10亿元÷办理质押登记的前一交易日金牌厨柜收盘价；同时，若在发行审核过程中监管机构要求对质押股票价值进行评估的，双方同意由公司聘请具有证券从业资格的资产评估机构进行评估，并按照以下公式调整初始出质股份数，即：初始出质股份数=5.10亿元÷办理质押登记的前一交易日金牌厨柜收盘价/当时由有资格评估机构出具每股评估价值孰低。

在质押合同签订后及主债权有效存续期间，如金牌厨柜进行权益分派（包括但不限于送股、资本公积金转增股本等）导致出质人所持金牌厨柜的股份增加的，出质人应当同比例增加质押股票数量；如金牌厨柜实施现金分红的，上述质押股票所分配的现金红利不作为股份质押担保合同项下的质押财产，出质人有权领取并自由支配。

在质押合同生效后及主债权有效存续期间，如在任一交易日（T日）的前20个交易日，质押股票市值（T-20日至T-1日公司股票交易均价×质押股票数）低于本期债券尚未偿还本息总额的110%，质权人代理人有权要求出质人在20个工作日内追加质押股票数量，以使质押股票的价值（以T日公司股票收盘价计算）与本期债券未偿还本金及利息的比率不低于130%；如在任一交易日（T日）的前20个交易日，质押股票市值超过本期债券尚未偿还本息总额的150%，出质人有权请求在20个工作日内对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以T日公司股票收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的130%。

出质人应当于质押合同签订并生效后十个工作日内协助质权人前往中国证券登记结算有限公司按照规定办理质押手续及其他相关手续。出质人承诺除根据质押合同为债权人设立第一顺位的质押权外，未经质权人或质权人代理人事先书面同意，出质人不得以任何方式处分出质股票。

（二）保证担保

本期债券由建潘集团提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。担保期间为本次债券发行首日至本次债券到期日后六个月止。建潘集团于2010年10月27日成立，原名为厦门市建潘投资有限公司。截至2019年3月末，建潘集团注册资本及实收资本均为6,800万元，

实际控制人为温建怀、潘孝贞，分别持有建潘集团60%和40%股份。

表23 截至2019年3月末建潘集团股东情况

股东	认缴出资额（万元）	持股比例
温建怀	4,080.00	60.00%
潘孝贞	2,720.00	40.00%
合计	6,800.00	100.00%

资料来源：国家企业信用信息公示系统官方网站，中证鹏元整理

建潘集团主营业务为产业投资、投资咨询。截至2018年末，纳入建潘集团合并范围内的一级子公司共5家，分别是金牌厨柜、厦门市华瑞中盈商贸有限公司、厦门市华瑞中盈投资管理有限公司、厦门聚九九商贸有限公司和泗阳建潘置业有限公司。

表24 担保方营业收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	227,370.69	29.34%	182,376.90	30.99%	130,589.25	30.56%
其他业务收入	2,780.73	89.02%	3,190.47	90.41%	2,716.70	99.62%
合计	230,151.42	30.06%	185,567.37	32.01%	133,305.95	31.97%

注：2016年数据采用建潘集团2017年审计报告期初数。

资料来源：建潘集团2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，建潘集团资产总额为258,794.81万元，归属于母公司所有者权益合计为50,991.86万元，资产负债率为55.62%；2018年度，建潘集团实现营业收入230,151.42万元，净利润19,908.98万元，经营活动现金净流入22,832.08万元。

表25 担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	258,794.81	202,846.36	117,237.30
归属于母公司所有者权益	50,991.86	45,467.56	23,263.42
有息债务	48,597.52	27,651.48	17,769.10
资产负债率	55.62%	52.28%	65.26%
流动比率	1.05	1.29	0.92
速动比率	0.86	1.07	0.64
营业收入	230,151.42	185,567.37	133,305.95
营业利润	22,966.89	18,868.14	8,705.31
净利润	19,908.98	16,932.18	8,663.00
总资产回报率	10.80%	12.24%	10.01%
综合毛利率	30.06%	32.01%	31.97%
EBITDA	30,215.04	23,312.30	13,992.81
经营活动现金流净额	22,832.08	42,956.50	23,606.84

注：2016 年数据采用建潘集团 2018 年审计报告期初数。
资料来源：建潘集团 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

近年建潘集团经营稳定，建潘集团的股份质押担保对本期债券的偿付提供了一定保障；但由于中证鹏元未对担保方建潘集团进行主体长期信用评级，建潘集团提供的无条件的不可撤销的连带责任保证担保对本期债券的增信效果无法判断。

九、过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，建潘集团、公司本部及全资子公司江苏金牌厨柜有限公司不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾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）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	25,556.75	36,413.15	30,449.75	17,506.70
交易性金融资产	23,500.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	1,661.43	35,835.24	48,999.91	5,534.90
固定资产	57,916.09	57,760.32	43,106.12	36,307.95
总资产	176,448.36	185,344.85	158,026.97	83,396.83
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	37,527.89	45,101.96	38,298.20	29,391.41
预收款项	22,364.97	23,671.10	19,180.75	14,816.31
总负债	76,665.27	86,760.77	72,190.67	55,032.80
所有者权益总额	99,783.10	98,584.08	85,836.30	28,364.03
营业收入	27,813.11	170,167.80	144,196.71	109,888.87
营业利润	2,100.18	23,791.45	18,395.14	9,627.45
净利润	1,900.97	21,012.18	16,674.37	9,622.31
经营活动产生的现金流量净额	-8,822.50	32,538.44	35,738.48	24,909.36
投资活动产生的现金流量净额	-921.77	-20,405.21	-63,063.60	-12,646.44
筹资活动产生的现金流量净额	-691.19	-5,346.02	39,903.32	-12,605.94
财务指标	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
应收款项周转天数	-	5.05	3.58	2.64
存货周转天数	-	52.64	52.17	60.27
应付款项周转天数	-	144.61	138.83	140.38
净营业周期	-	-86.92	-83.08	-77.47
流动资产周转天数	-	203.92	169.62	121.20
固定资产周转天数	-	106.69	99.13	98.46
总资产周转天数	-	363.21	301.37	260.31
综合毛利率	34.64%	39.00%	39.14%	38.11%
期间费用率	33.41%	27.29%	27.61%	28.37%
营业利润率	7.55%	13.98%	12.76%	8.76%
总资产回报率	-	13.90%	15.33%	14.65%
净资产收益率	-	22.79%	29.20%	40.05%
营业收入增长率	-	18.01%	31.22%	40.25%
净利润增长率	-	26.01%	73.29%	103.59%
资产负债率	43.45%	46.81%	45.68%	65.99%
刚性债务	-	9,347.52	9,551.48	7,089.10

流动比率	1.04	1.15	1.39	0.71
速动比率	0.82	0.95	1.20	0.49
EBITDA（万元）	-	29,140.00	22,389.48	14,522.17
负债总额/EBITDA	-	2.98	3.22	3.79
经营性净现金流/流动负债	-0.12	0.39	0.51	0.46
经营性净现金流/负债总额	-0.12	0.38	0.50	0.45

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，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
应收款项周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收票据及应收账款余额} + \text{期末应收票据及应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付款项周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付票据及应付账款余额} + \text{期末应付票据及应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收款项周转天数 + 存货周转天数 - 应付款项周转天数
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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
刚性债务	应付票据

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公司网站（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。