



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪128号

宜华生活科技股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“广东省宜华木业股份有限公司2015年公司债券（第一期）”、“广东省宜华木业股份有限公司2015年公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年五月二十二日

广东省宜华木业股份有限公司 2015年公司债券（第一期）、（第二期）跟踪评级报告（2018）

发行主体	宜华生活科技股份有限公司		
债券名称	广东省宜华木业股份有限公司 2015 年公司债券		
债券简称	第一期: 15 宜华 01	第二期: 15 宜华 02	
债券代码	第一期: 122397	第二期: 122405	
发行年限	5 年		
发行规模	第一期: 人民币 12 亿元	第二期: 人民币 6 亿元	
存续期限	第一期: 2015/7/16~2020/7/16	第二期: 2015/7/23~2020/7/23	
上次评级时间	2017/6/5		
上次评级结果	债项级别 AA ⁺	主体级别 AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA ⁺	主体级别 AA	评级展望 稳定

*2016 年 5 月 17 日完成工商登记变更, 广东省宜华木业股份有限公司正式更名为宜华生活科技股份有限公司

概况数据

宜华生活	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益(亿元)	68.53	74.18	79.76	81.05
总资产(亿元)	127.25	159.75	167.01	163.25
总债务(亿元)	47.32	66.70	69.23	65.70
营业总收入(亿元)	45.92	57.00	80.22	14.47
营业毛利率(%)	32.75	36.09	34.21	39.78
EBITDA(亿元)	12.46	14.77	16.93	3.97
所有者权益收益率(%)	8.91	9.54	9.38	9.13
资产负债率(%)	46.15	53.56	52.24	50.35
总债务/EBITDA(X)	3.80	4.52	4.09	4.14
EBITDA 利息倍数(X)	4.95	5.10	4.32	7.94
宜华集团	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益(亿元)	100.61	194.64	217.84	221.82
总资产(亿元)	231.58	448.00	515.38	523.23
总债务(亿元)	101.12	187.85	223.71	232.30
营业总收入(亿元)	56.55	71.48	113.13	20.81
营业毛利率(%)	31.26	34.34	38.08	41.13
EBITDA(亿元)	16.50	24.23	38.36	9.34
所有者权益收益率(%)	6.30	3.74	7.42	6.89
资产负债率(%)	56.56	56.55	57.73	57.60
总债务/EBITDA(X)	6.18	7.75	5.83	6.22
EBITDA 利息倍数(X)	2.53	2.87	2.65	2.46

注: 1、所有者权益含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益;

2、宜华生活和宜华集团 2018 年 1 季度所有者权益收益率和总债务/EBITDA 财务指标经年化处理。

基本观点

2017 年, 宜华生活科技股份有限公司(以下简称“宜华生活”或“公司”)持续保持在林业资源及一体化方面的优势, 同时随着华达利国际控股有限公司(以下简称“华达利”)收购完成产能的进一步释放以及生产基地的投产, 宜华生活规模优势进一步扩大, 家具产品产销量亦明显提升。此外, 担保方宜华企业(集团)有限公司(以下简称“宜华集团”)多元化的产业布局持续发展, 各板块经营业绩持续大幅提升, 其提供的保证担保具备很强的增信作用。但中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也关注到宜华生活产能利用率有待提升以及宜华集团面临资本支出及业务整合挑战等因素可能对宜华生活及本债券整体信用状况造成的影响。

综上, 中诚信证评维持宜华生活主体信用等级 AA, 评级展望稳定, 维持“广东省宜华木业股份有限公司 2015 年公司债券(第一期)”和“广东省宜华木业股份有限公司 2015 年公司债券(第二期)”信用等级为 AA⁺。本期债券级别考虑了宜华集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券本息偿付所起的保障作用。

正 面

- 持续保持林业资源及一体化优势。作为国内家居制造行业中拥有林木资源最丰富的公司之一, 2017 年宜华生活持续保持在原材料资源获取方面的优势。同时, 随着并购、扩产及下游销售渠道建设的推进和完成, 公司产业链优势亦得到巩固。
- 家具产能持续扩大。随着华达利并购完成产能的进一步释放, 以及四川阆中木业城及山东木业城一期的投产, 2017 年公司家具产能保持持续增长。截至 2017 年末, 宜华生活家具产能为 290 万套, 同比增长 107.14%。
- 家具产品产销量明显增长。在产能大幅扩大的



分析师

应治亚 zyying@ccxr.com.cn

邵然 ryan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年5月22日

影响下，宜华生活家具产品产量及销售收入亦呈明显增长趋势。2017年，公司实现家具销量216.26万件套，同比增长45.08%；同期，公司实现家具产品销售收入73.75亿元，同比增长40.74%。

- 宜华集团具有很强的担保实力。宜华集团木业家居、医疗健康、房地产等多元化的产业布局持续发展，2017年各板块业务经营业绩大幅增长且协同效应逐渐显现，持续表现出很强的抗风险能力，其提供的保证担保具有较好的增信作用。

关注

- 产能释放情况。在家具产能提升带动产销量增长的同时，2017年宜华生活家具产能利用率因新增产能尚未释放而有所下降，同时地板销量的下降使得该产品的产能利用率亦有较大的提升空间。
- 宜华集团面临一定资本支出及业务整合挑战。近年来宜华集团债务规模持续增长，截至2017年末，宜华集团总债务为223.71亿元，同比增长19.09%。未来项目建设的进行及资源整合的推进将使宜华集团持续面临资本支出压力，并对其管理能力提出更高挑战。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

广东省宜华木业股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）（债券简称为“15 宜华 01”、债券代码为“122397”）于 2015 年 7 月 16 日至 2015 年 7 月 17 日完成发行，发行规模为 12 亿元，期限为 5 年，到期日为 2020 年 7 月 16 日。本期债券实际发行额为 12 亿元，最终票面利率为 6.88%。2016 年 5 月 17 日广东省宜华木业股份有限公司正式更名为宜华生活科技股份有限公司（以下简称“宜华生活”或“公司”）。

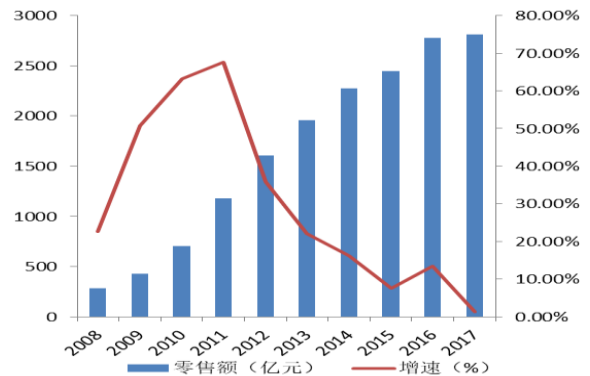
广东省宜华木业股份有限公司 2015 年公司债券（第二期）（债券简称为“15 宜华 02”、债券代码为“122405”）于 2015 年 7 月 23 日至 2015 年 7 月 24 日完成发行，发行规模为 6 亿元，期限为 5 年，到期日为 2020 年 7 月 23 日。本期债券实际发行额为 6 亿元，最终票面利率为 6.88%。截至 2017 年 12 月 31 日，宜华生活两期债券募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

行业关注

2017 年我国家具制造行业收入增速下滑，行业竞争加剧的市场格局持续显现，家居出口情况有所改善。而行业环保政策的继续升级将有利于准入门槛的提升，并增加优势企业的竞争力。

我国家具制造业已进入产业结构调整阶段，2017 年行业收入增速有所下滑。根据国家工业和信息化部网站公布的数据，2017 年全国家具行业规模以上企业实现主营业务收入 9,056.0 亿元，同比增长 5.81%，增速较上年下滑 2.76 个百分点；累计创造利润总额 565.2 亿元，同比增长 5.15%，增速较上年下滑 2.73 个百分点；累计完成产量 80,703.47 万件，同比增长 1.56%，增速较去年上升 0.28 个百分点。

图 1：2008~2017 年我国家具类企业零售额及增速



资料来源：wind 数据库，中诚信证评整理

家具行业进入门槛较低，属于充分竞争的行业。2017 年，我国规模以上家具企业数量亦不断增加，截至 2017 年末，全国家具行业规模以上企业达到 6,000 家，较上年增加 439 家。此外，在消费市场方面，家具行业已逐步由过去计划经济时代的卖方市场，逐步发展到以消费者主导的买方市场。随着消费理念的升级，消费者对家具的实用性、美观性、绿色环保、功能性等的需求越来越明显，家具企业需在个性化、差异化等方面突出自身竞争优势，上述因素进一步助推企业的产品升级以及行业的产业结构调整。

家具出口方面，凭借劳动力、原材料、土地等成本优势，我国家具行业在全球市场的占有率逐步提高，产业对海外市场的依赖度较高。受益于全球贸易形势的改善，2017 年家具及零部件出口总额为 499 亿美元，同比增长 4.39%，较 2016 年上升 13.77 个百分点。

在政策方面，2017 年 2 月 1 日，环保部发布《环境标志产品技术要求家具（HJ2547-2016）》正式实施。新版标准总体上更加严格，调整增加了多项环保要求。新版标准增加了对皮革和人造革原材料的要求，增加了生产过程中废物回收、处理的要求；调整了溶剂型木器涂料中有害物质限量的要求；增加了产品中可迁移元素和邻苯二甲酸酯的限量要求等。标准实施后，符合标准的家居产品将拥有一个环保标志，标志着该产品除了符合相应的产品质量和安全标准要求外，还在生产和使用过程中符合国家的环保要求。行业标准的升级对家具制造商提出了更高要求，有助于提升行业的准入门槛，并增

加优势企业的竞争力。

业务运营

2017 年公司实现营业收入 80.22 亿元，同比增长 40.74%。从收入构成来看，2017 年公司木业家居业务实现收入 76.29 亿元，同比增长 37.39%；其中家具类产品业务收入为 73.75 亿元，同比增长 40.74%。地板类产品业务收入为 2.76 亿元，同比下降 11.82%。

跟踪期内，公司持续保持上游资源获取的优势，同时随着并购、扩产及销售渠道的建设的完成及推进，公司家具产能及产销量明显提升，产业链优势得到巩固。不过，家具和地板产品的产能利用率将有待提升。

林业资源方面，目前公司已经在国内外建立了六大林业基地，包括梅州大埔、江西遂川、黑龙江伊春、和加蓬三大自有林业基地。截至 2017 年末，公司自有或控制的国内外林木资源已超过 500 万亩，持续在上游资源获取方面保持了较强的竞争优势。

2017 年公司木业家居业务实现收入 76.29 亿元，同比增长 37.39%。分产品来看，受华达利并购完成后业务进一步整合以及公司减少部分低毛利率产品生产的影响，2017 年公司家具类产品业务收入为 73.75 亿元，同比增长 40.74%；地板类产品业务收入为 2.76 亿元，同比下降 11.82%。2018 年 1~3 月，公司家具及地板收入合计 12.68 亿元，家具业务收入为 12.03 亿元。

表 1：2015~2018.Q1 家居板块收入汇总

单位：亿元				
产品	2015	2016	2017	2018.Q1
家具	41.93	52.40	73.75	12.03
地板	3.89	3.13	2.76	0.65
合计	45.82	55.53	76.51	12.68

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

随着生产基地规模的不断扩大和对华达利家具生产产能的整合，2017 年公司家具产能从 2016 年的 140 万件套提升至 290 万件套；地板产能维持稳定，为 2 万立方米。其中，公司在建的生产基地四川阆中木业城和山东木业城一期已分别于 2017

年 1 季度和 2017 年末正式投产；四川阆中木业城总投资额为 6.00 亿元，截至 2017 年末已投入 5.82 亿元，该基地投产后年产实木家具 20 万套；山东木业城一期总投资额为 12.00 亿元，截至 2017 年末已投入 9.49 亿元，该基地投产后年产 62.5 万套软体家具和 1 万立方地板。山东木业城二期计划于 2020 年正式投产，该生产基地总投资额为 10.00 亿元，目前尚未投入资金。山东木业城基地正式投产后，二期预计总产能为 67.5 万套软体家具和 1 万平方米地板。随着四川阆中木业城、山东木业城生产基地的投产，公司生产基地规模不断扩大，未来产能将进一步增加。

从生产情况来看，随着公司在国内外市场进一步开拓，家具产量持续增长，2017 年公司家具产量为 225.76 万件套，较 2016 年增长 63.95%；受改变地板生产结构、加大使用非洲原木材料研发新地板产品影响，2017 年公司地板产量为 0.82 万立方米，同比下降 55.91%。2018 年 1~3 月，公司家具产量为 31.10 万件套，地板产量为 0.20 万立方米。

表 2：2015~2018.Q1 公司家居产品产能、产量情况

单位：万套、万立方米

产品	家具		地板	
	产能	产量	产能	产量
2015	120.00	111.73	2.00	1.96
2016	140.00	137.70	2.00	1.86
2017	290.00	225.76	2.00	0.82
2018.Q1	290.00	31.10	2.00	0.20

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售渠道方面，公司在内销上将维持原有的“家具体验中心+专卖店”销售模式，并积极与大型房地产商合作，获得一定量的工程订单。目前，公司体验馆共有 18 家，未来还将在各省会以及一、二线城市有选择的进行体验店建设，进一步打造宜华品牌，扩大品牌影响力。2017 年，公司实现内销收入 19.43 亿元，同比增长 60.71%，同期内销收入占比为 24.64%，同比上升 2.91 个百分点。此外，公司将在巩固现有市场份额的基础上，通过整合和利用华达利已有的遍布全球的完善销售渠道，将现有的家具业务渗透到亚洲、北美、欧洲等海外地区。

从销售情况看，2017 年公司家具销量从 2016

年的 149.06 万件套增长至 216.26 万件套，同比增长 45.08%；同期地板销量为 1.58 万平方米，较 2016 年的 1.84 万平方米下降 14.13%。整体来看，2017 年公司产品销售结构有所变化，家具产量及销量有较大提升，而地板产量及销量则有所下降。

表 3：2015~2018.Q1 公司家居主要产品销量

产品	2015	2016	2017	2018.Q1
家具（万件套）	105.50	149.06	216.26	34.87
地板（万平方米）	2.33	1.84	1.58	0.37

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

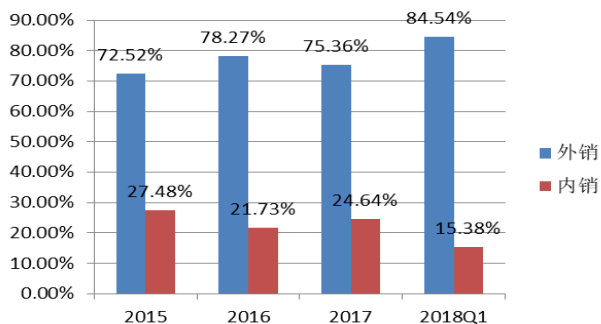
产能利用情况来看，2017 年公司家具产能利用率为 77.85%，较上年下降 20.51 个百分点，主要受年末新增产能尚未释放的影响，其未来产能利用率仍有上升空间。

跟踪期内，公司外销收入占比仍保持在较高水平，或面临一定汇率波动及外销业务风险。

外销方面，华达利在新加坡、日本、中国台湾、韩国、意大利、德国、法国、英国和美国等国家和地区均设有子公司，其销售渠道主要为欧洲、北美和亚洲，其中 2017 年华达利于欧洲的销售额占比约为 52%，于美洲的占比约为 25.44%。

跟踪期内，公司外销业务收入增长明显，当年外销收入为 59.41 亿元，同比增长 36.42%，外销收入占业务收入比重为 75.36%，较上年下降 2.91 个百分点。公司外销收入占比较高，或面临一定的汇率波动风险及外销业务风险。未来公司将会充分利用华达利的渠道优势，推进其现有的木制家具业务向欧洲拓展。此外，华达利沙发产品亦可通过公司于美洲的销售渠道，提升产品在美洲的渗透率。

图 2：2015~2018.Q1 公司木业家居销售收入情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

业绩承诺方面，华达利原母公司 BEM HOLDINGS PTE LTD（以下简称“BEM”）承诺在第

一个财务期间内（2016 年 8 月 1 日~2017 年 7 月 31 日）华达利经审计的税后合并净利润不低于 2,500 万美元，2016 年 8 月 1 日~2017 年 7 月 31 日华达利实现净利润 3,449.24 万美元，超额完成收购时的业绩承诺。未来公司将逐步完成与华达利的业务整合，销售渠道以及资源的协同配置将对公司的进一步发展提供有益的支持。

财务分析

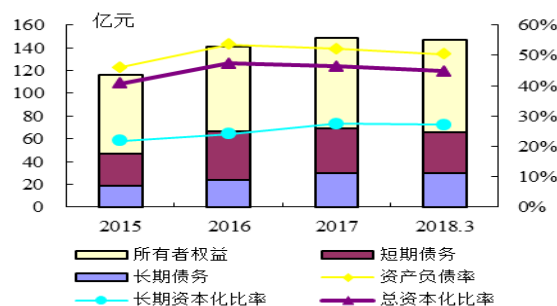
下列财务分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年度审计报告以及未经审计的 2018 年一季度财务报表。以下数据均为合并报表口径。

资本结构

随着公司上下游产业链的不断延伸，其资产规模进一步提升。2017 年末，公司资产总额为 167.01 亿元，同比增长 4.55%。随着业务规模的扩张，公司负债水平也有所增加，同期末公司负债总额为 87.25 亿元，同比增长 1.94%。自有资本实力方面，公司留存收益不断夯实其自有资本，2017 年末所有者权益为 81.05 亿元，同比增长 7.53%，自有资本实力进一步增强。另截至 2018 年 3 月末，公司资产总额为 163.25 亿元，负债总额为 82.20 亿元，所有者权益为 81.05 亿元。

财务杠杆水平方面，2017 年末公司资产负债率和总资本化率分别为 52.24% 和 46.46%，分别较上年下降 1.32 个百分点和 0.88 个百分点。另截至 2018 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化率分别为 50.35% 和 44.78%，较 2017 年末进一步下降。

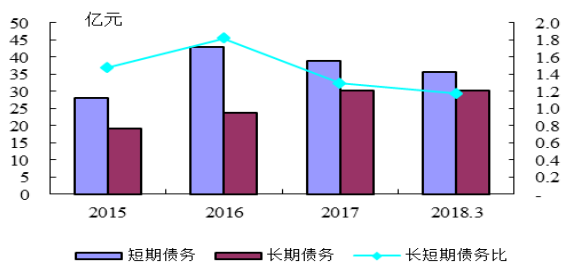
图 3：2015~2018.Q1 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务方面，2017 年末公司总债务规模为 69.23 亿元，同比增长 3.79%。债务期限结构方面，2017 年末公司长短期债务比为 1.29 倍，较 2016 年的 1.82 倍有所下降。另截至 2018 年 3 月末，公司总债务为 65.73 亿元，长短期债务比进一步降为 1.18 倍，债务期限结构有所优化，但整体仍以短期债务为主。

图 4：2015~2018.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2017 年公司资产与负债规模均有所上升，且得益于利润积累，公司资本实力进一步增强；同时，公司财务杠杆水平有所下降，债务期限结构亦有所改善，但整体仍以短期债务为主。

盈利能力

从收入规模来看，得益于公司收购华达利后经营规模进一步扩大，2017 年公司全年营业收入同比增长 40.73% 至 80.22 亿元。其中，家具销售收入 73.75 亿元，同比增长 40.74%；地板销售收入 2.76 亿元，同比下滑 11.82%。毛利率方面，2017 年公司业务综合毛利率为 34.21%，较 2016 年下降 1.88 个百分点。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 14.47 亿元，综合毛利率为 39.78%。

期间费用方面，2017 年公司期间费用有大幅提升，主要系公司业务规模扩大带来的销售费用及管理费用增加，以及银行借款利息、融资费用增加所致。2017 年公司期间费用合计 18.12 亿元，同比增长 57.09%，占营业收入比重为 22.60%，较上年上升 2.35 个百分点，期间费用对利润造成一定侵蚀，公司对期间费用的把控能力有待加强。

表 4：2015~2018.Q1 公司期间费用分析

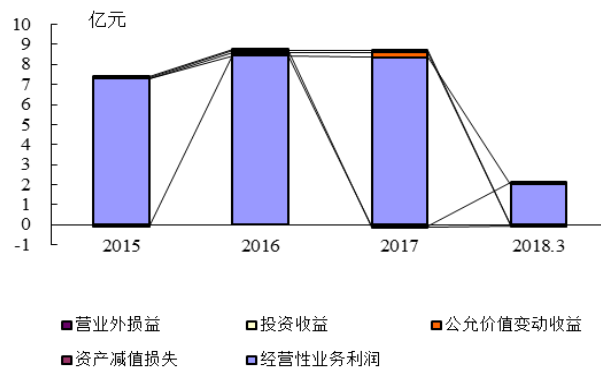
单位：亿元、%

	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	2.69	5.05	8.71	1.86
管理费用	2.79	3.93	5.27	1.22
财务费用	1.86	2.55	4.15	0.50
三费合计	7.33	11.54	18.13	3.58
营业总收入	45.92	57.00	80.22	14.47
三费收入占比	15.97	20.24	22.60	24.74

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润方面，2017 年公司利润总额为 8.80 亿元，同比增长 0.49%，其中经营性业务利润 8.36 亿元，同比下降 0.84%，占利润总额比例为 94.97%。同期，公司净利润为 7.48 亿元，同比增长 5.69%；所有者权益收益率 9.38%，较上年下降 0.16 个百分点。2018 年 1~3 月，公司利润总额为 2.14 亿元，经营性业务利润为 2.01 亿元，净利润为 1.85 亿元。

图 5：2015~2018.Q1 公司利润总额变化及其构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2017 年公司营业收入增长较快，但受毛利空间收窄和期间费用高企影响，当期公司利润同比小幅增长。

偿债能力

从债务规模来看，截至 2017 年末公司总债务规模为 69.23 亿元，同比增长 3.79%。债务期限结构方面，2017 年末公司长短期债务比为 1.29 倍，较 2016 年的 1.82 倍有所下降，债务期限结构得到优化。另截至 2018 年 3 月末，公司总债务为 65.73 亿元，长短期债务比进一步降为 1.18 倍，债务期限结构有所优化，但整体仍以短期债务为主。

从主要偿债能力指标来看，2017 年公司 EBITDA 为 16.93 亿元，同比上升 14.60%，主要系财务性利息支出和固定资产折旧增加所致。2017 年

公司总债务/EBITDA 指标由 2016 年的 4.52 倍下降至 4.09 倍。同期，公司 EBTIDA 利息倍数为 4.32 倍，较 2016 年的 5.10 倍有所下降，仍能够对债务利息形成良好覆盖。

现金流方面，2017 年公司经营活动净现金流为 13.08 亿元，同比增长 2.32%。同期，经营活动净现金流/总债务为 0.19 倍，经营活动净现金流利息保障系数为 3.34 倍，经营活动净现金流对债务利息保持良好覆盖。

表 5: 2015~2018.Q1 公司主要偿债能力指标

	2015	2016	2017	2018.Q1
短期债务 (亿元)	28.21	43.04	39.03	35.54
长期债务 (亿元)	19.11	23.66	30.20	30.18
总债务 (亿元)	47.32	66.70	69.23	65.73
经营净现金流利息倍数 (X)	4.16	4.41	3.34	5.53
经营净现金流/总债务 (X)	0.22	0.19	0.19	0.17
EBITDA (亿元)	12.47	14.77	16.93	3.97
总债务/EBITDA (X)	3.80	4.52	4.09	4.14
EBITDA 利息倍数 (X)	4.95	5.10	4.32	7.94

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与包括中国工商银行股份有限公司在内的多家银行保持了良好的合作关系。截至 2017 年末，公司合并口径下获得主要合作银行授信总额为 70.76 元，其中未使用的授信额度为 35.86 亿元，具备一定的备用流动性。同时，公司为上市公司，直接融资渠道较为通畅。

或有负债方面，截至 2017 年 12 月 31 日，公司无对外担保。

整体来看，2017 年公司资产规模和营业收入均增长，偿债指标表现良好，随着华达利收购后业务的进一步整合及协同效应的显现，未来公司收入规模及盈利能力或将进一步提升。

担保实力

本期债券由宜华企业（集团）有限公司（以下简称“宜华集团”或“公司”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

业务运营

2017 年，宜华集团在强化木业家居板块的同时，继续完善其医疗健康产业链的布局，多元化

经营模式进一步巩固。

宜华集团医疗健康业务运营主体为旗下上市公司宜华健康医疗股份有限公司（以下简称“宜华健康”），宜华健康 2015 年开始业务转型布局医疗健康领域，先后分别收购了广东众安康后勤集团有限公司（以下简称“众安康”）、达孜赛勒康医疗投资管理有限公司（以下简称“达孜赛勒康”）、爱奥乐医疗器械（深圳）有限公司（以下简称“爱奥乐”）和亲和源股份有限公司（以下简称“亲和源”），确立了以医疗机构运营及服务 and 养老社区运营及服务为主的两大业务核心的发展战略。因战略调整需要，宜华健康 2017 年 12 月以 3 亿元将爱奥乐 100% 股权转让给芜湖九九股权投资合伙企业（有限合伙）并于 2018 年 4 月完成全部工商变更手续。截至 2017 年末，通过对旗下资源的整合，宜华健康已形成以众安康为主的医疗后勤综合服务和医疗专业工程业务、以达孜赛勒康为主的医院管理咨询服务和诊疗中心合作业务、以及以亲和源为主的会员制养老社区运营业务，各板块协同发展，协同效应逐步显现，2017 年上述企业均较好的完成了收购交易方案的业绩承诺。当年公司医疗健康业务实现收入 21.16 亿元，同比大幅增长 63.27%，占公司当年总营业收入的比例为 18.91%，对营业收入形成了一定的补充。

表 6: 2015~2018.Q1 医疗健康收入构成情况

单位：亿元

分部	2015	2016	2017	2018.Q1
医疗	9.40	12.75	19.49	4.89
养老	-	0.17	1.67	0.81
合计	9.40	12.92	21.16	5.70

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

宜华集团医疗健康业务板块发展快速，随着公司旗下医疗服务公司的逐步整合，未来该项业务收入将进一步增长。值得注意的是，公司收购企业较多，相关业务的整合将对公司的管理能力提出更高的挑战。

房地产业务方面，宜华集团 2017 年实现签约销售面积 8.05 万平方米，较 2016 年的 11.31 万平方米下降 28.82%，同期实现签约销售金额为 8.36 亿元，同比下降 20.38%。2017 年结算面积为 4.99 万

平方米，同比增长 80.14%，结算金额为 2.11 亿元，同比增长 167.09%。项目运营方面，2017 年公司开工节奏有所加快，当年新开工面积为 21.05 万平方米，同比增长 128.31%。公司房地产开发以存量项目为主，2017 年末新增储备项目。截至 2017 年末，公司主要在建项目为宜华城项目（一期）和莱芜海湾尚景项目，分别位于汕头市新津片区和澄海区，规划建筑面积分别为 37 万平方米和 10 万平方米，计划总投资为 25.00 亿元，截至 2017 年末已投资 21.50 亿元。另截至 2017 年末，公司土地储备占地面积为 234.07 万平方米，储备项目集中于汕头、梅州等地，具有一定的区域集中度风险。

投资业务方面，公司投资业务的运营主体为汕头市宜华投资控股有限公司（以下简称“宜华投资”）。2017 年，公司实现投资收益 9.26 亿元，同比增长 8.81%，主要系宜华投资的利息收入和宜华健康的理财产品收益。2017 年，宜华集团作为基石投资者参与发起设立浙江浙商产融股权投资基金，规模为 1,000 亿元，该基金将主要围绕宜华集团产业链开展股权投资、并购重组及产业整合等投资业务。

总体来看，2017 年宜华集团通过资源的进一步整合，强化了其木业家居板块在产品及渠道上的优势，完善了其医疗健康业务产业链的布局。公司多元化经营模式持续发展，业务间协同作用显现，抗风险能力进一步增强。

财务分析

表 7：2015-2018.Q1 公司主要偿债能力指标

	2015	2016	2017	2018.Q1
短期债务（亿元）	51.04	74.08	73.47	78.58
总债务（亿元）	101.12	187.8	223.71	232.30
资产负债率（%）	56.56	56.55	57.73	57.60
总资本化比率（%）	50.13	49.11	50.66	51.15
经营活动净现金流（亿元）	-2.88	2.93	17.23	10.19
EBITDA（亿元）	16.35	24.23	38.36	8.68
经营净现金流/利息支出（X）	-0.45	0.35	1.19	3.25
EBITDA 利息倍数（X）	2.53	2.87	2.65	2.46
总债务/EBITDA（X）	6.18	7.75	5.83	6.22
经营净现金流/总债务（X）	-0.03	0.02	0.08	0.18

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

随着业务规模的扩大，2017 年公司资产规模进一步增长，当年末资产总额为 515.38 亿元，较上年末增长 15.04%，主要系存货增加所致。同时，公司负债水平也快速增加，2017 年末总负债为 297.54 亿元，同比增长 17.44%，主要系应付债券规模上升所致。自有资本实力方面，得益于利润累积和当年股东增资 6.57 亿元，公司自有资本实力进一步增强，2017 年末所有者权益为 217.84 亿元，同比增长 11.92%。财务杠杆水平方面，2017 年末公司资产负债率和总资本化率分别为 57.73% 和 50.66%，较 2016 年分别上升 1.18 个百分点和 1.55 个百分点，仍处于适中水平。此外，2017 年末公司总债务同比增长 19.19% 至 223.71 亿元，主要系近年公司业务规模扩大，并购活动增加所需外部融资增加所致。债务期限结构方面，2017 年末公司长短期债务比为 0.49 倍，较 2016 年的 0.65 倍有所下降，债务期限结构改善。

从收入规模看，2017 年全年公司实现营业收入 113.13 亿元，同比增长 58.26%。毛利率方面，2017 年公司业务综合毛利率为 38.08%，较 2016 年上升 3.74 个百分点，公司毛利率处于较好水平。利润方面，2017 年公司利润总额为 20.26 亿元，同比上升 69.43%，主要由经营性业务利润和投资收益构成。其中，经营性业务利润 11.27 亿元，同比增长 191.70%，主要系公司经营规模扩张，盈利能力提升所致；同期投资收益 9.26 亿元，同比增长 8.77%，主要为应收汕头宜华投资控股有限公司的利息收入和宜华健康的理财产品收益。同期，公司净利润为 16.16 亿元，同比增长 122.10%；净资产收益率为 7.42%，较 2016 年上升 3.68 个百分点，公司盈利能力进一步增强。

偿债能力方面，2017 年末公司总债务同比增长 19.19% 至 223.71 亿元。从主要偿债能力指标来看，2017 年公司 EBITDA 为 38.36 亿元，同比上升 58.35%，EBITDA 规模有较大幅度提升。得益于获现能力的提升，2017 年公司总债务/EBITDA 由上年的 7.75 倍降至 5.83 倍；EBITDA 利息倍数为 2.65 倍，同比下降 0.22 倍，公司经营所得对当期利息支出保障能力仍保持较好水平。另外，2017 年公司经

营活动净现金流对总债务及利息支出的覆盖分别为 0.08 倍和 1.19 倍，对债务本息的保障能力有所提升。

财务弹性方面，截至 2017 年末，公司综合授信额度为 131.22 亿元，其中未使用的授信额度为 30.49 亿元，具有一定的备用流动性。此外，公司下属子公司宜华生活和宜华健康为上市公司，直接融资渠道畅通。

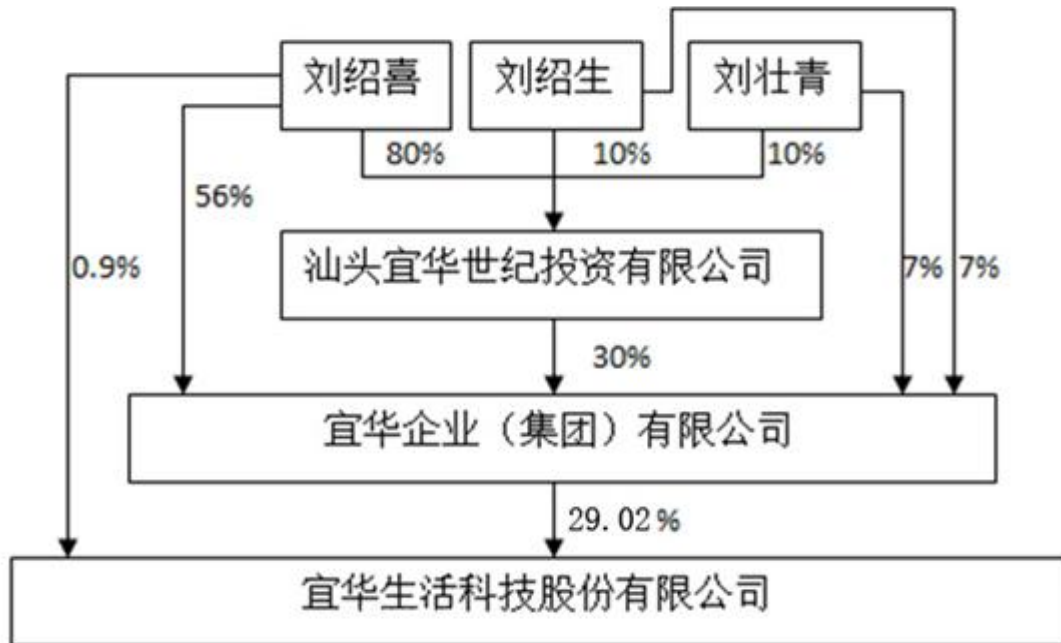
或有负债方面，截至 2017 年 12 月 31 日，公司无对外担保情况。

总体来看，随着宜华生活并购华达利后协同效应进一步显现以及医疗健康产业链布局的进一步完善，公司多元化的经营格局形成，综合实力进一步增强，收入规模保持增长，经营所得对债务本息偿还形成较好保障，中诚信证评认为宜华集团能为本期债券本息的偿还提供有力的保障。

结 论

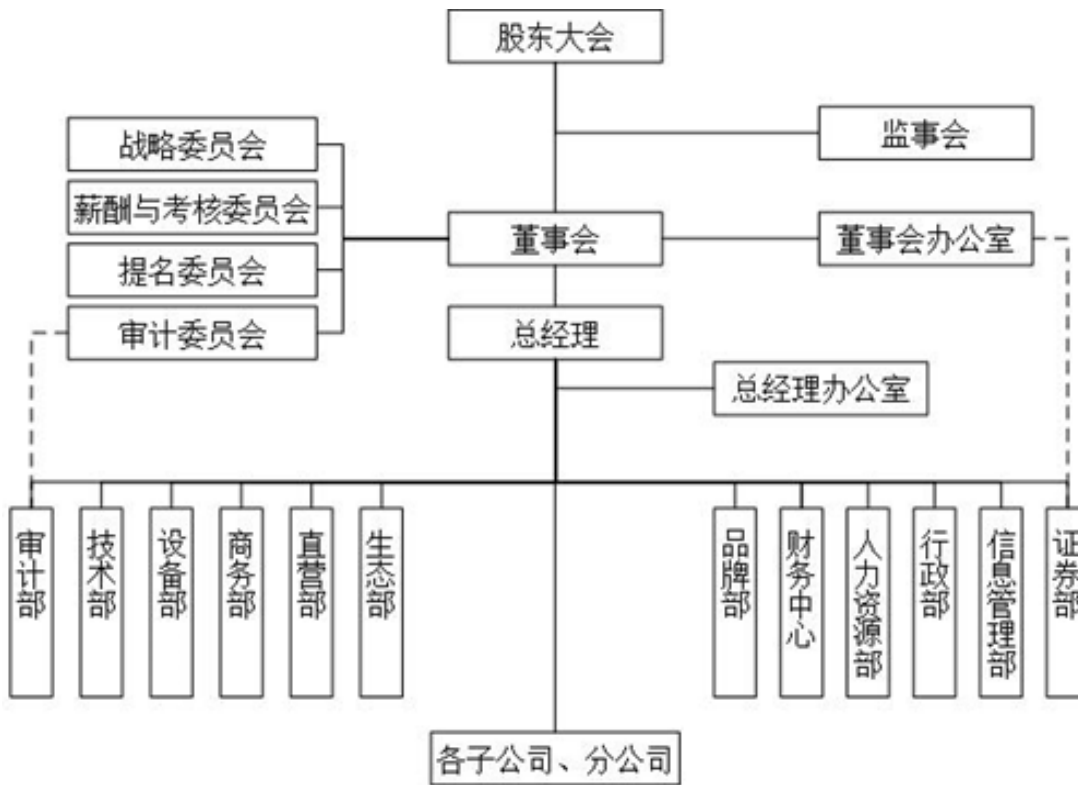
综上，中诚信证评维持宜华生活科技股份有限公司主体信用级别为**AA**，评级展望为**稳定**；维持“广东省宜华木业股份有限公司2015年公司债券（第一期）”和“广东省宜华木业股份有限公司2015年公司债券（第二期）”信用级别为**AA⁺**。

附一：宜华生活科技股份有限公司股权结构图（截至2017年12月31日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：宜华生活科技股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：宜华生活科技股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	342,554.48	355,207.30	422,903.46	398,870.42
应收账款净额	123,777.29	165,776.36	182,890.72	158,727.88
存货净额	198,090.15	267,720.70	279,123.81	289,082.69
流动资产	699,710.22	851,933.07	923,166.54	898,825.08
长期投资	96,557.29	95,796.96	97,400.01	97,239.11
固定资产合计	327,596.22	402,395.12	406,687.03	399,096.95
总资产	1,272,465.14	1,597,501.62	1,670,146.38	1,632,453.19
短期债务	282,129.48	430,361.37	390,270.95	355,447.49
长期债务	191,116.00	236,648.10	302,020.72	301,847.24
总债务（短期债务+长期债务）	473,245.48	667,009.47	692,291.67	657,294.73
总负债	587,205.19	855,693.44	872,502.28	822,001.00
所有者权益（含少数股东权益）	685,259.95	741,808.18	797,644.10	810,452.19
营业总收入	459,166.76	570,016.88	802,156.37	144,657.67
三费前利润	146,272.85	199,711.49	264,886.18	55,932.13
投资收益	452.83	705.91	957.71	-160.90
净利润	61,086.85	70,781.24	74,805.95	18,496.34
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	124,574.21	147,717.39	169,278.14	39,728.64
经营活动产生现金净流量	104,735.47	127,798.14	130,760.90	27,686.75
投资活动产生现金净流量	-130,128.11	-218,671.54	-49,413.63	-2,610.42
筹资活动产生现金净流量	141,525.33	122,169.29	-13,285.40	-48,702.20
现金及现金等价物净增加额	116,224.92	29,744.70	65,027.81	-24,981.95
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	32.75	36.09	34.21	39.78
所有者权益收益率（%）	8.91	9.54	9.28	9.13
EBITDA/营业总收入（%）	27.13	25.91	21.10	27.46
速动比率（X）	1.30	0.99	1.18	1.23
经营活动净现金/总债务（X）	0.22	0.19	0.19	0.17
经营活动净现金/短期债务（X）	0.37	0.30	0.34	0.31
经营活动净现金/利息支出（X）	4.16	4.41	3.34	5.53
EBITDA 利息倍数（X）	4.95	5.10	4.32	7.94
总债务/EBITDA（X）	3.80	4.52	4.09	4.14
资产负债率（%）	46.15	53.56	52.24	50.35
总资本化比率（%）	40.85	47.35	46.46	44.78
长期资本化比率（%）	21.81	24.19	27.46	27.14

注：1、所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2018 年 1 季度财务指标经年化处理。

附四：宜华企业（集团）有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	433,772.91	532,730.25	578,610.83	545,187.51
应收账款净额	147,828.28	194,548.43	268,860.86	243,934.21
存货净额	464,619.14	672,746.35	1,006,547.76	993,011.12
流动资产	1,202,643.47	2,389,405.84	2,469,305.12	2,533,049.01
长期投资	122,359.28	133,364.28	372,058.28	373,389.05
固定资产合计	417,531.00	529,497.74	737,862.38	734,990.95
总资产	2,315,831.99	4,479,988.69	5,153,773.34	5,232,252.40
短期债务	510,388.79	740,791.85	734,723.10	785,793.71
长期债务	500,765.27	1,137,726.42	1,502,364.33	1,537,173.11
总债务（短期债务+长期债务）	1,011,154.06	1,878,518.27	2,237,087.43	2,322,966.82
总负债	1,309,729.60	2,533,550.59	2,975,363.06	3,014,006.85
所有者权益（含少数股东权益）	1,006,102.39	1,946,438.10	2,178,410.28	2,218,245.55
营业总收入	565,457.86	714,815.90	1,131,284.94	208,068.85
三费前利润	166,877.60	237,143.70	416,477.04	83,561.59
投资收益	38,532.79	85,128.88	92,596.03	27,259.18
净利润	63,381.55	72,771.20	161,625.68	38,186.38
EBITDA	163,504.87	242,272.38	383,649.47	93,371.75
经营活动产生现金净流量	-28,819.05	29,297.73	172,266.22	101,910.69
投资活动产生现金净流量	-203,953.88	-1,555,778.04	-673,318.99	-187,330.27
筹资活动产生现金净流量	381,193.56	1,689,411.88	544,694.76	53,335.78
现金及现金等价物净增加额	148,512.86	161,380.37	39,826.98	-34,172.50
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	31.26	34.34	38.08	41.13
所有者权益收益率（%）	6.30	3.74	7.42	6.89
EBITDA/营业总收入（%）	28.92	33.89	33.91	44.88
速动比率（X）	0.97	1.31	1.05	1.09
经营活动净现金/总债务（X）	-0.03	0.02	0.08	0.18
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.06	0.04	0.23	0.52
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.45	0.35	1.19	3.25
EBITDA 利息倍数（X）	2.53	2.87	2.65	2.46
总债务/EBITDA（X）	6.18	7.75	5.83	6.22
资产负债率（%）	56.56	56.55	57.73	57.60
总债务/总资本（%）	50.13	49.11	50.66	51.15
长期资本化比率（%）	33.23	36.89	40.82	40.93

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2018 年 1 季度财务指标经年化处理。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。