



# 信用等级通知书

信评委函字 [2016]跟踪184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）”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AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级上调至AA+。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一六年六月一日

## 广东省宜华木业股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2016）

<b>发行主体</b>	宜华生活科技股份有限公司*		
<b>发行年限</b>	5 年		
<b>发行规模</b>	人民币 12 亿元		
<b>存续期限</b>	2015/7/16~2020/7/16		
<b>上次评级时间</b>	2015/4/15		
<b>上次评级结果</b>	债项级别 <b>AA</b>	主体级别 <b>AA</b>	评级展望 <b>稳定</b>
<b>跟踪评级结果</b>	债项级别 <b>AA<sup>+</sup></b>	主体级别 <b>AA</b>	评级展望 <b>稳定</b>

\*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	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	46.72	63.79	68.53	69.83
总资产（亿元）	86.25	102.50	127.25	131.70
总债务（亿元）	31.97	28.85	47.32	50.76
营业总收入（亿元）	40.91	44.27	45.92	8.16
营业毛利率（%）	31.57	34.21	32.75	37.46
EBITDA（亿元）	9.33	11.43	12.46	-
所有者权益收益率（%）	8.78	8.27	8.91	7.57
资产负债率（%）	45.84	37.76	46.15	46.97
总债务/EBITDA（X）	3.43	2.52	3.80	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.38	4.46	4.95	-
宜华集团	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	63.78	77.15	100.70	107.87
总资产（亿元）	156.04	162.36	231.68	255.88
总债务（亿元）	71.31	64.61	101.19	119.56
营业总收入（亿元）	50.86	45.96	56.55	10.47
营业毛利率（%）	31.49	33.87	31.26	36.89
EBITDA（亿元）	12.68	15.73	16.89	-
所有者权益收益率（%）	6.84	9.59	6.83	4.68
资产负债率（%）	59.12	52.48	56.54	57.84
总债务/EBITDA（X）	5.62	4.11	5.99	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.28	2.47	2.61	-

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 2016 年 1 季度财务指标经年化处理。

### 基本观点

2015 年，宜华生活科技股份有限公司（以下简称“宜华生活”）经营业绩稳健增长，内销业绩提升，财务结构维持稳健，盈利能力加强，主要偿债指标向好。此外，担保方宜华企业（集团）有限公司（以下简称“宜华集团”）医疗健康板块经营业绩逐渐显现，多元化业务格局形成，整体抗风险能力进一步增强。但我们也关注外贸风险以及宜华集团资金需求加大等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将维持宜华生活主体信用等级 **AA**，评级展望稳定，上调“广东省宜华木业股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）”信用等级至 **AA<sup>+</sup>**。本期债券级别主要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

- 经营业绩稳健增长。2015 年，公司家具产量和销量齐增，分别为 111.73 万套和 105.50 万套，分别增长 11.05% 和 12.22%，家具产销率亦从 2014 年的 93.44% 提升 0.98 个百分点至 94.42%；地板销量 2.33 万立方米，同比增长 13.66%，公司经营业绩保持稳健增长。
- 木业家居内销业绩提升。在木业家居出口疲软、国内市场竞争加剧的市场环境下，公司产品内销业务取得较好成绩，2015 年公司内销收入为 12.60 亿元，同比增长 36.66%；内销收入占比为 27.48%，较 2014 年增加 6.62 个百分点，内销业绩表现良好。
- 财务结构稳健及主要偿债指标持续向好。2015 年，公司维持其稳健的财务结构，资产负债率为 46.15%，财务杠杆比率维持在较低的水平；经营性业务利润增长 12.74%，盈利能力提升；EBITDA 利息倍数为 4.95 倍，获现能力对利息

## 分析师

李诗哲 shzh@ccxr.com.cn

李荣一 ryli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年6月1日

支出形成了较好的保障。

- 担保方宜华集团医疗健康板块经营业绩逐渐显现，多元化经营格局形成。2015年，宜华集团旗下宜华健康医疗股份有限公司（以下简称“宜华健康”）资产重组后表现出了较好的经营业绩，宜华集团目前已形成以木业为核心，医疗健康为重点，地产、投资协调发展的业务格局，多元化的业务布局使其融资渠道得到了拓宽，并增强了其整体抗风险能力。

## 关注

- 外贸相关风险。2015年，公司外销额占营业总收入的比重为72.41%，仍然占比较高，加之公司产品进出口主要以外币结算，存在一定的汇兑风险。此外，各国在不同程度上增强的贸易保护措施，也或将对公司的出口业务带来一定不利影响。
- 宜华集团并购重组事项带来的资金需求。近年来，宜华集团旗下上市公司收购并购等资产重组事项较多，在一定程度上加大了公司的外部资金需求，并对其整体资金调配及管理能力的要求提出了更高的要求。

## 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](http://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 宜华债 01”、债券代码为“122397”，以下简称“本期债券”）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%。截至 2015 年 12 月 31 日，宜华生活募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

## 重大事项

2016 年 2 月 25 日，宜华生活第五届董事会第二十三次会议逐项审议通过《关于公司重大资产购买的议案》，公司拟通过在香港设立的全资子公司理想家居国际有限公司作为收购主体，采用现金收购方式以法院方案全面收购在新加坡证券交易所上市的华达利国际控股有限公司（HTL International Holdings Limited）（以下简称“华达利”）100% 股票（不包括库存股，但包括经有效行使期权而发行并缴足的股票），包括收购 BEM HOLDINGS PTE LTD 及其一致行动人所持的华达利所有股票，以及收购华达利其他股东所持的华达利所有股票，并依据新加坡法律实现华达利从新加坡证券交易所退市。

截至 2015 年末，华达利资产总额 29.00 亿美元，资产净额 1.63 亿美元；2015 年，华达利实现营业收入 4.55 亿美元。根据宜华生活 2016 年 5 月 21 日发布的公告，本次收购交易已收到广东省发展和改革委员会颁发的《项目备案通知书》（粤发改外资函【2016】1497 号）及广东省商务厅颁发的《企业境外投资证书》（境外投资证第 N4400201600334 号）；另本次交易已向美国反垄断监管机构进行申报，所需经过法定等待期（即美国审查机构决定是否进行发起反垄断调查的期间）已结束，且本次重大资产购买方案已通过美国反垄断机构审查。后续事项仍在进行中。

## 行业关注

**2015 年，中国家具制造业企业利润总额实现同比稳步增长。不过，受出口疲软的影响，国内市场竞争逐渐加剧，同时环保问题亦对家具制造商提出了挑战**

根据国家工业和信息化部网站公布的数据，2015 年全国家具制造业产销率为 98.3%，较 2014 年同期提高 0.5 个百分点。同期，家具制造业主营业务收入 7,872.5 亿元，累计同比增长 9.3%；利润总额增至 500.9 亿元，累计同比增长 14.0%，保持稳步增长。

2008 年金融危机后，美国市场经济复苏缓慢，加之欧债危机的冲击，消费者的购买想法和购买力降低，家具出口较为疲软。另一方面，随着人工成本、原材料价格的上升，中国家具制造企业的成本优势逐渐丧失，国外客户慢慢把订单转移到印度、印度尼西亚、越南等东南亚国家。2015 年，我国家具制造业出口交货值 1,720.1 亿元，累计同比增长 5.0%，较上年下滑 1.35 个百分点，增速放缓。

受出口疲软影响，国内家具制造商的业务模式由出口逐步向出口+内销转变，国内市场竞争加剧。2015 年末，我国家具制造企业 5,920 家，行业集中度相对较低，较低的行业集中度进一步体现了我国家具市场的完全竞争性，加之市场上家具同质化现象严重，国内市场竞争激烈。

此外，环保问题亦对我国家具制造商提出了难题。2015 年国家质量监督检验检疫总局公布的《15 种产品质量全国联动监督抽查情况的通报》中，甲醛释放量、表面理化性能、木工要求不合格的样品占比分别达到了 49.0%、40.4% 和 29.8%。同年，北京市发布《木质家具制造业大气污染排放标准》，针对木质家具制造业提出了大气污染物排放的控制要求，并于 2015 年 7 月 1 日起实施。在上述标准出台之前，我国并没有针对家具制造业大气污染物出台专门的约束标准；新标准首次在排放标准中提出了限制原辅材料中的挥发性有机物含量指标以及工艺措施和管理要求，体现了“源头控制、过程监管、末端治理”的全过程综合管控理念。

## 业务运营

应对出口疲软、国内竞争加剧的现状，公司牢牢把握核心业务，产销量保持增长，家具生产产能利用率不断提升，新增制造基地的建设投产，将进一步强化公司的生产能力

从木业家居营业收入看，2015 年公司继续发挥自身优质的林业资源优势，强化其“人工造林、林地采伐、木材加工、产品研发、家具制造、销售网络”一体化经营战略方针，其业务规模和营业收入持续扩大。2015 年，公司木业家居营业收入合计 45.82 亿元，其中家具收入为 41.88 亿元，同比增长 2.75%；公司地板收入为 3.89 亿元，同比增长 14.41%。

表 1：2013 年~2016 年 3 月木业家居业务收入汇总

单位：亿元				
产品	2013	2014	2015	2016.Q1
家具	37.36	40.76	41.88	7.56
地板	3.48	3.40	3.89	0.57
合计	40.84	44.16	45.77	8.13

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售情况看，公司在保证海外市场的销售情况下大力拓展国内市场，实现销量的稳步增长。2015 年，公司家具销量为 105.50 万套，较 2014 年的 94.01 万套增长 12.22%；同期地板销量为 2.33 万平方米，较 2014 年的 2.05 万平方米增长 13.66%。从产销率来看，2015 年家具的产销率为 94.42%，较 2014 年增长 0.98 个百分点；同期地板的产销率为 118.88%，较 2014 年增长提升 19.85 个百分点。整体来看，公司产品销量稳步增长，产销率不断提升。

从生产情况来看，公司视销售情况调节生产进度，2015 年公司家具产量为 111.73 万套，较 2014 年增长 11.05%；同期尽管地板销量同比提升，但当年以消化库存为主，地板产量为 1.96 万立方米，同比下降 5.31%，仍能保持在公司生产的正常范围内。整体来看，公司木业家具业务产品产量保持增长。产能利用率方面，2015 年家具产能利用率为 91.87%，较 2014 年上升 8.03 个百分点；同期地板产能利用率为 93.33%，较 2014 年下降 5.24 个百分点，但整体上公司产品产能利用率仍维持在较高水

平。

表 2：2013~2015 年公司木业家具业务运营情况

单位：万套、万立方米、%			
	2013	2014	2015
家具产量	91.87	100.61	111.73
家具销量	85.12	94.01	105.50
家具产销率	92.65	93.44	94.42
地板产量	2.03	2.07	1.96
地板销量	1.88	2.05	2.33
地板产销率	92.61	99.03	118.88

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产能方面，2015 年公司家具和地板产能维持稳定，分别为 120 万套和 2.10 万立方米，与 2014 年持平。目前，公司旗下拥有 6 个主要生产基地，另外 2 个生产基地四川阆中和山东郯城处于在建状态。四川阆中基地计划于 2016 年 7 月份试生产，于 2017 年 1 季度正式投产，投产后年产实木家具 20 万套。山东郯城基地分为 2 期开发建设，一期计划于 2016 年 7 月试生产，于 2017 年 1 季度正式投产；二期计划于 2018 年 1 月试生产，于 2018 年 4 季度正式投产。山东郯城基地正式投产后，一期二期预计总产能 62.5 万套软体家具和 60 万平方米地板。随着四川阆中、山东郯城生产基地的投产，公司生产基地规模不断扩大，未来产能将进一步增加，以保证产销量的平衡。

表 3：2013~2015 年公司木业家具业务产能情况

单位：万套、万立方米			
	2013	2014	2015
家具	100.00	120.00	120.00
地板	2.10	2.10	2.10

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

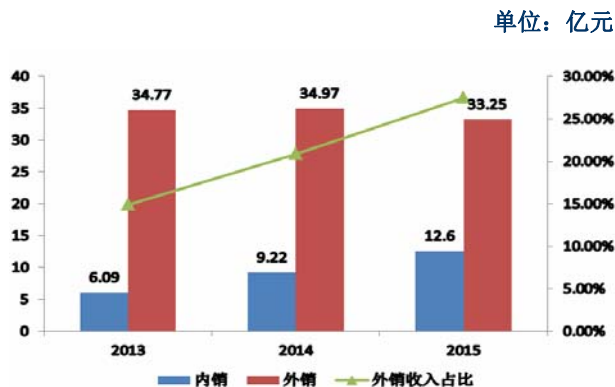
### 公司经营重心逐步转变为发展内销市场，通过大力挖掘市场潜力及进行线上线下多渠道销售，其内销业务取得了较好的成绩，内销收入占比稳步提升

在美国经济复苏缓慢、欧债危机的冲击下，海外购买力下降，家具出口整体呈现疲软态势。公司在此背景下，在保证出口销售稳定的情况下，加大内销力度，内销业务取得了较好的成绩。

内销方面，公司维持原有的“体验馆+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，公司体验馆增至 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馆建设，进一步打造宜华品牌，扩大品牌影响力。

图 1: 2013~2015 年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

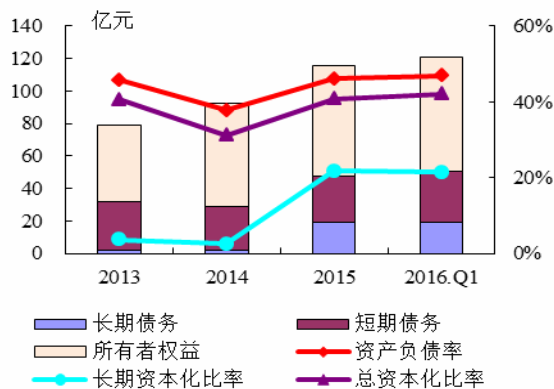
2015 年, 公司木业家具大部分收入仍来源于海外市场, 当年外销收入为 33.25 亿元, 较 2014 年的 34.97 亿元略微有所下滑。内销收入方面, 当年公司实现内销收入 12.60 亿元, 同比增长 36.66%, 保持较快增速。同期, 公司内销收入占比为 27.48%, 较 2014 年增加 6.62 个百分点, 占比不断提高。

## 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 2013 年度、2014 年度和 2015 年度审计报告以及未经审计的 2016 年 3 月财务报表。

## 资本结构

图 2: 2013~2016.Q1 公司资本结构



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

在公司上下游产业链不断延伸的带动下, 其资产规模进一步提升。2015 年末, 公司资产总额为 127.25 亿元, 同比增长 24.15%。伴随着资产规模的

扩大, 公司负债水平也有所增加, 同期末公司负债总额为 58.72 亿元, 同比增长 51.70%。自有资本实力方面, 较为丰厚的留存收益不断充实其权益, 2015 年末为 68.53 亿元, 同比增长 7.43%, 自有资本实力进一步增强。另截至 2016 年 3 月末, 公司资产总额 131.70 亿元, 负债总额 61.86 亿元, 所有者权益为 69.83 亿元。

财务杠杆水平方面, 2015 年公司资产负债率和总资本化率分别为 46.15% 和 40.85%, 分别较上年增加 8.38 个百分点和 9.71 个百分点。整体来看, 公司财务杠杆比率较低, 财务结构维持稳健。

表 4: 截至 2015 年 12 月 31 日家具制造

### 上市公司资本结构比较

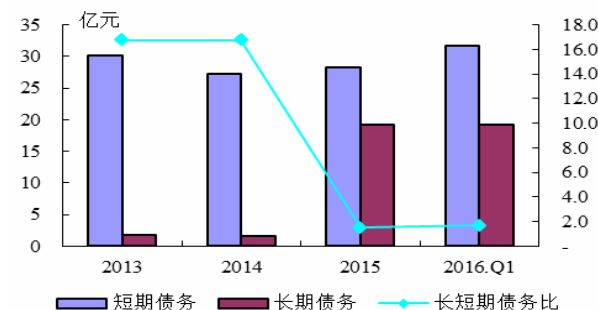
单位: 亿元、%

公司	总资产	资产负债率
宜华生活	127.25	46.15
大亚科技	64.75	62.58
美克家居	48.19	36.61
索菲亚	31.54	23.18

资料来源: 各公司定期报告, 中诚信证评整理

债务方面, 2015 年末公司总债务较 2014 年有大幅增长, 为 47.32 亿元, 同比增长 64.04%, 主要系公司发行债券, 长期债务增加所致。债务期限结构方面, 得益于 2015 年公司债券的发行, 2015 年末长短期债务比降至 1.48 倍, 较 2014 年末的 16.75 倍大幅下降。截至 2016 年 3 月末, 公司总债务为 50.76 亿元, 长短期债务比为 1.66 倍。整体来看, 公司债务期限结构有所改善。

图 3: 2013~2016.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, 随着公司上下游产业链的延伸, 公司业务规模持续扩大, 财务杠杆水平较低, 财务结构维持稳健。

## 盈利能力

从收入规模看，2015 年全年实现营业收入 45.92 亿元，同比增长 3.73%。毛利率方面，2015 年公司业务综合毛利率为 32.75%，较 2014 年下降 1.46 个百分点，主要系产品销量增加带来成本上涨。整体上，公司毛利率仍处于较高水平。

期间费用方面，2015 年公司期间费用有所下降，主要系运输费等广告展销费用减少带来销售费用减少所致，以及利息支出减少、汇兑收益增加带来的财务费用下降所致。2015 年公司期间费用合计 7.33 亿元，占营业收入比重为 15.97%，较上年下降 2.55 个百分点，但公司对期间费用的把控能力仍需加强。

表 5：2013~2016.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元、%

	2013	2014	2015	2016.Q1
管理费用	2.63	3.28	2.69	0.55
销售费用	2.16	2.48	2.79	0.66
财务费用	2.84	2.43	1.86	0.27
三费合计	7.64	8.20	7.33	1.49
营业总收入	40.91	44.27	45.92	8.16
三费收入占比	18.67	18.52	15.97	18.27

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

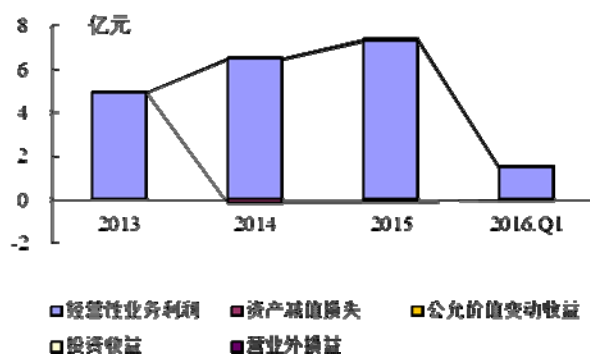
表 6：2015 年主要家具制造上市公司盈利能力相关指标

公司	营业毛利率	所有者权益收益率
宜华生活	32.75%	8.91%
大亚科技	28.98%	16.12%
美克家居	61.28%	9.84%
索菲亚	37.80%	18.65%

资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

利润方面，2015 年公司利润总额为 7.28 亿元，同比增长 13.79%，其中经营性业务利润 7.29 亿元，同比增长 12.74%，占利润总额比例为 100.25%，经营性业务盈利能力很强。另外，2015 年公司形成投资收益 0.05 亿元，资产减值损失 0.10 亿元。同期，公司净利润为 6.11 亿元，净资产收益率为 8.91%，较 2014 年增加 0.65 个百分点，盈利能力持续增强。

图 4：2013~2016.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，2015 年公司营业收入及利润总额保持增长，毛利率维持在较好水平，公司具备较强的盈利能力。未来，随着产能的提升，公司的盈利能力有望进一步加强。

## 偿债能力

从债务规模来看，随着经营规模的扩大，截至 2015 年 12 月 31 日公司总债务为 47.32 亿元，较上年末上升了 64.04%；其中短期债务 28.21 亿元，短期债务占比较高。

从主要偿债能力指标来看，2015 年公司 EBITDA 为 12.46 亿元，同比上升 9.03%，主要系利润总额增加所致，公司的资金获取能力依然很强。由于债务增长过快，2015 年公司总债务/EBITDA 指标有所弱化，由 2014 年的 2.52 倍上升至 3.80 倍。2015 年，公司 EBITDA 利息倍数为 4.95 倍，较 2014 年的 4.46 倍有所提升，公司 EBITDA 仍能够对债务本息形成良好覆盖。

现金流方面，2015 年公司经营活动净现金流大幅回流，为 10.47 亿元，同比增长 77.38%。同期，经营活动净现金流/总债务为 0.22 倍，经营活动净现金流利息保障系数为 4.16 倍，主要偿债指标持续向好。



表 7：2013~2016.Q1 公司主要偿债能力指标

	2013	2014	2015	2016.Q1
短期债务（亿元）	30.17	27.22	28.21	31.65
长期债务（亿元）	1.80	1.63	19.11	19.11
总债务（亿元）	31.97	28.85	47.32	50.76
经营净现金流利息倍数（X）	3.14	2.30	4.16	-
经营净现金流/总债务（X）	0.21	0.20	0.22	0.14
EBITDA（亿元）	9.33	11.43	12.47	-
总债务/EBITDA（X）	3.43	2.52	3.80	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.38	4.46	4.95	-

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 2015 年末，公司合并口径下获得主要合作银行授信总额为 36.60 亿元，其中未使用的授信额度为 11.48 亿元，具有一定的备用流动性。

或有负债方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司无对外担保，对子公司担保 2.00 亿元，占当期净资产的 2.92%，或有负债风险较小。

整体来看，2015 年公司财务结构较为稳健，具有较强的盈利能力，各项偿债指标均表现良好，加之较好的财务弹性，公司整体具备很强的偿债能力。

## 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

2015 年，宜华集团以木业为核心，持续推进医疗健康业务，进一步强化其“木业+医疗”的双主营业务模式，协同发展效应明显。

具体来看，公司旗下上市公司宜华健康于 2014 年 7 月完成对广东众安康后勤集团股份有限公司（以下简称“众安康”）的收购，2015 年众安康实现营业收入 9.40 亿元，取得净利润 0.83 亿元，已成为宜华健康的核心资产。当年，众安康为宜华健康贡献了 7,858.17 万元扣除非经常性损益后的净利润，完成了收购时的业绩承诺。

2015 年 4 月宜华健康认购了深圳市尚荣医疗股

份有限公司（以下简称“尚荣医疗”）2.64%的非公开发行股份；同年 7 月，公司与尚荣医疗进一步签署了《关于在医疗产品与服务以及康复养老等医疗健康领域展开全面合作战略合作协议》，正式就共建医疗产品配送渠道、开展“互联网+医疗”业务、共同开发康复养老项目等方面展开合作。

2016 年 1 季度，宜华健康完成了对爱奥乐、达孜赛勒康的 100% 股权收购，收购完成后宜华健康业务新增了以医院、医疗中心运营管理为主的医疗服务业务和以远程医疗器械为主的健康管理业务，进一步在医疗健康服务行业中完善在客户资源、渠道等不同方位的战略布局，有利于宜华健康加强旗下相关产业的协同。

2016 年 1 月 18 日，宜华健康发布关于签署购买资产框架协议的公告，拟与上海浦东新区康桥镇集体资产管理有限公司、上海亲和源投资有限公司、周星增、奚志勇、TBP Nursing Home Holdings (H.K.) Limited、上海亲和源置业有限公司、亲和源股份有限公司签订《关于亲和源股份有限公司的股权收购框架协议》，根据框架协议，宜华健康拟以支付现金的方式购买康桥资产、周星增、TBP 合计持有的亲和源股份 116,660,000 股，占亲和源 58.33% 的股权。亲和源是一家从事会员制养老社区运营及提供养老服务管理的专业服务公司。截至 2015 年 12 月底，亲和源上海老年公寓共有房间 838 户，入住率约 95%。众安康已于 2015 年 12 月启动一项养老工程建设项目，后续还将配套提供养老服务。本次交易完成后，亲和源将与众安康形成业务、人员、管理、采购等多方面的协同作用，有效地降低成本、增加收益。

宜华集团医疗健康业务板块发展快速，协同效应逐步凸显。2015 年，公司医疗健康业务实现营业收入 9.34 亿元，占当年主营业务收入的比例为 16.57%，对营业收入形成了有力的补充。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。但值得注意的是，对外投资、收购、并购力度的加大，增加了公司的资金需求，在资金调配、资金管理等方面对公司提出了更高的要求，未来需关注公司资金使用情况。

房地产业务方面，公司房地产开发以开发存量项目为主，2015 年末新增土地储备。2015 年宜华集团实现签约销售面积 1.96 万平方米，较 2014 年的 8.12 万平方米大幅下滑；同期实现签约销售金额 0.51 亿元，同比下跌 82.49%。项目结算方面，2015 年公司项目结算面积为 2.30 万平方米，同比增长 11.68%，但结算金额下跌 19.87%，为 0.91 亿元。截至 2015 年末，公司主要在建项目为宜华城项目，位于汕头市新津片区，占地 1,200 亩，分多期开发。目前在建的为宜华城一期，规划建筑面积 22.28 万平方米，计划总投资 13.34 亿元，截至 2015 年末已投资 7.99 亿元。

总体来看，宜华集团多元化业务布局进一步完善，木业板块经营稳健，宜华健康经营业绩显现，未来随着医疗健康板块的逐步整合，协同效应将进一步凸显，公司抗风险能力进一步增强。

## 财务分析

表 8：2013~2016.Q1 宜华集团部分财务指标指标

	2013	2014	2015	2016.Q1
总资产（亿元）	156.04	162.36	231.68	255.88
短期债务（亿元）	50.41	60.80	51.04	64.67
总债务（亿元）	71.31	64.61	101.19	119.56
资产负债率（%）	59.12	52.48	56.54	57.84
总资本化比率（%）	52.78	45.58	50.12	52.57
经营活动净现金流（亿元）	-3.75	2.70	-9.60	2.82
EBITDA（亿元）	12.68	15.73	16.89	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.28	2.47	2.61	-
总债务/EBITDA（X）	5.62	4.11	5.99	-
经营净现金流/总债务（X）	-0.05	0.04	-0.09	0.02

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务结构方面，截至 2015 年 12 月 31 日，宜华集团资产总额 231.68 亿元，同比增长 42.70%；负债总额 130.99 亿元，同比增长 53.74%。自有资金实力方面，2015 年股东增资，公司所有者权益增至 100.70 亿元，同比增长 30.52%。财务杠杆水平方面，2015 年末公司资产负债率和总资本化率分别为 56.54% 和 50.12%，分别较 2014 年增长 4.06 和 4.54 个百分点，但杠杆比率仍维持较低水平，财务结构维持稳健。此外，2015 年公司长短期债务比降

至 1.02 倍，债务期限结构有大幅改善。

盈利能力方面，2015 年全年公司实现营业收入 56.55 亿元，同比增长 23.04%。毛利率方面，2015 年公司业务综合毛利率为 31.26%，较 2014 年下降 2.61 个百分点，整体上公司毛利率仍处于较好水平。利润方面，2015 年公司利润总额为 8.14 亿元，同比下降 4.01%，其中经营性业务利润 4.50 亿元，同比增长 13.35%，经营性业务盈利能力很强。另外，2015 年公司形成投资收益 4.37 亿元，对其利润形成较好的补充。

偿债能力方面，2015 年末公司总债务 101.19 亿元，同比增长 56.62%。由于债务规模大幅上涨，2015 年公司总债务/EBITDA 由上年的 4.17 倍增加至 5.99 倍，公司债务压力有所加大。此外，2015 年公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.47 倍上升至 2.61 倍，但其可支配现金对当期利息保障能力保持良好。另外，2015 年公司经营活动现金较前两年大幅净流出，无法对债务本息提供较好的保障。

或有负债方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司无对外担保情况，对子公司担保合计 64.02 亿元，占当期净资产的 63.98%，存在一定的或有负债风险。

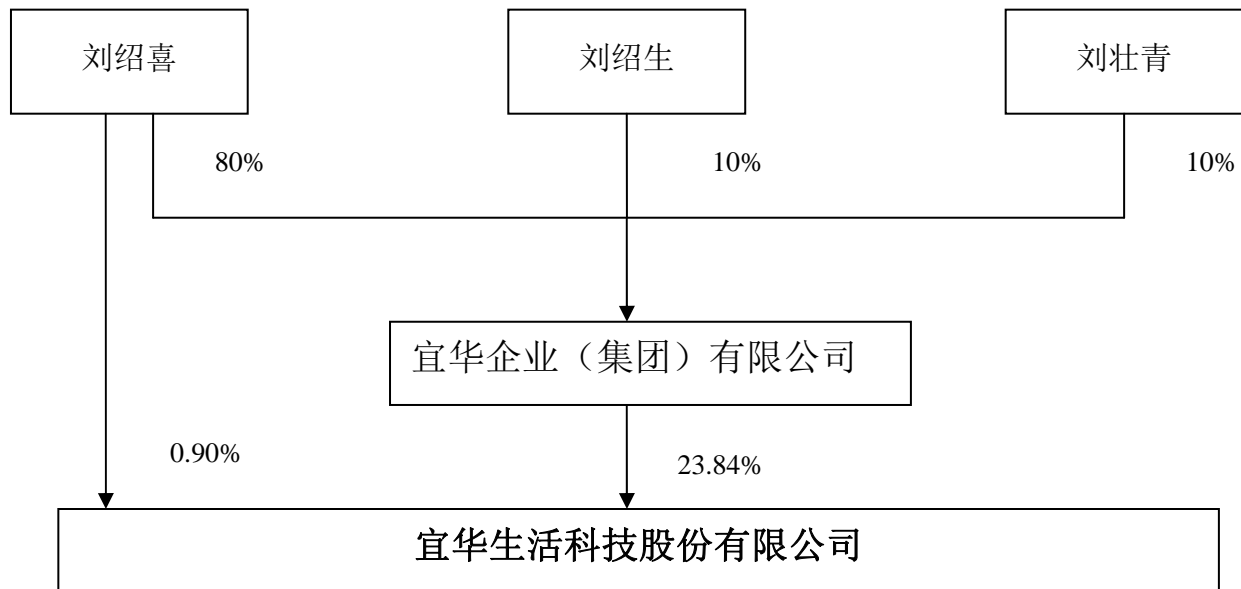
财务弹性方面，公司融资渠道畅通，截至 2015 年末，公司综合授信额度为 47.65 亿元，其中未使用的授信额度为 13.30 亿元，具有一定的备用流动性。

总体来看，宜华集团业务规模不断扩大，主营业务经营良好，财务结构维持稳健以及较好的盈利能力，具备较好的抗风险能力，加之其多元化的业务经营，公司抗风险能力的增强能够为本期债券本息的偿还提供有力的保障。

## 结 论

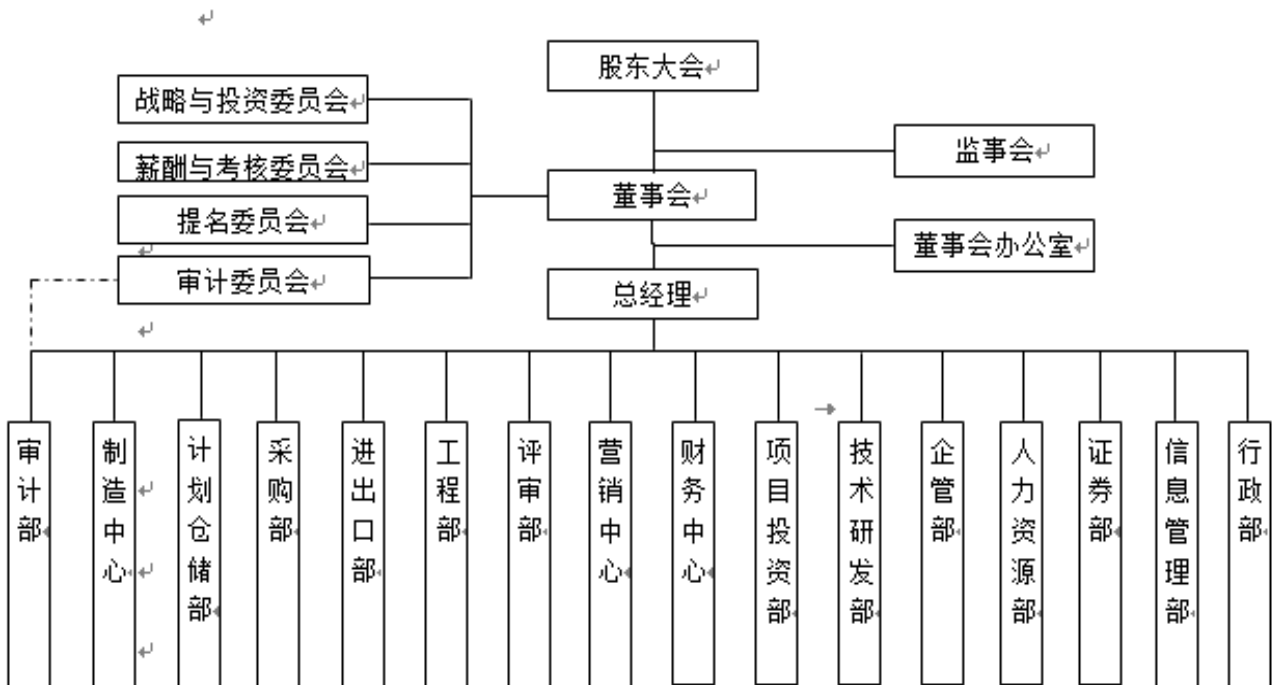
综上，中诚信证评维持宜华生活科技股份有限公司主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定；上调“广东省宜华木业股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）”信用级别至 **AA<sup>+</sup>**。

附一：宜华生活科技股份有限公司股权结构图（截至2015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 2015 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）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	143,388.81	222,057.58	342,554.48	372,539.96
应收账款净额	92,530.28	117,793.36	123,777.29	121,033.44
存货净额	139,290.75	176,368.01	198,090.15	210,825.21
流动资产	417,868.35	565,774.64	699,710.22	746,071.58
长期投资	0.00	0.00	96,557.29	96,446.84
固定资产合计	287,642.99	306,694.55	327,596.22	326,546.63
总资产	862,524.42	1,024,965.61	1,272,465.14	1,316,951.84
短期债务	301,689.48	272,245.56	282,129.48	316,525.65
长期债务	18,000.00	16,250.00	191,116.00	191,116.00
总债务（短期债务+长期债务）	319,689.48	288,495.56	473,245.48	507,641.65
总负债	395,359.95	387,070.87	587,205.19	618,613.34
所有者权益（含少数股东权益）	467,164.47	637,894.74	685,259.95	698,338.50
营业总收入	409,095.47	442,662.87	459,166.76	81,600.09
三费前利润	125,556.55	146,673.82	146,272.85	29,434.65
投资收益	0.00	0.00	452.83	369.55
净利润	41,003.97	52,729.50	61,086.85	13,214.08
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	93,259.37	114,261.08	124,574.21	-
经营活动产生现金净流量	67,030.20	59,044.59	104,735.47	17,847.75
投资活动产生现金净流量	-26,950.25	-37,203.41	-130,128.11	-6,680.28
筹资活动产生现金净流量	19,324.19	36,116.27	141,525.33	23,701.96
现金及现金等价物净增加额	59,453.94	57,967.54	116,224.92	34,869.43
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	31.57	34.21	32.75	37.46
所有者权益收益率（%）	8.78	8.27	8.91	7.57
EBITDA/营业总收入（%）	22.80	25.81	27.13	-
速动比率（X）	0.76	1.08	1.30	1.29
经营活动净现金/总债务（X）	0.21	0.20	0.22	0.14
经营活动净现金/短期债务（X）	0.22	0.22	0.37	0.23
经营活动净现金/利息支出（X）	3.14	2.30	4.16	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.38	4.46	4.95	-
总债务/EBITDA（X）	3.43	2.52	3.80	-
资产负债率（%）	45.84	37.76	46.15	46.97
总资本化比率（%）	40.63	31.14	40.85	42.09
长期资本化比率（%）	3.71	2.48	21.81	21.49
净负债率（%）	37.74	10.42	19.07	19.35

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、2016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）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	155,337.26	243,355.39	433,772.91	491,907.38
应收账款净额	99,011.11	120,474.86	150,557.54	151,379.47
存货净额	479,214.12	410,558.65	462,494.83	427,541.04
流动资产	893,597.04	1,395,288.83	1,201,864.23	1,395,288.83
长期投资	81,535.00	6,415.00	122,359.28	122,248.83
固定资产合计	345,375.56	367,424.00	418,953.66	418,069.51
总资产	1,560,425.10	1,623,487.50	2,316,838.03	2,558,788.54
短期债务	504,079.48	607,987.34	510,388.79	646,669.95
长期债务	209,002.13	38,159.08	501,543.05	548,911.30
总债务（短期债务+长期债务）	713,081.61	646,146.43	1,011,931.83	1,195,581.26
总负债	922,588.82	852,044.63	1,309,851.80	1,480,055.64
所有者权益（含少数股东权益）	637,836.28	1,623,487.50	1,006,986.23	1,078,732.90
营业总收入	508,617.15	459,558.00	565,457.86	104,716.74
三费前利润	146,415.75	148,742.26	166,877.60	36,344.21
投资收益	2,627.08	45,805.21	43,665.45	8,969.55
净利润	43,840.63	73,370.87	68,727.73	12,616.46
EBITDA	126,845.80	157,298.77	168,922.68	-
经营活动产生现金净流量	-37,460.63	27,012.90	-95,958.42	28,171.61
投资活动产生现金净流量	-46,942.28	56,160.36	-136,814.51	-121,918.97
筹资活动产生现金净流量	152,711.07	-35,867.44	381,193.56	156,090.17
现金及现金等价物净增加额	68,357.95	47,315.91	148,512.86	62,373.22
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	31.49	33.87	31.26	36.89
所有者权益收益率（%）	6.87	9.51	6.83	4.68
EBITDA/营业总收入（%）	24.94	34.23	29.87	-
速动比率（X）	0.52	0.62	0.97	1.08
经营活动净现金/总债务（X）	-0.05	0.04	-0.09	0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.07	0.04	-0.19	0.04
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.66	0.57	-1.48	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.28	2.47	2.61	-
总债务/EBITDA（X）	5.62	4.11	5.99	-
资产负债率（%）	59.12	52.48	56.54	57.84
总债务/总资本（%）	52.78	28.47	50.12	52.57
长期资本化比率（%）	24.68	2.30	33.25	33.72

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、2016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。