



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪245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，维持贵公司本次跟踪主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持上述债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年六月五日

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（2017）

发行主体	宜华生活科技股份有限公司		
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	2016/6/1		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

*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	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	63.79	68.53	74.18	75.71
总资产（亿元）	102.50	127.25	159.75	173.93
总债务（亿元）	28.85	47.32	66.70	83.40
营业总收入（亿元）	44.27	45.92	57.00	13.01
营业毛利率（%）	34.21	32.75	36.09	39.71
EBITDA（亿元）	11.43	12.46	14.77	3.14
所有者权益收益率（%）	8.27	8.91	9.54	8.39
资产负债率（%）	37.76	46.15	53.56	56.47
总债务/EBITDA（X）	2.52	3.80	4.52	6.65
EBITDA 利息倍数（X）	4.46	4.95	5.10	7.00
宜华集团	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	77.15	100.61	189.98	192.90
总资产（亿元）	162.36	231.58	443.12	465.63
总债务（亿元）	64.61	101.12	187.85	216.30
营业总收入（亿元）	45.96	56.55	71.42	17.50
营业毛利率（%）	33.87	31.26	34.32	39.20
EBITDA（亿元）	15.73	16.35	24.29	6.30
所有者权益收益率（%）	9.59	6.30	3.86	6.13
资产负债率（%）	52.48	56.54	57.13	58.57
总债务/EBITDA（X）	4.11	6.18	7.73	8.58
EBITDA 利息倍数（X）	2.47	2.53	2.87	3.23

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 2017 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

2016 年，宜华生活科技股份有限公司（以下简称“宜华生活”）完成对华达利国际控股有限公司（以下简称“华达利”）的收购，家具产品经营业绩提升，未来随着同华达利业务资源的整合，其家具产品经营业绩有望持续向好；同时，宜华生活盈利能力加强、主要偿债指标表现良好。此外，担保方宜华企业（集团）有限公司（以下简称“宜华集团”）医疗健康板块产业链形成，协同效应显现，多元化业务格局提升其整体抗风险能力，加之较好的经营获现能力，宜华集团提供的保证担保仍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”）也关注到宜华生活债务规模快速扩大、债务期限结构有待改善以及宜华集团业务整合面临的挑战等因素可能对两者经营及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

- 家具产品经营业绩提升。2016 年宜华生活通过收购华达利，丰富了家具产品品类，扩充了家具生产产能，家具产量和销量分别为 137.70 万件套和 149.06 万件套，分别增长 23.24%和 41.29%，未来随着资源和销售渠道的整合，宜华生活同华达利在业务开展方面协同作用将会进一步显现，家具产品经营业绩有望继续向好。
- 盈利能力及主要偿债指标持续向好。2016 年，宜华生活经营性业务利润为 8.43 亿元，同比增长 15.64%，盈利能力提升；同时，宜华生活获

分析师

李涛哲 shzhli@ccxr.com.cn

杨杰峰 jfyang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月5日

现能力增强，经营获现可对利息支出形成良好覆盖，主要偿债指标持续优化。

- 宜华集团具有很强的担保实力。2016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”）已逐步完成健康医疗产业链的打造，表现出良好的经营业绩；至此，宜华集团已形成木业家居、医疗健康、房地产等多元化的产业布局，抗风险能力增强；同时，2016年宜华集团表现出较强的经营获现能力，其提供的保证担保具有较好的增信作用。

关注

- 宜华生活债务规模快速上升，债务期限结构有待改善。2016年末，宜华生活总债务为66.70亿元，同比增长40.96%；另截至2017年3月末，宜华生活总债务进一步上涨至83.40亿元；同时，2016年末及2017年3月末，宜华生活长短期债务比分别为1.82倍和1.34倍，以短期债务为主的债务期限结构不甚合理，或将存在一定再融资压力。
- 宜华集团业务整合面临一定挑战。2016年，宜华集团进行了一系列收购行为，拓展软体家具市场，布局医疗健康产业，随着其收购项目的增加，管理资产规模将进一步提升，未来或面临一定的资源整合困难，对其管理能力提出了更高的挑战。

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委托方构成委托关系外，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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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”）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 宜华债 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 2016 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。

重大事项

2016 年 2 月 23 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（以下简称“理想家居”）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（以下简称“BEM”）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。本次交易的总对价为 399,783,218 新加坡元，约合人民币 18.30 亿元（按 2015 年 12 月 10 日新加坡元对人民币汇率中间价：1 新加坡元折合人民币 4.5773 元），全部为现金对价。

公司收到广东省发展和改革委员会颁发的《项目备案通知书》及广东省商务厅颁发的《企业境外

投资证书》，并完成境外投资外汇登记手续。此外，本次重大资产重组已获得新加坡证券理事会的确认函，并通过台湾经济部投资审查委员会核准及美国反垄断机构审查，同时上述重大资产购买方案获得新加坡法院批准，并于 2016 年 9 月 7 日在新加坡会计与公司管理局完成备案。2016 年 9 月 8 日，上述资产重组的先决条件全部获得满足。理想家居于 2016 年 9 月 8 日完成支付本次交易的全部对价，并成为华达利的合法权益所有人，拥有华达利完整的收益权、表决权和处置权，资产重组所涉及工作已全部完成。

行业关注

2016 年中国家具制造业产业结构调整加快，规模效应明显，龙头企业市场占有率提升。此外，行业标准的升级对家具制造商提出了更高要求。

我国家具制造业已进入产业结构调整阶段，规模效应显现。根据国家工业和信息化部网站公布的数据，2016 年全国家具行业规模以上企业实现主营业务收入 8,559.46 亿元，同比增长 8.57%；累计创造利润总额 537.48 亿元，同比增长 7.88%；累计完成产量 79,464.15 万件，同比增长 1.27%。规模以上企业技术更为先进、产品种类更为丰富、销售渠道更加多元，更易满足消费者对产品的需求，受此影响，家具行业龙头企业的市场占有率不断提升，品牌消费进一步提升了行业集中度，产业结构不断优化。同时，我国规模以上家具企业数量亦不断增加，截至 2016 年末，全国家具行业规模以上企业达到 5,561 家，较上年增加 271 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。

在政策方面，2016 年 7 月 1 日起，《玻璃家具通用技术条件》、《竹制家具通用技术条件》及《家

具用材料分类》开始实施，新标准的实施对我国家具制造商提出了挑战。此外，2016年10月10日深圳市发布《家具成品及原辅材料有害物质限量标准》（以下简称“深圳标准”），深圳标准已远远超出国家标准，其规定将全面禁止溶剂型涂料和溶剂型粘剂在深圳地区使用，并于2017年1月1日起实施。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

公司通过对华达利的收购，丰富了家具产品品类，家具产销量得到较大增长，产能利用率进一步提升；此外随着公司新增制造基地的建设投产，公司生产能力将得到强化。

跟踪期内，公司完成对华达利的收购，华达利是国际领先的家具制造公司，主要从事沙发与皮革相关家具产品的研发、设计与销售，其主要产品包括沙发、皮革、床垫、桌椅及柜类等。

具体来看，目前华达利沙发产能为300万件套，2016年产量约为200.24万件套。截至2016年末，华达利资产总额3.04亿美元，净资产为1.69亿美元；2016年，华达利实现营业收入4.67亿美元，净利润为0.16亿美元。华达利于2016年9月纳入公司合并报表范围，并表后于2016年9~12月产生净利润0.17亿美元，1~8月亏损主要系并购的各项费用列支。在上述并购交易方案中，华达利原母公司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，在第二个财务期间内（2017年8月1日~2018年7月31日）华达利经审计的税后合并净利润不低于2,750万美元，在第三个财务期间内（2018年8月1日~2019年7月31日）华达利经审计的税后合并净利润不低于3,025万美元。

2016年，公司木业家居营业收入合计55.64亿元，同比增长21.36%。分产品来看，受并购完成的影响，2016年公司产品收入结构有小幅变化，其中家具类产品业务收入为52.40亿元，同比增长

24.96%；地板类产品业务收入为3.10亿元，同比下降19.62%。

表1：2014年~2017年3月木业家居业务收入汇总

单位：亿元

产品	2014	2015	2016	2017.Q1
家具	40.76	41.88	52.40	12.31
地板	3.40	3.89	3.13	0.54
合计	44.16	45.77	55.53	12.85

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产能方面，2016年公司家具产能从2015年的120.00万件套提升至140.00万件套，主要系子公司投产所致；地板产能维持稳定，为2.10万立方米。此外，公司在建的生产基地四川阆中和山东郯城一期已于2017年1季度正式投产；四川阆中生产基地总投资额为6.00亿元，截至2016年末已投入5.51亿元，该基地投产后年产实木家具20万套；山东郯城一期总投资额为12.00亿元，截至2016年末已投入7.67亿元。山东郯城二期计划于2019年1月试生产，于2019年6月正式投产，该生产基地总投资额为10.00亿元，目前尚未投入资金。山东郯城基地正式投产后，一期二期预计总产能为62.5万件套软体家具和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。

表2：2014~2016年公司木业家具业务产能情况

单位：万件套、万立方米

	2014	2015	2016
家具	120.00	120.00	140.00
地板	2.10	2.10	2.10

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从生产情况来看，公司视销售情况调节生产进度，2016年公司家具产量为137.70万件套，较2015年增长23.24%，主要原因为收购华达利后产能有所提升；同期公司地板产量为1.86万立方米，同比下降4.68%，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，当年公司地板产量有所下滑，但仍保持在公司生产的正常范围内。产能利用率方面，2016年家具产能利用率为98.36%，较2015年上升5.25个百分点；同期地板产能利用率为88.57%，较2015年下降4.58个百分点，但仍维持在较高水平。

表 3: 2014-2016 年公司木业家具业务运营情况

单位: 万件套、万立方米、%

	2014	2015	2016
家具产量	100.61	111.73	137.70
家具销量	94.01	105.50	149.06
家具产销率	93.44	94.42	108.25
地板产量	2.07	1.96	1.86
地板销量	2.05	2.33	1.84
地板产销率	99.03	118.88	98.49

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从销售情况看, 受益于产品矩阵的扩充, 2016 年公司家具销量从 2015 年的 105.50 万件套增长至 149.06 万件套, 同比增长 41.29%; 同期地板销量为 1.84 万平方米, 较 2015 年的 2.33 万平方米下降 21.21%。从产销率来看, 2016 年家具的产销率为 108.25%, 较 2015 年增长 13.83 个百分点; 地板的产销率为 98.49%, 较 2015 年下降 20.39 个百分点。整体来看, 2016 年公司产品销售结构有所变化, 家具销量及产销率有较大提升, 而地板销量及产销率则有所下降。

凭借华达利资源及渠道优势, 公司外销业务收入增长明显, 未来随着公司同华达利业务资源的整合, 协同作用将逐步显现。

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 2016 年华达利于欧洲的销售占比约为 47%, 于美洲的占比约为 20%。

2016 年, 世界经济依然延续低迷态势, 欧元区和日本经济增长乏力, 新兴经济体普遍面临经济结构调整压力, 同时国内经济增速放缓, 在此背景下, 公司家具产品及地板销售面临一定的挑战。跟踪期内, 通过完成对华达利的收购, 公司拓宽销售渠道, 外销业务收入增长明显, 当年外销收入为 43.55 亿元, 同比增长 30.98%, 外销收入占业务收入比重为 78.27%, 较上年提升 5.75 个百分点。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。

内销方面, 公司维持原有的“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。2016 年, 公司实现内销收入 12.09 亿元, 与 2015 年的 12.60 亿元基本持平。

图 1: 2014-2016 年公司木业家居销售收入情况

单位: 亿元



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

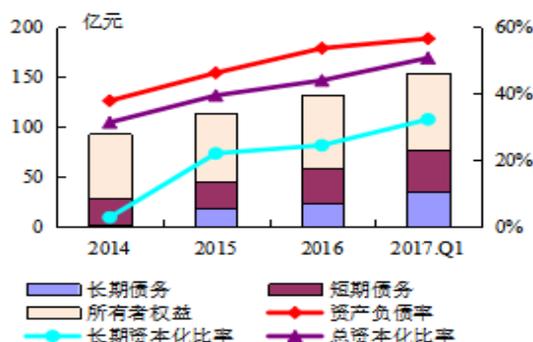
未来公司将完成与华达利的业务整合, 销售渠道以及资源的协同配置将促进公司的进一步发展。公司不仅能通过华达利丰富家具产品矩阵, 更能在海外销售渠道上与以欧洲为主要市场的华达利相互渗透与互补, 形成在出口业务方面的协同作用。

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 2014 年度、2015 年度和 2016 年度审计报告以及未经审计的 2017 年 3 月财务报表。以下数据均为合并报表口径。

资本结构

图 2: 2014-2017.Q1 公司资本结构



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

随着公司上下游产业链的不断延伸以及对华达利收购的完成，其资产规模进一步提升。2016年末，公司资产总额为159.75亿元，同比增长25.54%。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85.57亿元，同比增长45.73%。自有资本实力方面，较为丰厚的留存收益不断充实其自有资本，2016年末所有者权益为74.18亿元，同比增长8.24%，自有资本实力进一步增强。另截至2017年3月末，公司资产总额为173.93亿元，负债总额为98.23亿元，所有者权益为75.71亿元。

资产构成方面，2016年末公司资产以流动资产为主，占总资产比重为53.33%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。具体来看，2016年末公司货币资金账面价值为35.53亿元，同比增长3.69%，主要系银行存款增加；同期末，公司应收账款余额为16.58亿元，同比增长33.39%，主要系当年收购华达利应收客户货款增加所致；存货方面，2016年末公司存货余额26.77亿元，同比增长37.78%，主要系收购华达利存货储备增加所致。此外，公司非流动资产主要由固定资产构成，2016年末账面价值为37.70亿元，同比增长37.87%，主要为公司生产厂房、家具体验馆以及机器设备、运输工具等。

财务杠杆水平方面，2016年末公司资产负债率和总资本化率分别为53.56%和47.35%，分别较上年增加7.41个百分点和6.50个百分点。另截至2017年3月末，公司资产负债率和总资本化率分别为56.47%和52.42%，较2016年末进一步上升。整体来看，公司财务杠杆在同行业中处于较高水平。

表4：截至2016年12月31日家具制造上市公司

资产及负债率比较

单位：亿元、%

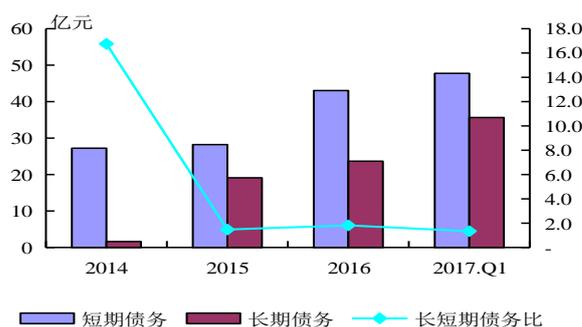
公司	总资产	资产负债率
宜华生活	159.75	53.56
索菲亚	53.38	25.22
美克家居	51.43	37.68
好莱客	14.92	20.33
永艺股份	9.40	33.15

资料来源：各公司定期报告，中诚信证评整理

债务方面，2016年末公司总债务较2015年有

较大幅度增长，为66.70亿元，同比增长41.01%，主要系当年公司短期借款增加及理想家居发行优先有保证有担保票据所致。债务期限结构方面，2016年末公司长短期债务比为1.82倍，较2015年有小幅提升。另截至2017年3月末，公司总债务为83.40亿元，长短期债务比为1.34倍。公司以短期债务为主的债务期限结构不甚合理，或存在一定的再融资压力。

图3：2014-2017.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，2016年公司业务规模的扩张使得其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，公司财务杠杆水平在同行业中相对较高，债务期限结构有待改善。

盈利能力

从收入规模来看，受益于产品销售数量及结构的变化，2016年公司全年营业收入同比增长24.13%至57.00亿元。其中，家具销售收入52.40亿元，同比增长24.96%；地板销售收入3.13亿元，同比下滑19.62%；原木销售收入0.12亿元，同比增长388.49%。毛利率方面，2016年公司业务综合毛利率为36.09%，较2015年上升3.34个百分点，初始获利空间加大。2017年1~3月，公司实现营业收入13.01亿元，综合毛利率为39.71%。

期间费用方面，2016年公司期间费用有大幅提升，主要系收购华达利带来的销售费用及管理费用增加所致，以及银行借款利息、融资费用增加所致。2016年公司期间费用合计11.54亿元，占营业收入比重为20.24%，较上年上升4.27个百分点，公司对期间费用的把控能力有待加强。

表 5：2014~2017.Q1 公司期间费用分析

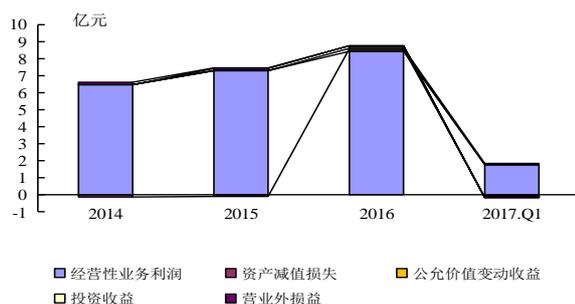
单位：亿元、%

	2014	2015	2016	2017.Q1
管理费用	2.48	2.79	3.93	1.24
销售费用	3.28	2.69	5.05	1.47
财务费用	2.43	1.86	2.55	0.49
三费合计	8.20	7.33	11.54	3.18
营业总收入	44.27	45.92	57.00	13.01
三费收入占比	18.52	15.97	20.24	24.43

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润方面，2016 年公司利润总额为 8.76 亿元，同比增长 20.33%，其中经营性业务利润 8.43 亿元，同比增长 15.64%，占利润总额比例为 96.23%，经营性业务盈利能力较强。同期，公司净利润为 7.08 亿元，净资产收益率为 9.54%，较 2015 年增加 0.63 个百分点，盈利能力持续增强。

图 4：2014~2017.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，2016 年公司毛利率水平有所提升，营业收入及利润总额保持增长，公司具备较强的盈利能力。但中诚信证评也关注到期间费用持续提高，公司对期间费用的管控能力有待加强。

偿债能力

从债务规模来看，随着经营规模的扩大，截至 2016 年 12 月 31 日，公司总债务为 66.70 亿元，较上年末上升了 40.96%；其中短期债务 43.04 亿元，短期债务占比较高。另截至 2017 年 3 月 31 日，公司总债务为 83.40 亿元，较 2016 年末增长 25.04%，债务规模继续扩大。

从主要偿债能力指标来看，2016 年公司 EBITDA 为 14.77 亿元，同比上升 18.54%，主要系利润总额增加所致，公司的资金获取能力进一步增强。由于债务增长过快，2016 年公司总债务/EBITDA 指标有所弱化，由 2015 年的 3.80 倍上升

至 4.52 倍。同期，公司 EBTIDA 利息倍数为 5.10 倍，较 2015 年的 4.95 倍有所提升，能够对债务利息形成良好覆盖。

现金流方面，2016 年公司经营活动净现金流为 12.78 亿元，同比增长 22.06%。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 4.41 倍，经营活动净现金流能对债务利息形成良好覆盖。

表 6：2014~2017.Q1 公司主要偿债能力指标

	2014	2015	2016	2017.Q1
短期债务 (亿元)	27.22	28.21	43.04	47.76
长期债务 (亿元)	1.63	19.11	23.66	35.65
总债务 (亿元)	28.85	47.32	66.70	83.40
经营净现金流利息倍数 (X)	2.30	4.16	4.41	-7.11
经营净现金流/总债务 (X)	0.20	0.22	0.19	-0.15
EBITDA (亿元)	11.43	12.47	14.77	3.14
总债务/EBITDA (X)	2.52	3.80	4.52	6.65
EBITDA 利息倍数 (X)	4.46	4.95	5.10	7.00

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 2016 年末，公司合并口径下获得主要合作银行授信总额为 55.43 亿元，其中未使用的授信额度为 22.11 亿元，具有一定的备用流动性。

或有负债方面，截至 2016 年 12 月 31 日，公司无对外担保，对子公司担保 10.65 亿元，占当期净资产的 14.36%，或有负债风险较小。

整体来看，2016 年公司完成对华达利的收购，资产规模增长，盈利能力进一步增强，各项偿债指标表现良好，随着收购后业务的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

2016 年，宜华集团在强化木业家居板块的同时，继续推进其在医疗健康业务板块上的扩张，

多元化经营模式逐渐形成。

医疗健康业务方面，公司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”），2016年宜华健康打造的医疗健康板块产业链逐渐形成，通过资本运作收购企业整合。2015年宜华健康完成对广东众安康后勤集团有限公司（以下简称“众安康”）100%股权的收购，2016年完成对达孜赛乐康投资管理服务有限公司（以下简称“达孜赛乐康”）100%股权、对爱奥乐医疗器械（深圳）有限公司（以下简称“爱奥乐”）100%股权以及对亲和源集团有限公司（以下简称“亲和源”）58.33%股权的收购，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、以达孜赛乐康为主的医院管理咨询服务和诊疗中心合作业务、以爱奥乐为主的医疗器械生产和销售业务、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。

具体来看，达孜赛乐康的诊疗中心合作业务与众安康医疗后勤服务形成优势互补，众安康可为达孜赛乐康的诊疗中心提供专业化的后勤综合服务，达孜赛乐康诊疗中心的医疗专业工程可由众安康来负责建设；同时，爱奥乐可为达孜赛乐康旗下医院和诊疗中心患者提供医疗器械，降低双方的运营成本，爱奥乐亦可为亲和源的养老社区提供检测业务；此外，亲和源的养老业务与众安康启动的养老服务工程相呼应，并在养老社区的运营管理等多方面形成互助，能够较为有效的降低运营成本。2016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共实现营业收入12.92亿元，同比增长38.33%，占公司当年总营业收入的比例为18.09%，对营业收入形成了一定的补充。

表 7：2015~2016 年医疗健康业务主要收入构成情况

单位：亿元		
业务	2015	2016
医疗后勤服务	5.91	5.93
医疗专业工程	3.00	3.94
医疗商品销售	0.43	1.04
医院投资运营	-	1.76
养老服务业务	-	0.17
合计	9.34	12.84

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，协同效应逐步凸显，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，公司近期收购企业较多，相关业务的整合将对公司的管理能力提出挑战。

房地产业务方面，2016年宜华集团实现签约销售面积11.31万平方米，较2015年的1.96万平方米有大幅提高；同期实现签约销售金额1.45亿元，同比上升185.02%。项目结算方面，2016年公司项目结算面积为2.77万平方米，同比增长20.72%，但结算金额下跌13.14%至0.79亿元。截至2016年末，公司主要在建项目为宜华城项目和海湾尚景项目，分别位于汕头市新津片区和澄海区，规划建筑面积分别为30万平方米和10万平方米，计划总投资23.00亿元，截至2016年末已投资15.62亿元。在房地产市场竞争加剧、区域分化日益明显以及调控政策频出的背景下，公司房地产开发以存量项目为主，2016年末未新增土地储备。

总体来看，2016年宜华集团通过一系列的收购，强化了其木业家居板块在产品及渠道上的优势，延伸了其医疗健康业务的产业链。公司多元化经营模式逐渐形成，业务间协同作用显现，抗风险能力进一步增强。

财务分析

表 8：2014~2017.Q1 宜华集团部分财务指标

	2014	2015	2016	2017.Q1
总资产（亿元）	162.36	231.68	443.12	465.63
短期债务（亿元）	60.80	51.04	74.08	91.14
总债务（亿元）	64.61	101.12	187.85	216.30
资产负债率（%）	52.48	56.56	57.13	58.57
总资本化比率（%）	45.58	50.13	49.72	52.86
经营活动净现金流（亿元）	2.70	-2.88	2.93	-8.39
EBITDA（亿元）	15.73	16.35	24.29	6.30
EBITDA 利息倍数（X）	2.47	2.53	2.92	3.23
总债务/EBITDA（X）	4.11	6.18	7.73	8.58
经营净现金流/总债务（X）	0.04	-0.03	0.02	-0.16

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2016年12月31日，宜华集团资产总额443.12亿元，同比增长91.35%，

2016 年宜华生活完成对华达利的收购以及宜华健康完成对爱奥乐、达孜赛乐康和亲和源的收购，当年资产规模增长显著。同期末，公司负债总额 253.14 亿元，同比增长 93.28%。自有资本实力方面，得益于利润累积和股东增资 51.43 亿元，公司所有者权益增至 189.98 亿元，同比增长 88.83%。财务杠杆水平方面，2016 年末公司资产负债率和总资本化率分别为 57.13% 和 49.72%，杠杆比率较 2015 年变化较小且处于适中水平。此外，2016 年末公司总债务为 187.85 亿元，同比增长 85.77%；长短期债务比由上年的 1.02 倍降至 0.65 倍，债务期限结构进一步改善。

盈利能力方面，2016 年全年公司实现营业收入 71.42 亿元，同比增长 26.30%。毛利率方面，2016 年公司业务综合毛利率为 34.32%，较 2015 年上升 3.06 个百分点，整体上公司毛利率处于较好水平。利润方面，2016 年公司利润总额为 12.02 亿元，同比上升 58.37%；其中，经营性业务利润 3.89 亿元，同比下降 13.56%，经营性业务盈利能力有所弱化；投资收益 8.49 亿元，主要为应收汕头宜华投资控股有限公司、湘潭市两型社会建设投融资有限公司的利息收入和宜华健康的理财产品收益，对利润形成有力的补充。同期，公司实现净利润 7.34 亿元，同比增长 15.77%；净资产收益率为 3.86%，较上年下降 2.44 个百分点，受股东增资净资产规模扩大影响，当年所有者权益收益率有所下滑，但整体来看，公司盈利能力依然较强。

偿债能力方面，2016 年末公司总债务 187.85 亿元，同比增长 85.77%。由于债务规模大幅上涨，2016 年公司总债务/EBITDA 由上年的 6.18 倍增加至 7.73 倍。此外，2016 年公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.53 倍上升至 2.87 倍，其可支配现金对当期利息保障能力有所提升。另外，2016 年公司经营活动净现金流对总债务的覆盖比例仅为 0.02 倍，经营活动净现金流利息覆盖倍数为 0.35 倍，经营活动净现金流对债务本息保障较弱。

或有负债方面，截至 2016 年 12 月 31 日，公司无对外担保情况，对子公司担保合计 70.60 亿元，占当期净资产的 37.16%。

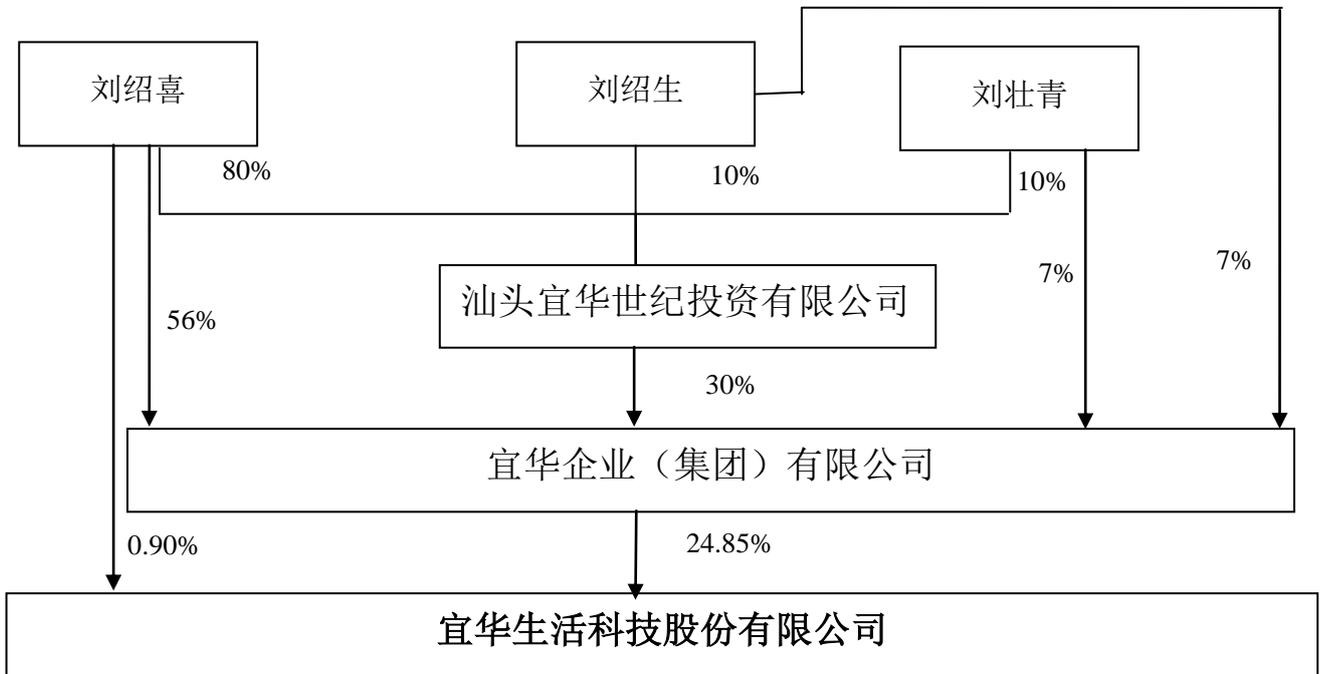
财务弹性方面，公司融资渠道畅通，截至 2016 年末，公司综合授信额度为 118.86 亿元，其中未使用的授信额度为 30.21 亿元，具有一定的备用流动性。

总体来看，目前宜华集团已形成以木业家居、医疗健康、房地产等为主业的多元化经营模式，抗风险能力进一步加强。此外，公司财务结构维持稳健，经营获现能力及盈利能力依然很强，加之一定的备用流动性，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

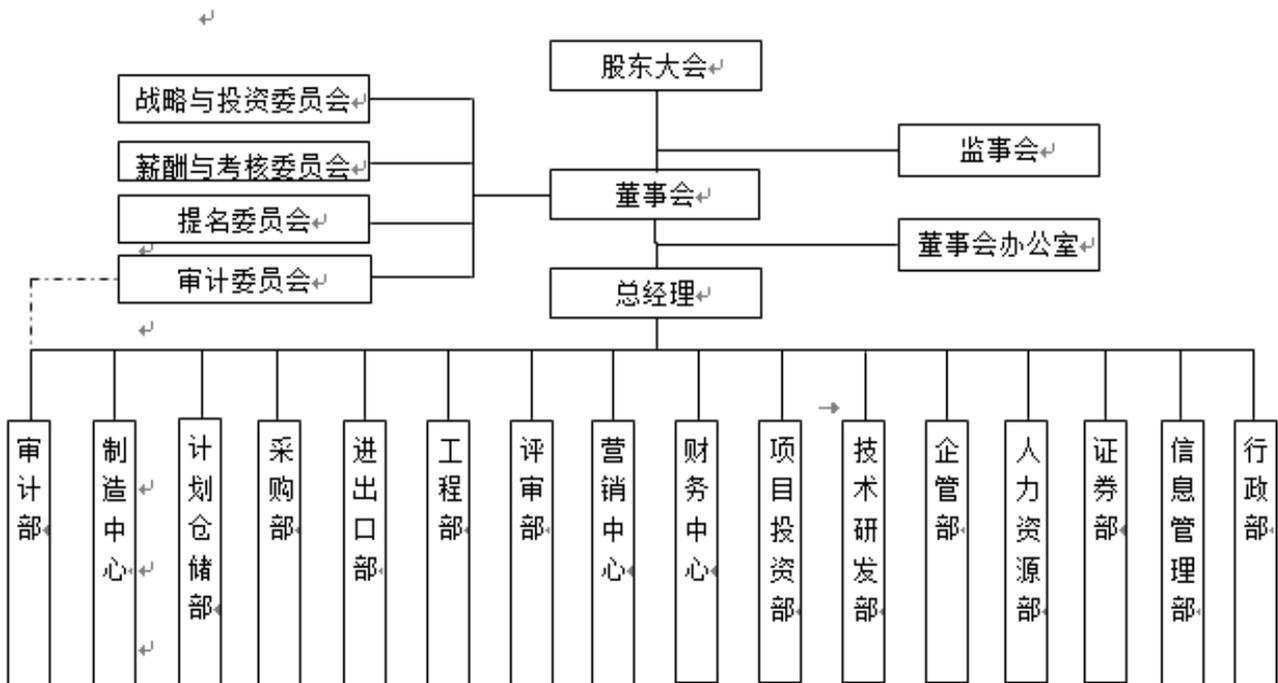
综上，中诚信证评维持宜华生活科技股份有限公司主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定；维持“广东省宜华木业股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）”和“广东省宜华木业股份有限公司 2015 年公司债券（第二期）”信用级别为 **AA⁺**。

附一：宜华生活科技股份有限公司股权结构图（截至2016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 2016 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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	222,057.58	342,554.48	355,207.30	461,733.77
应收账款净额	117,793.36	123,777.29	165,776.36	186,494.09
存货净额	176,368.01	198,090.15	267,720.70	283,317.65
流动资产	565,774.64	699,710.22	851,933.07	999,861.42
长期投资	0.00	96,557.29	95,796.96	95,729.11
固定资产合计	306,694.55	327,596.22	402,395.12	399,402.91
总资产	1,024,965.61	1,272,465.14	1,597,501.62	1,739,335.33
短期债务	272,245.56	282,129.48	430,361.37	477,561.64
长期债务	16,250.00	191,116.00	236,648.10	356,456.10
总债务（短期债务+长期债务）	288,495.56	473,245.48	667,009.47	834,017.74
总负债	387,070.87	587,205.19	855,693.44	982,273.36
所有者权益（含少数股东权益）	637,894.74	685,259.95	741,808.18	757,061.97
营业总收入	442,662.87	459,166.76	570,016.88	130,060.09
三费前利润	146,673.82	146,272.85	199,711.49	49,346.49
投资收益	0.00	452.83	705.91	-67.85
净利润	52,729.50	61,086.85	70,781.24	15,878.38
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	114,261.08	124,574.21	147,717.39	31,353.70
经营活动产生现金净流量	59,044.59	104,735.47	127,798.14	-31,831.85
投资活动产生现金净流量	-37,203.41	-130,128.11	-218,671.54	-17,380.04
筹资活动产生现金净流量	36,116.27	141,525.33	122,169.29	149,288.00
现金及现金等价物净增加额	57,967.54	116,224.92	29,744.70	100,175.54
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	34.21	32.75	36.09	39.71
所有者权益收益率（%）	8.27	8.91	9.54	8.39
EBITDA/营业总收入（%）	25.81	27.13	25.91	24.11
速动比率（X）	1.08	1.30	0.99	1.20
经营活动净现金/总债务（X）	0.20	0.22	0.19	-0.15
经营活动净现金/短期债务（X）	0.22	0.37	0.30	-0.27
经营活动净现金/利息支出（X）	2.30	4.16	4.41	-7.11
EBITDA 利息倍数（X）	4.46	4.95	5.10	7.00
总债务/EBITDA（X）	2.52	3.80	4.52	6.65
资产负债率（%）	37.76	46.15	53.56	56.47
总资本化比率（%）	31.14	40.85	47.35	52.42
长期资本化比率（%）	2.48	21.81	24.19	32.01

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、2017 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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	243,355.39	433,772.91	532,730.25	582,580.62
应收账款净额	120,474.86	147,828.28	194,548.43	223,205.40
存货净额	410,558.65	464,619.14	672,684.22	658,944.41
流动资产	1,395,288.83	1,202,643.47	2,327,138.42	2,567,777.37
长期投资	6,415.00	122,359.28	165,116.49	181,613.63
固定资产合计	367,424.00	417,861.23	530,178.73	575,575.45
总资产	1,623,487.50	2,315,831.99	4,431,207.50	4,656,256.14
短期债务	607,987.34	510,388.79	740,791.85	911,397.75
长期债务	38,159.08	500,765.27	1,137,726.42	1,251,616.80
总债务（短期债务+长期债务）	646,146.43	1,011,154.06	1,878,518.27	2,163,014.55
总负债	852,044.63	1,309,729.60	2,531,371.57	2,727,223.60
所有者权益（含少数股东权益）	1,623,487.50	1,006,102.39	1,899,835.92	1,929,032.54
营业总收入	459,558.00	565,457.86	714,183.24	175,004.33
三费前利润	148,742.26	166,877.60	236,773.15	66,153.73
投资收益	45,805.21	38,532.79	84,884.61	21,912.74
净利润	73,370.87	63,381.55	73,388.36	29,551.35
EBITDA	157,298.77	163,504.88	242,889.55	62,996.30
经营活动产生现金净流量	27,012.90	-28,819.05	29,297.73	-83,868.78
投资活动产生现金净流量	56,160.36	-203,953.88	-1,555,778.04	-142,396.83
筹资活动产生现金净流量	-35,867.44	381,193.56	1,689,411.88	220,353.86
现金及现金等价物净增加额	47,315.91	148,512.86	161,380.37	-5,812.33
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	33.87	31.26	34.32	39.20
所有者权益收益率（%）	9.51	6.30	3.86	6.13
EBITDA/营业总收入（%）	34.23	28.92	34.01	36.00
速动比率（X）	0.62	0.97	1.26	1.36
经营活动净现金/总债务（X）	0.04	-0.03	0.02	-0.16
经营活动净现金/短期债务（X）	0.04	-0.06	0.04	-0.37
经营活动净现金/利息支出（X）	0.57	-0.45	0.35	-4.29
EBITDA 利息倍数（X）	2.47	2.53	2.87	3.23
总债务/EBITDA（X）	4.11	6.18	7.73	8.58
资产负债率（%）	52.48	56.56	57.13	58.57
总债务/总资本（%）	28.47	50.13	49.72	52.86
长期资本化比率（%）	2.30	33.23	37.46	39.35

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、2017 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。