



信用等级通知书

信评委函字[2015] 126号

广东省宜华木业股份有限公司：

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拟发行的“广东省宜华木业股份有限公司2015年公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；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
二零一五年七月十七日

广东省宜华木业股份有限公司 2015 年公司债券（第二期）信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	广东省宜华木业股份有限公司
发行规模	人民币 6 亿元
债券期限	5 年
债券利率	本期债券票面利率由公司的主承销商通过发行时市场询价协商确定，在债券存续期内固定不变。
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
担保主体	宜华企业（集团）有限公司
担保级别	AA
担保方式	全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

概况数据

宜华木业	2012	2013	2014
所有者权益（亿元）	43.46	46.72	63.79
总资产（亿元）	79.79	86.25	102.50
总债务（亿元）	28.87	31.97	38.71
营业总收入（亿元）	33.48	40.91	44.27
营业毛利率（%）	30.45	31.57	34.21
EBITDA（亿元）	7.62	9.33	11.43
所有者权益收益率（%）	7.15	9.09	9.54
资产负债率（%）	45.53	45.84	37.76
总债务/EBITDA（X）	3.79	3.43	2.52
EBITDA 利息倍数（X）	4.05	4.38	4.46
宜华集团	2012	2013	2014
所有者权益（亿元）	52.19	60.26	75.33
总资产（亿元）	131.46	151.58	160.49
总债务（亿元）	56.63	71.31	64.61
营业总收入（亿元）	34.39	50.86	45.96
营业毛利率（%）	30.75	31.49	33.87
EBITDA（亿元）	9.13	12.69	14.49
所有者权益收益率（%）	3.66	7.75	9.31
资产负债率（%）	60.30	60.25	53.06
总债务/EBITDA（X）	6.20	5.62	4.46
EBITDA 利息倍数（X）	2.05	2.22	2.30

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“广东省宜华木业股份有限公司（以下简称“宜华木业”或“公司”）2015 年公司债券（第二期）”的信用级别为 **AA**，该级别反映了本期债券的信用质量很高，信用风险很低。本级别的授予考虑了宜华企业（集团）有限公司（以下简称“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到的保障作用。

中诚信证评评定宜华木业主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定。该级别反映了宜华木业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。中诚信证评肯定了宜华木业丰富的林业资源、稳定的客户资源、财务结构稳健等有利因素为公司的可持续发展奠定了良好基础。同时，中诚信证评也关注到公司收入大部分来源于国外市场，容易受国外经济政策及政治、汇率波动影响以及未来产能利用率等因素对公司整体信用状况的影响。

正 面

- **林业资源优势。**目前公司直接拥有的梅州大埔、江西遂川、非洲加蓬三处林地，面积总和超过 500 万亩，是国内家具制造企业中拥有林木资源最为丰富的公司之一，丰富的林木资源为公司稳定的原料供应提供保障。
- **稳定的客户群。**公司国外业务开展多年，目前已与多家美国大型的家具批发商、零售商和品牌连锁店达成长期框架协议，确保公司家具以及地板产品销售环节的顺畅，稳定销售渠道。
- **产业一体化优势。**公司利用林业资源优势，积极发展国内业务，提高协同效应以及加快渠道拓展，逐步完善国内营销网络布局，初步形成“体验+互动+销售+配送”立体营销体系的国内业务格局。

分 析 师

龚天璇 txgong@ccxr.com.cn许家能 jxuxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015年7月17日

- 公司具备很强的偿债能力。公司近年来财务结构总体保持稳健，2014 年末公司资产负债率和总资本比率分别为 37.76%和 31.14%，同时考虑到公司很强的盈利能力和经营获现能力，公司具备很强的偿债能力。

关 注

- 外贸相关风险。2012~2014 年，公司外销额占营业总收入的比例分别为 88.07%、84.98%和 78.99%，同时公司产品进出口主要以外币结算，人民币汇率的波动会给公司带来一定的汇兑风险。此外，随着世界家具贸易日益频繁，各国都在不同程度上增强了贸易保护措施，或将对公司的出口业务带来一定不利影响。
- 未来产能利用率。公司未来将致力于开拓中国市场，但目前国内家具行业面临产能过剩、成本上涨、市场竞争加剧等问题，公司产能扩张后，其产能释放或将面临一定压力。

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、除因本期评级事项中诚信证评与发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，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，不存在因发行主体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。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，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。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、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。

概 况

发债主体概况

广东省宜华木业股份有限公司（以下简称“宜华木业”或“公司”）的前身系成立于 1996 年 12 月 4 日的澄海市泛海木业有限公司，股东包括宜华企业（集团）有限公司（以下简称“宜华集团”）及澳门羊城发展有限公司，持股比例为 45% 和 55%。2001 年 5 月 31 日，公司正式更名为“广东省宜华木业股份有限公司”。2004 年 7 月 30 日，经中国证券监督管理委员会“证监发行字[2004]123 号”文核准，公司于 2004 年 8 月 9 日以向沪、深二级市场投资者定价配售的方式发行 6,700 万股人民币普通股（A 股），每股面值 1.00 元，每股发行价 6.68 元。2004 年 8 月 17 日，上海证券交易所作出《关于广东宜华木业股份有限公司人民币普通股股票上市交易的通知》（上证上字[2004]122 号），同意公司首次公开发行的股票于 2004 年 8 月 24 日在上海证券交易所上市交易，证券简称为“宜华木业”，证券代码为“600978”，此次发行完成后，公司注册资本增至 25,132.91 万元。截至 2014 年 12 月 31 日，公司股本为 148,287 万元，宜华集团持有公司 23.84% 的股份，为公司控股股东，公司实际控制人为自然人刘绍喜。

公司主要从事家具和木地板等木材深加工产品的研发、设计、生产与销售，主导产品包括木质家具和木地板两大系列，旗下拥有“宜华图形+YIHUA”等多个自主品牌，产品整体的知名度和附加值较高，具备一定的竞争优势。

截至 2014 年 12 月 31 日，公司总资产 102.50 亿元，所有者权益 63.79 亿元；2014 公司实现营业总收入 44.27 亿元，净利润 5.27 亿元，经营活动净现金流 5.90 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	广东省宜华木业股份有限公司 2015 年公司债券（第二期）
发行规模	人民币 6 亿元
债券期限	本期债券的期限为 5 年
债券利率	本期债券票面利率由公司和主承销商通过发行时市场询价协商确定，在债券存续期内固定不变。
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
担保主体	宜华企业（集团）有限公司
担保方式	全额无条件不可撤销的连带责任保证担保
担保范围	本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用
募集资金用途	本期公司债券募集的资金在扣除发行费用后，全部用于偿还银行贷款和补充流动资金。

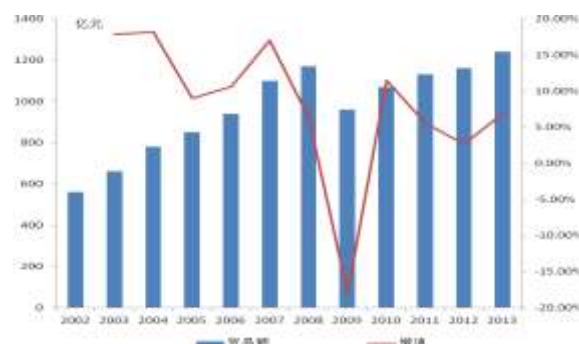
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

家具行业概况

2013 年全球家具总产值达 4,220 亿美元左右，其中发达国家（如美国、意大利、德国、日本、法国、加拿大和英国等）家具产值占全球家具总产值的比重约为 45%，发展中国家产值占比达 55%。全球家具贸易活跃度较高，家具贸易总额从 2002 年的 560 亿美元增加至 2013 年的 1,240 亿美元，年复合增长率为 7.67%。目前，世界家具进口国主要为美国、德国、法国、英国、加拿大等，主要出口国为中国、意大利、德国、波兰、美国等国家。

图 1：近年世界家具贸易总值及增速



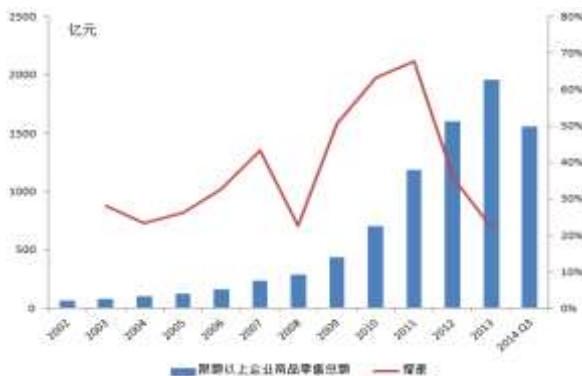
资料来源：中国产业信息网，中诚信证评整理

我国家具行业下游需求很大比例依赖出口，凭借劳动力、原材料、土地等成本优势。近年来我国家具在国际市场的市场占有率逐步提升，但就出口

情况来看，在历经前期高速发展后，近年来我国家具出口增速有所放缓，2014年1~11月家具出口总额465亿美元，与去年同期基本持平。

从国内市场看，2001年至2013年，限额以上企业家具零售额由53亿元增长至1,957亿元，年均复合增长率达36%。在我国，消费者购买家具的原因主要有两类：一类是新房或装修购买，另一类是以旧换新或添置家具。随着居民生活水平改善、家具产品不断创新，人们更换新家具的周期也会越来越短，对居住环境、生活和工作空间条件的重视程度都将不断提高，这也将提高对家具产品款式、档次和质量的要求。

图2：近年我国限额以上企业家具零售额及增速



资料来源：恒生聚源，中诚信证评整理

家具行业属于完全市场化竞争的行业，根据中国家具协会的数据显示，2012年我国家具制造业规模以上企业大约4,400多家，行业集中度相对较低。我国家具制造业主要可分为四个产业集群，广东、浙江、北京和四川。广东省有全国最大规模的家具产业，知名品牌包括宜华木业、左右家私、金凤凰、芝华仕、联邦、柏森等。浙江的家具企业出口占比接近50%，对外依存度过高，近几年在外销减缓的形势下，开始大力培育国内市场，具有一定市场知名度的品牌包括顾家、利豪、圣奥、富邦、普瑞卡、莫霞、巨桑、梦神等。

目前国内家具行业的大体可以分为两类：第一类产品主要为普通木材制造的实木家具与板式家具，一般位于各城市的家具城内销售，因运营成本低，价格相对实惠，属于大众消费。但受到行业不透明、缺乏标准、企业品牌意识不强等因素影响，这类家具市场最易产生如产品环保不达

标，消费者预定产品与实际上门安装产品不一致以及木材品种虚假等多种纠纷，侵害了消费者的利益，制约了这一层次市场的发展。另一类产品来自品牌类家具企业，一般在连锁大卖场内销售。这类企业重视品牌建设、产品设计和售后服务，给予消费者良好的消费体验。家具制造业整体毛利率在15%左右，但品牌家具毛利率一般在40%左右。品牌家具的溢价来自于产品设计、品牌维护、渠道掌控所产生的附加值等。

整体而言，我国家具出口量在国际市场已经形成了较高的占有率，但受需求增速放缓及竞争加剧的影响，近期行业出口增速有所下滑，同时家具企业国内销售亦面临较为激烈的市场竞争，具有品牌知名度的家具企业将取得更强的竞争优势。

木制家具

就细分家具行业来看，目前家具材质可分为木质家具、竹藤家具、金属家具、塑料家具及其他，其中木质家具又可分为实木家具和板式家具两类，截至2014年底，我国木质家具年产量达2.63亿件，同比增长11%，主营业务收入4557.56亿元，同比增长10.70%，为目前我国家具细分产品中最大的一类。木制家具行业又涵盖实木家具与板式家具，实木家具占木制家具的比例约为30%。板式家具以中纤板、刨花板、胶合板为原料，胶粘剂的使用具有环保性差、价格低的特点。实木家具以木材为主要原料，环保性较好，价格较高，消费升级带动实木家具市场规模的不断扩大。

图3：2011~2014年我国木制家具主营业务收入及增速



资料来源：中商情报网，中诚信证评整理

木材占家具原材料总成本的比重达70%以

上，系木制家具最主要的原材料。一方面，我国现有森林资源无法满足整个社会对木材的需求，另一方面，我国实施天然林保护工程，对林木采伐实行限额管理，由国家统一制定年度木材生产计划，使得木材资源紧缺，对外进口量逐年增加，受制于木材原产地证明、材质环保认证等一系列出口壁垒的影响，全球木材价格上升趋势显著。此外，东南亚、非洲、北美洲以及俄罗斯等国为我国木材主要进口来源地，受来源地资源减少、国家政策变化、汇率波动及运输费用上涨等综合因素影响，木材价格长期处于高位运行。此外，海绵、油漆、五金配件等家具制作的辅料价格也呈持续上涨趋势，家具生产企业的经营压力加大。

图 4：2011~2014 年我国木制家具销售成本及增速



资料来源：中商情报网，中诚信证评整理

家具生产属于资源密集型行业，家具生产企业或者位于靠近森林资源的地区，或者位于重要的林木资源集散地，如港口等木材运输口岸附近，获得稳定的原材料供应渠道是木制家具制造企业的重要竞争力之一。

行业关注

行业认证

家具和木地板产品参与国内外的市场竞争，往往需要获得相应的产品认证，以保证产品符合各种安全、环保及消费者保护等基本要求，而企业要进入国际市场，取得相关的产品质量认证是首要条件。家具制造业的相关认证和要求包括欧盟“CE 认证”、美国“FSC 森林认证”、我国的《家具环境产品技术要求》等。当前各国权威认证机构对家具产品的质量控制、原材料采购、工艺流程、

环保指标等多个环节提出了较高的要求，而且从提交认证申请、送样测试到最终取得认证证书，周期较长、费用较高，新进入企业从申请认证到最终实现批量生产，需要较长时间。除此之外，由于环保和安全已成为人类社会发展的必然趋势，类似的测试认证项目将会逐年增加且更为严格，为此企业还需要投入大量的资金、技术和人才来申请认证和维持认证。

环保政策

美国和欧盟是我国家具产品的主要出口市场。2010 年以来，美国和欧盟相继通过并公布了有关木制工艺品在环保方面的新标准。2010 年 7 月 7 日，美国通过了《复合木制品甲醛标准法案》，并于 2011 年 1 月 3 日在美国全境实施，法案的实施将大幅提高在美国供应、销售硬木胶合板、中密度纤维板及刨花板等复合木制品的甲醛释放要求。此外，2010 年 9 月 1 日起，美国《雷斯法案》修正案正式实施，该法案规定：1) 凡出口至美国的刨花板、纤维板、胶合板、木浆与纸、木家具等产品必须严格标明木材的种类和来源；2) 出口至美国的上述产品需标注所使用植物种类的拉丁名、数量、尺寸及价值。欧盟方面，其通过的《原产国标签法》对进口产品产地、原材料产地、环保性能等均进行了规定和严格要求。

2012 年 1 月，国家工信部发布《轻工业“十二五”发展规划》，指出针对家具工业，重点发展绿色环保、安全的家具产品，培育知名品牌，提高产品的附加值。加快绿色环保新材料、新技术的研发与应用，增强产品款式、功能、个性化研发设计能力，突出特色产品的技术和文化内涵。

出口反倾销

近年来世界家具贸易日益频繁，中国家具在世界家具市场上的影响力越来越大，不可避免地对他国家具生产企业产生冲击，各国都在不同程度上增强了贸易保护措施。2005 年 1 月 4 日，美国商务部签署反倾销令，对中国木制卧室家具反倾销案中的反倾销调查 A 卷应诉企业（包括宜华木业）出口到美国的木制卧室家具征收 6.65% 的反倾销税；2011 年 10 月，美国商务部公布了对华多层木地板反倾

销、反补贴的终裁决定，裁定从中国进口的多层地板反倾销税率为 3.31%，反补贴税率为 1.5%。2011 年 11 月，美国国际贸易委员会（ITC）裁定从中国进口的多层木地板对美国国内产业造成损害，美国商务部将根据终裁结果签署反倾销令，征收反倾销税。2011 年 1 月 3 日正式生效的美国《复合木制品甲醛标准法案》，再次调低了在全美销售和批发的木制品甲醛释放量。欧盟《原产国标签法》也于 2011 年 3 月生效，该法案对进口产品产地、原材料原产地、环保性能作了规定和严格要求。各类贸易壁垒频发增加了我国家具出口的成本，提高了我国家具出口门槛。

竞争实力

产业一体化和品牌优势

宜华木业近年来一直以家具地板制造业务为核心，积极稳健推进产业链整合，一方面向上游买林造林资源拓展，配合公司八大生产厂区：宜华木业本部、宜华木业城、汕头濠江、广州南沙、梅州汇胜、江西遂川、四川阆中和山东郯城的建设发展，促进产能的释放。另一方面向下游推进国内营销网络的渠道建设，形成了纵贯“人工造林、林地采伐、木材加工、产品研发、家具制造、销售网络”一体化经营模式企业。具体来看，公司采用体验馆+加盟模式大力发展内销业务，在北京、上海、广州、汕头、大连、深圳等地均设有体验馆，增强了自身的综合竞争力。此外，宜华木业亦拥有较好的品牌优势，公司在美国市场拥有“宜华图形+YIHUA”的注册商标，产品整体的知名度和附加值较高，具备一定的竞争优势，有利于公司市场地位的巩固和扩大。

技术优势

宜华木业拥有多项技术研发成果，包括“回旋干燥法”、“木材节能环保干燥技术的集成创新与产业化”、“次小薪材用于实木家具制造的增值技术及产业化”等国内领先水平技术，为产品的质量和使用寿命性能提供了可靠的保障。其中木材干燥是木制家具生产中最重要工序之一，也是降低企业能耗，减少物耗潜力最大的工序。一般来说，如果木材含

水率较高，容易导致家具变形、开裂等情况出现，因此木材含水率的控制是木制品生产品质的关键所在。此外，木材干燥的能耗约占木材加工企业能耗的 40% 左右，公司通过使用世界先进的德国干燥设备，加上自行开发的“回旋干燥法”，木材干燥能力在国内处于领先地位。目前公司的出材率能达到 86% 左右，高于同行业 60% 的平均水平。

此外，公司与中国林科院木材工业研究所、南京林业大学正式建立合作关系，启动“杉木材性改良和高增值利用关键技术研究示范项目”及“仿古木质地板表面成型机械及其数控加工关键技术”等产学研项目，增强公司的技术开发与创新能力。2013 年，国家人社部、全国博士后管理委员会审批通过，公司获设“博士后科研工作站”。

林业资源优势

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、加蓬、南美洲和俄罗斯，其中黑龙江伊春、南美洲、俄罗斯等地拥有战略合作伙伴，与供应商建立了长期稳定的合作关系；广东省大埔县建立了 10 万亩速生丰产林基地，每年的采伐限额为 5 万立方米，木种为桉树，主要用于生产复合地板等产品；江西省遂川县建立 20 万亩的成材林基地，每年的采伐限额为 2~3 万立方米，木种为杉木，主要用于生产家具等产品；非洲加蓬地区拥有约 35 万公顷林地，其中可采林木资源总材积达 2,294 万立方米，高价值树种材积量达 480 万立方米，以奥古曼、非洲红檀、非洲紫檀等树种为主，公司目前年度可加工采伐总量约 10 万立方米，未来将逐年增长达到 40 万立方米。

总体来看，公司拥有总林地面积超过 500 万亩，丰富的林业资源为公司未来家具以及地板业务的发展奠定良好的资源基础，同时公司亦是国内为数不多的采用自有品牌出口的家具制品制造企业，具有很强的竞争优势和抗风险能力。

业务运营

近年来，公司发挥自身优质的林业资源优势，形成了“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，2012~2014 年实现营业收入 33.48 亿元、40.91 亿元和 44.27 亿元，其中 2014 年公司实木家具和实木地板实现营业收入 40.77 亿元和 3.40 亿元，分别占营业收入的 92.09%和 7.68%。

表 2：2012~2014 年公司主营业务收入汇总

单位：亿元			
产品	2012	2013	2014
家具	30.92	37.36	40.77
地板	2.50	3.48	3.40
合计	33.42	40.84	44.17

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生 产

公司主要生产实木家具、实木地板及复合地板等，产品类型覆盖实木地板、办公家具、儿童家具、酒店家具、厨房家具等多系列品种，可以满足不同消费者的需求。公司生产设备主要从德国、意大利、台湾等地进口，使用国外先进流水线生产，具备规模化生产能力，自动化生产程度较高。在业务模式方面，公司一般采取以销定产的模式，家具产品生产周期为 45 天左右。

目前公司拥有八大生产厂区：宜华木业本部、宜华木业城、汕头濠江、广州南沙、梅州汇胜、江西遂川、四川阆中和山东郯城。其中，公司位于江西遂川的生产基地于 2013 年底完工，2014 年初试运行，截至 2014 年末产能释放率为 30%。

此外，公司四川阆中和山东郯城制造基地处于在建状态，四川阆中基地预计于 2015 年 9 月左右投产，投产后年产实木家具 20 万套；山东郯城基地的建设项目分为两期，分别将于 2014 年底和 2015 年中进行，其中一期项目投产后年产实木家具 25 万套和地板 1 万立方米，预计将于 2016 年 3 月投产。截至 2014 年末，四川阆中和山东郯城一期合计投入 7.90 亿元，预计总投资为 16 亿元。

表 3：2012~2014 年公司产能、产量情况

单位：万套、万立方米						
产品	2012		2013		2014	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
家具	90.00	74.45	100.00	91.87	120.00	100.61
地板	2.10	1.85	2.10	2.03	2.10	2.07

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，公司年产能逐年增加，家具年产能由 2012 年的 90.00 万套上升至 2014 年的 120.00 万套。随着未来在建项目逐步完工，公司预计产能将达到年产实木家具 200 万套、木地板 6 万立方米。

表 4：2014 年公司主要生产基地产能和产量情况

基地名称	产品	设计产能	产量
木业总部	木地板（万立方米）	2.1	2.07
宜华木业城	欧式家具（万套）	30	29.5
广州南沙	办公家具（万套）	11	10.5
梅州汇胜	儿童家具（万套）	20	7.3
汕头濠江	酒店/厨房家具（万套）	20	19.2

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来随着公司在国内外市场进一步开拓，家具及地板产量持续增长，家具产量由 2012 年的 74.45 万套上升至 2014 年的 100.61 万套，地板产量由 2012 年的 1.85 万立方米上升至 2014 年的 2.07 万立方米。在产能利用率方面，家具产能利用率由 2012 年的 82.72%上升至 2014 年的 83.84%，地板的产能利用率由 2012 年的 88.10%上升至 2014 年的 98.57%。

总体来看，公司一般采取以销定产的模式，在较好的销售情况带动下，公司整体产能扩张循序渐进，产能和产量逐年增加，产能利用率亦逐步提升，维持在较高水平。

采 购

在采购方面，2012~2014 年公司直接材料占营业成本的比重分别为 79.01%、80.31%和 76.94%，原材料主要分为主材和辅材，其中主材包括锯材和原木，采购金额合计占比达 70%以上；辅材主要包括油漆、路轨、五金件等。2014 年公司原材料采购主要分为海外进口、国内采购和自有林地供给，占比分别为 45%、35%和 20%，其中海外进口主要通过国内贸易商进口原木、锯材等，产地位于俄罗斯、非洲、北美、南美和东南亚等地；国内采购主要为锯材、路轨、油漆等；自有林地供给方面，主要木种是奥古曼、松木、桃花芯与沙比利等。结算方面，公司国内采购主要用电汇和银行承兑汇票结算，海外采购主要用电汇和信用证结算，账期一般为 2~3 个月。存货方面，公司会持有 2~3 个月的周转量。

表 5：2012~2014 年公司主要原材料平均采购价格

种类	2012	2013	2014
原木（元/立方米）	1,891.18	2,213.52	2,365.50
锯材（元/立方米）	3,555.37	3,419.26	3,427.60

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

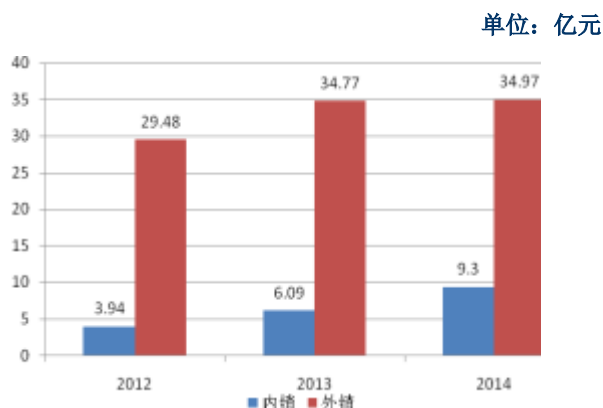
采购价格方面，公司木材采购价格随市场价格波动，采购批量大，可从进口商获得 3~5%左右的价格优惠。由于木材供应长期处于紧张状态，原木价格呈快速增长态势，2012~2014 年公司原木平均采购价格分别为 1,891.18 元/立方米、2,213.52 元/立方米和 2,365.50 元/立方米。在锯材方面，公司锯材自给率较高，整体锯材采购价格控制较好，2012~2014 年分别为 3,555.37 元/立方米、3,419.26 元/立方米和 3,427.60 元/立方米。

总体来看，原材料价格是影响公司成本的最主要因素，为缓解其上涨带来的成本压力，公司还将不断整合上游林业资源，提升原材料自给率。

销售

目前公司大部分收入来自于境外市场，2012~2014 年外销收入分别为 29.48 亿元、34.77 亿元和 34.97 亿元，占主营业务收入的比例分别为 88.21%、85.10%和 79.14%。2012~2014 年公司内销收入分别为 3.94 亿元、6.09 亿元和 9.12 亿元，占主营业务收入的比例分别为 11.79%、14.90%和 20.86%。

图 5：2012~2014 年公司销售收入情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在外销方面，公司产品主要出口至北美、澳大利亚和欧洲市场，随着美国房地产市场逐步复苏，2014 年公司在美国市场的销售收入占外销收入的比例为 84.29%，同期在欧洲市场和澳大利亚市场的

销售收入占外销收入的比例分别为 1.68%和 8.00%。在业务拓展方面，公司主要依靠在拉斯维加斯、加利福尼亚等地的木制家具展会进行市场开拓。从具体模式来看，公司将产品直接销售给大型的家具批发商、零售商和品牌连锁店等，自身则主要负责境外市场的售后服务、市场推广和品牌维护等业务。由于公司具有较高的品牌知名度，在美国拥有“宜华图形+YIHUA”等品牌，加之公司得到世界自然基金会（WWF）和美国大自然保护协会（TNC）认可，公司目前在北美拥有大型批发商和零售商 20 多家，销售网点 2,000 多个。

在境内销售方面，公司采取“体验馆+专卖店”的销售模式，并积极与大型房地产商合作，获得一定量的工程订单。公司从 2010 年起开始通过自购房产的形式建设体验馆，目前在北京、上海、广州、汕头、大连、深圳等地的 13 家体验馆已开业，未来公司将在各省会以及一、二线城市有选择的进行体验店建设，具体投资进度视市场情况而定。体验馆在建立品牌的同时，既可作为产品展销及存货周转的平台，又可加强对全国 400 多家专卖店的管理。同时，公司与广东腾南网络科技有限公司签订《战略合作协议》，推进宜华家居微信应用平台建设，进一步提升公司品牌影响力。

表 6：2012~2014 年公司主要产品销量

产品	2012	2013	2014
家具（万套）	63.58	85.12	94.01
地板（万立方米）	1.49	1.88	2.05

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

随着美国市场的复苏以及国内市场的开拓，2012~2014 年公司家具销量分别为 63.58 万套、85.12 万套和 94.01 万套，三年年均复合增长率为 21.60%；同期公司地板销量分别为 1.49 万立方米、1.88 万立方米和 2.05 万立方米，三年年均复合增长率为 17.30%。2014 年，公司前五大客户销售金额为 18.27 亿元，占营业总收入的比例为 41.36%，此部分客户均与公司合作多年，相对较为稳定。

表 7：2014 年公司前五大客户情况

客户名称	金额（亿元）	销售金额/ 营业总收入（%）
新古典家居饰品公司	6.08	13.75
多样化家具公司	3.71	8.39
生活空间家具公司	3.09	7.00
捷司便尼采购公司	2.80	6.35
汉克斯家具公司	2.59	5.87
合计	18.27	41.36

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售价格方面，公司一方面为了满足不同消费者需求，完善产品结构，增加了价格相对较低的配套家具的生产，另一方面由于与大型房地产商合作，获得一定量的工程订单，使得公司近年来家具销售价格偏低，2014 年其家具销售均价为 4,336.55 元/套，较上年上升了 53.06 元/套。在结算方式上，公司对合作时间较长且信用较高的境外客户采取 T/T 结算方式，账期为 90 天。对于境外的新客户，公司一般会收取一定比例的定金。公司以完成报关手续，货物越过船舷确认销售收入，主要结算货币为美元。对于国内客户，公司一般为款到发货。

整体而言，公司依托较好的自有品牌知名度以及美国市场的复苏，其国外市场销售规模逐年上升，同时近年来公司大力拓展内销市场，采取“体验馆+专卖店”的销售模式，内销收入规模不断扩大。未来随着公司进一步挖掘以及整合上游林业资源，较低的原材料成本价格将会对公司未来盈利能力形成有力支撑。

战略发展

未来三年，公司将进一步深化产业链一体化发展战略，上游整合资源，中游提高协同效应，下游抓品牌建设及渠道拓展。资源整合方面，公司将继续加大资源掌控力度，提高自有林业资源采伐加工能力，一方面推进加蓬林地采伐木材初级加工扩产项目，另一方面继续寻找并购合适的林地资源，使木材自给率达到 50% 左右，预计仍会有一定规模的资金需求。

在国外市场，公司将在巩固美国西部市场份额的基础上，加强客户关系维护及业务拓展，加大力度拓展美国东部市场，进一步拓展非美地区的出口

业务。而公司未来的经营重心是发展内销市场，将于 2015 年建设昆明、厦门、西安 3 家体验中心，未来将总计建成 31 家体验店，覆盖全国省会以及部分一二线城市，计划将使内销收入占比达到 50% 左右，完善国内营销网络布局，打造“体验+互动+销售+配送”立体营销体系。在传统渠道之外，公司还将推进网络营销渠道建设，打造“O2O”电子商务模式。2014 年 3 月，公司与美乐乐有限公司（以下简称“美乐乐”）签署合作协议，将进驻“美乐乐家居网”O2O 开放平台，打造“实体店+网络卖场、现场体验+网络展示”线上线下相结合的营销模式。

在资本支出方面，公司营销网络建设项目计划总投资 8.55 亿元，截至 2014 年末已累计投入 7.63 亿元，未来公司还将以自有资金 0.92 亿元继续投入昆明、厦门、西安三地体验中心。

总体来看，公司原材料自给率的提升有助于提升整体盈利空间，较好的应对原材料价格波动对其造成的不利影响，但目前国内家具市场竞争较为激烈，中诚信证评将对公司未来产能释放情况及利用情况予以关注。

公司治理

管 理

宜华木业按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上市公司内部控制指引》等法律法规和规范性文件的要求，遵循全面性、重要性、制衡性、适应性、成本效益原则，充分考虑内部环境、风险评估、控制活动、信息与沟通、检查监督等因素，结合公司实际，对现有内部控制体系加以梳理并进一步完善，逐步建立健全了一套完整的内部控制运行体系。

在融资管理方面，公司财务部是融资管理的职能和调配中心，负责统一部署融资管理工作。其主要职责为负责公司及直属公司的融资管理，制定融资管理办法，制定年度融资计划；提出融资事项具体方案，并负责落实；提出或审查公司重点项目的长期负债融资方案；负责公司各级企业的统一筹融资事务，实现资金的统筹平衡；负责对公司所有筹集资金的使用监督与管理；负责协调与相关金融机构的业务合作关系等。

在信息披露方面，公司制订了《信息披露管理办法》等相关制度。同时，为进一步规范公司内幕信息管理，保护广大投资者利益，公司根据监管部门要求，进一步完善了内幕信息知情人管理制度，并严格履行《内幕信息知情人登记管理制度》。

内部控制监督方面，公司建立了包括董事会审计委员会、监事会、审计部、总部对项目公司的联合检查等多层次的内部控制监督检查体系。其中，公司董事会审计委员会负责监督内部控制的建立健全和有效实施，并对内部控制自我评价情况进行审议监督。审计委员会定期听取内部审计工作报告，及时掌握公司可能存在的内部控制风险，督促重大问题的整改，并积极沟通外部审计，对重点领域提出监督要求。

总体看，公司各项规章制度较为完善，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

财务分析

以下分析是基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年财务报告。

资本结构

图 6：2012~2014 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

近年来，在公司上下游产业链不断延伸的带动下，其资产规模逐年提升。2012~2014 年，公司资产总额分别为 79.79 亿元、86.25 亿、102.50 亿元，复合增长率为 13.34%。所有者权益方面，近年来公司则通过较为丰厚的留存收益不断充实权益，促进其自有资本实力进一步增强。2012~2014 年，公

司所有者权益分别为 43.46 亿元、46.72 亿元和 63.79 亿元，复合增长率为 21.15%。公司 2014 年资产和所有者权益规模大幅上升原因主要为其 2014 年 2 月配售 A 股募集资金净额 13.05 亿元。

负债方面，随着产业投资的增加，近年来付息债务成为公司负债的最主要构成。2012~2014 年，公司总负债分别为 36.32 亿元、39.54 亿元和 38.71 亿元；其中总债务分别为 28.87 亿元、31.97 亿元和 28.84 亿元。债务期限结构方面，公司目前债务结构以短期债务为主，2014 年末公司短期债务 27.22 亿元，长期债务 1.63 亿元，长短期债务比 16.76，与上年基本持平，若本期公司债成功发行，公司债务期限结构将有所优化。

表 8：截至 2014 年末主要家具制造上市公司资本结构对比

企业简称	总资产规模（亿元）	资产负债率
大亚科技	81.89	62.38%
宜华木业	102.50	37.76%
美克家居	39.96	28.68%
索菲亚	25.33	17.84%

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

受益于自有资本实力的增强，公司 2014 年负债水平缩减，财务杠杆比率下降。2014 年公司资产负债率和总资本化比率分别为 37.76%、31.14%，分别较上年减少了 8.07 个百分点和 9.49 个百分点，均处于同行业较好水平。

总体看来，公司近年来债务规模较为稳定，财务杠杆比率随着自有资本实力的增强而下降。同时中诚信证评也注意到，公司目前债务结构以短期债务为主，考虑到公司未来的资本支出可能，若本期债券发行成功可较好地满足其债务结构优化的需求。

盈利能力

2012~2014 年，公司分别实现营业收入 33.48 亿元、40.91 亿元和 44.27 亿元，复合增长率为 14.99%，其中家具业务为公司最主要收入来源，近年来在国内业务稳步提升，以及美国经济逐步复苏带动下，整体业务收入规模逐年提升。

表 9：2012~2014 年公司主营业务收入构成及毛利率

单位：亿元

	2012		2013		2014	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
家具	30.92	30.26%	37.36	31.85%	40.77	34.84%
地板	2.50	31.40%	3.48	27.65%	3.40	27.11%
原木	0.00	-17.14%	0.01	40.58%	0.00	39.75%
其他	0.06	-	0.06	-	0.01	-
合计	33.48	30.45%	40.91	31.57%	44.27	34.25%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从毛利率来看，公司近三年营业毛利率水平呈逐年上升的态势，2012~2014 年分别为 30.45%、31.57%、34.25%。具体看来，受益于公司较好的品牌价值以及逐年增加的原材料自给率，其家具业务毛利率逐年上升，2012~2014 年分别为 30.26%、31.85%、34.84%；地板业务方面则受公司工程订单增加的影响，毛利率有所下降，2012~2014 年分别为 31.40%、27.65%、27.11%。

表 10：截至 2014 年末主要家具制造上市公司盈利能力对比

企业简称	毛利率	所有者权益收益率
大亚科技	26.26%	6.26%
宜华木业	34.21%	9.54%
美克家居	59.00%	8.21%
索菲亚	37.36%	16.84%

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

期间费用方面，2012~2014 年，公司期间用费呈现逐年增长，分别为 6.01 亿元、7.64 亿元和 8.20 亿元。其中销售费用随着营销广告装修及运输费等增加而增长；管理费用受人工成本及折旧费上升影响呈逐年增长；财务费用则受利息支付以及汇兑损失影响，而变动。占比方面，2012~2014 年，公司期间费用收入占比分别为 17.95%、18.67%、18.52%，公司对期间费用的控制有待加强。

表 11：2012~2014 年公司期间费用变化

单位：亿元、%

	2012	2013	2014
销售费用	2.35	2.63	3.28
管理费用	1.73	2.16	2.48
财务费用	1.93	2.84	2.43
三费合计	6.01	7.64	8.20
营业总收入	33.48	40.91	44.27
三费收入占比	17.95	18.67	18.52

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

利润总额方面，经营性业务利润为公司主要利润来源，受益于公司业务规模逐年扩大以及毛利率逐年上升，公司经营性业务利润近三年大幅增加。2012~2014 年，公司经营性业务利润分别为 3.77 亿元、4.92 亿元和 6.47 亿元，分别占当期利润总额的 103.56%、99.03%和 101.18%。

总体来看，公司营业收入及利润总额逐年增长，毛利率维持较高水平，且呈逐年上升趋势，公司具备较强的盈利能力。未来，随着原材料自给率的提升，公司的盈利能力有望进一步增加。

偿债能力

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成。其中，公司固定资产规模较大，加之近年来投入融资规模的不断增加，导致折旧费用以及利息支出在 EBITDA 中的占比逐年增加。2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 7.62 亿元、9.33 亿元和 11.43 亿元。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，受益于 EBITDA 的快速提升，2012~2014 年公司总债务/EBITDA 分别为 3.79、3.43 和 2.52；同期 EBITDA 利息保障系数分别为 4.05、4.3 和 4.46。整体来看，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度较好。

表 12：2012~2014 年公司主要偿债指标

偿债指标	2012	2013	2014
货币资金(亿元)	9.59	14.34	22.21
EBITDA(亿元)	7.62	9.33	11.43
经营活动净现金流(亿元)	5.39	6.70	5.90
短期债务(亿元)	18.92	30.17	27.22
长期债务(亿元)	9.95	1.80	1.63
总债务(亿元)	28.87	31.97	28.85
经营净现金流/总债务(X)	0.19	0.21	0.20
经营净现金流/利息支出(X)	2.86	3.14	2.30
总债务/EBITDA(X)	3.79	3.43	2.52
EBITDA 利息倍数(X)	4.05	4.38	4.46

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从现金流来看，公司经营性现金流较为充沛，2012~2014 年经营活动净现金流分别为 5.39 亿元、6.70 亿元和 5.90 亿元。从经营活动净现金流对债务的保障程度来看，2012~2014 年公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.19 倍、0.21 倍和 0.20 倍；经营活动净现金/利息支出分别为 2.86 倍、3.14 倍和

2.30 倍，可对其债务本息形成保障。

在或有负债方面，截至 2014 年末，公司不存在任何对外担保。

融资渠道方面，作为上市公司，公司直接融资渠道畅通；间接融资方面，截至 2014 年末，公司共获得各银行授信总额合计 41.90 亿元，其中尚未使用授信额度为 12.75 亿元。公司具备一定财务弹性。

总体来看，公司近年来资产规模逐年增长，财务结构总体保持稳健，加之公司较强的盈利能力和经营获现能力，以及目前较为充裕的资金情况和备用流动性，公司具备很强的偿债能力。

担保实力

本期债券由公司控股股东宜华企业（集团）有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

概 况

宜华企业（集团）有限公司（以下简称“宜华集团”或“集团”）系由刘绍喜、刘绍生和刘壮青三位自然人共同投资设立的有限责任公司，于 1995 年 4 月 5 日成立。目前集团注册资本 10 亿元，三位股东的持股比例分别为 80%、10%和 10%。

集团的经营范围为百货、针织品、工艺美术品、陶瓷制品、建筑材料、五金、交电；以自有资产除国家法律、法规禁止外的行业进行投资；自有资产租赁（经营范围中凡涉专向规定须持有效专批证件方可经营）；货物进出口，技术进出口（法律、行政法规禁止的项目除外；法律、行政法规限制的项目须取得许可后方可经营）。截至 2015 年 3 月末，集团已形成木业、地产、投资三大支柱产业，其中，宜华木业（证券代码：600978）、宜华健康（证券代码：000150）为集团控股的两家上市公司。

截至 2014 年 12 月 31 日，集团合并报表资产总额 160.49 亿元，负债总额 85.16 亿元，所有者权益合计 75.33 亿元。2014 年集团实现主营业务收入 45.33 亿元，取得净利润 6.31 亿元，经营活动净现金流-1.63 亿元。

业务运营

目前，宜华集团已形成以木业、地产、投资为三大支柱产业板块的业务体系。2014 年，集团实现营业总收入 45.96 亿元，其中木业板块实现收入 44.18 亿元，同比上升 8.26%；房地产板块实现收入 1.15 亿元，同比下降 88.37%。集团木业板块收入均来自于广东省宜华木业有限公司，2014 年宜华木业收入占集团总收入比重达到 96.13%，木业板块业务以上文分析为主，下文不再讨论。

图 7：2014 年宜华集团各版块业务收入

单位：万元		
	2013	2014
地板	34,772.30	34,001.74
家具	373,635.76	407,626.80
房地产	98,891.08	11,533.62
原木	104.59	153.71
茶叶	35.71	3.87
合计	507,439.44	453,319.74

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

房地产业务

集团的地产业务板块涵盖地产开发、物业管理、公路建设、城市基础设施建设等产业，目前集团项目主要集中在汕头、梅州等地。集团立足汕头市，以二、三线城市为主要市场目标，先后开发了“宜馨花园”、“宜景轩”、“宜居华庭”、“宜都帝景”、“宜悦雅轩”、“宜嘉名都”等大型商住项目。

近年来集团先后开工水岸名都、宜诚轩、金色华府三期等项目，但在房地产调控持续的背景下，同时受到开发项目各地政府相关政策的影响，集团开发节奏有所波动。2012~2014 年集团新开工面积分别为 0 万平方米、12.82 万平方米和 24.92 万平方米，同期竣工面积分别为 0.60 万平方米、21.98 万平方米和 0 万平方米。

从项目的签约和销售情况来看，2012~2014 年集团分别实现销售面积 2.99 万平方米、14.78 万平方米和 8.52 万平方米；同期销售签约金额 1.24 亿元、7.29 亿元和 3.04 亿元。2014 年由于竣工面积下降，集团可售房源面积减少，同期房地产业务收入有所缩减。

表 13：宜华集团房地产业务销售情况

单位：平方米、万元

	2012	2013	2014
销售面积	29,924	147,800	81,356
签约金额	12,428	72,926	28,979
年内新推盘面积	6,000	379,322	0
结算面积	19,729	202,344	20,574
结算金额	8,466	98,891	11,472
已售未结算面积	110,175	55,631	139,500
已售未结算金额	48,314	22,349	49,689

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2014 年末，集团主要在建、拟建项目主要包括外砂工贸区、金色华府二期、海湾尚景项目一期、湘潭北组团等项目，其中外砂工贸区项目为集团未来几年重点开发项目。该项目占地 751,992 平方米，项目计划建成以别墅、小高层等高端物业为主要产品类型的高档住宅小区，项目计划分五期开发，总建筑面积约 137 万平方米，总投资约 100 亿元，整个开发期为 6 年，目前正在建设项目一期，一期计划投资约 12 亿元。土地储备方面，截至 2014 年 12 月 31 日，集团拥有土地储备约 198.01 万平方米，但公司未来将放缓房地产开发节奏，将以外砂工贸区项目为主，其余土地以及项目将逐步转让出售。

为进行房地产业务转型，并进入医疗服务行业，集团旗下宜华地产股份有限公司（以下简称“宜华地产”）于 2014 年 7 月收购广东众安康后勤集团股份有限公司（以下简称“众安康”）全部 100% 股权。2015 年 1 月，完成所有变更手续后，宜华地产更名为宜华健康，正式战略布局新型医疗健康产业，并向养老服务延伸，形成“地产+医疗”的双主营模式。

众安康成立于 1999 年，是国内医疗后勤综合服务行业的“一体化非诊疗”专业服务提供商，为各类医疗机构提供包括医疗设施维护和保养服务、环境管理服务、安全管理服务、医疗辅助服务等在内的医疗后勤综合服务。

整体来看，集团在售、在建项目具备较大规模，土地储备规模相对较大，未来集团房地产业务具备一定的持续性。房地产则将逐步转型，未来和医疗服务产业整合具有较大发展潜力，但成效有待观察。

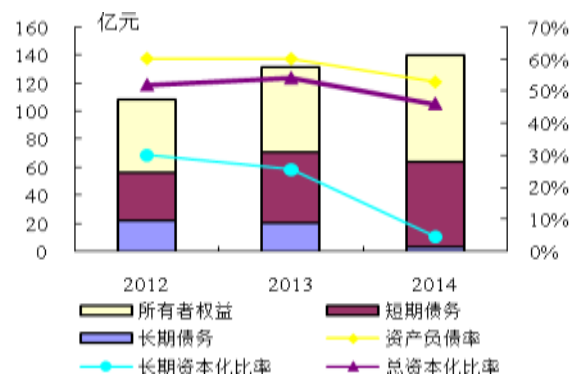
财务分析

以下分析基于经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年度财务报告，所有数据均为合并口径。

资本结构

2012~2014 年集团资产稳步增长，三年期末分别为 131.46 亿元、151.58 亿元和 160.49 亿元，年均复合增长率为 10.49%；同期末集团所有者权益分别为 52.19 亿元、60.26 亿元和 75.33 亿元。

图 8：2012~2014 集团资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

2014 年末，集团总债务为 64.61 亿元，同比减少 9.39%，其中长期债务 3.82 亿元，同比下降 81.74%；而短期借款规模则由于一年内到期的银行借款规模上升而扩大，2014 年末为 60.80 亿元，同比增长 20.61%，长短期债务比（短期债务/长期债务）由 2013 年末的 2.41 倍上升至 15.93 倍，未来集团将面临一定短期偿债压力。受益于集团负债总额下降，和所有者权益上升，2014 年末集团资产负债率和总资本化比率分别为 53.06% 和 46.17%，分别较 2013 年下降 7.19 个百分点和 8.03 个百分点。

总体来看，近年来集团自有资本实力不断增强，整体财务杠杆水平适中，财务风险相对减小。但是集团在建项目建设将使集团未来几年内资金需求较大，债务规模可能进一步扩张，杠杆比率将面临上行压力；同时集团短期负债规模较大，债务期限结构有待改善。

盈利能力

2012~2014 年，集团营业总收入分别为 34.39 亿元、50.86 亿元和 45.96 亿元，其中 2014 年收入

规模下降主要系房地产业务竣工项目减少所致。毛利率方面，由于集团收入绝大部分来源于宜华木业，宜华木业产品在国外具备较强的竞争力，毛利率水平较有保障，同时集团房地产销售收入毛利率水平表现良好，2012~2014 年集团综合毛利率分别为 30.75%、31.49%和 33.87%。

期间费用方面，2012~2014 年分别为 8.06 亿元、10.06 亿元和 10.97 亿元；同期由于集团融资成本的上升导致财务费占比较大，分别为 3.65 亿元、4.36 亿元和 4.37 亿元。2012~2014 年，期间费用占营业收入比重分别为 23.42%、19.78%和 23.87%，集团期间费用有待进一步控制。

表 14：2012~2014 集团期间费用分析

单位：亿元、%			
	2012	2013	2014
销售费用	2.37	2.77	3.30
管理费用	2.03	2.93	3.30
财务费用	3.65	4.36	4.37
三费合计	8.06	10.06	10.97
三费收入占比	23.42	19.78	23.87

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从集团其他主要盈利指标看，2014 年集团实现利润总额 7.46 亿元，同比大幅增加 34.05%，其中经营性业务利润为 3.95 亿元和投资收益 3.58 亿元，投资收益主要系转让部分湘潭市宜华房地产开发有限公司股权形成的收益。同期实现净利润 6.31 亿元，同比亦大幅增加 44.87%，其中归属母公司所有者权益的净利润为 2.17 亿元，归属少数股东的净利润为 4.18 亿元。

总体来看，受益于集团整体毛利率水平较高，加之投资收益能对盈利形成较好补充，近年来集团利润总额和净利润均保持上升趋势，整体盈利能力较强。

偿债能力

现金流方面，集团近年来房地产业务开发投入规模较大，2012~2014 年集团的经营活动现金流入分别为 2.32 亿元、-4.44 亿元和-1.63 亿元。偿债能力方面，虽然集团现金流呈现净流出状态，但受益于利润总额的上升，2012~2014 年公司 EBITDA 分别为 9.13 亿元、12.69 亿元和 14.49 亿元，年复合

增长率为 25.98%。2014 年公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数分别为 4.46 倍和 2.30 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖程度均有所提升。

表 15：2012~2014 集团长期偿债能力指标

	2012	2013	2014
短期债务（亿元）	34.06	50.41	60.80
总债务（亿元）	56.63	71.31	64.61
资产负债率（%）	60.30	60.25	53.06
总资本化比率（%）	52.04	54.20	46.17
经营活动净现金流（亿元）	2.32	-4.44	-1.63
EBITDA（亿元）	9.13	12.69	14.49
经营净现金流/利息支出（X）	0.73	-1.05	-0.26
EBITDA 利息倍数（X）	2.05	2.22	2.30
总债务/EBITDA（X）	6.20	5.62	4.46
经营净现金流/总债务（X）	0.04	-0.06	-0.03

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

在或有负债方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司不存在任何对外担保。

集团融资渠道畅通，间接融资方面，截至 2014 年 12 月 31 日，集团综合授信额度为 54.61 亿元，其中未使用额度为 14.87 亿元，具有一定备用流动性。

综合来看，宜华集团具备很强的综合实力，能够为本期债券的还本付息提供有力保障。但中诚信证评注意到，集团目前的利润主要依赖于木业和地产板块，未来房地产业务转型可能对集团未来盈利和偿债能力造成一定影响。

结 论

综上，中诚信证评评定广东省宜华木业股份有限公司主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定；评定“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**。

关于广东省宜华木业股份有限公司 2015年公司债券（第二期）的跟踪评级安排

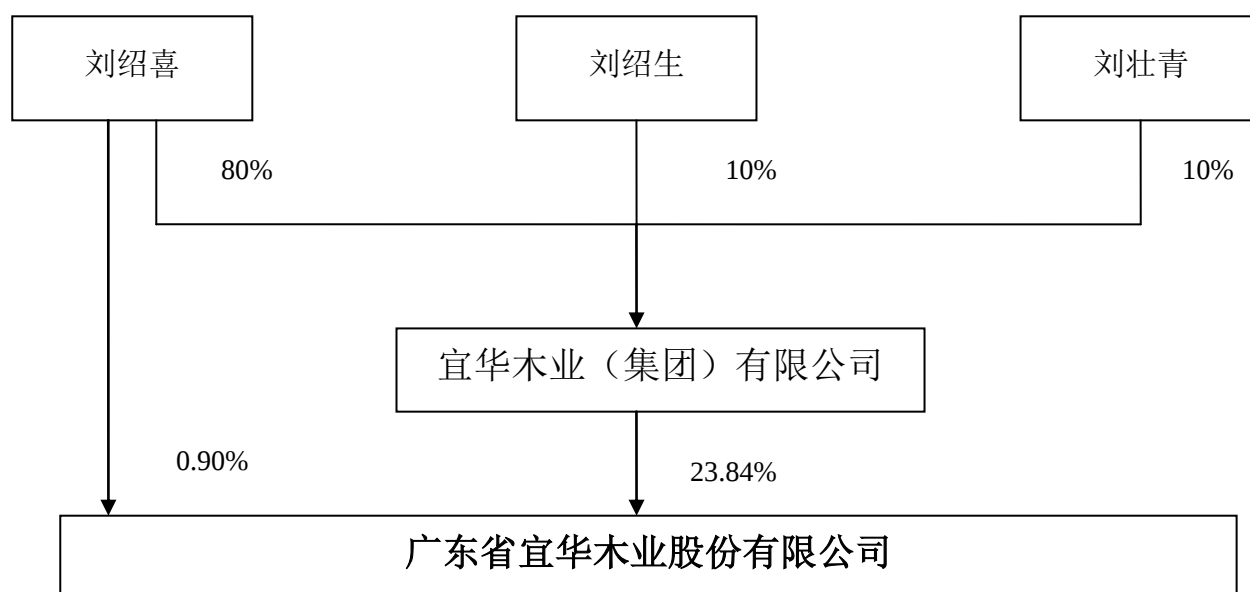
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用等级有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体及担保主体年度报告公布后二个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本期债券信用等级的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

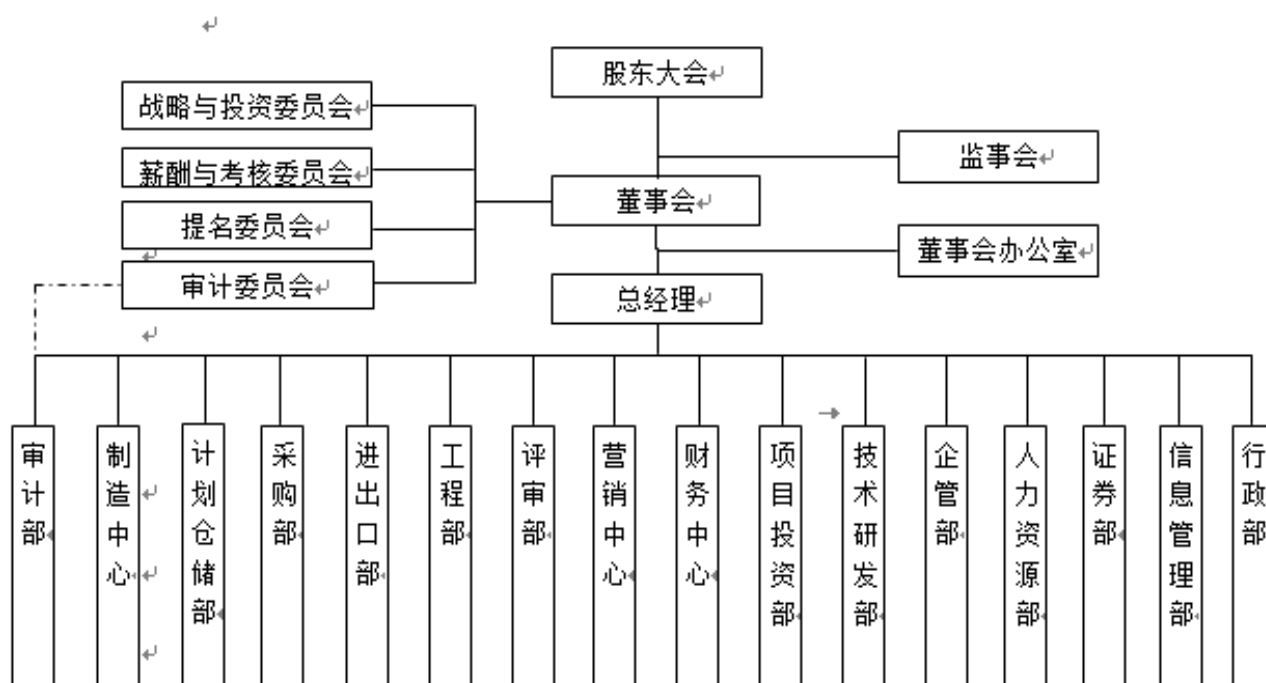
如发行主体、担保主体未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）与上海证券交易所网站（www.sse.com.cn）予以公告。交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间，且评级结果应当报送监管部门、发行人和上海证券交易所。

附一：广东省宜华木业股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附二：广东省宜华木业股份有限公司组织结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附三：广东省宜华木业股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014
货币资金	95,902.81	143,388.81	222,057.58
应收账款净额	97,120.20	92,530.28	117,793.36
存货净额	135,399.18	139,290.75	176,368.01
流动资产	369,005.00	417,868.35	65,774.64
长期投资	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	298,999.01	287,642.99	306,694.55
总资产	797,861.23	862,524.42	1,024,965.61
短期债务	189,213.25	301,689.48	272,245.56
长期债务	99,527.50	18,000.00	16,250.00
总债务（短期债务+长期债务）	288,740.75	319,689.48	288,495.56
总负债	363,229.60	395,359.95	387,070.87
所有者权益（含少数股东权益）	434,631.63	467,164.47	637,894.74
营业总收入	334,766.82	409,095.47	442,662.887
三费前利润	97,802.94	125,556.55	146,673.82
投资收益	0.00	0.00	0.00
净利润	30,158.59	41,003.97	52,729.50
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	76,228.73	93,259.37	114,261.08
经营活动产生现金净流量	53,861.03	67,030.20	59,044.59
投资活动产生现金净流量	-122,874.97	-26,950.25	-37,203.41
筹资活动产生现金净流量	8,924.14	19,324.19	36,116.27
现金及现金等价物净增加额	-60,083.43	59,453.94	57,967.54
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	30.45	31.57	34.21
所有者权益收益率（%）	7.15	9.09	9.54
EBITDA/营业总收入（%）	22.77	22.80	25.81
速动比率（X）	0.89	0.76	1.08
经营活动净现金/总债务（X）	0.19	0.21	0.20
经营活动净现金/短期债务（X）	0.28	0.22	0.22
经营活动净现金/利息支出（X）	2.86	3.14	2.30
EBITDA 利息倍数（X）	4.05	4.38	4.46
总债务/EBITDA（X）	3.79	3.43	2.52
资产负债率（%）	45.53	45.84	37.76
总债务/总资本（%）	39.92	40.63	31.14
长期资本化比率（%）	18.63	3.71	2.48

注：1、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

2、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

3、三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

4、中诚信证评将公司 2013 年其他流动负债中的短期融资券调整至短期借款

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)	2012	2013	2014
货币资金	98,947.24	155,337.26	243,355.39
应收账款净额	100,605.04	99,011.11	120,474.86
存货净额	391,031.57	479,214.12	410,558.65
流动资产	791,967.32	953,374.46	929,413.93
长期投资	51,641.98	44,181.17	6,415.00
固定资产合计	328,768.36	345,375.56	291,358.44
总资产	1,314,592.23	1,515,827.56	1,604,946.87
短期债务	340,613.25	504,079.48	607,987.34
长期债务	225,727.50	209,002.13	38,159.08
总债务（短期债务+长期债务）	566,340.75	713,081.61	646,146.43
总负债	792,694.80	913,250.36	851,597.42
所有者权益（含少数股东权益）	521,897.43	602,577.19	753,349.44
营业总收入	343,879.30	508,617.15	459,558.00
三费前利润	100,883.26	146,999.53	149,195.59
投资收益	-267.31	10,030.80	35,769.70
净利润	18,738.26	43,571.32	63,120.17
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	91,331.31	126,851.77	144,876.24
经营活动产生现金净流量	23,161.20	-44,405.54	-16,326.26
投资活动产生现金净流量	-143,992.15	-39,997.37	99,499.52
筹资活动产生现金净流量	62,420.13	152,711.07	-35,867.44
现金及现金等价物净增加额	-58,430.33	68,357.95	47,315.91
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	30.75	31.49	33.87
所有者权益收益率（%）	3.66	7.75	9.31
EBITDA/营业总收入（%）	26.56	24.94	31.53
速动比率（X）	0.72	0.72	0.67
经营活动净现金/总债务（X）	0.04	-0.06	-0.03
经营活动净现金/短期债务（X）	0.07	-0.09	-0.03
经营活动净现金/利息支出（X）	0.73	-1.05	-0.26
EBITDA 利息倍数（X）	2.05	2.22	2.30
总债务/EBITDA（X）	6.20	5.62	4.46
资产负债率（%）	60.30	60.25	53.06
总债务/总资本（%）	52.04	54.20	46.17
长期资本化比率（%）	30.19	25.75	4.82

注：1、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

2、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

3、三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

4、中诚信证评将集团 2013 年其他流动负债中的短期融资券调整至短期借款

附五：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

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

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 平均所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

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

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 其他流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

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

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

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。