



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪618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

二零一九年六月二十一日

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（2019）

发行主体	宜华生活科技股份有限公司		
债券简称	第一期：15 宜华债 01	第二期：15 宜华债 02	
债券代码	第一期：122397	第二期：122405	
发行年限	5 年		
起息日	第一期：2015/7/16	第二期：2015/7/23	
发行规模	第一期：人民币 12 亿元	第二期：人民币 6 亿元	
上次评级时间	2018/5/22		
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	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	74.18	79.76	83.63	84.62
总资产（亿元）	159.75	167.01	178.56	182.10
总债务（亿元）	66.70	69.23	76.64	78.82
营业总收入（亿元）	57.00	80.22	74.02	14.10
营业毛利率（%）	36.09	35.99	32.75	30.09
EBITDA（亿元）	14.77	16.93	12.83	-
所有者权益收益率（%）	9.54	9.38	4.61	5.36
资产负债率（%）	53.56	52.24	53.16	53.53
总债务/EBITDA（X）	4.52	4.09	5.97	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.10	4.32	3.16	-
宜华集团	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	194.64	217.84	226.86	235.61
总资产（亿元）	448.00	515.38	556.31	554.54
总债务（亿元）	187.85	223.71	249.38	241.86
营业总收入（亿元）	71.48	113.13	108.80	20.11
营业毛利率（%）	34.34	39.35	32.52	31.13
EBITDA（亿元）	24.23	38.36	29.17	-
所有者权益收益率（%）	3.74	7.42	3.75	3.25
资产负债率（%）	56.55	57.73	59.22	57.51
总债务/EBITDA（X）	7.75	5.83	8.55	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.87	2.65	2.21	-

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 2017 年财务数据使用 2018 年期初调整数；宜华集团 2016、2017 年财务数据分别使用 2017、2018 年期初调整数；
3、宜华生活和宜华集团“其他流动负债”中付息部分调入短期债务；
4、宜华生活和宜华集团 2019 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

2018 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，并积极在国内市场加强工程类客户拓展力度，内销收入规模实现较快增长。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，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”）也关注到宜华生活收入及盈利能力下滑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期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一，2018 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。
- 内销收入实现快速增长。2018 年，公司在内销上维持原有的“家具体验中心+专卖店”销售模式，并积极在国内市场加强工程类客户拓展力度。当年公司实现内销收入 25.88 亿元，同比增长 33.18%；同期内销收入占营业收入的比例为 35.41%，同比上升 10.77 个百分点，销售结构有所优化。
- 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，2018 年各板块业务经营仍协同发展，抗风险能力较强，其提供的保证担保具有较好的增信作用。

分析师

应治亚 zyying@ccxr.com.cn

林灿鸿 chlin@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 6 月 21 日

关注

- 收入及盈利能力下滑。受中美贸易摩擦的影响，公司北美地区外销业务收入减少，2018 年公司主营业务收入及毛利率均有所下降，同时较高的期间费用对公司利润形成一定侵蚀，公司盈利能力有所下滑。
- 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 2018 年末，宜华集团总债务为 249.38 亿元，同比增长 11.48%。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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

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，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，最终票面利率为 6.88%。截至 2018 年 12 月 31 日，宜华生活两期债券募集资金均已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

行业关注

2018 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。同时，中美贸易摩擦对家具出口企业带来一定挑战。

我国家具制造业已进入产业结构调整阶段，2018 年行业收入增速有所下滑。根据国家统计局公布的数据，2018 年全国家具行业规模以上企业实现主营业务收入 7,011.90 亿元，同比增长 4.30%，增速较上年同期下降 5.80 个百分点；累计创造利润总额 425.90 亿元，同比增长 4.30%，增速较上年同期下降 5.00 个百分点；累计完成产量 71,277.36 万件，同比下降 1.27%。

家具行业进入门槛较低，属于充分竞争的行业。2018 年，我国规模以上家具企业数量亦不断增加，截至 2018 年末，全国家具行业规模以上企业达到 6,300 家，较上年末增加 300 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。得益于国外市场对家居类产品的需求日益增加，2018 年，我国家具及其零件出口额 536.9 亿美元，同比增长 7.6%，较 2017 年上升 3.21 个百分点。值得关注的是，美国贸易代表办公室于 2018 年 7 月公布了针对自中国进口的 2,000 亿美元商品加征 10% 关税的清单，其中包括家具、服装等终端消费品；近期，中美贸易摩擦持续加剧，将对我国家具对美出口产生影响。

业务运营

2018 年公司实现营业收入 73.09 亿元，同比下降 7.30%。从收入构成来看，2018 年公司家具及地板收入合计 68.55 亿元，同比下降 10.40%，其中家具类产品业务收入为 65.63 亿元，同比下降 11.00%；地板类产品业务收入为 2.92 亿元，同比增长 5.74%。

跟踪期内，公司持续保持上游资源获取的优势，但公司家具产品产销量有所下滑。公司加强国内工程类客户拓展力度，内销收入规模及占比有较大提升。

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、加蓬三大自有林业基地。截至 2018 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。

2018 年公司家具及地板业务实现收入 68.55 亿元，同比下降 10.40%。分产品来看，受中美贸易摩擦不断升级的影响，2018 年公司家具类产品业务收入为 65.63 亿元，同比下降 11.00%；地板类产品业务收入为 2.92 亿元，同比增长 5.74%。2019 年 1~3 月，公司家具及地板收入合计 11.91 亿元，其中家具业务收入为 11.73 亿元，同比下降 2.49%。

表 1: 2016~2019.Q1 家居板块收入汇总

单位: 亿元

产品	2016	2017	2018	2019.Q1
家具	52.40	73.75	65.63	11.73
地板	3.13	2.76	2.92	0.18
合计	55.53	76.51	68.55	11.91

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

产能方面, 截至 2019 年 3 月末, 公司家具产能为 280 万件套, 较上年同期下降 10 万件套, 主要系公司将部分汕头地区产能较小工厂撤并到遂川和阆中所致; 得益于山东工厂地板生产线的投产, 公司地板产能由 2 万立方米增至 3 万立方米。在建项目方面, 山东木业城二期计划于 2020 年正式投产, 该生产基地预计总投资额为 8.00 亿元, 2019 年 3 月末已投入 0.35 亿元。山东木业城二期项目预计总产能为 67.5 万套软体家具, 随着未来山东木业城二期项目的投产, 公司未来产能将进一步增加。

从生产情况来看, 2018 年受中美贸易摩擦的影响, 公司家具产量为 211.20 万件套, 较 2017 年下降 6.45%; 随着新增地板产能的释放, 2018 年公司地板产量为 2.19 万立方米, 同比增长 167.07%。2019 年 1~3 月, 公司家具产量为 40.06 万件套, 地板产量为 0.19 万立方米。

产能利用情况来看, 2018 年公司家具产能利用率为 75.43%, 较上年下降 2.42 个百分点; 地板产能利用率为 73.00%, 较上年增长 32 个百分点。公司未来产能利用率仍有上升空间。

表 2: 2016~2019.Q1 公司家居产品产能、产量情况

单位: 万件套、万立方米

产品	家具		地板	
	产能	产量	产能	产量
2016	140.00	137.70	2.00	1.86
2017	290.00	225.76	2.00	0.82
2018	280.00	211.20	3.00	2.19
2019.Q1	280.00	40.06	3.00	0.19

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, 并积极在国内市场加强工程类客户拓展力度, 寻求新的利润增长点, 跟踪期内, 公司从原先的公寓、养老扩展延伸

至房地产、酒店客房等多个客户维度。目前, 公司体验馆共有 19 家, 并在全国两百多个大中城市拥有近 400 家经销商门店。2018 年, 公司实现内销收入 25.88 亿元, 同比增长 33.18%, 同期内销收入占比为 35.41%, 同比上升 10.77 个百分点。此外, 2018 年 4 月, 公司与保利华南实业有限公司 (以下简称“保利华南”)、保利粤东房地产开发有限公司 (以下简称“保利粤东”) 和保利 (三亚) 房地产开发有限公司 (以下简称“保利三亚”) 签署战略合作协议, 约定公司为保利华南、保利粤东和保利三亚开发的房地产、酒店、公寓项目提供软装配套及建材, 在同等性价比的情况下, 保利华南、保利粤东和保利三亚有限采用公司提供的产品; 合作期间自 2018 年 4 月 10 日至 2023 年 4 月 9 日。随着该战略合作协议的展开, 公司境内销售金额有望继续提升。

从销售情况看, 2018 年公司家具销量从 2017 年的 216.26 万件套下降至 205.59 万件套, 同比下降 4.93%; 同期地板销量为 2.28 万平方米, 较 2017 年的 1.58 万平方米增长 44.30%。整体来看, 2018 年公司产品销售结构有所变化, 家具产量及销量有所下滑, 而地板产量及销量则有较大提升。

表 3: 2016~2019.Q1 公司家居主要产品销量

产品	2016	2017	2018	2019.Q1
家具 (万件套)	149.06	216.26	205.59	39.82
地板 (万平方米)	1.84	1.58	2.28	0.16

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

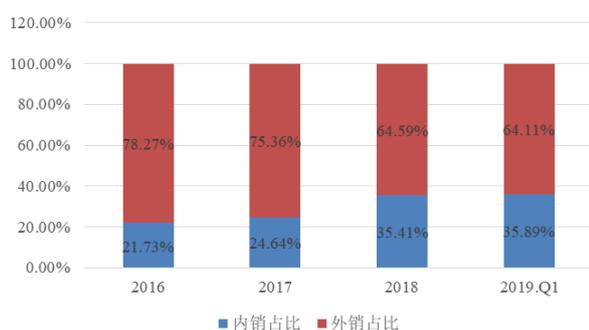
跟踪期内, 受中美贸易摩擦的影响, 公司外销收入有所下滑, 但占比仍保持在较高水平, 未来汇率波动及海外市场贸易政策的影响仍值得关注。

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。2018 年, 公司境外销售收入中, 北美地区占比 48.50%, 较上年下降 12.70 个百分点; 欧洲地区占比 31.20%, 较上年增加 6.90 个百分点。

跟踪期内, 公司外销业务收入有所下滑, 2018 年公司外销收入为 47.21 亿元, 同比下降 19.11%, 外销收入占业务收入比重为 64.59%, 较上年下降 10.77 个百分点。公司外销收入下滑, 主要系 2018

年以来，中美贸易摩擦不断升级，随着美国政府对美国输美产品加征关税，原从中国进口的部分美国家具销售企业，开始在中国以外区域寻找新的供应商替代中国家具供应商，造成美国家具销售企业对中国境内采购需求量下降，也使公司在北美地区的营业收入从 2017 年的 35.72 亿元下降到 2018 年度的 22.90 亿元所致。公司外销收入占比仍较高，未来仍面临汇率波动风险及海外市场贸易政策风险。

图 1：2016~2019.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，2017 年 8 月 1 日~2018 年 7 月 31 日华达利实现净利润 2,885.38 万美元，超额完成收购时的业绩承诺，但较第一个承诺期间 2016 年 8 月 1 日至 2017 年 7 月 31 日的净利润 3,449.24 万美元有所下滑，主要系华达利在第二个承诺期间人民币兑美元汇率上涨，造成其在中国境内发生的费用成本增加（华达利以美元作为记账本位币），以及石油价格变动引起的海绵价格上涨使得其采购成本增加所致。2018 年华达利实现净利润 1,108.12 万美元，由于自 2018 年后期开始，相关不利影响因素已不存在，华达利在 2018 年 8 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日已实现净利润约 2,900 万美元，占第三个承诺期承诺业绩超过 90%。

面对业绩下滑的压力，未来公司将采取积极的应对措施。在中美贸易摩擦方面，公司将做出产品调整，推出更多适合其他区域及国内市场的产品，拓宽公司在欧洲、澳洲和亚洲的销售渠道，同时加强和完善国内营销网络布局，开拓国内市场及拓展

工程订单客户；汇率风险方面，公司在积极探索若后期美元汇率若在发生剧烈变动，采取美元汇率套期保值等风险管控措施；此外，公司拟尽可能提高资金周转率，减少债务融资。中诚信证评将持续关注公司相关应对措施落实情况。

财务分析

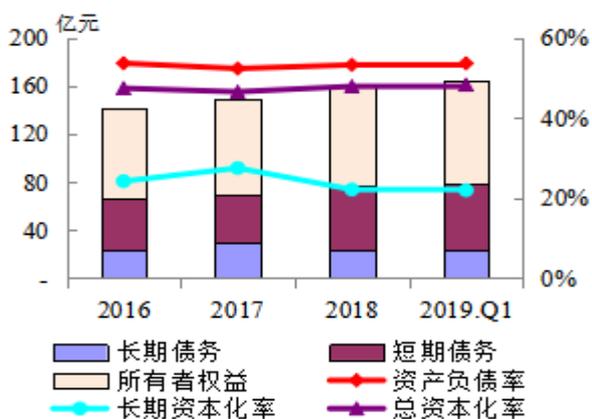
下列财务分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年度审计报告以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。以下数据均为合并报表口径，其中 2017 年数据采用 2018 年期初调整数。

资本结构

跟踪期内，公司发展林木种植、林地采伐和木材加工等家具上游环节，同时为了降低采购及运输成本，较大批量采购原材料，导致公司存货大幅增加；此外，公司账款结算期较之前有所延长，应收账款相应有所增加。受存货规模和应收账款增加的影响，公司资产规模有所增长；负债方面，受应付票据增加的影响，公司负债规模有所增长。截至 2018 年末，公司总资产为 178.56 亿元，同比增长 6.92%；同期末，公司负债总计为 94.93 亿元，同比增长 8.80%。所有者权益方面，受益于利润留存，2018 年末，公司所有者权益为 83.63 亿元，较上年末增长 4.85%。另截至 2019 年 3 月末，公司总资产为 182.10 亿元，负债总额为 97.49 亿元，所有者权益为 84.62 亿元。

从财务杠杆比率来看，公司财务杠杆较上年末相比略有上升。截至 2018 年末，公司资产负债率为和总资本化比率分别为 53.16%和 47.82%，分别同比上升 0.92 个百分点和 1.35 个百分点。另截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率进一步上升至 53.53%，总资本化比率为 48.23%。

图 2: 2016~2019.Q1 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

资产结构方面, 公司资产以流动资产为主, 截至 2018 年末, 公司流动资产为 98.64 亿元, 占总资产的比重为 55.24%, 占比较上年末下降 0.03 个百分点。流动资产方面, 公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。截至 2018 年末, 公司货币资金为 33.89 亿元, 同比减少 19.87%, 主要系公司偿还银行贷款和支付采购款所致, 其中受限资金 3.62 亿元, 主要系银行承兑汇票、贷款质押及保函保证金。公司应收账款及应收票据为 23.51 亿元, 同比增加 28.54%, 其中应收账款 23.47 亿元, 较上年末增加 28.54%, 主要系公司为应对贸易摩擦的影响, 积极开拓其他国家客户订单和承接国内房地产客户的工程订单, 在业务开展前期销售在授信期内, 回款金额较小所致; 公司前五大应收账款对象分别为新古典家居饰品公司、创新家具公司、保利酒店管理有限公司、沃克斯家具公司和四川宏义地产集团控股有限公司, 均为非关联方, 期末余额合计 9.30 亿元, 占应收账款期末总额的比例为 39.63%。公司存货为 34.06 亿元, 同比增加 22.04%, 主要为原材料 21.99 亿元、产成品及库存商品 6.90 亿元。另截至 2019 年 3 月末, 公司流动资产为 100.28 亿元, 占总资产比例为 55.07%, 其中货币资金 35.77 亿元, 应收账款票据及应收账款 22.51 亿元, 存货 35.72 亿元。

非流动资产方面, 2018 年末公司非流动资产为 79.93 亿元, 占总资产的比重为 44.76%, 主要由固定资产和无形资产构成。截至 2018 年末, 公司固定资产为 39.74 亿元, 同比增加 0.94%, 主要为房

屋建筑物及机器设备, 期末账面价值分别为 30.42 亿元和 8.56 亿元; 同期末公司无形资产 13.36 亿元, 同比减少 1.85%, 主要为土地使用权和软件及专利权, 期末账面价值分别为 9.21 亿元和 2.98 亿元。

负债结构方面, 公司负债主要由应付账款和有息债务构成。截至 2018 年末, 公司应付账款为 8.17 亿元, 同比减少 7.83%, 主要为应付货款; 2019 年 3 月末, 公司应付账款小幅增至 8.36 亿元。债务规模方面, 截至 2018 年末, 公司总债务为 76.64 亿元, 较上年末增长 10.70%, 主要系公司流动资金需求加大, 短期债务增加所致, 期末公司长短期债务比(短期债务/长期债务)由上年末的 1.29 倍上升至 2.23 倍, 短期偿债压力加大; 2019 年 3 月末, 公司总债务小幅增至 78.82 亿元, 长短期债务比升至 2.32 倍。

总体来看, 跟踪期内公司资产负债规模有所增长, 财务杠杆水平略有上升。公司短期债务规模上升较快, 面临一定再融资压力。

盈利能力

从收入规模看, 2018 年公司实现营业收入 74.02 亿元, 同比减少 7.73%, 主要是受中美贸易摩擦的影响, 公司对美国出口销售减少所致。具体来看, 2018 年公司内销收入 25.88 亿元, 同比增长 33.18%; 外销收入 47.21 亿元, 同比减少 20.54%。分业务类型来看, 2018 年公司家具板块实现营业收入 65.63 亿元, 同比减少 11.01%; 地板板块实现营业收入 2.92 亿元, 同比增长 5.80%。毛利率方面, 2018 年公司营业毛利率为 32.75%, 同比下降 3.24 个百分点, 主要受北美地区出口业务下降所致。另 2019 年 1~3 月, 公司实现营业收入 14.10 亿元, 同比下降 2.53%; 毛利率 30.09%, 同比下降 11.28 个百分点。

期间费用方面, 公司期间费用以销售费用为主, 2018 年发生销售费用 8.14 亿元, 同比减少 6.55%, 主要为运杂费和销售服务费。此外, 2018 年管理费用和财务费用分别为 5.97 亿元和 4.47 亿元, 同比分别减少 10.88% 和增长 7.86%。2018 年, 公司合计发生期间费用 18.58 亿元, 三费收入占比为 25.11%, 较上年上升 0.73 个百分点, 公司三费占收入比呈不断上升趋势。另 2019 年 1~3 月, 公

司三费合计 3.01 亿元，占收入比小幅下降至 21.37%。

表 4：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

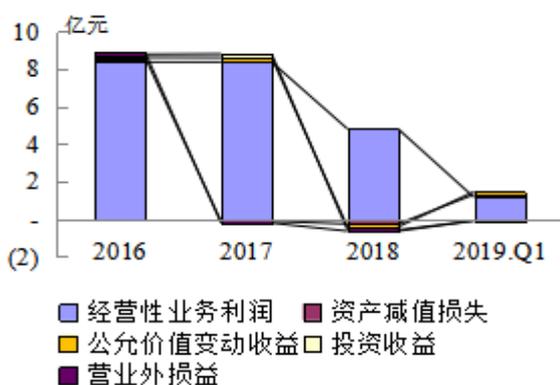
单位：亿元、%				
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	5.05	8.71	8.14	1.76
管理费用	3.93	6.70	5.97	1.50
财务费用	2.56	4.15	4.47	-0.25
三费合计	11.54	19.56	18.58	3.01
营业总收入	57.00	80.22	74.02	14.10
三费收入占比	20.24	24.38	25.11	21.37

注：管理费用包含研发支出。

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2018 年，公司实现经营性业务利润 4.79 亿元，同比减少 42.69%，主要受公司外销收入减少及人民币兑美元汇率贬值的影响，加之公司融资费用率提高，2018 年公司经营性业务利润下降幅度较大。全年公司实现利润总额为 4.70 亿元，同比减少 46.60%。同期公司实现净利润 3.86 亿元，同比减少 48.45%。2018 年公司所有者权益收益率为 4.61%，同比下降 4.77 个百分点。另 2019 年 1~3 月，公司实现利润总额 1.35 亿元，其中经营性业务利润 1.14 亿元；同期公司实现净利润为 1.13 亿元，所有者权益收益率为 5.36%。

图 3：2016~2019.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受北美地区外销业务收入减少的影响，2018 年公司主营业务收入及毛利率均有所下降，同时较高的期间费用对公司利润形成一定侵蚀，公司盈利能力有所下滑。

偿债能力

债务规模方面，截至 2019 年 3 月末，公司总债务为 78.82 亿元，其中短期债务 55.07 亿元，长期债务 23.76 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 2.32 倍。

从现金流来看，公司 2018 年经营活动产生经营活动净现金流为 2.26 亿元，较上年 13.08 亿元大幅下降 82.73%，主要系公司账款结算期较之前有所延长，账款流入减慢所致；同期公司经营净现金流/总债务为 0.03 倍，经营活动净现金流利息保障倍数 0.56 倍，同比分别下降 0.16 倍和 2.79 倍，经营性净现金流可对债务利息的保障能力有待提升。

获现能力方面，2018 年公司 EBITDA 12.83 亿元，较上年减少 24.19%，主要系利润总额大幅下降所致；同期公司总债务/EBITDA 为 5.97 倍，EBITDA 利息保障倍数 3.16 倍，同比分别上升 1.88 倍和下降 1.16 倍，EBITDA 对债务和利息支出的保障程度有所减弱。

表 5：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务（亿元）	66.70	69.23	76.64	78.82
短期债务（亿元）	43.04	39.03	52.88	55.07
长期债务（亿元）	23.66	30.20	23.76	23.76
EBITDA（亿元）	14.77	16.93	12.83	-
经营活动净现金流（亿元）	12.78	13.08	2.26	3.52
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.19	0.19	0.03	0.18
经营活动净现金流/利息支出 (X)	4.41	3.34	0.56	-
EBITDA 利息倍数 (X)	5.10	4.32	3.16	-
总债务/EBITDA (X)	4.52	4.09	5.97	-

注：2019.Q1 经营活动净现金流/总债务经年化处理

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 2019 年 3 月末，公司合并口径下获得主要合作银行授信总额为 63.14 亿元，其中未使用的授信额度为 25.66 亿元，具备一定的备用流动性。同时，直接融资渠道亦可对其流动性形成一定补充。

或有负债方面，截至 2019 年 3 月末，公司无对外担保，或有负债风险较小。

总体来看，2018 年公司资产负债规模有所增长，短期偿债压力加大，同时盈利能力受中美贸易摩擦及汇率影响有所下滑，主要偿债指标有所弱化。但考虑到公司在上下游产业链业务布局较为完善，加之融资渠道畅通，可对其债务偿还提供较为有力的保障。

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

2018 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。

表 6：2017~2018 年公司营业收入构成及投资收益情况

单位：亿元、%

	2017		2018	
	金额	占比	金额	占比
地板	2.76	2.44	2.92	2.68
家具	73.53	64.99	65.23	59.95
医疗服务	21.40	18.91	23.03	21.17
房地产	2.13	1.89	9.37	8.62
原木	2.34	2.07	4.54	4.17
酒店餐饮	1.72	1.52	1.66	1.53
咨询服务	7.61	6.72	0.83	0.76
其他	1.65	1.46	1.22	1.12
合计	113.13	100.00	108.80	100.00
投资收益	9.26	-	12.75	-

注：2018 年公司投资收益包括处置长期股权投资损益 3.64 亿元。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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”）、达孜赛勒康投资管理集团有限公司（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与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 2019 年 3 月末，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。2018 年公司医疗健康业务实现收入 23.03 亿元，同比增长 7.62%，占公司当年总营业收入的比例为 21.17%，较上年增长 2.26 个百分点，对营业收入形成了一定的补充。

表 7：2016~2018 年宜华健康收入构成情况

单位：亿元

分部	2016	2017	2018
医疗	12.75	19.49	19.26
养老	0.17	1.67	2.78
合计	12.92	21.16	22.04

注：宜华集团的医疗健康业务还包括宜鸿投资有限公司所运营的医院，故与宜华健康的收入不一致。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

众安康主要从事医疗后勤综合服务和医疗专业工程建设。业务运营方面，2018 年众安康实现营业收入为 12.63 亿元，同比下降 15.20%，其中医疗后勤服务收入和医疗专业工程收入分别 10.32 亿元和 2.32 亿元，分别同比增长 26.16% 和下降 62.30%。值得关注的是，2018 年众安康的净利润为 0.07 亿元，同比大幅下滑 95.25%，主要系当年计提坏账准备、人工成本增加及医疗专业工程业务开工率不足所致。总体来看，众安康的业绩承诺期已过，2018 年业绩大幅下滑，未来其营业收入恢复情况值得关注。

达孜赛勒康业务主要分为医院管理与咨询业务和诊疗中心业务，前者主要通过向医院提供管理和咨询服务获取咨询管理服务费用，后者则是为合作医院患者提供医疗服务从而获取合作分成。截至 2019 年 3 月末，达孜赛勒康已直接控制或间接控制（含托管）的医院为 23 家。2018 年，达孜赛勒康继续加速医疗机构的投资布局，先后收购了公司参股子公司汕头市宜鸿投资有限公司持有的玉山博爱医院有限公司 70% 股权，并收购重庆永川卧龙医

院有限公司 65% 股权及义乌市三溪堂国药馆连锁有限公司、义乌三溪堂中医保健院有限公司、义乌市三溪中医药研究所各 65% 股权。业务运营方面，2018 年达孜赛勒康实现收入 6.43 亿元，同比增长 78.36%，当期净利润为 2.00 亿元，同比增长 19.89%。业绩承诺方面，交易对手西藏大同康宏医疗投资合伙企业（有限合伙）及其实际控制人承诺 2018 年达孜赛勒康实现扣除非经常性损益后归属母公司股东的税后净利润不低于人民币 19,563 万元。2018 年达孜赛勒康实际实现扣除非经常性损益后的净利润 19,520.87 万元，未能完成当年业绩承诺，但尚未触发业绩补偿条件。

2016 年 11 月，宜华健康以现金支付方式完成对亲和源 58.33% 股权的收购，交易对价 4.08 亿元。2017 年 11 月宜华健康完成了亲和源剩余 41.67% 股权的收购，交易对价为 2.92 亿元，亲和源成为宜华健康的全资子公司。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，其业务覆盖养老社区、休闲养老、医疗护理、养老咨询及委托运营等方面。亲和源采用俱乐部、会员制养老模式，收入来源主要为出售会员卡和会员入住后的年费。项目方面，截至 2018 年末，亲和源经营项目为 8 个¹，当年新增浙江琳轩项目、青岛时代广场项目、杭州久茂大厦项目和宁波象山项目。目前，亲和源收入主要来自于上海康桥项目和上海康桥迎丰项目，2018 年收入分别为 0.90 亿元和 0.82 亿元。其中上海康桥项目为旗舰店项目，建筑面积 9.55 万平方米。截至 2019 年 3 月末，上海康桥项目入住率为 96%，较 2018 年末有所提升。业务运营方面，2018 年亲和源实现收入 2.78 亿元，同比增长 66.56%，当期净利润为 0.43 亿元，实现扭亏为盈。业绩承诺方面，交易对手奚志勇承诺亲和源 2018 年扣除非经常性损益后亏损不超过 1,000 万元。2018 年亲和源扣除非经常性损益后税后净利润为 3,415.10 万元，完成业绩承诺。此外，未来亲和源将根据自身资金情况，加大对养老市场的开拓，形成规模效应，稳步提升经营利润。

¹ 2018 年，公司对辽宁营口项目持股比例下降对其失去重大影响，故不包括该项目。

宜华集团医疗健康业务板块稳步发展，随着公司旗下医疗服务公司的逐步整合，未来该项业务收入或将进一步增长。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 2018 年实现签约销售面积 11.66 万平方米，较 2017 年的 8.05 万平方米增长 28.82%；同期实现签约销售金额为 10.11 亿元，同比增长 20.93%。2018 年结算面积为 8.31 万平方米，同比增 66.53%；结算金额为 9.31 亿元，同比增长 341.23%。项目运营方面，2018 年公司开工节奏与上年基本持平，当年新开工面积为 20.61 万平方米。从在建项目来看，截至 2019 年 3 月末，公司主要在建项目为宜华城 C 地块 2~4 期项目（其中 2 期项目已竣工）和宜华城新豪湾项目，规划建筑面积分别为 36.86 万平方米和 20.61 万平方米。

公司目前存量尚未开发的房地产项目已开展与保利发展控股集团股份有限公司（以下简称“保利发展”）的合作。截至 2019 年 3 月末，保利发展下属公司已通过增资及股权收购的方式完成对海南台达项目（第二期）、龙泉岩项目、金都花园项目和宜华城项目 51% 的股权交割。因公司在上述项目交割时对项目公司有股东借款，在股权变更完成后，保利发展下属公司将按项目进度向项目公司提供对应 51% 股东借款并由项目公司归还公司；此外部分项目还涉及保利发展下属公司应支付给公司的股权转让款。上述项目公司合计应回笼的债权款和股权款 27.45 亿元，截至 2019 年 3 月末，公司已收到 20.38 亿元的款项，已支付比例约 74%。此外，公司目前所拥有的其他未开发的存量项目地块拟与保利发展进行合作，未来公司房地产业务竞争实力有望得以加强。

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”），宜华投资系宜华集团关联方，双方签订委托投资协议约定，宜华集团委托宜华投资将资金投资于标的，委托投资项目取得的收益扣除相关费用后，按 9:1 的比例分配，双方约定的保底年收益率为 8%。宜华投资负责项目前期的尽调和评估以及

投后管理，宜华集团对委托投资项目的投资与处置有最终决定权，并对投资过程全程监控。2018年，公司对宜华投资的利息收入产生投资收益 8.14 亿元，同比下降 7.98%，对公司利润形成一定补充。

总体来看，2018 年宜华集团通过资源的进一步整合，积极拓展国内工程类客户，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。

财务分析

表 8：2016~2019.Q1 公司主要偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务（亿元）	74.08	73.47	117.22	127.06
总债务（亿元）	187.85	223.71	249.38	241.86
资产负债率（%）	56.55	57.73	59.22	57.51
总资本化比率（%）	49.11	50.66	52.36	50.65
经营活动净现金流（亿元）	2.93	17.23	41.18	13.23
EBITDA（亿元）	24.23	38.36	29.17	-
经营净现金流/利息支出（X）	0.35	1.19	3.13	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.87	2.65	2.21	-
总债务/EBITDA（X）	7.75	5.83	8.55	-
经营净现金流/总债务（X）	0.02	0.08	0.17	0.22

注：2019.Q1 经营活动净现金流/总债务经年化处理
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

随着投资规模的扩大，2018 年公司资产规模进一步增长，年末资产总额为 556.31 亿元，较上年末增长 7.94%。同时，公司对外融资需求加大，推动负债水平也呈现增长态势，2018 年末总负债为 329.45 亿元，同比增长 10.73%。自有资本实力方面，得益于利润留存，公司自有资本实力进一步增强，2018 年末所有者权益为 226.86 亿元，同比增长 4.14%。财务杠杆水平方面，2018 年末公司资产负债率和总资本化率分别为 59.22% 和 52.36%，较 2017 年末分别上升 1.49 个百分点和 1.70 个百分点，仍处于适中水平。此外，2018 年末公司总债务同比增长 11.48% 至 249.38 亿元，主要系近年公司投资增加所需外部融资增加所致。债务期限结构方面，2018 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.89 倍，较 2017 年末的 0.45 倍有所上升，公司短期偿债压力有所加大。

从收入规模看，2018 年公司实现营业收入 108.80 亿元，同比减少 3.83%，主要系宜华生活受中美贸易摩擦的影响，以及当年公司咨询服务收入下滑所致。毛利率方面，2018 年公司业务综合毛利率为 32.52%，较 2017 年下降 6.83 个百分点，主要系宜华生活毛利率下滑，以及毛利率很高的咨询服务业务收入下降所致。利润方面，2018 年公司利润总额为 10.57 亿元，同比大幅下降 47.81%，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-0.40 亿元，较上年 11.27 亿元大幅下降；同期投资收益 12.75 亿元，同比增长 37.64%，其中公司对宜华投资的利息收入产生的投资收益 8.14 亿元；此外，2018 年公司转让下属房地产公司股权，取得股权转让投资收益 3.64 亿元。同期，公司净利润为 8.51 亿元，同比减少 47.37%；所有者权益收益率为 3.75%，较 2017 年下降 3.67 个百分点，公司盈利能力有所下滑。

偿债能力方面，2018 年末公司总债务同比增长 11.48% 至 249.38 亿元。从主要偿债能力指标来看，2018 年公司 EBITDA 为 29.17 亿元，受利润总额减少影响，公司 EBITDA 同比下降 23.97%。2018 年公司总债务/EBITDA 由上年的 5.83 倍升至 8.55 倍；EBITDA 利息倍数为 2.21 倍，同比下降 0.44 倍，公司经营所得对当期利息支出保障能力有待提升。另外，2018 年公司经营活动净现金流 41.18 亿元，同比大幅增长 139.02%，主要系公司地产项目引入合作方保利地产，收回对地产项目的经营性往来款所致。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 0.17 倍和 3.13 倍，同比分别增长 0.09 个百分点和 1.94 个百分点，对债务本息的保障能力有所提升。

或有负债方面，截至 2019 年 3 月 31 日，公司无对外担保情况。

受限资产方面，截至 2019 年 3 月 31 日，公司受限资产合计 46.41 亿元，占同期末总资产的比重为 8.37%，受限资产主要包括固定资产 23.63 亿元、货币资金 12.55 亿元、无形资产 7.12 亿元和应收账款 1.41 亿元，系因借款抵押及保证金的原因受限。此外，公司所持有的宜华生活股票，已质押部分占

公司所持部分的比重为 66.22%；持有的宜华健康股票中，已质押部分占比为 67.50%。

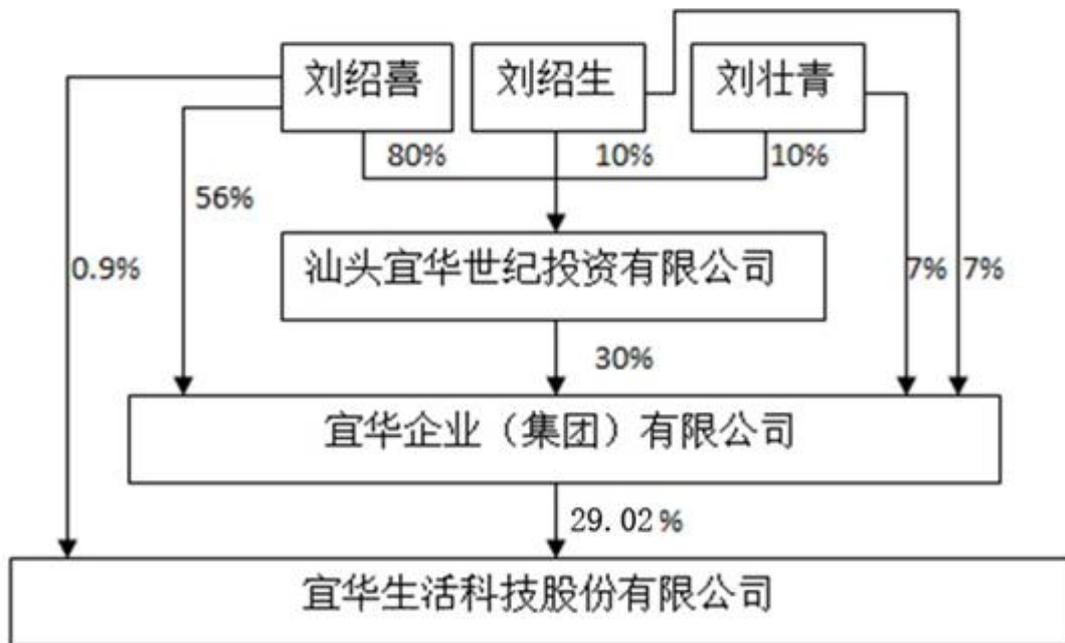
财务弹性方面，截至 2019 年 3 月末，公司综合授信额度为 127.27 亿元，其中未使用额度为 30.11 亿元，具有一定的备用流动性。此外，公司下属子公司宜华生活和宜华健康为上市公司，直接融资渠道畅通。

总体来看，跟踪期内公司资产负债规模有所增长，财务杠杆水平适中，但短期偿债压力加大；同时公司营业收入和毛利率均有所下降，公司盈利能力有所下滑。公司经营所得及经营性净现金流仍可对债务本息形成良好保障，公司具备很强的偿债能力。

结 论

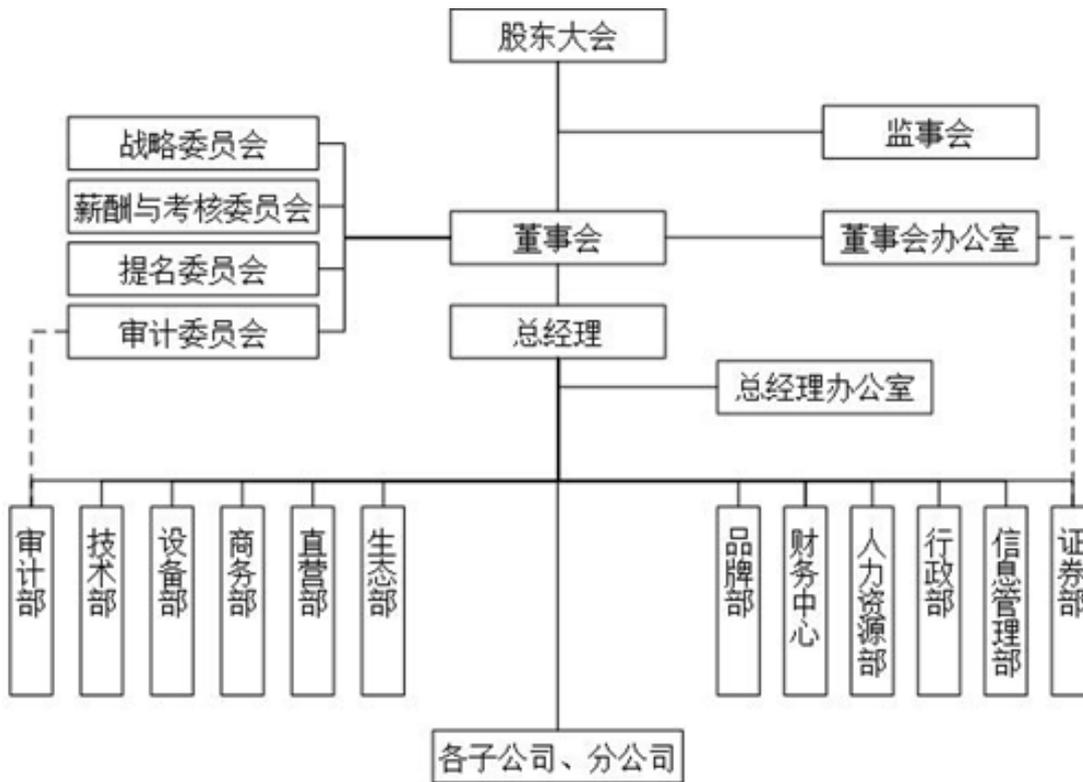
综上，中诚信证评维持宜华生活科技股份有限公司主体信用级别为**AA**，评级展望为稳定；维持“广东省宜华木业股份有限公司2015年公司债券（第一期）”和“广东省宜华木业股份有限公司2015年公司债券（第二期）”信用级别为**AA**⁺。

附一：宜华生活科技股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 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 2019 年 3 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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	355,207.30	422,903.46	338,864.45	357,730.40
应收账款净额	165,776.36	182,890.72	234,747.03	224,979.40
存货净额	267,720.70	279,123.81	340,631.69	357,214.12
流动资产	851,933.07	923,166.54	986,356.21	1,002,812.01
长期投资	95,796.96	97,400.01	96,802.63	96,737.69
固定资产合计	402,395.12	406,687.03	412,195.19	434,231.24
总资产	1,597,501.62	1,670,146.38	1,785,642.42	1,821,016.24
短期债务	430,361.37	390,270.95	528,800.43	550,692.35
长期债务	236,648.10	302,020.72	237,552.82	237,552.82
总债务（短期债务+长期债务）	667,009.47	692,291.67	766,353.25	788,245.17
总负债	855,693.44	872,502.28	949,317.44	974,856.07
所有者权益（含少数股东权益）	741,808.18	797,644.10	836,324.98	846,160.17
营业总收入	570,016.88	802,156.37	740,180.65	141,000.79
三费前利润	199,711.49	279,180.79	233,749.30	41,541.60
投资收益	705.91	957.71	-672.15	-45.22
净利润	70,781.24	74,805.95	38,560.03	11,347.46
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	147,717.39	169,278.14	128,323.86	-
经营活动产生现金净流量	127,798.14	130,760.90	22,579.25	35,157.36
投资活动产生现金净流量	-218,671.54	-49,413.63	-80,437.45	-19,726.83
筹资活动产生现金净流量	122,169.29	-13,285.40	-50,763.67	-5,680.59
现金及现金等价物净增加额	29,744.70	65,027.81	-105,877.25	8,986.81
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	36.09	35.99	32.75	30.09
所有者权益收益率（%）	9.54	9.38	4.61	5.36
EBITDA/营业总收入（%）	25.91	21.10	17.34	-
速动比率（X）	0.99	1.18	0.94	0.90
经营活动净现金/总债务（X）	0.19	0.19	0.03	0.18
经营活动净现金/短期债务（X）	0.30	0.34	0.04	0.26
经营活动净现金/利息支出（X）	4.41	3.34	0.56	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.10	4.32	3.16	-
总债务/EBITDA（X）	4.52	4.09	5.97	-
资产负债率（%）	53.56	52.24	53.16	53.53
总资本化比率（%）	47.35	46.46	47.82	48.23
长期资本化比率（%）	24.19	27.46	22.12	21.92

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 2017 年数据采用 2018 年期初调整数；

3、宜华生活“其他流动负债”中有息部分计入短期债务；

4、宜华生活 2019 年一季度经营活动净现金流/总债务、经营活动净现金流/短期债务、所有者权益收益率经年化处理。

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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	532,730.25	578,610.83	463,545.74	453,426.13
应收账款净额	194,548.43	268,860.86	350,676.64	351,063.49
存货净额	672,746.35	1,006,547.76	982,390.41	507,818.86
流动资产	2,389,405.84	2,469,305.12	2,266,416.30	2,030,396.80
长期投资	133,364.28	372,058.28	507,911.65	531,446.54
固定资产合计	529,497.74	737,862.38	752,561.02	730,584.87
总资产	4,479,988.69	5,153,773.34	5,563,108.33	5,545,389.18
短期债务	740,791.85	734,723.10	1,172,204.93	1,270,571.04
长期债务	1,137,726.42	1,502,364.33	1,321,623.50	1,148,008.72
总债务（短期债务+长期债务）	1,878,518.27	2,237,087.43	2,493,828.43	2,418,579.76
总负债	2,533,550.59	2,975,363.06	3,294,474.24	3,189,291.99
所有者权益（含少数股东权益）	1,946,438.10	2,178,410.28	2,268,634.09	2,356,097.19
营业总收入	714,815.90	1,131,284.94	1,087,993.96	201,135.65
三费前利润	237,143.70	416,477.04	340,196.97	61,424.17
投资收益	85,128.88	92,596.03	127,451.60	23,435.22
净利润	72,771.20	161,625.68	85,060.20	19,128.80
EBITDA	242,272.38	383,649.47	291,685.17	-
经营活动产生现金净流量	29,297.73	172,266.22	411,753.32	132,329.16
投资活动产生现金净流量	-1,555,778.04	-673,318.99	-401,302.02	47,474.95
筹资活动产生现金净流量	1,689,411.88	544,694.76	-188,226.07	-169,668.45
现金及现金等价物净增加额	161,380.37	39,826.98	-174,495.13	9,372.32
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	34.34	39.35	32.52	31.13
所有者权益收益率（%）	3.74	7.42	3.75	3.25
EBITDA/营业总收入（%）	33.89	33.91	26.81	-
速动比率（X）	1.31	1.05	0.68	0.77
经营活动净现金/总债务（X）	0.02	0.08	0.17	0.22
经营活动净现金/短期债务（X）	0.04	0.23	0.35	0.42
经营活动净现金/利息支出（X）	0.35	1.19	3.13	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.87	2.65	2.21	-
总债务/EBITDA（X）	7.75	5.83	8.55	-
资产负债率（%）	56.55	57.73	59.22	57.51
总债务/总资本（%）	49.11	50.66	52.36	50.65
长期资本化比率（%）	36.89	40.82	36.81	32.76

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、2016~2018年及2019年3月末其他流动负债中的短期应付债券已调整至短期债务；

3、2019年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务等财务指标已经过年化处理。

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

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。