

证券代码：000797
债券代码：112301

证券简称：中国武夷
债券简称：15中武债

公告编号：2017-081



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪117号

中国武夷实业股份有限公司：

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已发行的“中国武夷实业股份有限公司2015年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本次债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年五月二十二日

中国武夷实业股份有限公司 2015 年公司债券跟踪评级报告 (2017)

发行主体	中国武夷实业股份有限公司		
发行规模	人民币 4.9 亿元		
存续期限	2015/12/07~2022/12/07		
上次评级时间	2016/06/07		
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	

概况数据

中国武夷	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益 (亿元)	17.23	13.83	23.26	23.97
总资产 (亿元)	79.58	100.12	109.08	113.95
总债务 (亿元)	40.87	64.03	45.88	52.11
营业总收入 (亿元)	21.24	24.09	25.71	5.52
营业毛利率 (%)	25.00	31.47	20.47	32.69
EBITDA (亿元)	3.09	4.09	5.18	-
所有者权益收益率 (%)	5.73	9.29	9.15	12.13
资产负债率 (%)	78.35	86.19	78.68	78.96
总债务/EBITDA (X)	13.21	15.66	8.85	-
EBITDA 利息倍数 (X)	1.31	0.96	1.53	-

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.Q1 公司所有者权益收益率经过年化处理。

基本观点

2016 年以来, 中国武夷实业股份有限公司 (以下简称“中国武夷”或“公司”) 继续坚持“房地产+国际工程承包”的双主业形态, 其国际工程承包业务发展良好, 同时公司财务杠杆水平下降明显, 融资渠道多样化, 整体偿债能力有所提高。但中诚信证券评估有限公司 (以下简称“中诚信证评”) 也关注到公司毛利空间收窄以及地缘政治风险等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上, 中诚信证评维持中国武夷主体信用等级为 AA, 评级展望为稳定; 维持“中国武夷实业股份有限公司 2015 年公司债券”信用等级为 AA。

正面

- 国际工程承包业务运营良好。2016 年公司国际工程承包业务新增中标项目 11 个, 合同金额 28.69 亿元, 同比增长 45.33%; 当年公司实现国际承包业务收入 9.64 亿元, 同比增长 4.24%, 国际工程施工业务运营情况良好。
- 财务杠杆水平下降, 偿债能力有所增强。截至 2016 年末, 公司债务规模缩减, 总债务为 45.88 亿元, 同比下降 28.35%, 财务杠杆水平有所下降。同时, 公司总债务/EBITDA 及 EBITDA 利息倍数分别为 8.85 倍和 1.53 倍, 偿债指标均较上年有所优化。
- 融资渠道多样化。截至 2016 年末, 公司获得银行授信总额 180 亿元, 未使用额度 130 亿元; 此外, 2016 年公司通过配股方式补充资本金, 共计募集资金总额 10.99 亿元, 公司融资渠道多样。

关注

- 公司毛利空间下降。受俄罗斯塞俄比亚、乌干达等新开拓市场的项目毛利率较低, 以及个别项目亏损的影响, 2016 年公司国际工程承包业务毛利率为 12.15%, 较上年下降 8.30 个百分点; 同期, 公司去库存力度较大且降价促销致使房地产开发业务毛利率同比下降 13.63 个百分

分析师

解晓峰 xtxie@ccxr.com.cn

李诗哲 shzhili@ccxr.com.cn

冯 颢 cfeng@ccxr.com.cn

Tel: (021) 80103510

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 5 月 22 日

点，2016 年公司初始获利空间有所收窄。

- 地缘政治风险。截至 2016 年末，公司国际施工业务主要分布在肯尼亚、刚果（布）、赤道几内亚等非洲国家和地区，海外工程回款周期易受地缘政治因素的不利影响，且结算货币主要为美元等外币，面临一定汇率波动风险。

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

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

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

募集资金使用情况

中国武夷实业股份有限公司 2015 年公司债券（债券简称为“15 中武债”、债券代码为“112301”，以下简称“本期债券”）于 2015 年 12 月 7 日发行，发行规模为 4.9 亿元，到期日为 2022 年 12 月 7 日，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。本期债券募集总额人民币 4.9 亿元，募集资金中 4.78 亿元已用于偿还公司借款。

基本分析

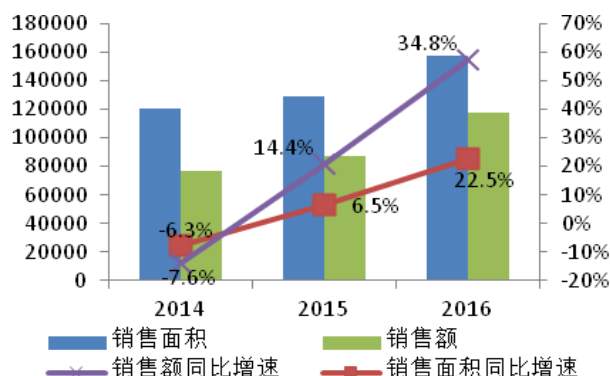
受益于宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产投资增速上涨，商品房销售呈现量价齐升态势，待售面积出现近年首次下降，但区域分化更趋明显。

得益于持续宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产市场处于明显上升周期。根据国家统计局数据显示，2016 年房地产企业累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.9%，增速较上年上涨 5.9 个百分点；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元，同比分别增长 22.4% 和 34.8%。从价格来看，2016 年 1~11 月全国百城住宅均价呈现逐月增长的态势，2016 年 11 月全国百城住宅成交均价达 12,938 元/平方米，较年初增长 17.34%；其中一线城市住宅均价达 40,441 元/平方米，较年初增长 20.60%；同期二线城市住宅均价达 11,697 元/平方米，较年初增长 17.03%；三线城市住宅均价达 7,359 元/平方米，较年初增长 8.82%¹。良好的商品房成交使得商品库存出现近年来首次下降，2016 年末全国商品房待售面积 69,539 万平方米，同比减少 3.22%；但需关注到部分二线及三四线城市仍存在去库存压力，价格亦难以上行，不同能级城市的商品住宅市场分化明显。

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌及福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

图 1：2014~2016 年全国商品房销售情况

单位：万平方米、亿元



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，在去库存的大背景下，2016 年全国房地产用地供给继续收紧，但土地成交金额上涨明显，区域亦有所分化。2016 年全国房地产建设用地供应面积为 10,750 万平方米，同比下降 10.19%；同年房企购置的土地面积 22,025 万平方米，同比下降 3.45%，但由于土地均价上升、溢价率持续高位，同期土地成交款约 9,129 亿元，同比上涨 19.77%。其中，一线城市 2016 年的土地成交均价同比增加 15.98%，涨幅较上年增加 1.4 个百分点，平均溢价率约 47.06%；二线城市土地成交均价则同比上涨 70.2%，涨幅较上年提升了 56.2 个百分点，平均溢价率达 52.55%；而三线城市成交土地均价同比增加 13.50%，平均溢价率为 19.85%。

2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导，部分重点城市调控政策升级，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

2016 年全国依旧维持去库存的房地产政策目标，继续落实“分类调控、分地施策”的政策引导。具体来看，2016 年初中国人民银行、银监会宣布降低非限购城市的首付比例，同时财政部、国家税务总局、住房城乡建设部调整契税税率以降低购房成本；6 月国务院办公厅出台《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》指出，实行购租并举，培育和发展住房租赁市场，促进住房租赁市场健康发展，进一步推动房地产市场的去化进程。在全国层面陆续出台宽松的房地产政策同时，部分重点城市率先推出了严格的楼市调控政策以抑制房价的

过快上涨，一线城市中以上海和深圳最为严厉；而去库存压力较大的部分二线及三四线城市则始终维持宽松的房地产政策。2016年3月，上海及深圳率先提高购房首付比例并提高购房资格要求；十一期间，全国二十多个城市相继出台了限购限贷政策；11月以来，部分重点城市继续加大了调控力度。持续的调控政策使得部分城市短期内购房需求得到抑制，市场成交量收缩明显，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

房地产企业利润空间持续收窄，行业兼并收购的趋势明显，集中度进一步上升，优质资源将向具有规模优势的房地产企业倾斜。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。据不完全统计，2016年销售额300亿元以上房企已完成及正在进行的并购案例已近100起，占行业并购数量的70%以上，资金、项目及资源等逐步向大型房企聚集。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2016年TOP100房企上榜金额门槛从2015年的104亿元提高至157亿元，同比上升51%，销售金额集中度亦提升3.87个百分点至43.92%，占比近一半；TOP20销售门槛提升最快，由2015年的358亿大幅增至647亿，同比提升了81%，销售金额集中度则上升1.67个百分点至24.73%；而TOP10房企销售金额门槛达到1,100.2亿元，同比上涨51.73%，占全国销售额的比重达到18.35%，较上年提升1.27个百分点，千亿房企已达12家。

跟踪期内，公司房地产项目销售和结转情况尚可，但新开工项目和拿地节奏放慢，公司土地储备规模下降。

2016年公司实现房地产合同销售面积27.15万平方米，合同销售27.53亿元，同比分别增长28.80%和30.78%，较上年增速有较大幅度下滑。从区域分布来看，销售区域主要集中在江苏、福建和重庆地区，2016年江苏、福建和重庆地区分别实现销售面积9.46万平方米、12.85万平方米和3.95万平方米，分别占整体销售面积的34.84%、47.33%和14.55%。

从销售价格来看，2016年销售均价为10,139.96元/平方米，较上年增长1.54%。

表1：2014~2016年公司项目销售和结算情况

单位：万平方米、亿元

指标	2014	2015	2016
销售面积	7.51	21.08	27.15
销售金额	5.51	21.05	27.53
结算面积	11.57	12.14	18.84
结算金额	8.18	13.85	15.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从结算情况来看，受益于市场回暖及开发节奏的调整，公司结算面积和结算金额均有所增长，2016年公司房地产项目结算面积18.84万平方米，同比上升55.19%；结算金额15.00亿元，同比增长8.30%。从结算区域来看，2016年公司结算项目主要集中在江苏、福建和重庆地区，2016年江苏、福建和重庆地区结算面积分别为5.92万平方米、8.97万平方米和3.81万平方米，分别占整体结算面积的31.42%、47.61%和20.22%。

项目运营方面，2016年公司项目开发节奏有所放慢，当年新开工面积13.33万平方米，同比下降73.18%；当年竣工面积15.84万平方米，同比小幅上升1.47%。截至2016年末，公司在建面积合计为147.20万平方米，同比小幅下降1.21%。

表2：2014~2016年公司开竣工情况

单位：万平方米

	2014	2015	2016
新开工面积	46.27	49.71	13.33
竣工面积	19.11	15.61	15.84
在建面积	118.32	149.00	147.20

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，截至2016年末，公司在建房地产项目13个，计划总投资214.35亿元，2016年末已累计投资118.09亿元，尚需投资96.26亿元。公司在建项目主要位于福建、江苏和北京，其中福建在建项目规划建筑面积166.66万平方米，占比38.42%；江苏在建项目规划建筑面积104.26万平方米，占比24.03%；北京在建项目规划建筑面积120.49万平方米，占比27.78%。

土地获取方面，2016年公司以679.87万元收购诏安武夷永华房地产有限公司85%股权的方式增加武夷名仕园B项目土地储备，该项目土地面积

2.14 万平方米，计容建筑面积 4.50 万平方米。2016 年 6 月，公司在肯尼亚签订购买蒙巴萨 KILIFI 镇约 80.93 万平方米土地合同，土地变更尚未完成。截至 2016 年末，公司土地储备土地面积 32.59 万平方米，较上年下降 26.85%，其中北京 23.92 万平方米，占比 73.40%；福建地区 7.82 万平方米，占比 24.00%；肯尼亚地区 0.85 万平方米，占比 2.61%。公司土地储备可为其未来经营发展提供一定的支持，但主要集中于北京通州及福建省三四线城市，区域集中度较高，此外肯尼亚地缘政治风险及市场环境或影响该区域的项目开发。

表 3：截至 2016 年末公司土地储备情况

单位：万平方米			
待开发项目	区域	土地面积	计容建筑面积
武夷花园南区	北京通州	23.92	59.82
龙腾世纪三期及 1-4 号楼	宁德市周宁县	5.07	19.36
武夷名仕园 A 项目	福建省漳州市	0.61	待定
NEW HOUSE 营地	肯尼亚	0.40	-
玫瑰苑	肯尼亚	0.45	-
武夷名仕园 B 项目	福建省漳州市	2.14	4.50

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

2016 年，公司国际施工业务运营情况较好，新增项目合同金额保持增长；公司国际施工业务以肯尼亚为中心开拓周边国家市场，但仍需关注区域集中度高、地缘政治以及汇兑风险。

从国际施工业务来看，项目完成情况较好，2016 年公司实现国际承包业务收入 9.64 亿元，同比增长 4.24%。2016 年公司新增中标工程项目 11 个，中标合同金额为 28.69 亿元，同比增长 45.33%；上述项目分别位于肯尼亚（5 个）、俄罗斯（2 个）、赤道几内亚（1 个）、东帝汶（1 个）、菲律宾（1 个）和巴布亚新几内亚（1 个）。其中，2 个工程项目进入公司前十大合同金额在建项目，公司于 2016 年 6 月与肯尼亚公路工程局签订肯尼亚 A104 公路项目合同，合同金额 10.73 亿元；于 2016 年 8 月与埃塞俄比亚泽门银行签订总部大楼工程项目合同，合同金额 3.76 亿元。此外，2016 年公司完成施工产值 12.51 亿元，同比上升 42.00%。

表 4：截至 2016 年末公司国际工程前十大合同金额项目情况

单位：亿元					
项目名称	地区	开工时间	预计竣工时间	合同金额	完工进度
肯尼亚 A104 市政道路项目	肯尼亚	2017.4.30	2021.4.30	10.73	0.10%
托比-摩亚雷（A2）公路项目	肯尼亚	2013.1.7	2016.1.6	7.94	104%
MAG 刚果（布）蒙哥 1200kt/a 钾肥项目	刚果布	2013.7.17	2015.6.30	8.08	28.60%
埃塞俄比亚泽门银行总部大楼工程项目	埃塞	2016.10.21	2019.10.20	3.76	2.90%
NSORK 城市路网工程	赤道几内亚	2014.1.12	2016.7.12	3.72	64.30%
C13 公路工程	肯尼亚	2013.5.15	2015.11.15	3.33	88%
C99 公路项目	肯尼亚	2016.02.11	2017.11.10	2.78	14.60%
肯尼亚金融学校项目（二期）	肯尼亚	2013.11.1	2016.7.31	2.77	77.10%
肯尼亚内罗毕 UHC 办公大楼项目	肯尼亚	2016.03.05	2019.03.05	2.54	0%
D319 公路项目	肯尼亚	2016.02.12	2018.08.11	2.22	8.10%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建工程方面，截至 2016 年末，公司在建工程数量 35 个，在建工程合同金额 70.82 亿元，同比增长 57.78%，工程项目主要位于肯尼亚。其中，在建公路项目数量 20 个，合同金额 45.23 亿元；市政建筑工程项目 15 个，合同金额 25.59 亿元。当年末，公司在手合同金额 79.53 亿元，可为未来经营业绩提供一定保障，但施工业务分布区域集中度高，应

对其后续项目建设情况加以关注。

表 5：2014~2016 年公司国际工程承包业务在建工程情况

单位：个、亿元			
指标	2014	2015	2016
在建工程数量	18	25	35
在建工程金额	38.9	45.0	71.0

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从前五大客户来看,2016年公司前五大客户包括赤道几内亚政府项目办、肯尼亚公路工程部、肯尼亚高速公路局、肯尼亚乡村公路局和肯尼亚土地、住房及城镇发展部,前五大客户的合计收入为3.38亿元,占当年工程承包业务收入的比重为13.17%。公司目前参与的工程承包项目业主方主要为非、亚各国的政府部门,工程款的回收有一定的保障。但值得注意的是,报告期内,MAG刚果(布)蒙哥1200kt/a钾肥项目因客户资金原因基本处于停工状态,地缘政治风险及企业运营情况值得关注。另外,公司海外项目以当地货币或美元结算,加之其部分贷款为美元借款和港币借款,汇兑风险亦需关注。

财务分析

下列财务分析基于公司提供的经福建华兴会计师事务所(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、2016年度审计报告和未经审计的2017年3月末财务报表。2015年财务数据采用予以重述的2016年审计报告期初数,以下数据均为合并口径。

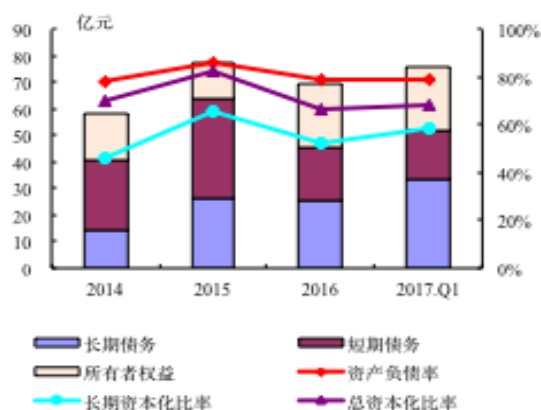
资本结构

2016年以来随着国际工程承包业务的发展和项目开发规模的增加,公司资产规模稳步上升,截至2016年末,公司总资产为109.08亿元,同比上升8.94%,主要源于公司项目开发规模扩张带来的存货增长。2016年末,公司存货为69.39亿元,较上年增长19.88%;其中,28.91%的存货已用于借款抵押。同期末,公司货币资金余额20.10亿元,同比增长7.41%,除各类保证金中受限的1.97亿元外,不存在质押或其他权利受到限制的情形。2016年末,公司应收账款余额为6.50亿元,同比下降14.55%,主要系国际承包项目工程款等,其中1年以内应收账款4.13亿元,占比61.73%,5年以上应收账款余额0.11亿元,全部计提坏账准备。

自有资本方面,截至2016年末,公司所有者权益合计23.26亿元,同比上升68.15%,主要系公司配股补充股本和资本公积增加所致;跟踪期内,公司通过配股方式补充资本金,共计配售116,835,732股,募集资金总额10.99亿元。

负债方面,截至2016年末,公司负债总额为85.82亿元,较上年同期小幅下降0.55%,主要包括预收款项及有息负债。当年末,公司预收款项22.79亿元,其中1年以内预收款项19.96亿元,主要系预收售房款,预收款项占2016年营业收入的88.64%,短期内为公司收入规模的增长提供一定保障。另截至2017年3月末,公司总资产为113.95亿元,所有者权益合计23.97亿元,负债总额为89.98亿元。

图2: 2014~2016年末以及2017年3月末公司资本结构

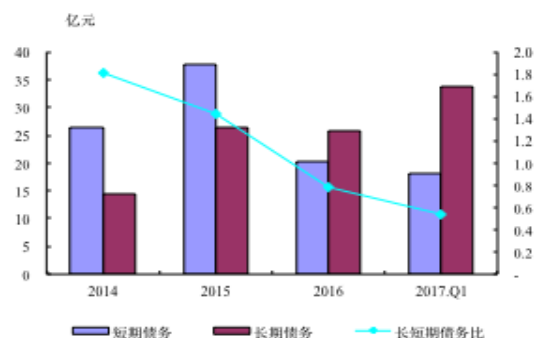


资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

债务方面,截至2016年末,公司总债务规模为45.88亿元,同比下降28.35%,公司通过长期债务置换短期债务,并通过配股及资金回笼偿还短期债务;同期,公司长期债务和短期债务分别为25.64亿元和20.24亿元,长短期债务比为0.79倍,较上年同期下降0.65倍,债务期限结构得到一定改善。另截至2017年3月末,公司总债务为52.11亿元,长短期债务比为0.54倍。

财务杠杆比率方面,截至2016年末公司资产负债率为78.68%,较上年同期下降7.51个百分点,财务杠杆比率下降明显,但仍处于较高水平。另截至2017年3月末,公司资产负债率为78.96%。

图3: 2014~2016年末以及2017年3月末公司债务结构



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体看，随着公司开发项目的增多，2016 年公司整体资产保持增长态势，受益于项目结转资金回笼偿还部分借款，公司财务杠杆水平及债务结构明显改善。

流动性

公司流动资产规模持续保持增长，截至 2016 年末公司流动资产合计为 102.26 亿元，较上年末上升 12.12%，占总资产比重为 93.75%。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要由货币资金和存货构成，2016 年末两项占流动资产的比重为 87.51%，同比上升 3.53 个百分点。另截至 2017 年 3 月末，公司流动资产合计为 106.63 亿元，占总资产比重为 93.58%。

存货方面，2016 年公司在建规模的上升使其年末存货规模亦有所上升，当年末存货账面价值为 69.39 亿元，同比上升 19.88%。从存货的构成来看，其中开发成本 59.66 亿元，同比增长 30.20%，占比 85.98%；开发产品 5.14 亿元，同比减少 40.77%，占比 7.40%；建造合同形成的已完工未结算资产 4.12 亿元，同比增长 43.68%，占比 5.94%。

表5：2014~2016年公司周转率相关指标

	2014	2015	2016
存货周转率（次/年）	0.33	0.29	0.29
总资产周转率（次/年）	0.28	0.24	0.24

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

从资产周转率来看，公司资产周转效率尚可，2016 年公司的存货周转率和总资产周转率分别为 0.29 次和 0.24 次，保持上年度同一水平。

现金流方面，2016 年公司加快项目结转，使得当年经营性现金流呈净流入状态，为 13.76 亿元，较上年同期增加 19.03 亿元；经营性现金流/短期债务为 0.68 倍，其表现较上年有所好转，但经营性现金流对短期债务覆盖仍显不足。

货币资金方面，近年来公司货币资金有所上升，2016 年末货币资金余额为 20.10 亿元，同比上升 7.41%，货币资金对短期债务的覆盖能力有所提升，公司年末货币资金/短期债务为 0.99 倍。另截至 2017 年 3 月末，公司货币资金为 23.94 亿元，货币资金/短期债务为 1.31 倍。

表 6：2014~2016 年以及 2017 年 3 月末公司

部分流动性指标

	2014	2015	2016	2017.3
货币资金（亿元）	10.12	18.72	20.10	23.94
经营活动现金流净额（亿元）	-0.81	-5.37	13.76	-0.66
经营净现金流/短期债务（X）	-0.03	-0.14	0.68	-0.14
货币资金/短期债务（X）	0.38	0.50	0.99	1.31

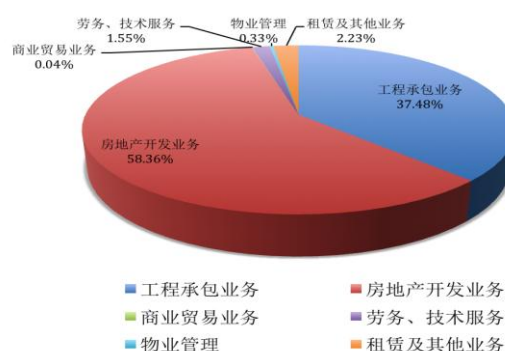
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，尽管公司存货及总资产周转效率尚可，货币资金及经营性净现金流对短期债务覆盖能力有所提升，但整体对短期债务的覆盖程度仍不足。

盈利能力

2016 年公司实现营业收入 25.71 亿元，同比上升 6.73%。从两大业务板块来看，2016 年受益于房地产市场利好带来的业绩增长，公司全年实现房地产开发业务收入 15.00 亿元，同比增长 8.02%。此外，2016 年末公司预收款项金额为 22.79 亿元，可为其未来短期经营业绩提供一定支撑；受益于项目结算增加，公司全年实现工程承包业务 9.64 亿元，同比增长 4.24%。

图 4：2016 年公司主营业务收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从毛利空间来看，2016 年公司营业毛利率为 20.47%，较上年下降 11.00 个百分点。具体来看，国际工程承包业务毛利率为 12.15%，较上年下降 8.30 个百分点，主要是俄塞俄比亚、乌干达等新开拓市场的项目毛利率较低，个别项目亏损所致；房地产开发业务毛利率 25.30%，较上年下降 13.63 个百分点，主要系 2016 年公司去库存力度较大，降价促销致使毛利率走低。

期间费用方面，2016 年公司合计发生期间费用 3.22 亿元，同比下降 38.09%；三费收入占比为

12.54%，较上年度大幅下降 9.08 个百分点。公司期间费用下降主要系公司 2016 年外币借款减少使得汇兑损失及借款利息减少所致。虽然 2016 年公司财务费用中实现汇兑净收益 0.33 亿元，但我们对其汇兑风险管理能力予以关注。

表 7：2014~2016 年中国武夷期间费用分析

单位：亿元、%

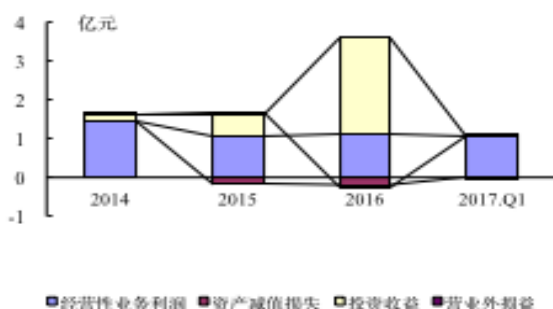
项目	2014	2015	2016
销售费用	0.33	0.42	0.50
管理费用	1.16	1.21	1.67
财务费用	1.48	3.58	1.05
三费合计	2.97	5.21	3.22
营业总收入	21.24	24.09	25.71
三费收入占比	13.97%	21.62%	12.54%

数据来源：中国武夷定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2016 年公司经营性业务利润为 1.10 亿元，同比增长 5.41%。2016 年公司实现投资收益 2.50 亿元，较上年增加 1.94 亿元，主要系公司出售晋亿贸易有限公司（以下简称“晋亿贸易”）及其开发的香港永兴街维港 园项目的投资收益，出售总价 4.29 亿元，实现收益 1.61 亿元；同时，公司减持福建省燕京惠泉啤酒股份有限公司股票 1,215 万股，实现收益约 1.26 亿元，公司利润对投资收益较为依赖。综上，2016 年公司取得利润总额 3.30 亿元，同比上升 120.28%；取得净利润 2.13 亿元，同比上升 65.68%；其所有者权益收益率为 9.15%。

图 5：2014~2016 年以及 2017 年 1~3 月公司

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，2016 年公司营业收入有所上升，但受国内房地产市场竞争压力加大及国际市场的区域环境影响，公司毛利空间收窄，且当年公司利润增长主要来自投资收益。

偿债能力

从债务规模来看，2016 年公司偿还部分借款，总债务规模有所下降。截至 2016 年末，公司总债务规模为 45.88 亿元，同比下降 28.35%。同期，公司长短期债务比为 0.79 倍，债务期限结构有所改善。截至 2017 年 3 月末，公司总债务 52.11 亿元，同比增长 13.58%，长短期债务比为 0.54 倍。

表 8：2014~2016 年以及 2017 年 1~3 月公司部分偿债指标

指标	2014	2015	2016	2017.3
EBITDA (亿元)	3.09	4.09	5.18	-
总债务/EBITDA (X)	13.21	15.66	8.85	-
EBITDA 利息倍数 (X)	1.31	0.96	1.53	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.02	-0.08	0.30	-0.05
经营活动净现金流利息保障系数 (X)	-0.35	-1.24	4.06	-
资产负债率 (%)	78.35	86.19	78.68	78.96
总资本化比率 (%)	70.35	82.24	66.36	68.49
长期资本化比率 (%)	45.79	65.47	52.44	58.54

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从主要偿债能力指标来看，2016 年公司获现能力增强，EBITDA 为 5.18 亿元，同比增长 26.78%。受益于公司债务减少，2016 年公司主要偿债能力指标有所优化，总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数分别为 8.85 倍和 1.53 倍，较上年度分别下降 6.81 倍和上升 0.57 倍，同期，经营活动现金流/总债务和经营活动现金流利息保障系数分别为 0.30 倍和 4.06 倍，EBITDA 和经营活动现金流对债务本息的保障能力均有所提升。

或有负债方面，截至 2016 年末，公司无对外担保，无或有负债风险。

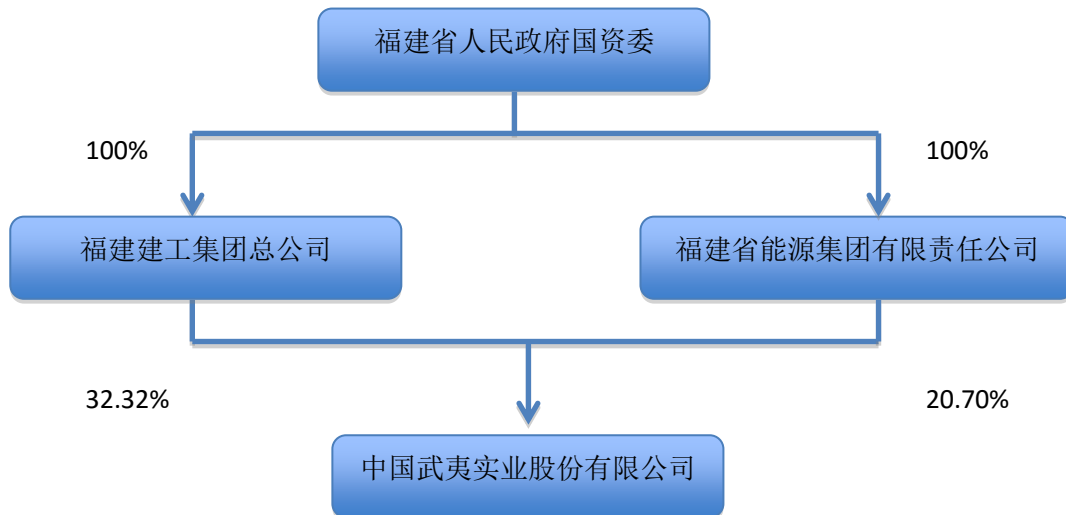
融资渠道方面，截至 2016 年末，公司获得银行授信总额 180 亿元，已使用额度 50 亿元，未使用额度 130 亿元，备用流动性充足。

整体来看，2016 年公司毛利空间收窄，利润对投资收益依赖较大，但考虑到当年公司财务杠杆比率明显下降，债务规模减少，偿债指标优化，债务期限结构亦得到改善，加之融资渠道多样化，公司仍具有很强的偿债能力。

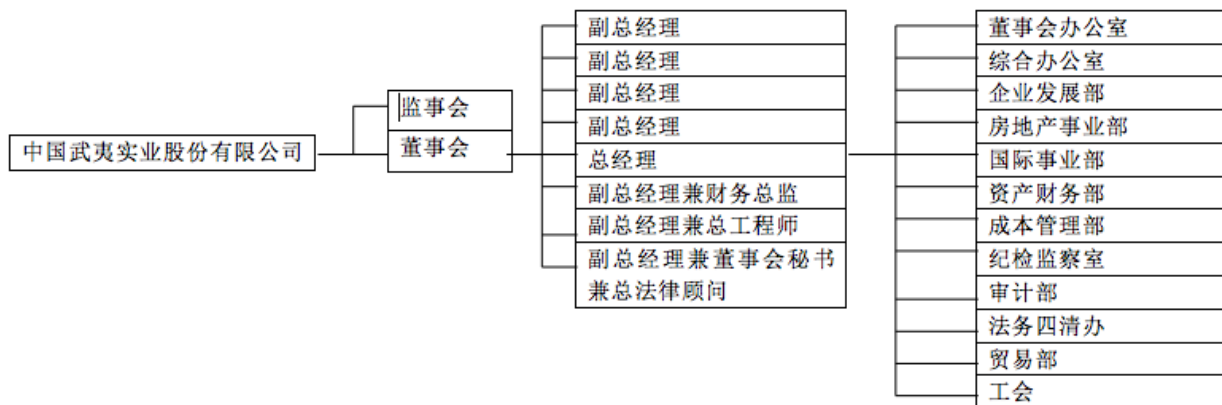
结论

综上所述，中诚信证评维持中国武夷主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“中国武夷实业股份有限公司 2015 年公司债券”信用评级为 AA。

附一：中国武夷实业股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



附二：中国武夷实业股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



附三：中国武夷实业股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2014	2015	2016	2017.3
货币资金	101,166.45	187,155.56	201,021.62	239,380.76
应收账款净额	45,674.05	76,080.06	65,008.79	58,239.43
存货净额	527,796.79	578,816.48	693,870.33	703,347.80
流动资产	722,629.63	912,004.32	1,022,582.48	1,066,251.02
长期投资	20,836.89	28,802.41	5,611.18	5,577.50
固定资产合计	28,278.25	29,811.65	41,204.72	46,071.53
总资产	795,795.23	1,001,233.20	1,090,782.83	1,139,538.69
短期债务	263,194.11	378,000.98	202,374.19	182,599.10
长期债务	145,486.37	262,314.53	256,423.29	338,506.16
总债务(短期债务+长期债务)	408,680.48	640,315.51	458,797.48	521,105.26
总负债	623,542.00	862,913.95	858,196.92	899,809.73
所有者权益(含少数股东权益)	172,253.23	138,319.25	232,585.91	239,728.96
营业总收入	212,368.56	240,900.03	257,117.36	55,237.35
三费前利润	43,892.58	62,513.53	43,243.67	15,823.41
投资收益	1,184.35	5,578.91	24,991.08	0.00
净利润	9,872.14	12,844.86	21,281.32	7,271.49
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	30,941.12	40,889.00	51,841.03	-
经营活动产生现金净流量	-8,135.27	-52,702.26	137,641.73	-6,569.97
投资活动产生现金净流量	-23,637.46	-53,654.02	2,139.24	-8,004.99
筹资活动产生现金净流量	58,078.39	183,522.20	-129,475.41	55,044.44
现金及现金等价物净增加额	24,457.81	78,363.77	15,548.38	39,672.01
财务指标	2014	2015	2016	2017.3
营业毛利率(%)	25.00	31.47	20.47	32.69
所有者权益收益率(%)	5.73	9.29	9.15	12.13
EBITDA/营业总收入(%)	14.57	16.97	20.16	-
速动比率(X)	0.41	0.56	0.55	0.65
经营活动净现金/总债务(X)	-0.02	-0.08	0.30	-0.05
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.03	-0.14	0.68	-0.14
经营活动净现金/利息支出(X)	-0.35	-1.24	4.06	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.31	0.96	1.53	-
总债务/EBITDA(X)	13.21	15.66	8.85	-
资产负债率(%)	78.35	86.19	78.68	78.96
总债务/总资本(%)	70.35	82.24	66.36	68.49
长期资本化比率(%)	45.79	65.47	52.44	58.54

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.Q1 公司所有者权益收益率指标经过年化处理。

附四：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

附五：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。