

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：2016-072



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪193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
二零一六年六月七日

中国武夷实业股份有限公司 2015 年公司债券跟踪评级报告（2016）

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	2015/07/17		
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	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	16.92	17.23	13.82	22.05
总资产（亿元）	71.06	79.58	99.89	103.38
总债务（亿元）	31.31	40.87	64.03	53.02
营业总收入（亿元）	23.86	21.24	24.09	3.92
营业毛利率（%）	28.49	25.00	31.47	30.89
EBITDA（亿元）	4.16	3.09	4.10	0.70
所有者权益收益率（%）	7.19	5.73	9.34	2.86
资产负债率（%）	76.20	78.35	86.16	78.67
总债务/EBITDA（X）	7.53	13.21	15.63	18.85
EBITDA 利息倍数（X）	2.18	1.31	0.96	0.73

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.Q1 公司所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经过年化处理。

分析师

夏韵秋 xia@ccxr.com.cn

李荣一 ryli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 80103510

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 6 月 7 日

基本观点

2015 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。其中房地产业务方面，2015 年公司通过收购提高了对北京通州项目的持股比例，为其房地产业绩的增长提供了较好保障。同时，随着 2016 年 2 月配股的完成，公司自有资本实力得到提升，财务结构实现一定优化。不过，中诚信证评也关注到公司地缘政治风险和债务压力上升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 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 AA。

正 面

- 双主业形态有助于抗风险能力的保持。2015 年，公司继续保持了“房地产+国际工程承包”的双主业形态，当年分别实现房地产业务收入和国际工程承包收入 13.89 亿元和 9.25 亿元，在一定程度上减少了经营风险，有利于其整体抗风险能力的保持。
- 公司土地储备布局较好。截至 2016 年 3 月末，公司拥有土地储备规划建筑面积 156.39 万平方米，其中北京项目规划建筑面积 89.19 万平方米，位于北京副中心通州区，2015 年以来公司通过收购提高了对该项目的持股比例，该项目将成为公司未来房地产业绩和利润的重要增长点。
- 公司通过配股适当降低财务杠杆。2016 年 2 月，公司通过配股 1.10 亿股共募集资金 11.6 亿元，使其自有资本实力得到提升，并降低了财务杠杆比率。截至 2016 年 3 月末，公司资产负债率较 2015 年末降低 7.49 个百分点。

关 注

- 地缘政治风险。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，地缘政治因素或将对公司海外工程回款周期造成一定不利影响，并使公司面临汇率波动风险。

- 公司债务压力有所增加。截至 2016 年 3 月末，公司总债务 53.02 亿元，较 2014 年末上升 29.74%，受此影响，公司各项债务指标有所弱化；同期公司长短期债务比为 1.06 倍，短期债务占比较大，公司债务期限结构有待于优化。

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 and 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 亿元拟用于偿还公司借款，其余 0.9 亿元用于补充公司营运资金。

基本分析

2015 年，在宽松的政策环境带动下，房地产行业整体呈现筑底回暖态势，但房地产开工面积和房地产投资增速依然低位徘徊，待售面积仍居高不下，房地产市场区域分化严重，行业集中度持续上升

2015 年在多重政策效应叠加影响下，我国房地产市场整体呈现筑底回暖态势。根据国家统计局数据显示，2015 年全国商品房销售面积与销售额分别为 128,495 万平方米和 87,281 亿元，同比分别增长 6.5% 和 14.4%。截至 2015 年末，全国 100 个城市（新建）住宅均价为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%，同比上涨 4.15%，是百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨。与此同时，在去库存的大环境下，房企对行业中长期发展保持谨慎态度，房地产开发投资速度继续下降，以房地产企业新开工面积和土地购置面积为代表的房地产开发指标均在不同程度上延续了下降趋势。2015 年，全国房地产开发投资 95,979 亿元，名义同比增长 1.0%，增速比 1~11 月回落 0.3 个百分点，增速继续下行；房地产开发企业房屋新开工面积 154,454 万平方米，同比下降 14.0%。2015 年房地产开发企业土地购置面积 22,811 万平方米，同比下降 31.7%；同期，土地成交价款 7,622 亿元，下降 23.9%。

房地产投资速度放缓，同时销售回暖，使得房地产市场供需差有所收窄，但受前期投资和建设规模高速增长影响，短期内政策层面的支持依旧难以扭转库存加大的局面。截至 2015 年末，商品房待售面积 71,853 万平方米，同比增长 15.58%，增速

较上年收窄 10.54 个百分点，其中，住宅待售面积增加 1155 万平方米，办公楼待售面积增加 128 万平方米，商业营业用房待售面积增加 458 万平方米。同时，中诚信证评也关注到，房地产区域市场分化严重，一线城市和二线热点城市出现量价齐升的局面，同时一般二线城市以及三四线城市去库存压力继续加大，价格亦难以上行，应关注房地产市场去化情况的区域差异。

房地产政策方面，2015 年“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。中央及地方各级政府在供应端实施“有供有限”，从源头控制商品房供应；同时各管理部门及职能机构从需求端入手，降首付、降利率、减税费、予补贴、放宽公积金贷款政策、取消限购等多手段并施。具体来看，“调供应”方面，2015 年 3 月底，国土部、住建部联合发文，要求各地对土地供应有供、有限，调节结构性过剩矛盾。“促需求”方面，第一，通过降首付、减税费、予补贴明显提振了改善型需求。中央多部委分别于 2015 年 3 月和 9 月两次发文下调购房首付比例，并于同年 3 月下调营业税免征年限以及 2016 年 2 月财政部发文调减营业税；各级政府亦在税费减免、财政补贴、提高普通住宅标准等方面多管齐下刺激需求入市。第二，公积金政策频出提振市场需求。仅中央年内出台的房地产调控文件中，有 4 次涉及公积金政策，其中 3 次为出台公积金专项政策，内容涉及下调首套普通住房公积金贷款首付比例和二套房首付比例、放宽住房公积金用途、放宽提取条件、督促各地落实异地贷款业务、放开公积金融资渠道等。第三，央行降准降息降低购房成本和难度。2015 年内先后经历了 5 次降息和 5 次降准，基准利率降至历史最低水平，为市场营造宽松的资金环境。第四，取消限外、鼓励农民进城以及全面二孩政策将成为购房需求新增长点，均将有助于房地产市场需求长效调节机制的稳定。

从行业集中度来看，据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2015 年中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》显示，2015 年全国行业排名前 20 房企集中度同比增加 0.03 个百分点至

22.82%；TOP50 房企则从 31.15% 上升至 31.74%，小幅增加了 0.59 个百分点；TOP100 房企则大幅增加 1.86 个百分点至 39.64%。从行业发展趋势来看，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

受房地产市场回暖影响，2015 年公司销售和结转情况均大幅回升，且公司加快了新开工和拿地节奏，目前公司土地储备质量较好，能为后续经营提供较有利支撑。

2015 年公司实现房地产合同销售面积 21.08 万平方米，合同销售 21.05 亿元，同比分别增长 180.69% 和 282.03%。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，2015 年江苏、福建和重庆地区分别实现销售面积 9.73 万平方米、7.56 万平方米和 2.82 万平方米，分别占整体销售面积的 46.16%、35.86% 和 13.38%；江苏、福建和香港地区销售金额占比最大，销售金额分别为 11.03 亿元、4.81 亿元和 2.99 亿元，占总体销售收入的 52.40%、22.85% 和 14.20%。从销售价格来看，2015 年销售均价为 9,985.77 元，较上年上升 36.10%。

表 1：2013~2016 年 3 月公司项目销售和结算情况

单位：万平方米、亿元

指标	2013	2014	2015	2016.3
销售面积	17.04	7.51	21.08	3.93
销售金额	13.05	5.51	21.05	2.76
结算面积	18.97	11.57	12.14	0.59
结算金额	14.97	8.18	13.85	0.79

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，公司 2015 年房地产项目结算面积 12.14 万平方米，同比上升 4.93%；结算金额 13.85 亿元，同比增长 69.32%。从结算区域来看，2015 年公司结算项目主要集中在福建、重庆和江苏地区，2015 年福建、重庆和江苏地区结算面积分别为 5.11 万平方米、3.17 万平方米和 3.05 万平方米，分别占整体结算面积的 42.09%、26.11% 和 25.12%，福建地区、江苏地区

和香港地区结算金额占比最大，分别为 4.66 亿元、3.8 亿元和 2.99 亿元，占总体销售收入的 33.65%、27.44% 和 21.59%。从结算价格来看，2015 年结算均价为 11,408.57 元，较上年上升 61.37%。

项目运营方面，公司 2015 年适度加快了新开发项目节奏，当年新开工面积 49.71 万平方米，同比增长 7.43%；当年竣工面积 15.61 万平方米，同比下降 18.32%。截至 2015 年末，公司在建面积合计为 149.00 万平方米，同比增长 25.93%。从区域分布来看，公司在建项目主要分布在福建、江苏和北京区域，其中福建地区在建面积 74.09 万平米，主要位于莆田、南平、宁德等地；江苏地区在建面积 47.91 万平方米，主要位于南京和扬州、北京地区在建面积 20.23 万平方米，主要位于北京市通州区。

表 2：2013~2016 年 3 月公司开竣工情况

单位：万平方米、个

	2013	2014	2015	2016.3
新开工面积	24.16	46.27	49.71	1.36
竣工面积	43.08	19.11	15.61	0
在建面积	115.15	118.32	149.00	135.23

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在土地获取方面，2015 年公司新增土地 4 块，分别位于福建宁德市、江苏扬州市和肯尼亚，2016 年以来公司新增土地 1 块，位于福建诏安。截至 2016 年 3 月末，公司拥有土地储备规划建筑面积 117.73 万平方米，其中，北京地区 89.19 万平方米，福建地区 13.07 万平方米，肯尼亚地区 15.47 万平方米。其中，北京项目区位较好，位于通州区潞城镇，占地面积约 600 亩，建筑面积 109.41 万平方米，公司原持有该项目 70% 股权，后分别于 2015 年 1 月、2016 年 2 月收购了其余 30% 股权，实现了完全控股。根据规划，2017 年北京行政事业单位将整体或部分迁入，对该地块整体价值有较大提升，公司土地储备可供其未来 5~7 年的经营开发。

跟踪期内，公司国际施工业务较为稳定，客户大多为非、亚各国的政府部门和当地金融机构，但需关注地缘政治风险。

从国际施工业务方面来看，2015 年公司实现国际承包业务收入 9.25 亿元，同比下降 23.46%，收

入下降主要受项目结算影响。2015 年公司承接了肯尼亚及其周边地区基础设施项目，中标工程项目为 20 个，中标合同金额为 19.47 亿元，同比增长 14.10%，2015 年完成施工产值 8.81 亿元，同比下降 12.77%，2015 年公司竣工项目仅一个，为赤道几内亚 BATA2 河道综合整治一期工程项目。

表 1：2013~2016 年 3 月公司项目销售和结算情况

单位：个、亿元

指标	2013	2014	2015	2016.3
在建工程数量	20	18	25	22
在建工程金额	40.5	38.9	45.0	41.3

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 3 月末，公司在建工程数量 22 个，在建工程金额 41.26 亿元，其中在建公路项目数量 12 个，在建公路项目金额 23.58 亿元，市政建筑工程项目 10 个，市政建筑工程金额 17.68 亿元。截至 2016 年 3 月末，公司在手合同金额 21.60 亿元，可为未来经营业绩提供一定保障。

目前，公司参与的工程承包项目的业主方一般为非、亚各国的政府部门，例如工程部、公路部、交通部、机场管理局等。此外，公司也会视项目实际情况与当地企业业主进行合作。2015 年，公司前五大客户包括非洲发展银行、赤道几内亚项目办公室、肯尼亚高速公路局、肯尼亚中央银行和肯尼亚公路工程局，前五大客户的合计收入为 6.68 亿元，占当年工程承包业务收入的比重为 27.70%。值得注意的是，公司面临一定的地缘政治风险，2015 年因赤道几内亚地区政局原因或将导致部分当地项目工程款应收账款账期较长。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，使其面临一定的汇率风险。2015 年，公司因人民币汇率下跌导致美元借款财务成本上升，造成了较大的汇兑损失。

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 2013 年度、2014 年度、2015 年度审计报告和未经审计的 2016 年 3 月末财务报表。

资本结构

2015 年以来随着开发规模的增加、土地投资支出以及收购北京通州项目等少数股东权益，公司资产规模和负债规模大幅提升，截至 2015 年末，公司总资产为 99.89 亿元，同比上升 25.52%，主要源于公司项目开发规模及新增土地储备扩张带来的存货增长以及应收账款的增长。2015 年末，公司应收款为 7.61 亿元，较上年同比增长 66.57%，主要系公司香港物业南和行大厦出售价款¹、赤道几内亚工程工程款²和肯尼亚项目工程款等。值得注意的是，公司借款大多采取抵押等方式进行担保，截至 2015 年末，公司存货和投资性房地产分别为 57.70 亿元和 0.90 亿元，其中 41.06% 存货和 49.03% 的投资性房地产已被抵押。

负债方面，2015 年末公司负债总额为 86.07 亿元，较上年同期上升 38.03%，主要源于公司当年待结算资源以及债务规模的增长。自有资本方面，2015 年末所有者权益合计 13.82 亿元，同比下降 13.82%，主要系公司溢价收购合营企业少数股东权益。2016 年 2 月，公司通过配股方式补充资本金，共计配售 1.10 亿股，募集资金 10.99 亿元。截至 2016 年 3 月末，公司总资产 103.38 亿元，总负债 81.34 亿元，所有者权益为 22.05 亿元。

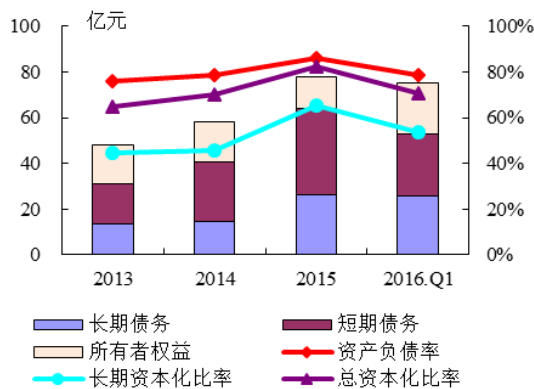
债务方面，截至 2015 年末，公司总债务规模为 64.03 亿元，同比大幅上升 56.68%；短期债务/长期债务为 1.44 倍，较上年同期下降 0.37 倍，债务期限结构得到一定改善。截至 2016 年 3 月末，公司总债务为 53.02 亿元。

财务杠杆比率方面，2015 年末公司资产负债率和净负债率分别为 86.16% 和 327.83%，较上年同期分别上升 7.81 个百分点和 149.31 个百分点，财务杠杆比率大幅上升。截至 2016 年 3 月末，公司资产负债率和净负债率分别为 78.67% 和 149.31%。

¹ 香港物业销售模式为整体销售，当期确认销售收入，截止至报告出具日，该笔应收账款已回收。

² 公司赤道几内亚部分工程款因政局原因可能导致账期较长。

图 2：2013~2016.3 公司资本结构



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长，2015 年公司整体资产和负债规模均有所增长，公司财务杠杆比率亦随之上升，目前公司债务仍以短期债务为主，债务期限结构有待进一步优化。

流动性

公司流动资产规模持续保持增长，2015 年末流动资产合计为 90.97 亿元，较上年末上升 25.89%，占总资产的比重为 91.07%。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，2015 年末两项占流动资产的比重为 83.95%，同比下降 3.08 个百分点。截至 2016 年 3 月末，公司流动资产为 95.65 亿元。

存货方面，公司 2015 年在建规模的上升使得其年末存货规模亦有所上升，当年末存货账面价值为 57.66 亿元，同比上升 9.25%。从存货的构成来看，2015 年末开发产品 8.67 亿元，较上年末增加 10.26%，占年末存货账面价值的比重为 15.04%，同比上升 0.14 个百分点；开发成本合计 45.60 亿元，同比上升 7.11%，占年末存货账面价值的 79.09%，同比下降 1.58 个百分点；建造合同形成的已完工未结算资产 2.87 亿元，较上年末同比增长 45.88%，占年末存货账面价值的比重为 4.97%，同比上升 1.25 个百分点。

表 4：公司 2013~2015 年周转率相关指标

	2013	2014	2015
存货周转率（次/年）	0.42	0.33	0.30
总资产周转率（次/年）	0.27	0.28	0.27

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产周转率来看，公司资产周转效率较好，

2015 年，公司的存货周转率和总资产周转率分别为 0.33 次和 0.30 次，分别较上年度下降 0.03 次和下降 0.01 次。

现金流方面，2015 年虽公司加快了开工并新增了土地储备，使得公司 2015 年公司经营性现金流有所下降，为 -5.27 亿元，同比下降 547.29%。

货币资金方面，近年来公司货币资金较上年大幅上升，2015 年末公司的货币资金余额为 18.71 亿元，同比上升 84.98%，但受债务规模较大影响，货币资金对短期债务的覆盖程度仍不足，公司年末货币资金/短期债务为 0.50 倍，同比上升 0.12 倍。

表 5：2013~2016.3 公司部分流动性指标

	2013	2014	2015	2016.3
货币资金（亿元）	8.93	10.12	18.71	18.30
经营活动现金流净额（亿元）	-9.36	-0.81	-5.27	-1.37
经营净现金流/短期债务（X）	-0.53	-0.03	-0.14	-0.10
货币资金/短期债务（X）	0.50	0.38	0.50	0.67

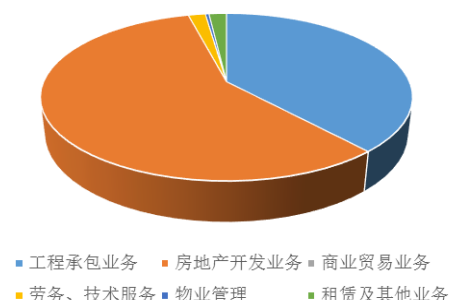
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体看，公司资产以流动资产为主，存货及总资产周转效率较好；但货币资金及经营性现金流难以对其短期债务形成覆盖，整体流动性一般。

盈利能力

2015 年全年，公司实现营业收入 24.09 亿元，较去年同期上升 13.43%。从两大业务板块来看，2015 年受房地产市场利好及公司项目良好的区域布局带来的业绩增长等影响，公司全年实现房地产开发业务收入 13.89 亿元，同比增长 69.75%，此外，公司 2015 年末预收款项金额为 8.74 亿元，可为其未来短期经营业绩提供一定支撑；受项目结算影响，公司全年实现工程承包业务 9.25 亿元，同比下降 23.46%。

图 1：2015 年公司主营业务收入分业务构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从毛利空间来看，公司 2015 年营业毛利率为 31.47%，较上年上升 6.47 个百分点。期间费用方面，2015 年公司合计发生期间费用 5.20 亿元，同比大幅上升 75.22%；三费收入占比为 21.85%，较上年度大幅增长 7.61 个百分点。公司期间费用增长主要系公司 2015 年外币借款导致汇兑损失 1.36 亿元使得财务费用大幅增长。

表 5：2013~2015 中国武夷期间费用分析

单位：亿元

项目	2013	2014	2015
销售费用	0.39	0.33	0.41
管理费用	1.21	1.16	1.20
财务费用	1.49	1.48	3.58
三费合计	3.09	2.97	5.20
营业总收入	23.86	21.24	24.09
三费收入占比	12.97%	13.97%	21.58%

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。2015 年公司经营性业务利润为 1.05 亿元，同比下降 25.96%，主要系公司三费增长所致。2015 年公司投资收益为 0.56 亿元，同比增长 371.05%，主要系公司减持惠泉啤酒股票所得。综上，公司 2015 年取得利润总额 1.51 亿元，与上期基本持平，但公司利润受汇兑损失影响较大，需关注公司汇率风险管理能力。

总体来看，受市场回暖影响，2015 年公司营业收入和毛利率均有所上升，但公司当年汇兑损失较大，导致经营性业务利润大幅下滑，需关注公司汇率风险管理能力。

偿债能力

从债务规模来看，受 2015 年公司在建规模增长以及新增土地投资影响，公司外部融资有所上升。截至 2015 年末，公司总债务规模为 64.03 亿元，同比增长 56.68%。期限结构方面，公司长短期债务比为 1.44 倍，较上一年下降 0.37 倍，但公司短期债务占比仍较高，债务期限结构有待于进一步改善。

表 6：2013~2016.3 公司部分偿债指标

指标	2013	2014	2015	2016.3
EBITDA（亿元）	4.16	3.09	4.10	0.70
总债务/EBITDA（X）	7.53	13.21	15.63	18.85
EBITDA 利息倍数（X）	2.18	1.31	0.96	0.73
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.30	-0.02	-0.08	-0.03
经营活动净现金流利息保障系数（X）	-4.91	-0.35	-1.24	-1.42
资产负债率（%）	76.20	78.35	86.16	78.67
总资本化比率（%）	64.92	70.35	82.24	70.63
长期资本化比率（%）	44.47	45.79	65.49	53.85

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从债务的币种结构来看，截至到 2016 年 3 月末，公司总债务中，美元借款 2000 万美金，折合人民币 1.29 亿元，占比 2.44%；港币借款折合人民币 3.14 亿元，占比 5.95%，外币借款占比较小，公司未采取汇率风险对冲措施。

从主要偿债能力指标来看，2015 年公司 EBITDA 有所上升，为 4.10 亿元，同比增长 32.39%。受公司债务增加以及人民币贬值导致外币借款利息增长，2015 年公司主要偿债能力指标有所弱化，总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数分别为 15.63 倍和 0.96 倍，较上年度分别上升 2.42 倍和下降 0.35 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力较弱。

或有负债方面，截至 2015 年末，公司无对外担保余额，公司无或有负债风险。

融资渠道方面，公司凭借与银行良好的合作关系，取得了较大的银行授信规模，融资能力较强。截至 2015 年末，公司获得银行授信总额 79.15 亿元，已使用额度 50.78 亿元，未使用额度 28.68 亿元，备用流动性较为充足。

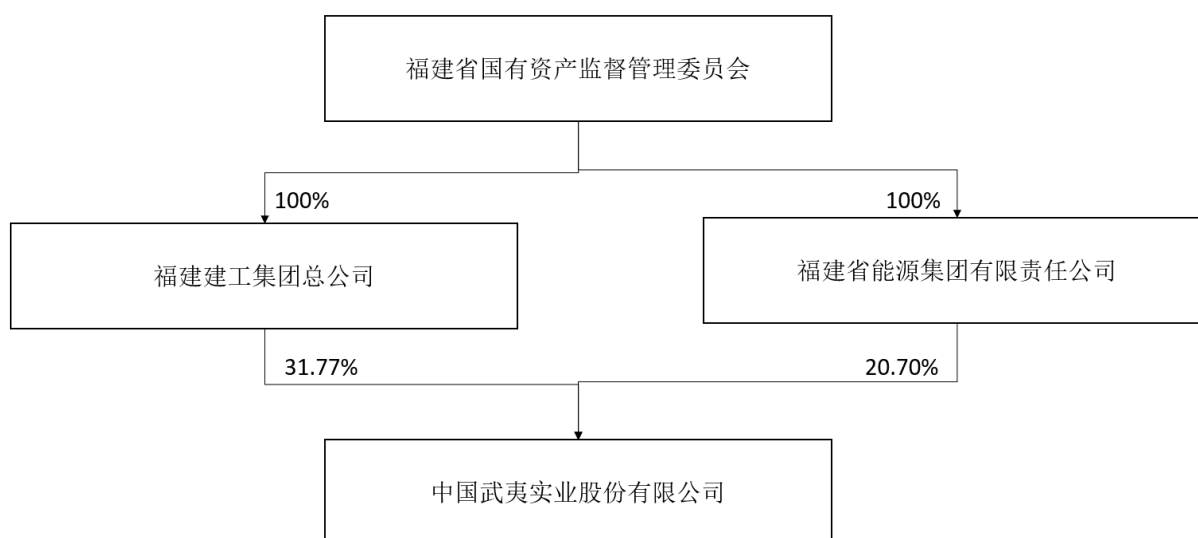
整体来看，2015 年公司财务杠杆比例有所上升，债务期限结构有待于改善，且汇兑损失削弱了当年盈利能力，但考虑到公司营业收入及毛利率均有所上升，作为上市公司，融资渠道较为通畅，公司仍具有很的偿债能力。

结论

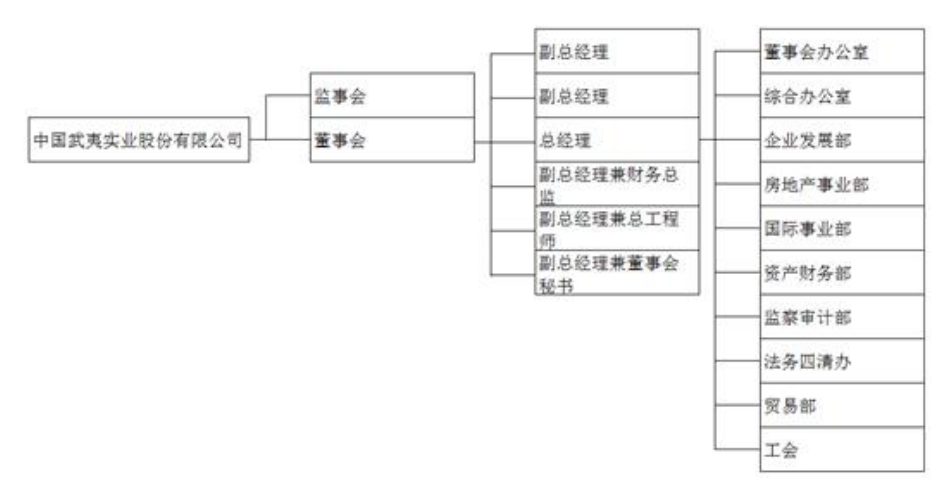
综上所述，中诚信证评维持中国武夷主体信用等级AA，评级展望为稳定；维持“中国武夷实业股

份有限公司2015年公司债券”信用级别为**AA**。

附一：中国武夷实业股份有限公司股权结构图（截至2016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 2016 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)	2013	2014	2015	2016.3
货币资金	89,323.79	101,166.45	187,137.11	182,985.08
应收账款净额	56,460.38	45,674.05	76,080.06	63,222.28
存货净额	449,675.58	527,796.79	576,641.06	654,498.17
流动资产	658,507.16	722,629.67	909,747.58	956,528.92
长期投资	16,328.24	20,836.89	28,802.41	24,111.96
固定资产合计	28,756.70	28,278.25	29,809.72	28,624.02
总资产	710,630.44	795,795.26	998,914.47	1,033,822.56
短期债务	177,614.89	263,194.11	378,000.98	272,968.00
长期债务	135,449.91	145,486.37	262,314.53	257,265.86
总债务（短期债务+长期债务）	313,064.81	408,680.48	640,315.51	530,233.86
总负债	541,467.10	623,542.00	860,678.70	813,351.55
所有者权益（含少数股东权益）	169,163.34	172,253.23	138,235.77	220,471.00
营业总收入	238,593.42	212,368.56	240,900.03	39,223.79
三费前利润	52,971.67	43,892.58	62,513.53	11,063.57
投资收益	151.95	1,184.35	5,578.91	-9.38
净利润	12,169.40	9,872.14	12,913.81	1,575.02
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	41,554.56	30,941.12	40,962.37	7,031.62
经营活动产生现金净流量	-93,640.44	-8,135.27	-52,659.02	-13,696.20
投资活动产生现金净流量	-8,947.05	-23,637.46	-53,654.02	-18,249.41
筹资活动产生现金净流量	14,607.65	58,078.39	183,522.20	29,459.12
现金及现金等价物净增加额	-90,188.12	24,457.81	78,407.02	-2,481.99
财务指标	2013	2014	2015	2016.3
营业毛利率（%）	28.49	25.00	31.47	30.89
所有者权益收益率（%）	7.19	5.73	9.34	1.43
EBITDA/营业总收入（%）	17.42	14.57	17.00	17.93
速动比率（X）	0.52	0.41	0.56	0.60
经营活动净现金/总债务（X）	-0.30	-0.02	-0.08	-0.03
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.53	-0.03	-0.14	-0.10
经营活动净现金/利息支出（X）	-4.91	-0.35	-1.24	-1.42
EBITDA 利息倍数（X）	2.18	1.31	0.96	0.73
总债务/EBITDA（X）	7.53	13.21	15.63	75.41
资产负债率（%）	76.20	78.35	86.16	78.67
总债务/总资本（%）	64.92	70.35	82.24	70.63
长期资本化比率（%）	44.47	45.79	65.49	53.85

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.Q1 公司所有者权益收益率、总债务/EBITDA 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。