

证券代码：000797

证券简称：中国武夷

公告编号：2018-101

债券代码：112301

债券简称：15中武债



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪462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年公开发行公司债券”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
二零一八年六月二十二日

中国武夷实业股份有限公司 2015年公开发行公司债券跟踪评级报告（2018）

发行主体	中国武夷实业股份有限公司		
债券简称	15中武债		
债券代码	112301		
发行年限	7年期，附第5年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权		
发行日期	2015年12月7日		
发行规模	人民币4.9亿元		
上次评级时间	2017年5月22日		
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	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	13.83	23.26	55.05	55.22
总资产（亿元）	100.12	109.08	152.92	146.81
总债务（亿元）	64.03	45.88	54.81	51.13
营业总收入（亿元）	24.09	25.71	41.72	5.69
营业毛利率（%）	31.47	20.47	25.35	35.38
EBITDA（亿元）	4.09	5.18	5.79	-
所有者权益收益率（%）	9.29	9.15	4.74	2.93
总债务/EBITDA（X）	15.66	8.85	9.47	-
EBITDA利息倍数（X）	0.95	1.80	2.50	-
资产负债率（%）	86.19	78.68	64.00	62.39
净负债率（%）	327.62	110.83	24.58	44.42

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、2018.Q1公司所有者权益收益率经过年化处理。

分析师

张丽华 hzhang@ccxr.com.cn

冯 帆 cfeng@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月22日

基本观点

2017年，中国武夷实业股份有限公司（以下简称“中国武夷”或“公司”）在房地产开发业务和国际工程承包业务均具有一定品牌知名度，且工程承包业务以肯尼亚为基础，在埃塞俄比亚、坦桑尼亚和乌干达等周边国家市场取得迅速发展，新中标合同金额及收入规模持续增长；同时公司财务杠杆水平下降明显，且处于较低水平。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司当期新增土地支出金额和新中标合约金额均增长较快，且在建房地产项目和在建工程承包项目规模较大，面临一定资金支出压力，以及面临一定地缘政治风险和汇率波动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，评级展望稳定；维持“中国武夷实业股份有限公司2015年公开发行公司债券”信用等级为AA。

正 面

- 具有一定的区域品牌知名度。公司房地产业务深耕福建省，已开发多个“武夷”系列住宅项目，2017年公司福建区域销售金额17.08亿元，同比增长132.07%；占总销售金额比重70.29%，同比上升43.55个百分点，公司在福建区域具有一定品牌知名度。
- 国际工程承包业务发展较快。2017年公司积极拓展国际工程承包业务，以肯尼亚为基础，在埃塞俄比亚、坦桑尼亚和乌干达等周边国家市场取得迅速发展。当期新中标合约金额30.62亿元，同比增长6.73%；实现国际承包业务收入11.35亿元，同比增长17.81%。
- 财务杠杆水平下降明显。受益于公司转让北京武夷股权款计入资本公积，公司所有者权益上升较快，得益于此，财务杠杆比率下降明显。截至2017年末，公司资产负债率和净负债率分别为64.00%和24.58%，分别同比下降14.68

个百分点和 86.25 个百分点。

关 注

- 资金支出压力。2017 年公司积极拓展房地产项目和工程承包业务，当期新增土地支出金额和新中标合约金额均增长较快，同时考虑到公司在建房地产项目和在建工程承包项目规模较大，公司或面临一定资金支出压力。
- 地缘政治风险和汇率风险。截至 2017 年末，公司国际施工业务主要分布在肯尼亚、埃塞俄比亚、乌干达、刚果（布）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；此外，公司海外工程结算货币主要为美元等外币，公司面临一定地缘政治风险和汇率波动风险。

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

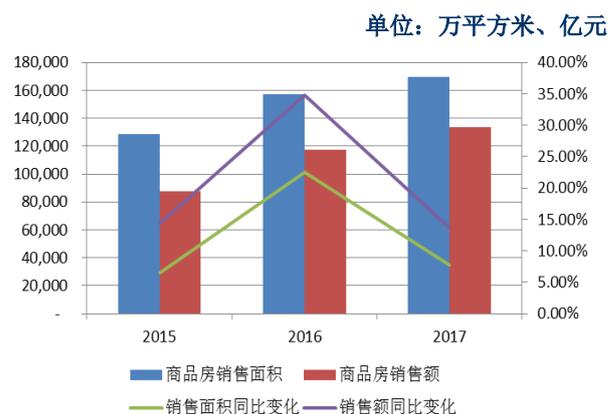
中国武夷实业股份有限公司 2015 年公开发行公司债券（债券简称为“15 中武债”、债券代码为“112301”，以下简称“本期债券”）于 2015 年 12 月 7 日发行，发行规模为 4.9 亿元，发行年限为 7 年期，附第 5 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权；到期日为 2022 年 12 月 7 日，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券募集总额人民币 4.9 亿元，募集资金中 4.78 亿元已用于偿还公司借款。

行业分析

受房地产调控政策持续升级影响，2017 年以来我国房地产行业步入阶段性下行周期，商品房销售增速下滑明显，三四线城市成为新增长点。

自 2016 年 10 月以来，我国房地产市场调控政策持续收紧，房地产市场步入阶段性下行周期。根据国家统计局数据显示，2017 年房地产企业累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.0%，增速与上年基本持平；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.66% 和 13.67%，增速分别较上年下降 14.84 个百分点和 21.13 个百分点。办公楼及商业营业用房销售增长速度高于住宅，其中住宅销售面积及销售额分别同比增长 5.3% 和 11.3%；办公楼销售面积及销售额分别同比增长 24.3% 和 17.5%；商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长 18.7% 和 25.3%。从价格来看，2017 年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然保持向上趋势，12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 13,967 元/平方米，较上年同期增长 7.15%。分城市能级来看，2017 年 12 月末，一线城市住宅均价达 41,202 元/平方米，较上年同期增长 1.43%；同期二线城市住宅均价达 12,684 元/平方米，较上年同期增长 7.70%；而三线城市住宅均价达 8,335 元/平方米，较年初增长 12.48%。受房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017 年三四线热点城市房地产销售增速高于一二线城市。

图 1：2015~2017 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，2017 年全国土地成交金额大幅上涨，但不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。2017 年房企购置土地面积 25,508 万平方米，同比上升 15.81%；房地产建设用地成交款约 13,643 亿元，同比上涨 49.45%，成交均价涨至 5,348.52 元/平方米。分城市能级来看，受土拍限价影响，2017 年一线城市土地成交均价涨幅及溢价率均有所回落，同比分别下降 6.49 个百分点和 32.76 个百分点，为 9.49% 和 14.30%；二线城市地成交均价涨幅及溢价率亦有所回落，分别较上年下降 57.43 个百分点和 23.22 个百分点，为 12.33% 和 29.33%；而三四线城市成交土地均价涨幅及溢价率近年来均有所上升，分别为 48.37% 和 37.05%，同比分别上升 35.01 个百分点和 17.20 个百分点。

2017 年房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策的主基调，重点城市调控效果显现，同时长效机制也加速推进。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在此背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涿水县、河北省张家口市崇礼区等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、

西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。受此影响，2017 年我国房地产销售增速放缓，其中一、二线城市销售增速回落显著。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月，《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中，选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个城市作为住房租赁首批试点。同年 10 月，十九大报告明确坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

2017 年以来房企内外部流动性来源收紧，融资成本上升，资金平衡能力面临更高挑战。同时，行业内的兼并收购现象加剧了行业集中度进一步提升，具有规模优势的房企可获得更多的流动性补充。

受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017 年房地产开发资金来源于房产销售的定金预收款及个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，较上年同期增速下降 25.51 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。从融资成本来看，2017 年以来随着房企融资政策的紧缩，房企融资成本不断被抬高。从房地产信用债到期分布来看，2018~2023 年为房地产债券到期高峰，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

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。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。2017 年 TOP100 房企销售金额集中度提升 11.58 个百分点至

55.50%；TOP20 房企销售金额集中度则上升 7.77 个百分点至 32.50%；而 TOP10 房企销售额的比重达到 24.10%，较上年提升 5.75 个百分点，千亿房企已达 17 家。2017 年以来房地产行业集中度进一步提升，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业凭借较强的销售及筹资能力，可获得更多的流动性补充。

业务运营

2017 年，公司房地产开发业务收入为 28.80 亿元，较上年同期增长 91.95%；房地产开发业务收入占营业收入比重为 69.04%，同比上升 10.69 个百分点。同时，公司福建区域销售金额大幅攀升，公司具有一定区域品牌知名度。同期，公司工程承包业务收入为 11.35 亿元，较上年同期增长 17.81%；工程承包业务收入占营业收入比重为 27.22%，同比下降 10.26 个百分点。

跟踪期内，公司加大了房地产开发力度，开工竣工面积均实现增长，房地产销售及结算面积上升，但当年公司销售均价下降，销售金额亦有所下滑。

2017 年面对趋严的房地产调控政策，公司采取销售激励、销售创新和提升楼盘品质等措施，加大存量商品房的销售，全年实现房地产合同销售面积 34.40 万平方米，同比增长 26.70%。但受房地产市场政策趋紧影响，当期销售均价较上年大幅下降 40.07%至 7,063.95 元/平方米。受此影响，当期合同销售金额较上年下降 24.06%至 24.30 亿元。具体来看，2017 年公司销售区域主要集中在福建、江苏和重庆地区，当期上述区域分别实现销售面积 27.83 万平方米、4.94 万平方米和 1.51 万平方米，分别占整体销售面积的 80.90%、14.36%和 4.39%，其中福建地区销售面积占比较 2016 年上升 33.57 个百分点；同期上述区域分别实现销售金额 17.08 亿元、6.14 亿元和 1.01 亿元，分别占整体销售金额的 70.29%、25.27%和 4.16%，其中福建地区销售金额同比增长 132.07%，占比较 2016 年上升 43.55 个百分点，公司在福建区域具有一定品牌知名度。

表 1：2015~2017 年公司项目销售和结算情况

单位：万平方米、亿元

指标	2015	2016	2017
销售面积	21.08	27.15	34.40
销售金额	15.98	32.00	24.30
结算面积	12.14	18.84	33.00
结算金额	13.85	15.00	28.80

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从结算情况来看，受益于交付项目增加，2017 年公司房地产项目结算面积和结算金额均增长明显，分别为 33.00 万平方米和 28.80 亿元，同比分别增长 75.16% 和 91.95%。从结算区域来看，2017 年公司结算项目主要集中在福建、江苏和重庆地区，2017 年上述地区结算面积分别为 18.51 万平方米、12.24 万平方米和 1.62 万平方米，分别占整体结算面积的 56.09%、37.09% 和 4.91%。

项目开发节奏方面，2017 年公司加快项目开发节奏，当年新开工面积及竣工面积分别为 18.80 万平方米和 53.25 万平方米，同比分别增长 41.04% 和 236.17%，公司竣工面积大幅上升。从新开工面积/竣工面积比例来看，2015~2017 年公司新开工面积/竣工面积比分别为 3.18 倍、0.84 倍和 0.35 倍。同期，结算面积/竣工面积分别为 0.78 倍、1.19 倍和 0.62 倍。

表 2：2015~2017 年公司开竣工情况

单位：万平方米

	2015	2016	2017
新开工面积	49.71	13.33	18.80
竣工面积	15.61	15.84	53.25
在建面积	149.00	147.20	148.78

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，截至 2017 年末，公司在建房地产项目 14 个，在建面积为 148.78 万平方米，同比小幅上升 1.07%，主要位于福建、南京和北京。其中，位于福建的在建项目规划总建筑面积 153.09 万平方米，占比 36.29%；江苏在建项目规划总建筑面积 110.64 万平方米，占比 26.23%；北京在建项目规划总建筑面积 120.49 万平方米，占比 28.56%。从投资情况来看，公司在建项目计划总投资 239.54 亿元，截至 2017 年末已累计完成投资 135.39 亿元，尚需投资 104.15 亿元。较大规模的在建项目可为公

司未来持续经营提供基础，但亦给公司带来较大的资金压力。

近年来公司主要通过招拍挂和合作模式获取土地，在深耕国内市场的同时，亦积极开拓国际市场。2017 年公司新增土地共计 5 宗，新增土地面积 18.12 万平方米，计容建筑面积 41.42 万平方米，土地支出金额 23.90 亿元，分别位于福建武夷山、福州长乐、福建诏安、香港和澳大利亚悉尼。从项目储备来看，截至 2017 年末，公司境内待开发项目储备计容建筑面积共计 126.39 万平方米，较上年增长 51.04%，其中北京 72.76 万平方米，占比 57.57%；福建地区 53.63 万平方米，占比 42.43%。此外，公司在香港、肯尼亚、澳大利亚悉尼亦有部分待开发物业，公司项目储备较充足，可为其未来经营发展提供一定的支持。但同时，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 2017 年末公司待开发项目情况

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	北京市通州区	28.54	72.76
高教园东项目	福建省武夷山	2.11	4.23
武夷名仕园 A 项目	福建省漳州市	4.65	9.77
武夷名仕园 B 项目	福建省漳州市	2.14	4.50
武夷滨海新城项目	福州长乐	9.27	18.54
诏安绿洲项目	福建省漳州市	6.64	16.59
香港鸣凤街	香港	0.02	0.15
联邦街 9-25 号项目	澳大利亚悉尼	0.08	1.91
NEW HOUSE	肯尼亚	0.40	-
待定	肯尼亚	0.22	0.70
Eagle count (原 thika 办公室)	肯尼亚	0.41	-
mavoko town (内罗毕采石场)	肯尼亚	21.58	-
蒙巴萨采石场	肯尼亚	12.14	-
玫瑰苑	肯尼亚	0.45	-
合计		88.65	-

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

此外，公司于 2017 年 12 月与金融街长安（北京）置业有限公司（以下简称“金融街”）签订股权转让协议，将全资子公司北京武夷房地产开发有限公司（以下简称“北京武夷”）30% 股权转让给金融街，交易价格为 31 亿元。北京武夷负责投资开发北京市通州区武夷花园项目，通过本次股权交易，

公司提前实现北京武夷花园项目部分收益，且合作开发模式在一定程度上缓解该项目的开发压力。

2017年，公司国际工程承包业务新中标项目合同金额持续保持增长态势，国际工程承包业务收入亦实现较快增长，但公司国际施工业务仍主要集中于肯尼亚，仍需关注区域集中度高、地缘政治以及汇兑风险。

报告期内，公司国际工程承包业务运营情况持续保持良好增长态势，2017年公司实现国际工程承包业务收入11.35亿元，同比增长17.81%。2017年公司新增中标工程项目15个，中标合同金额为30.62亿元，同比增长6.73%，包括埃塞俄比亚11.03亿元（2个）、肯尼亚9.74亿元（9个）、坦桑尼亚6.86亿元（2个）、巴布亚新几内亚1.77亿元（1个）和乌干达1.22亿元（1个）。此外，2017年公司全资子公司中国武夷澳大利亚有限公司与澳大利亚承包商DORIC集团有限公司合资成立武夷多瑞克有限公司，开始拓展澳大利亚的工程承包业务。

表 4：2015~2017 年公司国际工程承包业务新签合同情况

单位：个、亿元

指标	2015	2016	2017
新中标工程（个）	20	11	15
新中标金额（亿元）	19.74	28.69	30.62

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建工程方面，截至2017年末，公司在建工程数量43个，在建工程合同金额95.70亿元，同比增长35.13%。2017年，在建工程全年完成施工产值16.42亿元，其中肯尼亚地区完成施工产值10.85亿元，埃塞俄比亚完成施工产值2.73亿元，乌干达完成施工产值1.60亿元。公司在建工程合约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 5：2015~2017 年公司国际工程承包业务在建工程情况

单位：个、亿元

指标	2015	2016	2017
在建工程数量（个）	25	35	43
在建工程金额（亿元）	45.0	71.0	95.70
全年完成产值（亿元）	10.1	12.51	16.42

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从前五大客户来看，2017年公司前五大客户包括肯尼亚高速公路局、肯尼亚乡村公路局、肯尼亚

土地、住房及城镇发展部、埃塞俄比亚泽门银行项目和肯尼亚城市公路局，前五大客户的合计收入为7.53亿元，占当年工程承包业务收入的比重为66.33%。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。报告期内，因客户资金原因，MAG刚果（布）蒙哥1200kt/a钾肥项目仍处于停工状态，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

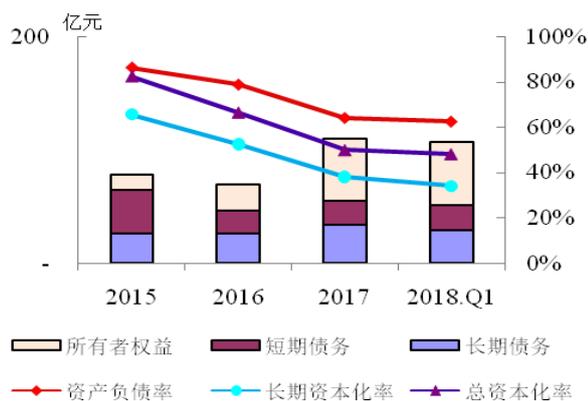
下列财务分析基于公司提供的经福建华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年度、2016年度、2017年度审计报告和未经审计的2018年1~3月财务报表。

资本结构

截至2017年末，公司总资产为152.92亿元，同比上升40.20%，主要源于预付土地款的增加及货币资金规模的上升。负债方面，随着房地产开发业务和国际工程承包业务规模的扩大，公司负债规模有所上升，2017年末总负债为97.88亿元，同比增长14.05%。同期末，受益于公司转让北京武夷股权款计入资本公积和利润留存收益的积累，以及2017年公司发行永续债券6亿元，公司所有者权益大幅上升136.68%至55.05亿元。

财务杠杆比率方面，2017年末公司资产负债率和净负债率分别为64.00%和24.58%，较上年同期分别下降14.68个百分点和86.25个百分点，财务杠杆比率下降明显，且处于较低水平。若考虑永续债，公司资产负债率和净负债率分别为67.93%和35.48%。另截至2018年3月末，公司总资产为146.81亿元，总负债为91.59亿元，所有者权益为55.22亿元，资产负债率和净负债率分别为62.39%和44.42%，计入永续债的资产负债率和净负债率分别为66.47%和55.28%。

图 2: 2015~2017 年末以及 2018 年 3 月末公司资本结构



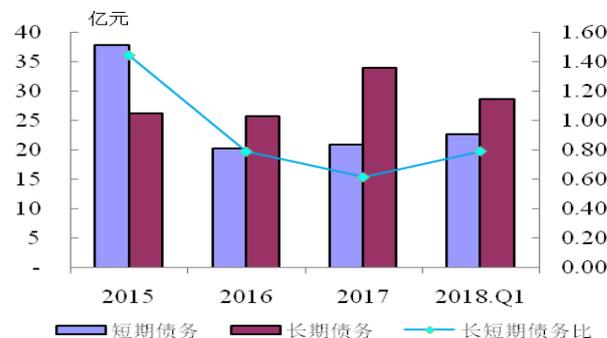
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

资产结构方面, 公司资产主要由流动资产构成, 截至 2017 年末, 公司流动资产为 141.61 亿元, 占当期末总资产比重为 92.60%。其中, 公司流动资产主要为货币资金和存货。截至 2017 年末, 公司货币资金余额为 41.28 亿元, 同比大幅增长 105.34%, 主要系公司转让北京武夷股权、银行借款增加和销售回笼资金所致; 同期末存货净额为 69.21 亿元, 同比下降 0.26%, 主要为项目的开发成本 48.51 亿元和开发产品 14.09 亿元, 占存货余额比重分别为 70.09%和 20.36%。此外, 存货中建造合同形成的已完工未结算工程存货余额为 6.16 亿元, 占存货余额比重为 8.90%。另截至 2018 年 3 月末, 公司流动资产为 135.37 亿元, 其中, 货币资金为 26.61 亿元、预付款项 20.52 亿元、存货 75.78 亿元。

负债方面, 公司负债主要由应付账款、预收款项、应交税费和有息债务构成。截至 2017 年末, 公司应付账款 10.63 亿元, 同比增加 9.32%, 主要为应付工程款, 其中账龄 1 年内应付账款余额为 7.10 亿元, 账龄 1~2 年应付账款余额为 1.96 亿元; 预收款项为 16.19 亿元, 同比下降 28.99%, 主要为房屋的预收销售款和建筑工程预收工程款; 应交税费为 11.42 亿元, 同比大幅上升 372.89%, 主要系企业所得税和土地增值税增加所致。有息债务方面, 截至 2017 年末, 公司总债务规模为 54.81 亿元, 同比上升 19.47%, 其中短期债务 20.90 亿元, 同比上升 3.29%, 长期债务 33.91 亿元, 同比上升 32.23%。同期末公司长短期债务比 (短期债务/长期债务) 为 0.62 倍, 较上年的 0.79 倍有所下降。另截至 2018 年 3 月末, 公司

应付账款、预收款项和应交税费分别为 9.77 亿元、19.64 亿元和 6.50 亿元, 同期末总债务为 51.13 亿元, 其中短期债务 22.60 亿元、长期债务 28.53 亿元。

图 3: 2015~2017 年末以及 2018 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, 随着公司房地产开发业务和工程承包业务的发展, 2017 年公司资产规模增长较快, 同时得益于资本公积的增加、利润留存的积累和永续债的发行, 公司所有者权益亦实现快速增长, 财务杠杆水平下降明显, 且债务结构有所改善。

流动性

公司流动资产规模持续保持增长, 截至 2017 年末公司流动资产合计为 141.61 亿元, 同比上升 38.48%, 占总资产比重为 92.60%。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, 2017 年末上述两项占流动资产的比重为 78.02%, 同比下降 9.49 个百分点。另截至 2018 年 3 月末, 公司流动资产合计为 135.37 亿元, 占总资产比重为 92.21%。

存货方面, 2017 年公司存货规模保持平稳, 当年末存货账面价值为 69.21 亿元, 同比下降 0.26%。从存货的构成来看, 其中开发成本 48.51 亿元, 同比下降 18.69%, 占存货比重为 70.09%; 开发产品 14.09 亿元, 同比增长 174.12%, 占存货比重为 20.36%, 开发产品较上年同期大幅上升, 公司去化压力有所加大; 建造合同形成的已完工未结算资产 6.16 亿元, 同比增长 49.51%, 占比 8.90%。

表 6: 2015~2017 年公司周转率相关指标

	2015	2016	2017
存货周转率 (次/年)	0.30	0.32	0.45
总资产周转率 (次/年)	0.27	0.25	0.32

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，得益于 2017 年公司竣工交付项目较多，当期资产周转效率有所加快，2017 年公司的存货周转率和总资产周转率分别为 0.45 次和 0.32 次，分别较上年上升 0.13 次和 0.07 次，资产周转效率处于较高水平。

现金流方面，2017 年公司加大土地获取力度，使得当年经营性现金流呈净流出状态，当年经营活动净现金流净流出 16.53 亿元，公司经营性净现金流无法对公司债务本息形成保障。

货币资金方面，近年来公司货币资金持续上升，2017 年末货币资金余额为 41.28 亿元，同比上升 105.34%，货币资金对短期债务的覆盖能力亦有所提升，公司年末货币资金/短期债务为 1.97 倍，较上年提升 0.98 倍。另截至 2018 年 3 月末，公司货币资金为 26.61 亿元，货币资金/短期债务为 1.18 倍。

表 7: 2015~2017 年以及 2018 年 3 月末公司部分流动性指标

	2015	2016	2017	2018.3
货币资金（亿元）	18.72	20.10	41.28	26.61
经营活动现金流净额（亿元）	-5.27	13.76	-16.53	-9.69
经营净现金流/短期债务（X）	-0.14	0.68	-0.79	-1.72
货币资金/短期债务（X）	0.50	0.99	1.97	1.18

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于 2017 年公司竣工交付项目较多，存货及资产周转率上升较快，且处于较好水平，加之北京武夷股权的转让，公司手持现金规模较大，能够对短期债务形成一定覆盖，公司整体流动性有所增强。

盈利能力

2017 年公司实现营业收入 41.72 亿元，同比上升 62.24%。从两大业务板块来看，2017 年，受益于公司竣工交付房地产项目增加，公司全年实现房地产开发业务收入 28.80 亿元，同比增长 91.95%，占营业收入比重为 69.04%。工程承包业务方面，受益于项目结算增加，公司全年实现工程承包业务 11.35 亿元，同比增长 17.81%，占营业收入比重为 27.22%。

毛利水平方面，2017 年公司营业毛利率为 25.35%，较上年上升 4.88 个百分点。具体来看，国际工程承包业务毛利率为 12.67%，较上年上升 0.53

个百分点；受益于结转的南京名仕园和南京武夷绿洲项目毛利率较高，公司房地产开发业务毛利率为 30.47%，较上年上升 5.17 个百分点。

期间费用方面，2017 年公司合计发生期间费用 3.70 亿元，同比增长 14.77%；三费收入占比为 8.87%，较上年度下降 3.67 个百分点。公司期间费用上升主要系 2017 年公司财务费用中汇兑净损失 0.64 亿元，考虑到公司海外工程结算货币主要为美元等外币，我们需对其汇兑风险管理能力予以关注。

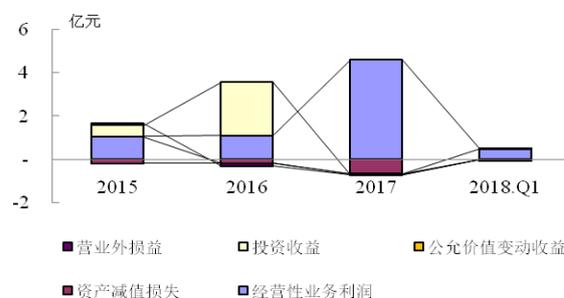
表 8: 2015~2018.Q1 中国武夷期间费用分析

单位：亿元				
项目	2015	2016	2017	2018.3
销售费用	0.42	0.50	0.63	0.09
管理费用	1.21	1.67	1.55	0.30
财务费用	3.58	1.05	1.52	0.66
三费合计	5.21	3.22	3.70	1.05
营业总收入	24.09	25.71	41.72	5.69
三费收入占比	21.62%	12.54%	8.87%	18.40%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要为经营性业务利润。2017 年公司经营性业务利润为 4.61 亿元，同比增长 319.01%。此外，2017 年公司资产减值损失为 0.63 亿元，主要系计提刚果共和国蒙哥 1200kt/a 钾肥项目建设工程施工合同预计损失 0.39 亿元。综上，2017 年公司取得利润总额 3.93 亿元，同比上升 10.08%；取得净利润 2.61 亿元，同比上升 22.65%；同期所有者权益收益率为 4.74%，同比下降 4.41 个百分点。

图 5: 2015~2017 年以及 2018 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，2017 年公司房地产业务和工程承包业务收入均上升，且毛利率增长较快，公司经营性业务盈利能力明显上升。但考虑到公司海外工程结

算货币主要为美元等外币，公司或面临一定汇率波动风险。

偿债能力

从债务规模来看，2017 年公司加大对外融资力度，截至 2017 年末，公司总债务规模达 54.81 亿元，同比增长 19.47%。同期，公司长短期债务比为 0.62 倍，债务期限结构有所改善。另截至 2018 年 3 月末，公司总债务 51.13 亿元，长短期债务比为 0.79 倍。

表 9：2015~2017 年及 2018.Q1 公司部分偿债指标

指标	2015	2016	2017	2018.3
EBITDA (亿元)	4.09	5.18	5.79	-
总债务/EBITDA (X)	15.66	8.85	9.47	-
EBITDA 利息倍数 (X)	0.95	1.80	2.50	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.08	0.30	-0.30	-0.76
经营活动净现金流利息保障系数 (X)	-1.22	4.78	-7.15	-
资产负债率 (%)	86.19	78.68	64.00	62.39
总资本化比率 (%)	82.24	66.36	49.89	48.08
长期资本化比率 (%)	65.47	52.44	38.12	34.07

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从主要偿债能力指标来看，2017 年公司获现能力增强，EBITDA 为 5.79 亿元，同比增长 11.68%。2017 年公司总债务/EBITDA 为 9.47 倍，同比上升 0.62 倍；EBITDA 利息倍数为 2.50 倍，同比上升 0.97 倍，EBITDA 对利息覆盖能力较强。同期，公司经营活动现金流呈现净流出状态，公司经营活动净现金流对债务本息保障能力较弱。

或有负债方面，截至 2017 年末，公司无对外担保，无或有负债风险。

财务弹性方面，截至 2017 年末，公司与多家商业银行形成良好合作，获得银行授信总额 119.74 亿元，未使用额度 37.25 亿元，此外公司与平安银行和进出口银行分别签订 100 亿元和 40 亿元战略合作授信，公司备用流动性充足。

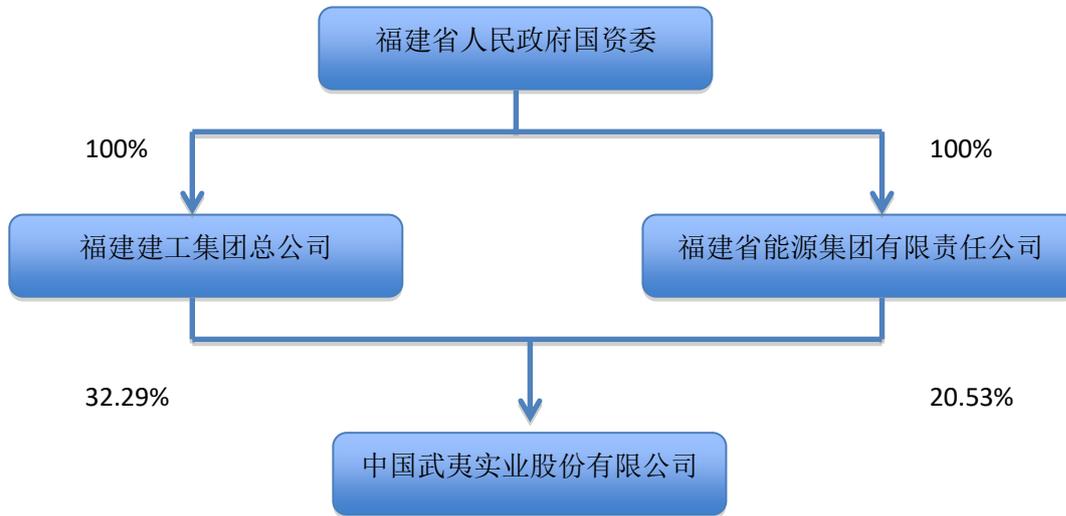
整体来看，2017 年公司房地产业务和工程承包业务收入均上升，且毛利率上升明显，公司盈利能力提升。加之 2017 年公司转让北京武夷股权款计入资本公积及永续债的发行，公司所有者权益上升较快，促使财务杠杆比率下降明显。此外，公司手持现金规模较大且拥有顺畅的融资渠道，公司整体

具有很强的偿债能力。

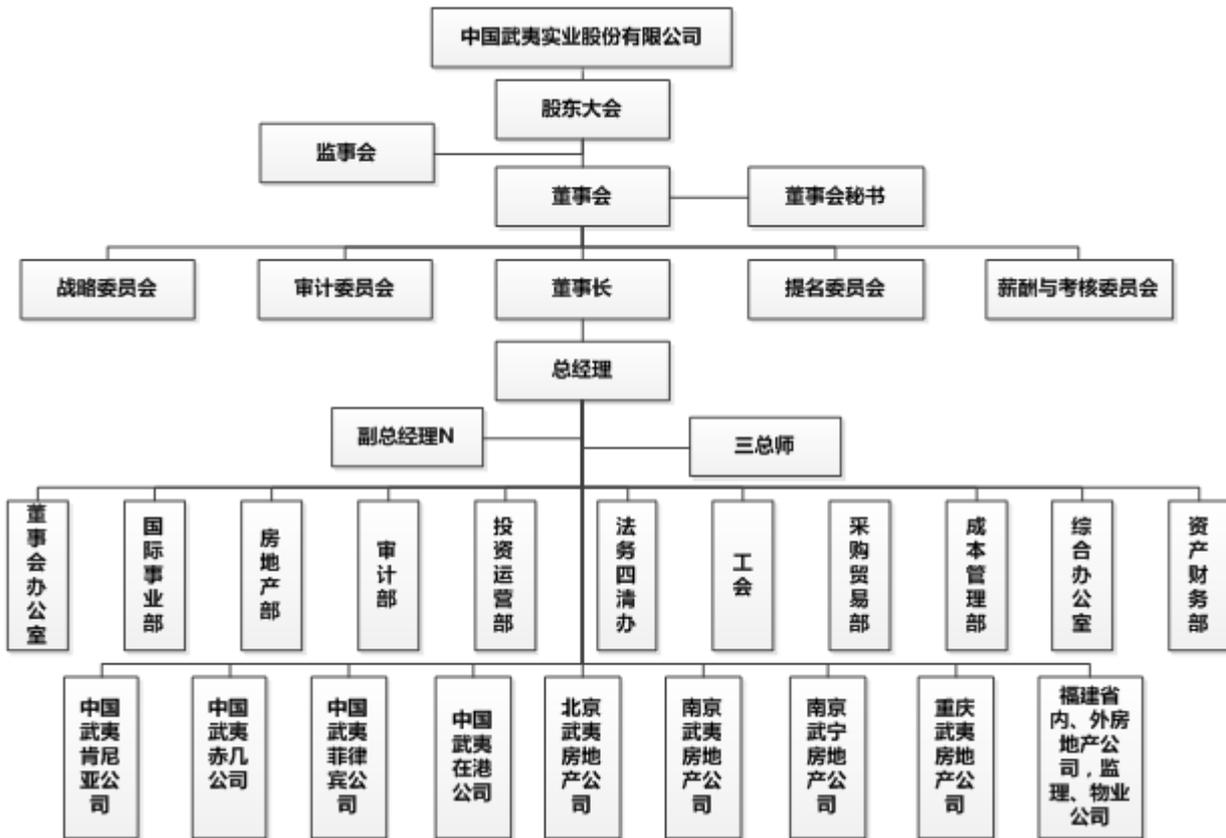
结论

综上所述，中诚信证评维持中国武夷主体信用等级为**AA**，评级展望稳定；维持“中国武夷实业股份有限公司2015年公开发行公司债券”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2018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 2018 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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	187,155.56	201,021.62	412,775.79	266,060.02
应收账款净额	76,080.06	65,008.79	84,852.83	83,197.43
存货净额	578,816.48	693,870.33	692,062.87	757,772.08
流动资产	912,004.32	1,022,582.48	1,416,116.42	1,353,692.04
长期投资	28,802.41	5,611.18	5,595.85	5,442.96
固定资产合计	29,811.65	41,204.72	79,529.23	80,830.23
总资产	1,001,233.20	1,090,782.83	1,529,244.97	1,468,094.56
短期债务	378,000.98	202,374.19	209,042.01	226,011.57
长期债务	262,314.53	256,423.29	339,068.82	285,338.03
总债务（短期债务+长期债务）	640,315.51	458,797.48	548,110.83	511,349.60
总负债	862,913.95	858,196.92	978,755.22	915,877.05
所有者权益（含少数股东权益）	138,319.25	232,585.91	550,489.75	552,217.51
营业总收入	240,900.03	257,117.36	417,155.99	56,851.77
三费前利润	62,513.53	43,243.67	83,115.37	15,525.48
投资收益	5,578.91	24,991.08	-278.26	-12.89
净利润	12,844.86	21,281.32	26,101.35	4,050.81
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	40,889.00	51,841.03	57,896.60	-
经营活动产生现金净流量	-52,702.26	137,641.73	-165,318.15	-96,943.81
投资活动产生现金净流量	-53,654.02	2,139.24	-53,035.92	-7,514.12
筹资活动产生现金净流量	183,522.20	-129,475.41	433,229.51	-42,381.05
现金及现金等价物净增加额	78,363.77	15,548.38	209,886.71	-149,555.52
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	31.47	20.47	25.35	35.38
所有者权益收益率（%）	9.29	9.15	4.74	2.93
EBITDA/营业总收入（%）	16.97	20.16	13.88	-
速动比率（X）	0.56	0.55	1.13	0.95
经营活动净现金/总债务（X）	-0.08	0.30	-0.30	-0.76
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.14	0.68	-0.79	-1.72
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.22	4.78	-7.15	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.95	1.80	2.50	-
总债务/EBITDA（X）	15.66	8.85	9.47	-
资产负债率（%）	86.19	78.68	64.00	62.39
总债务/总资本（%）	82.24	66.36	49.89	48.08
长期资本化比率（%）	65.47	52.44	38.12	34.07
净负债率（%）	327.62	110.83	24.58	44.42

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、2018.Q1 公司所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务等指标经过年化处理。

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。