

证券代码：000797

证券简称：中国武夷

公告编号：2019-099

债券代码：112301、114495

债券简称：15中武债、19中武R1



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪524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
二零一九年六月十八日

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（2019）

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	5+2年，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		
起息日	2015年12月7日		
发行规模	4.9亿元		
上次评级时间	2018年6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	

基本观点

2018年，中国武夷实业股份有限公司（以下简称“中国武夷”或“公司”）房地产业务在福建区域仍保持一定的品牌知名度优势，在区域内具有较为充足的土地储备，且跟踪期内公司房地产板块销售均价和金额均保持增长；此外，公司能够持续保持国际工程承包领域较强的竞争优势。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司短期债务规模上升较快，在建项目规模较大使其面临一定的资本支出压力，国际工程承包业务面临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

- 具备一定区域品牌优势。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，2018年公司在福建省仍保持一定的品牌优势及较为充足土地储备。截至2018年末公司福建地区土地储备为134.57万平方米，在深耕区域充足的土地储备能够为其区域品牌优势的保持提供支持。
- 国际工程承包领域竞争优势较强。国际工程承包业务是公司传统优势业务，其在该领域具备多项较好的业务资质，2018年公司持续巩固国际工程承包市场，当期该板块收入规模保持增长，其国际工程承包领域持续保持了较强的竞争优势。
- 房地产业务经营业绩有所增长。2018年，公司签约销售均价及签约销售金额分别为17,125.62元/平方米和48.26亿元，同比分别增长142.44%和98.60%，为其提供了一定的内在现金流来源。

概况数据

中国武夷	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	23.26	55.05	58.32	59.03
总资产（亿元）	109.08	152.92	158.00	165.84
总债务（亿元）	45.88	54.81	52.46	58.92
营业总收入（亿元）	25.71	41.72	48.68	7.52
营业毛利率（%）	20.47	25.35	24.29	22.97
EBITDA（亿元）	5.18	5.79	8.43	-
所有者权益收益率（%）	9.15	4.74	7.31	3.04
资产负债率（%）	78.68	64.00	63.09	64.41
总债务/EBITDA（X）	8.85	9.47	6.22	-
EBITDA利息倍数（X）	1.80	2.50	2.65	-

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、2019年一季度所有者权益收益率经年化处理。

分析师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

关欣 xguan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月18日

关 注

- 短期债务规模上升，且面临较大的资本支出压力。截至 2018 年末，公司短期债务为 26.13 亿元，同比增长 24.98%，短期债务规模上升较快。同时，公司在建房地产项目计划总投资 280.43 亿元，截至 2018 年末尚需投资 192.56 亿元，公司面临较大的资本支出压力。
- 地缘政治风险和汇率风险。截至 2018 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、坦桑尼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；此外，公司海外工程结算货币包括当地货币及美元等外币，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

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 日起息，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，扣除发行费用后，募集资金 4.79 亿元已用于偿还公司借款。

行业分析

2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”主基调，继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时完善多层次住房供应体系，构建房地产市场健康发展长效机制。

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至县级城市，全国约有 50 余个城市根据当地市场情况新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化的调控。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是為了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制的建立也处于加速推进阶段。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，建立租购并举的住房制度。3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场。随后，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通

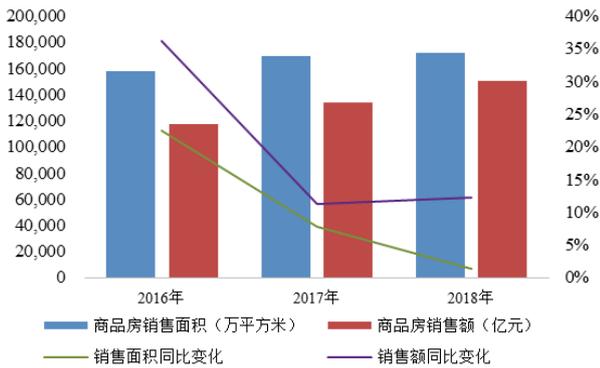
知》；银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》。12 月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

在房地产调控政策持续的影响下，2018 年行业销售增速持续下滑，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下降。

根据国家统计局数据显示，2018 年全国商品房销售面积与销售金额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元，同比分别增长 1.3% 和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.5 个百分点。其中，2018 年全国住宅销售面积和销售金额分别为 147,929 万平方米和 126,393 亿元，同比分别增长 2.2% 和 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，但增速有所下降。2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年同期下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点¹。受房地产调控政策持续及“因城施策”影响，2018 年全国住宅价格增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

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、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 1：2016~2018 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，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2018年房企购置土地面积 29,142 万平方米，同比上升 14.25%；土地成交价款 16,102 亿元，同比上涨 18.02%，增速较上年大幅下降 31.43 个百分点，成交均价为 5,525.36 元/平方米，同比增长 3.31%，增速同比下降 25.73 个百分点。分城市能级来看，2018 年一、二线城市土地成交均价同比分别下降 9.18% 和 12.24% 至 7,925.8 元/平方米和 3,189.58 元/平方米；三线城市成交土地均价有所上升但增速放缓，为 1,728.86 元/平方米，同比增长 2.81%，增速同比下降 34.63 个百分点。土地溢价率方面，2018 年土地市场平均溢价程度显著下降，一、二、三线城市溢价率分别为 5.38%、13.60% 和 15.35%，较上年同期分别下降 8.27 个百分点、18.10 个百分点和 15.55 个百分点。总体来看，在融资环境趋紧及销售景气度下降的背景下，房企拿地更为理性，土地成交金额增速及溢价率均有所下降。

房地产企业内外部流动性来源持续收紧，资金平衡能力面临更高挑战。同时，房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。

从内部流动性来源来看，受国内房地产行业政策持续收紧影响，近年来房地产企业签约销售金额增速持续放缓，2018 年房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 9.0%，增速下降 0.4 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，2018 年以来银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,026 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.7%，增速同比下滑 37.1 个百分点。债券融资方面，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、深交所严控房企公司债发行条件和审批流程以来，房企交易所市场公司债规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

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。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售金额比重较上年上升 11.20 个百分点至 66.70%；TOP50 房企销售金额占比较上年上升 9.20 个百分点至 55.10%；TOP10 房企销售金额门槛达到超过 2,000 亿元，占全国销售金额的比重为 26.90%，较上年上升 2.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升，房企规模分化格局持续加大。在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

业务运营

2018 年公司继续攻坚销售去化，并持续巩固国际工程承包市场，全年实现营业收入 48.68 亿元，同比增长 16.68%。其中，公司房地产开发业务收入为 31.86 亿元，较上年同期增长 10.62%；房地产开发业务收入占营业收入比重为 65.46%，同比下降

3.59 个百分点。同期，公司工程承包业务收入为 14.83 亿元，较上年同期增长 30.64%；工程承包业务收入占营业收入比重为 30.47%，同比上升 3.25 个百分点。

跟踪期内，公司销售金额明显增长，同时其新开工面积亦有所上升，年内公司进行了一定土地储备补充，其项目资源较为充足。

2018 年在房地产调控政策持续的影响下，公司全年实现房地产合同销售面积 28.18 万平方米，同比下降 18.08%。受 2018 年一二线城市销售贡献占比较高影响，公司房地产板块销售金额及均价保持增长，当期销售均价较上年大幅上升 142.44% 至 17,125.62 元/平方米；合同销售金额同比增长 98.60% 至 48.26 亿元²。具体来看，2018 年公司销售区域主要集中在福建、北京和江苏等地³，当期上述区域分别实现销售面积 15.10 万平方米、9.43 万平方米和 2.43 万平方米和，分别占整体销售面积的 53.55%、33.46% 和 8.62%，合计占总销售面积的 95.64%。

表 1：2016~2018 年公司项目销售和结算情况

单位：万平方米、亿元、万元/平方米

指标	2016	2017	2018
销售面积	27.15	34.40	28.18
销售金额	32.00	24.30	48.26
销售均价	1.18	0.71	1.71
结算面积	18.84	33.00	35.75
结算金额	15.00	28.80	31.96
结算均价	0.80	0.87	0.89

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，2018 年公司房地产项目结算面积和结算金额均有所增长，分别为 35.75 万平方米和 31.96 亿元，同比分别增长 8.33% 和 10.97%。从结算区域来看，2018 年公司结算项目主要集中在福建、北京和江苏地区，2018 年上述地区结算面积分别为 11.69 万平方米、9.43 万平方米和 7.13 万平方米，分别占整体结算面积的 32.70%、26.38% 和 19.94%。

² 2018 年公司位于北京的保障房项目实现销售金额 10.75 亿元，占比为 22%。

³ 福建地区主要包括南平、周宁、建瓯、莆田、福安及漳州等地；江苏地区主要包括南京和扬州。

项目开发节奏方面，2018 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 85.55 万平方米和 63.56 万平方米，同比分别增长 355.05% 和 19.35%，公司新开工面积大幅上升，新开工项目主要分布在福建地区，其中武夷·书香名邸和武夷绿洲新开工面积合计 35.14 万平方米。

表 2：2016~2018 年公司开竣工情况

单位：万平方米

	2016	2017	2018
新开工面积	13.33	18.80	85.55
竣工面积	15.84	53.25	63.56
在建面积	147.20	148.78	133.46

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，截至 2018 年末，公司在建房地产项目 11 个，在建面积为 134.46 万平方米，同比下降 10.30%，主要位于北京、南京及福建省内多个城市。其中，位于福建省的项目在建面积合计 57.05 万平方米，占比 42.75%；位于南京的项目在建面积合计 10.25 万平方米，占比 7.62%；位于北京的项目在建面积合计 59.94 万平方米，占比 44.91%；从投资情况来看，公司在建项目计划总投资 230.54 亿元，截至 2018 年末已累计完成投资 55.87 亿元，尚需投资 174.67 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，但亦给公司带来一定的资本支出压力。

近年来公司主要通过招拍挂模式获取土地，其中 2018 年公司新增土地共计 3 宗，新增土地面积 30.06 万平方米，计容建筑面积 69.40 万平方米，土地支出金额合计 13.94 亿元，当期新增土地楼面均价约为 2,008 元/平方米，获取成本较低。具体来看，2018 年公司获取的 3 宗地块分别位于南平武夷新区、南安市美林街道和永泰县南城区。从项目储备来看，截至 2018 年末，公司土地储备⁴总建筑面积共计 216.16 万平方米，其中福建地区 134.57 万平方米，占比 62.26%；北京 59.94 万平方米，占比 27.73%；南京地区 10.98 万平方米，占比 5.08%。此外，公司在肯尼亚、澳大利亚悉尼和香港亦有部分待建、在售项目，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

⁴ 土地储备=在拟建未售面积+已竣工未售面积。

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 2018 年末公司土地储备情况

单位：万平方米

地区	土地储备	占比
福建	134.57	62.26%
北京	59.94	27.73%
南京	10.98	5.08%
重庆	6.22	2.88%
肯尼亚	2.04	0.94%
悉尼	1.72	0.80%
扬州	0.52	0.24%
香港	0.15	0.07%
合计	216.16	100.00%

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

2018 年，公司国际工程承包业务保持了较好的竞争优势，但由于部分新开拓市场项目盈利空间有限，国际工程承包业务毛利率有所下降。同时该业务主要集中于肯尼亚，仍需关注区域集中度高、地缘政治以及汇兑风险。

国际工程承包业务作为公司传统业务，具备多项业务资质，跟踪期内，公司以“一带一路”政策为契机，持续巩固国际工程承包业务，在该业务板块能够持续保持较好的竞争优势。受益于此，2018 年公司实现国际工程承包业务收入 14.83 亿元，同比增长 30.64%。项目拓展方面，2018 年公司新增中标工程项目 16 个，中标合同金额为 30.07 亿元，同比下降 1.80%，其中：乌干达道路设计施工总承包项目 8.67 亿元、埃塞俄比亚阿姆哈拉信用与储蓄股份公司综合楼 5.02 亿元；2018 年公司新拓展项目合同金额合计占当年计划完成金额的 75.17%，整体未达预期，主要随着国别准入政策的放开，国际工程承包业务竞争加剧所致；2018 年公司国际工程承包业务毛利率为 5.86%，较上年同期下降 6.81 个百分点，主要系公司当期在埃塞俄比亚、坦桑尼亚等新开拓市场项目的毛利率较低所致。

表 4：2016~2018 年公司国际工程承包业务新签合同情况

单位：个、亿元

指标	2016	2017	2018
新中标工程	11	15	16
新中标金额	28.69	30.62	30.07

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建工程方面，截至 2018 年末，公司在建工程数量 36 个，在建工程金额合计 97.80 亿元，同比增长 2.19%。全年完成施工产值 18.51 亿元，同比增长 12.73%，完成年度计划的 92.56%。分区域来看，2018 年公司在肯尼亚地区在建工程为 17 个，完成施工产值 8.56 亿元，占当期施工产值的 46.25%；埃塞俄比亚在建工程为 8 个，完成施工产值 5.24 亿元，占比 8.31%；乌干达 4 个，完成施工产值 2.39 亿元，占比 12.91%；坦桑尼亚 3 个，完成施工产值 1.03 亿元；菲律宾、巴布新几内亚和东帝汶各一个。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相对较高，主要集中在肯尼亚及埃塞俄比亚地区，应对其后续项目建设情况加以关注。

表 5：2016~2018 年公司国际工程承包业务在建工程情况

单位：个、亿元

指标	2016	2017	2018
在建工程数量	35	43	36
在建工程金额	71.0	95.70	97.80
全年完成产值	12.51	16.42	18.51

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从前五大客户来看，2018 年公司前五大客户包括北京市保障性住房建设投资中心、肯尼亚高速公路局、肯尼亚乡村公路局、坦桑尼亚公路局和肯尼亚城市公路局，前五大客户的销售额合计为 17.84 亿元，占当年年度销售总额比重为 36.66%。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，但考虑到公司海外业务集中程度仍较高，且部分新进入国家存在一定的地缘政治风险，项目实际运营情况值得关注。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、欧元借款和港币借款，汇兑风险亦需关注。

财务分析

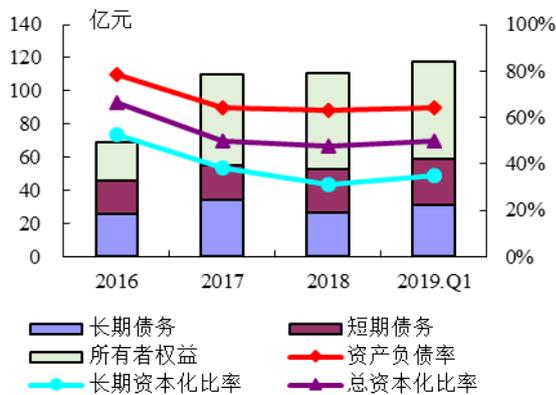
下列财务分析基于公司提供的经福建华兴会

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 1~3 月财务报表。

资本结构

截至 2018 年末，公司总资产为 158.00 亿元，同比上升 3.32%，主要源于存货、投资性房地产和固定资产净额的上升。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，公司负债规模略有上升，2018 年末总负债为 99.68 亿元，同比增长 1.84%。同期末，得益于留存收益的积累，公司所有者权益同比上升 5.94% 至 58.32 亿元。财务杠杆比率方面，2018 年末公司资产负债率为 63.09%，较上年末下降 0.91 个百分点；净负债率为 54.83%，受货币资金规模大幅下降影响，较上年末上升 30.25 个百分点。另截至 2019 年 3 月末，公司总资产及负债总额分别上升至 165.84 亿元和 106.81 亿元，资产负债率为 64.41%，净负债率为 69.06%，亦较上年末小幅增加。

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，公司资产主要由货币资金、应收账款、预付账款和存货构成。截至 2018 年末，公司货币资金余额为 20.48 亿元，同比下降 50.39%，主要系支付澳大利亚、诏安、南平等房地产项目土地款和交纳北京武夷 30% 股权转让税款等所致；应收账款方面，截至 2018 年末公司应收账款余额为 14.94 亿元，同比增长 76.07%，主要系北京武夷保障房销售应收账款增加所致。账龄方面，公司应收账款主要由账龄在 1 年以内的应收账款构成，对应余额为 11.27 亿元，占应收账款总额的 75.44%，截至 2018 年末公司应收账款计提坏账准备为 0.89 亿

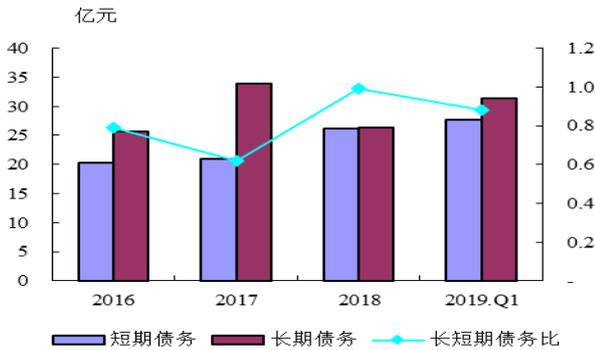
元，主要为按信用风险特征组合计提的坏账准备。预付账款方面，截至 2018 年末，公司预付账款余额为 3.06 亿元，同比下降 83.31%，主要系当期工程结算规模增加导致。从账龄来看，1 年以内的预付账款占比为 82.59%，账龄超过 1 年的预付账款合计占比 17.41%，主要系未结算的工程款。同期末存货净额为 99.03 亿元，同比上升 43.09%，系本期房地产新项目投入开发所致。从存货构成来看，主要为项目的开发成本、开发产品和建造合同形成的已完工未结算资产。另截至 2019 年 3 月末，公司货币资金、应收账款、预付账款和存货分别为 18.15 亿元、14.31 亿元、7.68 亿元和 105.10 亿元。

此外，公司非流动资产主要由固定资产和投资性房地产构成。截至 2018 年末，上述两科目余额分别为 9.08 亿元和 3.51 亿元，同比分别增长 111.32% 和 329.78%。其中，固定资产增长主要来自在建工程中的肯尼亚工业化基地转入固定资产所致；投资性房地产的增长主要是南平、北京等地自持或用于租赁的房地产增加所致。另截至 2019 年 3 月末，公司固定资产和投资性房地产分别为 8.47 亿元和 3.47 亿元，较上年相比均略有下降。

负债方面，公司负债主要由应付账款、预收款项、其他应付款和有息债务构成。截至 2018 年末，公司应付账款 14.59 亿元，同比增加 37.30%，主要包括工程款 4.35 亿元和预提成本 8.50 亿元。从账龄来看，公司账龄 1 年内应付账款余额为 9.63 亿元，账龄 1~2 年应付账款余额为 2.18 亿元，占比分别为 66.00% 和 14.94%；同期末，公司预收款项为 16.70 亿元，同比增长 3.15%，主要包括售房款 8.97 亿元、工程款 7.57 亿元和其他 0.16 亿元；其他应付款为 7.72 亿元，同比增长 126.70%，主要包括暂收暂扣款 0.38 亿元、押金及保证金 2.30 亿元、非并表关联往来款 3.94 亿元。有息债务方面，截至 2018 年末，公司总债务规模为 52.46 亿元，同比下降 4.29%，受部分长期债务转为一年内到期影响，公司短期债务 26.13 亿元，同比上升 25.02%；长期债务 26.33 亿元，同比下降 22.35%。同期末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.99 倍，较上年的 0.62 倍有所上升。另截至 2019 年 3 月末，公司应付账款、预收款项、其他

应付款和有息债务分别为14.49亿元、18.17亿元、7.56亿元和58.92亿元。其中有息债务变化较大，同比增长12.31%，主要是由于长期借款增长4.96亿元所致，期末长短期债务比为0.88倍。

图3：2016~2019.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从所有者权益构成来看，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。截至2018年末，公司所有者权益为58.32亿元。其中，实收资本为13.11亿元，同比增长30.07%，占所有者权益的比重为22.47%；资本公积为24.94亿元，同比下降10.55%，占所有者权益的比重为42.77%；未分配利润为9.59亿元，同比增长25.30%，占所有者权益的比重为16.44%。其中，公司实收资本的增长及资本公积的下降主要是由于当年资本公积转增股本导致。另截至2019年3月末，公司所有者权益为59.03亿元。其中，实收资本为13.10亿元、资本公积为24.94亿元，未分配利润为9.96亿元。

总体看，随着公司房地产开发业务和工程承包业务的发展，公司资产及负债规模保持增长，财务杠杆有所上升，同时公司短期债务规模有所上升，短期偿付压力有所加大。

流动性

公司流动资产规模持续保持增长，截至2018年末公司流动资产为142.26亿元，同比增长0.46%，占当期末总资产比重为90.04%。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成，2018年末上述三项占流动资产的比重为94.51%，同比上升10.50个百分点。

存货方面，2018年公司存货规模增长较快，当年末存货账面价值为99.03亿元，同比上升43.09%。

从存货的构成来看，主要为项目的开发成本73.22亿元和开发产品14.16亿元，同比分别增长0.50%和50.94%，占同期末存货余额比重分别为73.94%和14.30%。此外，存货中建造合同形成的已完工未结算资产余额为10.74亿元，同比增长74.35%，占同期末存货余额比重为10.84%。此外，2018年公司存货跌价准备新增金额合计0.13亿元，主要来自对刚果共和国蒙哥1200Kt/a钾肥项目计提的0.11亿元。截至2018年末，公司存货跌价准备合计为0.58亿元，主要为对建造合同形成的已完工未结算资产形成的跌价准备0.51亿元。

表6：2016~2018年公司周转率相关指标

	2016	2017	2018
存货周转率(次/年)	0.32	0.45	0.44
总资产周转率(次/年)	0.25	0.32	0.31

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，受2018年公司项目结转进度影响，2018年公司的存货周转率和总资产周转率分别为0.44次和0.31次，分别较上年下降0.01次和0.01次。

现金流方面，2018年公司实现销售商品、提供劳务收到的现金42.13亿元，同比增长30.39%，受益于此公司当期经营活动现金流净流出规模有所减少，为-10.85亿元，但公司经营性净现金流仍无法对其债务本息形成有效保障。另2019年1~3月，公司实现经营性净现金流-8.20亿元，经营活动净流量/短期债务为-1.19倍。货币资金方面，截至2018年末公司的货币资金余额为20.48亿元，同比下降50.39%，主要是由于支付澳大利亚、诏安、南平等房地产项目土地款和交纳北京武夷30%股权转让款所致。同期末，公司货币资金/短期债务由上年的1.97倍下降至0.78倍，货币资金对短期债务覆盖程度有所下滑。另截至2019年3月末，货币资金/短期债务为0.66倍。

受限资产方面，截至2018年末公司受限资产合计25.37亿元，占总资产的比例为16.06%。其中货币资金2.42亿元，主要系用作各种保证金存款而受限；存货22.59亿元，主要用于贷款抵押；固定资产0.11亿元，主要用于贷款抵押；投资性房地产0.25亿元，主要用于贷款抵押而受限。

表 7：2016~2019.Q1 公司部分偿债指标

单位：亿元

	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	20.10	41.28	20.48	18.15
经营活动净现金流	13.76	-16.53	-10.85	-8.20
货币资金/短期债务 (X)	0.99	1.97	0.78	0.66
经营活动净现金流/短期债务 (X)	0.68	-0.79	-0.42	-1.19

注：2019 年一季度经营活动净现金流/短期债务经年化处理
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年公司资产及存货周转速度整体保持较高水平，但随业务扩张公司货币资金降幅较大，且同期经营活动净现金流呈净流出状态，其对短期债务保障能力有限。

盈利能力

2018 年公司实现营业收入 48.68 亿元，同比上升 16.68%。从两大业务板块来看，2018 年受益于公司结转建筑面积的增加，公司全年实现房地产开发业务收入 31.86 亿元，同比增长 10.63%，占营业收入比重为 65.46%。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 14.83 亿元，同比增长 30.64%，占营业收入比重为 30.47%。

毛利水平方面，2018 年公司营业毛利率为 24.29%，较上年下降 1.06 个百分点。具体来看，国际工程承包业务毛利率为 5.86%，较上年上升下降 6.81 个百分点，主要系随着国别准入政策的放开，国际工程承包业务竞争加剧以及埃塞俄比亚、坦桑尼亚等新开拓市场项目的毛利率较低，个别项目亏损所致；同期，受益于香港、南京等地房地产项目毛利率较高，公司房地产开发业务毛利率为 32.84%，较上年上升 2.35 个百分点。另 2019 年 1~3 月，公司营业毛利率为 22.97%

期间费用方面，2018 年公司合计发生期间费用 2.16 亿元，同比下降 41.62%；三费收入占比为 4.43%，较上年度下降 4.44 个百分点。公司期间费用下降主要系 2018 年公司实现汇兑净收益 0.82 亿元使财务费用有所下降，但考虑到公司海外工程结算货币主要为美元等外币，需对其汇兑风险管理能力予以关注。另 2019 年 1~3 月，公司期间费用合计 0.93 亿元，三费占收入比为 12.42%。

表 8：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司三费情况

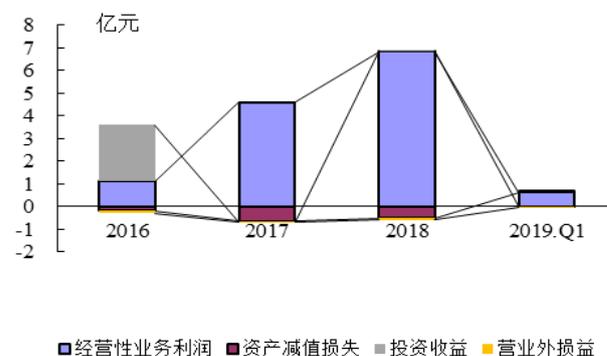
单位：亿元

费用	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	0.50	0.63	0.80	0.15
管理费用	1.67	1.55	2.23	0.41
财务费用	1.05	1.52	-0.87	0.38
三费合计	3.22	3.70	2.16	0.93
营业总收入	25.71	41.72	48.68	7.52
三费收入占比	12.54%	8.87%	4.43%	12.42%

资料来源：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。2018 年公司经营性业务利润为 6.85 亿元，同比增长 48.47%。此外，2018 年公司资产减值损失为 0.51 亿元，主要系补充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 0.11 亿元。综上，2018 年公司取得利润总额 6.37 亿元，受益于当期房地产业务结算收入增加而同比上升 62.09%；2018 年公司取得净利润 4.26 亿元，同比上升 63.23%；同期所有者权益收益率为 7.31%，同比上升 2.57 个百分点。另 2019 年 1~3 月，公司经营性业务利润为 0.64 亿元，利润总额为 0.66 亿元，净利润为 0.45 亿元。

图 4：2016~2018 年及 2019 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，2018 年公司房地产业务和工程承包业务收入均保持增长，公司经营性业务盈利能力明显提升。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，截至 2018 年末公司总债务规模为 52.46 亿元，同比下降 4.29%。同期末，公司短期债务规模为 26.13 亿元，占总债务规模的 49.80%，长短期债务比为 0.99 倍，较上年增长 0.37

倍。

表 9：2016~2018 年及 2019.Q1 公司部分偿债指标

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
EBITDA (亿元)	5.18	5.79	8.43	-
总债务/EBITDA (X)	8.85	9.47	6.22	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.80	2.50	2.65	-
经营活动净现金流/ 总债务 (X)	0.30	-0.30	-0.21	-0.56
经营活动净现金流 利息保障系数 (X)	4.78	-7.15	-3.47	-
资产负债率 (%)	78.68	64.00	63.09	64.41
总资本化比率 (%)	66.36	49.89	47.36	49.95
长期资本化比率 (%)	52.44	38.12	31.11	34.65

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，2018 年公司获现能力增强，EBITDA 为 8.43 亿元，同比增长 45.60%。2018 年公司总债务/EBITDA 为 6.22 倍，同比下降 3.25 倍；EBITDA 利息倍数为 2.65 倍，同比上升 0.15 倍，EBITDA 对债务本息覆盖能力有所提升。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不足。

或有负债方面，截至 2018 年末，公司的房地产子公司为商品房买受人提供按揭贷款担保，期末担保额为人民币 6.17 亿元，担保金额较小。

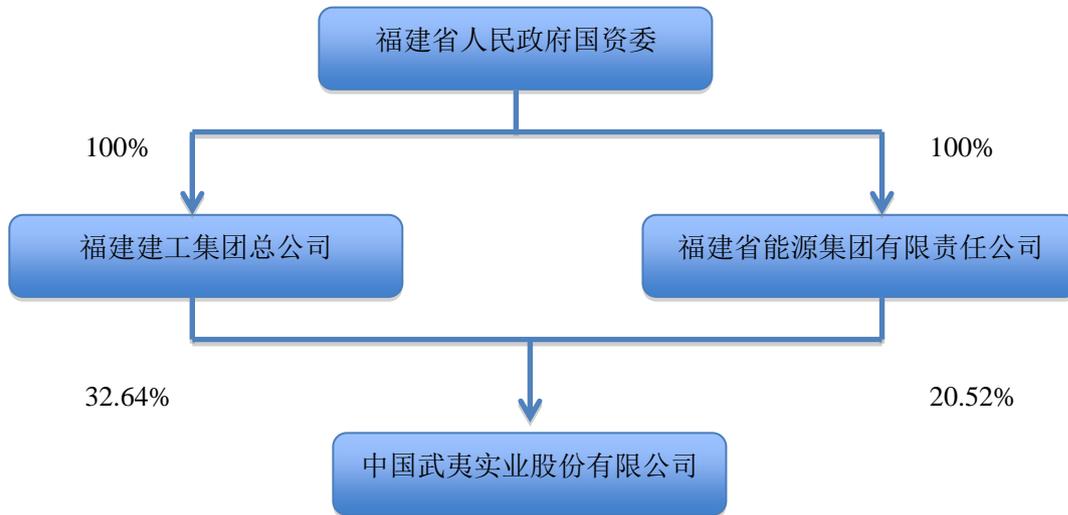
财务弹性方面，截至 2018 年末，公司与多家商业银行形成良好合作，获得银行授信总额 205 亿元，未使用额度约 125 亿元。同时，公司作为上市公司，资本市场融资聚到较为畅通，公司备用流动性充足。

整体来看，2018 年随着公司业务持续扩张，其货币资金规模大幅减少，经营活动净现金流持续净流出，对短期债务不能形成有效覆盖。但考虑到跟踪期内公司房地产业务和工程承包业务收入均保持增长，经营性业务盈利能力有所提升，且备用流动性较为充足，加之公司项目储备资源较为丰富，可对债务的偿还形成一定的保障。

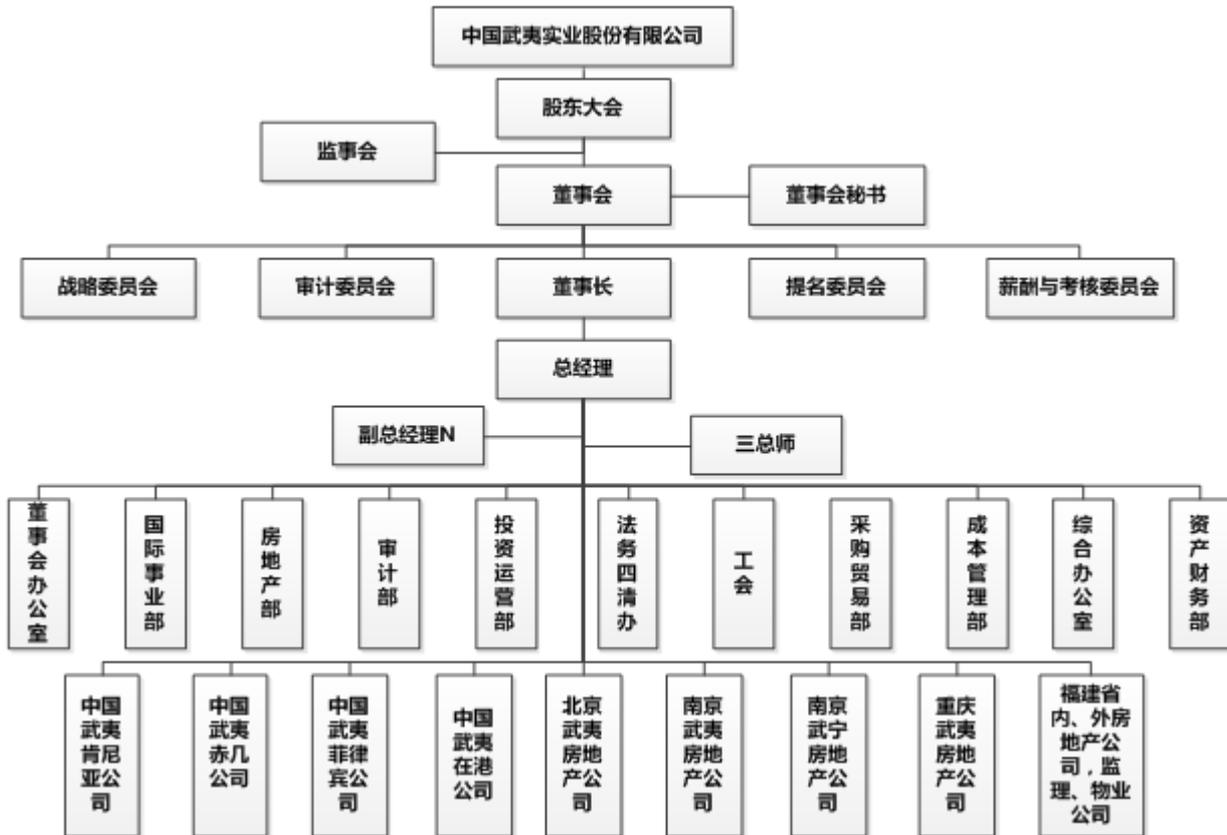
结 论

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 12 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 12 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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	201,021.62	412,775.79	204,844.42	181,531.12
应收账款净额	65,008.79	84,852.83	149,399.16	143,113.78
存货净额	693,870.33	692,062.87	990,287.53	1,050,992.86
流动资产	1,022,582.48	1,416,116.42	1,422,648.59	1,505,418.73
长期投资	5,611.18	5,595.85	5,805.46	5,703.25
固定资产合计	41,204.72	79,529.23	126,897.85	122,297.11
总资产	1,090,782.83	1,529,244.97	1,579,968.17	1,658,411.13
短期债务	202,374.19	209,042.01	261,256.33	276,211.44
长期债务	256,423.29	339,068.82	263,349.39	312,959.97
总债务（短期债务+长期债务）	458,797.48	548,110.83	524,605.72	589,171.40
总负债	858,196.92	978,755.22	996,760.56	1,068,118.00
所有者权益（含少数股东权益）	232,585.91	550,489.75	583,207.61	590,293.14
营业总收入	257,117.36	417,155.99	486,755.43	75,235.57
三费前利润	43,243.67	83,115.37	90,050.82	15,708.63
投资收益	24,991.08	-278.26	207.75	-4.82
净利润	21,281.32	26,101.35	42,647.38	4,490.19
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	51,841.03	57,896.60	84,292.21	-
经营活动产生现金净流量	137,641.73	-165,318.15	-108,467.67	-82,016.92
投资活动产生现金净流量	2,139.24	-53,035.92	-43,389.34	-2,599.46
筹资活动产生现金净流量	-129,475.41	433,229.51	-59,359.16	63,296.56
现金及现金等价物净增加额	15,548.38	209,886.71	-210,507.36	-22,801.18
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	20.47	25.35	24.29	22.97
所有者权益收益率（%）	9.15	4.74	7.31	3.04
EBITDA/营业总收入（%）	20.16	13.88	17.32	-
速动比率（X）	0.55	1.13	0.59	0.60
经营活动净现金/总债务（X）	0.30	-0.30	-0.21	-0.56
经营活动净现金/短期债务（X）	0.68	-0.79	-0.42	-1.19
经营活动净现金/利息支出（X）	4.06	-5.72	-3.47	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.80	2.50	2.65	-
总债务/EBITDA（X）	8.85	9.47	6.22	-
资产负债率（%）	78.68	64.00	63.09	64.41
总债务/总资本（%）	66.36	49.89	47.36	49.95
长期资本化比率（%）	52.44	38.12	31.11	34.65
净负债率（%）	110.83	24.58	54.83	69.06

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、2019 年一季度所有者权益收益率及经营活动净现金/短期债务数据经年化处理。

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

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。