



# 中国武夷实业股份有限公司

## 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0383 号

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 9 日

本次跟踪发行人及评级结果	中国武夷实业股份有限公司	AA/稳定
--------------	--------------	-------

本次跟踪债项及评级结果	“22 中武 01”	AA
-------------	------------	----

**评级观点**

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于中国武夷实业股份有限公司（以下简称“中国武夷”或“公司”）具备较强的股东背景及较为顺畅的融资渠道，北京项目土地成本优势较强、销售情况良好、剩余可售面积较大、未来可为公司带来较大金额且较高毛利的销售，以及国际工程业务具备一定的竞争实力等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司部分房地产项目存在去化压力、国际工程业务盈利能力大幅弱化及可能面临地缘政治、经济、社会动荡和汇率风险等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

**评级展望**

中诚信国际认为，中国武夷实业股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

**调级因素**

**可能触发评级上调因素：**开发经验及区域均衡性大幅提升，行业地位及竞争实力明显增强，资本实力大幅提升，盈利能力明显增强且具有可持续性。

**可能触发评级下调因素：**股东实力及支持力度发生重大不利变化，公司杠杆水平显著上升，盈利能力大幅下滑且预计难以回升，现金流平衡能力显著弱化。

- 正 面**
- 较强的股东背景及较为顺畅的融资渠道
  - 北京项目土地成本优势较强，销售情况良好，剩余可售面积较大，未来可为公司带来较大金额且较高毛利的销售
  - 国际工程业务具备一定的竞争实力

- 关 注**
- 部分房地产项目存在去化压力
  - 国际工程业务盈利能力大幅弱化
  - 国际工程业务可能面临地缘政治、经济、社会动荡和汇率风险

项目负责人：石 焱 sshi@ccxi.com.cn

项目组成员：杜乃婧 njdu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

中国武夷（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	233.54	212.46	229.06	248.82
所有者权益合计（亿元）	58.94	56.10	56.99	53.82
负债合计（亿元）	174.60	156.36	172.07	195.00
总债务（亿元）	87.46	82.44	85.16	98.56
营业总收入（亿元）	58.20	86.67	73.15	6.17
净利润（亿元）	4.90	1.54	1.48	-1.05
EBITDA（亿元）	9.08	5.61	7.28	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	17.13	7.55	6.41	-4.26
营业毛利率（%）	37.62	18.09	24.30	4.41
净负债率（%）	101.29	106.84	108.79	126.37
总债务/EBITDA（X）	9.64	14.68	11.71	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.40	1.13	1.51	--

注：1、中诚信国际根据中国武夷提供的其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 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，各期财务数据均为财务报表期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 同行业比较（2022 年数据）

部分房地产开发企业主要指标对比表

公司名称	全口径签约销售金额（亿元）	总资产（亿元）	净负债率（%）	非受限货币资金/短期债务（X）	营业总收入（亿元）	净利润率（%）	存货周转率（X）	总债务/销售商品提供劳务收到的现金（X）
深振业	65.88	263.99	50.04	2.51	37.00	12.11	0.14	1.32
湖北清能	81.32	211.22	72.81	0.24	79.21	8.81	0.56	3.73
中国武夷	47.60	229.06	108.79	0.48	73.15	2.02	0.39	0.97

中诚信国际认为，与同行业同级别企业相比，中国武夷房地产业务规模较小，资产规模相对较小，财务杠杆比率虽较可比企业高但仍适中；受国际工程业务在其业务结构中占有一定比重的影响，其存货周转率相对较高，盈利表现较弱，短期债务占比相对较高，非受限货币资金对短期债务覆盖程度相对较低，经营回款对总债务的支撑指标优于对比企业。

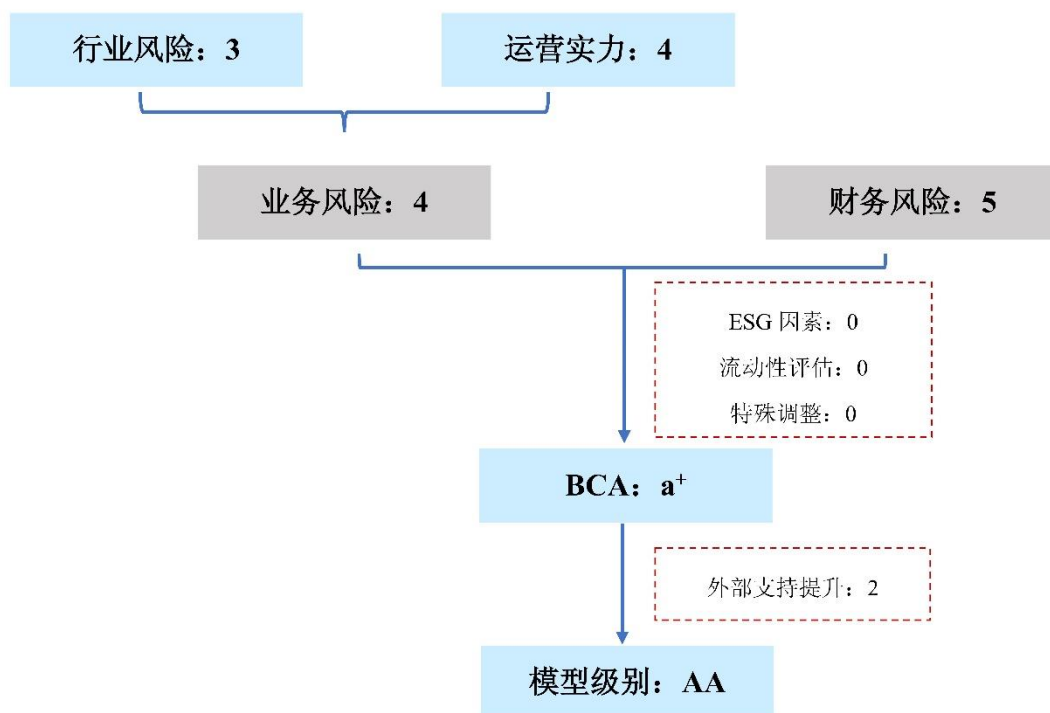
注：“深振业”为“深圳市振业（集团）股份有限公司”简称，证券代码 000006.SZ；“湖北清能”为“湖北清能投资发展集团有限公司”简称。

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
22 中武 01	AA	AA	2022/06/08	4.90	4.90	2022/01/18~2025/01/18	附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

## 评级模型

中国武夷实业股份有限公司评级模型打分(2023\_01)



## 方法论

中诚信国际房地产行业评级方法与模型 C200100\_2022\_01

### ■ 业务风险:

中国武夷属于房地产行业，行业风险评估为中等；中国武夷房地产业务规模较小，部分房地产项目存在去化压力，但北京项目储备可为其未来发展奠定较好基础，且公司投资策略较为谨慎，融资渠道较为畅通，经营较为稳健，业务风险评估为中等。

### ■ 财务风险:

中国武夷非受限货币资金对短期债务覆盖倍数相对较低，盈利指标表现较弱，但财务杠杆水平适中，EBITDA 可覆盖利息支出，经营回款可对总债务提供一定支撑，财务风险评估为较低。

### ■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，中国武夷具有 a<sup>+</sup> 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和较低的财务风险。

### ■ 外部支持:

公司第一大股东福建建工集团系福建省国资委下属唯一建筑企业，是福建省国资委监管的重要省属企业之一；公司是福建建工集团并表一级子公司，是其旗下房地产业务及海外工程业务的运营主体，能够在业务获取及资金支持方面获得股东的支持。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

中国武夷实业股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称：“22 中武 01”、债券代码：“149777”）于 2022 年 1 月 18 日完成发行。实际发行规模为 4.90 亿元，发行年限为 2+1 年期，票面利率为 5.46%，到期日为 2025 年 1 月 18 日，回售日为 2024 年 1 月 18 日。截至 2023 年 3 月末，“22 中武 01”募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

2023 年宏观经济修复预期有所加强，支撑经济运行的积极因素正在增多：服务业与消费回暖空间打开、稳增长政策延续、扩大内需战略的实施给经济增长带来支撑；政治周期转换将增强地方政府发展经济的积极性；政策调整之下房地产对经济的拖累将有所减轻；经济结构调整转型将推动高新技术产业较快发展。总体来看，2023 年宏观经济或呈现出“N”字型修复，全年 GDP 增速或为 5.3%左右。不过，宏观经济修复过程中仍面临多重风险挑战：其一，地缘冲突持续、中美大国博弈仍存，全球政经格局发生深刻变化，叠加全球经济走弱压力加大，外部不确定性、不稳定性持续存在；其二，宏观债务风险持续处于高位，需重点关注企业和居民部门资产负债表的演化；其三，房地产对经济的拖累持续减轻，但仍需妥善管控房地产转向新发展模式过程中的潜在风险。从政策环境看，2023 年财政政策进一步加力提效，通过上调赤字率、提高专项债新增额度及使用效率等措施加大力度稳增长，并将延续使用准财政工具，承担起稳增长的主力作用。稳健的货币政策精准有力，更加侧重结构性政策工具的使用，呵护与支撑实体经济发展。同时，2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。从长远来看，中国具有供应全球的稳定生产能力以及广阔的内部市场空间，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供源源不断的支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

## 近期关注

**中诚信国际认为，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升。长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。**

2022 年以来，积极的政策环境助力房地产市场筑底，8 月以来全国商品房销售额累计同比降幅持续收窄，但由于市场下行具有较大惯性，全年商品房销售金额同比大幅回落 26.7%。房地产投资方面，受行业持续下行影响，2022 年房地产行业投资活动减弱，全年房地产新开工面积及房地产开发投资金额分别同比下降约 39%和 10%，房地产开发投资额自 2020 年首次出现同比下降并回落至近 5 年的低点。**中诚信国际认为，**房地产政策频出有效引导需求合理释放，2023 年房地



产销售及投资活动有望触底回升，行业景气度有望复苏。行业竞争格局方面，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致行业竞争格局发生改变，不同企业性质间销售业绩分化明显，国央企普遍能保持较强的规模优势，当年销售金额同比降幅优于行业平均水平；但民营企业对外部不利因素抵御能力普遍偏弱，当年销售金额同比降幅高于行业平均水平。此外，目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，叠加行业利润空间收窄，未来房地产行业投资活动有望回归理性。融资方面，为了满足房地产合理融资需求，目前已形成支持房企融资的“三支箭”格局，“三箭齐发”对房地产行业再融资环境改善起到重要作用，随着政策效果不断释放，行业融资环境有望得到改善。**中诚信国际认为**，目前行业信用风险出清已进入尾声，行业信用基本面触底，房企信用质量进一步恶化以及信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，短期内房地产行业处于底部修复期；长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望，2023 年 3 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9852?type=1>

**中诚信国际认为**，公司房地产业务规模相对较小，位于三四线城市的项目去化压力需给予关注，但公司近年来经营较为稳健，且北京项目储备可为公司未来发展奠定较好基础；国际工程承包业务具备一定竞争实力，业务稳步拓展，但 2022 年该业务盈利大幅弱化，且面临一定的地缘政治、经济、社会动荡及汇率波动风险

*公司房地产业务整体规模较小，其中北京项目较为优质，在市场下行的情况下其销售情况仍较好，对公司销售贡献大。*

公司房地产开发业务主要布局福建及北京地区，并于南京等国内城市及部分海外地区有少量布局，整体规模较小。凭借多年房地产开发经验，公司在国内开发多个“武夷”系列住宅项目，如北京武夷花园、南京武夷花园、南京武夷绿洲等楼盘，获得了“金牌居住区”、“绿色社区”、“明星楼盘”、“社区品牌形象大使”、“最佳生态社区”等称号，具备一定的开发实力。项目开发方面，由于公司项目数量较少，总体量相对较小，新开工面积及竣工面积受项目工期排布的影响，均呈现波动态势。截至 2023 年 3 月末，公司期末在建面积 156.29 万平方米，在建项目主要位于北京、宁德、泉州、重庆、福州及南京等城市。

表 1：公司房地产业务运营情况（万平方米）

	2020	2021	2022	2023.1~3
新开工面积	32.57	68.45	38.61	9.40
竣工面积	22.15	111.52	33.68	1.55

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来签约销售规模受各项目建设及推盘节奏的影响，亦呈现波动态势。2022 年，尽管市场处于下行状态，但北京武夷南区项目得益于良好的区位条件及适销的产品类型，西地块楼盘开盘销售情况良好，签约销售金额大幅增长，使得公司全年签约销售金额有所增长；公司合作开发项目较少，除北京武夷花园南区项目系与金融街合作开发外，项目多以自主操盘为主，全资项目占比比较高，近年来权益销售比例维持在较高水平。

表 2：近年来公司销售情况（万平方米、亿元、万元/平方米）

	2020	2021	2022	2023.1~3
销售面积（全口径）	36.80	28.34	15.79	3.89
销售金额（全口径）	62.84	38.94	47.60	10.46
销售均价（全口径）	17,076	13,740	30,146	26,889
销售金额（权益口径）	49.44	33.64	34.80	7.84

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售区域方面，近年来公司主要签约销售贡献以北京及大本营福建地区为主，2022 年上述两个区域销售占比分别为 82.65%和 14.85%，受市场较为低迷的影响，当年福建地区销售贡献较少。从销售城市来看，2022 年公司全口径销售金额排名前五的城市公司分别为北京、福建泉州、福建漳州、福建宁德及福建福州，占比分别为 82.65%、4.16%、4.01%、2.05%和 2.37%。

表 3：近年来公司签约销售区域分布情况（亿元、%）

地区	2020		2021		2022		2023.1~3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
北京	30.05	47.82	12.42	31.91	39.34	82.65	8.12	77.78
福建地区	31.05	49.41	25.01	64.26	7.07	14.85	2.10	20.11
其中：泉州	1.5	2.39	3.09	7.94	1.98	4.16	0.24	2.30
漳州	3.65	5.81	2.35	6.04	1.91	4.01	0.24	2.30
宁德	4.35	6.92	13.14	33.76	1.19	2.50	0.74	7.09
福州	10.46	16.65	3.02	7.76	1.13	2.37	0.62	5.94
南平	9.51	15.13	1.29	3.31	0.59	1.24	0.21	2.01
莆田	1.58	2.51	2.12	5.45	0.27	0.57	0.05	0.48
南京	1.49	2.37	1.00	2.57	0.57	1.20	0.21	2.01
重庆	0.18	0.29	0.36	0.92	0.44	0.92	0.01	0.10
内罗毕	-	-	-	-	0.18	0.38	-	-
扬州	0.06	0.1	0.04	0.1	-	-	-	-
肯尼亚	-	-	0.09	0.23	-	-	-	-
合计	62.84	100.00	38.94	100.00	47.60	100.00	10.46	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司项目储备充足，其中北京项目预计可为公司带来较大金额且较高毛利的签约销售，为公司未来发展奠定较好基础，但需关注三四线城市项目的去化压力。

截至 2023 年 3 月末，公司土地储备总建筑面积为 167.64 万平方米，权益土地储备总建筑面积为 135.38 万平方米，以近年销售规模来看，项目储备充足。具体来看，位于北京的土地储备为通州武夷花园南区项目，是公司的重要土地储备。该项目取得时间较早，获取成本较低，且临近北京市政府新办公区及公务员生活区，区位优势较大。该项目自 2020 年上半年开盘以来，各批次销售情况均较好，且毛利水平较高，截至 2023 年 3 月末剩余未售建筑面积为 70.49 万平方米，预计未来仍可为公司带来较大金额且较高毛利的签约销售，可为公司未来发展奠定较好基础。此外，公司位于福建地区的土地储备面积为 76.54 万平方米，且主要分布在三四线城市，在当前较为低迷的市场环境下，需关注该部分项目的去化压力。

表 4：截至 2023 年 3 月末公司全口径土地储备分布情况（万平方米、%）

地区	期末剩余可售面积	面积占比
福建地区	76.54	45.66
其中：泉州	21.49	12.82



宁德	18.54	11.06
福州	17.10	10.20
南平	13.03	7.77
漳州	4.57	2.73
莆田	1.82	1.08
北京	70.49	42.05
南京	10.55	6.29
重庆	9.97	5.95
扬州	0.09	0.05
<b>总计</b>	<b>167.64</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司土地投资策略较为谨慎，较为畅通的融资渠道可为公司业务运营及再融资提供支持，经营较为稳健。

近年来，公司主要通过招拍挂程序直接参与土地竞拍。受招拍挂市场竞争激烈的影响，公司近年来拿地数量较少，土地投资策略较为谨慎，2020~2022 年公司权益口径新增土地储备金额占当期销售金额的比例分别为 0.95%、15.04%和 48.56%。2022 年公司通过招拍挂新增 2 个全资项目，分别位于宁德市和南京市。

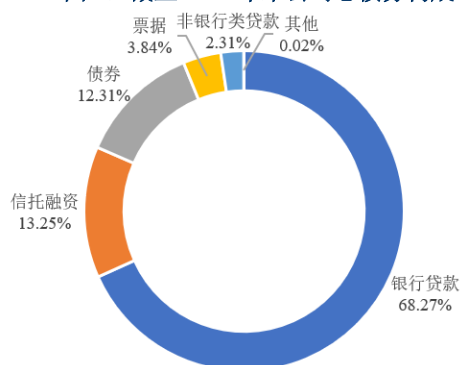
表 5：近年来公司土地储备情况（个、万平方米、亿元）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
新增项目数量	1	1	2	0
新增计容建筑面积（全口径）	0.12	10.10	14.35	--
新增拿地金额（全口径）	0.47	5.06	16.90	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

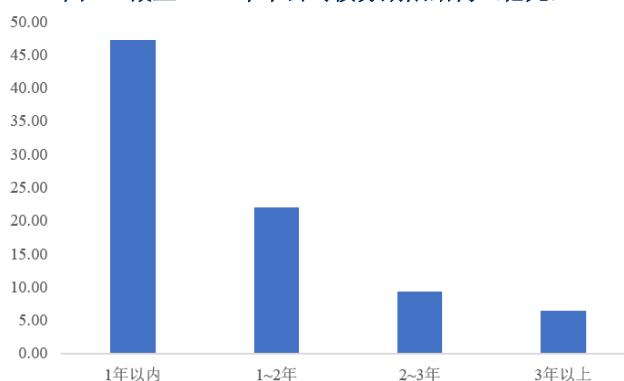
融资渠道方面，公司主要通过银行借款、信托贷款和发行公司债券进行筹资，其中银行借款为最主要的融资方式，其次为信托融资及债券融资。债务期限结构方面，截至 2022 年末公司债务构成中 1 年以内到期、1~2 年到期、2 年以上到期占比分别为 55.54%、25.84%和 18.62%，其中 1 年以内到期债务占比较高，主要由于国际工程业务借款期限以短期为主。作为国有控股上市公司，公司与金融机构保持友好合作关系，融资成本尚可且保持了较为通畅的融资渠道，可为公司业务运营及再融资提供支持。

图 1：截至 2022 年末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司债务期限结构（亿元）



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司国际工程承包业务具备一定竞争力，是公司收入的重要来源，但 2022 年该业务毛利率降至负值；此外，需关注地缘政治、经济及社会动荡风险对工程建设的影响及汇率波动对公司造成的影响。

公司是福建建工集团下属的国际工程施工承包业务的运营主体，国际工程承包业务是公司重要业务之一。公司是国内最早开展海外工程业务的建筑企业之一，积累了较为丰富的海外业务拓展和实施经验，尤其在肯尼亚等工程项目所在国建立了较强的品牌效应，具备一定的竞争实力。公司已经形成了以肯尼亚为中心，覆盖坦桑尼亚、埃塞俄比亚、南苏丹、乌干达等国家的东非区域市场；以刚果（布）和赤道几内亚为中心的西非区域市场；以菲律宾为中心的东南亚（含澳洲）区域市场；其中，重点推进东非及东南亚市场。2022 年公司继续稳步开拓国际工程业务，于东南亚及澳洲国家菲律宾及巴布亚新几内亚取得较大突破，新中标合同金额有所回升，完成当年计划金额的 107%。但受非洲和东南亚各国基础设施建设预算减少、付款减缓以及国际工程承包业务竞争激烈等多重影响，公司国际工程承包业务毛利率已于 2022 年降为负值。

表 6：近年来公司国际工程承包业务运营情况（个、亿元）

指标	2020	2021	2022	2023.1-3
新中标工程	10	15	10	3
新中标金额	26.78	20.24	25.73	3.30
在建工程数量	43	48	54	50
在建工程金额	129.06	128.23	151.10	137.20
年内完成产值	18.01	18.20	20.82	5.18

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建工程方面，截至 2022 年末公司未完工项目 54 个，未完工项目金额为 151.10 亿元；年内完成施工产值 20.82 亿元，完成年度计划的 101.93%，施工产值完成全年计划；分区域来看，公司在肯尼亚和埃塞俄比亚的未完工项目为 34 个，未完工项目金额 101.80 亿元，为公司在建工程最主要的所在地；其余在建工程分布于菲律宾、巴布亚新几内亚等东南亚及澳洲国家和乌干达、刚果（布）等非洲国家。另截至 2023 年 3 月末，公司未完工项目 50 个，未完工项目金额 137.20 亿元。2023 年 3 月末公司未完工项目累计确认收入 62.76 亿元，尚未确认收入金额为 47.35 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相对较高，且多数区域经济及人文发展水平较为落后，部分项目因业主原因处于停工或缓建状态，需关注地缘政治、经济及社会动荡风险对工程建设的影响，同时亦需关注汇率波动对公司造成的影响。

商业贸易业务方面，公司商业贸易运营主体为公司子公司中武（福建）跨境电子商务有限责任公司（以下简称“中武电商”）。公司投资经营的 COLOHO 建材仓储式超市，商场营业面积约 22,000 平方米，经营的存量商品超过 10,000 种。2020~2022 年及 2023 年 1~3 月，公司商业贸易合计贡献收入分别为 7.22 亿元、10.42 亿元、15.55 亿元和 2.38 亿元，可为公司带来一定的收入补充。

## 财务风险

中诚信国际认为，中国武夷盈利能力稳定性较弱，盈利规模相对其债务规模来说较小，EBITDA 对总债务的覆盖能力较弱，且受国际工程业务在其业务结构中占有一定比重的影响，短期债务在总债务中的占比较高，非受限货币资金对短期债务的覆盖程度一般，但公司财务杠杆水平尚可，经营回款可对总债务提供一定支撑，EBITDA 可覆盖利息支出。

**公司房地产业务毛利率受北京项目的结转节奏影响较大而易产生波动，2022 年国际工程业务毛利率呈现负值，整体盈利能力较弱。**

2022 年受当期房地产结转项目较少的影响，房地产开发确认收入规模较小，致使公司整体营业收入有所减少。由于北京武夷花园南区项目结转占比较大，2022 年房地产开发毛利率大幅提升，因此当年公司综合毛利率水平有所提升。但国际工程承包毛利率持续下降，2022 年呈现负值。

公司期间费用把控能力尚可，2022 年期间费用下降主要因汇兑净收益增长 2.7 亿元，但考虑到海外工程结算货币主要为当地货币或美元等外币，其汇兑风险管理能力有待持续关注。盈利表现方面，公司利润总额主要来源于经营性业务利润，得益于房地产业务毛利率的提升以及期间费用的下降，2022 年经营性业务利润同比大幅提升；但受当年公司计提较大规模存货跌价损失的影响，公司利润总额较上年基本持平。2023 年 1~3 月，公司盈利表现较弱，经营性业务利润及净利润均呈现负值。

**表 7：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元、%）**

项目	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产开发	33.76	58.70	56.36	26.39	40.10	40.65
国际工程承包	16.04	11.45	18.79	1.22	15.55	-2.84
商业贸易	7.22	2.15	10.42	3.80	15.55	4.79
合计	58.20	37.62	86.67	18.09	73.15	24.30

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2020	2021	2022	2023.1~3
期间费用率	12.00	8.82	6.91	25.76
经营性业务利润	7.85	3.71	6.77	-1.38
投资收益	0.04	0.71	0.09	0.01
资产减值损失	0.72	0.27	2.46	0.01
信用减值损失	0.27	0.27	0.46	-0.05
EBITDA	9.08	5.61	7.28	--
利润总额	6.89	3.82	3.92	-1.33
净利润率	8.42	1.78	2.02	-17.09

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**公司资产规模相对较小，存货是其最主要构成，但存货中的开发产品占比较高，存货去化情况不佳；随着新项目开工建设，总债务规模有所增长，但财务杠杆水平仍适中。**

公司资产规模相对较小。从资产结构来看，由于公司大多数房地产项目为并表项目，因此存货是资产占比最大的部分；存货主要由在建及已竣工房地产项目构成，其中已竣工房地产项目形成的开发产品占比较高，存货去化情况不佳。此外，应收账款、合同资产及货币资金占比相对较大。具体来看，公司合同资产主要为国际工程建造合同形成的已完工未结算资产，近年来较为稳定；应收账款主要产生于国际工程业务，2022 年末因业主付款积极性降低而有所增长，截至 2023 年 3 月末公司应收账款计提坏账准备 1.96 亿元，主要为按信用风险特征组合计提的坏账准备；货币资金主要由银行存款构成，受限比例较低，近年来非受限货币资金保有量在小范围内波动。

负债方面，公司预收款项（含合同负债）主要为预收售房款及少量预收工程款，余额随着同期项

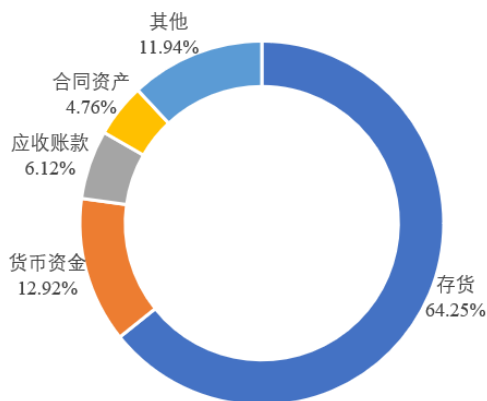
目预售与结转收入的相对规模而变化；截至 2023 年 3 月末，公司预收款项余额为近年来的高点，对未来收入结转提供一定支撑。此外，2022 年末公司总债务规模较上年末变化不大；由于 2022 年拿地项目开工建设，公司对外融资需求有所增长，2023 年 3 月末公司债务规模有所提升。所有者权益方面，近年来公司所有者权益变动幅度较小。公司净负债率有所增长，但仍处于适中的水平。

表 9：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	31.31	25.95	24.91	32.15
应收账款	12.28	10.43	18.02	15.24
合同资产	12.66	13.32	11.80	11.84
存货	149.15	134.13	146.28	159.87
开发产品/存货	14.55	34.15	30.38	--
存货周转率（次/年）	0.27	0.50	0.39	--
流动资产占比	92.53	91.60	92.53	93.43
总资产	233.54	212.46	229.06	248.82
应付账款	15.52	18.42	21.59	20.68
预收账款（含合同负债）	42.60	28.37	40.06	51.02
总债务	87.46	82.44	85.16	98.56
短期债务/总债务	50.13	60.94	56.80	48.92
净负债率	101.29	106.84	108.79	126.37
少数股东权益	5.42	4.57	5.53	3.98
所有者权益	58.94	56.10	56.99	53.82

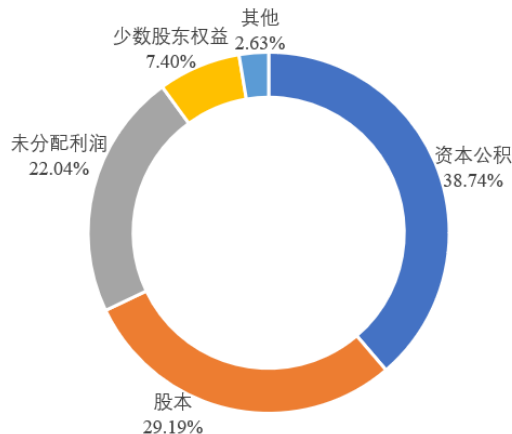
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2023 年 3 月末公司总资产构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**公司 EBITDA 对总债务的覆盖能力较弱，短期债务在总债务中的占比受业务结构的影响而较高，非受限货币资金对短期债务的覆盖程度较弱，但经营回款可对总债务提供一定支撑，EBITDA 可对利息支出形成覆盖。**

受益于房地产销售金额增长，2022 年公司销售商品、提供劳务收到的现金有所增长，可对当期末债务提供一定支撑。得益于公司较为谨慎的拿地策略，2020 年以来土地支出减少，公司经营净现金流持续净流入。近年来公司投资活动现金流主要为购买固定资产的支出，整体金额较小。近年来公司偿还永续债或其他债务金额较大，筹资活动现金流均呈净流出态势。

相对其债务规模来说公司盈利规模较小，EBITDA 对债务本金的保障能力较弱，但可对利息支出形成覆盖。国际工程业务在公司业务结构中占有一定比重，在一定程度上影响公司债务期限结构，导致短期债务在总债务中的占比较高，非受限货币资金对短期债务覆盖程度较弱。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动净现金流	17.13	7.55	6.41	-4.26
销售商品、提供劳务收到的现金	93.59	77.41	88.14	20.62
投资活动净现金流	-2.23	-0.93	0.34	-0.07
筹资活动净现金流	-10.59	-11.48	-6.82	11.79
总债务/EBITDA	9.64	14.68	11.71	--
EBITDA 利息倍数	1.40	1.13	1.51	--
非受限货币资金/短期债务	0.63	0.45	0.48	0.63
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	0.93	1.06	0.97	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司受限资产合计为 51.86 亿元，其中受限存货、投资性房地产和货币资金账面价值分别为 42.17 亿元、3.18 亿元和 1.75 亿元，受限资产占当期末总资产的 22.64%。

或有负债方面，截至 2022 年末，公司除为客户的按揭贷款提供担保外无其他对外担保事项。

截至 2023 年 3 月末，公司涉及一起连带清偿诉讼案和一起境外土地纠纷，涉案金额均较小。此外，公司于 2022 年 6 月 1 日发布《关于重大诉讼的公告》，称公司向法院提起诉讼，请求法院判令东华工程科技股份有限公司向公司赔付其拖欠的境外工程款 0.98 亿元、逾期付款利息 0.35 亿元及因拖欠工程款导致停工引起的各项损失 1.67 亿元。2023 年 2 月 20 日，合肥中院一审该项目尚未竣工验收，且公司与东华科技签署的相关合同并未解除、依然有效。公司不服一审判决，依法向安徽省高级人民法院提起诉，目前本案案件仍在审理中。截至 2023 年 3 月末，公司对本案所涉项目已计提合同资产减值准备 1.13 亿元，暂时无法准确估计本次诉讼对公司 2023 年利润或期后利润的影响，中诚信国际将持续关注该案后续进展情况及其对公司利润水平的影响。

**过往债务履约情况：**根据公司 2023 年 6 月 5 日提供的《企业信用报告》及相关资料，公司本部所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>1</sup>

### 假设

——2023 年，中国武夷全年房地产全口径签约销售金额预计同比有所增长。

——2023 年，预计中国武夷房地产全口径土地投资规模同比略有增长。

——2023 年，预计中国武夷全年房地产结转收入有所增长，且高毛利水平的北京武夷花园南区项目结转占比较大，预计全年房地产业务毛利率同比有所上升；预计中国武夷全年国际工程业务

<sup>1</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。



收入同比有所减少，毛利率略有好转但预计仍较低。

## 预测

表 11：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
净负债率(%)	106.84	108.79	100~110
总债务/销售商品提供劳务收到的现金 (X)	1.06	0.97	1.0~1.1

资料来源：中诚信国际整理

## 调整项

### 流动性评估

**中诚信国际认为，中国武夷的流动性较强，未来一年流动性来源可对流动性需求形成覆盖。**

2023 年北京武夷花园南区项目继续销售，基于过往销售情况，预计其销售情况仍较好，公司销售回款预计仍将保持一定规模；2023 年 3 月末公司非受限货币资金为 30.55 亿元；此外，截至 2023 年 3 月末，公司尚未使用的银行授信额度为 132.58 亿元，且公司融资渠道较为通畅，可对其业务运营及再融资提供流动性支持。

公司资金流出主要用于偿付债务本息、获取土地、项目工程建设及各项税费支出。由于公司债务主要来自于银行借款、公开市场融资及信托贷款，当前其与金融机构关系维系良好且融资渠道较为顺畅，因此其主要资金需求来自土地投资、房地产工程建设支出及国际工程建设支出，而土地投资支出预计较上年略有增加，房地产工程建设及税费支出可由其销售回款及融资提供较大支持，国际工程建设支出可由工程预付款和工程进度结算提供资金支持。综上所述，公司资金平衡状况较好，流动性较强，未来一年流动性来源能够对流动性需求形成覆盖。

## ESG 分析<sup>2</sup>

**中诚信国际认为，公司聚焦“双碳”目标，推进绿色低碳转型，并积极履行企业社会责任；公司治理结构较为健全，内控制度较为完善，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。**

环境方面，公司积极响应“双碳”目标，持续推广绿色低碳建材和绿色建造方式，加快推进新型建筑工业化，推动建材循环利用，强化绿色施工管理，推进城乡建设绿色低碳转型。公司坚持“注重绿色环保，高效节能，致力于节能减排、保护环境”的环境方针，持续完善环境管理架构与体系，进行常态化环境风险排查与环境因素识别，努力落实绿色管理。公司制定了《现场文明施工管理办法》，规范施工人员的行为，做好施工前环保评估、施工中清洁文明，强化对施工现场的环保管控，努力树立绿色建造典范。公司在为客户营造绿色宜居环境的基础上，制定《综合办公室节能降耗方案》、《节能减排管理制度》，倡导员工节约资源、绿色办公、绿色出行，开展环保公益活动，引导员工和公众积极践行绿色低碳生活。

社会方面，公司设置了合理完善的员工激励机制和培养体系，坚持以人为本的发展理念，保障员工权益，不断加大人才引进、培养力度，关注员工诉求，关爱尊重员工，人员稳定性较好；在疫

<sup>2</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。



情肆虐、市场萎靡、竞争加剧的国际市场，公司加强风险防控，加大疫情防控力度，确保员工人身安全，合理安排复工复产。此外，公司贯彻“安全生产、预防为主、综合治理”的方针，建立健全安全生产管理体系，制定安全管理制度，明确安全管理职能及责任，层层落实安全生产责任制，近三年未发生重大安全事故。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

## 外部支持

**作为福建建工集团旗下房地产业务及海外工程业务的运营主体，公司在项目获取、资金安排等方面可获得较强的股东支持**

公司第一大股东福建建工集团系福建省国资委下属唯一建筑企业，是监管的重要省属企业之一，具备较高的施工资质、省内品牌知名度和市场影响力，综合实力很强。

公司是福建建工集团并表一级子公司，且为其房地产业务及海外工程业务的运营主体，具有重要的地位，可在项目及资金获取等方面获得股东的支持。凭借国有背景及“武夷”品牌在区域内的知名度，公司在福建省内土地拓展、项目资源获取等方面具有较强的竞争优势。此外，在必要时，公司可获得福建建工集团提供的借款担保，为公司提供融资便利。

## 同行业比较

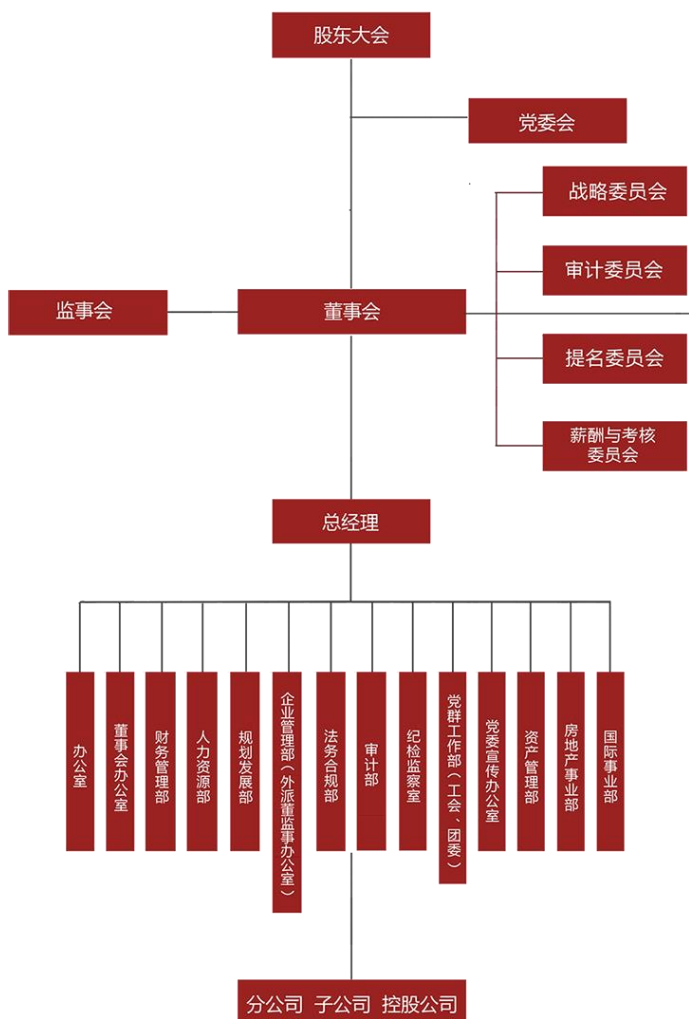
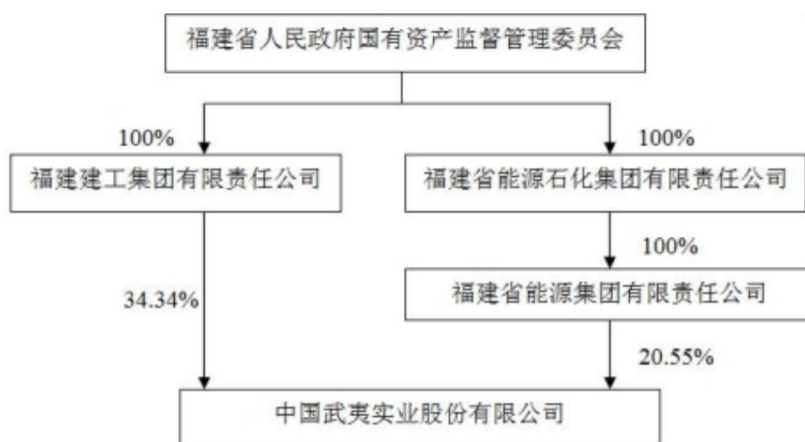
中诚信国际选取了深圳市振业（集团）股份有限公司及湖北清能投资发展集团有限公司作为中国武夷的可比公司，其与公司在业务、财务和股东背景方面均具有较高的可比性。

**中诚信国际认为，中国武夷房地产业务规模较小，但北京房地产项目剩余可售规模较大、毛利水平较高且过往销售情况良好，可为其未来发展奠定较好基础。中国武夷资产规模相对较小，财务杠杆比率虽较可比企业高但仍适中。受国际工程业务在其业务结构中占有一定比重的影响，其存货周转率相对较高，盈利表现较弱，短期债务占比相对较高，非受限货币资金对短期债务覆盖程度相对较低，经营回款对总债务的支撑指标优于对比企业。**

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持中国武夷实业股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“22 中武 01”的信用等级为 **AA**。

## 附一：中国武夷实业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：中国武夷实业股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	313,106.38	259,519.97	249,088.45	321,524.93
其他应收款	17,057.70	16,417.10	15,856.94	12,601.70
存货	1,491,513.40	1,341,294.60	1,462,803.85	1,598,692.91
长期投资	8,189.15	11,281.31	7,378.28	7,273.34
固定资产	68,759.79	66,040.45	60,475.23	55,028.59
在建工程	93.52	344.59	367.12	404.44
无形资产	14,287.94	13,104.71	13,574.82	12,901.82
投资性房地产	56,798.57	60,765.28	65,009.58	64,264.61
资产总计	2,335,369.79	2,124,585.01	2,290,643.91	2,488,171.67
预收款项（含合同负债）	425,955.21	283,696.06	400,575.93	510,154.65
其他应付款	84,669.53	76,927.47	50,686.92	54,390.65
短期债务	438,441.41	502,374.39	483,733.63	482,118.75
长期债务	436,194.72	322,019.97	367,893.68	503,488.84
总债务	874,636.13	824,394.37	851,627.31	985,607.59
净债务	596,969.98	599,331.81	620,029.92	680,132.59
负债合计	1,745,993.58	1,563,626.01	1,720,722.13	1,949,982.43
所有者权益合计	589,376.20	560,959.00	569,921.78	538,189.24
利息支出	64,706.79	49,890.83	48,318.79	--
营业总收入	581,964.93	866,673.90	731,519.56	61,716.36
经营性业务利润	78,458.78	37,141.69	67,729.51	-13,840.47
投资收益	370.12	7,062.69	935.67	109.94
净利润	49,030.41	15,426.33	14,793.78	-10,545.48
EBIT	77,695.38	43,002.78	58,850.86	--
EBITDA	90,757.28	56,140.74	72,751.79	--
销售商品、提供劳务收到的现金	935,850.74	774,114.77	881,383.37	206,227.44
经营活动产生的现金流量净额	171,330.47	75,540.55	64,135.53	-42,614.54
投资活动产生的现金流量净额	-22,292.14	-9,293.94	3,429.72	-721.03
筹资活动产生的现金流量净额	-105,856.03	-114,838.99	-68,172.31	117,918.59
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	37.62	18.09	24.30	4.41
期间费用率（%）	12.00	8.82	6.91	25.76
EBITDA 利润率	15.59	6.48	9.95	--
净利润率（%）	8.42	1.78	2.02	-17.09
净资产收益率（%）	8.29	2.68	2.62	--
存货周转率（X）	0.27	0.50	0.39	--
资产负债率（%）	74.76	73.60	75.12	78.37
总资本化比率（%）	59.74	59.51	59.91	64.68
净负债率（%）	101.29	106.84	108.79	126.37
短期债务/总债务（%）	50.13	60.94	56.80	48.92
非受限货币资金/短期债务（X）	0.63	0.45	0.48	0.63
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.12	0.03	0.02	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.24	0.05	0.03	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	2.65	1.51	1.33	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.93	1.06	0.97	--
总债务/EBITDA（X）	9.64	14.68	11.71	--
EBITDA/短期债务（X）	0.21	0.11	0.15	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.40	1.13	1.51	--

注：1、2023 年一季度报未经审计；2、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、研发费用计入管理费用；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式		
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项	
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项	
	总债务	长期债务+短期债务	
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金	
	净债务	总债务-非受限货币资金	
	资产负债率	负债总额/资产总额	
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整	
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)	
	净负债率	净债务/经调整的所有者权益	
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资	
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)	
	存货周转率	营业成本/存货平均净额	
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入	
盈利能力	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用	
	期间费用率	期间费用合计/营业收入	
	经营性业务利润	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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项	
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项	
	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	
	净资产收益率	净利润/所有者权益合计平均值	
	净利润率	净利润/营业收入	
	现金流	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
		流动比率	流动资产/流动负债
	偿债能力	速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
利息支出		资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出	
EBITDA 利息保障倍数		EBITDA/利息支出	

注：1、“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，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，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn