

通州明珠 美自天成

——中国武夷（000797）2016年半年报点评

2016年08月29日

强烈推荐/维持
中国武夷
财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
梁小翠	联系人	
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

事件：

8月27日公司公布2016年半年报，2016年上半年公司实现营业收入8.44亿元，同比下降15.75%；实现归属于上市公司股东的净利润0.4亿元，同比下降41.97%；扣非后净利润为0.34亿元，同比增加19.44%，每股收益为0.09，同比下降50%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	621.59	417.45	584.41	512.57	894.58	392.24	451.86
增长率（%）	-41.52%	12.98%	-5.75%	-0.00%	43.92%	-6.04%	-22.68%
毛利率（%）	24.28%	31.59%	36.72%	23.42%	32.59%	30.89%	12.72%
期间费用率（%）	12.30%	23.38%	17.17%	19.62%	24.74%	23.82%	13.30%
营业利润率（%）	6.56%	6.92%	7.45%	-0.78%	8.48%	4.54%	6.18%
净利润（百万元）	44.08	18.40	20.35	4.95	85.43	15.75	22.35
增长率（%）	-09.78%	-03.20%	70.05%	-79.07%	93.82%	-14.39%	09.80%
每股盈利（季度，元）	0.12	0.06	0.12	0.01	0.14	0.03	0.05
资产负债率（%）	78.35%	84.41%	84.72%	86.67%	86.29%	78.67%	80.40%
净资产收益率（%）	2.56%	1.37%	1.52%	0.40%	6.23%	0.71%	1.04%
总资产收益率（%）	0.55%	0.21%	0.23%	0.05%	0.85%	0.15%	0.20%

观点：

➤ **营业收入和净利润均出现不同幅度的下降。**2016年上半年，公司实现营业收入8.44亿元，比去年同期下降15.75%；利润总额为4420万元，同比下降36.62%，其中归属于母公司所有者的净利润为4002万元，同比下降41.97%。

本期营收和净利润均出现大幅下降，主要归因于报告期内公司结转项目的低毛利率，究期根源，是因为本期处理消化部分项目存量尾房所致，从而导致房地产开发业务营收毛利显著低于去年同工作期21.55个百分点。

公司下半年将抓紧香港武夷永兴街3-7号旧楼重建项目的整体出售并加快南京武夷名仕园项目建设，预期将对地产开发业务的毛利率恢复有非常大的助力，同时公司在北京通州的土储开发进度已经更加明确，目前已经开始保障房项目的建设，而未来其他土储所带来的业绩释放将在相当长的一段时间内成为支撑

公司业绩不断增长的重要因素。

表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析 (单位: 亿元、百分比; 对上年同期净利润同口径调整)

项目	2016H	2015H	同比变动	原因分析
净利润	0.46	0.73	-44.44%	毛利率大幅下降
营业收入	8.44	10.02	-15.77%	项目结算周期影响
资产负债率 (%)	80.40	84.72	-4.32%	配股显著降低杠杆率
费用比率 (%)	18.18	19.72	-1.54%	费用控制能力有所增强
加权 ROE (%)	2.24	6.15	-3.91	定增摊薄影响
总资产	109.74	87.88	24.87%	公司规模不断扩张
货币资金	20.92	16.64	25.72%	资金回笼较多
预收账款	19.85	4.39	352.16%	项目布局城市销售火热
一年内到期非流动负债	0.07	0.11	-36.36%	负债正常到期
经营活动净现金流	6.88	-2.08	430.77%	南京、重庆和涵江等地产项目资金回笼
稀释 EPS	0.09	0.18	-50%	配股摊薄+净利润大幅降低

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- 通州核心区土地储备丰富。**通州区是北京重点发展的新城之一, 也是北京参与京津冀经济圈区域合作发展的重要基地, 其将在构建“高精尖”经济结构上担当起了产业发展和城市发展的双重责任。目前, 公司全资子公司北京武夷在通州拥有 600 亩土地, 相当于通州区一年土地总成交, 总计达 100 万平方米左右的建筑面积, 将为公司未来的发展带来新的机遇。依据储备地块附近楼面价值和在售项目价格进行估计, 当前土地储备价值就已经超过 200 亿元。截止日前, 通州区的大部分项目都已经开工, 部分项目也已开盘出售, 随着这些项目的竣工, 将为公司的销售收入和盈利带来较高的增长。

从 2013 年初至 2015 年初通州综合用地 (含住宅) 和商业/办公用地的土地成交情况来看, 共成交土地 52 幅, 截止 3 月 9 日, 2016 年通州未有任何土地成交。52 幅地块中只有 10 幅是综合用地 (含住宅) 及住宅用地, 平均楼面价 7863 元/平方米; 其余 35 块土地为商业/办公用地、7 块土地为工业用地, 通州核心区住宅土地的供应量已经相当紧缺, 进而体现出公司拥有地块的“不可替代”的巨大价值。中国武夷所属的通州核心区土地成交楼面价要高于通州平均水平, 公司通州项目周边的土地成交楼面价已经高达, 再以这种方式凸显出公司地块能够带来的极高价值增值。

表 2: 2015 年以来通州土地成交情况

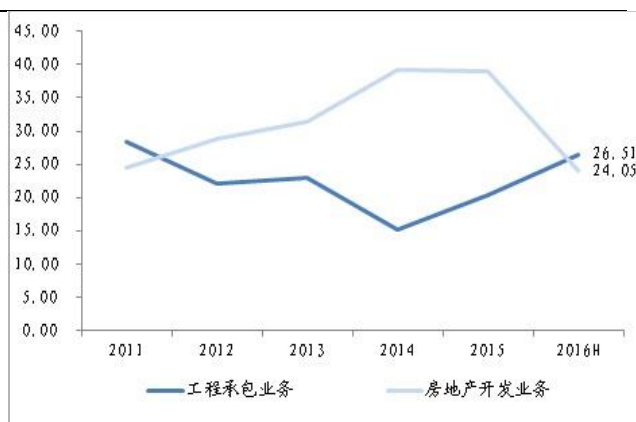
地块名称	用地性质	建设用地面积 (m ²)	规划建筑面积 (m ²)	成交价(万元)	成交楼面价 (元/m ²)	溢价率
通州区 TZ07-0103-0012.27、L001 地块	综合用地 (含住宅)	98838.47	170643	57000	3340.3	0
通州区台湖镇 B-07 地块	住宅用地	42076.54	117814	187300	15897.94	49.96
通州物流基地 YZ00-0606-0019 地块	工业用地	126492.9	189739	20017.49	1055	0
通州物流基地 YZ00-0606-0015 地块	工业用地	107244	160866	16971.36	1055	0
通州区台湖镇 4-1-020 等地块 F2 公建混合住宅用地和 4-1-034 等地块 F3 其他类多功能用地	综合用地 (含住宅)	144004.7	258968	200000	7722.96	--
通州区宋庄镇 0301-1201 地块	商业/办公用地	65873.39	164683	108000	6558.05	38.46
通州区永顺镇 0504-014 地块 F3 其他类多功能用地	商业/办公用地	47100	450000	503990	11199.78	--

数据来源: 中指院数据库, 东兴证券研究所

- **海外业务发展良好。**公司以建筑施工总承包为基础, 房地产开发为重点, 外向型经济为主。国际承包具有一定优势, 连续22年跻身“全球最大250家国际承包商”, 2015年国际承包业务毛利率达20.44%, 处于行业先进水平, 2015年在施工项目25个, 累计合同金额44.97亿元。国际工程承包业务已肯尼亚为中心, 积极向乌干达、坦桑尼亚、巴布亚新几内亚、埃塞俄比亚等周边国家拓展。2016年上半年, 也相继中标肯尼亚和埃塞俄比亚等地的多个项目, 这些项目多分布在东非、西非和亚太市场, 伴随着一带一路, 将会迎来新机遇, 但与此同时受到国际经济增长趋缓、油价下跌致产油国受拖累, 非洲、东南亚等国家基建投入放缓等影响, 地缘政治风险和汇兑损失亦不可忽视。

图 1: 工程及地产开发业务营收情况

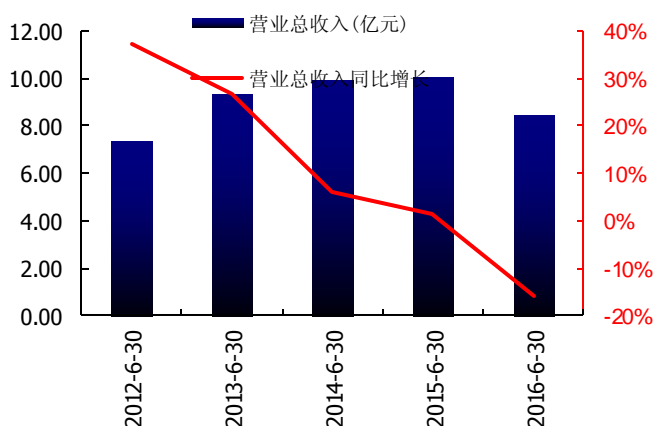

资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 2: 工程及地产开发业务毛利率情况


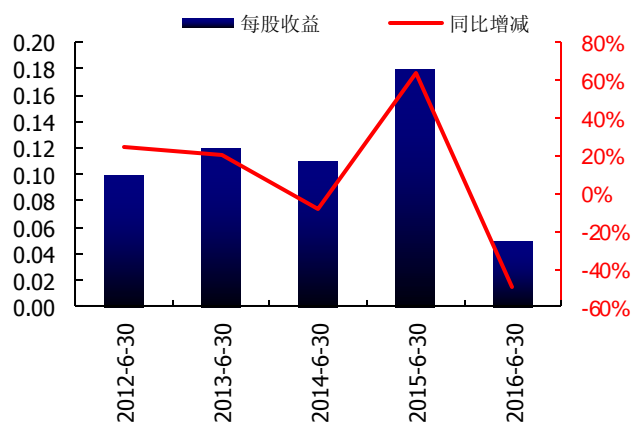
资料来源: 公司公告, 东兴证券

- **融资成本持续降低。**公司积极拓展融资渠道，优化债务结构，利用长期债务转换短期债务。一方面，公司4月7日公告中与平安银行股份有限公司签订营销额度100亿元银企战略合作协议，授信100亿元，预示公司未来资金情况无忧；另一方面，2016年2月，公司圆满完成2015年度配股工作，实现募资10.75亿元，极大地优化公司资产结构，债务资本比率从上年末的6.3%降于4.1%。

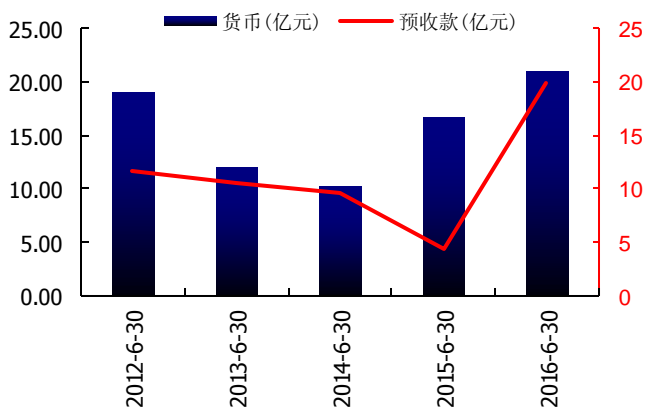
值得注意的是报告期内公司将原来香港子公司持有的内地（通州和诏安两地）子公司的股权转让给相应的内资公司，这种股权持有结构的调整并不会对公司的盈利能力产生根本性影响，但是却使项目公司股权结构更加清晰。

图 3：营业收入情况


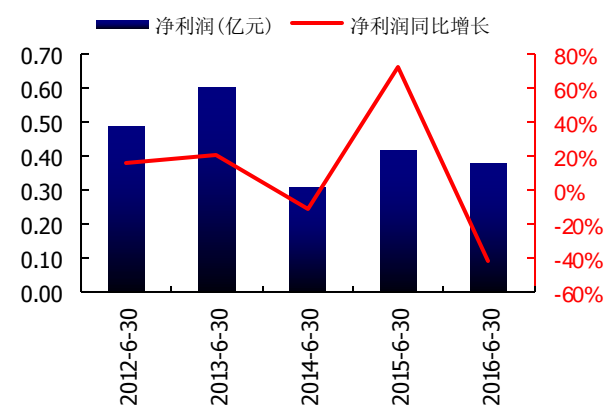
资料来源：公司公告、东兴证券

图 4：每股收益情况


资料来源：公司公告、东兴证券

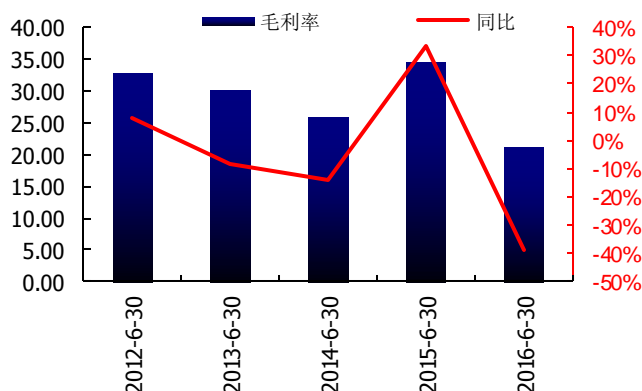
图 5：货币和预收款情况


资料来源：公司公告、东兴证券

图 6：净利润情况


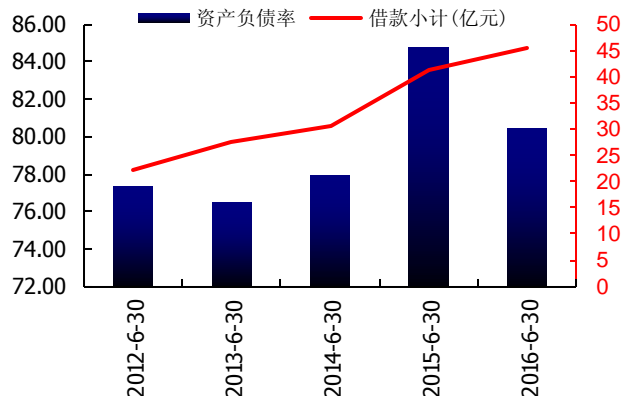
资料来源：公司公告、东兴证券

图 7: 销售毛利率情况



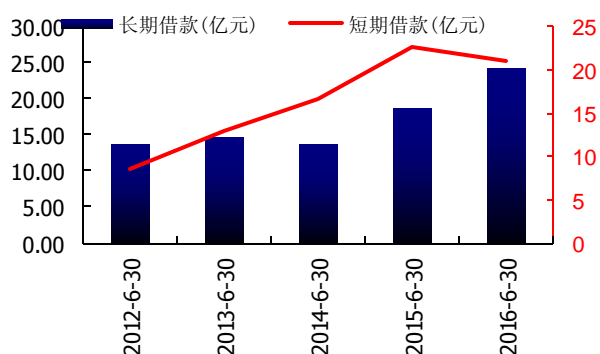
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8: 资产负债率情况



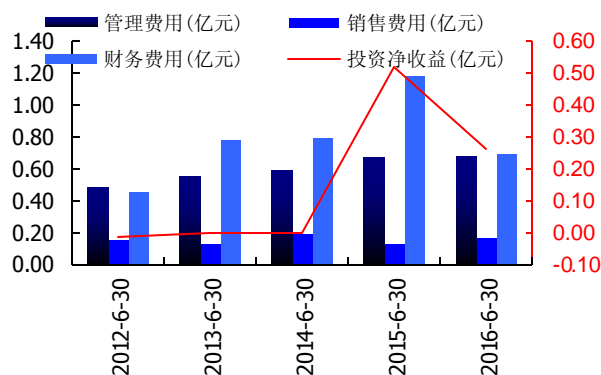
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 9: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 10: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

结论:

目前在北京通州武夷花园南侧仍有 600 亩待开发土地, 根据有关规划, 项目总建筑面积 100 万平方米左右, 其中大部分为住宅用地。前期由于通州区整体规划未最终敲定, 现今随着通州行政副中心定位和具体项目推进, 已经不存在阻碍项目工程进度的因素, 我们预期项目将于 2016 年进入预售期, 将给公司的销售和盈利带来较高的增长。

此外, 公司在海外业务发展势头也十分良好, 上半年相继中标肯尼亚、埃塞尔比亚等地的项目, 为公司工程承包业务业绩的增长提供了保障。

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 28.58 亿元、34.98 亿元和 44.14 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 2.48 亿元、2.71 亿元和 2.83 亿元; 每股收益分别为 0.50 元、0.54 元和 0.57 元, 对应 PE 分别为 35.72、32.69 和 31.30, 维持公司“强烈推荐”评级。

表 4: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	7226	9097	8455	11149	13967	营业收入	2124	2409	2858	3498	4414
货币资金	1012	1871	2220	2718	3429	营业成本	1593	1651	1950	2424	3030
应收账款	457	761	650	795	1004	营业税金及附加	92	133	157	192	243
其他应收款	106	153	181	222	280	营业费用	33	41	49	59	75
预付款项	222	363	422	494	585	管理费用	116	120	143	175	221
存货	5278	5766	4754	6628	8286	财务费用	148	358	318	360	519
其他流动资产	136	174	219	283	375	资产减值损失	4.59	16.86	1.00	10.00	10.00
非流动资产合计	732	892	676	643	611	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	59	51	51	51	51	投资净收益	11.84	55.79	55.00	55.00	55.00
固定资产	201.80	199.24	194.30	168.09	141.88	营业利润	150	144	295	332	371
无形资产	20	63	56	50	44	营业外收入	5.51	9.46	11.00	10.00	10.00
其他非流动资产	118	104	0	0	0	营业外支出	3.87	3.01	2.00	2.00	2.00
资产总计	7958	9989	9130	11792	14578	利润总额	151	151	304	340	379
流动负债合计	4755	5935	5297	7649	10120	所得税	52	22	55	68	95
短期借款	1607	3223	2234	4084	5918	净利润	99	129	249	272	284
应付账款	485	493	574	713	892	少数股东损益	-15	2	2	2	2
预收款项	646	874	1159	1509	1950	归属母公司净利润	114	128	248	271	283
一年内到期的非流动	970	511	598	598	598	EBITDA	403	641	646	725	922
非流动负债合计	1480	2671	2359	2559	2759	BPS (元)	0.29	0.33	0.50	0.54	0.57
长期借款	1455	2136	2336	2536	2736	主要财务比率					
应付债券	0	487	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	6235	8607	7656	10208	12880	成长能力					
少数股东权益	266	153	155	156	158	营业收入增长	-11.0%	13.4%	18.63%	22.41%	26.17%
实收资本(或股本)	389	389	500	500	500	营业利润增长	385.7%	385.7%	104.67%	12.62%	11.66%
资本公积	485	96	96	96	96	归属于母公司净利润	244.7%	244.7%	94.28%	9.24%	4.45%
未分配利润	496	604	679	760	845	获利能力					
归属母公司股东权益	1456	1110	1319	1428	1541	毛利率(%)	25%	31%	32%	31%	31%
负债和所有者权益	7958	9989	9130	11792	14578	净利率(%)	5%	5%	9%	8%	6%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)					
						1%	1%	3%	2%	2%	
经营活动现金流	-81	-527	1880	-1075	-680	偿债能力					
净利润	99	129	249	272	284	资产负债率(%)	78%	86%	84%	87%	88%
折旧摊销	105.57	138.67	0.00	32.47	32.47	流动比率	1.52	1.53	1.60	1.46	1.38
财务费用	148	358	318	360	519	速动比率	0.41	0.56	0.70	0.59	0.56
应付帐款的变化	0	0	81	140	178	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	286	350	441	总资产周转率	0.28	0.27	0.30	0.33	0.33
投资活动现金流	0	0	144	45	45	应收账款周转率	4	4	4	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.75	4.93	5.36	5.44	5.50
长期投资	59	51	51	51	51	每股指标(元)					
投资收益	12	56	55	55	55	每股收益(最新摊薄)	0.29	0.33	0.50	0.54	0.57
筹资活动现金流	0	0	-1556	1527	1346	每股净现金流(最新摊)	0.68	1.98	0.94	1.00	1.42
短期借款	1607	3223	2234	4084	5918	每股净资产(最新摊)	3.74	2.85	2.64	2.86	3.08
长期借款	1455	2136	2336	2536	2736	估值比率					
普通股增加	0	0	110	0	0	P/E	61.10	53.70	35.72	32.69	31.30
资本公积增加	-44	-389	0	0	0	P/B	4.74	6.22	6.71	6.20	5.75
现金净增加额	-81	-527	468	498	711	EV/EBITDA	24.63	17.77	18.27	18.42	15.92

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今, 之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。2015 年加入东兴证券, 从事房地产行业研究, 重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。