

海内外业务迎来新发展，上调评级

——中国武夷（000797）2013 年年报点评

2014 年 04 月 03 日

推荐/上调

中国武夷

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmg@dxzq.net.cn	010-66554031
张鹏	分析师	执业证书编号：S1480512060003
	zhangpeng@dxzq.net.cn	010-66554029
杨骞	分析师	执业证书编号：S0630512080001
	66554021	

事件：

公司公告公司 2013 年度实现归属于上市公司股东的净利润为 104,114,997.25 元，上年同期为 98,127,258.91 元，同比增 6.1%；2013 年度基本每股收益为 0.27 元，上年同期为 0.25 元，同比增 8%。

公司分季度财务指标

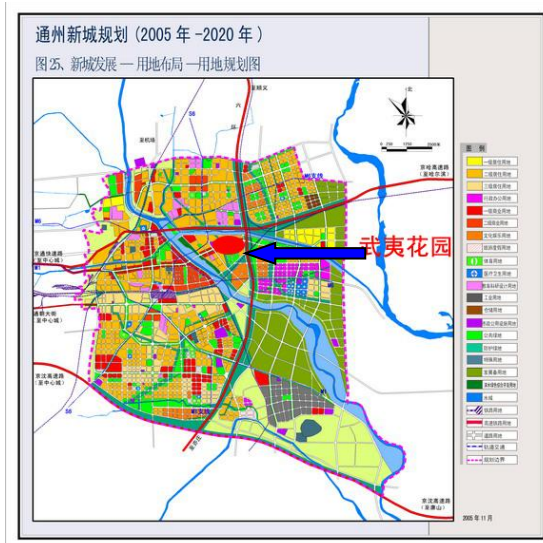
指标	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
营业收入（百万元）	435.43	241.78	1383.01	475.01	457.81	390.13	1062.98
增长率（%）	46.84%	15.21%	104.13%	58.00%	5.14%	61.36%	-23.14%
毛利率（%）	31.21%	31.22%	22.61%	35.31%	24.70%	29.42%	26.73%
期间费用率（%）	14.12%	26.36%	6.16%	15.29%	15.90%	17.22%	9.11%
营业利润率（%）	7.73%	2.19%	10.02%	11.72%	10.55%	6.96%	9.52%
净利润（百万元）	27.44	4.98	80.29	33.72	26.60	10.32	48.86
增长率（%）	21.26%	29.69%	87.38%	57.06%	-03.07%	107.26%	-39.14%
每股盈利（季度，元）	0.05	0.01	0.15	0.07	0.05	0.02	0.13
资产负债率（%）	77.29%	78.05%	76.08%	76.87%	76.43%	77.43%	76.20%
净资产收益率（%）	1.76%	0.33%	5.00%	2.06%	1.63%	0.63%	2.89%
总资产收益率（%）	0.40%	0.07%	1.20%	0.48%	0.38%	0.14%	0.69%

观点：

- **2013年业绩保持稳定。**公司实现营业总收入23.86亿元，较上年同期增长1.06%，与上年同期相比，公司营业利润2.32亿元，增长2.59%；净利润1.19亿元，下降10.94%；归属于上市公司股东的净利润1.04亿元，比2012年度增长6.1%。房地产开发业务营业利润较上年同期下降约30%，主要原因是房地产开发业务收入本期下降6035万元，虽然房地产开发业务毛利率较上年同期增长2.54个百分点，但营业税金及附加、销售费用和财务费用同比都明显增长。
- **房地产业务处于低谷，2014年将迎来新的发展。**2013年公司房地产业务完成房地产投资11.8亿元，为上年同期的115%；完成新开工面积24.2万平方米，为去年同期的63.8%；完成商品房销售面积17.1万平方

米, 为去年同期的70.2%; 完成销售合同收入13.1亿, 为去年同期的72.8%。结转销售面积18.97万平方米, 结转销售收入14.97亿元。虽然公司2013年房地产业务处在较低谷, 但在2013年公司房地产业务在海外布局试水规模在扩大, 取得肯尼亚取得三块房地产开发用地, 新增的土地面积在130亩以上, 为公司海外房地产业务的后续发展打下基础。另外公司在北京的土地(北京武夷南区)项目规划已获得复函批准, 有望在2014年启动。公司在北京通州现已开发了水仙园、牡丹园、紫荆园三个园区和武夷三期共计60万平方米, 目前公司在通州尚有600亩土地。根据通州新城规划, 包括有以运河核心区中的“现代化国际新城”等规划区。通州作为北京新功能的发展区域以及作为京津冀发展的一个重点中心, 将承载北京更多的新型城市功能, 公司拥有大量的土地具备很好的开发前景。公司2014年的全年计划房地产新开工面积78万平方米, 竣工面积18万平方米, 完成销售面积29万平方米, 销售合同收入22.3亿元。

图 1: 通州新城规划 (2005---2020 年)



资料来源: 东兴证券研究所

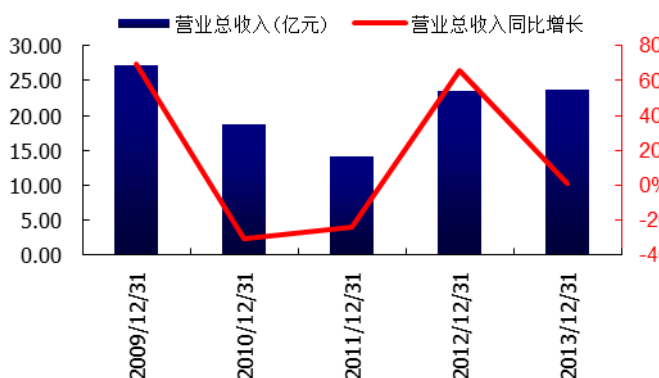
图 2: 北京武夷花园位置图



资料来源: 东兴证券研究所

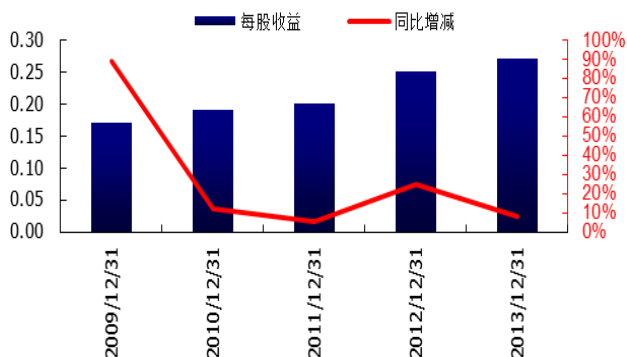
- **海外业务订单不断。**2013年公司取得肯尼亚C13公路项目等9个海外项目, 中标金额约18亿元; 完成国际工程承包施工产值11.3亿元; 已竣工的项目有赤道几内亚巴塔市恩戈洛河道综合整治项目、姆巴干-埃塞木宝河道综合整治项目、巴塔市卜木迪市政道路修建项目等3个项目, 累计完成施工产值约2.7亿元人民币; 肯尼亚穆温吉—木恩古(C93)道路项目原合同(金额约1.4亿元人民币)已完工, 新增一座桥梁(72米)已完成62%工程量; 肯尼亚金融研究学校卢拉卡校区教学楼已进入收尾阶段(合同金额约1.4亿元人民币), 肯尼亚商业银行总部办公大楼项目(原合同金额约1.6亿元人民币)已进入收尾阶段; 肯尼亚托比-摩亚雷(A2)公路工程、肯尼亚兰加塔市政道路(C58)工程、肯尼亚A104公路工程、肯尼亚内罗毕大学综合大楼、肯尼亚内罗毕四通枢纽别墅及公寓(二期)、刚果(布)钾肥厂土建项目等10个海外主要在建项目也正在按施工计划有序推进。公司海外业务拥有很好的信誉和品牌, 市场也在不断扩张, 2013年公司已完成了在埃塞俄比亚、坦桑尼亚、刚果(布)、南苏丹的公司注册工作。

图 1: 营业收入情况



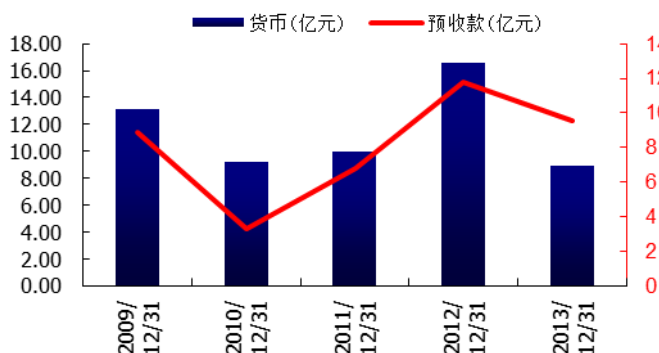
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 2: 每股收益情况



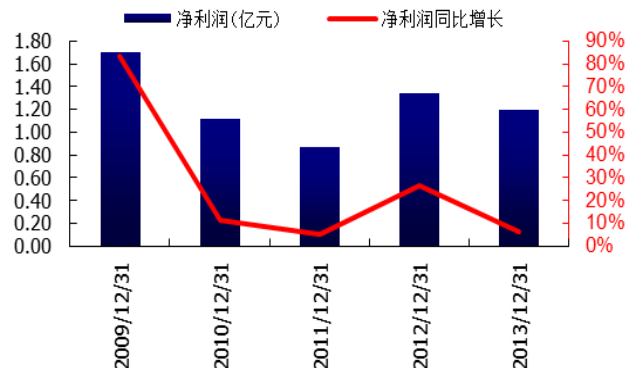
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 3: 货币和预收款情况



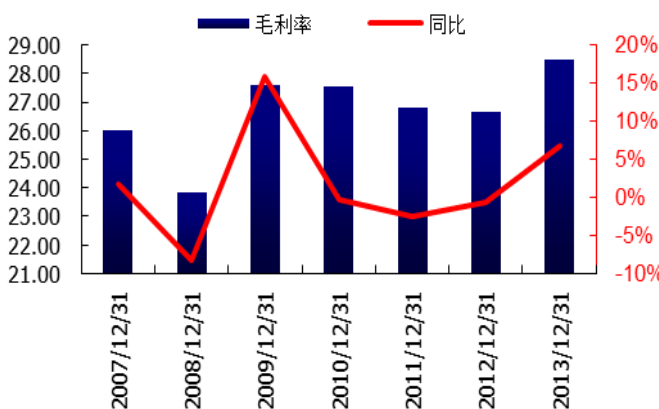
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 4: 净利润情况



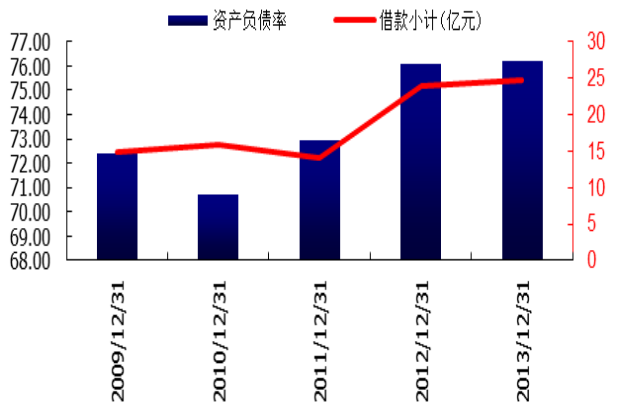
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 销售毛利率情况

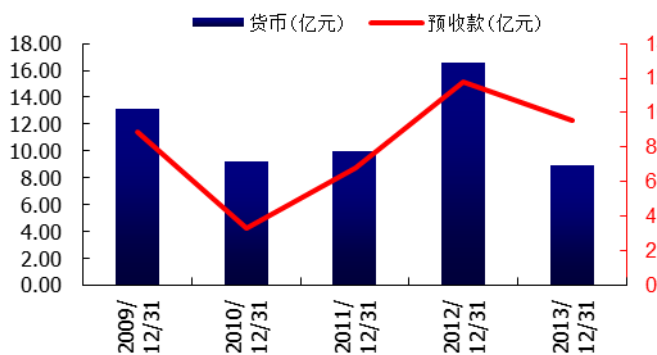


资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

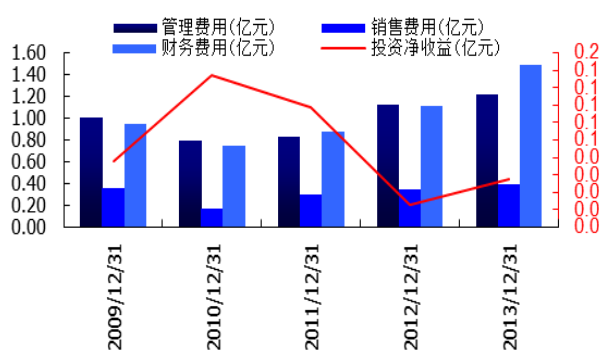
图 6: 资产负债率情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 预收款情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 8: 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:

公司海内外业务稳健发展, 房地产国外试水规模在加大, 另外北京通州项目将重启。未来公司一方面公司海外业务在信誉和品牌的影响下, 市场会不断扩张。通州作为北京新功能的发展区域以及作为京津冀发展的一个重点中心, 将承载北京更多的新型城市功能。公司在通州拥有大量的土地, 预计可开发项目的货值在100亿元左右, 这在今后几年将给公司带来很可观的收入。我们预计公司2014年-2016年营业收入分别为24.76亿元、31.24亿元和39.45亿元, 每股收益分别为0.33元、0.44元和0.59元, 对应PE分别为22.18、16.66和12.52, 上调公司为“推荐”的评级。

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				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	5970	6585	6553	8882	11008	营业收入	2361	2386	2476	3124	3945
货币资金	1661	893	927	1169	1477	营业成本	1731	1706	1771	2233	2762
应收账款	534	565	563	710	897	营业税金及附加	118	150	149	187	237
其他应收款	211	143	148	187	236	营业费用	34	39	42	53	67
预付款项	443	465	554	665	803	管理费用	112	121	124	156	197
存货	3111	4497	4317	6107	7551	财务费用	111	149	157	192	290
其他流动资产	0	9	9	9	9	资产减值损失	26.45	-10.48	10.63	10.00	10.00
非流动资产合计	739	521	655	625	595	公允价值变动收益	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	75	66	66	66	66	投资净收益	-1.37	1.52	1.00	1.00	1.00
固定资产	155.87	198.11	203.40	175.95	148.49	营业利润	226	232	224	293	383
无形资产	285	21	19	17	15	营业外收入	1.98	10.62	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	5.75	1.71	2.00	2.00	2.00
资产总计	6709	7106	7208	9507	11604	利润总额	223	241	230	299	389
流动负债合计	3798	4038	3353	5188	6677	所得税	88	122	85	110	144
短期借款	1115	1126	264	1250	1659	净利润	134	119	145	188	245
应付账款	658	647	662	836	1033	少数股东损益	36	15	15	15	15
预收款项	1179	954	1499	2186	3054	归属母公司净利润	98	104	130	173	230
一年内到期的非流	295	600	50	50	50	EBITDA	661	476	411	514	703
非流动负债合计	1306	1377	2111	2491	2991	BPS (元)	0.25	0.27	0.33	0.44	0.59
长期借款	1269	1354	1854	2354	2854	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	5104	5415	5465	7680	9669	成长能力					
少数股东权益	355	342	358	373	389	营业收入增长	65.7%	1.1%	3.79%	26.13%	26.30%
实收资本(或股本)	389	389	389	389	389	营业利润增长	385.7%	385.7%	-3.40%	30.40%	31.04%
资本公积	531	529	529	529	529	归属于母公司净利润	244.7%	244.7%	24.64%	33.11%	33.13%
未分配利润	312	404	443	494	563	获利能力					
归属母公司股东权	1249	1349	1385	1454	1546	毛利率(%)	0%	0%	0%	0%	0%
负债和所有者权	6709	7106	7208	9507	11604	净利率(%)	6%	5%	6%	6%	6%
现金流量表					单位: 百万元	总资产净利润(%)					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)					
						8%	8%	9%	12%	15%	
经营活动现金流	734	-936	1021	-915	-164	偿债能力					
净利润	134	119	145	188	245	资产负债率(%)	76%	76%	76%	81%	83%
折旧摊销	323.63	93.85	0.00	29.58	29.58	流动比率	1.57	1.63	1.95	1.71	1.65
财务费用	111	149	157	192	290	速动比率	0.75	0.52	0.67	0.54	0.52
应付帐款的变化	0	0	15	173	198	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	545	687	868	总资产周转率	0.38	0.35	0.35	0.37	0.37
投资活动现金流	0	0	-43	-9	-9	应收账款周转率	5	4	4	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.62	3.66	3.78	4.17	4.22
长期投资	75	66	66	66	66	每股指标(元)					
投资收益	-1	2	1	1	1	每股收益(最新摊薄)	0.25	0.27	0.33	0.44	0.59
筹资活动现金流	0	0	-944	1166	481	每股净现金流(最新)	2.12	-2.26	0.09	0.62	0.79
短期借款	1115	1126	264	1250	1659	每股净资产(最新摊)	3.21	3.46	3.56	3.73	3.97
长期借款	1269	1354	1854	2354	2854	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	29.56	27.37	22.18	16.66	12.52
资本公积增加	-6	-3	0	0	0	P/B	2.30	2.13	2.08	1.98	1.86
现金净增加额	734	-936	34	242	308	EV/EBITDA	5.89	10.65	10.02	10.43	8.48

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产、建筑工程行业资深研究员, 基础产业小组组长, 东南大学土木工程系毕业, 2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。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第五名。

张鹏

金融学硕士, 具有房地产行业从业经验, 2010 年起从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。获得 2013 年度房地产行业研究金牛奖第五名。

杨骞

北京大学城市与区域规划系硕士, 3 年证券行业从业经验。2014 年初加盟东兴证券研究所, 从事房地产、建筑工程行业研究工作。

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。