



海内外业务增长明显，地产平稳——

中国武夷（000797）2014年中报点评

2014年08月20日

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	
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: S1480514060001
	yangqian@dxzq.net.cn 010-66554021	

事件:

公司公告公司2014年上半年度业绩报告称,2014年上半年度归属于母公司所有者的净利润为4142.96万元,较上年同期减10.54%;营业收入为9.9亿元,较上年同期增6.08%;基本每股收益为0.11元,较上年同期减8.33%。

公司分季度财务指标

指标	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入(百万元)	1383.01	475.01	457.81	390.13	1062.98	369.49	620.03
增长率(%)	104.13%	58.00%	5.14%	61.36%	-23.14%	-22.21%	35.43%
毛利率(%)	22.61%	35.31%	24.70%	29.42%	26.73%	41.30%	16.70%
期间费用率(%)	6.16%	15.29%	15.90%	17.22%	9.11%	21.73%	12.17%
营业利润率(%)	10.02%	11.72%	10.55%	6.96%	9.52%	15.54%	2.12%
净利润(百万元)	80.29	33.72	26.60	10.32	48.86	19.01	11.97
增长率(%)	87.38%	57.06%	-03.07%	107.26%	-39.14%	-43.64%	-55.00%
每股盈利(季度,元)	0.15	0.07	0.05	0.02	0.13	0.06	0.05
资产负债率(%)	76.08%	76.87%	76.43%	77.43%	76.20%	77.81%	77.89%
净资产收益率(%)	5.00%	2.06%	1.63%	0.63%	2.89%	1.15%	0.72%
总资产收益率(%)	1.20%	0.48%	0.38%	0.14%	0.69%	0.26%	0.16%

观点:

- 业绩同比略有下降,海外业务增长明显。2014年上半年,公司房地产开发经营业务收入2.04亿元,较上年同期下降65.91%,毛利率36.99%,较上年同期下降1.10%,毛利率下降主要加大促销让利。上半年房地产项目结转销售面积3.4万平方米,主要是福建武夷嘉园、建瓯武夷和肯尼亚广场等房地产项目,结转面积较上年同期减少2.8万平方米。2014年上半年建筑工程承包业务收入7.44亿元,较上年同期增长147.88%,毛利率22.33%,较上年同期增长8.20%;毛利率增长主要原因是国际工程承包项目后期结算

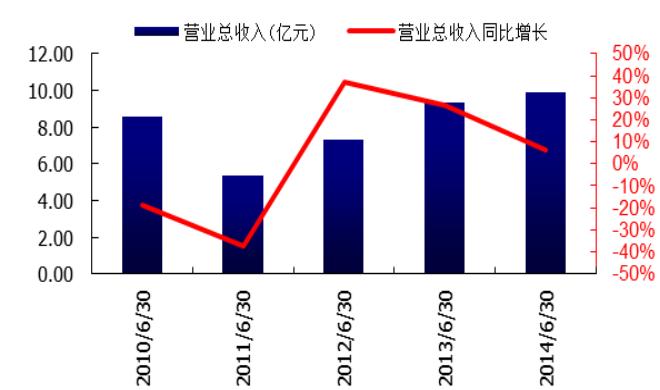
中工程索赔收入金额较大。本期收入主要来源于赤道几内亚巴塔市政公路及河道综合项目以及肯尼亚的迪卡市政道路项目、A2-2公路工程项目、C93公路工程项目等。

表 1: 主营业务构成情况

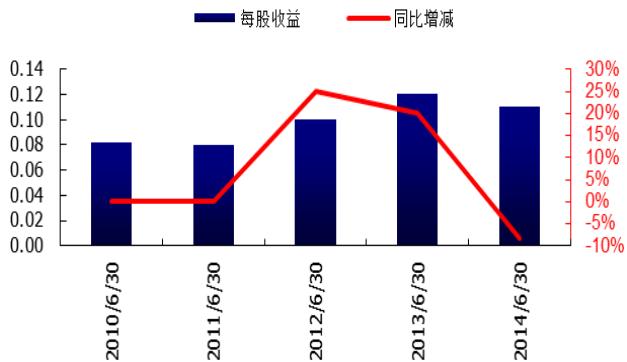
	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	毛利率	营业收入比 上年同期增减	营业成本比 上年同期增减	毛利率比 上年同期增减
分行业						
工程承包业务	74413.8	57799.09	22.33%	147.88%	124.21%	8.20%
房地产开发业务	20398.07	12852.81	36.99%	-65.91%	-65.31%	-1.10%
分地区						
福建省	20570.49	12888.35	37.35%	71.48%	68.10%	1.26%
北京	12.54509	11.40585	9.08%	-97.75%	-93.21%	-60.84%
江苏	1554.998	1309.557	15.78%	-96.82%	-95.73%	-21.36%
吉林	510.5781	212.2962	58.42%	-31.23%	-36.37%	3.36%
非洲	74995.01	58429.58	22.09%	149.38%	126.49%	7.87%

资料来源：东兴证券研究所

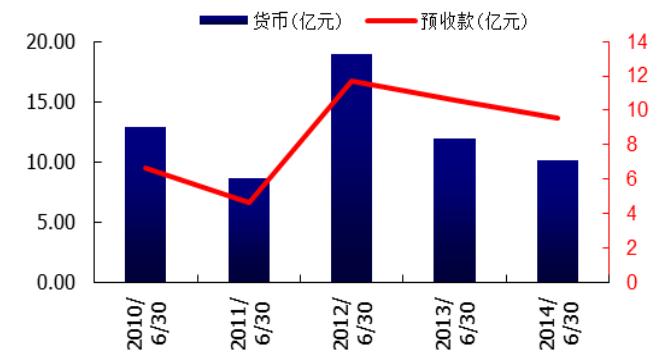
- **北京房地产项目正在推进。**北京通州项目正积极按北京规划委南区项目规划意见复函的要求，推进南区项目开发工作，并先期做好保障房的开工工作。另外推进重庆武夷、南京武宁、南平武夷名仕园、涵江武夷嘉园、建瓯武夷、诏安武夷现有楼盘的销售；做好南京、涵江、周宁三个新地块前期开工准备工作；启动香港武夷收购的永兴街3-7号旧楼重建项目实质性的开发工作。上半年公司完成房地产投资5.1亿元，占年度投资计划22亿元的23%；完成销售面积3.7万平方米，占年度计划29万平方米的12.7%；完成销售合同收入2.85亿元，占年度计划22.3亿元的12.8%；结转销售面积3.3万平方米，结转销售收入2.04亿元；新开工面积4.6万平方米，占年度计划78万平方米的5.9%。
- **海外业务不断辐射，成效明显。**在国际工程承包业务上，公司继续以肯尼亚为中心、积极向周边国家辐射。国际工程承包业务不断向新的地域、领域拓展，并创新工程承包业务新模式，取得了一定的成效。上半年公司承接了阿曼水产养殖场修建工程、赤道几内亚BATA2段河道整治工程等5个海外项目，合同金额约9.8亿元。已建的肯尼亚C93公路工程、肯尼亚金融学校一期项目、中国武夷肯尼亚办公及宿舍大楼项目已竣工交付使用。肯尼亚兰加塔市政道路(C58)工程项目也于7月份竣工交付使用。肯尼亚商业银行总部办公大楼项目也即将竣工交付使用。肯尼亚金融学校二期改扩建项目、肯尼亚托比-摩亚雷(A2)公路工程、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、埃塞俄比亚YA-6公路项目、赤道几内亚河道工程项目等8个海外主要在建项目也正在按合同工期序时推进。

图 1: 营业收入情况


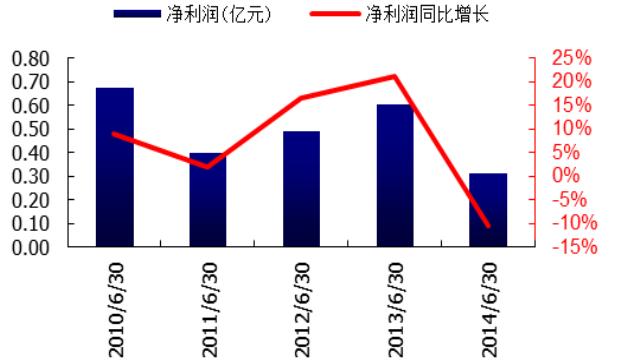
资料来源：公司公告、东兴证券

图 2: 每股收益情况


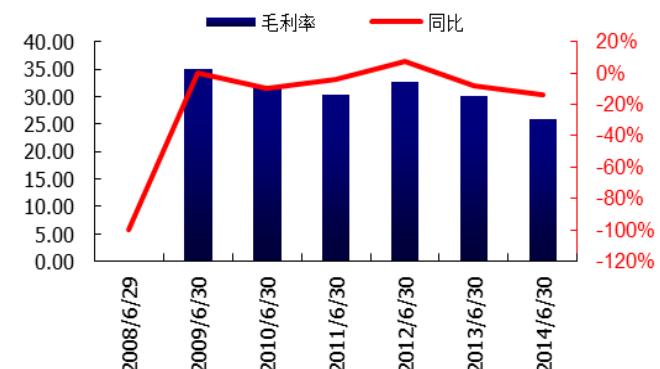
资料来源：公司公告、东兴证券

图 3: 货币和预收款情况


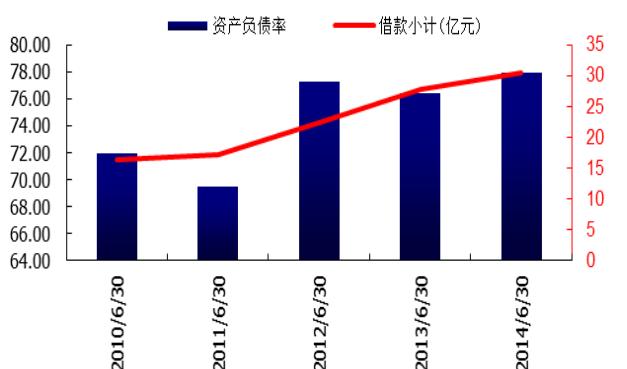
资料来源：公司公告、东兴证券

图 4: 净利润情况


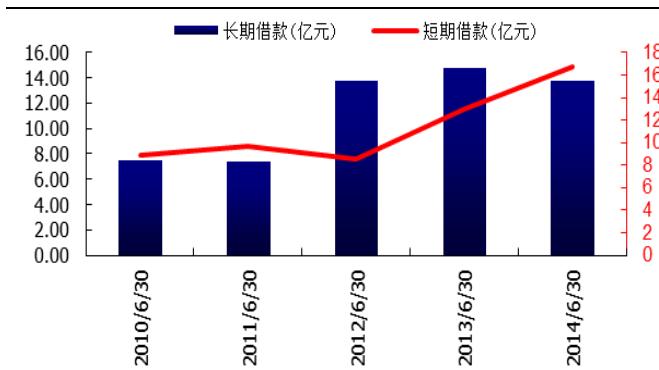
资料来源：公司公告、东兴证券

图 5: 销售毛利率情况


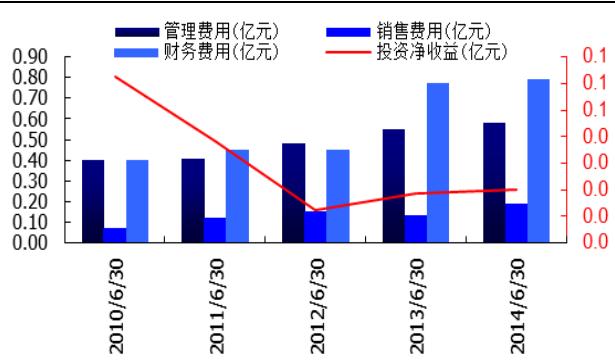
资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 6: 资产负债率情况


资料来源：公司公告、东兴证券

图 7: 借款情况


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:

上半年公司收入总体平稳,房地产业务有所下降,但海外增长明显。北京通州项目正积极按北京规划委南区项目规划意见复函的要求,推进南区项目开发工作,并先期做好保障房的开工工作。公司继续以肯尼亚为中心、积极向周边国家辐射。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24.18、18.66和13.52,维持公司为“推荐”的评级。

公司盈利预测表

资产负债表					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 (%)	1%	1%	2%	2%	2%			
	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最佳分析师第五名。

张鹏

金融学硕士，2011年进入东兴证券研究所。

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，需注明出自为东兴证券研究所，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。