

航母要启航，京津冀发展中将享受超额收益

——中国武夷（000797）深度报告

2015 年 02 月 09 日

强烈推荐/上调

中国武夷

深度报告

报告摘要：

- **中国武夷在京津冀经济区成长中获得超额收益。**我国三大经济发达区域的经济水平京津冀最落后。长三角经济的发展位列居前，2013 年地区人均 GDP 达到 74645.21 元，且区域性内各省市经济发展平衡人均 GDP 差距较小；珠三角地区位居其次，2013 年人均 GDP 为 58402.83 元；京津冀地区虽人均 GDP 水平也达到了 57211.12 元，但河北省 2013 年人均 GDP 才 38,716 元。近几年北京、天津人增长率居前，2013 年城市人口分别增长达 2.20% 和 4.18%，其它城市增长只有 0.50% 左右。**京津冀地区城镇化进程仍保持较快的增长，将有利于像中国武夷在北京核心地区拥有较多未开发土地的房地产开发公司。**
- **通州核心区土地楼面价格已进入万元时代。**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。影视城也将落户通州。通州土地的楼面价从 2013 年初至 2015 年初综合用地和商业及办公用地三年的平均楼面价为 10590.73 元/平方米，公司通州项目周边的土地成交楼面价达 11384.05 元/平方米。公司在通州尚有 600 亩土地（100 万方建面）是通州房地产开发企业中的航母，**公司规模相当于通州区一年土地总成交的三分之一；为通州 2013 年年成交的住宅和综合用地(含住宅)总量的 184.38%，为 2014 年 89.56%；是通州 2012 年至 2014 年住宅和综合用地三年累计成交量的 40%。**
- **投资建议。**随着公司通州项目今年有望开工，公司今后的销售收入将有明显提高。我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别为 26.20 亿元、38.77 亿元和 92.44 亿元，EPS 分别为 0.32 元/股、0.49/股和 0.92 元/股，对应的 PE 为 53.60X、34.53X 和 18.33X。公司合理估值区间在 14.72 元/股---28.63 元/股之间，NAV 值为 28.63 元/股，当前价格 16.71 元折价 42%。另外考虑通州项目的土地市值在 113.84 亿元，而公司目前的市值才 65.08 亿元，二者之间相差 43%。**上调公司至“强烈推荐”的投资评级，三个月目标价 28.50 元/股。**

风险提示：如果房地产市场仍出现低迷，公司房地产项目的开发和销售进度将会不达预期。

财务指标预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	2,360.87	2,385.93	2,619.80	3,877.01	9,243.69
增长率（%）	65.74%	1.06%	9.80%	47.99%	138.42%
净利润（百万元）	134.18	119.50	138.47	206.44	375.31
增长率（%）	26.45%	6.10%	18.22%	55.22%	88.39%
净资产收益率（%）	7.86%	7.72%	8.80%	12.95%	22.23%
每股收益(元)	0.25	0.27	0.32	0.49	0.92
PE	67.76	62.74	53.60	34.53	18.33
PB	5.28	4.89	4.72	4.47	4.08

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

杨骞

010-66554021

yangqian@dxzq.net.cn

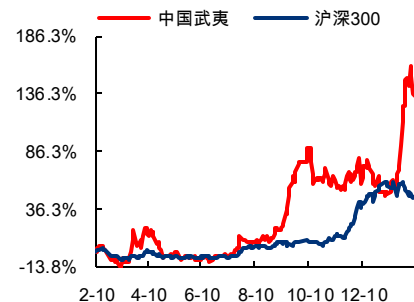
执业证书编号：

S1480514060001

交易数据

52 周股价区间（元）	16.71-7.2
总市值（亿元）	65.08
流通市值（亿元）	55.87
总股本/流通 A 股（万股）	38945/33432
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.81

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《中国武夷（000797）：海内外业务增长明显，地产平稳》2014-08-21
- 2、《中国武夷（000797）：海内外业务迎来新发展，上调评级》2014-04-04
- 3、《东兴证券 2010 年联合调研系列一：海西大消费品之中国武夷》2013-03-29
- 4、《中国武夷（000797）：去库存化显著，业绩将大幅增长》2009-07-13

目 录

1. 中国武夷将受益京津冀经济协同发展	4
1.1 中国武夷在京津冀经济区成长中获得超额收益	4
1.2 中国武夷在北京通州区发展中占据有利区位	7
2. 通州已成北京稀有的开发宝地，公司土地充足	11
2.1 通州核心区土地楼面价格已进入万元时代	11
3. 公司拥有土地优势，2015 年又发新力	15
3.1 公司是福建省级国企房地产开发企业	15
3.2 增发方案已启动	19
3.3 公司通州核心区拥有大量优质土地	19
4. 估值与投资建议	21
4.1 盈利预测	21
4.2 估值计算	22
4.3 投资评级	24

表格目录

表 1：三大经济区城市人口及城镇化率	5
表 2：2013 年以来中国武夷通州项目周边土地成交价格情况	13
表 3：2014 年中期公司主营业务构成情况	16
表 4：公司主要项目	17
表 5：增发方案	19
表 6：近几年来北京成交土地情况	19
表 7：中国武夷通州项目储备航母级	21
表 8：公司收入预测表（单位：万元）	21
表 9：公司近三年项目结算收入预测表	22
表 10：公司 NAV 估值表	23
表 11：公司财务预测表	25

插图目录

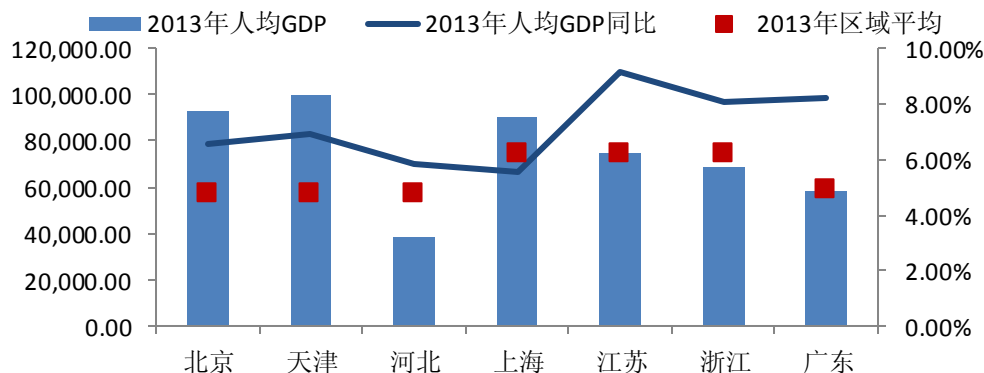
图 1:三大经济区人均 GDP 及同比增长.....	4
图 2: 三大经济区城市城镇化率	5
图 3: 三大经济区城市人口增长情况	5
图 4: 三大经济区城市城镇人口增长情况	6
图 5: 三大经济区城市产业分布情况	6
图 6: 三大经济区城市人均可支配收入情况	7
图 7: 通州功能区规划图	8
图 8: 北京武夷花园位置图	9
图 9: 北京武夷花园水仙园实景图	9
图 10: 北京武夷花园牡丹园实景图	9
图 11: 北京武夷花园月季园效果图	10
图 12: 北京武夷花园小区商业及紫荆实景图	10
图 13: 北京武夷花园南区规划及设计方案图	10
图 14: 北京武夷花园南区规划鸟瞰图	11
图 15: 2014 年北京市土地成交月度均价情况	12
图 16: 近几年通州土地成交区域分布情况	12
图 17: 中国武夷北京项目居通州核心区，住宅土地供应已十分稀缺	15
图 18: 公司控股股东结构情况	16
图 19: 营业收入情况	17
图 20: 每股收益情况	17
图 21: 货币和预收款情况	18
图 22: 净利润情况	18
图 23: 销售毛利率情况	18
图 24: 资产负债率情况	18
图 25: 借款情况	18
图 26: 销售费用、管理费用和财务费用情况	18
图 27: 中国武夷通州项目规模占通州年土地总成交规模的三分之一	20
图 28: 中国武夷通州项目规模为通州年住宅和综合用地成交规模的一至二倍	20
图 29: 中国武夷通州项目与近三年通州区住宅和综合用地累计相比占四成	21
图 30: 中国武夷 2006 年以来的 PE 水平	23

1. 中国武夷将受益京津冀经济协同发展

1.1 中国武夷在京津冀经济区成长中获得超额收益

我国三大经济发达区域的经济水平京津冀最落后。我国区域经济的发展主要以长三角、珠三角、环渤海三个经济圈为龙头, 而京津冀最落后。从 GDP 规模上看, 京津冀相对长三角和珠三角两大城市群仍存在着较大差距。在三大发达经济区域中长三角经济的发展位列居前, 经济总体比较好, 2013 年地区人均 GDP 达到 74645.21 元, 远超过其它两大城市群, 且区域性内各省市经济发展平衡人均 GDP 差距较小; 珠三角地区位居其次, 2013 年人均 GDP 为 58402.83 元; 京津冀地区虽人均 GDP 水平也达到了 57211.12 元, 但区域内的差距很明显, 河北省 2013 年人均 GDP 才 38,716 元, 不到北京和天津的一半, 并且河北 2013 年人均 GDP 的增长只有 5.83%, 相对北京和天津的 6.56% 和 6.91% 低 10-15%, 京津冀经济成长的空间较大。

图 1: 三大经济区人均 GDP 及同比增长



资料来源: CEIC、东兴证券研究所

从三大经济发达区的对比情况看, 京津冀经济圈的城市化率相对最低。京津冀地区总的城镇化率与长三角和珠三角差距不大, 但京津冀内部城镇化率很不平衡, 河北的城镇化率不足 50%, 京津冀经济区城镇化进程相对长三角和珠三角空间要大。

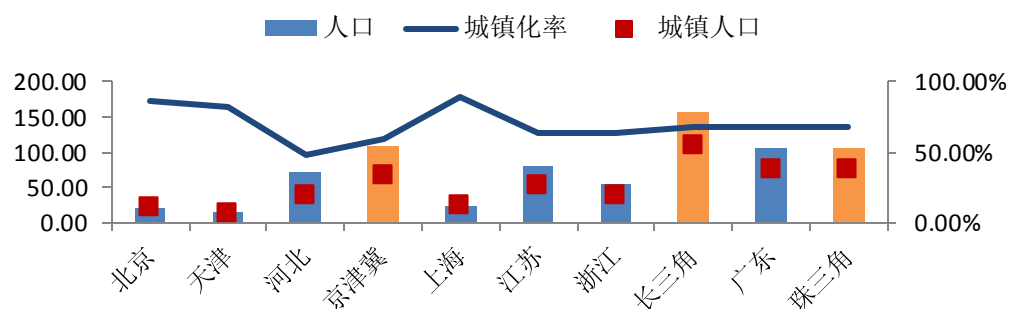
人口流入量的增长有利于京津冀区域内房地产开发。人口的流动左右着一个区域的房地产行业的发展进程, 从这三大经济发达区人口流动的情况看, 近几年北京、天津人增长率居前, 2013 年城市人口分别增长达 2.20% 和 4.18%, 而其它城市除上海人口增长超过 1% 外, 其它城市增长只有 0.50% 左右。从城镇人口增长来看, 京津冀增长更为突出, 天津、河北城镇人口的增长分别达 4.77% 和 3.46%, 北京位列第三为 2.32%, 长三角和珠三角地区城镇人口增长基本在 2% 以下。这几年在这三大经济发达区域中京津冀地区城镇化进程仍保持较快的增长, 将有利于这区域的房地产开发, 尤其是象中国武夷近靠北京核心地区拥有较多未开发土地的房地产开发公司。

表 1:三大经济区城市人口及城镇化率

城市或地区	人口（百万人）	城镇人口（百万人）	城镇化率
北京	21.15	18.25	86.30%
天津	14.72	12.07	82.01%
河北	73.33	35.28	48.12%
京津冀	109.20	65.61	60.08%
上海	24.15	21.64	89.60%
江苏	79.39	50.90	64.11%
浙江	54.98	35.19	64.00%
长三角	158.53	107.73	67.96%
广东	106.44	72.12	67.76%
珠三角	106.44	72.12	67.76%

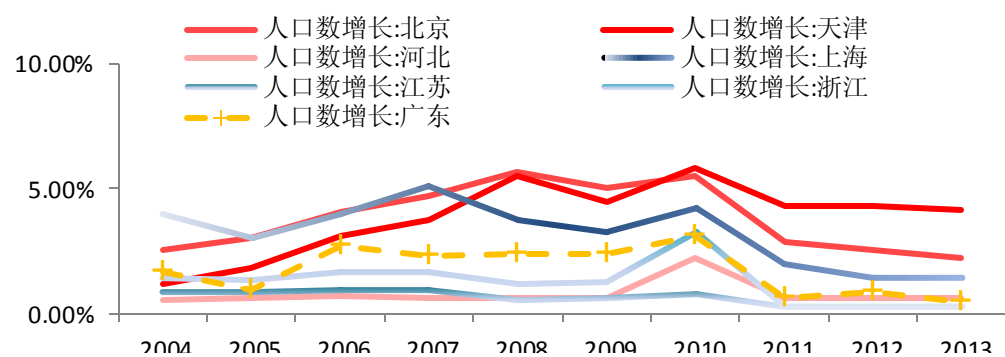
资料来源：CEIC、东兴证券研究所

图 2：三大经济区城市城镇化率



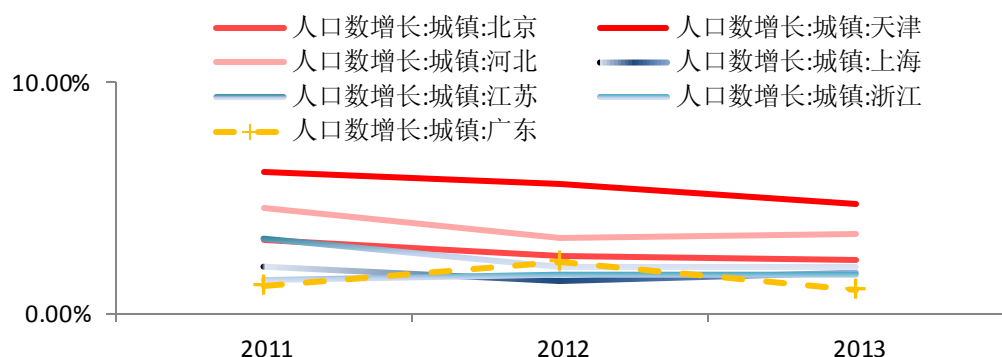
资料来源：CEIC、东兴证券研究所

图 3：三大经济区城市人口增长情况



资料来源：CEIC、东兴证券研究所

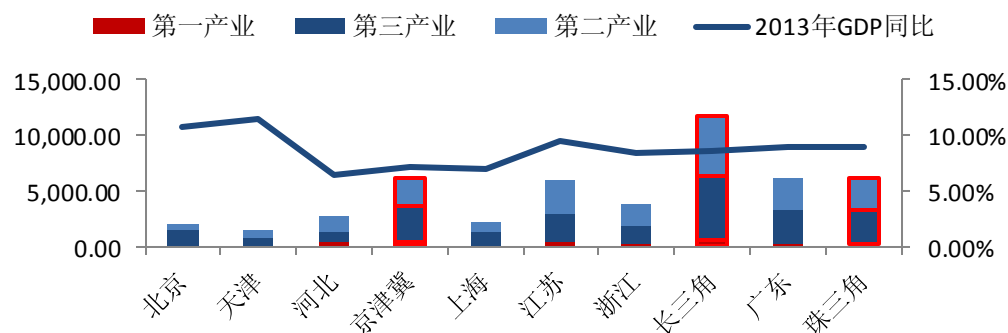
图 4：三大经济区城市城镇人口增长情况



资料来源：CEIC、东兴证券研究所

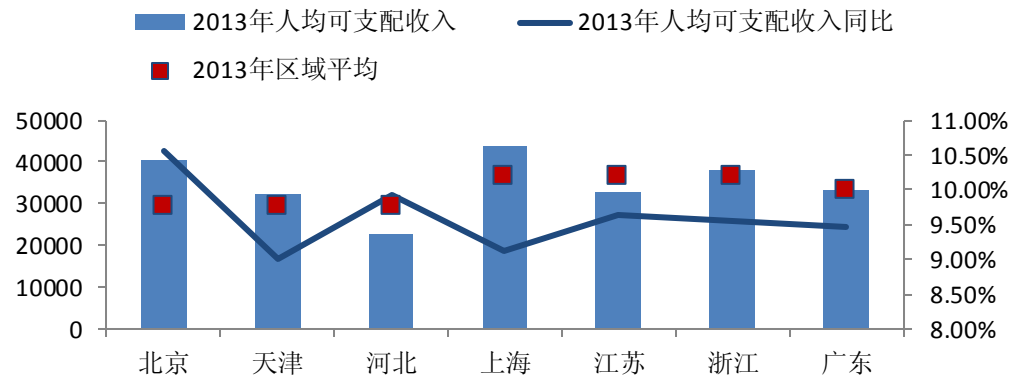
三大区域经济总量差异很大，京津冀地区在三大区域中属低仍需提高。2013年北京、天津和河北三省市的经济总量为 62,472.37 亿元与广东一个省 62,163.97 亿元相当，只是长三角地区 118,332.36 亿元的近一半。从结构上看，京津冀地区第二和第三产业相对不足，第二产业和第三产业将成为区域经济提升的主导。根据北京市政府的要求，北京通州区将积极对接中心城人口、功能、产业转移，目前市政府在提升通州区城市基础设施和公共服务建设水平以及引进教育、医疗和文化资源等方面加大了力度。通州区将在构建“高精尖”经济结构上担当起了产业发展和城市发展的双重责任，努力把北京城市副中心通州区打造成为世界一流的现代化国际新城，中国武夷在通州拥有土地 600 亩的项目将迎来新的机遇。从城市人均可支配收入看，京津冀地区与其它二个地区差距不大，通州区房地产市场的发展具备很好购买力支持，中国武夷在通州拥有的 600 亩土地资源将给公司带来超额的业绩贡献。

图 5：三大经济区城市产业分布情况



资料来源：CEIC、东兴证券研究所

图 6：三大经济区城市人均可支配收入情况



资料来源：CEIC、东兴证券研究所

1.2 中国武夷在北京通州区发展中占据有利区位

根据目前通州区的规划，在通州新城范围内，构建“一河两翼，南拓东进，组团发展”的空间结构。

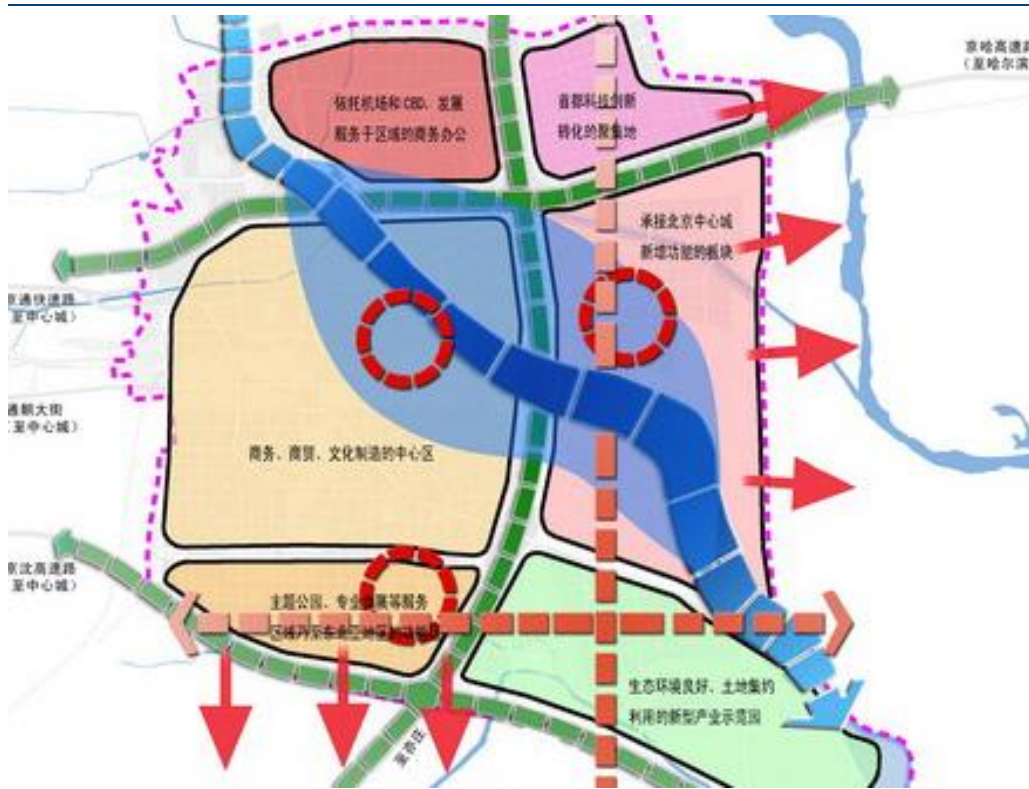
（1）一河两翼：通州新城以运河为魂，水绿相映，绿廊镶嵌，突出以运河为纽带的城市形象及文化内涵；运河西岸改造提升旧城，运河东岸聚集城市新增功能，新城旧城比翼互动、协同发展。

（2）南拓东进：南部以通州外环路、京塘公路为界，东部以六环路为界，向外拓展，与亦庄新城、国际空港联动，形成新的发展空间。

（3）组团发展：以六环路、京哈高速路、通州外环路及京塘公路为分界线，在空间上形成六大功能组团。

- 西北部形成与 CBD 功能互补的商务园、教育产业园及新型住宅区；
- 东北部形成首都科技创新转化的聚集地；
- 西部旧城形成商务、商贸、文化制造的中心区；
- 东部形成承接北京中心城新增功能的板块；
- 西南部形成主题公园、专业会展等服务区域乃至东北亚地区的功能区；
- 东南部形成生态环境良好、土地集约利用的新型产业示范园。

图 7:通州功能区规划图



资料来源：东兴证券研究所

通州区是北京重点发展的新城之一，是面向区域经济可持续发展的综合服务新城，也是北京参与京津冀经济圈区域合作发展的重要基地。通州新城规划范围内人口为119.1万，其中新城城区规划人口为90万。今后在发展目标是区域服务中心、文化产业基地、滨水宜居新城。影视城也将入户通州。中国武夷在通州的项目居通州区新城的核心区，目前公司在北京通州现已开发完工了水仙园、牡丹园、紫荆园、月季园四个园区共计约60万平方米，已入住人口近二万人。公司在通州尚有600亩土地，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。另外公司推进重庆武夷、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。

图 8：北京武夷花园位置图



资料来源：东兴证券研究所

图 9：北京武夷花园水仙园实景图



资料来源：东兴证券研究所

图 10：北京武夷花园牡丹园实景图



资料来源：东兴证券研究所

图 11：北京武夷花园月季园效果图



资料来源：东兴证券研究所

图 12：北京武夷花园小区商业及紫荆实景图



资料来源：东兴证券研究所

根据北京的最新要求，通州将积极融入首都发展大局，在落实首都城市战略定位上担起承接与疏解的双重责任，在构建“高精尖”经济结构上担起产业发展和城市发展的双重责任，在京津冀协同发展上担起自身发展和协同发展的双重责任，努力把北京城市副中心打造成为世界一流的现代化国际新城。

中国武夷目前在北京通州武夷花园南侧尚有 600 亩待土地，根据有关规划项目建筑总面积 100 万平方米，其中大部分为住宅用房。前期由于通州区整体规划尚未最后确定，多年来一直影响公司的项目正式开工。去年通州区的整体规划确定，公司在北京通州的项目前期工作已正式启动，我们预计项目将在 2015 年能正式开工，将给公司的销售收入和盈利带来较高的增长。

图 13：北京武夷花园南区规划及设计方案图



资料来源：公司材料，东兴证券研究所

图 14：北京武夷花园南区规划鸟瞰图



资料来源：公司材料，东兴证券研究所

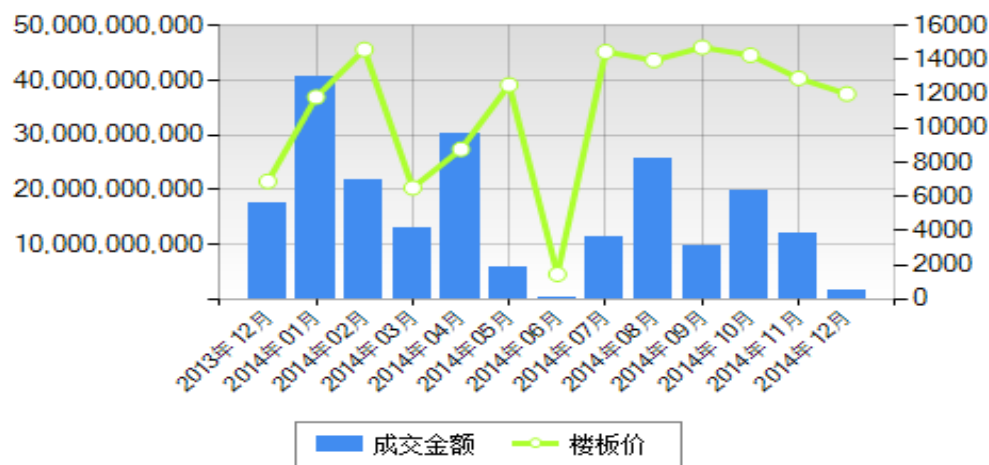
2. 通州已成北京稀有的开发宝地，公司土地充足

2.1 通州核心区土地楼面价格已进入万元时代

北京土地价格已进入高价时代，2014 年北京土地成交月度平均价格基本在 12000-14000 元/平方米区间。2014 年 12 月最新的成交价格数据，北京市海淀区太平庄村的楼面价达 37741.7 元/平方米，丰台区樊家村危改项目 3 号地楼面价达 12147.98 元/平方米。

通州土地的楼面价紧随北京市场，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看，共成交土地 41 幅，平均楼面价 10590.73 元/平方米。在 41 幅土地中只有 6 幅是综合用地(含住宅)，其它 35 幅土地均为商业和办公用地，通州核心区住宅土地的供应量已相当紧缺。中国武夷项目所属的通州核心区土地成交楼面价要高于通州平均水平，中国武夷通州项目周边的土地成交楼面价达 11384.05 元/平方米。

图 15:2014 年北京市土地成交月度均价情况



资料来源：CRIC、东兴证券研究所

图 16:近几年通州土地成交区域分布情况



资料来源：东兴证券研究所

表 2:2013 年以来中国武夷通州项目周边土地成交价格情况

地块名称	用地性质	规划建筑面积 (m ²)	日期	成交价 (万元)	楼面价 (元/平方米)
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	450000	2015-01-16	503990	11 9 .78
通州区运河核心区					
VIII-05、08-2 地块 F3 其它类多功能...	商业/办公用地	131600	2014-08-11	151603	11519.98
通州区运河核心区					
VIII-02、04、07 等地块 F3 其它类多...	商业/办公用地	189500	2014-08-11	218304	11520.00
通州区运河核心区					
II-07-2 地块 F3 其它类多功能用地	商业/办公用地	119961	2014-08-11	135700	11312.01
通州区运河核心区					
II-07-1 地块 F3 其它类多功能用地	商业/ 办公用地	78139	2014-08-11	88400	11313.17
通州区运河核心区					
II-06 地块 F3 其它类多功能用地	商业/办公用地	90600	2014-08-04	105100	11600.44
通州区运河核心区					
II-05 地块 F3 其它类多功能用地	商业/办公用地	55800	2014-08-04	64700	11594.98
通州区运河核心区					
IX-06 地块 F3 其它类多功能用地	商业/办公用地	133500	2014-05-06	178500	13370.79
通州区运河核心区					
IX-02 地块 F3 其它类多功能用地	商业/办公用地	89000	2014-05-06	107000	12022.47
通州区运河核心区					
IX-04 地块 F3 其它类多功能用地	商业/办公用地	124600	2014-04-04	142900	11468.70
通州区运河核心区					
IX-07 地块 F3 其它类多功能用地	商业/办公用地	128300	2014-04-04	167000	13016.37
通州区运河核心区					
IX-05 地块 F3 其它类多功能用地	商业/办公用地	128300	2014-02-24	161658	12600.00
通州区永顺镇居住、托幼及小学项目					
(配建限价商品...	综合用地(含住宅)	466353	2013-12-24	356000	7633.70
通州区运河核心区					
IV-04 地块 F3 其它类多功能用地	商业/办公用地	62000	2013-11-18	80600	13000.00
通州区运河核心区					
IX-10 地块 F3 其它类多功能用地	商业/办公用地	136800	2013-11-18	173777	12703.00
通州区运河核心区					
IX-11、12、13-B 地块 F3 其它类多...	商业/办公用地	186200	2013-11-14	232777	12501.45
通州区运河核心区					
IX-09、08、13-A 地块 F3 其它类多...	商 /办公用地	142800	2013-11-14	182777	12799.51
通州区运河核心区					
IV-01 地块 F3 其它类多功能用地	商业/办公用地	60000	2013-11-14	78200	13033.33
通州区运河核心区					
	商业/办公用地	100100	2013-11-08	107107	10700.00

III-01、III-05 地块 F3 其它类多功能...						
通州区运河核心区						
III-02、III-06 地块 F3 其它类多功能...	商业/办公用地	107500	2013-11-08	115025	10700	00
通州区运河核心区						
III-08、III-09 地块 F3 其它类多功能...	商业/办公用地	88900	2013-10-31	95123	10700.00	
通州区运河核心区						
III-03、III-07 地块 F3 其它类多功能...	商业/办公用地	71800	2013-10-31	76826	10700.00	
通州区运河核心区						
III-10 地块 F3 其它类多功能用地	商业/办公用地	27300	2013-10-31	29211	10700.00	
通州区运河核心区						
IV-06 地块 F3 其它类多功能用地	商业/办公用地	420 0	2013-06-27	48000	11428.57	
通州区运河核心区						
IV-07 地块 F3 其它类多功能用地	商业/办公用地	43700	2013-06-27	49650	11361.56	
通州区台湖镇 B-21 地块(部分)						
F3 其它类多功能用地、...	商业/办公用地	76464	2013-05-30	104000	13601.17	
通州区台湖镇 B-03 地块居住						
、托幼项目(配建公共租...	综合用地(含住宅)	132044	2013-05-20	112500	8519.89	
通州区运河核心区						
IV-10 地块 F3 其它类多功能用地	商业/办公用地	51500	2013-05-20	60512	11749.90	
通州区台湖镇 B-23 地块						
F3 其它类多功能用地	商业/办公用地	62802	2013-05-20	82500	13136.52	
通州区运河核心区						
IV-11 地块 F3 其它类多功能用地	商业/办公用地	31500	2013-05-20	37012	11749.84	
通州区运河核心区 VIII-11 地块						
商业/办公用地		56700	2013-04-15	52280	9220.46	
通州区台湖镇 4-1-005 地块						
F3 其它类多功能用地 4-1-0...	综合用地(含住宅)	123434	2013-04-15	120000	9721.79	
通州区运河核心区 VIII-12 地块						
商业/办公用地		60300	2013-04-15	55600	9220.56	
通州区运河核心区 VIII-10 地块						
F3 其它类多功能用地	商业/办公用地	122400	2013-04-11	112852	9219.93	
通州区台湖镇 4-1-011、						
4-1-013、4-1-018、4-1-026...	综合用地(含住宅)	163535	2013-04-11	193000	11801.75	
平均楼面价（元/平方米）					11384.05	

资料来源：CREIS、东兴证券研究所

中国武夷通州武夷花园项目总占地 1500 亩，从 2000 年开始正式销售，目前已开发约 60 万平方米。项目位居通州中心板块的通湖大街旁，该板块是今后通州主打的核心商务住宅区域，公司的项目区位优势明显。目前周边住宅项目的供地已不多，近二年新增的项目主要为商业他办公用地，近二年的土地成交的平均楼面价为 11384 元/平方米。据此估算公司仅在北京通州的土地价值就在 100 亿元以上。

图 17:中国武夷北京项目居通州核心区，住宅土地供应已十分稀缺



资料来源：CREIS、东兴证券研究所

3. 公司拥有土地优势，2015 年又发新力

3.1 公司是福建省级国企房地产开发企业

公司是福建省国资委下由福建建工集团总公司控股的省级国有企业，是以房地产业为基础、投资开发为重点、外向型经济为主导的资金、技术、管理密集型国有控股大型企业。1997 年 7 月 15 日由福建建工集团总公司独家募集设立，于深圳交易所挂牌上市。经营范围涵盖国内外房地产投资开发、物业管理；国内外工程承包；境内外投资、兴办实业；资本运营、融资、BOT；高新技术开发、合作；装饰装修；国际贸易、建筑材料、设备进出口；国际经济技术、劳务合作等。

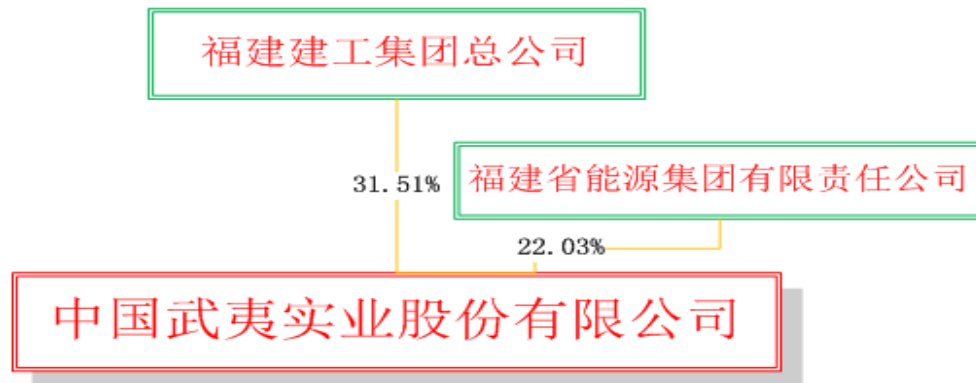
公司在国内的北京、福建（福州、漳州、泉州、南平等）、南京、重庆等多省市从事房地产开发业务；在境内外承接了大量道路桥梁、机场、医院、会议中心、市政建设等当地有影响力的大型公共基础设施、大型房屋建筑、装饰装修等工程，投资并开发了房地产项目。近年来，公司响应国家“走出去”战略，积极参与国际工程和援外工程投标，2012 年以来，公司先后中标“肯尼亚北部走廊修复项目第三期在瓦辛吉舒镇境内的提姆博拉至埃尔多雷特公路修复项目（A104）”、“肯尼亚东部省的特比-摩亚雷（A2）公路修建项目”、“肯尼亚内罗毕大学塔楼的工程施工项目”、“肯尼亚马萨拉-苏纳-科韩查（C13）公路工程施工项目”、“MAG 刚果（布）蒙哥 1200kt/a 钾肥工程土建工程施工项目”以及“肯尼亚金融学校 Ruaraka 校区酒店大楼修复和扩建工程项目”等国际工程项目。

表 3: 2014 年中期公司主营业务构成情况

	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	毛利率
分行业			
工程承包业务	74413.80	57799.09	22.33%
房地产开发业务	20398.07	12852.81	36.99%
分地区			
福建省	20570.49	12888.35	37.35%
北京	12.54509	11.40585	9.08%
江苏	1554.998	1309.557	15.78%
吉林	510.5781	212.2962	58.42%
非洲	74995.01	58429.58	22.09%

资料来源：公司材料、东兴证券研究所

图 18: 公司控股股东结构情况



资料来源：东兴证券研究所

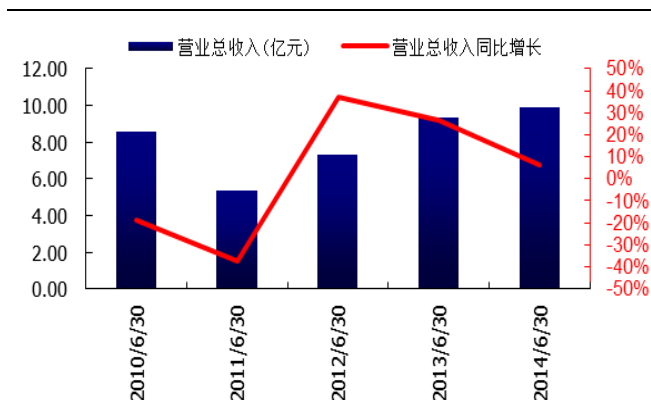
2014 年上半年, 公司房地产开发经营业务收入 2.04 亿元, 毛利率 36.99%。上半年房地产项目结转销售面积 3.4 万平方米, 主要是福建武夷嘉园、建瓯武夷和肯尼亚广场等房地产项目。2014 年上半年建筑工程承包业务收入 7.44 亿元, 毛利率 22.33%; 毛利率增长主要原因是国际工程承包项目后期结算中工程索赔收入金额较大。目前海外收入主要来源于赤道几内亚巴塔市政公路及河道综合项目以及肯尼亚的迪卡市政道路项目、A2-2 公路工程项目、C93 公路工程项目等。

表 4: 公司主要项目

国内主要房地产项目	海外主要项目
北京武夷花园南区	阿曼水产养殖场修建工程
南京武宁武夷绿洲	赤道几内亚 BATA2 段河道整治
南京武夷名仕园	肯尼亚 C93 公路工程
南京武夷武夷商城	肯尼亚金融学校一期项目
重庆武夷滨江	肯尼亚金融学校二期改扩建项目
南平武夷花园 5 期	肯尼亚托比-摩亚雷 (A2) 公路工程
南平武夷名仕园	肯尼亚 A104 公路工程
建瓯武夷花园	肯尼亚内罗毕大学综合大楼
诏安武夷名仕园	肯尼亚内罗毕四通枢纽别墅及公寓 (二期)
武夷嘉园	刚果 (布) 钾肥厂土建项目
武夷木兰都	埃塞俄比亚 YA-6 公路项目
周宁武夷	赤道几内亚河道工程项目

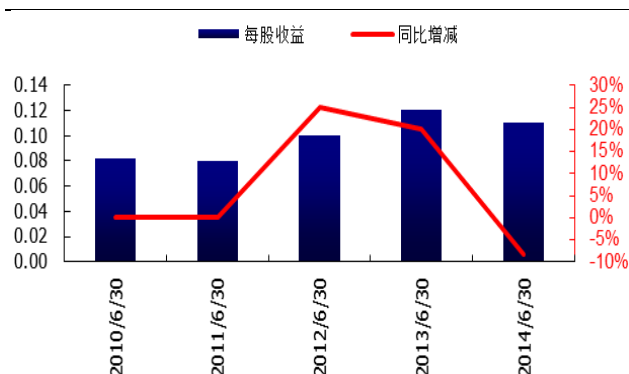
资料来源: 东兴证券研究所

图 19: 营业收入情况



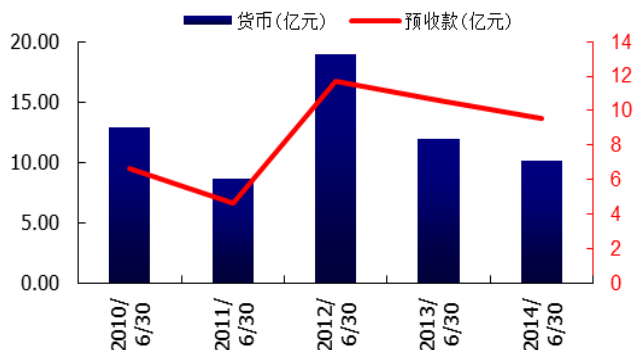
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 20: 每股收益情况



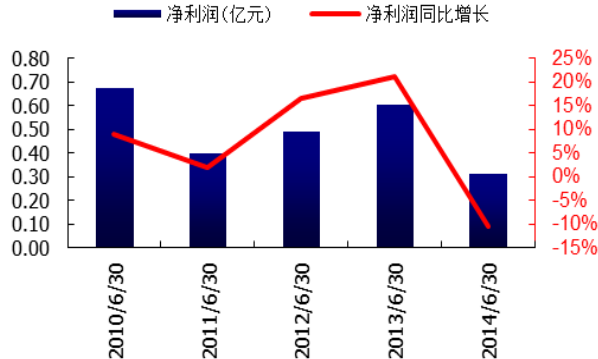
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 21：货币和预收款情况



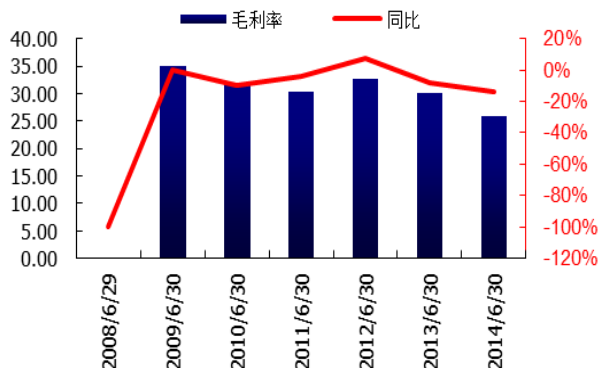
资料来源：公司公告、东兴证券

图 22：净利润情况



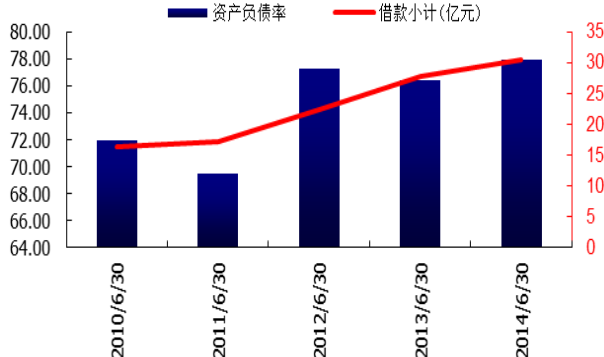
资料来源：公司公告、东兴证券

图 23：销售毛利率情况



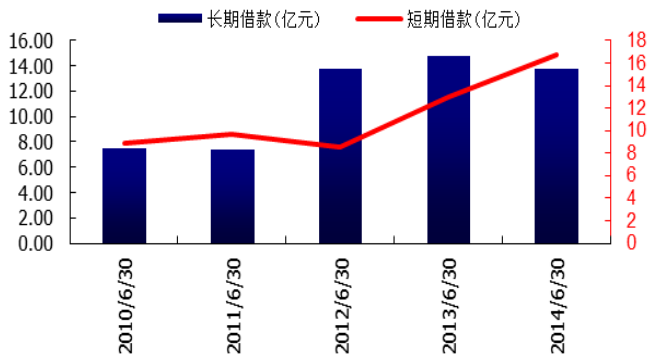
资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 24：资产负债率情况



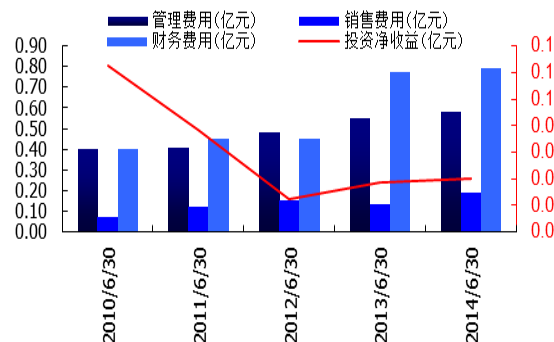
资料来源：公司公告、东兴证券

图 25：借款情况



资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 26：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

3.2 增发方案已启动

公司已发布增发方案，根据公司的增发方案拟通过非公开发行股票的方式募集资金用于南京武夷名仕园住宅项目以及补充流动资金，本次非公开发行募集资金总额不超过80,000万元。增发如果实现将使公司的资金充沛，有利于公司的发展。

表 5:增发方案

序号	项目名称	投资总额（万元）	募集资金投资金额（万元）
1	南京武夷名仕园住宅项目	174,836.77	65,000
2	补充流动资金	15,000	15,000
合计	189,836.77		80,000

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

3.3 公司通州核心区拥有大量优质土地

近几年北京每年成交的土地在 2000 万平方米左右，2013 年和 2014 年成交的土地按建筑面积计分别为 2382 万平方米和 1663 万平方米。通州近二年成交的土地建筑面积每年在 300 万平方米左右。从中国武夷在通州项目的规模看，公司在通州项目的 100 万平方米建筑面积的储备算是通州房地产开发企业中的航母：

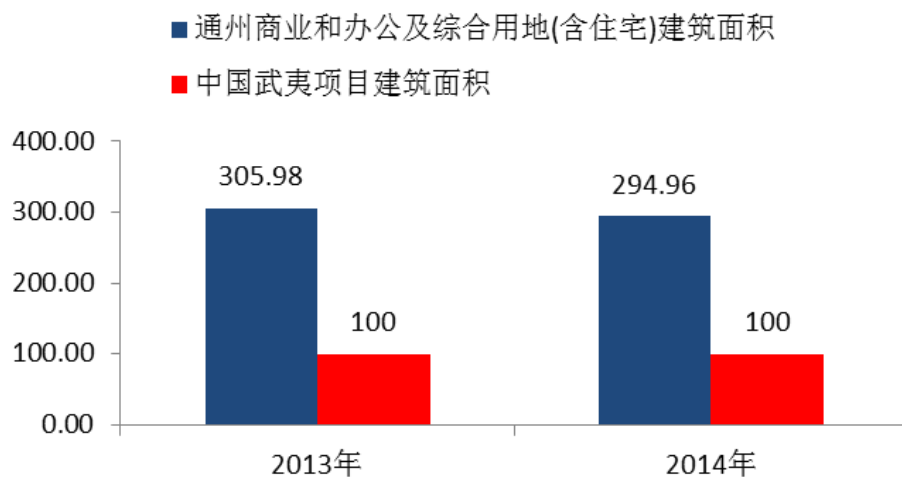
- 1、公司 100 万平方米建筑面积的规模相当于通州区一年土地总成交的三分之一；
- 2、公司 100 万平方米建筑面积的规模为通州 2013 年年成交的住宅和综合用地(含住宅)总量的 184.38%，为 2014 年 89.56%；
- 3、公司 100 万平方米建筑面积的规模是通州 2012 年至 2014 年住宅和综合用地三年累计成交量的 40%。

表 6:近几年来北京成交土地情况

年度	成交幅数	成交建筑面积(万平方米)	成交占地面积(万平方米)	成交总价（亿元）
2006 年	88	902	775	257
2007 年	86	1269	746	434
2008 年	163	1769	1445	504
2009 年	248	2439	1984	934
2010 年	278	3291	2986	1630
2011 年	250	2347	1981	1055
2012 年	163	1699	1323	648
2013 年	214	2382	2082	1822
2014 年	141	1663	1295	1917

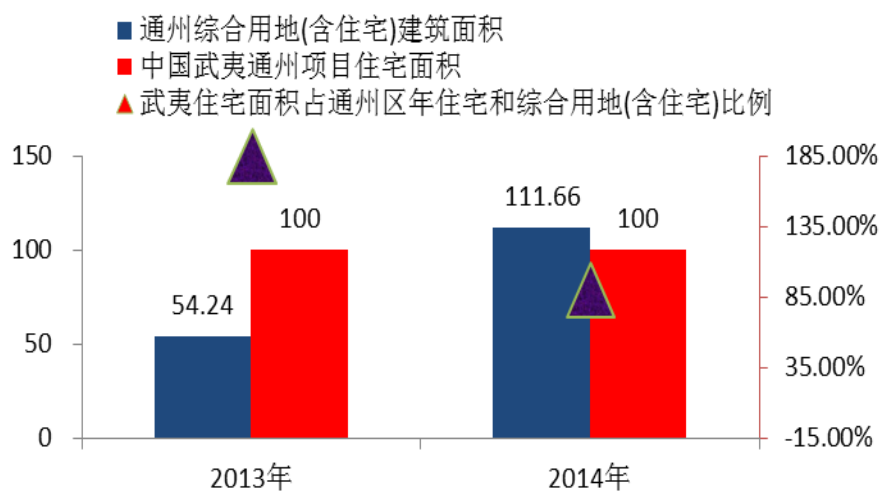
资料来源：CRIC、东兴证券研究所

图 27:中国武夷通州项目规模占通州年土地总成交规模的三分之一

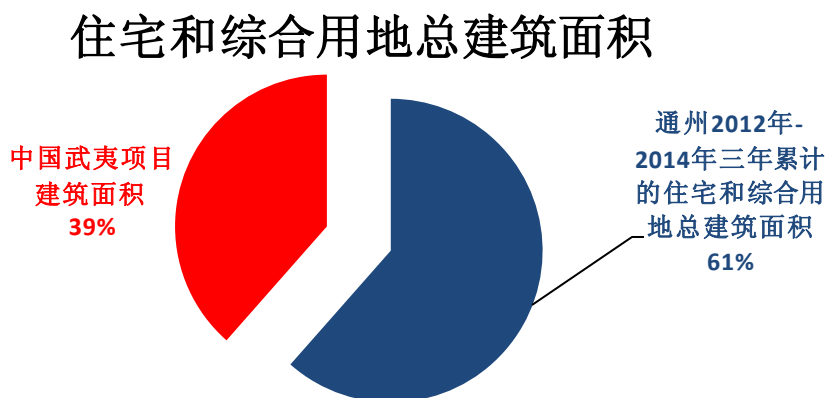


资料来源：东兴证券研究所

图 28: 中国武夷通州项目规模为通州年住宅和综合用地成交规模的一至二倍



资料来源：东兴证券研究所

图 29:中国武夷通州项目与近三年通州区住宅和综合用地累计相比占四成


资料来源：东兴证券研究所

表 7:中国武夷通州项目储备航母级

	通州区土地年成交（建筑面积）		中国武夷通州项目（建筑面积）		武夷通州项目占区年成交比	
	商业和办公及综合用地 （含住宅）（万平方米）	综合用地（含住 宅）（万平方米）	住 宅 （万平方米）	商 业 （万平方米）	占总量比例	住宅占综合用地 （含住宅）比例
2013 年	305.98	54.24	82	18	32.68%	184.38%
2014 年	294.96	111.66	82	18	33.90%	89.56%

资料来源：东兴证券研究所

4. 估值与投资建议

4.1 盈利预测

我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别为 26.20 亿元、38.77 亿元和 92.44 亿元，其中房地产开发业务分别为 15.53 亿元、26.15 亿元和 77.19 亿元。随着公司通州项目今年有望开工，公司的销售收入将有明显提高。

表 8：公司收入预测表（单位：万元）

	2013A	2014E	2015E	2016E
房地产	149,653.23	155,250.00	261,487.00	771,870.00
海外工程	80,158.02	97,630.00	115,203.40	139,396.11
其它	6,595.64	9,100.00	11,011.00	13,103.09
合 计	236,406.89	261,980.00	387,701.40	924,369.20

	2013A	2014E	2015E	2016E
房地产收入增速	-3.88%	3.74%	68.43%	195.18%
海外工程收入增速	10.14%	21.80%	18.00%	21.00%
其他收入增速	21.09%	37.97%	21.00%	19.00%
合计增速	1.07%	10.82%	47.99%	138.42%

资料来源：东兴证券研究所

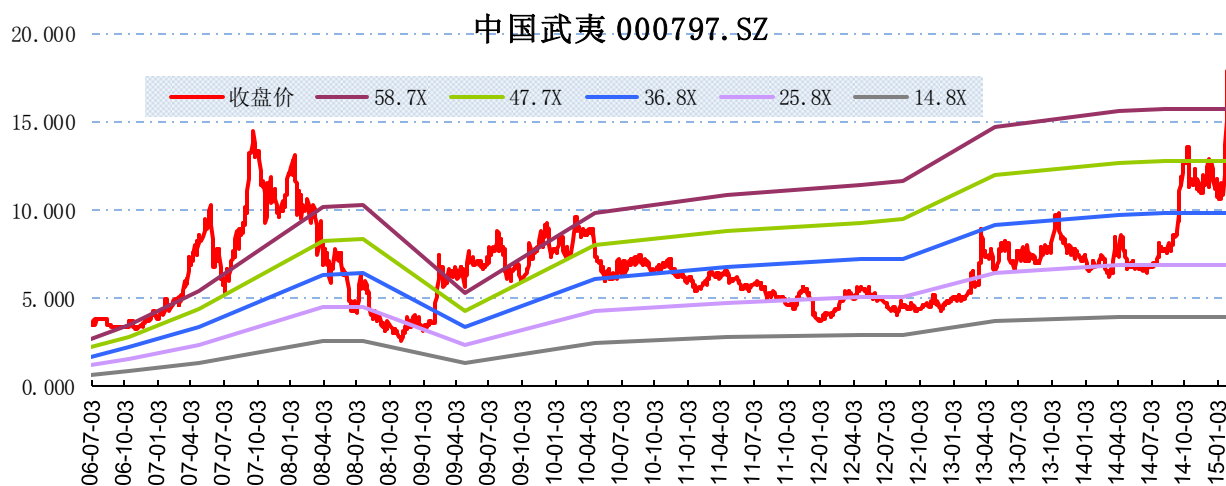
表 9：公司近三年项目结算收入预测表

项目名称	预计结算金额（万元）		
	2014E	2015E	2016E
北京武夷花园南区	0	22,545	375,750
南京武宁武夷绿洲	0	34,000	85,000
南京武夷名仕园	0	23,200	74,820
南京武夷武夷商城	0	30,000	40,000
重庆武夷滨江	0	9,300	18,600
南平武夷花园 5 期	17,400	10,440	0
南平武夷名仕园	35,910	31,500	44,100
建瓯武夷花园	16,800	17,472	0
诏安武夷名仕园	23,000	13,800	23,000
武夷嘉园	36,540	13,230	12,600
武夷木兰都	25,600	25,600	44,800
周宁武夷	0	30,400	53,200
小 计	155,250	261,487	771,870

资料来源：东兴证券研究所

4.2 估值计算

经我们预测，公司 2014-2016 年归属母公司净利润分别是 1.23 亿元、1.91 亿元和 3.60 亿元，对应的 EPS 分别为 0.32 元/股、0.49/股和 0.92 元/股。2006 年以来公司历史上的最低 PE 在 26 倍左右，考虑 2015 年公司通州项目的即将启动将给公司今后几年带来高成长的机会，我们认为给予公司 30 倍的 PE 是合理的，按公司 2015 年的业绩预测计算，对应的相对估值应该为 14.72 元/股。

图 30:中国武夷 2006 年以来的 PE 水平


资料来源: WIND、东兴证券研究所

经我们测算, 公司的 NAV 估值为 28.63 元/股。公司 2015 年 2 月 9 日当前价格 16.71 元, 较公司的 NAV 折价 42%, 公司股价仍然具有很大的提升空间。

表 10: 公司 NAV 估值表

科 目	金 额
开发项目评估溢价 (百万元)	9441.8
帐面净资产 (百万元)	1708.9
重估净资产 (百万元))	11150.7
总股本 (百万股)	389.5
NAV (元/股)	28.63
当前股价 (元/股)	16.71
当前股价溢价	-42%

资料来源: 东兴证券研究所

另外公司通州项目的土地根据 2013 年和 2014 年二年市场成交的平均价 11384 元/平方米计, 通州项目的土地市值在 113.84 亿元, 而公司目前的市值才 65.08 亿元, 与合理估值也存在较大差距。

综合以上分析我们认为公司的合理估值区间在 14.72 元/股——28.63 元/股之间, 给予三个月的目标价 28.50 元/股。

4.3 投资评级

随着公司通州项目今年有望开工，公司今后的销售收入将有明显提高。我们预计公司2014-2016年营业收入分别为26.20亿元、38.77亿元和92.44亿元，EPS分别为0.32元/股、0.49/股和0.92元/股，对应的PE为53.60X、34.53X和18.33X。公司合理估值区间在14.72元/股---28.63元/股之间，NAV值为28.63元/股，当前价格16.71元折价42%。另外考虑通州项目的土地市值在113.84亿元，而公司目前的市值才65.08亿元，二者之间相差43%。上调公司至“强烈推荐”的投资评级，三个月目标价28.50元/股。

表 11: 公司财务预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	5970	6585	6951	11000	25564	营业收入	2361	2386	2620	3877	9244
货币资金	1661	893	981	1451	3461	营业成本	1731	1706	1918	2856	6809
应收账款	534	565	596	882	2102	营业税金及附加	118	150	157	233	555
其他应收款	211	143	157	232	553	营业费用	34	39	44	65	155
预付款项	443	465	523	608	813	管理费用	112	121	131	194	462
存货	3111	4497	4677	7808	18617	财务费用	111	149	160	202	667
其他流动资产	0	9	9	9	9	资产减值损失	26.45	-10.48	1.00	10.00	10.00
非流动资产合计	739	521	502	473	443	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	2.00	2.00	2.00
固定资产	155.87	198.11	203.40	175.95	148.49	营业利润	226	232	211	320	588
无形资产	285	21	19	17	15	营业外收入	1.98	10.62	11.00	10.00	10.00
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	7453	11472	26006	利润总额	223	241	220	328	596
流动负债合计	3798	4038	3819	7247	21122	所得税	88	122	81	121	220
短期借款	1115	1126	315	1427	9093	净利润	134	119	138	206	375
应付账款	658	647	718	1068	2547	少数股东损益	36	15	15	15	15
预收款项	1179	954	1531	3469	8091	归属母公司净利润	98	104	123	191	360
一年内到期的非	295	600	598	598	598	EBITDA	661	476	400	551	1284
非流动负债合计	1306	1377	1877	2377	2877	EPS (元)	0.25	0.27	0.32	0.49	0.92
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	5697	9624	23999	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%	9.80%	47.99%	138.42%
实收资本 (或股	389	389	389	389	389	营业利润增长	385.7%	385.7%	-9.25%	51.65%	83.85%
资本公积	531	529	529	529	529	归属于母公司净利润	244.7%	244.7%	18.22%	55.22%	88.39%
未分配利润	312	404	441	498	606	获利能力					
归属母公司股东	1249	1349	1398	1475	1619	毛利率 (%)	0%	0%	97630%	115203%	139396%
负债和所有者权	6709	7106	7453	11472	26006	净利率 (%)	6%	5%	5%	5%	4%
现金流量表						总资产净利润 (%)	1%	1%	2%	2%	1%
单位: 百万元						ROE (%)	8%	8%	9%	13%	22%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	偿债能力					
经营活动现金流	734	-936	645	-817	-5266	资产负债率 (%)	76%	76%	76%	84%	92%
净利润	134	119	138	206	375	流动比率	1.57	1.63	1.82	1.52	1.21
折旧摊销	323.63	93.85	29.58	29.58	29.58	速动比率	0.75	0.52	0.60	0.44	0.33
财务费用	111	149	160	202	667	营运能力					
应付帐款的变化	0	0	70	351	1479	总资产周转率	0.38	0.35	0.36	0.41	0.49
预收帐款的变化	0	0	576	1939	4622	应收账款周转率	5	4	5	5	6
投资活动现金流	0	0	-6	-8	-8	应付账款周转率	3.62	3.66	3.84	4.34	5.11
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期投资	75	66	66	66	66	每股收益 (最新摊薄)	0.25	0.27	0.32	0.49	0.92
投资收益	-1	2	2	2	2	每股净现金流 (最新	2.12	-2.26	0.22	1.21	5.16
筹资活动现金流	0	0	-552	1296	7283	每股净资产 (最新摊	3.21	3.46	3.59	3.79	4.16
短期借款	1115	1126	315	1427	9093	估值比率					
长期借款	1269	1354	1854	2354	2854	P/E	67.76	62.74	53.60	34.53	18.33
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	5.28	4.89	4.72	4.47	4.08
资本公积增加	-6	-3	0	0	0	EV/EBITDA	11.51	18.47	20.96	17.28	12.21
现金净增加额	734	-936	88	471	2009						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

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。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。

杨骞

理学硕士，毕业于北京大学城市与区域规划专业。3 年证券行业相关研究经验。2014 年初加盟东兴证券研究所，从事房地产行业研究工作。擅长从区域经济的角度来挖掘房地产上市公司，对房地产公司的发展与成长有较好的理解和解析。

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。