

核心区拥有大量土地，京津冀引爆价值发现

——中国武夷（000797）事件点评

2015年04月03日

强烈推荐/维持

中国武夷 事件点评

事件：

中国武夷今日单日涨幅达 10%。

观点：

1、张高丽考察调研河北刺激京津冀板块

3月26日，中共中央政治局常委、国务院副总理张高丽在省委书记周本顺等陪同下到廊坊市考察调研。在考察中张高丽指出：推动京津冀协同发展工作已经进入重点突破、抓好落实的关键阶段。下一步推动京津冀协同发展，要加快推进一批在建项目和计划新开工项目，做好项目储备，以项目建设带动重点领域率先突破，发挥重大项目对稳增长和协同发展的关键作用。这将市场的热点再次引到京津冀经济圈上，我们认为后期京津冀必将深化。根据媒体的报道，北京、天津、河北协同发展顶层设计方案“协同发展规划纲要”（下称规划纲要）已经完成，按照相关部署，将于今年3月底左右发布。在《规划纲要》里，除北京政治、文化、科技创新、国际交往的四中心地位不变以外，天津调整为一个基地三个区，河北调整为四个基地。目前市场对《规划纲要》出台的预期强烈，我们仍然看好中国武夷的投资机会。

2、通州在京津冀核心地区发展前景可观

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。影视城也将落户通州。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。影视城也将落户通州。

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。通州在京津冀核心区

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

杨骞

021-65465582

y angqian@dxzq.net.cn

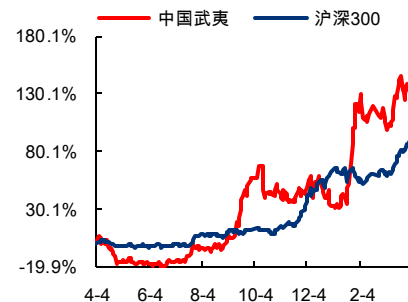
执业证书编号：

S1480514060001

交易数据

52周股价区间（元）	20.09-7.87
总市值（亿元）	78.24
流通市值（亿元）	67.17
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	2.76

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）深度报告：航母要启航，京津冀发展中将享受超额收益》2015-02-11
- 2、《中国武夷（000797）：海内外业务增长明显，地产平稳》2014-08-21
- 3、《中国武夷（000797）：海内外业务迎来新发展，上调评级》2014-04-04
- 4、《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
- 5、《中国武夷（000797）：去库存化显著，业绩将大幅增长》2009-07-13

区发展前景可观。

3、公司拥有土地优势，2015 年又发新力

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 1：北京武夷花园位置图



资料来源：东兴证券研究所

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。公司在通州项目的 100 万平方米建筑面积的贮备算是通州房地产开发企业中的航母：

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；

- 1、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%；
- 2、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%。

图 2: 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 3: 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

4、估值

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 1: 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
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 2: 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

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。

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 22.10 元, 较公司的 NAV 折价 30%, 公司股价仍然具有提升空间。

表 3: 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)	22.10
当前股价溢价	-30%

资料来源: 东兴证券研究所

5、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 63.5X、40.95X 和 21.74X。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 22.10 元折价 30%。**维持公司“强烈推荐”的投资评级, 三个月目标价 28.50 元/股。**

表 4: 公司财务预测表

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	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 (%)					
单位: 百万元						ROE (%)					
2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		
经营活动现金流	734	-936	645	-817	-5266	偿债能力					
净利润	134	119	138	206	375	资产负债率 (%)	76%	76%	76%	84%	92%
折旧摊销	323.63	93.85	29.58	29.58	29.58	流动比率	1.57	1.63	1.82	1.52	1.21
财务费用	111	149	160	202	667	速动比率	0.75	0.52	0.60	0.44	0.33
应付帐款的变化	0	0	70	351	1479	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	576	1939	4622	总资产周转率	0.38	0.35	0.36	0.41	0.49
投资活动现金流	0	0	-6	-8	-8	应收账款周转率	5	4	5	5	6
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.62	3.66	3.84	4.34	5.11
长期投资	75	66	66	66	66	每股指标 (元)					
投资收益	-1	2	2	2	2	每股收益 (最新摊薄)	0.25	0.27	0.32	0.49	0.92
筹资活动现金流	0	0	-552	1296	7283	每股净现金流 (最新	2.12	-2.26	0.22	1.21	5.16
短期借款	1115	1126	315	1427	9093	每股净资产 (最新摊	3.21	3.46	3.59	3.79	4.16
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	80.36	74.41	63.57	40.95	21.74
资本公积增加	-6	-3	0	0	0	P/B	6.26	5.80	5.59	5.31	4.83
现金净增加额	734	-936	88	471	2009	EV/EBITDA	13.37	21.05	24.03	19.51	13.17

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。