



# 来自通州的拯救

## ——中国武夷（000797）2015年半年报点评

2015年08月24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	
杨骞	分析师	执业证书编号: S1480514060001
	yangqian@dxzq.net.cn 021-65465582	
梁小翠	分析师	执业证书编号: S1480115080094
	liangxc@dxzq.net.cn 010-66554023	

### 事件:

报告期内，公司实现营业总收入 10.02 亿元，实现利润总额 7277.52 万元，实现净利润 4179.49 万元，其中：归属于母公司所有者的净利润 7155.81 万元，同比增长 72.72%。

### 公司分季度财务指标

指标	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
营业收入（百万元）	1062.98	369.49	620.03	512.58	621.59	417.45	584.41
增长率（%）	-23.14%	-22.21%	35.43%	31.39%	-41.52%	12.98%	-5.75%
毛利率（%）	26.73%	41.30%	16.70%	24.15%	24.28%	31.59%	36.72%
期间费用率（%）	9.11%	21.73%	12.17%	12.57%	12.30%	23.34%	17.14%
营业利润率（%）	9.52%	15.54%	2.12%	7.45%	6.56%	6.96%	7.49%
净利润（百万元）	48.86	19.01	11.97	23.67	44.08	21.21	20.58
增长率（%）	-39.14%	-43.64%	-55.00%	129.34%	-09.78%	11.62%	71.95%
每股盈利（季度，元）	0.13	0.06	0.05	0.07	0.12	0.07	0.12
资产负债率（%）	76.20%	77.81%	77.89%	77.60%	78.35%	84.41%	84.72%
净资产收益率（%）	2.89%	1.15%	0.72%	1.38%	2.56%	1.58%	1.53%
总资产收益率（%）	0.69%	0.26%	0.16%	0.31%	0.55%	0.25%	0.23%

### 观点:

- **营业总收入小幅增长。** 报告期内，公司实现营业总收入10.02亿元，同比增长1.25个百分点；利润总额7277.52万元，同比增长2.35%，其中归属于母公司所有者的净利润7155.81万元，同比增长72.72个百分点；每股收益0.18元，同比增长63.34%。上半年公司净利润为正值主要得益于出售惠泉啤酒股票326万股，投资收益总额为5159万元，同比增长超过2000倍，部分程度上掩盖了公司主营业务盈利能力降低的问题。

**表 1：公司核心财务指标、变动情况及原因分析**

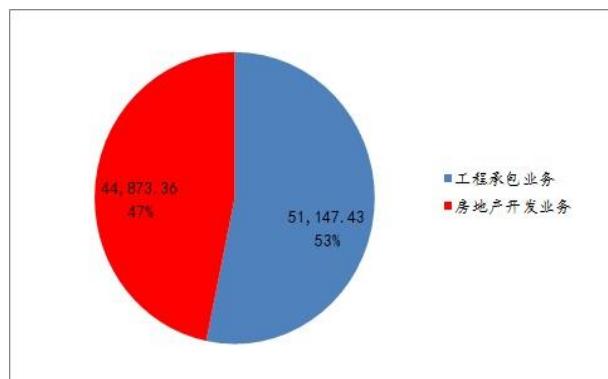
(单位：亿元、百分比)

项目	2015 上半年	2014 上半年	变动比率	原因分析
毛利率 (%)	34.58%	25.89%	33.57%	两大主营业务毛利率均大幅提升
净利率 (%)	4.17%	3.13%	33.23%	净利润水平相应提升
资产负债率 (%)	84.72%	77.89%	8.77%	公司有息负债总额较高
费用比率 (%)	7.54%	6.81%	10.72%	财务和管理费用大涨抵消了销售费用的降低
加权 ROE (%)	6.15%	3.04%	3.11%	净利润为正所致
总资产	878797.87	753779.18	16.59%	报告期内资产规模正增长
货币资金	166396.87	101516.75	63.91%	银行借款增加
预收账款	43905.46	95488.92	-54.02%	报告期内可供销售的项目不足
一年内到期非流动负债	87664.49	47509.87	84.52%	负债集中到期
经营活动净现金流	8914.12	-20719.66	-143.02%	关联方借款增加
稀释 EPS	0.18	0.11	63.64%	净利润同比大幅增长

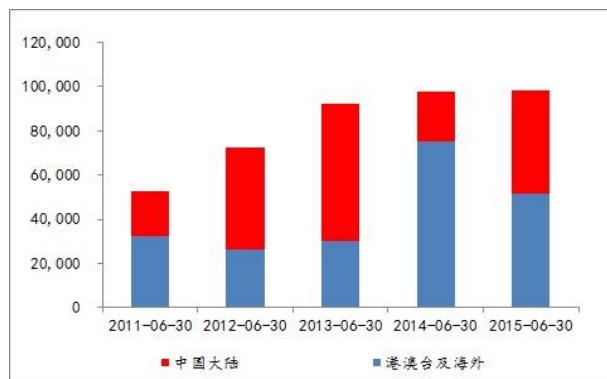
数据来源：公司公告，东兴证券研究所

从营业收入的产品构成来看，工程承包业务收入同比降低超过30%，而房地产开发业务则同比上升了近120%，受工程承包结算项目毛利率较高和房地产开发项目结算项目毛利率较高的共同作用，主营业务毛利率有所提升；从营业收入的区域来源来看，中国大陆贡献了不到50%的收入，但却贡献了超过50%以上的毛利润，同时考虑到公司房地产项目所在区域销售市场回暖明显，下半年公司毛利润总额仍有可能大部分由房地产开发业务贡献。

国际工程承包业务签约金额降幅明显。公司报告期内新签合同额约7亿元，同比下降40%，尤其是在我国企业国际工程承包业务总体稳中有升的大背景下，很大程度上反映了公司与其他海外的中国企业的竞争力仍然存在一定差距。

**图 1：2015 年上半年各业务营收总额及占比** (单位：万元, 百分比)**图 2：历年营业收入区域来源** (单位：万元)

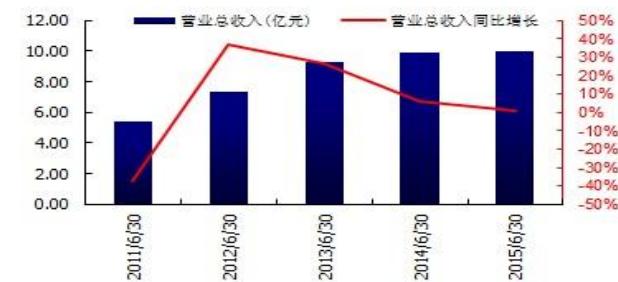
(单位：万元)



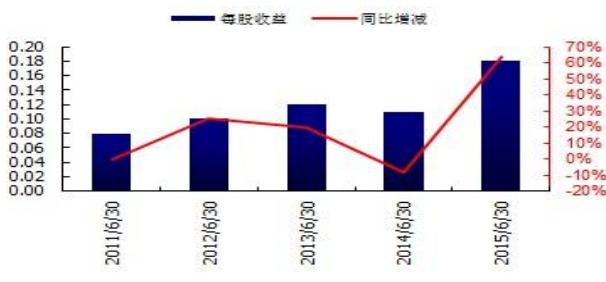
资料来源：公司 2015 年半年报，东兴证券研究所

资料来源：公司 2015 年半年报，东兴证券研究所

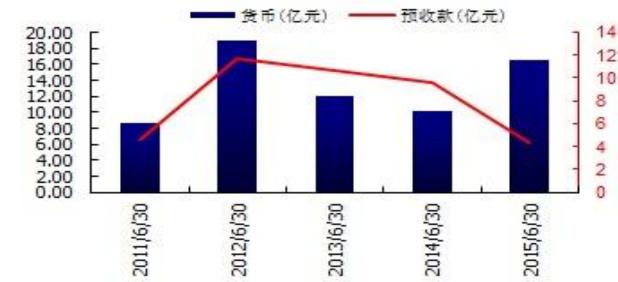
- **全资控股北京武夷进展顺利。**公司以人民币 2.154 亿元受让北京中通（北京中通房地产开发有限公司）持有的北京武夷（北京武夷房地产开发有限公司）10% 的股权，受让股份后北京武夷成为公司持有 100% 股权的子公司。北京武夷在通州地区大量的土地储备为未来业务大幅增长提供了可能性，公司通过股权收购的方式实现全资控股有利于公司全部受益通州项目利润增长。
- **高价值土地储备充足。**公司全资子公司北京武夷在通州有 600 亩土地，建筑面积为 100 万平方米，大部分为住宅用地，依据储备地块附近楼面价值进行估计，当前土地储备价值就已经高达 100 亿元。目前公司正积极依据北京规划委要求有序推进开发工作，预计项目 2015 年正式开工，为公司销售收入和利润大幅增长带来较高预期。除通州的土地储备外，报告期内，公司以 2.01 亿元购得福建省福安市 19.23 亩国有建设用地使用权，同时还积极在国内外寻找合适标的。
- **公司债+配股降低财务费用。**截止报告期末，公司有息负债规模约 50 亿元，短期借款利率最高达 12%，仅计入财务费用的利息支出约 1.2 亿元，财务成本压力巨大。5 月公司提出 14 亿元配股计划，目前已经获得证监会受理，7 月又提出不超过 5 亿元额度的公司债发行计划，预期年内公司的再融资能够成功实现，19 亿元的低成本资金有望节约近 1 亿元财务费用，同时显著降低公司的资产负债率。

**图 3：营业收入情况**


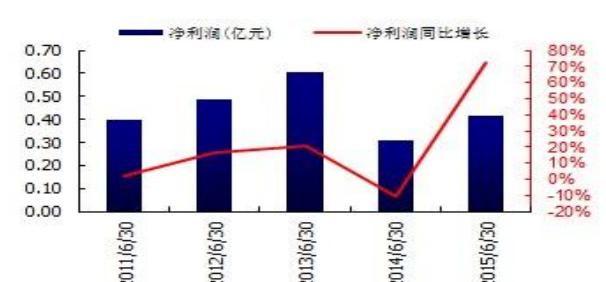
资料来源：公司公告、东兴证券

**图 4：每股收益情况**


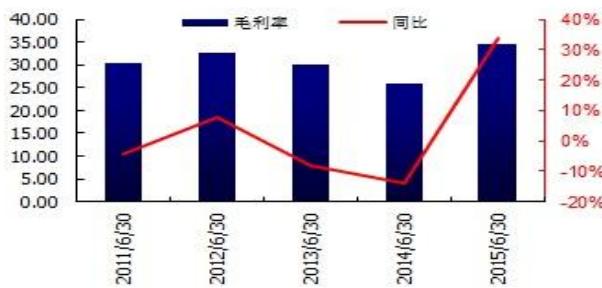
资料来源：公司公告、东兴证券

**图 5：货币和预收款情况**


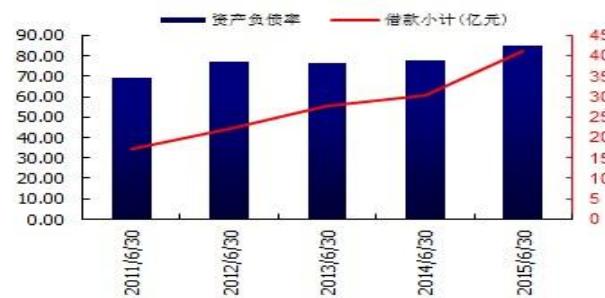
资料来源：公司公告、东兴证券

**图 6：净利润情况**


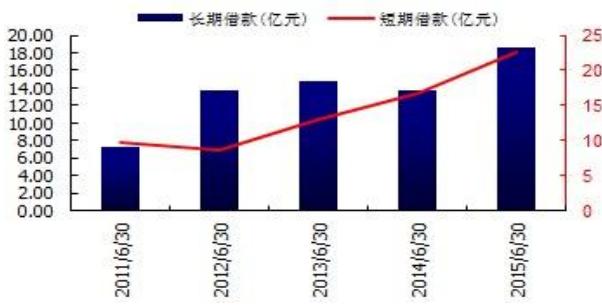
资料来源：公司公告、东兴证券

**图 7: 销售毛利率情况**


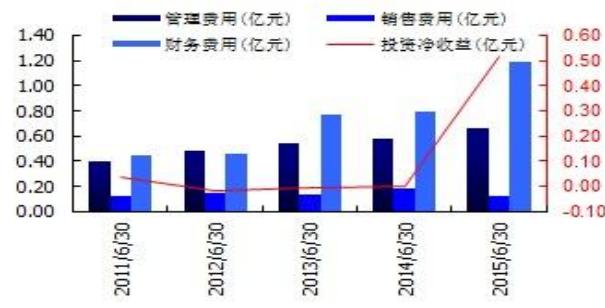
资料来源：公司公告、东兴证券

**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：

通州项目有望今年开工，公司未来销售金额和利润有望大幅增长，伴随着这一预期的产生，市场对于公司估值也相应大幅提升。我们预计公司 2015 年-2017 年营业收入分别为 36.8 亿元、96.87 亿元和 148.91 亿元，每股收益分别为 0.47 元、0.93 元和 0.99 元，对应 PE 分别为 42.45、21.65 和 20.28，维持“强烈推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表					利润表						
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产合计</b>	6585	7226	9792	27473	42204	<b>营业收入</b>	2386	2124	3680	9687	14891
货币资金	893	1012	1753	4615	7094	<b>营业成本</b>	1706	1593	2695	7136	10969
应收账款	565	457	837	2203	3386	营业税金及附加	150	92	221	581	893
其他应收款	143	106	183	482	741	营业费用	39	33	62	163	250
预付款项	465	222	303	517	846	管理费用	121	116	184	484	745
存货	4497	5278	6571	19511	29992	财务费用	149	148	260	772	1445
其他流动资产	9	136	136	136	136	资产减值损失	-10.48	4.59	1.00	10.00	10.00
<b>非流动资产合计</b>	521	732	542	513	485	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	66	59	59	59	59	投资净收益	1.52	11.84	2.00	2.00	2.00
固定资产	198.11	201.80	198.36	171.60	144.83	<b>营业利润</b>	232	150	260	543	581
无形资产	21	20	18	16	14	营业外收入	10.62	5.51	11.00	10.00	10.00
其他非流动资产	0	118	0	0	0	营业外支出	1.71	3.87	2.00	2.00	2.00
<b>资产总计</b>	7106	7958	10334	27986	42689	<b>利润总额</b>	241	151	269	551	589
<b>流动负债合计</b>	4038	4755	6575	23597	37660	所得税	122	52	100	204	218
短期借款	1126	1607	2922	13645	19008	<b>净利润</b>	119	99	169	347	371
应付账款	647	485	809	2142	3293	少数股东损益	15	-15	-15	-15	-15
预收款项	954	646	1456	6300	13745	归属母公司净利润	104	114	184	362	386
一年内到期的非流	600	970	598	598	598	EBITDA	476	403	549	1344	2055
<b>非流动负债合计</b>	1377	1480	1978	2478	2978	<b>BPS (元)</b>	0.27	0.29	0.47	0.93	0.99
长期借款	1354	1455	1955	2455	2955	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>负债合计</b>	5415	6235	8553	26074	40638	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	342	266	251	237	222	营业收入增长	1.1%	-11.0%	73.30%	163.21%	53.72%
实收资本(或股本)	389	389	389	389	389	营业利润增长	385.7%	385.7%	73.91%	108.93%	6.91%
资本公积	529	485	485	485	485	归属于母公司净利润	244.7%	244.7%	62.31%	96.47%	6.53%
未分配利润	404	496	551	660	776	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	1349	1456	1465	1609	1764	毛利率 (%)	0%	0%	120000%	141600%	171336%
<b>负债和所有者权</b>	7106	7958	10269	27921	42624	净利率 (%)	5%	5%	5%	4%	2%
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>	<b>总资产净利润 (%)</b>	1%	1%	2%	1%	1%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE (%)	8%	8%	13%	23%	22%
<b>经营活动现金流</b>	-936	-81	-447	-7364	-1698	<b>偿债能力</b>					
净利润	119	99	169	347	371	资产负债率 (%)	7.6%	7.8%	8.3%	9.3%	9.5%
折旧摊销	93.85	105.57	0.00	28.78	28.78	流动比率	1.63	1.52	1.49	1.16	1.12
财务费用	149	148	260	772	1445	速动比率	0.52	0.41	0.49	0.34	0.32
应付帐款的变化	0	0	324	1333	1151	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	810	4844	7446	总资产周转率	0.35	0.28	0.40	0.51	0.42
<b>投资活动现金流</b>	0	0	114	-8	-8	应收账款周转率	4	4	6	6	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.66	3.75	5.69	6.57	5.48
长期投资	66	59	59	59	59	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	2	12	2	2	2	每股收益(最新摊薄)	0.27	0.29	0.47	0.93	0.99
<b>筹资活动现金流</b>	0	0	1074	10234	4185	每股净现金流(最新)	-2.26	0.68	1.90	7.35	6.37
短期借款	1126	1607	2922	13645	19008	每股净资产(最新摊)	3.46	3.74	3.76	4.13	4.53
长期借款	1354	1455	1955	2455	2955	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	74.41	69.28	42.45	21.61	20.28
资本公积增加	-3	-44	0	0	0	P/B	5.80	5.37	5.34	4.86	4.44
<b>现金净增加额</b>	-936	-81	742	2862	2479	EV/EBITDA	21.05	26.92	21.04	14.81	11.33

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。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”。

### 杨骞

理学硕士，毕业于北京大学城市与区域规划专业。4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。

### 梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士，中国社会科学院研究生院在读博士。2015年6月加入东兴证券，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。