

中国武夷 (000797)
推荐
行业：房地产开发

稳健发展，业绩还看通州

公司公告 2015 年业绩，实现营业收入 24.1 亿元 (+13.4%)，归母净利润 1.3 亿元 (+12.4%)，基本 EPS0.33 元 (+13.8%)，最新摊薄 EPS0.26 元。

投资要点：

- ✧ **业绩稳健，汇兑损失大幅影响扣非净利润。** 2015 年实现营业收入 24.09 亿元 (+13.4%)，归母净利润 1.28 亿元 (+12.4%)，扣非净利润 0.67 亿元同比下滑 34.5%。非经常损益主要为处置子公司取得投资收益 0.1 亿元、出售持有的惠泉啤酒股票取得的投资收益 0.4 亿元。三项费率占比提高 7.6 个百分点至 21.6%，主要是因为人民币贬值汇兑净损失 1.36 亿元，财务费用 3.58 亿元同比增长 142%，这在很大程度上也影响了公司 15 年的净利润的增长。分业务看，2015 年主营业务收入中房地产和国际工程承包业务分别占比 58%、38%，毛利中两者分别占比 71%、25%。房地产业务是主要稳定收入和利润来源，营收 13.9 亿元同比增 70%，毛利 5.4 亿元同比增 69%，预收款 8.7 亿元同比增 35%。房地产业毛利润率 38.9% 基本持平上年，工程承包毛利率 20.4% 提高 5pc。
- ✧ **公司以建筑工程施工总承包为基础，房地产开发为重点，外向型经济为主。** 国际工程承包具有一定优势，连续 22 年跻身“全球最大 250 家国际承包商”，2015 年国际工程承包业务毛利率达 20.44%，处于行业先进水平，2015 年在建施工项目 25 个，累计合同金额 44.97 亿元。国际工程承包业务以肯尼亚为中心，积极向乌干达、坦桑尼亚、巴布亚新几内亚等周边国家拓展，在建的 25 个项目中：肯尼亚 12 个，刚果（布）1 个，赤道几内亚、埃塞俄比亚、菲律宾、坦桑尼亚各 2 个，乌干达 1 个，香港 3 个。这些项目多分布在东非、西非和亚太市场，迎来“一带一路”战略机遇，但同时也受到国际经济增长趋缓、15 年油价下跌致产油国财政受拖累，非洲、东南亚等国家基建投入增长放缓等影响，地缘政治风险和汇兑损失亦不可忽视。
- ✧ **房地产业务受益市场回暖，通州武夷花园开发价值极为突显。** 房地产项目布局福建、北京、南京、重庆、扬州等多个地市及香港和肯尼亚等地，现有项目规划建面超 300 万方、未结建面近 200 万方，香港和肯尼亚项目合计近 20 万方。2015 年在南京和香港等地销售有较大突破，预售和销售商品房面积 21.1 万方同比大增 181%，其中南京武夷名仕园销售 8.8 万方、重庆项目 2.88 万方。除北京国内项目主要位于福建及南京、扬州，多处于 15 年来销售显著回暖区域，预计 16 年销售会有较大幅度的增长。**最大的看点是通州项目，区位和规模都十分难得。居通州区新城的核心区，紧邻北京行政副中心，** 目前周边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，剩余待开发的武夷花园南区项目货值在 300 亿元左右，保障房已经开工建设，截至 2015 年底完成地下室约 50% 的工程量。该项目总用地面积 38.1 万平、建设用地面积 28.5 万平，总建筑面积 109 万方，其中地上 72.7 万方，包含：住宅 51.6 万方（其中商品房 45.1 万方，保障房 6.5 万方）、商业 7.1 万方、商务办公 8.0 万方、商务酒店 1.6 万方、配套公建 1.8 万方、人防及车库地上出入口等 0.1 万方、托老所 0.5 万方、托幼 2.1 万方。随着规划调整完成项目最终得以正式开工，其陆续入市将为公司带来非常可观的利润。
- ✧ **通过配股募集资金缓解高负债风险。** 公司净资产 12.3 亿元，截至 2015 年底资产负债率 86%、净负债率高达 325%，账面短期借款 32.2 亿元、长期借款 21.4 亿

作者
署名人：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：王修宝

S0960115080019

010-63222861

wangxiubao@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 20.8
当前股价： 16.35
评级调整： 首次
基本资料

总股本(百万股)	500
流通股本(百万股)	428
总市值(亿元)	82
流通市值(亿元)	70
成交量(百万股)	13.57
成交额(百万元)	222.22

股价表现

相关报告

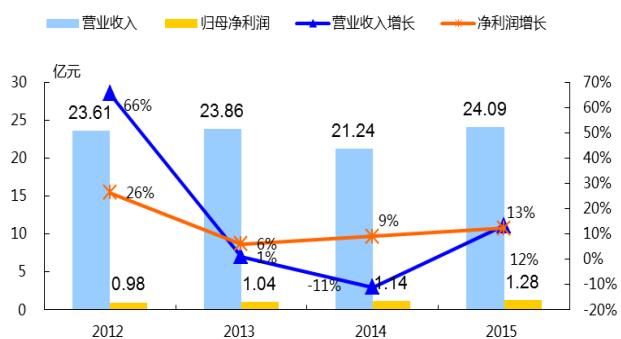
元，债务负担较重，货币资金 18.7 亿元存短债缺口 18.6 亿元。2016 年 2 月通过配股募集资金 10.99 亿元，发行价 9.96 元/股实际发行 1.1 亿股，其中大股东认购 0.37 亿股。假设其按配股说明书的用途，将募集资金净额 10.7 亿元全部用于还债，则资产负债率可下降至 75%、净负债率降至 247% 左右。短期看，公司借款利率最高达到 12%，按 1 年期贷款基准利率上浮 30% 测算，以募集资金偿还借款，每年公司可节约财务费用近 0.7 亿元。15 年还发行公司债 4.9 亿元 7 年期利率 5.58%。募集资金降低了负债风险，增加财务流动性，还有助于促进公司国际工程承包业务发展和加快北京武夷花园南区推进进度，形成积极循环效应。

- ✧ **公司传统业务在国际市场具有一定影响力，保持稳健发展；地产业务显著受益市场回暖，销售和结算都迎来较好的窗口期。通州项目即将入市，有望成为未来几年业绩的重要支撑。**目前公司市值仅 80 亿元，我们估算其地产业务 RNAV20.8 元/股，预测 16-18 年最新摊薄 EPS 元 0.29/0.38/0.52 元，对应 PE56/43/32 倍，6 个月目标价 20.8 元，“推荐”评级。
- ✧ 风险提示：通州项目进度不及预期，负债高财务风险，国际承包业务的地缘政治风险，汇兑损失风险。

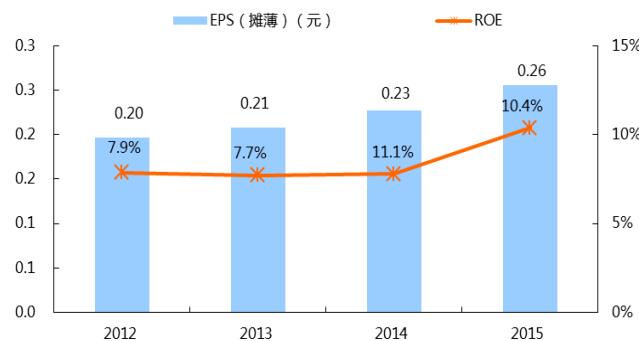
主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2409	2825	3411	4429
收入同比(%)	13%	17%	21%	30%
归属母公司净利润	128	147	188	259
净利润同比(%)	12%	15%	29%	37%
毛利率(%)	31.5%	29.5%	30.0%	31.0%
ROE(%)	10.4%	5.7%	6.9%	8.8%
每股收益(元)	0.26	0.29	0.38	0.52
P/E	64.02	55.76	43.36	31.57
P/B	6.65	3.19	3.00	2.77
EV/EBITDA	21	21	17	14

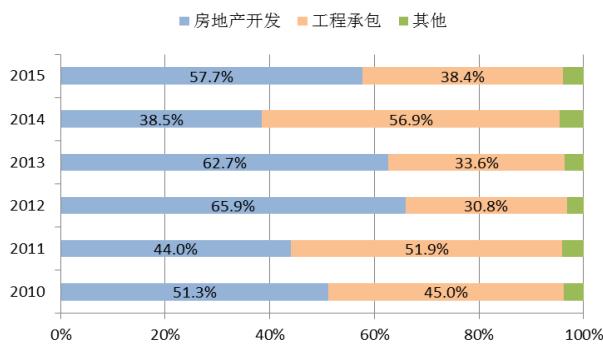
资料来源：中国中投证券研究总部

附：公司 15 年主要经营指标
图 1 主营收入和利润


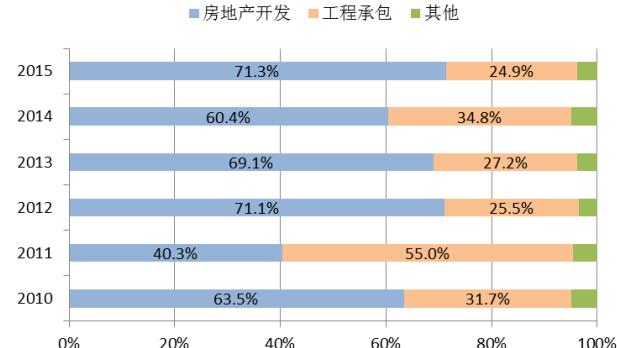
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 2 最新摊薄 EPS 和 ROE


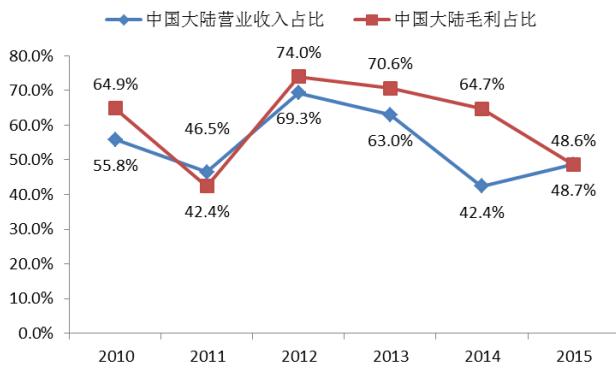
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 3 主营收入中房地产业务占比 57.7%


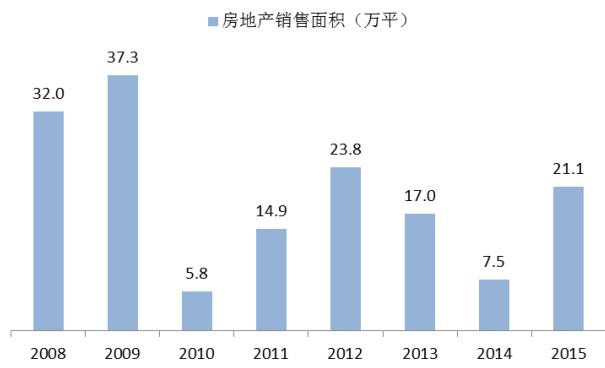
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 4 主营毛利中房地产业务占比 71.3%


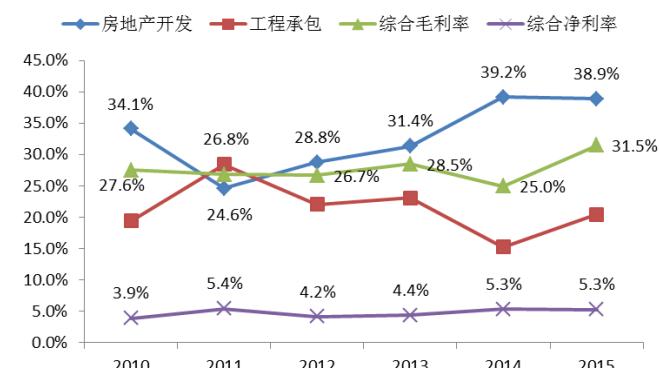
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 5 海外营收占比超 5 成，毛利则多半来自大陆


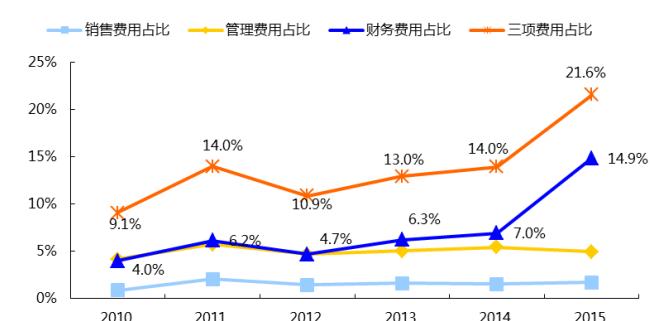
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 6 15 年销售面积 21.1 万平米


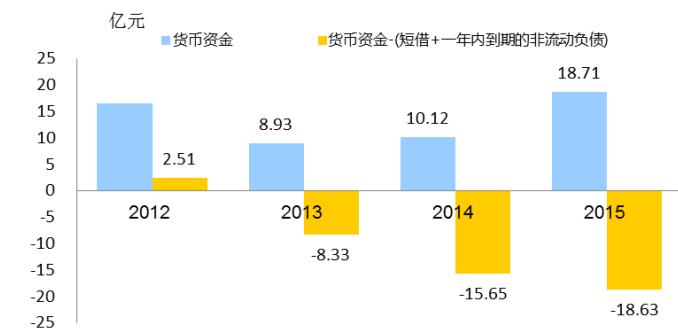
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 7 毛利率与净利率


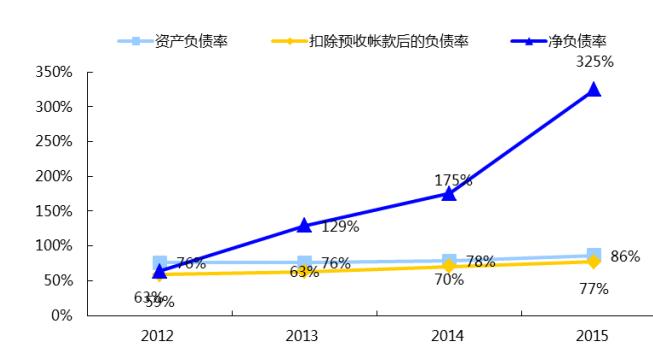
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 8 2015 年汇兑损失致财务费用大增


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 9 货币资金和短期负债


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 10 负债水平


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	9097	8864	9657	12277
现金	1871	1425	1244	1550
应收账款	761	683	824	1070
其它应收款	153	166	201	261
预付账款	363	438	525	672
存货	5766	5975	6685	8547
其他	183	177	177	178
非流动资产	892	793	761	766
长期投资	51	51	51	51
固定资产	199	206	175	182
无形资产	63	63	63	63
其他	579	474	472	471
资产总计	9989	9658	10418	13043
流动负债	5935	4271	4867	6663
短期借款	3223	1500	1800	3083
应付账款	493	578	697	905
其他	2219	2194	2369	2675
非流动负债	2671	2671	2671	3271
长期借款	2136	2136	2136	2736
其他	535	535	535	535
负债合计	8607	6943	7538	9935
少数股东权益	153	154	157	160
股本	389	500	500	500
资本公积	96	1170	1170	1170
留存收益	625	891	1053	1278
归属母公司股东权益	1229	2561	2723	2948
负债和股东权益	9989	9658	10418	13043

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-527	457	-19	-1035
净利润	129	148	191	263
折旧摊销	78	95	132	95
财务费用	358	289	348	407
投资损失	-56	-20	-15	0
营运资金变动	-1023	-181	-746	-1922
其它	-13	126	70	123
投资活动现金流	-537	-76	-87	-102
资本支出	123	100	100	100
长期投资	-436	0	0	0
其他	-850	24	13	-2
筹资活动现金流	1835	-828	-75	1443
短期借款	1617	-1723	300	1283
长期借款	681	0	0	600
普通股增加	0	110	0	0
资本公积增加	-389	1075	0	0
其他	-73	-289	-375	-441
现金净增加额	784	-447	-180	306

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2409	2825	3411	4429
营业成本	1651	1993	2389	3054
营业税金及附加	133	156	188	244
营业费用	41	49	59	76
管理费用	120	141	171	266
财务费用	358	289	348	407
资产减值损失	17	17	17	17
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	56	20	15	0
营业利润	144	201	255	365
营业外收入	9	0	0	0
营业外支出	3	4	0	0
利润总额	151	197	255	365
所得税	22	49	64	102
净利润	129	148	191	263
少数股东损益	2	1	3	4
归属母公司净利润	128	147	188	259
EBITDA	580	585	735	866
EPS (元)	0.33	0.29	0.38	0.52
主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	13.4%	17.3%	20.7%	29.8%
营业利润	-3.5%	39.1%	27.0%	43.2%
归属于母公司净利润	12.4%	14.8%	28.6%	37.4%
获利能力				
毛利率	31.5%	29.5%	30.0%	31.0%
净利率	5.3%	5.2%	5.5%	5.8%
ROE	10.4%	5.7%	6.9%	8.8%
ROIC	8.1%	6.7%	7.4%	7.0%
偿债能力				
资产负债率	86.2%	71.9%	72.4%	76.2%
净负债比率	68.20%	59.73%	58.99%	63.72%
流动比率	1.53	2.08	1.98	1.84
速动比率	0.56	0.68	0.61	0.56
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.29	0.34	0.38
应收账款周转率	4	4	4	5
应付账款周转率	3.38	3.72	3.75	3.81
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.29	0.38	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.05	0.91	-0.04	-2.07
每股净资产(最新摊薄)	2.46	5.12	5.45	5.90
估值比率				
P/E	64.02	55.76	43.36	31.57
P/B	6.65	3.19	3.00	2.77
EV/EBITDA	21	21	17	14

请务必阅读正文之后的免责条款部分

相关报告

报告日期 报告标题

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明，中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师，工商管理硕士，20 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司：万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝，中投证券房地产行业分析师，毕业于中国人民大学，经济学硕士。

郭 泰，中投证券房地产行业实习生，毕业于伦敦城市大学卡斯商学院，理学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际
大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦
16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434