

中国武夷 (000797)
推荐
行业：房地产开发

房地产结转及投资收益减少致业绩下滑

公司公告 2016 半年报, 实现营业收入 8.44 亿元 (-15.75%), 归母净利润 0.40 亿元 (-41.97%), 扣非净利润 0.34 亿元+19.4%, 基本 EPS0.09 元(-50%), ROE2.24%。

投资要点:

✧ **房地产项目可结转减少及投资收益下滑影响业绩。**16H 营收 8.44 亿元(-15.75%), 归母净利润 0.40 亿元(-41.97%), 扣非净利润 0.34 亿元+19.4%。主营业务: 工程承包营收 5.79 亿元同比+13.29%, 毛利率 26.51%提高 1.16 个百分点; 房地产开发业务营收 2.40 亿元-46.52%, 毛利率 24.05%下降 21.55 个百分点, 主要是本期处理消化部分房地产项目存量尾房所致。出售惠泉啤酒股票 70 万股和资管计划持有惠泉啤酒股票 33.24 万股, 共实现投资收益约 800 万元, 而上年同期减持惠泉啤酒股票 227.79 万股, 投资收益约 4300 万元。预收款 19.85 亿元较年初增 127%, 对全年业绩形成一定锁定性。**总体看, 房地产项目的价值能否如期释放直接关系公司的业绩表现**, 上半年可结转面积不足, 下半年公司将抓紧香港武夷永兴街 3-7 号旧楼重建“维港·园”项目的整体出售, 加快南京武夷名仕园项目建设, 争取部分楼盘达到结转条件。此外期末尚持有惠泉啤酒股票 1145 万股, 当前市值约 1.54 亿元, 可减持增厚利润。

✧ **配股显著改善了负债比率, 但短期偿债能力仍承压。**年初完成配股募集资金 10.75 亿元, 归还了银行借款。期末在手货币资金 20.92 亿元, 短债缺口 14.7 亿元; 资产负债率 80.4%, 净负债率 147%比上年同期、上年末分别大幅下降 102、178 个百分点。三费占比 18.2%下降 1.5 个百分点, 其中财务费用因汇兑收益同比降低 41.39%, 销售费用因广告宣传及销售人员薪酬等增加致同比增 31.28%。

✧ **业绩最具爆点在于通州项目。**上半年实现房地产销售收入 10.53 亿元, 销售面积 12.13 万平方米, 其中: 南京武夷名仕园销售 5.5 亿元, 推出约 4 万方商品房销售一空。此外还有福建、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。**最大看点是通州项目, 区位和规模都十分难得。居通州新城核心区, 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, 保障房已进入上部主体工程施工建设阶段, 商品房项目拆迁、立项推进中。**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 万方及其他。附近新房项目售价已经达到 4-5 万元/平米, 预计公司项目可享受一定区位优势溢价, 售价 5-6 万元/平, 其入市和结算将带来极为可观的利润增长。

✧ **公司传统业务在国际市场具有一定影响力保持稳健发展, 房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。**RNAV21.3 元/股, 预测 16-18 年 EPS 0.29/0.38/0.52 元, 维持“推荐”评级。

✧ **风险提示:** 通州项目进度不及预期, 国际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	69.39	60.43	46.99	34.21
P/B	7.21	3.46	3.25	3.00
EV/EBITDA	22	22	18	15

资料来源: 中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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

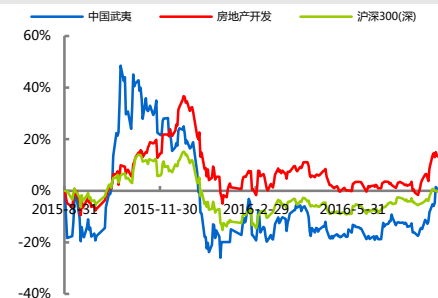
当前股价: 17.72

评级调整: 维持

基本资料

总股本(百万股)	500
流通股本(百万股)	428
总市值(亿元)	89
流通市值(亿元)	76
成交量(百万股)	12.19
成交额(百万元)	213.56

股价表现



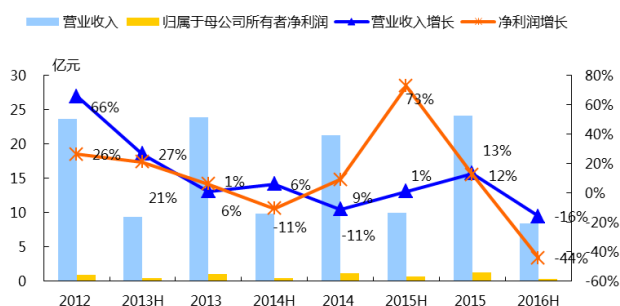
相关报告

《中国武夷-稳健发展, 业绩还看通州》

2016-04-11

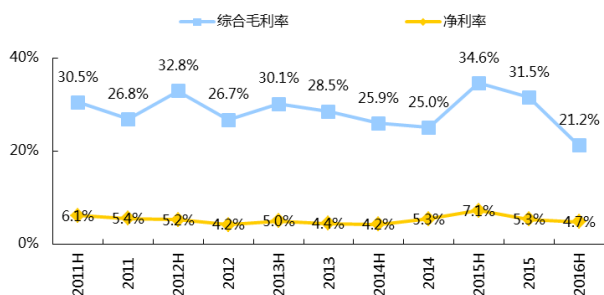
附：公司 16 年主要经营指标

图 1 主营收入和利润



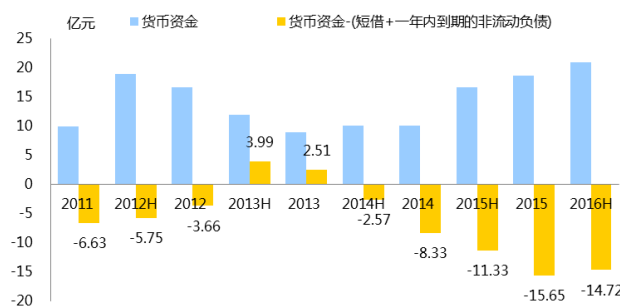
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 3 毛利率与净利率



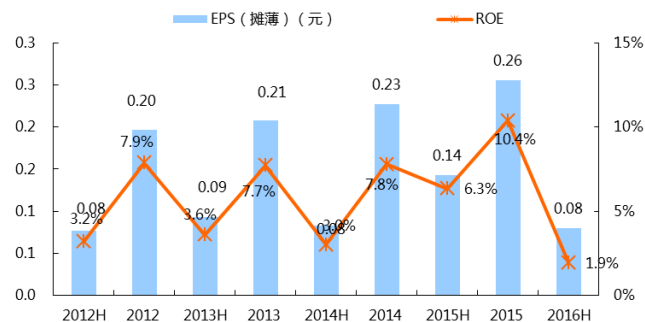
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 5 货币资金和短期负债



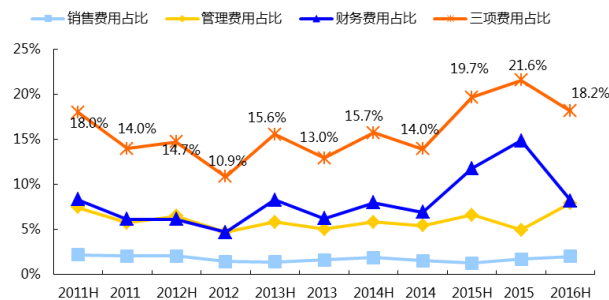
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 2 最新摊薄 EPS 和 ROE



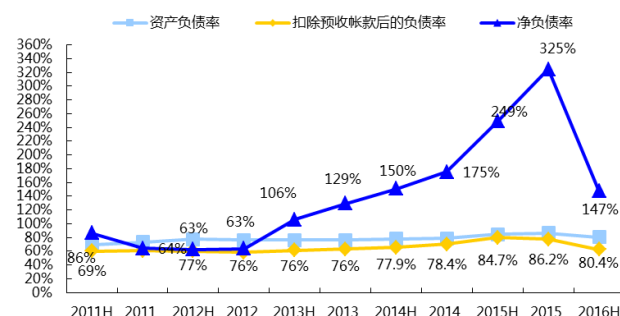
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 4 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 6 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	69.39	60.43	46.99	34.21
P/B	7.21	3.46	3.25	3.00
EV/EBITDA	22	22	18	15

相关报告

报告日期	报告标题
2016-04-11	《中国武夷-稳健发展，业绩还看通州》

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、城投控股、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，中国人民大学经济学硕士。

郭 泰，中投证券房地产行业分析师，伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

谢余胤，中投证券房地产行业分析师，香港科技大学商学院经济学硕士。

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