



东兴证券
DONGXING SECURITIES

地产业绩好转 海外扩展受益一带一路

——中国武夷（000797）2016 年报点评

2017 年 04 月 11 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	
梁小翠	联系人		
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023	

事件：

公司日前发布 2016 年报，公司实现营业收入 25.71 亿元，同比增长 6.73%，实现营业利润 3.4 亿元，同比增长 137%，实现归属于上市公司股东的净利润 2.20 亿元，同比增长 72.90%，EPS 为 0.46 元/股，同比增长 39%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入（百万元）	584.41	512.57	894.58	392.24	451.86	542.51	1184.57
增长率（%）	-5.75%	-0.00%	43.92%	-6.04%	-22.68%	5.84%	32.42%
毛利率（%）	36.72%	23.42%	32.59%	30.89%	12.72%	10.12%	24.71%
期间费用率（%）	17.17%	19.74%	24.77%	23.82%	13.30%	14.07%	7.81%
营业利润率（%）	7.45%	-0.90%	8.44%	4.54%	6.18%	-4.63%	26.99%
净利润（百万元）	20.35	1.68	88.02	15.75	22.35	-29.11	203.82
增长率（%）	70.05%	-92.90%	99.68%	-14.39%	09.80%	-1832.03%	131.57%
每股盈利（季度，元）	0.12	0.00	0.15	0.03	0.05	-0.05	0.41
资产负债率（%）	84.72%	86.67%	86.19%	78.67%	80.40%	80.95%	78.68%
净资产收益率（%）	1.52%	0.14%	6.36%	0.71%	1.04%	-1.37%	8.76%
总资产收益率（%）	0.23%	0.02%	0.88%	0.15%	0.20%	-0.26%	1.87%

观点：

- **营业利润和净利润均大幅上涨。**报告期内，公司实现营业收入25.71亿元，同比增长6.73%，实现营业利润3.4亿元，同比增长137%，实现归属于上市公司股东的净利润2.20亿元，同比增长72.90%，EPS为0.46元/股，同比增长39%。营业利润和净利润均大幅增加主要是由于报告期内公司转让晋亿贸易有限公司股权、整体出售香港永兴街维港·园项目、减持惠泉啤酒股票获取的投资收益，以及南京武夷名仕园项目大面积结转，但受国际埃塞俄比亚、乌干达等新开拓市场的投资项目毛利率低，以及国内去库存力度较大，降价促销的影响，因此，报告期内总体毛利率水平大幅下降。

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	2016	2015	变动比率	原因分析
毛利率（%）	20.47%	31.47%	-11%	国际埃塞俄比亚、乌干达等新开拓市场的项目毛利率低，同时商品房销售受降价促销影响，整体毛利率偏低
净利率（%）	8.28%	5.36%	2.92%	本期投资净收益大幅增加，净利润增速快于营收增速
资产负债率（%）	78.68%	86.16%	-7.48%	本期实施 2015 年度配股
费用比率（%）	12.54%	21.58%	-9.04%	本期配股和销售回笼资金，银行借款减少 20 亿元，利息支出较上年同期减少，财务费用大幅降低
加权 ROE（%）	0.11	0.11	0.00	配股导致所有者权益大幅增加
总资产（亿）	109.08	99.89	9.19	受存货增加，本期公司资产规模保持快速增长
货币资金（亿）	20.10	18.71	1.39	现金流保持稳定
预收账款（亿）	22.79	8.74	14.05	商品房预售款和国际工程承包业务预收工程款大幅增加所致
短期借款（亿）	15.32	32.23	-16.91	配股和销售回笼大量资金，归还银行借款所致
经营活动净现金流（亿）	13.76	-5.27	19.03	本期房地产项目销售回笼大量资金
投资活动净现金流（亿）	0.21	-5.37	5.58	本期出售晋亿贸易有限公司股权、减持惠泉啤酒股票 1,215 万股所致，本期投资活动现金流入大幅增加
稀释 EPS	0.46	0.33	0.13	净利润大幅增加

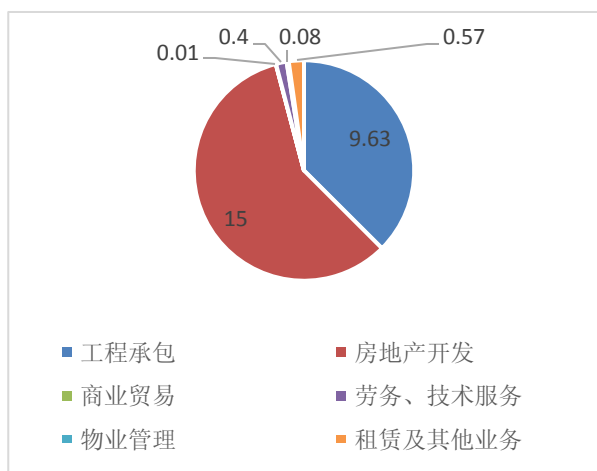
数据来源：公司公告，东兴证券研究所

➤ **地产开发+国际工程承包双主营，地产开发增速明显。**2016 年营业收入 25.71 亿元，同比增长 6.73%，其中实现国际工程承包业务营业收入 9.64 亿元，较上年同期增长 4.24%；实现房地产业务营业收入 15 亿元，较上年同期增长 8.02%。房地产开发业务全年预售及销售面积约 27 万 m²，销售收入约 32 亿元。

2016 年公司在建房地产项目 17 个，建筑面积约 150 万 m²，项目主要在北京、南京、重庆、扬州、福建多个地市、香港和肯尼亚等地。值得关注的是，公司正在开发的位于北京通州区的武夷花园南区项目，紧邻北京行政副中心，地理位置优越，将成为公司未来几年的利润增长点。

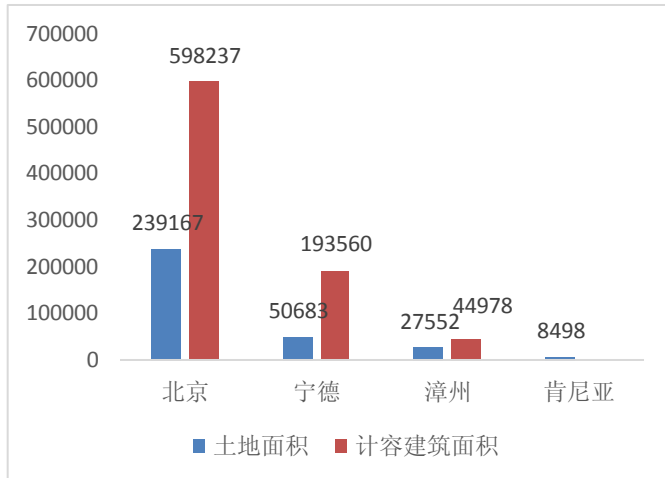
2017 年公司计划增加土地储备 2750 亩，其中：国内 480 亩，国外 2,270 亩；计划新开工面积 20 万 m²，完成投资额 36 亿元，销售 38 万 m²，实现房地产开发经营业务营业收入 27 亿元。

图 1: 公司 2016 年营收结构



资料来源: 公司 2016 年年报, 东兴证券研究所

图 2: 2016 年公司土地储备区域分布



资料来源: 公司 2016 年年报, 东兴证券研究所

- **积极开拓国际市场, 受益“一带一路”政策红利。**目前, 公司国际工程承包业务, 建立了以肯尼亚为中心的非洲区域市场, 积极向菲律宾、乌干达、坦桑尼亚、埃塞俄比亚、巴布亚新几内亚、东帝汶等周边国家拓展, 以点带面, 呈现百花齐放的势头。

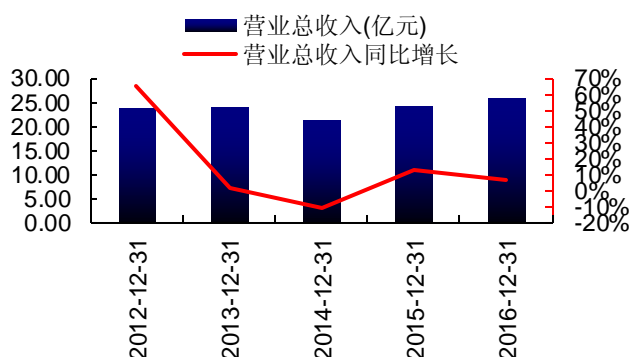
截止2016年底, 全年在建施工项目35个, 合同金额约70亿元。受益于国家“一带一路”战略, 2016年我国对外承包工程新签合同额同比增长16.2%, 在一带一路市场新签合同额增速36%, 随着“一带一路”加快推进, 预计未来我国对外承包工程新签合同额仍保持高速增长。鉴于此, 公司继续深耕一带一路沿线国家建筑市场, 以肯尼亚、埃塞俄比亚、菲律宾为区域中心向周边国家辐射, 大力拓展亚、非市场。2017年计划新签施工承包合同15个, 合同金额约30亿元。

- **基于国际业务, 积极拓展业务转型升级。**2016年公司在肯尼亚投资建设建筑工业化研发生产基地和建材超市, 计划2017年下半年投入使用。公司国际业务的发展壮大, 在提升公司承接国际工程项目竞争力的同时, 将带动建材、建筑机械、家电及劳务等出口, 实现公司业务转型升级。
- **积极拓展融资渠道, 优化债务结构。**公司积极实施直接融资计划, 2016年2月公司圆满完成2015年度配股工作, 实现募集资金10.75亿元, 极大地优化公司资产结构, 债务资本比率从上年末的6.2降至3.7; 2016年11月, 公司再次推出2016年度非公开发行股票, 以肯尼亚建筑工业化研发生产基地和建材超市为募投项目, 拟募集资金5.5亿元。

公司利用长期债务置换短期债务, 利用低息债务置换高息债务, 极大地降低债务成本和债务偿还的压力, 同时充裕资金对公司2017年地产开发投资及国际工程承包的提速形成有力的支撑。

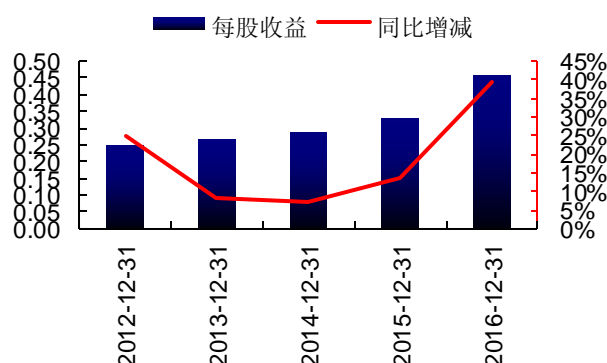
风险提示: 地产政策进一步趋紧、国际业务面临所在国政治、经济和汇率等风险

图 3: 营业收入情况



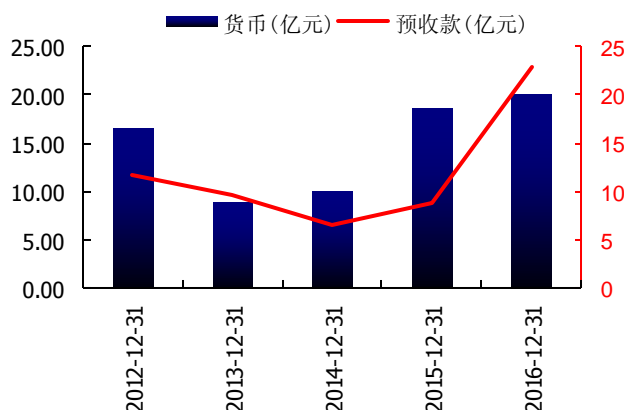
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 4: 每股收益情况



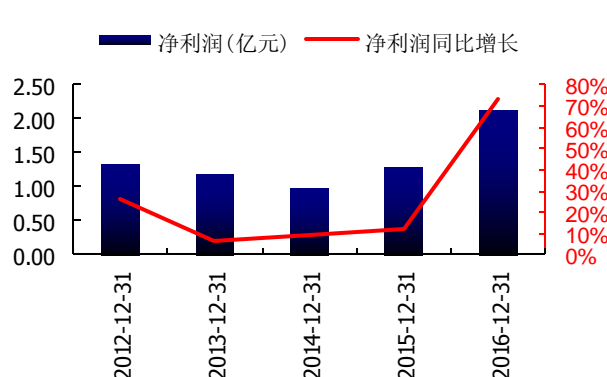
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 货币和预收款情况



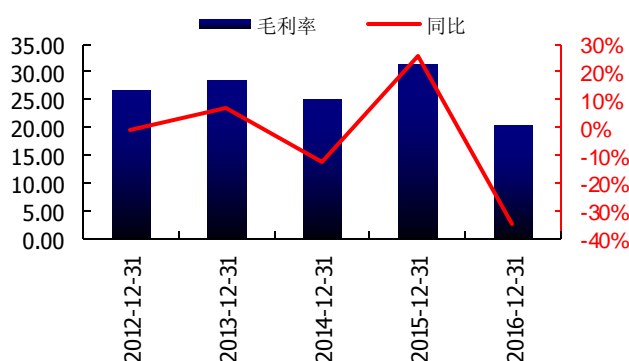
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 6: 净利润情况



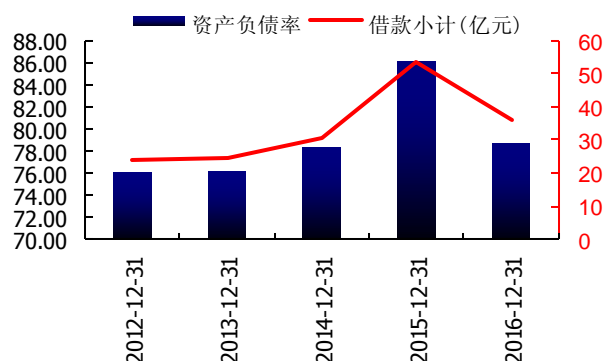
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 销售毛利率情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

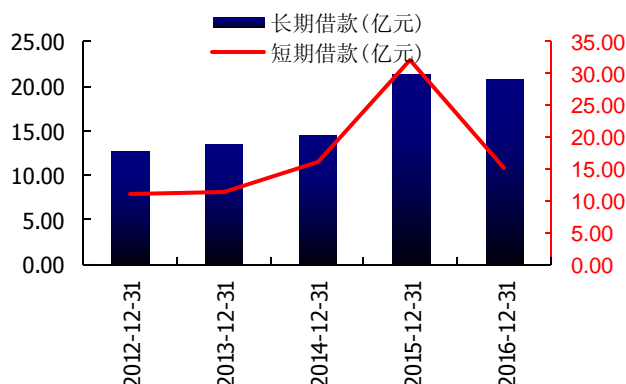
图 8: 资产负债率情况



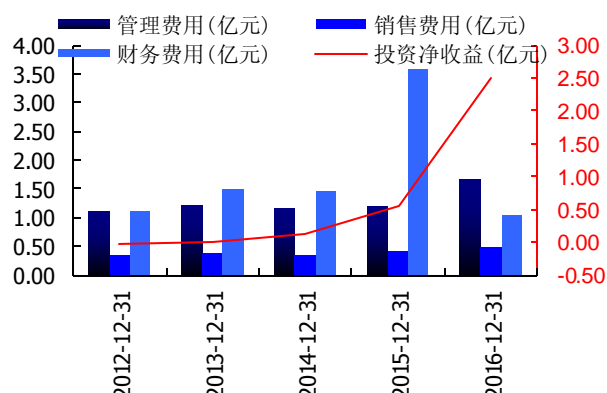
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 9: 贷款情况

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, 东兴证券整理



资料来源: 公司公告, 东兴证券

结论:

公司布局海外业务多年, 具有较多丰富经验, 目前正处于拓展业务和转型升级的阶段, 将显著受益于一带一路政策红利; 随着公司 2016 年在肯尼亚投资建设建筑工业化研发生产基地和建材超市不断推进, 预期这两个项目在 2017 年下半年投入使用; 目前公司最受关注的重点是北京通州项目的开发进程, 随着通州行政副中心建设和推进, 预期开发项目也将实现品质和进程的双提升, 公司盈利以及估值水平会显著提高。

我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 34 亿元、40 亿元和 44 亿元; 每股收益分别为 0.49 元、0.57 元和 0.63 元, 对应 PE 分别为 42.56、36.4 和 32.97, 维持公司“强烈推荐”的评级。

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	9097	10226	13161	15956	16793	营业收入	2409	2571	3375	4135	4418
货币资金	1871	2010	2598	3184	3402	营业成本	1651	2045	2607	3132	3267
应收账款	761	650	925	1133	1210	营业税金及附加	133	94	135	165	177
其他应收款	153	139	183	224	240	营业费用	41	50	67	83	88
预付款项	363	233	233	233	233	管理费用	120	167	202	248	265
存货	5766	6939	8785	10555	11010	财务费用	358	105	106	157	188
其他流动资产	174	236	437	627	698	资产减值损失	16.86	18.98	20.00	20.00	20.00
非流动资产合计	892	682	630	584	538	公允价值变动收益	0.00	-0.62	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	51	46	46	46	46	投资净收益	55.79	249.91	150.00	150.00	150.00
固定资产	199.24	253.96	290.88	251.57	212.27	营业利润	144	340	387	479	562
无形资产	63	67	60	54	47	营业外收入	9.46	8.04	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	104	34	0	0	0	营业外支出	3.01	18.41	10.00	10.00	10.00
资产总计	9989	10908	13791	16540	17331	利润总额	151	330	387	479	562
流动负债合计	5935	6009	9550	12309	13236	所得税	22	117	116	144	169
短期借款	3223	1532	4724	7195	8048	净利润	129	213	271	335	394
应付账款	493	972	1214	1459	1522	少数股东损益	2	-7	27	50	79
预收款项	874	2279	2279	2279	2279	归属母公司净利润	128	220	244	285	315
一年内到期的非流	511	260	0	0	0	EBITDA	641	597	539	683	797
非流动负债合计	2671	2573	2189	2414	2514	BPS (元)	0.33	0.46	0.49	0.57	0.63
长期借款	2136	2077	2177	2277	2377	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	487	488	0	0	0						
负债合计	8607	8582	11739	14723	15750	成长能力					
少数股东权益	153	82	110	160	239	营业收入增长	13.43%	6.73%	31.25%	22.53%	6.85%
实收资本(或股本)	389	500	500	500	500	营业利润增长	-3.52%	135.96	13.74%	23.80%	17.32%
资本公积	96	849	849	849	849	归属于母公司净利润	12.40%	72.11%	11.03%	16.92%	10.42%
未分配利润	604	780	475	119	-275	获利能力					
归属母公司股东权	1229	2243	1943	1658	1343	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	9989	10908	13791	16540	17331	净利率(%)	5.36%	8.28%	8.03%	8.11%	8.91%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	1.28%	2.01%	1.77%	1.72%	1.82%
						ROE(%)	10.38%	9.79%	12.55%	17.20%	23.45%
经营活动现金流	-527	1376	-1542	-1388	-47	偿债能力					
净利润	129	213	271	335	394	资产负债率(%)	86%	79%	85%	89%	91%
折旧摊销	138.67	151.13	0.00	46.01	46.01	流动比率	1.53	1.70	1.38	1.30	1.27
财务费用	358	105	106	157	188	速动比率	0.56	0.55	0.46	0.44	0.44
应收账款减少	0	0	-274	-208	-78	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.27	0.25	0.27	0.27	0.26
投资活动现金流	-537	21	182	130	130	应收账款周转率	4	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0	应付账款周转率	4.93	3.51	3.09	3.09	2.96
长期股权投资减少	0	0	8	0	0	每股指标(元)					
投资收益	56	250	150	150	150	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.46	0.49	0.57	0.63
筹资活动现金流	1835	-1295	1948	1844	135	每股净现金流(最新	1.98	0.21	1.18	1.17	0.44
应付债券增加	0	0	-488	0	0	每股净资产(最新摊	3.16	4.49	3.89	3.32	2.69
长期借款增加	0	0	100	100	100	估值比率					
普通股增加	0	110	0	0	0	P/E	62.94	45.15	42.56	36.40	32.97
资本公积增加	-389	753	0	0	0	P/B	6.58	4.63	5.34	6.26	7.73
现金净增加额	772	103	588	585	218	EV/EBITDA	19.62	21.32	27.25	24.42	21.84

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，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。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”。

联系人简介

梁小翠

博士。2015 年加入东兴证券，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。