



2010年1月13日

评级：
谨慎推荐

所属行业： 房地产

行业评级： 推荐

股价数据

过去6个月区间(元) 2.61-9.53

股本结构

总市值(亿元)	33.84
流通市值(亿元)	29.05
总股本(亿股)	3.89
流通A股(亿股)	3.34
B股(万股)	-

股价表现图:



数据来源: wind

房地产分析师:

涂力磊

Tel: (8621) 5830-6749

Email: tull@qlzq.com.cn

丁晨

Tel: (8621) 6876-6624

Email: dingchen@qlzq.com.cn

Fax: (8621) 5831-8543

中国武夷(000797)调研简报: 销售旺、存货涨、业绩升

投资要点:

➢ 公司项目未开发权益建筑面积达到187.17万方,主要集中在北京、南京、福建和重庆。根据公司目前的年均开发水平,足够未来三年开发。

➢ 公司09年项目销售良好。北京地区月季园项目基本销售完毕。均价在7000元/平米左右。预计09年结算面积在4万、2010年结算面积在5万方左右。北京通州区最后还储备600亩土地,建筑面积在60万方左右。虽然公司拿地早,但是由于拆迁和共建等原因, 目前土地成本在300万/亩左右。项目周边商品房销售均价在1万元左右。公司计划在2010年动工建设,3年左右实现全部销售。

➢ 公司南京地区项目销售均价在6000元/平米左右。其中武夷绿洲项目09年完成7万方销售,09年预计结算面积在3万方左右。该项目还剩22万方左右未开发面积。南京地区水岸家园项目09年累计完成4.5万方销售任务。该部分面积预计在2010年实现结算。该项目目前还剩11万方开发量。武夷商城项目受到南京城市地铁建设等规划因素影响,目前还剩最后4万平米尚未动工。

➢ 公司福州地区武夷绿洲项目基本售罄,预计09年结算面积在10万方左右,2010年在7万方左右。建瓯、诏安和涵江项目预计在2010年下半年动工,相关业绩将在2011年后体现。

➢ 重庆地区项目受到拆迁等因素影响,目前进展缓慢。09年完成2万方左右销售面积。预计将在09和2010年分别实现结算。

➢ 截至2009年3季报,公司每股存货为6.87元,每股预售帐款在4.56元,为公司近几年来最高水平。在A股房地产股票也排名前列。虽然存货和预售帐款部分来自利润率较低的工程承包业务。但是该部分所占比重较低。

➢ 除房地产业务外,公司在非洲地区的国际工程承包业务具备良好口碑。目前工程合同总额累计在20亿左右,每年贡献约5到6亿工程收入。但是目前工程项目利润率较低,平均毛利率在3%到6%之间。公司未来只要利润来源仍来自房地产业务。

➢ 预计公司09年、10年和11年每股收益在0.21、0.37和0.53元左右。公司虽然拿地实践早,但是由于拆迁和共建等原因增大了后期开发成本,目前RNAV在9.84元。截至1月12日,公司股价在8.69元,对应09、10年市盈率在41.3和23.4倍。给与公司“谨慎推荐”评级。

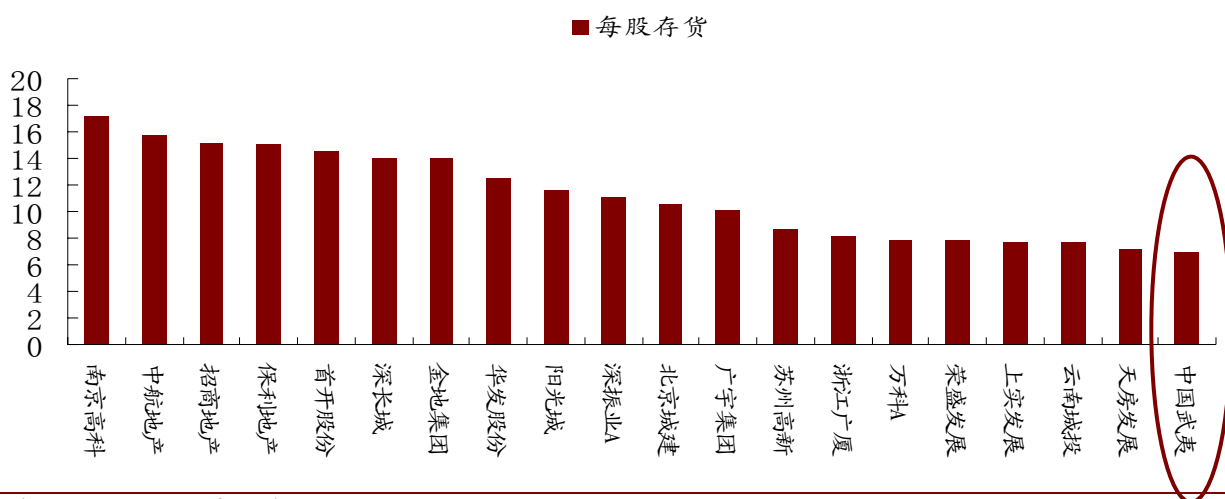


表一：公司销售预测

城市	物业名称	物业类型	权益	占地面积 (亩)	结算面积 (万方)			结算收入 (百万)		
					09	10	11	09	10	11
北京	武夷花园	住宅	70%	600	4.0	5.0	8.0	268	450	720
	武夷商城	住宅	100%	110			4.0	0	0	268
南京	武夷绿洲	住宅	85%	1000	3.0	2.0	4.0	180	120	280
	水岸家园	住宅	65%	193.43		4.5		0	270	0
	武夷绿洲	住宅	100%	-	10.0	7.0		780	546	0
福建	建瓯武夷	住宅	60%	110			5.0	0	165	191
	诏安项目	住宅	100%	88.27			3.4	0	112	116
	涵江武夷	住宅	100%	-				0	0	264
重庆	武夷滨江	住宅	100%	300	1.0	1.0	3.0	60	60	180
合计					18	20	27	1288	1723	2019

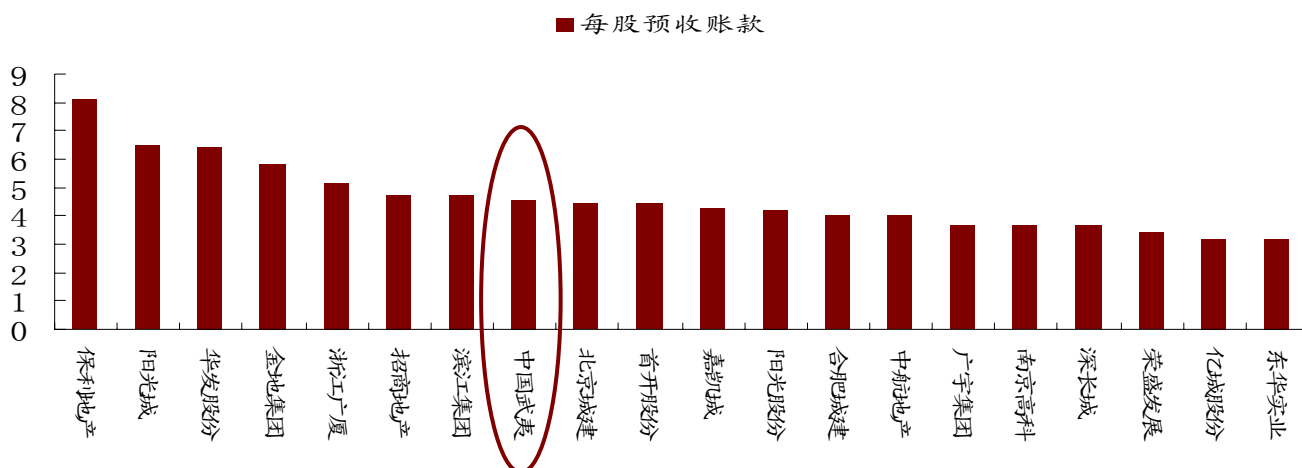
数据来源：齐鲁证券研究所

图 1：公司每股存货在地产企业中排名 20



数据来源：wind，齐鲁证券研究所

图 2：公司每股预收帐款在地产企业中排名第 8



数据来源：wind，齐鲁证券研究所



表二：公司 RNAV

项目	权益	权益规划建筑面积 (万平方米)	总收入 (百万元)	权益净资产值 (百万元)	占权益净资产 值比例
武夷花园	70%	70.00	6650	1081.75	40.94%
武夷商城	100%	20.00	320	59.72	2.26%
武夷绿洲	85%	53.55	3748.50	655.68	24.82%
水岸家园	65%	14.95	1046.5	149.51	5.66%
武夷绿洲	100%	0.00	1326	302.67	11.46%
建瓯武夷	60%	6.48	356.4	27.56	1.04%
诏安项目	100%	9.77	322.41	34.88	1.32%
涵江武夷	100%	24.10	795.3	64.09	2.43%
武夷滨江	100%	28.00	1680	266.16	10.07%
分计				2642.01	100.00%
物业总净资产值(百万元):					2642
净资产:					1,191
总股本(百万股):					389.45244
09 每股净资产市值(元/股):					9.84

数据来源：齐鲁证券研究所

表三：公司 08 年以来所签订的工程项目合同

工程标的	合同金额 (亿元)	工期 (月)	签订时间
肯尼亚内罗毕 NSNYUKI 机场跑道修复工程项目	1.56	24	2009 年 7 月 1 日
菲律宾国造部乡镇道路发展项目三期标段阿里尼道路施工项目	1.105	24	2009 年 3 月 16 日
肯尼亚内罗毕-迪卡路 (A2) 城市干道连线改善和扩建项目	7.46	30	2008 年 11 月 14 日
肯尼亚内罗毕长城公寓项目	0.92	24	2008 年 5 月 24 日
赤道几内亚共和国恩圭-蒙戈莫拓宽公路工程	6.69	24	2008 年 1 月 7 日
合计	17.735	-	-


资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008E	2009E	2010E	2011E
流动资产	3552	4538	4799	4778
现金	410	383	998	704
应收账款	220	239	207	202
其它应收款	203	230	232	222
预付帐款	422	282	309	338
存货	2324	2789	3347	4017
非流动资产	1042	449	574	658
长期投资	248	262	256	255
固定资产	112	-526	-585	-645
资产总计	4594	4987	5373	5436
流动负债	2781	1930	2234	2315
短期借款	916	1025	1128	1241
应付账款	640	351	546	495
长期负债	622	746	816	891
长期借款	595	714	786	864
负债合计	3403	2675	3050	3207
少数股东权益	245	190	201	212
股本	195	389	389	389
资本公积	522	156	156	156
留存收益	36	0	0	0
股东权益合计	1191	2311	2322	2229
负债和股东权益	4594	4987	5373	5436

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008E	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	48	-885	-67	-346
净利润	64	109	171	242
折旧摊销	7	5	4	0
财务费用	85	78	77	99
投资收益	21	27	35	0
营运资金变动	7	5	4	0
投资活动现金流	-73	750	27	0
资本支出	-104	738	-14	0
长期投资	10	-15	7	0
其他	21	27	35	0
筹资活动现金流	-184	46	-9	0
短期借款	-225	109	103	0
长期借款	175	119	71	0
现金净增加额	383	615	-294	0

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008E	2009E	2010E	2011E
营业收入	1610	1788	2223	2619
营业成本	1226	1277	1577	1858
营业税金及附加	49	100	124	146
销售费用	36	69	86	102
管理费用	84	94	117	137
财务费用	78	78	58	27
投资收益	21	27	35	27
营业利润	140	143	227	322
营业外收入	3	5	5	4
营业外支出	3.57	3.23	3.32	3.37
利润总额	140	145	228	322
所得税	76	36	57	81
少数股东损益	28	25	26	26
净利润	64	109	171	242
EBITDA	234	240	304	0
EPS (元)	0.09	0.21	0.37	0.55

主要财务比率

会计年度	2008E	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	-21.44%	11.03%	24.34%	17.80%
营业利润	-26.2%	2.2%	58.3%	41.7%
净利润	-31.3%	68.7%	57.7%	41.2%
获利能力				
毛利率	7.4%	9.5%	11.8%	13.3%
净利率	4.0%	6.1%	7.7%	9.2%
ROE	5.4%	4.7%	7.4%	10.8%
ROIC	6.5%	7.6%	8.1%	0.0%
偿债能力				
资产负债率	74.1%	53.7%	56.8%	59.0%
净负债比率	94.86%	32.14%	52.16%	94.48%
流动比率	1.28	2.35	2.15	2.06
速动比率	0.44	0.91	0.65	0.33
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.37	0.43	0.48
应收账款周转率	7.32	7.03	8.03	10.88
应付账款周转率	2.25	2.58	3.52	3.57



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

