

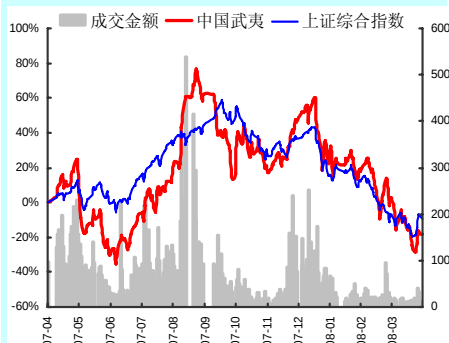
投资评级

投资评级	增持
上次评级	首次评级
目标价格	8 元
当前市场价格	7 元

基础数据

总股本(百万股)	389.45
流通股(百万股)	169.17
总市值(亿元)	27.73
流通市值(亿元)	12.05
每股净资产(元)	2.57
资产负债率(%)	72.55%

股价相对市场表现



数据来源: WIND

相关研究:

金融地产研究小组:

吴剑雄

(021) 68761616*8315

wujx@tebon.com.cn

张帆 (021) 68761616*8296

陶陟峰 (021) 68761616*8002

地址: 上海市福山路 500 号 26 楼

中国武夷 (000797)

浴火重生的老品牌地产企业

投资要点:

- 公司主营房地产开发和工程承包, 两项业务的经营历史都很长, 都是行业中的老品牌。经过近几年重大资产重组和报表处理, 目前公司资产干净简单而富有盈利能力。
- 公司已经有 20 多年的开发房地产开发历史, 目前已经成为实力较为强劲的全国性开发商, “武夷”品牌已经成为一个全国性地产品牌。公司目前已经进入开发的精细化经营阶段, 项目开发盈利能力将比往年有所提高。
- 截至 07 年底, 公司可以结算的项目储备约为 200 万平方米建筑面积, 权益建筑面积约 160 万平方米, 按照公司 07 年结算 30 万平方米的结算速度, 公司目前的土地储备足够未来 5 年开发需要。
- 公司很早就开始进入国际工程承包领域, 在该行业享有盛誉。我们判断, 08 年公司国际工程承包中标金额将在 10 亿元人民币左右。
- 我们预计公司 2008 年、2009 年和 2010 年主营业务收入分别为 24.51 亿元、27.24 亿元和 34.41 亿元, 净利润分别为 1.47 亿元、2.08 亿元和 2.68 亿元, 净利润增长率分别为 110.81%、41.34%和 28.89%, 每股收益分别为 0.38 元、0.53 元和 0.69 元。
- 公司目前股价为 7 元, 基本处于合理价值区间, 我们给与公司增持投资评级。

盈利及估值预测 (单位: 百万元、倍)

财务预测与估值	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入	2,049.91	2,452	2,725	3,442
主营收入增长率	47.5%	19.6%	11.1%	26.3%
净利润	69.78	147	208	268
净利润增长率	109.42%	110.81%	41.34%	28.89%
EPS	0.18	0.38	0.53	0.69
P/E	78	39	18	13
毛利率	19.54%	21.71%	22.47%	22.21%
净利率	3.40%	6.00%	7.63%	7.79%

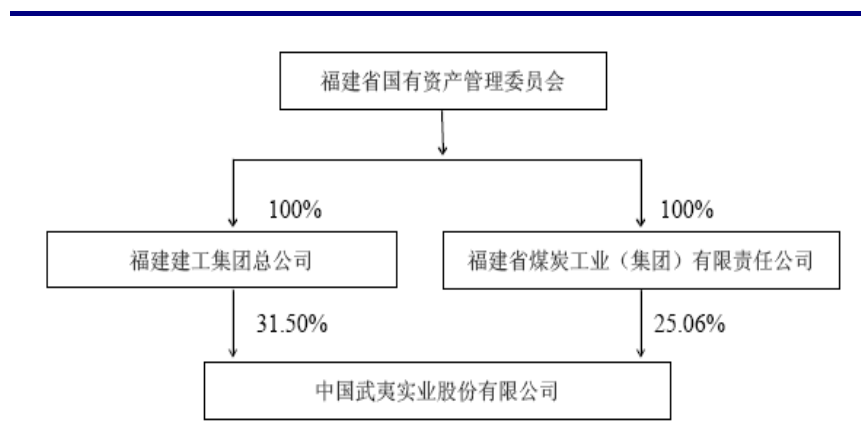
中国武夷：老品牌公司焕发新生机

公司主营房地产开发和工程承包，两项业务的经营历史都很长，都是行业中的老品牌。例如，公司 1982 年就进入非洲市场从事国际工程承包业务，1993 年就进入北京通州河东新城开发大型社区“武夷花园”，两项业务都有 20 多年的历史。

公司在股改前存在着较为严重的历史问题。例如，公司在治理结构上存在“一股（福建建工集团）独大”的问题，公司大股东占用上市公司非经营性资金问题严重，98 年香港金融危机给公司带来大量的低效资产，国际工程承包和房地产开发盈利能力不强，这些问题严重影响了公司业绩以及股价表现。

经过近几年重大资产重组和报表处理，这些制约公司发展的问題都得到了有效解决，目前公司资产干净简单而富有盈利能力。06 年末，大股东通过以资抵债、现金偿还等方式解决了全部资金占用问题，另外，公司通过资产重组，引入了新的大股东福建煤炭集团，解决了困扰公司的一股独大问题。目前，公司非流通股东只有福建建工集团和福建煤炭工业集团，两大股东在 06 年 7 月股改时均承诺 3 年不减持，充分显示出大股东对上市公司发展前景的信心。

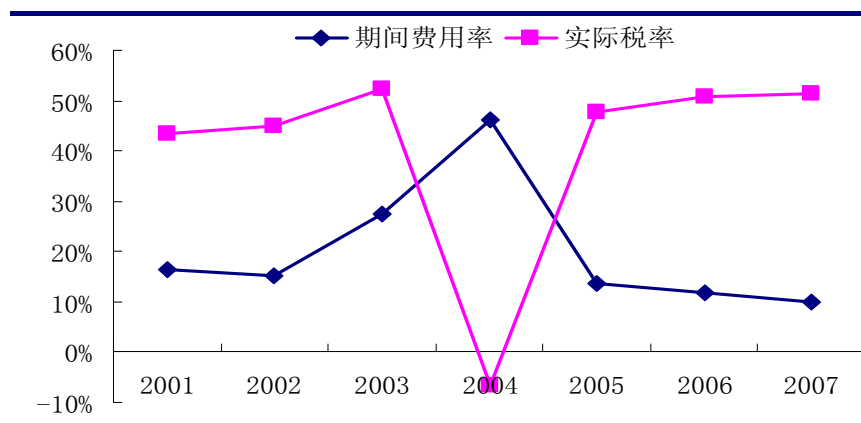
图 1 公司治理结构图



资料来源：公司年报、德邦证券研究所

随着公司资产清理规范，管理体制的完善，公司过去期间费用畸高的局面得到根本扭转，期间费率逐渐步入正常水平。公司期间费用率从 04 年的 46.17% 降低到 07 年的 10%，随着治理结构的进一步改善，公司新的管理团队到位，公司期间费用率还有进一步下降空间。另外，随着公司各个控股子公司盈利能力的提高，也将使得公司所得税率降低。

图 2 公司过去 7 年期间费用率和实际税率



资料来源：WIND、德邦证券研究所

地产业务：全国性老品牌开发商，未来业绩快速增长主动力

公司已经有 20 多年的开发房地产开发历史，目前已经成为实力较为强劲的全国性开发商。公司很早就在北京、福州、南京等地开发过大规模项目，目前已经进入开发的精细化经营阶段，项目开发盈利能力将比往年有所提高。公司通过多个大项目开发，在当地创下了良好的品牌和市场认知度，“武夷”品牌已经成为一个全国性地产品牌。

表 1 公司过去所开发的项目

所在城市	所开发项目	开发时间	占地面积
北京市通州区	武夷花园	1993 年	1500 亩
长春市经济技术开发区	武夷花园、武夷嘉苑	2002 年	150 亩
南京市江宁经济开发区	武夷花园、武夷商城、武夷绿洲	1997 年	1500 亩
重庆市南岸区	武夷滨江花园	2002 年	300 亩
福州市	武夷明珠、武夷嘉园、武夷绿洲、武夷春晓园等	1988 年	450 亩
福建省南平市	武夷花园	1993 年	300 亩
福建省漳州市	武夷名仕园、武夷花园	2002 年	150 亩

资料来源：公司网站、德邦证券研究所

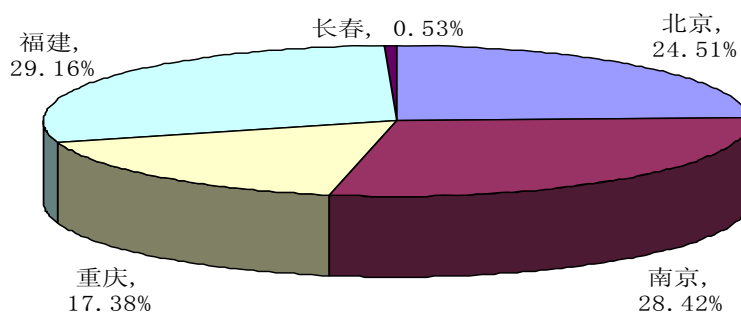
公司开发项目储备充沛

截至 07 年底，公司可以结算的项目储备约为 200 万平方米建筑面积，权益建筑面积约 160 万平方米，按照公司 07 年结算 29.24 万平方米的结算速度，公司目前的土地储备足够未来 5 年开发需要。

公司项目分布在北京、南京、重庆、福州、长春等城市，公司取得这些土地储备时间较早，取得成本很低。例如，北京武夷花园项目土地取得成本约为 90 万/亩，目前周边同类

地段地价约在 400-500 万/亩，南京武夷系列均在 02 年之前拿到，取得时的土地成本不足 60 万/亩。公司项目所在地城市房地产市场处于快速发展之中，加上公司房地产开发已经进入精细化经营阶段，我们看好公司这些项目未来的赢利能力。

图 3 公司项目储备分布图



资料来源：公司年报、德邦证券研究所

公司主要项目储备介绍

北京武夷花园

北京武夷花园地处北京东长安街延线，居于通州生活地产核心区域，距离国际贸易中心 18 公里。该项目占地 1500 亩，建筑面积达 100 多万平米，现已建成水仙园、牡丹雅园、紫荆雅园和月季园的一部分，全部建成将是可容纳 3.5 万人口的城镇化社区。

08 年在售项目为武夷花园月季园，位于小区东面位置，紧邻 6 环路，是武夷花园乃至通州河东新城的标志性建筑。它不仅秉承了武夷一贯的全明户型设计，而且拥有武夷花园成熟配套。公司 07 年计划月季园 16 万平方米（可售面积 12.6 万平方米）的施工和销售，同时抓紧南区的拆迁和规划审批，争取为 09 年开工打下基础。

月季园项目 08 年 3 月份已经开盘，目前平均售价为 7500 元/平方米。我们预计该项目 08 年结算 4.5 万平方米，成为 08 年结算主要项目，余下将在 09 年结算完毕。

南京武夷系列

南京武夷系列包括武夷商城、武夷绿洲和武夷花园。

武夷商城分 A、B、C 三个组团，占地约 110 亩，建筑总面积约 20 万平方米，其中住宅总面积约 16 万平方米，商业用房总面积约 4 万平方米。物业形态以小高层建筑为主，辅以少量多层住宅，同时设有大型商场和中、小型店铺并配有地下停车场，目前 C 组团在建，

我们预计其 3.25 万平方米将在 09 年结算。

武夷绿洲位于兴宁路与天元路交汇的西南方向，以多层住宅为主，小高层，高层，别墅住宅为辅。一期总建筑面积 8 万平方米，目前现在售的都是多层的一楼房源，目前售价约为 5500 元/平方米。该项目将成为公司未来 3 年结算主要部分，我们预计 08 年和 09 该项目分别结算 4.5 万平方米和 8 万平方米。

福州武夷系列

福州武夷系列包括福州武夷国际城、福州武夷绿洲。

福州武夷国际城是福煤房地产开发公司注进来的项目，该项目地处仓山区南江滨水乡温泉别墅西侧，该项目周边有南江滨公园、金山文体中心、金山剧院、文化局、福州群众艺术馆、为福州市中院办公大楼等，配套设施完善，该项目 06 年下半年销售，均价为 4000 元/平方米。

福州武夷绿洲位于福州市台江区福光南路，它北傍光明港及公园、东倚望鼓山、南临鳌峰公园，是福州市城市建设“东扩南进”战略中的东扩鼓山新区的第一站，地块占地近三百亩，分三期开发，建筑面积约 40 万平方米，预计用四年左右时间全部开发完成，该项目将建设成为福州市的标志性住宅小区。目前在售的有二期的 6 栋楼，市场均价约为 6600 元/平方米。该项目预计 08 年结算 8 万平方米，剩余 2 万平方米将在 09 年结算。

重庆武夷滨江

该项目地处重庆南岸区南滨路，南滨路定位于集休闲娱乐、旅游观光、商贸居住为一体的滨水花园城区。该项目总用地面积约 300 亩，总建筑面积约 36 万平方米。项目背靠规划中的阳家岗森林公园，面向长江直观渝中半岛，远眺两江相融，回望南山“一棵树”观景台、道家圣地老君洞和大金鹰，视野开阔。

该项目预计 08 年新开工面积 6.2 万平方米，竣工面积 4.1 万平方米，目前已经销售 2 万多平方米，均价 6500 元/平方米，目前在售的江景高层，目前的销售价格为 8000 元/平方米。该项目将成为未来三年结算的主要项目，预计未来三年分别结算 3 万平方米、8 万平方米和 12 万平方米。

我们预计公司 08 年、09 年和 2010 年结算面积分别为 28 万平方米、29 万平方米和 35 万平方米，公司房地产开发业务将是公司未来利润增长的主要驱动力。

国际工程承包业务：多年海外耕耘，终成今日开花结果

公司很早就开始进入国际工程承包领域，在该行业享有盛誉。公司早期的国际工程承包主要在香港和菲律宾，从 1982 年后进入非洲市场，近两年来在肯尼亚和赤道几内亚中标工程较多，打下了较好的基础。公司工程承包目前覆盖菲律宾、香港、肯尼亚、赤道几内亚等地区。1994 年以来，公司连续八年被美国《工程新闻记录》评为国际最大 225 家承包商之一，并三次荣获“国际知名承包商”奖牌，1996 年被福建省政府评为省“标兵企业”，1998 年公司通过 ISO9002 国际质量体系认证，1998 年受国家外经贸部表彰。

随着国际工程承包大环境的改善，公司在非洲市场工程承包中标金额将有望保持较为稳定的增长。中非合作论坛北京峰会的成功召开，为中非经贸合作发展注入了新的活力，会议通过了《中非合作论坛——北京行动计划》，指明了中非新型战略伙伴关系的发展方向，规划了今后 3 年中非务实合作的蓝图，在对外承包工程方面，将根据非洲国家的需要，推动中国有实力的企业积极与非洲国家探讨并参与大型基础设施建设领域的合作了。公司在非洲工程承包方面，已经有了良好的基础。2007 年，公司在肯尼亚和赤道几内亚中标了 3 个项目，中标金额达到 13.65 亿元人民币。在过去非洲国际工程承包过程，公司积累了丰富的国际市场机会把握经验，并在与当地政府打交道的过程中，积累了丰富的政府关系资源，这些资源将对公司后期工程承包具有良好的促进作用。在公司的实地调研过程中，我们判断，08 年公司国际工程承包中标金额将在 10 亿元人民币左右。

公司除了中标金额保持稳步增长外，国际承包工程业务模式也进行了改善，盈利能力得到有效提高。公司以前国际承包大部分只做总包，加上管理不善等原因，承包项目盈利能力不理想。而最近 2 年多来，公司加强了管理，增加了自有机器等固定资产投资，业务模式也打破了原来只做总包的模式，在分包的基础上，增加了勘察设计和自己施工，这些措施使得公司的国际工程承包业务盈利能力有所提高。

对于国际工程承包业务，我们的整体判断是，公司承包金额将会稳定增长，但是毛利率将难以有大的改善，毛利率将保持在 7%-8%，公司未来利润的主要增长点将依赖房地产业务。

表 2 公司今年来国际工程承包项目

序号	项目	合同标的	合同对方	合同金额 (亿元)	履行期限 (月)	签订日期	预计利润 (千万)
1	赤道几内亚 道路工程	赤道几内亚共和国恩圭一蒙 戈莫拓宽加固公路工程	赤道几内亚共和国财 政部和预算部	6.69	24	2007/12/11	5000
2	肯尼亚公路 工程	肯尼亚艾斯沃罗-麦瑞偶 (A2 标段) 公路工程	肯尼亚道路和公用工 程部	5.58	30	2007/9/10	4000

3	赤道几内亚 道路工程	赤道几内亚共和国德奇-恩特姆(KIE-NTEM)省艾比北宾(EBIBEB)城和蒙戈莫(MICOMESENG)县境内的29.75公里道路工程施工	赤道几内亚共和国城市基础设施建设部、财政和预算部	1.35	6	2007/3/6	1000
4	肯尼亚公路 工程	肯尼亚中部省 NYANDARUA 地区“敦多瑞-奥卡罗-恩加比尼”100公路修建工程项目	肯尼亚政府道路与公共工程部	3.87	24	2006/8/17	3000
5	肯尼亚机场	内罗毕肯尼杰莫肯雅(JKIA)塔国际机场4号航站楼停机坪、滑行道、停车场和附属设施工程项目	世界银行(占投资总额的10%)和肯尼亚机场管理局(占投资总额的90%)	2.93	10	2006/8/16	2500

资料来源：公司年报、德邦证券研究所

公司盈利预测

在经历了系列整改和资产清理之后，公司未来3年业绩将会提速。一方面，房地产开发业务将是公司业绩快速增长的主要驱动因素。随着公司房地产开发业务提速，商品房销售结算面积将增加，又由于房价稳中有升，公司土地储备原本很低的地价成本优势开始体现为高毛利率和高净利率。另一方面，随着公司非洲国际工程承包业务顺利进行，工程将按期结算，利润率也将会略有提高。

根据公司项目进度和开发计划，我们预计公司08年将销售结算27.87万平方米商品房，结算项目主要为北京武夷月季园、重庆武夷滨江花园和福州武夷绿洲，预计结算金额为17.28亿元；预计公司09年将销售结算28.93万平方米商品房，结算项目主要为重庆武夷滨江花园、南京武夷荷园和福州武夷系列，预计结算金额18.78亿元。

表3 公司预计未来3年结算面积和金额

	2007年	2008年	2009年	2010年
结算面积(万平方米)	29.24	27.87	28.93	35.05
结算金额(百万元)	14.45	1728.35	1878.25	2511.10

资料来源：德邦证券研究所

我们预计公司2008年、2009年和2010年主营业务收入分别为24.51亿元、27.24亿元和34.41亿元，净利润分别为1.47亿元、2.08亿元和2.68亿元，净利润增长率分别为110.81%、41.34%和28.89%，每股收益分别为0.38元、0.53元和0.69元。

估值及投资评级

PE 估值

经过前期房地产板块股价的深幅调整，我们重点关注的可比公司目前 08 年动态市盈率在 15-25 倍之间，平均为 17 倍；09 年动态市盈率在 10-15 倍之间，平均为 11 倍。我们认为，由于公司已经是老牌的全国性品牌，相对可比公司，公司项目储备较为充足，而且土地储备成本很低，国际工程承包也将为公司带来较为稳定的现金流，同时也有利于公司品牌的扩展，因此，我们判断可以较为乐观地给予公司 08 年 15-20 倍动态市盈率，由此相应的股价为 7.6 元，我们认为公司未来 6 到 12 个月的目标股价为 8 元。

公司目前股价为 7 元，相对 8 元的目标股价尚有 14% 左右的空间，公司目前估值基本处于合理价值区间，我们给与公司“增持”投资评级。

表 4 重点关注公司每股收益和市盈率

	4 月 25 日 股价	EPS			PE		
		2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E
万科 A	23.82	0.7	1.23	1.86	34	19	13
招商地产	23.3	1.37	2.26	3.45	17	10	7
保利地产	23.01	1.21	1.22	2	19	19	12
金地集团	14.56	1.15	0.97	1.46	13	15	10
栖霞建设	14.46	0.85	1.21	1.66	17	12	9
华发股份	20.54	1.15	1.1	1.72	18	19	12
中华企业	12.4	0.67	0.82	1.1	19	15	11
华侨城 A	16.1	0.57	0.65	0.92	28	25	18
北京城建	14.86	0.36	0.85	1.3	41	17	11
金融街	19.4	0.68	0.76	1.07	29	26	18
新湖中宝	7.57	0.23	0.27	0.39	33	28	19
名流置业	10.21	0.39	0.67	1.45	26	15	7
昆百大 A	13.57	0.56	1.15	1.75	24	12	8
福星股份	9.15	0.61	0.96	1.38	15	10	7
平均		0.75	1.01	1.54	24	17	11
中国武夷	7	0.18	0.38	0.53	39	18	13

资料来源：WIND、德邦证券研究所

风险提示

- 1、 由于宏观调控政策导致房地产市场出现大的波动，房价下跌，成交量下降，这将使得公司的房地产业务受到很大影响。
- 2、 非洲肯尼亚、赤道几内亚等国家政局不稳定等因素将会使得公司国际工程承包受到很大影响。
- 3、 人民币升值也将会影响公司国际工程承包，并可能会导致汇兑损失。

附表：合并损益表、合并资产负债表、现金流量表和重要财务指标

合并损益表

百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	1389.4	2049.9	2451.8	2724.5	3442.0
主营业务成本	1037.2	1516.7	1760.2	1935.2	2453.6
主营业务税金及附加	72.7	132.8	159.4	177.1	223.7
营业利润	279.6	400.5	532.2	612.2	764.6
财务费用	76.2	84.5	98.9	78.2	98.1
投资收益及其他	1.1	65.2	27.9	25.8	36.5
利润总额	116.1	192.9	314.1	369.2	462.1
所得税	59.1	99.2	143.1	137.3	170.2
净利润	33.3	69.8	147.1	207.9	268.0

合并现金流量表

百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	33.3	93.7	147.1	207.9	268.0
折旧摊销	37.4	65.6	71.0	71.5	72.0
财务费用	61.5	77.3	98.9	78.2	98.1
营运资本变动	193.2	59.1	(119.8)	(650.0)	(896.0)
其它	(21.8)	(14.4)	24.8	20.3	17.8
经营活动现金流	303.6	281.2	222.0	(272.1)	(440.0)
资本开支	(112.4)	(387.9)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
其它投资现金流	51.0	118.4	5.0	25.8	36.5
投资活动现金流	(61.3)	(269.5)	0.0	20.8	31.5
权益性融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债净变化	(76.2)	159.0	(40.2)	379.4	790.2
支付股利、利息	(89.5)	(138.4)	(98.9)	(78.2)	(98.1)
其它融资现金流	(0.0)	(20.3)	(41.7)	0.0	0.0
融资活动现金流	(165.8)	0.3	(180.8)	301.3	692.1
净现金流	655.7	78.9	41.2	50.0	283.6
企业自由现金流	321.2	175.8	250.6	(277.1)	(445.0)
权益自由现金流	324.3	280.1	69.8	24.2	247.1

合并资产负债表

百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产					
现金及等价物	401.0	410.0	451.2	501.2	784.8
应收款项	1083.9	1221.1	1189.1	1321.4	1669.4
存货净额	1913.6	1956.4	2222.9	2845.0	3718.2
其他流动资产	(410.6)	(394.5)	1.0	1.0	1.1
长期投资	437.1	257.4	257.4	257.4	257.4
固定资产	108.0	106.7	91.7	76.2	60.2
无形资产及其他资产	198.4	393.7	342.6	291.6	240.6

资产总计	3752.5	4256.7	4556.0	5293.9	6731.6
流动负债					
短期借款	1210.5	1270.5	430.3	9.8	0.0
应付款项	682.7	970.0	1173.5	1290.1	1635.7
其它流动负债	366.9	385.6	393.9	403.9	413.9
长期负债	333.6	462.3	1220.7	2020.7	2820.7
负债合计	2593.6	3088.5	3218.4	3724.5	4870.4
股东权益	985.7	999.3	1144.7	1352.6	1620.6
股本	389.5	389.5	389.5	389.5	389.5
资本公积	507.4	585.3	585.3	585.3	585.3
盈余公积	41.1	1.3	23.4	54.6	94.7
未分配利润	31.8	21.5	146.5	323.3	551.1
负债和股东权益合计	3752.5	4256.7	4556.0	5293.9	6731.6

重要财务指标

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
每股指标(元)					
每股收益	0.09	0.18	0.38	0.53	0.69
每股经营现金流	0.78	0.72	0.57	-0.70	-1.13
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.53	2.57	2.94	3.47	4.16
关键运营指标(%)					
ROIC	5.5%	9.4%	9.0%	11.1%	10.9%
ROE	3.4%	7.0%	12.9%	15.4%	16.5%
毛利率	20.1%	19.5%	21.7%	22.5%	22.2%
EBIT Margin	13.7%	13.7%	15.7%	15.5%	15.2%
EBITDA Margin	16.4%	16.9%	18.6%	18.1%	17.3%
收入同比增长	23.5%	47.5%	19.6%	11.1%	26.3%
净利润同比增长	38.3%	109.4%	110.8%	41.3%	28.9%
资产负债率	69.1%	72.6%	70.6%	70.4%	72.4%
固定资产资产周转率	12.87	19.21	26.74	35.77	57.21
总资产周转率	0.37	0.48	0.54	0.51	0.51
有效税率	30.9%	23.2%	46.0%	32.6%	32.5%
分红收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标(倍)					
P/E	83.2	39.7	18.9	13.3	10.3
P/B	2.81	2.77	2.42	2.05	1.71
EV/Sale	3.9	2.8	2.3	2.3	2.2
EV/EBITDA	23.9	16.4	12.6	12.9	12.5

资料来源：德邦证券研究所

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。