

買入

2008年11月3日

房地產開發銷售收入穩定，收費公路業務帶來有力補充

- **上半年房屋銷售理想:**公司上半年入賬的銷售樓面面積約為 9.38 萬平方米，銷售金額為 10.5 億元，物業銷售單價同比上漲 40%，達到 11,200 元/m²；上半年尚未入賬的已銷售面積為 20 萬平方米，金額達到 24.74 億元。未來 2 年公司計畫將年入賬面積逐步增加到 50 萬平方米。
- **收費公路業務收入增長穩定:**公司於 2007 年 4 月-2008 年 1 月先後增加了北二環 20%的權益和虎門大橋 2.78%的權益，為公司帶來了長期穩步增長的收益。2008 上半年北二環日均車流量及日均路費增長為 17.9%和 6.6%，虎門大橋的增長為 21.3%和 16.9%。西二環從 2006 年底開始通車，今年才算是進入了穩定經營期，2008 上半年日均車流量及日均路費增長為 84.8%和 100%。西二環也是公司最具成長性的項目。
- **竣工面積增多，租金收入 2010 年將大幅增長:**公司未來將大力發展房地產開發業務，竣工面積在 2009 年將達到 56 萬平方米，也保障了公司未來的房地產物業銷售；2010 年公司即可將“西塔”錄入投資物業，西塔的竣工將會為公司帶來逾 7 億元的物業租金收入，2010 年公司投資物業收入將大幅增長為 11 億元。突出的建造資質將有助於降低公司物業開發的風險。
- **財務健康，現金流充裕:**預計公司 2008 年淨負債率為 69.2%，但公司手頭現金 42 億元，未來僅有 6 億元的預付地價，銀行仍有 60 億元左右的貸款額度，因此，雖淨負債率偏高，但公司有足夠的現金可以應付未來發展，因此公司財務仍為健康的。
- **12 個月目標價 0.88 港元，買入評級:**我們根據 P/E 估值分析結果，首次給予公司 12 個月目標價為 0.88 港元，對應公司 2008、2009 年和 2010 年盈利預測的市盈率為 4.3

第一上海研究部

0755-33367898

主要資料

行業	房地產
股價	0.56 港元
目標價	0.88 港元 (+57.1%)
股票代碼	0123
已發行股本	71.3 億股
市值	39.9 億港元
52 周高/低	3.49 / 0.44 港元
每股資產淨值	2.08 港元
主要股東	越秀企業(集團)有限公司 (46.81%)

盈利摘要

年結日: 31/12	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
收入(百萬港元)	4,658	7,065	9,822	11,443	11,563
變動(%)	17.8%	51.7%	39.0%	16.5%	1.0%
淨利潤(百萬港元)	713	1,072	1,529	1,644	2,329
攤薄每股收益(港元)	0.104	0.153	0.213	0.229	0.325
變動(%)	-73.1%	45.3%	37.8%	7.6%	41.7%
市盈率(倍)	5.4	3.7	2.6	2.4	1.7
每股股息(港元)	0.042	0.049	0.064	0.069	0.097
息率(%)	7.6%	8.8%	11.4%	12.3%	17.4%

來源: 公司資料, 第一上海

股價表現



來源: 彭博

目 錄

目 錄.....	2
廣州市政府的視窗企業.....	4
越秀集團旗下最具實力的綜合性公司.....	4
越秀交通---廣東省內優秀的高速公路及國道收費公路公司.....	5
造紙業務---擁有 70 余萬噸的新聞紙產量.....	5
房地產信託---首只投資於中國內地的房地產信託基金.....	5
房地產開發業務分析.....	7
廣州房地產“價量齊跌”.....	7
2008 上半年物業銷售 15.2 萬平米.....	7
公司土地儲備增加到 331 萬平米.....	8
2010 年入賬面積將達到 53 萬平米.....	9
“西塔”竣工將使投資物業收入增加明顯.....	10
其他業務增長分析.....	11
收費公路增長穩定.....	11
越秀房地產信託完成收購後，旗下物業資產愈加優良.....	12
成本價格上漲使造紙業務經營困難.....	14
財務分析.....	15
收入假設.....	15
2007—2010 年公司收入複合年均增長率為 40.71%.....	17
公司毛利率分析.....	17
2007—2010 年公司淨利潤複合年均增長率為 25.48%.....	18
ROE 和 ROA.....	19
現金、負債情況.....	19
估值.....	21
行業估值分析.....	21
視窗企業估值分析.....	21
P/E 估值結果 0.88 港元.....	22
首次給予公司 12 個月目標價 0.88 港元，買入評級.....	22

投資風險.....	23
附錄 1：越秀投資廣州物業分佈圖	24
資料來源：公司資料.....	24
附錄 2：越秀交通收費公路專案位置圖	25
資料來源：公司資料.....	26
附錄 3：主要財務報表	27

廣州市政府的視窗企業

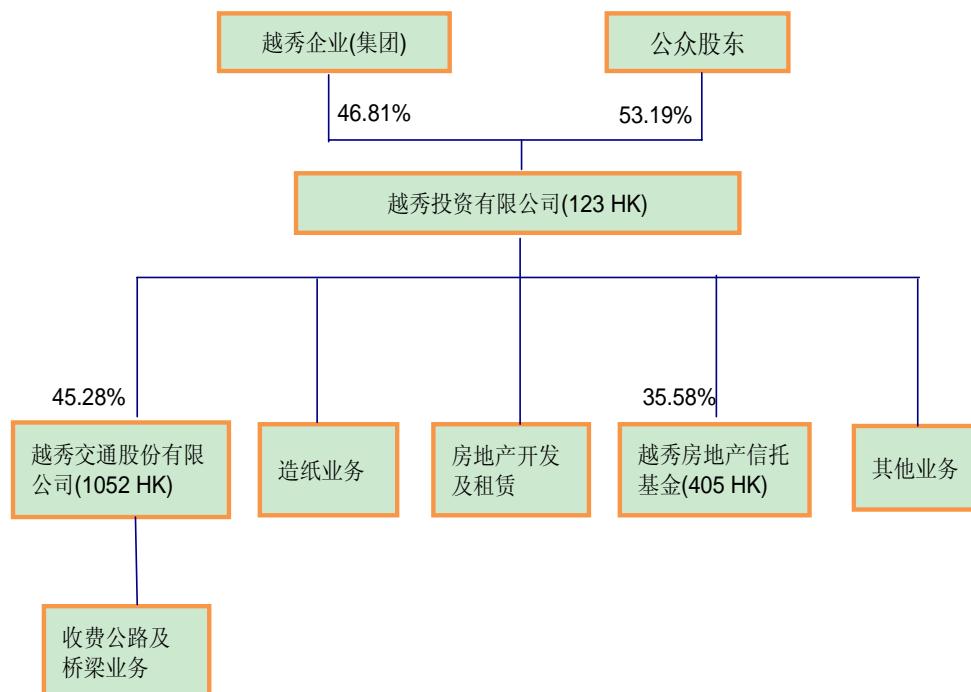
越秀集團旗下最具實力的綜合性公司

越秀投資為廣州市視窗企業中的龍頭公司

越秀企業(集團)有限公司是廣州市政府在 1985 年在香港設立的商貿企業，經過 20 多年的發展，形成業務範圍包括地產、交通、水泥、造紙、酒店、金融證券、電池製造等多個產業，控股總資產逾 400 億元。旗下擁有以房地產開發為核心業務的越秀投資有限公司(0123 HK)，以路橋收費為核心業務的越秀交通有限公司(1052 HK)和以大型商場和高檔寫字樓出租為核心業務的越秀房地產投資信託基金(405 HK)三家上市公司。越秀投資又是這其中最具實力團的綜合性公司。公司於 1992 年 12 月在香港聯交所上市，總股本為 71.3 億股，越秀企業(集團)為公司最大單一股東，持股 33.3 億股，占總股本 46.81%；公司又持有越秀企業(集團)旗下的另外 2 家上市公司股份，公司持有越秀交通 45.28%的股權，持有越秀房地產投資信託基金 35.58%的股權。

越秀投資旗下業務包括：收費公路及橋樑、造紙、房地產開發及租賃、房地產信託等。2007 年公司實現營業收入 70.6 億(單位：港元，下同)，其中房地產業務收入 45.8 億元，收費公路及橋樑業務收入 8.7 億元，造紙業務收入 16.1 億元，公司實現淨利潤 10.7 億元。

圖表 1：公司股權及業務結構圖



資料來源：公司資料

越秀交通---廣東省內優秀的高速公路及國道收費公路公司

越秀交通擁有 13 個收費公路及橋樑專案，總長度為 324.3 公里

越秀交通有限公司於 1997 年 1 月在香港聯交所上市，公司及其附屬公司的主要業務是以廣東省內的高速公路及國道收費公路為主。公司在 1997 年上市時投資的收費公路及橋樑總長度僅為 146.9 公里，經過 10 多年的發展，公司擁有收費公路及橋樑總長度為 324.3 公里，其中公司於 2007 年 3 月收購廣州北二環高速公路公司額外的 20% 股權，令越秀交通持有北二環高速公路公司權益由 40% 提高到 60%；2007 年 9 月以人民幣 1.9 億元收購廣東虎門大橋公司 2.78% 的權益，令越秀交通持有虎門大橋公司股權由 25% 提高到 27.78%。現今公司共有 13 個收費公路及橋樑專案。

圖表 2：越秀交通旗下公路介紹

旗下公路簡介 附屬公司	長度(公里)	闊度(行車線)	收費站	公路類型	應占權益	經營期限(年)
廣深公路	23	6	1	一級公路	80.0%	19
廣汕公路	64	4	2	二級公路	80.0%	19
廣從公路第一段	33	6	1	一級公路	80.0%	19
廣從公路第二段	33	6	1	一級公路	51.0%	19
和 1909 省道	33	4	1	一級公路	51.0%	19
廣花公路	20	6	1	一級公路	55.0%	20
西臨高速公路	20	4	3	高速公路	100.0%	9
北二環高速公路	42	6	9	高速公路	60.0%	25
湘江二橋	2	4	1	網架式橋梁	75.0%	14
聯營及合資公司						
虎門大橋	16	6	4	懸索橋梁	27.8%	22
北環高速公路	22	6	11	高速公路	24.0%	16
清連公路						
107 國道	253	2	4	二級公路	24.0%	21
連接清遠市及連州市的公路	215	4	5	一級公路	24.0%	21
汕頭海灣大橋	7	6	1	懸索橋梁	30.0%	21
西二環高速公路	40	6	5	高速公路	35.0%	24

資料來源：公司資料

造紙業務---擁有 70 余萬噸的新聞紙產量

9 號機組投產，增加 28 萬噸新聞紙產量

越秀集團造紙業務以廣州造紙股份有限公司為主。主要產品有“金頁牌”膠印新聞紙。2007 年生產能力 45 萬噸，2008 年上半年南沙廠區設計年產能 28 萬噸 9 號機組開始運行，使公司年新聞紙產能增長到 70 余萬噸。公司新聞紙的主要供給香港及廣州本地報紙發行企業。

房地產信託---首只投資於中國內地的房地產信託基金

收購新都會大廈後可出租面積增加到 21 萬平米

越秀房地產基金為全球首只投資於中國內地物業的上市房地產投資信託基金，該信託於 2005 年 12 月於香港聯交所上市。越秀房地產基金旗下共有 5 項位於廣州市的商業物業，全部是從越秀投資公司購得，其中 4 項物業於信託上市前購得，新都會大廈則為 2008 年上半年購得。收購完成後，越秀房地產信託共擁有 210,032 平米的可出租面積。

圖表 3：越秀房地產信託基金旗下物業介紹

物業	類型	位置	產權面積 (m ²)	可出租總面積 (m ²)	評估值 (百萬港元)
白馬大廈	批發市場	越秀區	50,199	50,129	3215
財富廣場	甲級寫字樓	天河區	40,356	40,356	697
城建大廈	甲級寫字樓	天河區	42,397	42,397	504
維多利廣場	零售商場	天河區	27,689	27,262	645
新都會大廈	甲級寫字樓	越秀區	61,964	49,887	779
總計			222,606	210,032	5,840

資料來源：公司資料，第一上海

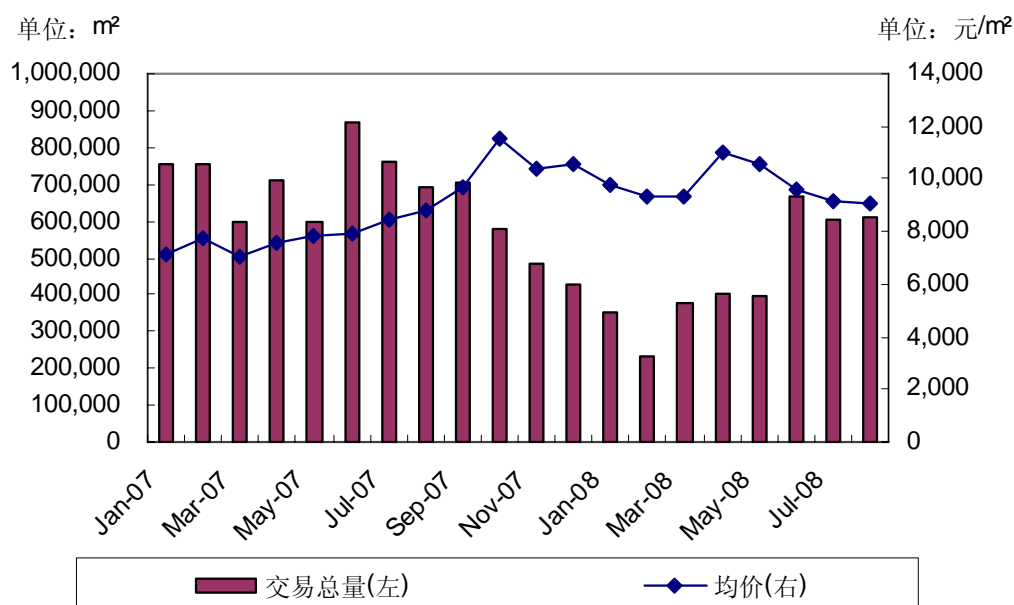
房地產開發業務分析

廣州房地產“價量齊跌”

廣州市房地產市場受行業調整，成交均價明顯下滑

國內房地產市場自2007年“9·27”之後進入了漫長的行業調整期，全國各地房價也在經歷了一輪急速上漲之後也開始回落，伴隨房價下滑的還有房屋成交量，廣州所處的珠江三角洲成爲這次調整重災區。廣州市2008年上半年商品住宅交易面積爲242萬平方米，同比下跌了43%，但交易均價同比卻上升了31%，至9,925元/m²，與2007年10月的最高價11574元/m²，也僅下跌了16.6%，廣州地區整體房價仍有下降的空間，但廣州市的天河區、海珠區、白雲區和荔灣區的房價由於是老城區，改善需求旺盛，下調的空間並不大。房屋成交由於房價的下跌也有所反彈，2008年8月的房屋成交量已相當於去年9月份的水準，雖然廣州市呈現出“價量齊跌”，但廣州作爲中國第三大城市，城市化的進程和人口紅利的因素，我們還是比較看好在調整結束之後的廣州房地產市場。

圖表 4：廣州市新開發住宅交易量和價格情況



資料來源：陽光家園，第一上海整理

2008 上半年物業銷售 15.2 萬平米

2008 年上半年物業銷售理想

2008 年上半年越秀投資物業銷售樓面面積 15.2 萬平米，完成合同銷售金額 19.2 億元，在廣州市整體物業銷售同比大幅下跌的情況下，物業銷售情況達到公司預期。公司 2008 年上半年入賬樓面面積爲 15.6 萬平米，同比上升 4.6%，入賬的平均單價爲 11,200 元/m²，同比上升 40%。但由於廣州房地產市場的行業調整，我們預計 2008 年全年入賬的平均價格將會比上半年的有所降低，預計在 9,500 元/m²。公司在 2008 年上半年有已銷售但尚未入賬樓面面積 20 萬平米，金額達到 24.7 億元。

圖表 5：2008 年上半年已銷售但尚未入賬物業情況

項目	地區	用途	面積(m ²)
翠城花園	廣州市海珠區	住宅	103,700
南沙濱海花園	廣州市南沙區	別墅	31,800
可逸豪園	廣州市海珠區	住宅	17,000
逸泉山莊	從化市	別墅	15,700
嶺南雅院	廣州市白雲區	住宅	10,800
其他			21,000
合計			200,000

資料來源：公司資料，第一上海

公司土地儲備增加到 331 萬平方米

2007 年僅購得金沙洲可
建面積 16 萬平方米地塊

越秀投資至今共擁有土地儲備 331 萬平方米，土地儲備全部位於廣州市及廣州市周邊地區。公司在今年上半年以 7.5 億元投得廣州市白雲區金沙洲可建面積為 16 萬平方米地塊，地價成本約 4,584 元/m²。公司在 2007 年年底以 5 億元取得廣州市白雲區金沙洲可建面積為 14 萬平方米的 2 幅地塊，地價成本約為 3,700 元/m²。這塊地塊也是公司在 2007 年取得的唯一一塊地。公司以一貫的謹慎原則，在 2007 年地價飆升的時候沒有盲目拿地，只是在年底取得金沙洲地塊，也使得公司沒有附上資金鏈和地成本的壓力。公司取得的金沙洲地塊成本相對低廉，3 幅可建面積為 30 萬平方米的地塊的平均成本為 4,200 元/m²，周邊商品房的銷售均價約為 8,000 元 / m²，這也保證了公司開發出可銷售物業後可取的較高的收益，公司其他的土地儲備則全為 2007 年以前取得，成本則更為低廉。

圖表 6：越秀投資土地儲備情況

項目	地區	類型	權益	可建面積(m ²)
南沙濱海花園	廣州南沙區	別墅/寫字樓/商業	95%	1,490,000
荔灣物業（水泥廠地塊）	廣州荔灣區	100%中小戶型	95%	451,600
江南新苑	廣州海珠區	住宅	95%	230,000
翠城花園	廣州海珠區	住宅	95%	181,000
珠江新城 B2-10	廣州天河區	寫字樓	95%	173,400
逸泉山莊	從化市	別墅	95%	146,000
金沙洲 B3709B07	廣州白雲區	住宅	95%	68,135
金沙洲 B3709B08	廣州白雲區	住宅	95%	71,116
江南新村三、四期	廣州海珠區	住宅	95%	138,000
體育大廈	廣州越秀區	寫字樓	95%	125,000
珠江新城 D3-7	廣州天河區	寫字樓	95%	106,800
其他項目			95%	150,000
合計				3,331,051

資料來源：公司資料，第一上海

2010年入賬面積將達到53萬平方米

2008年將調減新開工面積，但公司開發速度呈逐年加快之勢

公司計畫 2008-2010 年的入賬面積為 40 萬平方米、56 萬平方米和 53 萬平方米。公司 2007 年底物業在建面積為 184 萬平方米，2008 年上半年新開工面積為 18 萬平方米，公司下半年計畫開工 70 萬平方米，總開工面積將達到 272 萬平方米。由於廣州市房地產行業銷售形勢嚴峻，公司適時的調整了新開工計畫，在保持中心城區的開工計畫不變的前提下，推遲了郊區樓盤的開發進度，將原計劃 118 萬平方米的計畫調減到 88 萬平方米。雖然公司調整了新開工樓盤的面積，但公司的開發速度還是呈逐步加快之勢。公司 2008-2010 的入賬面積逐年增加，2010 年不僅入賬的供發售面積達到 53 萬平方米，公司還將其重點放在投資物業“西塔”上，竣工面積將達到 45 萬平方米，這也符合公司做大做強房地產開發業務的計畫。公司 331 萬平方米的土地儲備按照現在的開發進度，已足夠公司未來 5 年左右的發展，公司也將繼續運用和廣州市政府的良好關係，繼續加大優質的土地儲備。

圖表 7：2008-2010 入賬面積情況

項目	權益	入賬面積 (m ²)	銷售均價 (元/m ²)	收入 (百萬人民幣)
2008 入賬項目				
嶺南雅院(原富海花園)	95%	40,000	8,000	304.0
南沙濱海花園	95%	145,000	8,500	1,170.9
逸泉山莊	95%	50,000	6,500	308.8
翠城花園	95%	76,000	10,000	722.0
維多利廣場塔樓	95%	30,000	20,000	570.0
越秀城市廣場	95%	60,000	15,000	855.0
合計		401,000	9,802	3,930.6
2009 入賬項目				
翠城花園	95%	133,000	10,000	1,263.5
可逸豪園(江南新村 4 期)	95%	162,000	11,000	1,692.9
嶺南雅院(原富海花園)	95%	50,000	8,000	380.0
南沙濱海花園	95%	200,000	8,500	1,615.0
逸泉山莊	95%	20,000	6,500	123.5
合計		565,000	8,982	5,074.9
2010 入賬項目				
南沙濱海花園	95%	240,000	8,500	1,938.0
逸泉山莊	95%	146,000	6,500	901.6
金沙洲(B07\B08)	95%	140,000	10,000	1,330.0
合計		526,000	7,927	4,169.6

資料來源：公司資料，第一上海

“西塔”竣工將使投資物業收入增加明顯

西塔竣工使得公司2010年租金收入達到11.2億元

2008年上半年公司不僅出售了新都會大廈給越秀房產信託，還出售了1.15萬平方米的部分商舖及停車場等投資物業，至今公司擁有73萬平方米左右的投資物業。上半年租金及管理費收入為3.15億港元，同比增長24.3%。公司投資物業大部分處於廣州市的老金融區，租金相對於珠江新城的寫字樓租金要低廉，但客戶相對穩定，也確保了公司投資物業收入的穩定。公司及政府的重點專案——“西塔”將於2009年底竣工，“西塔”位於廣州未來CBD珠江新城的核心位置，可建面積45萬平方米，樓高432米，共103層，1-67層為寫字樓，70-100層為酒店，酒店約占80,000平方米。西塔寫字樓部分將全部用於出租，周邊同類寫字樓的月租金約為230元/m²，預計2010年單寫字樓的租金年收入就將達到6.7億元，加上酒店收入，2010年整個西塔年收入將達到10億元，西塔的竣工也使得公司投資物業的租金收入在2010年時達到12億元。

圖表 8：越秀投資現有投資物業情況

項目名稱	地區	類型	可出租面積 (單位：平方米)
天匯城(廣州東站)	廣州天河區	商業	85,019
錦漢大樓	廣州荔灣區	寫字樓	45,833
廣源文化中心	廣州白雲區	商業	32,000
祥康商貿大廈	廣州白雲區	寫字樓/商業	28,862
黃石花園	廣州白雲區	商業	29,000
宏發大廈	廣州天河區	寫字樓	17,000
江興大廈	廣州海珠區	寫字樓	16,000
越秀城市廣場	廣州越秀區	商業	15,476
星匯國際	廣州天河區	商業	12,797
其他項目(含 5500 個車位)			448,000
合計			729,987

資料來源：公司資料，第一上海

其他業務增長分析

收費公路增長穩定

08年上半年收入同比增長 32%

2008年上半年，越秀交通實現營業收入4.94億元，實現淨利潤3.3億元，同比增長32%，上半年由於雪災、地震的影響，取得這樣的業績，殊為不易，越秀投資持有越秀交通45.28%的權益，分享錄得1.49億元的盈利。

08年上半年高速公路日均車流量及日均路費增長明顯，而1、2級公路則出現負增長

公司於2007年4月收購了北二環高速公路20%的股權，使公司所持有的權益由40%提高到60%，2008年1月增加了虎門大橋2.78%的權益，使公司持有的權益由25%增加到27.78%，公司一系列的收購，帶來了長期穩步增長的收益。2008年上半年北二環日均車流量及日均路費增長為17.9%和6.6%，虎門大橋的增長為21.3%和16.9%。西二環從2006年底開始通車，今年才算是進入了穩定經營期，2008年上半年日均車流量及日均路費增長為84.8%和100%。西二環也是公司最具成長性的項目。高速公路收入穩步增長，但公司的1、2級公路的收入則出現了負增長。廣深公路日均車流量及日均路費同比減少27.3%和23%，清連公路日均車流量及日均路費同比減少42.1%和60.8%，省級減少的原因主要因為高速公路網路的日益完善，廣東境內的高速公路收費標準略低，以及2008年上半年的自然災害，使得貨運集裝箱車輛的車流量減少明顯，不過由於下半年貨運高峰的來臨以及高速公路日益增多的車流，會使得1、2級公路的貨運車車流相對2008年上半年有所增長。

圖表 9：越秀交通各收費公路車流量預測

	2007		2008E		2009E		2010E	
	日均收費車流量(架次/天)	每輛車加權平均路費(元人民幣)	日均收費車流量(架次/天)	每輛車加權平均路費(元人民幣)	日均收費車流量(架次/天)	每輛車加權平均路費(元人民幣)	日均收費車流量(架次/天)	每輛車加權平均路費(元人民幣)
附屬公司								
廣深公路	19,458	6.3	13,621	4.9	12,259	4.9	11,278	4.9
廣汕公路	22,613	9.4	19,221	8.0	19,413	8.0	19,607	8.0
廣從公路第一段	11,910	11.6	10,124	10.1	10,225	10.1	10,225	10.1
廣從公路第二段和 1909 省道	18,779	7.3	15,962	6.4	14,685	6.4	13,951	6.4
廣花公路	10,673	8.6	10,673	8.4	10,673	8.4	10,673	8.4
西臨高速公路	37,366	13.1	38,487	13.4	41,566	13.4	44,891	13.4
北二環高速公路	68,514	18.3	78,791	19.2	90,610	19.2	104,201	19.2
湘江二橋	5,661	10.9	6,623	11.1	7,286	11.1	8,014	11.1
聯營及合資公司								
虎門大橋	61,863	44.7	77,329	44.7	92,795	44.7	111,353	44.7
北環高速公路	164,006	11.0	164,006	10.7	167,286	10.7	170,632	10.7
清連公路	14,635	16.7	10,245	6.7	9,220	6.7	8,298	6.7
汕頭海灣大橋	11,346	38.7	12,481	38.3	14,353	38.3	16,506	38.3
西二環高速公路	5,914	29.9	11,828	29.9	21,290	29.9	31,936	29.9

資料來源：公司資料，第一上海

越秀交通 2008 年預計收入 2008 年的高速公路收入增長迅速將帶動公司全年收入增長，預計 2008 年收入為 10.5 億元，至 2010 年，公司收入將增長到 12.7 億元。聯營公司收入至 2010 年將達到 4.79 億元，合營公司中由於西二環公路 2006 年年底通車，因此預計 2008 年將繼續計提折舊，將虧損 1,500 萬元，至 2010 年西二環公路將產生收入 6,200 萬元。

圖表 10：越秀交通收入預測

單位：百萬港元	2008E	2009E	2010E
附屬公司	全年收入	全年收入	全年收入
廣深公路	28	25	23
廣汕公路	64	65	66
廣從公路第一段	43	43	43
廣從公路第二段和 1909 省道	43	39	37
廣花公路	38	38	38
西臨高速公路	216	233	252
北二環高速公路	635	730	840
湘江二橋	31	34	37
總計	1,097	1,208	1,336
聯營及合資公司			
虎門大橋	403	483	580
北環高速公路	176	180	183
清連公路	7	6	6
汕頭海灣大橋	60	69	80
西二環高速公路(2006 年底通車)	52	93	140
聯營公司收入	410	473	549
合營公司收入	(8.1)	33.5	80.2

資料來源：第一上海

越秀房地產信託完成收購後，旗下物業資產愈加優良

收購將增強越秀房產信託市場競爭力

越秀房地產信託於 2008 年 6 月完成收購越秀投資旗下物業新都會大廈，收購方式為支付 4.72 億元現金和 65,972,687 股越秀房產信託發行的基金單位，也使得越秀投資應占越秀房地產信託權益由 31.33% 增至 35.58%。收購完成後，越秀房產信託可出租面積由原先的 160,145 平米增至 210,032 平米，收購不僅使得越秀房產信託壯大了資產規模，增強了市場競爭力，也使得越秀投資可以更加專注於房地產開發業務，達成“雙贏”的結果。

出租率穩中有升，帶動公司租金收入上升

2008 年上半年，越秀房產信託實現經營收入 2.32 億元，可分配收入 1.32 億元，同比增長 18.8%，收購完成後，旗下 5 個物業重估值為 58.4 億元，每個基金單位資產淨值約為 3.86 元。2008 年上半年，物業整體出租率為 98.6%，比去年同期的 98% 增加了 0.6 個百分點，由於新都會大廈剛剛完成收購，與租戶續約仍在進行中，新都會大廈的出租率僅為 88.8%，至今出租率已升至 97.1%。我們預計 2008 年越秀房產信託實現收入 4.76 億元，可分配收入為 2.62 億元，2010 年收入將增長到 5.52 億元，可分配收入將達到 3.04 億元。這樣 2008-2010 年將給越秀投資帶來聯營公司收入為 9,300 萬元、1.04 億元和 1.08 億元。

圖表 11：越秀房產信託盈利預測

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
白馬大廈					
出租率	99.8%	99.2%	99%	99%	99%
月租金(RMB/m ²)	415.6	444.5	488.9	513.3	539.0
租約份數	1299	1300	1300	1300	1300
收入(百萬 RMB)	250.0	267.4	291.2	305.7	321.0
到期租約占已出租面積	不適用	2.26%	0.37%	27.05%	62.77%
到期租約占基本月租總額	不適用	0.95%	0.55%	35.54%	59.84%
財富廣場					
出租率	99.5%	98.8%	99%	99%	99%
月租金(RMB/m ²)	94.0	106.6	122.6	134.9	141.6
租約份數	79	80	80	80	80
收入(百萬 RMB)	45.5	51.6	58.8	64.7	67.9
到期租約占已出租面積	不適用	31.72%	47.54%	7.97%	4.25%
到期租約占基本月租總額	不適用	31.41%	45.12%	10.29%	5.18%
城建大廈					
出租率	96.0%	97.3%	99%	99%	99%
月租金(RMB/m ²)	81.6	88.6	101.9	106.9	112.3
租約份數	76	65	65	65	65
收入(百萬 RMB)	41.5	45.1	51.2	53.8	56.4
到期租約占已出租面積	不適用	0	23.50%	4.22%	19.23%
到期租約占基本月租總額	不適用	0	26.72%	4.43%	9.71%
維多利廣場					
出租率	100%	92.4%	95%	95%	95%
月租金(RMB/m ²)	99.1	116.0	145.0	152.2	159.9
租約份數	16	20	20	20	20
收入(百萬 RMB)	32.4	37.9	45.1	47.3	49.7
到期租約占已出租面積	不適用	0.82%	4.61%	2.31%	0.00%
到期租約占基本月租總額	不適用	1.92%	9.09%	4.16%	0.00%
新都會大廈					
出租率	不適用	不適用	97%	97%	97%
月租金(RMB/m ²)	不適用	不適用	90.0	94.5	99.2
收入(百萬 RMB)	不適用	不適用	30.5	54.9	57.6
收入					
合計收入(百萬港元)	424.7	462.1	547.9	605.0	635.2
可分配利潤(百萬港元)	206.7	225.9	301.4	332.7	349.4
越秀投資所占股權	31.3%	31.3%	35.6%	35.6%	35.6%
聯營公司收入(港元)	64.8	70.8	107.2	118.4	124.3

資料來源：公司資料，第一上海

成本價格上漲使造紙業務經營困難

預計造紙業務未來3年
僅能維持盈虧平衡

越秀投資旗下的造紙業務經營依舊困難，儘管國內紙價經過多次上調，但由於原材料和能源價格的上漲，使得造紙業務的毛利率跌至9%。在上半年南沙廠區設計產能28萬噸的9號機組運行投產，使得公司新聞紙產能升至70余萬噸，但5、6、7號機組由於規模較小，成本相對較高，競爭力薄弱，公司上半年為需淘汰的廠房及設備預提減值撥備約為2.46億元，淨利潤錄得虧損9,800萬元，而2007年造紙業務僅實現淨利潤2,100萬元。我們預計造紙業務經營困難的局面在短期內難以改變，但由於產量的上升將帶動銷量的上升，因此造紙業務將維持在盈虧平衡點附近。由於產能上升至70余萬噸，我們預計2008-2010年造紙業務將實現銷售收入分別為30.6、32.1及33.7億元，但由於原材料和能源價格上漲，因此我們對未來3年造紙業的淨利潤預測為0元。

財務分析

收入假設

越秀投資旗下主要的高速公路、造紙、房地產開發、投資物業和房地產信託業務，我們財務模型充分考慮到行業和公司現在和未來潛在的變化，予以預測。

越秀交通 08-10 年收入預測分別為：10.5 億元、11.5 億元和 12.7 億元。

高速公路業務收入預測，我們是基於越秀交通過往3年各公路日車流量及每輛車平均路費，以及2008年中報變化進行預測。我們適度的調高了高速公路及橋樑的日車流量，例如：北環高速公路和湘江二橋我們對08-10年的日車流量增長預測分別為20%、15%、15%；於2006年年底通車的西二環高速公路我們則預期比較樂觀，對08、09、10年的日車流量增長預測為100%、80%、50%。相應的也調低了省級公路的車流量預測，例如：我們將清連公路08-10年的日車流量預測調低20%、10%、10%，廣深公路和廣從公路我們也相應調低了預測車流量。我們對每輛車平均路費的收入增長則比較保守，預計整體的平均車費每年增長2%左右。基於我們對越秀交通的車流量和平均車費的預測，越秀交通08-10年收入預測分別為：10.5億元、11.5億元和12.7億元。

造紙業務 08-10 年銷售收入預測為 30.6 億元、32.1 億元、33.7 億元。

造紙業務在2007年時產能為45萬噸，在2008上半年9號機組的投產使得產能增長到70萬噸左右，由於原材料和能源價格的上漲，新聞紙在2008年上半年的銷售價為5000元/噸，我們預計未來3年新聞紙的平均銷售價格約為4500元/噸，因此我們預計造紙業務08-10年銷售收入為30.6億元、32.1億元、33.7億元。

越秀房產信託基金 08-10 年的預測租金收入為 4.77 億元、5.26 億元、5.53 億元

越秀房地產信託基金旗下共有5項物業，其中2007年白馬大廈的租金收入占到整個信託基金收入的66.5%。白馬大廈在08-10年到期租約占基本月租總額別的比例為0.55%、35.5%、59.8%，在08、09年租約到期較少。由於白馬大廈位於廣州市小商品市場最發達的火車站區域，租戶不續租或商鋪無人租的情況發生的概率很小，基於人工管理成本的上升，逐步加租也是公司正在進行的，租戶對加租還是能夠接受的。因此，我們預計08年白馬大廈加租10%，09、10年分別加租5%，其餘的4個物業，出租率也能夠維持在97%左右。我們預計越秀房產信託基金08-10年的租金收入為4.77億元、5.26億元、5.53億元

08-10 年物業銷售收入預測為 39.3 億元、50.7 億元、41.7 億元。

越秀投資的房地產開發業務，08-10年預計入賬面積為40萬平米、56.5萬平米、52.6萬平米。我們於08年7月對公司正在銷售的樓盤進行了考察，其中翠城花園至今即以銷售10萬平米，可逸豪園已銷售3萬平米，嶺南雅院至今已銷售2.5萬平米，這3個專案所在地區均為廣州的老城區，自住需求旺盛，加上銷售價格和周邊樓盤相近，因此銷售情況良好。08年入賬的維多利廣場塔樓和越秀城市廣場則在上半年就已銷售完畢。南沙濱海花園、逸泉山莊由於所處的地點離廣州較遠，因此受到了這次房地產行業調整的影響，但公司房屋建造的品質和較低的銷售價格，使得在現階段這2處的房屋銷售情況良好，我們預計按照現在的銷售進度，公司應該可以完成入賬面積。因此，我們預計08-10年物業銷售收入為39.3億元、50.7億元、41.7億元。

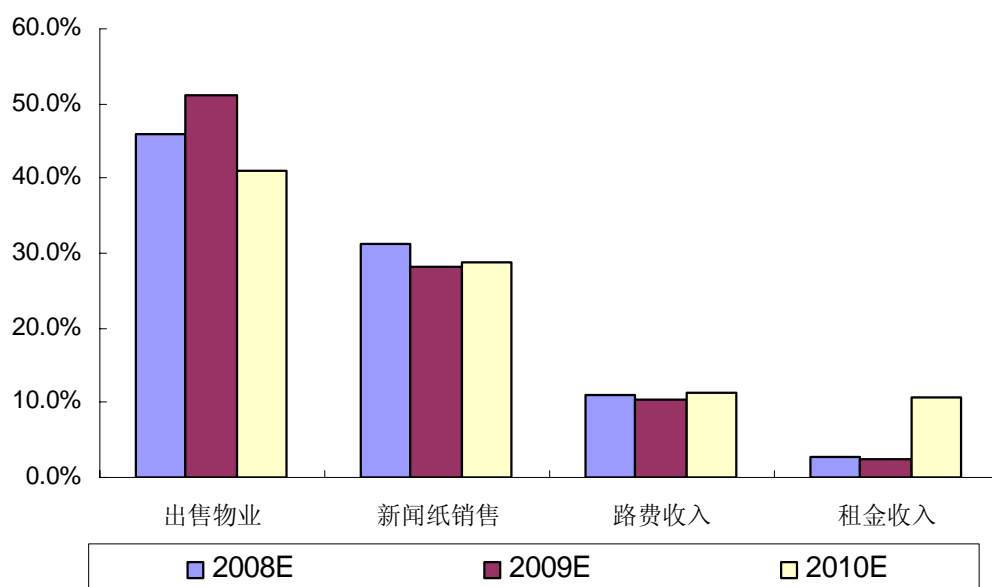
08-10年投資物業租金收入 越秀投資的投資物業業務，至今公司投資物業共有73萬平米，包括商鋪、寫字樓、停車場等。公司2007年投資物業租金收入2.62億元，由於公司的投資物業多位於廣州市老城商務區，寫字樓及商鋪出租相對穩定，因此預計總租金收入每年可增加5%。2010年“西塔”即可轉作出租物業使用，作為廣州市的新地標，廣州市政府將會協助“西塔”的招租工作，因此我們預計“西塔”在2010年的出租率即可達到80%左右，周邊寫字樓的租金多在230元/m²以上，我們保守預計“西塔”的租金也為230元/m²，因此僅“西塔”的租金就為9.44億元。我們預計公司投資物業的租金收入08-10年為2.75億元、2.89億元、12.5億元。

圖表 12：公司營業收入

單位：百萬港元	2008E	2009E	2010E
出售物業	4,518	5,833	4,793
新聞紙銷售	3,058	3,211	3,372
來自公路業務路費收入	1,097	1,208	1,336
物業管理費收入	289	318	350
租金收入	275	289	1,247
其他	584	584	584
年度收益	9,822	11,443	11,681

資料來源：第一上海

圖表 13：各業務占比情況

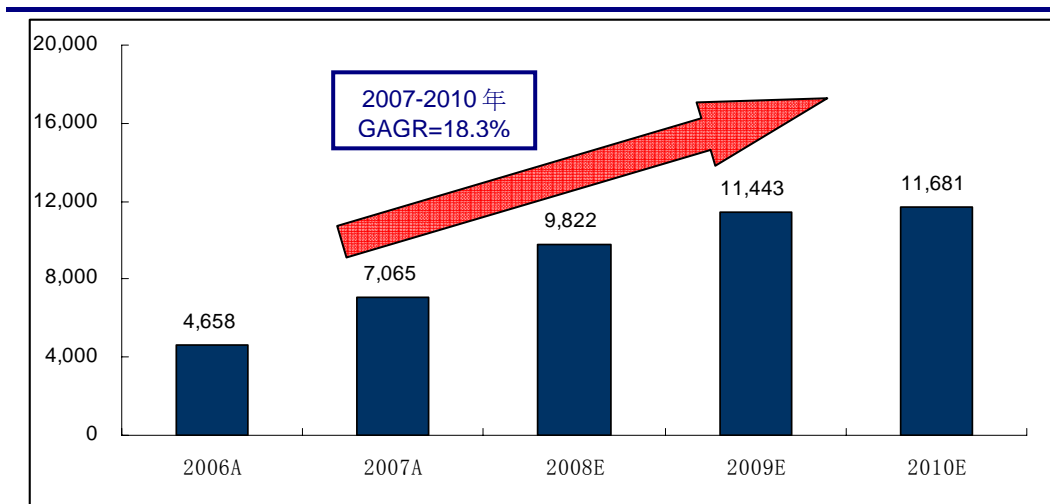


資料來源：第一上海

2007–2010 年公司收入複合年均增長率為 40.71%

2007-2010 年收入複合年 我們預測公司 2008–2010 年的收入分別為港元 98.2 億元、114.4 億元和 116.8 億元。2007–2010 年銷售收入複合平均增長率為 18.3%。

圖表 14：公司營業收入



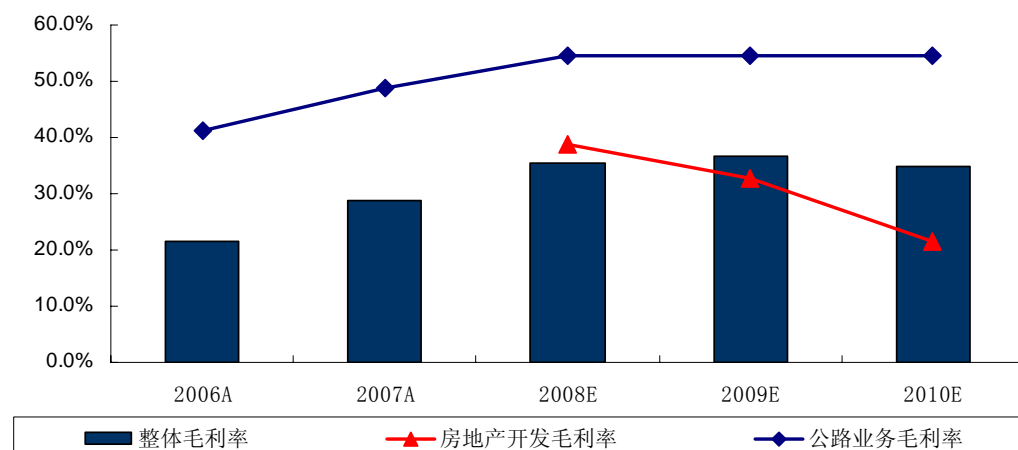
資料來源：公司資料，第一上海

公司毛利率分析

未來三年公司整體毛利率高於 2007 年水準

根據我們對公司房地產開發業務銷售價格和成本的測算，2008–2010 年公司房地產開發業務的毛利率分別為 38.8%、33.2%、21.6%，房地產開發業務的毛利率呈逐年下降的趨勢，主要由於 2008 年的物業銷售中有一部分為毛利率較高的商舖和寫字樓，2010 年入賬的物業由於銷售價格相對較低，因此使得當年的房地產開發業務毛利率降低；收費公路業務因收購和新公路的開通使得公司毛利維持在較高的水準，2008–2010 年的預測毛利率為 54.7%、54.5%、54.6%。造紙業務由於原材料和能源價格的上漲，我們預計 2008–2010 造紙業務的收益為 0；投資物業租金收入在 2010 年的占比大幅上升到 10%，也將彌補房地產開發業務毛利率的下降。結合各類業務情況，測得公司 2008–2010 年的整體毛利率為 35.3%、36.7% 和 34.7%。

圖表 15：公司毛利率分析

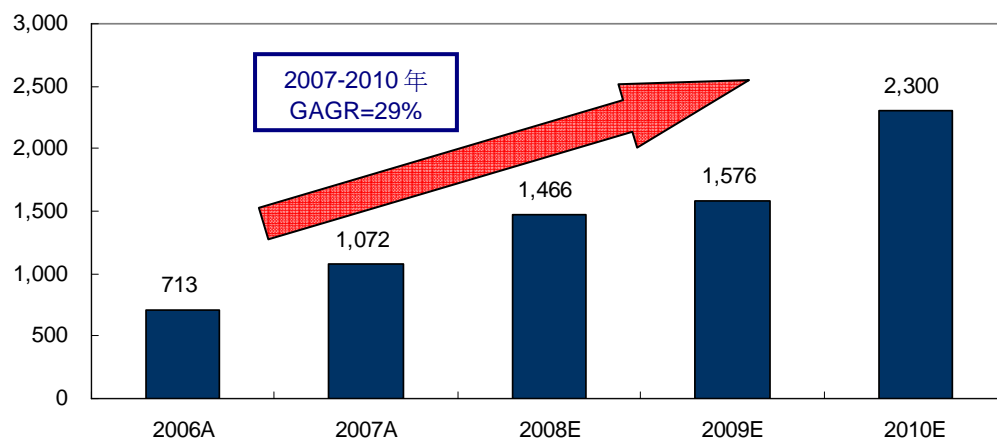


資料來源：公司資料，第一上海

2007—2010 年公司淨利潤複合年均增長率為 25.48%

2007-2010 年淨利潤複合預測公司 2008—2010 年的淨利潤分別為人民幣 14.66 億元、15.76 億元和 23 億元。2007—2010 年淨利潤複合平均增長率為 29%。

圖表 16：公司淨利潤

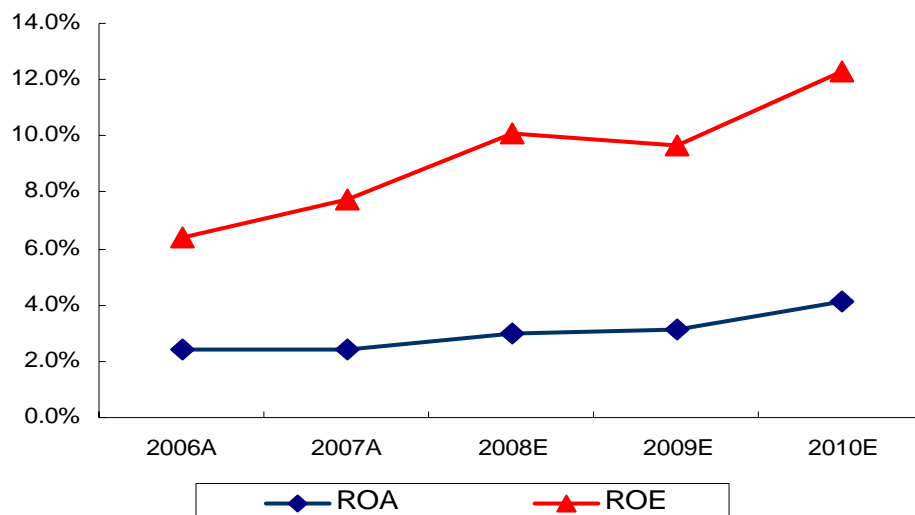


資料來源：公司資料，第一上海

ROE 和 ROA

未來三年 ROE 高過 2007 年水準 預測公司 2008–2010 年的 ROA 將由 2007 年的 2.4% 變為 3.0%、3.1% 和 4.3%，對應的 ROE 由 2007 年的 7.7% 變為 10.1%、9.6% 和 12.6%。

圖表 17：ROE 和 ROA



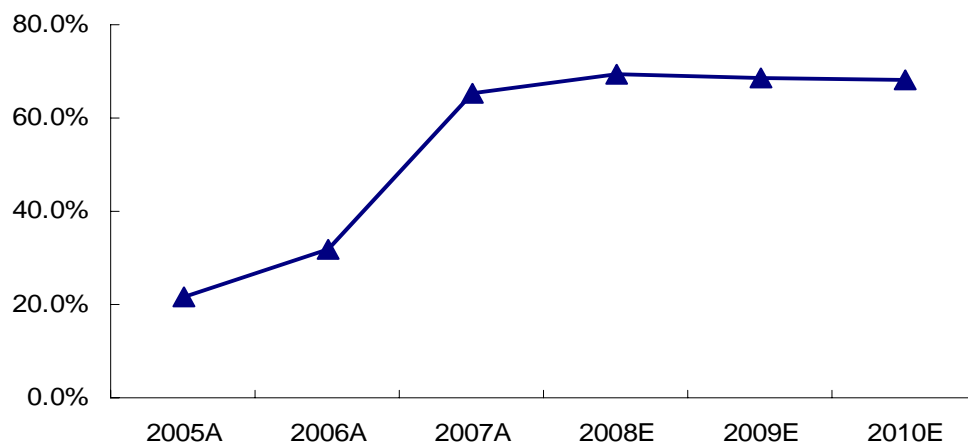
資料來源：公司資料，第一上海

現金、負債情況

09 年淨負債率為 68.5%。

公司現金流情況良好，08 年中期手頭現金 42 億元，由於 07 年增加土地儲備很少，至今只有 6 億元的未付地價，預計會在 08 年年底付出，銀行尚有 60 億元的可動用貸款額度。公司至今的貸款總額為 142 億元，短期貸款 33 億元，長期貸款 70 億元，其餘為無固定還款期限貸款。預測公司 2008–2010 年的淨負債比率為 69.2%、68.5%、68.2%，在內房股中處於中間水準。

圖表 18：淨負債率情況



資料來源：公司資料，第一上海

圖表 19：內房股淨負債率情況

		1H08 淨負債率
1	soho 中國	無負債
2	上海證大	無負債
3	保利地產	34.3%
4	碧桂園	34.5%
5	里安房地產	42.2%
6	遠洋地產	42.8%
7	中國海外	50.3%
8	雅居樂	60.2%
9	華潤置地	66.3%
10	合生創展	67.5%
11	越秀投資	67.8%
12	綠城中國	112.7%
13	首創置業	112.8%
14	複地集團	122.5%
15	富力地產	144.6%

資料來源：第一上海

估值

行業估值分析

根據公司業務分佈及未來發展方向，我們選取了香港的房地產公司於公司進行比較，所選取的房地產公司 2008-2010 的平均 P/E 為 5.8、3.6、2.9 倍。

圖表 20：香港地產公司預測估值情況

名称	代码	股价(港元)		EPS(港元)			P/E		
		2008-10-31	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	
中国海外	688	8.48	0.689	1.015	1.280	12.3	8.4	6.6	
华润置地	1109	7.60	0.483	1.120	1.663	15.7	6.8	4.6	
上海复地	2337	0.90	0.429	0.496	0.497	2.1	1.8	1.8	
远洋地产	3377	2.00	0.800	0.986	0.795	2.5	2.0	2.5	
瑞安房地产	272	1.72	0.782	0.774	0.591	2.2	2.2	2.9	
绿城中国	3900	2.32	1.012	1.421	4.011	2.3	1.6	0.6	
SOHO中国	410	2.25	0.334	0.600	0.807	6.7	3.8	2.8	
越秀投资	123	0.56	0.204	0.220	0.314	2.7	2.5	1.8	
行业平均						5.8	3.6	2.9	

資料來源：第一上海

視窗企業估值分析

我們也選取了一些地方政府的視窗企業和同公司業務模式相近的公司進行比較，2008-2010 年的平均 P/E 為 8.4、7.5、6.5 倍。

圖表 21：視窗企業估值情況

名称	代码	股价(港元)		EPS(港元)			P/E		
		2008-10-31	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	
北京控股	392	30	1.745	2.051	2.401	17.2	14.6	12.5	
上海实业控股	363	12	2.243	2.41	2.643	5.3	5.0	4.5	
粤海投资	270	2.3	0.274	0.299	0.324	8.4	7.7	7.1	
越秀投资	123	0.56	0.204	0.220	0.314	2.7	2.5	1.8	
行业平均						8.4	7.5	6.5	

資料來源：彭博。

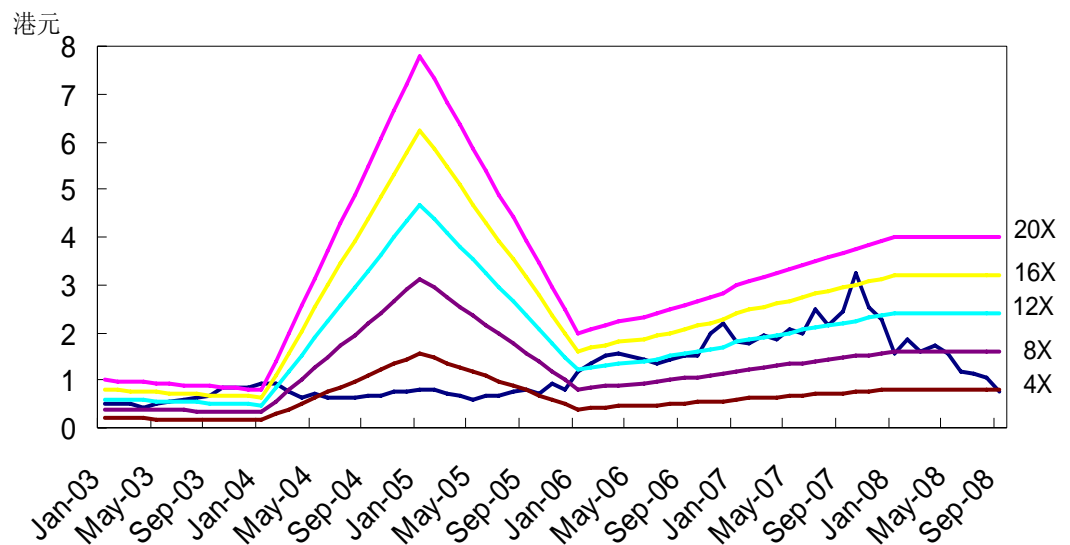
P/E 估值結果 0.88 港元

P/E 估值結果為 0.88 港元 鑒於公司的業務多樣化，房地產開發只是公司大力發展的方向，但比重還是偏小，加上公司還有現在幾乎無盈利的造紙業務，並且在未來幾年仍難以改變現狀，但我們仍然看好公司在未來的房地產開發業務的發展，因此越秀投資業務性質與內房股接近，所以我們選取接近于內房股平均的 4 倍 09 年市盈率，P/E 估值結果為 0.88 港元。

首次給予公司 12 個月目標價 0.88 港元，買入評級

12 個月目標價 0.88 港元 根據我們的預測，公司 2008–2010 的 EPS 分別為港元 0.204 元、0.22 元和 0.321 元，對公司綜合 P/E 估值方法分析結果，首次給予公司 12 個月目標價為 0.88 港元，該價格相當於 2008–2010 年預測盈利的 4.3 倍、4 倍和 2.7 倍市盈率，目標價較現價 0.56 港元有 57.1% 的上升空間，買入評級。

圖表 22：PE Band



資料來源：彭博，第一上海

投資風險

➤ 房地產行業調整導致物業出售遭遇寒冬

房地產行業進入調整期，全國的房屋銷售“價量同跌”，市場觀望氣氛濃厚，公司未來的房屋銷售，無論是銷售價格還是銷售數量，都會受到行業調整的影響，房地產開發業務可能會遇到困境。

➤ 投資物業租賃業務租金下調

中國經濟增速放緩以及房地產的行業調整，可能會影響到廣州市的商業物業的租賃價格，導致公司投資物業的租金下調。

➤ 造紙業務原材料價格上升造成虧損

原材料價格和能源價格的上漲導致新聞紙出廠價格的上漲，報紙銷售量的下降，也會導致公司新聞紙業務陷入困境。

➤ 經濟下滑，高速公路車流量下降風險

中國經濟增長減速，居民實際購買力的下降，石油價格高企，導致公司高速公路車流量下降。

➤ 視窗企業，政府產業佈局和發展規劃風險

作為廣州市政府對外的視窗企業，受到廣州市政府政策的影響，如果政府的產業佈局和發展規劃發生改變，將影響到公司發展。

➤ 投資物業公平值變動

房地產行業的調整，使得房地產資產價格下降，如果調整繼續，公司投資物業的公平值將可能下降。

➤ 全球金融危機導致證券市場投資風險增加

全球的金融危機將加大證券市場的投資風險，也將加大公司股票價格的波動。

附錄 1：越秀投資廣州物業分佈圖



資料來源：公司資料

附錄 2：越秀交通收費公路專案位置圖



廣東省內項目位置圖
Location Map of Toll Road Projects inside Guangdong Province

- | | |
|--|--|
| <div data-bbox="145 1173 798 1339">  <p>1 廣深公路 Guangshen Highway
屬 107 國道其中一段，是連接廣州市和深圳市的主要公路之一。全長約 23.1 公里，其中黃埔大沙地至南崗為六線行車道，長約 11.7 公里，南崗至新崗為四線行車道，長約 11.4 公里。
It is a section of National Highway 107 and is one of the major roads connecting Guangzhou City and Shenzhen City. The total length is approximately 23.1 km, of which the section from Dashadi in Huangpu to Nangang measures approximately 11.7 km long with six lanes and the section from Nangang to Xintang measures approximately 11.4 km long with four lanes.</p> </div> <div data-bbox="145 1355 798 1467">  <p>2 廣汕公路 Guangshan Highway
為 324 國道其中一段，長約 64.0 公里，四線行車道，是連接廣州市和粵東地區的主要公路之一。
It is a section of National Highway 324 with a total length of approximately 64.0 km with four lanes and is one of the major highways connecting Guangzhou Municipality and the eastern region of Guangdong Province.</p> </div> <div data-bbox="145 1482 798 1648">  <p>3 廣從公路第一段 Guangcong Highway Section I
屬 105 國道其中一段，長約 33.3 公里，六線行車道，主要連接廣東省和江西等華東省份之間的省際公路，也是廣州市市區和廣州市東北面溫泉渡假村所在地從化市之間的市際交通。
It is a section of National Highway 105, measures approximately 33.3 km long with six lanes. It mainly connects inter-provincial traffic between Guangdong Province and provinces in Eastern China such as Jiangxi and intra-municipality traffic between Guangzhou and Conghua City in the northeast, where a hot spring resort is located.</p> </div> <div data-bbox="145 1664 798 1892">  <p>4 廣從公路第二段及 355 省道 Guangcong Highway Section II & Provincial Highway 355
廣從公路第二段，長約 33.1 公里，六線行車道，是連接廣東省和江西等華東省份之間的省際公路，也是廣州市市區和廣州市東北面溫泉渡假村所在地從化市之間的市際交通。355 省道，長約 33.3 公里，四線行車道，是連接廣東和湖南兩省的省際公路。
Guangcong Highway Section II measures approximately 33.1 km long with six lanes which connects inter-provincial traffic between Guangdong Province and provinces in Eastern China such as Jiangxi and intra-municipality traffic between Guangzhou and Conghua City in the northeast, where a hot spring resort is located. Provincial Highway 355 measures approximately 33.3 km long with four lanes which connects inter-provincial traffic between Guangdong and Hunan provinces.</p> </div> <div data-bbox="145 1908 798 2018">  <p>5 廣花公路 Guanghua Highway
全長約 20.0 公里，六線行車道，連接廣州市市區及廣州新機場所在地的花縣區的主要公路之一。
It measures approximately 20.0 km with six lanes which is one of the major highways connecting the urban area of Guangzhou City and the suburb of Huadu District where the New Guangzhou Airport is located.</p> </div> | <div data-bbox="821 1173 1474 1317">  <p>6 虎門大橋 Humen Bridge
全長約 15.9 公里六線行車之高速公路懸索橋，連接廣州市番禺區和東莞市，兩端連接廣深高速公路及廣珠東線高速公路。
An expressway of approximately 15.9 km long with a six-lane suspension bridge linking Panyu District of Guangzhou Municipality and Dongguan City. Its two ends are connected to the GS Superhighway and Guangzhou Zhuhai Eastern Expressway.</p> </div> <div data-bbox="821 1332 1474 1456">  <p>7 北二環高速公路 GNSR Expressway
全長 42.4 公里，六線行車道上設有九座互通立交，連接廣州市北部共十一條省道、國道和高速公路。
A six-lane 42.4 km expressway with nine intersections which connects eleven provincial, national highways and expressways in the north of Guangzhou Municipality.</p> </div> <div data-bbox="821 1471 1474 1594">  <p>8 北環高速公路 Northern Ring Road
全長約 22.0 公里，六線行車道，位於廣州市市區，東連廣深高速公路，西接廣佛高速公路。
It is located in the urban area of Guangzhou City with total length of approximately 22.0 km with six lanes. It links the GS Superhighway in the east and the Guangzhou Foshan Expressway in the west.</p> </div> <div data-bbox="821 1610 1474 1756">  <p>9 清遠公路 Qinglan Highways
位於廣東省西北部，是連接廣東和湖南兩省地區的一條重要通道，其中包括一級公路約 215.2 公里，四線行車道和二級公路約 253.0 公里，二線行車道。
Consist of a Class I Highway of approximately 215.2 km long with four lanes and a Class II Highway of approximately 253.0 km long with two lanes. They are located in the northwestern part of Guangdong Province and is a major access connecting Guangdong Province and Hunan Province.</p> </div> <div data-bbox="821 1771 1474 1926">  <p>10 西二環高速公路 GWSR Expressway
全長約 39.6 公里，雙向六車道，與廣州市北二環高速、京珠高速、廣花高速、新機場高速、廣三高速以及國道 324、321、105、106、107 等公路連接。
A 39.6 km expressway with six lanes in dual direction which connected to GNSR Expressway, Jingzhu Expressway, Guanghua Expressway, New Airport Expressway, Guangsan Expressway and National Highways 324, 321, 105, 106, 107.</p> </div> |
|--|--|

廣東省外項目位置圖
Location Map of Toll Road Projects outside Guangdong Province



資料來源：公司資料

附錄 3：主要財務報表

財務報表摘要

損益表						財務分析					
〈百万港元〉, 財務年度截至〈十二月〉											
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测		2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
营业收入	4,658	7,065	9,822	11,443	11,563	增长率(%)					
-物业销售	2,628	4,322	5,391	6,736	5,727	收入	17.8	51.7	39.0	16.5	1.0
-其他	2,030	2,742	4,431	4,708	5,837	经营利润	-56	38	57	9	36
销售成本	-3,656	-5,040	-6,351	-7,242	-7,627	盈利分析(%)					
毛利	1,002	2,025	3,471	4,201	3,936	毛利	21.5	28.7	35.3	36.7	34.0
其他收入	0	99	0	0	0	经营利润	22.3	25.1	25.8	27.0	36.1
行政费用	-519	-531	-743	-892	-1,071	净利润	15.3	15.2	15.6	14.4	20.1
经营利润	1,037	1,771	2,533	3,095	4,180	其他(%)					
公平值变动	747	362	11	12	1,563	有效税率	25.8	22.2	26.6	27.8	24.7
利息支出	-194	-355	-537	-591	-635	流动比例	122.4	170.8	163.7	175.6	178.3
联营公司收入	375	418	509	625	754	派息比率	40.8	32.2	30.0	30.0	30.0
税前利润	1,375	1,891	2,975	3,254	4,420	ROE	6.4	7.7	10.1	10.0	13.2
税项	-355	-420	-792	-904	-1,093	ROA	2.4	2.4	3.1	3.2	4.4
税后利润	1,020	1,471	2,184	2,349	3,328	估值					
少数股东权益	307	400	655	705	998	P/Sales (x)	0.8	0.5	0.4	0.4	0.3
净利润	713	1,072	1,529	1,644	2,329	PE (x)	5.4	3.7	2.6	2.4	1.7
每股收益(港仙)	10.42	15.33	21.31	22.92	32.47	P/Cash flow (x)	2.7	13.4	不适用	不适用	5.0
每股派息(港仙)	4.25	4.93	6.39	6.88	9.74	息率(%)	7.6%	8.8%	11.4%	12.3%	17.4%
资产负债表						现金流量表					
〈百万港元〉, 財務年度截至〈十二月〉											
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测		2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金及现金等价物	2,306	3,588	4,183	4,101	4,011	经营利润	1,037	1,771	2,533	3,095	4,180
应收帐款	1,006	1,313	1,402	1,341	1,194	折旧	220	375	413	454	499
存货	6,414	10,863	13,350	14,918	15,336	经营资产变动	1,927	-2,012	142	-1,810	-527
其他流动资产	464	1,374	1,480	1,295	1,255	税项	-28	522	-607	-433	-692
无形资产	0	0	0	0	0	其他	-1,745	-367	-2,715	-1,550	-2,656
其他固定资产	878	1,069	1,316	1,158	1,105	经营现金流	1,411	289	-235	-244	804
联营公司	3,893	3,539	4,192	4,192	4,192	资本支出	-2,645	-8,887	-127	-219	-1,928
固定资产	14,661	22,280	23,152	23,971	26,399	联营公司投资	-119	355	-654	0	0
资产总额	29,622	44,144	49,200	50,977	53,493	其他	0	0	0	0	0
短期负债	2,076	2,550	3,334	3,834	4,409	投资现金流	-2,764	-8,532	-781	-219	-1,928
应付帐款	6,056	6,933	8,608	7,888	7,171	新增股份	0	0	0	0	0
其他流动负债	190	453	531	610	641	债务变动	359	6,787	1,620	1,046	1,148
长期借款	3,763	10,076	10,911	11,457	12,030	派息	-285	-342	-459	-493	-699
递延税项	2,561	3,275	3,360	3,696	4,066	其他	289	3,089	370	-251	505
其他长期负债	0	0	0	0	0	财务现金流	363	9,534	1,531	301	955
负债总额	14,645	23,386	26,744	27,485	28,317	现金变动	-990	1,292	515	-162	-170
股东权益	11,137	13,830	15,157	16,444	17,623	汇对改变	70	-10	80	80	80
少数股东权益	3,839	6,929	7,299	7,048	7,553	期初现金	3,226	2,306	3,587	4,182	4,100
总权益	14,976	20,759	22,456	23,492	25,176	期末现金	2,306	3,587	4,182	4,100	4,010
净负债率	31.7%	65.4%	66.4%	68.0%	70.5%	调整	0	0	1	1	1
每股净资产(港元)	1.6	1.9	2.1	2.3	2.5	现金及现金等价物	2,306	3,588	4,183	4,101	4,011

資料來源：公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。