上海复地

买入

2005 年 11 月 11 日

立足上海，面向全国

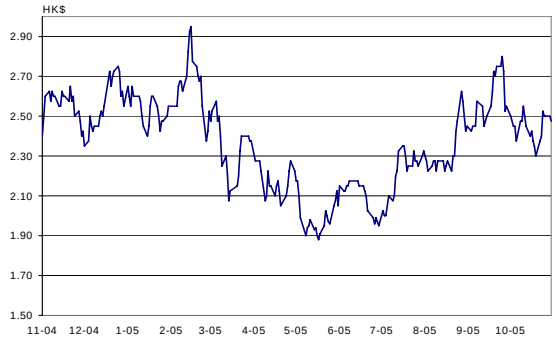
- 上海复地为国内大型房地产开发商之一，拥有全国性的项目布局，土地储备丰富。现时在国内七个城市总共拥有在建项目建筑面积 181 万平方米，土地储备建筑面积 479 万平方米，公司以开发中低端住宅项目为主，别墅与商业项目为辅，使公司销售数量得到长期的保障。
- 政府在过去两年出台了一系列针对房地产市场过热的调控措施，抑制了上海及周边地区投机性交易，有利于房地产市场长期健康发展。在行业整合的过程中，像上海复地这样的大型发展商将获得更多收购的机遇，而在此过程中受益。未来楼市交易量回暖将成为触发公司股价上涨的因素。
- 尽管上海及周边地区房价出现下降的情况，但是公司拥有土地的价格很低，因此我们认为公司在未来两年内依然能够保持 40%以上的毛利率。
- 香港会计准则变更对公司今年收入确认带来一定影响，但是根据重列的会计数据，公司今明两年盈利依然保持高速增长。而公司帐上拥有 7.65 亿港元现金以及 20 亿元人民币的贷款配额，足以应付未来项目收购与开发。
- 我们给予上海复地 3.01 港元目标价，较其每股资产净值（NAV）约有 25%的折让，分别为 05 年与 06 年预计市盈率为 9.1 倍和 5.7 倍市盈率。相比现价有 19.2%的上涨空间，建议买入。

1 港元＝1.04 元人民币

主要数据

行业	房地产
股价	2.525 港元
股票代码	2337
已发行股本	23.53 亿股
市值	64.5 亿港元
52 周高/低	3.025 港元/1.86 港元
每股帐面值	RMB￥1.50
主要股东	复星高科技（50.64%）

股价走势



来源: 彭博

盈利摘要

12月31日会计年结	2002	2003	2004	2005预测	2006预测
营业额（百万元人民币）	2,096	2,182	2,384	2,604	5,398
变动（%）		4	9	9	107
营业利润（百万元人民币）	439	577	905	1,274	2,204
变动（%）		31	57	41	73
净利润（百万元人民币）	341	449	575	810	1,296
变动（%）		32	28	41	60
每股收益（港元）	0.231	0.303	0.269	0.344	0.551
市盈率（倍）	11.4	8.7	9.8	7.6	4.8
权益回报率（%）	58.4	43.5	18.1	19.8	26.6

资料来源: 公司信息、第一上海

估值与评级

3.01 港元目标价，与 NAV 有 25%的折让，相比现价有 19.2%的上涨空间。

我们认为资产净值（NAV）估值是针对房地产类公司最合理的一种估值方法。根据我们的估算，目前上海复地的 NAV 为每股 4.02 港元。现时上海复地的股价较每股 NAV 有大约 37.2%的折让。鉴于上海复地目前良好的经营状况与市场地位，我们给予上海复地的目标价为 3.01 港元，较 NAV 有 25%的折让，为 2005 年与 2006 年预计盈利的 9.1 倍与 5.7 倍市盈率，相比现价有 19.2%的上涨空间，给予买入评级。

与香港市场房地产公司估值情况

公司名称	股票代码	股价（港元）	每股估计NAV（港元）	NAV折让	04市盈率（倍）	05预计市盈率（倍）
上海置业	1207	1.02	1.54	33.8%	6.2	6.9
中国海外	688	2.475	3.24	23.6%	14.5	13.5
首创置业	2868	2.025	3.41	40.6%	11.5	12.1
华润置业	1109	2.125	3.21	33.8%	21.3	12.5
北京北辰	588	1.74	2.8	37.9%	12.4	12.2
合生创展	754	10.8	13.5	20.0%	17.7	11.3
广州富力	2777	22.8	27.58	17.3%	23.1	13.6
			平均	29.6%	15.2	11.7

资料来源： 彭博，第一上海预测

NAV 估值详情

	权益NAV（百万元人民币）	百分比（%）
在建及待售项目		
上海	3,340	26.3
北京	1,070	8.4
武汉	283	2.2
南京	19	0.1
重庆	98	0.8
无锡	49	0.4
小计	4,859	38.3
土地储备		
上海	3,243	25.6
北京	2,705	21.3
南京	530	4.2
重庆	568	4.5
无锡	151	1.2
天津	622	4.9
小计	7,818	61.7
总计	**12,677**	100.0%
净负债（2005/06/30)	(764)	
销售项目预收	(2,076)	
资产净值（NAV）	9,837	
股数（百万股）	2,353	
每股资产净值（港元）	**4.02**	
资产净值折扣	25%	
目标价（港元）	3.01	

资料来源： 公司信息，第一上海预测

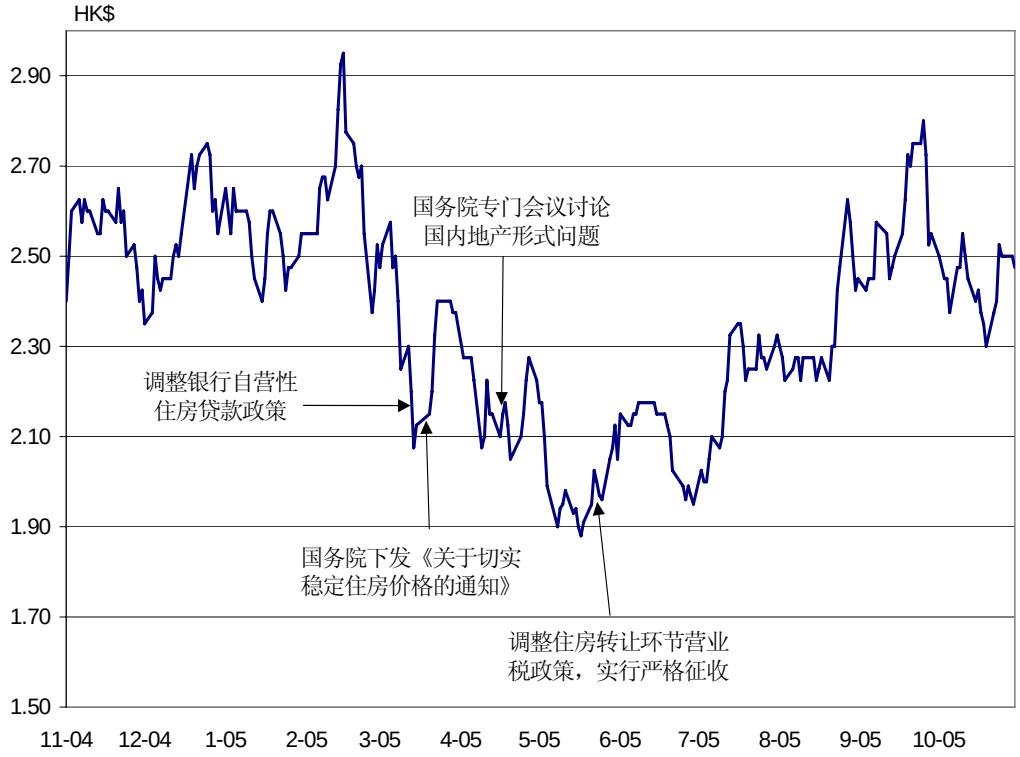
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

楼市成交量上升将是触发股价上涨的因素

交易量逐渐回暖将成为市场对房地产行业及公司重新认识的时机。

我们认为，上海地区销售数量回复到正常水平将是触发公司股价上涨的重要因素。即使未来上海或其它地区房价继续下跌，公司仍然能够凭其低廉的土地成本保证领先于行业的平均利润率，使其在这轮行业波动中保持一定的竞争力。目前行业遇到的最大问题是交易量萎缩，使地产公司纷纷面临资金压力。但进入第四季度，交易量较 7 月与 8 月已经出现了明显的回升。随着行业交易量的复苏，上海地区的地产市场可能在明年上半年逐步走出低谷，而公司将获得新一轮股票上涨的动力因素。

过去一年复地股价走势图



资料来源：彭博，第一上海

从上图我们看出，上海复地的股价于今年上半年随着各种宏观调控措施的出台呈逐步回落趋势。我们认为，最坏的阶段已经过去。随着上海楼市交易量的回升，上海复地未来股价将得到很好的支持。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

项目情况

在国内七个城市拥有建筑面积约 181 万平方米在建项目与 479 万平方米土地储备。

上海复地（后简称“公司”）是国内大型房地产开发商之一，现时主要在上海、北京、南京等国内主要城市从事开发中低端住宅物业与别墅物业项目，自 1994 年从事房地产行业至今已经有十二年的历史。公司主要开发项目位于上海，按我们的估计，公司开发项目的销售面积数量在上海地产市场的占有率为 2%左右。

自 2003 年起，公司改变了其经营策略，力图使其从一家地区性地产开发商转变为一个拥有全国性项目布局的地产开发商。经过一年多在全国各地的土地与项目收购，目前公司已经在除上海以外的北京、南京、无锡、武汉、天津、重庆等六个城市拥有了在建项目或者土地储备，而未来可能凭借其强大的资金实力在二、三线城市拓展更多的地产开发项目。

根据我们的估计，公司今年在建项目总建筑面积约为 181 万平方米，分别分布在上海、北京、南京、武汉、重庆、无锡等六个城市；而从土地储备的角度，目前公司拥有预计总建筑面积约为 479 万平方米，分布在上海、北京、天津、南京、重庆、无锡等六个城市。

发展项目特点

项目土地丰富，足以应付未来三至五年的开发与销售。

项目储备丰富

目前公司在国内六市储备有 11 个中低端住宅楼盘、3 个高端楼盘、2 个别墅楼盘与一个商业地产项目，土地储备总建筑面积约为 479 万平方米。以平均每年 100 万平方米的开发与销售速度，我们认为目前的项目储备足以应付未来三至五年的开发与销售，公司的长期发展能够得到保证。

复地在建项目详情

项目名称	项目地区	项目类型	所占权益	总建筑面积（平方米）
柏林春天二期	上海	中低端住宅	90%	91,025
多摩园景三期	上海	中低端住宅	60%	45,622
复地太阳城二期B	上海	中低端住宅	98%	17,783
锦绣华城四期、五期、七期	上海	中低端住宅	40%	177,278
颐和华城二期、三期、四期	上海	中低端住宅	50%	163,890
爱伦坡二期	上海	别墅	99.67%	57,221
复地翠堤院	上海	别墅	99.89%	44,126
复地香堤院	上海	别墅	99.89%	82,370
帕堤欧香一期	上海	别墅	55%	119,569
复地复城	上海	高端住宅	65%	151,818
复地雅园	上海	高端住宅	60%	62,565
玉泉新城一期	北京	中低端住宅	30%	109,241
新天嘉园	北京	高端住宅	86.40%	156,027
翠微新城一期B、一期C、二期	武汉	中低端住宅	60%	253,157
锦绣华城一期	南京	中低端住宅	38%	32,214
朗香别墅二期	南京	别墅	99.67%	10,946
金蕴天城	重庆	中低端住宅	99.95%	143,844
复地新城一期	无锡	中低端住宅	99.89%	94,685
			总计	1,813,381

资料来源：公司信息

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

复地土地储备详情

项目名称	项目地区	项目类型	所占权益	总建筑面积（平方米）
多摩园景一期五号楼	上海	中低端住宅	60%	3,600
锦绣华城三期、六期	上海	中低端住宅	40%	29,930
复地新院	上海	中低端住宅	99.89%	81,977
古北新城	上海	中低端住宅	50%	95,360
银春小区	上海	中低端住宅	70%	511,700
松江九亭项目	上海	中低端住宅	99.89%	212,265
帕堤欧香二期、三期	上海	别墅	55%	143,028
兆丰项目	上海	高端住宅	45%	120,698
北洋大厦	天津	商业	100%	151,903
北京白马寺项目	北京	中低端住宅	80%	558,000
西单佳慧雅园	北京	高端住宅	96%	79,592
昌平区项目	北京	高端住宅	69%	87,659
玉泉新城	北京	中低端住宅	30%	740,759
南京锦绣华城	南京	中低端住宅	38%	917,786
朗香别墅三期	南京	别墅	99.67%	104,159
金蕴天城	重庆	中低端住宅	99.95%	646,246
复地新院	无锡	中低端住宅	99.89%	305,315
			总计	4,789,977

资料来源：公司信息

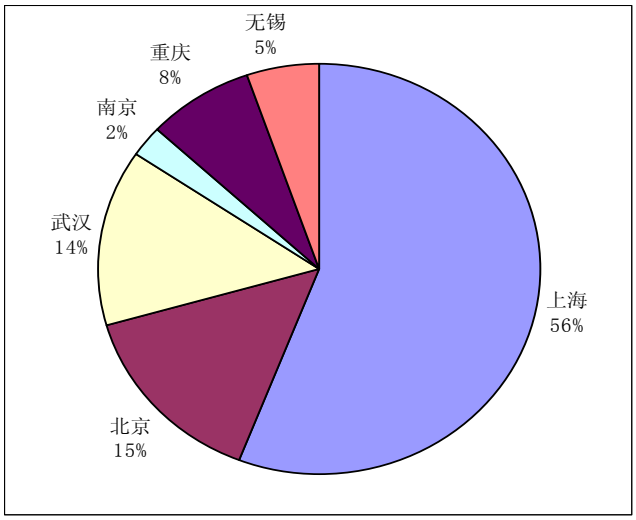
全国性的项目开发有利于公司将风险行业波动的风险规避至最低。

全国性的项目布局

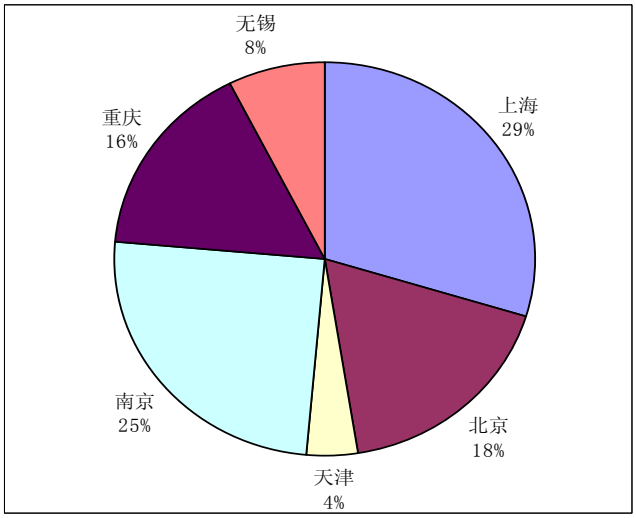
公司自 2003 年起逐步开始发展上海地区以外的项目。目前在建项目中有 44%的建筑面积在上海以外地区，而土地储备中有 71%的建筑面积在上海以外地区。我们认为，公司将坚持全国性的项目开发策略，非上海地区项目的比例将进一步增加。在过去两年内，公司已经从一家地区房地产开发商转变成一家全国性的房地产开发商。

我们认为，全国性的发展策略对公司长期发展有利。由于地区的房地产市场存在周期性，使地区性的房地产公司的经营状况难免受到行业周期波动的影响。而全国性的土地储备布置则可以很好的规避该风险，使公司能够持续稳定的长期发展，将行业带来的周期性波动对公司的影响减小至最低。

在建项目类型分类比例



土地储备项目类型分类比例



资料来源：公司信息

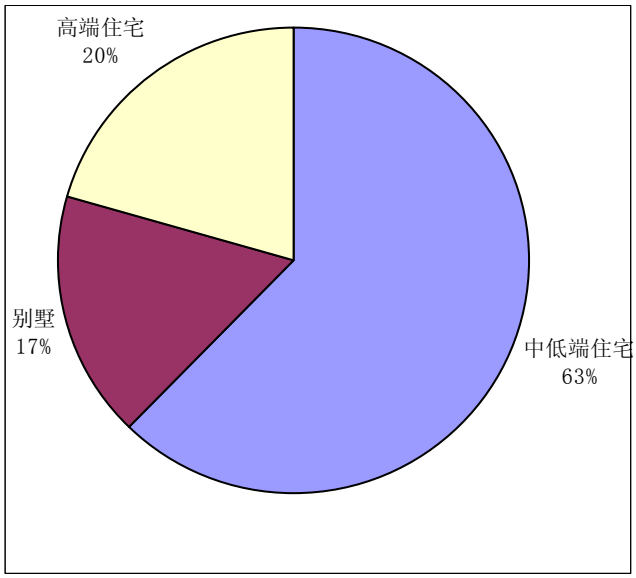
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

主要开发中低端住宅项目，别墅与商业项目为辅，销售数量得到长期的保障。

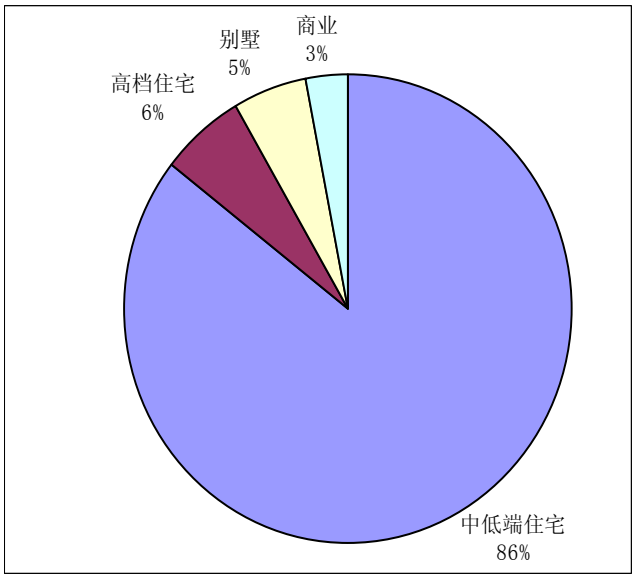
中低端住宅项目为主，结合高端与别墅楼盘

上海复地的楼盘策略依然以中低端住宅为主，根据我们的测算，上海复地目前在建项目与土地储备中低端住宅占总可销售面积的 76%，别墅与高档住宅分别占 11%和 10%，余下的 3%为商业项目。我们认为，中国目前正处于城镇化的阶段，定位于中低端住宅能够使公司销售得到长期的保障。

在建项目项目类型分类比例



土地储备项目类型分类比例



资料来源：公司信息

土地成本低，在未来两年依然维持 40%以上的毛利率。

较低的土地价格

自今年第二季度起，上海及周边地区出现房价下跌的状况，目前上海地区环线附近中低端楼盘的销售价格较今年年初有大约 20%左右的下跌幅度，使上海地区的地产发展商的经营状况造成了一定的影响。我们认为，公司在此次波动中亦难免受到拖累。但由于公司目前所开发的土地大多为其两年前所购，因此土地成本较低。自 2003 年上海地区房价开始上涨使地价亦随之上升，但公司几乎没有在上海地区收购过一副地块，仅在上海新客站地区以较低的价格收购了一副建筑面积十万平米左右的地块。尽管上海地区楼市未来住宅房价仍有下降可能，但是公司在上海地区的项目土地价格较低。因此，相对其它大多数本地发展商，在此次上海地区房地产行业的波动中拥有更强的抗风险能力，我们认为公司未来毛利率依然能够维持在 40%以上。

重要楼盘预计平均销售价格与平均土地成本情况

项目名称	估计平均销售价格（元/平方米）	预计平均土地价格（元/平方米）	土地价格占销售价格比例（%）	建筑面积（平方米）
柏林春天	7,000	1,800	25.7%	91,025
复地爱伦坡	8,500	1,000	11.8%	57,221
多摩园景	7,500	1,000	13.3%	45,622
锦绣华城	8,000	1,000	12.5%	177,278
复地太阳城	8,000	1,000	12.5%	17,783
颐和华城	7,500	700	9.3%	163,890
复地翠堤院	6,000	1,300	21.7%	44,126
复地香堤院	6,000	1,300	21.7%	82,370
平均	7,313	1,138	16.1%	以上总共占上海地区总数60%

资料来源：公司信息 第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

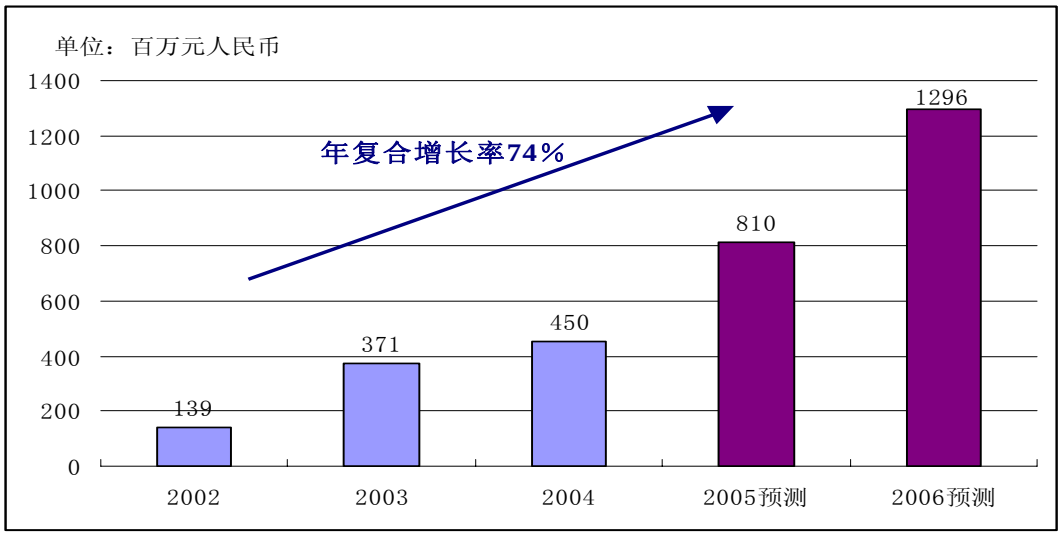
财务状况

公司今明两年盈利依然保持高速增长。

盈利保持增长

由于香港会计准则的改变，房地产公司的收入确认法则由完工进度法改变成完工法。受此方法影响，今年将有部分已预售而未落成入伙的物业无法确认为收入，使营业额与净利润的增长相较上年未重列会计数据，受到一定的影响。但是根据公司重列的财务数据，公司今年和明年纯利增长将达到 69%和 50%，盈利能力未受影响。

重列后股东应占纯利增长情况

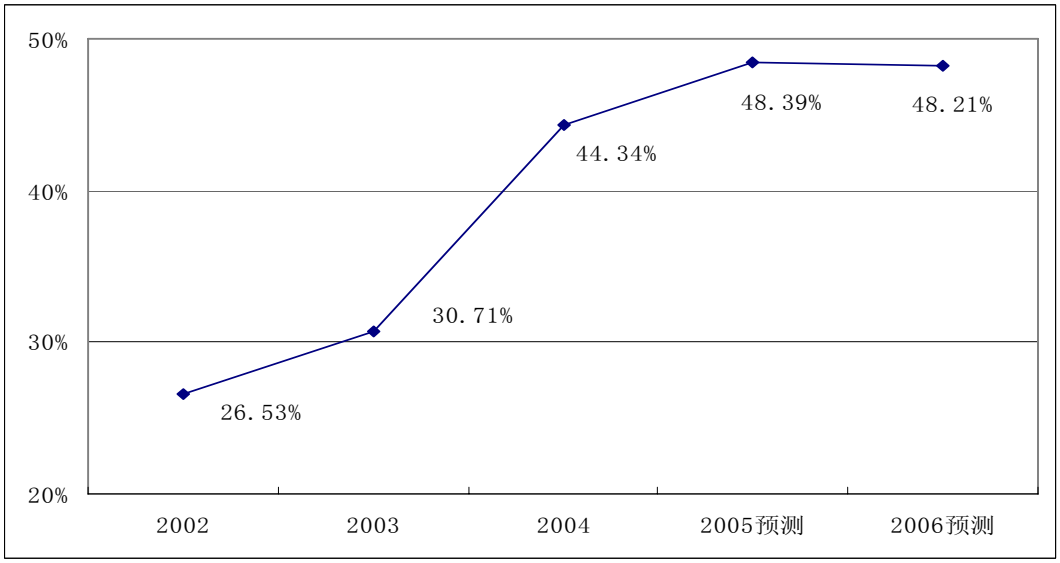


资料来源：公司信息，第一上海预测

尽管毛利率可能有所下降，但仍然将高于行业平均水平

受到宏观调控的影响，上海地区从今年第三季度起出现房价的下跌情况。但是我们认为，目前房价的下跌是价格从过渡高企向更为理性的方向转变。而我们预计，公司的毛利率在未来两年仍然将位于 40%以上的水平，高于行业平均水平。

公司毛利率情况



资料来源：公司信息，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

手头现金 7.65 亿港元现金以及 20 亿元人民币的贷款额度，足以应付未来项目收购与开发。

良好的资金状况

根据 2005 年中报显示，目前公司的帐上现金为 7.65 亿元人民币，较去年同期下降了 2 亿元人民币左右，其主要的原因是公司收购了大量非上海地区的地产项目。目前公司的净负债率为 21.6%，处于较低的水平。另外公司仍然有大约 20 亿元人民币银行贷款的配额未用，足以应付未来的项目开发。

良好的管理团队

良好的管理团队，能够适时改变经营策略，降低公司的经营风险。

我们认为，公司的管理团队是公司长期健康发展的重要因素。通过对公司访问并与管理层的沟通，我们认为公司拥有一个行业内具有竞争力管理团队。自 1994 年公司的管理团队开始经营房地产行业，公司能够保持持续稳定的增长，至今已经经历了两个房地产行业周期。当 2003 年上海地区房地产行业逐渐兴旺的时候，公司管理团队相反却决定加大在上海以外地区开发项目的进程。我们认为，公司这样的经营策略变化较为成功。全国性的项目布局使公司能够很好的降低了现时上海地区房价下跌带来的不利影响。并且，在这样的行业波动中获得更多的发展机遇，保持长期良性的发展。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

行业情况

政府政策回顾

政府在过去两年出台了一系列针对房地产市场过热的调控措施，抑制了上海及周边地区投机性交易，有利于房地产市场长期健康发展。

回顾近两年来关于房地产宏观调控的相关政策情况，便不难发现政府对房地产行业政策调控的思路。早在 2004 年第一季度，当政府发现房地产市场出现过热情况时，最早运用的政策是控制土地供给，其中包括控制土地转让、暂停土地农转非等等。另外，政府出台政策提高了房地产开发商资本金的比例，从 20％提高至 35％。这些措施均用以开发商的角度以控制房地产行业投资过热现象，但也从另一方面抑制了部分供给，为 2004 年底至 2005 年一季度的房价暴涨埋下了伏笔。

从 2004 年第四季度开始，政府出台了一些金融政策以控制需求的方式来控制房地产行业过快过热的发展，其中包括两次提高房贷利率，并在某些房地产过热的城市将购房的首付比例从 20％提高至 30％。

从实际效果来看，控制土地供给与抑制购房需求均未起到令人满意的效果，全国各地的房价，特别在长三角地区的个别城市，房价依然呈现高速上涨的情况。因此政府从 2005 年第二季度出台了更加严厉的地产调控新政，主要以加征营业税的方式控制地产市场出现过渡投机交易的现象出现。并且，国务院总理温家宝亦亲自主持召开了关于房地产市场宏观调控的问题，足见政府的重视程度。

近两年出台比较重要的地产政策

2004 年	政策
3 月 30 日	全国范围内开展经营性土地使用权招标拍卖挂牌出让，并在 2004 年 8 月 31 日前将历史遗留问题处理完毕，否则相关部门将收回土地。
4 月 27 日	将房地产开发商自有资金比例由 20%及以上提高到至少 35%。
4 月 28 日	全国半年之内暂停农用地转为建设用地审批。
10 月 29 日	一年期贷款基准利率由 5.31%提高到 5.58%。
2005 年	
3 月 17 日	调整商业银行自营性个人住房贷款政策，住房贷款优惠利率回归到同期贷款利率水平。
3 月 26 日	国务院下发了《关于切实稳定住房价格的通知》，共有八条相关控制房价快速上涨的指导意见。
4 月 27 日	国务院常务会议主题分析当前房地产市场形势，研究进一步加强房地产市场宏观调控问题。
6 月 1 日	调整住房转让环节营业税政策，实行严格征收。对个人购买住房不足 2 年转手交易的，销售时按其取得的售房收入全额征收营业税。
6 月 1 日	对上海地区独栋别墅交易征收 30％至 60％的土地增值税。

资料来源：第一上海

从政府两年来出台的一系列政策来看，政策的力度是由浅入深，并且从供给、需求等多方面进行控制。政府在过去两年运用了各种不同的调控措施，如果房地产行业过热依然无法得到控制的话，其手中的最后一张王牌便是开征物业税。我们认为，对房地产交易加征营业税起到了控制房价上升，抑制房地产过渡投机炒作的效果，更加严厉的调控措施将不会在短期内继续出台。

另一个方面，今年出台的一系列的税收政策很好的起到了抑制投机性交易的作用。全国重要城市，特别是以上海为中心的长三角地区，投机性交易购房行为在较短的

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

时间内被赶出了市场。我们认为，这样的举措有利于全国房地产市场的长期健康发展。

上海地产市场

上海地产市场交易价格从第二季度开始下跌，我们预计今年第四季度以及明年上半年将呈价跌量升的趋势。

价格下跌，成交量待上升

随着政府出台的一系列宏观调控措施，上海地区住宅地产成交均价自三月起开始下跌，并伴随成交量的逐步萎缩。8 月的总交易量大概仅为 1 月的三分之一左右，达到相当低的水平，而 4 月至 8 月连续五个月供应量超过了成交量，住宅地产市场较为低弥。但是我们预计，第四季度与明年上半年成交量将随着价格下跌逐步回升，而相反市场内的投机客将逐渐消失，取而代之的是以自住消费的购买者，市场逐步向健康的方向发展。

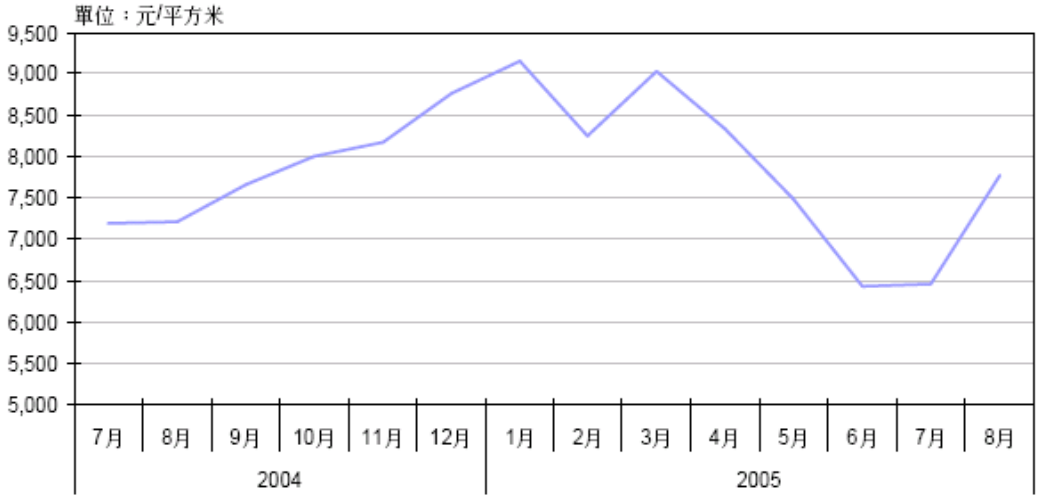
中低端市场需求依然存在，但房价下跌将影响购房者的购买信心

随着价格的下跌，上海房地产市场的成交量出现增加的状况，特别在上海的周边区县，情况更为明显。中低端地产市场的主要客户为本地工薪收入阶层，这部分人群的自住购房需求依然旺盛，因此我们认为价格将成为中低端市场交易量的关键因素。短期内房价下跌会对购房者购买信心造成一定的打击，但长期来看，当价格回到一个适当的水平时，交易量最终仍将由旺盛需求所决定。

高端市场主要影响因素不同

我们认为，政府依然将对高端住宅市场实施较严格的土地控制。由于高端市场的主要客户为欧美与港台的投资与自住者，因此国外对上海地区的经济发展的信心将是高端住宅的价格与交易量最重要的因素。

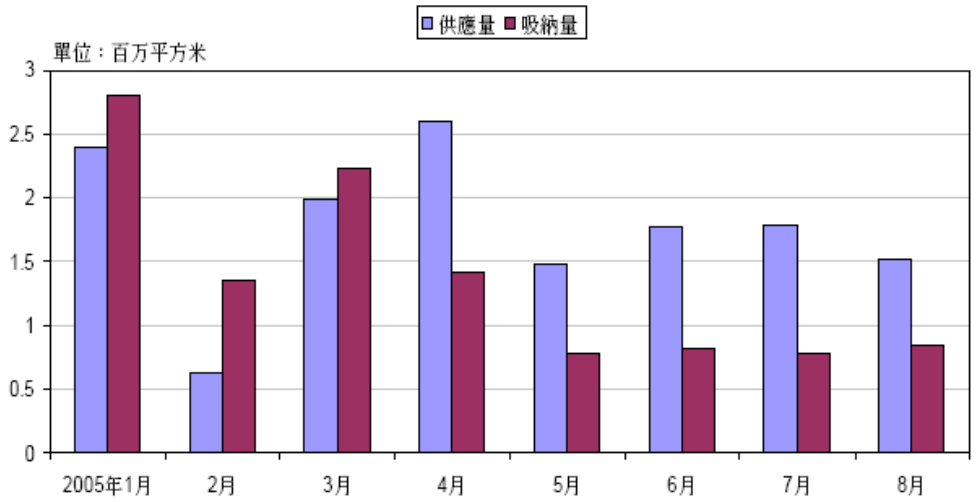
上海地区楼市价格走势



數據來源: 上海市政府，第一太平戴維斯市場研究及開發顧問部

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

上海地区楼市成交量情况



數據來源: 上海市政府，第一太平戴維斯市場研究及開發顧問部

行业波动谁将受益？

在行业整合的过程中，像上海复地这样的大型发展商将获得更多收购的机遇，而在此过程中受益。

目前国内的房地产行业的集中度仍然不高，众多中小型房地产开发商鱼目混杂。在宏观调控的形式下，银行收紧了对房地产开发商的贷款，加上销售速度逐步放缓，资金实力不强的中小型开发商受到一定的影响。在房地产行业整合的过程中，我们认为拥有丰富土地储备与资金实力的大型开发商将从中获益，行业将逐步走向集中化。因此，大型发展商将会有机会从资金实力紧张的小型发展商中以较低的价格收购土地与项目，从中获益。

在过去的一年中，公司已经逐步享受了行业整合带来的机遇，于今年 5 月与 9 月在重庆和天津以较低的价格收购了两处地产项目，公司未来依然有较大可能收购更多廉价的土地与地产开发项目。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

风险因素

公司面临的风险包括上海地产市场交易量较低，政府可能出台的政策以及独栋别墅市场加征土地税等。

地产市场交易量下降

受到行业波动影响，令公司在过去半年中的销售造成了一定的压力。目前上海地区的地产市场依然处于下降周期，价格逐步探底，交易量较正常情况仍有差距。交易量的萎缩对公司的销售情况和现金流带来压力。

政策的不确定性

在过去一年中，国家相关机构及上海市政府为了控制固定资产投资过热，出台了一系列抑制房地产市场过速发展的政策，该些政策的效用目前正在逐步显现。尽管目前房地产价格过速增长已经得到有效的控制，投机性购房被赶出了市场，但政府在未来仍有可能出台其它的调控政策用以抑制上海及全国的地产市场，给公司经营带来风险。

独栋别墅市场可能将保持低弥

从今年 6 月 1 日开始，上海地区独栋别墅交易将被征收 30%至 60%的土地增值税。这样高的税收将严重影响独栋别墅二级市场的交易量，从而影响别墅购买的需求。公司目前仍然有较小部分的别墅楼盘在售，因此该政策将对公司别墅销售产生一定的风险。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

财务报表简要

损益表

百万元人民币，财务年度截至12月31日

	2002年 实际	2003年 实际	2004年 实际	2005年 预测	2006年 预测
收入	2,096	2,182	2,384	2,604	5,398
毛利	556	670	1,057	1,260	2,603
销售及行政开支	(118)	(112)	(164)	(213)	(443)
其它开支	0	(3)	(2)	(3)	(5)
其他收入	2	21	45	230	50
营运收入	440	576	936	1,274	2,205
财务开支	0	(15)	(6)	(18)	(15)
联营公司	48	92	120	125	125
税前盈利	488	653	1,050	1,381	2,315
所得税	(124)	(156)	(304)	(414)	(694)
少数股东应占利润	(21)	(49)	(141)	(156)	(324)
净利润	343	448	605	811	1,297
折旧及摊销	2	3	5	5	6
EBITDA	345	451	610	816	1,303
增长					
总收入（%）		4.1%	9.3%	9.2%	107.3%
EBITDA（%）		30.7%	35.3%	33.8%	59.7%
每股收益（%）		31.2%	-11.2%	27.9%	60.2%

财务分析

	2002年 实际	2003年 实际	2004年 预测	2005年 预测	2006年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	26.5%	30.7%	44.3%	48.4%	48.2%
EBITDA 利率 (%)	16.5%	20.7%	25.6%	31.3%	24.1%
净利率(%)	16.4%	20.5%	25.4%	31.1%	24.0%
营运表现					
SG&A/收入(%)	5.6%	5.1%	6.9%	8.2%	8.2%
实际税率（%）	25.4%	23.9%	29.0%	30.0%	30.0%
股息支付率（%）	6.7%	0.0%	21.8%	40.0%	39.9%
财务状况					
净负债/股本	0.13	0.62	(0.06)	(0.06)	(0.19)
收入/总资产	1.01	0.55	0.40	0.36	0.57
股东权益/总资产	0.28	0.29	0.54	0.56	0.52
盈利对利息倍数		(38.40)	(156.00)	(70.78)	(147.00)

资产负债表

百万元人民币，财务年度截至12月31日

	2002年 实际	2003年 实际	2004年 实际	2005年 预测	2006年 预测
现金	431	468	1,038	1,532	2,250
金	58	270	739	795	1,746
待售已落成物业	64	123	100	321	259
开发中物业	914	1,027	1,854	2,489	2,500
其他流动资产	44	105	87	90	90
总流动资产	1,511	1,993	3,818	5,227	6,845
固定资产	19	23	31	38	45
开发中物业	298	1,647	1,539	1,000	1,500
其他固定资产	250	305	485	600	700
其它	2	4	27	393	399
总资产	2,080	3,972	5,900	7,258	9,489
应付帐款	792	1,332	1,370	1,192	2,245
短期银行贷款	505	853	718	1,000	1,000
应付税相	36	138	76	100	150
总短期负债	1,333	2,323	2,164	2,292	3,395
长期银行贷款	0	319	140	300	300
其他负债	73	62	165	165	165
总负债	1,406	2,704	2,469	2,757	3,860
少数股东权益	89	135	260	416	740
股东权益	585	1,133	3,171	4,085	4,889
每股账面值			1.43	1.73	2.07

现金流量表

百万元人民币，财务年度截至12月31日

	2002年 实际	2003年 实际	2004年 实际	2005年 预测	2006年 预测
EBITDA	345	451	610	816	1,303
融资成本	(32)	(24)	(45)	(18)	(15)
营运资金变化	(153)	(74)	(191)	(234)	1,052
开发中物业增加	166	(970)	(581)	(96)	(511)
所得税	(42)	(48)	(231)	(555)	(809)
营运现金流	284	(665)	(438)	(87)	1,020
资本开支	(5)	(6)	(12)	(12)	(13)
其他投资活动	(79)	18	(132)	(110)	(95)
投资活动现金流	(84)	12	(144)	(122)	(108)
贷款净增加	197	697	(414)	442	0
项	0	0	1,698	430	0
股息	(23)	0	(132)	(324)	(518)
其他融资活动	(6)	(7)	0	156	323
融资活动现金流	168	690	1,152	704	(195)
现金变化	368	37	570	495	717
期初持有现金	63	431	468	1,038	1,533
期末持有现金	431	468	1,038	1,533	2,250

资料来源：公司信息，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人传阅。未经批准，不得以任何方式使用或转载本报告之任何内容。此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请或构成对任何人的投资建议。此报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向，财务情况或任何特别需要。此报告所载资料在刊出时皆被第一上海认为可靠，但第一上海不能担保其准确性或完整性，而第一上海不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。第一上海或其雇员将不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会持有此报告内所提及到的证券或投资项目。

©2005第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。