

# Companies

碧桂园IPO神话调查

## 内地“第一地产股”引开发商观摩潮

# 碧桂园三大隐忧浮出水面

□本报记者 于兵 杨勤

在现金为王的氛围下,明天就要正式挂牌的华南最大开发商之一——碧桂园的香港IPO之路,因为可能的“女首富”传说和出人意料的热捧,正成为房地产界最热门的话题之一。

“看到碧桂园在港受如此热购,忽然感到我们‘浙商’落后了。”日前的浙江商会房地产分会周年庆典上,有浙商领军人物之称的复兴集团总裁郭广昌感慨。“我们最近一直在探讨这样一个问题,同样是地产企业,在资本市场的融资结果和在房地产市场的表现为何差别众多。”一位地产公司总裁告诉记者。

另外,一批华东地产企业近日频繁往返沪港之间,观摩碧桂园IPO过程。“确实受到了极大的追捧。”家饰佳集团总裁王张兴告诉记者。有意于香港上市的商业地产集团家饰佳,此行正是为了借鉴碧桂园的成功经验。

碧桂园引来行业震动源于其3月30日开始的香港IPO之路。

截至11日,碧桂园结束了在港公开招股,获得250倍超额认购,冻结资金3330亿港元。国际配售方面则收到机构订单6000亿港元。如行使绿鞋期权,碧桂园市值将超过860亿港元,创内地地产企业海外上市的最大规模。

一系列光环已经令碧桂园的资本运作成为神话。为什么包括李兆基、郭鹤年、中信泰富、淡马锡等投资大鳄都在重仓持股?散户投资者疯狂追捧的理由又究竟是什么?值此碧桂园于明日正式挂牌之际,上海证券报展开对碧桂园模式的深层探究。

## 热捧的理由? 天时、地利、人和

“杨国强一定意义上在当地造城。”16日,记者亲临碧桂园采风,当地居民告诉记者。

碧桂园创始人杨国强,北涪镇广教村人,顺德碧桂园即位于北涪镇碧江大桥一侧,东靠桂山,西临碧江,故名“碧桂园”。从1992年的顺德碧桂园开始,杨国强在华南大量复制卫星城计划,曾创下第一楼盘当天销售额7.5亿的神话。

据业界介绍,顺德碧桂园从东莞大门口到西苑大门直线距离可能近4公里,而整个园区南北的距离几乎是东西距离的两倍,园区内一座碧桂园大桥横跨碧江河。“如果再加条铁路,就是一个城市了。”业界称。

碧桂园齐全的交通、医疗、消费、教育设施吸引了众多深圳、广州,甚至香港人前来置业。“当然,房子便宜也是最重要的因素。”上述业主对



业内人士表示,碧桂园IPO占尽天时、地利、人和

记者表示。“投资股票很多情况下是投资‘管理层’。”某证券分析师称,这也不难解释为什么市盈率21倍的碧桂园股票仍然有如此大的吸引力。

“作为杨国强同乡的李兆基,其投资碧桂园动因固然主

综合作用的结果,可谓占尽天时、地利、人和。”广东奥园集团某高层称。

## 未来发展? 三大隐忧

尽管碧桂园的IPO成功并非偶然,但冷静之后,业内对其未来发展能否支撑这种市场信心感到担忧。

### 隐忧一 土地成本上升

“碧桂园在早些年土地价格比较便宜时大量囤地,这说明他们确有眼光。”碧桂园聘请的一位企业战略规划师谢丽萍告诉记者。有媒体报道,碧桂园某些项目的土地价不足3万/亩,开发至今,土地成本低于2006年销售价格的10%。实际数字可能比这个还要低。

但是,从投资未来的角度看,碧桂园这种低价拿地模式不会持久。“拿地便宜,一是和政府关系有关,二是和体制有关。招拍挂日益严格后,开发商不可能再有这种不公平的待遇,而走出华南的碧桂园,本土优势也不再存在。”深圳半球工作室尹香武表示。

和土地有关的另一个利空因素是土地增值税的清算。

根据新政说法,土地增值税清算的最后期限是从1998年开始的两年内。也就是说,从2000年左右开始销售的楼盘,只要今天仍有据可查,都应该按照要求清算土地增值税,且增值越大,税率越高。这对拿地便宜,售价较高的企业影响巨大。“土地成本占售价不足10%”的碧桂园无疑是清算重点。

对此,在香港进行推介的碧桂园崔健仅含糊表示,公司已做好准备,对账面影响不大。而记者在向碧桂园发去相关问题采访提纲后,至今没有得到答复。

### 隐忧二 全国扩张瓶颈

欲走出广东的碧桂园目

前已经将项目扩展到湖南长沙、内蒙古满洲里及辽宁沈阳等地。“上市后,碧桂园仍然坚持二线城市或一线城市周边发展卫星城的战略,秉承一贯的大规模开发方向。”碧桂园称。

而业内认为,一直执着于华南市场的碧桂园要完全适应全国市场战略仍有待时日。“要想在其他城市复制碧桂园超社区的模式,不仅要过土地关,还要过政府规划关。相比于其他开发商来说,碧桂园的全国战略可能会推进的更加不易。”分析人士称。

除了地方政府关系的建立外,广州开发模式的局限性也是重要挑战。

碧桂园的成本控制除了土地外,还有产业链战略。据了解,为了节约成本,碧桂园在广东几乎扮演了各个产业的所有角色,设计、建筑、装修甚至建材生产都是自己企业。“如果跨区域开发,碧桂园这一模式也会受到挑战。”

另外,尹香武介绍,一直以粗放式著称的广州楼盘开发模式较注重规模,单个建筑体的布局,从管线铺设到结构设计,不一定经得起推敲。“广州开发商在‘赚人’,实际的开发能力有待提升。”市场人士预测,众多瓶颈可能导致碧桂园局部调整原有战略。

### 隐忧三 管理模式之变

“最近碧桂园要请专家进行一系列关于专业化管理的讲座,因为上市等工作的影响,系列讲座可能有所推迟。”知情人士表示。

急于聘请外脑的碧桂园正在为管理模式的突围做准备。“从家族式企业管理到系统化、流程化的管理,需要一个艰难的过渡。”上述人士表示。而已经被推至前台的杨国强女儿——25岁的杨惠妍,能否参与甚至带领企业完成这个过渡,继续杨国强的创富神话,仍是一个未知数。



■记者探访

## 普通人杨国强和他的碧桂园

□本报记者 杨勤

随着碧桂园在资本市场的知名度日渐提高,记者日前专程前往杨国强的“发家”之地顺德碧桂园实地采访。

在深圳皇岗口岸,记者非常容易就找到了直达顺德碧桂园的大巴,几乎是每半个小时一班,而设在顺德碧桂园正门的区外巴士总站交通线路就更加密集。甚至在碧桂园社区内,交通系统也相当发达。大量被访业主表示,选择碧桂园主要原因之一便利的交通系统。

进入园区后的碧桂园比想象中大多。一条碧江河将整个园区分为东苑和西苑,站在碧桂园大桥向四周望去,连绵的别墅、洋房几乎望不到尽头。

继续南行,便可看到著名的广东碧桂园(IB国际)学校,当年杨国强正是成功运用名校策略,一举获得碧桂园销售的成功。据了解,该校占地大约400多亩,实施从幼儿园到大学预科的一条龙国际教育。距顺德碧桂园正门约10分钟车程,有一所“国华纪念中学”。学校内外都没有创办人名字、相片及肖像,仅有一个落款为“创办者”的缘起碑文称,“不忍看天地之间仍有可望之材因贫困而隐失于草莽。”

“目前,我们学校一共有391名在读学生,注册学生681名。”国华纪念中学校务处一位工作人员对记者表示,“集团的员工(杨国强)都不一定全部见过,但是这里每个孩子他都至少见过一次,因为所有孩子在校时都要经过他亲自面试。”

据了解,与一般免学费的慈善学校不同,国华纪念中学只设立高中课程,并专收各地贫困的尖子学生。目前,238名在全国各地高校就读的国华中学毕业生,仍然享受着每年1.1万-1.5万元的资助。“三年高中,我们一共要为每个人提供19套校服。”

“其实,创办人住的高这里并不远。他经常都会带着妻子、女儿来学校看看,和学生们聊聊。”在和学校工作人员的交流中,他始终以创办人代表杨国强。“以前,创办人每个星期都会来学校看一次,有的时候,他从外地出差回来,不是先回公司或者回家,而是直接来学校看看。”

走访碧桂园和碧桂园公司过程中,记者还发现,无论是集团工作人员还是社区居民,对碧桂园在香港的风光融资并没有想象中的热切关注。

## 扬子江船厂新加坡上市首溢价四成

□本报记者 索佩敏

扬子江船厂控股有限公司昨日在新加坡首日上市收1.34新元,较上周的首次公开募股(IPO)价格0.95新元溢价41%。

扬子江船厂控股于3月19日向新加坡金融管理局提交初步招股书,申请首次公开发售新股,在新交所主板市场挂牌上市,而所筹资金将主要用于新船厂的建设。扬子江船厂控股于1999年改制成立,是以造船为主,同时进行拆船。

目前该公司在江苏省江阴市拥有占地约20万平方米的船厂,并在靖江市兴建新船厂。截至去年年底,扬子江船厂接到的订单总值约216亿元,去年营收23.25亿元,净利4.54亿元。

扬子江船厂控股此次发行的股份中包括6.62亿股新股和3.31亿股旧股,占公司扩大后总股本的30%。其中,约有2000万股面向新加坡市场发行,9.73亿股面向国际投资者发行。公司在声明中称新股发行获得了约39倍认购。

■聚焦业绩披露

## 新东方三季度净收入2.55亿

□本报记者 姚吉

新东方教育科技集团(NYSE:EDU)日前公布了2007财年第三季度财报。财报显示,截至2007年2月28日,新东方集团净收入达到2.551亿人民币(约合3300万美元),同比增长51.3%。其中,收益净额达到6530万人民币(约合840万美元),比去年第三财季的1020万人民币相比,增长达到543.5%。每股基本收益和稀释后收益分别为1.79元人民币和1.72元人民币。

此外,报名参加语言培训和考试准备课程的学生数量达到199100名,比去年同期增加了8%。新东方的学校数量达到了34个,教学中心也从去年11月30日的121个

增至为目前的128个。

“新东方在中国本土语言课程培训市场的品牌效应一直是生源不断增长的重要保障。”新东方教育科技集团总裁、CEO俞敏洪说,“在2007财年第三季度,通过在上海、武汉、沈阳、太原和石家庄增设新的教学中心,我们保持了持续的市场扩张。此外,通过与国际领先教育机构达成的专利使用权转让协议,新东方也提升高端英语培训课程以及在线项目。”

根据新东方的财报,2007财年第四季度(2007年3月1日-5月31日),新东方的净收入增长幅度将在1.77-1.85亿人民币左右,同比增长幅度区间将在19.9%-25.3%。

毛利大涨 32%

## 雅居乐 2006 年盈利 12.4 亿元

□本报记者 李和裕

昨天,2006年12月在香港上市的广东大型房地产开发企业雅居乐(3383.HK)公布了2006年年报。期内,雅居乐营业额为66.75亿元,同比上升24%;毛利为23亿元,同比上升32%;实现盈利12.42亿元,同比上升27%。雅居乐还表示,基于去年集团积极购地,土地成本约700元/平方米,因此毛利率最少达到30%,中长期净利率则可达18%至20%。

雅居乐去年住宅竣工面积达112万平方米,销售面积为107万平方米。截至去年底,雅居乐在建工程的面积达120万平方米,已

建成的现房住宅面积为71.9万平方米。雅居乐预计今年住宅竣工面积可达257万平方米,销售面积160万至170万平方米。

雅居乐去年年底的土地储备可建楼面面积1616万平方米,而今年4月18日已增加至2252万平方米。另外,截至去年底,雅居乐在全国范围内共有35个房地产项目,其中32个位于广东省。

雅居乐主席陈卓林表示,未来集团仍会集中在广东省内发展,现在集团约70%的土地储备处于广东省内,30%位于省外,且足够集团未来6至8年的中长期发展之用。而广东省广州市成为雅居乐的主要市场,当地市场占有率已高达36%。

## e龙 CEO 司徒耀明辞职 控股方直接介入

□本报记者 索佩敏

e龙(Nasdaq:LONG)在昨日宣布CEO司徒耀明(Tom Soohoo)已经于本月16日辞职,同时任命公司董事会主席Henrik Kjellberg为临时CEO。

Kjellberg是Expedia在e龙网董事会的代表,该公司是全球在线旅游巨头,持有e龙约52%股份。

较早进入在线旅游市场的e龙上市3年来一直没有摆脱亏损的局面,这也使控股股东Expedia很不满意。在公司创始人唐越、张黎刚相继离职之后,e龙选择了传统行业出身的司徒耀明接任CEO。尽管司徒耀明上任后也推出了如优化网站界面、“360°全景酒

店”等多项面向终端客户的服务举措,并在2006年第三季度实现净利润270万元,这也是e龙上市以来的首次实现利润。但随着港中旅芒果网、中青旅旅游网以及大小在线旅游企业雨后春笋般涌现,中国在线旅游市场竞争进一步加剧,e龙去年全年依旧没能摆脱亏损阴影。

e龙财报显示,2006年总收入3390万美元,比2005年增加44%;运营利润为-208万美元。2006年第四季度,e龙总收入为893万美元,环比减少5%,同比增加11%。

在3月份财报发布时,司徒耀明曾表示,两个原因导致第四季度公司机票业务盈利下滑。其一是e龙在国际产品上的改革,其二是管理层改革。

代码	股票名称	收市价(港元)	涨跌幅(%)	成交量(万股)
0001	长江实业	103.3	-0.29	3101
0002	中电控股	57.48	0.09	1669
0003	香港中华煤气	18.66	1.74	23170
0004	汇丰银行	29.4	0.68	3181
0005	太古集团	144	0.42	26359
0006	香港电讯	42	-1.41	1518
0008	电讯盈科	4.88	-0.41	13351
0011	恒基兆业	112.7	-0.35	2239
0012	恒地地产	48.35	0.52	2774
0013	和记黄埔	76.35	-0.13	6994
0016	新加坡地产	92.8	-0.22	5179
0017	新世界发展	18.5	0.33	7232
0019	太古	91.55	-1.03	1600
0023	新鸿基	47.9	0.31	1811
0066	地铁公司	19.42	-0.61	7477
0083	恒裕置业	17	-2.75	6408
0101	恒隆地产	23.1	-2.33	6130
0144	招商局国际	37.15	0.41	3384
0267	中信泰富	31.2	-1.42	4869
0291	香港置地	29.9	2.05	5819
0293	国泰航空	20.75	1.22	3580
0330	惠德环境	92.7	-2.47	2548
0386	中国石化	7.05	-1.67	25982
0388	香港交易所	81.7	0.12	4061
0494	利丰	24.95	-1.58	6937
0511	裕元集团	26.85	-2.72	5575
0762	中国网通	11.72	-1.18	13350
0883	中海油	62.8	-0.58	53193
0906	中国移动	20.8	0.95	4642
0939	建设银行	4.96	2.48	600787
0941	中国移动	75.6	-0.13	27875
1038	长江实业集团	29.15	0.69	763
1199	华润太平洋	19.44	-1.42	8871
2038	渣打国际	24.95	-2.16	6733
2388	中国联通	19.4	-0.31	13272
2628	中国人寿	25.15	0	103555
3988	中国银行	4.08	0.99	263307
1398	工商银行	4.41	1.85	475742

代码	股票名称	收市价(港元)	涨跌幅(%)	成交量(万股)
0168	香港啤酒	13.54	-1.31	424
0177	华润啤酒	6.87	-0.73	4376
0323	马钢股份	5.24	-1.13	28481
0338	上海石化	4.57	0.66	26033
0347	鞍钢股份	15.48	-0.77	6949
0358	江西铜业	12.1	1.51	45317
0386	中国石化	7.05	-1.67	25382
0409	东凌集团	4.26	-1.38	9788
0525	广深铁路	5.37	0.56	13058
0576	浙江广厦	6.37	-1.18	4454
0598	中国外运	3.25	0.94	4396
0694	首都机场	9.99	0.37	6279
0728	中国电信	4.11	0.74	88499
0753	中国联通	5.51	1.1	39732
0762	中兴通讯	39.25	2.85	1732
0857	中国铝业	9.07	-0.33	79824
0902	华能国际	8.12	-0.37	31916
0914	海螺水泥	3.6	1.12	2242
0939	建设银行	4.96	2.48	600787
0959	大唐发电	9.39	1.51	15466
1088	中海油	20.35	0.25	26472
1138	中海发展	14.02	-4.63	6954
1171	宝钢股份	8.18	0.86	23633
1402	中国远洋	7.19	-1.51	16230
2318	中国平安	43.35	-1.14	10477
3328	中国财险	4.83	-8.7	119903
1629	中国铝业	9.49	2.48	10292
2628	中国人寿	25.15	0	103555
3566	腾邦控股	13.98	3.56	2455
2727	上海电气	3.49	1.75	67682
2866	中海集运	3.81	0.53	36459
2883	中海油	6.49	0.31	60320
2809	紫金矿业	4.86	0.41	18689
3328	交通银行	8.63	-0.38	43951
3988	中国银行	4.08	0.99	263307
1944	中国人寿	19.44	-1.42	8871
374	工商银行	4.41	1.85	475742
4311	中国建设银行	5.31	1.92	43131

代码	股票名称	收市价(港元)	涨跌幅(%)	成交量(万股)
0123	金城啤酒	2.05	0.99	33132
0124	金城啤酒	2.05	0.93	478
0135	中铝香港	3.54	-1.12	24710
0144	深圳国际	37.15	0.41	3384
0152	深圳国际	0.53	-1.85	43206
0203	威龙汽车	3.31	0	9847
0270	粤海集团	4.24	-0.47	11741
0861	香港中旅	5.57	8.51	63454
0863	上海实业控股	20.8	0	2691
0392	北京控股	20.9	-1.41	670
0506	中国粮油国际	5.2	1.56	10393
0604	深圳控股	4.5	-2.39	6202
0762	中国联通	11.72	-1.18	13350
0836	华润电力	13.64	-1.45	5417
0861	神州数码	3.22	2.35	278
0882	美隆发展	5.95	-1.49	3122
0883	中海油	6.82	-0.58	53193
0906	中国网通	20.8	-0.95	4642
0941	中国移动	75.6	-0.13	27875
0966	中国财险	9.82	-1.31	4006
0992	联想集团	2.86	2.14	14764
1052	高伟交通	5.05	0.4	102
1070	TCL多媒体	0.58	0	9034
1093	中国制药	1.77	3.51	21420
1109	华润置地	9.77	-2.2	7834
1114	华融国际	1.92	0.52	9611
1193	华润电力	0.89	-4.3	4466
1199	中国联通	19.44	-1.42	8871
1205	中信资源	3.74	0.27	12288
2380	中国电力	4.13	-1.2	11626

股票名称	A股(人民币)	H股(港元)	A股溢价率(%)
中国联通	6.98	2.3	3.07
北京燃气	18.86	1.86	1.41
上海啤酒	8.23	6.57	1.21
光大股份	8.19	2.3	3.6
安泰科技	15.78	7.48	2.13
广药集团	28.39	25.6	1.12
海石化	7.78	2.54	1.8
海石化	11.4	4.57	2.61
海石化	17.25	1.13	1.13
经纬纺机	5.23	2.2	2.41
江西铜业	28.75	12.1	2.4
中国铝业	11.4	5.47	4.7
广深铁路	9.57	5.37	1.8
深发展	9.21	5.39	1.64
浦发银行	5.89	2.29	2.6
北陆药业	10.15	3.46	3.05
北方航空	4.4	2.29	1.93
新华制药	7.93	2.23	3.6
中国国航	5.51	1.64	3.36
神州数码			