

评级：强烈推荐（维持）

房地产公司

跟踪报告

第一创业研究所

分析师：陈晓波

电话：0755-2583 2872

邮件：chenxiaobo@fcsc.cn

## 旧城改造项目获取远超预期，土地储备规模暴增

## ——云南城投（600239）公告点评

## 报告要点：

- **旧城改造项目获取加速，明显超出市场预期** 3月6日公司公告称获取盘龙区3个旧城改造项目，涉及8个自然村和社区，总占地规模超过2700亩，按平均容积率2.0测算，建面达到361万平米，权益储备增加255.万平米，较原有储备暴增163%，使得公司总储备达到411万平米！项目获取时间以及规模远超市场预期。我们在12月15日公司深度报告中曾指出，旧改是公司三大主业之一，“现有项目虽少，但未来潜力巨大”，首次在行业内对公司该项业务表示高度关注，因此，目前的进展在很大程度上是符合我们判断和预期的。
- **旧城改造项目之一：上坝片区（用图1中的A区域圈示），增加权益储备约63.19万平米** 该项目位于盘龙区北部山水新城范围，涉及上坝村、回龙村及竹园村3个小组，占地面积790亩，拆迁改造总投资约为人民币12.5亿元，由上市公司控股子公司盘龙区城中村改造置业有限公司（控股60%）负责改造。如果按2.0容积率测算，公司将获得权益储备建面约63.19万平米。按未来售价约5000元/平米计算，将总计给公司贡献净利润约4.7亿元。
- **旧城改造项目之二：宝云社区（用图1中的B区域圈示），具体规模待明确** 公司公告称将与云南俊发房地产有限责任公司共同出资成立云南俊发宝云有限责任公司，对盘龙区宝云社区范围内的城中村项目进行合作。上市公司持股40%。由于上市公司并未公布更为详细的数据，该社区旧改规模还有待进一步明确。
- **旧城改造项目之三：中坝村区域（用图1中的C区域圈示），增加权益储备192万平米** 该项目涉及雨树村、中坝村、张家寺村和郑家村共4个村落，项目总用地规模约1920亩，土地开发整理总投资约人民币23亿元，由上市公司控股子公司云南城投龙瑞房地产开发有限责任公司（控股75%）负责开发。按2.0容积率测算，公司新增权益土地储备192万平米。预计该项目可为公司贡献净利润约14.4亿元。
- **现有旧改模式下公司获取上述项目二级开发概率大** 公司公告称上述项目拆迁和平整完毕之后的净地将进入招拍挂程序，存在公司不能顺利摘牌的风险。事实上根据全国目前旧改的通行做法，一级开发商获得项目的一、二级联动基本上是可以确定的。
- **资金链趋于紧张，大股东城投集团提供坚强后盾** 3季报显示公司账面现金约34亿元，但存在扣除预收账款后的短期负债近20亿元，而滇池一级开发的成本迟迟未收回且仍在不断投入，以及近期获取了2幅土地储备尚有超过5亿元需要支付，公司资金链已经趋于紧张。3月6日公布的3个旧改项目，总拆迁、平整投资预计将超过40亿。如果没有快速的融资渠道，公司后期经营将难以为继。公司6日公告称将直接向大股东云投集团借款不超过15亿元，同时大股东还提供连带责任担保向中国银行省分行和兴业银行昆明支行分别申请100亿和80亿的信贷额度，预计获批的概率非常大。云南城投的国资背景起到了非常重要的作用。事实上，作为城投集团着力打造的投融资平台，不论是在业务还是在融资上，城投集团都给予了上市公司大力的、持续的支持，这很好地奠定了上市公司后期仍将超常规发展的基石。
- **提升NAV 3.0元/股，维持“强烈推荐”评级** 三个旧城改造项目的获取预计增加公司每股NAV 3.0元，使得公司2009年预期NAV达到21.5元/股，3月5日收盘价较NAV溢价16%，已经低于行业平均水平。我们预计公司2010年、2011年将分别实现净利润15.48亿和16.37亿，合计每股EPS 2.44元和2.58元，对应PE10倍和9.7倍，远低于行业平均估值。维持公司6个月内39元的目标价以及“强烈推荐”的投资评级！

图 1：新增 3 大旧改项目区位图



资料来源：第一创业证券研究所

表 7：云南城投近 3 年盈利预测表

| 利润表 (单位：万元) | 2007A  | 2008A  | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 一、营业总收入     | 37,518 | 42,981 | 187,440 | 897,951 | 995,826 |
| 营业收入        | 37,518 | 42,981 | 187,440 | 897,951 | 995,826 |
| 二、营业总成本     | 28,657 | 37,940 | 140,182 | 668,773 | 764,084 |
| 营业成本        | 22,641 | 30,013 | 109,075 | 595,181 | 689,287 |
| 营业税金及附加     | 3,905  | 2,608  | 20,572  | 63,591  | 67,388  |
| 销售费用        | 448    | 1,530  | 3,561   | 3,381   | 2,505   |
| 管理费用        | 919    | 3,165  | 6,560   | 6,228   | 4,614   |
| 财务费用        | -19    | 292    | 412     | 391     | 290     |
| 资产减值损失      | 762    | 332    |         |         |         |
| 三、其他经营收益    |        |        |         |         |         |
| 公允价值变动净收益   | 122    |        |         |         |         |
| 投资净收益       | 120    | 1,072  |         |         |         |
| 汇兑净收益       |        |        |         |         |         |
| 四、营业利润      | 9,103  | 6,113  | 47,258  | 48,978  | 39,502  |
| 加：营业外收入     | 1,175  | 88     |         |         |         |
| 减：营业外支出     | 2,279  | 55     |         |         |         |
| 五、利润总额      | 7,998  | 6,147  | 47,258  | 229,178 | 231,742 |

|               |        |        |        |         |         |
|---------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 减：所得税         | 3,246  | 331    | 11,815 | 57,294  | 57,936  |
| 加：未确认的投资损失    |        |        |        |         |         |
| 六、净利润         | 4,753  | 5,816  | 35,444 | 171,883 | 173,806 |
| 减：少数股东损益      | -4     | 20     | 14,290 | 17,048  | 10,143  |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 4,756  | 5,796  | 21,154 | 154,835 | 163,663 |
| 七、每股收益：       |        |        |        |         |         |
| 股本            | 63,341 | 63,341 | 63,341 | 63,341  | 63,341  |
| 每股收益(元)       | 0.08   | 0.09   | 0.33   | 2.44    | 2.58    |

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级：

| 评级类别   | 具体评级 | 评级定义                      |
|--------|------|---------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推介 | 预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上    |
|        | 审慎买入 | 预计6个月内，股价表现优于市场指数10-20%之间 |
|        | 中性   | 预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间   |
|        | 卖出   | 预计6个月内，股价表现弱于市场指数20%以上    |
| 行业投资评级 | 推荐   | 预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上  |
|        | 中性   | 预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
|        | 回避   | 预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上  |

|                                             |                                      |
|---------------------------------------------|--------------------------------------|
| <b>第一创业证券有限责任公司</b>                         |                                      |
| 深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层                  |                                      |
| TEL:0755-25832583    FAX:0755-25831718      |                                      |
| P.R.China:518028    www.firstcapital.com.cn |                                      |
| 北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层                       | 上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼                   |
| TEL:010-68059588    FAX:010-68059099        | TEL:021-58365919    FAX:021-58362238 |
| P.R.China:100045                            | P.R.China:200120                     |