

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

资产运作，兑现 2010 年业绩承诺？

——云南城投（600239）公告点评

事件：公司 12 月 6 日晚间公告：拟转让昆明申城房地产开发有限公司 100% 股权及债权；且拟转让云南城投同德房地产开发有限公司 41% 的股权。

点评：

- **资产运作背景：业绩承诺压力** 云南省城市建设投资有限公司（云南城投大股东，简称云投集团）在上市公司股权分置改革时，曾作出承诺，在 2008 年-2010 年三个完整会计年度内，如上市公司累计实现净利润总额低于 5 亿元，云投集团将以现金一次性补足。上市公司 2008 年-2009 年共实现归属母公司所有者的净利润 26887 万，因此 2010 年还需实现 23113 万净利润才能达到业绩承诺。由于现有二级开发项目进度低于预期，即使一级开发已确认了保底收益约 5000 万元，2010 年前三季度公司仅实现净利润 4465 万元（二级开发扣除相关税费实际亏损），我们预期全年一级开发保底收益约为 6000 万左右，而年内二级开发还可结算资源非常有限，两项业务合计实现净利预计在 5000 万以下，因此，上市公司完成 2010 年业绩承诺存在较大压力。
- **申城公司股权与债权转让，不足一个月增加净利 14304 万** 申城公司为上市公司于 11 月 20 日通过上海产权交易所摘牌获得，债权与股权总成本为 43070 万，在约 2 周之后公司拟以 62142 万转让，我们预期已经有意向性买家，如果转让成功，公司在不足一个月内实现净利润 14304 万元，反映出公司较为突出的资产运作能力。（申城公司资产情况参见我们在 10 月 21 日撰写的三季报点评）不过该项目的转让虽然短期兑现了盈利，但却牺牲了部分长期利益，因我们测算项目开发收益要大于转让收益。
- **转让城投同德公司 41% 股权，增厚净利 14475 万元** 根据 2009 年 10 月 28 日的协议，公司实际出资 5100 万与同德实业公司成立合资公司——城投同德，控股 51%。目前合资公司 41% 股权拟转让价格为 2.34 亿元，较初始投资增值 1.93 亿元，转让成功将增加税后净利 14475 万，转让后仅剩余 10% 股权。根据公告，城投同德公司目前经营的项目除了我们前期了解的大白庙旧改外，还参与了金刀营城中村项目的开发，该项目占地约 370 亩，建面达 100-150 万平米（据此测算容积率 4.0-6.0），目前尚未动工。由于大白庙与金刀营均位处 2 环北路附近，地理位置十分优越，公司对该两个项目几乎完全放弃，我们认为除了业绩压力之外，可能还有合作方面磨合的问题。
- **两家公司股权转让利弊互现：短期利于业绩释放与盘活资金，中长期效益待观察** 从单纯经济效益角度看，两家公司股权的转让对公司中长期价值有所削弱，不过公司除了短期兑现业绩承诺和盘活资金的考虑外，或许有其更为长远的考量，我们尚需要进一步与公司沟通。
- **小幅降低 NAV 至 27.90 元/股，维持“强烈推荐”评级** 两家公司股权转让之后公司重估值有所降低，我们将 NAV 小幅调低至 27.90 元/股。不过由于：1）6 日股价较 NAV 折价超过 40%；2）2011 年拍地为确定性事件，假定完成 2400 亩出让，拍卖价格 300 万/亩以上，将实现净利润超过 14 亿元，2011 年 PE 将在 8 倍以下，亦显著低于行业平均水平，维持公司“强烈推荐”评级。
- **风险提示：** 两项股权转让交易尚需临时股东大会批准，存在不通过的可能性

表 1: 云南城投近 3 年盈利预测表 (股价数据取自 12 月 6 日收盘价)

利润表 (单位: 万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	42,981	209,251	71,564	330,712	383,135
营业收入	42,981	209,251	71,564	330,712	383,135
二、营业总成本	37,940	168,436	63,353	124,691	136,965
营业成本	30,013	143,991	55,360	98,878	108,129
营业税金及附加	2,608	13,402	3,972	18,354	21,264
销售费用	1,530	2,642	1,073	1,991	2,021
管理费用	3,165	4,637	2,791	5,176	5,255
财务费用	292	316	157	292	296
资产减值损失	332	3,448	-	-	-
三、其他经营收益	-	-	28,000	-	-
公允价值变动净收益	-	-	-	-	-
投资净收益	1,072	-	28,000	-	-
汇兑净收益	-	-	-	-	-
四、营业利润	6,113	40,815	36,211	206,021	246,170
加: 营业外收入	88	1,002	-	-	-
减: 营业外支出	55	42	-	-	-
五、利润总额	6,147	41,775	36,211	206,021	246,170
减: 所得税	331	10,302	9,053	51,726	62,068
加: 未确认的投资损失	-	-	-	-	-
六、净利润	5,816	31,473	27,158	154,295	184,102
减: 少数股东损益	20	10,382	2,573	7,350	3,903
归属于母公司所有者的净利润	5,796	21,091	24,585	146,945	180,199
七、每股收益:	-	-	-	-	-
股本	63,341	63,341	63,341	63,341	63,341
EPS	0.20	0.36	0.39	2.32	2.84
PE (倍)	83	46	42	7	6

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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

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	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司	
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	
北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层	上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777	TEL:021-58365919 FAX:021-58362238
P.R.China:100140	P.R.China:200120