

房地产行业



王晓冬 虞淼 张忆东

S0190207040090

021-3856 5953

wxd@xyzq.com.cn

云南城投（600239）

“多远的过去”感知“多远的未来”

推荐（首次）

市场数据

报告日期	
52周最高/最低(元)	34.20/14.50
总股本(百万股)	633.41
流通股本(百万股)	427.59
总市值(百万元)	104,45
流通市值(百万元)	7,051
每股净资产(元)	4.67
收盘价(元)	16.49

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2093	2220	9729	14254
同比增长(%)	386.8%	6.1%	338.2%	46.5%
净利润(百万元)	211	195	1495	2109
同比增长(%)	271.0%	-7.7%	668.2%	41.0%
毛利率(%)	31.2%	42.3%	60.4%	58.7%
净利率(%)	10.1%	8.8%	15.4%	14.8%
每股收益(元)	0.33	0.31	2.36	3.33
每股经营现金流(元)	-4.88	-5.53	0.54	0.34

股价走势



投资要点

- **云南城投的尴尬：停滞的财务报表。**2009 年大幅增加的存货无法转化为现金导致了云南城投停滞的财报。其背后的根源在于一级开发土地拍卖的停滞。即云南城投最大的看点在于：收储土地何时拍卖
- **云南城投的基石：叠加的禀赋。**云南属于典型的资源型省份，其资源不可避免得向省内最大的城市昆明集中集中；昆明近三年房地产市场均成交面积约 663 万平米，较为健康；近三年住宅用地年均供给约 520 万平米，偏紧的土地供给导致了房价偏高；随着昆明大规模市政建设的推进，城市面貌获得了翻天覆地的变化，但财政缺口日渐扩大，这加大了 2011 年云南城投拍地的可能性；随着滇池治理的完善，滇池周边地块的价值日益凸现。
- **云南城投的未来：漂亮的双击。**系出政府和城市资源商的定位点明了公司的定位：利用政府资源，获取优质土地的特许经营权。在中性的假设下，一级开发 RANV 增值约 17.53 元，二级开发 RANV 增值约 2.71 元，城中村改造 RANV 增值约 1.78 元，结合公司每股净资产约 4.67 元，公司每股 RANV 约 24.92 元。撇除政府规划的再调整，公司的诚信和执行力毋庸置疑。
- 预计公司 2010 年至 2012 年，EPS 分别达到 0.31 元、2.35 元和 3.31 元，其中一级开发贡献 EPS 为 0.00 元、2.22 元、2.96 元。结合公司 RANV24.92 元，我们 6 个月目标价 24.92 元。首次给与公司“推荐”评级。

目 录

投资概要	- 4 -
1、估值及投资建议	- 4 -
2、关键假设	- 4 -
3、股价表现催化剂	- 4 -
4、风险提示	- 4 -
一、 推荐云南城投的逻辑基础	- 5 -
二、 公司简介	- 5 -
三、 云南城投的尴尬：停滞的财报	- 7 -
1. 二级市场失望的背后：停滞的财报	- 7 -
2. 二线地产公司介入时机的讨论	- 8 -
四、 云南城投的基石：叠加的禀赋	- 9 -
1. 云南：资源禀赋充分，发展起点较低	- 9 -
2. 昆明：省内集聚效应明显，大规模城建提升品质	- 10 -
3. 滇池：昆明独有的天下瑰宝	- 15 -
五、 云南城投的未来：漂亮的双击	- 16 -
1. 独特的商业模式：政府特许经营权	- 16 -
2. 诚信和执行力	- 22 -
六、 投资建议	- 24 -

图 表 目 录

图 1: 推荐云南城投的三大逻辑基础	- 5 -
图 2: 云南城投股权结构图	- 6 -
图 3: 云南城投 3 年的扩越式发展	- 6 -
图 4: 云南城投 2010 年走势	- 7 -
图 5: 二线地产公司介入时机的讨论	- 8 -
图 6: 云南近几年经济增速	- 9 -
图 7: 西南四省一市 GDP 对比	- 9 -
图 8: 昆明市地图 (平面)	- 10 -
图 9: 昆明市地图 (卫星)	- 10 -
图 10: 昆明与云南 GDP	- 10 -
图 11: 近几年昆明 GDP 一览	- 11 -
图 12: 近几年昆明人均可支配收入一览	- 11 -
图 13: 近几年昆明房地产销量一览	- 11 -
图 14: 昆明房地产销售均价一览	- 11 -
图 15: 西南主要城市房价对比 (2010 年 10 月)	- 12 -
图 16: 西南主要城市人均可支配收入对比 (2009 年)	- 12 -
图 17: 昆明住宅市场销售竣工比	- 12 -
图 18: 昆明住宅土地拍卖情况一览	- 12 -
图 19: 昆明近四年财政预算	- 14 -
图 20: 云南城投一级开发区位图	- 17 -
图 21: 滇池卫城位置一览	- 18 -
图 22: 昆明城中村改造流程	- 21 -
表 1: 大股东持有资产一览	- 6 -
表 2: 云南城投财务数据一览	- 7 -
表 3: 云南省分区域景区分布及特征	- 9 -
表 4: 云南省部分矿产资源一览	- 9 -
表 5: 西南主要城市成交一览 (2010 年)	- 11 -
表 6: 昆明市住宅市场年容量测算	- 12 -
表 7: 昆明市区三大片开发难度概述	- 13 -
表 8: 2009 年昆明基础设施完成投资额	- 13 -
表 9: 2009 年部分行业工业附加值一览	- 14 -
表 10: 官渡区和呈贡县土地成交一览	- 14 -
表 11: 全国部分城中湖数据一览	- 15 -
表 12: 滇池卫城当前地价敏感性测试	- 18 -
表 13: 一级开发盈利预测表	- 18 -
表 14: 一级开发 RANV 敏感性分析	- 19 -
表 15: 公司二级开发土地储备一览	- 19 -
表 16: 二级开发结算进度表	- 20 -
表 17: 二级开发 RANV 增值	- 20 -
表 18: 云南城投掌握的城中村改造一览	- 21 -
表 19: 云南城投城中村改造 RANV 测算	- 21 -
表 20: 云南城投长期负债结构一览	- 22 -
表 21: 大股东担保借款一览	- 23 -
表 22: 募投项目进展	- 23 -
表 23: 公司二级开发合作一览	- 23 -
表 24: 二线地产公司估值表	- 24 -

投资概要

1、估值及投资建议

预计公司 2010 年至 2012 年，EPS 分别达到 0.31 元、2.35 元和 3.31 元,其中一级开发贡献 EPS 为 0.00 元、2.22 元、2.96 元。结合公司 RNAV24.98 元，我们 6 个月目标价 24.92 元。首次给与公司“推荐”评级。

2、关键假设

- 10 年至 12 年一级拍卖面积：0 亩、3000 亩、4000 亩
- 10 年至 12 年一级开发拍卖均价：260 万 / 亩
- 10 年至 12 年一级开发成本：100 万 / 亩
- 10 年至 12 年毛利率：39.8%、60.4%、58.7%

3、股价表现催化剂

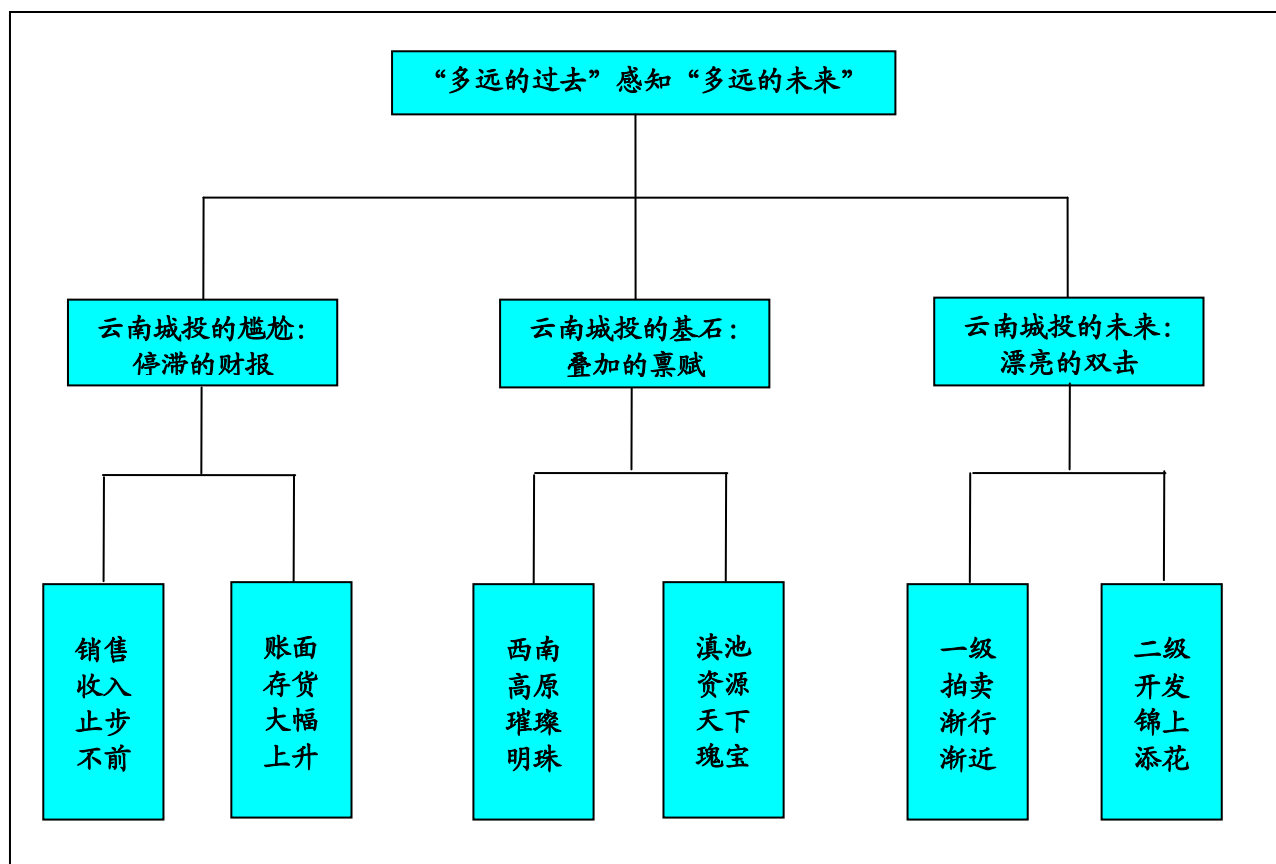
土地拍卖时点早于市场预期

4、风险提示

土地拍卖进程低于市场预期

一、推荐云南城投的逻辑基础

图 1：推荐云南城投的三大逻辑基础



数据来源：兴业证券研发中心

二、公司简介

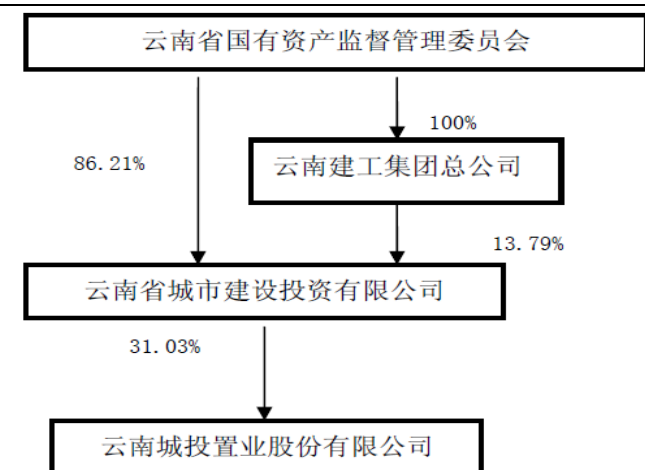
云南城投是一家以土地一级开发和房地产二级开发为主业的城市资源运营商，隶属于云南省国资委下属的云南省城市建设投资有限公司。2007年，通过资产重组，公司借壳“红河光明”实现上市。上市三年以来，通过大股东的悉心培育，上市公司借力资本市场实现了跨越式的发展。

目前，云南城投控制资源包括：

- ✓ 滇池北岸环湖东路沿线4.18万亩土地的一级开发权
- ✓ 森林湖、东骧神骏、北京路吹箫巷共计约60万方的昆明市区房地产二级开发权
- ✓ 官渡区关上关坡约448亩的城中村改造一二级联动开发权
- ✓ 大白庙片区、上坝村、中坝村共计约2899亩的城中村改造一级开发权（未获取二级开发权的可能性较大）

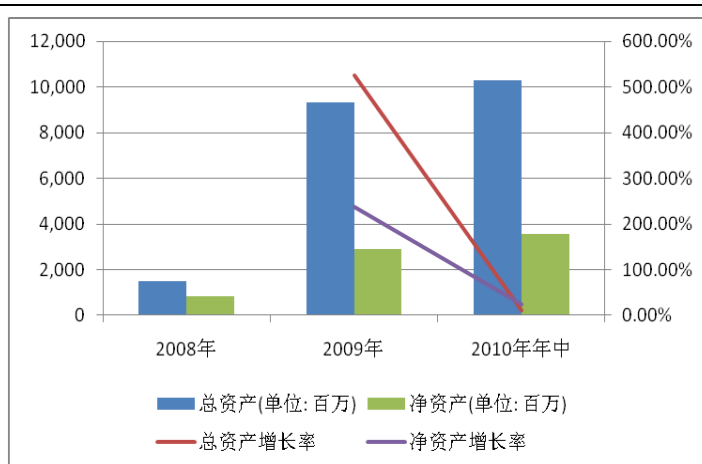
可见：公司无愧于“昆明地主”之称号。

图 2: 云南城投股权结构图



资料来源：兴业证券研发中心

图 3: 云南城投 3 年的跨越式发展



资料来源：兴业证券研发中心

大股东云南省城市投资有限公司形成以“城市开发”和“城市水务”为主业，以教育、医疗、酒店、金融、循环经济为城市功能配套业务的发展战略格局。其中，城市开发是核心主业。

表 1: 大股东持有资产一览

公司名称	比例	备注
云南城投福保建设投资有限公司	51%	福保半岛片区土地进行储备与开发，由于昆明市政府对于福保乡建设规划的更改，该公司已经由股东大会决定解散；福保半岛即滇池一级开发三个半岛之一
云南城投曲靖南海新区开发有限责任公司	80%	曲靖南海新区内土地一级开发业务
昆明未来城开发有限公司	60%	开发呈贡新城的“天堂鸟”项目
云南红河房地产开发有限公司	100%	负责开发：建都国际建材城项目、昆明艺术工场项目
云南城投大理置地有限公司	50%	负责开发：大理古城博爱路以西地块保护与开发建设项目
云南城投铜都置地有限公司	51%	负责开发：东川“腊利古铜旅游小镇”、昭通“乌盟文化商业区”、“省耕塘公园商务区”
云南云岭天籁投资有限公司	50%	对外开展投资业务
云南省水务公司	100%	搭建省级水务产业投融资、建设、运营平台，加快全省污水、生活垃圾处理设施建设
昆明中营津桥科教有限公司	100%	昆明理工大学津桥学院的投资和管理
昆明滇池温泉花园国际大酒店有限公司	50%	负责滇池温泉花园国际大酒店的运营
云南城投兴坤房地产开发有限公司	51%	负责云南驻昆明高校迁建项目中迁建后新小区的教职工及其家属的安居（非盈利性质）
云南城投医疗产业开发有限公司	65%	负责昆明第一人民医院北市区医院等医院的运营
云南城投普尔斯顿管业有限公司	30%	塑料管材、管件的制造与销售
云南中汇实业投资有限公司	10%	生物能源
钦州希望房地产开发有限公司	51%	钦州中金建材市场的开发建设
钦州中金建材市场有限公司	51%	负责钦州中金建材市场的运营
云南华威废弃物资源化有限公司	24.8%	对各行业产生的固体废弃物进行资源化科学研究，将具有市场价值的重要科研成本进行后续工程化研究和系统集成

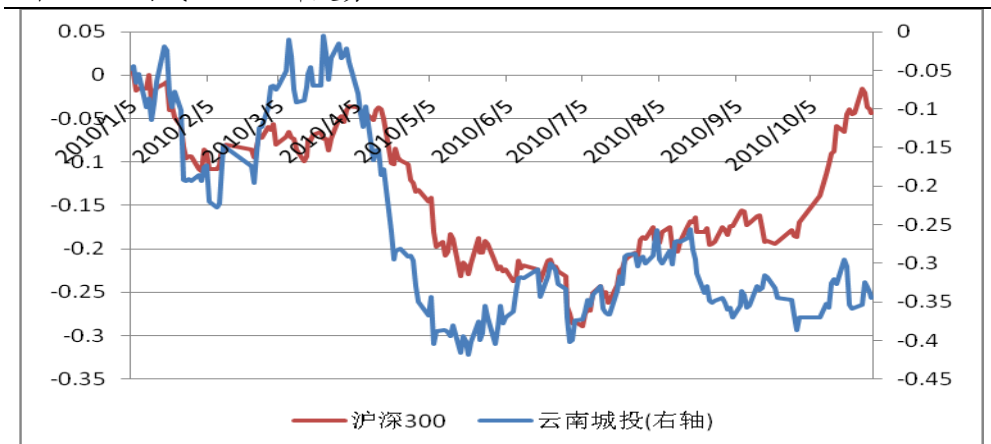
由表1可见:

- ✓ 大股东盈利性质的房地产业务悉数置入上市公司
- ✓ 2009年，云南水务公司的成立标志着“城市资源运营商”的雏形初定

三、 云南城投的尴尬：停滞的财报

投资公司，即投资于公司的基本面。撇除市场短期的噪声交易，二级市场中长期走势反映了公司基本面的变化。

图 4: 云南城投 2010 年走势



资料来源：兴业证券研发中心

2010 年，资本市场对云南城投是失望的。那么，为什么会产生这种失望情绪呢？

1. 二级市场失望的背后：停滞的财报

翻阅云南城投近三年的财报，我们不难发现如下特征：主营业务收入的停滞和资产负债表的扩张。

表 2: 云南城投财务数据一览

单位：百万

	2008 年	2009 年	2010 年年中
主营业务收入	219	2,092	177
净利润	58	314	37
存货	946	1,818	3,549
其他流动资产		3,843	4,640
总资产	1,488	9,305	10,298
预收款	5	19	23
长期负债	160	3,145	4,140
净资产	852	3,552	3,565
经营性现金	-69	-3,090	-1,430
融资性现金	228	5,729	175

资料来源：公司财报

注：其他流动资产即公司部分完工的一级开发土地

我们不难发现如下特征：

- ✓ 存货无法转化为销售：极大地限制了公司的发展
- ✓ 一级开发的高效率：部分一级开发土地政府收储
- ✓ 二级开发的实力较弱：预售款无大的起色
- ✓ 借力融资市场：2009 年公司跨越式发展的主要来源
- ✓ 2010 年经营收缩：开源受阻的情况下，公司主动节流

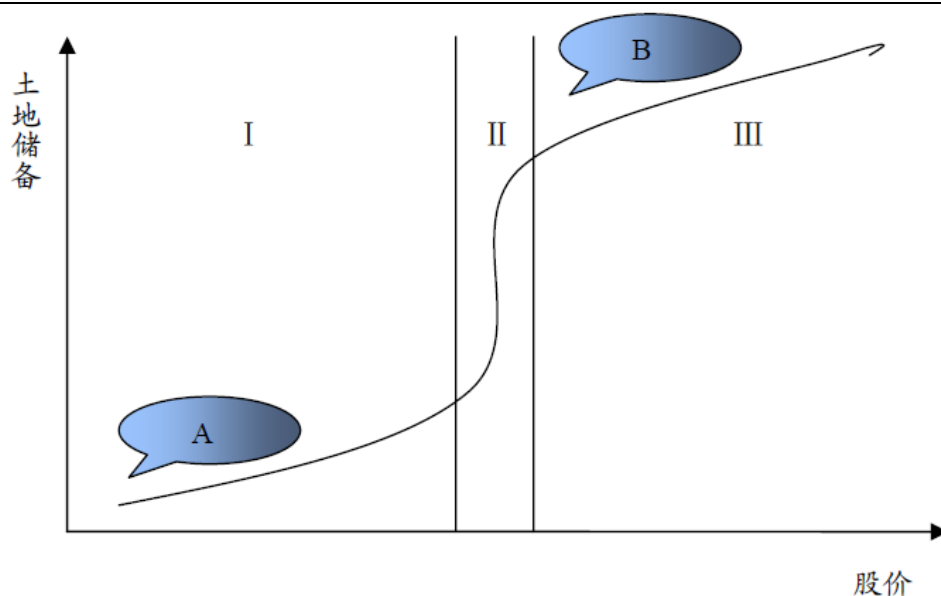
我们不妨先跳出公司的财报，思考一下什么是地产公司财报的关键。地产行业属于典型的资金密集型行业。那么，存货转化为收入的能力尤为重要。同时辅以资本市场的再融资，公司实现了快速扩张。换言之，如果一家地产公司的存货无法转化销售收入，它不可避免地成为了“capital killer”的公司；我们的先期资金投入也将成为沉淀资本。即，地产公司财报最重要的是销售收入。

那么，对于云南城投什么最重要呢？收储的土地何时拍卖最重要!!!（我们将在本文的第四和第五部分注重分析其可行性）

2. 二线地产公司介入时机的讨论

超额收益来源于行业的壁垒、公司的禀赋、特有的运营能力。土地是地产公司最重要的生产资料。那么，低廉的土地成本背后隐藏着公司获取土地的特有方式。当资本市场意识到这种特有的获取土地方式之后，股价将以“资源重估”的逻辑出现上涨；当优质的土地储备无法释放业绩时，无论公司是否继续获取土地储备，股价将止步不前；当土地储备释放业绩的障碍解除之后，业绩释放如期甚至超预期发生时，股价再次上涨。

图 5：二线地产公司介入时机的讨论



资料来源：兴业证券研发中心

我们把股价的三个阶段分为：明日之星（I 阶段）、沙漠之花（II 阶段）、二线蓝筹（III 阶段）。对于资本市场的介入时点而言，A 点和 B 点最为适宜。

对于云南城投而言,我们认为一级拍地渐行渐近。即 B 点投资时机隐现。

四、 云南城投的基石：叠加的禀赋

1. 云南：资源禀赋充分，发展起点较低

云南地处中国西南边陲，是一个自然资源丰富、民族众多、起点较低的内陆省份。2009年，云南共实现GDP总额约6168亿元，位列全国第24位，人均GDP约13539元，位列全国第30位。

图 6：云南近几年经济增速

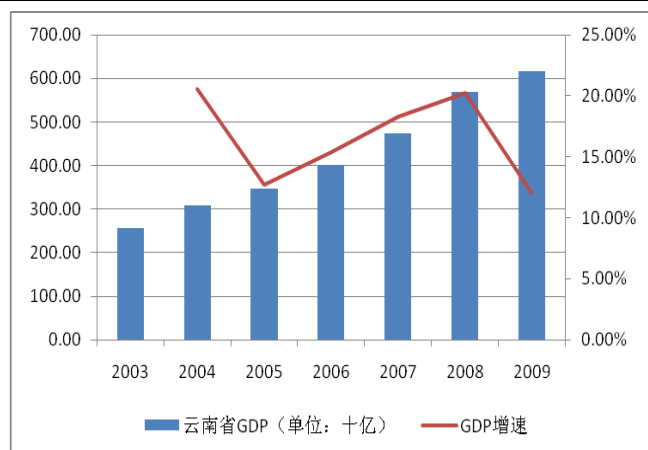
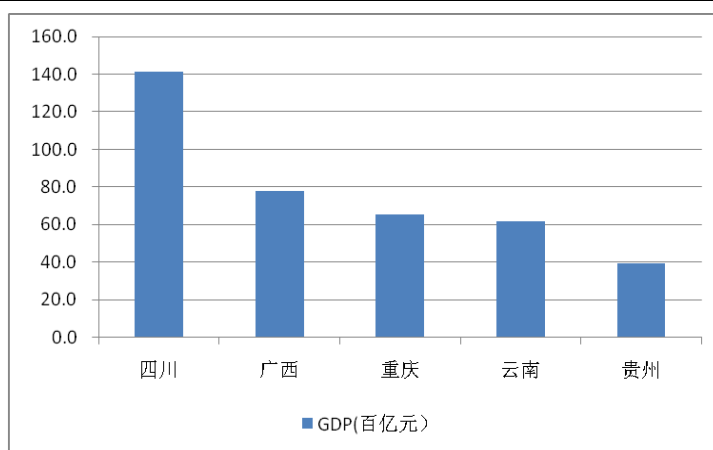


图 7：西南四省一市 GDP 对比



资料来源：兴业证券研发中心

资料来源：兴业证券研发中心

可见：云南为一个起点比较低，且近年GDP增速超过全国平均增速的省份。起点较低的省份发展需要一定的资源禀赋。对于云南而言，这样的资源禀赋包括：旅游资源和矿产资源。

悠久的历史 and 浓郁的少数民族风情造就了绚丽多彩的民族文化。低纬度高海拔的地理位置形成了绚丽多姿的自然风光。省内拥有1个世界级文化遗产、2个世界级自然遗产以及12个国家级风景名胜区。

表 3：云南省分区域景区分布及特征

区域	旅游集散中心	代表景点	特征
滇东南	昆明	石林、九乡	喀斯特地貌
滇西北	丽江	玉龙雪山、大玉龙景区	高原雪山、古镇
滇西南	大理、腾冲	大理古城、鸡足山、腾冲温泉	西南丝路
滇南部	景洪、香格里拉	野象谷	热带林

资料来源：兴业证券研发中心

云南已发现各类矿产142种，探明储量的矿产92种，其中25种矿产储量位居全国前三名，54种矿产储量居前十位。

表 4：云南省部分矿产资源一览

矿种名称	保有量 (单位: 万吨)	全国的地位
锡	125	1
铅	531	1
锌	1899	1
铜	695	3

资料来源：兴业证券研发中心

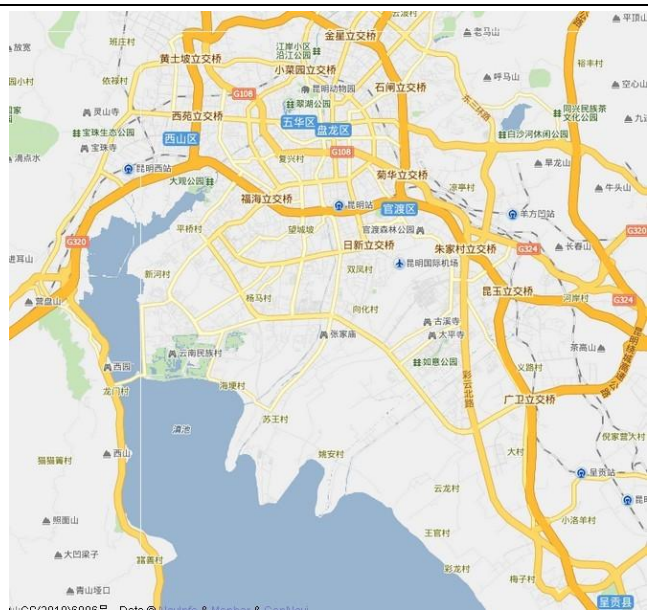
2. 昆明：省内集聚效应明显，大规模城建提升品质

● 昆明经济数据一览

昆明地处云贵高原中部，市中心海拔 1,891 米。南濒滇池，三面环山。属于低纬度高原山地季风气候，年平均气温 15 度。气候温和，夏无酷暑，冬不严寒，四季如春，气候宜人，是极负盛名的“春城”。

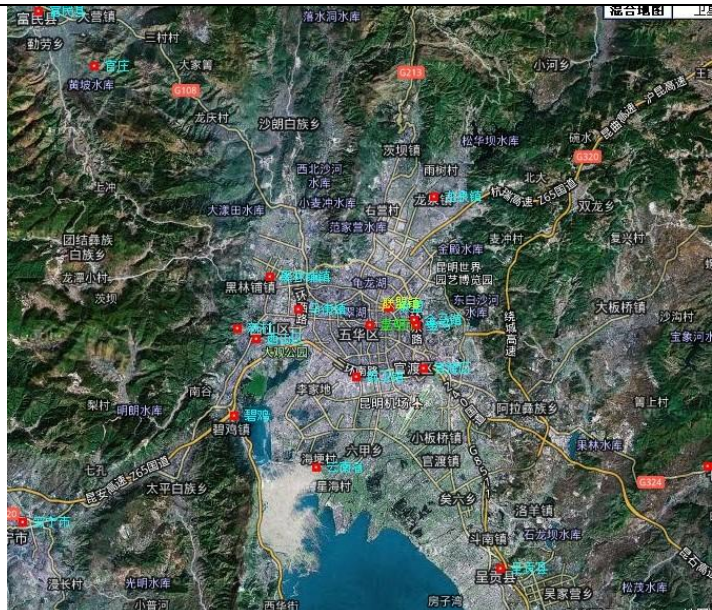
昆明市区面积约 98 平方公里，下辖官渡区、西山区、五华区、盘龙区及呈贡新城。

图 8：昆明市地图（平面）



资料来源：兴业证券研发中心

图 9：昆明市地图（卫星）

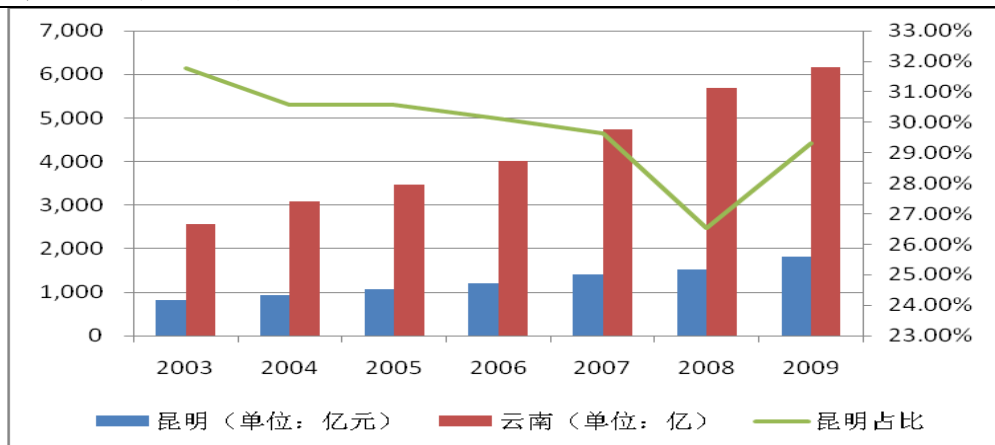


资料来源：兴业证券研发中心

由图 8 和图 9 可知，未来昆明的发展方向为东南方向，即滇池周边及呈贡新城。

昆明经济在云南占绝对的领导地位。随着全省经济的高速发展，“马太效应”尤为明显。

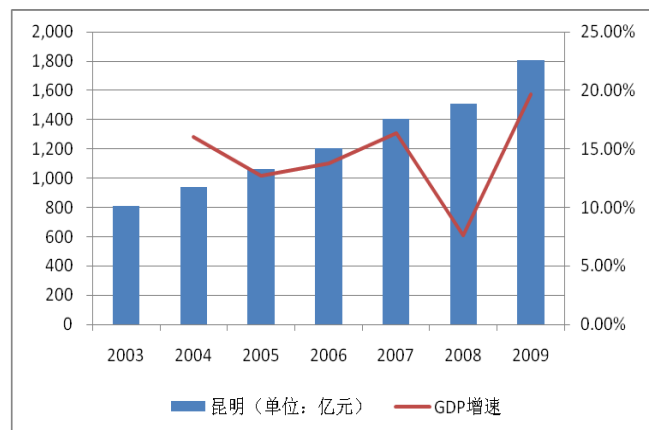
图 10：昆明与云南 GDP



资料来源：兴业证券研发中心

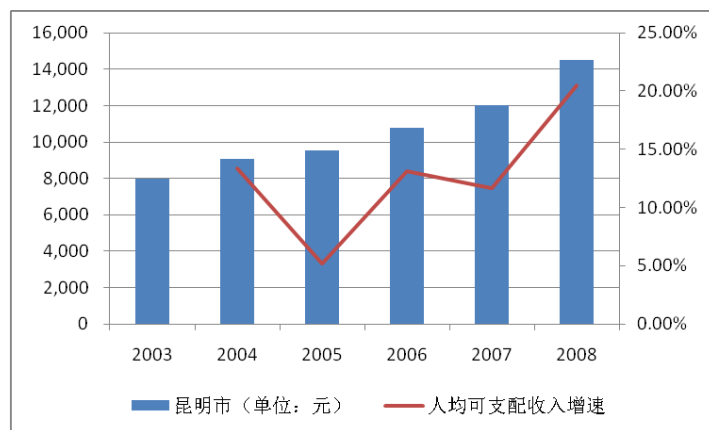
近年来，昆明经济呈现出较快发展的态势，且人均可支配收入呈现出更快的增长。

图 11: 近几年昆明 GDP 一览



资料来源: 兴业证券研发中心

图 12: 近几年昆明人均可支配收入一览

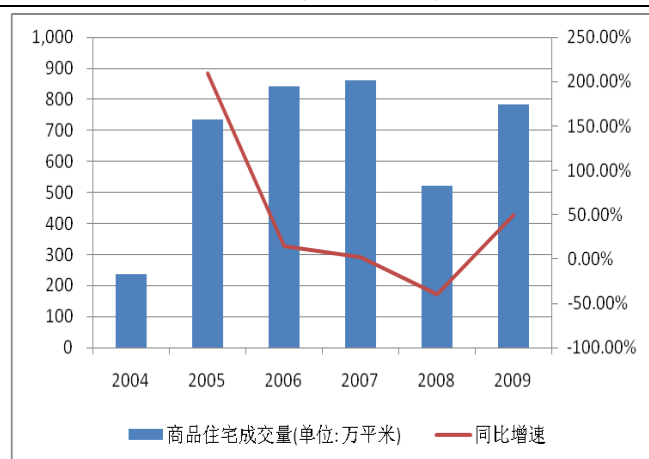


资料来源: 兴业证券研发中心

● 昆明地产数据一览

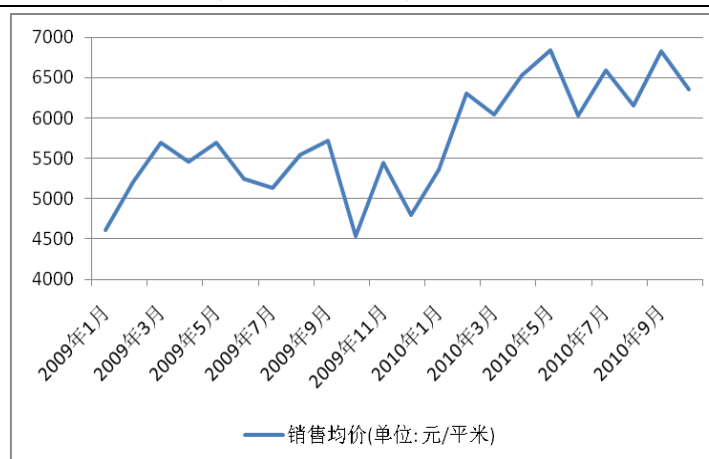
2009 年,昆明常住人口约 534 万人,其中城市非农业人口约 240 万人,即城市化率约 44.94%。近年来,昆明房地产市场成交量呈现出较快的增长。伴随着房地产成交量的走高,房屋销售均价也一路走高至 6400 元/平米(2010 年 10 月)。

图 13: 近几年昆明房地产销量一览



资料来源: 兴业证券研发中心

图 14: 昆明房地产销售均价一览



资料来源: 兴业证券研发中心

截至到 2010 年 10 月,昆明累计实现销售面积约 449 万平方米,同比下滑约 22%。

表 5: 西南主要城市成交一览(2010 年)

	累计成交量 (单位: 万平方米)	同比
重庆	1847	-8.8%
成都	612	-28.3%
贵阳	473	-22.4%
昆明	431	-24.1%

资料来源: 兴业证券研发中心

那么,我们不妨观测一下昆明房地产市场的市场容量。

2008 年,昆明市总人口约 529 万人,年人口自然增长率约 1%,城市化率约 41.2%,人均住宅面积约 24.6 平米。我们假设:2020 年昆明城市化率达到 55%。

表 6: 昆明市住宅市场年容量测算

单位: 万平米

	0.0	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8
0	140	256	285	314	344	373
0.60%	184	309	341	372	403	434
0.80%	200	328	360	392	424	456
1.00%	215	347	379	412	445	478
1.20%	232	366	399	433	467	500
1.40%	248	386	420	454	489	523

资料来源: 兴业证券研发中心

注: 横坐标为年新增人均住宅面积

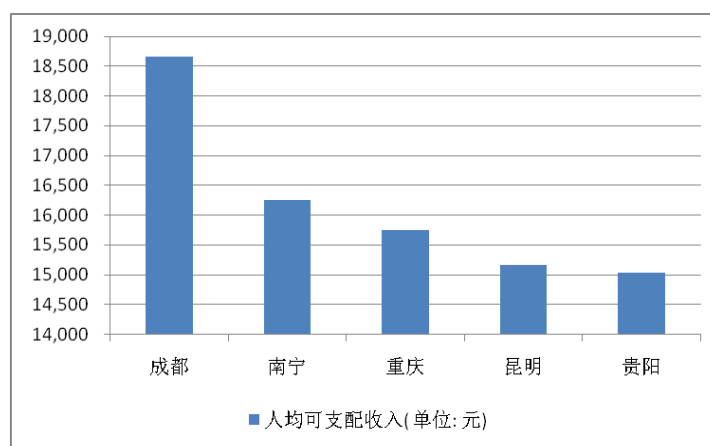
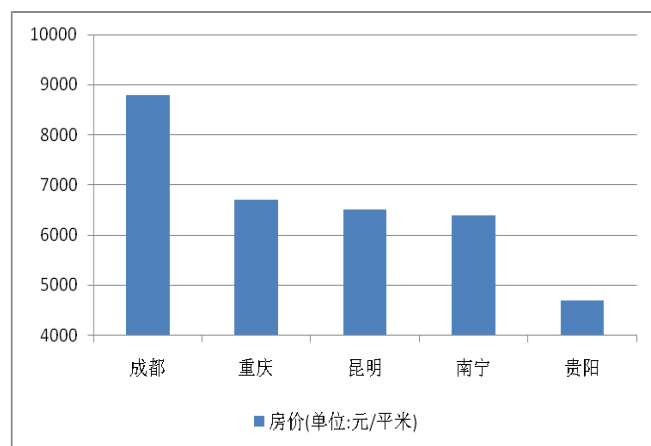
纵坐标为年人口自然增长率

该测算不包含拆迁面积(目前, 昆明正在对市区 336 个城中村进行改造, 涉及面积达 3800 万平米)

因此, 昆明的整体的房地产成交量较为健康。

图 15: 西南主要城市房价对比(2010 年 10 月)

图 16: 西南主要城市人均可支配收入对比(2009 年)



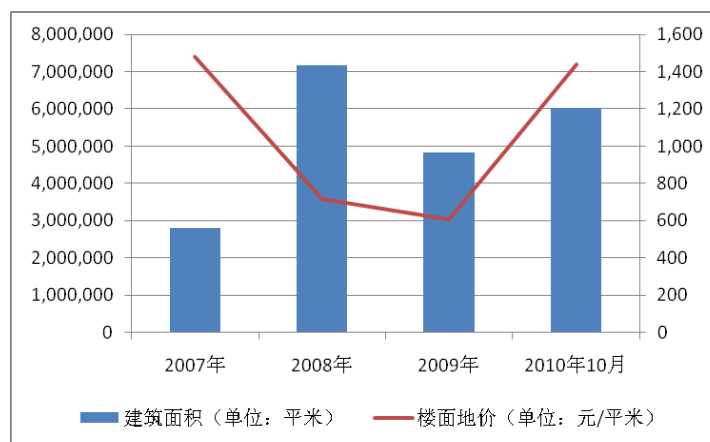
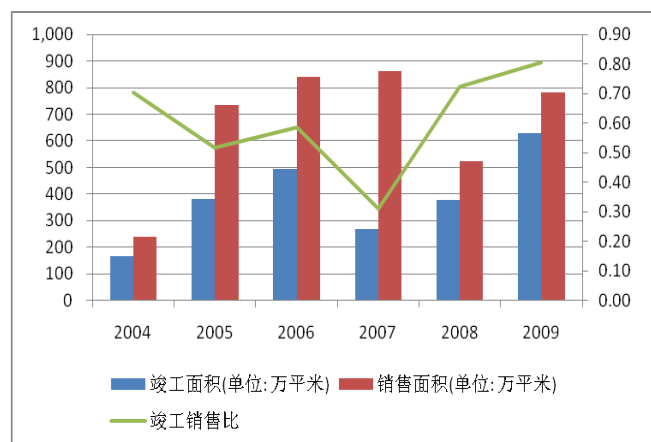
资料来源: 兴业证券研发中心

资料来源: 兴业证券研发中心

由图 15 和图 16 可知, 相对于昆明的人均可支配收入, 昆明的房价并不便宜。

图 17: 昆明住宅市场销售竣工比

图 18: 昆明住宅土地拍卖情况一览



资料来源: 兴业证券研发中心

资料来源: 兴业证券研发中心

由图 17 可知: 近六年昆明住宅市场年均成交量约 663 万平方米, 且昆明房地产市场

一直处于“供给偏紧”的状态。由图 16 可知，近几年，昆明土地市场年均供地面积积约 520 万平米，考虑到开发商的存货周期，这样的土地供应显得杯水车薪。同时，我们注意到土地价格在 2010 年出现了明显的拉升。

那么，什么导致上述现象的发生？

我们不妨回到上文，图 8 昆明地图，我们可以清晰地看到，昆明市区分为三片：老城区、滇池、呈贡新城。

表 7：昆明市区三大片开发难度概述

	启动时间	开发难度
老城区改造	2008 年	原有建筑容积率较高
滇池附近开发	2008 年	政府对滇池规划或有重新的考量
呈贡新城开发	2007 年	离原有市区较远

资料来源：兴业证券研发中心

我们相信，随着政府的深思熟虑，昆明土地市场会恢复常态。

● 大规模市政建设提升城市品质

宜居的城市必须要有相应的市政配套。由于多年市政配套的欠账，昆明一度被人戏虐为“村城”。2007 年底，仇和履新昆明市委书记。上任伊始，仇书记提出“123456”的发展规划，即紧扣建设现代新昆明这一中心，围绕富民、强市两大目标，坚持率先发展、科学发展、和谐发展，强力推进工业化加速、城市化提升、市场化转型、国际化拓展，加快建设富强昆明、活力昆明、文化昆明、生态昆明、和谐昆明，大力实施科教兴市引领、软硬环境建设、县域经济繁荣、园区经济突破、招商引资推进、滇池流域城乡及滇中区域发展一体化。

表 8：2009 年昆明基础设施完成投资额

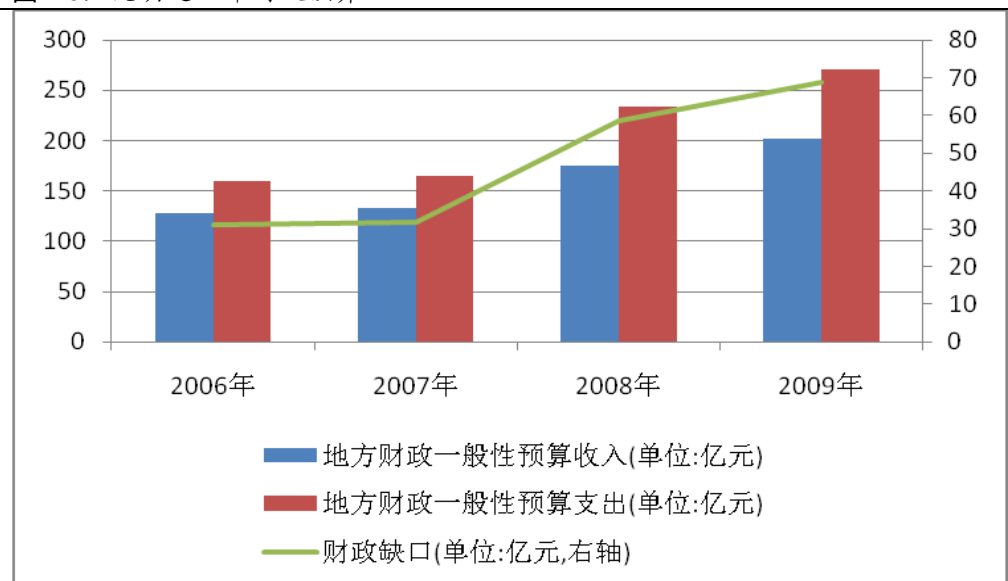
单位：亿

序号	名称	完成投资额
1	农村民生和基础设施工程	36
2	交通设施建设工程	290
3	滇池污染治理和生态环境保护工程	66
4	市政基础设施工程	51
5	保障性住房工程	48
6	社会公益事业工程	50
7	工业园区道路基础设施工程	24
	合计	565

资料来源：兴业证券研发中心

伴随着大规模的市政建设，昆明财政支出也逐步增加。

图 19: 昆明近四年财政预算



资料来源: 兴业证券研发中心

同时, 我们注意到: 2011 年, 昆明仍将继续加大市政建设。2010 年 5 月 1 日开建的地铁 1、2 号线首期工程由呈贡和主城骨干线 1 号线一、二期工程和 2 号线一期工程组成, 全长 41.9 公里, 总投资达 211 亿元人民币, 预计总工期 18 个月。同时, 2010 年, 交通设施建设白皮书共明确 103 项建设任务, 总投资 405.19 亿元。

我们相信: 随着大刀阔斧的市政建设, 昆明摆脱“村城”的尴尬指日可待。

众所周知, 无论个人还是政府, 当期的超支都将由未来的收入进行偿还。那么, 我们不妨先观察一下昆明的主要支柱产业, 以期探寻未来财政收入增长的源泉。

2009 年, 昆明规模以上工业完成增加值 534.74 亿元, 增长 10.1%。在规模以上工业中, 轻工业实现增加值 246.98 亿元, 比上年增长 8.0%; 重工业实现增加值 287.75 亿元, 增长 11.9%。

表 9: 2009 年部分行业工业附加值一览

单位: 亿

行业	工业附加值	同比增速	占比
烟草	163	4.8%	30.52%
冶金	72	6.3%	13.48%
机电	62	15.3%	11.61%
医药	30	10.7%	5.62%

资料来源: 2009 年昆明统计年鉴、兴业证券研发中心

相对于每年数十亿的财政缺口, 上述规模以上工业附加值的总量和质量略显不够。随着政府投融资平台融资的受限, 政府靠什么来支撑上述市政建设呢? 也许土地拍卖是个不错的选择。

表 10: 官渡区和呈贡县土地成交一览

单位: 平米

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 10 月
官渡区	1,476,842	126,879	2,211,147	71,672
占比	52.80%	1.77%	45.85%	1.19%
呈贡区	0	3,592,863	0	975,653
占比	0	50.09%	0	16.16%

资料来源：中国指数研究院、兴业证券研发中心

在上文，我们也提到了：昆明的发展方向在于滇池附近（隶属于官渡区）和呈贡县。由表 9，在 2010 年昆明土地供给放大的情况下，官渡区和呈贡县的供给都出现了一定的萎缩。

根据实地调研，该现象背后的因素包括：

- ✓ 2008 年启动的市区城中村改造
- ✓ 滇池周边规划的重新讨论
- ✓ 市政府搬迁至呈贡的日期推后

3. 滇池：昆明独有的天下瑰宝

滇池位于昆明市西山脚下，形似弦月，南北长 39 公里，东西宽 13.5 公里，平均宽度约 8 公里。湖岸线长约 200 公里；湖面面积 300 平方公里，居云南省首位，湖水最大深度 8 米，平均深度 5 米，蓄水量 15.7 亿立方米，素称“五百里滇池”。是中国第六大内陆淡水湖。

表 11：全国部分城中湖数据一览

名称	所属城市	湖面面积 (单位：平方公里)	湖岸总长 (单位：公里)
滇池	昆明	297	200
东湖	武汉	33	133
西湖	杭州	4.37	15
大明湖	济南	0.46	2

资料来源：兴业证券研发中心

由表 11 可见：无论是过去还是将来，滇池及其周边资源都是昆明乃至整个西南地区不可多得的天然瑰宝。

由于周边过度开发，滇池受到了严重的污染。1990 年，全面启动滇池治理。目前，滇池治理已取得阶段性成果。随着 2012 年牛栏江滇池补水工程的完成，滇池将重现“五百里滇池，奔来眼底”的意境。

随着滇池治理的进一步完善，周边土地价值将日益凸显。

综合判断：

- ✓ 云南属于典型的资源型省份，资源会向省内唯一中心城市昆明集中
- ✓ 昆明整体房地产成交量合理，但房价偏高
- ✓ 大规模的市政建设提升了昆明的城市品质，随之而来的是财政缺口的扩大；这加大了 2011 年土地拍卖的概率
- ✓ 无论过去还是将来，滇池均是西南地区不可多得的瑰宝。随着滇池治理的完善，周边土地价值凸现。

五、 云南城投的未来：漂亮的双击

目前，云南城投控制资源包括：

- ✓ 滇池北岸环湖东路沿线4.18万亩土地的一级开发权
- ✓ 森林湖、东骧神骏、北京路吹箫巷共计约60万方的昆明市区房地产二级开发权
- ✓ 官渡区关上关坡约448亩的城中村改造一二级联动开发权
- ✓ 大白庙片区、上坝村、中坝村共计约2899亩的城中村改造一级开发权（未获取二级开发权的可能性较大）

由于公司拍地进程的推迟，资本市场对公司产生了些许怀疑。那么，我们不妨从运作上述资产的商业模式、诚信度、执行力角度对公司进行分析。

1. 独特的商业模式：政府特许经营权

无论当前的看点（滇池周边一级开发）还是未来的亮点（城中村改造），公司的商业模式定位始终定位于城市资源运营。而城市资源运营绕不开政府的特许经营权。在这个方面，出身省国资委的云南城投得天独厚。

分析一家公司的商业模式，我们需要从三个角度去分析：商业模式的由来、商业模式的价值、商业模式的可持续性。

● 商业模式的由来：

“昆明主城区面积狭小、基础设施不够完善，旧城改造任务艰巨，新昆明建设必须以新区开发为突破口，鉴于昆明正处于新一轮的城市建设高潮，房地产市场发展空间较大。公司将以环湖东路沿线土地一级开发为主线，迅速壮大资金实力，完成盈利积累，充实土地储备，依托云南经济、社会、文化及自然资源特色，借助政府投融资平台地位，以房地产一、二级开发联动为核心竞争力，以广义的“房、地、产”为经营内容，以城市运营商为发展定位，立足云南、面向全国、辐射东南亚，成为国内一流的品牌房地产企业。”

——摘自公司 2008 年年报

上述这段话，我们可以捕捉到如下信息：

- ✓ 云南城投系由政府：大股东隶属于云南国资委
- ✓ 公司定位：城市资源运营商
- ✓ 公司当前主要关注点：滇池附近一级开发

系由政府和城市资源运营商定位点明了公司的商业模式：利用政府背景，获取稀缺土地的特许经营权。滇池附近一级开发权的获取反证了上述商业模式的存在。

● 商业模式的价值

赚钱的商业模式会给资本市场带来超额收益。行业的贝塔叠加政府行为的贝塔，

招致了市场对于云南城投的大幅下跌。且不说，何时排地（重申我们的观点：2011年拍地是大概率事件），我们首先测算一下云南城投的价值。

➤ 一级开发

一级开发的测算，涉及到四个变量：拍卖价格、可出售土地比例、分成比例、拍卖周期

（1） 土地一级开发权概述

一级土地开发总面积 4.18 万亩，包括环湖东路、建设用地、环湖生态湿地和环湖景观路。可供出售的建设用地面积约 3.2 万亩；其中一期开发用地 4630 亩。

图 20：云南城投一级开发区位图



资料来源：兴业证券研发中心

（2） 一级开发拍卖价格

未知事物的价格，往往是一个相对的概念。滇池卫城是周边唯一可参考大盘。

滇池卫城占地面积 2700 亩，由大连万达 2003 年开始开发，目前已进入尾期。整个项目位于滇池北岸，毗邻西山，昆明滇池国家旅游度假区内，自然环境优越。项目处于兴体路与红塔东路交汇口，从主城区二环开车到项目不到 15 分钟，交通非常便利。周边有云南省高级法院、云南省政协等省直机关。周边楼盘多以低密度花园洋房和别墅为主，属昆明高端住宅区。在最新的售价中，滇池卫城花园洋房的均价为 9000 元/平方米，别墅根据景观不同，价格从 18000-25000 元/平方米。整个项目容积率 0.6，综合花园洋房和别墅的售价均价在 15000 元/平方米。

图 21: 滇池卫城位置一览



资料来源：兴业证券研发中心

注：图 21 中 F 即为滇池卫城

下面,我们依据 15000/平米的均价进行土地价值倒推。

表 12: 滇池卫城当前地价敏感性测试

毛利率	25%	30%	35%	40%
主营业务成本(元/平米)	11,250	10,500	9,750	9,000
建安成本(元/平米)	3,000	3,000	3,000	3,000
楼面地价(元/平米)	8,250	7,500	6,750	6,000
地价(万/亩)	330	300	270	240

资料来源：兴业证券研发中心

在下面的测算中，我们将土地价格的假设区间设定为 220 万/亩至 300 万/亩（即滇池卫城当前地价打八折）。

（3）可拍卖比例

根据一级开发协议，3.2 万亩地将进行拍卖。但是，滇保条例或存在修改的可能性。我们将按照 2.8 万亩、3 万亩、3.2 万亩分别进行敏感性分析

（4）分成比例

按照一级开发协议，上市公司与昆明市政府之间按照五五分成。

（5）出让周期

出于审慎的考虑，我们设定 2011 年至 2017 年为公司出让周期。2011 年至 2017 年，公司分别出让 3000 亩、4000 亩、5000 亩、5000 亩、5000 亩、5000 亩、5000 亩。

下面，我们给出云南城投一级开发测算表

表 13: 一级开发盈利预测表

单位：万

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
主营业务收入	780,000	1,040,000	1,196,000	1,196,000	1,196,000	1,196,000	1,196,000
主营业务成本	300,000	400,000	460,000	460,000	460,000	460,000	460,000

主营业务税金	42,900	57,200	65,780	65,780	65,780	65,780	65,780
三费	62,400	83,200	95,680	95,680	95,680	95,680	95,680
税前利润	374,700	499,600	574,540	574,540	574,540	574,540	574,540
所得税	93,675	124,900	143,635	143,635	143,635	143,635	143,635
净利润	281,025	374,700	430,905	430,905	430,905	430,905	430,905
利润分成	140,513	187,350	215,453	215,453	215,453	215,453	215,453
股本	63,340	63,340	63,340	63,340	63,340	63,340	63,340
EPS	2.22	2.96	3.40	3.40	3.40	3.40	3.40

资料来源：兴业证券研发中心

注：拍卖土地按照 3 万亩进行计算（考虑到湖边规划或有变化）

拍卖价格按照 260 万/亩进行测算

开发成本按照 100 万/亩进行测算（考虑到后续拆迁成本的上升）

按照 8% 的贴现率计算，该项目 RNAV 约为 17.53 元/股

表 14：一级开发 RANV 敏感性分析

	220	240	260	280	300
28,000	11.88	14.16	16.44	18.72	20.99
29,000	12.28	14.63	16.99	19.34	21.69
30,000	12.68	15.10	17.53	19.96	22.39
31,000	13.07	15.57	18.08	20.58	23.09
32,000	13.47	16.05	18.63	21.21	23.79

资料来源：兴业证券研发中心

注：横坐标为拍地价格

纵坐标为拍地面积

我们的判断：

资本市场总是在零和一之间波动。政府行为的贝塔值，迫使资本市场对于云南城投拍地从“审美疲劳”转向“付之一笑”。之于云南城投，2011 年拍多少不是关键，拍不拍才是关键。我们认为，2011 年拍地是大概率事件。毕竟，3800 亩地的收储可以透露一些端倪。拍地可以给资本市场一个估值、一个方向。或许，2010 年政府行为的贝塔值将转变为公司价值的阿法尔值。

➤ 二级开发

公司现有二级开发主要集中于昆明、陕西、天津。

表 15：公司二级开发土地储备一览

项目名称	权益 (%)	类别	地理位置	建筑面积 (平方米)	未售面积 (平方米)	竣工时间
森林湖公园	100	别墅	昆明市森林湖	150,000	50,000	2009 年
东骧神骏	51	住宅	昆明市东风东路	650,000	270,000	2011 年
古铜旅游小镇	75	住宅	昆明市东川区痛都镇	344,400	280,000	2012 年
吹箫巷项目	100	综合	昆明市北京路	270,000	270,000	2014 年
武庙会	50	住宅	大理市武庙	130,800	130,800	2013 年
天津云滨大厦	100	综合	天津市滨海新区	100,000	100,000	2012 年

世纪大道项目	32	住宅	咸阳世纪大道	1,000,000	1,000,000	2013 年
合计					2,100,800	

资料来源：兴业证券研发中心

随着森林湖公园项目和东骧神骏结算趋于尾声，2010 年公司二级开发陷入了青黄不接的境地。

表 16: 二级开发结算进度表

项目	2010E			2011E			2012E		
	结算面积	销售均价	毛利率	结算面积	销售均价	毛利率	结算面积	销售均价	毛利率
森林湖公园	5	4,800	36.1%						
东骧神骏	12	6,000	45.3%	15	6,000	45.3%			
古铜旅游小镇	12	4,000	23.5%	12	4,000	25.3%			
吹箫巷项目							5	15,000	68.5%
武庙会	6	5,000	37.5%	7	5,000	37.5%			
天津云滨大厦							2	9,000	54.2%
世纪大道项目				15	4,500	43.7%	15	4,700	46.4%

资料来源：兴业证券研发中心

预计 2010 年至 2011 年,二级开发可贡献 EPS 约 0.20 元、0.13 元、0.35 元。

表 17: 二级开发 RNAV 增值

项目名称	未结算面积 (平方米)	均价 (元/平方米)	公司权益 (%)	权益增值 (亿)	竣工期
森林湖公园	50,000	4,800	100	0.26	2009 年
东骧神骏	270,000	6,000	51	1.30	2011 年
古铜旅游小镇	280,000	4,000	75	0.27	2012 年
吹箫巷项目	270,000	15,000	100	10.8	2014 年
武庙会	130,800	5,000	50	0.37	2013 年
天津云滨大厦	100,000	9,000	100	1.77	2012 年
世纪大道项目	1,000,000	4,600	32	2.43	2013 年
合计				17.2	

资料来源：兴业证券研发中心

即每股 RNAV 增值约 2.71 元。

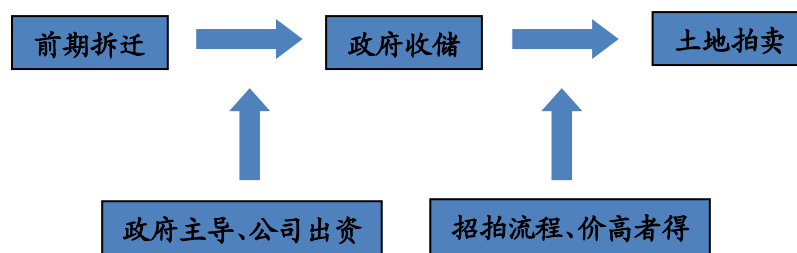
➤ 城中村改造

(1) 昆明城中村改造概况

昆明现有 336 个城中村中，位于二环以外的有 265 个，涉及城中村土地面积达 84000 亩左右；一环至二环区域的城中村有 51 个，涉及城中村土地约 5900 亩，平均每村占地面积约为 116 亩；一环以内的城中村仅有 22 个，涉及城中村土地面积约 625 亩，平均每村占地约为 31.25 亩。

2008 年，昆明大规模启动城中村改造，计划在 5 年之内完成上述城中村改造。开发模式如下：城中村在完成专项规划编制后，便与有投资意向的企业签订投资意向协议，而前期拆迁、安置工作由政府主导，企业出资进行。待拆迁完成后，城中村土地便按照土地招拍挂的相关规定完成交易，获得土地的企业也就成为了该城中村的最终开发商。从目前的情况来看，有 1/3 的城中村都可采取这个模式来进行改造。

图 22: 昆明城中村改造流程



资料来源：兴业证券研发中心

有别于武汉的城中村改造模式，我们认为参与昆明城中村一级开发的目标收益较低：

- ✓ 一级开发的利润按照成本的 8% 进行计算
- ✓ 参与一级开发的企业在获取二级开发方面没有优势

所以，我们判断：对于云南城投而言，城中村改造只是锦上添花。

(2) 云南城投城中村改造价值分析

表 18: 云南城投掌握的城中村改造一览

项目名称	获取时间	权益	合作方	占地面积 (单位: 亩)
上坝片区	2010/3/6	60%	盘龙置业	790
中坝片区	2010/3/6	75%	盘龙置业	1920
官渡区上官坡片区	2010/4/10	52.63%	城海公司	448
大白庙片区	2010/8/19	10%	同德实业	189

资料来源：兴业证券研发中心

注：官渡区上官坡片区为一二级联动

其余三块地块尚处于一级开发阶段

由于政府尚未公布上述土地的容积率，处于谨慎原则，我们按照 3 的容积率进行测算（昆明市区容积率普遍在 4 左右）。

表 19: 云南城投城中村改造 RNAV 测算

项目名称	未结算面积 (平方米)	均价 (元/平方米)	公司权益 (%)	权益增值 (亿)	竣工期
中性					
官坡片区	896,448	10,000	52.63	11.3	2014 年
乐观					
官坡片区	896,448	10,000	52.63	11.3	2014 年
上坝片区	1,580,790	5,000	60	7.7	2015 年
中坝片区	3,481,920	5,000	75	24.27	2015 年
大白庙片区	379,149	10,000	10	0.78	2013 年
合计				44.05	

资料来源：兴业证券研发中心

注：中性假设下，只有官坡片区一二级联动

乐观假设下，四个片区全部一二级联动

即：中性假设下，每股 RNAV 增值约 1.78 元

乐观假设下，每股 RNAV 增值约 6.95 元

● 商业模式的可持续性

在云南城投拍地之前，我们谈论他商业模式的可持续性似乎有“水中月、镜中花”的意思。上文中提到：2008 年伊始，云南城投以“城市资源运营商”的定位要求自己。时至今日，始终未变。随着土地拍卖的深入，公司资产负债表重新健康运转。那么，无论是企业家情绪还是大股东意愿，将会进一步得调动起来。即优质资源向公司进一步集中。那么，商业模式的可持续性也就迎刃而解。

我们的判断：

✓ 系出政府和城市资源运营商的定位点明了公司的商业模式：利用政府资源，获取特性经营权。

✓ 中性预期下，一级开发可贡献公司每股 RNAV 增值约 17.53 元（弹性较大）。

二级开发可贡献公司每股 RNAV 增值约 2.71 元

城中村改造可贡献公司每股 RNAV 增值约 1.78 元（乐观假设下，可贡献每股 RNAV 约 6.95 元）

✓ 结合公司每股净资产 4.67 元，即中性预测下，公司每股 RNAV 约 24.92 元。相对于当前的股价，投资机会可见一斑

✓ 随着云南城投拍地的进行，资产负债表重新健康运转。无论企业家情绪还是大股东意愿，将会进一步调动起来。优质资源向公司进一步集中。那么，商业模式的可持续性也就迎刃而解。

2. 诚信和执行力

● 大股东的诚信和执行力

大股东的诚信表现在对于上市公司的支持是否始终如一。那么，大股东对于上市公司的支持体现在什么地方呢？资产和资金。

上市伊始，大股东即承诺将会不断地为上市公司提供优质资产。环湖东路一级开发的获取证明大股东的承诺非虚。

表 20：云南城投长期负债结构一览

单位：万

	2008 年中期	2008 年	2009 年中期	2009 年	2010 年中期
质押借款			15,000	99,500	144,000
抵押借款	15,000	15,000		7,200	
保证借款				220,000	245,000
信用借款					25,000
合计	15,000	15,000	15,000	326,700	414,000

资料来源：公司财报、兴业证券研发中心

由表 20 可见，长期负债中很大一部分来源于大股东的担保借款

表 21: 大股东担保借款一览

单位: 万元

担保方	被担保方	金额	有效期	是否履行完毕
云南省城市投资有限公司	云南城投置业股份有限公司	200,000	2009/2/16—2012/3/16	否
云南省城市投资有限公司	云南城投置业股份有限公司	49,500	2009/6/25—2015/6/29	否
云南省城市投资有限公司	云南城投置业股份有限公司	30,000	2010/4/9—2013/4/8	否
云南省城市投资有限公司	云南城投置业股份有限公司	20,000	2009/12/12—2011/11/12	否
云南省城市投资有限公司	云南城投置业股份有限公司	15,000	2010/6/24—2013/6/23	否
合计		314,500		

资料来源: 2010 年公司半年报

由表 21 可见, 大股东对于公司的担保借款仍有余力。

● 上市公司的诚信和执行力

上市公司的诚信体现在对于资本市场的承诺是否完成。那么, 募投计划的完成情况尤为重要。

表 22: 募投项目进展

单位: 亿

项目名称	是否变更	拟投入金额	实际投入资金	达标	项目进展	未达标原因
环湖东路一级开发一期	否	19.74	19.07	否	(1) 截止2009 年底, 已完成三个半岛范围内约3800 亩的土地收储工作, 进入土地出让的最后程序; <u>由于昆明市规划调整、相关政策变化等外部因素的影响, 一期土地未能按计划在年内实现招、拍、挂, 公司将继续积极推进该项工作。</u> (2) 环湖东路土地一级开发项目道路建设用地已完成官渡区和呈贡县范围内的征用及交付工作, 受官渡区和呈贡县拆迁工作滞后的影响, 环湖东路路基工程总体形象进度为60%, 工程前期工作基本完成。	公司原计划一期开发期限从2008年5月至2009 年7月, 其中募集资金投入预计从2008年10 月开始。在项目实施过程中, 由于募集资金实际到位时间推后至2009年4 月, 比计划时间推后6 个月, <u>另外受征地拆迁、昆明市规划调整、相关政策变化等因素的影响, 项目整体进度较计划有所滞后。</u>

资料来源: 2009 年公司财报

由表 22 可见, 在募投计划执行方面, 撇除政府的规划再调整, 公司的执行力和诚信都经得起考验。

上市伊始, 公司就“知其为, 知其不为”。上文中, 我们也提到了公司二级开发实力较弱。那么, 公司采用合作方式进行二级开发经验的弥补。

表 23: 公司二级开发合作一览

公告时间	合作开发商	注册资本	云南城投持股比例
2009/9/22	中海地产	1000 万元	35%
2009/11/18	万科	1000 万元	49%
2010/1/12	招商地产	1000 万元	40%

资料来源: 公司财报

由表 23 可见, 云南城投拥有一个开放的心。回想, 我们对于云南城投的描述: 昆明地主。这样的公司拥有一颗开放的心, 能说明什么呢?

六、 投资建议

预计公司 2010 年至 2012 年，EPS 分别达到 0.31 元、2.35 元和 3.31 元,其中一级开发贡献 EPS 为 0.00 元、2.22 元、2.96 元。结合公司 RNAV24.98 元，我们 6 个月目标价 24.92 元。首次给与公司“推荐”评级。

表 24:二线地产公司估值表

公司	股价	RNAV	RNAV 溢价	PE		
				10 年	11 年	12 年
云南城投	16.49	24.92	-33.84%	85	7	5
嘉凯城	7.94	10.32	-23.06%	12	9	7
鲁商置业	7.18	10.20	-29.61%	14	9	7
中南建设	10.12	15.31	-33.90%	14	10	7
中天城投	14.43	18.13	-20.41%	14	9	8
福星股份	12.61	14.47	-12.85%	19	13	10

资料来源：兴业证券研发中心

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	9259	10752	16073	21400
货币资金	2661	200	1243	1581
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	260	260	260	260
其他应收款	199	199	199	199
存货	1819	4397	7601	11601
非流动资产	47	38	24	22
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	8	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	24	20	16	12
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0
资产总计	9306	10790	16097	21422
流动负债	2448	1554	2877	3415
短期借款	770	0	100	100
应付票据	0	0	0	0
应付账款	446	362	1530	2022
其他	1232	1192	1247	1292
非流动负债	3304	4267	5267	6267
长期借款	3267	4267	5267	6267
其他	37	0	0	0
负债合计	5752	5821	8144	9682
股本	633	633	633	633
资本公积	2004	2004	2004	2004
未分配利润	281	342	1729	3290
少数股东权益	599	716	2250	4387
股东权益合计	3554	3738	6722	10509
负债及权益合计	9306	9559	14866	20191

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	211	129	1490	2097
折旧和摊销	5	4	4	4
资产减值准备	35	37	46	58
无形资产摊销	2	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	3	284	363	427
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	104	118	1533	2138
营运资金的变动	4194	4035	3101	4509
经营活动产生现金流量	-3848	-3503	345	213
投资活动产生现金流量	41	9	0	0
融资活动产生现金流量	5853	1033	698	126
现金净变动	2046	-2461	1043	339
现金的期初余额	203	2661	200	1243
现金的期末余额	2249	200	1243	1581

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2093	2220	9729	14254
营业成本	1440	1280	3855	5884
营业税金及附加	134	270	663	1079
销售费用	26	111	408	609
管理费用	46	111	408	609
财务费用	3	284	356	411
资产减值损失	34	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	408	164	4038	5662
营业外收入	10	252	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	418	416	4038	5662
所得税	103	104	1010	1415
净利润	315	312	3029	4246
少数股东损益	104	118	1533	2138
归属母公司净利润	211	195	1495	2109
EPS (元)	0.33	0.31	2.36	3.33

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	386.8%	6.1%	338.2%	46.5%
营业利润增长率	600.2%	-19.3%	1123%	40.1%
净利润增长率	271.0%	-38.6%	1051%	40.8%
盈利能力(%)				
毛利率	31.2%	49.8%	60.4%	58.7%
净利率	10.1%	5.8%	15.3%	14.7%
ROE	7.1%	4.3%	33.3%	34.3%
偿债能力(%)				
资产负债率	61.8%	60.9%	54.8%	48.0%
流动比率	3.78	6.92	5.59	6.27
速动比率	3.03	4.05	2.91	2.82
营运能力(次)				
资产周转率	38.8%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	1064%	840.4%	3683%	5395%
每股资料 (元)				
每股收益	0.33	0.20	2.35	3.31
每股经营现金	-4.88	-5.53	0.54	0.34
每股净资产	4.67	4.77	7.06	9.67
估值比率 (倍)				
PE	48.3	78.7	6.8	4.9
PB	3.4	3.4	2.3	1.7

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列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。