

评级：强烈推荐（维持）

房地产行业

公司研究报告

第一创业研究所

陈晓波 S1080209110063

电话：0755-25832872

邮件：chenxiaobo@fcsc.cn

借力上云霄，静待东风起

——云南城投跟踪报告

事件：

近期，我们到昆明对公司部分项目进行了实地考察，并梳理了公司和集团发布的公开信息。我们重申对公司“强烈推荐”的投资评级，观点如下：

要点：

● 背靠大树，与昆明齐飞

公司未来发展将依托两大雄厚的背景：一是未来新昆明建设，二是云南城投集团在云南省快速发展中的突出地位。

未来新昆明定位于面向东南亚开放的桥头堡，未来将建成面向东南亚、南亚的商贸、物流、信息、金融、旅游休闲等 8 大区域性国际中心。制约昆明发展的交通网络干线已经或即将开工建设，如昆明-老挝-曼谷-吉隆坡-新加坡高铁将于 4 月 25 日开工建设；沪昆高铁已经于 2010 年 3 月开工，预计 2015 年完工等等。凭借与东盟地区贸易的快速发展以及中央对西部地区的政策支持等，2010 年昆明 GDP 增速达到 14%，明显超过全国整体水平，未来发展的潜力不可小觑。

上市公司大股东云南城投集团为省国资委直属，在昆明城市基础设施建设、污水处理、高校迁建、空港建设等方面发挥着举足轻重的作用。集团依托其在昆明、甚至是云南省的地位，在获取资源、融资渠道等方面，具备突出的优势。上市公司有望立足昆明发展前景，借力集团，获得广阔的发展机遇。

● 一级开发 2011 年底前有望完成约 9000 亩收储，何时出让存不确定性

截止 2010 年 3 季度，公司已经完成官渡区 1、3 期范围内 4793 亩土地的收储，可拍地数量约为 2400 亩，拍卖底价 300 万，我们预期由于昆明别墅价格的快速上扬，实际出让价格超出 300 万的概率很大。目前公司一级开发集中于呈贡片区（2/4 期所在地），2010 年中期，公司取得了呈贡片区 4330 亩土地指标，我们预期 2011 年底前有望完成收储。

土地出让时间仍存在不确定性。公司在 2010 年季报中披露土地出让需等待《云南省滇池保护条例（草案）》正式出台后，因该条例将决定土地开发的具体规划。截止目前，该条例尚未进入审议程序。我们认为，2011 年公司完成首批土地出让的概率很大：一是昆明大规模基础设施建设使得昆明财政存在非常大的压力；二是云南省滇池保护条例（草案）有望于 2011 年出台，因 2009、2010 年省人大两次将该条例列入立法计划一档，并于 2010 年初举行了听证会，2011 年提请审议并通过的可能性很大；三是滇池东岸配套趋于完善，昆明市行政中心已于年前迁至呈贡，公司修建的环路东路已基本通车，目前处于绿化阶段，土地出让的自然条件已经具备。

● 旧改项目储备约 800 万平米，未来拓展空间大

目前公司公布的旧改项目储备建面约有 800 万平米，权益建面约有 550 万平米。根据实地考察，位处市中心的吹箫巷项目（建面 17.6 万平米）和关坡村旧改项目（建面约 110 万平米）土地平整已经近尾声，预计 2013 年将有一部分进入结算。公司旧改项目一般先由集团做好前期工作，较为成熟或论证可行时再交与上市公司。根据



公开资料，集团在昆明各区签约了 60 多个旧改项目，占地 2 万多亩，目前上市公司获取的仅为很小一部分。

● 同业竞争明显，集团资产注入势在必行

目前集团开展的业务中部分与上市公司存在明显的同业竞争关系。根据公开信息，这些业务包括：玛御谷温泉国际旅游度假区（度假区规划控制范围约 6 平方公里，建设用地 3000 亩，集团和深圳华隆集团联合投资）；大理海东新城（与 TCL 集团联合开发）；西山旅游度假区（景前区 500 多亩已确定，待确定范围 60 多平方公里）；云南华侨城（占地 1 万亩，建面 116 万平米，30%股权）；西双版纳项目（占地 4000 亩）等等。依托自身在云南省内的地位和实力，集团仍有望继续获取相关资源，其在 2 月初收购的中建穗丰项目，在很大程度上就是其影响力的体现。

集团这些业务与上市公司存在明显的同业竞争关系，实行资产注入将只是时间问题。除房地产业务外，集团开展的业务或拥有的资产还包括富滇银行 2000 万股股权、医药和医疗资产、水务公司等，未来不排除整体上市的可能。

● 首批土地出让开启成长之门

我们认为，首批土地出让对公司而言，并非利好出尽，而是打开了公司成长之门。粗略计算，首批土地出让之后，以 2400 亩计算，公司可以筹集的资金将达到 84 亿，财务状况大为好转。随后公司可以陆续接手集团手中的旧改项目以及启动更多现有旧改项目、加快滇池一级开发并参与滇池二级开发（公司一二级联动的概率很大）等等。此外，公司在首批募投项目完成之后还能启动资产注入的工作，为公司在十二五期间快速做大做强奠定坚实的基础。

● 预计 2011 年 EPS 2.32 元/股，维持“强烈推荐”评级

相对保守估算，不考虑中建穗丰股权收购对 EPS 的增厚，且 2011 年仅出让 2400 亩，我们测算公司 2011 年可实现净利 14.69 亿，目前股价对应 PE 仅为 7 倍。NAV=27.9 元/股，P/NAV=0.63，估值明显低于行业。虽然土地何时拍卖难以把握，但目前明显的低估值却给投资者提供了良好的介入时机。我们重申对公司“强烈推荐”评级。



图 1：吹箫巷项目工地 1



资料来源：第一创业证券研究所

图 2：吹箫巷项目工地 2



资料来源：第一创业证券研究所

图 3：关上中央商务区工地 1



资料来源：第一创业证券研究所

图 4：关上中央商务区工地 2



资料来源：第一创业证券研究所



图 5: 西山旅游区风景 1



资料来源: 第一创业证券研究所

图 6: 西山旅游区风景 2



资料来源: 第一创业证券研究所

图 7: 环湖东路云南城投段已基本通车



资料来源: 第一创业证券研究所

图 8: 官渡区三个半岛完成一级开发的土地



资料来源: 第一创业证券研究所



图 9: 滇池湿地



资料来源：第一创业证券研究所

图 10: 滇池水面



资料来源：第一创业证券研究所



附表 1: 公司近 3 年盈利预测表

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)	86	48	44	7	6

表2: 土地出让核心假设

核心假设	2010	2011	2012	2013	2014	2015
出让规模(单位: 亩)	0	2,400	2,760	3,036	3,340	11,536
出让价格(单位: 万元/亩)		300	320	320	350	350
出让成本(单位: 万元/亩)		135	140	145	145	145
出让楼面地价(假定容积率=0.8)		5,625	6,000	6,000	6,562	6,562
预期房价(毛利 40%)	0	12,708	13,333	13,333	14,271	14,271



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 $\pm 5\%$ 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

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China: 100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P.R.China: 200120