

不确定价值下的确定性低估

民生精品---深度研究报告/房地产行业

2011 年 06 月 25 日

报告摘要:

● 公司为云南省国资委旗下进行房地产一二级开发的重要投融资平台

● 一级地块年内出让概率大，一旦出让将引爆11-12年业绩

地价的大幅上涨，延缓出让的不利因素如绝对地价偏低等已逐渐弱化，而刺激出让的有利因素则随着政府换届结束、上市公司资金链趋紧和政府还贷的压力增大而逐步显现，土地市场自 10 年 12 月开始的逐步放量供应已初步印证了我们的判断，而环湖东路一期地块作为最具有稀缺资源优势的土地，其对周边地价带动作用显著，因此该地块推出的时点大概率会在 2011 年，甚至有可能比周边其他地块更早推出。

● 二级业务是一级业务的重要补充

二级开发业务拥有权益建面 89 万平米，主要分布在昆明、大理、天津和咸阳，项目获取多采用收购股权的方式，整体规模难上新台阶，利用自身资源优势与知名房企合作开发为上策。

● 城中村改造新政可能延缓项目推进并降低开发利润

公司在昆明有 5 个城中村改造项目，鉴于昆明市 10 年 7 月出台的新政致使城中村改造无法进行一二级联动，从而使城中村改造的投资回报降低至 8%，公司在大白庙项目的分步退出和对万科的调研均印证一点，即城中村改造不是个香饽饽。

● 估值虽低但风险依然存在，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级

我们预计公司 2011-2013 年的 eps 分别为 1.23, 2.01 和 2.52 元，对应目前股价的 PE 分别为 9.5X、5.8X 和 4.6X，对应的 nav 为 20.0 元，目前股价相对 nav 折价 42%。根据我们的测算，公司每出让 100 亩土地，将会为公司增加 EPS 0.08 元，业绩弹性较高，我们认为随着政府换届等重要时间点的临近，环湖东路土地一期地块有望在今年下半年开始出让，公司的业绩也将逐步确认。同时由于二级开发业务目前对公司的贡献较低，政策的调控对公司的影响相对较小。首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

● 风险提示

环湖东路土地一级开发项目第一期相关地块年内仍有可能无法进入招拍挂程序；土地出让金的分成比例可能调低；项目后续二、三、四期是否能由公司进一步开发存在较大的不确定性。公司收到土地出让分成的时间点也有可能晚于土地实际成交日。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	327	1903	2846	4097
增长率 (%)	-84%	481%	50%	44%
归属母公司股东净利润 (百万元)	329	1012	1659	2075
增长率 (%)	56%	207%	64%	25%
每股收益 (元)	0.40	1.23	2.01	2.52
PE	29.10	9.46	5.77	4.61
PB	2.97	2.27	1.63	1.21

资料来源：民生证券研究所

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

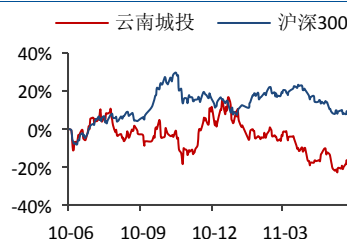
谨慎推荐

首次

交易数据 (2011-6-25)

收盘价 (元)	24.18
近 12 个月最高/最低	29.70/17.30
总股本 (百万股)	288.93
流通股本 (百万股)	233.68
流通股比例%	80.88
总市值 (亿元)	56.50
流通市值 (亿元)	69.86

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：肖肖

执业证书编号：S1000510120050

电话：(86755) 2266 2097

Email: xiaoxiao@mszq.com

分析师：赵若琼

执业证书编号：S0100511010006

电话：(8610)8512 7648

Email: zhaoruqiong@mszq.com

相关研究

目录

省国资委旗下进行房地产一二级开发的重要平台	3
借力大股东国资背景，聚焦房地产一二级开发	3
一级地块年内出让概率大，一旦出让将引爆 11-12 年业绩	3
延缓出让的不利因素逐渐弱化，刺激推出的有利因素已然显现	3
地理位置优越，一旦拍出将大幅提升 2011-2012 年业绩	5
项目位于主城和呈贡新城间靠近滇池区域，可比地块均价已达 400 万/亩以上	5
以与政府五五分成的方式进行一级开发，一旦地块出让将引爆业绩增长	7
公司在云南省内的一级开发业务未来仍有广阔空间	9
首先，公司在云南省城镇化率快速提升的过程中有望持续获取土地一级开发业务。	9
二级开发项目获取多采用收购股权，为一级业务的重要补充	11
二级开发现有规模较小，项目获取多采用收购股权	11
整体规模难上新台阶，利用自身资源优势与知名房企合作开发为上策	11
城中村改造新政可能延缓项目推进并降低开发利润	12
政策“先甜后苦”，将放缓城中村项目的推进	12
如无法进行一二级联动，城中村改造的投资回报将低至 8%	13
公司在大白庙项目上已逐渐退出，城中村改造不是香饽饽	14
昆明楼市——畸形？典型？	15
土地市场疯狂的背后隐现政府魅影	15
房价实际涨幅惊人，严厉版限购令影响显著	16
地方融资的背后——“有为”的地方政府有较强的卖地依赖症	17
对地方融资平台的整顿增加了公司进一步贷款的难度	17
卖地是解决一揽子问题的唯一途径	18
土地一级市场供应放量，流拍增多但仍难撼地价	19
盈利预测与估值	20
风险提示	21
附录一：公司发展历程	21
插图目录	24
表格目录	24

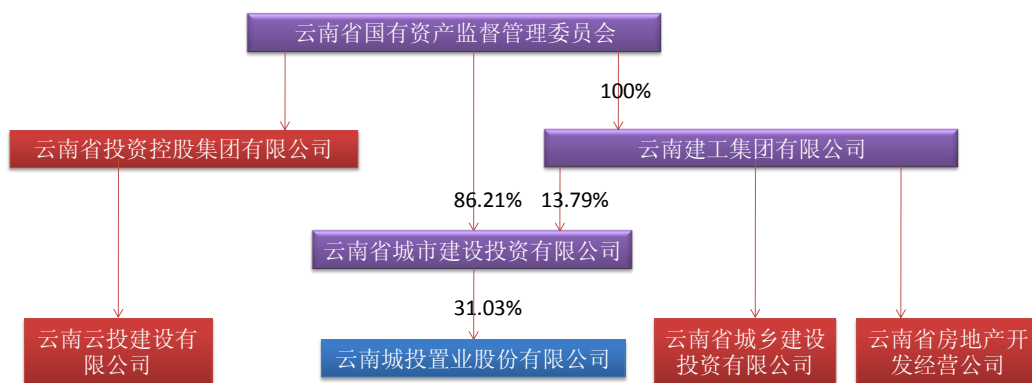
省国资委旗下进行房地产一二级开发的重要平台

借力大股东国资背景，聚焦房地产一二级开发

公司于 2007 年 5 月借壳红河光明上市，为云南省国资委旗下进行房地产一二级开发的重要平台，

大股东为云南省城市建设投资有限公司，始建于 2005 年，是省国资委旗下对土地进行整理储备和城市建设的最重要的投融资平台，云南省十二五规划已将云南省城市建设投资有限公司列为重点支持的国资企业。对比省国资委旗下另外两家拥有房地产业务的公司（云南省投资控股集团有限公司和云南建工集团有限公司），公司在全省各城市的城镇化过程中土地一级开发业务上具有明显优势，而二级开发业务的经验则相对薄弱。

图 1：云南城投股权结构图（云南省国资委为实际控制人）



资料来源：公司公告，云南省国资委，民生证券研究所

一级地块年内出让概率大，一旦出让将引爆 11-12 年业绩

延缓出让的不利因素逐渐弱化，刺激推出的有利因素已然显现

我们认为一期收储地块 2009-2010 年未能如期出让的本质原因可能有两点：政府认为该地块前期的绝对地价水平偏低，或政府认为上市公司 50% 的纯收益提取比例过高。

但是我们判断这两点不利因素已经在逐渐弱化：

首先，该地块周边可比地块的出让均价已经由 2007 年的 139 万/亩上涨为 2011 年的 413 万/亩，上涨幅度为 197%，绝对地价水平相对于一期平均 75 万/亩的开发成本来说已经不低，政府在现时出让已经可以获取较高的回报。

其次，对于 50% 的纯收益提取比例，是政府和公司签订的合同约定，公司为上市公司且该

地块为公司定增的募投项目，修改比例对于公司和市政府的负面影响都非常大，于股东也是无法交代；同时随着地价的攀升，可供分的蛋糕也随之变大，更大的蛋糕意味着公司和政府相比以前都可以分的更多，这也将有利于博弈的双方趋向合作。

与此同时，刺激该地块尽快推出的有利因素已然显现：

首先，公司的资金状况较为紧张，二期由于涉及拆迁，所需配套资金远多于一期。资金链越紧，作为省政府旗下土地一级开发的重要投融资平台，云南城投便会对相关的政府领导施加影响，从我们调研了解到的情况看，公司近期已不停地向上级打申请，因此资金链条越紧，向上级施加的压力越大，环湖东路一期的土地出让的时间点也就越来越近。

其次，考虑到昆明市政府目前巨额的隐性财政赤字，昆明市政府对于土地出让的较高依赖无法改变，2011年2月24日，副市长黄云波在昆明市国土资源管理暨土地储备工作会议上也透露，目前昆明市已进入还贷高峰期。我们认为市政府的换届将改变目前政府对土地出让时点的态度，加速卖地是政府顺利度过还贷高峰的最优办法。

再者，自2010年12月份开始，至2011年5月份昆明市的土地供应显著放量，我们的判断这并非是季节性因素导致，更可能的是政府已逐渐改变了继续前期控制土地供应推高地价的做法，并且阶段性认可了目前地价的绝对水平，因此土地供应在2011年逐步释放是大概率事件，而环湖东路一期地块作为最具有稀缺资源优势的土地，其拍卖价格一旦走高也必将带动周边地价的上涨，因此该地块推出的时点大概率会在2011年下半年，甚至有可能比周边其他地块更早推出。

表 1：环湖东路土地未能如期出让的表面原因和本质原因

表面原因	本质原因
1、2009年11月份，大城市出让单块地300亩上限的规定。 国土资源部印发通知，对商品住宅用地的宗地出让面积首度设定明确上限：大城市20公顷（约300亩），中等城市14公顷，小城市（镇）7公顷。此政策又被称为“限大令”。也就是说类似昆明这样的大城市，单块住宅用地出让不能超过300亩。	1、政府对该地块前期的绝对地价水平并不满意。 虽然昆明市近年地价涨幅很高，但是政府可能对目前的地价绝对水平仍不满意，随着周边道路等基础设施的完善和区域地价的进一步走高，政府会考虑进行出让。
2、对该地块具体规划有重大影响的云南省滇池保护条例(草案)目前仍未正式通过。 由于滇保条例影响环城东路拟出让地块的整体规划（包括可拍卖地块总占地面积和容积率等），因此成为一期土地未能如期出让的重要障碍。我们调研了解到滇保条例已通过听证并报至市委，只待市政府批示。	2、市政府可能会对土地出让净收益的分配比例有异议。 政府可能对将土地出让净收益的50%分给云南城投有异议，当时是在08年经济危机时迫于大环境给出的较高的土地分成承诺，在目前火热的市场中，政府可能会认为给公司的分成过多，进而希望降低公司的分成比例。

资料来源：民生证券研究所

图 2：环湖东路项目各期进展图，一期土地未能如期出让延缓了二期进度



资料来源：民生证券研究所

地理位置优越，一旦拍出将大幅提升 2011-2012 年业绩

市政府自 2003 年正式提出一湖四片的发展战略，具体就是围绕滇池来建设现代新昆明，范围包括昆明主城（北城）、呈贡新城（东城）、晋城—新街新城（南城）及昆阳—海口新城（西城）。

项目位于主城和呈贡新城间靠近滇池区域，可比地块均价已达 400 万/亩以上

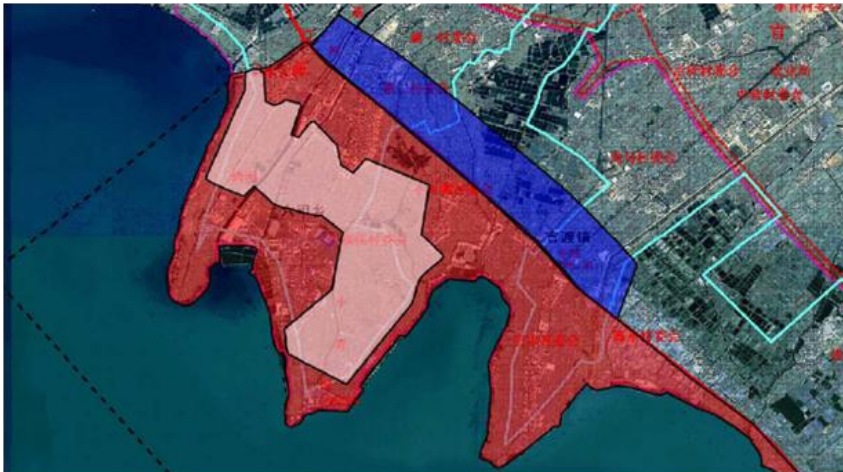
环湖东路项目就位于主城和呈贡新城（市政府目前已整体迁至呈贡新城）之间靠近滇池的区域，是规划中新昆明的核心地带，再加上靠近滇池（实地调研显示滇池污染已有明显改善，湖边景色宜人），并且与昆明主城区有良好的现状道路连接，将来通过环湖公路（城市主干道）可直接到达呈贡新城，地价未来仍有较大上升空间。

图 3：环湖东路一级开发项目位于“一湖四片”整体规划中主城和呈贡新城之间



资料来源：搜狐焦点网，民生证券研究所

图 4：环湖东路一级开发项目一期为图中浅红色区域部分



资料来源：公司公告，民生证券研究所

周边地块的成交价格 2007-2010 年涨幅明显，我们择取的可比地块 07 年出让均价 139 万/亩，而 10 年则上升至 413 万/亩，且每一块的成交价都在 300 万/亩以上，考虑到拟出让地块相比择取的地块更靠近滇池和旁边的湿地公园，自然资源优势明显，出让价格超过 400 万元/亩几无疑义。通过调研了解的情况是该地块所在区域基准地价已经调高至 300 万元/亩。

表2： 周边区域可供参考地块出让成交价格 2010 年较 2007 年涨幅明显

土地名称	项目地址	总价（万元）	每亩地 价（万元/亩）	板块	占地面积 (m²)	建筑面积 (m²)	楼 板 价(元/ m²)	出让时间
官渡区 KC2008-45	双桥路 201 号	56100	669	官南板块	55902	145903	3845	2010-12-2
西山区 J2009-061-1	福海街道办事处陆家社区	20034	599	滇池板块	22293	95862	2090	2010-1-15
西山区 J2010-002-2	前卫街道办事处官庄社区	30829	412	官南板块	49867	165059	1868	2010-3-31
西山区 J2010-002-1	前卫街道办事处官庄社区	17820	412	官南板块	28827	100317	1776	2010-3-31
西山区 KC2009-44	滇池旅游度假区前卫镇	41225	350	滇池板块	78458	117687	3503	2010-12-27
西山区 KC2009-35	滇池旅游度假区前卫镇	48807	347	滇池板块	93787	150060	3253	2010-12-27
西山区 J2010-012-2	福海街道办事处大坝社区	16932	318	滇池板块	35452	66295	2554	2010-12-1
西山区 J2010-012-3	福海街道办事处大坝社区	14902	318	滇池板块	31202	45555	3271	2010-12-1
西山区 J2010-012-4	福海街道办事处大坝社区	3953	318	滇池板块	8276	12331	3205	2010-12-1
平均			413					
	南市区五甲塘	92522	99		625232			006-10-12
	经开区牛街庄	6108	164		24753			2007-6-25
	官渡区矣六乡	172962	155		744220			2007-12-10
	官渡区关上镇高家村	919	92		6693			007-12-11
	前卫西路	32002	412		51793			007-12-11
	黄土坡新村 44 号	2500	90		18502			2008-1-25
平均			139					

资料来源：cric, 公司公告, 民生证券研究所

以与政府五五分成的方式进行一级开发，一旦地块出让将引爆业绩增长

环湖东路项目是公司于 2008 年 5 月同昆明市政府签订的土地一级开发项目，占地 4.18 万亩，公司按照土地开发纯收益扣除政府提取一定比例基金后的 50% 计算投资回报，同时公司有总投资额的 5% 作为保底收益。

环湖东路一期项目的推进比较顺利，目前已完成一期 4630 亩的土地收储及整理工作，并将 4790 亩土地移交给政府收储。

表 3： 盈利预测及估值的重要假设一览

类别	数值
土地出让收益分成比例	50%
保底收益占投资额的比重	5%
营业税金及附加（流转税等）	5.5%
所得税率	25%
政府提取基金的比例	20%
土地出让（亩）	41800
可出让比例	80%
实际可出让土地面积（亩）	33440

资料来源：民生证券研究所

即使按照 2011 年仅拍出 1500 亩的保守估计，将为公司带来 9.32 亿的净利润，每按照 350 万/亩的价格多拍出 100 亩地，将增加公司当年 EPS 0.08 元，业绩弹性较高。（一期整体的成本较低，主要原因是一期整理的地块属于近海片区，土地以耕地为主，基本没涉及到拆迁，所以一期的拆迁成本较低，未来拆迁成本会有所提高，但是预计总体平均成本不会超过 150 万元/亩。）

表 4：环湖东路土地一级开发业务盈利预测及估值分析

项目名称	合计/均值	2010	2011	2012
土地出让（亩）	33440	-	1500	2000
一级开发单位成本（万元/亩）	142	-	75	75
一级开发总成本（万元）	4753500	-	112500	150000
土地出让单位收益（万元/亩）	350	-	350	350
土地出让总收益（万元）	11704000	-	525000	700000
土地出让净收益（万元）	2764184	17421	131563	220000
营业税金及附加（万元）	151072	958	7236	12100
净利润（万元）	1946768	12347	93245	155925
每拍卖 100 亩土地增加 EPS（元/股）			0.08	0.08

资料来源：民生证券研究所

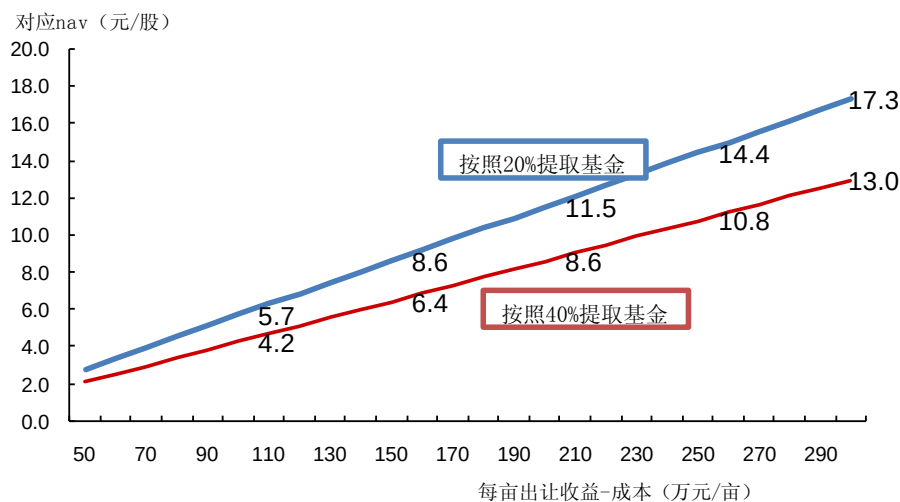
公司在与政府签订的合同中有很多条款并未细化，这为日后政府留下了巨大的操作空间，我们分析具体有以下一些不确定因素：

1、在与政府进行约定的 50%分成之前，需扣除政府的相关基金，根据《昆明市国有土地使用权出让收支管理办法》的规定，这些名类繁多的基金包括但不限于以下 5 种（国有土地收益基金 10%，廉租房保障支出 10%，上缴省级土地出让纯收益 9%，保障公交优先资金支出 5%，土地出让业务费 2%），合计占出让纯收益的比例至少为 36%，考虑到一些未知的需提取基金项目，合计占比有可能超过 40%，这可能会超出市场预期的一点。我们对 20%和 40%两种提取基金比例作了 nav 的敏感性分析。

2、公司应分得的土地出让净收益具体是在哪个时间点支付给公司目前尚不确定。

3、该地方后续二、三、四期是否能由上市公司进一步开发存在相当大的不确定性。

图 5: 环湖东路土地一级开发业务 nav 在不同提取基金比例下对每亩出让净收益的变化图



资料来源: 公司公告, 云南省国资委, 民生证券研究所

公司在云南省内的一级开发业务未来仍有广阔空间

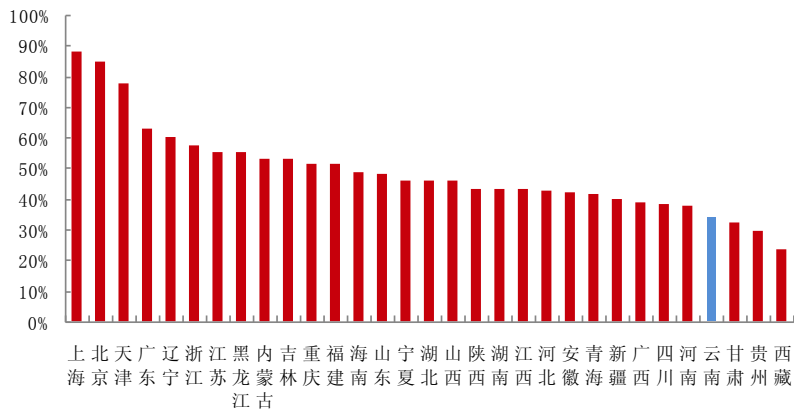
我们看好的不仅仅是环湖东路这一个项目, 更看好随着城市化进程的加速, 公司在云南省的土地一级开发业务有望在 3-5 年内保持稳定增长。

首先, 公司在云南省城镇化率快速提升的过程中有望持续获取土地一级开发业务。

云南省城镇化率较低, 未来提升速度有望持续高于全国。

云南省 2009 年末的城镇化率约为 34%, 排名位于全国倒数第四, 近 4 年城镇化率平均每年约增长 1.14 个百分点, 高于全国近四年年均 0.9 个百分点的增长, 鉴于目前全省城镇化的绝对水平较低, 加上省政府努力将云南打造成联接中国—东盟自由贸易区的桥头堡, 因此在 3-5 年内有云南望维持高于全国的城镇化增速, 而公司的一级开发业务将会受益于此。

图 6： 云南省的城市化率全国排名靠后，城市化进程提速不可阻挡

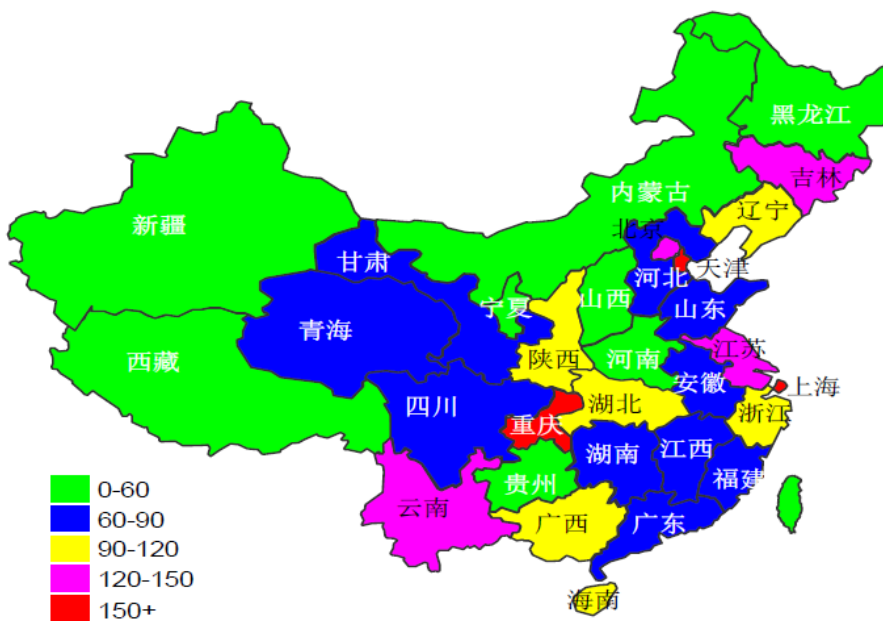


资料来源：公司公告，云南省国资委，民生证券研究所

其次，云南省地方政府平台债务率较高，土地财政是解决地方债务问题的唯一途径，而土地一级开发又是地方政府进行土地储备的重要前提。

目前云南省的地方政府平台贷款的债务率在 120-150 之间，并且在全国范围的排名较为靠前，我们认为地方政府在降低地方债务率的过程中，维持较长期的土地财政不可避免。而卖地则要进行土地一级开发，公司作为省国资委下属的进行土地一级开发的最重要的平台，未来也将会在这块业务上继续受益。

图 7： 云南省的地方政府平台贷款的债务率较高，维持较长期的土地财政不可避免



资料来源：中国人民银行，民生证券研究所，债务率=平台贷款余额/地方财政收入

二级开发项目获取多采用收购股权，为一级业务的重要补充

二级开发现有规模较小，项目获取多采用收购股权

公司在 2007 年重组上市时注入的二级开发项目有 5 个，截至目前，公司二级开发的土地储备项目有 13 个，合计权益建面约 89 万平米，其中约 50% 分布在云南省内的昆明、大理和西双版纳，另外在天津和咸阳各有一个项目。

我们从附录中公司经营历程可以发现，公司二级开发项目的获取方式以收购或合作开发为主，极少参与公开市场的招拍挂。公司在 2007 年底重组上市之前极少进行房地产二级开发，经验略显不足，在 08 年 5 月拿下环湖东路项目后，主要精力和资金均放在此项目上，从公司自身定位来看，其核心竞争业务是土地一级开发而非二级开发。

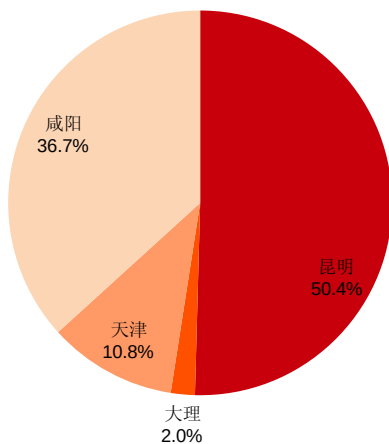
整体规模难上新台阶，利用自身资源优势与知名房企合作开发为上策

公司自 07 年重组上市以来，二级开发业务虽然规模逐年增长，但是整体规模难以上升至新的台阶，从自身资源和开发经验看，一级业务远优于二级业务。

公司未来二级开发业务主要看点在于争取同知名房企合作，借助知名房企的品牌优势和开发能力来实现公司所拥有土地储备价值的最大化，公司此前和万科、中海以及招地的合资便是着眼于未来可能进行的一系列合作。

预计二级开发短期内仍无法取代土地一级开发在公司业务中的主导地位。

图 8：二级开发业务合计建面 89 万平米，项目主要分布在昆明、大理、天津和咸阳



资料来源：民生证券研究所

表5：公司二级开发类项目结算进度表，东骧神骏和大理河坝古道是 2011-2012 年主要结算项目

项目	权益	权益建面 10 年末未				结算收入(万元)			毛利率
		建面(万 m ²)	面(万 m ²)	结建面(万 m ²)	结算均价(元/m ²)	2010	2011E	2012E	
昆明森林湖项目	100%	7.6	7.6	0.0	6300	0	0	0	47%
昆明东骧神骏一期	51%	42.8	21.8	0.0	6000	0	0	0	56%
昆明东骧神骏二期	51%	23.4	11.9	11.9	7500	43856	43856	43856	58%
昆明北京路吹箫巷项目	51%	15.0	7.7	7.7	24400	0	0	69000	71%
昆明远都国际建材城	100%	12.9	12.9	12.9	7500	0	0	0	39%
昆明小哨乡项目	100%	5.5	5.5	5.5	6500	0	0	0	38%
昆明西山旅游景前区项目	70%	0.0	0.0	0.0	-	0	0	0	-
东川古铜旅游小镇一期	75%	7.0	5.3	0.0	2700	0	0	0	-13%
东川古铜旅游小镇二期	75%	7.5	5.6	5.6	3000	5625	5625	5625	21%
大理河坝古道-武庙会	50%	1.6	0.8	0.4	12000	3826	5738	0	59%
大理河坝古道项目-桃源居	50%	1.3	0.7	0.7	14000	5460	5460	7280	64%
大理河坝古道项目-春秋坊	50%	1.3	0.7	0.7	10000	0	3900	3900	51%
大理洱海天域项目	51%	0.0	0.0	0.0	-	0	0	0	-
大理洱海国际公寓项目	51%	0.0	0.0	0.0	-	0	0	0	-
天津云滨大厦项目	100%	10.0	10.0	10.0	13000	0	0	0	60%
陕西咸阳项目	34%	100.0	34.0	34.0	5000	0	0	0	38%
合计		236	124	89		58767	64580	129661	

资料来源：民生证券研究所，公司近期收购的西山旅游和洱海项目由于规划为定故暂未计算进项目表内

城中村改造新政可能延缓项目推进并降低开发利润

政策“先甜后苦”，将放缓城中村项目的推进

政府在 2008 年 2 月提出 5 年内改造完成昆明市建成区内 336 个城中村改造的任务，与此配套的是在 2008 年政府集中出台了多项政策推进城中村改造。其中最重要的便是允许开发商做完一级做二级的一二级联动政策。

但是昆明市于 2010 年 7 月下旬发布《昆明市人民政府关于推进土地一级开发整理全覆盖工作的通知》和《昆明市社会资金参与土地一级开发整理项目的办法》，两份文件的出台提高了民营资本参与土地一级开发的门槛，同时终结了城中村改造中民营企业进行一二级联动的开发模式，在土地出让模式更为规范和市场化的同时，也提高了政府通过一级土地市场来有效控制商品房供应量的目的。

表 6: 昆明市为推进城中村改造出台的相关文件

出台时间	出台文件	核心内容
2008-2-29	《关于加快推进“城中村”重建改造工作的指导意见》	全面推进 336 个城中村, 标志着昆明市城市建成区内城中村改造工作的开始
2008-4-18	《昆明市城中村改造征地拆迁补偿安置指导意见》	明确货币+产权置换的补偿方式, 细化补偿标准
2008-6-4	《昆明市城中村改造土地公开交易办法》	明确了“城中村”改造土地可以采取毛地公开交易, 即一二级联动模式。
2008-7-21	《昆明市城中村改造重建集体土地上住宅拆迁货币补偿最低标准》	政府确定最低补偿标准, 实际会略有上浮
2008-12-25	《昆明市城中村改造优惠政策》	在税收和行政事业收费方面给予一定优惠

资料来源: 昆明市政府官方网站, 民生证券研究所

城中村改造过程中的各种细微变化也暗示出政策的“先甜后苦”, 从实地调研了解到的情况来看, 对项目推进的负面影响比较显著。

表 7: 城中村改造过程中的各种细微变化均延缓了项目的推进

城中村改造过程中的细微变化	对项目推进的影响
2010 年上半年, 昆明市对城中村项目的限制性要求增多, 一些城中村项目在报到规划部门时需要多次修改并反复审批。	放缓了项目的推进
2010 年下半年政府中止了一二级联动的模式, 采取土地公开招拍挂的形式, 严格采用价高者得的政策	改变了参与城中村前期改造的开发商的预期, 二级开发可能拿不到项目, 从而降低了其前期投入的积极性
对于还迁的要求, 以前是可以先向市场预售商品房部分, 拿回资金后在进行还建设迁房, 现在则要先建还迁房, 先后次序变为还迁-搬迁-拆迁	增加了项目的资金沉淀, 降低了开发商的资金周转度
开发商也预计中止一二级联动的政策可能在 6 月份政府换届完成后重新修订为一二级联动的方式, 否则城中村改造项目很难推进。	开发商对未来的政策预期不确定
城中村改造配套信贷资金的成本自 2010 年 6 月起普遍上浮 5%-10% 不等	利率的上浮体现出银行信贷资金的紧张, 对项目的快速推进有负面影响

资料来源: 市场调研, 公司公告, 民生证券研究所

如无法进行一二级联动, 城中村改造的投资回报将低至 8%

公司从 2009 年下半年开始逐步参与昆明市的城中村改造, 目前在手的城中村改造项目共有 5 个。

一二级联动的终止意味着城中村改造将很有可能成为高投入、低回报的项目。我们对公司城中村改造项目的盈利预测仍采用较为保守的仅进行一级开发改造的假设, 即按照投资额的 8% 来计算投资回报。

图 9：五个城中村改造项目在昆明市的分布图



资料来源：民生证券研究所

表 8：公司城中村改造类项目汇总

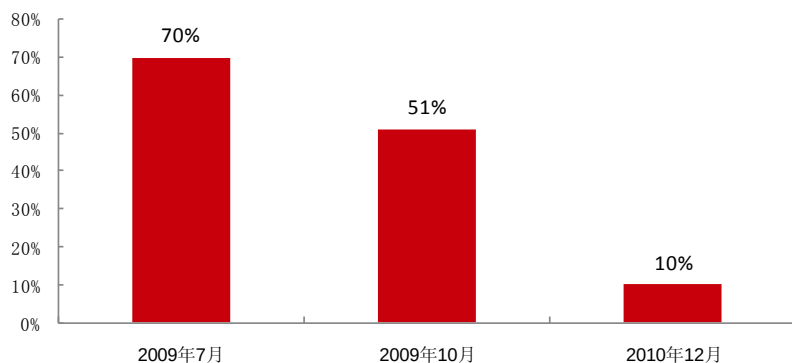
项目名称	权益	占地（万平方米）	拆迁（万平方米）	总成本（万元）	净利润现值（万元）	权益净利润现值（万元）	营业收入（万元）		
							2011	2012	2013
关上关坡	53%	29.9	48.0	207500.0	8334.8	4386.6	0.0	0.0	0.0
严家地	74%	7.5	17.8	61000.0	2450.2	1813.2	0.0	0.0	0.0
中坝	75%	128.0	75.0	230000.0	9238.6	6928.9	0.0	0.0	0.0
上坝	60%	52.7	62.0	125000.0	5021.0	3012.6	0.0	0.0	0.0
大白庙	10%	12.6	31.6	118000.0	4739.8	474.0	0.0	0.0	0.0
合计		230.7	234.4	741500.0	29784.4	16615.3	0.0	0.0	0.0

资料来源：民生证券研究所

公司在大白庙项目上已逐渐退出，城中村改造不是香饽饽

公司在大白庙城中村改造项目上逐步退出，并终止与俊发地产合作进行盘龙区域城中村改造，同时我们对昆明万科进行调研，获悉万科在经过细致分析后也认为很多城中村项目难以保证盈利，以云南城投深厚的政府背景和万科较高的成本管控能力都不太敢接城中村改造项目，可以大致判断出城中村改造并不是一个香饽饽，其中的风险可见一斑。短期内我们对城中村改造项目的盈利前景持谨慎态度。

图 10: 公司在大白庙城中村项目股权的变化图



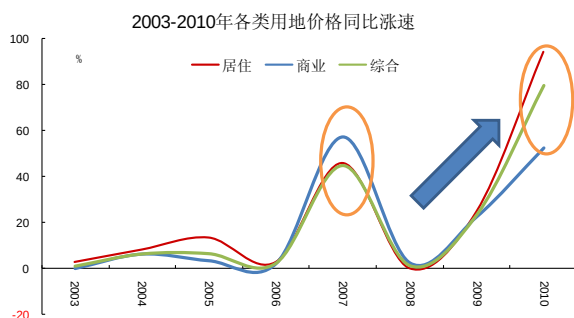
资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

昆明楼市——畸形？典型？

土地市场疯狂的背后隐现政府魅影

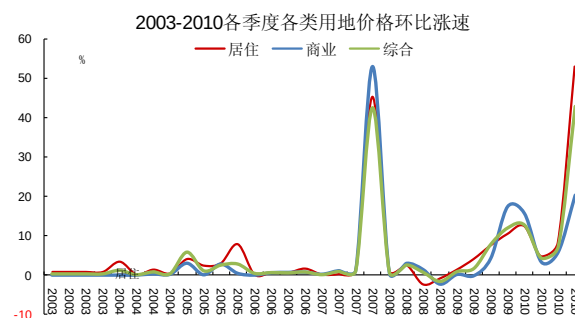
据中国城市地价动态监测数据披露, 昆明 2010 年末居住用地价格相比 4 年前即 2006 年末上涨了 254%, 其中 2007 年同比上涨为 45.9%, 2010 年同比上涨 94.5%, 2007 和 2010 年的同比涨幅在全国大中城市中排名第一。从 2003 年至今的季度数据来看, 2007 年 3 季度以前, 地价的变动都较为平稳, 自 2007 年第 4 季度开始昆明的地价环比大幅提升, 在 2008 年金融危机时期维持平稳, 2009-2010 年则呈现出地价逐季环比均呈现快速上升。

图 11: 2003-2010 年昆明各类用地价格同比变化



资料来源: 中国城市地价动态监测数据, 民生证券研究所

图 12: 2003-2010 年地价逐季度环比变



资料来源: 中国城市地价动态监测数据, 民生证券研究所

巧合的是昆明地价爆发在 2007 年 4 季度，而这个时间段恰好是新一届昆明市政府成立的时候，但是经过深入分析和实地调研的比对，我们发现这并不是个巧合，为了地价快速上涨，政府通过以下途径来最大化每一块土地的成交价格，从而促使昆明地价呈现爆发式增长。

表9：地价暴涨的背后处处隐现政府魅影

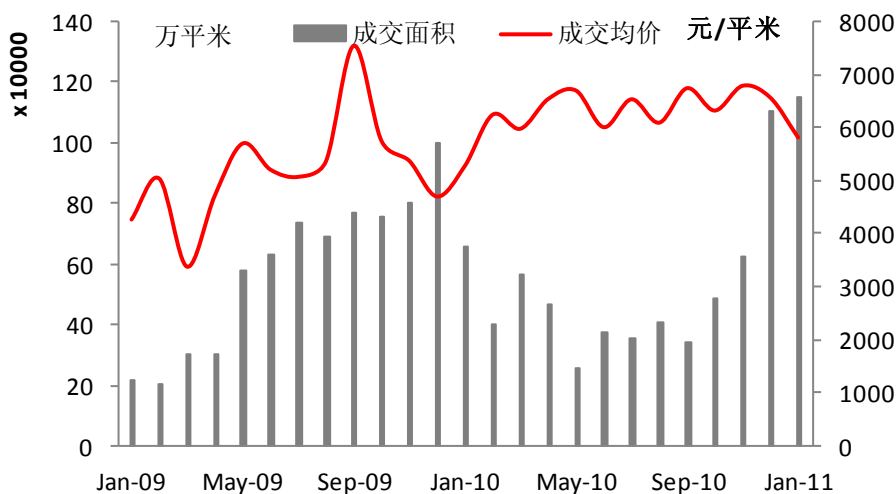
原因	解读
而在 10 年下半年根据昆明土地的招拍挂的相关规定，土地拍卖竞买人必须在七人及以上，而其余地方政府一般都是三人及以上	提高拍卖参与人数有利于促进竞争，从而提高最终的成交价格。
政府采用提高容积率的方式来提高每亩单价	深度挖掘土地价值
2008 年 9 月 1 日起，昆明执行新的基准地价，与 2002 版基准地价相比，商业用地各级别基准地价平均提高了 10.69%，住宅用地基准地价各级别平均提高了 35.55%。	提高基准地价提高了所有土地的价格底限。
提高预售条件，10 年及以前是建设至正负零便可预售，现在则要建到 7 层以上才可预售，而多层则需封顶，同时放缓预售的审批进度等	提高预售门槛有利于降低市场可售量，从而推高房价并拉动地价的上涨。
调研了解到，政府相关领导甚至会对出让地块进行逐个“定价”。	政府对市场的影响显著超过其他重点城市
此前我们分析城中村市场时曾指出，政府为了推进城中村改造，放缓已储备地块的出让，而提高城中村改造地块在所有土地出让中的比重	由于城中村改造由于政策的反复及拆迁等原因而推进缓慢，从而降低了市场居住用地的供应量。

资料来源：市场调研，民生证券研究所

房价实际涨幅惊人，严厉版限购令影响显著

我们从昆明万科了解到的信息是自 2009 年 6 月至 2011 年初，昆明有量可售的楼盘大概从 40-50 个减少至目前的 20 余个，供应的紧缺程度超乎想象。对应的也就是房价的飙涨，万科在 2010 年 8 月在金域堤岸项目（带精装）的可研时预计售价在 8000 元/平米左右，而至 11 月开盘时价格约 10000 元/平米，目前的均价约为 10500 元/平米，而附近的龙江雅苑的均价已经从 09 年中的 4500-6000 元/平米上涨至目前的 9000-10000 元/平米，价格基本翻倍。

图 13: 09 年底至 10 年 9 月, 供应紧缩和调控政策叠加导致成交逐步回落



资料来源: cric, 民生证券研究所

昆明市 2 月份出台严厉版限购令, 对投资投机需求的抑制作用显著, 部分高端盘如七彩俊园项目, 3-5 月份每月经仅售出 2-3 套。

地方融资的背后——“有为”的地方政府有较强的卖地依赖症

对地方融资平台的整顿增加了公司进一步贷款的难度

地方融资平台大量产生的本质原因在于地方政府要大兴土木搞基础设施建设（具体原因可能有地方政府领导为个人升迁而做政绩，从大量的投资中赚取灰色收入等），所谓基础设施则分非营利的公益性项目和非公益的营利性项目，即使是营利性项目也是铁路、收费公路等需要较长时间才能收回成本的项目。

国务院于 2010 年 6 月出台《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》开始着手对平台公司的贷款进行清理、整顿。

表10：我国对地方融资平台已出台的重要监管政策

出台时间	政策	政策要点分析
2010-06-10	国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知	1、对主要依靠财政性资金偿还只承担公益性项目的融资平台，不可再贷。 2、对主要依靠财政性资金偿还除承担公益性项目的融资还承担公益性项目建设和运营的平台，不可再贷。 2、对主要依靠自身收益偿还具有稳定经营性收入公益性项目的融资平台，财政不再担保。 4、对其他兼有不同类型融资功能的平台公司，财政不再担保。
2010-07-30	财政部关于贯彻国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知相关事项的通知	解读《通知》并进一步细化通知中的各项要求文件。
2010-10-28	地方政府融资平台公司公益性项目债务核算暂行办法	会计司出台的文件，从报表审核的角度对平台融资进行细化。

资料来源：国务院，财政部，会计司，民生证券研究所

从附录公司的经营历程图中可以发现，自 2010 年 6 月开始，公司对 09 年从中行贷的 14.5 亿以环湖东路土地一级开发应收账款质押形式提供补充担保，随后从银行的贷款均上浮 5%-10% 不等，同时公司原打算通过发行信托的方式融资也因政策变化被迫中止，目前公司债的发行也基本宣告失败。

卖地是解决一揽子问题的唯一途径

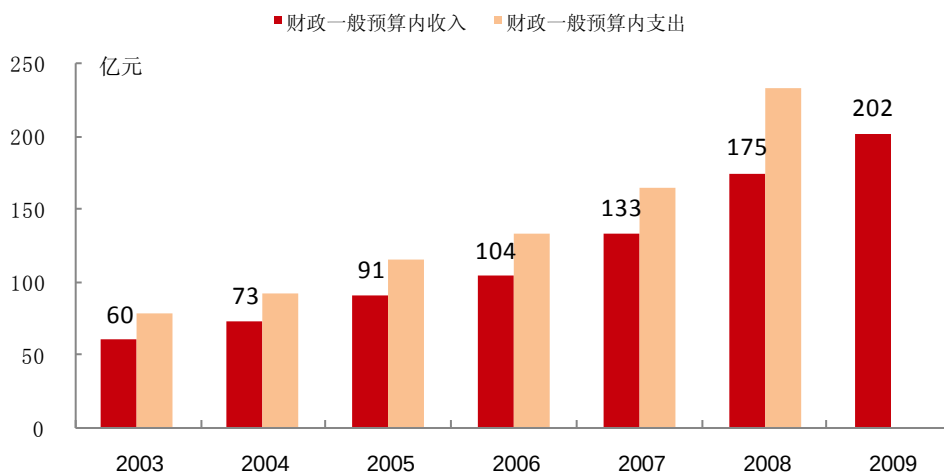
解决地方债务问题的两种思路：

1、**借新还旧**，等以后财政收入多的时候就多还一些，而据南风窗（2010 年 11 月）报道，2009 年，昆明政府性融资是地方财政一般预算收入的近 5 倍，分别为 962 亿元和 201 亿元，考虑到持续多年的预算内赤字问题，地方预算内财政基本没有多余的钱来还债。2、**依靠卖地或卖其他国有资产来回收现金**，由于卖国有资产一直有着纠结于是否贱卖的问题，而卖地则名义上是土地使用权的出入，卖多少钱都不存在贱卖的问题，所以卖地近些年以来一直是地方政府最钟意的赚钱手段。

比较下来，卖地是一个快捷、有效的途径，而且自 2007 年 4 季度新一届市政府组建以来，政府寄希望通过卖地来大力推进城市基础设施建设的意图就非常明显，2011 年 2 月 24 日，副市长黄云波在昆明市国土资源管理暨土地储备工作会议上也透露，目前昆明市已进入还贷高峰期，以往大量存量债务和计划新增债务只有通过储备土地和土地一级开发整理进行债务保全或进行融资。

在银行、信托、资本市场融资均收紧或卡死的情况下，我们有理由相信，为了还贷政府有可能加速推进土地出让，从去年 12 月份政府已经开始加快土地出让，相信公司环湖东路地块的土地出让工作也将在这一次的浪潮中顺利推进。

图 14: 政府一般预算收入绝对规模仍较小



资料来源: wind, 民生证券研究所

土地一级市场供应放量，流拍增多但仍难撼地价

从昆明市国土资源局获得的数据来看，自 2009 年 1 月-2010 年 4 月，昆明市在推出的居住或商服用地中，没有出现流挂或流拍的现象，但是自 2010 年 4 月起，流拍或流挂现象陆续出现，2010 年的 12 月份开始出现较大规模的土地流挂和流拍，土地市场出现一定疲态。

表11: 近期土地市场流拍情况统计

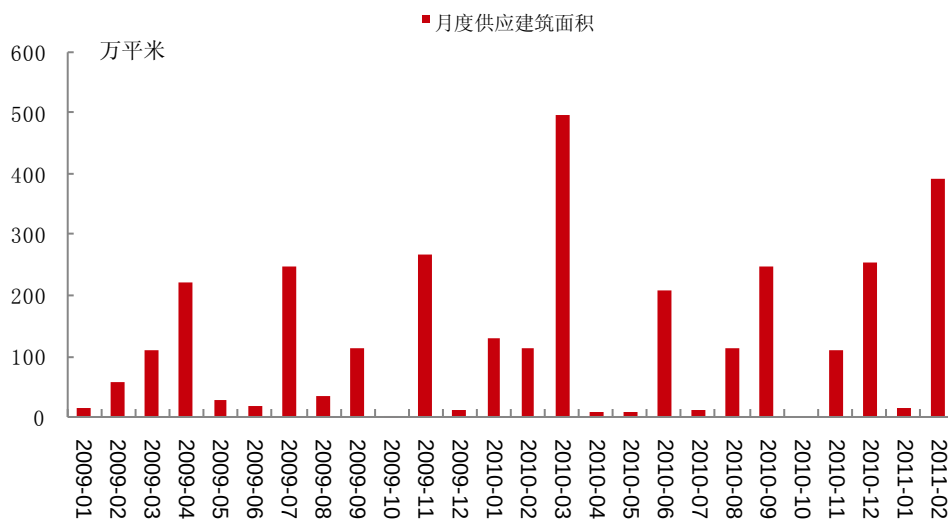
流挂/流拍日期	推出居住/商服地块总数	流挂/流拍数目
2010-04	4	1
2010-06	1	1
2010-12	16	7
2011-01	7	3
2011-02	9	1

资料来源: 昆明市国土资源局, 民生证券研究所

我们认为政府推地节奏加快导致的土地市场供给放量是土地市场开始出现流拍的重要原因，限购对成交量的负面影响开始在全国逐步体现，也会降低开发商的拿地热情，同时，起拍家数底限 7 家和起拍价较高也是土地流拍的一个重要原因。

由于政府在土地一级市场处于寡头垄断地位，其对土地成交价的影响力较高，短期内地价难以出现明显回落。

图 15: 供应放量是流拍增多的重要原因



资料来源: cric, 民生证券研究所

盈利预测与估值

我们预计公司 2011-2013 年的 eps 分别为 1.23, 2.01 和 2.52 元, 对应目前股价的 PE 分别为 9.5X、5.8X 和 4.6X, 对应的 nav 为 20.0 元, 目前股价相对 nav 折价 42%。

根据我们的测算, 公司每出让 100 亩土地, 将会为公司增加 EPS 0.08 元, 业绩弹性较高, 我们认为随着政府换届等重要时间点的临近, 环湖东路土地一期地块有望在今年下半年开始出让, 公司的业绩也有逐步确认。同时由于二级开发业务目前对公司的贡献较低, 政策的调控对公司的影响相对较小。首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

表12: NAV 估值表

项目	金额
2010 年末净资产 (百万元)	322,138
房地产开发业务净利润现值 (百万元)	127,392
土地一级开发净利润现值 (百万元)	1,183,902
城中村改造业务净利润现值	16,615
总股本 (百万股)	82,343
NAV (元/股)	20.0
目前股价相对 NAV 溢价	-42%

资料来源: 民生证券研究所

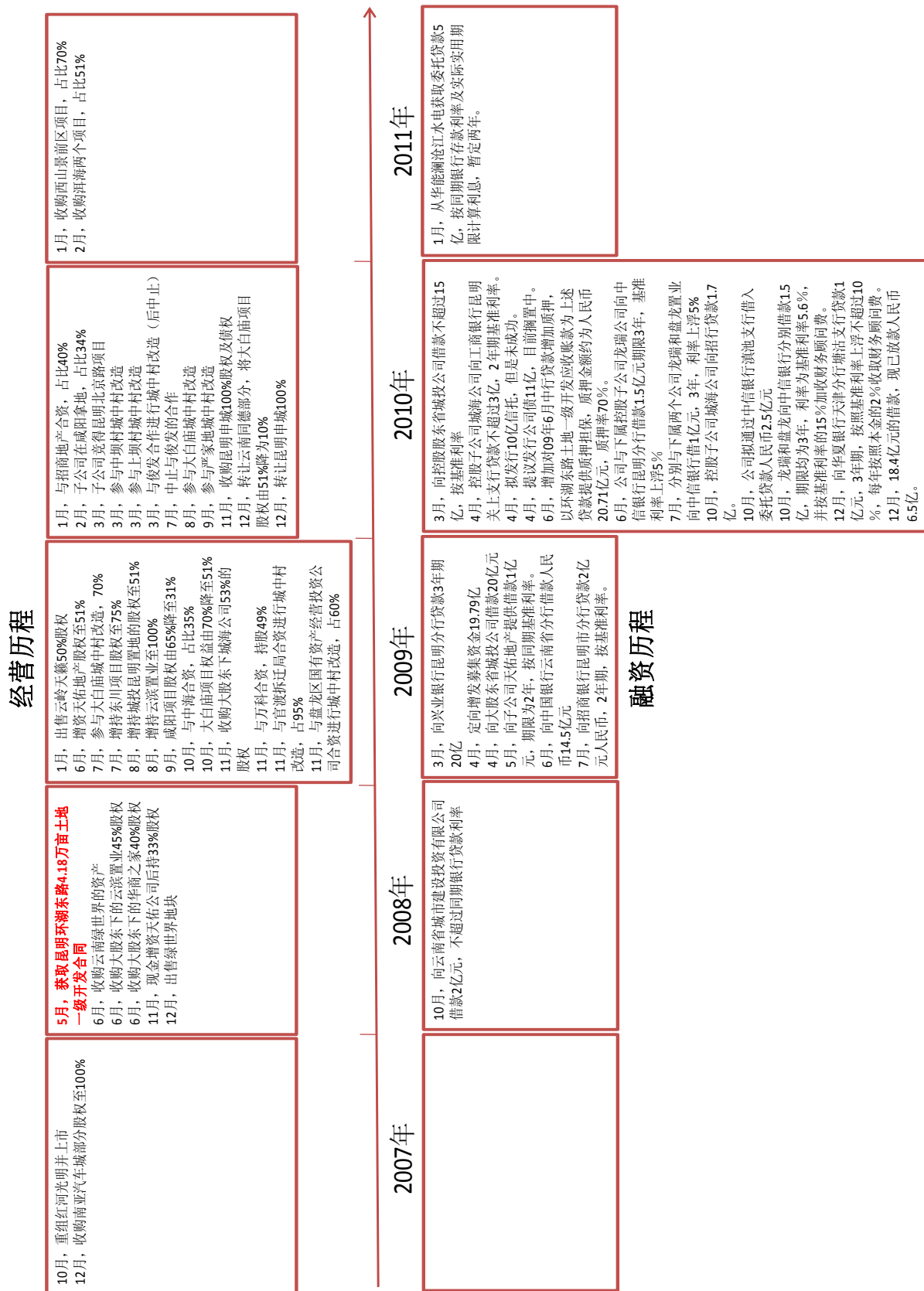
风险提示

环湖东路土地一级开发项目第一期相关地块年内仍有可能无法进入招拍挂程序；土地出让金的分成比例可能调低；后续二、三、四期项目是否会由公司进一步开发存在相当大的不确定性。公司收到土地出让分成的时间点也有可能晚于土地实际成交日，这些将对公司 2011 年业绩有较大负面影响，并且可能进一步加剧公司资金链紧张状况。

附录一：公司发展历程

自 2007 年重组上市以来，公司在 2008 年 5 月签订昆明环湖东路土地一级开发合同，2009-2010 年又通过收购股权和招拍挂的方式获取了大量的二级开发项目和城中村改造一级开发项目，近三年公司的业务规模每年上升一个新的台阶，目前已基本形成以环湖东路土地一级开发为主，二级开发和城中村改造为辅助的相对稳定的业务架构。

图 16: 公司 2007-2011 年经营历程及融资历程



资料来源: 公司历年公告, 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	327	1903	2846	4097	货币资金	1722	703	1913	3236
减：营业成本	159	264	291	486	应收票据	0	0	0	0
营业税金及附加	21	153	209	337	应收账款	278	2407	3599	5181
销售费用	23	18	19	39	预付账款	515	515	515	515
管理费用	62	68	75	83	其他应收款	833	809	809	809
财务费用	-6	144	125	123	存货	2737	3589	3947	4342
资产减值损失	48	0	0	0	其他流动资产	5774	7679	7679	7679
加：投资收益	411	191	193	0	流动资产合计	11860	15703	18463	21763
二、营业利润	432	1448	2319	3029	长期股权投资	102	102	102	102
加：营业外收支净额	1	0	0	0	固定资产	22	22	21	20
三、利润总额	432	1448	2319	3029	在建工程	0	0	0	0
减：所得税费用	106	362	580	757	无形资产	1	1	1	1
四、净利润	326	1086	1739	2272	其他非流动资产	46	46	46	46
归属于母公司的利润	329	1012	1659	2075	非流动资产合计	171	171	170	169
五、基本每股收益 (元)	0.52	1.23	2.01	2.52	资产总计	12031	15873	18633	21932
主要财务指标					短期借款	0	0	0	0
项目	2010A	2011E	2012E	2013E	应付票据	0	0	0	0
EV/EBITDA	33.48	9.13	5.95	4.61	应付账款	721	721	721	721
成长能力：					预收账款	28	68	89	115
营业收入同比	-84%	481%	50%	44%	其他应付款	817	817	817	817
营业利润同比	6%	235%	60%	31%	应交税费	220	0	0	0
净利润同比	56%	207%	64%	25%	其他流动负债	2312	2090	2111	2137
营运能力：					流动负债合计	3033	2811	2832	2858
应收账款周转率	1.21	1.42	0.95	0.93	长期借款	5020	8020	9020	10020
存货周转率	0.14	0.60	0.76	0.99	其他非流动负债	210	210	210	210
总资产周转率	0.03	0.14	0.16	0.20	非流动负债合计	5230	8230	9230	10230
盈利能力与收益质量：					负债合计	8263	11041	12062	13088
毛利率	51%	86%	90%	88%	股本	633	823	823	823
净利率	101%	53%	58%	51%	资本公积	2004	2004	2004	2004
总资产净利率 ROA	3%	6%	9%	9%	留存收益	584	1384	3043	5118
净资产收益率 ROE	10%	24%	28%	26%	少数股东权益	546	620	701	898
资本结构与偿债能力：					所有者权益合计	3221	4212	5870	7946
流动比率	3.91	5.59	6.52	7.61	负债和股东权益合计	12031	15873	18633	21932
资产负债率	0.69	0.70	0.65	0.60	现金流量表				
长期借款/总负债	0.61	0.73	0.75	0.77	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
每股指标 (元)					经营活动现金流量	-2883	-4002	142	446
每股收益	0.52	1.23	2.01	2.52	投资活动现金流量	60	191	193	0
每股经营现金流量	-3.50	-4.86	0.17	0.54	筹资活动现金流量	1884	2792	875	877
每股净资产	3.91	5.11	7.13	9.65	现金及等价物净增加	-939	-1019	1210	1323

资料来源：民生证券研究所

插图目录

图 1: 云南城投股权结构图 (云南省国资委为实际控制人)	3
图 2: 环湖东路项目各期进展图, 一期土地未能如期出让延缓了二期进度	5
图 3: 环湖东路一级开发项目位于“一湖四片”整体规划中主城和呈贡新城之间	6
图 4: 环湖东路一级开发项目一期为图中浅红色区域部分	6
图 5: 环湖东路土地一级开发业务 nav 在不同提取基金比例下对每亩出让净收益的变化图	9
图 6: 云南省的城市化率全国排名靠后, 城市化进程提速不可阻挡	10
图 7: 云南省的地方政府平台贷款的债务率较高, 维持较长期的土地财政不可避免	10
图 8: 二级开发业务合计建面 89 万平米, 项目主要分布在昆明、大理、天津和咸阳	11
图 9: 五个城中村改造项目在昆明市的分布图	14
图 10: 公司在大白庙城中村项目股权的变化图	15
图 11: 2003-2010 年昆明各类用地价格同比变化	15
图 12: 2003-2010 年地价逐季度环比变	15
图 13: 09 年底至 10 年 9 月, 供应紧缩和调控政策叠加导致成交逐步回落	17
图 14: 政府一般预算收入绝对规模仍较小	19
图 15: 供应放量是流拍增多的重要原因	20
图 16: 公司 2007-2011 年经营历程及融资历程	22

表格目录

表 1: 环湖东路土地未能如期出让的表面原因和本质原因	4
表 2: 周边区域可供参考地块出让成交价格 2010 年较 2007 年涨幅明显	7
表 3: 盈利预测及估值的重要假设一览	7
表 4: 环湖东路土地一级开发业务盈利预测及估值分析	8
表 5: 公司二级开发类项目结算进度表, 东骧神骏和大理河坝古道是 2011-2012 年主要结算项目	12
表 6: 昆明市为推进城中村改造出台的相关文件	13
表 7: 城中村改造过程中的各种细微变化均延缓了项目的推进	13
表 8: 公司城中村改造类项目汇总	14
表 9: 地价暴涨的背后处处隐现政府魅影	16
表 10: 我国对地方融资平台已出台的重要监管政策	18
表 11: 近期土地市场流拍情况统计	19
表 12: NAV 估值表	20

分析师与联系人简介

肖 肖，房地产行业分析师，北京大学光华管理学院金融学硕士，中国人民大学哲学学士，2011年加入民生证券。

赵若琼，房地产行业分析师，中国农业大学硕士，2008年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹塘	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。