

证券研究报告—动态报告

房地产

云南城投（600239）

谨慎推荐

房地产开发

7月12日大跌点评

（维持评级）

2011年7月13日

风险已有所释放，“拍”总比“不拍”好

证券分析师：方焱 0755-82130648 fangyan@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120001

证券分析师：区瑞明 0755-82130678 ourm@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120051

事项：

7月12日，云南城投下跌7.09%，杀跌主要发生在中午一点以后，主要是受今日（7月13日）拟拍13宗地块（总共417.6亩）中或有部分地块因竞买人数不达标而流拍的传闻影响。

评论：

■ 中长期风险在时间和空间上已有所释放

公司一级开发项目面临的五大风险：（1）、规划调整导致可出让土地减少；（2）、工程进展低于预期；（3）、政府拍地时间不确定；（4）、政府违约：包括调低收益分成比例、终止未启动的三、四期（约2万多亩）合作、在拍卖后故意拖延或不兑现“收益分成”等；（5）、地价比09年预计值低。

但上述风险已在时间和空间上有所释放：

（1）从09年12月14日公司股价创历史新高至2011年7月12日收盘，调整时间已有一年零七个月，累计跌幅达50.11%，跑输地产指数22.83个百分点，跑输沪深300指数35.62个百分点，极度疲弱的走势即反映了对上述风险的担忧；

（2）2009年我们预计可出让土地为3.78万亩，后因政府酝酿滇池保护条例，市场担忧规划调整导致可出让土地减少。据了解，目前滇保条例已通过听证并报至市里，对本项目可出让总亩数基本上没有太大影响，主要影响的是功能定位（如商住比例）、容积率等方面，但商住比例变动及容积率调整对单位地价的影响未必是负面的！

（3）工程进展方面，原来预计第一期4630亩土地于09年7月底被政府收储，实际情况是2010年上半年才被收储，晚了半年，股价从09年12月14日至2010年6月30日累计暴跌51.9%，跑输地产板块12.35个百分点，表明“工程缓慢半年”在股价上已有所反映；

（4）关于政府拍地时间不确定的问题，原来我们预期政府收储后会很快拍卖，但实际情况是收储一年后才开始拍卖。公司股价从2010年7月1日至2011年7月12日，累计上涨3.73%，跑输地产板块16.56个百分点，表明“拍地时间不确定”在股价上已有所反映，同时，我们看到目前已发生一个重大的正面变化：从2010年上半年收储至2011年6月份近一年时间里，市场一直无法做出“何时开始拍地”和“第一次拍多少亩”的预期，但现在我们已经知道这些了（7月份将出让1621亩）！

（5）关于政府违约的风险，这是市场最担心的。违约风险主要表现在三个方面：①调低收益分成比例；②擅自终止未启动的三、四期（约2万多亩）合作；③在拍卖后故意拖延或不兑现“收益分成”等。我们认为在目前当地财政

吃紧（据《南风窗》2010年11月报道，09年昆明政府融资是地方一般预算收入的近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，当地预算内财政基本无多余的钱还债）、地方债务安全问题浮现的形势下，政府违约的概率不大！若违约，将给当地政府带来严重负面影响，具体表现在两个方面：

①若调低收益分成比例和在拍卖后故意拖延或不兑现“收益分成”，将严重降低当地政府在诚信方面的形象，一方面对当地政府后续融资（不仅是直接融资，也包括发债）造成恶劣影响，另一方面也会背负上“任意践踏市场法则”的恶名，从而对招商引资（包括拍地）等行为造成负面影响；

②若擅自终止尚未启动的三、四期（约2万多亩）合作，一方面当地政府并无财力自行开发，另一方面因诚信问题也难以找到接手者，最终会导致三、四期开发无法开展，最终吃亏的是地方政府。

（6） 地价比09年预计值下跌的风险：我们的判断是“基本没有”！分析如下：我们在09年深度报告《云南城投-最有潜力的地产股》中预计的土地出让单位税前净收益为81万/亩。目前周边可比地价已上升到400万/亩，本次拟拍卖地块底价为418万/亩，一级开发成本为75万/亩，提取保障房等多项基金（约占净收益40%）后，税前净收益超过200万/亩，比我们09年预计的要高很多。后续地块由于位置没有那么优越，预计单价会低一些，但最低也会达到300万/亩（这是该地区的基准地价），平均为330万/亩，一级开发成本由于涉及到拆迁安置，预计最高可能达到150万/亩，平均为130万/亩，提取保障房等多项基金后，平均税前净收益约为120万/亩，仍比我们09年预计的要高。09年我们按81万/亩单位税前净收益、5年折现周期、9.24%折现率、计算出37804亩土地一级开发估值为90.95亿，若我们按当前实际情况，将单位税前净收益调整为150万/亩、折现周期调整为10年、折现率调整为10%重新估值，并将可出让土地向下调整为33440亩，土地一级开发估值至少为110亿，比09年的计算结果还要高，按最新股本摊薄，NAVPS至少为13.26元/股。

■ 短期风险在昨日暴跌中也有所释放，且调整拍卖规则即可化解

短期风险是今日部分土地可能流拍，但这个风险完全可以通过调整拍卖规则（如取消7个竞买人的限制）或适当降低底价并择机重拍来化解，因此这种风险这主要是技术上的风险，况且已通过昨日暴跌7%释放。由于我们一级开发NAVPS13.26元/股的估值是按照150万/亩的单位税前净收益计算的，相当于325万/亩的单价，比本次418万/亩的底价低了22%，因此只要降价后不低于325万/亩，对公司价值就没什么影响。

■ 基本面未来有否极泰来可能，维持谨慎推荐

在地方融资平台安全问题浮现的形势下，地产调控政策有“纠偏”的必要和可能，下一阶段行业面临的政策压力或逐步减轻，考虑到昆明对土地财政依赖度较高，且地方财政已进入还贷高峰期，因此加速卖地是顺利度过还贷高峰期的最佳办法。过去一年多来，公司面临的诸多不明朗因素正逐渐明朗，而且股价已经历一年零七个月的深幅调整，因此中长期风险已有所释放，短期风险（今日可能部分土地流拍）也在昨日暴跌中有所释放。

完全不考虑一二级联动的情形下，公司NAV至少也有18.9元/股，P/NAV为0.67，绝对估值低廉。若今年能以平均单价370万元/亩成功拍掉其中1500亩并如约按期在年底获得政府分成，2011年EPS即有望达到1.21元，预计12-13年EPS分别为1.82元、2.15元。鉴于仍面临不能如期获得土地出让净收益分成等一系列风险，维持谨慎推荐评级。

附表：盈利预测及估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1722	1600	1300	1450	营业收入	327	1945	3015	3980
应收款项	1111	4263	8260	2181	营业成本	159	253	398	796
存货净额	2737	1973	2042	6901	营业税金及附加	21	115	184	223
其他流动资产	6290	23341	60297	29569	销售费用	23	76	115	187
流动资产合计	11860	31177	71899	40100	管理费用	62	78	115	167
固定资产	22	28	29	72	财务费用	(6)	260	254	254
无形资产及其他	1	1	2	3	投资收益	411	120	0	1
投资性房地产	46	46	46	46	资产减值及公允价值变动	(48)	0	0	(10)
长期股权投资	102	102	102	102	其他收入	0	0	0	0
资产总计	12031	31354	72078	40323	营业利润	432	1284	1950	2344
短期借款及交易性金融负债	1227	19950	60364	26391	营业外净收支	1	0	0	0
应付款项	721	493	523	1052	利润总额	432	1284	1950	2344
其他流动负债	1085	1541	1156	1947	所得税费用	106	299	468	586
流动负债合计	3033	21984	62043	29390	少数股东损益	(3)	(8)	(12)	(15)
长期借款及应付债券	5020	4790	4790	4790	归属于母公司净利润	329	993	1494	1772
其他长期负债	210	220	220	220					
长期负债合计	5230	5010	5010	5010	现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	8263	26995	67053	34400	净利润	329	993	1494	1772
少数股东权益	546	542	535	529	资产减值准备	13	7	1	35
股东权益	3221	3817	4489	5393	折旧摊销	4	8	9	11
负债和股东权益总计	12031	31354	72078	40323	公允价值变动损失	48	0	0	10
					财务费用	(6)	260	254	254
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	(3181)	(19194)	(41377)	33305
每股收益	0.40	1.21	1.82	2.15	其它	(13)	(11)	(8)	(41)
每股红利	0.38	0.48	1.00	1.06	经营活动现金流	(2800)	(18198)	(39881)	35093
每股净资产	3.91	4.64	5.45	6.55	资本开支	32	(20)	(11)	(101)
ROIC	1%	6%	3%	4%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	26%	33%	33%	投资活动现金流	(62)	(20)	(11)	(101)
毛利率	51%	87%	87%	80%	权益性融资	21	0	0	0
EBIT Margin	19%	73%	73%	65%	负债净变化	1753	(230)	0	0
EBITDA Margin	20%	74%	73%	66%	支付股利、利息	(314)	(397)	(822)	(869)
收入增长	-84%	494%	55%	32%	其它融资现金流	(976)	18723	40414	(33973)
净利润增长率	56%	202%	51%	19%	融资活动现金流	1923	18096	39592	(34842)
资产负债率	73%	88%	94%	87%	现金净变动	(939)	(122)	(300)	150
息率	3.0%	3.8%	7.9%	8.3%	货币资金的期初余额	2661	1722	1600	1300
P/E	31.8	10.5	7.0	5.9	货币资金的期末余额	1722	1600	1300	1450
P/B	3.2	2.7	2.3	1.9	企业自由现金流	(3097)	(18114)	(39705)	35170
EV/EBITDA	280.7	26.2	35.0	17.1	权益自由现金流	(2321)	179	516	1006

资料来源：公司资料和国信证券预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	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 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%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
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。