



也许就在明天

事件

2011 年 6 月 25 日，云南城投置业股份有限公司董事会公告如下：

根据昆明市人民政府 2008 年 5 月 7 日第 81 次常务会议精神，由昆明市人民政府授权的昆明市土地矿产储备管理办公室委托公司对环湖东路沿线土地进行土地一级开发，并与云南城投置业股份有限公司（下称“公司”）签署《环湖东路沿线土地一级开发委托合同》。昆明市土地储备中心已于 2010 年 8 月 31 日完成了三个半岛范围内约 4,793 亩的土地收储工作，并与公司（600239）签署了《环湖东路土地一级开发政府储备用地一期土地移交书》。《昆明市国有建设用地使用权拍卖出让公告》，公司（600239）环湖东路沿线土地一级开发项目三个半岛范围内的部分土地已于 2011 年 6 月 24 日开始陆续以拍卖方式公开出让。连续三场土地拍卖会将于 7 月 13 日、7 月 18 日、7 月 22 日在昆明举行，共上拍土地 1623 亩。

分析

根据我组测算，如果此次转让的 1,623 亩土地全部以底价成交，除去 2009 年、2010 年公司（600239）已经确认的保底收益 2.54 亿元，公司（600239）每股收益将增加 0.42 元。公司（600239）目前已完成土地收储 4,793 亩，我们测算可出让净地约 2,500 亩~3,000 亩左右。亦即除去此次出让的 1,623 亩外，公司（600239）尚有 878 亩~1,378 亩左右土地等待拍卖。假设这些土地也在 2011 年内完成拍卖，底价水平与此次相同，将贡献税后利润约 3.24 亿元~5.08 亿元，折合每股约 0.39 元~0.61 元。我们假设公司（600239）今年房地产二级开发的主营收入与去年持平，利润率微增，则土地二级开发业务将贡献 0.03 元的每股业绩，2011 年的每股收益可达 0.84 元~1.06 元，动态 PE 约 15 倍~12 倍。由于公司（600239）后续的土地出让计划尚未公布，我们暂不做明后两年的盈利预测。假设未来年均土地拍卖量与今年持平，则储备土地可供拍卖 20 年，故按照 20 倍 PE，给予公司（600239）买入评级，六个月目标价：16.80 元/股~21.20 元/股。

预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	327	1543~1808	——	——
营业收入增长率	-84 %	229%~453%	——	——
净利润（百万）	329	692~873	——	——
净利润增长率	56%	110%~165%	——	——
ROE	10.55%	15.24%~18.86%	——	——
EPS（元）	0.51	0.84~1.06	——	——
P/E	27.12	15~12	——	——

请参阅最后一页的重要声明

云南城投 (600239)

首次评级

买入

宁乔

ningqiao@csc.com.cn

010-85130789

执业证书编号：S1440210070006

张朝晖

zhangzhaohui@csc.com.cn

010-85130972

执业证书编号：S1440206070058

联系人：李文青

liwenqing@csc.com.cn

010-85156322

发布日期：2011 年 7 月 12 日

当前股价：12.72 元

目标价格 6 个月：16.80 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	23.88/20.28	10.73/18.24	-0.40/-13.82
12 月最高/最低价 (元)			21.34/10.52
总股本 (万股)			82342.92
流通 A 股 (万股)			62595.45
总市值 (亿元)			112.73
流通市值 (亿元)			85.69
近 3 月日均成交量 (万)			1024.69
主要股东			
云南省城市建设投资有限公司			30.86%

股价表现



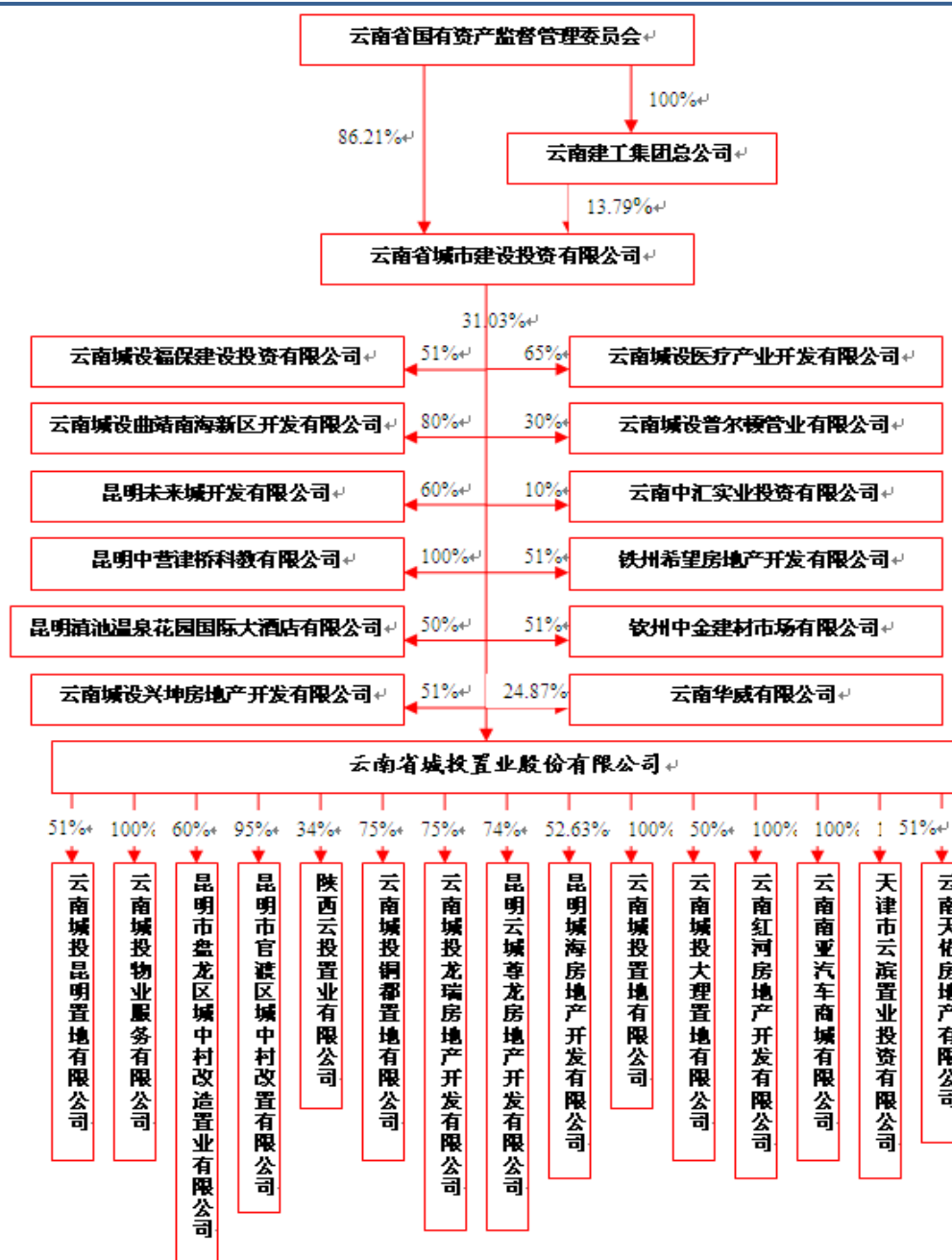
HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



历史沿革与股权结构

公司（600239）前身为云南光明啤酒股份有限公司，于1992年12月以定向募集方式成立，1998年10月23日在云南省工商行政管理局变更名称为云南红河光明股份有限公司，2007年10月24日，云南省城市建设投资有限公司通过资产置换将旗下房地产业务注入上市公司，公司（600239）主业变更为房地产开发，大股东为云南省国资委下属的云南省城市建设投资有限公司。

图1：公司（600239）股权结构图



资料来源：公司2010年年报

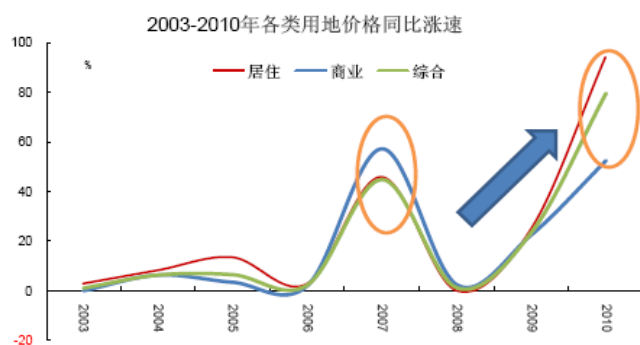


公司（600239）大股东云南省城市建设投资有限公司成立于 2005 年 4 月，是经省人民政府批准组建的现代大型国有企业、省人民政府授权的城建投资项目出资人代表及实施机构，并于 2009 年 2 月正式纳入省国资委监管。经过六年的发展，云南城投总资产已逾 300 亿元，拥有 10 多个控股子公司，按照集团化管控模式进行管理。由云南城投投资建设的省市重点项目有：北京云南大厦、云南海埂会议中心、部分驻昆高校呈贡新校区建设、西双版纳避寒山庄、云南省两污治理、滇池北岸环湖东路沿线土地一级开发、昆明第一人民医院北市区医院、昆明“城中村”改造等。

区域市场概况

公司（600239）地处云南省昆明市，主营房地产开发与经营业，土地出让价格对公司（600239）的整体业绩有着重要的影响。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 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。

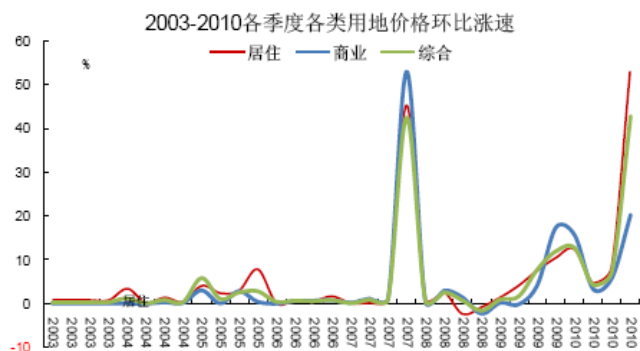
图 2：2003-2010 年昆明各类用地价格同比变化



资料来源：中国城市地价动态监测数据

从 2003 年至今的季度数据来看，2007 年 3 季度以前，昆明地价的变动都较为平稳。从 2007 年第 4 季度以来，昆明的地价环比大幅提升，之后在 2008 年金融危机时期保持了一段时间的平稳，2009-2010 年则再次呈现出逐季环比均快速上升的态势。

图 3：2003-2010 年昆明地价逐季度环比变化



资料来源：中国城市地价动态监测数据

主营业务分析

公司（600239）主要业务为一级土地开发，商品房二级开发以及城中村改造。对比云南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（600239）在土地一级开发业务上具有明显优势，而二级开发则相对薄弱。

昆明市环湖东路 4.18 万亩土地一级开发项目为公司（600239）最大看点和未来最主要的利润增长点。公司（600239）二级开发项目较少，主要分布在昆明和大理，此外，公司（600239）在天津、咸阳也有部分二级开发项目。公司（600239）已经与万科、中海、招商地产分别成立了合资公司，项目获取能力有望得到提高，随着未来土地出让后资金面的改善，公司（600239）二级开发项目较少的情况将会得到改观。公司（600239）分别与昆明市官渡区政府、盘龙区国资委成立合资公司参与昆明市城中村改造，目前已获取 4 个项目，主要以一级开发为主。

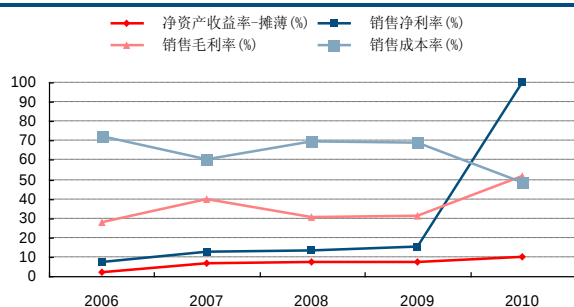
表 1：公司（600239）三项业务收入、成本、毛利、占比

单位：元

	2010	2009	2008
营业收入			
房地产(元)	216,460,004.00	1,928,920,807.84	420,340,903.00
土地一级开发(元)	93,348,338.43	160,157,360.39	
物业管理(元)	6,675,817.76	2,571,298.85	1,455,991.60
营业成本			
房地产(元)	151,811,403.25	1,438,407,398.60	299,476,419.88
土地一级开发(元)	1,866,966,768.74	3,203,147,207.74	
物业管理(元)	7,120,486.62	1,501,207.50	657,830.72
毛利率			
房地产(%)	29.87	25.43	28.75
物业管理(%)	-6.66	41.62	54.82
收入构成			
房地产(%)	66.1	92.18	97.8
土地一级开发(%)	28.5	7.65	
物业管理(%)	2.03	0.12	0.34

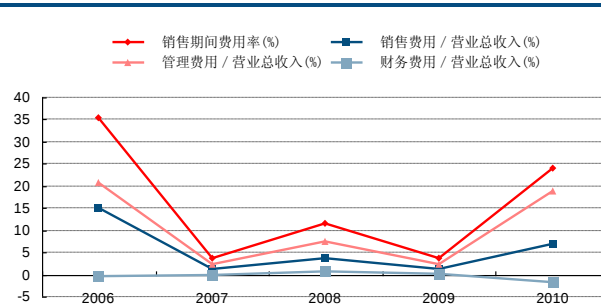
资料来源：wind，注：公司土地一级开发，按照开发支出的5%确认保底收益作为营业收入

图 4：公司（600239）主要财务指标



资料来源：公司年报，中信建投证券研发部

图 5：公司（600239）财务比率



资料来源：公司年报，中信建投证券研发部



从表 1 可以看出，公司（600239）09 年主营收入超过 20 多个亿，主要原因是增资的天祐房地产公司 51% 股份新增纳入合并范围，从而给公司（600239）贡献了 15 个多亿的主营收入。从图 4 和图 5 可以看出，公司（600239）最近几年的业绩平平，2010 年，除了财务费用，公司（600239）其他各项费用占营业收入的比例都呈现增长的势态，若不是依靠 4.1 亿元的投资收益，公司（600239）2010 年的业绩只有 0.02 元。

土地一级开发

2008 年，公司（600239）与昆明市人民政府授权昆明市土地矿产储备管理办公室签署《环湖东路沿线土地一级开发委托合同》，公司（600239）获得一级土地开发项目 4.18 万亩。

根据表 2 所示的合同内容，我组测算出该项目一级开发的净地产出率约为 82.5%。

表 2：环湖东路沿线土地一级开发委托合同

合同标的	环湖东路沿线土地一级开发
合同标的范围	东至乌龙片区与大渔片区用地界线，南至滇池沿岸，西至盘龙江与滇池接口用地界线，北至官渡段的西亮塘及五甲塘公园用地界线、呈贡段的乌龙片区用地界线，总面积约 4.18 万亩（最终以规划确定的用地范围和实测面积为准）。具体位置以昆明市规划局提供的《昆明市环湖东路实施规划图》为准。
土地规划预计	
建设用地面积	22,993,149 平方米
道路用地面积	1,229,394 平方米
绿化及湿地面积	4,006,867 平方米
资料来源：公司年报，中信建投证券研发部	

再融资与工程进度

如前文所述，2008 年，公司（600239）与昆明市人民政府授权昆明市土地矿产储备管理办公室与公司签署《环湖东路沿线土地一级开发委托合同》，获得一级土地开发项目 4.18 万亩。

2009 年 4 月 12 日，公司（600239）向上海世讯会展服务有限公司等 10 名特定对象发行 131,750,000 股的人民币普通股，每股面值 1 元，每股发行价 15.18 元，募集资金总额人民币 1,999,965,000.00 元用于环湖东路沿线土地一级开发项目一期。目前，环湖东路土地一级开发项目累计投资 50.7 亿元。环湖东路云南城投段年内已实现贯穿通车，截污干渠主体工程在实现贯通后进入收尾工作阶段，环湖东路配套拆迁安置用房金海新区项目一期住宅房建部分约 9 万平方米已初步具备竣工验收条件。项目二、三期工程施工图设计已完成，呈贡湿地项目基本建设已完成，宝丰半岛古滇湿地项目前期报批手续及准备工作已办理完成，并完成建设雏形。

图 6：环湖东路项目各期进展图



资料来源：2010 公司年报

跟据公开信息，三个半岛首期供地为 25 宗地块，拟供地总面积约 1623 亩。第一批推出了 13 宗地块，合计占地约 418 亩，第二批推出 7 块宗地，合计占地 300 亩，第三批推出 5 块宗地，合计占地 905 亩。起拍均价为 415 万元/亩，显著高于 5 月份用地规划修改前的住宅用地起拍价 300 万元/亩，起拍价平均提升约 38.3%。

公司（600239）于 6 月 24 日晚间公告，公司（600239）环湖东路沿线土地一级开发项目三个半岛范围内的部分土地已于 2011 年 6 月 24 日开始陆续以拍卖方式公开出让。

表3：环湖东路线南侧三个半岛范围内一、二、三批已公告地块详细资料

序号	地块编号	占地面积 (m²)	土地用途	容积率	地上建 面 (m²)	起拍价 (万元)	占地面积 (亩)	每亩起拍价 (万元)
1	KC2009-58-1-1	13,443	商业零售	<1.3	17,476	8,145	20	404
2	KC2009-58-1-2	14,888	商务办公	<2.4	35,731	10,785	22	483
3	KC2009-58-1-3	7,629	商业零售	<1.3	10,048	4,622	11	404
4	KC2009-58-1-4	14,855	商务办公	<2.4	35,653	10,761	22	483
5	KC2009-58-1-5	44,162	商业零售	<1.3	57,410	26,761	66	404
6	KC2009-58-2-1	33,279	商务办公	<1.8	59,902	21,765	50	436
7	KC2009-58-2-2	15,017	商务办公	<2.4	36,041	10,882	23	483
8	KC2009-58-2-3	17,377	商务办公	<1.8	31,267	11,367	26	436
9	KC2009-58-3-1	15,098	商务办公	<2.4	36,236	10,940	23	483
10	KC2009-58-3-2	19,350	商务办公	<1.8	34,831	12,657	29	436
11	KC2009-58-3-3	29,886	商务办公	<1.8	53,794	19,546	45	436
12	KC2009-58-4-1	20,743	商务办公	<1.0	20,743	11,822	31	380
13	KC2009-58-4-2	32,803	商务办公	<1.0	32,803	18,696	49	380
14	KC2009-58-5-2	28,752	文化艺术	<1.0	28,752	16,389	43	380
15	KC2009-59-1-1	43,809	商务零售	≤1.3	—	26,547	66	404
16	KC2009-59-1-2	54,485	商务办公	≤1.8	—	35,634	82	436
17	KC2009-59-1-3	31,066	商务办公	≤1.0	—	17,708	47	380
18	KC2009-59-1-4	19,615	商务办公	≤1.0	—	11,180	29	380



19	KC2009-59-2-2	10,964	商务零售	≤1.3	——	6,646	16	404
20	KC2009-59-2-3	11,217	商务零售	≤1.3	——	6,799	17	404
21	KC2009-56-1	150,743	旅游业	≤1.0	——	85,922	226	380
22	KC2009-56-2	128,266	旅游业	≤1.0	——	73,112	192	380
23	KC2009-57-1	156,407	商业零售	≤1.0	——	89,152	235	380
				东半部≤1.8、				
24	KC2009-57-2	149,277	商务办公	西半部≤1.0	——	97,625	224	436
25	KC2009-57-3	18,648	商务办公	≤1.0	——	10,629	28	380
合计	1,081,779			490,687	——		1,623	415

资料来源：昆明市国土资源局

云南省地方债务问题

云南省的《2010 年政府工作报告》显示，2010 年云南省全省财政总收入完成 1,809.2 亿元，比上年增收 318.5 亿元，增长 21.4%；今年 1 至 4 月，全省地方一般预算收入完成 339.5 亿元，比上年同期增收 74.9 亿元，增长 28.3%；但地方一般预算支出增长更快，达到 582.6 亿元，比上年同期增支 151.9 亿元，增长 35.3%。

为深化公路投融资体制改革，加快高等级公路建设，按照转变职能、区分性质、搭建平台、多元融资的原则，云南省人民政府决定组建云南省公路开发投资有限责任公司，注册资本 50 亿元，主要承担云南省高等级公路的投融资、建设、管理和公路沿线相关产业的经营开发任务。

截至 2010 年上半年，云南省公路开发投资有限公司资产总额为 1,314 亿元，负债总额 1,015 亿元，资产负债率达 77.24%，并呈上升趋势。当前公路开发公司在偿还到期债务、银行利息以及维护项目的正常运行上仍面临较大的资金缺口。据报道，云南省政府已出台多项举措帮助公路开发公司渡过难关，其中包括每年增加公司 3 亿元资本金，同意省财政向公司借款 20 亿元用于资金周转，但这区区几十亿元相对公司庞大的资金缺口来说略显杯水车薪。

土地出让引发的思考

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。基础设施分非营利的公益性项目和营利性项目，即使是营利性项目如铁路、收费公路等也需要较长时间才能收回成本，因此引发了地方政府严重的债务问题。要想解决债务问题不外乎是两种思路，一是借新还旧，等以后财政收入多的时候就多还一些，但是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；二是依靠土地出让或转让其他国有资产来回收现金。自 2007 年 4 季度新一届市政府组建以来，昆明市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非常明显，2011 年 2 月 24 日，副市长黄云波在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。

基于以上逻辑，再加上近期云南省公路开发投资有限责任公司有偿债风险，云南地方政府要有所行动，土地财政是解决地方债务问题的重要途径。因此，我们有理由推断这次的土地出让跟政府还贷有密切的关系，并且今年下半年及未来几年还会陆续进行土地出让。

未来看点

雄厚背景潜力无限



公司（600239）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，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。公司（600239）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。公司（600239）有望立足昆明发展前景，借力集团，获得广阔的发展机遇。

地处云南，受益“桥头堡”政策

“桥头堡战略”是推进我国向西南开放、实现睦邻友好的战略需要，也是云南推进“兴边富民”工程、实现边疆少数民族脱贫致富奔小康的现实需要，对促进云南经济发展具有重大意义。2009 年 7 月，国家主席胡锦涛考察云南后提出把云南建成中国面向西南开放的重要桥头堡。2011 年 5 月 6 日，国务院出台《关于支持云南省加快建设面向西南开放重要桥头堡的意见》，以昆明为中心的滇中城市经济，将是云南经济发展的重要引擎，八个经济区及四条经济走廊的建设则是有利于加快沿线开发、承担向西南开放，增强市场的辐射功能。公司（600239）地处云南，必将受益。

土地出让改善公司财务状况

2010 年末，公司（600239）应付账款为 7.2 亿元，1 年内的其他应付款超过 12 亿，长期负债中也有一部分银行借款将于 2012 年 3 月到期。从资产情况看，2010 年末，公司（600239）总资产为 120.3 亿元，其中货币资金 17.2 亿元，存货 27.3 亿元，其他流动资产 57.7 亿元，三者合计达到了 102.2 亿元。存货中大部分为购置土地和正在开发土地，短期变现能力较弱；其他流动资产为滇池环湖东路一级开发项目投入，因此形成了较大的资金压力。首批 1,623 亩土地出让之后，公司（600239）财务状况将大为好转，此后公司（600239）可以陆续接手集团手中的旧改项目以及启动更多现有的旧改项目。

同业竞争引发集团资产注入

目前集团开展的业务中部分与公司（600239）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。

盈利预测

我们假设公司（600239）环湖东路土地一级开发项目第一期开发成本为 200 万元/亩，以土地资料中的容积率上限估算，首次转让的 1,623 亩土地的转让差价收益为 21.51 亿元，扣除 20% 的政府基金、5.5% 的营业税和 25% 的所得税后，按照 50% 的分成，公司（600239）可获得净利润 5.44 亿元。

根据我组测算，如果此次上述 1,623 亩土地全部以底价成交，除去 2009 年、2010 年公司（600239）已经确

认的保底收益 2.54 亿元，公司（600239）每股收益将增加 0.42 元。公司（600239）目前已完成土地收储 4,793 亩，根据我们前面测算的 82.5% 的净地产出率并按照 7 折左右保守估计，可出让净地约 2,500 亩~3,000 亩左右。亦即除去此次出让的 1,623 亩外，公司（600239）尚有 878 亩~1,378 亩左右土地等待拍卖。如果这些土地也在 2011 年内完成拍卖，底价水平与此次相同，将为公司（600239）贡献税后利润约 3.24 亿元~5.08 亿元，折合每股约 0.39 元~0.61 元。

我们假设公司（600239）今年土地二级开发的主营收入与 2010 年持平，净利润水平增加 5%，则公司（600239）土地二级开发将贡献 0.03 元的每股业绩，2011 年的每股收益可达 0.84 元~1.06 元。由于公司（600239）后续的土地出让计划尚未公布，我们暂时不做明后两年的盈利预测。

表 4：云南城投（600239）土地出让收益估算

序号	地块编号	面积 平方米	容积 率	拍卖底价 万元	楼面地价 万元/平方 米	地价 万元/亩	面积 亩	开发成本 万元/亩	差价收益 万元
1	KC2009-56-1	150,743	1.00	85,921.80	0.57	379.99	226.12	200.00	40,700
2	KC2009-56-2	128,266	1.00	73,112.00	0.57	380.00	192.40	200.00	34,633
3	KC2009-57-1	156,407	1.00	89,151.80	0.57	380.00	234.61	200.00	42,231
4	KC2009-57-2	149,277	1.40	97,624.76	0.47	311.42	223.92	200.00	24,949
5	KC2009-57-3	18,648	1.00	10,628.60	0.57	379.97	27.97	200.00	5,034
6	KC2009-58-5-2	28,752	1.00	16,389.40	0.57	380.02	43.13	200.00	7,764
7	KC2009-59-1-1	43,809	1.30	26,546.84	0.47	310.76	65.71	200.00	7,278
8	KC2009-59-1-2	54,485	1.80	35,634.28	0.36	242.23	81.73	200.00	3,451
9	KC2009-59-1-3	31,066	1.00	17,708.00	0.57	380.02	46.60	200.00	8,389
10	KC2009-59-1-4	19,615	1.00	11,179.60	0.57	379.96	29.42	200.00	5,295
11	KC2009-59-2-2	10,964	1.30	6,645.80	0.47	310.85	16.45	200.00	1,823
12	KC2009-59-2-3	11,217	1.30	6,799.32	0.47	310.84	16.83	200.00	1,865
13	KC2009-58-1-1	13,443	1.30	8,144.64	0.47	310.70	20.17	200.00	2,232
14	KC2009-58-1-2	14,888	2.40	10,785.39	0.30	201.23	22.33	200.00	28
15	KC2009-58-1-3	7,629	1.30	4,621.76	0.47	310.66	11.44	200.00	1,266
16	KC2009-58-1-4	14,855	2.40	10,761.24	0.30	201.22	22.28	200.00	27
17	KC2009-58-1-5	44,162	1.30	26,760.96	0.47	310.76	66.24	200.00	7,337
18	KC2009-58-2-1	33,279	1.80	21,765.12	0.36	242.23	49.92	200.00	2,108
19	KC2009-58-2-2	15,017	2.40	10,881.99	0.30	201.29	22.53	200.00	29
20	KC2009-58-2-3	17,377	1.80	11,366.52	0.36	242.27	26.07	200.00	1,102
21	KC2009-58-3-1	15,098	2.40	10,939.95	0.30	201.28	22.65	200.00	29
22	KC2009-58-3-2	19,350	1.80	12,657.08	0.36	242.26	29.03	200.00	1,227
23	KC2009-58-3-3	29,886	1.80	19,545.88	0.36	242.23	44.83	200.00	1,893
24	KC2009-58-4-1	20,743	1.00	11,821.80	0.57	379.96	31.11	200.00	5,599
25	KC2009-58-4-2	32,803	1.00	18,696.00	0.57	379.97	49.21	200.00	8,855
总计		1,623		656,090.53			1,622.69		215,145

资料来源：中信建投证券研究发展部



预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
主营收入（百万）	327	1543~1808	——	——
主营收入增长率	-84 %	229%~453%	——	——
净利润（百万）	329	692~873	——	——
净利润增长率	56%	110%~165%	——	——
ROE	10.55%	15.24%~18.86%	——	——
EPS（元）	0.51	0.84~1.06	——	——
P/E	27.12	15~12	——	——

投资建议

公司（600239）2011 年的每股收益可达 0.84 元~1.06 元，按照 7 月 12 日 12.72 元/股的收盘价计算，动态 PE 约 15 倍~12 倍。我组根据公司（600239）约 4.18 万亩的一级开发土地储备量估算，假设未来年均土地拍卖量与 2011 年持平，则储备土地可供拍卖 20 年，故按照 20 倍 PE，给予公司（600239）买入评级，六个月目标价：16.80 元/股~21.20 元/股。

风险分析

由于土地一级项目的开发需要公司（600239）预先付出投资，所以对公司（600239）资产的流动性造成一定的压力。

公司（600239）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，公司（600239）取得应分得的土地出让净收益的具体时间点及项目的后续开发进度存在不确定性。



分析师介绍

宁乔：清华大学电子工程学士，中科院计算机硕士，绝对收益分析员，从业 3 年。专注于利用概率统计和数量化比较进行公司资产重组、融资前后的盈利分析和价值发现。

张朝晖：对外经济贸易大学工商管理硕士，绝对收益分析员，从业 12 年。专注于公司重组、兼并、收购、再融资前后及过程中的投资价值发现。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。