

评级：审慎推荐（调低）

房地产行业

公司研究报告

第一创业研究所

陈晓波 S1080510120009

电话：0755-25832872

邮件：chenxiaobo@fcsc.cn

高调亮相，冷清收场

——云南城投（600239）跟踪报告

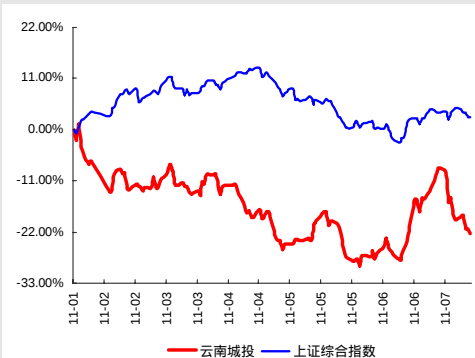
交易数据

52 周内股价区间(元)：	10.52-21.34
总市值（百万元）：	10,111.71
流通股本（百万股）：	625.95
流通股比率（%）：	76%

资产负债表摘要(06/10)

股东权益（百万元）：	3,242.56
每股净资产：	3.94
市净率：	3.12
资产负债率：	70.16

公司与上证指数比较（2011.1-2011.7）



相关报告

- 1、借力上云霄，静待东风起-调研报告（2011.03.07）
- 2、烂摊子中有“黄金”-收购中建惠丰点评（2011.02.21）
- 3、资产运作，兑现 2010 年业绩承诺？-点评报告（2010.12.07）

报告要点：

● **三批土地出让仅成交 160 亩，其他全部流拍** 在市场经历无数次的期待与失望之后，云南城投一级开发的土地终于进入挂牌阶段，并计划于 7 月 13 日、7 月 18 日和 7 月 22 日分 3 批拍卖。截止目前，三个批次的出让结果已经发布，除首批 4 块地共 160 亩以底价成交外，其余 21 宗地共约 1460 亩均告流拍。

● **“去居住化”与底价超预期是流拍主因** 5 月出台的半岛分区控制性详规将原本计划用于住宅开发的区域全部改为商业金融（C2）用地，半岛区域配套缺乏、人气不足、地理位置稍显偏远等原因使得目前进行商业开发的风险较大。此外，本次底价明显高于市场预期也是导致流拍原因之一，从已成交的信息来看，成交地块的价格均是同类型物业中地块单价或者楼面地价最低的，说明价格确实是重要的影响因素。

● **流拍或为政府借鉴，降地价与调规划将并举。** 本次土地流拍之后，我们认为昆明市政府接下来将制定更贴合市场的出让方案：对已经制定了控制性详规的区域降低地价后再次挂牌；对三个半岛剩余区域以及未来呈贡区域，则会加大住宅配比。就价格而言，根据本次出让情况，我们推算调整后的地块单价必然在 380 万/亩以下，且很可能高于 260 万/亩。我们觉得价格中枢很可能为 320 万/亩。

● **拍地收益最终分成比例恐有变动。** 根据昆明市 2008 年 11 月发布的《昆明市国有土地使用权出让收支管理办法》，政府在土地出让的纯收益中，需要提取各类基金合计比例为 48%。虽然管理办法明确的是土地出让净收益，但由于此前未与上市公司明确，财政紧张的昆明市政府很可能在与上市公司分成之前先行提取部分或全部基金，然后将剩余收益“5-5”分成。我们推断，先行提取部分可能不会高达 48%，预计会在 20%左右。

● **不悲观，但也不乐观，调低评级至“审慎推荐”** 公司基本面近期多空交织：利多面，拍卖地价在 300 万/亩以上；利空面，地块单位成本上升至 180 万/亩，高于此前的 145 万/亩，分成比例预计变为“6-4”，拍地不顺资金紧张格局短期难解，致公司旧改进度低于预期等。估值与投资建议方面，调整参数后，公司估值水平略高于行业，特别是 NAV 折价率仅为 13%，我们因此调低公司评级至“审慎推荐”。操作上，虽然公司投资价值并不突出，但后期土地顺利出让或出让数量短期内超预期等，却可能带来交易性机会。



1、三批土地出让均冷清收场

完成收储近 1 年后，土地终于进入拍地阶段。公司于 2010 年 8 月 23 日与昆明市土地储备中心签署了《环湖东路土地一级开发政府储备用地一期土地移交书》，将一级开发完毕的 4793 亩土地正式交付土地中心。时隔近 1 年后，2011 年 6 月 23 日，这批土地中的约 2600 亩（可出让净地约 1600 亩）终于在市场无数次的期待与失望之后进入挂牌阶段，并计划于 7 月 13 日、7 月 18 日和 7 月 22 日分批拍卖。

挂牌底价超预期，规划容积率突破 1.0。在我们多次与公司进行沟通，并对昆明市场进行调研之后，我们得知首批土地出让底价很可能不低于 300 万/平米。本次挂牌底价平均达到了 400 万/亩，明显超过了我们此前的预期。除底价外，本次挂牌地块规划容积率平均在 1.235，亦高于此前市场预期的高于 1.0。对比 1、2、3 批地块，单位地价逐步走低，但楼面地价却逐步走高。我们认为这跟地块地理位置有关系，离滇池较远，越靠近环湖东路，商业发展基础越好。其单位地价越高；接近滇池，楼层越低、容积率越低，导致楼面地价越高。

表 1：三批土地出让指标

地块	占地 (亩)	占地 (万平米)	容积率	建筑面积 (万平米)	底价 (万元)	单位地价 (万元/亩)	楼面地价 (元/平米)	拍卖日期
第 1 批	417.79	27.85	1.66	46.19	178,748.33	427.84	3,869.55	7 月 13 日
第 2 批	299.86	19.99	1.32	26.33	120,903.24	403.20	4,591.97	7 月 18 日
第 3 批	905.01	60.33	1.10	66.31	356,438.96	393.85	5,375.73	7 月 22 日
合计	1,622.66	108.18	1.28	138.83	656,090.53	404.33	4,725.92	

资料来源：昆明国土资源局、第一创业证券研究所

拍卖遇冷，仅首批成交 160 亩，其余全部流拍。7 月 22 日（上周五），随着最后一批土地拍卖时限到来，本次拍卖全部结束。三次拍卖，仅首批 418 亩中的 160 亩以底价成交，其余全部流拍。成交的 4 块土地中，3 幅是商业办公、1 幅是商业零售。我们将这 4 幅地块与其余地块比较，发现价格是非常重要的因素：这四幅地块，在同类型用地中，要么楼面地价最低，要么单位地价最低，而且是此次全部 25 幅地块中最低的。

表 2：首批土地成交情况统计

地块编号	成交面积 平米	成交面积 亩	成交价格 万元	成交单价 万元/亩	楼面地价 元/平米	容积率	用途
2009-58-4-2	32,803.04	49.20	18,696.00	379.97	5,699	1.00	商务办公
2009-58-1-2	14,887.89	22.33	10,785.39	482.96	3,019	2.40	商务办公
2009-58-1-5	44,161.73	66.24	26,760.96	403.99	4,661	1.30	商业零售
2009-58-1-4	14,855.42	22.28	10,761.24	482.93	3,018	2.40	商务办公
合计	106,708.08	160.06	67,003.59	418.61	4,146		

资料来源：第一创业证券研究所

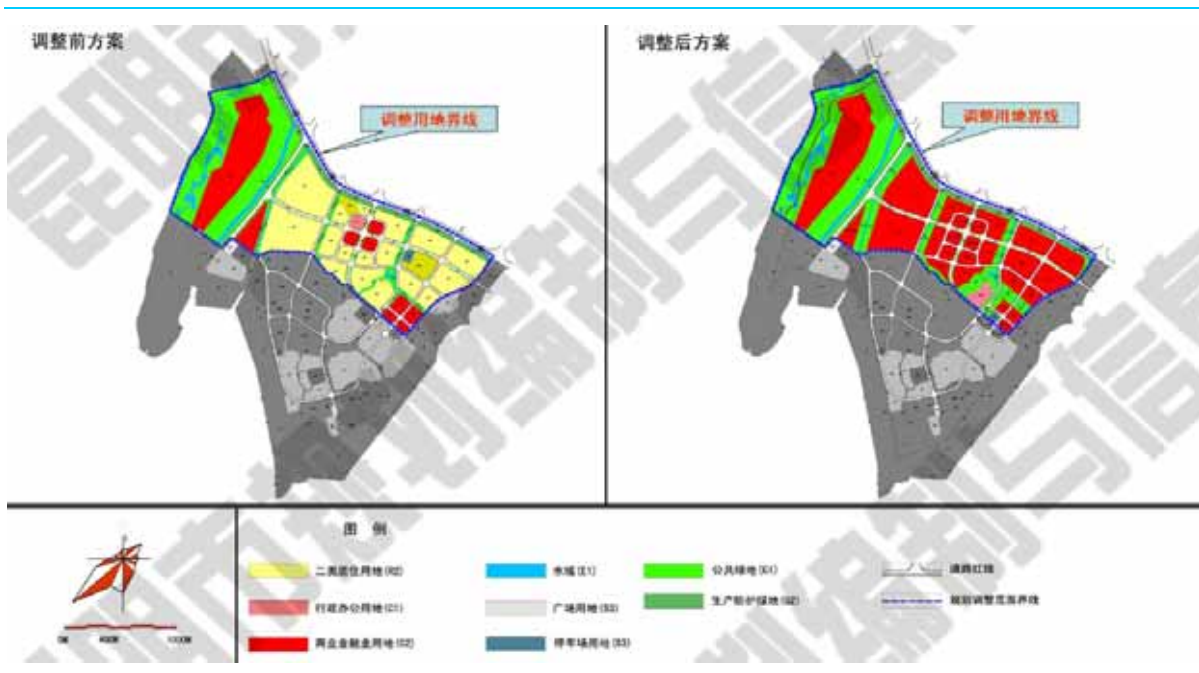
表 3：三批共 25 幅地块指标

批次	地块	编号	面积 (平方米)	土地 用途	限高 (米)	规划建面 (m ²)	交易起价 (万元)	每亩单价 万元/亩	楼面地价 元/平米
第 1 批	1	KC2009-58-1-1	13,443	商业零售	12	17,476	8,145	404	4,660
	成交 2	KC2009-58-1-2	14,888	商务办公	36	35,731	10,785	483	3,019
成交	3	KC2009-58-1-3	7,629	商业零售	12	10,048	4,622	404	4,660
	成交 4	KC2009-58-1-4	14,855	商务办公	36	35,653	10,761	483	3,018
成交	5	KC2009-58-1-5	44,162	商业零售	12	57,410	26,761	404	4,661
	6	KC2009-58-2-1	33,279	商务办公	24	59,902	21,765	436	3,633
	7	KC2009-58-2-2	15,017	商务办公	36	36,041	10,882	483	3,019
	8	KC2009-58-2-3	17,377	商务办公	24	31,267	11,367	436	3,634
	9	KC2009-58-3-1	15,098	商务办公	36	36,236	10,940	483	3,019
	10	KC2009-58-3-2	19,350	商务办公	24	34,831	12,657	436	3,634
	11	KC2009-58-3-3	29,886	商务办公	24	53,794	19,546	436	3,633
成交	12	KC2009-58-4-1	20,743	商务办公	12	20,743	11,822	380	5,699
	成交 13	KC2009-58-4-2	32,803	商务办公	12	32,803	18,696	380	5,699
小计			278,531			461,935	178,748		
第 2 批	1	KC2009-58-5-2	28,752	文化艺术	12	28,752	16,389	380	5,700
	2	KC2009-59-1-1	43,809	商务零售	12	56,952	26,547	404	4,661
	3	KC2009-59-1-2	54,485	商务办公	24	98,073	35,634	436	3,633
	4	KC2009-59-1-3	31,066	商务办公	12	31,066	17,708	380	5,700
	5	KC2009-59-1-4	19,615	商务办公	12	19,615	11,180	380	5,699
	6	KC2009-59-2-2	10,964	商务零售	12	14,253	6,646	404	4,663
	7	KC2009-59-2-3	11,217	商务零售	12	14,583	6,799	404	4,663
小计			199,908			263,293	120,903		
第 3 批	1	KC2009-56-1	150,743	旅游业	12	150,743	85,922	380	5,700
	2	KC2009-56-2	128,266	旅游业	12	128,266	73,112	380	5,700
	3	KC2009-57-1	156,407	商业零售	12	156,407	89,152	380	5,700
	4	KC2009-57-2	149,277	商务办公	东 24、 西 12	149,277	97,625	436	4,671
	5	KC2009-57-3	18,648	商务办公	12	26,107	10,629	380	5,700
小计			603,341			610,800	356,439		
合计			1,081,779			1,336,029	656,091		

2、规划更改与底价拔高是导致流拍的主因

土地挂牌前，片区规划调整“去居住化”。5月10日，昆明市规划局公示了官渡区半岛分区控制性详细规划，与原规划相比，主要区别在于原规划为2类居住用地之处全部调整为商业金融用地（C2）。规划调整区域正是公司完成收储的区域。公司此前曾强调需要等待《滇池保护条例》正式出台后，该批地块才能进入拍卖程序。而该控制性详规的出台意味着地块出让的最后一个屏障被突破。

图 1：半岛分区控制性详细规划调整



资料来源：昆明市规划局，第一创业证券研究所

“去居住化”增大了地块开发的不确定性。昆明作为西部开放的“桥头堡”，未来的发展前景我们依然看好，我们也因此认可昆明房地产市场具备广阔的发展空间。不过就半岛区域而言，由于目前配套尚缺乏，地理位置稍显偏远，如果开发低密度住宅，依托优美的自然环境，将能有效规避上述不足，但如开发商业、办公，则不可避免未来 2-3 年内人气明显不足的困境。昆明市委书记仇和早前曾表示，对政府而言，住宅土地使用权出让收益是一次性的，而商业用地出让后还能持续带来税收，这或许是“去居住化”的主因之一。

底价超预期，进一步提升了开发风险。本次挂牌底价明显超出了市场预期的 300 万/亩的挂牌底价，平均高出了 25%-35%。我们从成交的 4 幅块看到，即使配套缺乏，但只要价格合适，能在一定程度上化解可能面临的风险，开发商仍然愿意出手。

在目前开发商资金趋紧的大背景下，开发商必定选择性拿地，对开发前景明确、能快速周转的地块更为青睐。因此，我们看到北京 CBD 地块、城市中心区地块出让依然火热，但沈阳、昆明等地流拍或底价成交的现象却趋于普遍。

流拍或为政府借鉴，降地价与调规划将并举。本次土地流拍之后，我们认为昆明市政府会吸取教训，将制定更贴合市场的出让方案：对已经制定了控制性详规的区域（即本次出让地块）预计将降低地价后再次挂牌；对三个半岛剩余区域以及未来呈贡区域，则会加大住宅配比。就价格而言，根据本次出让情况，我们看到，商业办公，2 幅地块成交的楼面地价为 3000 元/平米（25 地块中最低），按平均 1.3 容积率倒推，地块单价为 260 万/亩；剩余 1 幅商业办公地块成交单价为 380 万/亩（25 地块中最低），由于 25 幅地块中也有相同报价却并未成交，因此，**我们推算调整后的地块单价必然在 380 万/亩以下，且很可能高于 260 万/亩。我们假定价格中枢为 320 万/亩，较 380 万的单价低 15%。**

图 2：本次拍地所处区域



资料来源：云南房网、第一创业证券研究所

3、不悲观，但并不乐观，调低评级至“审慎推荐”

除最终出让价格难以确定外，拍地收益分成比例恐有变动。根据昆明市 2008 年 11 月发布的《昆明市国有土地使用权出让收支管理办法》，政府在土地出让的纯收益中，需要提取如下基金：农业土地开发支出（纯收益的 21%）、土地出让业务费（2%）、国有土地收益基金支出（10%）、城镇廉租住房保障支出（10%）、保障公交优先资金支出（5%）、上缴省级土地出让纯收益（9%），这些基金累计提取比例为 48%。

需要指出的是，管理办法明确的是**土地出让净收益**，**理论上讲是拍地收入扣除必要的成本之后的剩余部分**，如果土地是政府自行或给开发企业固定回报的方式进行一级开发，收入与成本均非常容易明确，如果政府给开发企业的回报不是固定的呢？**土地开发成本如何核算？我们认为，核算方法理应是相同的！**不过由于公司与政府签署合同时对此并未细化，财政紧张的市政府有可能借此隐形修改“5-5”分成协议——在与上市公司分成之前先行提取部分或全部基金，然后将剩余收益“5-5”分成。

我们推断，先行提取部分可能不会高达 48%，预计会在 20%左右。提取比率的变化对公司 EPS 和 NAV 影响敏感性分析如下。



表 4、5：不同提取比率、不同成交价格对公司 EPS 和 PE 影响

EPS	10%	15%	20%	25%	30%	P/E	10%	15%	20%	25%	30%
280	0.81	0.77	0.74	0.70	0.67	280	15	16	17	18	18
300	0.93	0.89	0.85	0.81	0.77	300	13	14	14	15	16
320	1.06	1.01	0.96	0.91	0.86	320	12	12	13	13	14
350	1.25	1.19	1.13	1.07	1.01	350	10	10	11	11	12
380	1.44	1.37	1.30	1.23	1.16	380	9	9	9	10	11

表 6、7：不同提取比率、不同成交价格对公司 NAV 和折价率影响

NAV	10%	15%	20%	25%	30%	P/NAV-1	10%	15%	20%	25%	30%
280	12.71	12.38	12.06	11.74	11.42	280	-3%	-1%	2%	5%	8%
300	13.87	13.48	13.09	12.71	12.32	300	-11%	-9%	-6%	-3%	0%
320	15.03	14.58	14.13	13.67	13.22	320	-18%	-16%	-13%	-10%	-7%
350	16.77	16.22	15.68	15.13	14.58	350	-27%	-24%	-22%	-19%	-16%
380	18.52	17.87	17.23	16.58	15.93	380	-34%	-31%	-29%	-26%	-23%

不悲观，但不乐观。综合考虑各方面因素，我们将多空因素进行总结：利好面，底价高于 300 万/亩的概率较大，预计在 320 万/亩左右；不利之处，A、政府先行提取 20%基金，剩余部分再“5-5”分成，实际分成比例变为“6-4”，B、土地一级开发成本预计上升至 180 万/亩，高于我们此前预期 145 万/亩，C、拍地进程不顺利，资金紧张之下，公司旧改进展缓慢。

表 8：土地出让关键假设

核心假设	2011	2012	2013	2014
出让规模（单位：亩）	1,623	1,948	2,337	2,805
出让价格（单位：万元/亩）	320	320	320	320
出让成本（单位：万元/亩）	180	180	180	180

估值略高于行业，调低评级至“审慎推荐”

盈利预测：在表 4-表 8 假设基础上，预期公司 2011、2012 年实现归属母公司净利润 7.91 亿、8.86 亿，对应 EPS 分别为 0.96 和 1.08。

估值 2011-2012 对应 PE 分别为 13 倍和 11 倍，略高于行业平均水平。NAV=14.13 元/股，P/NAV=0.87，折价 13%，折价率低于行业 20%的平均水平。由于公司土地出让时间点和数量不确定，且土地出让不可无限持续，对该公司价值评估而言，NAV 估值更为可取。

投资建议：中性假设下，公司估值优势并不明显，我们调低评级至“审慎推荐”。



操作上，虽然由 NAV 衡量的公司估值优势不明显，但后期土地出让可能较为顺利、当年土地出让数量超预期以及因此带来的公司短期利润的飙升，都将给公司带来交易性机会。也正因为如此，我们认为公司股价后期下跌的绝对空间并不大，除非地产板块出现明显调整。

表 9：云南城投未来 3 年盈利预测

利润表 (单位：万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	209,251	32,745	217,772	282,703	269,088
营业收入	209,251	32,745	217,772	282,703	269,088
二、营业总成本	168,436	30,654	112,036	151,441	124,578
营业成本	143,991	15,893	92,819	120,659	95,207
营业税金及附加	13,402	2,105	12,086	21,023	21,603
销售费用	2,642	2,274	1,903	2,605	2,073
管理费用	4,637	6,200	4,948	6,772	5,390
财务费用	316	-586	279	382	304
资产减值损失	3,448	4,768	-	-	-
三、其他经营收益	-	41,081	9,588	-	-
公允价值变动净收益	-	-	-	-	-
投资净收益	-	41,081	9,588	-	-
汇兑净收益	-	-	-	-	-
四、营业利润	40,815	43,172	115,324	131,262	144,510
加：营业外收入	1,002	225	-	-	-
减：营业外支出	42	170	-	-	-
五、利润总额	41,775	43,226	115,324	131,262	144,510
减：所得税	10,302	10,583	28,831	33,120	36,533
加：未确认的投资损失	-	-	-	-	-
六、净利润	31,473	32,643	86,493	98,142	107,976
减：少数股东损益	10,382	-271	7,350	9,494	10,659
归属于母公司所有者的净利润	21,091	32,914	79,144	88,649	97,318
七、每股收益：	-	-	-	-	-
股本	82,343	82,343	82,343	82,343	82,343
EPS	0.36	0.52	0.96	1.08	1.18
PE (倍)	34	24	13	11	10

注：2011 年投资净收益 9588 万元为公司转让子公司天津市云滨置业 100%股权增值收益



表 10：主要财务指标

会计年度	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
盈利能力							
毛利率	39.65%	30.17%	31.19%	51.46%	57.38%	57.32%	64.62%
销售净利率	12.67%	13.53%	15.04%	99.69%	39.72%	34.72%	40.13%
ROE(平均)	9.29%	7.80%	11.32%	10.66%	21.88%	19.89%	18.07%
营业税费占比	10.41%	6.07%	6.40%	6.43%	5.55%	7.44%	8.03%
土地增值税占比	4.86%	0.52%	0.85%	0.88%	0.00%	1.89%	2.48%
所得税率	40.58%	5.39%	24.66%	24.48%	25.00%	25.23%	25.28%
成长能力							
营业收入	708.82%	14.56%	386.85%	-84.35%	565.05%	29.82%	-4.82%
净利润	1352.88%	22.36%	441.19%	3.72%	164.96%	13.47%	10.02%
母公司股东净利	1231.27%	21.85%	263.91%	56.06%	140.46%	12.01%	9.78%
三项费率							
销售费率	1.19%	3.56%	1.26%	6.95%	0.87%	0.92%	0.77%
管理费率	2.45%	7.36%	2.22%	18.94%	2.27%	2.40%	2.00%
财务费率	-0.05%	0.68%	0.15%	-1.79%	0.13%	0.14%	0.11%
三项费率合计	3.59%	11.60%	3.63%	24.09%	3.27%	3.45%	2.89%
每股指标							
EPS	0.16	0.20	0.36	0.52	0.96	1.08	1.18
BPS	0.87	0.94	3.59	3.91	4.87	5.95	7.13
估值比率							
P/E	75.02	61.55	34.32	23.63	12.78	11.41	10.39
P/B	14.15	13.09	3.42	3.14	2.52	2.06	1.72

免责声明：

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本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目标价格不能达成的风险。

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。

本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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

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±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