

九龙山 (600555. sh)

利润将现，价值待开发

周户 酒店旅游传媒 研究员

电话: 010-15330229533 (座机)

eMail: zh5@gf.com.cn

王欢 酒店旅游传媒 研究助理

电话: 020-87555888-657

eMail: wh12@gf.com.cn

投资收益拉动上半年业绩增长

2010 年上半年,公司归属于母公司所有者净利润同比增长 165.15%,而主营业务收入同比下降 35.47%,实现每股收益 0.05 元。净利润与主营业务收入增长率差异的原因在于,报告期,公司继续减持景兴纸业股权,贡献 0.93 亿元投资收益,占公司利润总额的 148%。

下半年: 房产项目结算, 净利润将环比增长 93%

目前,公司已签订房产销售合同面积 31,096 平方米,已收款项 5.2 亿元。其中部分房产项目,如圣马可公寓,将于 10 年 8 月 31 日前交房,下半年公司房地产项目将进入结算期,2010 年预测主营业务收入已锁定 111%。同时,预计,下半年公司净利润将相比上半年增长 93%。

RNAV 为 4.32 元, 估值水平合理

预计 2010 - 2012 年每股收益分别为 0.10、0.10 和 0.42 元。仅依据现有房地产开发项目进行估算,公司重估每股净资产为 4.32 元。目前股价为重估每股净资产的 1.13 倍。考虑到符合休闲度假需求趋势的旅游项目不断开发、公司通过与政府协议已锁定景区剩余 3511 亩土地以及公司项目的高盈利能力,目前公司估值水平合理。

风险提示

融资的不确定性有可能影响项目开发进度,同时房地产行业持续调控将加大房产项目的销售难度。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	138.06	14.48	467.75	684.98	2244.78
EBITDA(百万元)	68.14	225.21	120.20	199.09	831.60
净利润(百万元)	27.72	128.93	133.92	144.72	619.77
净利润增长率	-121.9%	365.1%	3.9%	8.1%	328.3%
每股收益(元)	0.032	0.148	0.103	0.098	0.418
市盈率	97.18	60.71	47.40	49.92	11.66
市净率	1.40	4.08	3.10	2.28	1.91
EV/EBITDA	36.47	32.27	50.67	28.21	7.23
每股红利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

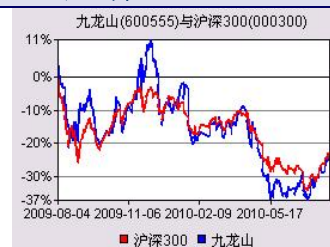
来源: 上海九龙山股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	4.87
目标价格(元)	5.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	14.32%	-0.48%	-24.77%
沪深 300	13.10%	-5.08%	-24.31%

股票数据

总股本(万股)	130350.00
流通 A 股(万股)	97,350.00
主要股东:	
平湖九龙山海湾度假城休闲服务有 限公司	
主要股东持股比例	18.42%
流通 A 股比例	74.68%

财务比率

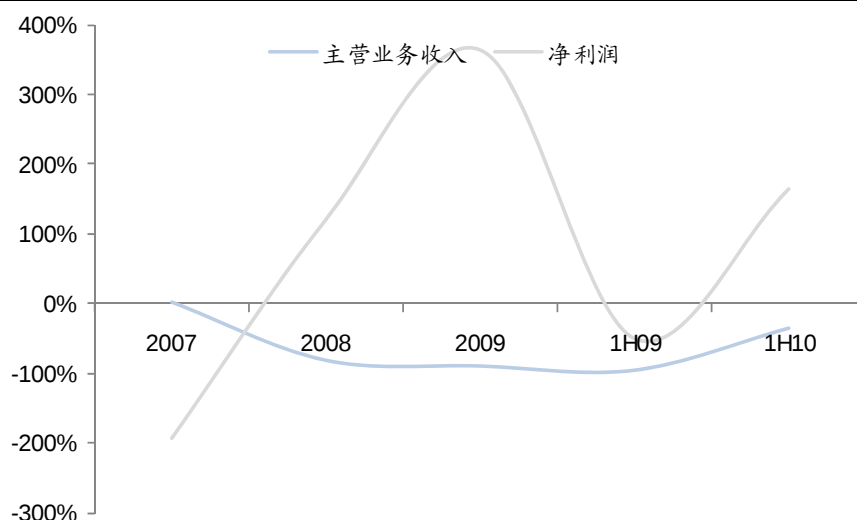
ROE	6.71%
ROA	7.69%
资产负债率	34.03%
每股净资产(元)	2.21

2009 年报数据.

投资收益拉动上半年业绩增长

2010年上半年,公司归属于母公司所有者净利润同比增长165.15%,而主营业务收入同比下降35.47%,实现每股收益0.05元。净利润与主营业务收入增长率差异的原因在于,10年上半年公司继续减持景兴纸业股权,贡献0.93亿元投资收益,占公司利润总额的148%。

图1: 九龙山主营业务收入和净利润增长率比较



数据来源: 广发证券研发中心

下半年: 房产项目结算, 净利润将环比增长93%

公司目前在售项目可售面积约7.67万平方米,共548套,预计总销售收入17.34亿元,净利润4.69亿元,净利润率约27.06%。截至上半年,公司已签订房产销售合同面积31,096平方米,已收款项5.2亿元。其中部分房产项目,如圣马可公寓,将于2010年8月31日前交房,下半年公司房地产项目将进入结算期。按房产项目已收款额计算,2010年预测主营业务收入已锁定111%。同时,依据我们预测,下半年公司净利润,将因地产业项目的结算,而相比上半年增长93%。

表 1: 九龙山一期项目介绍

		万平方米, 套, 万元/平方米				
产品名称	产品类型	可售面积	套数	已售套数	销售均价	装修程度
出售物业						
恺撒岛别墅	独栋别墅	1.9	12	7	2.5-3	不装修
皇后岛别墅	联排别墅	2.14	38	17	2.3-2.5	不装修
圣马可公寓	酒店式公寓	3.8	498	150	1.8-2	四星级标准
经营物业						
夏宫	酒店	1.9	115	---	---	装修

威斯汀酒店	五星级酒店	7.8	352	---	---	装修
商业街	时尚商铺	1.9	---	---	---	---

数据来源：广发证券研发中心

二期项目将于2012年开始结算

2010年8月2日，公司调整了09年通过的非公开发行的最低发行价和发行数量，但融资金额和募投项目未发生变更。增发主要是为了收购子公司股权和投资开发九龙山二期。项目二期由海角城堡、海洋花园和海洋乐园组成，其中前两者为此次募投项目。项目总占地面积约72.99万平方米，建筑面积约107.3万平方米，整体容积率为1.47。预计，三项目合计可为公司贡献营业收入159.46亿元，净利润40.36亿元，净利润率高达25.31%。目前海洋花园，11万平方米已全面开工，海角城堡处于项目前期。此次非公开发行若能够成功，将进一步促进二期项目的开发，预计2012年将进入项目结算期。

表 2：九龙山二期项目介绍 %，万平方米，套，亿元，元/平方米

	海角城堡	海洋花园	海洋乐园
权益	100	95	100
地理位置	九龙山旅游度假区内的东沙湾区块	九龙山旅游度假区内的东沙湾区块	九龙山度假区山海岛之间
建筑风格	地中海风格	威尼斯水城风格	---
市场定位	国际休闲商务活动接待与居住	赛马活动接待及商务旅游度假居住	娱乐休闲度假接待及疗养，设有海洋科普教育基地和康检抗衰老中心
产品类型	海景公寓和别墅	---	休闲度假公寓
户数	1,129	1,428	5300
占地面积	11.99	11.00	50.00
建筑面积	22.09	15.21	70.00
地上建筑面积	16.63	11.10	---
地下建筑面积	5.46	4.11	---

注：权益比例为增发后的比例。

数据来源：广发证券研发中心

项目高盈利，12年进入快速结算期

依据公司出售类物业的销售情况和建筑进度以及对项目的跟踪，预计10、11、12年公司房地产项目将分别结算2.24、3.2和9.82万平方米，结算收入分别为4.58、6.55和21.46亿元，毛利率在70%以上。项目高盈利，2012年进入快速结算期。