

九龙山(600555.sh)

蓄势待发

周户 分析师

电话: 010-59136699

eMail: zh5@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010007

房产项目推迟结算, 股权减持支撑业绩

报告期内, 公司实现净利润 1132 万元, 同比下降 91.22%。业绩增长低于预期。主要原因在于, 房产项目受资金及工程进度影响, 推迟结算。此外, 2010 年业绩增长主要来源于景兴纸业减持贡献的 1.17 亿元投资收益。

度假区配套设施逐渐完善

截至目前, 度假区中的高尔夫、游艇和马球等俱乐部及小普陀观音禅院佛教文化等旅游项目均已建成并且稳定运营。2011 年, 威斯汀酒店继续装修, 二期赛马及赛车俱乐部将建造完成。同时, 温泉项目已打出温泉, 邮轮码头正在建设。度假区基础配套设施逐渐完善。

海航置业入主提升现有资源价值, 带来资产注入

短期来看, 海航置业的入主, 将带来九龙山土地价值的重估。预计公司 RNAV 约 7.39 元。从长远来看, 九龙山将是整合海航集团旗下旅游休闲度假区开发与经营业务的唯一整合平台。海航置业的入主将带动公司的外延扩张。

盈利预测及投资评级

考虑到海航置业参与公司经营还需一段时间, 同时仅考虑 2 组土地的出让, 预计 2011 至 2013 年公司实现净利润约 2.39、3.49 和 7.88 亿元, 对应 EPS 分别为 0.18、0.27 和 0.60 元; 考虑到海航置业入主使九龙山开发进度加快, 同时带来物业升值和资产重组预期, 我们维持公司“买入”评级。

风险提示

海航置业参与公司运营还需时日, 项目开发进度有可能低于预期。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	14.48	9.30	566.60	478.30	1164.22
增长率(%)	-89.51%	-35.81%	5995.34%	-15.58%	143.41%
EBITDA(百万元)	-43.20	-70.35	130.54	110.54	398.80
净利润(百万元)	128.78	7.28	239.00	348.95	787.66
增长率(%)	365.09%	-91.22%	2011.34%	46.00%	125.72%
每股收益(元)	0.148	0.009	0.183	0.268	0.604
市盈率	60.73	544.66	30.87	21.14	9.37
市净率	4.07	3.51	3.72	3.16	2.36
EV/EBITDA	-168.08	-84.47	53.66	60.48	17.82

数据来源: 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

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易, 亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考, 并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

当前价格(元)	5.66
目标价格(元)	7.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	5.01%	14.81%	-2.53%
沪深 300	2.44%	5.87%	-0.74%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

1,303.50/973.50

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 27.63%

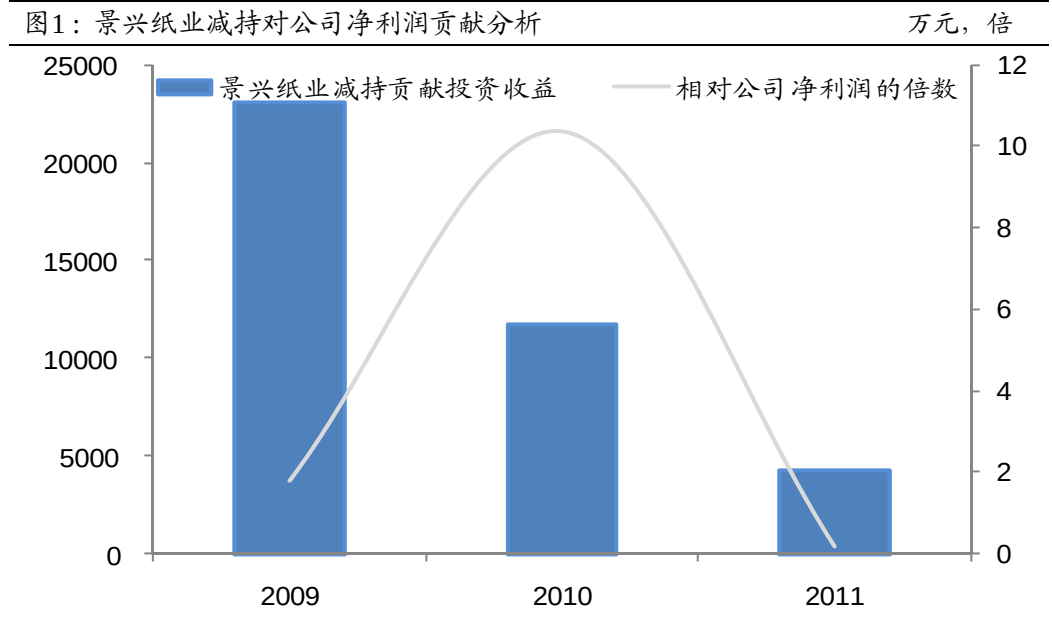
财务比率

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	

房产项目推迟结算，股权减持支撑业绩

报告期内，公司实现营业收入930万元，实现归属于母公司所有者净利润1132万元，同比下降91.22%。业绩增长低于预期。主要原因在于，房产项目受资金及工程进度影响，推迟结算。截至2010年年末，房产项目预售款为5.1亿元。此外，2010年业绩增长主要来源于景兴纸业减持贡献的1.17亿元投资收益。

图1：景兴纸业减持对公司净利润贡献分析



数据来源：广发证券发展研究中心

度假区配套设施逐渐完善

截至目前，度假区中的高尔夫、游艇和马球等俱乐部及小普陀观音禅院佛教文化等旅游项目均已建成并且稳定运营。2011年，威斯汀酒店继续装修，二期赛马及赛车俱乐部将建造完成。同时，温泉项目已打出温泉，邮轮码头正在建设。度假区基础配套设施逐渐完善。

表1：九龙山功能分区情况

功能分区	总用地	建筑面积	万平方米
			容积率
生态休闲运动区	252.21	126.11	0.50
森林休闲区	273.64	16.42	0.06
滨海商务休闲区	158.22	158.22	1.00
海洋娱乐体验区	246.08	172.26	0.70
度假娱乐消闲区	82.33	123.50	1.50
合计	1012.48	596.51	0.59

数据来源：广发证券发展研究中心

海航置业入主提升现有资源价值，带来资产注入

短期来看，海航置业的入主，将提升九龙山区域的持续开发能力。而土地开发的持续将带来土地价值的重估。若将已获得土地使用权证的2563亩土地以股权方式转让，公司RNAV约7.39元。从长远来看，九龙山将是整合海航集团旗下旅游休闲度假区开发与经营业务的唯一整合平台。海航置业的入主将带动公司的外延扩张或资产重组。

表 2：海航置业通过 A 股市场整合旗下资产情况介绍

股权收购方	上市公司	拟整合资产	时间	整合方式
海航置业控股(集团)有限公司	绿景地产	酒店	2010-09	增发收购
海航置业控股(集团)有限公司	ST 筑信	房地产开发	2009-08	增资重组
海航置业控股(集团)有限公司	九龙山	旅游休闲度假区开发与经营业务	2010-03	现金收购

数据来源：广发证券发展研究中心

表 3：海航置业旗下部分与九龙山相似的项目

公司名称	项目位置	项目总占地面积	相似物业类型	亩
云南海航置业有限公司	云南昆明	6000	体育公园(18洞高尔夫球场、9洞灯光练习场)	
东北海航投资集团有限公司	东北	---	旅游地产	
广州海航置业有限公司	广州白云区	1955	沙田体育公园	
北京海航置业有限公司	北京	---	石景山游乐场、康乐园高尔夫球场等	

数据来源：广发证券发展研究中心

盈利预测及投资评级

考虑到海航置业参与公司经营还需一段时间，同时仅考虑2组土地的出让，预计2011至2013年九龙山主营业务收入分别为5.67、4.78和11.64亿元，实现净利润约2.39、3.49和7.88亿元，对应EPS分别为0.18、0.27和0.60元；考虑到海航置业入主使九龙山开发进度加快，同时带来物业升值和资产重组预期，我们维持公司“买入”评级。

风险提示

从股权转让到董事会改选至少还需要1年时间，因此，公司项目开发进度存在不确定性。此外，土地转让收入确认存在不确定性。

资产负债表

单位：百万元

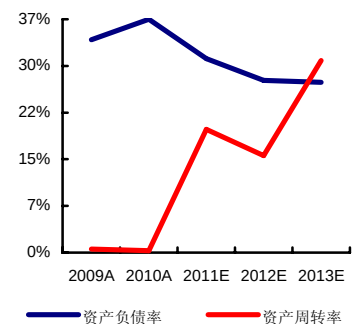
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,701	1,624	1,585	1,946	3,031
货币资金	610	270	425	765	349
应收及预付	485	520	294	251	256
存货	606	834	866	930	2,425
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1,223	1,217	1,330	1,312	1,294
长期股权投资	47	58	58	58	58
固定资产	79	74	60	50	41
在建工程	463	599	735	735	735
无形资产	458	434	425	417	409
其他长期资产	177	52	52	52	52
资产总计	2,924	2,841	2,915	3,258	4,324
流动负债	947	1,041	887	897	1,176
短期借款	40	45	52	73	77
应付及预收	875	962	803	792	1,066
其他流动负债	32	34	33	33	33
非流动负债	48	19	17	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	48	19	17	0	0
负债合计	995	1,060	904	897	1,176
股本	869	1,304	1,304	1,304	1,304
资本公积	1,053	433	433	433	433
留存收益	-11	10	249	598	1,385
归属母公司股东权益	1,923	1,755	1,985	2,334	3,122
少数股东权益	6	26	26	26	26
负债和股东权益	2,924	2,841	2,915	3,258	4,324

利润表

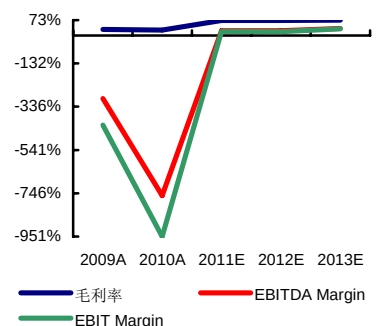
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	14	9	566.60	478.30	1164.22
营业成本	10	7	160	133	310
营业税金及附加	3	1	146	120	278
销售费用	10	6	34	24	58
管理费用	53	84	114	109	138
财务费用	1	-3	0	0	0
资产减值损失	2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	267	117	207	373	670
营业利润	202	32	319	465	1050
营业外收入	5	9			
营业外支出	1	10			
利润总额	206	32	319	465	1050
所得税	78	25	80	116	263
净利润	129	7	239	349	788
少数股东损益	0	-4	0	0	0
归属母公司净利润	129	11	239.00	348.95	787.66
EBITDA	-43	-70	131	111	399
EPS (元)	0.15	0.01	0.18	0.27	0.60

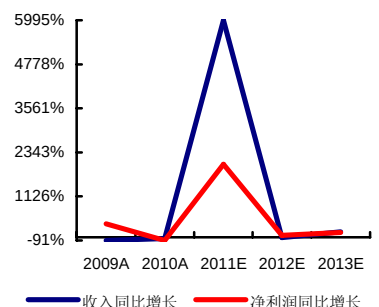
资产负债率趋势



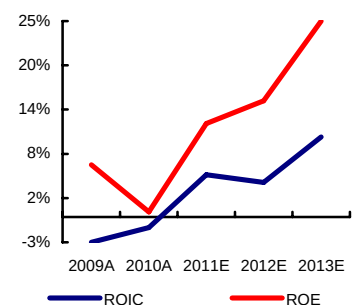
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

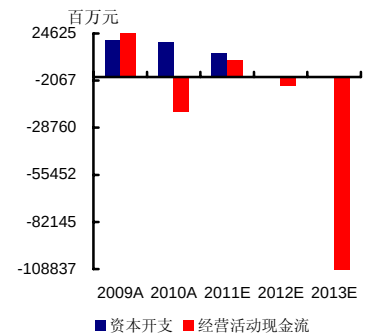
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	246	-196	92	-51	-1,088
净利润	129	7	239	349	788
折旧摊销	18	18	19	18	18
营运资金变动	362	-105	35	-31	-1,227
其它	-262	-117	-200	-388	-668
投资活动现金流	36	-173	75	373	670
资本支出	-209	-197	-132	0	0
投资变动	245	24	207	373	670
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	76	29	-13	19	2
银行借款	100	45	7	21	5
债券融资	-120	-40	-9	0	0
股权融资	80	25	0	0	0
其他	16	-1	-11	-2	-2
现金净增加额	359	-340	155	340	-416
期初现金余额	272	610	270	425	765
期末现金余额	630	270	425	765	349

主要财务比率

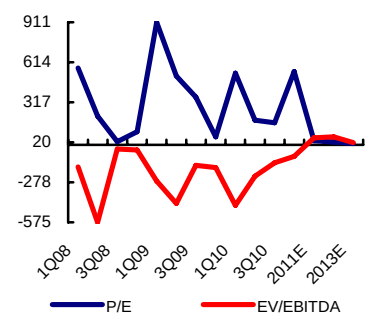
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-89.5%	-35.8%	5995.3%	-15.6%	143.4%
营业利润	1314.5%	-83.9%	881.2%	46.0%	125.7%
归属于母公司净利润	365.1%	-91.2%	2011.3%	46.0%	125.7%
获利能力					
毛利率	29.8%	26.6%	71.7%	72.3%	73.4%
净利率	889.3%	78.3%	42.2%	73.0%	67.7%
ROE	6.7%	0.6%	12.0%	15.0%	25.2%
ROIC	-3.3%	-1.4%	5.4%	4.4%	10.3%
偿债能力					
资产负债率	34.0%	37.3%	31.0%	27.5%	27.2%
净负债比率	-29.5%	-12.5%	-18.6%	-29.4%	-8.6%
流动比率	1.80	1.56	1.79	2.17	2.58
速动比率	1.14	0.66	0.78	1.10	0.49
营运能力					
总资产周转率	0.01	0.00	0.20	0.15	0.31
应收账款周转率	26.61	14.13	365.00	730.00	730.00
存货周转率	0.02	0.01	0.52	0.49	0.81
每股指标 (元)					
每股收益	0.15	0.01	0.183	0.268	0.604
每股经营现金流	0.28	-0.15	0.07	-0.04	-0.83
每股净资产	2.21	1.35	1.52	1.79	2.39
估值比率					
P/E	60.7	544.7	30.87	21.14	9.37
P/B	4.1	3.5	3.72	3.16	2.36
EV/EBITDA	-168.1	-84.5	53.66	60.48	17.82

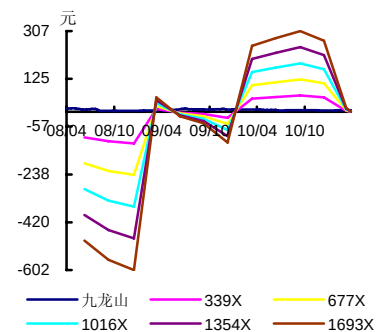
资本支出与经营活动现金流



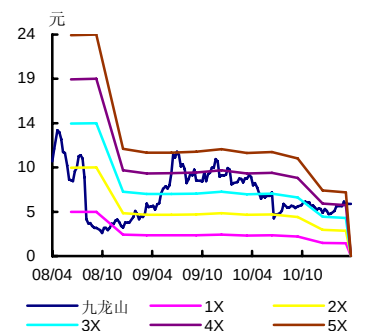
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发酒店旅游传媒行业研究小组

周户，分析师，南开大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2010 年加入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

九龙山(600555.sh)_公司跟踪研究报告	周户	2011-03-17
九龙山(600555.sh)_公司跟踪研究报告	周户	2010-10-22
九龙山(600555.sh)_中报点评	周户	2010-08-04

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。