

九龙山(600555.sh)

价值发现

周户 分析师

电话: 010-59136699

eMail: zh5@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010007

海航置业成为公司第一大股东

海航置业通过现金收购的方式, 合计持有上市公司 29.9% 的股份, 成为上市公司控股股东。

海航入主带动九龙山土地价值重估, RNAV 为 6.96 元

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。九龙山度假区可供房产开发面积为 6506 亩, 其中, 2563 亩, 公司已拿到土地证。依据我们的测算, 若已拿到土地证的 2563 亩土地按照股权转让的方式出让, 其重估每股净资产为 5.49 至 6.96 元。

2012 年房产项目进入快速结算期

由于董事会及监事会成员改选, 需要等到股权过户变更登记手续完成后 1 年内, 因此, 2011 年改选董事会的可能性较小。预计 10、11、12 年公司房地产项目结算收入分别为 4.57、3.33 和 10.28 亿元, 毛利率在 70% 以上。

海航置业入主将为公司带来持续的资产注入

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。仅海航置业旗下资产可使公司业务扩展到北京、广州、云南、东北等。同时, 海航集团还拥有海航旅业控股集团, 其负责整个海航集团旅游产业链的资源整合和业务拓展。因此, 海航置业入主将为公司带来持续的资产注入。

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 2010 至 2012 年公司净利润约 1.68、5.12 和 6.02 亿元, 对应 EPS 分别为 0.13、0.39 和 0.46 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)	138.06	14.48	466.44	382.53	1165.81
增长率(%)	-81.44%	-89.51%	3120.84%	-17.99%	204.76%
EBITDA(百万元)	68.14	225.21	119.27	96.83	400.55
净利润(百万元)	27.72	128.93	168.00	512.02	602.22
增长率(%)	-121.91%	365.09%	30.30%	204.77%	17.62%
每股收益(元)	0.032	0.148	0.129	0.393	0.462
市盈率	97.18	60.71	45.23	14.84	12.62
市净率	1.40	4.08	3.66	2.93	2.38
BV/EBITDA	36.47	32.27	61.40	64.86	14.94

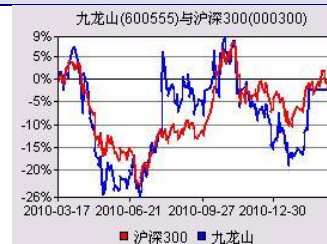
数据来源: 上海九龙山股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	5.39
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	0.00%	4.26%	-2.24%
沪深 300	0.07%	0.70%	-0.79%

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	

海航置业成为公司第一大股东

2011年3月17日，公司公告称，平湖九龙山海湾度假城休闲城服务有限公司以每股4.70元价格出让其持有的上市公司22.74%股份（数量为296,420,000股），总价为13.93亿元，其中海航置业控股（集团）有限公司受让13.77%的股份，上海海航大新华置业有限公司受让8.97%的股份。同时，Resort Property International Ltd.以每股0.45美元的价格将其持有的上市公司的B股7.16%的股份（数量为93,355,175股），总价为4200.98万美元，转让给香港海航置业控股（集团）有限公司。至此，海航置业通过现金收购的方式，合计持有上市公司29.9%的股份，成为上市公司控股股东。

海航入主带动九龙山土地价值重估，RNAV为6.96元

海航置业是海航集团旗下八大产业板块之一，是集旅游景区开发经营管理以及酒店运营管理为一体的大型企业集团。资产规模超过390亿元，土地开发面积达到1000万平方米。因此，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。九龙山度假区总占地面积约1.5万亩，其中6506亩可用于房产开发。在可用于房产开发的土地中，公司已拿到土地证的面积为2563亩。依据我们的测算，若6506亩土地全部出让，土地的重估每股净资产约4.95至5.84元；若已拿到土地证的2563亩土地按照股权转让的方式出让，其重估每股净资产为5.49至6.96元。其中的土地出让价格为300-400万元/亩，而度假区以外的住宅用地出让价格都在400万元以上。因此，公司土地价值优异。

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

表 2：九龙山土地储备的重估每股净资产

土地出让形式	土地出让面积	元/亩，元/股				
		土地出让价格				
---	---	300.00	350.00	400	450.00	500.00
土地出让	6506	4.95	5.39	5.84	6.28	6.72
股权转让	2563	5.49	6.23	6.96	7.70	8.44

数据来源：广发证券发展研究中心

2012年房产项目将进入快速结算期

由于董事会及监事会成员改选，需要等到股权过户变更登记手续完成后1年内，因

此，2011年改选董事会的可能性较小。同时，考虑到2块土地已经签署出让协议，因此，假设计划出让的5组土地中剩余的3组不进行出让，那么2011和2012年土地出让可分别为公司贡献净利润约5.44和5.23亿元。同时考虑到二期项目开发进度的延后以及圣马可公寓加大持有经营的比例，我们调低了项目结算的进度。预计10、11、12年公司房地产项目将分别结算2.29、1.6和4.65万平方米，结算收入分别为4.57、3.33和10.28亿元，毛利率在70%以上。2012年房产项目进入快速结算期。

表 3：九龙山二期项目介绍

%，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：广发证券发展研究中心

表 4：九龙山出售物业结算进度预测

%，万平方米，亿元

		2010E				2011E			2012E		
	权益	建筑 面积	结算面 积	结算 收入	结算 成本	结算 面积	结算 收入	结算 成本	结算 面积	结算 收入	结算成本
一期											
独栋别墅	100	1.90	0.48	1.28	0.26	0.32	0.95	0.19	0.48	1.43	0.29
联排别墅	100	1.97	0.67	1.68	0.50	0.52	1.16	0.35	0.78	1.94	0.58
酒店式公寓	100	1.90	1.14	1.60	0.56	0.76	1.21	0.43	---	---	---
二期											
海角城堡	80	16.63	---	---	---	---	---	---	1.00	2.29	0.42
海洋花园	55	11.10	---	---	---	---	---	---	2.40	4.62	1.48
海洋乐园	100	70.00	---	---	---	---	---	---	---	---	---
合计		103.5	2.29	4.57	1.32	1.60	3.33	0.96	4.65	10.3	2.77

数据来源：广发证券发展研究中心

海航置业入主将为公司带来持续的资产注入

从长远来看，海航置业的入主将带动公司的外延扩张或资产重组。海航置业的主要产品类型包括商业地产、旅游地产、工业物流地产、住宅地产。其中酒店等持有型物业将依靠绿景地产上市，而住宅开发则试图通过ST筑信。同时，依据收购规划，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。然而，仅从海航

置业旗下的旅游综合开发项目来看，未来公司业务可扩展到北京、广州、云南、东北等。同时，海航集团还拥有海航旅业控股集团，其负责整个海航集团旅游产业链的资源整合和业务拓展。因此，**海航置业的入主将为公司带来持续的资产注入。**

表 5：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 6：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
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2010至2012年九龙山主营业务收入分别为4.66、3.83和11.66亿元，实现净利润约1.68、5.12和6.02亿元，对应EPS分别为0.13、0.39和0.46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。

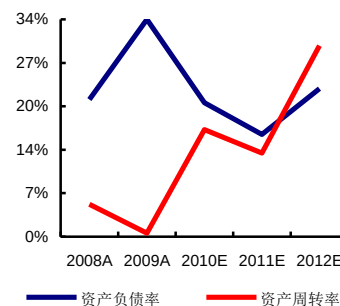
资产负债表单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	1,311	1,701	1,454	2,020	3,376
货币资金	272	610	276	1,319	1,614
应收及预付	603	485	465	276	305
存货	436	606	713	425	1,457
其他流动资产	1	0	0	0	0
非流动资产	1,149	1,223	1,185	1,191	1,203
长期股权投资	381	47	52	57	57
固定资产	77	79	75	85	105
在建工程	245	463	533	533	533
无形资产	445	458	449	440	431
其他长期资产	0	177	77	77	77
资产总计	2,460	2,924	2,639	3,212	4,578
流动负债	528	947	537	515	1,062
短期借款	60	40	0	0	0
应付及预收	442	875	537	515	1,062
其他流动负债	27	32	0	0	0
非流动负债	0	48	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	0	48	17	0	0
负债合计	528	995	554	515	1,062
股本	869	869	1,304	1,304	1,304
资本公积	1,187	1,053	618	618	618
留存收益	-140	-11	157	669	1,271
归属母公司股东权益	1,929	1,923	2,079	2,591	3,193
少数股东权益	3	6	6	106	323
负债和股东权益	2,460	2,924	2,639	3,212	4,578

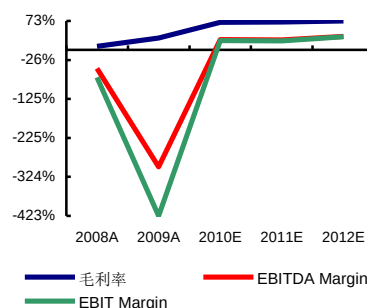
利润表单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	138	14	466	383	1166
营业成本	126	10	140	112	311
营业税金及附加	2	3	114	85	278
销售费用	23	10	21	19	58
管理费用	84	53	81	78	127
财务费用	6	1	-1	-2	-4
资产减值损失	-4	2	0	0	0
公允价值变动收益	13	0	0	0	0
投资净收益	70	267	112	544	523
营业利润	-17	202	224	634	918
营业外收入	48	5	1	0	0
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	30	206	224	634	918
所得税	6	78	56	23	99
净利润	25	129	168	612	819
少数股东损益	-3	0	0	100	217
归属母公司净利润	28	129	168	512	602
EBITDA	-66	-43	119	97	401
EPS (元)	0.03	0.15	0.13	0.39	0.46

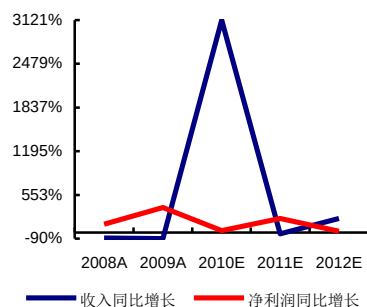
资产负债率趋势



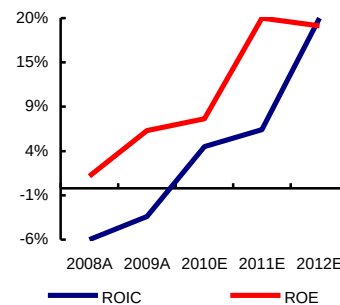
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



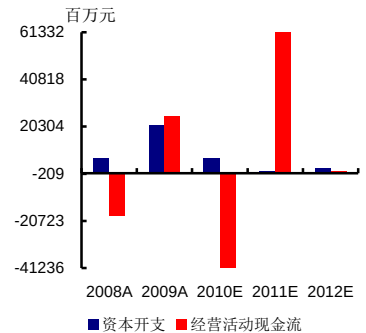
现金流量表单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-186	246	-412	514	-208
净利润	25	129	168	612	819
折旧摊销	32	18	9	9	9
营运资金变动	-144	362	-455	454	-513
其它	-98	-262	-135	-561	-523
投资活动现金流	73	36	141	529	503
资本支出	-66	-209	-66	-10	-20
投资变动	142	245	207	539	523
其他	-3	0	0	0	0
筹资活动现金流	29	76	-63	0	0
银行借款	130	100	-40	0	0
债券融资	-137	-120	-11	0	0
股权融资	22	80	0	0	0
其他	14	16	-12	0	0
现金净增加额	-85	359	-334	1,043	295
期初现金余额	376	272	610	276	1,319
期末现金余额	292	630	276	1,319	1,614

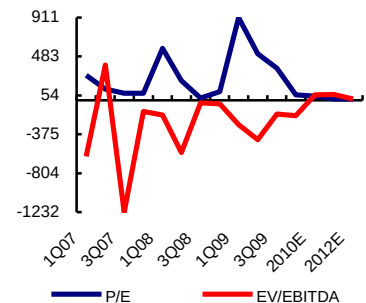
主要财务比率单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	-81.4%	-89.5%	3120.8%	-18.0%	204.8%
营业利润	87.5%	1314.5%	10.5%	183.7%	44.8%
归属于母公司净利润	121.9%	365.1%	30.3%	204.8%	17.6%
获利能力					
毛利率	9.0%	29.8%	69.9%	70.8%	73.3%
净利率	17.9%	889.3%	36.0%	159.9%	70.3%
ROE	1.4%	6.7%	8.1%	19.8%	18.9%
ROIC	-5.9%	-3.3%	4.9%	6.8%	19.8%
偿债能力					
资产负债率	21.5%	34.0%	21.0%	16.0%	23.2%
净负债比率	-11.0%	-29.5%	-13.2%	-48.9%	-45.9%
流动比率	2.48	1.80	2.71	3.92	3.18
速动比率	1.59	1.14	1.35	3.07	1.76
营运能力					
总资产周转率	0.05	0.01	0.17	0.13	0.30
应收账款周转率	33.43	26.61	456.25	456.25	456.25
存货周转率	0.42	0.02	0.66	0.91	0.81
每股指标 (元)					
每股收益	0.03	0.15	0.13	0.39	0.46
每股经营现金流	-0.21	0.28	-0.32	0.39	-0.16
每股净资产	2.22	2.21	1.59	1.99	2.45
估值比率					
P/E	97.2	60.7	45.2	14.8	12.6
P/B	1.4	4.1	3.7	2.9	2.4
EV/EBITDA	-37.8	-168.1	61.4	64.9	14.9

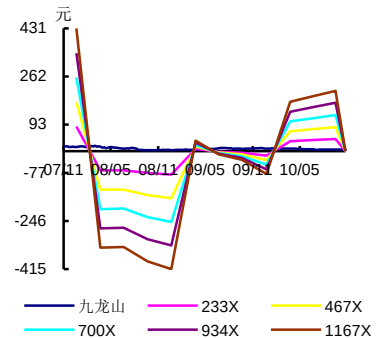
资本支出与经营活动现金流



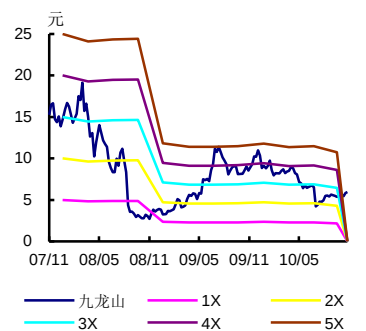
相对估值



PEBAND



PBBAND



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	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。