

桂林旅游(000978)

增发预期和恢复性增长支撑股价

——公司 08 年年报点评

陈锡伟

021-38676385

chenxiwei@gtjas.com

- 本报告导读：**
- 08年呈现业绩低点
 - 09年将继续增发，维持增持评级

投资要点：

- 08 年业绩下降 56.4%。**08 年公司实现营业收入 2.02 亿元，同比下降 38.9%；实现净利润 2315 万元，同比下降 56.4%。全年 EPS 为 0.13 元。每股分红 0.3 元（含税）。
- 净利润下降的原因：**1) 各景区游客数下降，我们测算景区业务（不含漓江游船）权益利润为 3100 万元，同比减少 900 万元；2) 漓江游船 08 年毛利润为 4931 万元，同比下降 24.7%，我们估计权益净利润减少 800-1000 万元；3) 公开增发费用 611 万元；4) 08 年执行新的劳动合同法，员工成本增加 555 万元。
- 银子岩、象山公园下降幅度较小。**从公司各景区来看，银子岩、象山公园的游客量分别同比下降 4.9%、6.6%，显示了优质景点的相对抗跌性。下降幅度较大的景区包括龙胜温泉、丰鱼岩，游客量分别下降 25%和 31%，前者是受到了修路的影响，而后者地理位置较偏。
- 对外投资增加、财务费用增加。**08 年财务费用为 1975 万元，同比增长 20.4%，银行借款由 07 年末的 2.72 亿元增加至 08 年末的 3.64 亿元。08 年投资现金流为-7300 万元（07 年为-3128 万元），主要支出包括预付漓江大瀑布及两江四湖收购款共 3400 万元等。
- 09 年仍将继续完成增发。**08 年由于市场低迷，公司最终放弃了增发，但由于增发收购项目（如漓江大瀑布和两江四湖）已经委托公司经营并支付了预付款，而且公司自有资金不足以完成收购，因此公司会在 09 年会加快完成增发以获得完全收购。
- 维持增持评级。**若不考虑增发，预计 09-10 年 EPS 为 0.23、0.27 元，若考虑增发（假设增发 7000 万股），预测 09-10 年 EPS 分别为 0.38 元、0.45 元，目前对应 09 年 PE25 倍（假定完成增发），考虑到收购的资产优良、丰富的项目储备以及公司较强的项目运作能力，维持增持建议。

财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	331	202	622	662	703
(+/-)%	15%	-39%	208%	6%	6%
经营利润（EBIT）	61	23	119	128	138
(+/-)%	4%	-63%	422%	8%	7%
净利润	53	23	94	110	119
(+/-)%	20%	-56%	305%	17%	8%
每股净收益（元）	0.30	0.13	0.38	0.45	0.48
每股股利（元）	-	0.30	0.04	0.04	0.14

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率（%）	18.5%	11.3%	19.1%	19.4%	19.6%
净资产收益率（%）	11.3%	4.7%	7.3%	8.0%	8.2%
投入资本回报率（%）	10.9%	3.0%	10.2%	9.3%	9.9%
EV/EBITDA	19.6	34.6	12.1	10.3	9.3
市盈率	32.1	73.5	25.3	21.6	19.9
股息率（%）	0.0%	3.1%	0.4%	0.5%	1.5%

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	¥11.00
上次预测：	¥8.00
当前价格：	¥9.62
	2009.03.23

交易数据

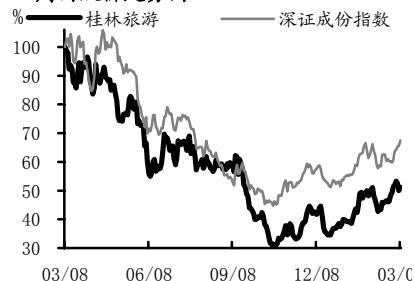
52 周内股价区间（元）	5.50 ~ 19.50
总市值（百万元）	1,703
总股本/流通 A 股（百万股）	177/93
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.53
日均成交量（百万股）	2.2
日均成交值（百万元）	21.9

资产负债表摘要（12/08）

股东权益（百万元）	495.25
每股净资产	2.80
市净率	3.4
净负债率	54.1%

EPS（元）	2008A	2009E
Q1	-0.04	0.03
Q2	0.12	0.14
Q3	0.05	0.13
Q4	0.00	0.08
全年	0.13	0.38

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	6.3	37.8	-48.8
相对指数	0.6	8.0	-16.7

相关报告

第三季度业绩低于预期，看点在于增发
(08.10.30)

模型更新时间: 2009.03.23

股票研究

社会服务业
旅游业

桂林旅游(000978)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **¥11.00**

上次预测: ¥8.00

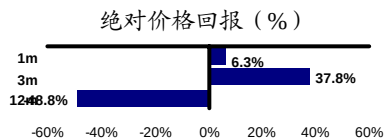
当前价格: **¥9.62**

公司网址:

www.guilintravel.com

公司简介

公司主营业务为漓江游船客运、银子岩等景区运营。



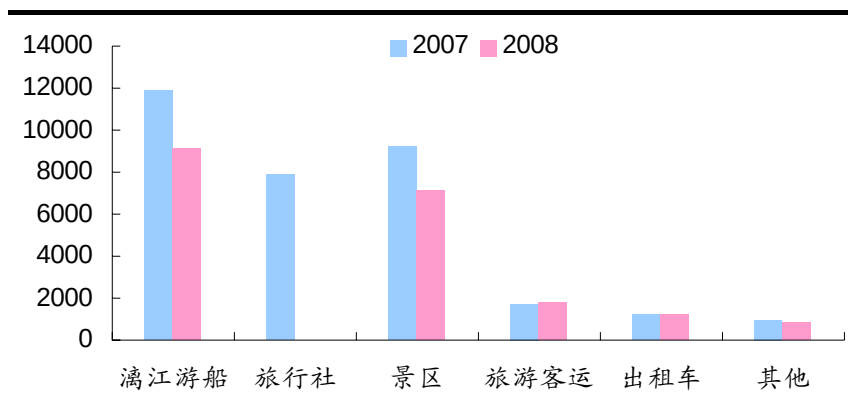
52 周价格范围 5.50~19.50
市值 (百万) 1,703

财务预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
损益表								
营业收入	331	202	622	662	703	550	598	652
营业成本	202	108	328	347	367	266	290	316
税金及附加	14	11	33	35	37	29	31	34
营业费用	5	5	19	20	21	16	18	20
管理费用	49	57	124	132	141	110	120	130
EBIT	61	23	119	128	138	129	140	152
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	19	24	19	21	22	24	25	27
财务费用	16	20	22	13	13	13	13	13
营业利润	63	27	115	136	147	139	152	166
所得税	10	5	20	23	25	24	26	28
少数股东损益	2	0	2	2	3	3	3	3
净利润	53	23	94	110	119	112	123	134
资产负债表								
货币资金、交易性金融	93	96	357	283	352	306	333	360
其他流动资产	72	115	138	147	156	122	133	145
长期投资	194	193	198	203	209	216	223	231
固定资产合计	379	439	778	948	960	1,104	1,158	1,217
无形及其他资产	83	121	115	110	105	100	95	91
资产合计	835	979	1,600	1,705	1,796	1,861	1,955	2,058
流动负债	251	235	69	74	78	62	67	72
长期负债	82	183	183	183	183	183	183	183
股东权益	470	495	1,280	1,379	1,462	1,541	1,627	1,721
投入资本(IC)	476	626	970	1,140	1,152	1,273	1,328	1,389
现金流量表								
NOPLAT	52	19	99	107	114	107	116	126
折旧与摊销	33	30	33	50	60	63	73	79
流动资金增量	(38)	(51)	(12)	(5)	(5)	18	(6)	(6)
资本支出	(36)	(129)	(366)	(215)	(67)	(203)	(122)	(134)
自由现金流	11	(131)	(246)	(63)	102	(14)	62	65
经营现金流	75	40	120	150	168	187	182	197
投资现金流	(31)	(73)	(352)	(199)	(51)	(186)	(104)	(116)
融资现金流	(31)	35	492	(24)	(49)	(47)	(50)	(53)
现金流净增加额	13	3	261	(73)	68	(46)	27	28
财务指标								
成长性								
收入增长率	14.6%	-38.9%	207.7%	6.4%	6.1%	-21.8%	8.9%	9.0%
EBIT 增长率	3.9%	-62.7%	421.5%	7.8%	7.3%	-6.6%	8.7%	8.8%
净利润增长率	20.0%	-56.4%	305.1%	17.5%	8.2%	-5.7%	9.5%	9.2%
利润率								
毛利率	38.9%	46.8%	47.4%	47.6%	47.8%	51.7%	51.6%	51.6%
EBIT 率	18.5%	11.3%	19.1%	19.4%	19.6%	23.4%	23.4%	23.4%
净利润率	16.0%	11.4%	15.1%	16.6%	17.0%	20.4%	20.5%	20.6%
收益率								
净资产收益率(ROE)	11.3%	4.7%	7.3%	8.0%	8.2%	7.3%	7.6%	7.8%
总资产收益率(ROA)	6.4%	2.4%	5.9%	6.5%	6.6%	6.0%	6.3%	6.5%
投入资本回报率	10.9%	3.0%	10.2%	9.3%	9.9%	8.4%	8.7%	9.1%
运营能力								
存货周转天数	6	10	4	4	4	5	4	4
应收账款周转天数	46.2	76.8	29.2	30.8	30.9	36.2	30.5	30.5
总资产周转率	916.50	1,635.7	755.88	910.58	909.11	1,214.1	1,163.8	1,123.0
净利润现金含量	1.42	1.74	1.28	1.36	1.41	1.66	1.48	1.47
资本支出/收入	11%	64%	59%	32%	10%	37%	20%	21%
偿债能力								
资产负债率	39.9%	42.7%	15.8%	15.0%	14.5%	13.2%	12.8%	12.4%
净负债率	38.0%	54.1%	-13.2%	-6.9%	-11.2%	-7.6%	-8.9%	-10.0%
估值比率								
PE	32.1	73.5	25.3	21.6	19.9	21.1	19.3	17.7
PB	3.6	3.4	1.9	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	19.6	34.6	12.1	10.3	9.3	9.6	8.6	8.0
P/S	5.14	8.42	2.74	2.57	2.42	3.10	2.85	2.61
股息率	0.0%	3.1%	0.4%	0.5%	1.5%	1.4%	1.6%	1.7%

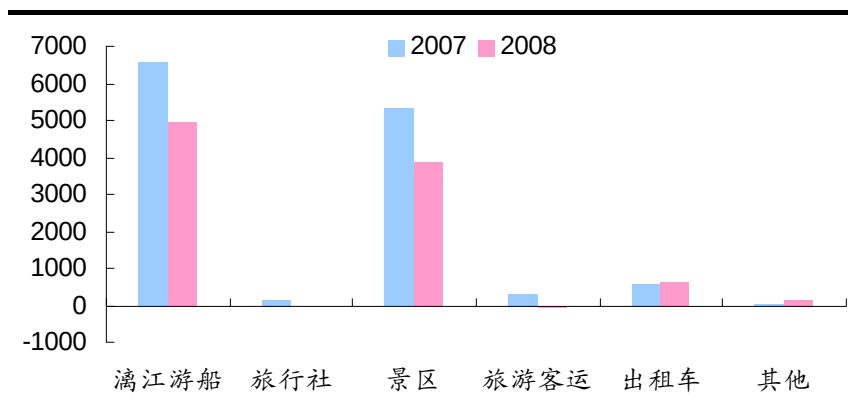
- **08 年业绩下降 56.4%。**08 年公司实现营业收入 2.02 亿元，同比下降 38.9%；实现营业利润 2672 万元，同比下降 57.9%；实现净利润 2315 万元，同比下降 56.4%。全年 EPS 为 0.13 元。每股分红 0.3 元（含税）。
- **收入下降主要是由于：**1）受自然灾害、金融危机影响，公司各景区接待游客数同比下降 11.73%，漓江游船接待量同比减少 26.8%，两项营业收入较 07 年减少约 4000 万元；2）08 年 2 月转让了中国国旅（桂林）旅行社 100% 股权，使得营业收入比 07 年减少了 7831 万元；3）07 年 8 月转让了龙脊公司部分股权导致自 07 年 9 月起不再并表，比 07 年减少营业收入 923 万元。
- **净利润下降的原因：**1）各景区游客数下降，我们测算景区业务（不含漓江游船）权益利润为 3100 万元，同比减少 900 万元；2）漓江游船 08 年毛利润为 4931 万元，同比下降 24.7%，我们估计权益净利润减少 800-1000 万元；3）公开增发费用 611 万元；4）08 年执行新的劳动合同法，员工成本增加 555 万元。
- **银子岩、象山公园下降幅度较小。**从公司各景区来看，银子岩、象山公园的游客量分别同比下降 4.9%、6.6%，银子岩权益净利润分别为 1957 万元，同比增长 0.3%；象山公园权益净利润为 553 万元，同比下降 7.5%；显示了优质景点的相对抗跌性，银子岩是阳朔地区最著名的景点，而象山公园里的象鼻山是桂林的标志。下降幅度较大的景区包括龙胜温泉、丰鱼岩，游客量分别下降 25%和 31%，权益净利润分别为 1 万元、-82 万元，分别同比下降 99%、382%，前者是受到了修路的影响，而后者地理位置较偏。
- **旅游汽车业务亏损较大。**08 年旅游汽车运输子公司净利润为-383 万元，而 07 年亏损 6 万元，主要是因为：1）游客接待量同比下降 23.7%；2）08 年平均油价高于 07 年；3）08 年购置了客车 900 万元，增加了折旧摊销费用。
- **对外投资增加、财务费用增加。**08 年财务费用为 1975 万元，同比增长 20.4%，一方面是由于借款增加，由 07 年末的 2.72 亿元增加至 08 年末的 3.64 亿元，资产负债率同比增加 2.8 个百分点至 42.7%；另一方是由于利率的增加。08 年投资现金流为-7300 万元（07 年为-3128 万元），主要支出是 1）投资 1200 万元收购福满园温泉度假山庄 51%股权；2）投资 1942 万元开发天门山景区；3）预付漓江大瀑布及两江四湖收购款共 3400 万元。
- **09 年仍将继续完成增发。**08 年由于市场低迷，公司最终放弃了增发，但由于增发收购项目（如漓江大瀑布和两江四湖）已经委托公司经营并支付了预付款，而且公司自有资金不足以完成收购，因此公司会在 09 年加快完成增发以获得完全收购。
- **维持增持评级。**09 年公司业绩的增长点来自各景区的恢复性增长以及福满园温泉度假山庄的开业，若不考虑增发，预计 09-10 年 EPS 为 0.23、0.27 元，若考虑增发（假设增发 7000 万股），我们预测 09-10 年 EPS 分别为 0.38 元、0.45 元，目前对应 09 年 PE25 倍（假定完成增发），考虑到收购的资产优良、丰富的项目储备以及公司较强的项目运作能力，我们维持增持建议。

图表 1: 公司细分业务收入。(单位: 万元)



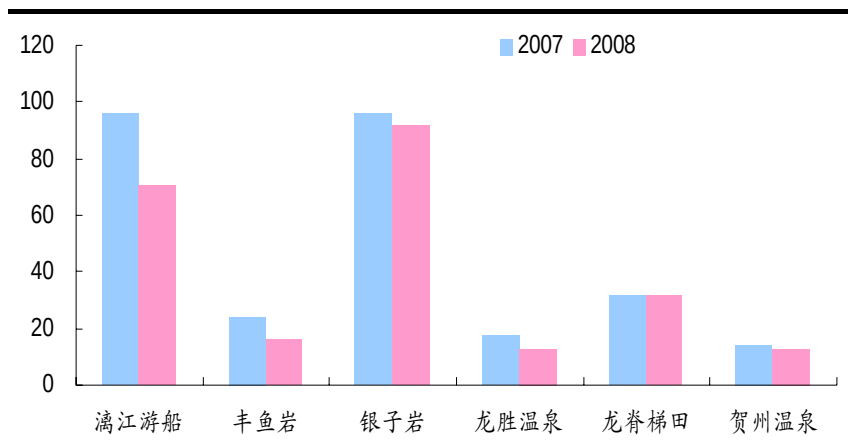
数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究所

图表 2: 公司细分业务毛利润。(单位: 万元)



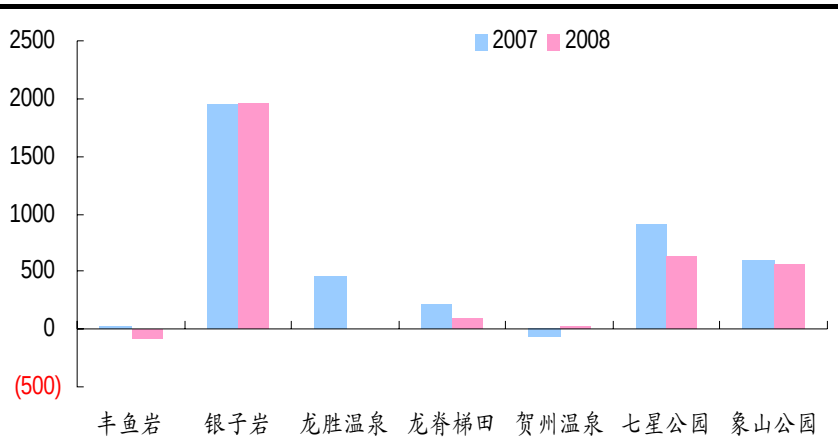
数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究所

图表 3: 2008 年公司各景点游客数同期对比。(单位: 万人次)



数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究所

图表 4：2008 年公司各景点权益净利润同期对比。（单位：万元）



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究所

图表 5：假设增发后 EPS 测算。

净利润	2008	2009
目前资产（万元）	2315	4071
两江四湖（万元）		1000
漓江瀑布大酒店（万元）		550
福隆园房地产项目（万元）		3800
合计	2315	9421
股本（万股）	17700	17700
增发新增股本（万股）		7000
增发后股本（万股）		24700
基本 EPS（元）	0.13	0.38

注：假设增发 7000 万股。

数据来源：公司财报、国泰君安证券研究所

作者简介:

陈锡伟: 1998 - 2005 年分获复旦大学经济学系学士、硕士, 2005 年 8 月进入国泰君安研究所, 任旅游酒店、传媒行业研究员, 2005 年获 CPA 资格。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我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。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。

我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。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com