

自然景点

曾光

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

桂林旅游

000978

推荐

国内旅游市场强劲回升推动经营业绩改善

2009 年 1-3 月，公司实现营业收入 4105.05 万元，同比增长 5.52%；实现营业利润-218.18 万元，同比减亏 71.82%；实现归属于母公司所有者的净利润-206.35 万元，同比减亏 73.60%。基本每股收益-0.01 元。

投资要点：

6-12 个月目标价：12.50 元

当前股价：9.89 元

评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2405.35
总股本(百万)	177
流通股本(百万)	93
流通市值(亿)	9
EPS (TTM)	0.16
每股净资产 (元)	2.79
资产负债率	42.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
桂林旅游	4.68	46.93	37.88
上证综合指数	1.30	20.83	39.57



相关报告

《桂林旅游-强劲国内游势头为启动再融资工作提供契机》2009-4-8

《桂林旅游-09 年再融资工作重上征程 短期经营依旧面临不确定性》2009-3-24

《08 年业绩大幅下滑 预计资产收购 09 年将重上征程》2009-1-22

■ **游客接待量强劲回升推动营业收入和净利润同比实现增长。**09 年 1 季度，在入境游市场持续低靡的背景下，依赖国内旅游市场的强劲回升，公司游客接待量同比实现增长。其中，漓江游船客运业务接待量同比增长 25.16%，银子岩景区、丰鱼岩景区、贺州温泉景区接待量分别同比增长 26.37%、29.24%、32.79%。营业收入增速低于游客量增速的一个重要原因是旅行社业务 08 年 3 月 1 日起已全部转让。与此同时，公司成本费用控制相对良好。09 年一季度营业成本同比增长 1.01%，销售费用同比减少 4.79%，管理费用同比减少 20.33%。本期投资收益同比增加 165 万元主要是因为七星公园、象山公园投资收益同比增加 55 万元以及井冈山旅游投资收益同比减亏 78 万元。

■ **09 年旅游主业将逐渐向 07 年看齐。**09 年，游船业务将继续受益于“内转外”并仍存在提价预期。广贺高速的通车将给公司景区业务经营带来实质性利好。桂林北线交通条件的趋好以及公司北线旅游资源节点的日益丰富将使北线景区的盈利能力得到提升。从 09 年 1 季度的游客接待情况来看，公司游客接待量逐渐向 07 年的水平靠拢。

■ **再融资工作 09 年年中有望启动，乐观预期相关资产三季度末并表。**我们认为公司再融资工作仍具有一定的灵活空间，具体体现在：1、资产收购价格具有下行可能；2、桂林漓江大瀑布饭店 3.5 亿贷款短期可还可不还；3、银子岩景区改扩建工程可以利用自有资金。以 10 亿元融资需求为基准，我们预计公司增发数量为 1.1 亿股，增发价为 9 元。

■ **维持“推荐”投资评级。**在现有业务基础上，我们预测公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.25、0.35、0.44 元；若 09 年三季度末再融资工作顺利完成，09-11 年 EPS 分别显著增厚至 0.31、0.54、0.66 元，其中福隆园项目 09-11 年分别贡献了 0.14 元。考虑到公司中长期增长前景良好以及游船业务可能因提价带来的业绩超预期，我们给予其未来 6-12 个月目标价 12.5 元，维持“推荐”投资评级。

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	202	238	275	316
同比(%)	-39%	18%	15%	15%
归属母公司净利润(百万元)	23	44	62	78
同比(%)	-56%	88%	42%	26%
毛利率(%)	46.8%	48.6%	51.0%	50.3%
ROE(%)	4.7%	8.1%	10.3%	11.5%
每股收益(元)	0.13	0.25	0.35	0.44
P/E	75.61	40.20	28.38	22.48
P/B	3.53	3.25	2.92	2.58
EV/EBITDA	24	18	15	13

资料来源：中投证券研究所

表 1: 桂林旅游 09 年一季度各主要财务指标变化情况

指标 (单位: 百万元)	09Q1	08Q1	同比增加 (%)
营业总收入	41.05	38.90	5.52%
营业成本	26.82	26.55	1.01%
营业税金及附加	2.13	1.94	10.20%
销售费用	1.35	1.42	-4.79%
管理费用	8.81	11.06	-20.33%
财务费用	4.56	4.40	3.54%
资产减值损失	0.08	0.16	-47.36%
投资收益	0.52	-1.13	146.14%
营业利润	-2.18	-7.74	71.82%
营业外收入	0.34	0.32	4.65%
营业外支出	0.04	0.06	-35.62%
利润总额	-1.88	-7.48	74.83%
所得税费用	0.53	0.57	-7.34%
净利润	-2.41	-8.05	70.04%
少数股东损益	-0.35	-0.23	-50.04%
归属于母公司所有者的净利润	-2.06	-7.82	73.60%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

关键假设:

目前桂林通往湖南、广东的高速公路已基本开通, 预计 09 年年底前将全线贯通, 未来自驾游将会变得更加踊跃; 黔桂铁路改造提速工程 (改造后贵阳至柳州比原线路缩短 119 公里) 于 2008 年 12 月底已全线开通; 桂林机场跑道改扩建 (可起降波音 747、A380 等大型客机) 工程、湘桂铁路复线、贵阳-桂林-广州高速铁路及公路等均已开工建设。

假设游船业务营业收入 09-11 年分别增长 18%、15%、12% (桂林交通改善带来的客流增加效应);

预计景区业务营业收入 09-11 年分别增长 20%、15%、18%;

道路运输业务 09-11 年平均每年增长 16%;

客运站场业务 09-11 年平均每年增长 30%;

暂不考虑公开增发;

天人谷项目短期内将不会有太工作;

公司现有所得税率保持不变 (优惠税率拥有 5 年过渡期)。

表 2: 桂林旅游 2009-2011 年营业收入预测

主营业务类别	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)				
漓江旅游客运	91.1	107.4	123.6	138.4
景区	71.9	86.2	99.2	117.0
道路运输	32.9	38.2	44.3	51.3

客运站场	3.0	3.9	5.1	6.6
其他	3.5	2.0	2.5	3.0
合计:	202.3	237.8	274.6	316.4
主营成本 (百万元)				
漓江旅游客运	41.7	48.9	55.8	62.3
景区	33.3	38.8	42.6	49.2
道路运输	26.5	29.8	33.2	38.5
客运站场	2.2	2.7	3.4	4.3
其他	3.9	2.1	2.6	3.2
合计:	107.6	122.3	137.7	157.4

资料来源: 中投证券研究所

表 3: 桂林旅游盈利预测

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	202	238	275	316
营业成本	108	122	135	157
营业税金及附加	11	11	13	15
销售费用	5	4	5	6
管理费用	57	50	56	60
财务费用	20	20	15	12
资产减值损失	0	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	24	22	24	28
营业利润	27	51	74	93
加: 营业外收入	1	0	0	0
减: 营业外支出	0	0	0	0
利润总额	27	51	74	93
所得税费用	5	8	11	14
净利润	23	44	63	79
减: 少数股东损益	-0	0	1	1
归属于母公司所有者的净利润	23	44	62	78
每股收益 (元)	0.13	0.25	0.35	0.44

资料来源: 中投证券研究所

以 10 亿元融资需求为基准 (银子岩改扩建工程依靠自有资金), 我们假设公司增发数量为 1.1 亿股, 增发价为 9 元, 乐观预期资产收购工作将在 09 年三季度末完毕。

表 4: 公开增发筹集资金项目利润贡献预测 (单位: 万元)

	09E		10E		11E	
	净利润	权益利润	净利润	权益利润	净利润	权益利润
桂林漓江大瀑布饭店	1500	400	3500	3500	4200	4200
两江四湖环城水系项目	4500	4100	5800	5800	7000	7000
合计	6000	4500	9300	9300	11200	11200

注释: 假设 09-11 年“两江四湖”项目的配套项目——福隆园项目将分别贡献权益利润 4000 万元

资料来源: 中投证券研究所

表 5: 公开增发收购增产后公司经营业绩明显增厚

	09E	10E	11E
目前净利润 (百万元)	44	62	78
合计净利润 (百万元)	89	155	190
目前总股本 (百万股)	177	177	177
合计总股本 (百万股)	287	287	287
目前 EPS (元)	0.25	0.35	0.44
合计 EPS (元)	0.31	0.54	0.66

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	211	247	330	410
现金	96	169	229	278
应收账款	45	41	49	62
其它应收款	10	9	12	13
预付账款	58	25	37	53
存货	3	2	3	4
其他	0	0	0	0
非流动资产	767	751	719	701
长期投资	193	203	197	198
固定资产	368	376	364	342
无形资产	95	96	101	113
其他	111	76	57	47
资产总计	979	998	1048	1111
流动负债	235	211	198	181
短期借款	176	120	120	100
应付账款	11	10	10	14
其他	47	80	68	67
非流动负债	183	183	183	183
长期借款	183	183	183	183
其他	0	0	0	0
负债合计	418	394	381	364
少数股东权益	66	66	67	68
股本	177	177	177	177
资本公积	161	161	161	161
留存收益	157	201	262	340
归属母公司股东权益	495	539	600	678
负债和股东权益	979	998	1048	1111

现金流量表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	40	118	61	73
净利润	23	44	63	79
折旧摊销	30	32	33	34
财务费用	20	20	15	12
投资损失	-24	-22	-24	-28
营运资金变动	-9	48	-28	-25
其它	1	-4	1	1
投资活动现金流	-73	6	22	11
资本支出	47	0	0	0
长期投资	-31	10	-6	1
其他	-56	16	16	12
筹资活动现金流	35	-51	-23	-36
短期借款	20	-56	0	-20
长期借款	101	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	2	0	0	0
其他	-87	5	-23	-16
现金净增加额	3	73	60	48

利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	202	238	275	316
营业成本	108	122	135	157
营业税金及附加	11	11	13	15
营业费用	5	4	5	6
管理费用	57	50	56	60
财务费用	20	20	15	12
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	24	22	24	28
营业利润	27	51	74	93
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	27	51	74	93
所得税	5	8	11	14
净利润	23	44	63	79
少数股东损益	-0	0	1	1
归属母公司净利润	23	44	62	78
EBITDA	77	103	123	140
EPS (元)	0.13	0.25	0.35	0.44

主要财务比率				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	-38.9%	17.5%	15.5%	15.2%
营业利润	-57.9%	91.7%	44.2%	26.2%
归属于母公司净利润	-56.4%	88.1%	41.6%	26.2%
获利能力				
毛利率	46.8%	48.6%	51.0%	50.3%
净利率	11.4%	18.3%	22.5%	24.6%
ROE	4.7%	8.1%	10.3%	11.5%
ROIC	6.3%	11.2%	14.0%	16.3%
偿债能力				
资产负债率	42.7%	39.4%	36.3%	32.8%
净负债比率	87.15	84.68%	85.61	83.04%
流动比率	0.90	1.17	1.66	2.26
速动比率	0.89	1.16	1.65	2.24
营运能力				
总资产周转率	0.22	0.24	0.27	0.29
应收账款周转率	4	5	6	6
应付账款周转率	11.41	11.35	13.20	13.12
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.25	0.35	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.66	0.35	0.41
每股净资产(最新摊薄)	2.80	3.04	3.39	3.83
估值比率				
P/E	75.61	40.20	28.38	22.48
P/B	3.53	3.25	2.92	2.58
EV/EBITDA	24	18	15	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

曾光: 中投证券研究所旅游行业研究员, 浙江大学经济学硕士, 2006 年加盟中投证券研究所。2008 年《新财富》社会服务业第五名。

主要研究覆盖公司: 中青旅、首旅股份、黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、锦江股份、华天酒店、西藏旅游、三特索道、全聚德。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434