

苏平 86-755-82943252
 suping@cmschina.com.cn
 林周勇 86-755-82943201
 linzy@cmschina.com.cn

2009年7月6日

桂林旅游(000978.SZ)/10.07元

收购提升资源掌控能力

投资评级: **审慎推荐-A**

评级调整: 上调

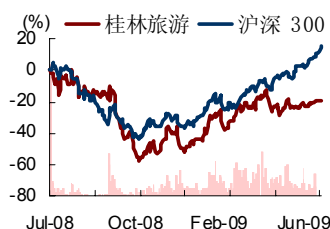
目标估值:

基础数据

总股本(万股)	17700
流通股本(万股)	9346
总市值(亿元)	18
流通市值(亿元)	9
52周股价	5.6-12.8元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	62	-2
相对表现	-9	-21	-22



相关报告

- 1、《桂林旅游-突发事件影响显著，资产收购对当期业绩推动减弱》080827
- 2、《桂林旅游-积极掌控资源，提升旅游产品》080312
- 3、《桂林旅游-致力产品升级，长期发展前景乐观》080229
- 4、《桂林旅游-大规模资产收购提升公司长期价值》071128
- 5、《桂林旅游-“扩张+创新”成就未来的景区龙头》060623
- 6、《桂林旅游-价值低估的景区孵化器公司》050607

公司拟定向增发不超过1亿股，价格8.75元，用于收购大瀑布饭店、两江四湖等。收购后，在乐观、中性、悲观三种情形下，我们预计09EPS分别为0.34、0.27、0.19元，增厚09EPS是大概率事件（不收购，我们预计09EPS为0.18元）。收购后，公司在桂林的资源掌控能力提升，且优质资源储备丰富，未来业绩提升空间较大，我们调高投资评级至“审慎推荐-A”。

事件

- 桂林旅游拟定向增发，收购漓江大瀑布饭店、两江四湖，以及银子岩扩建等。具体增发情况如下：

表 1: 增发的具体情况

增发价格	不低于 8.75 元/股
发行数量	不超过 1 亿股
发行对象	不超过十家特定对象
对象范围	基金公司、证券公司、保险机构、财务公司、资产管理公司、信托投资公司、QFII、其他机构投资者、自然人
用途	1、收购“两江四湖”及福隆园地产项目（两江四湖的配套项目）； 2、收购漓江大瀑布饭店； 3、部分偿还漓江大瀑布饭店的长期借款（长期借款共 3.5 亿元）； 4、约 5000 万用于银子岩扩建。
收购价格	尚未确定，等审计及资产评估结果出来，再做补充披露。

资料来源：公司公告。

点评

- **核心观点: 增发将增厚 09EPS，公司资源整合能力也将提升，未来业绩增长空间大。**由于地产行情的回暖，预计所收购的福隆园项目 09 年可带来较多的利润，从而增厚 09 年 EPS。在乐观、中性、悲观三种情形下，我们预计 09 EPS 分别为 0.34、0.27、0.19 元，增厚 09EPS 是大概率事件（不考虑收购，我们预计 09EPS 为 0.18 元）。虽然 09PE 已达 30 倍以上（在三种情形下，分别对应 PE 为 30、38、54 倍），但收购后公司在桂林的资源掌控能力提升，且优质资源储备丰富，未来业绩提升空间较大，我们调高投资评级至“审慎推荐-A”。
- **预计收购大瀑布饭店、两江四湖约 1.4 亿、6.4 亿，偿还大瀑布饭店长期借款 1 亿。**由于资产评估结果尚未出来，确切收购价格尚不得而知，但参照之前的收购价格（我们预计与上次差异不大，见表 2），我们估算：收购大瀑布饭店、两江四湖约 1.4 亿、6.4 亿，偿还大瀑布饭店长期借款 1 亿。具体如表 3 所示：

表 2: 上次 (07 年 11 月 28 日) 收购价格

项目名称	收购价格
(1) 按评估净值向控股股东收购漓江大瀑布饭店 100% 权益	1.37 亿元
(2) 向环城水系公司整体收购桂林市“两江四湖”环城水系项目	6.38 亿元
① 按评估净值收购环城水系公司的整体经营性资产。	5.47 亿元
② 支付环城水系公司为福隆园房地产项目已发生的实际费用 9147 万元, 承接福隆园项目。	0.91 亿元

资料来源: 公司公告。注: 资产评估日为 07 年 6 月 30 日。

表 3: 按上次收购价格, 我们大致估计此次募集资金的使用分配情况

项目名称	收购价格/投入资金
实际募集资金	8.6 亿元
实际使用 (部分自有资金补充)	9.25 亿元
(1) 按评估净值向控股股东收购漓江大瀑布饭店 100% 权益	1.37 亿元
(2) 向环城水系公司整体收购桂林市“两江四湖”环城水系项目	6.38 亿元
① 按评估净值收购环城水系公司的整体经营性资产。	5.47 亿元
② 支付环城水系公司为福隆园房地产项目已发生的实际费用 9147 万元, 承接福隆园项目。	0.91 亿元
(3) 银子岩景区改扩建工程项目	0.5 亿元
(4) 偿还漓江大瀑布饭店长期贷款	1.0 亿元

资料来源: 公司公告。

- **乐观估计, 福隆园项目 09 年贡献净利润 3800 万, 增发有望增厚 09 年 EPS。**我们此前预测公司 09 年 EPS 0.18 元 (不考虑增发收购)。此次增发虽然大幅增加股本数量 (从 1.77 亿股增至 2.77 亿股), 但由于所收购资产中, 福隆园项目有望贡献利润 3800 万元, 从而增厚 09EPS。总体上看, 增发增厚 09EPS 是大概率事件。

福隆园项目属于地产一级开发项目, 按公司 08 年底估计, 09 年可交付土地面积约 154 亩, 由于与二级开发商已签订土地购买价格 (120 万/亩), 且二级开发商已预付资金 7300 万元; 乐观估计, 09 年 154 亩土地全部出售并确认收入, 将带来净利润 3800 万元, 谨慎估计, 按二级开发商预缴的 7300 万确认收入, 将贡献净利润 1426 万。

- **增发后, 预计 09EPS 约 0.27 元, 乐观情况下可达 0.34 元。**我们分三种情形预测, 乐观情形, 09 年净利润 9300 万元, EPS0.34 元; 中性情形, 净利润 7400 万元, EPS0.27 元; 悲观情形, 净利润 5100 万元, EPS0.19 元。我们认为 EPS0.27 元的概率大一些。

表 4: 公司 08 年底对 09 年所做的盈利预测

净利润	07 年	09 年	09 年比 07 年增长
原有业务	5312	4804	-10%
大瀑布饭店	1152	1262	10%
两江四湖游览		1118	
两江四湖地产 (福隆园)		3858	

资料来源: 公司公告, 招商证券。

表 5：我们对公司 09 年业绩的三种情形的预测

归属母公司所有者净利润	乐观	中性	悲观
原有业务	4500	4000	3500
大瀑布饭店	610	406	0
两江四湖游览（按 4 个月计算）	373	300	200
两江四湖地产（福隆园）	3858	2701	1426
合计	9341	7407	5126
增发后总股本	2.77	2.77	2.77
摊薄 EPS	0.34	0.27	0.19

资料来源：公司公告，招商证券。

情形假设

乐观：大瀑布饭店经营与 07 年持平，8 月份偿还 1 亿元借款；两江四湖游览按公司 08 年底预测，按 4 个月折算；福隆园项目假设 154 亩地全部售出并确认收入。

中性：大瀑布饭店经营与 08 年持平，8 月份偿还 1 亿元借款；两江四湖游览按乐观情形的 80% 测算；福隆园项目收入为乐观情形的 70%。

悲观：大瀑布饭店不盈利，两江四湖利润为乐观情形的 50%；福隆园项目按二级开发商预缴的 7300 万元确认收入。

- **业绩提升空间较大，调高投资评级至“审慎推荐”。**按乐观、中性、悲观的盈利预测，对应 09PE 分别为 30、38、54 倍，已处于合理略高的水平。但由于公司收购后，公司在桂林的资源掌控能力提升，盈利有望改善；此外，公司优质资源储备丰富，暂未在短期业绩中体现，但中长期前景看好，未来业绩提升空间较大。因此，仅用 PE 估值并不合理，我们调高投资评级至“审慎推荐”。

尚未贡献业绩或仍有较大提升空间的资源：

（1）规划面积 3800 亩的“桂林朝日光艺术村”、资源县天门山景区、资源县福满园温泉度假山庄等）

（2）此次收购的两江四湖业绩也有提升空间

现有景区业绩也有提升空间（如银子岩、龙胜温泉、贺州温泉等）。

附：桂林房地产 09 年销售情况

1-3 月，桂林一手房实际销售面积 16.7 万平方米，同比下降 30%，价格同比下降 1.58%；

4 月份，桂林一手房实际销售面积 7.2 万平方米，明显回升；

5 月份，桂林一手房房价同比下降 5.5%。

表 6：1-4 月桂林地产销售情况

项目名称	1-4月销售面积 (万 m ²)	1-4月销售金额 (万元)	平均单价(元/m ²)	
			至本月	至上月
商品房住宅	23.86	83834.93	3514	3556
商品房非住宅	1.27	9206.80	7231	7462
二手房住宅	7.12	18558.53	2606	2618
二手房非住宅	3.42	8844.18	2586	3895

资料来源：桂林房管局

参考报告:**1、《桂林旅游——大规模资产收购提升公司长期价值》 071128**

指出公司旅游业务从“以观光为主”逐步过渡到“观光与休闲、度假有机结合”，产品结构进一步提升，增发项目有利于公司延伸产业链、提升产品结构

2、《桂林旅游——“扩张+创新”成就未来的景区龙头》 060623

将公司最核心的竞争优势概括为“扩张”的战略和“创新”的专业能力，对公司资源扩张战略及长期发展前景进行了深入分析

3、《桂林旅游——价值低估的景区孵化器公司》 050607

指出景区资源是旅游产业链的核心，公司对未成熟景区的投资将在景区成熟后获得丰厚的回报。将公司以资源为核心的扩张模式概括为景区孵化器模式，并与围绕单一景区的传统模式进行比较分析，指出孵化器模式长期发展潜力更加突出。

分析师简介

苏平，武汉城市建设学院景园建筑专业学士、北京大学人文地理专业硕士。目前为招商证券社会服务业分析师，7 年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与 starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区社会服务业第二名，07、08 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名，05、06 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第三名。率先发掘并持续推荐了华侨城等一批优质公司。

林周勇，硕士，07 年 3 月加入招商证券。07、08 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名（小组）。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。