

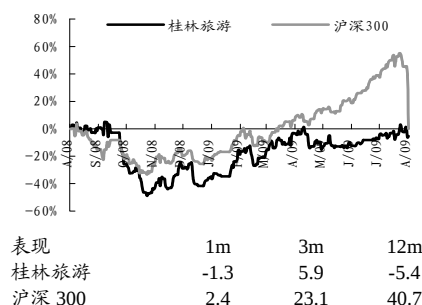
社会服务业 - 旅游/酒店
Social Work - Tourism/Hotel

2009 年 8 月 14 日

市场数据	2009 年 8 月 13 日
当前价格 (元)	10.38
52 周价格区间 (元)	5.6
总市值 (百万)	1837
流通市值 (百万)	970
总股本 (万股)	17700
流通股 (万股)	9346.0226
日均成交额 (百万)	55
近一月换手 (%)	145.1
Beta (2 年)	0.78
第一大股东	桂林旅游发展总公司
公司网址	www.guilintravel.com

盈利能力波动

	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
毛利	43.9	48.04	34.67	55.34
净利率	18.32	1.64	-5.87	25.09

一年期收益率比较

吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvli@csco.com.cn

分析师申明:

本人, 吕丽华, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

增发开启未来盈利提升空间

—桂林旅游 (600978) 2009 年中报点评

评级: 增持

预测指标	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入 (百万元)	331.13	202.29	224.14	585.15
净利润 (百万元)	53.12	23.15	32.11	83.76
每股收益 (元)	0.19	0.08	0.18	0.30
净利润增长率%	17.47	-56.42	38.70	160.85
每股净资产 (元)	1.70	1.79	3.18	3.50
市盈率	54.63	129.75	57.67	34.60
P/EG	3.13	n.a	1.49	0.22
市净率	6.11	5.80	3.26	2.97

资料来源: 世纪证券研究所

- 09 年上半年, 公司景区共接待游客 67.55 万人次, 同比增长 11.59%; 漓江游船客运业务共接待游客 31.16 万人次, 同比下降 3.12%; 实现营业收入 9311.35 万元, 同比下降 4.18%; 归属于公司股东的净利润 1142.59 万元, 同比下降 13.61%; 每股收益 0.065 元。
- 营业收入和利润双降的主要原因是本期公司漓江游船客运业务因受全球金融危机及今年二季度甲型 H1N1 流感的影响, 入境游客接待量同比大降 53.93%。此外, 龙胜县城至龙胜温泉景区的环保示范公路尚未完全建成, 影响了龙胜温泉景区接待量下降 2.99%, 加之资江天门山景区尚在完善景区服务接待等配套设施, 丹霞温泉度假区尚处于建设期, 尚未形成规模接待能力。
- 公司拟增发不超过 1 亿股, 发行价格不低于 8.75 元/股, 募集资金用于收购桂林漓江大瀑布饭店 100% 权益项目、整体收购桂林市“两江四湖”环城水系项目、银子岩景区改扩建工程项目、偿还桂林漓江大瀑布饭店长期银行贷款 3.05 亿元。若增发成功, 公司将拥有桂林地区最核心的旅游资源, 将进一步增强公司主业竞争实力, 进一步完善产业链, 现有旅游资源与拟收购资产的联动作用和协同效应的显现, 将大幅提升公司经营规模和盈利能力。
- 假设公司 09 年 12 月 31 日前完成非公开发行 1 亿股收购资产, 2010 年开始并表, 预测 09、10 年每股收益分别为 0.18、0.30 元, 当前股价对应下的动态市盈率分别为 57.7、34.6 倍, 估值优势并不显。但虑及公司具桂林核心旅游资源独占性, 两江四湖等收购资产及丹霞温泉度假区将要创造的利润贡献, 因此, 仍维持“增持”投资评级。

入境游客接待量锐降拖累业绩下降

09 年上半年，公司景区（银子岩、丰鱼岩、龙胜温泉、贺州温泉、资江丹霞）共接待游客 67.55 万人次，同比增长 11.59%；漓江游船客运业务共接待游客 31.16 万人次，同比下降 3.12%；公司实现营业收入 9311.35 万元，同比下降 4.18%；营业利润 1180.98 万元，同比下降 18.71%；归属于公司股东的净利润 1142.59 万元，同比下降 13.61%；每股收益 0.065 元。

营业收入和利润双降的主要原因是本期公司漓江游船客运业务入境游客接待量同比大降 53.93%。此外，龙胜县城至龙胜温泉景区的环保示范公路尚未完全建成，影响了龙胜温泉景区的本期接待量同比下降 2.99%。

两大业务的毛利率均有所下降

报告期内，公司综合毛利率 46.23%，同比下降 1.35 个百分点，主要是受漓江旅游客运和景区的毛利率均下降的影响。其中：毛利率较高的漓江旅游客运业务毛利率同比下降 5.27 个百分点，主要原因是受全球金融危机及今年二季度甲型 H1N1 流感的影响，入境游客的接待量同比下降幅度较大；景区业务毛利率同比下降 2.13 个百分点，主要原因是桂林龙胜县城至龙胜温泉景区的环保示范公路尚未完全建成，影响了龙胜温泉景区本期的接待量同比下降 2.99%，加之资江天门山景区尚在完善景区服务接待等配套设施，丹霞温泉度假区尚处于建设期，尚未形成规模接待能力。

增发将大幅提升公司盈利能力

公司董事会已通过增发预案，拟非公开发行不超过 1 亿股，发行价格不低于 8.75 元/股，募集资金用于收购桂林漓江大瀑布饭店 100%权益项目、整体收购桂林市“两江四湖”环城水系项目、银子岩景区改扩建工程项目、偿还桂林漓江大瀑布饭店长期银行贷款 3.05 亿元。

若增发成功，公司不仅是桂林最核心的精品旅游资源——漓江景区的最主要经营者，而且拥有桂林市中心区最核心景区——“两江四湖”的经营权，形成了相对独占的经营优势。公司主业竞争实力进一步增强，产业链也将进一步完善，现有旅游资源与拟收购资产的联动作用和协同效应的显现，将大幅提升公司经营规模和盈利能力。

其他

假设公司 09 年 12 月 31 日前完成非公开发行 1 亿股收购资产, 2010 年开始并表, 预测 09、10 年每股收益分别为 0.18、0.30 元, 当前股价对应下的动态市盈率分别为 57.7、34.6 倍, 估值优势并不显。但虑及公司具桂林核心旅游资源独占性, 两江四湖等收购资产及丹霞温泉度假区将要创造的利润贡献, 因此, 仍维持“增持”投资评级。

世纪证券投资评级标准：

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.