

收购优质景区迈出实质性步伐

事件

公司公告证监会通过增发预案。此次计划非公开发行股票不超过 10000 万股，锁定价格不低于 8.75 元，向不超过十家机构定向增发。收购项目与前期基本一致，四个项目分别是 1. 收购桂林漓江大瀑布饭店 100% 权益项目；2. 整体收购桂林市“两江四湖”环城水系项目；3. 银子岩景区改扩建工程项目；4. 偿还桂林漓江大瀑布饭店向农业银行的长期贷款。

研究结论

- **收购优势景区资源有助于增强公司长期竞争力。**在公司的战略规划中，地区资源整合是战略发展的重点，这几年公司致力于收购周边的优质景区，但大型景区项目却较少。此次的“两江四湖”和漓江大瀑布项目是桂林地区少数的几个优质景区项目，尤其是“两江四湖”是国家 4A 级景区，作为桂林一条全新的旅游线路，已开通夜游和日游产品，未来与桂林传统的“三山二洞”相结合有望形成一条与漓江比肩的新的水上旅游线路，发展前景非常广阔。对公司此次收购的项目，我们维持积极的评价，中长期来看增发收购以上优质资产是公司的一次战略性发展机遇。
- 2010 年旅游行业面临恢复性增长。受到一系列负面因素影响，08-09 年旅游行业的发展出现停滞甚至一定程度下降，桂林地区由于入境客源占比比较大（20-25%），受到的负面冲击大，如漓江游船 08 年接待量同比下降 27%，09 年上半年入境接待同比降幅近 50%，当前国内游基本恢复到 08 年水平，部分景区出现近 20% 的增幅，入境游接待也基本恢复，但总体来看预计 09 年旅游接待仍有 10% 以上的降幅。我们认为，随着金融危机和甲流影响的减弱，预计 2010 年行业将出现明显的恢复性增长，2011 年桂林旅游接待将全面达到 2007 年水平，09-11 年复合增长率在 20% 以上，由此公司将成为行业恢复的最大受益者。
- 短期来看，增发有助于增厚公司每股收益，维持 09-10 年 0.15 元和 0.43 元的预测值，如果不考虑增发增厚，预计 2010 年每股收益 0.29 元。如果公司在近期成功完成增发，我们预计 2010 年业绩有望达到 1.2 亿元（传统业务 5300 万，福隆园 5000 万，两江四湖和漓江大瀑布 1700 万），按照 2.77 亿股本测算，每股收益 0.43 元。
- 目前股价 2010 年动态市盈率 28 倍（增发后），维持增持评级。
- 主要风险：增发进程慢于预期，致使 2010 年财务费用较高；旅游行业的恢复进程慢于预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游行业资深分析师

8621-63325888 × 080

yangy@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 12 月 14 日) 12.2 元

目标价格 (6 个月) 17.2 元

总股本/A 股 (万股) 9346/17700

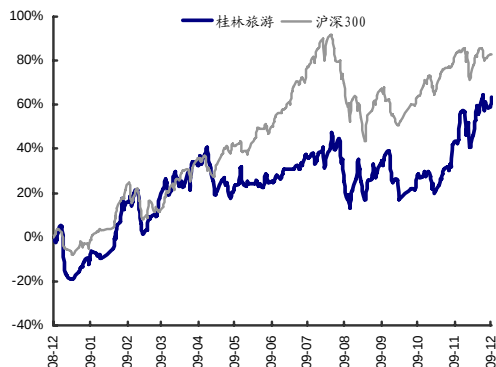
A 股市值 (亿元) 22

国家/地区 中国

行业 旅游

报告日期 2009 年 12 月 15 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	17.18%	25.91%	58.81%
相对表现 (%)	12.42%	9.74%	-24.11%

资料来源: WIND

财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入 (百万)	331	202	205	243
营业利润 (百万)	63	27	33	62
净利润 (百万)	53	23	27	51
EBITDA (百万)	113	81	92	123
每股收益 (元)	0.30	0.13	0.15	0.29
净资产收益率 (%)	11.3%	4.7%	5.7%	9.8%
每股经营现金流 (元)	0.43	0.22	0.73	0.44
市盈率(X)	40.6	93.3	81.0	42.3
EV/EBITDA(X)	19.2	26.9	23.6	17.6

注: 2010 年盈利预测考虑

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	会计年度	2007	2008	2009E	2010E
流动资产	165	211	143	194	营业收入	331	202	205	243
现金	93	96	84	120	营业成本	202	108	102	118
应收账款	40	45	34	40	营业税金及附加	14	11	9	11
其它应收款	14	10	7	9	营业费用	5	5	5	4
预付账款	15	58	16	23	管理费用	49	57	49	46
存货	3	3	2	2	财务费用	16	20	25	23
其他	0	-0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	670	767	767	795	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	194	193	193	193	投资净收益	19	24	17	22
固定资产	366	368	399	399	营业利润	63	27	33	62
无形资产	61	95	69	69	营业外收入	1	1	1	1
其他	49	111	197	224	营业外支出	0	0	1	1
资产总计	835	979	1001	1080	利润总额	64	27	32	62
流动负债	251	235	258	259	所得税	10	5	5	9
短期借款	156	176	178	171	净利润	55	23	27	53
应付账款	8	11	8	10	少数股东损益	2	-0	1	1
其他	87	47	72	78	归属于母公司净利润	53	23	27	51
非流动负债	82	183	208	233	EBITDA	113	81	92	123
长期借款	82	183	208	233	EPS (元)	0.30	0.13	0.15	0.29
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	333	418	466	492	会计年度	2007	2008	2009E	2010E
少数股东权益	31	66	66	68	成长能力				
股本	177	177	177	177	营业收入	10.9%	-38.9%	1.6%	18.2%
资本公积	159	161	161	161	营业利润	7.9%	-57.9%	22.5%	90.7%
留存收益	134	157	131	182	归属于母公司净利润	17.5%	-56.4%	15.2%	91.3%
归属母公司股东权					获利能力				
益合计	470	495	469	520	毛利率	38.9%	46.8%	50.5%	51.4%
负债和股东权益	835	979	1001	1080	净利率	16.0%	11.4%	13.0%	21.0%
现金流量表					ROE	11.3%	4.7%	5.7%	9.8%
单位: 百万元					ROIC	14.7%	6.2%	8.6%	12.0%
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	偿债能力				
经营活动现金流	75	-6	129	78	资产负债率	39.9%	42.7%	46.5%	45.6%
净利润	55	23	27	53	净负债比率				
折旧摊销	33	34	34	38	流动比率	0.66	0.90	0.55	0.75
财务费用	16	20	25	23	速动比率	0.65	0.89	0.55	0.74
投资损失	-19	-24	-17	-22					
营运资金变动	-10	-45	55	-13					

其它	0	-14	4	0	营运能力				
投资活动现金流	-31	-93	-26	-43	总资产周转率	0.40	0.22	0.22	0.26
资本支出	37	82	68	64	应收账款周转率	7	5	5	6
长期投资	-14	-1	0	0	应付账款周转率	15.50	11.41	10.69	13.58
其他	-8	-11	42	22	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-31	-1	-115	-0	每股收益	0.30	0.13	0.15	0.29
短期借款	2	20	2	-7	每股经营现金流	0.43	0.22	0.73	0.44
长期借款	6	101	25	25	每股净资产	2.66	2.80	2.65	2.94
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	2	0	0	P/E	40.65	93.28	80.96	42.33
其他	-39	-124	-142	-18	P/B	4.59	4.36	4.61	4.15
现金净增加额	13	-100	-12	36	EV/EBITDA	19	27	24	18

注：2010 年盈利预测未考虑此次增发影响

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

杨春燕：旅游、轻工行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn