

桂林旅游(000978)

门票提价增厚业绩，注入资产提升价值

——景区门票提价事件点评

陈锡伟 汪睿
021-38676385 021-38674657
chenxiwei@gtjas.com wangrui008182@gtjas.com

本报告导读： 1月19日，公司公告收到桂林市物价局批复：银子岩景区门票价格从50元调至65元/人次；龙胜温泉景区正式门票价格从98元调至128元/人次；丰鱼岩景区门票价格从60元调至70元/人次。

投资要点：

- 经我们测算，假设客源2010年10%增长，按增发后2.77亿股本计，2010年EPS增厚0.044元。
- 另外，桂林旅游定向增发购买优质资产使公司进一步整合桂林市旅游资源，形成合力效应，提升公司整体价值。
- 我们预计2009、2010、2011年公司EPS分别为0.18、0.35、0.48元，目前价格分别对应80、40、30倍PE，在餐饮旅游行业内估值合理，维持谨慎增持评级。

评级： 谨慎增持
上次评级：谨慎增持
目标价格： ¥15.40
上次预测：¥0.00
当前价格： ¥14.36
2010.01.20

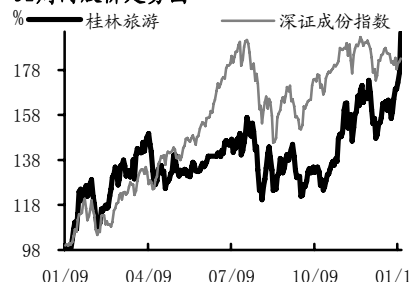
交易数据

52周内股价区间(元) 7.07 ~ 14.36
总市值(百万元) 2,542
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) 4.8
日均成交值(百万元) 49.7

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%

52周内股价走势图



财务摘要(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	331	202	214	587	629
(+/-)%	15%	-39%	6%	174%	7%
经营利润(EBIT)	61	23	42	120	165
(+/-)%	4%	-63%	82%	189%	37%
净利润	53	23	31	97	134
(+/-)%	20%	-56%	32%	215%	39%
每股净收益(元)	0.30	0.13	0.18	0.35	0.48
每股股利(元)	-	0.30	0.02	0.04	0.16

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率(%)	18.5%	11.3%	19.4%	20.5%	26.2%
市盈率	32.1	73.5	55.6	27.6	19.9
股息率(%)	0.0%	3.1%	0.2%	0.4%	1.7%

相关报告

1. 门票提价增厚 2010 年业绩 0.044 元

1.1. 丰鱼岩景区增加投资收益 52 万元

桂林荔浦丰鱼岩旅游有限责任公司主要经营丰鱼岩景区，本公司持有其 51% 的股权，08 年权益投资收益-81 万元，08、09 年游客接待量均为 17 万人次。

1.2. 银子岩景区增加投资收益 960 万元

桂林荔浦银子岩旅游有限责任公司主要经营银子岩景区，公司持有其 96.87% 的股权，08 年权益投资收益 1957 万元，08、09 年游客接待量分别为 91、100 万人次。

1.3. 龙胜温泉景区增加投资收益 199 万元

桂林龙胜温泉旅游有限责任公司主要经营龙胜温泉景区，公司持有其 71.54% 的股权，08 年权益投资收益不到 1 万元，08、09 年游客接待量分别为 13、14 万人次。

对于这次提价对于公司利润的影响，我们假设客源 2010 年 10% 增长，经测算，2010 年 EPS 能增厚 0.069 元，以增发后 2.77 亿股本计，2010 年增厚 0.044 元。

表 1：门票提价贡献利润预测

	丰鱼岩		银子岩		龙胜温泉	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
接待游客（万人）	17	18	100	110	14	15.4
票面价格（元）	60	70	50	65	98	128
折扣率	70.7%	70.7%	74.8%	74.8%	75.0%	75.0%
实际票价（元）	42	50	37	49	73.5	96
增加单价（元）		7		11		23
增加收入（万元）		126		1234		347
增加净利润（万元）		101		991		278
增加投资收益（万元）		52		960		199
增加 EPS（元）		0.0019		0.035		0.007

注：龙胜温泉票价折扣率为预测值

数据来源：公司公告、国泰君安证券销售交易总部

2. 定向增发项目分析

1 月 14 日，公司定向增发申请获得证监会核准。我们认为通过此次增发，桂林旅游能进一步整合桂林市区核心资源，助推漓江游船客运业务复苏，形成合力效应。同时整合的优质旅游资源能配合银子岩改建等项目打造围绕桂林市的一系列特色旅游业务，提升公司整体价值。

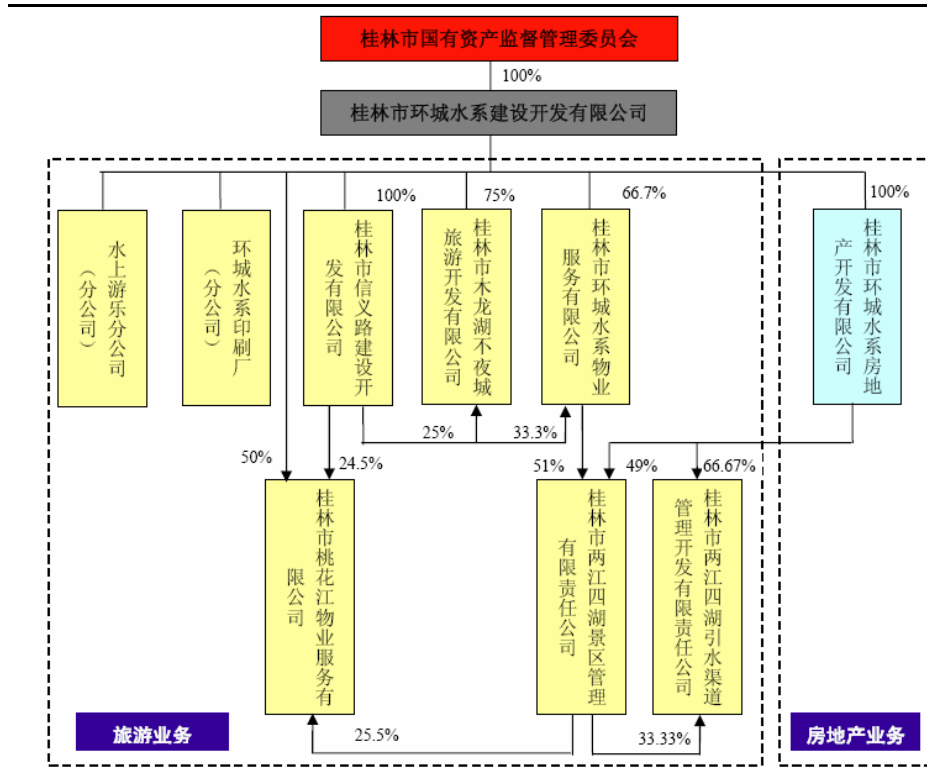
表 2: 增发项目贡献利润预测

	2009	2010	2011
原有业务	3083	5099	5879
增发项目			
漓江大瀑布酒店	31	916	1630
“两江四湖”	86	1139	1367
房地产业务	-135	2500	4500
净利润合计	3065	9654	13376
目前股本(万股)	17700	17700	17700
增发后股本(万股)	27700	27700	27700
EPS(合计/摊薄后)	0.11	0.35	0.48

注: 房地产业务预测来源于公司可行性报告: 房地产项目 2010 年可实现净利润 2,500.29 万元。预期在 2012 年基本实施完毕, 预计累计可为公司贡献净利润约 1.2 亿元。

数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

图 1: 此次定向增发收购资产项目



数据来源: 公司公告、国泰君安证券销售交易总部

3. 业绩预测

根据我们预测, 09 年公司业绩为 0.18 元, 增发后 2010、2011 年公司 EPS 分别为 0.35、0.48 元, 目前价格分别对应 80、40、30 倍 PE, 在餐饮旅游行业内估值合理, 维持谨慎增持评级。

表 3: 板块估值一览

	股价(元)	EPS 09 年	EPS 10 年	PE 09 年	PE 10 年	总股本 (万股)	总市值 (亿元)
黄山旅游	21.63	0.43	0.51	50	42	47135	102
中青旅	17.85	0.5	0.58	36	31	41535	74
首旅股份	24.45	0.74	0.88	33	28	23140	57
锦江股份	28.41	0.48	0.51	59	56	60324	171
中国国旅	20.56	0.35	0.44	59	47	88000	181
金陵饭店	8.95	0.21	0.25	43	36	30000	27
峨眉山 A	15	0.25	0.36	60	42	23519	35
华天酒店	9.36	0.2	0.21	47	45	55302	52
桂林旅游	14.36	0.18	0.35	80	41	17700	25
丽江旅游	19.82	0.4	0.2	50	99	9932	20
湘鄂情	33.6	0.39	0.52	86	65	20000	67
全聚德	36.8	0.58	0.67	63	55	14156	52
三特索道	15.5	0.19	0.22	82	70	12000	19

数据来源: WIND, 国泰君安证券销售交易总部

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、汽车行业研究员, 2005 年获 CPA 资格。

汪睿: 会计硕士, 毕业于美国纽约州立大学 Binghamton 分校。09 年 10 月加入国泰君安销售交易总部, 从事餐饮旅游行业研究。

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销售交易总部, 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。

国泰君安证券销售交易总部

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

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com