

自然景点

曾光

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

桂林旅游

000978

推荐

好事多磨 定向增发顺利完成

3月2日,公司公告了本次定增融资的完成情况。公司向9名投资者发行1亿股,发行价格10.25元,募集资金总额10.25亿元,募集资金净额9.92亿元。相关资金已经转入公司募集资金专户。

投资要点:

- **本次增发价略低于我们此前预期。**2010年1月19日我们的点评报告《景区提价为公司增发创造更有利条件》中,我们乐观预期公司本次定向增发1亿股,增发价达11.5元,募集资金能满足所有4个募投项目的实际需求,乐观预期增发在今年2月份完成。两相对照,不难发现,只有实际增发价低于我们预期。虽然增发价明显高于此前公司设定的不低于8.75元/股,但就公司近期股价走势来讲,该增发价仍处于相对低位。我们分析这与投资者较强烈的防御避险诉求有关。公司增发后将偿还漓江大瀑布饭店向中国农业银行桂林象山支行借取的长期贷款2.02亿元,仍有约1.03亿元的贷款预期未来将用自有资金偿还。
- **公司的经营面貌将发生实质性的改善,成长性明显增强。**拟收购的“两江四湖”环城水系项目不仅具有整合市区优质旅游资源的能力,还能与市外的漓江游船以及分散在南北的各景区形成一个完整的网状辐射型资源结构,使公司获得垄断竞争市场地位。漓江大瀑布饭店将完善公司在桂林市区的旅游产业链。银子岩改扩建工程将使得景区游客分布时间更加均衡,结构性接待瓶颈有望得到解决。资产收购完成后,公司工作重心已转至整合各产品要素,强化市场占有率。前期,公司已与中青旅开展战略合作,共享资源共拓市场,并精心推出了“桂林新画中游”系列旅游产品,公司旅游资源的整合迈出实质性步伐。
- **募投项目将为公司未来几年带来确定性的高增长。**随着项目逐渐成熟和知名度的提高,“两江四湖”环城水系产品已经达到了盈亏平衡点。预期至2011年,该项目将接待游客80万人次,净利润1500万元。2010-2012年,福隆园地产项目(一级土地开发)累计可为公司带来1.2亿元以上的收益。漓江大瀑布饭店偿还2.02亿银行贷款后,年均财务费用减少1500万元左右。
- **维持“推荐”投资评级。**预测公司09-11年的EPS分别为0.17、0.39、0.62,其中10-11年地产项目分别贡献0.09、0.18元。我们看好公司资源整合后在休闲游时代的业绩爆发潜力以及持续的资产收购预期。公司具有中国东盟自贸区受益股、国家旅游综合改革试验区、广州亚运会等多种题材,给予其未来6-12个月目标价18元,维持“推荐”投资评级。

6-12个月目标价: 18.00元

当前股价: 14.60元

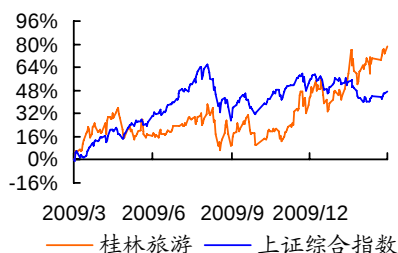
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3087.84
总股本(百万)	177
流通股本(百万)	93
流通市值(亿)	14
EPS (TTM)	0.15
每股净资产(元)	3.17
资产负债率	42.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
桂林旅游	8.15	25.00	62.04
上证综合指数	4.98	-4.56	15.06



相关报告

《桂林旅游-景区提价为公司增发创造更有利条件》2010-1-19

《桂林旅游-在低基数基础上经营出现平稳回升》2009-10-28

《桂林旅游-二季度经营出现低潮 资产整合势在必行》2009-8-13

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	202	219	273	315
同比(%)	-39%	8%	25%	15%
归属母公司净利润(百万元)	23	31	53	68
同比(%)	-56%	33%	70%	30%
毛利率(%)	46.8%	48.0%	51.0%	51.2%
ROE(%)	4.7%	6.5%	10.0%	11.5%
每股收益(元)	0.13	0.17	0.30	0.39
P/E	109.70	82.22	48.26	37.15
P/B	5.13	5.37	4.83	4.28
EV/EBITDA	35	31	24	21

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 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	95.6	109.9	123.1
景区	71.9	79.1	110.7	130.6
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	218.7	272.5	314.7
主营成本(百万元)				
漓江旅游客运	41.7	43.5	49.7	55.4
景区	33.3	35.6	45.4	52.2
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	113.7	134.3	153.6

资料来源: 中投证券研究所

表 2: 桂林旅游本次非公开发行股票方案募集资金投向

序号	项目	所需资金(亿元)
1	收购桂林漓江大瀑布饭店 100%权益	1.24
2	整体收购桂林市“两江四湖”环城水系项目: ①收购环城水系公司的整体经营性资产(含下属公司股权) 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, 承接福隆园项目	6.17
3	银子岩景区改扩建工程	0.48
4	偿还桂林漓江大瀑布饭店向中国农业银行桂林象山支行借取的长期贷款	2.02
合计		9.92

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 3: 定向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	30	0	900	900	1600	1600
两江四湖环城水系项目旅游业务	50	0	800	800	1500	1500
两江四湖环城水系项目房地产业务	-135	0	2500	2500	5000	5000
银子岩改扩建工程	0	0	0	0	900	900
偿还酒店 3.05 亿贷款增加的净利润部分	0	0	1200	1200	1500	1500

合计	-55	0	5400	5400	10500	10500
----	-----	---	------	------	-------	-------

资料来源：中投证券研究所

表 4：定向增发收购资产后公司经营业绩明显增厚

	09E	10E	11E
目前净利润（百万元）	31	53	68
合计净利润（百万元）	31	107	173
目前总股本（百万股）	177	177	177
合计总股本（百万股）	177	277	277
目前 EPS（元）	0.17	0.30	0.39
合计 EPS（元）	0.17	0.39	0.62

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	211	180	254	325	营业收入	202	219	273	315
现金	96	108	155	194	营业成本	108	114	134	154
应收账款	45	38	49	62	营业税金及附加	11	10	14	15
其它应收款	10	8	11	13	营业费用	5	5	6	7
预付账款	58	23	36	52	管理费用	57	62	71	77
存货	3	2	3	4	财务费用	20	19	16	13
其他	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	767	751	719	701	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	193	203	197	198	投资净收益	24	28	31	34
固定资产	368	376	364	342	营业利润	27	36	63	82
无形资产	95	96	101	113	营业外收入	1	0	0	0
其他	111	76	57	47	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	979	931	973	1026	利润总额	27	36	63	82
流动负债	235	210	198	181	所得税	5	5	9	12
短期借款	176	120	120	100	净利润	23	31	54	70
应付账款	11	10	10	14	少数股东损益	-0	0	1	1
其他	47	80	68	67	归属母公司净利润	23	31	53	68
非流动负债	183	183	183	183	EBITDA	77	87	112	130
长期借款	183	183	183	183	EPS (元)	0.13	0.17	0.30	0.39
其他	0	0	0	0					
负债合计	418	393	381	364	主要财务比率				
少数股东权益	66	66	67	68	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	177	177	177	177	成长能力				
资本公积	161	161	161	161	营业收入	-38.9%	8.1%	24.6%	15.5%
留存收益	157	135	188	256	营业利润	-57.9%	36.0%	73.4%	29.9%
归属母公司股东权益	495	473	526	594	归属于母公司净利润	-56.4%	33.4%	70.4%	29.9%
负债和股东权益	979	931	973	1026	获利能力				
					毛利率	46.8%	48.0%	51.0%	51.2%
					净利率	11.4%	14.1%	19.3%	21.7%
					ROE	4.7%	6.5%	10.0%	11.5%
					ROIC	6.3%	8.7%	12.3%	14.8%
					偿债能力				
					资产负债率	42.7%	42.2%	39.1%	35.5%
					净负债比率	87.15	84.87%	85.63	83.11%
					流动比率	0.90	0.86	1.29	1.80
					速动比率	0.89	0.85	1.27	1.78
					营运能力				
					总资产周转率	0.22	0.23	0.29	0.31
					应收账款周转率	4	5	6	6
					应付账款周转率	11.41	10.92	13.63	13.02
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.13	0.17	0.30	0.39
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.58	0.23	0.34
					每股净资产(最新摊薄)	2.80	2.67	2.97	3.36
					估值比率				
					P/E	109.70	82.22	48.26	37.15
					P/B	5.13	5.37	4.83	4.28
					EV/EBITDA	35	31	24	21

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、2009 年入围《新财富》社会服务业最佳分析师。

主要研究覆盖公司: 中国国旅、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、湘鄂情。

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