

自然景点

署名人: 曾光

S0960209030248

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

参与人: 陈青青

S0960110080408

0755-82026815

chenqingqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 15.00元

当前股价: 12.09元

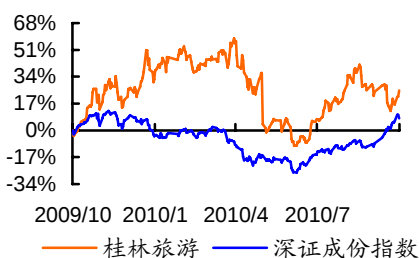
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	13445.03
总股本(百万)	360
流通股本(百万)	121
流通市值(亿)	15
EPS (TTM)	0.08
每股净资产(元)	1.51
资产负债率	46.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
桂林旅游	-0.25	18.41	6.79
深证成份指数	19.25	24.20	18.63



相关报告

《桂林旅游-中报业绩低于预期 下半年经营情况有望逐渐好转》2010-8-22

《桂林旅游-地区旅游市场逐渐复苏 资产整合营销成未来业绩增长关键》2010-4-29

《桂林旅游-业绩符合预期 公司未来迈入经营新格局》2010-3-26

桂林旅游

000978

推荐

前三季度利润增长仍主要来自并表酒店项目

2010年7-9月,公司实现营业总收入1.09亿元,同比增长24.14%;实现归属于母公司所有者的净利润2183.82万元,同比增长34.76%。2010年1-9月,公司实现营业总收入2.70亿元,同比增长21.21%;实现归属于母公司所有者的净利润2799.33万元,同比增长35.12%。公司1-9月实现基本每股收益0.08元。

投资要点:

- 年初收购资产两江四湖和漓江大瀑布饭店成为公司收入增长主要推动力。今年第三季度,两江四湖旅游公司实现收入1556万元,占本期公司营收增量的73%;漓江大瀑布饭店贡献营收增量的6%。今年前三季度,两江四湖旅游公司实现收入3028万元,占1-9月公司营收增量的64%;漓江大瀑布饭店贡献营收增量的23%。此外,龙胜温泉景区分别贡献第三季度和前三季度公司营收增量的9%和12%。
- 利润增长主要来自漓江大瀑布饭店。二季度公司用2.22亿元募集资金对漓江大瀑布饭店增资,偿还其银行贷款。今年上半年漓江大瀑布饭店盈利49.34万元,去年同比亏损691.37万元,盈利主要来自偿还贷款利息节约319.86万元。第三季度,饭店收入同比增长4%,保持稳定,但第三季度饭店利息费用同比下降503万元。第三季度同样是漓江大瀑布饭店推动公司业绩增长。
- 第三季度公司经营受世博分流影响低于预期。剔除并表资产,我们计算出第三季度和前三季度公司原有业务收入分别同比增长7%和4%。上半年公司遭遇干旱、洪涝等影响;第三季度作为旅游旺季且主要景区门票进行了提价,公司营收增长仍相对缓慢,我们分析主要原因是世博分流。大瀑布饭店收入增长从上半年的23%下降至第三季度的4%。仅受益于门票提价和交通改善的龙胜温泉景区前三季度增长38%。
- 四季度福隆园项目可能结算收益稳定业绩,但业绩释放预期将在2011年后。按照此前收购资产的备考盈利预测,福隆园项目今年计划获得收益2500万元,约合EPS 0.07。资产收购完成后,公司工作重心已转至整合各产品要素,强化市场竞争力。今年由三条主体旅游线路组成的升级换代产品桂林新画中游已推向市场,我们预期明年新旧资产将开始体现整合收益。
- 维持“推荐”投资评级。预测公司10-12年EPS分别为0.20、0.41、0.48,其中10-12年地产项目分别贡献0.07、0.16、0.12元。我们看好公司在休闲游时代的业绩爆发力,中国东盟自贸区、国家旅游综合改革试验区、交通改善等都将为公司带来政策利好。目前公司所属资产尚处于产品链整合初期,业绩暂未充分释放,可战略性持有。
- 风险提示:产品链整合效果低于预期;公司易受各种突发性事件影响。

主要财务指标

单位:百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	212	537	774	795
同比(%)	5%	154%	44%	3%
归属母公司净利润(百万元)	34	72	148	173
同比(%)	46%	113%	106%	17%
毛利率(%)	48.8%	47.2%	46.3%	47.7%
ROE(%)	7.1%	4.7%	8.9%	9.4%
每股收益(元)	0.09	0.20	0.41	0.48
P/E	128.74	60.55	29.38	25.11
P/B	9.09	2.86	2.61	2.36
EV/EBITDA	52	26	16	15

资料来源:中投证券研究所

表 1: 桂林旅游 2010 年前三季度各主要财务指标变化情况

指标 (单位: 百万元)	2010Q3	同比	2010.1-9	同比
营业总收入	108.90	24.14%	269.85	21.21%
营业总成本	95.94	22.08%	260.59	20.29%
营业成本	56.16	38.06%	142.24	27.36%
营业税金及附加	5.78	22.60%	14.44	20.65%
销售费用	1.71	-42.77%	5.55	-19.18%
管理费用	24.27	26.18%	73.93	35.90%
财务费用	7.24	-28.91%	23.33	-24.45%
资产减值损失	0.78	-0.61%	1.11	32.06%
投资收益	8.97	1.19%	18.18	7.44%
营业利润	21.94	21.83%	27.44	19.74%
营业外收入	0.24	301.69%	1.16	163.27%
营业外支出	0.06	-87.56%	0.13	-74.81%
利润总额	22.11	25.70%	28.47	24.65%
所得税费用	1.35	-35.61%	3.33	-7.62%
净利润	20.76	34.00%	25.14	30.70%
归属于母公司所有者 的净利润	21.84	34.76%	27.99	35.12%
少数股东损益	-1.07	51.24%	-2.86	92.31%

注释: 基于同一控制下的企业合并原则, 公司 09 年三季报已追溯调整

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2: 桂林旅游 2010 年前三季度重要财务比率的同比变化

指标	2010H1	2010.1-9	2009.1-9	同比增减
综合毛利率	46.52%	47.29%	49.84%	-2.55%
销售费用率	2.38%	2.06%	3.08%	-1.03%
管理费用率	30.86%	27.40%	24.43%	2.96%
财务费用率	10.00%	8.65%	13.87%	-5.23%
期间费用率	43.24%	38.10%	41.39%	-3.29%
净资产收益率	0.45%	1.97%	3.92%	-1.95%

注释: 基于同一控制下的企业合并原则, 公司 09 年三季报已追溯调整

资料来源: 中投证券研究所

表 3: 桂林旅游 2010-2012 年营业收入预测

主营业务类别	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)				
漓江旅游客运	93.4	84.0	96.7	108.3
景区	79.1	99.7	127.6	153.1
道路运输	35.3	39.5	44.2	49.6
客运站场	3.7	4.5	5.5	6.7
其他	0.4	2.0	2.8	3.5
两江四湖旅游业务		54.57	74.13	99.47
两江四湖地产业务		123.67	281.29	218.16
漓江大瀑布饭店		129.23	142.15	156.37

合计:	211.8	537.20	774.35	795.11
主营成本 (百万元)				
漓江旅游客运	40.9	38.7	43.5	47.6
景区	38.0	46.9	58.7	68.9
道路运输	26.4	29.2	32.5	36.2
客运站场	2.8	2.9	3.5	4.3
其他	0.4	2.0	2.8	3.5
两江四湖旅游业务		32.74	42.25	54.71
两江四湖地产业务		75.52	171.59	133.08
漓江大瀑布饭店		55.57	61.12	67.24
合计:	108.4	283.43	415.95	415.48

注释: 黄色区域代表原有业务, 绿色区域代表 2010 年新增合并报表业务, 09 年末追溯

资料来源: 中投证券研究所

表 4: 桂林旅游分业务 EPS 贡献预测 (单位: 万元)

业务类别	2009	2010E	2011E	2012E
原有业务权益利润	3381	3791	5536	7386
贡献 EPS (元)	0.19	0.11	0.15	0.21
两江四湖旅游业务利润贡献		0	1300	2800
贡献 EPS (元)		0.00	0.04	0.08
两江四湖地产业务利润贡献		2500	5600	4400
贡献 EPS (元)		0.07	0.16	0.12
漓江大瀑布饭店利润贡献		1200	2400	2700
贡献 EPS (元)		0.03	0.07	0.08
净利润总额	3381	8091	14836	17286
合计 EPS:	0.19	0.20	0.41	0.48

注释: 2010-2012 年以 3.60 亿股全面摊薄计算

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	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	223	415	668	673	营业收入	212	537	774	795
现金	95	161	232	239	营业成本	108	283	416	415
应收账款	40	102	162	159	营业税金及附加	11	27	39	40
其它应收款	15	28	44	47	营业费用	5	27	31	28
预付账款	68	117	218	217	管理费用	52	113	116	119
存货	3	7	11	11	财务费用	18	27	23	17
其他	1	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	788	1733	1645	1557	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	186	191	190	189	投资净收益	21	25	28	32
固定资产	429	1093	1021	943	营业利润	38	85	177	208
无形资产	89	386	382	379	营业外收入	0	0	0	0
其他	83	63	52	47	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1011	2147	2313	2230	利润总额	38	85	177	208
流动负债	212	378	393	133	所得税	5	13	27	31
短期借款	103	280	275	7	净利润	33	72	151	176
应付账款	14	25	45	45	少数股东损益	-1	0	3	3
其他	95	73	73	81	归属母公司净利润	34	72	148	173
非流动负债	256	183	183	183	EBITDA	88	172	287	311
长期借款	256	183	183	183	EPS (元)	0.19	0.20	0.41	0.48
其他	0	-0	-0	-0	主要财务比率				
负债合计	468	561	576	316	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	64	64	67	70	成长能力				
股本	177	360	360	360	营业收入	4.7%	153.6%	44.1%	2.7%
资本公积	164	981	981	981	营业利润	43.7%	120.2%	109.8	17.0%
留存收益	138	181	330	503	归属于母公司净利润	46.0%	112.6%	106.1	17.0%
归属母公司股东权益	479	1523	1671	1844	获利能力				
负债和股东权益	1011	2147	2313	2230	毛利率	48.8%	47.2%	46.3%	47.7%
现金流量表					净利率	16.0%	13.4%	19.1%	21.8%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	7.1%	4.7%	8.9%	9.4%
经营活动现金流	63	22	71	250	ROIC	7.5%	5.6%	9.6%	11.3%
净利润	33	72	151	176	偿债能力				
折旧摊销	31	60	86	87	资产负债率	46.3%	26.1%	24.9%	14.2%
财务费用	18	27	23	17	净负债比率	88.49	88.10%	84.84	72.39%
投资损失	-21	-25	-28	-32	流动比率	1.05	1.10	1.70	5.05
营运资金变动	2	-114	-164	2	速动比率	1.04	1.08	1.67	4.97
其它	0	2	3	-1	营运能力				
投资活动现金流	-51	-980	29	33	总资产周转率	0.21	0.34	0.35	0.35
资本支出	74	700	0	0	应收账款周转率	5	7	6	5
长期投资	13	5	-1	-1	应付账款周转率	8.66	14.47	11.89	9.30
其他	36	-275	28	32	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-13	1024	-28	-276	每股收益(最新摊薄)	0.09	0.20	0.41	0.48
短期借款	-73	177	-5	-268	每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.06	0.20	0.69
长期借款	73	-73	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.33	4.23	4.64	5.12
普通股增加	0	183	0	0	估值比率				
资本公积增加	3	817	0	0	P/E	128.74	60.55	29.38	25.11
其他	-16	-80	-24	-8	P/B	9.09	2.86	2.61	2.36
现金净增加额	-1	66	71	6	EV/EBITDA	52	26	16	15

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。

陈青青: 中投证券研究所旅游行业助理研究员, 理学、经济学双学士, 南开大学经济学硕士, 2010 年 7 月加盟中投证券研究所。

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