

桂林旅游(000978.sz)

丰厚投资收益即将兑现

周户 分析师

电话: 010-59136699

eMail: zh5@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010007

井冈山公司最快在 2012 年二季度完成上市

2011 年 5 月 17 日,公司公告称,公司持股 32.73%的井冈山旅游发展股份有限公司正准备上市。从上市条件来看,井冈山公司适合在创业板上市,达不到 A 股主板的要求。按照目前的进度及上市的相关流程,我们预计,井冈山公司上市至少还需要 11 个月时间,即最快在 2012 年二季度完成上市。

井冈山公司 40%股权将至少提升公司股价 0.42 元

井冈山公司 2010 年实现净利润约 1600 万元,假设公司发行股数为现有股本的 25%,其 2010 年 EPS 为 0.24 元。考虑到目前类似上市公司 2010 年 PE 及红色旅游的政策支持,给予公司 10 年 50 倍 PE,井冈山公司上市后股价可达到 11.97 元。依此计算,公司股权价值为 2.16 亿元,折合桂林旅游每股 0.6 元。此外,考虑到红色旅游的带动,未来公司盈利能力将进一步增强。因此,随着井冈山公司盈利的增长,其股权价值有可能更高。再考虑到股权投资成本,井冈山公司 40%股权价值将至少提升桂林旅游股价 0.42 元。

盈利预测及投资建议

据预测,11、12 年公司将实现净利润 1.36 和 1.66 亿元,实现 EPS0.38 和 0.46 元。考虑到 2011 年是公司更换董事长,受益景区提价以及收购资产贡献业绩的第一个完整年,同时,未来公司盈利模式的改善。维持公司买入评级。

风险提示

井冈山公司 40%的股权置换还存在纠纷,其归属还存在较大不确定性。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	211.83	510.32	456.76	522.58	574.31
增长率(%)	4.72%	140.91%	-10.50%	14.41%	9.90%
EBITDA(百万元)	87.46	182.70	169.50	200.05	223.11
净利润(百万元)	33.81	70.44	136.46	165.69	177.69
增长率(%)	46.02%	108.36%	93.73%	21.42%	7.24%
每股收益(元)	0.191	0.196	0.380	0.460	0.490
市盈率	63.30	68.25	32.85	27.06	25.23
市净率	4.47	3.35	2.86	2.58	2.34
EV/EBITDA	28.84	28.60	27.20	22.00	18.71

数据来源:桂林旅游股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	11.80
目标价格(元)	15.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-12.46%	-9.58%	31.95%
沪深 300	-7.70%	-4.48%	14.21%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	360.10/360.10
主要股东:	
	桂林旅游发展总公司
主要股东持股比例	23.06%

财务比率

ROE	4.92%
ROA	6.97%
资产负债率	33.14%
每股净资产(元)	3.98
2010 年报数据	

参股公司拟上市

2011年5月17日,公司公告称,公司持股32.73%的井冈山旅游发展股份有限公司正准备上市。公司持有井冈山公司1800万股,为第二大股东。目前,井冈山公司上市已获得当地政府相关部门的许可,同时其董事会已批准聘请相关中介机构。

井冈山公司最快在2012年二季度完成上市

从上市条件来看,井冈山公司适合在创业板上市,达不到A股主板的要求。依据井冈山公司计划,拟于2011年6月6日召开股东大会审议聘请井冈山公司上市工作相关中介机构的议案。按照目前的进度及上市的相关流程,我们预计,井冈山公司上市至少还需要11个月时间,即最快在2012年二季度完成上市。

表 1: 创业板上市条件

经营年限	发行人是依法设立且持续经营三年以上的股份有限公司。有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的,持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算。
盈利要求	最近两年连续盈利,最近两年净利润累计不少于一千万元,且持续增长;或者最近一年盈利,且净利润不少于五百万元,最近一年营业收入不少于五千万元,最近两年营业收入增长率均不低于百分之三十。净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据。
资产要求	最近一期末净资产不少于两千万元,且不存在未弥补亏损。
股本总额	发行后股本总额不少于三千万元。

数据来源: 广发证券发展研究中心整理

井冈山公司40%股权将至少提升公司股价0.42元

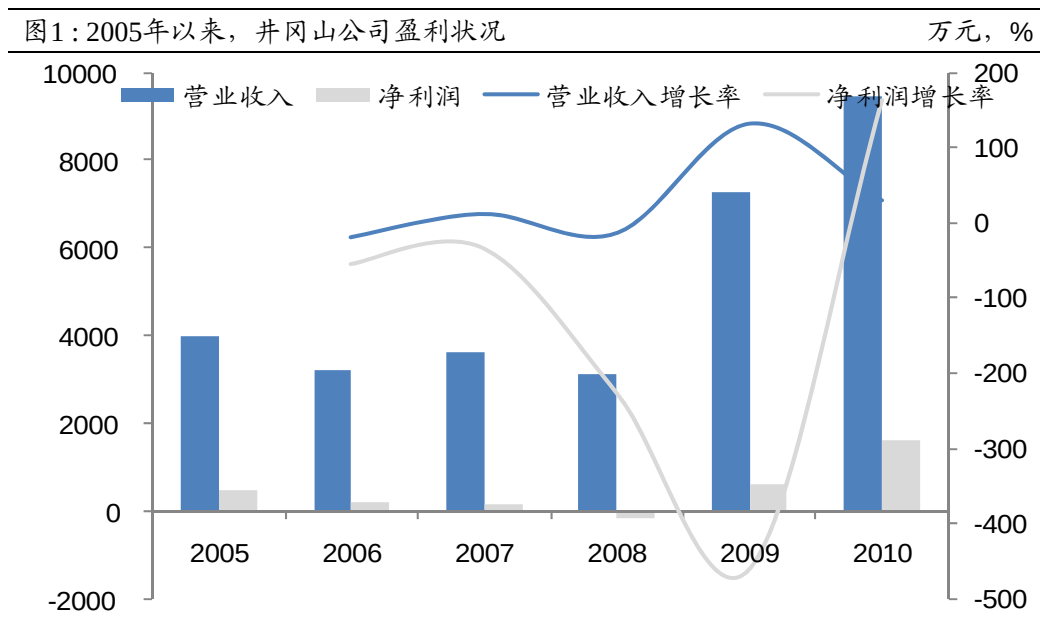
2004年11月25日,公司通过股权置换的方式获得井冈山公司40%的股权。收购时,股权价值约6600万元。而井冈山公司2010年实现净利润约1600万元,假设公司发行股数为现有股本的25%,其2010年EPS为0.24元。考虑到目前类似上市公司及近期上市旅游类公司平均2010年PE为47.5倍,再考虑到红色旅游的政策支持,给予公司10年50倍PE,井冈山公司上市后股价可达到11.97元。依此计算,公司股权价值为2.16亿元,折合桂林旅游每股0.6元。此外,2010年井冈山公司净利润同比增长162.17%,净利润率高达17%,考虑到红色旅游的带动,未来公司盈利能力将进一步增强。因此,随着井冈山公司盈利的增长,公司持有井冈山公司的股权价值有可能更高。再考虑到股权投资成本,井冈山公司40%股权价值将至少提升桂林旅游股价0.42元,相当于现有股价的3.52%。

表 2: 相关上市公司及近期上市旅游类公司 2010 年 PE 情况

				元/股, 倍
证券代码	证券简称	收盘价(2011-5-16)	EPS(2010)	PE(2010)
002558.SZ	世纪游轮	30.80	0.63	48.76
600054.SH	黄山旅游	19.50	0.49	39.79

000978.SZ	桂林旅游	11.80	0.20	60.33
000888.SZ	峨眉山 A	19.29	0.47	41.14
	平均	---	---	47.50

数据来源：wind、广发证券发展研究中心



数据来源：广发证券发展研究中心

盈利预测及投资建议

由于井冈山公司上市还需要一段时间，暂不考虑井冈山公司上市对公司盈利的影响。依据我们预测，2011、2012年公司主营业务收入（假设福隆园项目以投资收益体现）将分别为4.57和5.23亿元，同比增长17.23%和14.41%；分别实现净利润1.36和1.66亿元，同比增长93.7%和21.4%；分别实现每股收益0.38和0.46元。考虑到2011年是公司更换董事长，受益景区提价以及收购资产贡献业绩的第一个完整年，而现有景区的深度开发、桂林国家旅游综合改革试验区的建设、漓江双向、分时、分段游、两江四湖二期开发以及漓江水库建设等都将带来公司盈利模式的改善。未来公司盈利前景值得期待，给予公司买入评级。

风险提示

由于井冈山公司上市方案尚未确定，同时未来发行价格的变化，都将使该公司上市对上市公司的影响存在不确定性。同时，井冈山公司40%的股权置换还存在纠纷，桂林旅游所持有的该公司股份的归属还存在较大不确定性。

广发酒店旅游传媒行业研究小组

周户，分析师，南开大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2010 年加入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

桂林旅游(000978.sz)_年报点评	周户	2011-03-31
桂林旅游(000978.sz)_公司深度研究报告	周户	2010-12-14
桂林旅游(000978.sz)_公司调研简报	周户	2010-11-16

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。