

井冈山启动上市, 公司参股 32.73% 买入维持

投资要点:

- 井冈山上市进程启动, 公司参股 32.73%, 将增厚每股价值 1.75 元
- 受益短线游、自驾游兴起, 新兴景区成长性超预期,
- 2010 年净利润大幅增长, 业绩拐点显现

报告摘要:

- 井冈山股份有限公司启动上市进程, 桂林旅游持股 32.73%。2011 年 5 月 16 日召开的井冈山旅游发展股份有限公司审议通过了关于聘请井冈山公司上市工作相关中介机构的议案。井冈山公司注册资本 5,500 万元, 其中井冈山旅游发展总公司持有 35,479,791 股, 持股比例 64.51%, 为第一大股东; 桂林旅游公司持有 18,000,000 股, 持股比例 32.73%, 为第二大股东。
- 井冈山景区 2010 年营业收入 9447 万元, 净利润 1601 万元。2005 至 2010 年景区营业收入复合增速 19%, 净利润复合增速 23%。其中, 2010 年营业收入增长 30%, 净利润增长 162%, 假设 2011-2012 年景区营收增速 30%、净利润增速 40%, 若井冈山公司成功上市, 给予其 35 倍估值, 桂林旅游所持 1800 万股市值为 6.3 亿, 折合每股价值约 1.75 元。
- 受益于短线游、自驾游, 桂林旅游新兴景区成长性超预期, 维持买入评级。2010 年公司龙胜温泉接待量同比增长 32.75%, 实现营业收入 3,315 万元, 同比增长 34.40%; 实现净利润 633 万元, 同比增长 1,446.95%。而龙脊梯田、天门山资江景区也将延续其高成长性。我们认为一线城市周围 2-3 小时交通圈的景区将受益于短线游、自驾游的兴起, 珠三角游客作为广西的主要客源, 公司旗下的新兴景区将受益明显。公司参股 32.73% 的井冈山公司若成功上市, 即将增厚公司每股价值 1.75 元, 维持买入评级, 预计 2011-2013 年 EPS0.20 元、0.33 元、0.39 元, 对应 PE35 倍、30 倍、27 倍。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入/万元	21,183	51,032	69,406	79,355	91,924
y o y / %	4.72%	140.91%	86.74%	25.15%	25.39%
净利润/万元	3,381	7,044	11,976	13,938	15,482
y o y / %	46.02%	108.36%	70.01%	16.38%	11.08%
每股收益/元	0.09	0.20	0.33	0.39	0.43
PE	131	60	35	30	27

服务业研究组

分析师:

陈旭 (S1180511010002)

联系人:

孙妍

电话: 010-88085962

Email: sunyan@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期 户均持股数变化

20110331 11624

20101231 6696

20100930 4961

数据来源: 港澳资讯

公司数据

总股本(亿股)	3.601
总市值(亿元)	42.49
流通比例	33.6%
12个月最高/最低(元)	15.25/8.18
主要股东	桂林旅游发展总公司

数据来源: 港澳资讯

相关研究

1《宏源证券*公司年报简评*桂林旅游:小景区表现超预期*000978*旅游酒店行业*孙妍》, 2011.3

2《宏源证券*公司深度研究*桂林旅游:资源为王,政策开路*000978*旅游酒店行业*孙妍》, 2010.12

表 1: 井冈山景区经营数据/万元

井冈山/万元	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	3983.42	3230.26	3620.15	3130.48	7262.06	9447.00	12281.10	15965.43
yoy/%	-	-0.19	0.12	-0.14	1.32	0.30	0.30	0.30
营业利润	1888.26	1514.57	216.44	-92.62	786.81	2131.00	2824.65	3672.05
净利润	460.32	204.83	133.77	-168.99	610.68	1601.00	2087.79	2714.12
权益净利润	184.13	81.93	53.51	-67.60	244.27	524.01	683.33	888.33

数据来源: 公司公告, 宏源证券

财务报表及财务指标预测					2011年5月16日	股价: 11.8			
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	51,032	69,406	79,355	91,924	成长性				
减: 营业成本	27,181	36,785	42,058	48,720	营业收入增长率	140.9%	36.0%	14.3%	15.8%
营业税费	3,379	4,581	5,237	6,067	营业利润增长率	64.1%	131.6%	16.3%	11.1%
销售费用	911	1,041	1,190	1,379	净利润增长率	108.4%	70.0%	16.4%	11.1%
管理费用	12,468	13,881	15,871	18,385	EBITDA增长率	80.0%	24.3%	11.7%	13.2%
财务费用	3,035	1,946	1,446	1,941	EBIT增长率	65.7%	77.2%	11.4%	12.9%
资产减值损失	443	72	74	76	NOPLAT增长率	93.8%	37.6%	11.8%	12.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	116.8%	38.1%	5.6%	4.9%
投资和汇兑收益	2,687	3,500	3,500	3,500	净资产增长率	175.4%	76.2%	5.0%	5.3%
营业利润	6,303	14,600	16,978	18,856	利润率				
加: 营业外净收支	1,980	-4	6	19	毛利率	46.7%	47.0%	47.0%	47.0%
利润总额	8,283	14,596	16,984	18,875	营业利润率	12.4%	21.0%	21.4%	20.5%
减: 所得税	1,455	2,481	2,887	3,209	净利率	13.8%	17.3%	17.6%	16.8%
净利润	7,044.2	11,976.1	13,938.0	15,482.5	EBITDA/营业收入	29.6%	27.0%	26.4%	25.8%
资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	18.3%	23.8%	23.2%	22.6%
货币资金	23,016	47,331	46,499	48,211	运营效率				
交易性金融资产	-	-	-	-	固定资产周转天数	489	647	714	628
应收账款	12,639	19,434	22,219	25,739	流动营业资本周转天数	82	127	163	165
应收票据	-	7	8	9	流动资产周转天数	270	380	432	407
预付账款	3,700	22,210	25,394	29,416	应收账款周转天数	52	64	67	67
存货	14,806	986	1,127	1,305	存货周转天数	53	41	5	5
其他流动资产	125	2,146	3,240	4,623	总资产周转天数	1,145	1,395	1,459	1,322
可供出售金融资产	-	-	-	-	投资资本周转天数	947	1,135	1,183	1,074
持有至到期投资	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	19,441	19,000	19,000	19,000	ROE	4.6%	4.6%	5.1%	5.4%
投资性房地产	1,174	1,174	1,174	1,174	ROA	3.1%	3.9%	4.3%	4.5%
固定资产	95,615	153,878	160,889	159,708	ROIC	11.6%	7.4%	6.0%	6.4%
在建工程	6,363	11,105	7,935	9,192	费用率				
无形资产	43,176	33,315	38,090	44,124	销售费用率	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	3,593	3,593	3,593	3,593	管理费用率	24.4%	20.0%	20.0%	20.0%
资产总额	223,648	314,178	329,169	346,094	财务费用率	5.9%	2.8%	1.8%	2.1%
短期债务	21,100	-	-	-	三费/营业收入	32.2%	24.3%	23.3%	23.6%
应付账款	7,240	11,105	12,697	14,708	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	资产负债率	33.1%	16.2%	15.9%	15.8%
其他流动负债	8,093	4,179	4,219	4,269	负债权益比	49.6%	19.3%	19.0%	18.8%
长期借款	33,578	33,578	33,578	33,578	流动比率	1.34	5.37	5.21	5.19
其他非流动负债	6	6	6	6	速动比率	0.97	5.31	5.15	5.12
负债总额	74,112	50,745	52,476	54,663	利息保障倍数	3.08	8.50	12.74	10.71
少数股东权益	6,224	6,363	6,522	6,706	分红指标				
股本	36,010	54,320	54,320	54,320	DPS(元)	1.23	0.01	0.02	0.02
留存收益	107,302	202,749	215,851	230,405	分红比率	62.9%	6.0%	6.0%	6.0%
股东权益	149,536	263,433	276,693	291,430	股息收益率	10.4%	0.1%	0.1%	0.1%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	6,828	12,115	14,097	15,666	EPS(元)	0.20	0.33	0.39	0.43
加: 折旧和摊销	7,039	2,221	2,539	2,942	BVPS(元)	4.15	4.85	5.09	5.37
资产减值准备	443	72	74	76	PE(X)	60.32	35.48	30.49	27.45
公允价值变动损失	-	-	-	-	PB(X)	2.8	2.4	2.3	2.2
财务费用	1,774	3,189	1,946	1,446	P/FCF	-5.7	-8.3	-4,166.6	260.9
投资收益	-2,687	-3,500	-3,500	-3,500	P/S	8.3	9.2	8.1	7.0
少数股东损益	-216	139	159	184	EV/EBITDA	30.8	34.0	30.5	26.8
营运资金的变动	-3,842	-13,377	-5,475	-6,917	CAGR(%)	7.7%	8.9%	19.4%	31.9%
经营活动产生现金流量	10,961	-385	9,340	10,392	PEG	7.8	4.0	1.6	0.9
投资活动产生现金流量	-72,223	-44,461	-8,287	-1,352	ROIC/WACC	1.3	0.8	0.7	0.7
融资活动产生现金流量	73,222	80,236	-2,283	-2,870	REP	2.0	3.1	3.6	3.2

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、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。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。