

桂林旅游：增长的新纪元

报告关键点：

- 历经连续三个旅游小年后，桂林旅游市场全面复苏
- 《桂林国家旅游综合改革试验区总体方案及规划纲要》有望在年内获批
- 定向增发限售股解禁已基本为市场所消化

报告摘要：

- 《桂林国家旅游综合改革试验区总体方案及规划纲要》有望在年内获批。自2009年12月获批国家旅游综合改革试验区以来，桂林综改问题得到了广西自治区和桂林市各级领导的高度重视。目前，《总体方案及规划纲要》已经通过了广西自治区政府的审议。3月8日，广西自治区副主席高雄率自治区旅游局专程到国家旅游局拜会国家旅游局局长邵琪伟，恳请国家旅游局对《桂林国家旅游综合改革试验区建设总体方案》提出修改意见，并一同上报国务院。我们认为，《桂林国家旅游综合改革试验区总体方案及规划纲要》在年内获批将是大概率事件。
- 综改对桂林旅游业的推动主要体现在政策支持和业态创新两个方面。在政策支持方面，桂林将着力在财税、投融资、土地、调整行政区划、开放五大类政策上全力争取国家、自治区政府的支持，包括发行桂林旅游彩票、申请建设债券以及财税体制改革等。在新业态、新模式方面，旅游业与其他产业的融合将不断深化。桂林市委书记刘君博士多次公开表示，桂林将借助综改的契机，做一些其他城市没有做过、不能做、没法做的事情。因此，在桂林旅游综改问题上，我们不排除有一些重大事件的破题。
- 综改提升公司长期价值。国家级旅游综合改革试验区建设是桂林旅游业经过近40年发展之后，迎来的又一次跨越发展的历史机遇。公司作为桂林旅游市场的排头兵、广西唯一的旅游上市公司，将全面参与实验区新项目建设，分享改革盛宴。
- 给予“买入-B”的投资评级，12个月目标价15.7元。作为大桂林地区旅游资源的整合平台，公司已成功构建了南、北、中三条核心旅游线路。随着今年桂林旅游市场走出低谷，全面复苏，公司业绩有望保持高速增长。预计2011-2013年间，公司EPS分别为0.44元、0.56元、0.69元，当前股价对应动态市盈率25、19、16倍，净利润三年复合增长48%。分业务估值表明，公司每股合理估值15.7元，当前股价具有较高的安全边际。我们维持公司“买入-B”的投资评级，第一目标价15.7元。另外，我们想提请投资者关注的是，市场经过3个月的运行，已基本消化了去年参与公司定向增发的解禁股抛售（3月9日解禁），非基本面因素导致的股价过度纠正有望得到恢复。
- 风险提示：经营管理人才缺失的风险、自然灾害、实验区配套政策低于预期。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	211.8	510.3	699.3	820.4	878.7
Growth(%)	4.7%	140.9%	37.0%	17.3%	7.1%
净利润	33.8	70.4	156.9	202.7	248.7
Growth(%)	46.0%	108.4%	122.7%	29.2%	22.7%
毛利率(%)	48.8%	46.7%	47.8%	49.4%	52.3%
净利润率(%)	16.0%	13.8%	22.4%	24.7%	28.3%
每股收益(元)	0.09	0.20	0.44	0.56	0.69
每股净资产(元)	1.51	4.15	4.45	4.85	5.33
市盈率	117.4	56.3	25.3	19.6	16.0
市净率	7.3	2.7	2.5	2.3	2.1
净资产收益率(%)	6.1%	4.6%	9.7%	11.6%	13.0%
ROIC(%)	6.2%	11.6%	9.4%	11.5%	13.5%
EV/EBITDA	27.7	29.0	14.8	12.2	10.2
股息收益率	1.3%	1.1%	1.2%	1.5%	1.9%

评级：

买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格：

15.70 元

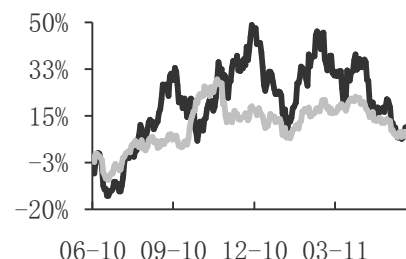
期限： 12 个月 上次预测： 19.00 元

现价（2011 年 06 月 16 日）： 10.39 元

报告日期： 2011-06-23

总市值(百万元)	3,903.48
流通市值(百万元)	3,903.48
总股本(百万股)	360.10
流通股本(百万股)	360.10
12 个月最低/最高	8.18/15.40 元
十大流通股东(%)	56.47%
股东户数	30,979

12 个月股价表现



— 桂林旅游 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.79)	(12.69)	0.57
绝对收益	(7.22)	(21.47)	7.97

 赵志成
 021-68765859
 执业证书编号

 首席行业分析师
 zhaozc@essence.com.cn
 S1450511020029

报告联系人

 董云翔
 021-68762890
 dongyx2@essence.com.cn

前期研究成果

桂林旅游年报点评	2011-03-31
桂林旅游：洼地期提价必将大幅推升业绩	2010-01-19
桂林旅游：游客接待量的增长持续低于客源恢复	2009-10-30

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011/6/14		
利润表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	211.8	510.3	699.3	820.4	878.7	成长性					
减: 营业成本	108.4	271.8	365.0	415.2	419.3	营业收入增长率	4.7%	140.9%	37.0%	17.3%	7.1%
营业税费	11.2	33.8	37.1	43.5	46.6	营业利润增长率	43.7%	64.1%	196.1%	30.6%	22.8%
销售费用	5.0	9.1	11.2	12.3	13.2	净利润增长率	46.0%	108.4%	122.7%	29.2%	22.7%
管理费用	51.9	124.7	115.4	131.3	140.6	EBITDA 增长率	14.8%	80.0%	92.1%	18.4%	14.9%
财务费用	17.9	30.3	21.7	16.0	9.5	EBIT 增长率	21.3%	65.7%	123.1%	24.7%	18.9%
资产减值损失	0.4	4.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	19.9%	93.8%	75.7%	24.6%	18.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	3.7%	116.8%	2.2%	1.4%	1.0%
投资和汇兑收益	21.4	26.9	37.6	41.6	49.6	净资产增长率	-3.2%	175.4%	7.2%	8.8%	10.0%
营业利润	38.4	63.0	186.6	243.7	299.1	利润率					
加: 营业外净收支	-0.3	19.8	0.5	0.5	0.5	毛利率	48.8%	46.7%	47.8%	49.4%	52.3%
利润总额	38.2	82.8	187.1	244.2	299.6	营业利润率	18.1%	12.4%	26.7%	29.7%	34.0%
减: 所得税	5.2	14.5	31.8	41.5	50.9	净利润率	16.0%	13.8%	22.4%	24.7%	28.3%
净利润	33.8	70.4	156.9	202.7	248.7	EBITDA/营业收入	39.6%	29.6%	41.5%	41.8%	44.9%
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	26.6%	18.3%	29.8%	31.7%	35.1%
货币资金	95.5	230.2	166.2	181.9	236.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	678	489	488	408	373
应收账款	55.1	126.4	134.1	157.3	168.5	流动营业资本周转天数	115	82	72	67	86
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	369	270	241	192	220
预付帐款	68.0	37.0	73.5	115.0	157.0	应收帐款周转天数	73	52	55	50	52
存货	3.0	148.1	10.0	11.4	11.5	存货周转天数	5	53	41	5	5
其他流动资产	1.1	1.2	10.7	16.8	19.7	总资产周转天数	1,690	1,145	1,133	962	925
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	1,415	947	957	830	784
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	186.0	194.4	195.0	195.0	195.0	ROE	6.1%	4.6%	9.7%	11.6%	13.0%
投资性房地产	12.2	11.7	12.0	12.0	12.0	ROA	3.3%	3.1%	7.2%	9.1%	10.8%
固定资产	429.2	956.1	940.1	920.8	898.6	ROIC	6.2%	11.6%	9.4%	11.5%	13.5%
在建工程	41.1	63.6	51.8	50.9	50.5	费用率					
无形资产	89.5	431.8	536.0	522.6	509.5	销售费用率	2.4%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	30.2	35.9	35.9	35.9	35.9	管理费用率	24.5%	24.4%	16.5%	16.0%	16.0%
资产总额	1,010.7	2,236.5	2,165.4	2,219.7	2,294.8	财务费用率	8.5%	5.9%	3.1%	2.0%	1.1%
短期债务	103.0	211.0	200.0	200.0	200.0	三费/营业收入	35.4%	32.2%	21.2%	19.5%	18.6%
应付帐款	38.8	72.4	90.0	102.4	103.4	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	46.3%	33.1%	25.9%	21.4%	16.3%
其他流动负债	14.2	80.9	64.9	64.9	64.9	负债权益比	86.2%	49.6%	35.0%	27.2%	19.5%
长期借款	256.0	335.8	235.8	135.8	35.8	流动比率	1.05	1.34	1.21	1.43	1.75
其他非流动负债	-	0.1	0.1	0.1	0.1	速动比率	1.04	0.97	1.18	1.39	1.71
负债总额	467.8	741.1	561.6	474.0	375.0	利息保障倍数	3.14	3.08	9.61	16.19	32.46
少数股东权益	63.9	62.2	60.8	60.8	60.8	分红指标					
股本	177.0	360.1	360.1	360.1	360.1	DPS(元)	0.15	0.12	0.13	0.17	0.21
留存收益	302.0	1,073.0	1,182.8	1,324.7	1,498.8	分红比率	157.1%	62.9%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	542.9	1,495.4	1,603.8	1,745.6	1,919.7	股息收益率	1.3%	1.1%	1.2%	1.5%	1.9%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	33.0	68.3	156.9	202.7	248.7	EPS(元)	0.09	0.20	0.44	0.56	0.69
加: 折旧和摊销	31.5	70.4	81.6	83.6	85.7	BVPS(元)	1.51	4.15	4.45	4.85	5.33
资产减值准备	0.4	4.4	-	-	-	PE(X)	117.4	56.3	25.3	19.6	16.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.3	2.7	2.5	2.3	2.1
财务费用	20.2	17.7	31.9	21.7	16.0	P/FCF	74.0	-5.3	-260.5	51.9	30.7
投资收益	-21.4	-26.9	-37.6	-41.6	-49.6	P/S	18.7	7.8	5.7	4.8	4.5
少数股东损益	-0.8	-2.2	-1.6	-	-	EV/EBITDA	27.7	29.0	14.8	12.2	10.2
营运资金的变动	1.1	-38.4	85.9	-59.8	-55.1	CAGR(%)	83.2%	53.9%		-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	63.1	109.6	306.8	201.0	239.2	PEG	1.4	1.0		-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-51.0	-722.2	-120.9	-8.4	-0.4	ROIC/WACC	0.7	1.2	1.0	1.2	1.4
融资活动产生现金流量	-12.7	732.2	-199.7	-176.8	-184.1	REP	4.1	1.9	2.3	1.8	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

赵志成，首席行业分析师。毕业于南开大学，经济学硕士。7 年证券研究经历。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

赵志成声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034