

## “红色旅游”带动业绩超预期增长，上调评级至“增持”

公司快评

### ◆事件：公司发布 2011 年中期业绩预告

归属于上市公司股东的净利润约 1230 万元-1415 万元，比上年同期 615 万元增长 100%-130%，折合 EPS0.03 元-0.04 元，业绩超出市场预期。

### ◆点评：

根据预告的利润规模我们推断福隆园地产项目中期没有结算，超出市场预期的同比增速均需归功于参、控的旅游公司：一是持股 32.73% 的井冈山旅游公司受益于“红色旅游”带来的客流激增，中期净利润同比增长 940% 达到 2100 万元（超过 2010 年全年 1600 万元的水平），按权益计算的利润贡献同比增加 606 万元达到 687 万元，利润增加规模几乎与公司中期利润增幅相当；二是持股 96.87% 的银子岩公司游客接待量同比大幅增长 42% 达到 52 万人次，相当于 2010 年全年的客流的 58%，预计中期利润贡献在 1350 万元左右。根据利润贡献分析，我们预计公司旗下其他景区和酒店中期表现可能非常平淡或者略低于预期。

### ◆红色旅游的魅力、资源整合逐步推进及交通通达性提升将提升长期价值：

我们维持此前的判断，认为公司十年来整合垄断桂林地区一线旅游资源努力尚需要通过至少 1-2 年的资源整合才能见成效、公司的业绩增长将主要依靠垄断性经营的银子岩、龙胜温泉和两江四湖等景区、原利润贡献主要来源的漓江游船受竞争影响利润贡献将降低。不过两方面的因素令我们提升对公司的信心：一是井冈山的业绩暴增让我们见证了“红色旅游”的魅力，我们认为红色旅游的延续火爆和井冈山筹备上市将提升股权投资的利润回报和估值，并为公司股价表现提供催化剂；另一方面，我们认为年底前将竣工的银子岩二期将缓解客流瓶颈、2012 年 10 月将开通的桂林-广州高铁大幅提升公司旗下景区通达性等因素有望放大公司资源整合效应并提升公司主业的长期投资价值。

### ◆提升 11-13 年旅游主业盈利预测，给予“增持”评级：

提升公司 2011-2013 年的 EPS 预测分别为 0.39 元、0.42 元（预计福隆园地产项目剩余收入将会在 11 和 12 年大部分结算，预计 EPS 贡献分别为 0.16 元和 0.12 元）和 0.35 元。考虑到未来公司资源整合和景区通达性提升可能将打开业绩释放空间，我们给予公司旅游主业 2012 年 40 倍 PE、地产业务 2 倍 PE，对应的目标价为 12.61 元，给予“增持”评级。

### ◆风险提示：

自然灾害、疾病流行等不可控因素导致客流锐减；井冈山股权纠纷中失利。

### 业绩预测和估值指标

| 指标         | 2009   | 2010    | 2011E   | 2012E | 2013E   |
|------------|--------|---------|---------|-------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 212    | 510     | 725     | 758   | 600     |
| 营业收入增长率    | 4.72%  | 140.91% | 42.13%  | 4.54% | -20.91% |
| 净利润（百万元）   | 34     | 70      | 142     | 152   | 127     |
| 净利润增长率     | 46.02% | 108.36% | 101.60% | 7.00% | -16.12% |
| EPS（元）     | 0.09   | 0.20    | 0.39    | 0.42  | 0.35    |
| ROE（归属母公司） | 7.06%  | 4.92%   | 9.27%   | 9.26% | 7.40%   |
| P/E        | 124    | 59      | 29      | 27    | 33      |

### 增持（调升）

当前价/目标价：11.60/12.61 元

目标期限：6 个月

### 分析师

林玉红（执业证书编号：S0930511060002）

021-22169115

[linyuh@ebscn.com](mailto:linyuh@ebscn.com)

### 市场数据

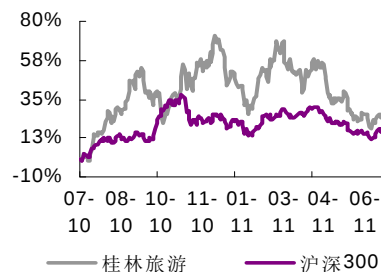
总股本(亿股)：3.60

总市值(亿元)：41.77

一年最低/最高(元)：8.63/15.40

近 3 月换手率：84.85%

### 股价表现(一年)

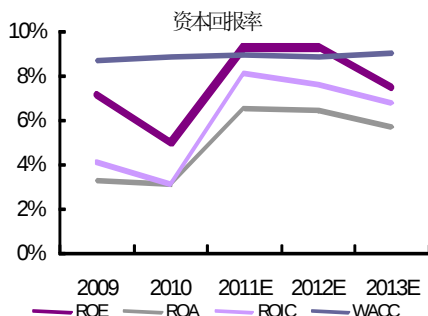
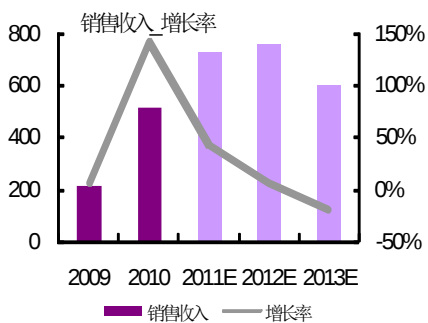
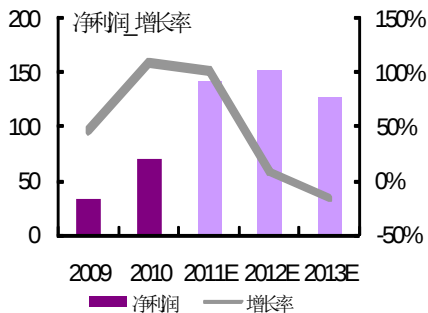
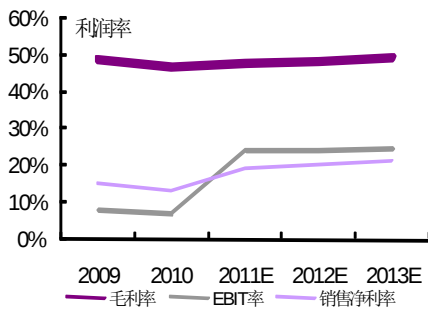


### 收益表现

| %  | 一个月  | 三个月    | 十二个月  |
|----|------|--------|-------|
| 相对 | 0.55 | -4.89  | 10.27 |
| 绝对 | 5.66 | -12.06 | 27.88 |

### 相关研报

- 首季亏损规模持续扩大,整合效应仍待观望 ..... 2011-04-26
- 业绩低于公司原预测,静待资源整合成效 ..... 2011-03-31
- 关注资源整合和定向增发解禁压力下业绩释放带来的投资机会 ..... 2010-08-23



| 利润表 (百万元) | 2009  | 2010  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 212   | 510   | 725    | 758    | 600    |
| 营业成本      | 108   | 272   | 380    | 393    | 304    |
| 折旧和摊销     | 28    | 238   | 76     | 82     | 88     |
| 营业税费      | 11    | 34    | 47     | 49     | 39     |
| 销售费用      | 5     | 9     | 10     | 11     | 12     |
| 管理费用      | 52    | 125   | 120    | 121    | 96     |
| 财务费用      | 18    | 30    | 28     | 29     | 26     |
| 公允价值变动损益  | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益      | 21    | 27    | 22     | 26     | 28     |
| 营业利润      | 38    | 63    | 169    | 180    | 151    |
| 利润总额      | 38    | 83    | 168    | 181    | 152    |
| 少数股东损益    | -1    | -2    | 1      | 2      | 2      |
| 归属母公司净利润  | 33.81 | 70.44 | 142.01 | 151.96 | 127.46 |

| 资产负债表 (百万元) | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产         | 1,011 | 2,236 | 2,186 | 2,385 | 2,251 |
| 流动资产        | 223   | 543   | 559   | 406   | 341   |
| 货币资金        | 95    | 230   | 218   | 227   | 225   |
| 交易型金融资产     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收帐款        | 40    | 108   | 109   | 114   | 90    |
| 应收票据        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他应收款       | 15    | 18    | 14    | 16    | 16    |
| 存货          | 3     | 148   | 8     | 8     | 6     |
| 可供出售投资      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 持有到期金融资产    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资        | 186   | 194   | 197   | 199   | 202   |
| 固定资产        | 429   | 956   | 901   | 865   | 817   |
| 无形资产        | 89    | 432   | 421   | 822   | 801   |
| 总负债         | 468   | 741   | 591   | 680   | 462   |
| 无息负债        | 54    | 154   | 126   | 124   | 106   |
| 有息负债        | 414   | 587   | 465   | 555   | 356   |
| 股东权益        | 543   | 1,495 | 1,595 | 1,706 | 1,789 |
| 股本          | 177   | 360   | 360   | 360   | 360   |
| 公积金         | 217   | 1,026 | 1,047 | 1,070 | 1,089 |
| 未分配利润       | 85    | 47    | 125   | 211   | 273   |
| 少数股东权益      | 64    | 62    | 63    | 65    | 66    |

| 现金流量表 (百万元) | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | 63   | 110  | 199   | 425   | 286   |
| 净利润         | 34   | 70   | 142   | 152   | 127   |
| 折旧摊销        | 28   | 238  | 76    | 82    | 88    |
| 净营运资金增加     | 15   | 175  | 121   | -151  | -91   |
| 其他          | -13  | -374 | -140  | 342   | 162   |
| 投资活动产生现金流   | -51  | -722 | -19   | -434  | -17   |
| 净资本支出       | -114 | -457 | 15    | 430   | 14    |
| 长期投资变化      | 186  | 194  | -2    | -3    | -3    |
| 其他资产变化      | -123 | -460 | -31   | -862  | -29   |
| 融资活动现金流     | -13  | 732  | -193  | 19    | -272  |
| 股本变化        | 0    | 183  | 0     | 0     | 0     |
| 债务净变化       | 50   | 173  | -122  | 91    | -199  |
| 无息负债变化      | 0    | 101  | -28   | -2    | -18   |
| 净现金流        | -1   | 120  | -13   | 10    | -3    |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标                 | 2009    | 2010    | 2011E   | 2012E  | 2013E   |
|----------------------|---------|---------|---------|--------|---------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>   |         |         |         |        |         |
| 收入增长率                | 4.72%   | 140.91% | 42.13%  | 4.54%  | -20.91% |
| 净利润增长率               | 46.02%  | 108.36% | 101.60% | 7.00%  | -16.12% |
| EBITDA 增长率           | 127.68% | 507.67% | -17.54% | 5.38%  | -10.52% |
| EBIT 增长率             | 505.12% | 113.00% | 163.38% | 4.44%  | -18.45% |
| <b>估值指标</b>          |         |         |         |        |         |
| PE                   | 124     | 59      | 29      | 27     | 33      |
| PB                   | 9       | 3       | 3       | 3      | 2       |
| EV/EBITDA            | 39      | 15      | 18      | 18     | 19      |
| EV/EBIT              | 70      | 70      | 27      | 26     | 30      |
| EV/NOPLAT            | 82      | 85      | 31      | 30     | 35      |
| EV/Sales             | 11      | 9       | 6       | 6      | 7       |
| EV/IC                | 3       | 3       | 3       | 2      | 2       |
| <b>盈利能力 (%)</b>      |         |         |         |        |         |
| 毛利率                  | 48.82%  | 46.74%  | 47.55%  | 48.13% | 49.38%  |
| EBITDA 率             | 21.31%  | 53.76%  | 34.64%  | 34.92% | 39.51%  |
| EBIT 率               | 8.01%   | 7.09%   | 24.15%  | 24.13% | 24.88%  |
| 税前净利润率               | 18.01%  | 16.23%  | 23.20%  | 23.81% | 25.30%  |
| 税后净利润率 (归属母公         | 15.96%  | 13.80%  | 19.58%  | 20.04% | 21.25%  |
| ROA                  | 3.26%   | 3.05%   | 6.54%   | 6.43%  | 5.73%   |
| ROE (归属母公司) (摊       | 7.06%   | 4.92%   | 9.27%   | 9.26%  | 7.40%   |
| 经营性 ROIC             | 4.07%   | 3.06%   | 8.09%   | 7.61%  | 6.71%   |
| <b>偿债能力</b>          |         |         |         |        |         |
| 流动比率                 | 1.05    | 1.34    | 2.25    | 1.21   | 3.08    |
| 速动比率                 | 1.04    | 0.97    | 2.22    | 1.19   | 3.02    |
| 归属母公司权益/有息债务         | 1.16    | 2.44    | 3.30    | 2.95   | 4.84    |
| 有形资产/有息债务            | 2.15    | 3.02    | 3.74    | 2.77   | 4.00    |
| <b>每股指标(按最新预测年度股</b> |         |         |         |        |         |
| EPS                  | 0.09    | 0.20    | 0.39    | 0.42   | 0.35    |
| 每股红利                 | 0.08    | 0.12    | 0.12    | 0.13   | 0.18    |
| 每股经营现金流              | 0.18    | 0.30    | 0.55    | 1.18   | 0.80    |
| 每股自由现金流(FCFF)        | 0.39    | 1.54    | 0.23    | -0.12  | 0.81    |
| 每股净资产                | 1.33    | 3.98    | 4.25    | 4.56   | 4.78    |
| 每股销售收入               | 0.59    | 1.42    | 2.01    | 2.11   | 1.67    |

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师声明

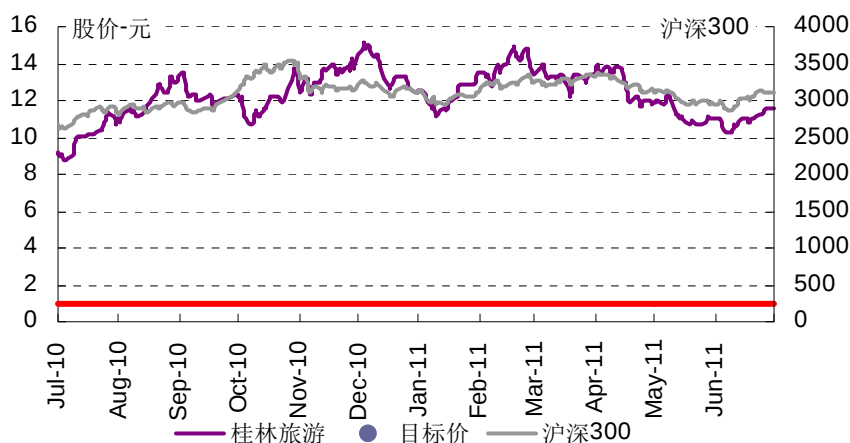
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

林玉红，上海交通大学经济学硕士、复旦大学经济学学士，2009年12月加盟光大证券研究所，主要负责旅游行业研究。

## 投资建议历史表现图

桂林旅游 (000978)



| 日期         | 股价    | 目标价   | 评级 |
|------------|-------|-------|----|
| 2008-02-29 | 20.75 | 30.00 | 增持 |
| 2008-04-28 | 20.75 | 30.00 | 增持 |
| 2008-07-22 | 11.25 | 18.70 | 增持 |
| 2008-12-08 | 6.99  | 10.00 | 增持 |
| 2010-10-29 | 11.94 | 13.00 | 增持 |
| 2011-03-31 | 12.45 | 13.00 | 增持 |
| 2011-04-26 | 13.70 | 13.00 | 中性 |

资料来源：光大证券研究所

|    |    |    |
|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 中性 |
| 减持 | 卖出 |    |

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

| 销售小组   | 姓名  | 办公电话          | 手机          | 电子邮件                  |
|--------|-----|---------------|-------------|-----------------------|
| 北京     | 王汗青 | 0755-83024403 | 13501136670 | wanghq@ebsecn.com     |
|        | 郝辉  | 010-68561722  | 13511017986 | haohui@ebsecn.com     |
|        | 黄怡  | 010-68567231  | 13699271001 | huangyi@ebsecn.com    |
| 企业客户   | 孙威  | 010-68567231  | 13701026120 | sunwei@ebsecn.com     |
|        | 吴江  | 010-68561595  | 13718402651 | wujiang@ebsecn.com    |
|        | 杨月  |               | 18910037319 | yangyue1@ebsecn.com   |
| 上海     | 李大志 | 021-22169128  | 13810794466 | lidz@ebsecn.com       |
|        | 严非  | 021-22169086  | 13127948482 | yanfei@ebsecn.com     |
|        | 王宇  | 021-22169131  | 13918264889 | wangyu1@ebsecn.com    |
|        | 周薇薇 | 021-22169087  | 13671735383 | zhouww1@ebsecn.com    |
|        | 徐又丰 | 021-22169082  | 13917191862 | xuyf@ebsecn.com       |
|        | 韩佳  | 021-22169491  | 13761273612 | hanjia@ebsecn.com     |
|        | 冯诚  | 021-22169083  | 18616830416 | fengcheng@ebsecn.com  |
|        | 黎晓宇 | 0755-83024434 | 13823771340 | lixyl@ebsecn.com      |
| 深圳     | 黄鹏华 | 0755-83024396 | 13802266623 | huanglh@ebsecn.com    |
|        | 张晓峰 | 0755-83024431 | 13926576680 | zhangxf@ebsecn.com    |
|        | 江虹  | 0755-83024029 | 13810482013 | jianghong1@ebsecn.com |
|        | 濮维娜 | 021-62152373  | 13301619955 | puwn@ebsecn.com       |
| 富尊财富中心 | 陶奕  | 021-62152393  | 13788947019 | taoyi@ebsecn.com      |
|        | 戚德文 | 021-22169152  | 15821755866 | qidw@ebsecn.com       |
|        | 郑锐  | 021-22169080  | 13761361968 | zhui@ebsecn.com       |