

行业



刘璐丹

旅游行业研究员

Tel:021-38565944

E-mail:liuld@xyzq.com.cn

## 桂林旅游 (000978)

最坏时期正在过去  
估值具备提升空间

推荐 (维持)

## 投资要点

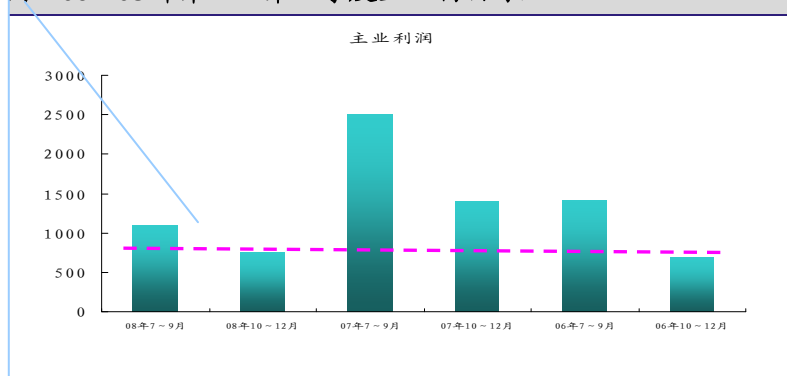
- 公司公布业绩快报, 08 年全年实现净利润约 2300 万元, 较 07 年同比下降了近六成; 全年 EPS 约 0.13 元。

## 点评:

- **第四季度一次性计入 611 万管理费用是导致公司单季基本没有利润贡献的原因。**由于公开增发终止, 本应计入发行费用的审计、评估、律师等相关费用于年末一次性计入了管理费用; 我们原预计第四季度实现约 700 万利润, 而增发费用的计提直接导致 08 年 Q4 没有利润贡献, 全年业绩与前三季度业绩相当, 折合每股收益 0.13 元。
- **收入下滑、游船成本上涨、人工费用上升, 是 08 年业绩大幅下滑的三大主因。**受到 08 年多重非经常性因素影响, 漓江游船游客接待量下滑 27%、公司各景区总计接待量下滑 11%; 直接导致主营收入的减少; 同时, 由于三季度以前油价上涨, 在游船收入大幅降低 4 成的情况下, 燃料成本反而增加约 370 万, 进一步吞噬利润空间; 新劳动法的执行增加人工费用, 公司 08 年因缴纳“五险一金” 同比增加约 555 万费用。
- **环比数据显示, 桂林旅游市场在缓慢恢复中。**漓江游船和景区在第四季度均呈回暖态势。我们测算, 扣除一次性管理费用的影响, 08 年第四季度公司的利润总额约 750 万, 尽管同比 07 年 1400 万的利润总额仍有较大差距, 但我们认为, 在 08 年多重非经常性因素、宏观经济双重打击下, 区域旅游业的恢复需要时间, 观察环比趋势能够更加密切地跟踪市场变化。由于 06~08 年公司的利润构成未发生重大变化 (08 年剥离旅行社业务仅对收入构成有影响, 对利润几乎无影响), 我们比较这三年第三、第四季度的情况, 判断 08 年第四季度的大致恢复情况。

08 年 7~9 月由于受到奥运限行、地震对旅游心理影响尚未消除等, 业绩远低于正常年份; 而 10~12 月份以来, 桂林旅游市场缓慢回暖, 尽管与 07 年相比仍有较大差距, 但与表现平稳的 06 年相比, 第四季度的下滑幅度已经明显缩小。

图 06~08 年第三、第四季度主业利润对比



资料来源: WIND, 兴业研发整理

● **春节行情平稳：考虑 08 年一季度有雪灾因素影响，今年一季度同比表现仍可期待。**

从 09 年元旦至今的桂林旅游市场状况来看，春节期间漓江游船与银子岩等景区的表现将较为平稳，与我们年度策略中“期待恢复，难待惊喜”的判断一致。但若没有其他突发性事件，在 08 年一季度低基数的基础上，今年一季报的同比表现将值得期待。09 年业绩回暖的基本保证至少有两点：

- 1、游客人数逐渐恢复，漓江游船、景区收入呈现恢复性反弹；
- 2、燃油成本的下降有助主业毛利率。

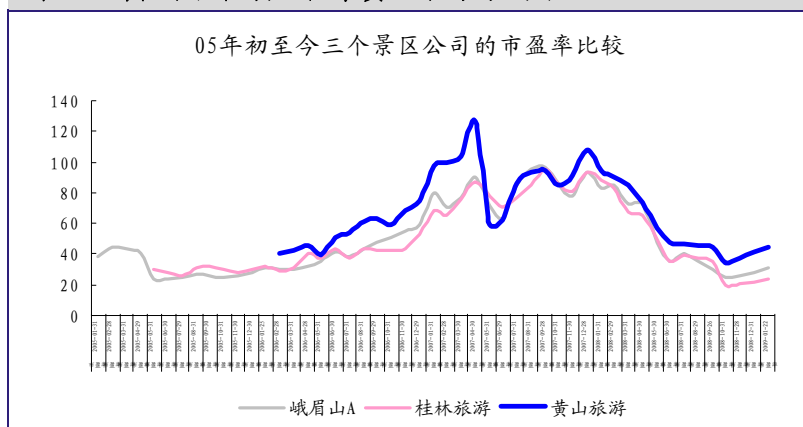
● **资源整合的前景不变，收购方案仍在与桂林市政府沟通，最早有望在 09 年 3 月后重新启动收购。**

收购“两江四湖”是公司势必而为的发展计划，据我们了解，自 08 年 12 月增发终止后，公司目前主要在就新的收购方案与桂林市政府做初步沟通。我们认为最早有望在 09 年 3 月以后，重新启动收购。

● **我们对 09 年公司原主业的判断仍是以恢复为主，**在不考虑两江四湖和大瀑布饭店业绩贡献情况下，维持 09~10 年业绩预测不变，预计每股收益分别为 0.32 元、0.37 元。只考虑现有业务，2010 年的动态市盈率也仅为 19 倍。

● **我们认为目前是长期投资者战略建仓的良好时机；**目前，黄山旅游、峨眉山等垄断资源类的景区公司估值水平分别高出桂旅 87% 和 31%。桂林旅游市场景点较散较多，但旅游线路流畅，我们认为公司作为桂林区域旅游资源的整合平台，在“两江四湖”并入后，随着市场将对其旅游资源的垄断性逐步认同，桂旅的估值具备了较大的提升空间。维持此价位上的“推荐”评级。

图 目前桂旅估值明显低于黄山旅游与峨眉山 A



资料来源：WIND，兴业研发整理

- 3 -