

研究员：
程艳华
商贸旅游行业
(8621)64718888-
1212

桂林旅游（000978）

——业绩有望实现恢复性增长，关注增发重新启动

1、业绩符合预期

2008 年,公司实现营业收入 20,228.80 万元,同比下降 38.91%;实现利润总额 2,737.11 元,同比下降 57.38%;实现归属于母公司所有者的净利润 2,315.29 万元,同比下降 56.42%;实现每股收益 0.13 元。公司业绩符合预期。此外,08 年利润分配预案为:每 10 股派发现金 3 元(含税),共计分配股利 53,100,000 元。

2、收入下降和费用上升导致公司业绩下滑

报告期,公司主营业务收入大幅下降和公司合并报表范围减少,导致营业收入同比下降 38.91%。公司期间费用合计为 8,101 万元,较上年提高 1,063 万元;期间费用率为 40.05%,较上年提高了 18.79 个百分点。收入下降和费用上升导致公司净利润的增长率较上年下降 56.42%。

3、广东国民休闲计划的实施将为公司带来实质性的利好

2009 年 2 月 23 日“广东国民旅游休闲计划”启动试行,提出了落实带薪休假制度,弹性安排带薪休假时间 18 项具体的政策措施,该政策引导居民在“五一”等法定节假日前后集中安排休假,以形成事实黄金周。从目前广东旅游行业的情况来看,较多旅行社已按照 7 天假期安排“五一”期间的工作任务。

考虑到经济下滑可导致居民可支配收入下降,国内居民的出游将以短线游为主,出行半径可能缩小,这将对桂林旅游这类靠近客源地的优质景区有一定利好作用。广东国民旅游休闲计划已启动试行,而桂林离广西最近,这将对业绩带来实质性利好。

4、增发有望重启

公司原拟在 2008 年底前完成该次公开增发,因当时股市持续低迷,该次公开增发于 2008 年 12 月 2 日因股东大会决议的有效期限届满终止。公司年报披露,为整合桂林旅游资源,做大做强桂林旅游业,拓展公司旅游产业的盈利能力,2009 年公司将根据证券市场情况继续再融资工作,募集资金用于收购、整合旅游资源,改造原有的景点、景区

联系人

张燕华
(8621)64718888-
1287
zhangyanhua@st
ocke.com.cn
上海市长乐路
1219 号长鑫大厦
18 层
(200031)

等。预计，公司的增发有望近期重启。若公司成功实现收购漓江大瀑布饭店、两江四湖景区等资源，将进一步有效增强公司竞争力，提升其业绩。

5、给予“推荐”评级

受重大自然灾害的影响，公司 2008 年业绩大幅下滑，但也为 2009 年业绩增长奠定了较好的基础。考虑到公司将实现恢复性增长以及广东省国民休闲计划的执行，预计，2009 年和 2010 年公司将实现净利润 4,718 万元和 5,631 万元，实现每股收益 0.27 元和 0.32 元。目前国内景区类公司的 09 年动态市盈率在 32-38 倍左右，考虑到公司拥有较多质地优良的垄断性资源，再加上存在强烈的重启增发进行资产整合的预期，我们给予公司 09 年 36-40 倍 PE，合理估值区间为 9.72-10.8 元。以公司 2009 年 3 月 23 日收盘价 9.62 元来计算，动态市盈率为 35.6 倍，我们给予“推荐”评级。

1、公司基本财务情况

(1) 主要财务指标

表 1 公司主要财务指标

项目	2006 年	2007 年	2008 年
盈利能力			
毛利率 (%)	42.95	38.90	46.81
净利率 (%)	15.70	16.51	11.22
净资产收益率 (%)	10.36	11.30	4.68
成长能力			
营业收入增长率 (%)	9.47	10.94	(38.91)
营业利润增长率 (%)	26.85	7.93	(57.89)
净利润增长率 (%)	21.73	17.47	(56.42)
营运能力			
应收账款周转率 (次)	6.76	7.90	4.75
存货周转率 (次)	54.94	65.90	36.23
流动资产周转率 (次)	2.27	2.19	1.08
偿债能力			
资产负债率 (%)	44.34	39.88	42.68
流动比率 (倍)	0.48	0.66	0.90
速动比率 (倍)	0.47	0.65	0.89
经营活动产生的现金流量净额/带息债务 (倍)	0.35	0.28	0.11
现金流量			
销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入 (%)	112.52	104.56	98.06
经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入 (%)	33.43	22.74	19.97
收益质量			
营业外收支净额 / 利润总额 (%)	(6.00)	1.19	2.38
价值变动净收益/利润总额 (%)	28.16	29.83	87.37
所得税 / 利润总额 (%)	15.54	14.89	17.07

资料来源: WIND, 浙商研究

从成长能力方面来看, 2008 年, 受自然灾害影响, 公司主营业务收入大幅下滑, 再加上费用不断上升, 导致公司净利润的增长率较上年下降 56.42%。

需要指出的是, 中国国旅 (桂林) 国际旅行社有限公司自 2008 年 3 月不再纳入合并报表导致公司旅行社业务收入还未达到上年的 10%, 再加上公路班线客运业务收入也下降了将近 60%, 上述两种毛利率较低的业务收入下降幅度远高于毛利率水平较高的漓江旅游客运业务和景区业务, 导致公司毛利率由上年的 38.90% 上升为报告期年的 46.81%。

(2) 4 季度费用同比、环比较上年上升较快

表 2 公司 4 季度业绩的同比和环比增长情况

单位: 万元, 元/股, %

项目	07 年 4 季度	08 年 3 季度	08 年 4 季度	08 年 4 季度 同比增长率	08 年 4 季度 环比增长率
营业收入	8,350.95	4,913.41	5,598.36	-32.96%	13.94%
营业成本	5,499.00	2,756.60	2,909.10	-47.10%	5.53%
销售费用	142.44	111.33	121.83	-14.47%	9.43%
管理费用	1,015.95	1,196.89	2,356.86	131.98%	96.91%
财务费用	441.86	528.96	527.88	19.47%	-0.20%
期间费用	1,600.25	1,837.19	3,006.56	87.88%	63.65%
投资收益	434.98	1,033.80	737.10	69.46%	-28.70%
营业利润	1,404.76	1,076.63	142.53	-89.85%	-86.76%
净利润	1,176.36	929.28	63.43	-94.61%	-93.17%
每股收益	0.07	0.05	0.00	-94.61%	-93.17%

资料来源: WIND, 浙商研究

从 4 季度业绩的同比和环比情况可以看出, 由于公司管理费用的快速上升导致其期间费用率上升幅度达到了 60%。公司的期间费用吞噬了利润空间, 导致 2008 年净利润同比和环比的下滑幅度均超过了 90%。

(3) 资本性支出较大

表 3 公司 4 季度现金流量的同比和环比增长情况

项目	07 年 4 季度	08 年 3 季度	08 年 4 季度	08 年 4 季度 同比增长率	08 年 4 季度 环比增长率
销售商品、提供劳务收到的现金(万元)	9,444.76	4,822.92	5,860.74	-37.95%	21.52%
经营活动现金流量净额(万元)	2,861.88	1,873.66	2,098.09	-26.69%	11.98%
投资活动现金流量净额(万元)	-951.85	-3,845.55	-1,094.91	-15.03%	-371.53%
筹资活动现金流量净额(万元)	-478.05	1,537.72	1,558.94	426.11%	1.38%
经营活动现金流量净额/净利润(倍)	2.43	2.02	33.08	1259.53%	1540.43%

资料来源: 公司公告, 浙商研究

近几年, 公司每年均有一定量的资本支出, 报告期公司支付收购桂林天门山旅游开发有限公司 100%股权的剩余款项 650 万元; 支付天人谷旅游有限开发有限责任公司第一期出资款 200 万元; 全资子公司桂林资江丹霞旅游有限责任公

司支付收购资源县福满园温泉度假山庄有限公司 51% 股权款项 1,198.50 万元及本期投资 1,942 万元开发天门山景区、丹霞温泉度假景区。总体上来看，公司大量的资本性支出导致投资活动产生的现金净流量为负值。

2、收入下降和费用上升导致公司业绩下滑

(1) 公司营业收入下降达 38.90%

公司成立以来主要从事旅游服务及与旅游服务相关的业务，主营业务包括游船客运、景区旅游业务、公路旅行客运、出租车业务。公司拥有桂林荔浦丰鱼岩、桂林荔浦银子岩、龙胜温泉、贺州温泉、资源天门山等景区、景点。截至 2008 年底，公司在桂林旅游市场占有较大的竞争优势，报告期公司拥有游船 84 艘，共 7,994 客位，约占桂林市漓江游船客位总数的 36%；公司漓江涉外游客的接待量约占桂林市漓江涉外游客总量的 82.64%，漓江国内游客的接待量约占桂林市漓江国内游客总量的 35.52%；公司拥有出租汽车 290 辆，约占桂林市出租汽车总量的 16%；公司及其控股子公司共拥有大中型旅游客车 178 辆，约占桂林市旅游客车总量的 10%，在桂林市旅游客车数量 and 市场份额上排名前三位。

从报告期公司收入的构成上来看，贡献收入最多的仍然是漓江旅游客运和景区业务，二者合计占公司收入的 70% 以上。由于上述两种业务的毛利率水平相对较高，对利润的贡献也是最多的。

表 4 公司营业收入和毛利率的构成情况

产品种类	营业收入			毛利率	
	总额 (万元)	占比 (%)	同比增减 (%)	比率 (%)	同比增减 (%)
漓江旅游客运	9,105.03	45.01	-23.75	54.15	-0.70
景区	7,187.28	35.53	-22.54	53.74	-3.36
公路旅游客运	1,839.34	9.09	5.44	-3.99	-20.79
出租汽车客运	1,273.74	6.30	1.90	49.4	2.67
公路客运站场(琴潭站)	301.99	1.49	12.62	26.46	13.34
公路班线客运	176.13	0.87	-59.51	48	33.83
其它	345.29	1.71	-95.79	-12.6	-13.33
合计	20,228.80	100.00	-38.91	46.81	7.91

资料来源：公司公告，浙商研究

报告期，公司实现营业收入 20,228.80 万元，同比下降 38.91%，究其原因主要是由于一方面受外界环境影响，公司主营业务收入大幅下降，另一方面，公司合并报表范围减少。①2008 年，受冰雪灾害、洪灾、四川汶川大地震以及全球金融危机的影响，公司游客接待量特别是入境游客接待量下降幅度较大。第一，占公司营业收入将近一半的漓江旅游客运业务接待量共接待游客 70.38 万人次，同比减少 26.84%，该项业务收入下降 23.75%。第二，公司景区共接待游客

134.71 万人次, 同比下降 11.15%, 其中银子岩景区接待量同比下降 5%, 公司丰鱼岩景区接待量同比下降 31%, 龙胜温泉景区接待量同比下降 25%, 贺州温泉景区接待量同比下降 9%。公司景区业务收入主要来源于控股 96.87% 的桂林荔浦银子岩旅游有限责任公司, 该公司 2008 年实现利润 2,019.95 万元。另外桂林旅游汽车运输有限责任公司共接待旅客 38.58 万人次, 同比下降 23.68 %。总体上来看, 游客接待量的下降导致公司 2008 年度营业收入减少约 4,000 万元。

②中国国旅(桂林)国际旅行社有限公司和桂林龙脊旅游有限责任公司不再纳入合并报表范围。第一, 公司于 2008 年 2 月末将控股子公司中国国旅(桂林)国际旅行社有限公司的股权全部转让, 自 2008 年 3 月 1 日起公司不再合并该公司财务报表, 财务报表该项合并范围的变化使报告期公司合并营业收入同比下降 7,817.13 万元。第二, 公司于 2007 年 8 月将持有的桂林龙脊旅游有限责任公司 39.32% 的股权转让给该公司另一股东龙胜各族自治县旅游开发有限公司。自 2007 年 9 月 1 日起, 桂林龙脊旅游有限责任公司不再纳入公司财务报表合并范围。财务报表合并范围的变化使公司本期合并营业收入比上年同期减少 923.74 万元。

(2) 期间费用较上年大幅上升

报告期, 公司期间费用合计为 8,101 万元, 较上年提高 1,063 万元; 期间费用率为 40.05%, 较上年提高了 18.79 个百分点。公司期间费用大幅上升主要是由管理费用和财务费用大幅上升所致。管理费用大幅上升主要是由于: 其一, 公司公开增发于 2008 年 12 月 24 日因股东大会决议的有效期限届满终止, 本应计入发行费用的本次增发审计、评估、律师等相关费用约 611 万元计入 2008 年度管理费用。其二, 2008 年公司执行新的劳动合同法, 职工“五险一金”同比增加约 555 万元。公司财务费用由上年的 1,640 万元上升为 1,975 万元主要是由于报告期公司增加银行贷款 9,200 万元, 而当期的银行贷款利率处于较高水平, 导致银行贷款利息支出大幅增加。

3、通达性的改善, 将加快公司的发展

桂林通往湖南、广东的高速公路已基本开通; 黔桂铁路改造提速工程(改造后贵阳至柳州比原线路缩短 119 公里)于 2008 年 12 月底已全线开通; 桂林机场跑道改扩建(可起降波音 747、A380 等大型客机)工程、湘桂铁路复线、贵阳-桂林-广州高速铁路及公路等均已开工建设。另外, 2008 年 7 月两岸直航开通, 已启动桂林机场口岸台胞签注, 桂林作为台湾游客的主要旅游目的地必将迎来更快的发展。交通通达性的改善, 将加快桂林旅游业及公司的发展。

4、广东国民休闲计划的实施将为公司带来实质性的利好

2009 年 2 月 23 日“广东国民旅游休闲计划”启动试行, 提出了落实带薪休假制度, 弹性安排带薪休假时间 18 项具体的政策措施, 该政策引导居民在“五一”等法定节假日前后集中安排休假, 以形成事实黄金周。广东的国民休闲计划是全国的一个试点, 而全国性的国民旅游休闲计划正在进一步完善, 最快能在“五

一”之前出台。从目前广东旅游行业的情况来看，较多旅行社已按照 7 天假期安排“五一”期间的工作任务。

考虑到经济下滑可导致居民可支配收入下降，国内居民的出游将以短线游为主，出行半径可能缩小，这将对桂林旅游这类靠近客源地的优质景区有一定利好作用。另外，考虑到 2008 年桂林旅游受灾害影响较为严重，2009 年将有恢复性增长，再加上广东国民旅游休闲计划已启动试行，而桂林离广西最近，这将对业绩带来实质性利好。

5、增发有望重启

公司原拟在 2008 年底前完成该次公开增发，因当时股市持续低迷，该次公开增发于 2008 年 12 月 2 日因股东大会决议的有效期届满终止。公司年报披露，为整合桂林旅游资源，做大做强桂林旅游业，拓展公司旅游产业的盈利能力，2009 年公司将根据证券市场情况继续再融资工作，募集资金用于收购、整合旅游资源，改造原有的景点、景区等。预计，公司的增发有望近期重启。若公司成功实现收购漓江大瀑布饭店、两江四湖景区等资源，将进一步有效增强公司竞争力，提升其业绩。

6、给予“推荐”评级

受重大自然灾害的影响，公司 2008 年业绩大幅下滑，但也为 2009 年业绩增长奠定了较好的基础。考虑到公司将实现恢复性增长以及广东省国民休闲计划的执行，预计，2009 年和 2010 年公司将实现净利润 4,718 万元和 5,631 万元，实现每股收益 0.27 元和 0.32 元。目前国内景区类公司的 09 年动态市盈率在 32-38 倍左右，考虑到公司拥有较多质地优良的垄断性资源，再加上存在强烈的重启增发进行资产整合的预期，我们给予公司 09 年 36-40 倍 PE，合理估值区间为 9.72-10.8 元。以公司 2009 年 3 月 23 日收盘价 9.62 元来计算，动态市盈率为 35.6 倍，我们给予“推荐”评级。

表 5 公司财务指标及其盈利预测

项目	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入（万元）	29,848	33,113	20,229	23,263	26,287
营业收入增长率（%）	9.47%	10.94%	-38.91%	15.00%	13.00%
营业利润（万元）	5,880	6,346	2,672	5,537	6,609
利润总额（万元）	5,547	6,422	2,737	5,551	6,625
净利润（万元）	4,522	5,312	2,315	4,718	5,631
净利润增长率（%）	21.73%	17.47%	-56.42%	103.79%	19.35%
净资产收益率（%）	10.84%	11.30%	4.68%	9.58%	10.26%
每股收益（元/股）	0.26	0.30	0.13	0.27	0.32

每股净资产 (元/股)	2.36	2.66	2.80	2.78	3.10
-------------	------	------	------	------	------

资料来源：公司公告，浙商研究

7、风险提示

(1) 公司主要从事旅游服务业务，其业绩容易受到政治、经济、军事、社会、自然灾害、突发事件、重大疫情等各种重大事件的影响而出现波动。

(2) 公司目前经营漓江游船、景区景点、公路客运、出租车等业务，存在地域和业务上的分散性，管理跨度和幅度较大，客观上面临一定的经营管理风险。

(3) 公司主要业务中的漓江游船船票、景点门票由桂林市政府物价部门统一定价，在未取得有关部门批准之前不能根据市场变化及时调节船票和门票的价格，因此公司的价格决策权受一定的限制。

(4) 公司从 2002 年起享受 15% 的企业所得税优惠税率。根据新颁布的《企业所得税法》，自 2008 年 1 月 1 日起，企业所得税的税率为 25%。民族自治地方的自治机关对本民族自治地方的企业应缴纳的企业所得税中属于地方分享的部分，可以决定减征或者免征，可以在《企业所得税法》施行后五年内，逐步过渡到《企业所得税法》规定的税率。《企业所得税法》的施行对公司享有的税收优惠政策可能会产生一定影响。

研究员介绍:

程艳华: 管理学学士, 经济学硕士, 2008 年初加入浙商证券研究所, 现为商业贸易行业和旅游酒店行业研究员, 拥有四年财务会计和资信评估从业经历。

投资评级的说明:

股票投资评级

强烈推荐: 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上;

推荐: 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 10% - 20%;

中性: 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%;

回避: 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上;

行业投资评级

推荐: 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数;

中性: 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平;

回避: 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数;

特别声明:

本报告版权归“浙商证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。