

增发有助于增厚短期业绩

研究结论

- **收购优势景区资源有助于增强公司长期竞争力。**在公司的战略规划中，地区资源整合是战略发展的重点，这几年公司也一直致力于收购周边的优质景区，但大型景区项目却较少。此次的“两江四湖”和漓江大瀑布项目是桂林地区少数的几个优质景区项目，尤其是“两江四湖”是国家 4A 级景区，作为桂林一条全新的旅游线路，已开通夜游和日游产品，未来与桂林传统的“三山二洞”相结合可形成一条新的旅游线路，发展前景非常广阔。对公司此次收购的项目，我们维持积极的评价，中长期来看增发收购以上优质资产是公司的一次战略性机遇。
- **2010-2011 年行业有望出现持续快速恢复性增长，前景看好。**由于 08-09 年旅游业受到一系列负面因素影响，公司业绩出现一定程度下滑。当前情况，甲流虽然对国内旅游影响尚有限，但对入境游影响较大，桂林地区入境客源的比重占到近 20%，受到负面影响相对较大。随着“春节”黄金周等传统假日的来临，旅游行业有望出现持续快速的回复，短期内需求有望出现爆发式增长，对公司产生积极影响。
- **大桂林的交通条件进一步改善，助推公司业绩增长。**景区通达性的提高将推动国内外游客特别是珠三角及东南亚游客的增长。桂林至贺州高速公路已通车，广州至贺州高速公路的通车后，由珠三角地区驾车 4 小时即可抵达桂林；贵阳至广州高速铁路桂林至广州段通车后，由广州乘火车至桂林仅需 3 小时。上述两线交通线路通车后，桂林作为珠三角后花园的旅游度假功能将进一步加强，这将直接刺激珠三角地区自驾游和公路客运游客数量的增长，拉动桂林周末休闲度假旅游产品的市场需求。
- **短期来看，增发有助于增厚公司每股收益。**考虑到甲流对国内旅游业影响尚有限，上调公司 09 年每股收益至 0.19 元。如果 2010 年初成功实行增发，则全年业绩有望达到 1.1 亿元，按照 2.77 亿股测算，每股收益 0.40 元。桂林漓江大瀑布酒店、两江四湖和福隆园项目将成为未来主要的利润增长点。目前股价 2010 年动态市盈率 19 倍（增发后），考虑到收购优势景区资源长期利好，维持增持评级。
- **催化剂：景区提价预期。**公司下属景区近年一直没有提价，在旅游内容和服务升级，行业需求回暖的有利背景下，桂林地区主要景区有较强的提价预期。如，两江四湖日结算价有望从 25 元/人次，提高至 30 元/人次；夜游结算价有望从目前的 105 元/人次（含代理费）提高至 120 元/人次，幅度平均在 15-20%，初步预计 2010 年二季度将实施。银子岩和漓江游船也有提价预期。
- **主要风险：增发如果慢于预期，或者募得资金不足，会影响短期业绩，从而会影响我们盈利预测的准确性。**



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游行业资深分析师

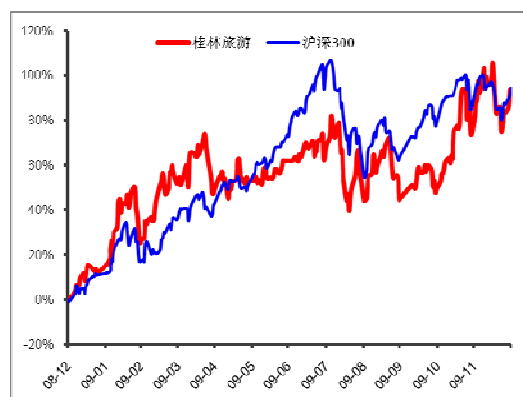
8621-63325888 × 6080

yangy@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 12 月 30 日)	12 元
目标价格 (6 个月)	16 元
总股本/A 股 (万股)	17700
A 股市值 (亿)	21
国家/地区	中国
行业	旅游
报告日期	2009 年 12 月 30 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	12.05%	45.05%	92.76%
相对表现 (%)	9.47%	-18.84%	-1.35%

资料来源：WIND

财务预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入 (百万)	331	202	211	545
营业利润 (百万)	63	27	41	137
净利润 (百万)	53	23	33	111
每股收益 (元)	0.30	0.13	0.19	0.40
净资产收益率 (%)	11.3%	4.7%	7.0%	7.2%
每股经营现金流 (元)	0.43	0.22	0.73	0.25
市盈率(X)	40.1	92.1	64.0	19.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

投资要点

近期公司定向增长预案获得证监会有条件通过，短期内有望实施增发预案。我们认为：

收购优势景区资源有助于增强公司长期竞争力。在公司的战略规划中，地区资源整合是战略发展的重点，这几年公司也一直致力于收购周边的优质景区，但大型景区项目却较少。此次的“两江四湖”和漓江大瀑布项目是桂林地区少数的几个优质景区项目，尤其是“两江四湖”是国家 4A 级景区，作为桂林一条全新的旅游线路，已开通夜游和日游产品，未来与桂林传统的“三山二洞”相结合可形成一条新的旅游线路，发展前景非常广阔。对公司此次收购的项目，我们维持积极的评价，中长期来看增发收购以上优质资产是公司的一次战略性机遇。

我们认为优质景区的估值应更多的考虑景区未来的潜在收益，而时间上要放长到 5—10 年，虽然景区交易较少，国内旅游旺盛的需求和优质景区的相对稀缺性促使优质景区实际价值的升值幅度要远大于一般资源性产品。仅以当期盈利性对景区进行估值会造成估值上严重低估。

大桂林的交通条件进一步改善，助推公司业绩增长。景区通达性的提高将推动国内外游客特别是珠三角及东南亚游客的增长。桂林至贺州高速公路已通车，广州至贺州高速公路的通车后，由珠三角地区驾车 4 小时即可抵达桂林；贵阳至广州高速铁路桂林至广州段通车后，由广州乘火车至桂林仅需 3 小时。上述两线交通线路通车后，桂林作为珠三角后花园的旅游度假功能将进一步加强，这将直接刺激珠三角地区自驾游和公路客运游客数量的增长，拉动桂林周末休闲度假旅游产品的市场需求。

2010-2011 年行业有望出现持续快速恢复性增长，前景看好。由于 08-09 年旅游业受到一系列负面因素影响，公司业绩出现一定程度下滑。当前情况，甲流虽然对国内旅游影响尚有限，但对入境游影响较大，桂林地区入境客源比重占到近 20%，受到负面影响相对较大。随着“春节”黄金周等传统假日的来临，旅游行业有望出现持续快速的回复，短期内需求有望出现爆发式增长，对公司传统业务和新收购景区的经营将产生积极影响。

短期来看，增发有助于增厚公司每股收益。考虑到甲流对国内旅游业影响尚有限，上调公司 09 年每股收益至 0.19 元。如果 2010 年初成功实行增发，则全年业绩有望达到 1.1 亿元，按照 2.77 亿股股本测算，每股收益 0.40 元。目前股价 2010 年动态市盈率 19 倍（增发后），考虑到收购优势景区资源长期利好，维持增持评级。

催化剂：景区提价预期。公司下属景区近年一直没有提价，在旅游内容和服务升级，行业需求回暖的有利背景下，桂林地区主要景区有较强的提价预期。如，两江四湖日结算价有望从 25 元/人次，提高至 30 元/人次；夜游结算价有望从目前的 105 元/人次（含代理费）提高至 120 元/人次，幅度平均在 15-20%，初步预计 2010 年二季度将实施。另外，银子岩和漓江游船也有提价预期。

主要风险：旅游业是对重大政治、经济、自然等事件非常敏感的行业，如果发生以上对行业形成负面影响的重大事件将对短期行业产生重大影响；增发如果慢于预期，或者募得资金不足，会影响短期业绩，从而影响我们盈利预测的准确性。

1. 收购优势景区资源有助于增强公司长期竞争力

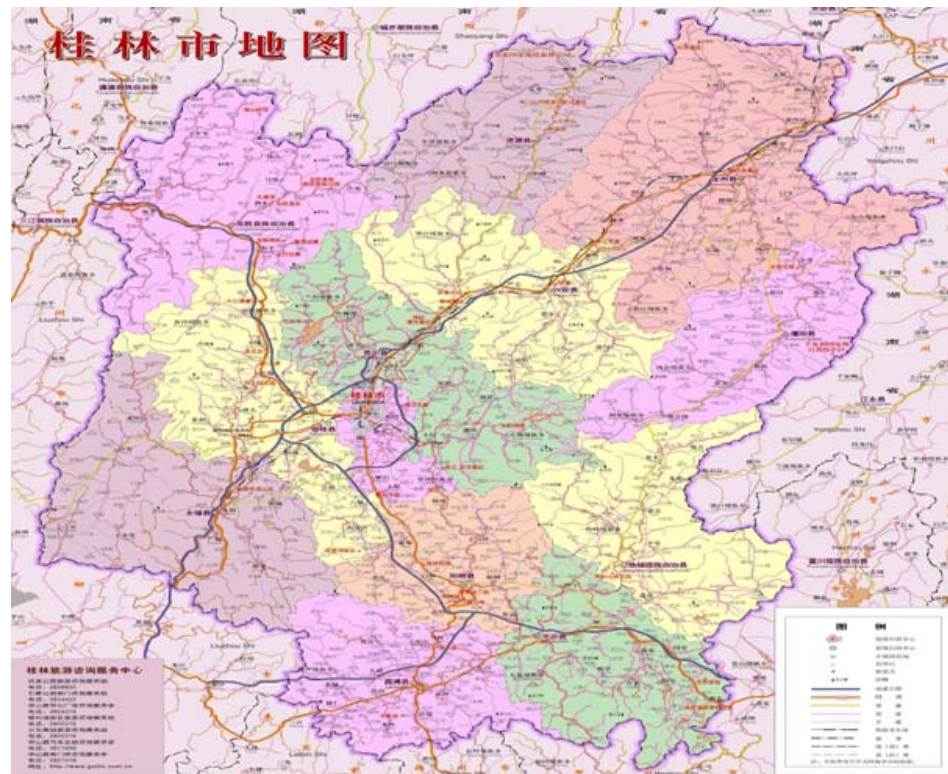
在公司的战略规划中，地区资源整合是战略发展的重点，这几年公司也一直致力于收购周边的优质景区，但大型景区项目却较少。此次的“两江四湖”和漓江大瀑布项目是桂林地区少数的几个优质景区项目，尤其是“两江四湖”是国家 4A 级景区，作为桂林一条全新的旅游线路，已开通夜游和日游产品，未来与桂林传统的“三山二洞”相结合可形成一条新的旅游线路，发展前景非常广阔。对公司此次收购的项目，我们维持积极的评价，中长期来看增发收购以上优质资产是公司的一次战略性机遇。

积极实施资源控制战略

公司作为桂林市最大的上市旅游企业集团，拥有漓江游船客运、景区旅游业务、公路旅行客运、出租车业务，在漓江游船客运业务、地区的主要景区、景点具有资源独占性。近年公司积极推进旅游资源控制战略，初步形成目前对环桂林主要旅游资源的控制。如，上市后控股了桂林荔浦丰鱼岩、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，并与桂林旅游发展总公司合作开发桂林名牌景区---七星景区和象山景区。

收购完成后公司实现了对桂林主要旅游线路的控制。南线，从桂林市到阳朔银子岩等，收购前公司主要控制的景区线路；北线，从桂林至乐满地龙胜温泉龙脊梯田天门山等，近年公司开始涉足北线景区的收购；市区范围主要是以两江四湖和传统的象鼻山伏波山等环桂林水系，后者经与控股股东的合作具有管理权，前者是此次收购的核心资产。

图1：桂林主要旅游线路图



优质景区资源在中国将长期处于稀缺状态

虽然中国是世界上旅游资源最丰富的国家之一，但考虑到庞大的人口及日益增长的旅游需求，国内景区在未来将长期保持稀缺性，尤以休闲度假类景区为甚。从需求来看，当前国内如北京、上海等部分一线城市和地区人均 GDP 在 5000 美元以上，休闲度假类需求将出现快速增长，保守估计近几年的增速在 20% 以上，且随着富裕地区范围的扩大，这部分需求的实际增速可能更快。供给来看，在当前全国近 2 万个旅游景区中，真正用于度假的预计仅 5%，其中高品质的休闲度假类景区尤其稀缺。日益增长的旅游需求和相对短缺的景区供给将是未来较长时间内国内旅游业的主要矛盾。虽然这些景区当前的盈利性尚不强，但随着周边交通环境的持续改善，景区的稀缺性将得到充分体现。

从公司来看，虽然当前仅银子岩、七星景区和象山景区对公司的利润贡献较大，其余多数景区处于培育期对净利润贡献较小，但随着交通环境的改善和借助公司对资源的整合和线路的营销能力，我们认为龙温泉、贺州温泉等景区将在 2-3 年后成为公司主要的利润来源。此次收购完成后，两江四湖业务范围将从游船为主扩大至休闲购物等，随着游客人次的增长，其收入和盈利性将出现持续较快的增长。

值得一提的是：我们认为优质景区的估值应更多的考虑景区未来的潜在收益，而时间上要放长到 5-10 年，虽然景区交易较少，国内旅游旺盛的需求和优质景区的相对稀缺性促使优质景区实际价值的升值幅度要远大于一般资源性产品。仅以当期盈利性对景区进行估值会造成估值上严重低估。

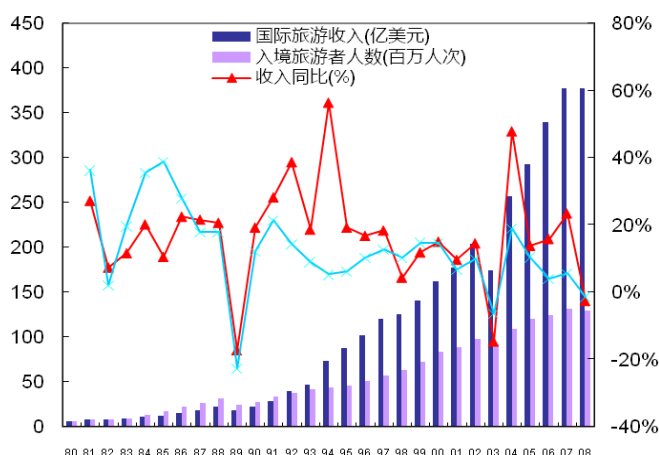
2. 2010-2011 年旅游行业前景看好

甲流影响 09 年行业恢复性增长。由于 08-09 年旅游业受到一系列负面因素影响，公司业绩出现一定程度下滑。当前情况，甲流虽然对国内旅游影响尚有限，但对入境游影响较大，桂林地区入境客源的比重占到近 20%，受到负面影响相对较大。随着“春节”黄金周等传统假日的来临，旅游行业有望出现持续快速的回复，短期内需求有望出现爆发式增长，对公司传统业务和新收购景区的经营将产生积极影响。

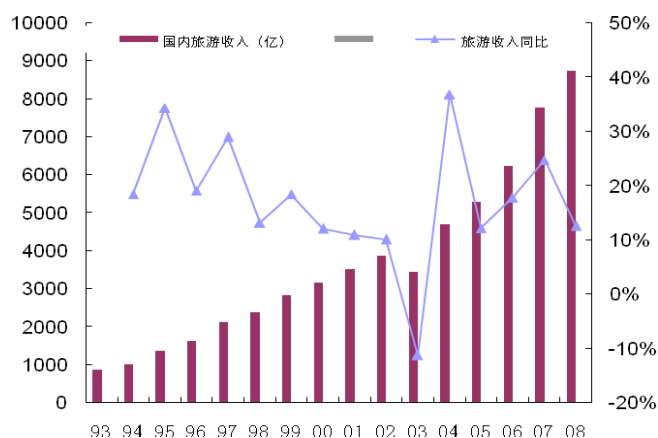
08-09 年国内旅游需求受到明显抑制

08 年以来受到一系列负面因素影响，旅游行业持续快速发展的态势被打破。虽然从旅游接待人次和旅游收入来看，行业整体仍保持快速的增长势头，但从微观主体来看，尤其是上市旅游公司来看，其收入和净利润受到的影响是明显的。

09 年，影响旅游行业的负面因素集中于金融危机和甲流。随着各类经济振兴计划的执行，国内外的经济出现一定复苏，而股市的持续上涨促进了旅游等高端消费的增长，金融危机的影响已经日渐减弱。甲流从四月开始影响逐步加剧，在度过了最初的恐慌期后，甲流的低死亡率和易治愈性使得其对国内旅游业的影响相对较小。09 年 8 月至今，我们观察得到国内旅游业的复苏步伐明显加快，主要景区基本达到或者超过 08 年同期水平，部分地区接近 07 年水平。

图 2： 入境旅游人次和收入情况


资源来源：东方证券研究所

图 3： 国内旅游收入情况


资源来源：东方证券研究所

入境游：受到负面影响最大

截止到 09 年 11 月，全国接待入境旅游人次累计达 1.15 亿人次，同比下降 3.03%，其中过夜旅游者人次累计达 4644.52 万人次，同比下降 4.75%。

虽然从数据看 09 年入境旅游同比下降幅度不大，但从旅游社和景区了解的情况是，截止到目前累计接待的入境旅游者人次同比下降仍在 20% 以上。和上半年近 40% 以上的下降相比，当前入境游市场仍出现一定程度恢复，但以外国人为主的实质性的恢复预计到 2010 年。

表 1： 主要客源国入境旅游人次变化情况（09 年）

	计量单位 UNIT	11 月 NOV	同比增长(%) GROWTH(%)	1-11 月 JAN-NOV	同比增长(%) GROWTH(%)
入境旅游人数	万人次	1 039.56	-1.47	11 546.93	-3.03
# 外国人	万人次	189.27	-1.02	2 001.40	-11.35
香港同胞	万人次	631.26	-1.21	7 053.09	-1.4
澳门同胞	万人次	180.48	-5.55	2 080.49	-0.51
台湾同胞	万人次	38.56	14.02	411.94	1.59
过夜旅游人数	万人次	423.96	-0.72	4 644.52	-4.75
# 外国人	万人次	153.26	-1.33	1 613.84	-11.8
香港同胞	万人次	207.4	-1.33	2 325.95	-0.69
澳门同胞	万人次	30.56	-5.41	352.4	-0.2
台湾同胞	万人次	32.75	12.18	352.33	0.27
入境旅游（外汇）收入	亿美元	33.6	3.29	362.3	-3.9
# 外国人	亿美元	19.27	3.15	202.95	-7.78

香港同胞	亿美元	7.94	4.82	88.9	5.2
澳门同胞	亿美元	2.18	-22.99	25.16	-18.79
台湾同胞	亿美元	4.21	22.25	45.3	9.26

资料来源：东方证券研究所

2010-2011 年行业景气将明显回升

展望未来 3-6 个月，我们对行业的观点是看好

金融危机和甲流的影响总体是短期的局部的，随着影响的减弱，2010-2011 年旅游行业有望出现持续快速的生长。

虽然目前阶段甲流仍在蔓延，对出入境和国内旅游业造成负面影响，但是从半年多以来甲流的发展情况来看，社会公众受此的影响已经非常有限，即使在某一时期，如 1-2 个月感染人数明显增加，但对整体旅游市场的影响将非常有限。从近年行业发展来看，无论是金融危机还是甲流对行业的影响整体是有限的。09 年初，国家旅游局做了一份问卷调查，有高达 92% 的受访者有意愿在 2009 年进行旅游活动。从 09 年各地的运行情况来看，虽然人均消费受到一定的抑制，但游客人次平均增幅在 5-10%，个别地区仍保持近 20% 的增长（如北京星级酒店接待国内游客 1-11 月累计增幅 20.1%）。展望未来 3-6 个月，随着负面因素的减弱，春节等传统节日的来临，旅游需求有望出现爆发式增长。

中长期，行业前景看好

世界旅游组织根据中国的发展预测，中国到 2015 年入境旅游要超过 1 亿人次，成为全球第一大入境国，因为中国增长速度快，2015 年出境旅游也将达到 1 亿人次，国人在海外消费预计将超过 1000 亿美元。到 2015 年国内旅游应该人均出游 2 次，按照 2006 年的基数就是 28 亿人次，2015 年国内旅游市场将有 30 亿人次。到时候国内旅游总收入就达到 2 万亿元。旅游将形成一个庞大的产业。从当前来看，08 年旅游业占 GDP 的比重是 4.05%，发达国家一般是 10%，日本已经是 10% 以上，考虑到旅游业的增值效应（世界旅游组织作出的测算，旅游业每直接收入 1 元，会给国民经济相关行业带来 4.3 元增值效益）和此次国务院将旅游业提升为国家级战略性支柱产业，我们认为，未来一系列行业刺激政策有望出台，在 2020 年前行来有望长期保持快于同期 GDP 5 个百分点以上的速度增长。

我们预计 2010 年国内旅游业收入增幅在 20% 以上，2011 年仍有望保持在 15% 以上，入境游方面恢复可能慢于国内游，预计随着 2010 年上海世博会的召开将出现明显复苏，全年增幅有望达到 5-10%。景区、旅行社和酒店业绩有望全面复苏，其中景区将成为最大的受益者。

交通环境改善助推桂林旅游业发展

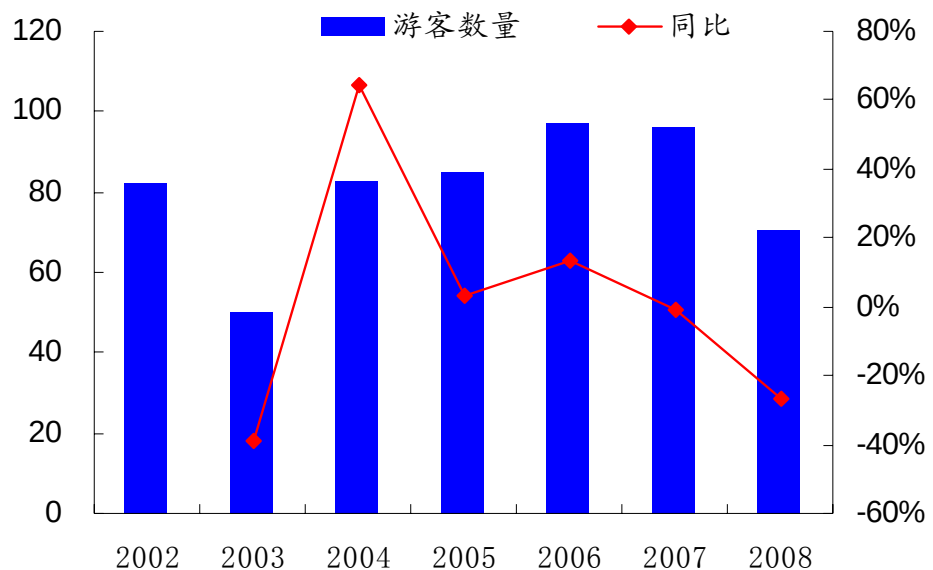
09 年前 11 个月，桂林共接待游客 1733.33 万人次，同比增长 14.14%。其中，国内游客 1615.22 万人次，入境游客 118.11 万人次，同比分别增长 15.32% 和 0.11%。预计桂林全年接待游客将达 1800 万人次，比去年约增长 13%。数据显示，入境客源上半年下降近 50%，当前阶段已经基本恢复；国内市场虽然经受了金融危机和甲流的冲击，但仍保持了较快的恢复。预计随着短期负面因素影响的减弱，和周边交通环境的改善，未来二年桂林的旅游人次将出现持续快速的生长，年增幅预计在 15% 以上。

未来 3-5 年，桂林交通改善明显。桂林至贺州高速公路已于 2009 年 2 月全线贯通，广州至贺州高速公路预计 2009 年底通车；通往湖南的桂林至黄沙河高速公路预计于 2009 年底建成通车；昆明至汕头高速公路已开工建设，预计 2010 年底开通；湘桂铁路复线已开工（设计时速 200 公里），预计 2011 年底建成；设计时速 250 公里/小时的贵阳至广州高速铁路桂林至广州段将于 2009 年 10 月开工建设，预计将于 2012 年 10 月全线通车。桂林两江国际机场以跑道延长为主的扩建工程已于 2006 年 8 月完工并启用，可起降波音 747、A380 等大型客机。目前，通航桂林机场的中外航空公司已达 48 家，机场开通航线 48 条，覆盖 8 个国际（地区）城市、30 个国内城市。

随着上述工程陆续建设完成，整个大桂林的交通条件进一步改善，景区通达性的提高将推动国内外游客特别是珠三角及东南亚游客的增长。桂林至贺州高速公路已通车，广州至贺州高速公路的通车后，由珠三角地区驾车 4 小时即可抵达桂林；贵阳至广州高速铁路桂林至广州段通车后，由广州乘火车至桂林仅需 3 小时。上述两线交通线路通车后，桂林作为珠三角后花园的旅游度假功能将进一步加强，这将直接刺激珠三角地区自驾游和公路客运游客数量的增长，拉动桂林周末休闲度假旅游产品的市场需求。

图 4：桂林旅游漓江游船接待情况

单位：万人次，%



资料来源：公司公告

3. 增发有助于增厚公司每股收益

短期来看，增发有助于增厚公司每股收益。考虑到甲流对国内旅游业影响尚有限，上调公司 09 年每股收益至 0.19 元。如果 2010 年初成功实行增发，则全年业绩有望达到 1.1 亿元，按照 2.77 亿股本测算，每股收益 0.40 元。

此次公司定向增发拟融资近 11 亿，主要用于四个项目，分别是 1.收购桂林漓江大瀑布饭店 100%权益项目；2.整体收购桂林市“两江四湖”环城水系项目；3.银子岩景区改扩建工程项目；4.偿还桂林漓江大瀑布饭店向农业银行的长期贷款。

表 2：桂林旅游非公开发行股票募集资金将用于以下项目：

序号	项目名称	拟投入募集资金数额
1	收购桂林漓江大瀑布饭店 100%权益项目：桂林漓江大瀑布饭店的评估价值为 12,409.96 万元	12,409.96 万元
2	整体收购桂林市“两江四湖”环城水系项目：①收购桂林市环城水系建设开发资产（含下属公司股权），评估价值为 52,319.56 万元 ②支付桂林市环城水系建设开发公司为福隆园房地产项目已发生的实际费用 9,374.12 万元，承继福隆园项目	61,693.68 万元
3	银子岩景区改扩建工程项目	4,843.50 万元
4	偿还桂林漓江大瀑布饭店向中国农业银行桂林象山支行借取的 30,500 万元长期贷款	30,500 万元
	合计	109,447.14 万元

资料来源：东方证券研究所 公司公告

桂林漓江大瀑布饭店：负债减少后经营效益将明显提高

漓江大瀑布饭店是目前广西规模最大、设施设备最豪华的五星级饭店，地理位置非常优越，房价和出租率长期处于地区领先水平。酒店位于桂林城中区，又处于杉湖与漓江的交汇处，从商业区位而言，饭店地处桂林市黄金地段中心广场，东西两侧是桂林最繁华的旅游购物休闲街，南面是桂林“两江四湖”环城水系旅游路线的驳船点之一和桂林水上公园的入口；共 652 间房，房价和入住率长期处于地区较高水平，08—09 年受金融危机等一系列负面因素影响，平均入住率有一定幅度下降，但值得一提的是房价水平却稳步提高，优质酒店资源价值凸出。

10-11 年的增长主要来自于二方面：一是受益于旅游市场的恢复性增长。我们预计 10-11 年国内游市场有望保持 15-20%的年均增长率，入境游市场自 10 年中期开始将出现快速增长，受此影响预计酒店年均增长率在 10-15%，2011 年酒店经营效益有望超过 07 年水平；二是长期负债偿还后利息支出的节减影响，08 年酒店利息支出 3007 万元，其中欠农业银行 3.05 亿长债的利息支出近 2000 余万元。此次如果足额募得资金将使年利息支出至少减少 2000 万元。

考虑到此次融资及长债逐步偿还等因素，保守估计 09-11 年桂林漓江大瀑布酒店的净利润分别是 150 万元，958 万元和 1650 万元。

表 3：桂林漓江大瀑布饭店盈利预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
平均房价	407	480	557	520	550
平均入住率	79.81%	79.51%	57.93%	55.00%	60.00%
客房收入	7635	8956	7608	6806	7853

同比		17.30%	-15.05%	-10.54%	15.38%
其他收入	4467	5071	4547	4002	4482
同比		13.52%	-10.32%	-12.00%	12.00%
收入小计	12102	14027	12155	10808	12335
同比		15.91%	-13.34%	-11.09%	14.13%
毛利率	55.62%	59.86%	57.16%	57.00%	58.00%
成本	5371	5630	5208	4647	5181
净利润	729	1370	28	150	958
净利润率	6.02%	9.77%	0.23%	1.39%	7.77%

资料来源：东方证券研究所 公司公告

“两江四湖”环城水系项目：公司未来主要盈利增长点

此次收购“两江四湖”后，公司将对景区做四方面的改造和创新：

1、实现“两江四湖”环城水系与桂林精华景区“三山两洞”联动发展，打造水上游桂林的新型游览模式。将“两江四湖”环城水系游与桂林传统经典产品“三山两洞”进行有效链接和重新组织，促进游览模式从纯观光型向体验式转变，推出新一代旅游产品，形成桂林市中心区精华一日游，使目前陆路游览市区、陆路游览“三山两洞”向水路、陆路游览并举，并形成以水路游览为主的新型游览格局转化。可以通过两江四湖与市内景区的联动，形成新的运营模式与盈利模式，延长客人的停留时间，提高效益。

2、进一步打造“五江四湖”游，延伸“两江四湖”游览方式和内涵逐步启动桃花江、小东江、南溪河、灵剑溪等市区河流与“两江四湖”贯通工程，最终形成市区“五江四湖”游览格局。根据发展需要，逐步开通桂林至大圩的水上游观光巴士，开发水上游艇，设立游艇俱乐部，延伸游览方式和内涵。同时，按照桂林市优化中部，城市西移的城市布局战略，两江四湖及沿岸将作为旅游者休闲、购物的主要空间而成为重点优化的区域。

3、“两江四湖”环城水系游与木龙湖大型立体演艺、民间饮食和风情购物联动发展，创新旅游产品内涵以木龙湖主题公园的湖光山色和具有民族特色的建筑群体为背景，采用实景演艺、舞台演艺、广场演艺“三位一体”的文艺表演形式和现代声、光、电等科技手段，并配以民间美食、风情购物等创新设计与整合，打造以“四湖”为舞台，木龙湖为中心的“漓江花月夜”大型晚间立体演艺，丰富“两江四湖”夜游的文化内涵和特色，形成桂林市白天“三山两洞”中心景区水上环城一日精华游，晚上乘船赏“漓江花月夜”的新型游览方式。

4、将“两江四湖”环城水系游纳入公司一体化运营体系，整体提升市场竞争力在管理和运作上，逐步形成“两江四湖”与该公司的其他景区、旅游车、游船、饭店等旅游资源在运行、质量、营销、品牌方面的一体化运营，形成与市场和产品相适应的旅游产业集群、旅游产业链。

10-11 年两江四湖的增长主要来自四方面：一是受益于旅游市场的恢复性增长。随着旅游业的恢复到桂林的入境客源和国内客源预计有持续快速的恢复性增长，国内客源的年均增幅预计在 15%以上；二是受益于景区收购后的改造和创新，在现有水上游桂林的基础上增加休闲、购物和“漓江花月夜”等新型服务促使景区吸引力增加，游客人次和人均收入有望出现较快增长；三是两江四湖产品价格有望出现上涨，如果短期内实施对当前及未来收入和净利润增长将是重大利好。从目前情况看，2010 年二季度开始，两江四湖主导产品价格（夜游为主）出现 20%增长的可能性较大。四是福隆园项目总计有 1.2 亿元净利润，将在 2010-2012 年间结算，短期对净利润贡献较大。

表 4：双江四湖环城水系盈利预测

	2006	2007	2008	2009	2010
接待人次	35	46	53	52	60
		29.88%	15.02%	-1.59%	15.00%
人均收入	114	101	80	100	115
收入	4043	4643	4250	5200	6877
毛利率		14.85%	-8.48%	22.36%	32.25%
成本	2583	2770	3066	4038	4659
补贴等					600
净利润	-51	203	-1013	50	1000
净利润率	-101.27%	-95.63%	-123.84%	-99.04%	-85.46%

资料来源：东方证券研究所 公司公告

4 盈利预测与估值

我们预计 09-11 年每股收益分别是 0.19 元，0.40 元和 0.49 元，目前股价 2010 年动态市盈率 19 倍（增发后），考虑到收购优势景区资源长期利好，维持增持评级。

表 5：桂林旅游利润表预测

会计年度	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	331	202	211	545
营业成本	202	108	104	278
营业税金及附加	14	11	9	25
营业费用	5	5	4	10
管理费用	49	57	49	115
财务费用	16	20	24	3
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	19	24	21	21
营业利润	63	27	41	137
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	0	0	1	1
利润总额	64	27	41	136
所得税	10	5	6	22
净利润	55	23	34	114
少数股东损益	2	-0	1	3
归属于母公司净利润	53	23	33	111

EBITDA	113	81	100	178
EPS (元)	0.30	0.13	0.19	0.40

资料来源：东方证券研究所 公司公告

催化剂

景区提价预期。公司下属景区近年一直没有提价，在旅游内容和服务升级，行业需求回暖的有利背景下，桂林地区主要景区有较强的提价预期。如，两江四湖日结算价有望从 25 元/人次，提高至 30 元/人次；夜游结算价有望从目前的 105 元/人次（含代理费）提高至 120 元/人次，幅度平均在 15-20%，初步预计 2010 年二季度将实施。另外，银子岩和漓江游船也有提价预期。

主要风险

旅游业是对重大政治、经济、自然等事件非常敏感的行业，如果发生以上对行业形成负面影响的重大事件将对短期行业产生重大影响。

增发如果慢于预期，或者募得资金不足，会影响短期业绩，从而影响我们盈利预测的准确性。

表 6：桂林旅游 08 年度投资收益构成情况

公司	股权	净利润（万元）	权益利润（万元）
银子岩	97%	2020.0	1956.7
新奥燃气	40%	670.0	268.0
丰鱼岩	51%	-159.9	-81.5
贺州温泉	100%	17.5	17.5
旅游汽车	100%	-393.3	-393.3
丹霞旅游	100%	-52.1	-52.1
天人谷	50%	27.3	13.6
龙脊旅游	26%	359.5	94.7
井岗山旅游	40%	-169.0	-67.6
七星公园			625.6
象山公园			552.9
转让龙脊股权			588.9
转让防城港务股权			177.8
合计			3701.3

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2007	2008	2009E	2010E
流动资产	165	211	145	1229
现金	93	96	84	1060
应收账款	40	45	35	89
其它应收款	14	10	8	20
预付账款	15	58	16	54
存货	3	3	2	6
其他	0	-0	0	0
非流动资产	670	767	767	795
长期投资	194	193	193	193
固定资产	366	368	399	399
无形资产	61	95	69	69
其他	49	111	197	224
资产总计	835	979	1003	2115
流动负债	251	235	253	275
短期借款	156	176	173	171
应付账款	8	11	8	23
其他	87	47	72	82
非流动负债	82	183	208	233
长期借款	82	183	208	233
其他	0	0	0	0
负债合计	333	418	461	508
少数股东权益	31	66	67	70
股本	177	177	177	277
资本公积	159	161	161	1011
留存收益	134	157	137	249
归属母公司股东				
权益合计	470	495	475	1537
负债和股东权益	835	979	1003	2115

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2007	2008	2009E	2010E
经营活动现金流	75	-6	130	44
净利润	55	23	34	114
折旧摊销	33	34	34	38
财务费用	16	20	24	3

利润表

单位: 百万元

会计年度	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	331	202	211	545
营业成本	202	108	104	278
营业税金及附加	14	11	9	25
营业费用	5	5	4	10
管理费用	49	57	49	115
财务费用	16	20	24	3
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	19	24	21	21
营业利润	63	27	41	137
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	0	0	1	1
利润总额	64	27	41	136
所得税	10	5	6	22
净利润	55	23	34	114
少数股东损益	2	-0	1	3
归属于母公司				
净利润	53	23	33	111
EBITDA	113	81	100	178
EPS (元)	0.30	0.13	0.19	0.40

主要财务比率

会计年度	2007	2008	2009E	2010E
成长能力				
营业收入	10.9%	-38.9%	4.4%	158.1%
营业利润	7.9%	-57.9%	54.1%	232.4%
归属于母公司净				
利润	17.5%	-56.4%	43.8%	234.0%
获利能力				
毛利率	38.9%	46.8%	50.6%	49.1%
净利率	16.0%	11.4%	15.8%	20.4%
ROE	11.3%	4.7%	7.0%	7.2%
ROIC	14.7%	6.2%	9.7%	17.3%
偿债能力				
资产负债率	39.9%	42.7%	46.0%	24.0%
净负债比率				

投资损失	-19	-24	-21	-21	流动比率	0.66	0.90	0.57	4.46
营运资金变动	-10	-45	54	-94	速动比率	0.65	0.89	0.56	4.44
其它	0	-14	4	4	营运能力				
投资活动现金流	-31	-93	-21	-43	总资产周转率	0.40	0.22	0.22	0.37
资本支出	37	82	68	64	应收账款周转率	7	5	5	8
长期投资	-14	-1	0	0	应付账款周转率	15.50	11.41	10.86	18.12
其他	-8	-11	46	21	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-31	-1	-120	975	每股收益	0.30	0.13	0.19	0.63
短期借款	2	20	-3	-2	每股经营现金流	0.43	0.22	0.73	0.25
长期借款	6	101	25	25	每股净资产	2.66	2.80	2.69	8.68
普通股增加	0	0	0	100	估值比率				
资本公积增加	0	2	0	850	P/E	40.12	92.06	64.03	19.17
其他	-39	-124	-142	2	P/B	4.53	4.30	4.48	1.39
现金净增加额	13	-100	-12	976	EV/EBITDA	19	26	21	12

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

杨春燕：旅游行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn