



独占性旅游资源催生公司业绩增长

买入(首次)

投资要点:

► 两江四湖景区将发展成游客至桂林市的必游项目，门票提价效应显现。

公司6月份即将推出的桂林山水画中游项目，将增加木龙湖景区漓江花月夜大型演出，届时两江四湖景区结算价将提升15元，至120元/人次。2010年1月1日起，公司对象山公园的门票结算价由5元/人次提升至8元/人次，未来公司将推出的环城水系游将包括象山公园、芦笛岩及七星公园，提价预期强烈，预计2010-2012年接待游客69.54万人次、89.09万人次、119.25万人次、150.90万人次。

► 漓江大瀑布饭店业绩增长预期明显。饭店客源中有70%为入境游客，2010年入境游市场正处于全面复苏通道，预计2010-2012年客房出租率为63%、66.74%、69.35%，平均房价为527元、570元、580元。饭店2008年利息支出3007万元，占比财务费用的97%，公司替饭店归还长期贷款2.02亿后将大大提升其盈利能力。

► 公司发展战略清晰，三条旅游线路独占旅游资源。公司目前已整合出三条旅游线路，包括北线：桂林—龙脊梯田—龙胜温泉—资江天门山—丹霞温泉；南线：桂林—阳朔—银子岩—丰鱼岩—贺州温泉；市区中心线：两江四湖+三山两洞。广贺高速的通车将吸引更多的珠三角地区周末自驾游游客，其中贺州温泉及银子岩景区将成为其进入桂林的主要驿站。

► 东盟自贸区的逐步开放及建立国家旅游综合改革试验区的相关规划有望近期出台，届时将对其股价产生催化作用。

主要经营指标	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入/万元	21,183	46,757	55,805	64,846
同比增长率/%	4.7%	120.7%	19.4%	16.2%
净利润/万元	3,296	6,556	8,022	8,904
同比增长率/%	46.0%	58.0%	23.0%	9.8%
每股收益/元	0.19	0.30	0.37	0.41
净资产收益率/%	6.1%	4.1%	4.9%	5.2%

分析师

孙妍

电话：010-88085962

Email: sunyan@hysec.com

市场表现



行业数据

总股本(亿股)	2.77
总市值(亿元)	33.21
流通比例	33.7%
12个月最高/最低(元)	15.25/8.63
主要股东	桂林旅游发展总公司

相关研究

表 1: 公司主营业务盈利预测

		2009A	2010E	2011E	2012E
贺州温泉	营业收入	792	1,029	1,235	1,359
	增长%		30.0%	20.0%	10.0%
	收入占比%	3.7%	2.2%	2.2%	2.1%
	成本	380.1	494.1	592.9	652.2
	毛利率	52.0%	52.0%	52.0%	52.0%
天门山景区	营业收入	21	25	30	34
	增长%		20.0%	20.0%	15.0%
	收入占比%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
	成本	10.0	12.0	14.4	16.5
	毛利率	52.0%	52.0%	52.0%	52.0%
龙胜温泉	营业收入	2,466	3,453	4,489	5,386
	增长%		40.0%	30.0%	20.0%
	收入占比%	11.6%	7.4%	8.0%	8.3%
	成本	1,184	1,657	2,155	2,585
	毛利率	52.0%	52.0%	52.0%	52.0%
两江四湖船票	营业收入		8,055	9,940	11,928
	增长%		44.00%	23.40%	20.00%
	收入占比%		17.2%	17.8%	18.4%
	成本		5,811.65	7,171.57	8,605.89
	毛利率		27.85%	27.85%	27.85%
银子岩	营业收入	3,702	5,183	6,479	7,775
	增长%		40.0%	25.0%	20.0%
	收入占比%	17.5%	11.1%	11.6%	12.0%
	成本	1,777.14	2,488.00	3,110.00	3,732.00
	毛利率	52.0%	52.0%	52.0%	52.0%
丰鱼岩	营业收入	798	1,038	1,193	1,372
	增长%		30.0%	15.0%	15.0%
	收入占比%	3.8%	2.2%	2.1%	2.1%
	成本	383.1	498.0	572.7	658.7
	毛利率	52.0%	52.0%	52.0%	52.0%
丹霞温泉	营业收入	132	159	182	210
	增长%		20.0%	15.0%	15.0%
	收入占比%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%
	成本	63.5	76.1	87.6	100.7
	毛利率	52.0%	52.0%	52.0%	52.0%
漓江游船客运	营业收入	9338.7	11,206	13,448	15,465
	增长%		20.00%	20.00%	15.00%
	收入占比%	44.1%	24.0%	24.1%	23.8%
	成本	4,090.35	4,561.02	5,473.23	6,294.21
	毛利率	56.20%	59.30%	59.30%	59.30%

漓江大瀑布饭店	营业收入		12,355	14,208	16,339
	增长%			15.0%	15.0%
	收入占比%		26.4%	25.5%	25.2%
	成本		5,287.9	6,081.1	6,993.3
	毛利率		57.2%	57.2%	57.2%
出租车	营业收入	1,231	1,330	1,436	1,551
	增长%		8.00%	8.00%	8.00%
	收入占比%	5.8%	2.8%	2.6%	2.4%
	成本	584.2	630.9	681.4	735.9
	毛利率	52.6%	52.6%	52.6%	52.6%
公路汽车	营业收入	2,077	2,244	2,423	2,617
	增长%		8.0%	8.0%	8.0%
	收入占比%	9.8%	4.8%	4.3%	4.0%
	成本	2,000	2,160	2,333	2,519
	毛利率	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
琴潭客运站场	营业收入	368	405	446	490
	增长%		10.0%	10.0%	10.0%
	收入占比%	1.7%	0.9%	0.8%	0.8%
	成本	281	309	340	374
	毛利率	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%
公路班线客运	营业收入	218	236	255	275
	增长%		8.0%	8.0%	8.0%
	收入占比%	1.0%	0.5%	0.5%	0.4%
	成本	52	56	60	65
	毛利率	76.4%	76.4%	76.4%	76.4%
桂林旅游服务 发展有限公司	营业收入	38	40	42	44
	增长%	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	收入占比%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
	成本	36	38	40	42
	毛利率	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
合计	营业收入	21,183	46,757	55,805	64,846
	增长%		120.7%	19.4%	16.2%
	成本	10,841	24,080	28,712	33,375
	毛利率	48.8%	48.5%	48.5%	48.5%

资料来源：公司公告、宏源证券研究所。

表 2: 公司财务数据预测与估值

利润表/万元					资产负债表/万元				
	2009A	2010E	2011E	2012E	资产	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	21,183	46,757	55,805	64,846	货币资金	9,547	17,302	18,047	19,596
减: 营业成本	10,841	23,846	28,461	33,071	应收帐款	5,509	11,222	13,393	15,563
营业税费	1,117	2,338	2,790	3,242	应收票据	-	5	6	6
销售费用	504	1,029	1,228	1,427	预付帐款	6,804	9,351	11,161	12,969
管理费用	5,192	12,157	14,509	16,860	存货	301	421	502	584
财务费用	1,794	1,620	1,204	1,566	其他流动资产	108	1,387	2,382	3,376
资产减值损失	37	-	-	-	长期股权投资	18,595	19,000	19,000	19,000
投资和汇兑收益	2,142	3,000	3,100	3,200	投资性房地产	1,221	1,221	1,221	1,221
营业利润	3,840	8,768	10,713	11,880	固定资产	42,917	123,491	122,809	120,453
加: 营业外净收支	-25	-26	-17	-8	在建工程	4,107	2,338	2,790	3,242
利润总额	3,815	8,742	10,696	11,871	无形资产	8,946	11,689	11,161	12,969
减: 所得税	519	2,185	2,674	2,968	其他非流动资产	3,019	3,019	3,019	3,019
净利润	3,296	6,556	8,022	8,904	资产总额	101,073	200,444	205,492	211,999
现金流量表/万元					短期债务	10,300	935	-	-
	2009A	2010E	2011E	2012E	应付帐款	3,885	7,481	8,929	10,375
净利润(含少数股东损益)	3,296	6,556	8,022	8,904	其他流动负债	1,422	1,527	1,563	1,599
加: 折旧和摊销	3,146	779	744	865	长期借款	25,600	25,600	25,600	25,600
资产减值准备	37	-	-	-	负债总额	46,783	40,035	40,674	42,247
财务费用	2,017	1,774	1,620	1,204	少数股东权益	6,389	7,605	9,056	10,742
投资收益	-2,142	-3,000	-3,100	-3,200	股本	17,700	27,700	27,700	27,700
少数股东损益	-85	1,216	1,451	1,686	留存收益	30,201	125,105	128,062	131,310
营运资金的变动	115	-5,707	-3,485	-3,481	股东权益	54,290	160,409	164,818	169,751
经营活动产生现金流量	6,308	1,464	4,837	6,339					
投资活动产生现金流量	-5,095	-80,722	4,309	3,748					
融资活动产生现金流量	-1,269	88,578	-5,753	-5,536					

财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E
ROA	3.3%	3.3%	3.9%	4.2%	每股指标				
ROE	6.1%	4.1%	4.9%	5.2%	每股收益	0.19	0.30	0.37	0.41
资产负债率	46.3%	20.0%	19.8%	19.9%	每股净资产	3.07	5.79	5.95	6.13
EBIT 利息保障倍数	3.14	6.41	9.90	8.59	估值指标				
毛利率	48.8%	49.0%	49.0%	49.0%	PE	66.2	41.9	34.0	31.0
期间费用率	35.4%	31.7%	30.4%	30.6%	PB	4.1	2.2	2.1	2.1
净利率	16.0%	11.4%	11.8%	11.1%	EV/EBITDA	31.1	33.2	29.3	25.9

资料来源: 公司公告、宏源证券研究所。

分析师简介:

分析师姓名: 宏源证券研究所旅游酒店行业研究员, 伦敦大学金融计算学硕士, 2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 峨眉山 A、黄山旅游、桂林旅游、锦江股份、中国国旅、首旅股份。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。