

社会服务业

报告原因： 上市公司调研

2010年6月1日

市场数据：2010年5月31日

收盘价(元)	9.66
总股本(亿股)	3.60
流通股本(亿股)	1.21
流通市值(亿元)	11.70
1年内最高最低价(元)	15.25 / 8.63

基础数据：2010年3月31日

资产负债率	45.22%
毛利率	39.37%
净资产收益率(加权)	-0.66%

相关研究：

《桂林旅游调研简报-世博对桂林旅游稍有分流 两江四湖是未来盈利增长主要看点》2010年5月17日

分析师：

加丽果

010-82190386

jialiguo@sxzq.com

jia_lg@hotmail.com

联系人：

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfzb@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

桂林旅游 (000978)

怀抱资源 迎来发展“第二春”

买入

维持评级

公司研究/深度报告

盈利预测： 单位：万元、元、%、倍

	营业收入	增长率%	净利润	增长率	每股收益	营业利润率	净资产收益率	市盈率
2009A	21183.31	4.71%	3380.71	46%	0.19	18.12%	7.09%	50.57
2010E	39657.34	87.2%	12764.36	277.57%	0.35	32%	7.29%	27.25
2011E	47946.64	20.90%	17529.37	37.32%	0.49	36.5%	8.10%	19.84
2012E	53245.83	11.05%	19303.94	10.12%	0.54	36.25%	11.63%	18.02

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- **公司迎来极大历史发展机遇。**首先，国家政策扶持力度正逐步加大；其次，桂林旅游的交通条件未来三年将得到非常可观的改善。
- **定向增发后公司掌控旅游资源和产品整合能力愈加强大。**定向增发收购两江四湖旅游项目和桂林大瀑布大酒店后完整了公司的旅游产品链，也给公司未来实现大桂林旅游圈整合提供了资源支持。公司作为区域旅游资源垄断龙头优势更加明显。
- **两江四湖增发项目将成为未来公司盈利增长主要看点。**首先，两江四湖产品基本已达到市场盈亏点；其次，两江四湖市场空间极大，目前增长空间还没有打开；第三，两江四湖本身品牌效应正逐步加强；更主要的是公司将其收购后将进行市场化运作，进行产品整合和营销后，有很强的提价预期来提高盈利能力。
- **福隆园房地产短期（3年内）可增加公司利润空间。**收购两江四湖包括配套的房地产业务，公司作为一级开发商将进行合作开发，2010年到2012年估计可为公司贡献净利润1.2亿元。
- **银子岩项目提价和改扩建后盈利将继续保持稳定增长。**银子岩作为公司的主要利润来源之一，2010年提价30%后，盈利能力更加增强。改扩建后，产品升级换代盈利能力将继续加强。
- **承债式收购桂林大瀑布酒店增强酒店盈利能力，酒店就此步入盈利通道。**
- **象山景区提价后盈利能力增强，七星景区存在很大的提价预期。**
- **公司的三家温泉盈利能力将逐步增强。**其中风鱼岩和贺州温泉2010年实现了提价，尤其风鱼岩提价后将有可能使之扭亏为盈并实现盈利逐步增长。
- **公司的4家参股公司将继续保持稳定增长。**公司的传统业务游船业务和运输业务有可能继续保持稳定发展。
- **风险因素：**(1) 国际国内经济增长的不确定性；(2) 旅游服务业务受自然灾害、季节等不确定因素影响较大，脆弱而敏感；(3) 公司产品整合时间进度不达预期；(4) 世博会2010年对公司旅游人数的分流要高于预期。
- **催化因素：**桂林国家旅游综合改革试验区的建立；东盟自贸区和北部湾发展规划；广州亚运会的召开。
- **盈利预测、估值与投资评级：**我们给予公司2010年每股收益为0.35元，2011年0.49元/股，2012年0.54元/股的盈利预测。目前股价为9.66元左右，我们认为公司合适PE为40倍左右，给予目标价位14.00-20.00元的预计。我们认为，公司具有资源优势，发展机遇极大，未来增长前景可观。继续维持对公司的“买入”评级。



目录

1、	桂林旅游正迎来极大历史发展机遇	6
1. 1	公司发展将得到极大政策支持	6
1. 2	桂林旅游可达性正逐步提高	7
2、	公司概况	8
2. 1	公司的股权结构和控股股东	8
2. 2	公司定向增发前及增发后的主营业务	9
2. 3	公司定向增发前收入和主要利润构成分析	11
2. 4	公司的核心竞争力	12
2. 5	公司的发展战略	15
3、	公司各项业务分析	15
3. 1	两江四湖业务：公司未来主要盈利增长看点	15
3. 2	福隆园房地产项目：2012 年基本结算完成	22
3. 3	桂林大瀑布大酒店：未来将步入盈利通道	23
3. 4	银子岩：未来将继续保持盈利增长	25
3. 5	合作景区分析：象山景区提价将提升业绩 七星景区有很强的提价预期	30
3. 6	公司游船业务和客运业务分析：基本成熟，将继续保持稳定	31
3. 7	公司参股业务分析：燃气业务和井冈山及龙脊旅游还有增长空间	32
3. 8	公司温泉业务：贺州温泉和龙胜温泉将继续盈利，丰鱼温泉未来有可能扭亏为盈	33
4、	公司未来三年盈利预测分析	33
5、	风险提示	34
6、	催化剂因素	34
7、	公司估值分析	35
7. 1	同类上市公司 PE 估值分析	35
7. 2	公司历史 PE 水平估值分析	35
8、	公司二级市场走势分析	36



9、公司投资评级 37

插图目录

图 1: 桂林旅游交通基础设施未来三年发展图.....	8
图 2: 公司最新的控股股东与公司的产权结构图.....	9
图 3: 公司主要子公司及分公司和参股公司情况图.....	10
图 4: 公司 2009 年主要业务收入构成图.....	11
图 5: 公司 2009 年主要业务毛利润构成图.....	11
图 6: 公司最近 5 年来投资净收益情况.....	12
图 7: 公司最近 5 年来投资净收益占归属于母公司净利润情况.....	12
图 8: 公司拥有的相对独占的核心旅游资源.....	13
图 9: 公司拥有的覆盖大桂林旅游圈的完整旅游产品链.....	14
图 10: 公司的旅游产品分布及产品链.....	14
图 11: 环城水系公司具体情况图.....	16
图 12: 两江四湖环城示意图.....	17
图 13: 两江四湖历年来游客接待量情况.....	18
图 14: “两江四湖”环城水系旅游业务最近三年财务状况.....	18
图 15: 桂林市最近 9 年来旅游人数接待量情况.....	18
图 16: 桂林市最近 9 年来旅游收入情况.....	19
图 17: 两江四湖整合后精华一日游示意图.....	21
图 18: 两江四湖整合后夜游示意图.....	21
图 19: 两江四湖未来全程游览示意图.....	21
图 20: 漓江花月夜夜游部分示意图.....	21
图 21: 桂林大瀑布酒店外景图.....	24
图 22: 银子岩的外貌和内况.....	26
图 23: 银子岩明显的地理位置优势.....	27
图 24: 公司近 5 年来的 PE-BAND 图.....	36
图 25: 公司近 1 年来二级市场走势图.....	36



表格目录

表 1: “两江四湖”环城水系旅游业务 2010-2012 年游客量预测 单位(万人)	22
表 2: “两江四湖”环城水系旅游业务 2010-2012 年盈利预测	22
表 3: 桂林大瀑布酒店未来三年盈利预测	23
表 4: 酒店出租率和平均房价敏感测试表	25
表 5: 银子岩产品提价前情况	27
表 6: 改造银子岩项目完工后银子岩当年的盈利分析	28
表 7: 银子岩公司未来三年的盈利情况预测	30
表 8: 象山景区和七星景区未来三年的盈利预测	31
表 9: 游船业务和客运业务未来 3 年盈利预测分析	31
表 10: 两家燃气公司未来 3 年的盈利预测	32
表 11: 井冈山旅游未来 3 年的盈利预测	32
表 12: 龙脊梯田未来 3 年的盈利预测	32
表 13: 公司未来三年盈利预测	33
表 14: 同类上市公司 PE 比较表	35

1、桂林旅游正迎来极大历史发展机遇

1.1 公司发展将得到极大政策支持

(1) 2009年12月3日,《国务院关于加快发展旅游业的意见》出台,旅游行业作为国家战略支柱性产业的地位得到首肯,旅游业迎来十年黄金发展机遇期。

(2) 2009年12月7日,《国务院关于进一步促进广西经济发展的意见》出台,文件明确提出“**桂林要充分发挥旅游资源优势,打造国际旅游胜地**”、“广西要积极发展消费性服务业,适应居民消费扩大和结构升级的需要,加快发展商贸流通、旅游休闲等服务业。要建设**桂林**、南宁、北海、梧州旅游目的地和游客集散地,发展一批旅游强县和特色旅游小城镇。要加强**重点旅游景点景区基础设施建设**。要建设**桂林国家旅游综合改革试验区**”。

(3) **建设桂林国家旅游实验改革实验区,对桂林旅游是极大直接利好。**继海南被国务院批准建设国际旅游岛之后,桂林亦被列入国家旅游综合改革试验区。就中国旅游产业的改革创新而言,云南、海南、桂林这“一省、一岛、一市”首先站上风口浪尖。作为西部地区的一个中等城市,桂林能成功跻身中国旅游的“顶尖平台”,中央及自治区对桂林跨越发展的期待可见一斑。

面对试验区所带来的千载难逢的机遇,桂林作为中国旅游“风向标”将再翘首。桂林拥有全球旅游资源稀缺性和唯一性,具有打造国际山水魅力之城的潜力,而让桂林从单一的山水旅游模式向全球民众度假休闲的花园城市发展,桂林旅游作为掌控桂林旅游资源和整合能力的资本平台,将被赋予更多的历史发展机遇,未来将会迎来跨越式发展。

国家旅游“试验区”新的内涵与期待。未来试验区各项优惠政策的支持值得期待;期待从文化、环保、创意、美食、娱乐、休闲等角度深挖内涵,在桂林启动世界全民度假区域战略,展示经济发展的多元化;期待大力发展服务业、会展业、文化产业、贸易物流业,打造成片、成区的新型行业区域,如:艺术品拍卖市场、动漫影视基地、中国帝王博物蜡像馆、世界村等,使桂林真正成为服务业发达、环境优美的国际花园城市。在政策上,期待除了设置落地签证及开通全球航路外,还期待针对桂林环保特点,试探性发展半封闭式博彩业,以高尔夫、中国传统养生休闲文化吸引世界高端人士来度假休闲。吸引资金上,期待可通过批准发行桂林山水福利彩票,达到融资和宣传的双重目的。



(4) 中国—东盟自由贸易区及泛珠三角无障碍旅游区的建立将给公司带来新发展机遇。

(5) 2009 年 11 月广西区与世界旅游组织、亚太旅游协会等相关方面签订协议, 将世界旅游发展趋势研讨会永久落户桂林, 将进一步提升桂林在国际上的知名度, 吸引境外市场客源。

(6) 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(2007 年台湾到桂林的游客量超过 40 万人次)。

(7) 桂林市城市规划“向西发展、再造一个新桂林”, 为桂林城市中心区的旅游业发展提供了良好的契机。也给公司各项旅游主业业务提供了发展空间。

(8) 2010 年 3 月 20 日, 在海南举办的 2010 博鳌国际旅游论坛上, 由 46 个城市和 49 家 5A 级景区共同发起的“中国 5A 级旅游景区城市联盟”在三亚宣告成立。会议选举三亚市为联盟主席城市, 桂林、深圳、哈尔滨、丽江、北京、黄山、嘉峪关和南京当选联盟副主席城市。桂林市已把建设国家旅游综合改革试验区喻为一部鸿篇巨制, 正在精心谋划以旅游业为龙头, 将旅游关联产业一并纳入改革试验范畴, 以“试验区”建设为契机推动经济发展方式转变和经济结构的转型升级。桂林市旅游业从单纯的观光型旅游向综合型旅游转变具有很大的品牌效应。

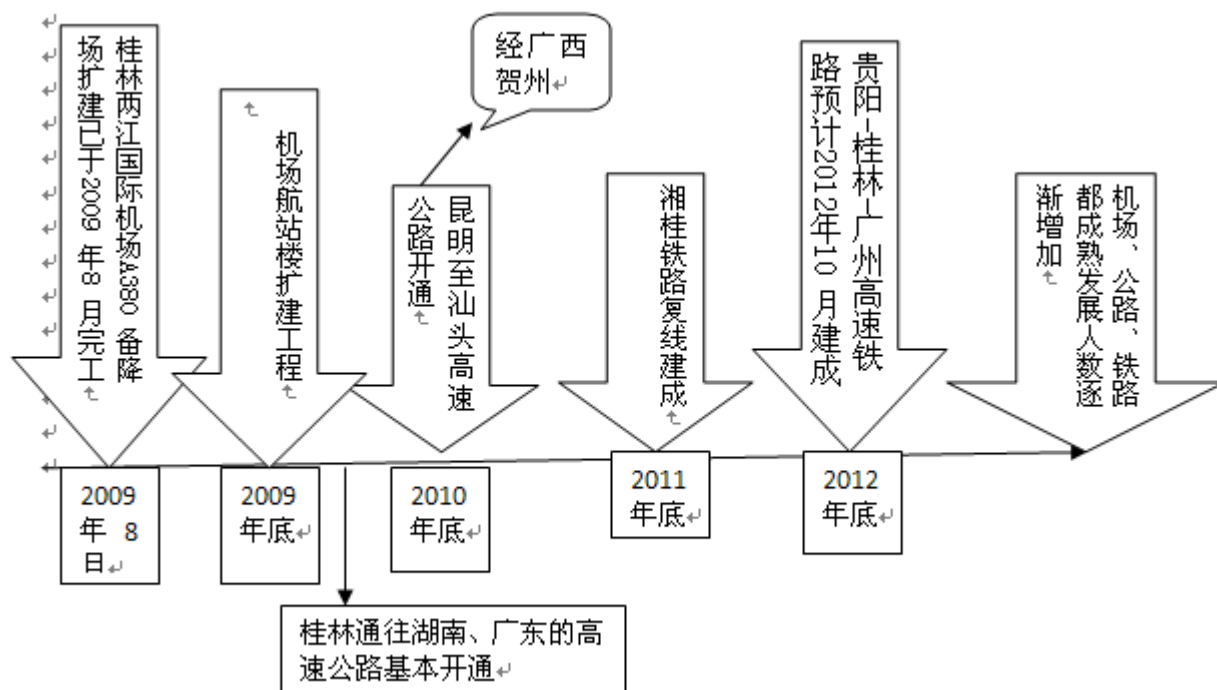
1. 2 桂林旅游可达性正逐步提高

桂林交通通达性的进一步改善, 对推动桂林旅游业及公司的发展将起到重要的作用。

桂林的铁路、公路、机场等交通基础设施的未来三年将逐步完善, 为进入桂林旅游的人数增加打下良好基础(见图 1: 桂林旅游交通基础设施未来三年发展图)。

从图 1 可见, 桂林通往湖南、广东的高速公路已于 2009 年年底基本开通; 昆明至汕头高速公路预计 2010 年底开通; 湘桂铁路复线预计 2011 年底建成; 贵阳-桂林-广州高速铁路预计 2012 年 10 月建成通车; 桂林两江国际机场 A380 备降场扩建已于 2009 年 8 月完工, 机场航站楼扩建工程已于 2009 年底启动。桂林旅游的立体交通网络的发展完善为桂林旅游入境游和国内游都创造了良好的外围交通环境。

图 1：桂林旅游交通基础设施未来三年发展图



资料来源：公司公开资料 山西证券研究所

我们认为，随着国际经济形势的逐步好转，境外旅游市场有可能将出现恢复性增长，特别是东南亚市场、台港澳近距离市场将率先启动。而国内旅游市场受国内经济持续稳定发展以及一系列扩大内需政策的影响，也将继续保持增长势头。

2、公司概况

2.1 公司的股权结构和控股股东

公司股本结构变化情况大致如下：

公司于2000年上市，上市后的总股本为11800万股。

2001年公司实施2000年利润分配及资本公积金转增股本方案（10派2.6元转增5股），公司股本结构变为：总股本17,700万股，其中社会公众股6,000万股。

2010年2月9日，公司定向增发1亿股，发行价为10.25元。总股本变为27700万股。

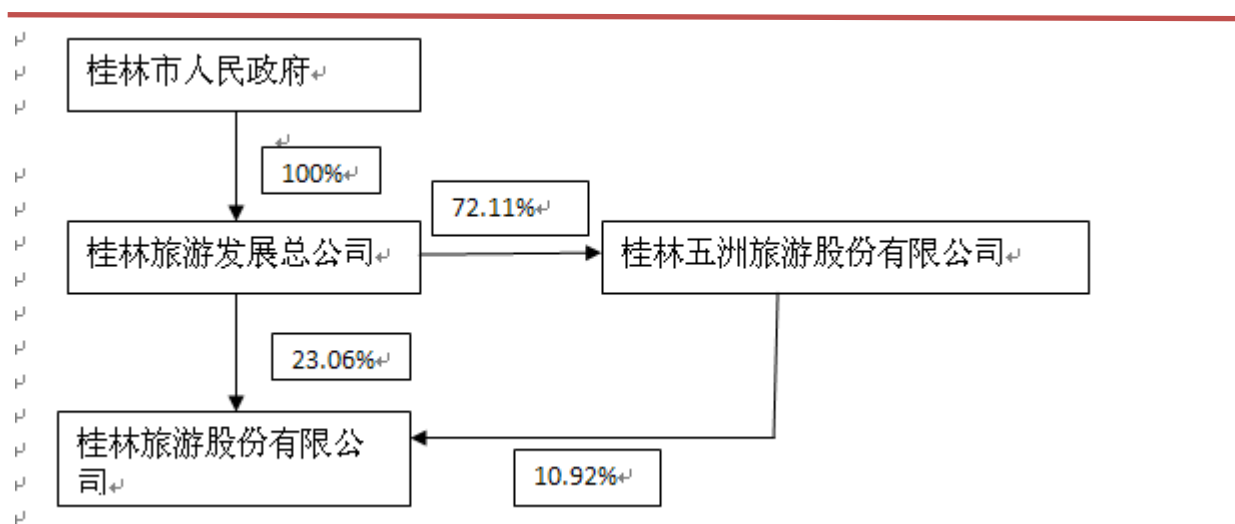
2010 年 5 月 28 日,公司实施 2009 年利润分配及资本公积金转增股本方案(10 派 0.16 元转增 3 股),公司总股本为 36010 万股,其中有限售条件股份数为 23860 万股,占比为 66.26%;无限售条件股份为 12150 万股,占比为 33.74%。

从限售股解禁时间看,公司 2011 年 3 月份将迎来解禁高潮。

公司的控股股东和实际控制人情况:

截至 2010 年 5 月 28 日,公司的控股股东为桂林旅游发展总公司,桂林旅游发展总公司为桂林市政府直属国有独资公司。桂林旅游发展总公司的实际控制人为桂林市人民政府。截至 2010 年 5 月 28 日,公司的控股股东与公司的产权结构图见图 2: 公司最新的控股股东和公司的产权结构图

图 2: 公司最新的控股股东与公司的产权结构图



资料来源: 公司公开资料 山西证券研究所

2、2 公司定向增发前及增发后的主营业务

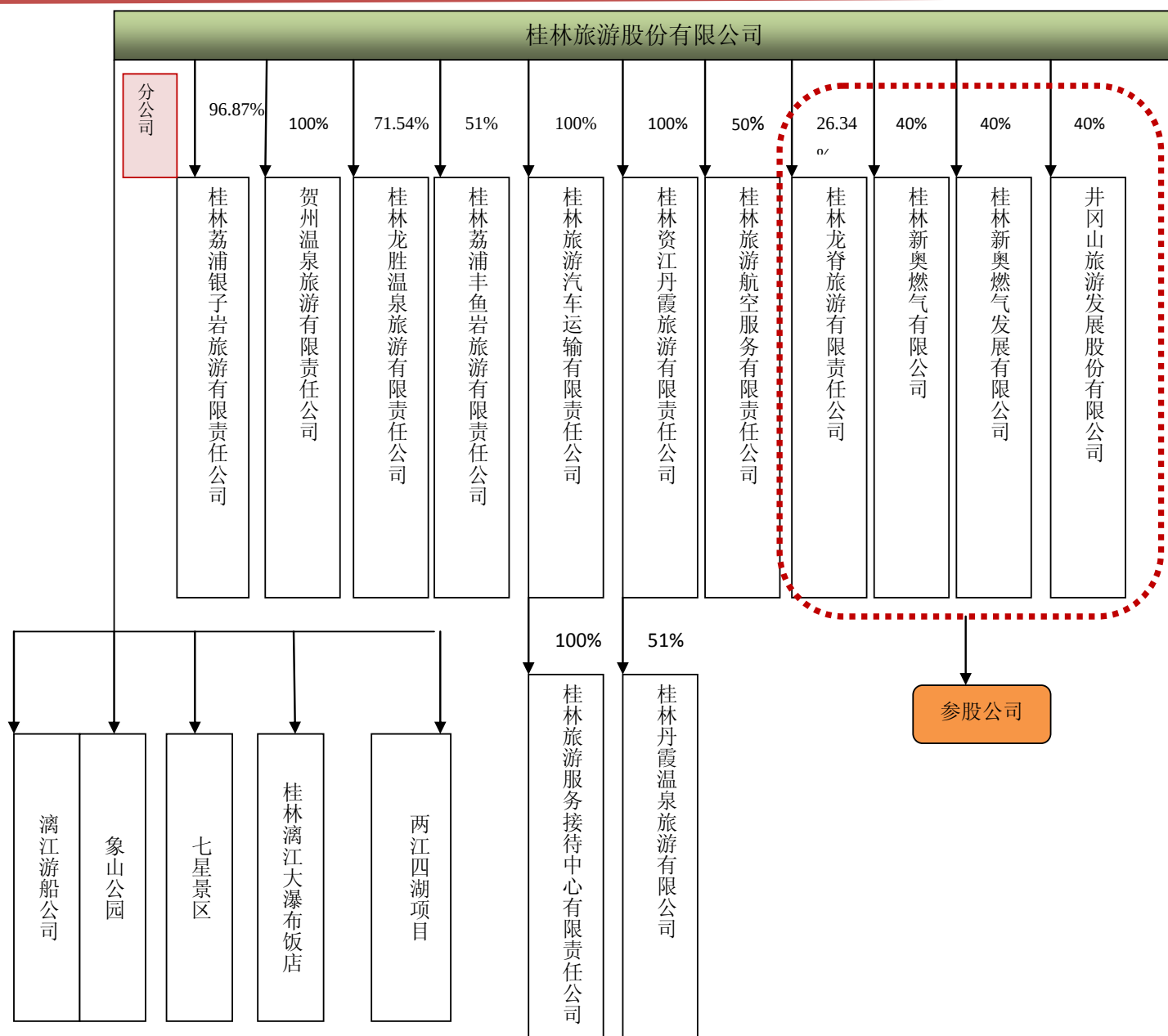
公司是桂林,也是广西唯一的旅游类上市公司。

截至 2010 年定向增发收购“两江四湖”和“承债式收购大瀑布酒店”之前,公司主要旅游类业务有漓江游船业务、景区业务(主要有公司集团合作的象山景区与七星景区业务、有公司控股的两个溶洞景区业务:银子岩和丰鱼岩、有公司控股的三个温泉业务:龙胜温泉、贺州温泉和丹霞温泉)、出租车业务和公路运输业务。

定向增发收购资产前,公司主要通过一分公司、两合作景区、9 家控股公司、4 家参股公司开展以上业务。定向增发后,公司将新增酒店业务和两江四湖业务,未来有可能将成立三家子公司进行经营。其中两江四湖业务中有可能

成立一家子公司开展房地产业务，成立另外一家开展两江四湖业务水上游览业务。桂林大瀑布酒店业务将可能成立酒店子公司。定向增发后，公司的主要子公司及分公司和参股公司情况图见图 3。（备注：由于目前公司还没有宣布成立子公司，我们暂把两江四湖和桂林大瀑布酒店业务作为分公司列入图中）

图 3：公司主要子公司及分公司和参股公司情况图



资料来源：公司公开资料 山西证券研究所

2、3 公司定向增发前收入和主要利润构成分析

根据公司 2009 年年报公开资料显示，公司定向增发之前，主营收入构成 44%来自漓江游船业务（毛利率为 56%，毛利润占比达 51%），主营收入构成 37%来自景区业务（不包括合作景区七星岩和象山景区，只包括三家温泉和银子岩项目，景区综合毛利率为 52%，毛利润占比为 40%，其中以银子岩景区为公司景区主要利润来源），主营收入构成 10%为公路旅游业务（毛利率为 4%），6%为出租汽车客运（毛利率为 53%，毛利润占比 6%），主营收入构成 2%来自客运车站（毛利率为 24%），主营收入构成 1%来自公路班线客运（毛利率为 76%）。公司 2009 年具体业务收入构成及毛利润构成和毛利率构成分别见图 4、图 5、图 6。

公司的主要盈利业务为景区业务。分析公司 2009 年净利润情况，公司实现归属于母公司净利润为 3380.71 万元，而银子岩景区 2009 年实现权益净利润就为 1917.32 万元，占归属于母公司的净利润比为 56.7%。公司 2009 年实现投资净收益为 2142.43 万元，占归属于母公司的净利润为 63%，其中合作景区七星景区和象山景区净利润大致为 1280.64 万元，占归属于母公司净利润比为 37.8%，而对联营企业和合营企业的投资收益为 861.79 万元，占归属于母公司净利润比为 25.49%。而联营企业和合营企业的主要利润来源为公司分别参股 40%的井冈山旅游和参股 40%的燃气业务。由净利润来源看，公司的主要利润来源为银子岩、七星景区、象山景区、井冈山和燃气业务。

图 4：公司 2009 年主要业务收入构成图

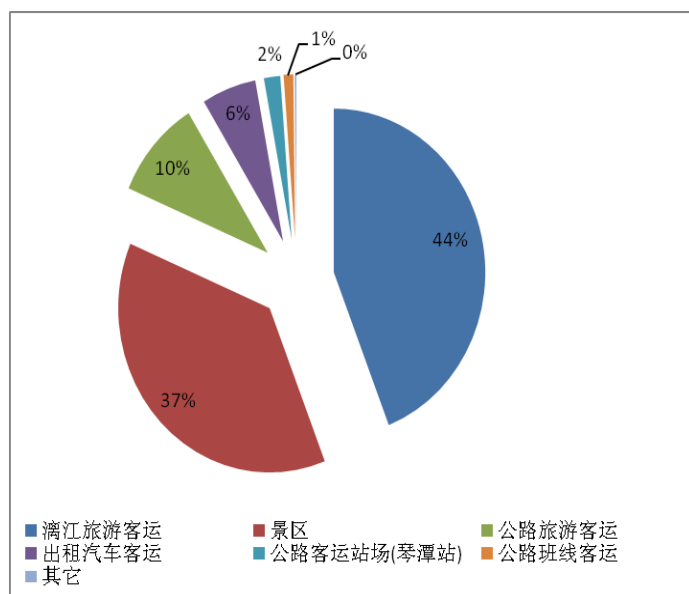
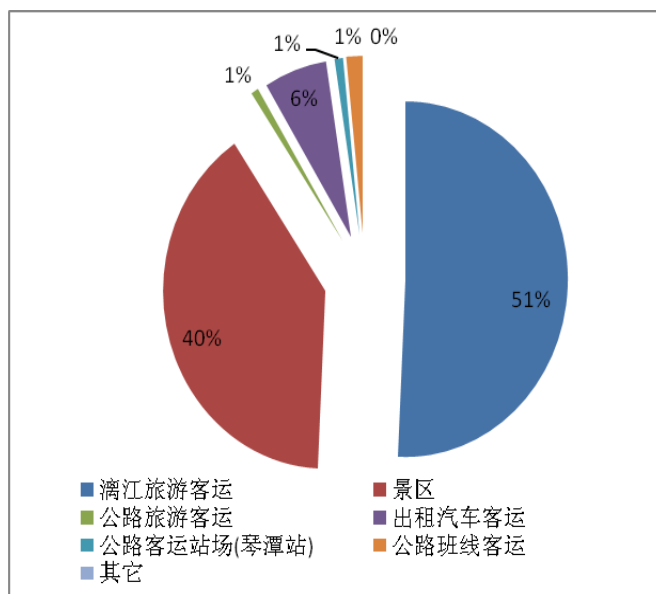


图 5：公司 2009 年主要业务毛利润构成图



资料来源：公司公开资料 山西证券研究所

图 6：公司最近 5 年来投资净收益情况

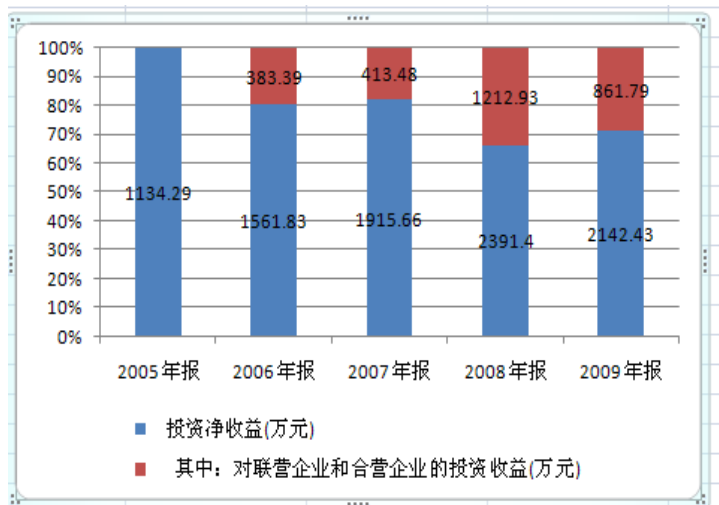
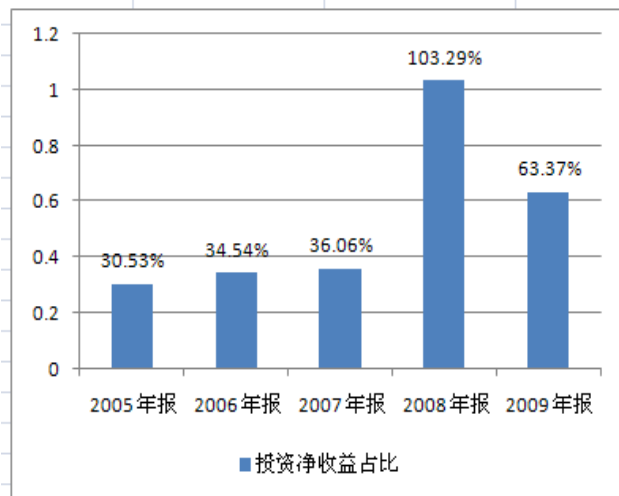


图 7：公司最近 5 年来投资净收益占归属于母公司净利润情况



资料来源：公司公开资料 山西证券研究所

公司最近 5 年来投资净收益占公司净利润比平均高达 35%左右，分别见图 6 和图 7。而公司的投资净收益主要来源于合作象山和七星景区及公司的四家参股公司。我们认为 4 家参股公司未来发展增长前景都值得期待。

公司的漓江游船业务和公路运输业务为公司的传统业务，已经基本成熟。我们认为难以出现爆发性增长。公司目前拥有游船 82 艘，共 7,994 客位，约占桂林市漓江游船客位总数的 37%，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 76.91%，漓江国内游客的接待量约占桂林市漓江国内游客总量的 30.26%；公司拥有出租汽车 290 辆，约占桂林市出租汽车总量的 15.68%；公司及其控股子公司共拥有大中型旅游客车 193 辆，约占桂林市旅游客车总量的 8.72%。

2、4 公司的核心竞争力

旅游资源的相对独占构成公司的核心竞争力。桂林市有两家 5A 景区，公司占其中之一。桂林共有 13 家 4A 景区，公司合作和控股的就有 7 家。公司的漓江游船客运业务及景区、景点具有资源独占性，公司以一体化的规模经营优势、独特产品品牌优势应对本地区其他旅游企业、景区景点的竞争。公司定向增发后拥有的相对独占的核心旅游资源分别见图 8 和图 9：公司拥有的覆盖大桂林旅游圈的完整旅游产品链。

公司拥有覆盖大桂林旅游圈的完整旅游产品链为公司的核心竞争力之二。公司定向增发后将不仅掌控桂林旅游核心资源，并且具有很强的资源整合能力。公司所拥有和拟整合的旅游资源和接待设施形成了能代表桂林山水品牌，完整的、主导市场的旅游产品链。公司对产品整合后将拥有三条完整的游览线路、三条黄金水上游览线和两种特色地质地貌。公司的旅游产品分布及产品链见图 10。

公司目前拥有的三条完整的游览线路：（1）桂林中心景区：以两江四湖环城水系为纽带的桂林市中心景区环城游（两江四湖、伏波山、叠彩山、象鼻山、七星景区、芦笛景区）；（2）北线：桂林—资源丹霞景区—龙胜温泉、龙脊梯田—三江—融水—柳州—桂林；（3）南线：桂林——阳朔—银子岩—丰鱼岩—贺州温泉—广东。

公司目前拥有的三条黄金水上游览线：（1）漓江风景区；（2）“两江四湖”环城水系；（3）资江风景区。

公司目前拥有的两种特色地质地貌：（1）喀斯特地貌—桂林山水甲天下；（2）丹霞地貌—资源丹霞美桂林。

图 8：公司拥有的相对独占的核心旅游资源



资料来源：公司公开资料 山西证券研究所

图 9：公司拥有的覆盖大桂林旅游圈的完整旅游产品链



资料来源：公司公开资料 山西证券研究所

图 10：公司的旅游产品分布及产品链



资料来源：公司公开资料 山西证券研究所

2、5 公司的发展战略

1、资源控制：通过对优质旅游资源的有效控制，形成对区域旅游资源相对独占的核心竞争力。

2、坚持主业：坚持以旅游业为主，积极、慎重地发展相关产业，增强公司抗风险能力。

3、平台发展：立足桂林，面向广西，整合资源，培育新的利润增长点，实现公司可持续发展。

3、公司各项业务分析

3.1 两江四湖业务：公司未来主要盈利增长看点

公司于2010年1月26日以非公开发行股票的方式向9名特定投资者以发行价10.25元共发行1亿股普通股，共募集资金净额9.92亿元。其中拟以6.17亿元整体收购桂林市“两江四湖”环城水系项目：包括①收购桂林市环城水系建设开发有限公司的整体经营性资产（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有限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。

收购前，环城水系公司共有9家下属单位，包括2个分公司——环城水系公司水上游乐分公司、环城水系印刷厂；2个全资子公司——桂林市环城水系房地产开发公司、桂林市信义路建设开发有限公司；5个控股子公司（均间接控股100%）——桂林市桃花江物业管理公司、桂林市环城水系物业管理有限公司、桂林市木龙湖不夜城旅游开发有限公司、桂林市两江四湖景区物业管理有限责任公司、两江四湖引水渠道管理开发有限公司。具体见（图11：环城水系公司具体情况图）。

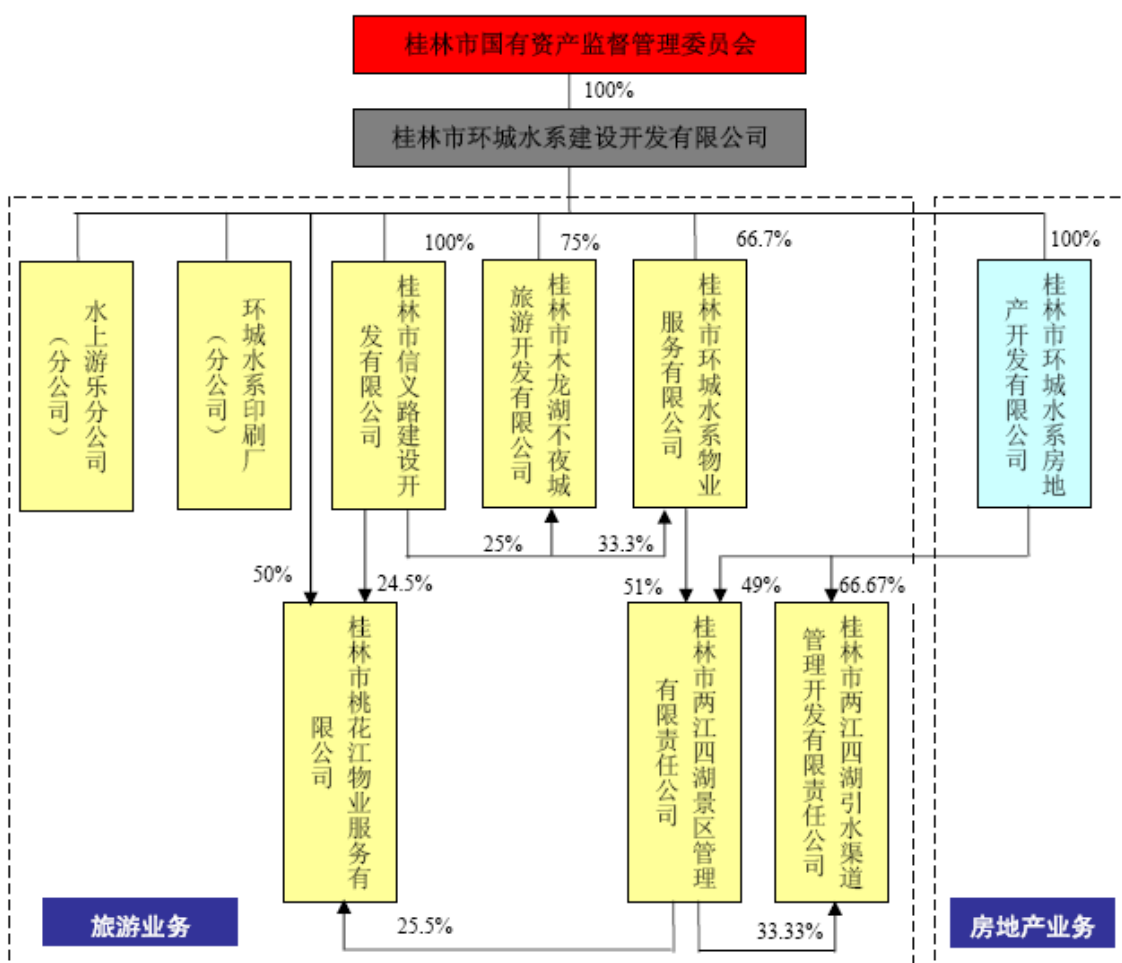
环城水系公司及其下属公司主要从事“两江四湖”环城水系旅游与物管业务和福隆园房地产业务。其中，“两江四湖”环城水系旅游与物管业务又可细分为桂林“两江四湖”环城水系水上游、木龙湖主题公园（又称“宋城主题公园”）及与之配套的“两江四湖”环城水系沿岸的物业经营和管理三个部分。福隆园房地产项目是“两江四湖”环城水系工程的配套项目，主要解决“两江四湖”工程建设沿途涉及到的房屋拆迁及回建问题，同时在规划地段进行旅游景观房产开发。该项目由环城水系公司的全资子公司桂林市环城水系房地产开发有限公司专门负责。

桂林旅游整体收购环城水系公司的经营性资产（含下属公司股权），包括

与经营性资产相关的商标、专利等无形资产；“两江四湖”环城水系水上游特许经营权 40 年。

整体收购“两江四湖”环城水系项目完成后，公司公告称将根据业务类型进行组织架构安排与运营管理。初步设想是：设立分公司——桂林旅游股份有限公司两江四湖旅游公司（暂定名），将原环城水系公司从事旅游业务的下属单位的业务、人员、资产统一合并至该公司，负责整个“两江四湖”环城水系旅游业务的经营管理；桂林市环城水系房地产开发有限公司成为本公司的全资子公司，专门负责房地产开发经营业务。

图 11：环城水系公司具体情况图



资料来源：公司公开资料 山西证券研究所

“两江四湖”环城水系项目位于桂林中心城区，沿岸自然、人文、历史景观交融，贯通了桂林市区最精华、最具人气的系列旅游产品，包括象鼻山、伏波山、叠彩山、木龙湖、老人山等景点，及漓江大瀑布饭店、希尔顿酒店、帝苑酒店、环球大酒店、伏波山大酒店、桂湖饭店、榕湖饭店、桂林宾馆、杉湖



大酒店等市区主要的高星级宾馆（共 18 家酒店，4502 间客房）。本次整体收购“两江四湖”环城水系项目，并取得环城水系特许专营权 40 年，是公司实施资源控制战略的重要体现。收购完成后，公司通过“两江四湖”环城水系并重组桂林市区旅游线路，推出水上精华一日游，逐步实现市区由陆路游览向水路游览的转变，从而提升公司的整体市场竞争能力。“两江四湖”把桂林的历史文化、自然山水、生态环境有机贯通起来，已经成为一条可与威尼斯水城相媲美的游览水道。2002 年下半年“两江四湖”环城水系游览业务正式运营。2005 年“两江四湖”景区荣获“广西十佳景区”、国家 AAAA 级旅游景区，2006 年获得中国人居环境范例奖。

自 2002 年底营运以来，两江四湖景区年接待量平均自然增长率约 20%，2007 年度环城水系旅游业越过盈亏平衡点，实行盈利 202.78 万元。自营运以来至 2007 年，利润不高乃至亏损的主要原因公司在增发报告中提到主要是其经营主体——环城水系公司作为工程建设公司，接受桂林市政府委托经营管理“两江四湖”环城水系项目不是以盈利为目的，而是以实现“两江四湖”环城水系工程后期维护的收入和支出平衡为目的。由于“两江四湖”环城水系旅游业务目前并非专业化运作，因而制约了该项目市场潜力的挖掘和经济效益的提升。而近几年“两江四湖”产品处于市场宣传、推广、培育期，游客逐年增多，营业收入和营业利润也逐年增长。2008 年环城水系旅游业出现亏损，主要原因是受南方部分地区冰雪灾害、四川汶川大地震及全球金融危机等不可抗力因素的影响，游客接待量下降，营业收入减少。

图 12：两江四湖环城示意图



资料来源：山西证券研究所

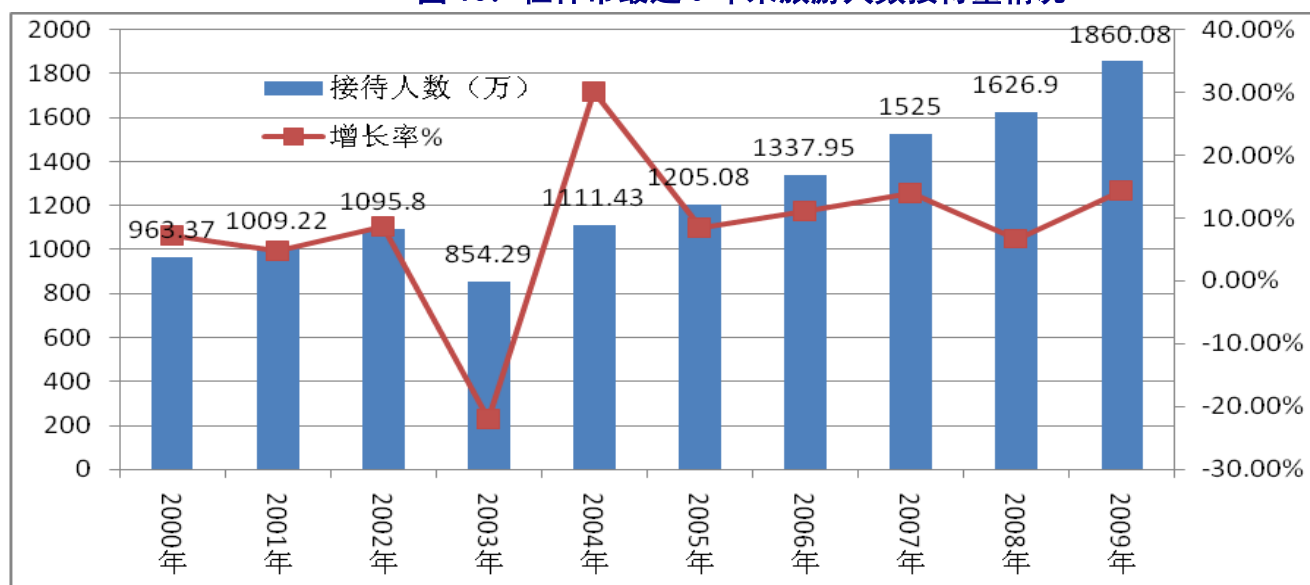
图 13：两江四湖历年来游客接待量情况

年度	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-3 月
两江四湖夜游	28.93	29.46	32.72	33.51	32.27	5.84
鱼鹰捕鱼游	-	3.03	4.77	9.56	7.67	1.50
水上公园内湖游	1.28	0.84	5.30	7.51	9.23	2.10
两江四湖日游	-	0.74	0.38	0.17	0.10	0.006
其他项目	3.87	1.10	1.77	3.65	2.57	1.04
合计	34.09	35.37	45.94	54.40	52.84	10.49
接待量同比增长	53.26%	3.19%	27.77%	19.15%	-3.20%	43.58%

图 14：“两江四湖”环城水系旅游业务最近三年财务状况

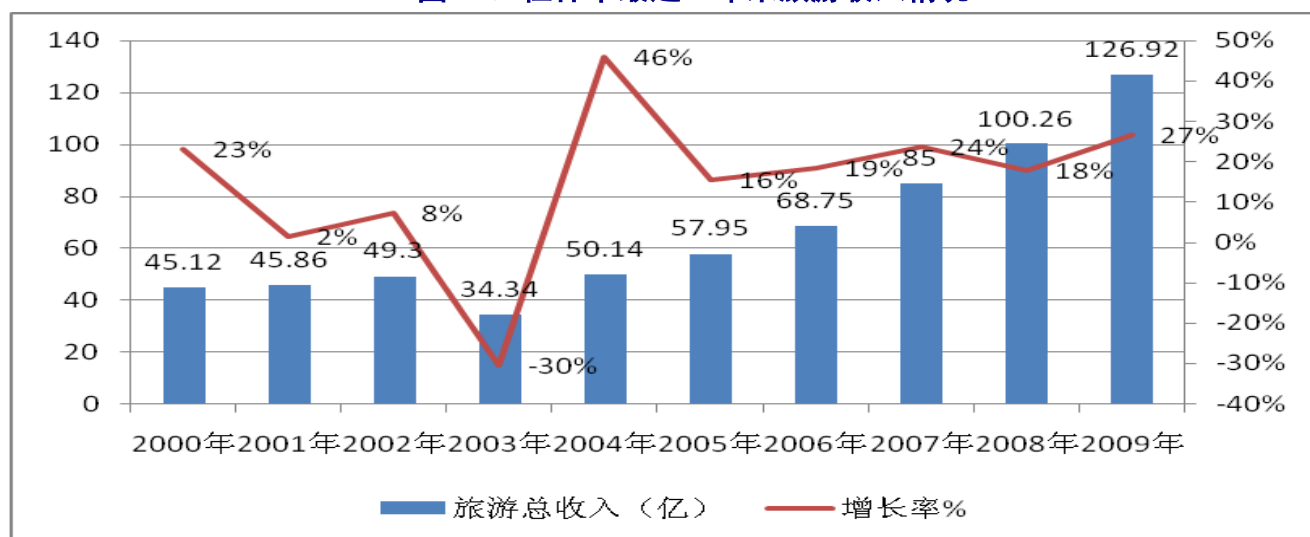
项目	2008 年度	2007 年度	2006 年度
营业收入	4,249.92	4,643.49	4,043.14
营业成本	3,066.18	2770.42	2,583.39
营业利润	-1,112.24	142.39	-127.69
利润总额	-1,013.89	238.57	-51.16
净利润	-1,013.89	202.78	-51.16

图 15：桂林市最近 9 年来旅游人数接待量情况



资料来源：山西证券研究所 桂林市旅游局

图 16: 桂林市最近 9 年来旅游收入情况



资料来源：山西证券研究所 桂林市旅游局

分析图 13、图 15 和图 16，我们可以很清楚看到，两江四湖市场提升空间还很大，两江四湖 2008 年游客接待量有 52.84 万人次，桂林市 2008 年游客接待量高达 1626.9 万人次，两江四湖游客接待量只有桂林市游客接待量的 3%。作为与漓江相媲美的一条水上游览黄金线路，作为桂林市的一条市政工程标志性建筑，游客接待量占到桂林市游客接待量的 10%，那接待人数也可达 200 万左右。所以我们认为两江四湖游客接待量未来还有很大提升空间。分析图 14：两江四湖最近 3 年财务状况，加上公司之前公告称，近年“两江四湖”旅游业务的固定资产折旧、工资费用等固定成本占总成本的 75%左右，变动费用所占比例较小，该部分固定成本保持相对稳定，今后随着营业收入的逐步增长，营业收入更多的转化为利润，项目的盈利能力将不断增强。从成本构成上看，两江四湖产品已达到盈亏临界点，随着营业收入的进一步扩大，有效突破盈亏平衡点，产品边际贡献率将迅速提高，营业利润将快速增长，预计新增收入的 60%以上将转化为利润。

两江四湖游客量保持持续增长将是趋势。主要原因有以下几点（1）两江四湖品牌效应会逐渐加强；（2）推出“漓江花月夜”节目后，增加餐饮、购物等内容，丰富了夜游产品内涵，提升产品竞争力，同时夜游的结算价格也由目前的 105 元将提高到 120 元，夜游整合后的两江四湖游览图见图 18；（3）目前“两江四湖”日游（白天）接待量较少，大量有效的游览时间和游船运能没有充分利用。公司收购后拟把两江四湖与市内其他产品（如传统经典旅游产品“三山”——象鼻山、伏波山、叠彩山）进行有效组合，推出适合团队游览的线路，增加产品组合，大力开拓中低端团队市场，从而大幅度提高日游接待量，



使白天游成为增收的重要来源之一，产品整合后，日游的结算价格也将由目前的 25 元提升到 30 元，日游将建设七个景区码头，未来实行一票通，具体游览线路见图 17：（4）适应市场需求，推出 VIP 包船产品：因两江四湖景区处于桂林市中心，位置优良、交通便利，同时产品品质内涵丰富，游览时间和游览方式自由度大，非常适合政府接待包船、商务包船、会议包船、家庭包船和酒店包船等市场。随着桂林会议、会展、商务等高端旅游市场的增长，VIP 包船产品需求将会越来越旺盛，VIP 包船的结算价格也在 135 元左右；（5）进行整合营销：将“两江四湖”产品纳入公司销售体系，通过发挥公司车、船、景区、酒店一体化服务及相互带动的集团优势，在游客量自然增长的基础上，通过改变经营模式、丰富旅游产品等，实现游客量的进一步增长；（6）两江四湖景区门票提价有一定空间。两江四湖景区票价是 2002 年实施的，已有 6 年未调整。随着燃油价格及其他相关物价的上升，在未来一段时间内两江四湖票价的提高具有合理性和必要性。

公司对两江四湖的销售策略收购后也将会进行整合，收购前，环城水系公司对“两江四湖”环城水系游主要采取委托代理方式销售，客源主要以会议、公务、商务接待、落地散客为主，产品较少进入境内外主要组团社的团队线路行程。收购完成后，将采取迅速拓展团队市场、持续加强散客、商务和会议包船市场，开拓婚庆和特色旅游市场的销售策略，在保持现状销售模式不变的情况下，加强与大客户的对接，充分利用现有市场和营销优惠，与国内外主要客户开展合作。团队市场方面：利用公司与境内外主要客户的战略联盟关系，使产品提前进入团队计划行程；散客市场方面：建立针对到桂林落地散客的散客组织网络，实现产品的广泛宣传和散客有效进入。广泛开展网络预订系统合作，实现产品的网络预订与销售，扩大市场覆盖面；商务会议市场方面：针对商务会议市场，设计适应市场的商务休闲包船产品，同时整合漓江大瀑布饭店、旅游汽车、漓江游船与“两江四湖”环城水系游，形成高端的商务会议产品，利用股份公司现有旅游产品在商务会议市场形成的相对优势带动“两江四湖”商务会议市场的迅速发展。

两江四湖项目在未来政府二期桃花江整治后，公司还将开辟可水路（通过桃花江）到达芦笛景区的水路游览线路。环城水系未来游览线路图见图 19。

我们非常看好公司两江四湖未来的盈利前景，我们认为通过公司对两江四湖产品的整合和销售策略的调整，两江四湖的游览人数有可能未来继续保持 20% 的增长趋势，并且实际结算价格也将有一定的提升空间。对公司未来旅游主业的持续发展将是非常有利的。我们也密切关注公司对两江四湖产品整合的力度和实施效果。

图 18: 两江四湖整合后夜游示意图



资料来源：山西证券研究所

图 20: 漓江花月夜夜游部分示意图



资料来源：山西证券研究所

我们认为公司目前两江四湖已经达到盈利平衡点附近,只要旅游人数能保持增加,盈利能力就能得到极大提高。2010 年到 2012 年游客量预测见表 1。两江四湖旅游业未来三年的盈利预测大概见表 2 所示。



表 1：“两江四湖”环城水系旅游业务 2010-2012 年游客量预测 单位（万人）

	2010	增长率%	2011	增长率%	2012	增长率%
桂林山水画中游	52.77	16%	62.27	18%	72.23	16%
环城水系精华游	30.32	58%	45.48	50%	63.67	40%
VIP 包船	1	-	1.5	50%	3	100%
木龙湖	5	-	10	100%	12	20%
游客接待总量	89.09	28.11%	119.25	33.85%	150.9	26.54%

资料来源：山西证券研究所 公司公开资料

表 2：“两江四湖”环城水系旅游业务 2010-2012 年盈利预测

	2010 年	2011 年	2012 年
总收入（万）	8054.95	11328.75	14788.2
增长率%		40.64%	30.54%
有效总票价（元）	90.41	95	98
净利润（万）	1582.77	2265.75	3253.40
增长率%		43.15%	43.59%
净利润率%	19.65%	20.00%	22.00%
总股本（万）	36010	36010	36010
每股收益贡献（元）	0.04	0.06	0.09

资料来源：山西证券研究所

3.2 福隆园房地产项目：2012 年基本结算完成

福隆园项目由环城水系公司采取向其他房地产开发商提供土地收取土地费用及出让金的模式进行合作开发。桂林旅游通过本次非公开发行股票募集资金，向环城水系公司支付已为福隆园项目支出的实际费用，并承担原应由环城水系公司承担的该项目今后将要发生的相关费用，相应承继环城水系公司应享有该项目的全部收入。

福隆园项目于 2002 年初正式启动，现征地工作大部分已完成，已进入拆迁安置农民房阶段。根据拆迁安置及“三通一平”工作情况，预计 2010 年、2011 年、2012 年分别有 102.89 亩、234.02 亩、181.5 亩土地交付合作方开发，2012 年完成全部土地开发。

环城水系公司与 3 家房地产开发商签订了合作协议，并收取各家房地产开发商缴纳的定金 7,300 万元。根据福隆园项目的情况，预测该项目累计可为公司贡献净利润约 1.2 亿元。预计 2010 年可实现净利润 2,500 万元，贡献每股收益为 0.07 元；假设 2011 年可实现净利润为 4600 万元，贡献每股收益为 0.13 元；假设 2012 年可实现净利润为 4600 万元，继续贡献每股收益为 0.13 元。

3.3 桂林大瀑布大酒店：未来将步入盈利通道

桂林漓江大瀑布饭店是目前广西规模最大、设施设备最豪华并以水景文化为背景的超五星级饭店。饭店地处桂林市中心最繁华地段。饭店拥有：（1）上部宽 72 米、下部宽 75 米、落水高度达 45 米的大型人造瀑布，已列入大世界吉尼斯纪录（见图 21）。（2）各类客房 652 间，其中包括总统房一套、豪华贵宾套房 22 套、豪华贵宾房 20 间、商务房 62 间、标准房 541 间。（3）中西餐厅、日韩餐厅、九天银河茶餐厅、四季火锅城，并且拥有 20 个包厢，餐厅总计 1800 席位。（4）一座可同时容纳 400 人就餐、500 人开会的多功能厅，内配六声道同声传译系统，另设有五间不同类型的会议室，供不同规模会议使用。（5）室内恒温游泳池、屋顶花园健身中心、桑拿按摩室等完善的服务康乐设施。

公司负债式承购大瀑布酒店，将于 6 月份完成归还 2.02 亿银行贷款的计划，2010 年可以节省财务费用大约为 600 多万，酒店目前出租率和平均房价基本保持平稳。我们认为公司产品整合后，公司的出租率将基本保持在 60%左右水平，平均房价可保持在 550 元到 600 元之间。

酒店地理位置极佳，随着公司对“两江四湖”产品的进一步整合，酒店码头的建成，在酒店的负债率从接近 90%下降到 30%-40%左右的良好基础上，酒店的盈利能力将会得到进一步提高，我们认为大瀑布酒店 2010 年开始将步入盈利通道，未来达到 2000 万左右的净利润是非常值得期待的。

酒店经营的风险因素就是竞争对手。桂林五星级饭店中，桂林喜来登酒店及香格里拉大酒店还有一家园林式五星级酒店，管理水平和酒店设施较新，将对公司的酒店造成一定的竞争风险。

公司桂林大瀑布酒店的盈利预测大致见表 3。桂林大瀑布酒店 2004 年出租率曾高达 62%。公司的平均房价和平均出租率收入敏感测试见表 4。

表 3：桂林大瀑布酒店未来三年盈利预测

	2008	2009	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)
权益比例		100%	100%	100%	100%
营业收入（万）	10,256.16	12,331.50	13,057.67	13,282.81	
增长率%			20.24%	5.89%	1.72%
主营业务收入（万）	9,556.16	11,531.50	9,140.37	9,297.96	
增长率%			20.67%	-20.74%	1.72%
其他业务收入（万）	700.00	800	900	1000	
增长率%			14.29%	12.50%	11.11%

出租率%	57.37%	48.00%	58.00%	60%	61%
增长率%			20.83%	3.45%	1.67%
平均房价（元）	556.77	548	548	580	590
增长率%		-1.58%	0.00%	5.84%	1.72%
营业成本（万）		4559.84	5312.51	5625.35	5711.61
主营业务成本（万）		4,548.84	5,298.91		
营业税费（万）		579.87	701.05	742.33	743.84
销售费用（万）		440.61	468.31	495.89	491.46
管理费用（万）		2320.96	2473.23	2618.87	2656.56
财务费用（万）		2313.58	1462.21	1305.77	1328.28
利润总额（万）		41.30	1914.19	2269.46	2351.06
所得税率%		25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
所得税（万）		10.33	459.41	544.67	564.25
有效所得税率		0.24	0.24	0.24	0.24
净利润（万）		10.00	1,454.78	1,724.79	1,786.80
总股本（万）		17700.00	36010.00	36010.00	36010.00
每股收益贡献（元）		0.00	0.04	0.05	0.05

资料来源：山西证券研究所 公司公开资料

图 21：桂林大瀑布酒店外景图



资料来源：山西证券研究所 公司公开资料

表 4：酒店出租率和平均房价敏感测试表

收入（万）	41%	44.00%	47.00%	50.00%	53.00%	58.00%	62.00%	65.00%
548	8158.50	8755.47	9352.43	9949.39	10546.36	11541.30	12337.25	12934.21
549	8173.39	8771.44	9369.50	9967.55	10565.60	11562.36	12359.76	12957.82
550	8188.28	8787.42	9386.56	9985.71	10584.85	11583.42	12382.28	12981.42
551	8203.17	8803.40	9403.63	10003.86	10604.09	11604.48	12404.79	13005.02
552	8218.05	8819.38	9420.70	10022.02	10623.34	11625.54	12427.30	13028.62
553	8232.94	8835.35	9437.76	10040.17	10642.58	11646.60	12449.82	13052.23
554	8247.83	8851.33	9454.83	10058.33	10661.83	11667.66	12472.33	13075.83
555	8262.72	8867.31	9471.90	10076.49	10681.07	11688.72	12494.84	13099.43
556	8277.61	8883.28	9488.96	10094.64	10700.32	11709.78	12517.36	13123.03
557	8292.49	8899.26	9506.03	10112.80	10719.57	11730.84	12539.87	13146.64
558	8307.38	8915.24	9523.10	10130.95	10738.81	11751.91	12562.38	13170.24
559	8322.27	8931.22	9540.16	10149.11	10758.06	11772.97	12584.90	13193.84
560	8337.16	8947.19	9557.23	10167.26	10777.30	11794.03	12607.41	13217.44
561	8352.04	8963.17	9574.30	10185.42	10796.55	11815.09	12629.92	13241.05
562	8366.93	8979.15	9591.36	10203.58	10815.79	11836.15	12652.43	13264.65
563	8381.82	8995.12	9608.43	10221.73	10835.04	11857.21	12674.95	13288.25
564	8396.71	9011.10	9625.49	10239.89	10854.28	11878.27	12697.46	13311.85
565	8411.60	9027.08	9642.56	10258.04	10873.53	11899.33	12719.97	13335.46
566	8426.48	9043.06	9659.63	10276.20	10892.77	11920.39	12742.49	13359.06
567	8441.37	9059.03	9676.69	10294.36	10912.02	11941.45	12765.00	13382.66
568	8456.26	9075.01	9693.76	10312.51	10931.26	11962.51	12787.51	13406.26
569	8471.15	9090.99	9710.83	10330.67	10950.51	11983.57	12810.03	13429.87
570	8486.03	9106.96	9727.89	10348.82	10969.75	12004.63	12832.54	13453.47
580	8634.91	9266.74	9898.56	10530.38	11162.20	12215.24	13057.67	13689.50
590	8783.79	9426.51	10069.22	10711.94	11354.66	12425.85	13282.81	13925.52
600	8932.67	9586.28	10239.89	10893.50	11547.11	12636.46	13507.94	14161.55
700	10421.45	11183.99	11946.54	12709.08	13471.63	14742.53	15759.26	16521.81

备注：酒店从 2003 年至今酒店的出租率变化空间为 41%到 62%；平均房价变化空间为 548 元到 600 元之间。我们所做的收入并没有考虑餐饮和其他收入。图中蓝色部分为公司最有可能酒店收入变化空间。

3. 4 银子岩：未来将继续保持盈利增长

银子岩公司的股权结构：银子岩公司为本公司之控股子公司，公司持有 96.87%的股权。自然人何荣凤持有 3.13%的股权。

银子岩公司主要业务情况：银子岩公司主要从事国家 AAAA 级景区——银子岩景区开发和经营业务，拥有银子岩景区 66 年风景旅游资源使用权（自 2002 年 6 月 26 日起至 2068 年 6 月 26 日止），目前已开发的旅游项目主要为银子岩岩洞观光。

银子岩景区占地面积约 120 亩（不包括石山部分，石山部分面积 1,500 亩），水域面积约 40 亩，包括荔浦县马岭镇永明村龟鳖山、朝寨山、老虎坳山、水养岩等十座山，银子岩、星子岩、斋公岩等六个岩洞，目前仅开发经营了银子岩。

银子岩属层楼式溶洞，总长 10 余公里，现已开发游程约 2 公里，包括下洞、大厅、上洞三大部分，汇集了不同地质年代发育生长的各种类型的钟乳石，特色景点数十个，溶洞精华景点以三绝“音乐石屏”、“广寒深宫”、“雪山飞瀑”和三宝“佛祖论经”、“独柱擎天”、“混元珍珠伞”为代表，被誉为“世界溶洞奇观”。银子岩的外貌和内况见图 22

银子岩景区旅游业务经营情况良好，年接待游客人次、总收入和净利润均呈逐年稳步增长趋势。银子岩已成为公司主要利润来源之一。银子岩 2007 年累计接待游客 96.10 万人次，同比增长 17.75%；实现销售收入 3644 万元，同比增长 14.42%；净利润 2014.25 万元，同比增长 15.08%。2008 年虽然受南方部分地区冰冻灾害、四川汶川大地震及全球金融危机等一系列不可控因素的影响，银子岩景区仍实现接待游客 91.44 万人次，实现销售收入 3419.95 万元，净利润 2019.95 万元。2009 年度共接待游客 99.80 万人次，实现营业收入 3,702.38 万元，实现营业利润 2,326.17 万元，实现净利润 1,979.27 万元。

图 22：银子岩的外貌和内况



资料来源：山西证券研究所

银子岩公司未来可达性和地理位置优势明显：银子岩景区位于漓江游览的延长线上，距桂林市区 85 公里，距桂林旅游次中心——阳朔 18 公里，处于桂粤、桂黔、桂滇高速公路交汇地，将成为经三条高速公路入桂游客的门户。见图 23：银子岩明显的地理位置优势。

银子岩产品的价格和提价情况：银子岩公司主要经营项目有银子岩岩洞观光、住宿、餐饮及商品零售业。在 2010 年 3 月 1 日前，公司主要产品的价格

为岩洞观光，团队游结算价格为 35 元，散客游结算价格为 50 元；住宿有 72 间房，150 个床位，团队住宿为 70 元/间，散客住宿为 100 元/间。银子岩产品提价前情况见表 5。银子岩目前以团队游客为主，占游客总数的 97%以上；收入结构上，分为景区门票、客房、餐饮和其他收入，目前以景区门票收入为主，占收入总额的 85%以上，门票之外的其他收入占比不大，但总量呈上升趋势。

2010 年 1 月份公司公告称：公司银子岩景区门票提价，景区门票价格从 50 元/人次调至 65 元/人次，提价幅度为 30%。提价很大程度上将会提高对公司 2010 年和之后的盈利情况。

图 23：银子岩明显的地理位置优势



资料来源：山西证券研究所

表 5：银子岩产品提价前情况

	经营项目	价格		备注
		团队	散客	
1	银子岩岩洞观光	35 元	50 元	
2	住宿	70 元/间	100 元/间	72 间、150 床位
3	餐饮及商品零售	---	---	

资料来源：山西证券研究所 公司公开资料

定向增发改造银子岩项目盈利情况分析：2010 年 2 月 9 日以 10.25 元/股定向增发了 1 亿股，其中公司欲增资 5000 万元投资银子岩新项目，1) 岩洞区改造，2) 修建运动休闲、度假酒店，3) 支付征地费用，4) 修建汽车宿营地。公司公告称改扩建完成后，银子岩将由纯观光景区转变为具有汽车宿营地功能的观光与休闲度假相结合的旅游景区。改造期约 1 年，完成初期可为公司新增年净利润 927 万元，静态投资年收益率约 18%。2010 年 5 月份根据我们调

研看到，公司银子岩景区游客接待中心正在建设，我们估计改造完成整体营业产生利润估计在 2011 年。改造银子岩项目完工后银子岩当年的盈利情况见表 6。

假设条件 1：改造完成后，自驾车游客及其他散客将大幅增加，景区游客结构逐步改善，预计到 2011 年团队游客与散客比例为 85%：15%。

假设条件 2：项目建设完成投入营运，第 3 年至第 6 年为增长经营期，第 7 年后为稳定经营期。从谨慎性出发，考虑到可能出现的各种不确定因素，以 2011 年游客接待量（105 万人次）为基础进行测算。

表 6：改造银子岩项目完工后银子岩当年的盈利分析

	新增收入项目	计算依据	计算公式	新增收入
1	新增门票收入	改扩建后提高门票价，团队由35 元提升为45 元；散客由50 元提升为60 元。	105×10	1050 万元
2	新增游客门票收入	如不实施改造游客量为96 万人次，改造后为105 万人次，增量为9 万人次。	$9 \times 85\% \times 45 + 9 \times 15\% \times 60$	425 万元
3	新增团餐收入	目前因餐厅档次不高，且接待能力有限，仅约9%的团队在景区就餐。改造后，餐厅档次及接待能力提升，预计就餐的团队（不过夜）比例增加15%，餐标按13 元/人次计。	$105 \times 85\% \times 15\% \times 13$	174 万元
4	新增住店客人用餐收入	新增客房320 间，按55%住房率，每年按360 天，每个客人餐费30 元计。	$(320 \times 360 \times 55\% \times 30) / 10000$	190 万元
5	新增酒店房费收入	新增客房320 间，按55%住房率，客房价格160 元/间·天，每年按360 天计。	$(320 \times 360 \times 55\% \times 180) / 10000$	1140 万元
6	新增其他收入	现有其他收入每年150 万元，预计新增100 万元/年。		100 万元
	合计			3079 万元
	新增成本费用项目	计算依据	计算公式	新增成本费用

1	新增营业税金及附加	按营业收入的5.5% 计。	$3079 \times 5.5\%$	169 万元
2	新增土地使用权摊销	按40 年摊销。	$840/40$	21 万元
3	新增固定资产折旧	扣除土地取得费用后，其他投资转化为固定资产，综合固定资产折旧按25 年计。	$(5000-840)/25$	166 万元
4	新增工资及福利	景区现有职工155 人，根据新增建设内容及游览范围新增劳动定员300 人，工资及福利按每年20000 元/人计。	300×2	600 万元
5	新增客房变动成本	参考桂林同档次酒店水平，按每间客房每天50 元计。	$320 \times 360 \times 55\% \times 50/10000$	317 万元
6	新增餐饮成本	餐饮按50% 综合毛利率计。	$(174+190) \times 50\%$	182 万元
	新增广告促销费用	按每年150 万元计。		150 万元
8	新增修理费	按每年44 万元。		44 万元
9	新增办公费用	按每年140 万元计。		140 万元
10	新增其他成本	如景区公共设施使用、维护及其他不可预见费用，按每年200 万元计		200 万元
	合计			1989 万元
	经济效益指标		计算公式	预测值
1	新增利润总额		新增收入-新增成本费用	1090 万元
2	新增净利润		新增利润总额 $\times$ (1-15% 的企业所得税税率)	926.5 万元
3	投资年收益率(静态)		新增净利润/投资总额	18.53%

资料来源：山西证券研究所 公司公开资料

我们认为银子岩公司随着交通条件的改善和本身景区的独特性，未来保持人数增长和价格增长将是趋势，银子岩将继续保持盈利增长并继续成为公司净利润的主要来源。银子岩公司未来三年的盈利情况预测见表 7。我们假设银子岩 2011 年改造完成并投入运营。

表 7：银子岩公司未来三年的盈利情况预测

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
持股比例%	96.87%	96.87%	96.87%	96.87%
接待游客（万人）	99.80	100.00	105.00	110.00
增加幅度%		0.00%	5.00%	4.76%
营业收入（万）	3702.38	4813.09	7892.09	8207.78
增加幅度%		30.00%	63.97%	4.00%
净利润（万）	1979.27	2573.05	3499.55	3611.42
增加幅度%		30.00%	36.01%	3.20%
权益利润（万）	1979.27	2492.51	3390.02	3498.38
总股本（万）	17700.00	36010.00	36010.00	36010.00
每股收益贡献（元）	0.11	0.07	0.09	0.10

资料来源：山西证券研究所 公司公开资料

3.5 合作景区分析：象山景区提价将提升业绩 七星景区有很强提价预期

象山景区提价将提升业绩：象山公园门票自 2004 年 4 月 1 日起从 15 元提至 25 元，本公司所获公园门票收入分成自 2004 年 4 月 1 日起提至 5 元/人次。2009 年 11 月 20 日至 12 月 31 日，本公司对象山公园散客结算的公园门票收入分成为 8 元/人次，对团队结算的公园门票收入分成为 5 元/人次；自 2010 年 1 月 1 日起，本公司对象山公园门票结算的收入分成全面提至 8 元/人次。分析公司象山景区以往的盈利情况，我们判断公司的合作景区象山公园提价后，2010 年将增加公司净利润空间为 300 万左右。

七星景区有很强提价预期：公司的另外一家合作景区七星公园于 2004 年提价后价格一直没有变化，我们判断七星公园提价将是趋势。

我们假设七星景区 2011 年提价 60%（比照象山景区），象山景区和七星景区未来三年的盈利预测见表 8。



表 8：象山景区和七星景区未来三年的盈利预测

单位：万元	2008	2009	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)
营业收入	1585.60	1699.19	2170.79	2718.70	2854.64
投资成本的收回	250	250	250	250	250
投资收益	1335.6	1449.19	1920.79		2604.6392
扣除税费后的投资收益	1178.47	1280.64	1657.392	2049.024	2198.0722
增加幅度%			29.42%	23.63%	7.27%
增加			376.75	391.63	149.05
净利润率	74.32%	75.37%	76.00%	77.00%	77.00%
总股本（万）	17700	17700	36010	36010	36010
每股收益贡献（元）	0.07	0.07	0.05	0.06	0.06

资料来源：公司公开资料 山西证券研究所

3.6 公司游船业务和客运业务分析：基本成熟，将继续保持稳定

公司的游船业务和客运业务属于公司的传统老业务，我们认为这两类业务基本成熟，增长空间短期有限，保持稳定发展将是趋势。

我们认为游船业务在经济复苏和交通条件的改善下，未来保持 10% 的增长速度将是期待的。游船业务和客运业务未来 3 年盈利预测分析见表 9

表 9：游船业务和客运业务未来 3 年盈利预测分析

	2007	2008	2009	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)
营业收入(万元)	15638.60	12696.23	13234.03	14457.80	15668.13	16967.05
增长率%		-18.81%	4.24%	9.25%	8.37%	8.29%
漓江旅游客运(万元)	11940.98	9105.03	9338.7	10272.57	11094.3756	11981.92565
增长率%		-23.75%	2.57%	10.00%	8.00%	8.00%
公路旅游客运(万元)	1744.46	1839.34	2077.48	2285.228	2513.7508	2765.12588
增长率%		5.44%	12.95%	10.00%	10.00%	10.00%
出租汽车客运(万元)	1250.05	1273.74	1231.18	1300	1400	1500
增长率%		1.90%	-3.34%	5.00%	2.00%	1.00%
公路客运站场(琴潭站)(万元)	268.15	301.99	368.19	400	450	500
公路班线客运(万元)	434.96	176.13	218.48	200	210	220
销售净利率%	16.51%	11.22%	15.56%	16.00%	17.00%	18.00%
净利润(万)	2581.93	1424.52	2059.22	2313.25	2663.58	3054.07
总股本(万)	17700	17700	17700	36010	36010	36010
每股收益贡献(元)	0.15	0.08	0.12	0.06	0.07	0.08

资料来源：公司公开资料 山西证券研究所



3.7 公司参股业务分析：燃气业务和井冈山及龙脊旅游还有增长空间

井冈山旅游未来将保持稳定增长：2008 年井冈山由于投资的原因，公司亏损。2009 年实现净利润 800 万左右。调研了解到，井冈山游客接待中心建成运营已步入正轨，未来保持盈利增长值得期待。

燃气业务和龙脊旅游很有增长空间。我们认为公司的燃气业务随着桂林往西新建一个桂林市，保持稳定空间还很大。同时，公司的龙脊梯田业务由于景点的特殊性，增长空间也很大。

四家参股公司未来 3 年盈利预测分别见表 10、表 11、表 12

表 10：两家燃气公司未来 3 年的盈利预测

	2009	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)
营业收入(万)	14895.51	16385.06	18023.57	19825.92
营业利润(万)	901.20	991.32	1090.45	1199.50
净利润(万)	822.03	904.23	994.66	1094.12
营业利润率%	6.05%	6.05%	6.05%	6.05%
净利润率%	5.52%	5.52%	5.52%	5.52%
参股比例%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
母公司净利润(万)	328.81	361.69	397.86	437.65
每股收益贡献(元)	0.01	0.01	0.01	0.01

资料来源：公司公开资料 山西证券研究所

表 11：井冈山旅游未来 3 年的盈利预测

	2009	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)
营业收入(万)	7262.06	7988.27	8787.09	9665.80
营业利润(万)	786.81	878.71	966.58	1063.24
净利润(万)	610.68	718.94	790.84	869.92
营业利润率%	10.83%	11.00%	11.00%	11.00%
净利润率%	8.41%	9.00%	9.00%	9.00%
参股比例%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
母公司净利润(万)	244.27	287.58	316.34	347.97
每股收益贡献(元)	0.01	0.01	0.01	0.01

资料来源：公司公开资料 山西证券研究所

表 12：龙脊梯田未来 3 年的盈利预测

	2009	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)
接待游客(万)	36.55	37.00	38.00	39.00
营业收入(万)	1884.88	1924.00	2014.00	2106.00

有效消费（元）/人	51.56	52.00	53.00	54.00
净利润（万）	426.27	435.40	463.22	484.38
参股比例%	26.34%	26.34%	26.34%	26.34%
母公司净利润（万）	112.28	114.68	122.01	127.59
净利润率%	22.62%	22.63%	23.00%	23.00%
每股收益贡献（元）	0.004	0.003	0.003	0.004

资料来源：公司公开资料 山西证券研究所

3.8 公司温泉业务：贺州温泉和龙胜温泉将继续盈利，丰鱼温泉未来有可能扭亏为盈

贺州温泉（公司参股比例 100%）2009 年度共接待游客 158,888 人次，实现营业收入 791.79 万元，实现营业利润 115.98 万元，实现净利润 108.02 万元。由于地理位置的优越性，未来保持一定的盈利增长非常值得期待。

龙胜温泉（公司参股比例 71.54%），2009 年度共接待游客 140,595 人次，营业收入 2,466.27 万元，营业利润 59.38 万元，净利润 40.92 万元。虽然公司 2010 年 2 月公司公布票价从 98 元提高到 128 元人次，提价幅度为 20%左右，虽然盈利增长是趋势，但由于份额较小，对公司盈利增长贡献也是非常有限的。

丰鱼岩（公司控股比例为 51%），2009 年度共接待游客 173,760 人次，营业收入 798.14 万元，营业利润-172.16 万元，净利润-174.76 万元。从 2010 年 3 月 1 日开始丰鱼岩景区门票价格将从 60 元/人次调至 70 元/人次。提价幅度为 30%左右，我们认为提价有可能使丰鱼岩扭亏为盈。

4、公司未来三年盈利预测分析

综合分析，我们认为公司未来三年盈利将保持增长，在总股本为 36010 万股的基础上，2010 年可达 0.35 元/股，2011 年可达 0.49 元/股，2012 年可达 0.54 元/股。具体盈利预测见表 13：公司未来三年盈利预测（备注：此盈利预测中营业总收入和营业总成本没有加入福隆园房地产业务收入成本方面的数据，但公司的净利润方面对公司福隆园房地产业务的净利润进行了加总，福隆园房地产 2010 年我们预计实现净利润 2500 万元，2011 年预计实现净利润 4600 万元，2012 年预计实现净利润为 4600 万元）。

表 13：公司未来三年盈利预测

	2007	2008	2009	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)
一、营业总收入(万元)	33,113.47	20,228.80	21,183.31	39657.34	47946.64	53245.83

二、营业总成本(万元)	28,683.22	19,948.24	19,485.59	36927.38	41350.00	45000.00
营业成本(万元)	20,232.13	10,759.28	10,841.21	26500.00	28500.00	29000.00
营业税金及附加(万元)	1,359.59	1,057.26	1,117.19	2091.49	2528.67	2808.14
销售费用(万元)	499.37	452.21	504.21	943.93	1141.24	1267.37
管理费用(万元)	4,898.30	5,674.66	5,191.95	5191.95	5200	5300
财务费用(万元)	1,640.38	1,974.52	1,793.77	2200.00	1800.00	1850.00
资产减值损失(万元)	53.46	30.31	37.28	0	0	0
三、其他经营收益(万元)						
投资净收益(万元)	1,915.66	2,391.40	2,142.43	2421.35	2885.23	3111.28
其中:对联营企业和合营企业的投资						
收益(万元)	413.48	1,212.93	861.79	763.96	836.21	913.20
四、营业利润(万元)	6,345.90	2,671.96	3,840.15	10343.32	14644.14	16192.66
加:营业外收入(万元)	111.05	96.11	47.77	0	0	0
减:营业外支出(万元)	34.78	30.96	72.8	0	0	0
其中:非流动资产处置净损失(万元)	0.46	2.05	0.26	0	0	0
五、利润总额(万元)	6,422.18	2,737.11	3,815.11	10343.32	14644.14	16192.66
减:所得税(万元)	956.06	467.18	519.3	0	0	0
六、净利润(万元)	5,466.11	2,269.93	3,295.81	12764.66	17529.37	19303.94
减:少数股东损益(万元)	153.83	-45.36	-84.9	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润(万元)	5,312.29	2,315.29	3,380.71	12764.66	17529.37	19303.94
七、每股收益(元):	0.3	0.131	0.191	0.35	0.49	0.54

资料来源:公司公开资料 山西证券研究所

5、风险提示

(1) 国际国内经济增长的不确定性;(2) 旅游服务业务受自然灾害、季节等不确定因素影响较大,脆弱而敏感;(3) 公司产品整合时间进度不达预期;(4) 公司房地产业务拆迁慢于预期,利润实现情况和预期不符;(5) 世博会对公司 2010 年旅游人数分流要高于预期。

6、催化剂因素

桂林国家旅游综合改革试验区的进一步推进;东盟自贸区和北部湾发展规划;广州亚运会的召开。

7、公司估值分析

7.1 同类上市公司 PE 估值分析

我们选择了同类 12 家上市公司比较（见表 14：同类上市公司 PE 比较表），可以看出公司目前动态市盈率水平要低于同类型上市公司，目前股价有一定的安全边际，公司按 5 月 31 日 9.66 元的股价，2010 年动态市盈率水平为 27 倍，2011 年动态 PE 为 19.8，2012 年动态 PE 为 18。明显低于行业平均动态 PE56、PE37、PE38 的水平，我们认为公司目前股价低估。

表 14：同类上市公司 PE 比较表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	2010 每股收益 (元)	2011 每股收益 (元)	2012 每股收益 (元)	PE1	PE2	PE3
000888.SZ	峨眉山 A	17.95	0.51	0.60	0.68	35.54	30.08	26.31
000069.SZ	华侨城 A	12.30	0.72	0.91	1.12	17.04	13.49	10.96
600138.SH	中青旅	14.77	0.52	0.70	0.83	28.34	21.02	17.84
600258.SH	首旅股份	18.10	0.83	0.99	1.13	21.71	18.26	16.00
002033.SZ	丽江旅游	18.30	0.25	0.60	0.74	72.88	30.37	24.79
000978.SZ	桂林旅游	9.66	0.35	0.49	0.54	27.60	19.71	17.89
600054.SH	黄山旅游	19.67	0.57	0.63	0.72	34.53	31.11	27.32
002159.SZ	三特索道	18.45	0.34	0.41	0.53	54.04	45.42	34.73
600358.SH	国旅联合	5.23	0.04	0.05	0.08	137.99	102.35	65.46
600749.SH	西藏旅游	10.87	0.08	0.18	0.07	138.30	60.36	152.03
002059.SZ	世博股份	7.97	0.10	0.15	0.17	78.75	51.52	46.55
601888.SH	中国国旅	17.39	0.47	0.58	0.72	36.97	29.94	24.20
平均:		14.22	0.40	0.53	0.61	56.97	37.80	38.67
000978.SZ	桂林旅游	9.66	0.35	0.49	0.54	27.60	19.71	17.89

备注：收盘价位 2010 年 5 月 31 日的数据；2010 年、2011 年、2012 年每股收益为 WIND 机构预测平均值；PE1, PE2, PE 分别为对应 2010、2011、2012 年动态 PE。资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所

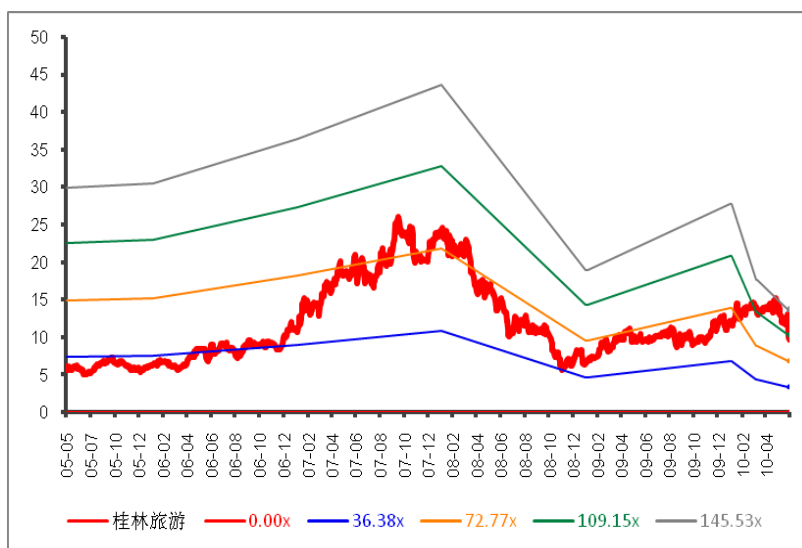
7.2 公司历史 PE 水平估值分析

分析公司最近 5 年来的 PE-BAND 图（见图 24：公司近 5 年来的 PE-BAND 图），我们可以看出目前公司的 PE 水平处于中间水平，但动态的考虑，公司 2010 年动态 PE 为 27.60，相对于公司历史最低 PE36 倍，处于公司历史 PE 水平底部。

8、公司二级市场走势分析

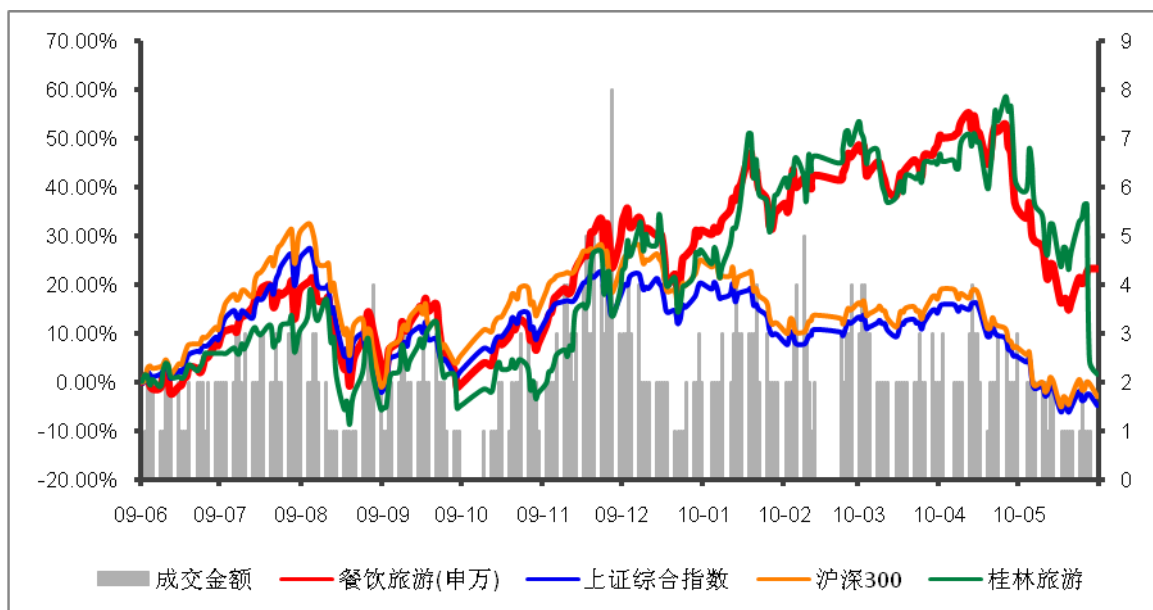
分析公司最近 1 年来股价走势（见图 25：公司最近 1 年股价走势图），公司股价走势高于大盘和沪深 300，但和行业指数基本保持一致，只是最近明显低于行业指数，但我们认为这只是公司最近除权后的正常反应，和整个旅游行业的平均股价 14.22 元比较，股价目前处于旅游行业的平均水平之下。和自己的历史股价比较，公司目前的股价处于中低水平。

图 24：公司近 5 年来的 PE-BAND 图



资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所

图 25：公司近 1 年来二级市场走势图



资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所



9、公司投资评级

我们给予公司 2010 年每股收益为 0.35 元，2011 年 0.49 元/股，2012 年 0.54 元/股的盈利预测。

国家大力支持旅游行业的发展，并作为战略支柱性产业给予扶持的政策非常明朗，旅游行业未来十年将是黄金发展机遇期，而桂林旅游作为旅游实验改革城市将迎来二次创业的历史机遇。更难能可贵的是公司目前基本掌控了桂林市及周边的核心旅游资源，同时加大了旅游资源的整合力度。我们认为公司掌控旅游资源的核心竞争力比较突出，在可达性逐步提高的基础上，公司的优势将越来越明显。未来三年及之后公司实现盈利增长非常值得期待。公司定向增发加上转增股本后股本将达到 36010 万股，公司股价目前为 9.66 元左右，在此股本的基础上，我们保守估计，公司 2010-2012 年的 EPS 将分别为 0.35、0.49、0.54 元，对应的动态 PE 分别为 27、20、18。我们认为公司合适 PE 应为 40 倍左右，给予目标价位 14.00-20.00 元的预计。我们认为，公司具有资源优势，发展机遇极大，未来增长前景可观。继续维持对公司的“买入”评级。

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20%以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。