

社会服务行业

报告原因: 三季报点评

2010 年 10 月 29 日

市场数据: 2010 年 10 月 29 日

总股本/流通股本(亿股)	3.60/1.21
收盘价(元)	12.12
流通市值(亿元)	14.73
1 年内最高最低价(元)	15.25/8.18
PE/PB	60、3.13

基础数据: 2010 年 9 月 31 日

资产负债率	33.69%
毛利率	47.29%
净资产收益率(摊薄)	2.01%

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

《桂林旅游调研报告怀抱资源 迎来发展第二春》2010 年 6 月 1 日

分析师: 加丽果

执业证书编号: S0760207120049

TEL: 010-82190386

Email: jialiguo@sxzq.com

联系人: 张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

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>

请务必阅读正文之后的特别声明部分

桂林旅游 (000978)

业绩低于预期 期待明年春暖花开

买入

维持评级

公司研究/点评报告

三季报概况

- 公司 2010 年三季报实现营业收入达 26984 万元, 同比增长 21.21%, 实现归属于上市公司股东的净利润 2799 万元, 比去年同期增长 35.12%。实现基本每股收益 0.08 元, 比去年同期降低 30.77%左右。

三季报点评

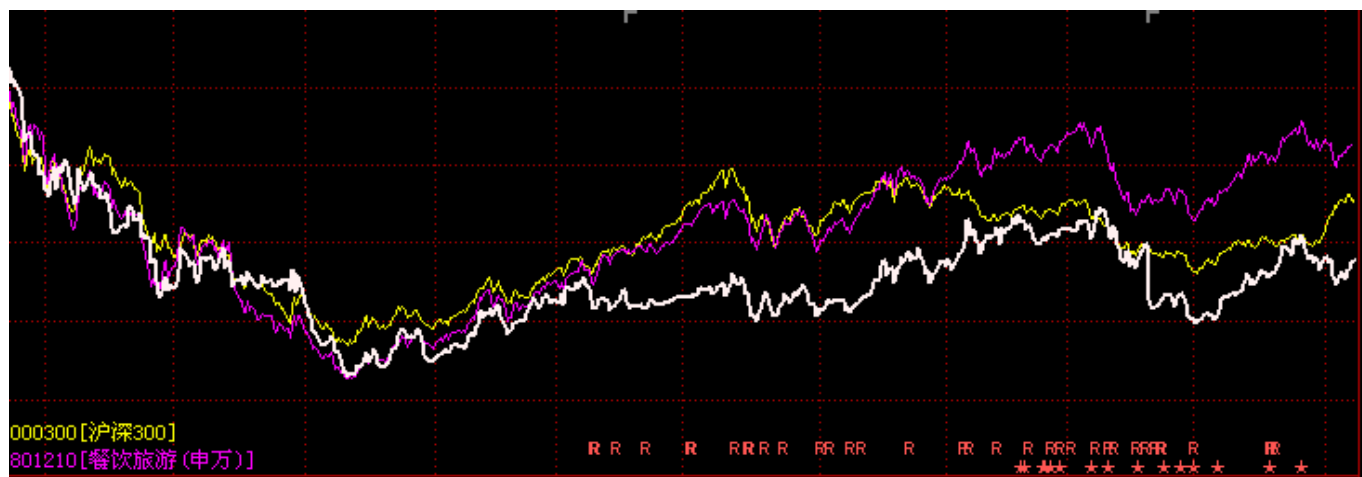
- 公司传统业务漓江游船、合作景区七星和象山业绩同比下滑明显, 下滑高于预期。主要原因为受天气影响旅游人次下降造成。首先, 上半年西南地区大旱, 之后华南地区又持续性暴雨, 造成国内游客出游量减少。中报资料也显示, 上半年漓江游船客运业务接待游客 24.06 万人次, 同比下降 22.79% (其中国内游客接待量同比下降 46.54%)。实现收入 3125.01 万元, 比去年同期 3927.48 万元同比减少 802 万元, 同比下降 20.43%。毛利率也只有 50.51%, 比去年同期 52.32%的毛利率下降了将近 1 个百分点。旅游人次的大幅减少也影响了合作景区七星和象山的收入和利润, 中报资料我们可以看出, 虽然今年象山景区年初实行了门票涨价, 涨价幅度也高达 60%, 但 2010 年上半年象山景点门票收入分成为 300.99 万元, 竟然低于 2009 年上半年门票收入分成 322.70 万元的水平, 象山景区 2010 年上半年给本公司的投资收益为 237.08 万元, 也低于 2009 年上半年给本公司的投资收益 250.83 万元的水平。七星公园下降幅度更加明显, 公司 2010 年中期分回的七星公园门票收入分成为 264.67 万元, 该合作项目公司本期收益 152.49 万元, 远远低于公司 2009 年中报分回的七星公园门票收入分成为 401.58 万元和该合作项目给予公司收益 276.64 万元的水平。其次, 今年 5 月-10 月举办的上海世博会使上海及周边地区形成巨大的旅游客源市场, 在给公司带来了一部分的境外市场增量外, 对公司国内旅游市场形成较大分流, 造成桂林重要客源地上海和华东市场大幅下降。另外, 武汉-广州高铁的开通, 使湖南和湖北等沿线城市成为广东旅游新热点, 一定程度上分流了桂林最主要的国内客源地广东市场的客源。这几种因素综合作用, 导致我们可以看到公司的传统业务第三季报母公司营业收入比去年同期下降了 12%, 总成本竟然高于总收入, 三季报母公司营业利润和净利润远远低于去年同期水平。
- 参股两燃气公司业绩同比增长高达 154%, 远远高于我们预期。公司参股 40%的桂林新奥燃气有限公司、桂林新奥燃气发展有限公司三季报实现净收益为 589 万元, 比去年同期增加 357 万元, 同比增长 153.88%, 两公司的投资收益占到本期联营企业和合营企业投资收益比重高达 56%。



- **定向增发三项目漓江大瀑布酒店、两江四湖和富隆园房地产实现业绩均低于预期。**虽然漓江大瀑布饭店2010年1-9月实现接待量同比增长21.54%，实现营业收入8,223万元，同比增长15.18%，但营业收入低于我们预期的10000万元的水平。另外公司二季度又用2.22亿元募集资金对漓江大瀑布饭店增资，偿还其银行贷款，因而大瀑布酒店财务费用2010年1-9月同比减少了823万元，同比下降47.13%。但我们认为酒店平均房价和出租率目前均低于我们的预期，随着世博会的结束和亚运会的召开，我们期待第四季度大酒店的经营改善。两江四湖由于天气和游客分流的影响，业绩也低于我们的预期，公司自2010年3月1日起将收购的桂林市“两江四湖”环城水系经营实体纳入合并范围。桂林两江四湖旅游有限责任公司2010年3-9月实现营业收入3,028万元，中报资料显示，两江四湖依然亏损，没有扭亏为盈更重要的原因是公司新推出的以两江四湖环城水系为纽带的市中心景区水上画中游产品尚处于市场培育期，需要进一步完善和推广。福隆园房地产公司承继的福隆园房地产项目正在开发中，三季报资料也显示，目前开发成本费用增加，桂林环城水系房地产开发有限公司经营活动产生的现金流量净额三季报为-3,666万元。我们也期待公司能够实现定向增发时要实现的利润承诺。
- **催化因素：**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。
- **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) 公司房地产业务拆迁慢于预期，利润实现情况和预期不符。
- **盈利预测与投资评级：**虽然公司业绩低于我们预期，但是我们仍然看好公司掌控旅游资源和产品整合能力，看好公司未来的发展机遇，看好公司的资源优势 and 资源整合后带来的增长潜力。我们认为，公司今年受极端气候和世博会的负面影响业绩低于我们预期，但如果明年这些不利因素消失，明年春暖花开值得期待，我们认为对桂林旅游单纯用PE来看估值，过于片面，而用PB也许更合适一点。公司目前PE处于相对高位，但PB只有3.13，和同类旅游上市公司比较，PB只低于中青旅（此公司具有房地产）。我们暂调低之前我们给予的盈利预测，给予公司2010年、2011年和2012年每股收益分别为0.20、0.38、0.40元的盈利预测。和目前股价12元水平对应的PE分别为60、32、30倍。

我们非常看好公司的长期发展潜力，仍然给予公司“买入”评级，建议长期持有。二级市场上，公司三季报显示，基金进场积极，公司成交量活跃，也显示市场对公司发展潜力的认可。

图表1：公司最近一年来二级市场走势



资料来源：WIND 山西证券研究所

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。