桂林旅游(000978.sz)

2011 年，成长新起点

周户　分析师
电话：010-15330229533
eMail：zh5@gf.com.cn
SAC执业证书编号：S0260210070004

盈利预测与估值评级

依据我们预测，2010、2011 年公司净利润分别为 0.72 和 1.19 亿元，同比增长 111.6%和 66.7%；分别实现每股收益 0.20 和 0.33 元；PEG 分别为 0.66 和 0.67 倍。考虑到 2011 公司盈利快速提升以及未来盈利模式的改善，给予公司买入评级，目标价 18.4 元。

关键假设

首先，综合实验区改革能够使桂林旅游市场进入第三次发展期；其次，银子岩二期工程改造使团队客比重逐渐下降；再次，漓江游船业务接待人数，2010 年同比下降 22.81%；第四，福隆园房产项目，自 2010 年开始分四年交付。

有别于大众的认识

首先，桂林市旅游将进入第三次发展期，同时人均旅游花费仍有提升空间；其次，未来三年公司景区存在持续提价预期；再次，公司景区产品一体化优势明显，能够充分分享桂林旅游市场的成长，同时，公司景区盈利弹性高；第四，2011 年是公司更换董事长，受益景区提价以及收购资产贡献业绩的第一个完整年；第五，盈利模式改善。现有景区的深度开发、桂林国家旅游综合改革试验区的建设、漓江双向、分时、分段游、两江四湖二期开发以及漓江水库建设等都将带来公司盈利模式的改善；第六，漓江水库建设有望解决漓江枯水期问题，提升公司盈利能力。

风险提示

漓江、桃花江等水资源的污染程度以及枯水期的延长都将对公司业绩产生影响。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	202.29	211.83	381.14	434.78	484.62
增长率(%)	-38.91%	4.72%	79.93%	14.07%	11.46%
EBITDA(百万元)	53.32	66.74	112.70	147.60	169.90
净利润(百万元)	23.15	33.81	71.53	119.26	150.44
增长率(%)	-56.42%	46.02%	111.57%	66.74%	26.14%
每股收益（元）	0.131	0.191	0.20	0.33	0.42
市盈率	48.93	63.30	73.76	44.23	35.07
市净率	2.29	4.47	3.51	3.26	2.98
EV/EBITDA	18.98	28.84	48.25	35.87	29.38

数据来源：桂林旅游股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格(元)	14.65
目标价格(元)	18.40
前次评级	买入

股价走势

市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	17.67%	8.60%	58.04%
沪深 300	-0.93%	10.08%	-8.78%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	360.10/121.50
主要股东：	桂林旅游发展总公司
主要股东持股比例	23.06%

财务比率

ROE	7.06%
ROA	5.64%
资产负债率	46.29%
每股净资产(元)	2.71

2009 年报数据

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

目录索引

投资建议：买入 5

一、区域高增长，盈利高弹性 7

(一)规模驱动 2011 年旅游业景气度提升 7
(二)看好西部与盈利高弹性结合的二三线城市和景区的旅游企业 7

二、桂林市旅游将进入第三次发展期 8

(一)政策保障桂林旅游良好前景 8
(二)地方政府支持桂林旅游业发展 8
(三)桂林市旅游将进入第三次发展期 10

三、公司竞争力分析 22

(一)公司简介 22
(二)漓江旅游是公司利润的源泉 25
(三)公司竞争力分析 26

四、盈利预测 31

(一)2011 年景区收入将加速增长 31
(二)两江四湖业绩贡献将在 2011 年显现 32
(三)漓江大瀑布酒店盈利能力将显著改善 33
(四)2011 年公司盈利将快速提升 33

五、估值分析 33

六、投资建议：买入 34

七、风险提示 35

图表索引

图 1：桂林旅游投资机会分析 6
图 2：区域高增长，盈利高弹性 7
图 3：旅游收入在 GDP 中比重 9
图 4：交运、仓储和邮电与水利、环境和公设固定资产投资合计在全市中比重 9
图 5：桂林旅游人数占全国的比重 12
图 6：桂林国内旅游人数同比增长率 13
图 7：桂林国际旅游人数同比增长率 13
图 8：按交通方式分桂林市全社会客运量比重 13
图 9：按交通方式分中国全社会客运量比重 13
图 10：桂林市域内已实现高速公路状况 14
图 11：桂林市“十二五”期间与“十一五”期间规划比较 15
图 12：桂林到各省市高速公路情况 16
图 13：广西高速公路网规划修编布局示意图 17
图 14：广西铁路网初步规划图（2010－2030 年） 19
图 15：桂林国内旅游人均花费与人数同比增长率 21
图 16：各城市国内旅游人均花费比较 21
图 17：各城市国际旅游人均花费比较 21
图 18：各城市国际旅游平均停留天数 21
图 19：各城市景区游览在国际旅游花费中的比重 22
图 20：各城市娱乐在国际旅游花费中的比重 22
图 21：桂林旅游子公司情况 23
图 22：上市以来，桂林旅游发展历程 24
图 23：桂林旅游股权结构图 25
图 24：2010 年上半年毛利润来源结构 25
图 25：2010 年毛利润来源结构 25
图 26：旅游资源一体化优势明显 26
图 27：公司漓江旅游业务在桂林市的比重 28
图 28：银子岩景区净利润同比增长率 29
图 29：CPI 当月同比增长率 30
图 30：各景区接待人数同比增长率 31
图 31：同类公司 PE 比较 34
图 32：桂林旅游 PEG 34
图 33：桂林旅游投资机会分析 35

表 1：桂林旅游盈利预测 5
表 2：桂林市旅游政策 8
表 3：桂林市行政区状况 10
表 4：桂林市旅游资源分布情况 10
表 5：广西及桂林旅游景区数量比较 11
表 6：桂林旅游发展阶段分析 12
表 7：桂林市到各省市交通状况 15
表 8：桂林火车站列车时刻表 18
表 9：桂林机场直飞国内及国际城市情况 20
表 10：桂林市旅游线路经过公司景区的情况分析 27
表 11：桂林市旅游线路经过上市公司各景点的条数 27
表 12：上市以来，公司资源收购与整合过程 28
表 13：公司景区近期提价情况 29
表 14：2010 年“十一”黄金周各景区接待游客情况 31
表 15：公司主要景区接待人数及营业收入情况 31
表 16：两江四湖旅游有限责任公司旅游业务盈利预测 33
表 17：漓江大瀑布酒店盈利预测 33
表 18：桂林旅游盈利预测 34

投资建议：买入

盈利预测与估值评级

依据我们预测，2010、2011年公司净利润分别为0.72和1.19亿元，同比增长111.6%和66.7%；分别实现每股收益0.20和0.33元；PEG分别为0.66和0.67倍。考虑到2011公司盈利快速提升以及未来盈利模式的改善，给予公司买入评级，目标价18.4元。

关键假设

首先，综合实验区改革能够使桂林旅游市场进入第三次发展期；其次，银子岩二期工程改造使团队客比重逐渐下降；再次，漓江游船业务接待人数，2010年同比下降22.81%；第四，福隆园房产项目，自2010年开始分四年交付。

有别于大众的认识

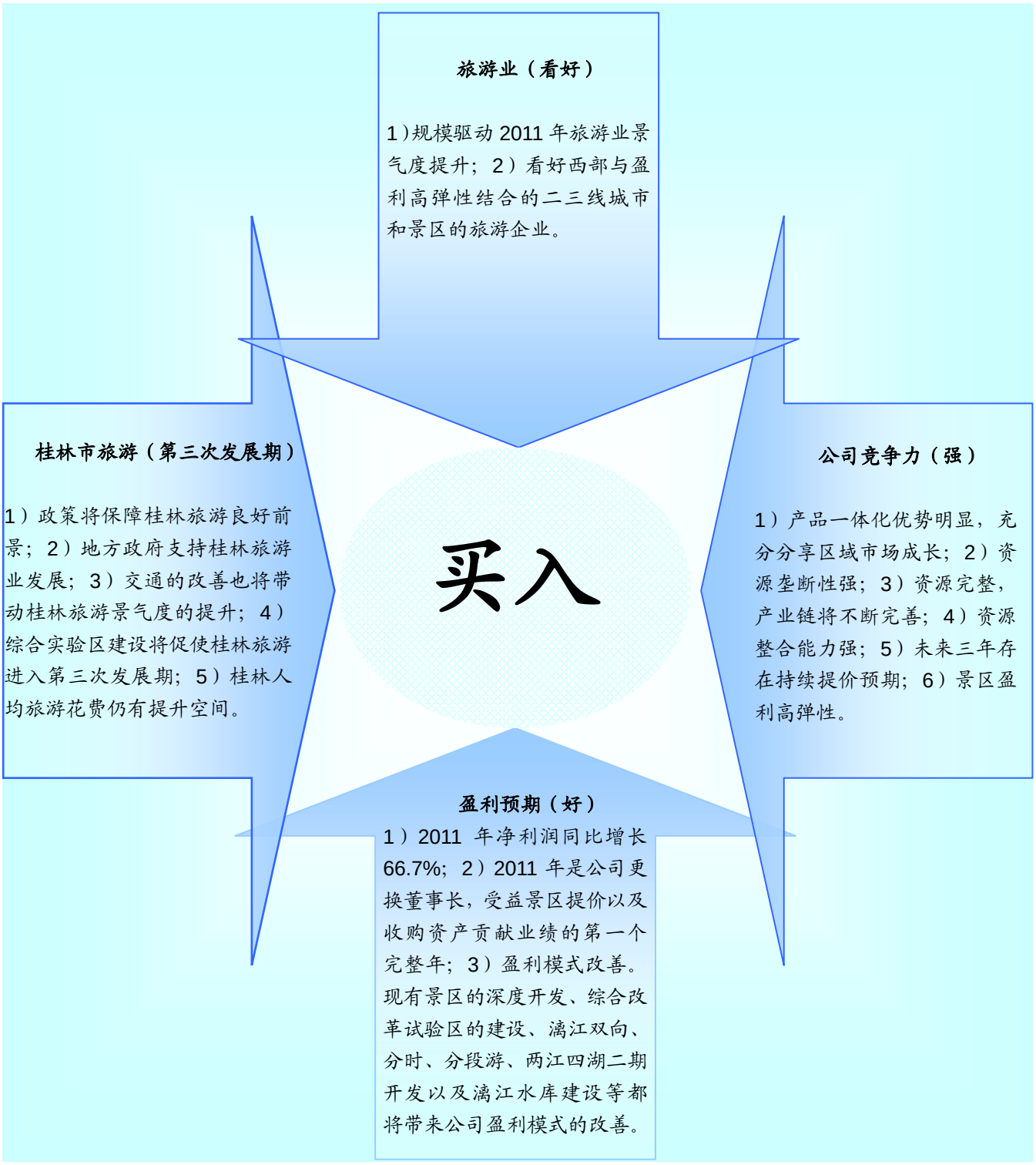
首先，桂林市旅游将进入第三次发展期，同时人均旅游花费仍有提升空间；其次，未来三年公司景区存在持续提价预期；再次，公司景区产品一体化优势明显，能够充分分享桂林旅游市场的成长，同时，公司景区盈利弹性高；第四，2011年是公司更换董事长，受益景区提价以及收购资产贡献业绩的第一个完整年；第五，盈利模式改善。现有景区的深度开发、桂林国家旅游综合改革试验区的建设、漓江双向、分时、分段游、两江四湖二期开发以及漓江水库建设等都将带来公司盈利模式的改善；第六，漓江水库建设有望解决漓江枯水期问题，提升公司盈利能力。

表 1：桂林旅游盈利预测　　百万元，%，元/股

盈利指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	202.29	211.83	381.14	434.78	484.62
营业收入增长率	-38.91%	4.72%	79.93%	14.07%	11.46%
EBITDA	53.32	66.74	112.70	147.60	169.90
净利润	23.15	33.81	71.53	119.26	150.44
净利润增长率	-56.42%	46.02%	111.57%	66.74%	26.14%
每股收益	**0.13**	**0.19**	**0.20**	**0.33**	**0.42**

数据来源：广发证券发展研究中心

图 1： 桂林旅游投资机会分析



数据来源：广发证券发展研究中心

一、区域高增长，盈利高弹性

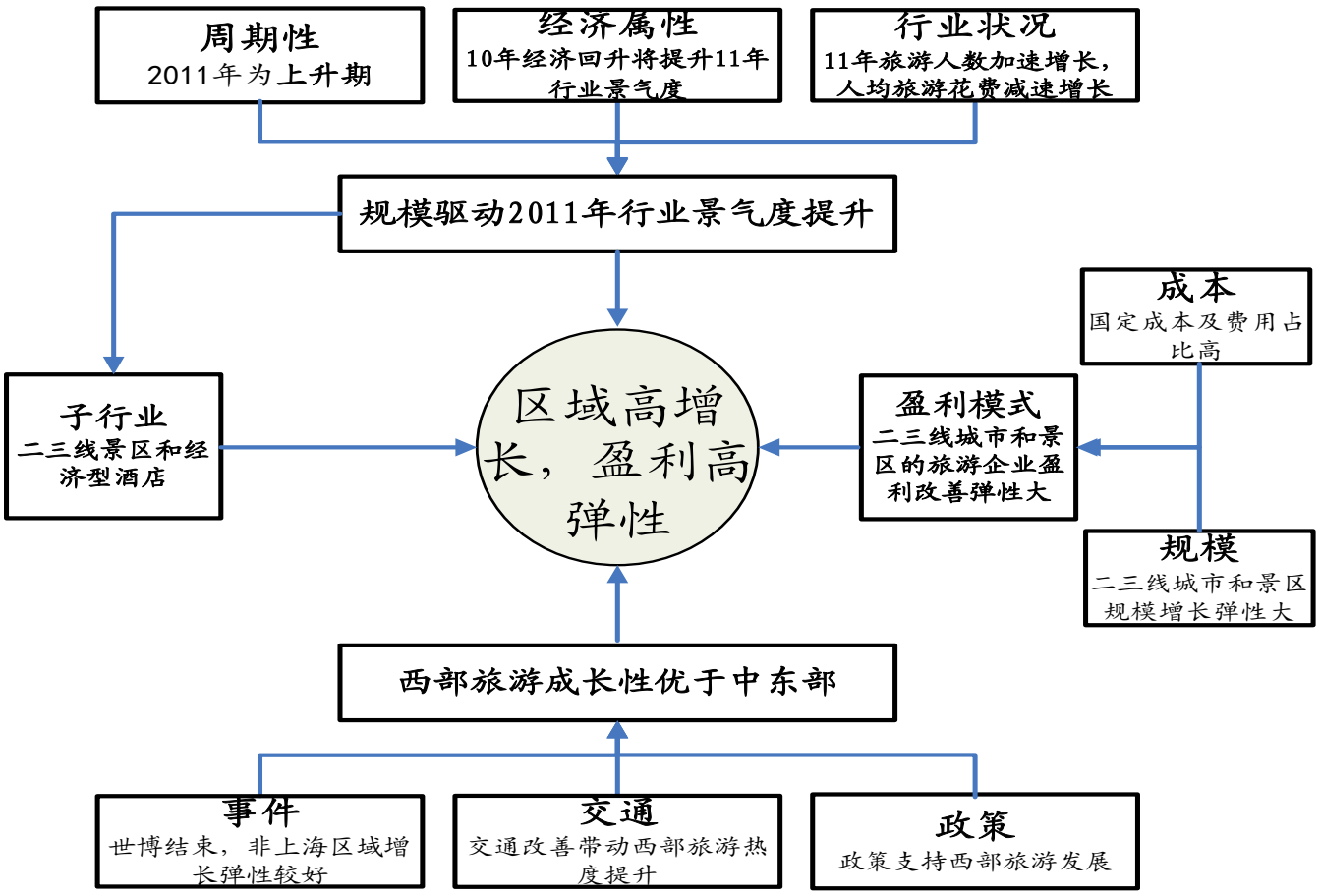
（一） 规模驱动2011年旅游业景气度提升

从行业周期性来看，2011年处于本轮周期的上升阶段；从旅游业与宏观经济的关系来看，2010年的经济回升将提升2011年旅游业的景气度；再从行业基本面来看，2011年旅游人数将加速增长，人均旅游花费则平稳增长，而居民出游率也将进一步提升。预计2011年国内旅游收入、国际旅游收入及其合计分别为1.35、0.33和1.68万亿元，分别同比增长15.75%、10.78%和14.75%。因此， 2011年旅游业景气度仍将持续提升，且更多来自于规模驱动。

（二） 看好西部与盈利高弹性结合的二三线城市和景区的旅游企业

首先，从子行业来看，我们看好二三线景区及经济型酒店；其次，从盈利改善的弹性看，在行业景气度提升的背景下，二三线城市和景区的旅游企业盈利改善弹性大。再次，从区域来看，交通条件改善、政策支持以及世博会“虹吸”效应消失都带来西部旅游高成长性，同时旅游业“十二五”规划以及区域规划政策的出台与细化，将拉动相应区域的旅游市场规模，如桂林旅游综合实验区等。因此，**看好西部区域与盈利高弹性结合的二三线城市和景区的旅游企业。**

图2：区域高增长，盈利高弹性



数据来源：广发证券发展研究中心

二、桂林市旅游将进入第三次发展期

(一) 政策保障桂林旅游良好前景

现有政策主要在于保护漓江，规范和整治旅游市场秩序，同时加快发展乡村旅游（将桂林市城区（含灵川、临桂）发展成为桂北乡村旅游中心，兴安县和阳朔县发展成为桂北乡村旅游北、南次中心）；拓展漓江旅游类型，增强其旅游拉动能力；着力推进“两江四湖”二期工程；改造城市立面等。2009年，桂林市被国务院确定为国家旅游综合改革试验区。同时，按照桂林市的“十二五”规划，桂林要全力建设国家旅游综合改革试验区，全力推进旅游综合配套改革，着力把旅游业培育成为国民经济的战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业。**其次**，桂林要加快旅游发展方式转型，加大资源整合力度，着力提升一批差异化旅游精品，开发一批综合性旅游新产品，策划一批精品主题旅游线路，**积极发展旅游新业态**，构建多元化旅游产品体系。再次，**加快构建区域性休闲度假旅游目的地**，壮大旅游增长极，重点推进漓江黄金旅游产业带、湘桂走廊旅游带、西南通道旅游带建设。发展一批旅游强县、特色旅游小城镇、主题城镇和旅游特色街区，实施一批旅游富民惠农工程。第四，加快旅游基础设施建设，完善主要景区、景点连接交通干线网络通道建设，**打造1小时大桂林旅游圈**，实现市县旅游一体化发展。因此，**旅游发展模式转型，发展旅游新业态、发展漓江及湘桂走廊旅游带、提高旅游基础设施等将是桂林旅游发展的重点。政策保障桂林旅游良好前景。**

表 2：桂林市旅游政策

时间	政策名称	政策内容
2007/6/8	桂林与重庆签署旅游质监互动协作备忘录	两地旅游质监所将在监督两地旅行社资质，监督两地组(接)团社的组(接)团报价，合力打击两地零负团费，监督两地组（接）团社导游人员的资质和服务质量等方面积极开展行动
2007/6/21	关于进一步完善旅游景区管理和设施建设的通知	加强景区环境、卫生、安全和管理
2007/6/28	关于开展整治“零负团费”专项行动的通知	加强对旅游者理智消费的宣传和引导、加强与旅游客源地城市的沟通合作
2008/4/8	重申漓江游览有关规定的通知	旅行社组织游客游览漓江必须乘坐经政府有关部门批准的、有资质的漓江游船;重申漓江游览航线
2009/8/17	关于加快发展乡村旅游的意见	到 2015 年，乡村旅游成为我市旅游产业的重要组成部分；到 2020 年，乡村旅游的经济效益明显增长。乡村旅游的发展定位：桂林市城区（含灵川、临桂）成为桂北乡村旅游中心，兴安县成为桂北乡村旅游北次中心，阳朔县成为桂林乡村旅游的南次中心。
2010/1/15	桂林漓江流域富民特色旅游项目规划	提出了对漓江居民具有重要致富功能的漓江徒步旅游、竹排旅游、分时分段游、生态休闲农业旅游等旅游项目及富民模式
2010/8/2	桂林市整顿和规范旅游市场秩序实施方案	规范导游和旅行社行为，净化旅游经营环境，规范景区游览秩序，加强漓江游览秩序专项整治，提高旅游交通、住宿业及社会治安水平。

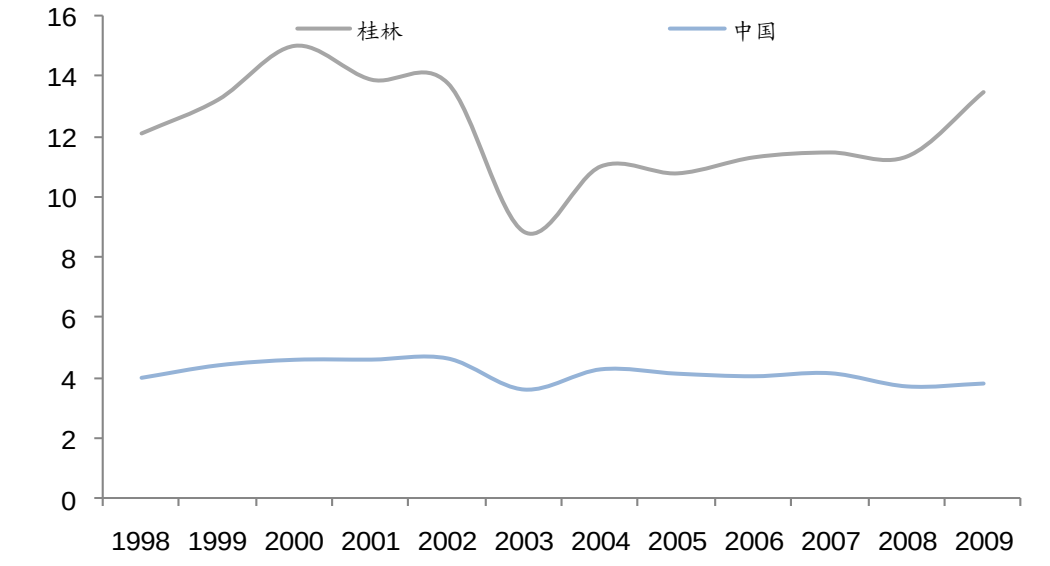
数据来源：广发证券发展研究中心

(二) 地方政府支持桂林旅游业发展

1、 旅游业是桂林市支柱产业

2009年桂林市旅游收入在GDP中的比重为13.49%，较2008年提高2.14个百分点。而与全国整体水平相比，2003至2009年间，桂林市平均高约7.26个百分点。**旅游业是桂林的支柱产业，对GDP贡献尤为突出。**

图3：旅游收入在GDP中比重 %

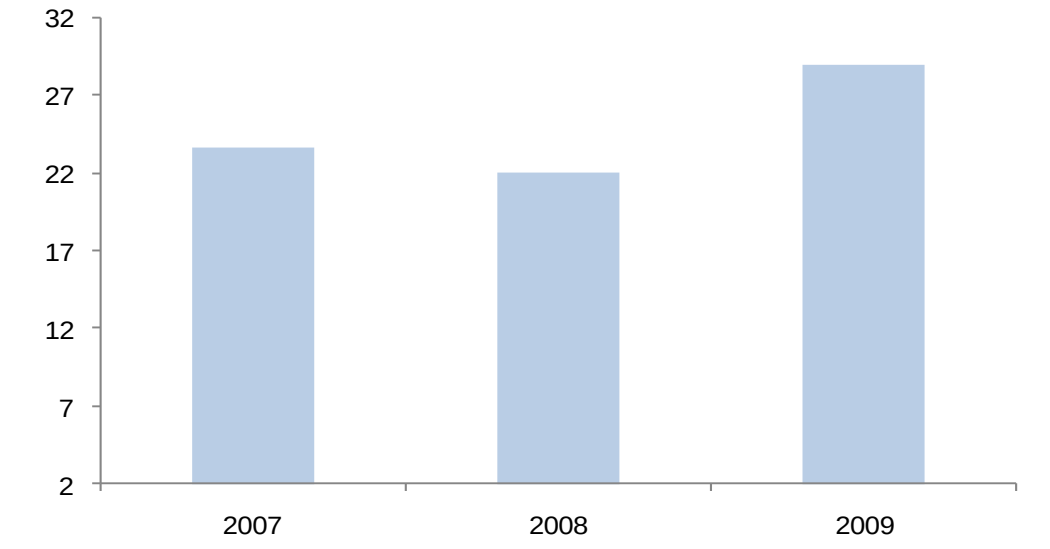


数据来源：广发证券发展研究中心

2、 地方政府积极改善旅游大环境，支持旅游业发展

2009年，交通运输、仓储和邮电业与水利、环境和公共设施管理业固定资产投资合计在全市中的比重为28.98%。而从增速来看，2009年，交通运输、仓储和邮电业与水利、环境和公共设施管理业均快于桂林市总体固定资产投资。此外，2009年，桂林市城市立面改造涉及八大街区，改造线路总长39.19公里，立面改造楼体总栋数1306栋。而2010年立面改造涉及5个城区及临桂灵川两县，据测算改造工程量是去年的8倍。同时，“两江四湖”二期工程2010年也启动。这些都将使桂林市容市貌和生态环境有一个大的提升。因此，**桂林市政府积极改善旅游大环境，支持旅游业发展。**

图4：交运、仓储和邮电与水利、环境和公共设施固定资产投资合计在全市中比重 %



数据来源：广发证券发展研究中心

（三） 桂林市旅游将进入第三次发展期

1、 桂林山水甲天下，品牌效应明显

（1） 桂林自然条件优美，适宜旅游

桂林市行政辖区内，包括5个城区和12个县，总户籍人口511.63万人。桂林属于亚热带季风气候。境内气候温和，年平均气温为18.9℃；雨量充沛，年平均降雨量1949.5毫米；无霜期长，年平均无霜期为309天。桂林四季分明且雨热基本同季。桂林自然条件优美，适宜旅游。

表 3：桂林市行政区状况 万人

行政级别	辖区名称	人口数
市辖区	象山区	21
	叠彩区	13
	秀峰区	11
	七星区	20
	雁山区	7
县	阳朔县	31
	临桂县	46
	灵川县	35
	全州县	77
	兴安县	36
	永福县	27
	灌阳县	28
	资源县	17
	平乐县	43
	荔浦县	37
自治县	龙胜各族自治县	17
	恭城瑶族自治县	28

数据来源：广发证券发展研究中心

（2） 桂林旅游主要为以漓江风光和喀斯特地貌为代表的山水景观

桂林景点主要为以漓江风光和喀斯特地貌为代表的山水景观。桂林旅游资源的空间分布受自然、历史、人文等因素综合影响，总体上呈现出“沿江（河）”、“沿线”的带状特征。桂林旅游资源的最精华地带是漓江景区；其次是资江－八角寨景区；湘江及支流灌江、洛清江、浔江、茶河、荔浦河也是旅游资源比较集中的分布带；湘桂铁路沿线有桂林、兴安、全州、永福等城市和城镇，是人文景观资源最集中的地带；**桂林市市区集自然与人文旅游资源于一体，既是山水风景名城，又是历史文化名城，是全市旅游资源的核心区。**

表 4：桂林市旅游资源分布情况

旅游资源区名称	景点名称
桂林城市旅游资源区	靖江王陵、 芦笛景区、 虞山公园、 叠彩景区、 西山公园、 靖江王城、 伏波山景区、 榕

	杉湖、 七星公园、 象山景区、 南溪公园、桃花江旅游度假区、穿山公园、雁山、灵川美食城等
漓江风光旅游资源区	龙门古榕、 奇峰林立、 九牛三州、 大圩古镇、 草坪冠岩、 杨堤风光、兴坪佳境、渔村、书童山、福利工艺、普益
阳朔田园旅游资源区	山水园、阳朔公园、月亮山风景区、遇龙河风景区、西街
灵渠与乐满地旅游资源区	灵渠风景区、 乐满地休闲世界、 古严关、 秦城、 红军长征突破湘江纪念园
猫儿山旅游资源区	十里大峡谷、高山公园、铁杉公园、老山界
矮岭温泉旅游资源区	矮岭温泉、白面瑶寨、岩门峡漂流
龙脊梯田旅游资源区	龙脊梯田、金竹壮寨、龙胜、银水侗寨
资江旅游资源区	宝鼎瀑布、资江漂流、八角寨、百卉谷、五排河漂流
湘江旅游资源区	湘山寺、镇湘塔、三江口、全州
天湖旅游资源区	天湖、天湖水库、茶田电站、海洋坪水库
灌阳古民居及民族文化旅游资源区	月岭古民居、 千家峒瑶族发祥地遗址、 灌江山峡风景区、 黑岩田园风光风景区、灌阳
恭城儒家文化及生态旅游资源区	文庙、武庙、周渭祠、湖南会馆、社山生态园区、烈士陵园、恭城
荔浦丰鱼岩旅游资源区	丰鱼岩洞、八卦山庄、鹅翎寺、荔浦

数据来源：广发证券发展研究中心

（3） 桂林山水甲天下，品牌效应明显

桂林市地处南岭山系的西南部，平均海拔150米，典型岩溶地貌。岩溶峰林地貌是桂林重要旅游资源。从数量来看，桂林拥有3A级以上景点36个，约占广西区域3A以上景点的38.3%。桂林是广西旅游的名片。桂林自古享有“桂林山水甲天下”之美誉。桂林不仅拥有优美的自然环境，而且拥有悠久的历史。因此，**桂林是国家首批24座历史文化名城之一，国家首批重点风景名胜区之一。**

表 5：广西及桂林旅游景区数量比较　　个，%

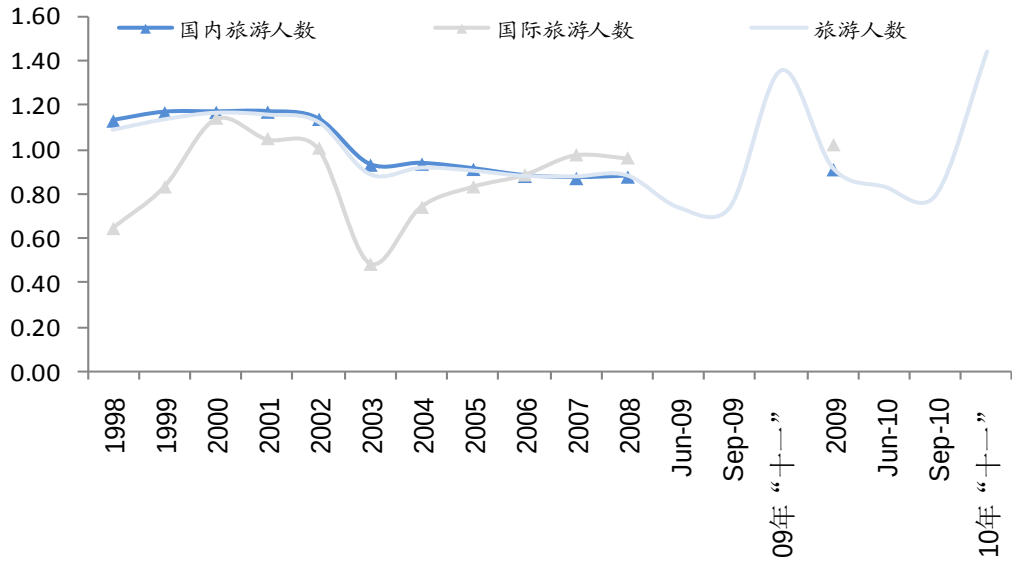
景区级别	广西	桂林	比重
5A	2	2	100
4A	50	20	40
3A	42	14	33.33

数据来源：广发证券发展研究中心

2、 桂林旅游吸引力不断提升

桂林接待旅游人数在全国中的比重，2007年以来逐渐提高，其中2009年为0.92%，较2008年提升0.03个百分点；2010年前9月和“十一”黄金周分别为0.79%和1.44%，分别同比提高0.05和0.08个百分点。**桂林旅游吸引力在提升。**此外，桂林接待入境游客人数在全国中的比重，自2003年以来逐年提升，其中2009年为1.02%。**桂林旅游对于国际客源的吸引力持续增长。再考虑到国家旅游综合改革试验区的建设，桂林旅游吸引力将不断提升。**

图5：桂林旅游人数占全国的比重 %



数据来源：广发证券发展研究中心

3、 实验区建设将促使桂林旅游进入第三次发展期

1999年桂林旅游进入第二次发展周期。2004至2008年则处于第二轮周期的加速发展期。按照周期的发展规律，2009至2013年桂林旅游业将进入平稳增长期。2004至2008年间，桂林旅游总人数平均增长率为14.05%，和中国旅游总人数同比增长率基本持平。而按照我们的预测，下一轮周期，中国旅游人数同比增长率将为10%。然而，**国家旅游综合改革试验区的建设将使得桂林旅游进入第三次发展期，桂林旅游人数增速将快于全国整体水平，至少大于10%。**

表 6：桂林旅游发展阶段分析 年，%

时间段	年限	时期类型	特征	国际旅游人数增长率	国内旅游人数增长率
1973-1977	5	初创期	政治接待为主	37.62	---
1978-1989	12	发展期	向经济产业转化。国际旅游快速增长，国内旅游开始启动	21.89	---
1990－1998	9	停滞巩固期	低谷波动。国内旅游平稳增长，国际旅游波动较大	5.57	---
1999－2003	5	二次发展期	国内及国际旅游均增长	10.72	1.22
2004－2008	5	加速发展期	国内及国际旅游加速增长	25.83	13.39
2009－2013	5	三次发展期	国内及国际旅游加速增长	---	---

数据来源：广发证券发展研究中心

图 6 ： 桂林国内旅游人数同比增长率 %

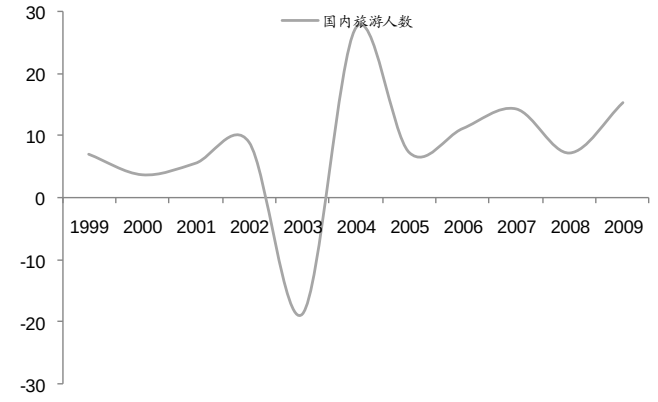
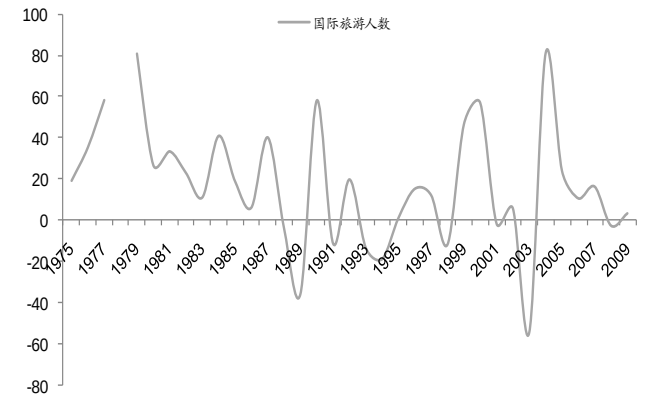


图 7 ： 桂林国际旅游人数同比增长率 %



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

4、 区域交通不断改善

桂林客运以公路为主

桂林市客运，约88%由公路实现，其次是铁路，然后是水运和民航。桂林客运结构与全国整体状况类似，但公路和铁路所占比重低于全国平均水平，而水运和航空则相对较高。这和广西地形以丘陵山地为主以及桂林矿产等资源相对较少等有关。而这又导致铁路和公路相对落后。

图 8 ： 按交通方式分桂林市全社会客运量比重 %

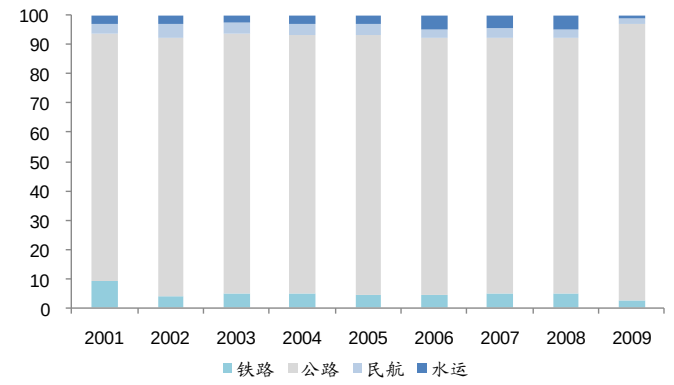
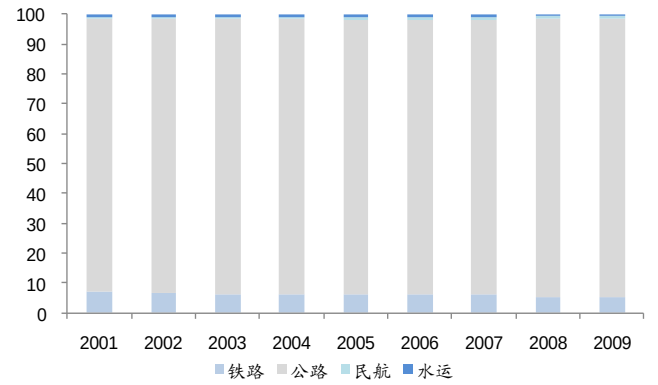


图 9 ： 按交通方式分中国全社会客运量比重 %



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

（1） 公路：广西区域内外高速交通都将显著改善

桂林市域内交通已贯通

截止2009年，桂林公路通车里程为11023公里，较2008年新增里程80公里。目前，经过桂林的国道有G321、G322和G323。已通车高速公路有G72泉南高速、G65包茂高速、桂林绕城高速和机场高速（桂林市区至两江国际机场）。此外，桂林市主要的公路还有兴安－灌阳、灌阳－恭城、灵川－公平的公路等。基本实现100%乡镇通车。桂林市域内交通实现贯通。

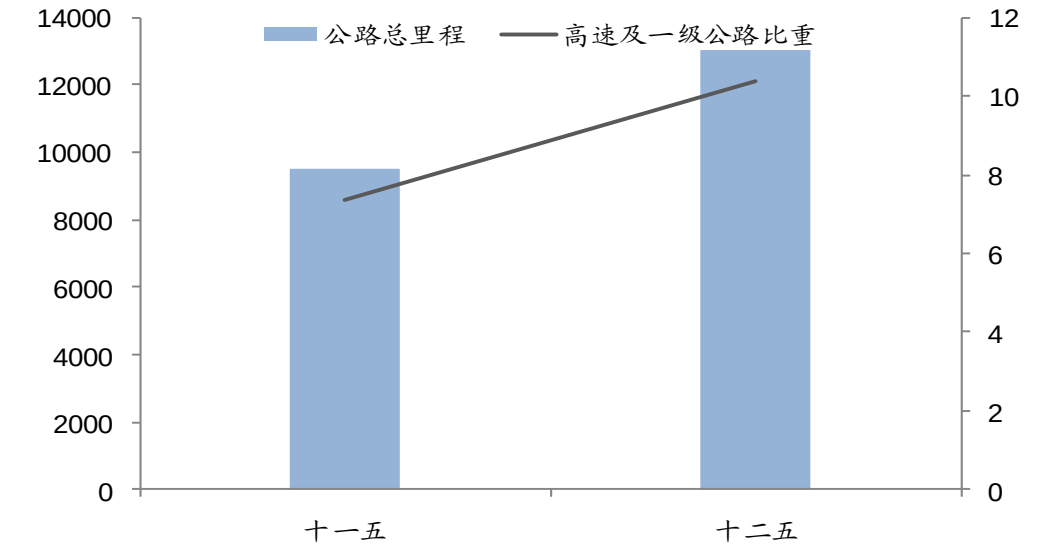
图10：桂林市域内已实现高速公路状况

数据来源：广发证券发展研究中心

未来，公路里程及等级将加速提高，市域内将实现一小时交通圈

而按照桂林市公路交通“十二五”规划，预计至2015年，全市公路总里程突破1.3万公里，较2009年增长1977公里，平均年增长329.5公里，是2007至2009年间新增公路公里数的1.36倍。**公路建设里程明显加速。**同时，“十二五”期间新增高速公路608公里、一级公路262公里、二级公路701公里，高速公路里程突破950公里，一级公路里程突破400公里，二级公路里程突破1700公里。“十二五”期间，高速公路和一级公路合计占公路里程比重将达到10.38%，较“十一五”提升3个百分点。**未来，公路等级将加速提高。**此外，“十二五”期间，桂林市域内从市到县(市、区)将重点提高现有公路等级，并通过高速公路实现多通道连接；县(市、区)之间重点建设高等级路网，加强对接环通；县(市、区)到乡镇之间重点通过改造提高等级；乡镇之间加强公路连接，提高环通率；乡镇到行政村重点是提高公路硬化率；行政村到自然村、屯重点是修通等级公路，进一步完善市、县、镇、村四级公路网络；公路与城市道路之间通过环城路、高速公路引道进行有效衔接，形成“两环六射四联”、一般干线公路网形成“四射四纵五横”的总体布局、**实现“一小时交通圈”目标。桂林市域内公路交通将更加通畅。**

图11：桂林市“十二五”期间与“十一五”期间规划比较　　公里，%



数据来源：广发证券发展研究中心

G72承担桂林对外交通

目前来看，桂林到周边各省省会城市以及到广西区域内地级市，主要依靠G72高速。G72泉南高速为东北西南走向。因此，东北和西南方向，交通比较方便；东北方向，主要是广西区域外城市，而西南主要是南宁等区域内城市。泉南高速向西南方向，桂林至南宁已修通，但向东北，桂林至兴安段在建。桂林至兴安段，全长53公里，已于2007年1月23日开工。全线采用双向四车道高速公路标准建设，主线设计速度120公里/小时。计划用两年半时间建设，但截止目前并未通车。此段为桂林市2010年重点工程项目，预计2011年将有可能通车。**此段高速公路的通车将提高桂林吸纳北部和东部客户的吸引力。**

广西区域内现有高速公路主要面向北部和西南

目前，广西区域内高速公路主要为“两纵四横”。“两纵”是G65包茂（包头至茂名）高速、G75兰海（兰州至海口）高速；“四横”是G72泉南（泉州至南宁）高速、G76厦蓉（厦门至成都）高速、G78汕昆（汕头至昆明）高速、G80广昆（广州至昆明）高速。其次，还有两条联络线和一条城市环线——G7211南友高速、G7511钦东高速（钦州至东兴）和城市环线——G7201南宁绕城高速。**目前的高速公路主要位于广西北部区域和西南区域，而且只是局部贯通。而面向广州、深圳等东南方向并没有贯通。因此，目前区域内高速公路有待进一步改善。**

表 7：桂林市到各省市交通状况　　公里、分钟

目的地	高度公路贯通情况	自驾车路程长度	自驾车时间	直线距离	依靠高速公路
		广西区域外			
广州	未全线贯通	530.38	398	351.30	---
深圳	未全线贯通	725.88	448	451.70	---
厦门	未全线贯通	1264.85	724	699.60	---
福州	未全线贯通	1324.84	668	772.80	---
南昌	基本贯通	818.34	426	625.30	G72
长沙	基本贯通	503.44	275	404.20	G72

武汉	基本贯通	831.56	435	690.10	G72
贵阳	未全线贯通	680.68	452	348.70	---
重庆	未全线贯通	1070.59	630	581.60	---
成都	未全线贯通	1414.23	722	813.90	---
杭州	基本贯通	1332.93	668	1002.80	G72
上海	基本贯通	1499.54	755	1174.50	G72
郑州	基本贯通	1329.68	668	1085.40	G72
合肥	基本贯通	1248.14	630	953.60	G72
西安	基本贯通	1527.25	877	1012.70	G72
南京	基本贯通	1400.94	708	1071.90	G72
		广西区域内			
南宁	贯通	403.76	200	317.50	G72
柳州	贯通	194.88	104	130.90	G72
梧州	未全线贯通	328.78	224	218.60	G72
钦州	贯通	512.27	255	393.90	G72
北海	未全线贯通	601.63	355	433.90	G72
玉林	未全线贯通	497.96	257	292.30	G72
贵港	未全线贯通	373.21	198	248.90	G72
防城港	贯通	539.75	266	433.40	G72
百色	贯通	643.43	316	361.00	G72
崇左	未全线贯通	556.25	303	409.40	G72
来宾	未全线贯通	245.69	126	194.40	G72
贺州	未全线贯通	220.33	159	149.10	G65
河池	贯通	335.82	180	206.60	G72

数据来源：广发证券发展研究中心

图12：桂林到各省市高速公路情况

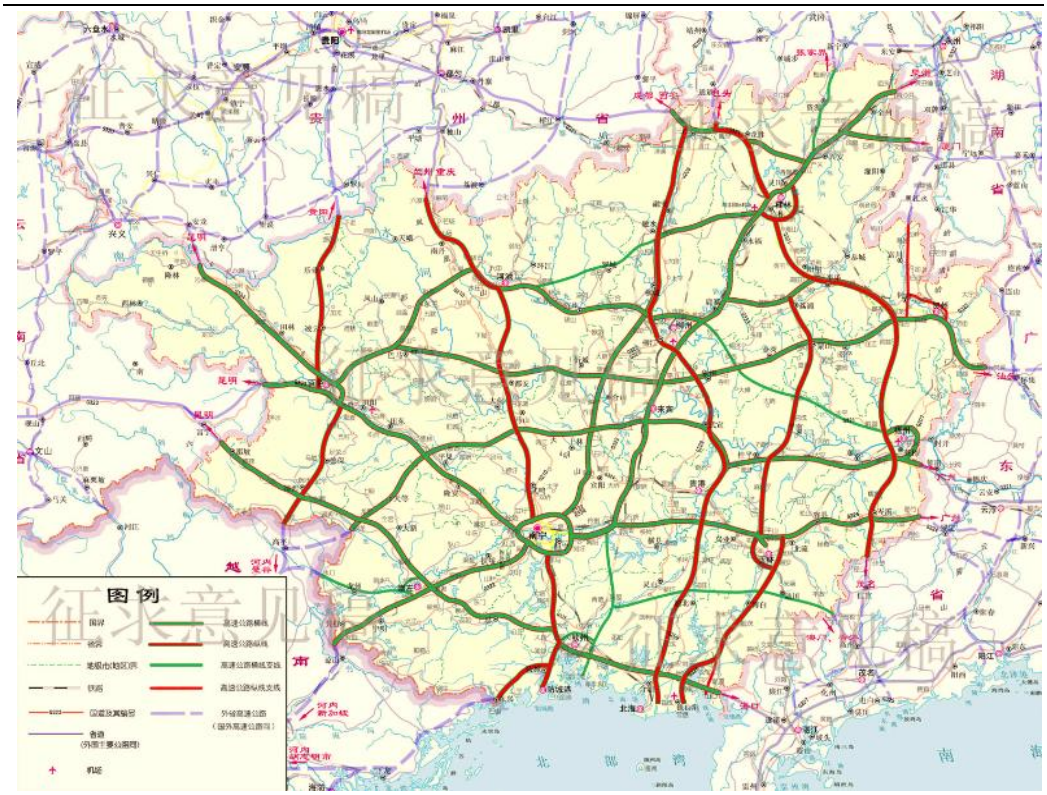
注：最粗的黄线即是高速公路。

数据来源：广发证券发展研究中心

“十二五”期间，广西区域内外高速交通都将显著改善

桂林到兴安段预计将于2011年开通，这将进一步提高G72的通达性。而按照广西“十二五”规划，到2015年，构筑南宁连接全区14个地级市的4小时交通圈，86%以上县城实现半小时内上高速公路；打造一日省际交通圈，重要的港口、空港、国家一类口岸、4A级以上旅游景区通高速公路；与周边国家及各省建成18条以上高速公路通道，高速公路里程突破6000公里。至2030年，将形成“5纵8横8直线”的高速公路网格局。广西区域内，将形成“首府直通地级市与周边省会，地级市间便捷相通，县份基本能直达地级市”的高速公路网络，在关键城际、省际通道间形成2条以上高速公路通道，进一步提高路网抗风险能力与可靠性。广西区域外，形成便捷且成网的出省、出边高速通道。出省、出边的高速公路通道将达22条，其中通往广东等沿海发达地区的高速公路通道6条、通往湖南等中部地区的高速公路通道5条、通往云贵川等西南地区的高速公路通道6条，其中贵州4条、云南2条；通往越南等东盟国家的高速公路通道5条。因此，**“十二五”期间，广西区域内外高速交通都将显著改善。**

图13：广西高速公路网规划修编布局示意图



数据来源：广发证券发展研究中心

（2） 铁路：“两铁”为桂林火车提速，拉动东北、西北和东南客源

火车可直达国内主要城市，但效率低于公路

2009年桂林市铁路客运量为396.5万人次，同比增长3.52%。桂林火车站一共有41趟列车经过，其中普快14辆，空调快速27辆，从桂林火车站始发的火车有10趟，主要开往南宁、茂名、湛江等地，经过桂林火车站的火车有31趟，主要往来于南宁、桂林北、

北京西等地，桂林火车站不是任何列车的终点站。**目前没有高铁列车经过桂林。**经过桂林市的主要铁路是**湘桂铁路**。尽管桂林通过火车可直达国内主要城市，但高速列车较少。另外，从到达各终点站耗时来看，火车长于自驾车。因此，**公路效率优于铁路。**

表 8：桂林火车站列车时刻表　　分

车次	类型	始发站	始发时间	路过站	到站时间	发车时间	终点站	到站时间	总耗时
K157	空调快速	北京西	19:01	桂林	22:50	22:58	湛江	8:29	571
K318/K315	空调快速	西安	19:22	桂林	22:18	22:24	南宁	5:10	406
T40/T37	空调快速	桂林	21:28	桂林	始发站	21:28	深圳	10:35	787
5506	普快	茂名	9:30	桂林	20:15	20:26	桂林北	20:37	11
1562	普快	南宁	14:08	桂林	19:56	20:04	武昌	11:09	905
5538	普快	湛江	9:30	桂林	19:38	19:44	桂林北	19:55	11
K9304	空调快速	南宁	14:18	桂林	19:19	19:26	桂林北	19:37	11
K1192	空调快速	南宁	12:15	桂林	18:48	19:10	南京	22:00	1610
K22	空调快速	桂林	19:02	桂林	始发站	19:02	北京西	23:31	1709
K38/K35	空调快速	柳州	15:15	桂林	18:22	18:28	广州	6:06	698
T189	空调快速	北京西	18:46	桂林	17:51	18:01	南宁	22:59	298
K316/K317	空调快速	南宁	11:39	桂林	17:47	17:54	西安	20:54	1620
K538	空调快速	南宁	11:14	桂林	17:26	17:31	上海南	15:34	1323
K860	空调快速	桂林	17:10	桂林	始发站	17:10	上海南	15:52	1362
K652/K653	空调快速	成都	16:25	桂林	16:52	17:00	桂林北	17:31	31
K393	空调快速	桂林北	16:30	桂林北	始发站	16:30	昆明	11:20	1130
K9303	空调快速	桂林	16:15	桂林	始发站	16:15	南宁	21:07	292
T190	空调快速	南宁	10:50	桂林	15:35	15:44	北京西	14:45	1381
T5	空调快速	北京西	16:08	桂林	14:50	14:58	南宁	20:10	312
K537	空调快速	上海南	17:01	桂林	14:25	14:32	南宁	20:52	380
T6	空调快速	南宁	8:30	桂林	13:21	13:28	北京西	12:07	1359
T8721	空调快速	桂林	13:22	桂林	始发站	13:22	南宁	18:30	308
K651/K654	空调快速	桂林北	13:10	桂林北	始发站	13:10	成都	15:23	1573
K394	空调快速	昆明	18:23	桂林	12:43	13:01	桂林北	13:28	27
5537	普快	桂林北	10:23	桂林北	始发站	10:23	湛江	21:10	647
1336/1337	普快	青岛	17:06	桂林	9:32	9:39	南宁	16:56	437
K9301	空调快速	桂林北	8:02	桂林北	始发站	8:02	南宁	13:13	311
K584/K581	空调快速	宁波	8:12	桂林	7:48	7:55	南宁	13:55	360
5505	普快	桂林北	7:50	桂林北	始发站	7:50	茂名	18:22	632
1338/1335	普快	南宁	23:50	桂林	7:07	7:24	青岛	5:00	1296
1557	普快	南昌	17:22	桂林	7:14	7:20	南宁	13:25	365
K36/K37	空调快速	广州	18:04	桂林	6:17	6:25	柳州	9:20	175
1627	普快	郑州	11:08	桂林	5:44	5:51	南宁	12:30	399
1561	普快	武昌	15:05	桂林北	5:09	5:18	南宁	11:30	372
2513	普快	长沙	18:38	桂林	5:04	5:15	南宁	12:05	410
K582/K583	空调快速	南宁	20:30	桂林	2:20	2:37	宁波	6:33	1676
K1191	空调快速	南京	23:08	桂林	2:30	2:36	南宁	8:56	380

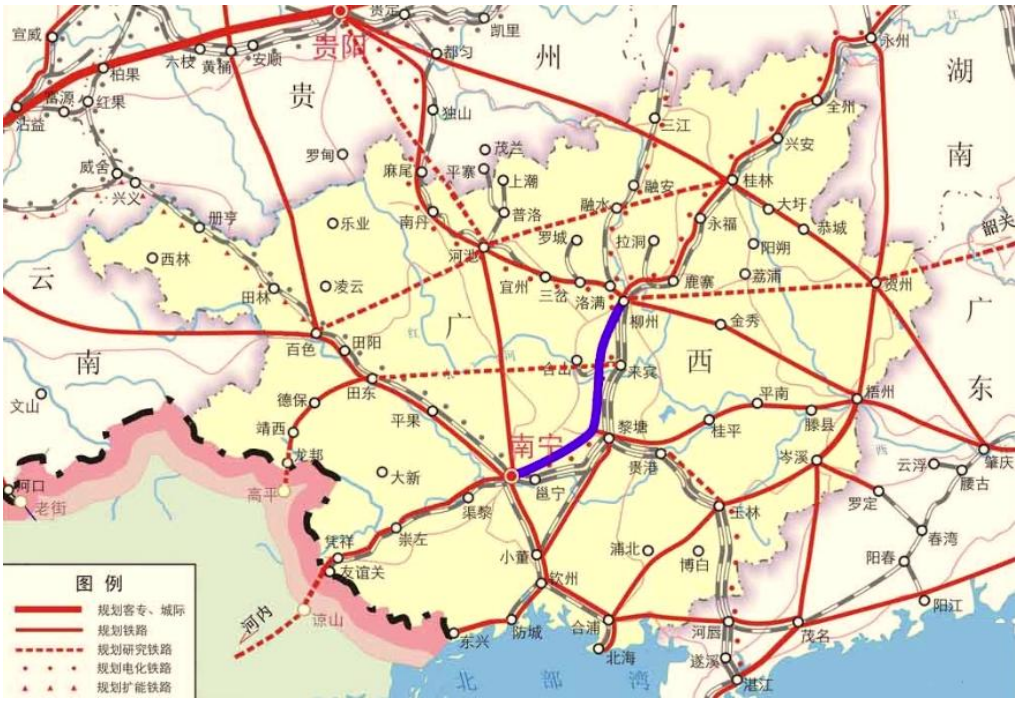
K158	空调快速	湛江	17:25	桂林	1:53	2:05	北京西	6:28	1703
1628	普快	南宁	19:55	桂林	1:32	1:40	郑州	23:26	1306
2514	普快	南宁	19:30	桂林	1:02	1:11	长沙	12:09	658
1558	普快	南宁	18:50	桂林	0:35	0:43	南昌	16:04	921

数据来源：广发证券发展研究中心

“两铁”为桂林火车提速，拉动东北、西北和东南客源

2008年10月,贵广铁路建设工程在桂林正式奠基，同时，2009年2月,湘桂铁路扩能改造建设工程全面启动。贵广铁路客车设计行车速度为300公里/小时,日开行客车100对，而湘桂铁路扩能改造后，客车设计行车速度为200公里,日开行客车120对。桂林市,是贵广铁路和湘桂铁路的唯一交汇点。预计两条铁路分别于2014年和2012年建成通车。两条铁路投入运营后，进入桂林车速将显著提升，同时，桂林将成为中国西部地区一个新兴的交通枢纽城市,成为辐射西藏、四川、重庆、云南、贵州、广西、湖南、海南、广东9个省、市、自治区的物流中心。**“两铁”的建成通车将显著提升东北、西北和东南方向客源进入桂林的效率。此外，广西区域内铁路的建设也将提升桂林的可进入性。**

图14：广西铁路网初步规划图（2010－2030年）



数据来源：广发证券发展研究中心

（3） 飞机：机场扩建，桂林航空便利度将提升

桂林航空可直飞29个国内城市

桂林两江国际机场于1996年10月1日建成使用。占地406平方公里，总建筑面积17万平方米。飞行区等级为4D，跑道长2800米，停机坪15万平方米，候机楼5万多平方米，停车场5万平方米。2009年旅客吞吐量为532.18万人，而截止2010年前7月则完成294.78万人，同比增长1.28%。目前国内航班，可直飞29个国内城市，平均飞行耗时为105.69

分钟，每个城市平均每天有2.31个班次；国际航班，可直飞港、澳、台、日本福冈、韩国首尔、泰国曼谷、马来西亚吉隆坡、新加坡等。2010年11月3日捷星航空开通新加坡直飞桂林航班，2010年12月4日太原－桂林－海口联程航班开通，桂林航空通达性逐渐改善。

表 9：桂林机场直飞国内及国际城市情况　　个，分钟

目的地	班次	总耗时	班期	目的地	班次	总耗时	班期
重庆	2	70	1234567	海口	4	75	1357
郑州	2	110	1234567	贵阳	1	45	157
西安	3	105	1234567	广州	8	55	1234567
武汉	1	85	1234567	福州	1	70	157
太原	2	150	1234567	成都	3	95	1234567
沈阳	1	280	135	北京	6	165	1234567
深圳	2	60	1234567	北海	1	50	1234567
上海	8	120	1234567	百色	1	55	1234567
汕头	1	80	1357	南昌	1	70	123457
厦门	2	85	1234567	临沂	1	125	135
三亚	1	70	1234567	香港	2	90	1234567
青岛	3	220	1234567	台北	1	130	15
南宁	1	40	12457	澳门	2	65	1234567
南京	1	115	1346	新加坡	1	295	1435
兰州	1	140	246	首尔	2	210	15
昆明	2	90	1357	吉隆坡	1	260	1357
济南	2	235	1234567	曼谷		100	37
合肥	1	105	2457	福冈		405	2467
杭州	4	100	1234567	汉城		250	145

数据来源：广发证券发展研究中心

机场扩建，桂林航空便利度将提升

桂林两江国际机场的定位是国家重要旅游枢纽机场。自治区已将桂林两江国际机场扩建工程列为出海出边国际大通道的骨干项目和泛北部湾区域合作中的重点建设项目。2009年12月29日，举行了桂林机场航站楼扩建工程建设动员大会。本期建设包括新建约5.5万平米的航站楼；向南扩建站坪、增加两条垂直联络道，设机位19个；新建停车场、货运站等相关配套设施。截止2020年，使旅客吞吐量达到1300万的需求。**未来桂林航空将更加便利。**

（4） 交通改善促进桂林旅游

广西区域内高速公路网的建设、贵广高速的通车以及桂林机场的扩建等都将使桂林市和广西区域内交通更加便捷。桂林旅游的可进入性和便利度将进一步提高。

5、桂林旅游人均花费仍有提升空间

（1）国内旅游人均花费不断提高，但相比其他城市处于低位

2009年桂林市国内旅游人均花费为566.59元/人，同比增长15.35%。**自2002年以来，桂林国内旅游人均花费增速不断加快。**无论与其他旅游城市相比，还是与广西其他地级市相比，**桂林市国内旅游人均花费都处于较低位。**

图 15 ：桂林国内旅游人均花费与人数同比增长率 %

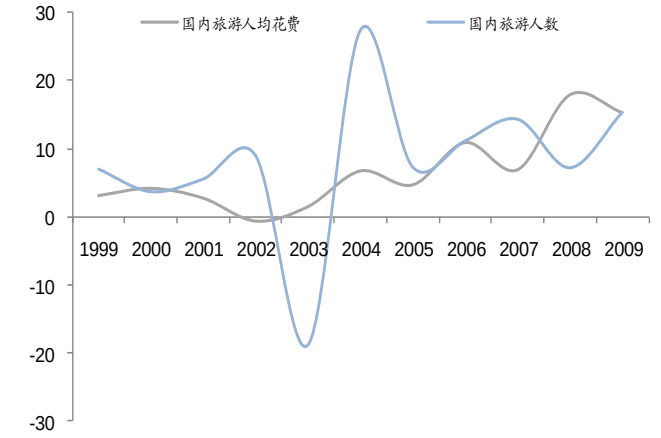
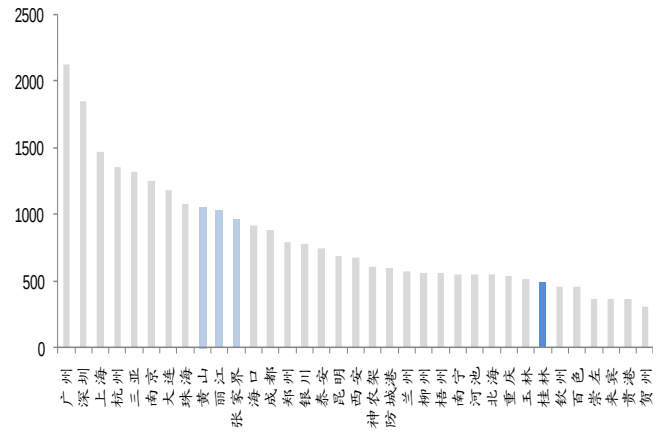


图 16 ： 各城市国内旅游人均花费比较 元/人



数据来源：广发证券发展研究中心

（2）逗留时间过短导致国际旅游人均花费不高

2009年桂林市国际旅游人均花费为2235.14元，同比增长5.51%。从城市比较来看，桂林国际旅游人均花费并不高，低于张家界、昆明等。其原因在于，首先，平均停留时间为2.2天，相比较短；其次，从旅游花费构成来看，景区游览和旅游购物占比相对较高，但住宿、餐饮和娱乐占比相对较低。因此，**桂林旅游仍以观光旅游为主，同时停留时间较短，导致人均旅游花费较低。**

图 17 ： 各城市国际旅游人均花费比较 美元/人

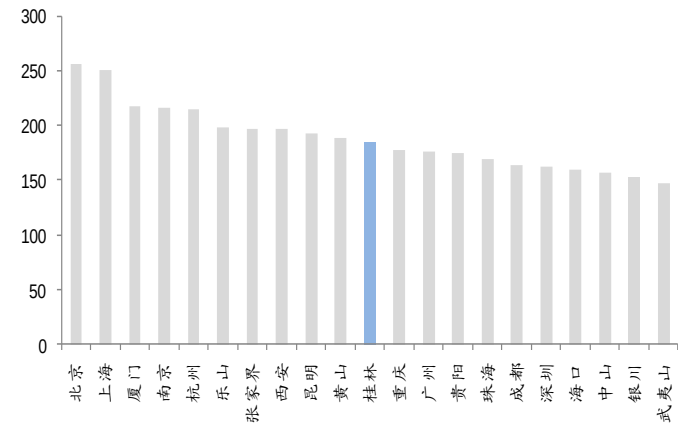
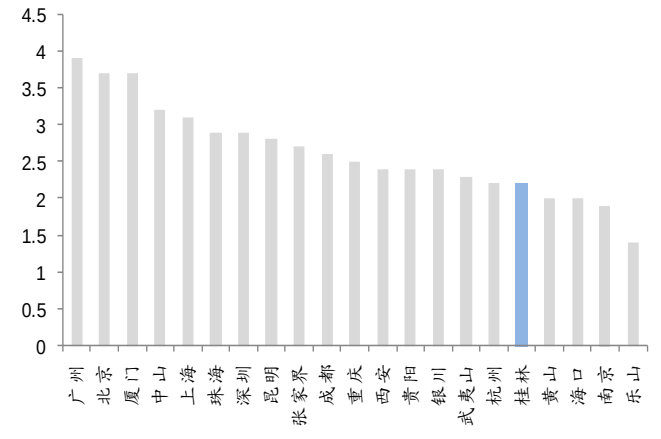


图 18 ：各城市国际旅游平均停留天数 天



数据来源：广发证券发展研究中心

图 19 ：各城市景区游览在国际旅游花费中的比重 %

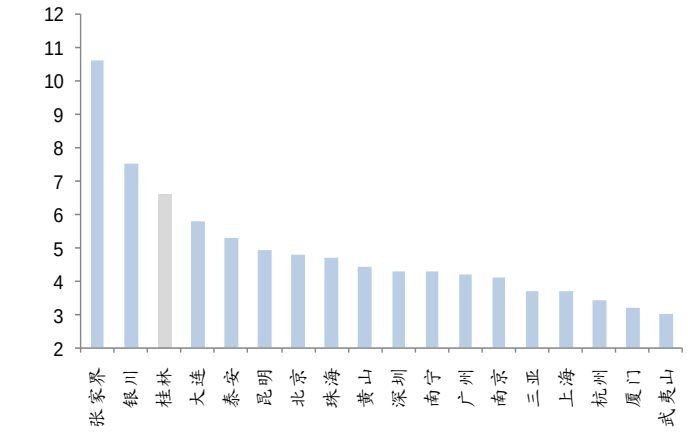
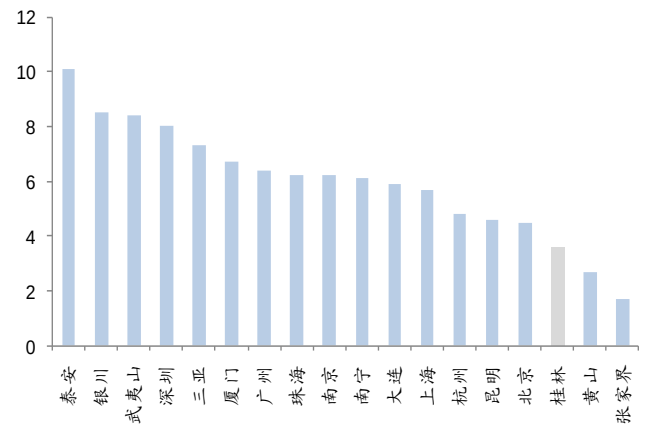


图 20 ：各城市娱乐在国际旅游花费中的比重 %



数据来源：广发证券发展研究中心

（3）桂林旅游人均花费仍有提升空间

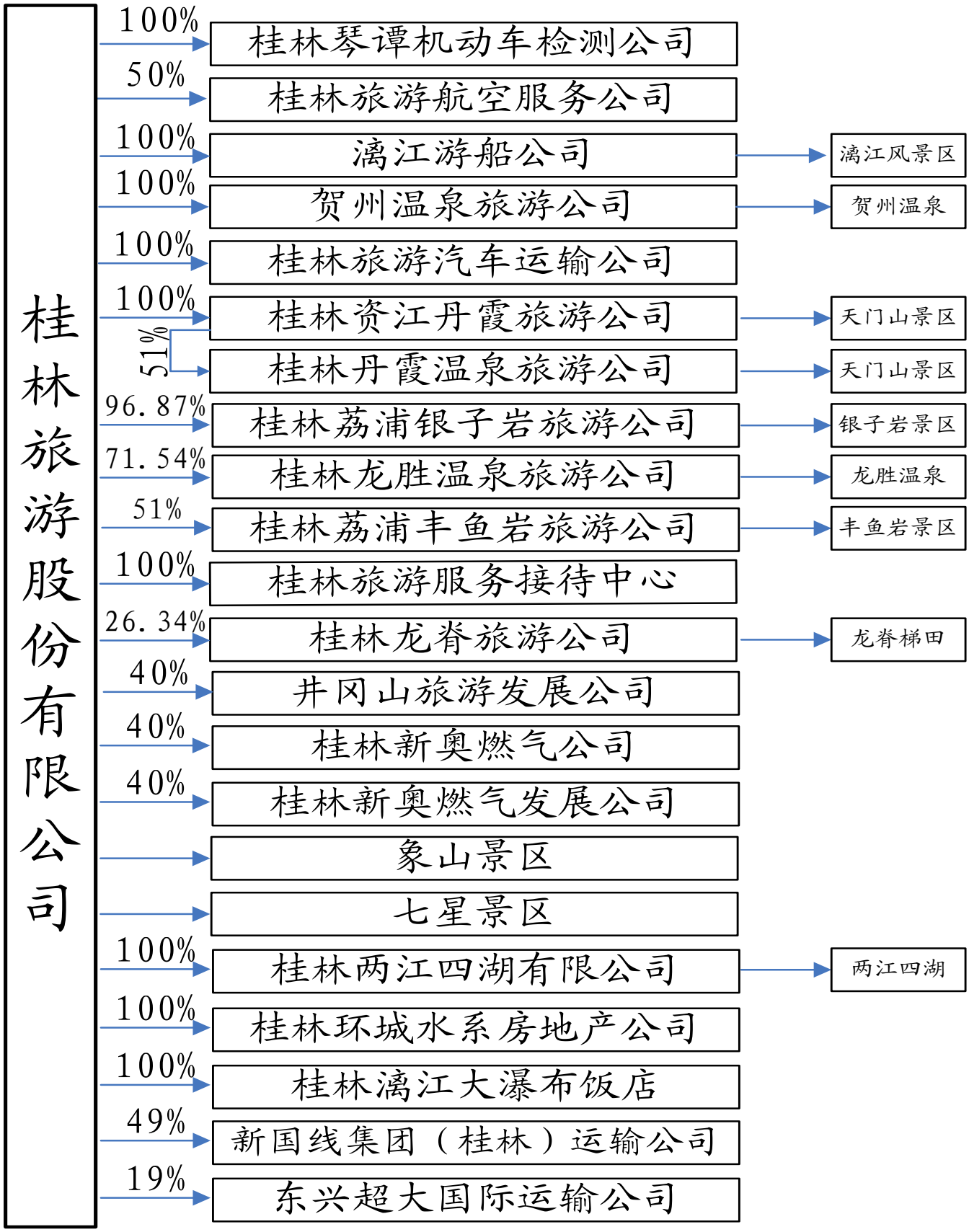
综合国内旅游和国际旅游人均花费来看，桂林市旅游人均花费并不高。这一方面和当地物价水平相对较低有关；另一方面则在于，游客逗留时间太短，主要以观光旅游为主，而住宿、餐饮和娱乐消费等方面有待提高。然而，综合实验区的开发建设将使桂林旅游环境和旅游经营模式发生变革。**游客逗留时间的加长以及娱乐消费水平的提高都将带来桂林旅游人均花费的提升。**

三、公司竞争力分析

(一) 公司简介

桂林旅游股份有限公司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、酒店、公路旅行客运、出租车业务。公司独占桂林山水的优质资源，拥有两江四湖、荔浦银子岩、荔浦丰鱼岩、龙胜温泉、资源天门山、贺州温泉等代表桂林山水的精品景区，并与桂林旅游发展总公司合作经营象山景区、七星景区。

图21：桂林旅游子公司情况

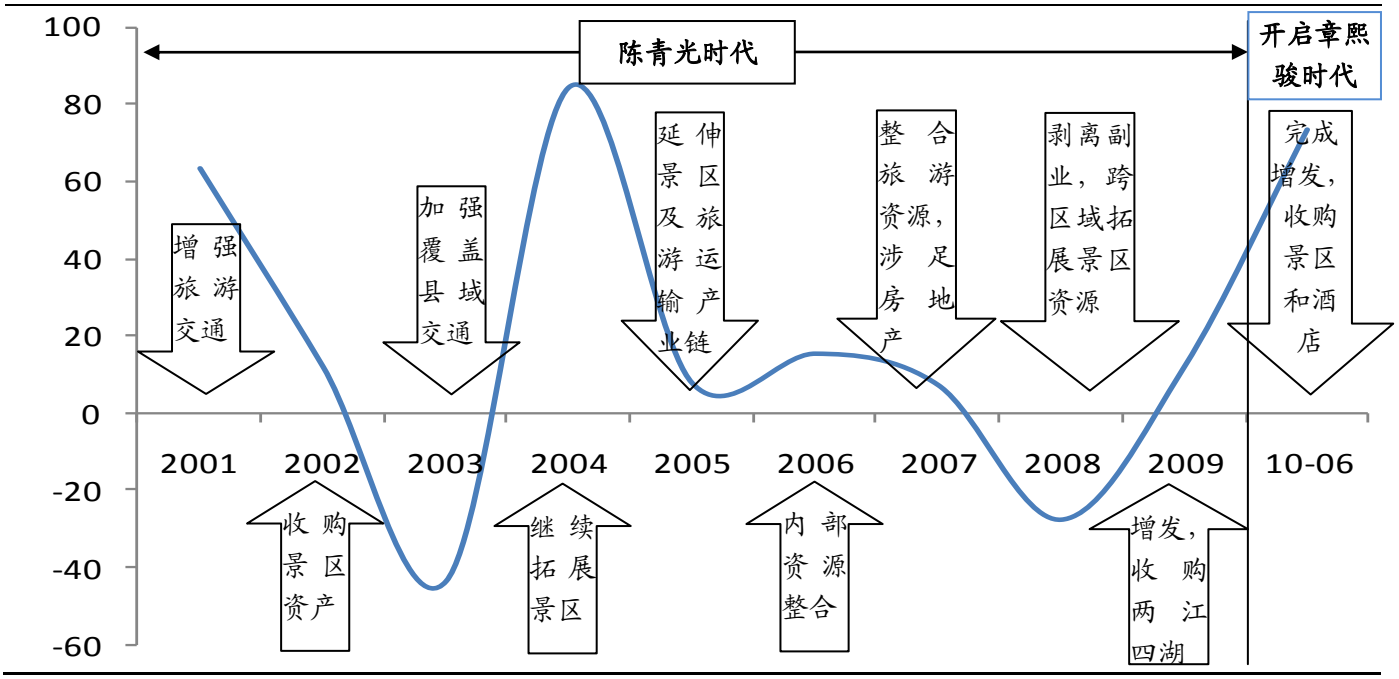


数据来源：广发证券发展研究中心

1、 布局旅游资源，推出升级换代产品

上市以来，**资源控制始终贯穿于公司发展**。2002至2005年公司加大了对旅游景区资源的购置，并于2006至2008年对景区资源进行了整合，基本完成市区外旅游资源的布局。2009年以来，公司进行增发完成对两江四湖景区和漓江大瀑布饭店的收购，并推出了公司升级换代产品－桂林新画中游。其次，**以旅游业为主，适度延伸产业链**。2001年以来，公司先后介入公路长途客运、客运场站、管道燃气等行业，增强公司抗风险能力。再次，**平台化，区域扩张**。公司推行地方战略平台－区域化战略平台－国际化、品牌化战略平台，通过平台化发展逐步从桂林走向广西及周边区域。**三大战略助推公司竞争力提升。**

图22：上市以来，桂林旅游发展历程



数据来源：广发证券发展研究中心

2、 更换董事长，憧憬桂林旅游新篇章

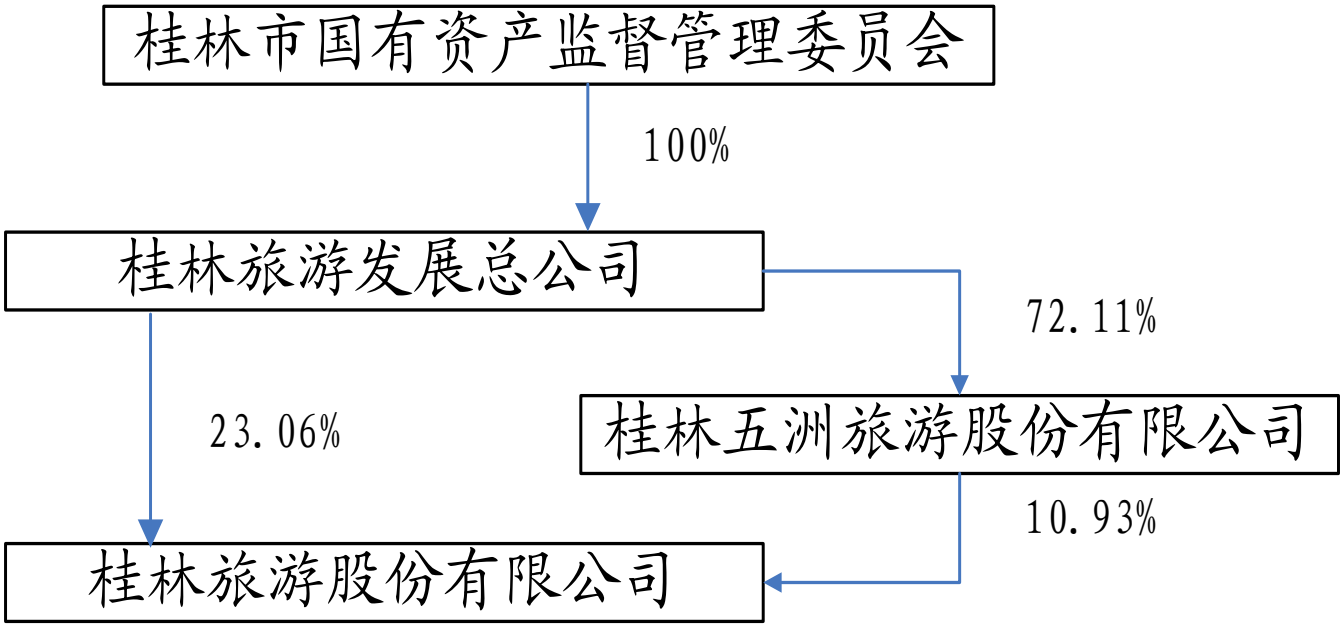
2010年7月16日章熙骏接替陈青光成为公司新任董事长。新董事长，曾任桂林市计委副主任、主任、党组书记；曾任桂林市政府第一副秘书长、市长助理；曾任桂林市发展计划委员会党组书记、主任；曾任桂林市发展和改革委员会党组书记、主任，兼市物价局局长、市信息办主任、市国民经济动员办公室主任。**新董事长的丰富政治履历以及换届效应等，都将开启桂林旅游的新篇章，增强公司良好发展和景区提价的预期。**

3、 大股东旅游龙头地位将提升公司竞争力

桂林旅游发展总公司合计持有上市公司30.94%的股权，为公司的第一大股东。桂林旅游发展总公司是一个集吃、住、行、游、购、娱六要素于一体的、广西区内实力最强的国有大型旅游企业集团，集团业务范围（含下属公司经营业务）涵盖公路旅游客运、游船客运、旅行社、饭店、景区、汽车维修、游船制造等。总公司拥有市内四大精华景

区、六个精华景点（包括芦笛岩、七星园区、七星岩、伏波山、叠彩山、象鼻山等）组成的“三山两洞”。此外，在综合实验区方案未来出台的背景下，**大股东在广西的地位，既提升公司旅游资源整合等能力，又将增强公司受益政策的程度。**

图23：桂林旅游股权结构图



数据来源：广发证券发展研究中心

（二） 漓江旅游是公司利润的源泉

漓江旅游是公司利润的源泉

2010年上半年和2010年，景区资源、漓江游船客运和漓江大瀑布饭店合计将分别为公司贡献89%和97.87%的毛利润。其中，漓江游船客运和两江四湖将合计贡献2010年毛利润的32.65%，而漓江大瀑布酒店以及公司其他区域外景区也受益于漓江旅游。因此，**漓江旅游是公司利润的源泉。**

图 24 ：2010 年上半年毛利润来源结构 %

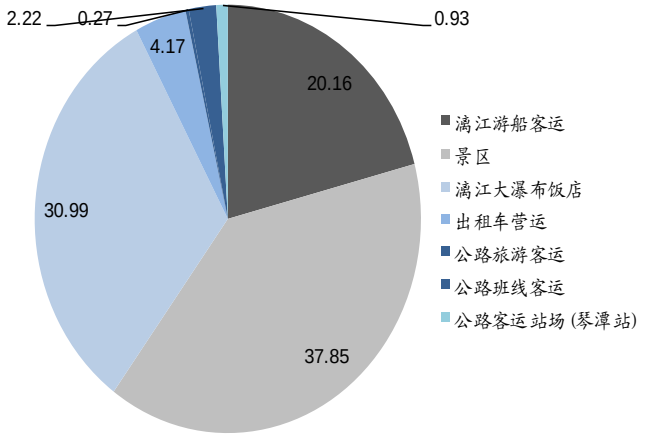
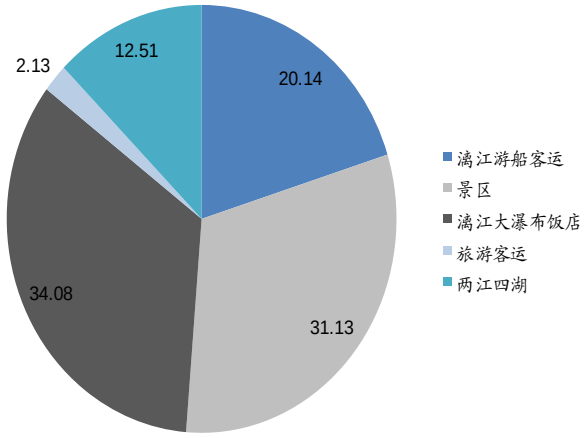


图 25 ：2010 年毛利润来源结构 %



数据来源：广发证券发展研究中心

（三） 公司竞争力分析

1、 产品一体化优势明显，充分分享区域市场成长

（1）旅游产品自由组合，一体化优势明显

公司旅游产品由三条主体旅游线路构成， 即以两江四湖环城水系为纽带的市中心景区水上画中游， 南线（桂林－漓江－银子岩－丰鱼岩－贺州温泉） 山水观光休闲游，北线（桂林－资源－龙胜）丹霞风光与温泉度假游。 而三条旅游线路联系在一起，则形成旅游面。**这不仅使得公司可以自由组合旅游资源，推出多样化产品，形成产品一体化优势，同时，更有利于公司分享桂林旅游圈的成长。**

图26 ： 旅游资源一体化优势明显

数据来源：广发证券发展研究中心

（2）公司能够充分分享桂林旅游成长

在我们统计的65条旅游线路中，有50条经过公司的景区或公司从中获取受益的景区，即76.92%的桂林旅游线路都要经过公司景区。再从景区来看，有30条旅游线路经过漓江，12条经过银子岩和七星公园，7条经过龙胜温泉和龙脊梯田。**漓江、银子岩及七星公园是旅游线路集中选择的景区**。无论从整体，还是从单条旅游线路，公司景区资源都将受益于各种桂林旅游线路。另外，随着两江四湖二期工程的建设，公司在市内的景区资源和质量将进一步提升，在市内旅游市场的份额将进一步提升。因此，**公司能够充分分享桂林旅游市场的成长。**

表 10：桂林市旅游线路经过公司景区的情况分析　　条，%

旅游线路	上市公司	桂林市	比重
散客精华线路一日游	10	21	47.62
散客精华线路两日游	8	10	80.00
散客精华线路三日游	7	7	100.00
自驾车旅游	3	3	100.00
特色主题旅游线路	5	6	83.33
包团推荐线路	11	12	91.67
散客精华线路四日游	6	6	100.00
合计	50	65	76.92

数据来源：广发证券发展研究中心

表 11：桂林市旅游线路经过上市公司各景点的条数　　条

旅游线路	丰鱼岩	银子岩	七星公园	象山公园	贺州温泉	龙胜温泉	天门山	丹霞温泉	漓江	桃花江	榕湖	杉湖	桂湖	木龙江	铁佛塘	龙脊梯田
散客精华线路一日游	1	2	0	0	0	0	0	0	6	0	0	0	0	0	0	1
散客精华线路两日游	1	1	0	0	0	5	0	0	1	0	0	0	0	0	0	2
散客精华线路三日游	0	3	1	0	0	0	0	0	6	0	2	2	0	0	0	0
自驾车旅游	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1
特色主题旅游线路	0	2	2	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0
包团推荐线路	0	0	9	0	0	2	0	0	8	0	0	0	0	0	0	3
散客精华线路四日游	0	3	0	0	0	0	0	0	6	0	2	2	0	0	0	0
合计	**2**	**12**	**12**	**0**	**0**	**7**	**0**	**0**	**30**	**0**	**4**	**4**	**0**	**0**	**0**	**7**

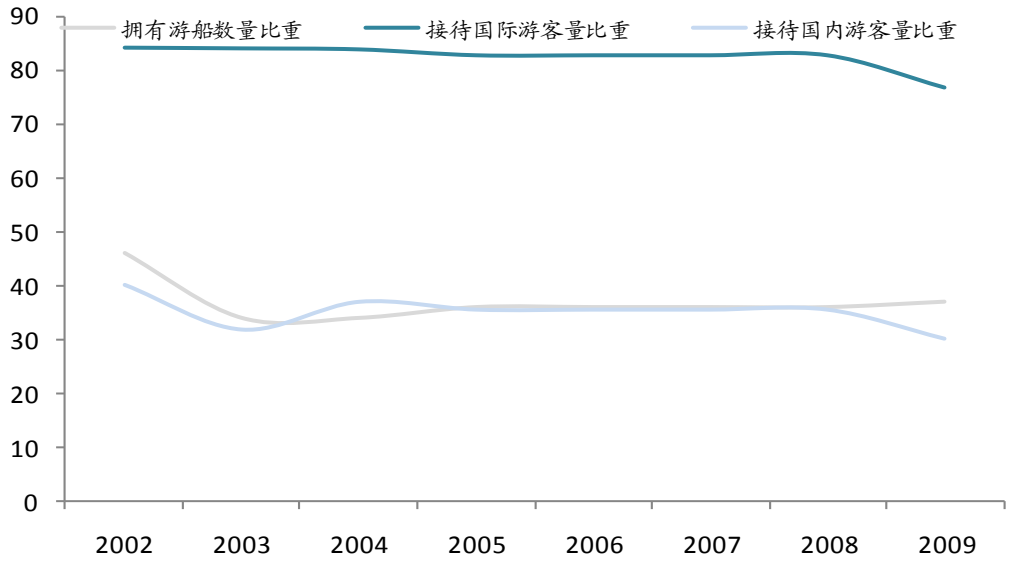
注：漓江包括漓江游和两江四湖。

数据来源：广发证券发展研究中心

2、 资源垄断性强

桂林山水甲天下为公司旅游资源带来了强大的品牌效应。这是公司景区资源与其他区域相比的垄断性所在。而两江四湖和三山两洞是桂林的主要精华景点。同时，46.15%的桂林旅游线路都要经过漓江、18.46%经过七星公园和银子岩，10.77%经过龙胜温泉和龙脊梯田。此外，公司拥有漓江的合法经营权，是桂林最大的漓江游船公司，拥有37%的漓江游船，漓江涉外游客的接待量占漓江总量的76.91%，国内游客的接待量则占比30.26%。还有，公司是桂林最大的旅游汽车公司和最大的出租汽车公司。因此，**公司旅游资源在桂林占据绝对的垄断地位。**

图27：公司漓江旅游业务在桂林市的比重 %



数据来源：广发证券发展研究中心

3、 资源完整，产业链将不断完善

虽然公司没有景区资源的所有权，但公司拥有游船的经营权，各个景区资源的使用权、温泉的开采权以及部分景区的土地使用权。尽管公司没有直接的门票收入，但七星公园和象山公园的门票分成，漓江游船的船票，岩洞和温泉的经营收益等都可替代景区门票收入。再从产业链角度来看，公司拥有旅游吸引物，旅游交通、酒店和娱乐，但在商业、餐饮、旅行社、信息服务等方面还有待完善。而桂林综合改革实验区方案的出台，有可能促进公司旅游产业链的进一步延伸，提升购物、娱乐及与其他相关产业的融合等业务比重。因此，公司已从事旅游过程中交通、住宿、饮食、游览、购物、娱乐、导游等各种服务和相关产品的四大类，未来产业链将进一步延伸。**公司旅游产业链相对完善，未来将进一步改善，同时能够充分分享旅游规模的增长。**

4、 资源整合能力强

上市以来，公司不断向大股东收购景区资源或与大股东合作开发景区资源，大股东作为广西实力最强的国有旅游集团支持公司旅游资源的获取。同时，公司还不断从其他自然人或法人处收购优质景区资源，如银子岩。**公司资源获取渠道多样。**从景区区域来看，公司不仅收购桂林市区景区，同时对广西旅游强县或市景区进行收购，而且还走出去，收购井冈山景区。**公司具备走出去获取资源能力。**再从景区资源获取方式来看，现金收购、增资扩股、股权置换、引进投资者及定向增发等手段，公司都有尝试。**公司资源获取方式多样。**此外，无论是银子岩、龙胜温泉，还是贺州温泉，经过公司两至三年的培养，其盈利都显著改善。**公司资源整合能力强。**

表 12：上市以来，公司资源收购与整合过程

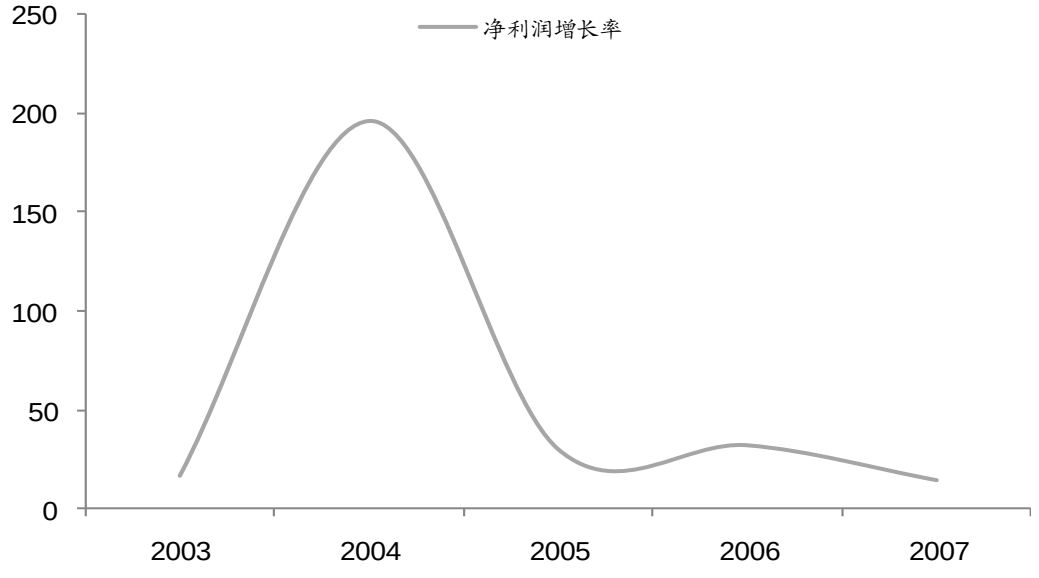
时间	收购景区	被收购方	备注
2001/4/15	丰鱼岩	大股东	----
2002/4/11	银子岩	外部收购	----
2002/5/28	七星公园	大股东	门票分成

2002/5/28	象山公园	大股东	门票分成
2002/8/12	龙脊梯田和龙胜温泉	大股东	----
2003/10/17	龙脊梯田和龙胜温泉	----	单方增资扩股
2004/6/1	贺州温泉	外部收购	----
2004/12/3	井冈山	外部收购	股权置换
2006/1/23	龙脊梯田和龙胜温泉分立	----	分别成立子公司
2006/12/16	贺州温泉	外部收购	收购部分股权
2007/11/15	天门山	外部收购	----
2007/11/16	龙泉山庄	外部收购	引进投资者
2008/8/26	丹霞温泉	自然人	----
2009	转让旅行社及演艺公司股权	----	----
2010/1/12	两江四湖和漓江瀑布大酒店	大股东	定向增发

注：外部收购是指被收购方为非大股东的自然人或法人。

数据来源：广发证券发展研究中心

图28：银子岩景区净利润同比增长率 %



注：景区2002年4月收购，2002年5月1日纳入财务报表。

数据来源：广发证券发展研究中心

5、 未来三年存在持续提价预期

（1） 景区提价幅度大

2009年年末和2010年年初，公司部分景区进行了提价，提价幅度平均为34.32%。**景区提价幅度较大。同时，2011年是分享提价的第一个完整年度。**

表 13: 公司景区近期提价情况 元/人，%

景区名称	提价时间	提价前价格	提价后价格	提价幅度
丰鱼岩	2010/3/1	60	70	16.67
银子岩	2010/3/1	50	65	30.00
龙胜温泉	2009/12/20	98	128	30.61
象山景区	2004/4/1	15	25	66.67

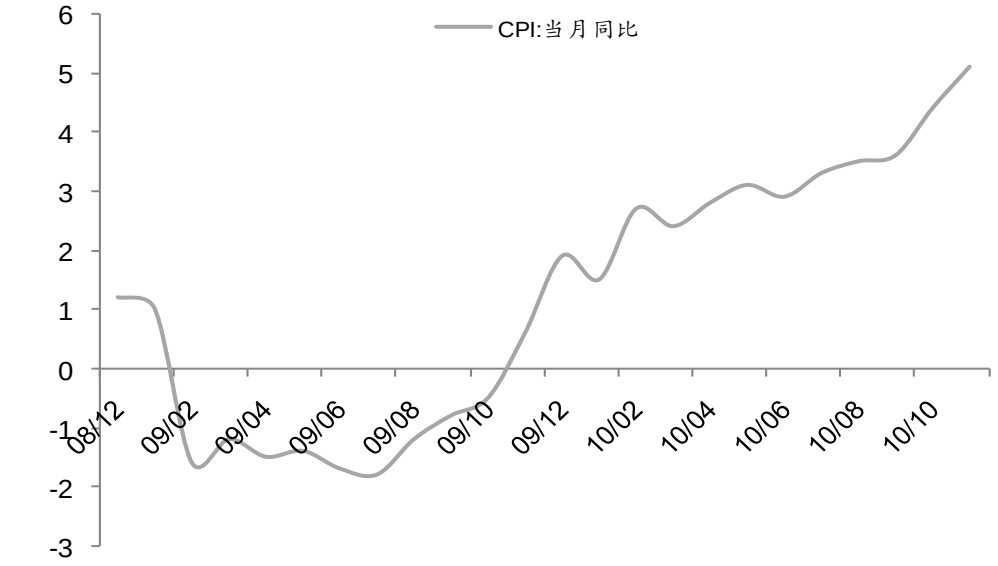
象山景区	2009/11/20	25	40	60.00
七星公园	2004/4/1	20	35	75.00

数据来源：广发证券发展研究中心

（2） 短期提升景区价格的可能性小

2010年11月，CPI当月同比增长5.1%，创28月以来新高。短期通胀压力仍较大，未来仍有可能出台进一步稳定物价的措施。因此，**在目前宏观环境下，景区价格短期提升的可能性较小。**

图29：CPI当月同比增长率 %



数据来源：广发证券发展研究中心

（3） 未来三年，公司景区存在持续提价预期

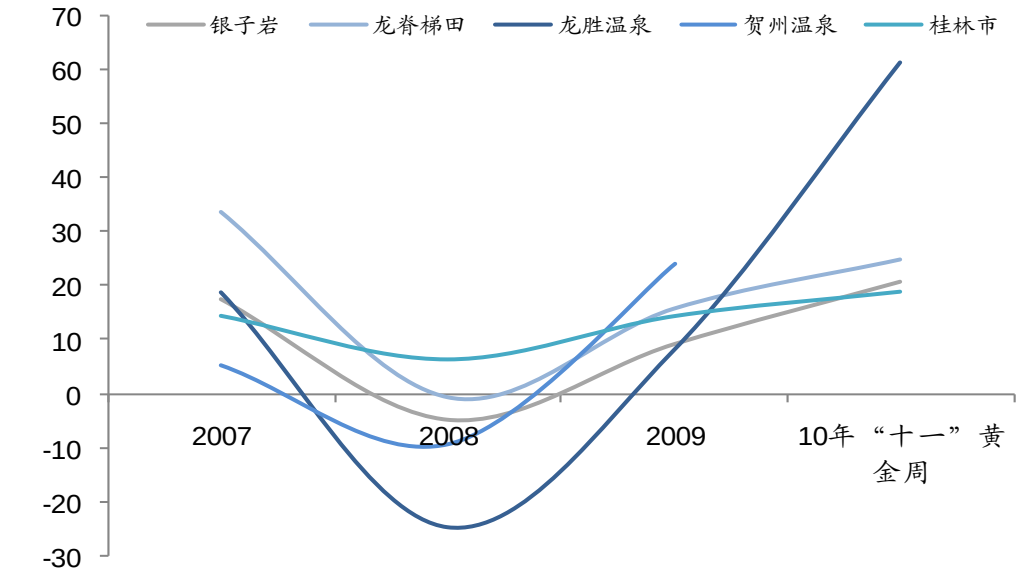
首先，七星公园自2004年以来没有提过价格，未来存在提价可能。其次，尽管银子岩已提过价，但银子岩二期工程改造将提升游客的逗留时间、增加散客的比例、改变景区收入结构，进而带动人均旅游花费，间接提升景区价格。再次，每年的11月至次年的3月是漓江的枯水期。枯水期，不仅使可供游览航段缩短，票价下降，而且会降低单只游船载客量。而每年4至7月的丰水期，也会由于个别时期，水量过大，降低游船发送量。然而，漓江上游的川江、小溶江两座水库已开工建设，斧子口水库正待审批。**随着三个水库组成的生态防洪补水工程的建成，有可能结束枯水期断航。此外，在通航能力提升，公司有可能加大对高档游船的投资。而这些都将间接提升游船价格和收入水平。**第四，两江四湖二期工程已开工。这不仅会增加游览里程，而且会增加旅游消费的种类，进而带动两江四湖票价及收入的提升。**以上工程有望在2011至2013年陆续完成。因此，公司产品存在持续提价预期。**

6、 景区盈利高弹性

银子岩、贺州温泉、龙脊梯田和龙胜温泉等合计营业收入占公司除井冈山景区、漓江游船和两江四湖以外景区收入的76.95%。即使考虑漓江游船收入，该比重仍为

42.46%。而这四个景区均为非一线景区，接待人数存在高弹性，盈利也存在高弹性。此外，正处于培养期的天门山景区也存在盈利高弹性。因此，**公司景区盈利高弹性。2011年行业景气度的上升，公司景区盈利高弹性的优势将进一步显现。**

图30：各景区接待人数同比增长率 %



数据来源：广发证券发展研究中心

四、盈利预测

(一) 2011年景区收入将加速增长

考虑到上文对各景区外部环境的分析、2010年“十一”黄金周各景区的接待情况以及各景区未来的提价空间，我们预计除七星公园、象山公园、两江四湖和井冈山景区外的景区接待人数，2010至2012年分别为260.48、292.84和320.78万人，分别同比增长1%、12%和10%；景区收入，2010至2012年分别为2.04、2.33和2.62亿元，分别同比增长7%、14%和12%。**2011年景区收入将加速增长。**

表 14: 2010 年“十一”黄金周各景区接待游客情况 万人，%

景区名称	接待人数	同比增长率
漓江游船	6.84	4.43
银子岩	5.47	20.75
丰鱼岩	0.95	-26.36
龙脊梯田	4.60	25.00
龙胜温泉	1.63	61.39

数据来源：广发证券发展研究中心

表 15: 公司主要景区接待人数及营业收入情况 万人，万元，%

景区名称	预测指标	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
漓江游船客运	接待人数	72.49	55.95	61.55	64.63	64.63	64.63	64.63
	同比增长率	3%	-23%	10%	5%	0%	0%	0%

	营业收入	9338.70	7273.95	8001.35	8821.49	9262.56	9262.56	9262.56
	同比增长率	3%	-22%	10%	10%	5%	0%	0%
丰鱼岩	接待人数	17.38	13.90	14.60	15.33	15.33	15.33	15.33
	同比增长率	5%	-20%	5%	5%	0%	0%	0%
	营业收入	798.14	670.13	717.68	738.11	710.02	710.02	710.02
	同比增长率	13%	-16%	7%	3%	-4%	0%	0%
银子岩	接待人数	99.80	109.78	120.76	132.83	132.83	132.83	132.83
	同比增长率	9%	10%	10%	10%	0%	0%	0%
	营业收入	3702.38	4989.46	5488.40	6176.72	6176.72	6276.34	6276.34
	同比增长率	8%	35%	10%	13%	0%	2%	0%
龙胜温泉	接待人数	14.06	17.57	20.21	22.23	23.34	23.34	23.34
	同比增长率	8%	25%	15%	10%	5%	0%	0%
	营业收入	2466.27	3760.92	4411.96	4953.53	5201.21	5205.53	5205.53
	同比增长率	1%	52%	17%	12%	5%	0%	0%
龙脊梯田	接待人数	36.55	43.87	50.45	55.49	55.49	55.49	55.49
	同比增长率	16%	20%	15%	10%	0%	0%	0%
	营业收入	1884.88	2601.13	3290.44	3800.45	3800.45	3800.45	3800.45
	同比增长率	23%	38%	27%	16%	0%	0%	0%
贺州温泉	接待人数	15.89	17.48	21.85	25.12	25.12	25.12	25.12
	同比增长率	24%	10%	25%	15%	0%	0%	0%
	营业收入	791.79	914.52	1143.15	1314.62	1314.62	1314.62	1314.62
	同比增长率	34%	16%	25%	15%	0%	0%	0%
天门山	接待人数	0.78	0.86	2.15	3.23	3.87	4.26	4.69
	同比增长率	-10%	10%	150%	50%	20%	10%	10%
	营业收入	20.78	23.24	64.56	112.99	135.59	149.14	164.06
	同比增长率	-15%	12%	178%	75%	20%	10%	10%
丹霞温泉	接待人数	0.89	1.07	1.28	1.92	2.88	3.17	3.49
	同比增长率		20%	20%	50%	50%	10%	10%
	营业收入	132.19	160.20	198.65	307.58	475.79	523.37	575.71
	同比增长率		21%	24%	55%	55%	10%	10%
合计	**接待人数**	**257.84**	**260.48**	**292.84**	**320.78**	**323.50**	**324.18**	**324.92**
	同比增长率		**1%**	**12%**	**10%**	**1%**	**0%**	**0%**
	营业收入	**19135.13**	**20393.55**	**23316.18**	**26225.49**	**27076.96**	**27242.04**	**27309.29**
	同比增长率		**7%**	**14%**	**12%**	**3%**	**1%**	**0%**

数据来源：广发证券发展研究中心

（二） 两江四湖业绩贡献将在2011年显现

截止10月底，公司两江四湖环城水系项目接待人数为49万人，同比下降5.77%，但10月则接待约10万人，同比增长19%。预计2010、2011年两江四湖项目将分别接待57.5和66.05万人，11年将同比增长14.87%。随着公司利用其专业经验对项目开发，不仅项目的接待人数将增长，其盈利能力也将由2009年的亏损提升为2010、2011年分别实现净利润104.08和575.42万元。两江四湖对公司业绩的贡献将逐年显现。

表 16: 两江四湖旅游有限责任公司旅游业务盈利预测 万人，万元，%

	2006	2007	2008	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
接待人数	44.94	54.40	48.13	57.50	66.05	77.61	91.06	106.91	125.57
同比增长率	---	21.04%	-11.53%	---	14.87%	17.50%	17.33%	17.40%	17.46%
营业收入	4043.14	4643.49	4249.92	5467.50	6325.75	7346.10	8523.61	9897.55	11501.60
同比增长率	---	14.85%	-8.48%	---	15.70%	16.13%	16.03%	16.12%	16.21%
净利润	-51.16	202.78	-1013.89	104.08	575.42	1080.57	1212.18	1438.17	1707.29
同比增长率	---	-496.39%	-600.00%	---	452.85%	87.79%	12.18%	18.64%	18.71%

数据来源：广发证券发展研究中心

（三） 漓江大瀑布酒店盈利能力将显著改善

截止10月底，尽管漓江大瀑布酒店平均房价为550元，同比下降1.79%，但接待人数为16万人，同比增长20%，客房出租率提高了6个百分点，因此，实现营业收入9500万元，同比增长11.09%。**漓江大瀑布酒店盈利改善。**同时考虑到，募集资金对公司债务的偿付，预计2010、2011年将分别实现净利润927.28和2581.61万元，分别同比增长2891.85%和178.41%。**2010年开始，漓江大瀑布酒店盈利能力将显著改善。**

表 17: 漓江大瀑布酒店盈利预测 元/间.夜，万元

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
客房出租率	79.51%	57.77%	46.00%	52.00%	60.00%	65.00%	62.00%	62.00%	62.00%
平均房价	479.90	556.65	560	550	570	580	580	570	550
同比增长率	---	15.99%	0.60%	-1.79%	3.64%	1.75%	0.00%	-1.72%	-3.51%
客房收入	8956.09	7608.13	6130.36	6806.23	8138.92	8971.85	8557.76	8410.21	8115.12
同比增长率	---	-15.05%	-19.42%	11.02%	19.58%	10.23%	-4.62%	-1.72%	-3.51%
营业收入	14026.78	12155.39	10256.16	11420.54	13497.07	14819.80	14286.98	14253.53	14075.14
同比增长率	---	-13.34%	-15.62%	11.35%	18.18%	9.80%	-3.60%	-0.23%	-1.25%
净利润	1370.24	27.91	30.99	927.28	2581.61	3151.36	2606.51	2390.88	2059.36
同比增长率	---	-97.96%	11.05%	2891.85%	178.41%	22.07%	-17.29%	-8.27%	-13.87%

数据来源：广发证券发展研究中心

（四） 2011年公司盈利将快速提升

公司原有业务中的景区收入，2011年将加速增长，而增发新增的两个业务，也将在2011快速提升对公司业绩的贡献。因此，2011年公司盈利将快速提升。

五、估值分析

按照2009年12月13日收盘价，公司2010、2011年PE分别为73.25和44.39倍，略低于丽江旅游和三特索道。而从PEG来看，2010和2011年桂林旅游为0.66和0.67倍。**公司估值水平仍有提升空间。**

图 31 ： 同类公司 PE 比较 倍

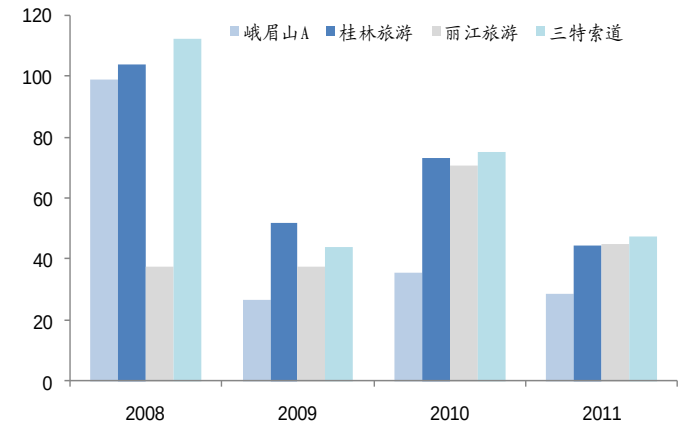
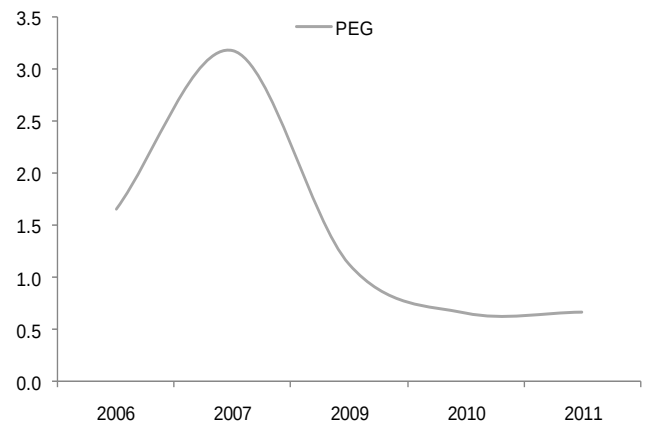


图 32 ： 桂林旅游 PEG 倍



数据来源：广发证券发展研究中心

六、投资建议：买入

依据我们预测，2010、2011年公司主营业务收入将分别为3.81和4.35亿元，同比增长79.93%和14.07%；分别实现净利润0.72和1.19亿元，同比增长111.6%和66.7%；分别实现每股收益0.20和0.33元。

从行业来看，2011年行业景气度的提升，将使得区域高增长和盈利高弹性的公司成长性更有优势，而桂林旅游是二者的结合体。

从区域市场来看，政策将保障桂林旅游良好前景，地方政府支持桂林旅游业发展，交通的改善也将带动桂林旅游景气度的提升。未来桂林旅游将进入第三次发展期，同时人均旅游花费仍有提升空间。

从公司竞争力来看，资源的垄断、产业链的完善，整合能力的突出，景区提价预期的持续以及公司景区的盈利高弹性等奠定了公司优异的竞争力。

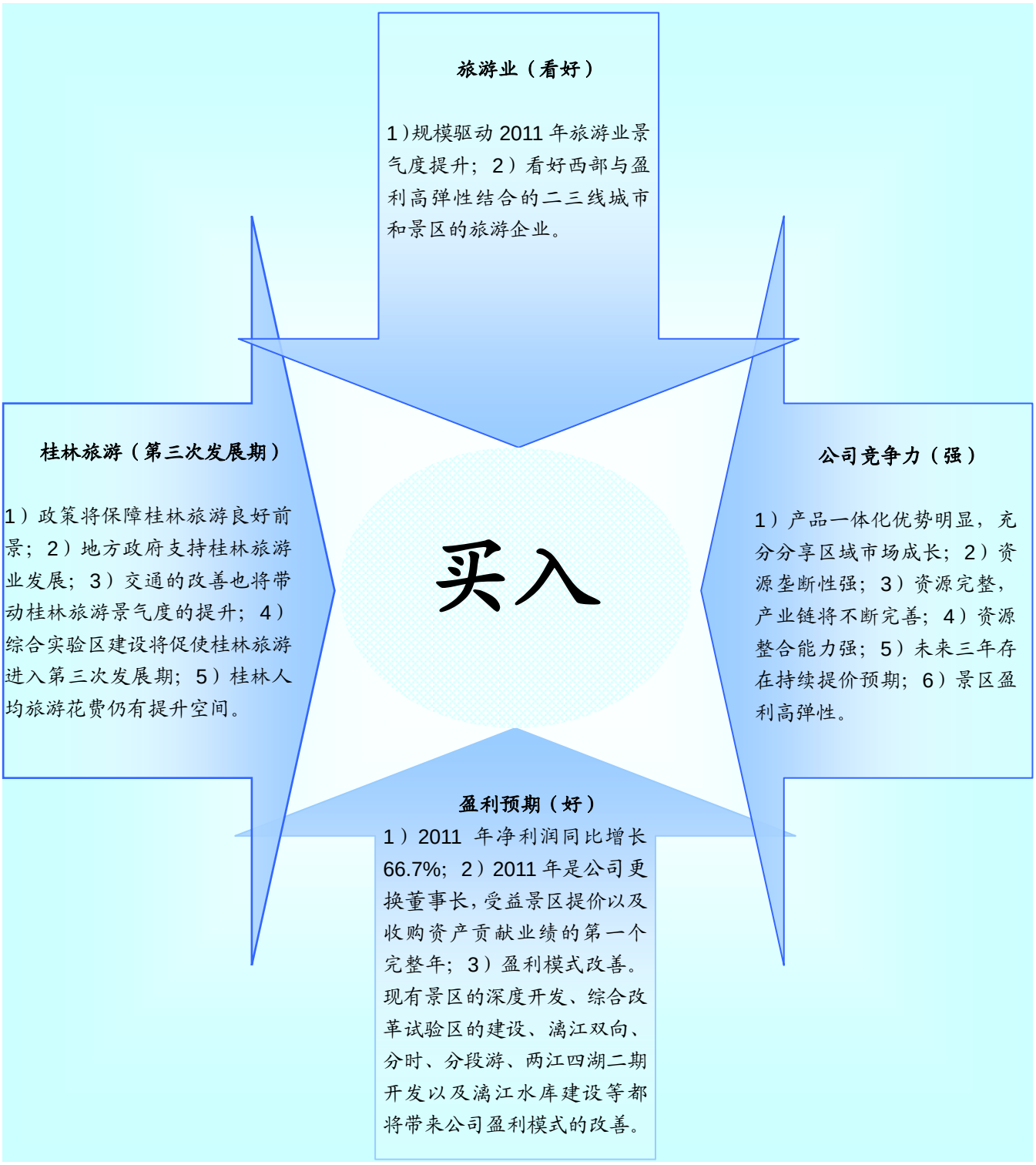
因此，**行业的景气，区域进入第三次发展期以及公司强大的资源整合能力和盈利的高弹性等都提升了投资公司的吸引力。**同时，2011年是公司更换董事长，受益景区提价以及收购资产贡献业绩的第一个完整年，而现有景区的深度开发、桂林国家旅游综合改革试验区的建设、漓江双向、分时、分段游、两江四湖二期开发以及漓江水库建设等都将带来**公司盈利模式的改善。未来公司盈利前景值得期待，给予公司买入评级。**

表 18：桂林旅游盈利预测 百万元，%，元/股

盈利指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	202.29	211.83	381.14	434.78	484.62
营业收入增长率	-38.91%	4.72%	79.93%	14.07%	11.46%
EBITDA	53.32	66.74	112.70	147.60	169.90
净利润	23.15	33.81	71.53	119.26	150.44
净利润增长率	-56.42%	46.02%	111.57%	66.74%	26.14%
每股收益	**0.13**	**0.19**	**0.20**	**0.33**	**0.42**

数据来源：广发证券发展研究中心

图 33: 桂林旅游投资机会分析



数据来源：广发证券发展研究中心

七、风险提示

对于占公司毛利润32.65%的漓江游船客运及两江四湖环城水系项目，水至关重要。因此，漓江、桃花江等水资源的污染程度以及枯水期的延长都将对公司业绩产生影响。而，漓江上游三水库的建设将有可能解决漓江枯水期问题，进而提升漓江旅游盈利能力。

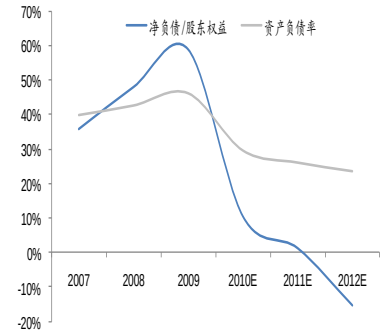
资产负债表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	**211**	**223**	**573**	**681**	**854**
货币资金	96	95	286	413	678
应收及预付	112	123	136	153	170
存货	3	3	151	115	6
其他流动资产	0	1	1	0	0
非流动资产	**767**	**788**	**1,647**	**1,597**	**1,547**
长期股权投资	193	186	195	195	195
固定资产	368	429	905	867	829
在建工程	71	41	78	78	78
无形资产	120	115	453	440	428
其他长期资产	14	17	16	16	16
资产总计	**979**	**1,011**	**2,221**	**2,277**	**2,401**
流动负债	**235**	**212**	**398**	**334**	**305**
短期借款	176	103	142	126	89
应付及预收	53	53	205	157	165
其他流动负债	5	55	51	51	51
非流动负债	**183**	**256**	**256**	**256**	**256**
长期借款	183	256	256	256	256
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	**418**	**468**	**654**	**590**	**561**
股本	177	177	360	360	360
资本公积	161	164	976	976	976
留存收益	157	138	165	284	435
归属母公司股东权益	495	479	1,501	1,620	1,771
少数股东权益	66	64	65	66	68
负债和股东权益	**979**	**1,011**	**2,219**	**2,276**	**2,400**

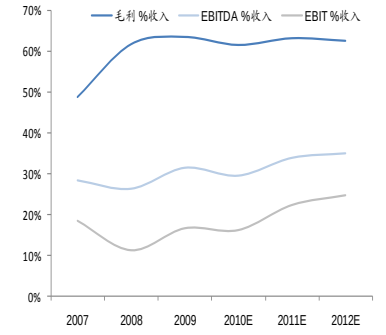
利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	**202**	**212**	**381**	**435**	**485**
营业成本	108	108	197	210	231
营业税金及附加	11	11	21	24	26
销售费用	5	5	18	17	16
管理费用	57	52	84	88	92
财务费用	20	18	32	32	30
资产减值损失	0	0	1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	24	21	56	77	89
营业利润	**27**	**38**	**85**	**143**	**179**
营业外收入	1	0	1	0	0
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	**27**	**38**	**86**	**143**	**179**
所得税	5	5	14	22	26
净利润	**23**	**33**	**72**	**121**	**153**
少数股东损益	0	-1	1	1	2
归属母公司净利润	**23**	**34**	**72**	**119**	**150**
EBITDA	53	67	113	148	170
EPS（元）	0.13	0.19	0.20	0.33	0.42

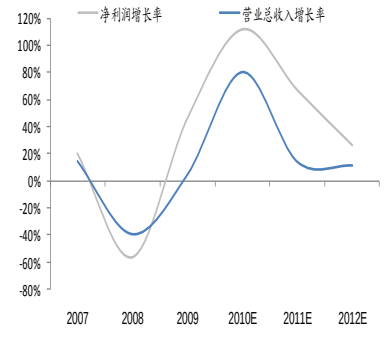
资产负债率趋势



经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势

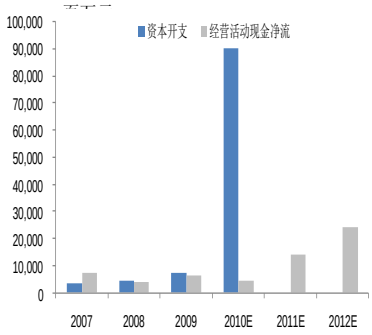
现金流量表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	**40**	**63**	**43**	**138**	**240**
净利润	23	33	72	121	153
折旧摊销	30	31	51	50	50
营运资金变动	-9	2	-52	16	100
其它	-4	-3	-28	-49	-63
投资活动现金流	**-73**	**-51**	**-853**	**77**	**89**
资本支出	-46	-74	-900	0	0
投资变动	**-27**	**23**	**48**	**77**	**89**
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	**35**	**-13**	**1,001**	**-88**	**-64**
银行借款	236	263	39	-16	-37
债券融资	-180	-213	-5	0	0
股权融资	0	0	995	0	0
其他	-21	-63	-28	-72	-26
现金净增加额	**3**	**-1**	**190**	**127**	**265**
期初现金余额	**93**	**96**	**95**	**286**	**413**
期末现金余额	**96**	**95**	**286**	**413**	**678**

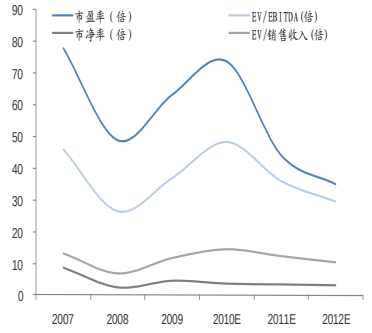
主要财务比率 单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	-38.9%	4.7%	79.9%	14.1%	11.5%
营业利润	-57.9%	43.7%	120.7%	68.2%	25.4%
归属于母公司净利润	-56.4%	46.0%	111.6%	66.7%	26.1%
获利能力					
毛利率	46.8%	48.8%	48.3%	51.7%	52.4%
净利率	11.2%	15.6%	19.0%	27.8%	31.5%
ROE	4.7%	7.1%	4.8%	7.4%	8.5%
ROIC	3.0%	4.6%	3.4%	5.5%	7.6%
偿债能力					
资产负债率	42.7%	46.3%	29.5%	25.9%	23.4%
净负债比率	47.8%	58.7%	10.3%	1.1%	-15.4%
流动比率	0.90	1.05	1.44	2.04	2.80
速动比率	0.64	0.72	0.98	1.59	2.66
营运能力					
总资产周转率	0.22	0.21	0.24	0.19	0.21
应收账款周转率	4.75	4.96	6.08	6.08	6.08
存货周转率	36.23	36.43	1.30	1.83	36.50
每股指标（元）					
每股收益	0.13	0.19	0.20	0.33	0.42
每股经营现金流	0.23	0.36	0.12	0.38	0.67
每股净资产	2.80	2.71	4.17	4.50	4.92
估值比率					
P/E	48.9	63.3	73.8	44.2	35.1
P/B	2.3	4.5	3.5	3.3	3.0
EV/EBITDA	26.3	36.8	48.2	35.9	29.4

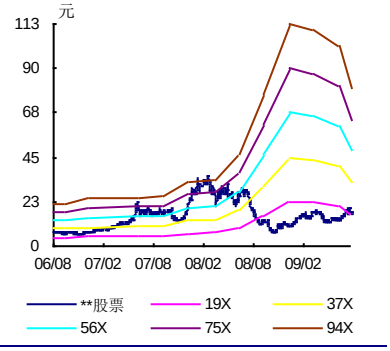
资本支出与经营活动现金流



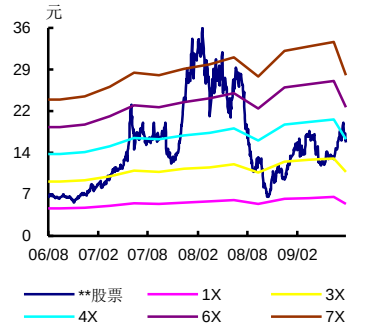
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发酒店旅游传媒行业研究小组

周户，分析师，南开大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2010 年加入广发证券发展研究中心。

王欢，研究助理，英国拉夫堡大学经济学硕士，2009 年加入广发证券发展研究中心。联系方式：wh12@gf.com.cn，020-87555888-657。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10％以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10％以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。