

桂林旅游 (000978.SZ) 旅游景点行业

评级：买入 维持评级

公司点评

毛峥嵘

分析师 SAC 执业编号：S1130208070237
 (8621)61038317
 maozhr@gjzq.com.cn

预告业绩低于预期，新景区建设或影响盈利

事件

桂林旅游发布业绩预告，预计公司 2010 年实现归属上市公司股东净利润约 7000 万元，同比增长 103%，尽管在低基数的条件下，公司大幅预增，但盈利预增水平低于我们此前的预期。

评论

部分景区及业务板块经营情况良好，基本符合预期：公司公告称福隆园地产全年预计实现收入 1.2 亿元，净利润约 2600 万元；漓江大瀑布饭店则实现净利润约 1200 万元；“两江四湖”景区实现净利润约 1100 万元；龙胜温泉景区和银子岩景区收入均有所增长。从目前披露的信息来看，公司大部分业务板块的经营情况基本符合我们的预期。

新开发景区亏损超预期可能是导致业绩表现低于预期的主要原因：与其他景点和业务板块相比，新景区的盈利预测由于无历史数据可供参考，因此，很可能出现较大偏差。2010 年，资江丹霞景区进行了大规模基础设施建设，索道、游客服务中心的建设在相当程度上影响了游客接待，尽管以往基数已是很低，但去年甚至较往年还是出现了大幅下滑，在成本相对固定的情况下，亏损有所放大；而丹霞温泉景区则处于市场培育期，各项费用支出较大，经营状况也不甚理想。据此，很有可能此前对资江丹霞景区和丹霞温泉这两块新业务的亏损估计较为保守，导致对整体业绩预期值过高。我们重新调整了对新景区的盈利预测，预计两个景点共亏损约为 1000 万元。

维持此前观点，看好二三线景区景点的盈利释放空间及多业务板块的稳步发展：从有限的资料来看，龙胜景区和银子岩景区的增长态势良好，二三线景区的业绩高弹性亦有所显露。春节后，资江丹霞景区将完成基础设施建设，而随着 2 季度旅游旺季的到来，相关景区经营有望触底反弹。此外，随着漓江大瀑布饭店和“两江四湖”景区经营逐渐步入正轨，这部分业务板块亦将带来盈利贡献的增长。

投资建议

考虑到尚处在市场培育期的二三线景区亏损可能超预期以及近期发行短期融资券财务费用提高等因素，我们下调对公司 2010-2012 年的盈利预测至 0.204 元、0.375 元和 0.495 元，下调幅度分别为 13.0%、6.9%及 1.8%。公司当前股价对应的市盈率分别为 65.6、30.5、23.1 倍。我们认为，公司目前基本面临改善性拐点，随着各项业务板块间“化学效应”的产生，有望打开中长期发展空间，而桂林地区的区域旅游产业政策及资源整合预期则可能催化股价表现。我们维持对公司的“买入”评级，但鉴于 3 月初定增之 1.3 亿股的解禁会在一定程度上构成阶段性供给面的压力，因此，从投资时点上来看，我们更为建议关注 2 季度逐渐进入旅游旺季后公司的表现。

图表1：盈利预测详表

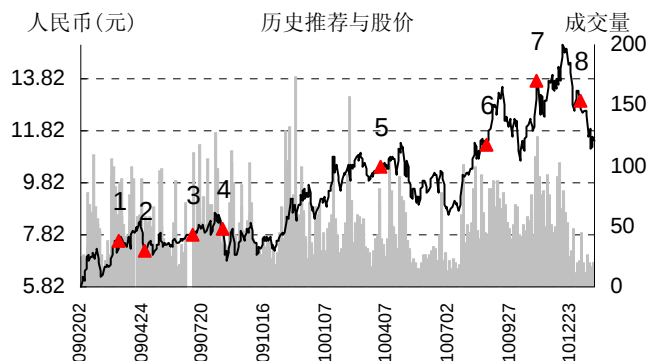
项目(单位: 百万元)	2006	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
营业总收入	298.28	333.27	202.29	211.83	487.65	710.97	802.21
增长	6.59%	11.73%	-39.30%	4.72%	130.20%	45.80%	12.83%
游船业务	115.24	119.41	91.05	93.39	61.32	89.66	107.04
出租车	11.92	12.50	12.74	12.31	12.68	13.19	13.85
客运站	1.89	2.68	3.02	3.68	2.80	3.13	3.45
景区业务	83.22	92.79	71.87	79.12	97.50	126.29	154.93
旅游客运	21.32	21.79	20.15	22.96	24.90	27.44	30.78
两江四湖					40.44	64.62	78.72
地产业务					123.47	228.18	242.83
大瀑布饭店					124.54	158.46	170.62
营业总成本	253.52	286.30	199.18	194.48	440.06	573.63	614.71
营业成本	170.28	202.32	107.59	108.41	251.06	361.01	392.21
游船业务	54.13	53.92	41.74	40.91	29.83	42.14	48.17
出租车	6.55	6.66	6.45	5.84	6.02	6.26	6.58
客运站	1.96	2.33	2.22	2.81	1.87	2.10	2.31
景区业务	36.33	39.81	33.25	37.97	46.70	58.22	68.66
旅游客运	17.53	18.25	20.04	20.51	21.12	23.05	25.76
两江四湖					26.28	38.77	43.29
地产业务					66.92	125.50	129.19
大瀑布饭店					52.31	64.97	68.25
毛利率	42.91%	39.29%	46.81%	48.82%	48.52%	49.22%	51.11%
营业税金及附加	13.00	13.60	10.57	11.17	25.70	37.47	42.28
主营业务税金及附加率	4.36%	4.08%	5.23%	5.27%	5.27%	5.27%	5.27%
主营业务利润	115.00	117.36	84.12	92.25	210.89	312.49	367.72
期间费用							
销售费用	4.88	4.99	4.52	5.04	10.68	13.86	15.88
销售费用率	1.64%	1.50%	2.24%	2.38%	2.19%	1.95%	1.98%
管理费用	49.74	48.98	56.75	51.92	121.57	136.01	149.21
管理费用率	16.68%	14.70%	28.05%	24.51%	24.93%	19.13%	18.60%
财务费用	15.62	16.40	19.75	17.94	31.05	25.28	15.13
资产减值损失	1.78	0.53	0.30	0.37	2.00	-	-
投资收益	15.62	19.16	23.91	21.42	18.94	23.43	27.47
营业利润	58.61	65.60	26.72	38.40	64.53	160.77	214.97
营业外收支净额	-3.33	0.76	0.65	-0.25	16.70	0.25	0.50
营业外收入	0.64	1.11	0.96	0.48	19.20	0.75	0.60
营业外支出	3.97	0.35	0.31	0.73	2.50	0.50	0.10
利润总额	55.28	66.36	27.37	38.15	81.23	161.02	215.47
所得税	8.62	9.56	4.67	5.19	11.49	23.51	32.75
所得税税率	15.59%	14.41%	17.07%	13.61%	14.15%	14.60%	15.20%
净利润	46.66	56.80	22.70	32.96	69.74	137.51	182.72
归属母公司所有者的净利润	45.03	55.26	23.15	33.81	73.28	135.13	178.24
增长				46.02%	116.77%	84.39%	31.91%
少数股东损益	1.63	1.54	-0.45	-0.85	-3.55	2.38	4.47
EPS	0.254	0.312	0.131	0.191	0.204	0.375	0.495

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-03-24	买入	7.60	11.35 ~ 12.41
2	2009-04-28	买入	7.17	N/A
3	2009-07-05	买入	7.82	N/A
4	2009-08-13	买入	8.04	12.50
5	2010-03-28	买入	10.44	N/A
6	2010-08-23	买入	11.27	N/A
7	2010-11-09	买入	13.72	16.40 ~ 18.50
8	2011-01-06	买入	12.95	16.20 ~ 18.20

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室