

分析师： 刘俊 (8627) 65799532 liujun@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120002

联系人： 赵蓓 (8627) 65799581 zhaobei@cjsc.com.cn

桂林旅游半年报预告：银子岩景区接待人数大幅增长、井冈山盈利超预期

事件描述

2011年7月12日桂林旅游发布公司半年报预告：

- 上半年公司实现净利润 1215 万元，比去年同期增长 100%。
- 报告期内公司景区净利润增长的主要原因是银子岩景区接待人数达 52 万人次，同比增长 42%。
- 公司持有 32.73% 股权的井冈山旅游发展股份有限公司报告期实现净利润 2100 万元，同比增加 940%，但股权的归属尚存在不确定性。
- 公司地产业务将目前的速度稳步推进，预计未来四年每年贡献净利润 2600 万元，贡献 EPS0.07 元。

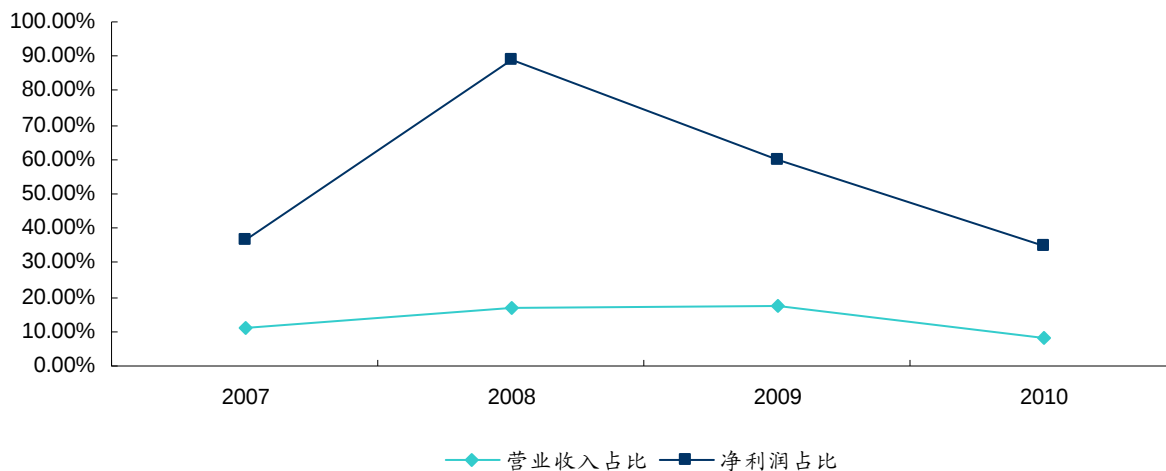
事件评论

第一，受去年低基数和旅游高景气影响，公司景区接待人数大幅增加

去年桂林旅游多灾多难，西南大旱桂林景区受灾 60 公里丽江旅游水路缩短为 20 公里，上海世博会开园持续性的对旅游目的地分布产生扰乱，武广高铁开通对公司主要客源地广东省分流，在一些列的因素影响下桂林接待旅客人数下降 18.3%。而今年上半年，一方面前两个因素都不存在，后一个因素的影响在弱化；另一方面，旅游业正逐步走出经济危机的阴霾。预计上半年我国旅游接待总人数为 14 亿人次，按可比口径同比增长 12%；实现旅游总收入 1.1 万亿元，按可比口径同比增长 20%。在低基数作用和旅游业加速恢复的背景下，桂林旅游上半年接待人数同比大幅增加。

其中，银子岩景区上半年接待人数同比增加了 42%，考虑到桂林旅游的旺季才刚刚开始，预计全年接待人数增长 40% 无忧。而银子岩景区是公司景区收入和利润的大头，连年收入占到公司营业收入的 10% 以上，每年向公司贡献的净利润更是超过公司净利润的 30%。

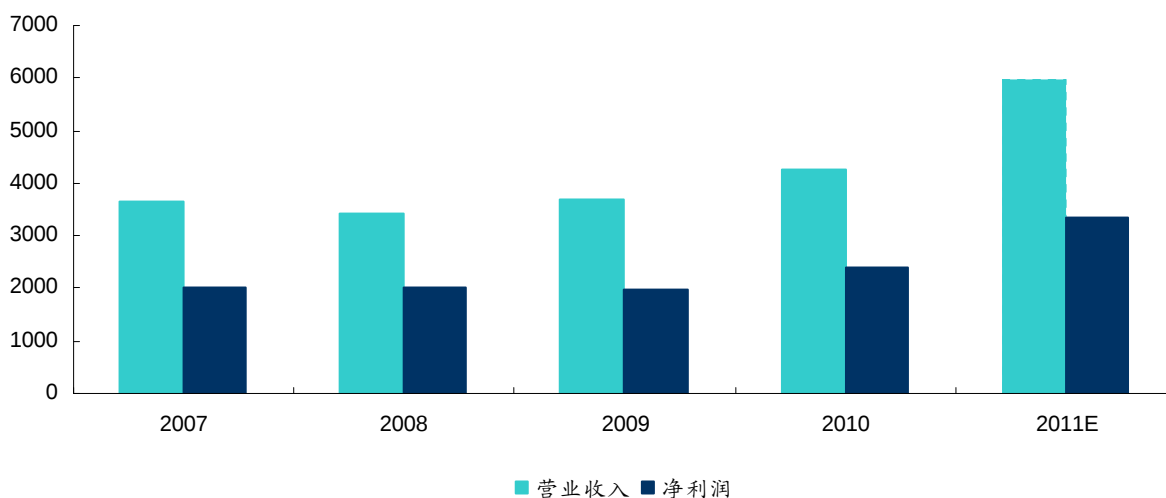
图 1: 银子岩景区的营业收入和净利润占公司营业收入和净利润的比重



资料来源: Wind, 长江证券研究部

在全年银子岩景区的接待人数增加 40%，净利润增加 40% 的假设下，景区将对公司的净利润贡献 2800 万元左右。

图 2: 银子岩景区的收入和利润



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

第二，井冈山股权投资持续高盈利，但股权归属存在不确定性

近年来红色旅游在国内炙手可热，而今年七一建党节、建党九十周、全国唱红歌等等把红色活动推向高潮，红色旅游也不例外，井冈山景区在上半年就实现净利润 2100 万元，是去年全年的 1.3 倍，由此可见红色旅游的火爆。井冈山旅游作为国内红色旅游的龙头，公司正积极谋求上市，已经聘请了中介机构。考虑到国家对红色旅游的支持，上市被通过的可能性非常大。目前，景区类的上市公司的 PE 都达到了 40 倍，如果井冈山上市成功将给公司带来不菲的股权溢价。

表 1: 井冈山景区对公司利润的贡献

	持股比例	净利润	YOY
2007	40%	133.77	
2008	40%	-168.99	-226.32%
2009	40%	610.68	461.37%
2010	40%	1601	162.66%
2010 上半年	32.7%	2100	940.00%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司持有的井冈山股权具有一定的不确定性。2004 年公司与青海创业签署股权置换协议，约定青海创业以井冈山旅游公司 1320 万股权置换桂林旅游持有的庆泰信托 4000 万股权和 2600 万元的补充差价。换股后公司获得井冈山旅游发展股份有限公司 1320 万股权，占井冈山旅游股权总数 40%。2007 年，井冈山股权原持有方青海创业对原置换合同的执行提出异议，并向青海高级人民法院提起诉讼，请求桂林旅游归还井冈山旅游的 1320 万股权，目前目前诉讼案件已交给陕西省高级人民法院审理，法院判决结果具有不确定性。

表 2: 井冈山股权纠纷过程

股权纠纷进展	
2004 年 11 月	青海创业与桂林旅游签署股权置换协议，约定青海创业以井冈山旅游公司 1320 万股权置换桂林旅游持有的庆泰信托 4000 万股权和 2600 万元的补充差价。
2007 年 1 月	青海信托以 4000 万元的价格向庆泰信托转让 4000 万股庆泰信托股权
2009 年 2 月	青海创业向青海高级人民法院提起诉讼，要求桂林旅游归还井冈山旅游的 1320 万股股份
2011 年 4 月	桂林旅游受到陕西省高级人民法院的传票，上述纠纷将在陕西省高级人民法院判决

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三：地产项目稳步推进

今年以来国家出台了最为严厉的房地产调控政策，房地产行业面临很大的风险和压力。但是公司的地产项目主要以公司拥有的 518 亩土地（其中 21 亩用于城市规划道路）的一级开发为主，公司承担的主要成本是前期的投入。在完成前期开发后，公司把土地交给房地产开发商按照约定的价格开发，因此公司的房地产开发风险转嫁能力很强，即使出现房产价格大幅下降，公司也可以通过暂缓开发或者转嫁的方式规避风险。2010 年公司共完成 100 亩土地的开发，实现营业收入 12068 万元，实现净利润 2631 万元。目前的房地产开发成本已经处于高位，房地产的营业利润不会低于目前水平。如果公司维持目前的开发速度，那么地产业务每年将给公司贡献净利润 2600 万元，贡献 EPS0.07 元。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	510	759	758	920	货币资金	230	339	539	721
营业成本	272	395	375	448	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	239	364	383	472	应收账款	126	180	187	228
% 营业收入	46.7%	48.0%	50.5%	51.3%	存货	148	214	202	241
营业税金及附加	34	50	50	61	预付账款	37	53	50	60
% 营业收入	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	其他流动资产	1	1	1	2
销售费用	9	14	14	17	流动资产合计	543	788	983	1253
% 营业收入	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	125	159	159	193	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	24.4%	21.0%	21.0%	21.0%	长期股权投资	194	214	233	255
财务费用	30	32	20	20	投资性房地产	12	12	12	12
% 营业收入	5.9%	4.3%	2.7%	2.1%	固定资产合计	1020	969	919	869
资产减值损失	4	4	1	3	无形资产	432	410	390	370
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	25	25	25	25
投资收益	27	20	21	22	递延所得税资产	9	1	0	1
营业利润	63	124	160	201	其他非流动资产	3	5	8	10
% 营业收入	12.4%	16.4%	21.1%	21.8%	资产总计	2236	2424	2569	2795
营业外收支	20	20	20	20	短期贷款	251	0	0	0
利润总额	83	144	180	221	应付款项	20	29	28	33
% 营业收入	16.2%	19.0%	23.8%	24.0%	预收账款	15	22	22	27
所得税费用	15	25	32	39	应付职工薪酬	37	53	50	59
净利润	68	119	148	182	应交税费	30	46	50	61
归属于母公司所有者					其他流动负债	53	73	71	85
的净利润	70.4	117.5	146.6	179.8	流动负债合计	405	224	220	265
少数股东损益	-2	1	2	2	长期借款	336	336	336	336
EPS (元/股)	0.20	0.33	0.41	0.50	应付债券	0	250	250	250
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	110	149	228	211	负债合计	741	810	806	851
取得投资收益	12	0	0	0	归属于母公司	1433	1551	1697	1877
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-659	0	0	0	少数股东权益	62	64	65	68
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1495	1614	1763	1945
固定资产投资	-59	-8	-8	-9	负债及股东权益	2236	2424	2569	2795
其他	-4	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-722	-8	-8	-9		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	250	0	0	EPS	0.196	0.326	0.407	0.499
股权融资	1001	0	0	0	BVPS	3.98	4.31	4.71	5.21
银行贷款增加 (减少)	-186	-251	0	0	PE	58.43	35.02	28.08	22.89
筹资成本	79	-32	-20	-20	PEG	1.59	0.95	0.77	0.62
其他	-161	0	0	0	PB	2.87	2.65	2.43	2.19
筹资活动现金流净额	732	-33	-20	-20	EV/EBITDA	27.46	18.47	16.07	13.34
现金净流量	120	108	201	182	ROE	4.9%	7.6%	8.6%	9.6%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。