

桂林旅游：区域市场复苏，综改助力成长

评级：

买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格：

16.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 15.70 元

现价（2011 年 07 月 14 日）： 11.77 元

报告日期： 2011-07-14

报告关键点：

- 历经三个旅游小年后，桂林旅游市场全面复苏
- 《桂林国家旅游综合改革试验区总体方案及规划纲要》有望在年内获批
- 定向增发限售股解禁已基本为市场所消化

报告摘要：

- 历经三个旅游小年后，桂林旅游市场全面复苏。**2008年~2010年间，受自然灾害、经济危机以及世博会分流等因素影响，桂林旅游市场历经了连续三个小年。进入2011年，随着利空因素消除以及交通环境改善，先前压抑的市场需求开始集中释放，桂林旅游市场全面复苏。上半年，公司所属荔浦银子岩景区游客接待量同比增长40%。
- 《桂林国家旅游综合改革试验区总体方案及规划纲要》有望在年内获批。**桂林市自2009年12月获批“国家旅游综合改革试验区”以来，旅游综合改革问题就得到了广西自治区和桂林市各级领导的高度重视。目前，《总体方案及规划纲要》已经通过了广西自治区政府的审议。并可能已上报国务院。我们认为，《总体方案及规划纲要》年内获批将是大概率事件，从而构成公司股价表现催化剂。
- 综改对桂林旅游业的推动主要体现在政策支持和业态创新两个方面。**在政策支持方面，桂林将着力在财税、投融资、土地、调整行政区划、开放五大类政策上全力争取国家、自治区政府的支持，包括发行桂林旅游彩票、申请建设债券以及财税体制改革等。在新业态方面，旅游业与其他产业的融合将不断深化。
- 给予“买入-B”的投资评级，6个月目标价16元。**随着桂林旅游市场全面复苏，未来几年公司业绩有望保持快速增长，预计2010~2013年EPS分别为0.36元、0.47元、0.56元，当前股价对应动态市盈率32、25、21倍。作为桂林旅游市场的排头兵、广西唯一的旅游上市公司，可以预期的是公司将全面参与实验区新项目建设，分享改革盛宴。因此，我们给予公司“买入-B”的投资评级，6个月目标价16元，对应2012年34xPE。另外，我们想提请投资者关注的是，市场经过4个月的运行，已基本消化了去年参与公司定向增发的解禁股抛售，非基本面因素导致的股价扭曲有望得到纠正。

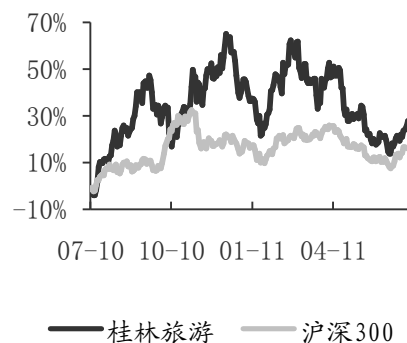
- 风险提示：**经营管理人才缺失的风险、自然灾害、实验区配套政策低于预期

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	211.8	510.3	654.3	778.5	829.8
Growth(%)	4.7%	140.9%	28.2%	19.0%	6.6%
净利润	33.8	70.4	131.2	170.1	203.0
Growth(%)	46.0%	108.4%	86.2%	29.7%	19.4%
毛利率(%)	48.8%	46.7%	45.3%	46.5%	48.4%
净利率(%)	16.0%	13.8%	20.0%	21.8%	24.5%
每股收益(元)	0.09	0.20	0.36	0.47	0.56
每股净资产(元)	1.51	4.15	4.41	4.74	5.13
市盈率	123.6	59.3	31.9	24.6	20.6
市净率	7.7	2.8	2.6	2.4	2.3
净资产收益率(%)	6.1%	4.6%	8.3%	10.0%	11.0%
ROIC(%)	6.2%	11.6%	8.1%	9.8%	11.1%
EV/EBITDA	28.9	30.4	17.3	14.6	12.7
股息收益率	1.3%	1.1%	0.9%	1.2%	1.5%

总市值(百万元)	4,177.16
流通市值(百万元)	4,177.16
总股本(百万股)	360.10
流通股本(百万股)	360.10
12个月最低/最高	8.63/15.40 元
十大流通股东(%)	56.47%
股东户数	30,979

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.55	(8.57)	11.54
绝对收益	5.66	(14.99)	27.87

赵志成
021-68765859
执业证书编号

首席行业分析师
zhaozc@essence.com.cn
S1450511020029

报告联系人

董云翔

021-68762890
dongyx2@essence.com.cn

前期研究成果

桂林旅游：增长的新纪元	2011-06-23
桂林旅游年报点评	2011-03-31

1. 桂林旅游市场展望：寒冬已过春方始

1.1. 发展遭遇瓶颈，寄望模式创新

桂林是中国山水旅游的名片。桂林山水素有“甲天下之称”。1973年5月，桂林市经国务院批准，正式对外开放，成为我国最早接待外国游客的城市之一。由于起步早、知名度高，桂林旅游市场实现了近40年的高速增长。2010年，桂林市接待游客人数2246万人次，其中国内游客2098万人次，入境游客148.6万人次，实现旅游总收入168.3亿元，国内游、入境游客量均居全国地级市前列。

历经三个旅游小年后，桂林旅游市场全面复苏。2008年~2010年间，受自然灾害、经济危机以及世博会分流等因素的持续影响，桂林旅游市场度过了连续三个小年。进入2011年，随着利空因素消除以及交通环境改善，先前压抑的市场需求开始集中释放，桂林旅游市场全面复苏。上半年，公司所属桂林荔浦银子岩景区游客接待量同比增长40%。

图1 桂林两江机场旅客吞吐量月度增速

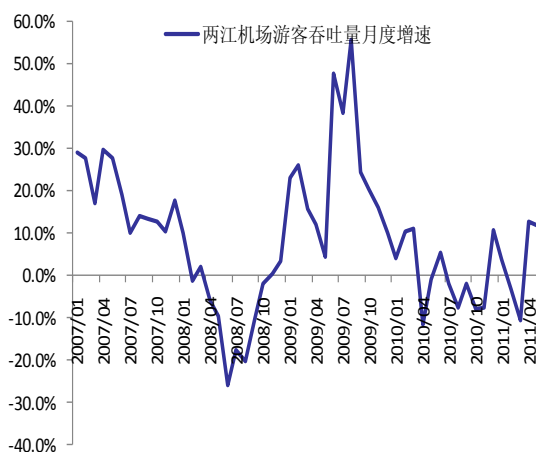
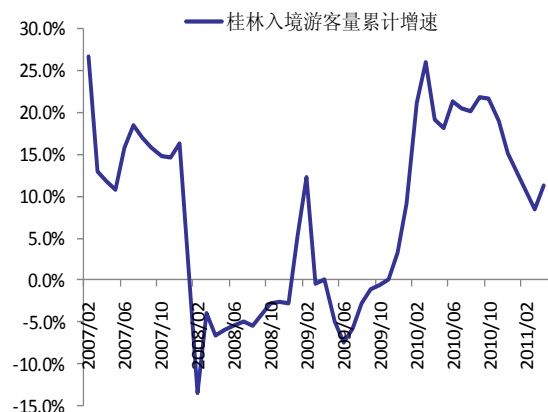


图2 桂林入境游客量累计增速



数据来源：wind，安信证券研究中心

从长远来看，当前发展遭遇瓶颈，急需模式创新。即便抛开过去三年间天灾人祸的影响，我们依然可以发现：桂林旅游业的发展模式在当下遭遇了相当大的瓶颈。作为一座业已成熟的知名旅游城市，桂林市2010年接待游客2200万人次，较大的基数使得游客人数继续保持高增长不易。另一方面，桂林旅游市场的发展目前仍停留在观光游阶段，2010年人均旅游消费不足750元，存在较大的提升空间。因此，要想实现桂林旅游业的二次腾飞，必须转变发展方式、丰富旅游内涵，推动旅游产业由传统的观光游向休闲度假游的转型。而2009年末国务院提出要桂林建设“国家级旅游综合改革试验区”，为桂林旅游产业的二次腾飞提供了契机。

1.2. 借力国家综改试验区建设，桂林发展揭开新的篇章

桂林成为我国首个以城市为单位建设的国家旅游综合改革试验区。2009年12月7日，国务院42号文《关于进一步促进广西经济社会发展的若干意见》中明确提出，“建设桂林国家旅游综合改革试验区”。桂林国家旅游综合改革试验区是我国首个获得国务院层面确定建设的旅游综合改革试验区，也是我国首个以城市为单位建设的国家旅游综合改革试验区，从而在全国旅游综合改革方面初步形成了“一省一岛一市”的旅游格局。一省，是指云南省国家旅游综合改革发展试验区；一岛，是指海南国际旅游岛；一市，是指桂林国家旅游综合改革试验区。

国家旅游综合改革试验区建设，将为桂林旅游发展注入新的生机。自从国务院《关于加快发展旅游业的意见》把中国旅游业提升到“国民经济的战略性支柱产业”的重要

位置之后，中国旅游业站上了一个全新的平台。打破固有体制，丰富旅游内涵，推动旅游产业转型升级成为了当前中国旅游业迫切需要解决的问题。作为一座享誉中外的山水旅游名城，以及我国不沿海、不沿边、不沿湖内陆旅游城市的样板，桂林获批建设国家旅游综合改革试验区，赢得旅游综合改革先行先试的重大政策，是桂林旅游业经过近 40 年发展之后，迎来的又一次跨越发展的历史机遇，

1.2.1. 桂林国家旅游综合改革

《桂林国家旅游综合改革试验区总体方案及规划纲要》有望在年内获批。桂林市自 2009 年 12 月获批“国家旅游综合改革试验区”以来，旅游综改问题就得到了广西自治区和桂林市各级领导和社会各界的高度重视。桂林市先后完成了《桂林国家旅游综合改革试验区总体方案及规划纲要》的编制并得到了专家评审会的认可。目前，《总体方案及规划纲要》已经通过了广西壮族自治区政府的审议。3 月 8 日，广西壮族自治区副主席高雄率自治区旅游局和桂林、北海、崇左三市党政主要负责人，专程到国家旅游局拜会国家旅游局局长邵琪伟等领导，汇报广西旅游业发展情况，并恳请国家旅游局对《桂林国家旅游综合改革试验区建设总体方案》提出修改意见，并一同上报国务院。我们认为，《桂林国家旅游综合改革试验区总体方案及规划纲要》在年内获批将是大概率事件。

表 1 桂林国家旅游综合改革试验区进展

时间	事件	主要内容
2009 年 12 月	国务院颁布《关于进一步促进广西经济社会发展的若干意见》	42 号文提出“建设桂林国家旅游综合改革试验区”决策意见，桂林成为全国首个获批国家旅游综合改革试验区的城市。
2010 年 4 月	开始编制《桂林国家旅游综合改革试验区总体方案及规划纲要》	按照国家发改委建议，中国经济体制改革研究会和中国经济社会体制改革杂志社正式接受桂林市政府委托，编制《桂林国家旅游综合改革试验区总体方案及规划纲要》。
2010 年 6 月	《总体方案及规划纲要（征求意见稿）》初稿编制完成	桂林市先后组织召开了人大代表、政协委员、市直各部门主要领导、十二县五城区政府分管领导和旅游局局长、社科界专家、旅游企业负责人、新闻媒体等六个征求意见会，对初稿进行了最后的修改完善。
2010 年 6 月	组织全国知名专家评审会	《总体方案及规划纲要（征求意见稿）》评审会在北京举行，专家组认为，意见稿基本符合上报国家文本要求，建议加大与各部委和地方的沟通对接，尽快修改完善并上报。
2010 年 9 月	《总体方案及规划纲要》编制完成并上交广西壮族自治区人民政府常务会议	广西壮族自治区政府召集自治区发展研究中心、发改委、旅游局、工信委、财政厅、国土厅、环保厅等 10 个部门以及桂林市政府人员组成的修改小组对《总体方案及规划纲要》进行了进一步修改并上交广西壮族自治区人民政府常务会议。
2010 年 12 月	《总体方案及规划纲要》通过了广西壮族自治区人民政府的审议	试验区《总体方案及规划纲要》通过了广西壮族自治区人民政府的审议
2011 年 2 月	桂林市人代会通过加快推进桂林国家旅游综合改革试验区建设的决议	2 月 14 日，桂林市第三届人民代表大会第七次会议通过《关于加快推进桂林国家旅游综合改革试验区建设的决议》
2011 年 3 月	广西自治区副主席高雄率桂林市党政负责人，拜会国家旅游局局长，提出上报请求	广西自治区副主席高雄率旅游局和桂林市党政负责人，专程赴北京拜会国家旅游局局长邵琪伟，恳请国家旅游局对《桂林国家旅游综合改革试验区建设总体方案》提出修改意见，并一同上报国务院

数据来源：国家旅游局、广西人大网、桂林市人民政府网、新浪、桂林人论坛、安信证券研究中心

综改强调先行先试，实际上是对中国旅游业发展模式的一种探索。国家旅游综合改革

发展试验区作为一个全新的名词，我们认为可以从三个角度加以解读：一是“国家层面”，指的是旅游综合改革试点必须具有示范效应。通过桂林国家旅游综合改革试验区的建设为全国旅游业发展提供可资借鉴的经验、模式。二是“综合改革层面”。所谓综合改革，就是要在以旅游业为龙头的基础上，把与旅游业相关的产业都纳入试验的范畴，推动旅游业和第一二三产业的融合，形成大旅游、大产业的新格局。三是“试验区层面”，是指旅游综合改革强调“先行先试”、“有破有立”，尤其着眼于“模式创新”和“制度创新”。因此，一些新的业态、新的业务模式，有望在综改中取得突破。

具体而言，综改对桂林旅游业的推动主要体现在政策支持和业态创新两个方面。在推动桂林国家旅游综合改革试验区建设这一问题上，国家旅游局局长邵琪伟多次表示，桂林市应当找准旅游综合改革试验区所需要的各种政策支持，并积极向国家争取。从我们了解的情况来看，在政策和体制保障方面，桂林将着力在财税、投融资、土地、调整行政区划、开放五大类政策上全力争取国家、自治区政府的支持，包括发行桂林旅游彩票、申请建设债券以及财税体制改革等。在新业态、新模式方面，旅游业与其他产业的融合将不断深化。桂林市市委书记刘君博士多次公开表示，桂林将借助综改的契机，做一些其他城市没有做过，不能做没法做的事情。因此，在桂林旅游综合改革问题上，我们不排除有一些重大事件的破题。

表 2 桂林建立国家旅游综合改革发展实验区可能出台的具体政策

	领域	具体措施
政策和制度保障	投融资领域	申请建设债券
	财税领域	发行桂林山水福利彩票、财税体制改革
	开放领域	执行落地签证，加大航线开发
	调整行政区划	加大临桂新区建设，扩展城市规模
新业态、新模式	博彩业	试探性发展半封闭博彩业，如经营赛马彩票等
	旅游文化演艺	推广印象·刘三姐的经验，打造经典演艺剧目
	其他产业	动漫、影视产业基地、会展

数据来源：桂视网国际网、新浪、安信证券研究中心预测

1.2.2. 上市公司是桂林建设国家旅游综合改革试验区最大的受益者

上市公司有望全面参与试验区建设，分享改革盛宴。作为桂林市最具实力的国有大型旅游集团——桂林旅游发展总公司旗下的龙头企业，同时也是广西省唯一的旅游类上市公司，桂林旅游一直是推动桂林旅游市场发展的排头兵。可以预期的是，一旦《总体方案和规划纲要》获批，试验区新项目建设必然少不了上市公司的身影。除此之外，公司新任董事长章熙俊先生曾在桂林市多个政府部门担任要职，具有广泛的人脉资源和政府背景，这也充分保障了上市公司在未来综改新项目的建设中的主体地位。

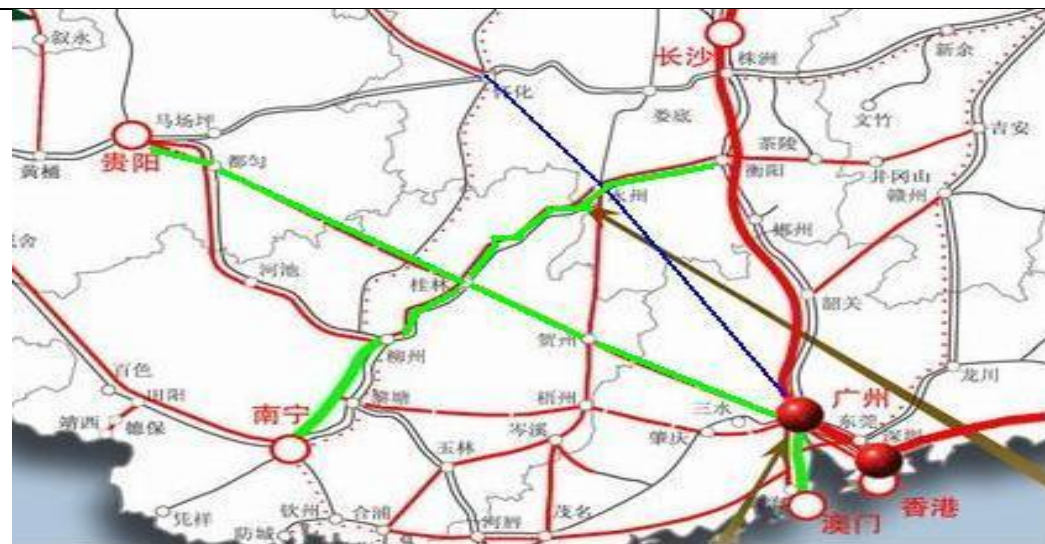
1.3. 交通环境改善，大桂林旅游圈辐射半径扩张

根据广西省规划，“十二五”期间，桂林将建设人口规模达 120 万人的特大城市，打造国际山水旅游目的地。虽然目前试验区建设《总体方案和规划纲要》尚未正式出台，但桂林已悄然加快了基础设施建设步伐，正在实施的重大项目有“两铁五高”交通枢纽工程以及两江机场改扩建工程。通过交通环境提升，促进旅游业发展。

高铁将长沙、贵阳、广州、南宁纳入桂林两小时旅游圈。根据铁道部建设规划，未来将有两条高铁在桂林交叉，分别是贵广高铁和湘桂铁路复线。其中，贵广高铁起于贵阳，终于广州，全长 857 公里，设计时速 250 公里/小时，途径桂林和阳朔站，预计于 2012 年 10 月完工通车。贵广高铁通车，意味着桂林最大的客源地——珠三角地区

（占桂林旅客量的 1/3）的游客前往桂林的时间大大缩短。另一条高铁为湘桂铁路复线，起于湖南衡阳，经永州进入桂林、柳州、南宁，终于广西凭祥，全长 1013 公里，设计时速 200 公里/小时，预计 2011 年底通车。湘桂铁路复线的修建，一方面方便了湖南旅客前往桂林，另一方面显著改善了广西省内交通状况，大大缩短了南宁、柳州等地前往桂林的时间。

图 3 桂林市高铁规划图

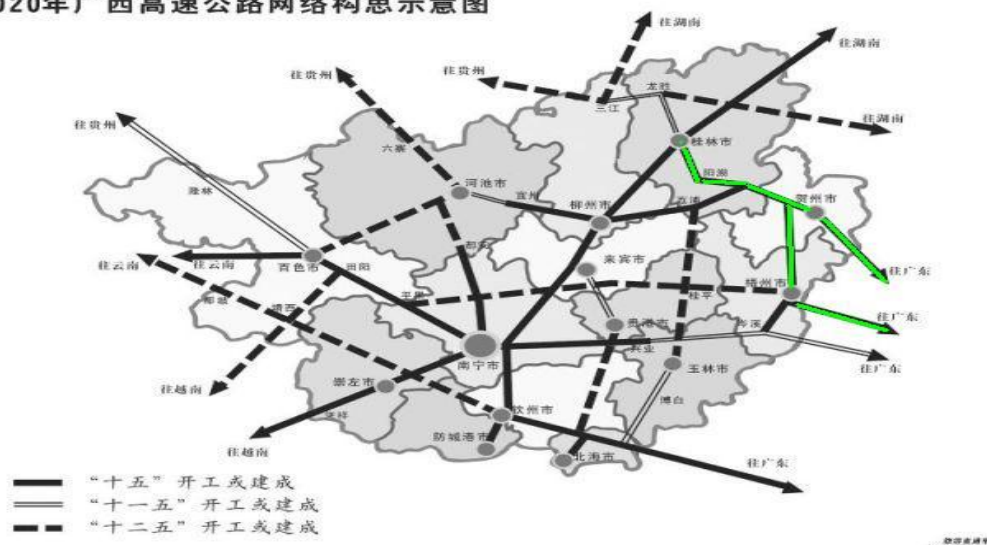


数据来源：百度图片，安信证券研究中心

高速公路贯通有效扩张了自驾游旅客圈辐射半径。根据交通部门的部署，“十二五”时期，桂林市将建设华南地区综合交通枢纽，努力实现县县通高速。其中，重大建设项目“两铁五高”中的“五高”是指桂林市区至兴安、桂林至三江、阳朔至鹿寨、灌阳至凤凰、荔浦至铁山港 5 条高速公路。目前，桂林至兴安、阳朔至鹿寨、灌阳至凤凰已经陆续开工，桂林至三江、荔浦至铁山港正在审批中。值得一提的是，随着广梧高速和广贺高速相继通车，广州至桂林的缩短至 4 个多小时，交通格局的变化使得桂林和广州的同城化效应日益明显，提升了桂林作为广东城市后花园的地位。

图 4 广西省高速公路网络示意图

2020年广西高速公路网络构思示意图



数据来源：www.17167.com，安信证券研究中心

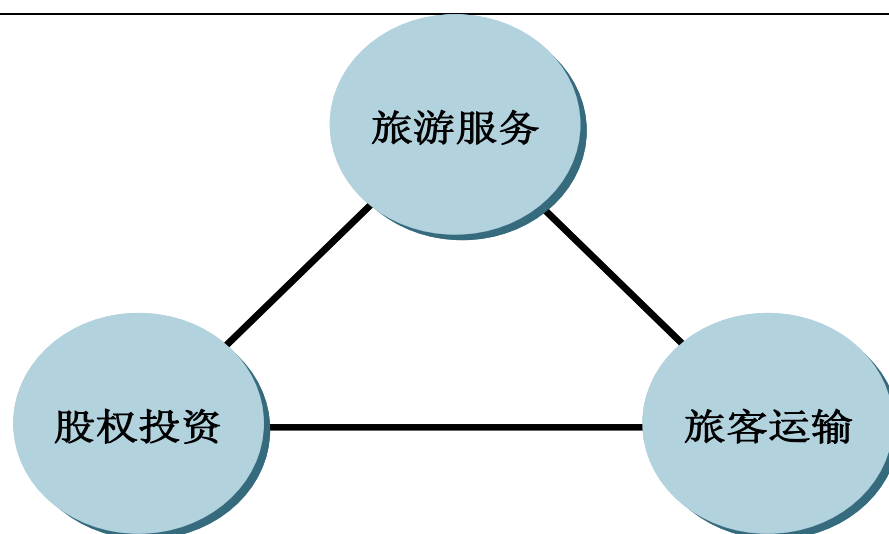
两江机场持续改造，航线开拓力度加大。为充分发挥航空运输在促进旅游业发展中的重要作用，桂林市积极推进两江机场改扩建，并投入资金巩固和开通国内外航线。机场改造方面，作为我国重要的旅游枢纽机场，桂林两江国际机场的改扩建工程被广西壮族自治区政府列为泛北部湾区域合作重点建设项目。目标是通过持续改扩建，达到 2020 年 1300 万人次的旅客吞吐量。目前，一期的 A380 备降场扩建工程以及新航站楼建设已经完工并投入使用。航线开拓方面，桂林市今年计划投入财政航线开发预算 3429 万元，巩固和开通国际和国内航线 11 条。其中，涉及的航线包括：继续巩固桂林—新加坡的国际航线和银川—桂林—三亚的国内航线；加密桂林—台湾的地区航线；恢复桂林—泰国曼谷、桂林—澳门的国际航线；开通桂林—印度孟买、桂林—印尼雅加达的国际包机航线；开通西双版纳—桂林—黄山、桂林—珠海、桂林—西宁、桂林—温州的国内航线。

综上所述，在历经连续三个旅游小年之后，今年桂林旅游市场有望全面复苏。而国家级旅游综合改革实验区建设将推动桂林旅游市场“二次创业”，实现又一次跨越式发展。

2. 主营业务分析

旅游服务、股权投资、旅客运输构成公司主营业务的三大板块。自 2000 年上市以来，公司通过实施“以控制资源为核心”的发展战略，迅速发展壮大，成长为桂林最具实力的旅游上市企业，业务范围涵盖游船、景区、酒店、股权投资、地产、客运等多个领域，并可大致分为三大业务单元，分别是旅游服务、股权投资、旅客运输。其中，旅游服务业务涵盖景区和酒店运营两部分。景区运营方面，公司不仅拥有桂林市传统核心旅游资源——两江四湖和漓江游船的经营权，还拥有像银子岩、丰鱼岩、龙胜温泉、贺州温泉、资源景区等新兴旅游资源。酒店业务方面，公司所属的漓江大瀑布饭店是桂林市规模最大的五星级酒店。此外，通过股权投资的方式，公司参股了桂林新奥燃气、井冈山旅游、龙脊旅游、象山、七星公园等优质企业，投资收益逐年增长。旅客运输业务则包括桂林市最大的旅游汽车公司、出租车汽车公司以及一级客运站的经营管理。

图 5 公司主营业务构成



数据来源：安信证券研究中心

2.1. 景区业务：传统景区整合再造，新兴景区迎来拐点

公司是大桂林地区旅游资源的整合者。在“资源掌控”战略的指导下，公司上市之后积极进行旅游资源扩张。凭借一系列的收购兼并，景区业务已成长为拥有两个成熟景区——两江四湖和漓江游船，五个新兴景区——银子岩、丰鱼岩、龙胜温泉、贺州温泉、资源景区的核心业务单元。作为一家管理层积极进取的企业，同时也是广西省唯一的旅游行业上市公司，桂林旅游资源扩张的脚步还远未停止，而以桂林市区为核心向四周辐射，包括阳朔、临桂、灵川、兴安、龙胜、永福、泉州、灌阳、恭城、荔浦、平乐、资源 12 个县区的“大桂林旅游经济圈”则是公司资源扩张的主战场。需要指出的是，虽然广西省旅游资源丰富，但景点分散且规模偏小，这样的特征不利于独立开发，却有利于掌控主流旅游线路的区域龙头进行收购整合。公司在桂林地区正是扮演这样一个资源整合者的角色。

图 6 大桂林旅游经济圈旅游资源丰富



数据来源：百度图片，安信证券研究中心

表 3 公司景区资源扩张进程

收购项目	时间
收购丰鱼岩 51% 股权	2001
收购银子岩 96.87% 股权	2002
与总公司合作开发七星公园、象山公园	2002
龙胜温泉 71.54% 权益	2002
收购龙脊温泉 60% 股权	2002
收购贺州温泉 100% 股权	2004
股权置换持有井冈山股份 40% 股权	2004
资江丹霞景区 100% 股权	2007
收购“两江四湖”环城水系 100% 股权	2010

数据来源：公司公告，安信证券研究中心整理

注：七星公园、象山公园、龙脊温泉、井冈山旅游为参股，归入股权投资业务。

“新画中游”将公司所属各景点整合成南、北、中三条游览线路。2010 年 6 月，公司联合控股股东桂林旅游发展总公司推出全新的转型升级产品“桂林新画中游”。“新画中游”将公司所属各景点整合为南、北、中三条游览线路。（1）南线，包括桂林-阳朔-银子岩-丰鱼岩-贺州温泉，是公司传统的黄金旅游线路；（2）北线，包括桂林-资源丹霞景区-龙胜温泉、龙脊梯田，该线路是公司近年新开发的观光休闲线路。（3）市区中心线，是以两江四湖环城水系为纽带的桂林市中心景区环城游。

图 7 新画中游景点示意图



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

2.1.1. 两江四湖景区：逐步成长为桂林市区游的主打品牌

两江四湖是宋代桂林水城繁荣景象的再现。两江四湖环城水系工程包括漓江、桃花江、木龙湖、桂湖、榕湖、杉湖，全长 7.33 公里。该工程最早形成于北宋年间，当时榕湖、杉湖、桂湖上舟楫纵横，游人如织，兴盛一时。为了再现当年桂林水城的繁荣景象，桂林市政府于 1998 年提出建设两江四湖的构想。规划中的两江四湖环城水系工

程由三个部分组成：一是由木龙湖、桂湖、榕湖、杉湖与漓江相沟通而构成的一环水系；二是桃花江与四个内湖相沟通而构成的二环水系；三是恢复朝宗渠，连通小东江、訾洲河而构成的三环水系。2002 年 6 月，两江四湖一环水系工程竣工。

创新产品组合，两江四湖变传统陆路观光为水路游览。2010 年，公司定向增发收购“两江四湖”环城水系项目（即一环水系工程）后，对其传统的游船产品进行了重新设计，将原有的游览线路与桂林市中心经典景点“三山两洞”（象鼻山、伏波山、叠彩山和七星岩、芦笛岩的简称）进行有效链接，创新性的推出“环城水系精华一日游”和“桂林山水画中游”产品。新产品彻底改变了原来桂林市区传统的陆路观光模式，采用水上游览桂林的方式。游客不仅可乘坐游船游览两江四湖，饱览桂林城的风光，还可以停船靠岸，进入岸上的风景区游览，变传统陆路观光为水路游览。

表 4 整合前后两江四湖产品对比

	整合前	整合后
日游	游览模式 可在水上观看市区精华景点“三山”，但不可入园	可进入“三山”游览。随着二期建设完毕，游览线路延伸，将可直达“三山两洞”。
	价格 门市价 105 元/人，实际结算价 25 元/人	实际结算价升至 35 元/人。未来，通过与大股东合作（掌握三山两洞门票权），推出包含公园门票和水路游览的套票
夜游	游览模式 水上游览两江四湖夜景	增加“漓江花月夜”表演
	价格 门市价 149 元	门市价提至 190 元。随着二期建设完毕，游览线路延伸，有望继续提价

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

“两江四湖”有望成长为桂林市区游的主打品牌。两江四湖游船业务具体又分为日游两江四湖和夜游两江四湖。由于夜间可以观赏沿岸灯景和演艺秀，夜游两江四湖游客接待量较大，2009 年为 45.4 万人次，已成为桂林夜游市场的主打品牌。日游两江四湖则通过与经典景点“三山两洞”的融合，在游览方式、内容和价格上，较之目前主流的桂林市区陆路一日游产品具有较强的优势，迅速为游客所接纳。我们认为，随着新线路设计、景点码头建设以及二期工程延伸游览线路，“两江四湖”有望成长为桂林市区游的主打品牌。

二期工程延伸游览线路，由上市公司统一管理是大概率事件。“两江四湖”二期工程包括桃花江、南溪河、小东江综合整治工程。二期工程完工后，“两江四湖”的水上游览线路将得到有效延伸，并直达芦笛岩和七星岩，实现“两江四湖”和“三山两洞”的完整融合。二期工程的建设，为“两江四湖”成长为桂林市区游主打品牌奠定了坚实基础。目前，二期工程子项目桃花江环境综合整治工程已基本完工。**考虑到二期是对现有一期环城水系的延伸和补充，我们倾向性的认为：“两江四湖”二期完工后，上市公司将对其收购，实现统一管理。**

图 8 两江四湖一期环城水系游览线路图



图 9 两江四湖二期的游览线路将得到很大延伸



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

表 5 两江四湖业务收入预测

两江四湖业务	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（万元）	5,583	5,612	8,515	10,416	13,022
YOY	31.4%	0.5%	51.7%	22.3%	25.0%
其中：旅游业务收入	5,209	5,238	8,141	10,042	12,648
接待游客总人次（万人）	65	60	83	107	144
YOY	24.1%	-7.8%	39.1%	29.6%	34.2%
（夜游）桂林山水画中画收入	4,730	4,352	6,777	8,132	10,165
桂林山水画中画游客人数	45	42	56	68	85
YOY		-8.0%	35.0%	20.0%	25.0%
人均消费	104	104	120	120	120
（日游）环城水系精华游收入	479	886	1,364	1,910	2,483
环城水系精华游游客人数	19	18	26	40	59
YOY		-8.0%	50.0%	50.0%	50.0%
人均消费	25	30	30	30	30
其中：物业租赁收入	374	374	374	374	374
景区物业租赁收入	54	54	54	54	54
两江四湖沿岸物业收入	320	320	320	320	320

数据来源：公司公告，安信证券研究中心预测

2.1.2. 漓江游船:

公司是漓江上规模最大的游船运输企业。百里漓江，百里画廊。漓江是桂林山水的精华所在，发源于广西桂林东北兴安县的猫儿山，流经桂林、阳朔，至平乐县恭城河口，全长 437 公里，其中桂林至阳朔段全长 84 公里。公司是漓江上规模最大的游船运输企业，拥有游船 82 艘，共 7994 个客位，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%。公司主打产品为漓江精华游，起于桂林盘磨山码头，终于阳朔码头，全程水路 63 公里，行程 4 个小时，被誉为黄金水道。

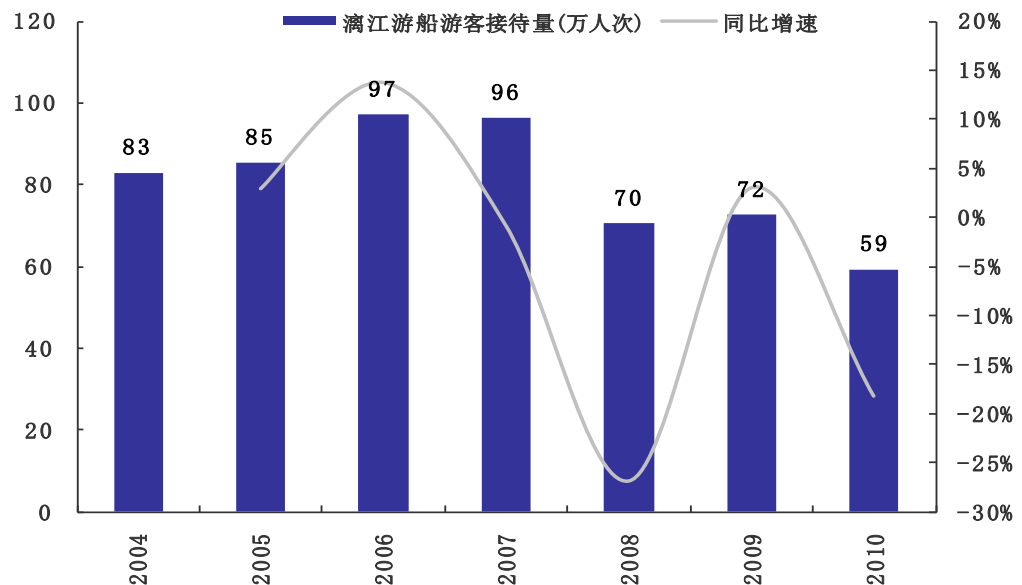
图 10 漓江精华游线路图



数据来源：club.guilinsun.com, 安信证券研究中心

非法经营船舶致使正规航线游客接待量持续下滑。2008 年以来，公司漓江游船业务经营持续下滑。2009 年，游船业务接待游客 72 万人次，与 2008 年基本持平。2010 年，受内外部因素冲击，游客数再次出现显著下滑，预计全年游客数同比减少 20%。分析游船业务的经营困境，我们可以发现：漓江流域的旱情、世博会及武广高铁分流诚然是游客人数下降的原因，但非法经营对正规游船冲击的影响更为深远。由于漓江游船归属于水运中心管理，各游船公司船票同价（等同于政府卖票，各公司游船排队载客），所以正规游船公司间基本上不存在太大的竞争。但是，近年来，漓江水域涌现出大量“三无”船舶，由沿江当地的农民和渔民把持，以低价竞争招揽游客，严重扰乱了漓江水域正常的经营秩序，导致正规航线接待量持续下降。因此，漓江水域经营缺乏强有力的统一管理，是造成正规航线游客接待量持续下滑的根本原因。

图 11 公司漓江游船接待量自 2008 年以来出现大幅下滑



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

未来将通过股份制改造，实现一体化管理，做大做强漓江旅游产业。针对漓江水域管理部门缺失、非法船舶扰乱正常经营问题，桂林市新成立了负责漓江区域整体管理的部门——漓江风景管理局，专门整治那些不具备旅游经营资质的竹筏、渡船。另外，桂林市“科学保护漓江六大工程”中也明确提出：做好漓江水域管理工程，加大水上及岸上景区执法队伍建设，并考虑两岸农民、渔民的生产生活困难，对他们的日常经营行为进行有序指导和科学管理。我们认为：经营体制已成为制约漓江发展的瓶颈。要想做大做强漓江旅游产业，落实中央“科学保护漓江”的重要批示，必须实行一体化经营。据公开媒体报道，桂林市有意组建漓江旅游股份有限公司，通过上市筹资或采取景区门票质押贷款的方式，对漓江资源和现有企业进行整合，采取游船、竹筏和徒步等多元化的游览模式。在收益分成上，按照政府（资源费）、企业（经营费）、个人（补偿费）三块进行分配，从根本上解决漓江的经营问题，杜绝无序发展和恶性竞争。

负面因素逐步消退，漓江游船业务缓慢复苏。随着政府加强漓江水域管理，通过股份制改造平衡各方利益，漓江无序发展、恶性竞争的问题有望得到逐步解决，但这个过程可能需要耗费较长时间。预计漓江游船业务未来几年缓慢复苏。

表 6 漓江游船业务收入预测

漓江游船业务	2009	2010	2011E	2012E	2013E
游船票收入 (万元)	9,339	8,327	8,327	9,180	11,567
YOY	2.6%	-10.8%	0.0%	10.3%	26.0%
游客人数 (万)	72.5	59.3	59.3	62.2	74.7
YOY	3.0%	-18.3%	0.0%	5.0%	20.0%
人均有效票价	128.8	140.5	140.5	147.6	154.9
YOY	-0.4%	9.1%	0.0%	5.0%	5.0%
游船票成本 (万元)	4,091	3,702	3,747	4,131	5,205
YOY	-2.0%	-9.5%	1.2%	10.3%	26.0%

游船票业务毛利（万元）	5,248	4,625	4,580	5,049	6,362
游船票业务毛利率	56.2%	55.5%	55.0%	55.0%	55.0%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心预测

2.1.3. 新兴景区：走过盈亏平衡点，迎来业绩释放期

在深入挖掘两江四湖、漓江游船这两个成熟景点的潜力之外，公司近年来更是着力于新兴景区的开发和培育，先后开发了银子岩、丰鱼岩、龙胜温泉、贺州温泉、资源景区。除 2007 年新收购的资源景区尚处投入期外，其余 4 个景区先后走过盈亏平衡点，迎来业绩释放期。由于新兴景区游客基数小、人均消费低，在居民收入提升、交通改善、休闲度假游和自驾游快速兴起的大背景下，新兴景区的高增长在未来仍将延续。新兴景区已成为景区业务盈利增长的重要一极。

（1）银子岩：二期开发打开增长空间

银子岩景区资源禀赋好，区位优势显著。银子岩景区为国家首批 4A 级景区，景区占地面积 120 亩，水域面积 40 亩，包括荔浦县龟鳖山、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，目前仅开发了银子岩岩洞观光。由于汇集了不同年代发育成长的钟乳石，银子岩溶洞内的特色景观众多，将大自然的鬼斧神工展示得淋漓尽致，被誉为“世界溶洞奇观”。交通方面，银子岩位于桂林市荔浦县马岭镇，距桂林市中心 85 公里，距阳朔县城 18 公里，距 321 国道 700 米，是桂粤、桂黔、桂滇高速进入桂林的必经门户。特别是广贺高速、广梧高速开通后，经由高速公路进入桂林的珠三角游客快速增加，银子岩的区位优势得到进一步增强。

图 12 银子岩景点混元霹雳伞



数据来源：公司资料 安，信证券研究中心

图 13 银子岩景点雪山飞瀑布



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

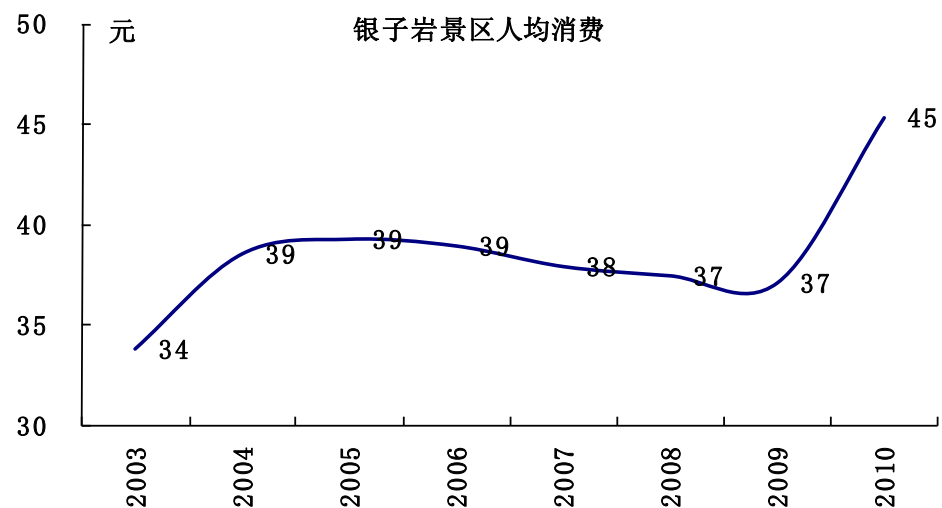
图 14 银子岩的区位优势显著



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

收入结构过于单一，人均消费有待提升。凭借良好的资源禀赋、便利的交通环境以及优秀的经验团队，银子岩景区过去几年间经营绩效不断提升。其中，景区游客人数从2003年的35万人次增至2010年的超过100万人次，景区盈利更是从2003年345万元增长至2010年的2396万元。2008年的经济危机中，银子岩景区的盈利曾经一度占到上市公司盈利总额的89%。就是这样一个对上市公司经营影响举足轻重的景区，仔细分析后，我们发现：银子岩景区的收入结构过于单一，90%的收入来自于门票。与此同时，景区人均消费过去几年间也一直不足40元，经营模式尚处在观光游阶段。

图 15 银子岩景区人均消费



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

二期开发打开增长空间，银子岩将发展成为综合性旅游休闲度假区。正如我们前文所述，由于银子岩景区开发深度不足，接待设施和游览项目缺失，导致游客在银子岩停留时间短，人均消费低，收入构成以门票收入为主。考虑到目前景区接待量已经达到100万人次，如果游客的住宿餐饮、购物娱乐等附加收入能进一步提升，景区收益将大幅增长。因此，公司在2010年以增发为契机，提出对银子岩进行二期开发的构想。

根据增发方案，公司将投入募集资金 5000 万元用于银子岩景区的改造，建立具有汽车宿营地功能的休闲度假中心。整个景区划分为“溶洞观光区”、“运动休闲度假酒店区”、“汽车宿营地”三大区域，并增设游客服务中心、购物中心、多功能团餐厅、自助式酒店旅馆等配套设施，从而推动银子岩从过去单一的观光游景区向综合性旅游休闲度假区的转变。

图 16 银子岩景区二期开发整体规划图



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

表 7 银子岩景区现有业务盈利预测

银子岩景区	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入合计（万元）	3702	4266	5967	6900	8102
YOY	8.3%	15.2%	39.9%	15.6%	17.4%
门票收入（万元）	3332	3839	5567	6500	7702
YOY	8.3%	15.2%	45.0%	16.8%	18.5%
游客人数（万人）	100	94	132	152	174
YOY	9.3%	-5.7%	40.0%	15.0%	15.0%
实际有效票价（元）	33	41	42	43	44
客房餐饮及其他收入	370	427	400	400	400
净利润	1979	2396	3461	4071	4861
净利润率	53.5%	56.2%	58.0%	59.0%	60.0%

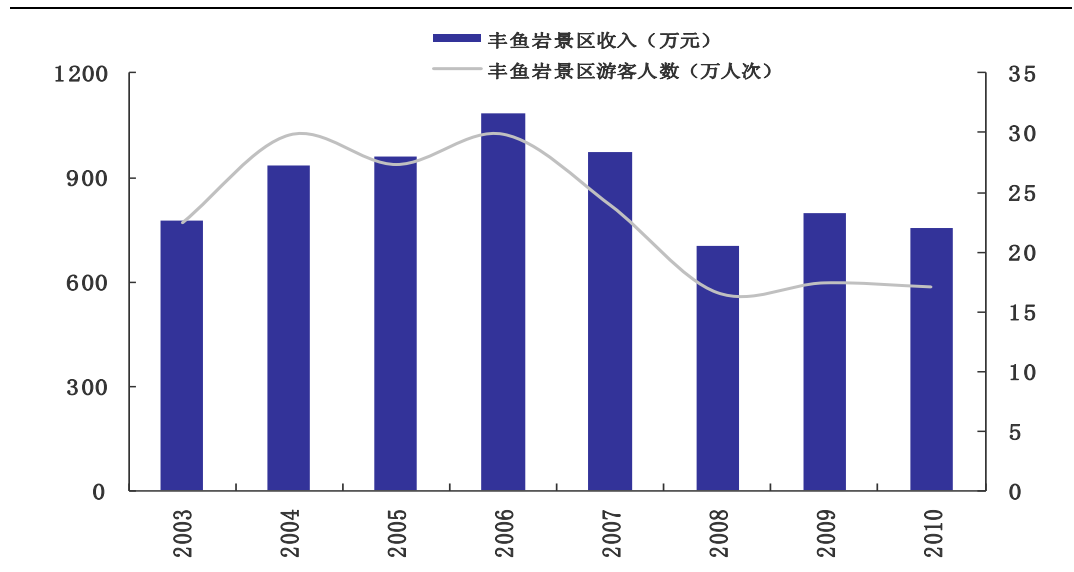
数据来源：公司公告，安信证券研究中心预测

（2）丰鱼岩景区

定位重复、交通不便致使游客人数出现显著下滑。丰鱼岩景区位于荔浦县三河乡东里村，距桂林市区 110 公里，距荔浦县城 16 公里，因岩内地下河盛产油丰鱼而得名。丰鱼岩溶洞分为旱洞和暗河两部分，全长 5.3 公里，洞中小厅连大厅，最大厅 25000 平方米，溶洞有一条长 2.3 公里的地下河可乘舟游览，享有“一洞穿九山，暗河漂十里，妙景绝天下”的美称，被誉为“亚洲第一洞”。虽然丰鱼岩在广西岩洞中独具特色，可玩赏性强，但由于其定位与银子岩重复且地理位置逊于银子岩，致使越来越多

的旅行社在一日游线路设计中将其剔除，游客人数在过去几年间出现了显著下滑。

图 17 丰鱼岩景区游客人数出现显著下滑



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

受益自驾游爆发式增长，游客接待量有望出现回升。随着广贺高速、广梧高速的开通，珠三角至桂林的时间大大缩减，自驾游桂林出现爆发式增长。荔浦作为珠三角进入桂林的门户，其核心景区丰鱼岩将从中受益。另外，公司还计划在银子岩改造工程完工后，对接待设施不足的丰鱼岩进行升级改造，将其建设成与银子岩类似的综合性休闲度假区，以适应不断增长的自驾游需要。

表 9 丰鱼岩景区盈利预测

丰鱼岩景区	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入 (万元)	798	755	960	1056	1162
YOY	13.5%	-5.4%	27.2%	10.0%	10.0%
游客人数 (万人)	17.4	17.0	19.6	21.6	23.7
YOY	4.9%	-1.9%	15.0%	10.0%	10.0%
实际有效票价 (元)	45.9	47.8	49.0	49.0	49.0
折扣率	77%	70%	70%	70%	70%
门票价格 (元)	60	68	70	70	70
净利润	-174.8	-90.0	0.0	105.6	139.4
净利润率	-22%	-12%	0%	10%	12%

数据来源：安信证券研究中心预测

(3) 贺州温泉

贺州温泉是桂东南著名的旅游疗养胜地。贺州温泉地处贺州市东北部，距广州市 320 公里，桂林市 220 公里，是桂东南著名的旅游疗养胜地，同时也是广州进入桂林的门户地区。贺州温泉三面环山、一面临溪，环境优雅，风景迷人。泉水流量大，流量约每小时 120 吨，含有锌、锰、铁等对人体有益的微量元素及矿物质。温泉景区占地 700 亩，内设大众温泉区、宾馆旅宿区、运动休闲区 and 水上乐园，可提供住宿、疗养、会议接待、滑草滑车、水上漂流等多功能服务。

盈亏平衡点已过，广贺高速通车迎来大发展。自公司 2004 年 6 月收购贺州温泉以来，

景区接待量和人均消费逐年上升，并于 2008 年成功实现盈利。2009 年，贺州温泉接待游客 15.9 万人次，实现营业收入 791 万元，盈利 108 万元，景区盈利拐点已过。由于贺州是广州经由高速公路进入广西省的第一站，随着 2010 年末广贺高速通车，贺州温泉的通达性得到大大提升。作为珠三角自驾游旅客的首站休憩点，贺州温泉有望迎来大发展。

图 18 贺州温泉游客接待量逐年增长

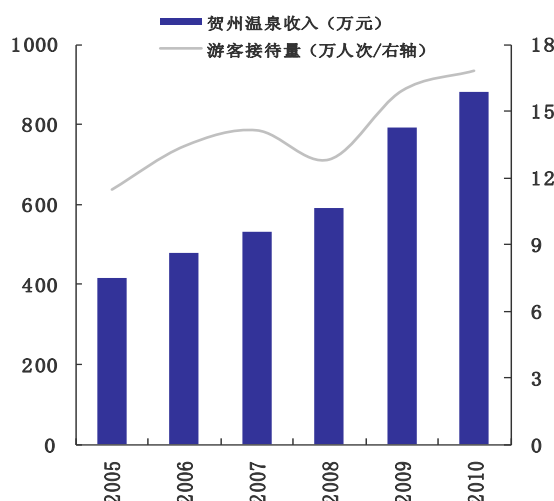
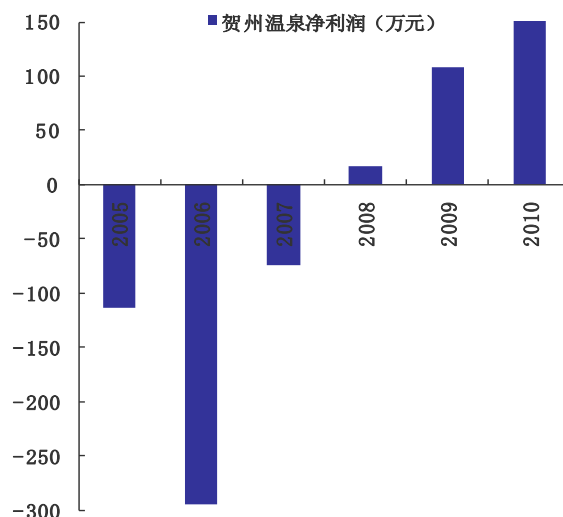


图 19 贺州温泉的盈利拐点在 2008 年出现



数据来源：公司资料 安信证券研究中心

数据来源：公司资料 安信证券研究中心

表 10 贺州温泉盈利预测

贺州温泉	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入 (万元)	792	880	1162	1533	2024
YOY	33.7%	11.1%	32.0%	32.0%	32.0%
游客人数 (万人)	16	17	20	24	29
YOY	24.1%	5.8%	20.0%	20.0%	20.0%
人均消费 (元)	50	52	58	63	70
YOY	7.7%	5.1%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	108	172	232	337	486
净利润率	13.6%	19.5%	20.0%	22.0%	24.0%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心预测

(4) 龙胜温泉

龙胜温泉是大桂林旅游圈北线著名的休闲度假景点。龙胜温泉坐落于龙胜县城东北 33 公里的龙胜温泉国家森林公园内，景区内峰峦叠翠、林木葱郁，温泉水由地下 1200 米深处岩层涌出，水质清澈，共有大小 16 眼泉口，水温平均 54—58℃，泉水中含有锂、锶、铁、锌、铜等十几种对人体有益的微量元素，为可饮用矿泉水。因此，龙胜温泉也被称为“华南第一泉”。景区类的住宿包括五星级的温泉 spa 宾馆、四星级的温泉中心酒店及三星级的龙福山庄，共有房间 350 间，住店即可免费享受温泉消费，是典型的休闲度假型景区。

图 20 龙胜温泉



图 21 龙胜温泉酒店——龙福山庄



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

受益于不断扩散的自驾游旅客，人均消费和接待量均存在较大提升空间。公路交通方面，桂林市至龙胜温泉全长约 100 公里，其中桂林至龙胜县城全长为 78 公里，县城至温泉约 30 公里，全程国家二级公路，行车时间约 2 小时。由于龙胜温泉有“广西第一泉”、“华南第一泉”的美誉，高速公路网的完善使得龙胜温泉对于华南地区休闲度假游、特别是自驾游旅客的吸引力日益加强。目前，龙胜温泉年接待量 15 万人次，人均消费 200 元，基数还比较小，未来存在较大的提升空间。

表 11 龙胜温泉盈利预测

龙胜温泉	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入合计（万元）	2466	3315	4003	4833	6090
YOY	0.8%	34.4%	20.8%	20.8%	26.0%
游客人数（万人）	14	19	21	25	30
YOY	8.0%	32.7%	15.0%	15.0%	20.0%
人均消费（元）	175	178	187	196	206
YOY	-6.7%	1.3%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	41	633	881	1160	1583
净利润率	1.7%	19.1%	22.0%	24.0%	26.0%

数据来源：安信证券研究中心预测

（5）资源景区

旅游资源丰富，尚处于初级开发阶段。资源景区位于广西东北部的资源县，旅游资源丰富，类型多样，拥有桂林市最著名的景观之一——丹霞地貌、适合探险漂流的资江以及景色秀美的天门山等众多旅游景点。交通方面，资源景区距离桂林市 107 公里，车程 1.5 个小时。作为一个新开发景区，资源在桂林旅游市场的知名度还比较低，景区建设也仅完成景区大门、道路、停车场、资江游船码头、“神仙寨”登山道等，总体还处于初级开发阶段。

图 22 资江漂流号称“华南第一漂”



图 23 天门山景区



数据来源：公司资料 安信证券研究中心

数据来源：公司资料 安信证券研究中心

加快配套设施建设和景区推广，但短期内难以实现盈利。资源景区目前规划的景点有三部分，分别为天门山、资江漂流以及丹霞温泉度假区。由于配套设施不足、游览内容匮乏，难以吸引旅游社组团前往游览。2009 年，资源景区游客接待量仅为 7826 人次，营业收入 20.8 万元，亏损 134.05 万元。2010 年，公司加快了资源景区的建设步伐，包括新建天门山景区“山之港”综合服务中心、天门山索道、观景平台等。我们认为，随着景区批量接待能力的形成和推广力度加大，资源景区的收入有望实现跨越式增长，但两年实现盈利的可能性较小。

2.2. 酒店业务：募集资金偿还债务，迎来业绩释放期

漓江大瀑布饭店是桂林市规模最大、设施最豪华的五星级饭店。漓江大瀑布饭店位于杉湖、桂林中心广场和正阳步行街交界处，地理位置优越，可直接观赏两江四湖。饭店现有各类房客 652 间，并配有餐厅、多功能厅、会议室、商场等，是广西省规模最大、设施最豪华的五星级饭店。值得一提的是，饭店独有的“九天银河”人造瀑布，落水高度达 45 米，是来桂游客必看夜景之一，已经列入上海大世界基尼斯记录。

募集资金偿还债务，迎来业绩释放期。漓江大瀑布饭店的前身为漓江饭店。2001 年，桂林旅游发展总公司从银行借贷 4.16 亿元用于饭店改扩建，并更名为桂林漓江大瀑布饭店。由于背负着高额债务，漓江大瀑布饭店在过去三年间的利息支出占营业收入的比重高达 20%，盈利一直处在较低的水平。2010 年，公司定向增发收购漓江大瀑布饭店 100% 股权，并使用募集资金 2.2 亿元归还部分债务，酒店盈利状况迅速好转。经营方面，漓江大瀑布饭店的客源以入境游客为主，占客源总量的 70%，随着金融危机影响的逐步消除，桂林入境市场出现显著好转。未来，东盟自由贸易区建设以及珠三角地区高端游客的增加，都将有效提升大瀑布饭店的入住率。因此，我们认为，漓江大瀑布饭店已经走过经营低点，进入业绩释放期。

表 12 大瀑布饭店盈利预测

大瀑布饭店（万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10654	11660	10884	13371	14929
yoy	-12.3%	9.4%	-6.7%	22.8%	11.7%
其中：客房收入	6375	7088	6637	8203	9331
yoy	-16.2%	11.2%	-6.4%	23.6%	13.8%

客房总数	652	652	652	652	652
平均客房出租率 (%)	47.0%	55.0%	50.0%	60.0%	65.0%
平均房价 (元)	570	542	558	574	603
其中：餐饮及其他收入	4279	4572	4247	5168	5598
营业成本	4794	5652	5224	6418	7166
毛利率	55.0%	51.5%	52.0%	52.0%	52.0%
营业税费	597	653	610	749	836
营业税率	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
销售费用	405	408	392	455	478
销售费用率	3.8%	3.5%	3.6%	3.4%	3.2%
管理费用	2450	2099	1959	2407	2687
管理费用率	23.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
财务费用	2314	1081	670	670	670
营业利润	94	1767	2029	2673	3092
利润总额	94	1767	2029	2673	3092
所得税率	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
净利润	61	1221	1360	1791	2072

数据来源：公司公告，安信证券研究中心预测

2.3. 股权投资业务：增长稳定，每年为公司贡献大量现金流

参股企业垄断经营，稳定增长。股权投资业务分为两部分：一是对于联营公司的投资，包括桂林新奥燃气、江西井冈山旅游以及桂林龙脊旅游有限责任公司；二是与控股股东合作经营的七星公园、象山公园的门票分成权。上述公司在生产经营方面均具有很强的垄断经营特征，业务增长稳定，每年为公司贡献大量的现金流。

- **桂林新奥燃气：**包括桂林新奥燃气有限公司、桂林新奥燃气发展有限公司两家公司，公司各持有 40% 的股份。其中，桂林新奥燃气有限公司主要经营燃气的储存、充装和销售，桂林新奥燃气发展有限公司主要经营燃气管道建设和安装业务。两公司统一运作、合并管理，2010 年度营业收入 13,724 万元，净利润 1,747 万元。
- **井冈山旅游：**井冈山旅游发展股份有限公司主营业务为山西井冈山景区的运营管理、住宿餐饮、旅游客运等旅游相关业务，公司持有其 40% 的股份。2010 年，公司营业收入 9,447 万元，净利润 1,601 万元。
- **桂林龙脊旅游：**桂林龙脊龙旅游有限责任公司负责经营龙脊梯田景区业务，公司持有其 40% 的股份。2009 年，景区接待游客 37.89 万人次，营业收入 1,894 万元，净利润 405 万元。
- **七星公司、象山公园：**公司于 2002 年分别投资 7,000 万、2000 万元，参与控股股东桂林旅游发展总公司下属的七星公园、象山部分景区合作建设项目，合作期限 40 年。合作期内，桂林旅游发展总公司负责工程的建设工作及公园的日常经营管理，双方共同进行市场促销，公司所获门票收入分成以“实际购票入园游客数×每人次分成”为标准计算。2010 年 1 月 1 日，象山公园门票价格由 25 元涨至 40 元，公司象山门票分成由原先的 5 元提至 8 元每人次；七星公园门票分成成为 12.3 元/每人次。

表 13 股权投资业务盈利预测

股权投资业务（万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
其中：联营公司分成收益	685	1446	2239	2136	2438
新奥燃气	329	699	749	817	890
江西井冈山旅游	244	640	1351	1152	1338
龙脊旅游	112	107	139	167	210
其中：公园门票分成收益	1281	1226	1363	1522	1784
七星公园	653	553	627	705	791
象鼻山公园	628	673	736	816	993
投资收益合计	1966	2672	3602	3658	4222

数据来源：公司公告，安信证券研究中心预测

2.4. 旅客运输业务：随桂林城市改造稳步增长

旅客运输业务随桂林城市改造稳步增长。公司旅客运输业务分为两部分，一是交运业务，其中旅游客运部分由独资公司——桂林旅游汽车运输有限责任公司负责经营，出租车、公路班线客运计入母公司。目前，公司拥有出租汽车 290 辆，约占桂林市出租汽车总量的 15.68%；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%，是桂林是规模最大的旅游客运企业。二是，琴潭汽车客运站运营。近年来，由于油价处于高位，加上竞争日趋激烈，公司交运业务一直处在微利和亏损的边缘。预计随着桂林城市改造的加速推进以及居民收入水平的快速提升，旅客运输业务有望实现平稳增长。

2.5. 福隆园地产项目：未来三年公司盈利增长的润滑剂

福隆园地产项目是未来三年公司盈利增长的润滑剂。福隆园地产项目是公司定向增发收购“两江四湖环城水系”项目的附加部分，主要为福隆园地区的一级土地开发。该项目可供开发土地面积为 518.41 亩，除了 21 亩为规划城市道路用地外，其余 497.41 亩可对外销售。目前，已签协议转让的土地有 390.74 亩，转让均价在 120.20 万元/亩，其余 127.67 亩尚未签意向合同，未来将以市场价出让。我们预计，福隆园地产项目将在 2010-2013 年间结算完毕，贡献利润 1.5 亿元。可以预期的是，未来三年间，在公司其他业务快速成长的同时，福隆园地产项目将成为公司盈利增长的润滑剂。

表 15 福隆园地产项目盈利预测

福隆园房地产项目	2010	2011E	2012E	2013E
交付土地面积（亩）	104	180	140	94
一规划城市道路用地（亩）	4.1	9.5	7.4	0.0
有效土地面积（亩）	100	171	133	94
地价（万元/亩）	120	120	185	200
营业收入	12068	20494	24531	18800
营业成本	7675	13116	15700	12032
毛利	4393	7378	8831	6768
毛利率	36.4%	36.0%	36.0%	36.0%
净利润	2631	4468	4194	4194
净利率	21.8%	21.8%	21.8%	21.8%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心预测

3. 盈利预测及估值

3.1. 预测假设

公司主营业务收入、主营业务成本以及期间费用假设见表 16。福隆园地产项目预计在 2010-2013 年间结算完毕，未来各年预期结算情况见表 15。

表 16 盈利预测假设

		2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	漓江游船	91.1	93.4	83.3	83.3	91.8	115.7
	YOY		3%	-11%	0%	10%	26%
	两江四湖			56.1	85.1	104.2	130.2
	YOY				52%	22%	25%
	新兴景区	71.9	77.8	100.1	127.5	155.7	194.3
	YOY		8%	29%	27%	22%	25%
	大瀑布酒店			116.6	108.8	133.7	149.3
	YOY				-7%	23%	12%
	旅客运输	35.9	39.0	41.7	44.6	47.7	52.3
	YOY		8%	7%	7%	7%	10%
主营业务成本	福隆园地产项目			120.7	204.9	245.3	188.0
	YOY				70%	20%	-23%
	漓江游船	41.7	40.9	37.0	37.5	41.3	52.1
	两江四湖			33.7	47.7	56.2	67.7
	新兴景区	35.9	38.9	50.1	58.7	65.4	81.6
	大瀑布酒店			56.5	52.2	64.2	71.7
	旅客运输	28.7	29.2	30.1	30.8	32.7	35.2
	福隆园地产项目			76.8	131.2	157.0	120.3
毛利率	漓江游船	54.2%	56.2%	55.5%	55.0%	55.0%	55.0%
	两江四湖			40.0%	44.0%	46.0%	48.0%
	新兴景区	50.0%	50.0%	50.0%	54.0%	58.0%	58.0%
	大瀑布酒店			51.5%	52.0%	52.0%	52.0%
	旅客运输	20.1%	25.1%	27.7%	31.0%	31.6%	32.7%
	福隆园地产项目			36.4%	36.0%	36.0%	36.0%
期间费用	期间费用	81.0	74.9	164.1	140.2	152.6	155.4
	期间费用率	40.0%	35.4%	32.2%	21.4%	19.6%	18.7%
	销售费用	4.5	5.0	9.1	10.5	11.7	12.4
	销售费用率	2.2%	2.4%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%
	管理费用	56.7	51.9	124.7	108.0	124.6	132.8
	管理费用率	28.1%	24.5%	24.4%	16.5%	16.0%	16.0%
	财务费用	19.7	17.9	30.3	21.7	16.3	10.2
	财务费用率	9.8%	8.5%	5.9%	3.3%	2.1%	1.2%

数据来源：安信证券研究中心预测

3.2. 盈利预测和估值

根据我们的盈利预测模型，公司 2011 年、2012 年、2013 年营业收入分别为 6.5 亿、7.8 亿、8.3 亿，净利润分别为 1.3 亿、1.7 亿、2.0 亿。按 3.6 亿股股本计算，2011-2013 年间，EPS 分别为 0.36 元、0.47 元、0.56 元，当前股价对应动态市盈率 32、25、21

倍，估值位于餐饮旅游板块 PE 估值中轴。考虑到桂林国家旅游综合改革试验区是桂林旅游业经过近 40 年发展之后，迎来的又一次跨越发展的历史机遇，而公司作为桂林旅游市场的排头兵、广西省唯一的旅游上市公司，将全面参与实验区新项目建设，分享改革盛宴。鉴于综改提升公司长期价值的判断，我们认为在评估公司内在价值时，可以给予一定的溢价。综上，给予桂林旅游基于 2012 年业绩 35xPE，6 个月目标价 16 元。

表 17 餐饮旅游板块重点公司预测假设（基于 wind 一致预期）

股票简称	代码	股价 2011/7/11	总市值 (百万元)	2011E	EPS 2012E	2013E	2011E	PE 2012E	2013E	GAGR
景区										
峨眉山A	000888.SZ	19.3	4,539	0.59	0.72	0.86	32.6	26.9	22.3	20.8%
桂林旅游	000978.SZ	11.6	4,177	0.34	0.42	0.46	34.1	27.7	25.4	15.9%
黄山旅游	600054.SH	16.8	7,923	0.60	0.72	0.81	27.9	23.5	20.9	15.5%
丽江旅游	002033.SZ	21.4	3,241	0.61	0.77	1.01	35.4	27.7	21.3	28.9%
酒店										
华天酒店	000428.SZ	6.1	4,393	0.26	0.34	0.42	24.0	18.1	14.5	28.3%
金陵饭店	601007.SH	9.5	2,838	0.42	0.48	0.56	22.3	19.8	16.8	15.3%
锦江股份	600754.SH	17.7	10,659	0.67	0.80	0.93	26.3	22.1	19.0	17.8%
餐饮										
湘鄂情	002306.SZ	20.3	4,058	0.55	0.74	0.91	37.0	27.3	22.4	28.5%
全聚德	002186.SZ	28.3	4,005	0.82	0.93	1.03	34.6	30.3	27.4	12.5%
旅游综合										
中国国旅	601888.SH	24.2	21,305	0.74	1.04	1.53	32.5	23.2	15.8	43.5%
首旅股份	600258.SH	17.4	4,022	0.75	0.92	1.09	23.2	18.9	16.0	20.4%
中青旅	600138.SH	14.4	5,994	0.75	0.91	0.95	19.3	15.9	15.3	12.3%
三特索道	002159.SZ	15.0	1,799	0.33	0.45	0.54	45.3	33.4	28.0	27.3%
均值							30.3	24.2	20.4	22.1%

数据来源：安信证券研究中心预测

4. 推荐意见及风险提示

4.1. 推荐意见

给予“买入-B”的投资评级，6 个月目标价 16 元。作为大桂林地区旅游资源的整合平台，公司已成功构建了南、北、中三条核心旅游线路。随着桂林旅游市场全面复苏，未来几年公司业绩有望保持快速增长，预计 2010-2013 年 EPS 分别为 0.36 元、0.47 元、0.56 元，当前股价对应动态市盈率 32、25、21 倍。作为桂林旅游市场的排头兵、广西唯一的旅游上市公司，可以预期的是公司将全面参与综改实验区新项目建设，分享改革盛宴。因此，我们给予公司“买入-B”的投资评级，6 个月目标价 16 元，对应 2012 年 34xPE。另外，我们想提请投资者关注的是，市场经过 4 个月的运行，已基本消化了去年参与公司定向增发的解禁股抛售，非基本面因素导致的股价扭曲也有望得到纠正。

4.2. 风险提示

4.2.1. 经营管理人才缺失的风险

公司高速发展必然带来经营管理人才短缺，而培养一个优秀的旅游管理人才需多年时间。公司地处中国经济欠发达的广西省，对于人才的吸引力相对匮乏，公司业务扩展存在人才缺失的风险。

4.2.2. 实验区配套政策低于预期

市场普遍预期桂林提交的《国家级旅游综合改革实验区总体规划和纲要》中涉及一些突破性政策，但批复时间和政策内容低于预期的可能性仍然存在。

4.2.3. 自然灾害等不可抗力

自然灾害、流行疾病等不可抗力可能对公司经营产生不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011/7/11		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	211.8	510.3	654.3	778.5	829.8	成长性					
减: 营业成本	108.4	271.8	358.0	416.8	428.5	营业收入增长率	4.7%	140.9%	28.2%	19.0%	6.6%
营业税费	11.2	33.8	34.7	41.3	44.0	营业利润增长率	43.7%	64.1%	149.9%	29.8%	19.4%
销售费用	5.0	9.1	10.5	11.7	12.4	净利润增长率	46.0%	108.4%	86.2%	29.7%	19.4%
管理费用	51.9	124.7	108.0	124.6	132.8	EBITDA 增长率	14.8%	80.0%	72.8%	16.7%	11.7%
财务费用	17.9	30.3	21.7	16.3	10.2	EBIT 增长率	21.3%	65.7%	92.0%	23.1%	15.2%
资产减值损失	0.4	4.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	19.9%	93.8%	51.3%	23.1%	15.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	3.7%	116.8%	1.9%	1.4%	0.9%
投资和汇兑收益	21.4	26.9	36.0	36.6	42.2	净资产增长率	-3.2%	175.4%	6.1%	7.5%	8.3%
营业利润	38.4	63.0	157.5	204.4	244.1	利润率					
加: 营业外净收支	-0.3	19.8	0.5	0.5	0.5	毛利率	48.8%	46.7%	45.3%	46.5%	48.4%
利润总额	38.2	82.8	158.0	204.9	244.6	营业利润率	18.1%	12.4%	24.1%	26.3%	29.4%
减: 所得税	5.2	14.5	26.9	34.8	41.6	净利润率	16.0%	13.8%	20.0%	21.8%	24.5%
净利润	33.8	70.4	131.2	170.1	203.0	EBITDA/营业收入	39.6%	29.6%	39.9%	39.1%	41.0%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	26.6%	18.3%	27.4%	28.4%	30.6%
货币资金	95.5	230.2	156.7	150.0	174.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	678	489	522	430	395
应收账款	55.1	126.4	125.5	149.3	159.1	流动营业资本周转天数	115	82	75	66	86
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	369	270	252	188	208
预付账款	68.0	37.0	72.8	114.5	157.3	应收账款周转天数	73	52	57	50	53
存货	3.0	148.1	9.8	11.4	11.7	存货周转天数	5	53	43	5	5
其他流动资产	1.1	1.2	8.4	14.7	17.2	总资产周转天数	1,690	1,145	1,205	999	954
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	1,415	947	1,020	872	827
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	186.0	194.4	195.0	195.0	195.0	ROE	6.1%	4.6%	8.3%	10.0%	11.0%
投资性房地产	12.2	11.7	12.0	12.0	12.0	ROA	3.3%	3.1%	6.1%	7.8%	9.1%
固定资产	429.2	956.1	940.1	920.8	898.6	ROIC	6.2%	11.6%	8.1%	9.8%	11.1%
在建工程	41.1	63.6	51.8	50.9	50.5	费用率					
无形资产	89.5	431.8	536.0	522.6	509.5	销售费用率	2.4%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	30.2	35.9	35.9	35.9	35.9	管理费用率	24.5%	24.4%	16.5%	16.0%	16.0%
资产总额	1,010.7	2,236.5	2,144.1	2,177.1	2,221.6	财务费用率	8.5%	5.9%	3.3%	2.1%	1.2%
短期债务	103.0	211.0	200.0	200.0	200.0	三费/营业收入	35.4%	32.2%	21.4%	19.6%	18.7%
应付账款	38.8	72.4	88.3	102.8	105.7	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	46.3%	33.1%	26.1%	21.8%	17.0%
其他流动负债	14.2	80.9	64.9	64.9	64.9	负债权益比	86.2%	49.6%	35.3%	27.8%	20.4%
长期借款	256.0	335.8	235.8	135.8	35.8	流动比率	1.05	1.34	1.15	1.30	1.52
其他非流动负债	-	0.1	0.1	0.1	0.1	速动比率	1.04	0.97	1.12	1.27	1.49
负债总额	467.8	741.1	559.9	474.4	377.3	利息保障倍数	3.14	3.08	8.24	13.50	24.90
少数股东权益	63.9	62.2	62.2	62.2	62.2	分红指标					
股本	177.0	360.1	360.1	360.1	360.1	DPS(元)	0.15	0.12	0.11	0.14	0.17
留存收益	302.0	1,073.0	1,164.8	1,283.9	1,426.0	分红比率	157.1%	62.9%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	542.9	1,495.4	1,587.2	1,706.2	1,848.3	股息收益率	1.3%	1.1%	0.9%	1.2%	1.5%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	33.0	68.3	131.2	170.1	203.0	EPS(元)	0.09	0.20	0.36	0.47	0.56
加: 折旧和摊销	31.5	70.4	81.6	83.6	85.7	BVPS(元)	1.51	4.15	4.41	4.74	5.13
资产减值准备	0.4	4.4	-	-	-	PE(X)	123.6	59.3	31.9	24.6	20.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.7	2.8	2.6	2.4	2.3
财务费用	20.2	17.7	31.9	21.7	16.3	P/FCF	77.9	-5.6	-135.1	93.0	48.6
投资收益	-21.4	-26.9	-36.0	-36.6	-42.2	P/S	19.7	8.2	6.4	5.4	5.0
少数股东损益	-0.8	-2.2	-	-	-	EV/EBITDA	28.9	30.4	17.3	14.6	12.7
营运资金的变动	1.1	-38.4	96.0	-58.8	-52.7	CAGR(%)	72.8%	43.8%	-100.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	63.1	109.6	294.4	174.7	204.0	PEG	1.7	1.4	-	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-51.0	-722.2	-122.6	-13.4	-7.8	ROIC/WACC	0.7	1.2	0.9	1.0	1.2
融资活动产生现金流量	-12.7	732.2	-192.1	-167.4	-171.1	REP	4.3	2.0	2.8	2.3	1.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

赵志成，首席行业分析师。毕业于南开大学，经济学硕士。7年证券研究经历。2007年4月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

赵志成声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034