

净利润大涨，业绩拐点将显现

买入维持

投资要点:

- 净利润持续大幅增长，业绩拐点或隐或现
- 小景区成长性超预期，游船业务恢复性增长
- 《桂林综合旅游改革试验区》值得期待，井冈山上市增厚市值

报告摘要:

- **净利润大幅增长 123.17%**。报告期内，公司实现营业收入 19,544.06 万元，实现营业利润 1,477.92 万元，实现归属于公司股东的净利润 1,373.65 万元，分别比上年同期增长 21.43%，168.37%，123.17%。
- **毛利率下滑，但期间费用率控制良好**。毛利率与期间费用率均低于去年同期水平，公司综合毛利率下降 3 个百分点，但费用控制良好，期间费用率同比下降 3 个百分点，因此，公司实现净利率 7%，同比增长 3 个百分点。
- **小景区表现超预期，漓江游船业务呈现恢复性增长**。公司旗下各景区增长势头良好，本期公司景区（两江四湖、银子岩、丰鱼岩、龙胜温泉、贺州温泉、资江丹霞、丹霞温泉）共接待游客约 112 万人次，同比增约 24%；公司漓江旅游客运业务共接待游客约 28 万人次，同比增约 17%；桂林漓江大瀑布饭店共接待游客 8 万人次，同比下降约 13%。其中，银子岩接待 52 万人次，同比增约 42%；两江四湖接待量约 30.5 万人次，同比增约 48%；漓江旅游客运业务接待量约 28 万人次，同比增约 17%；井冈山本期净利润约 2,143 万元，同比增约 962%。
- **桂林旅游综改区与井冈山上市双轮驱动，维持买入评级**。公司各景区增长态势良好，尤其漓江游船已呈现恢复性增长。我们持续看好公司旗下小景区的发展空间，预计 2011 年旗下景区平均营收增速 26%，若井冈山公司成功上市，给予其 35 倍估值，桂林旅游所持 1800 万股市值为 6.3 亿，将折合每股约 1.75 元。预计 2011-2013 年每股收益 0.33 元、0.38 元、0.43 元，对应 PE36 倍、31 倍、28 倍，维持买入评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入/万元	21,183	51,032	68,945	78,781	91,087
y o y / %	4.72%	140.9%	35.1%	14.3%	15.6%
净利润/万元	3,381	7,044	11,911	13,856	15,361
y o y / %	46.02%	108.3%	69.1%	16.3%	10.9%
每股收益/元	0.09	0.20	0.33	0.38	0.43
PE	132	59	36	31	28

服务业研究组

分析师:

陈旭 (S1180511080001)

联系人:

孙妍

电话: 010-88085720

Email: sunyan@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本(亿股)	3.601
总市值(亿元)	42.92
流通比例	33.6%
12个月最高/最低(元)	15.25/8.18
主要股东	桂林旅游发展总公司

数据来源: 港澳资讯

相关研究

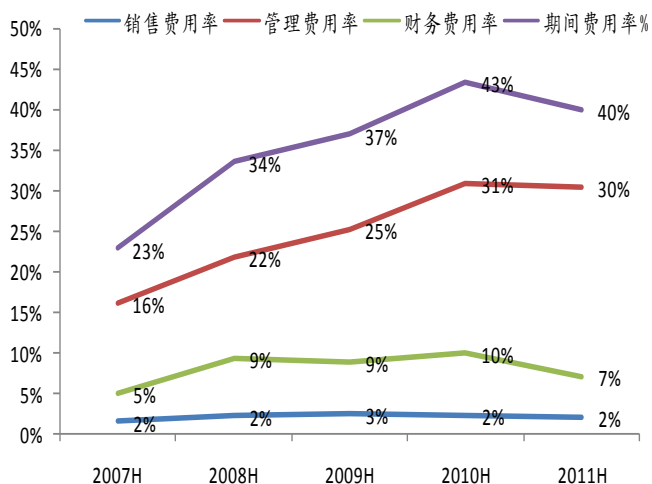
- 1《宏源证券*公司简评*桂林旅游: 井冈山启动上市, 公司参股 32.73%*000978*旅游酒店行业*孙妍》, 2011.5
- 2《宏源证券*公司年报简评*桂林旅游: 小景区表现超预期*000978*旅游酒店行业*孙妍》, 2011.3
- 3《宏源证券*公司深度研究*桂林旅游: 资源为王, 政策开路*000978*旅游酒店行业*孙妍》, 2010.12
- 4《宏源证券*季报简评*桂林旅游: 期待业绩拐点*孙妍》, 2010.10

一、整合桂林资源的先行者

报告期内，公司实现营业收入19,544.06万元，实现营业利润1,477.92万元，实现归属于公司股东的净利润1,373.65万元，分别比上年同期增长21.43%，168.37%，123.17%。

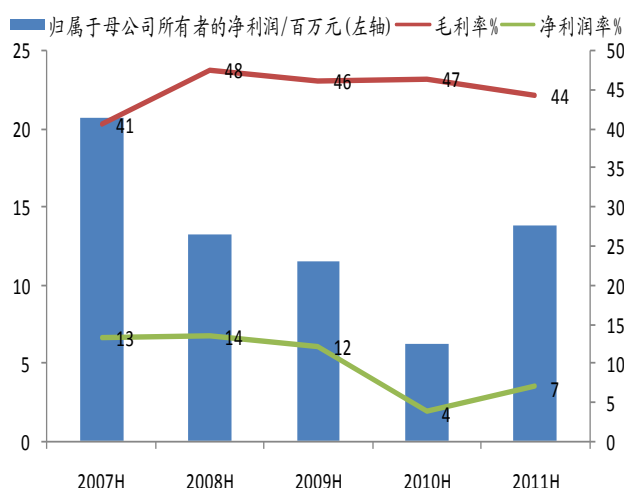
毛利率与期间费用率均低于去年同期水平，公司综合毛利率下降3个百分点，但费用控制良好，期间费用率同比下降3个百分点，因此，公司实现净利率7%，同比增长3个百分点。

图 1：公司费用率变化/%



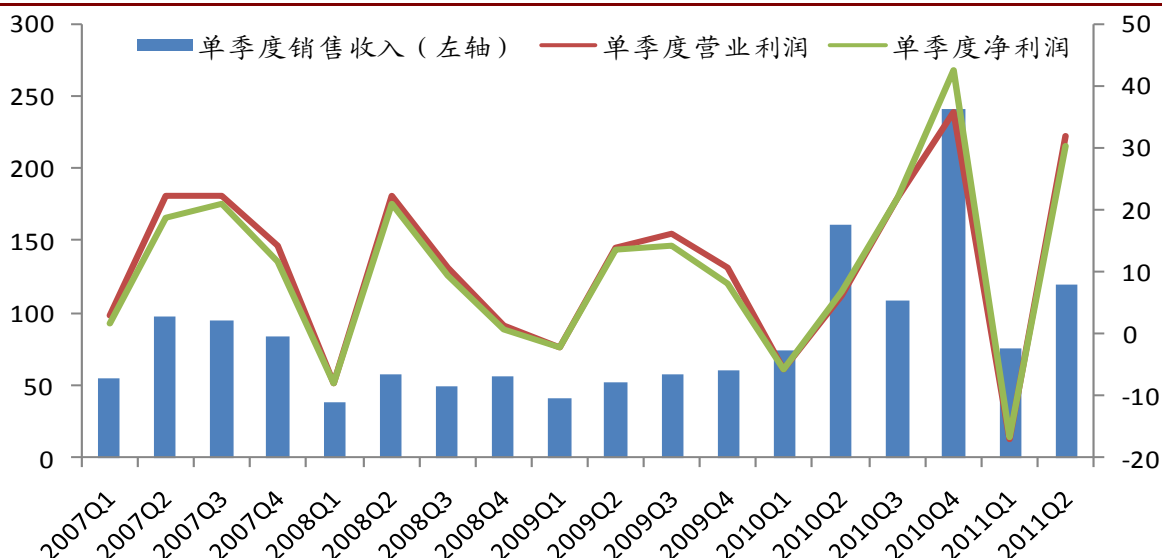
资料来源：公司公告，宏源证券

图 2：公司盈利能力情况/百万元



资料来源：公司公告，宏源证券

图 3：公司分季度营业收入及利润/百万元



资料来源：公司公告，宏源证券

公司旗下各景区增长势头良好，本期公司景区（两江四湖、银子岩、丰鱼岩、龙胜温泉、贺州温泉、资江丹霞、丹霞温泉）共接待游客约112万人次，同比增约24%；公司漓江旅游客运业务共接待游客约28万人次，同比增约17%；桂林漓江大瀑布饭店共接待游客8万人次，同比下降约13%。

其中，银子岩接待52万人次，同比增约42%；两江四湖接待量约30.5万人次，同比增约48%；漓江旅游客运业务接待量约28 万人次，同比增约17%；井冈山本期净利润约2,143 万元，同比增约962%。

表 1：公司分业务营业收入预测/万元

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
贺州温泉	792	880	1144	1373	1647
增长%		11%	30%	20%	20%
收入占比%	2%	1%	1%	1%	
成本	380	422	549	659	791
毛利率	52%	52%	52%	52%	52%
天门山景区（资江丹霞）	20.78	798	1037.4	1244.88	1493.856
增长%		10%	30%	20%	20%
收入占比%	0%	1%	1%	1%	1%
成本	10	383	498	598	717
毛利率	52%	52%	52%	52%	52%
龙胜温泉	2466	3315	4310	6033	8447
增长%		40%	30%	40%	40%
收入占比%	5%	5%	5%	7%	8%
成本	1184	1591	2069	2896	4054
毛利率	52%	52%	52%	52%	52%
两江四湖船票		4580	6400	8960	12544
增长%		15%	40%	40%	40%
收入占比%		7%	8%	10%	12%
成本	0	3343	4618	6465	9050
毛利率	0	27%	28%	28%	28%
银子岩	3702	4266	5119	6655	8319
增长%		16%	20%	30%	25%
收入占比%	7%	6%	6%	7%	8%
成本	1777	2048	2457	3194	3993
毛利率	52%	52%	52%	52%	52%
丰鱼岩	798	755	793	832	957
增长%		-5%	5%	5%	15%
收入占比%	2%	1%	1%	1%	1%
成本	383	362	381	400	459
毛利率	52%	52%	52%	52%	52%

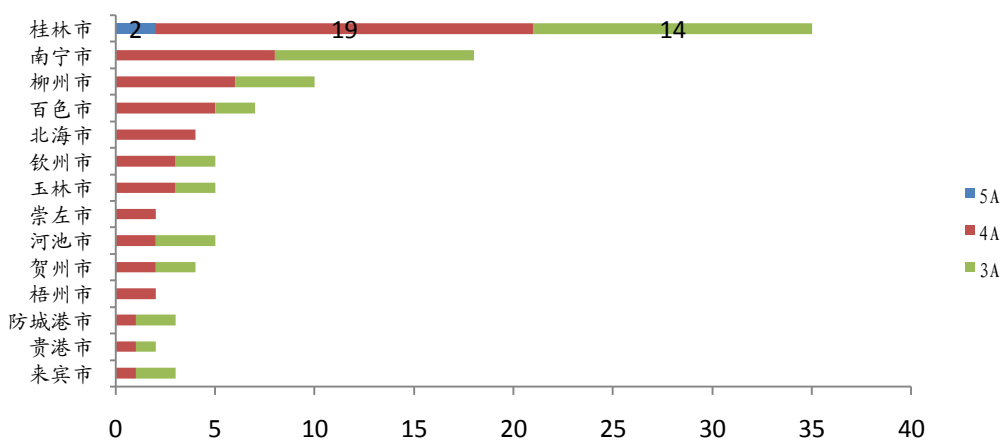
漓江游船客运	9339	8327	9576	11491	13789
增长%		-10%	15%	20%	20%
收入占比%	18%	12%	12%	13%	13%
成本	4090	3702	4213	5056	6067
毛利率	56%	56%	56%	56%	56%
漓江大瀑布饭店		11660	15158	18190	21828
增长%			30%	20%	20%
收入占比%		17%	19%	20%	20%
成本		5652	8185	9731	11678
毛利率		52%	46%	47%	47%
出租车	1231	1249	1374	1484	1603
增长%		8%	10%	8%	8%
收入占比%	2%	2%	2%	2%	2%
成本	584	566	652	704	761
毛利率	53%	55%	53%	53%	53%
公路汽车	2077	2238	2909	3782	4917
增长%		30%	30%	30%	30%
收入占比%	4%	3%	4%	4%	5%
成本	2000	2100	2801	3641	4733
毛利率	4%	6%	4%	4%	4%
琴潭客运站场	368	413	454	499	549
增长%		8%	10%	10%	10%
收入占比%	1%	1%	1%	1%	1%
成本	281	263	347	381	419
毛利率	24%	36%	24%	24%	24%
公路班线客运	218	267	288	311	336
增长%		8%	8%	8%	8%
收入占比%	0%	0%	0%	0%	0%
成本	52	83	68	74	79
毛利率	76%	69%	76%	76%	76%
桂林旅游服务发展有限公司	38	216	238	250	262
增长%	0%	5%	10%	5%	5%
收入占比%	0%	0%	0%	0%	0%
成本	36	200	230	241	253
毛利率	3%	8%	3%	3%	3%

资料来源：公司公告，宏源证券

二、建立桂林旅游综改区，桂林旅游将成为唯一受益者

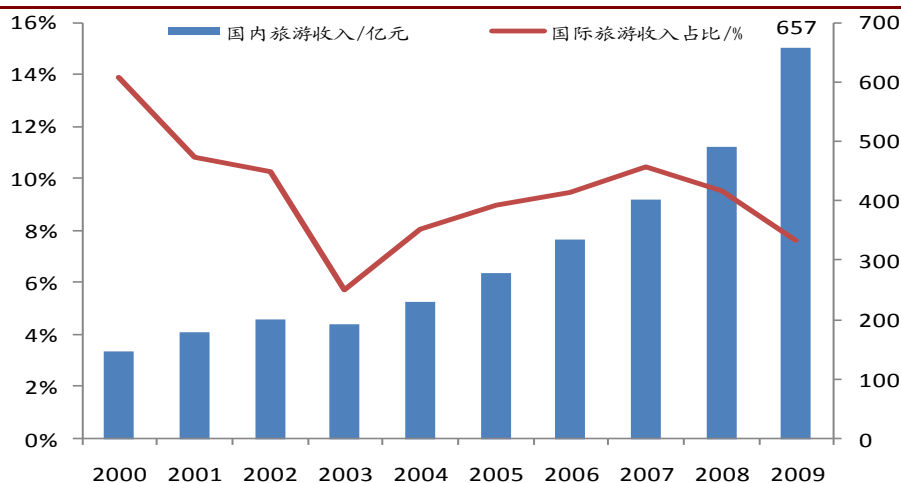
借助桂林建设国家旅游综合改革试验区的契机，公司正加快项目的开发力度，公司已建立项目信息库，做到投资项目培育一批，成熟一批，发展一批，盈利一批，实现科学滚动发展。进一步深化以市中心区为核心，南北为两翼的“新画中游”组合。天门山景区索道、观景平台等设施也正在积极建设中，尽早形成批量接待能力。丹霞温泉景区在盘活现有别墅的基础上，引进合作伙伴开发温泉区的其他未开发的土地资源，形成有一定规模的温泉度假别墅+温泉景区的格局。快速推进银子岩景区二期改造工程，建设完成游客服务中心、新洞口、元宝广场和停车场等设施，改善景区的经营环境。

图 4：广西省 A 级景区分布图

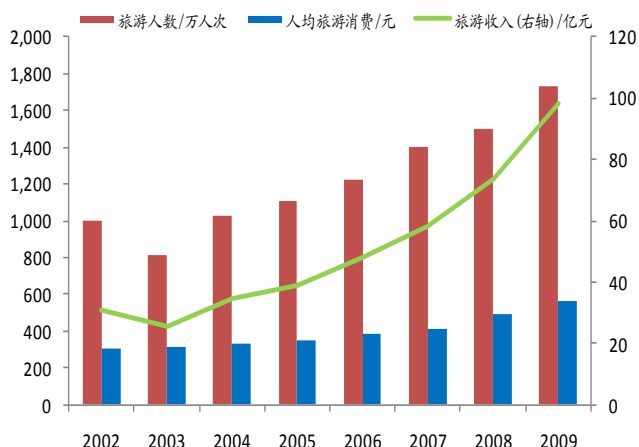


资料来源：CEIC, 宏源证券

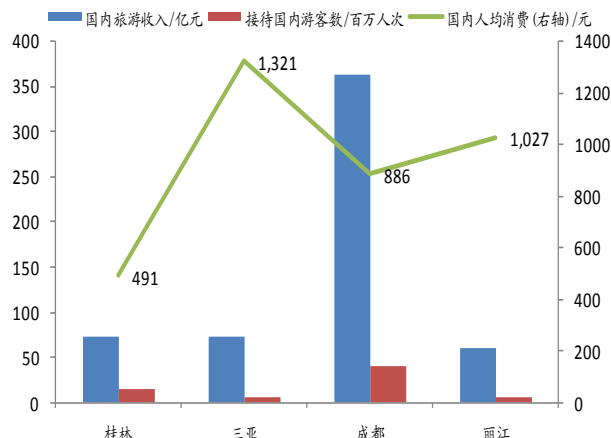
图 5：广西省旅游数据



资料来源：CEIC, 宏源证券

图 6：桂林市旅游收入 7 年复合增速 18%


资料来源：各省市旅游局，宏源证券

图 7：桂林市国内人均旅游消费仍处于低端


资料来源：国家统计局，宏源证券

三、投资建议

受益于中西部地区经济崛起，广西地区将受益于本地居民消费能力和休闲旅游需求的增长和华东以及一线城市客源向中西部地区转移带来的巨大客源。同时，我们认为一地商务活动的频繁将成为推动本地旅游经济繁荣的重要因素，东部自贸区及北部湾经济区的蓬勃发展将为推动广西地区旅游市场的重要力量。

桂林作为广西的旅游龙头，拥有整个广西省唯一的两家 5A 级景区，19 家 4A 级景区，14 家 3A 级景区。同时公司自上市起初，就积极利用资本融资平台，整合出三条黄金旅游线路，几近囊括桂林市所有的拳头旅游资源。整合出南、北、中三条旅游线路，包括市区旅游线路，即漓江景区、两江四湖产品、桂林漓江大瀑布饭店；北线龙脊景区、龙胜温泉、天门山景区；南线的贺州温泉、丰鱼岩、银子岩休闲度假景区。目前银子岩景区已培育出了响亮的品牌，成为珠三角游客进入桂林的必经之地，今后的银子岩休闲度假区将发展为集住宿、餐饮、酒店于一体的综合景区，届时人均消费的提高将相当客观。

公司各景区增长态势良好，尤其漓江游船已呈现恢复性增长。我们持续看好公司旗下小景区的发展空间，预计 2011 年旗下景区平均营收增速 26%。预计 2011-2013 年每股收益 0.33 元、0.38 元、0.43 元，对应 PE36 倍、31 倍、28 倍，维持买入评级。

财务报表及财务指标预测

2011年8月15日

股价: 11.87

利润表	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	51,032	68,945	78,781	91,087	成长性				
减: 营业成本	27,181	36,541	41,754	48,276	营业收入增长率	140.9%	35.1%	14.3%	15.6%
营业税费	3,379	4,550	5,200	6,012	营业利润增长率	64.1%	130.4%	16.2%	10.8%
销售费用	911	1,034	1,182	1,366	净利润增长率	108.4%	69.1%	16.3%	10.9%
管理费用	12,468	13,789	15,756	18,217	EBITDA增长率	80.0%	23.7%	11.6%	13.0%
财务费用	3,035	1,938	1,438	1,931	EBIT增长率	65.7%	76.3%	11.3%	12.7%
资产减值损失	443	72	74	76	NOPLAT增长率	93.8%	36.9%	11.8%	12.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	116.8%	37.2%	5.5%	4.7%
投资和汇兑收益	2,687	3,500	3,500	3,500	净资产增长率	175.4%	76.1%	5.0%	5.3%
营业利润	6,303	14,520	16,878	18,709	利润率				
加: 营业外净收支	1,980	-4	6	18	毛利率	46.7%	47.0%	47.0%	47.0%
利润总额	8,283	14,516	16,884	18,727	营业利润率	12.4%	21.1%	21.4%	20.5%
减: 所得税	1,455	2,468	2,870	3,184	净利润率	13.8%	17.3%	17.6%	16.9%
净利润	7,044.2	11,910.7	13,855.9	15,361.2	EBITDA/营业收入	29.6%	27.1%	26.4%	25.9%
资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	18.3%	23.9%	23.2%	22.7%
货币资金	23,016	48,877	48,210	50,408	运营效率				
交易性金融资产	-	-	-	-	固定资产周转天数	489	649	714	628
应收帐款	12,639	19,305	22,059	25,504	流动营业资本周转天数	82	127	163	165
应收票据	-	7	8	9	流动资产周转天数	270	385	441	416
预付帐款	3,700	22,062	25,210	29,148	应收帐款周转天数	52	64	68	67
存货	14,806	979	1,119	1,293	存货周转天数	53	41	5	5
其他流动资产	125	2,095	3,177	4,531	总资产周转天数	1,145	1,404	1,469	1,333
可供出售金融资产	-	-	-	-	投资资本周转天数	947	1,138	1,184	1,076
持有至到期投资	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	19,441	19,000	19,000	19,000	ROE	4.6%	4.6%	5.1%	5.3%
投资性房地产	1,174	1,174	1,174	1,174	ROA	3.1%	3.8%	4.3%	4.5%
固定资产	95,615	152,818	159,686	158,201	ROIC	11.6%	7.3%	6.0%	6.4%
在建工程	6,363	11,031	7,878	9,109	费用率				
无形资产	43,176	33,094	37,815	43,722	销售费用率	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	3,593	3,593	3,593	3,593	管理费用率	24.4%	20.0%	20.0%	20.0%
资产总额	223,648	314,035	328,929	345,692	财务费用率	5.9%	2.8%	1.8%	2.1%
短期债务	21,100	-	-	-	三费/营业收入	32.2%	24.3%	23.3%	23.6%
应付帐款	7,240	11,031	12,605	14,574	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	资产负债率	33.1%	16.1%	15.9%	15.8%
其他流动负债	8,093	4,177	4,217	4,266	负债权益比	49.6%	19.2%	18.9%	18.7%
长期借款	33,578	33,578	33,578	33,578	流动比率	1.34	5.46	5.31	5.30
其他非流动负债	6	6	6	6	速动比率	0.97	5.41	5.25	5.24
负债总额	74,112	50,665	52,376	54,518	利息保障倍数	3.08	8.49	12.74	10.69
少数股东权益	6,224	6,362	6,520	6,702	分红指标				
股本	36,010	54,320	54,320	54,320	DPS(元)	1.23	0.01	0.02	0.02
留存收益	107,302	202,688	215,712	230,152	分红比率	62.9%	6.0%	6.0%	6.0%
股东权益	149,536	263,370	276,552	291,174	股息收益率	10.4%	0.1%	0.1%	0.1%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	6,828	12,049	14,013	15,543	EPS(元)	0.20	0.33	0.38	0.43
加: 折旧和摊销	7,039	2,206	2,521	2,915	BVPS(元)	4.15	4.85	5.09	5.36
资产减值准备	443	72	74	76	PE(X)	60.68	35.89	30.85	27.83
公允价值变动损失	-	-	-	-	PB(X)	2.9	2.4	2.3	2.2
财务费用	1,774	3,189	1,938	1,438	P/FCF	-5.7	-8.5	92,795.7	219.5
投资收益	-2,687	-3,500	-3,500	-3,500	P/S	8.4	9.4	8.2	7.1
少数股东损益	-216	138	158	182	EV/EBITDA	31.0	34.3	30.8	27.1
营运资金的变动	-3,842	-13,124	-5,413	-6,772	CAGR(%)	7.7%	8.9%	19.6%	31.5%
经营活动产生现金流	10,961	-221	9,291	10,375	PEG	7.9	4.1	1.6	0.9
投资活动产生现金流	-72,223	-43,180	-8,089	-922	ROIC/WACC	1.3	0.8	0.7	0.7
融资活动产生现金流	73,222	80,247	-2,269	-2,852	REP	2.0	3.1	3.6	3.2

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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。