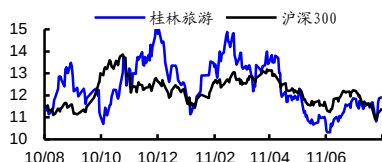


证券研究报告—动态报告
旅游休闲
旅游
桂林旅游(000978)
2011 年半年报点评
谨慎推荐

(维持评级)

2011 年 8 月 16 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	360.1/360.1
总市值 (百万元)	4,292.4/4,292.4
沪深 300/深圳成指	2,626.77/11,767.74
12 个月最高/最低 (元)	15.13/10.32

相关研究报告:
证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809

E-mail: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

半年报点评

低基数遇上高景气度带来业绩大幅增长

●中报业绩同比增长 123.17%，呈现低基数背景下的快速增长

2011 年上半年，公司实现营业收入 1.95 亿元，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，分别同比增长 21.43%、168.37%、123.17%，EPS 0.04 元。去年上半年，公司经营受到干旱洪涝、世博分流等影响。今年上半年特别是二季度，桂林旅游业呈现良好增长态势。公司业绩增长主要来自于井冈山旅游投资收益、两江四湖业务、银子岩景区、游船业务等。

●井冈山旅游成为今年业绩增长一大推动力

今年上半年，公司投资收益 1532.77 万元，同比增长 66.44%。其中公司参股 32.73% 的井冈山旅游上半年受益于红色旅游，权益利润达 701.37 万元，同比增长 893%。井冈山旅游股权纠纷案尚在处理中，股权归属具有一定不确定性。

●景区业务增长迅猛，酒店业务受竞争加剧影响业绩下滑

公司 7 大景区上半年游客量同比增长 24%，其中两江四湖景区客流同比增长 48%，银子岩景区客流同比增长 42%，上述两个景区是客流增长主要来源。两江四湖“旅游+地产”上半年贡献利润 409.9 万元，同比增加 554 万元。资江丹霞景区尚处投入期，亏损较大。漓江游船收客量增长 17%，收入增长 31%。漓江大瀑布酒店受竞争激烈和 CPI 影响，权益利润同比下滑 174 万元。

●风险提示

公司丰富的旅游资源整合效果可能低于预期，井冈山旅游股权可能败诉让出。

●目前拥有旅游资源尚处于整合初期，给予中长期“谨慎推荐”评级

预期公司 2011-2013 年 EPS 0.37/0.41/0.38 元，其中福隆园地产业务贡献 EPS 0.16/0.12/0 元。若按分业务估值，目前公司股价基本合理。我们看好公司在休闲游时代的业绩爆发力，国家旅游综合改革试验区将为公司带来政策利好，桂林地区未来交通存在巨大改善空间。目前公司下属资产尚处于产业链整合初期，业绩暂未得到充分体现，因此我们维持中长期“谨慎推荐”投资评级。

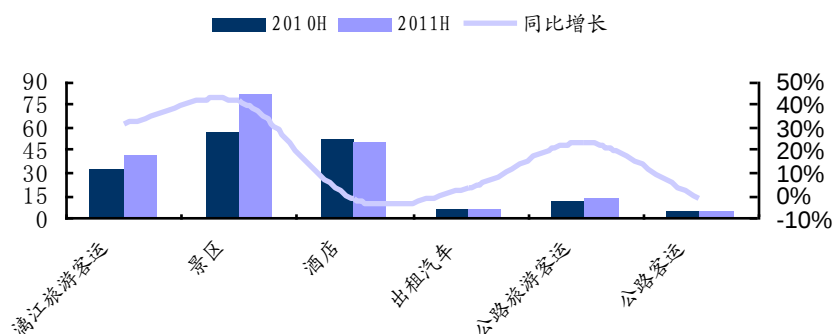
盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	318.38	510.32	747	731	566
(+/-%)	57.39%	60.29%	46.4%	-2.1%	-22.6%
净利润(百万元)	34.41	70.44	31	147	137
(+/-%)	48.63%	104.70%	86.6%	12.0%	-7.2%
每股收益 (元)	0.19	0.20	0.37	0.41	0.38
EBIT Margin	17.55%	22.48%	18.2%	21.3%	24.3%
净资产收益率 (ROE)	6.41%	4.92%	9.1%	10.1%	9.3%
市盈率 (PE)	61.31	60.94	32.7	29.2	31.4
EV/EBITDA	31.53	26.14	20.1	18.0	18.8
市净率 (PB)	3.93	3.00	2.97	2.94	2.91

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

图 1: 2011 年上半年桂林旅游各主营业务收入同比增长情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 1: 2011 年上半年中青旅主要财务指标对比

科目	2011H	2010H	同比增减
漓江旅游客运	49.49%	50.01%	-0.52%
景区	51.01%	51.23%	-0.22%
漓江大瀑布饭店	41.62%	46.78%	-5.16%
公司综合毛利率	44.32%	46.52%	-2.20%
销售费用率	2.17%	2.38%	-0.21%
管理费用率	30.44%	30.86%	-0.42%
财务费用率	7.19%	10.00%	-2.81%
期间费用率	39.80%	43.24%	-3.44%
ROE	0.96%	0.45%	0.51%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E	利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	230	220	268	541	营业收入	510	747	731	566
应收款项	126	186	182	141	营业成本	272	407	380	266
存货净额	148	193	172	6	营业税金及附加	34	45	39	28
其他流动资产	38	56	55	42	销售费用	9	12	12	9
流动资产合计	543	655	677	731	管理费用	125	148	145	125
固定资产	1020	978	921	840	财务费用	30	23	23	20
无形资产及其他	432	415	399	383	投资收益	27	38	36	41
投资性房地产	48	48	48	48	资产减值及公允价值变动	(4)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	194	194	194	194	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	2236	2290	2239	2196	营业利润	63	149	167	157
短期借款及交易性金融负债	251	150	150	150	营业外净收支	20	1	1	1
应付款项	20	29	26	15	利润总额	83	150	168	158
其他流动负债	134	148	136	91	所得税费用	15	23	25	25
流动负债合计	405	327	312	256	少数股东损益	(2)	(4)	(4)	(4)
长期借款及应付债券	336	455	405	405	归属于母公司净利润	70	131	147	137
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	336	455	405	405					
负债合计	741	782	716	661					
少数股东权益	62	62	61	61					
股东权益	1433	1446	1461	1475					
负债和股东权益总计	2236	2290	2239	2196					

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	70	131	147	137
资产减值准备	4	0	(0)	(0)
折旧摊销	70	117	123	126
公允价值变动损失	4	2	2	2
财务费用	30	23	23	20
营运资本变动	(86)	(99)	10	163
其它	(4)	(0)	(0)	(0)
经营活动现金流	58	151	282	427
资本开支	(607)	(61)	(51)	(31)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(615)	(61)	(51)	(31)
权益性融资	1001	0	0	0
负债净变化	80	(136)	(50)	0
支付股利、利息	(79)	(118)	(133)	(123)
其它融资现金流	(312)	(101)	0	0
融资活动现金流	691	(100)	(183)	(123)
现金净变动	135	(10)	48	273
货币资金的期初余额	95	230	220	268
货币资金的期末余额	230	220	268	541
企业自由现金流	(565)	72	215	374
权益自由现金流	(797)	(184)	145	357

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.20	0.37	0.41	0.38
每股红利	0.22	0.33	0.37	0.34
每股净资产	3.98	4.02	4.06	4.10
ROIC	5%	7%	8%	8%
ROE	5%	9%	10%	9%
毛利率	47%	46%	48%	53%
EBIT Margin	14%	18%	21%	24%
EBITDA Margin	28%	34%	38%	47%
收入增长	141%	46%	-2%	-23%
净利润增长率	108%	87%	12%	-7%
资产负债率	36%	37%	35%	33%
息率	1.8%	2.8%	3.1%	2.9%
P/E	60.9	32.7	29.2	31.4
P/B	3.0	3.0	2.9	2.9
EV/EBITDA	35.8	20.1	18.0	18.8

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323	胡博新	0755-82133263
				刘 勍	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	郑 云	021-60875163
		刘 洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn