

证券研究报告
自然景点



桂林旅游（000978）

推荐（维持）

利润增长质量较高，区域旅游强劲带动主景区接待量大增

市场数据

报告日期	2011-8-15
收盘价(元)	11.92
总股本(百万股)	360.10
流通股本(百万股)	360.10
总市值(百万元)	4292.39
流通市值(百万元)	4292.39
净资产(百万元)	1416.61
总资产(百万元)	2233.78
每股净资产	3.93

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	510	657	747	848
同比增长(%)	60.3%	28.7%	13.7%	13.5%
净利润(百万元)	70	141	165	226
同比增长(%)	104.7%	99.8%	17.2%	36.9%
毛利率(%)	46.7%	45.9%	47.6%	51.3%
净利率(%)	13.8%	21.4%	22.1%	26.6%
净资产收益率(%)	4.9%	10.8%	11.7%	14.8%
每股收益(元)	0.16	0.39	0.46	0.63
每股经营现金流(元)	0.25	0.58	0.57	0.68

相关报告

《世博分流影响大、快速增长看明年》2010-10-29

《受极端气候的负面影响较大 主要景区接待量下滑》2010-8-24

《世博分流影响大于预期 “新画中游”进入渠道铺设关键阶段》2010-7-1

投资要点

事件：

桂林旅游公告半年报，2011 年中期公司实现营业收入 19422 万，实现营业利润 1477.92 万、归属于公司股东的净利润 1373.65 万，分别比上年同期增长 21.43%，168.37%，123.17%。扣除非经常性损益后净利润为 1292.72 万，同比增长 20.43%。上半年实现每股收益 0.038 元。

点评：

● 公司本期收入、利润增长主要来自旗下景区接待量的持续增长。

● 本期收入增长 21%源自三个主景区的接待量提升：

银子岩本期接待量 52 万人次，同比增 42%；漓江游船一改 08-10 年连续三年接待量下滑的趋势，本期随桂林旅游市场恢复，接待量 28 万人次，同比增 17%；另公司 2010 年新收购的两江四湖景区本期接待量约 30.5 万人次，同比增约 48%。

● 上半年桂林市区域旅游表现强劲，而两江四湖超桂林市整体接待量增速，市占率提升，新产品市场逐渐打开。

●

分析师 刘璐丹
021-3856 5944

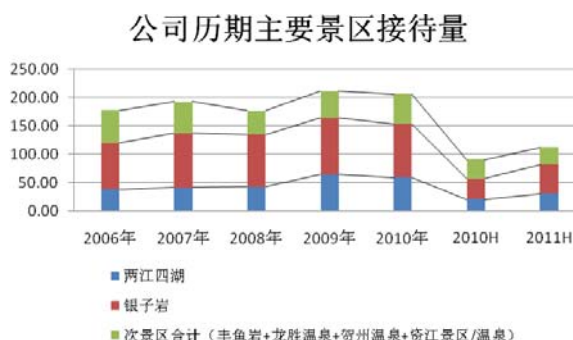
SAC:S0190510110013

今年上半年桂林市接待量增幅创十年最高，游客接待量 1260 万人次，同比增长 30%。完成旅游总收入 88 亿元，同比增长 30%。其中国内游客接待量达 1187.05 人次，同比增长 31%，实现旅游收入同比增长 35%。

公司各景区增速与区域状况保持一致，新产品两江四湖最为突出，增速远高市场平均，渗透率显著提升。我们认为两江四湖现接待基数较之桂林市游客总量还有很大差距（30 万 vs 1260 万），配合以积极营销，未来提升空间还很大。

- 公司五个次景区（丰鱼岩、龙胜温泉、贺州温泉、资江丹霞、丹霞温泉）本期合计接待 29.5 万人次，我们测算同比下降了 11.6%。

图 1、2006-2010/2010H-2011H 公司主要景区接待量变动



数据来源：兴业证券研发中心

- **漓江游船**在区域强劲增长的带动下，一改 08-10 年连续三年接待量下滑的颓势，本期接待量增 17%，增速低于全市接待量增速。我们延续以前的判断，认为漓江游船业务的主要矛盾在于市场竞争结构，在目前多家公司共同经营漓江游船市场的情况下，该业务未来仍会保持平稳增长。

图 2、2006-2010/2010H-2011H 漓江游船收入、人均消费、接待量

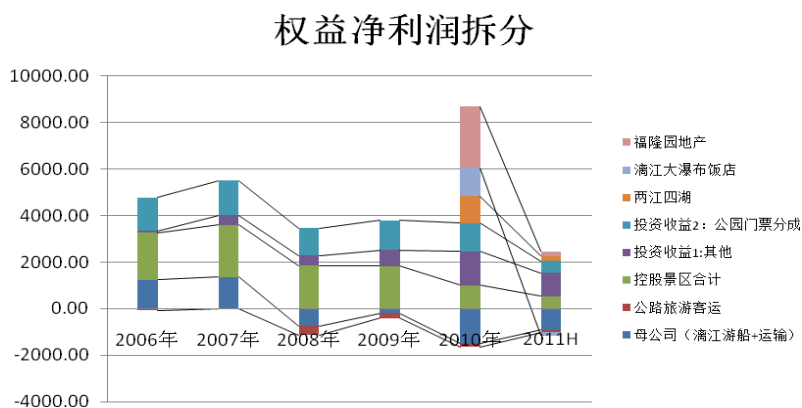


数据来源：兴业证券研发中心

- 公司本期扣除非经常性损益后的净利润 1293 万元，同比增长 20.43%，与收入增幅相符。**本期收益增长质量较好，主要都来自于景区相关的业务利润增长：**主景区收益随接待量自然增长，投资收益中的井冈山景区、七星和象山公园门票分成收益也随旅游形势好转而增长。
- **通过对公司权益净利润的拆分，我们分析本期利润增长依次来自：**1、投资

收益增加约 600 万，其中公司持股 32.73% 的井冈山景区净利润为 2143 万，投资收益大增 10 倍；七星公园、象山公园在桂林市整体旅游接待量恢复增长的背景下，门票收入分别增长 32%、17%，合计门票分成款增加 128 万，同比增 33%。2、**10 年新收购业务贡献增量**—两江四湖景区、漓江大瀑布饭店、以及福隆园地产项目，本期分别实现净利润 211 万、-125 万、199 万，合计贡献新增利润 285 万；3、**母公司**由于漓江游船接待量恢复而减亏。

图 2、2006-2010/2011H 公司权益净利润构成



数据来源：兴业证券研发中心

- **两江四湖景区在无财政补贴的情况下，已首次实现盈利。**如前所述，两江四湖景区本期接待量大增 48%，为 30.6 万人次；净利润 211 万（而去年同期为 -125 万）。预计随“桂林新画中游”等系列产品的推出，该景区的接待量还有较大的提升空间。由于景区的成费相对固定，两江四湖将成为 12 年以后的重要收益增长点。

表 1、两江四湖主要财务数据

两江四湖	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2010H	2011H
接待量 (万人次)	38.14	41.18	43.14	64.20	59.52	20.61	30.50
净利润 (万元)	(51)	203	0	(0)	1151	(125)	211

资料来源：公司公告、兴业研发

注：2010 年净利润中包含了 1800 万政府补贴；扣除补贴外的营业利润为 -222 万。

- **漓江大瀑布饭店**本期亏损，主因是随桂林市区高星级酒店市场竞争加剧，导致入住率较大幅度下滑，本期酒店接待量下降了 13%。本期收入为 5020 万，下滑 2.23%；毛利率下滑幅度较大（41.62%，降 5.16 个百分点），我们认为主要是餐饮成本增长。

考虑到季节性因素，以及酒店历年来利润主要在下半年实现，我们预计全年酒店仍可实现盈利，但调低盈利预测从 2100 万到 846 万。

表 2、大瀑布饭店主要财务数据

漓江瀑布大饭店	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2010H	2011H
收入	12102	14027	12155	12356	11660	5135	5020
成本	5371	5630	5208	5560	5652	2733	2931
毛利率	55.62%	59.86%	57.16%	55.00%	51.53%	46.78%	41.62%
营业税金及附加	684	799	686	698	659	288	281
销售+管理费用	2794	2931	3062	2842	1536	2682	1434
财务费用	2538	3219	3113	3112	500	1000	500
净利润	729	1370	28	108	1221	59	(125)

资料来源：公司公告、兴业研发

注：2010H/2011H 费用为估算值。

- 2010 年完成大量收购后，公司目前仍在资产整合阶段，短期主业利润增长仍在银子岩景区、漓江游船等成熟景区，以及七星、象山公园门票分成、井冈山股权投资收益上。

新培育景区中，两江四湖受益于地理位置，在公司积极营销策略下，有望自今年起放量增长；而从中报状况来看，以休闲度假为诉求点、但地理位置稍偏的小景区，仍需一定培育时间。这一点与我们中期策略中，关于各景区周边 300 公里内私家车保有量的测算结构一致，小景区更为倚重周边自由行客源，爆发增长还有待当地经济再增长些时候。（参见表 3）

- 假设福隆园房地产项目利润在 11-13 年均衡释放，分别贡献 3000 万净利润。预计 11-13 年公司每股收益为 0.39 元、0.46 元、0.63 元；扣除房地产后的 EPS 分别为 0.31 元、0.38 元、0.54 元。公司 2011 年主业估值在景区中偏高，但惊喜有望来自新景区的快速成长。维持“推荐”评级。

表 3、景区接待量与周边 300 公里内私家车保有量对比

上市公司景区	300公里半径内地级市合计数量	300公里半径内汽车保有量（万辆）				景区接待量（万人） 2010年
		2006年	2007年	2008年	2009年	
中青旅						
乌镇	30	468	561	650	803	575
古北水镇	1	181	212	248	300	—
宋城主景区	31	473	568	659	815	380
黄山旅游	25	105	130	159	220	252
峨眉山A	15	118	143	176	230	202
桂林旅游						
漓江游船 两江四湖	11	32	35	52	63	59
银子岩、丰鱼岩、贺州温泉等	11	40	46	64	79	94
三特索道						
华山	15	98	127	144	175	155
梵净山	6	39	46	93	115	39
湖北坪坝营	8	56	57	75	93	19

资料来源：公司公告、兴业研发

表 4、主业盈利预测表

盈利预测结果输出表	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
漓江游船+客运业务（母公司+旅游汽车运输子公司）	1203	-902	-238	-1050	1084	1344	1635
银子岩	1951	1957	1917	2321	3369	3630	4312
丰鱼岩+龙胜温泉+贺州温泉+天门山景区	222	-115	-86	-893	-158	1203	2583
联营公司投资收益	414	433	685	1444	3394	2629	2995
七星公园、象鼻山公园门票分配	1499	1178	1281	1226	1738	1952	2193
两江四湖环城水系工程				1151	722	1379	3950
漓江大瀑布饭店				1221	858	1127	1480
福隆园土地拍卖收益				2631	3000	3000	3000
银子岩二期改造项目					68	236	439
合计	5288	2551	3560	8051	14075	16500	22586
全面摊薄后EPS	0.299	0.144	0.201	0.224	0.391	0.458	0.627
剔除地产后EPS				0.15	0.31	0.37	0.54

资料来源：公司公告、兴业研发

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 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

定期报告点评

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。