

桂林旅游 (000978)

景点/餐饮旅游

发布时间: 2012-08-23

报告类型 / 公司动态报告

**谨慎推荐**

上次评级: 谨慎推荐

2012 年半年报点评: 业绩低于预期, 井冈山投资收益大幅减少

## 报告摘要:

- 2012 年上半年, 公司共实现营业收入 21,589 万元, 同比增长 10.46%; 实现营业利润 1,209 万元, 同比下降 18.16%; 实现归属于母公司股东的净利润 1,080 万元, 同比下降 21.37%。实现每股收益 0.03 元。
- 本期净利润下降的主要原因: 井冈山旅游发展股份有限公司 (本公司持股 21.82%, 为第三大股东) 本期净利润为 905 万元, 同比下降 57.77%。2012 年 1-6 月本公司从该公司获得的投资收益为 198 万元, 2011 年 1-6 月为 701 万元, 同比下降 71.75%。2012 年上半年, 公司主营业务平稳发展: 景区业务实现营业收入 8,946 万元, 同比增长 12.51%, 酒店业务实现营业收入 4,727 万元, 同比增长 1.94%, 漓江游船业务实现营业收入 4,265 万元, 同比增长 7.66%。
- 公司未来发展的两大契机: 综改方案出台与交通通达性改善。《桂林国家旅游综合改革试验区总体方案及规划纲要》已由国务院批转至发改委有关部门研究办理, 按流程有望在年内获批。公司将借此契机扩大现有业务范围, 加速景区资源的进一步整合, 提高景区盈利能力。交通通达性的改善也将助推桂林旅游业和公司景区旅游的发展。公司是目前漓江上最大的游船公司, 传统的漓江游船业务有待进一步突破。两江四湖”景区正由培育期向成熟期过渡。我们预计 2012-2014 年“两江四湖”景区游客量将保持 35%的增速, 未来将成为公司业绩贡献的亮点。银子岩二期工程将极大提升景区游客的接待容量, 改变目前景区经营模式单一的特点, 进一步增强景区的盈利能力。银子岩景区在未来 2-3 年仍然是公司主要的业绩贡献点。我们预计 2012 年公司全年从井冈山获得的投资收益约在 500-600 万, 同比下降 40%-50%。但是, 随着井冈山上市的渐行渐近, 作为其第三大股东, 公司必将受益于其上市后带来的股权投资收益。
- 盈利预测及投资策略: 尽管公司目前估值在行业内处于较高水平, 但是鉴于《桂林国家旅游综合改革试验区总体方案及规划纲要》年底出台的可能性极大, 公司将利用这一契机对旅游资源进行进一步整合和扩张。另外, 交通通达性的改善也将助推公司景区旅游的发展。“两江四湖”景区未来将成为公司业绩贡献的亮点。我们预计公司 2012-2014 的 EPS 分别为 0.24 元、0.30 元和 0.36 元, 公司目前股价 7.19 元, 对应动态 PE30 倍、24 倍和 20 倍, 维持“谨慎推荐”评级。
- 风险提示: 不可抗力风险、市场风险、经营风险、地产项目结算不如预期等。

## 股票数据

2012/8/21

|               |              |
|---------------|--------------|
| 收盘价 (元)       | 7.19         |
| 12 个月股价区间 (元) | 6.78 ~ 12.38 |
| 总市值 (百万元)     | 2,589        |
| 总股本 (百万股)     | 360          |
| A 股 (百万股)     | 360          |
| B 股/H 股 (百万股) | 0/0          |
| 日均成交量 (百万股)   | 1            |

## 历史收益率曲线



## 相关报告

《桂林旅游调研报告: 借综改方案出台契机, 促景区资源整合扩张》

2012-7-23

《桂林旅游 2011 年年报点评: 静待桂林国家旅游综合改革试验区政策落地和景区交通通达性改善》

2012-3-28

## 证券分析师: 周思立

执业证书编号: S0550511010003  
(021)20361108 zhouli@nesc.cn

## 研究助理: 梁莉

(021)20361135 liangli@nesc.cn

| 财务摘要 (百万元) | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 510   | 513   | 601   | 672   | 749   |
| (+/-)%     | 141%  | 0%    | 17%   | 12%   | 11%   |
| 净利润        | 68    | 65    | 86    | 108   | 131   |
| (+/-)%     | 108%  | -3%   | 28%   | 22%   | 21%   |
| 每股收益 (元)   | 0.20  | 0.19  | 0.24  | 0.30  | 0.36  |
| 市盈率        | 38.70 | 39.97 | 29.96 | 23.97 | 19.97 |
| 市净率        | 1.90  | 1.87  | 1.85  | 1.81  | 1.74  |
| 净资产收益率 (%) | 4.9%  | 4.7%  | 5.9%  | 7.0%  | 8.2%  |
| 股息收益率 (%)  | 2.6%  | 2.6%  | 2.6%  | 2.6%  | 2.6%  |
| 总股本 (百万股)  | 360   | 360   | 360   | 360   | 360   |

附表：财务报表预测摘要及指标

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              | 现金流量表 (百万元)      |            |             |            |            |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|------------|-------------|------------|------------|
|                  | 2011A        | 2012E        | 2013E        | 2014E        |                  | 2011A      | 2012E       | 2013E      | 2014E      |
| 货币资金             | 446          | 401          | 428          | 503          | 净利润              | 65         | 86          | 108        | 131        |
| 交易性金融资产          | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值准备           | 0          | 0           | 0          | 0          |
| 应收款项             | 109          | 146          | 140          | 178          | 折旧及摊销            | 73         | 61          | 64         | 68         |
| 存货               | 129          | 185          | 163          | 219          | 公允价值变动损失         | 0          | 0           | 0          | 0          |
| 其他流动资产           | 7            | 8            | 8            | 9            | 财务费用             | 29         | 18          | 10         | 7          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>760</b>   | <b>822</b>   | <b>824</b>   | <b>1,008</b> | 投资损失             | -31        | -26         | -27        | -27        |
| 可供出售金融资产         | 0            | 0            | 0            | 0            | 运营资本变动           | -19        | 19          | 47         | 68         |
| 长期投资净额           | 215          | 215          | 215          | 215          | 其他               | 0          | 106         | 373        | 781        |
| 固定资产             | 944          | 1,004        | 1,064        | 1,124        | <b>经营活动净现金流量</b> | <b>117</b> | <b>151</b>  | <b>201</b> | <b>249</b> |
| 无形资产             | 419          | 429          | 438          | 448          | <b>投资活动净现金流量</b> | <b>-44</b> | <b>-94</b>  | <b>-93</b> | <b>-93</b> |
| 商誉               | 25           | 25           | 25           | 25           | <b>融资活动净现金流量</b> | <b>143</b> | <b>-102</b> | <b>-81</b> | <b>-81</b> |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>1,692</b> | <b>1,751</b> | <b>1,807</b> | <b>1,858</b> | <b>企业自由现金流</b>   | <b>45</b>  | <b>-67</b>  | <b>75</b>  | <b>-28</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>2,452</b> | <b>2,573</b> | <b>2,631</b> | <b>2,867</b> |                  |            |             |            |            |
| 短期借款             | 75           | 75           | 75           | 75           | 财务与估值指标          |            |             |            |            |
| 应付款项             | 21           | 26           | 26           | 31           |                  | 2011A      | 2012E       | 2013E      | 2014E      |
| 预收款项             | 14           | 17           | 18           | 21           | <b>每股指标</b>      |            |             |            |            |
| 一年内到期的非流动负债      | 105          | 105          | 105          | 105          | 每股收益 (元)         | 0.19       | 0.24        | 0.30       | 0.36       |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>815</b>   | <b>1,013</b> | <b>1,035</b> | <b>1,212</b> | 每股净资产 (元)        | 4.06       | 4.10        | 4.19       | 4.35       |
| 长期借款             | 122          | 122          | 122          | 122          | 每股经营性现金流量 (元)    | 0.32       | 0.42        | 0.56       | 0.69       |
| 其他长期负债           | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>成长性指标</b>     |            |             |            |            |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | 营业收入增长率          | 0.4%       | 17.3%       | 11.8%      | 11.3%      |
| <b>负债合计</b>      | <b>937</b>   | <b>1,045</b> | <b>1,067</b> | <b>1,244</b> | 净利润增长率           | -3.1%      | 27.9%       | 21.9%      | 21.4%      |
| 归属于母公司股东权益合计     | 1,461        | 1,476        | 1,511        | 1,568        | <b>盈利能力指标</b>    |            |             |            |            |
| 少数股东权益           | 54           | 52           | 53           | 55           | 毛利率              | 45.7%      | 47.5%       | 48.0%      | 48.8%      |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>2,452</b> | <b>2,573</b> | <b>2,631</b> | <b>2,867</b> | 净利率              | 13.3%      | 14.5%       | 15.8%      | 17.3%      |
|                  |              |              |              |              | <b>运营效率指标</b>    |            |             |            |            |
| 利润表 (百万元)        |              |              |              |              | 应收账款周转率 (次)      | 77         | 77          | 77         | 77         |
|                  | 2011A        | 2012E        | 2013E        | 2014E        | 存货周转率 (次)        | 182        | 182         | 182        | 182        |
| 营业收入             | 513          | 601          | 672          | 749          | <b>偿债能力指标</b>    |            |             |            |            |
| 营业成本             | 278          | 316          | 350          | 383          | 资产负债率            | 38.2%      | 40.6%       | 40.6%      | 43.4%      |
| 营业税金及附加          | 30           | 35           | 40           | 44           | 流动比率             | 0.93       | 0.81        | 0.80       | 0.83       |
| 资产减值损失           | 0.39         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 速动比率             | 0.77       | 0.63        | 0.64       | 0.65       |
| 销售费用             | 12           | 13           | 14           | 13           | <b>费用率指标</b>     |            |             |            |            |
| 管理费用             | 126          | 141          | 155          | 168          | 销售费用率            | 2.2%       | 2.1%        | 2.1%       | 1.8%       |
| 财务费用             | 29           | 18           | 10           | 7            | 管理费用率            | 24.5%      | 23.5%       | 23.0%      | 22.5%      |
| 公允价值变动净收益        | 0            | 0            | 0            | 0            | 财务费用率            | 5.6%       | 3.0%        | 1.5%       | 1.0%       |
| 投资净收益            | 31           | 26           | 27           | 27           | <b>分红指标</b>      |            |             |            |            |
| <b>营业利润</b>      | <b>68</b>    | <b>104</b>   | <b>131</b>   | <b>159</b>   | 分红比例             |            |             |            |            |
| 营业外收支净额          | 11.59        | 0.10         | 0.10         | 0.10         | 股息收益率            | 2.6%       | 2.6%        | 2.6%       | 2.6%       |
| <b>利润总额</b>      | <b>80</b>    | <b>104</b>   | <b>131</b>   | <b>159</b>   | <b>估值指标</b>      |            |             |            |            |
| 所得税              | 15           | 18           | 23           | 28           | P/E (倍)          | 39.97      | 29.96       | 23.97      | 19.97      |
| 净利润              | 65           | 86           | 108          | 131          | P/B (倍)          | 1.87       | 1.85        | 1.81       | 1.74       |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>68</b>    | <b>87</b>    | <b>106</b>   | <b>129</b>   | P/S (倍)          | 5.32       | 4.54        | 4.06       | 3.65       |
| 少数股东损益           | -3           | -1           | 1            | 2            | 净资产收益率           | 4.7%       | 5.9%        | 7.0%       | 8.2%       |

资料来源：东北证券

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

|                      |      |                                        |
|----------------------|------|----------------------------------------|
| 股票<br>投资<br>评级<br>说明 | 推荐   | 在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。    |
|                      | 谨慎推荐 | 在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。 |
|                      | 中性   | 在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。  |
|                      | 回避   | 在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。     |
| 行业<br>投资<br>评级<br>说明 | 优于大势 | 在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。          |
|                      | 同步大势 | 在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。       |
|                      | 落后大势 | 在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。         |

### 东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市  
自由大路1138号  
邮编：130021  
电话：4006000686  
传真：(0431)5680032  
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区  
源深路305号  
邮编：200135  
电话：(021)20361000  
传真：(021)20361159

中国北京市西城区  
锦什坊街28号  
恒奥中心D座  
邮编：100033  
电话：(010)63210866  
传真：(010)63210867

### 销售支持

冯志远  
电话：(021)20361158  
手机：13301663766

周磊  
电话：(021)20361151  
手机：18616333251

凌云  
电话：(021) 20361152  
手机：18621755986

陈方立  
电话：(021) 20361153  
手机：18616824760