

证券研究报告—动态报告

餐饮旅游

景点

桂林旅游(000978)

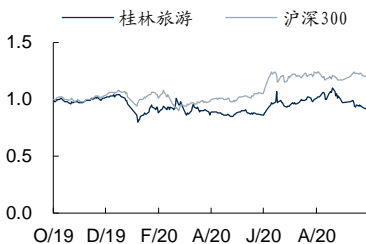
增持

2020年三季度点评

(维持评级)

2020年10月29日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	360/360
总市值/流通(百万元)	1,714/1,714
上证综指/深圳成指	3,269/13,388
12个月最高/最低(元)	5.76/4.06

相关研究报告:

- 《桂林旅游-000978-2020年半年报点评:短期承压明显,跟踪客流恢复及未来整合》——2020-08-17
- 《桂林旅游-000978-2019年半年报点评:中报业绩相对承压,关注区域整合及新项目潜力》——2019-08-05
- 《桂林旅游-000978-重大事件快评:拟定增补流缓解资金压力,关注区域资源整合潜力》——2019-06-05
- 《桂林旅游-000978-2018年年报点评:控费增效提振业绩,关注区域资源整合潜力》——2019-04-01
- 《桂林旅游-000978-2017年三季度点评:天气影响Q3表现,新董事会落定有望迎来新局面》——2017-10-29

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

证券分析师:钟潇

电话: 0755-82132098  
E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003

证券分析师:姜甜

电话: 0755-81981367  
E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080005

联系人:张鲁

电话: 0755-81982991  
E-MAIL: zhanglu5@guosen.com.cn

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。

财报点评

景区客流环比回暖,跟踪区域整合与定增进展

● 前三季度归母业绩同比下滑333%,与业绩快报基本一致

前三季度,公司实现营收1.71亿元,同比下滑64%;归母业绩亏损1.28亿元,同比下滑333%,符合预期;扣非业绩亏损1.59亿元,EPS -0.36元。Q3单季,公司收入7545万元,同比下滑57%;业绩亏损1663万元(去年同期盈利4506万元),扣非后亏损2588万元。

● 景区客流环比恢复中,各项目预计仍承压

截至5月21日,公司旗下所有景区(两江四湖、银子岩、丰鱼岩、龙胜温泉、贺州温泉)及漓江游船客运业务均已恢复运营。公司三季报显示,前三季度景区客流接待量同比下降63%(2020H1游客接待-72%),Q3单季旗下景区经营环比持续恢复中。此外期内投资收益(参股公司)为130万,同比减少4567万元。报告期内毛利率为-23.02%,同比下滑68.63pct,净利率为-88.57%,同比下滑95.51pct;期间费率同比增长44.88pct,其中管理/财务费率分别增27/15pct,与疫情期间景区收入端承压,而员工费用、折旧摊销等成本费用项相对刚性有关。

● 拟定增募资减轻财务压力,中线关注项目培育及整合进展

近期公司拟向控股股东定增募集资金不超过4.79亿元,扣除发行费用后全部用于偿还银行贷款。后续定增资金的到位,将降低公司的资产负债率,改善财务状况。8月11日,发改委发布《关于持续推进完善国有景区门票价格形成机制的通知》,景区门票降价压力犹存,且索道等景区内交通也不排除降价的可能。公司未来成长主看项目培育与整合,9月亏损孙公司资江丹霞温泉破产,未来将不再纳入合并报表体内,旗下资产整合再加速。前期公司就旗下景区与桂旅总公司签订《代为培育协议》,在控股股东协助下,旗下景区经营效率将进一步提速。

● 风险提示

宏观及疫情等系统性风险,景区降价政策风险,外延项目低于预期等。

● 跟踪区域整合与定增进展,维持“增持”评级

考虑客流恢复节奏以及孙公司破产清算影响,下调20-22年EPS至-0.66/0.18/0.26元,21-22年对应PE为27/18x。短期公司业绩显著承压,但公司与控股股东积极开展代为培育计划整合经营效率,中线来看整合优化及新项目潜力仍值得关注,暂维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	573.07	606.15	263.20	521.38	590.74
(+/-%)	3.02%	5.77%	-56.58%	98.09%	13.30%
净利润(百万元)	80.40	55.02	-237.89	64.08	93.27
(+/-%)	51.87%	-31.57%	-532.38%	-126.94%	45.54%
摊薄每股收益(元)	0.22	0.15	-0.66	0.18	0.26
EBIT Margin	13.60%	5.78%	-25.13%	7.18%	8.46%
净资产收益率(ROE)	5.12%	3.46%	-17.56%	4.70%	6.79%
市盈率(PE)	21.32	31.15	-7.21	26.75	18.38
EV/EBITDA	16.74	20.94	37.26	16.05	14.66
市净率(PB)	1.09	1.08	1.27	1.26	1.25

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

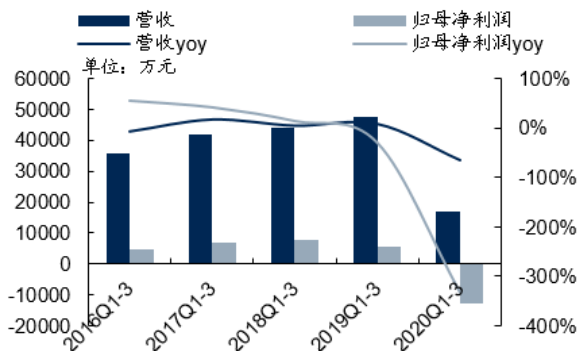
注:摊薄每股收益按最新总股本计算

### 前三季度归母业绩同比下滑 333%，与业绩快报基本一致

前三季度，受疫情影响，公司实现营收 1.71 亿元，同比下滑 64%；归母业绩亏损 1.28 亿元，同比下滑 333%，与业绩快报基本一致，符合预期；扣非业绩亏损 1.59 亿元；EPS -0.36 元/股。

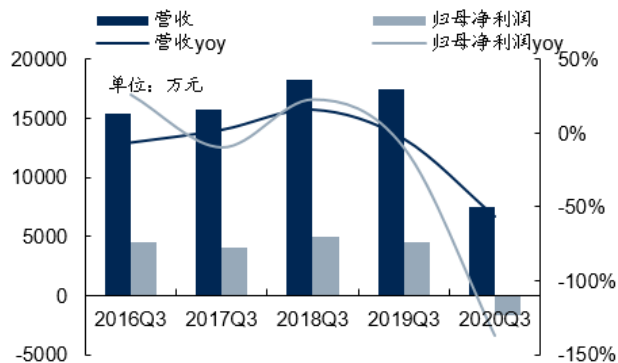
Q3 单季，公司实现收入 7545 万元，同比下滑 57%；业绩亏损 1663 万元（去年同期盈利 4506 万元），扣非后亏损 2588 万元。

图 1：公司前三季度收入业绩表现



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司 Q3 单季收入业绩表现



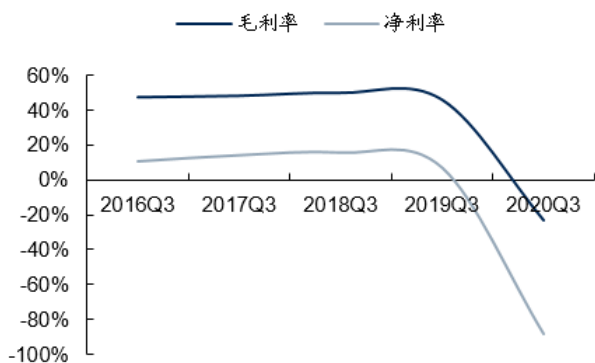
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

### 景区客流环比恢复中，各项目预计仍承压

随着国内疫情防控取得阶段性成果，截至 5 月 21 日，公司旗下所有景区（两江四湖、银子岩、丰鱼岩、龙胜温泉、贺州温泉）及漓江游船客运业务均已恢复运营。公司三季报显示，前三季度景区客流接待量同比下降 63%，而上半年旗下景区共接待游客 118 万人/-72%，Q3 单季旗下景区经营同比数据预计仍有所承压，但环比处于持续恢复过程中。此外，前三季度投资收益（参股公司）为 130 万，同比减少 4567 万元。

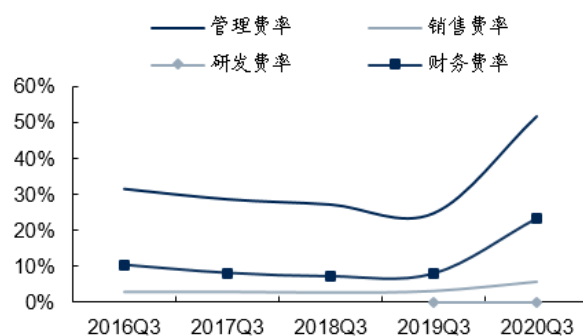
前三季度，公司毛利率为 -23.02%，同比下滑 68.63pct，净利率为 -88.57%，同比下滑 95.51pct；期间费率同比增长 44.88pct，其中管理费上升 26.94pct，财务费率上升 15.33pct，利润率下滑以及期间费率的提升，主要与疫情期间景区收入端承压，而员工费用、折旧摊销等成本费用项相对刚性有关。

图 3：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司期间费用率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

### 拟向控股股东定增募资减轻财务压力，中线关注项目培育及整合进展

2020年10月15日，公司发布非公开发行股票预案，拟向控股股东桂林旅游发展总公司定向发行不超过1.08亿股，发行价格为4.43元/股，锁定期为36个月，募集资金不超过4.79亿元，发行对象以现金认购，扣除发行费用后全部用于偿还银行贷款。截至9月30日，公司资产负债率为47.75%，后续定增资金的到位，将增加公司资本金，降低公司的资产负债率，改善财务状况，提高整体抗风险能力。

**门票降价压力仍存，关注项目培育、整合进展。**8月11日，发改委发布《关于持续推进完善国有景区门票价格形成机制的通知》，提出各地继续推动国有景区门票价格回归合理区间，降低偏高的门票价格水平，并提出景区内交通也要进行合理定价，但节奏上会考虑今年疫情的影响。未来景区门票降价压力犹存，且索道等景区内交通也不排除降价的可能。前期上市公司就旗下相关景区与桂旅总公司签订《代为培育协议》，在桂旅总公司协助下，公司旗下景区经营效率与新项目培育有望提速。此外，疫情影响下公司孙公司资江丹霞温泉于9月申请破产，未来将不再纳入合并报表体内，公司旗下项目的持续整合也将加速整体运营效率的提升。

### 建议跟踪客流恢复情况，中线关注项目培育、整合进展，暂维持“增持”

考虑客流恢复节奏以及孙公司破产清算影响，下调20-22年EPS至-0.66/0.18/0.26元，21-22年对应PE为27/18x。短期公司业绩显著承压，但公司与控股股东积极开展代为培育计划整合经营效率，中线来看整合优化及新项目潜力仍值得关注，暂维持“增持”评级。

### 风险提示

宏观及疫情等系统性风险，市场竞争加剧等，景区降价政策风险，外延项目低于预期等。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 20-10-29	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
601888	中国中免	买入	200.43	2.37	2.39	4.35	84.54	83.85	46.07	8.73
300662	科锐国际	增持	58.64	0.84	1.00	1.27	70.21	58.43	46.16	6.64
603043	广州酒家	买入	38.00	0.95	0.90	1.36	39.96	42.19	28.03	5.60
002621	美吉姆	增持	7.12	0.20	-0.18	0.23	35.60	-39.56	30.96	4.81
300144	宋城演艺	买入	16.01	0.51	0.18	0.59	31.24	91.20	26.97	4.67
002159	三特索道	买入	11.77	0.08	-0.12	0.39	147.13	-98.08	29.96	1.60
600754	锦江酒店	买入	44.98	1.14	0.50	1.34	39.44	90.51	33.68	2.07
600258	首旅酒店	买入	16.86	0.90	-0.46	0.88	18.82	-36.59	19.16	2.28
600138	中青旅	买入	10.07	0.78	-0.10	0.77	12.83	-101.13	13.15	1.38
300178	腾邦国际	买入	5.28	0.57	0.59	0.76	9.26	8.95	6.95	2.22
002607	中公教育	买入	39.46	0.29	0.41	0.57	134.86	97.33	69.52	32.14
002707	众信旅游	增持	6.12	0.08	-0.10	0.21	78.41	-59.77	28.87	2.44
000796	凯撒旅业	买入	13.33	0.16	-0.10	0.18	85.19	-139.29	74.10	3.06
600054	黄山旅游	增持	8.40	0.47	-0.10	0.44	18.01	-82.96	19.05	1.53
000888	峨眉山 A	增持	5.80	0.43	-0.20	0.40	13.51	-28.41	14.48	1.36
000978	桂林旅游	增持	4.76	0.15	-0.26	0.19	31.15	-18.21	25.32	1.20
002033	丽江股份	增持	6.33	0.37	0.08	0.37	17.09	79.81	17.13	1.34
603136	天目湖	增持	26.42	1.07	0.37	1.30	24.69	70.53	20.30	3.42

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	46	74	77	65	营业收入	606	263	521	591
应收款项	156	72	143	162	营业成本	345	200	319	356
存货净额	29	26	64	74	营业税金及附加	51	4	8	9
其他流动资产	17	9	18	21	销售费用	18	16	14	16
<b>流动资产合计</b>	<b>248</b>	<b>181</b>	<b>302</b>	<b>322</b>	管理费用	157	110	143	160
固定资产	1471	1368	1358	1338	财务费用	51	(1)	59	61
无形资产及其他	454	436	418	399	投资收益	58	12	72	81
投资性房地产	212	212	212	212	资产减值及公允价值变动	5	(80)	0	0
长期股权投资	486	568	633	698	其他收入	(6)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2871</b>	<b>2764</b>	<b>2922</b>	<b>2970</b>	营业利润	42	(133)	50	70
短期借款及交易性金融负债	229	494	554	565	营业外净收支	1	(8)	(8)	(8)
应付款项	87	18	44	51	<b>利润总额</b>	<b>42</b>	<b>(141)</b>	<b>42</b>	<b>62</b>
其他流动负债	158	76	134	153	所得税费用	18	(3)	8	12
<b>流动负债合计</b>	<b>473</b>	<b>587</b>	<b>732</b>	<b>770</b>	少数股东损益	(30)	100	(30)	(44)
长期借款及应付债券	751	751	751	751	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>55</b>	<b>(238)</b>	<b>64</b>	<b>93</b>
其他长期负债	49	56	62	67					
<b>长期负债合计</b>	<b>800</b>	<b>808</b>	<b>814</b>	<b>818</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1273</b>	<b>1394</b>	<b>1546</b>	<b>1588</b>	净利润	55	(238)	64	93
少数股东权益	6	16	13	8	资产减值准备	5	(4)	0	(0)
股东权益	1592	1354	1364	1373	折旧摊销	108	150	166	175
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2871</b>	<b>2764</b>	<b>2922</b>	<b>2970</b>	公允价值变动损失	(5)	80	0	0
					财务费用	51	(1)	59	61
					营运资本变动	58	(31)	(27)	(0)
					其它	11	14	(3)	(4)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>232</b>	<b>(30)</b>	<b>199</b>	<b>264</b>
					资本开支	(129)	(125)	(137)	(137)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(176)</b>	<b>(207)</b>	<b>(202)</b>	<b>(202)</b>
					权益性融资	1	0	0	0
					负债净变化	40	0	0	0
					支付股利、利息	(84)	0	(54)	(84)
					其它融资现金流	(34)	265	61	11
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(121)</b>	<b>265</b>	<b>6</b>	<b>(73)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(66)</b>	<b>28</b>	<b>3</b>	<b>(11)</b>
					货币资金的期初余额	111	46	74	77
					货币资金的期末余额	46	74	77	65
					企业自由现金流	58	(71)	31	78
					权益自由现金流	64	195	44	40

资料来源：Wind、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	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	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
	卖出	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	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032