

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

社会服务

**桂林旅游 (000978)**
**增持**

景点

重大事件快评

(维持评级)

2019年06月05日

# 拟定增补流缓解资金压力，关注区域资源整合潜力

证券分析师: 曾光	0755-82150809	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	0755-82132098	zhongxiao@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003
联系人: 姜甜	0755-81981367	jiangtian@guosen.com.cn	

## 事项:

桂林旅游6月4日晚发布公告:公司正在筹划非公开发行股票事项,拟使用募集资金补充公司流动资金等。本次非公开发行的股票数量拟按照募集资金总额除以发行价格确定,且不超过本次发行前总股本的20%,即72,020,000股(含本数)。本次发行预计不会导致公司控制权发生变化。

国信社服观点:1)公司此前因有息负债较高带来较高财务费用,拖累主业业绩且制约公司转型发展,若本次定增补流顺利落地,则有望优化公司资产负债结构,改善财务状况;2)桂林区域资源丰富但较为分散,公司作为区域资源整合平台,有望在政府和大股东支持下,在资金问题持续优化下加快推动区域整合;3)与宋城演艺合作的丽江千古情有望为公司贡献新的盈利增长点。综合来看,我们预计19-21年EPS0.28/0.33/0.39元,PE估值20/17/14倍。公司旗下景区资源相对多元化,未来若定增落地资金问题缓解,叠加政府和大股东持续支持下有望整合区域旅游资源,并通过休闲升级等提升综合运营能力,带来中线成长看点,短期需跟踪门票降价政策后续进展及二股东桂林航空质押情况,暂维持“增持”。

## 评论:

### ■ 公司拟非公开发行股份补流,有望优化公司资本结构,改善财务状况

从公司的资产负债结构来看,公司的负债一直以来均处于较高水平,近五年资产负债率大概在40%-48%之间波动,2018年资产负债率接近45%。其中,有息负债占比约76%-85%,2018年有息负债/总负债为79%。

图1:公司负债处于较高水平



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图2:公司财务费用波动对扣非主业影响较大



资料来源:公司财报,国信证券经济研究所整理

较高的资产负债水平及有息负债占比导致公司资金成本高企，2017、2018 年公司财务费用分别高达 3844、4187 万元，考虑 2017 年、2018 年公司扣非主业业绩分别为 5460、7494 万元，财务费用对主业业绩的拖累较大。

公司本次公告正在筹划非公开发行股票事项，拟使用募集资金补充公司流动资金等。若本次定增补流顺利落地，公司有望缓解资金压力，优化公司资本结构，改善公司财务状况，从而能一定程度上提高公司的盈利能力。不过，考虑公司公告公司拟发行股份不超过发行前公司总股本的 20%，具体发行价格及发行金额尚在论证过程中，若以现价 9 折计算，则募集资金约 3.6 亿元，有助于财务费用的节约，但考虑增发股份可能带来相应的摊薄影响，我们预计综合权衡后对 EPS 影响相对平稳。

### ■ 公司系桂林区域资源整合和融资平台，资金优化后有望更加积极谋发展

桂林旅游（000978）隶属于桂林市国资旗下，目前系政府和大股东支持下的桂林市级旅游资源整合平台。公司在 2018 年年报中表示希望未来成为具有创新和持续发展能力的大型旅游集团控股上市公司，成为广西最大、最强的旅游集团。未来 3-5 年将通过“三步走”和“五个抓”，加强资本运作，实现旅游资源的大整合和大管理，不断做强做大做优旅游经营业务，实现公司向优质旅游跨越，并助力桂林旅游业更好更快发展。

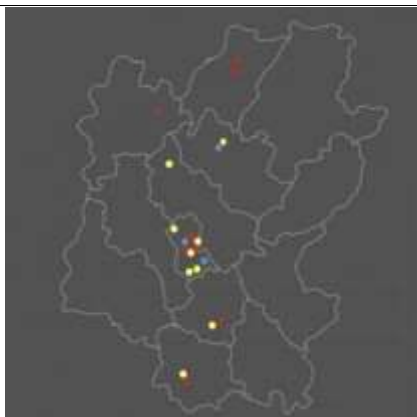
结合我们此前分析，桂林区域旅游资源十分丰富，但极为分散，亟待整合。如下表 1，桂林市有 3 个 5A 级旅游景区、15 个 4A 级景区和 2 个 3A 级景区，景区资源极为丰富。但是这些景区多呈现点散状布局，较为分散（如图 3）。同时，除了桂林旅游上市公司拥有下属景区中近半壁江山外，其他经营主体也较为分散，因此桂林景区虽然是发展多年较为成熟，但整体尚未形成合力，整体的规划包括部分旅游设施仍相对不足。同时，由于景区的分散，游览过程中，交通的衔接也会影响游客的满意度（尤其是自由行客人），部分位置偏远的景区客流也相对受限。因此区域资源也亟待整合升级。与此同时，考虑贵广高铁通车后，桂林距离珠三角中心广深等城市高铁车程仅 3-4 小时，未来休闲度假升级具有较好客源基础支撑。

表 1：桂林市 3A-5A 景区情况

旅游景区	级别	地理位置	特色	门票价格	主管单位
漓江风景区	5A	桂林市	桂林风景的精华所在，核心旅游景点	210	桂林旅游（游船客位占 42%左右）等公司
乐满地度假世界	5A	兴安县	国际级大型游乐园，曾被评为“全国十佳主题乐园”	150	台湾元大证券集团
靖江王城景区	5A	桂林市	集大院校、风景名胜（独秀峰）、完整历史建筑物、历史背景于一体的综合性景区	130	桂林市升辉旅游景区投资管理有限公司
七星景区	4A	桂林市	因有七星山，七星岩而得名，是桂林市最大、历史最悠久、景点最多的综合性公园	55	桂林旅游发展总公司
芦笛景区	4A	桂林市	因有芦笛岩、芙蓉池等主要景点，被誉为“大自然的艺术之宫”	120	桂林旅游发展总公司
世外桃源旅游区	4A	阳朔县	山光水色、民俗风情景区，追溯陶渊明《桃花源记》的意境	80	桂林阳朔山水旅游开发有限公司
冠岩景区	4A	桂林市	桂林诸岩洞中脱颖而出的新型旅游洞穴	80	桂林华之冠旅游开发有限公司
愚自乐园	4A	雁山区	自然风光和浓郁独特的艺术氛围的世界级创作基地与度假胜地	100	台湾投资
两江四湖景区	4A	桂林市	桂林市水上游的重要项目之一，桂林历史上最大的环保工程	230	桂林旅游
银子岩风景区	4A	阳朔县	典型的喀斯特地貌，被誉为“世界溶洞奇观”	65	桂林旅游
古东瀑布景区	4A	灵川县	距桂林市区最近，面积最宽，瀑布最具特色的一处森林公园	75	桂林古东旅游有限公司
象山景区	4A	桂林市	桂林经典的传统景区，以其独特的山形和悠久的历史成为桂林城徽标志	75	桂林旅游发展总公司
穿山公园	4A	桂林市	穿山是桂林的名山之一，穿山岩是一大型风景溶洞	15	桂林源诚旅游开发有限公司
丰鱼岩度假区	4A	荔浦县	洞穴与地下河景观构成的溶洞观光风景区	70	桂林旅游
龙胜温泉	4A	龙胜县	龙胜温泉被誉为“华南第一泉”	128	桂林旅游
尧山景区	4A	桂林市	尧山主峰是桂林市最高的山峰，景区有全国保存最完整的明代藩王墓群靖江王陵	95	
荔江湾景区	4A	荔浦县	集休闲、娱乐、观赏为一体的动态旅游景区	60	桂林荔浦荔江湾景区有限责任公司
兴安灵渠	4A	兴安县	是世界上最古老的运河之一，有着“世界古代水利建筑明珠”的美誉	60	桂林国悦灵渠旅游开发有限公司
天门山景区	3A	资源县	国家森林公园、国家地质公园、自治区级风景名胜	60	桂林旅游
资江丹霞景区	3A	资源县	典型的丹霞地貌奇观，生态型自然风景区	120	桂林旅游

资料来源：桂林市旅游政务网、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：桂林地区 5A、4A 及部分 3A 景区地理分布图



资料来源：桂林市旅游政务网、国信证券经济研究所整理  
(备注：蓝色为 5A 景区、黄色为 4A 景区，红色为桂林旅游主营或合作景区)

考虑上市公司系桂林旅游区域龙头，未来随着上市公司资金问题的逐步解决，可以在政府和大股东的支持下，有望进一步加深与大股东区域旅游资源产品整合，统筹营销管理，丰富景区游览路线，探索套票等产品模式，更好地强化其自身项目休闲度假升级和综合运营效率的提升，从而有利于公司持续成长，降低对门票经济的依赖。此外，公司将继续推进对不盈利或亏损企业资产的整合与盘活，以更好地提升公司景区资源效能。

#### ■ 桂林漓江千古情开局良好，有望带来公司成长新看点

公司与宋城演艺合作的漓江千古情已与 2018 年 7 月正式开业，公司占比 30%，2018 年漓江千古情为公司贡献投资收益 21 万元，开业首年即盈利，表现突出。根据我们的持续跟踪，今年 Q1 及清明、五一期间，漓江千古情均表现良好，其中五一期间接待游客 6.1 万人，单日演出 6 场，创开业后新高。并且，作为室内演出，相对受天气影响较小，叠加其品牌及营销优势，因此在于印象刘三姐的 PK 中有望较快胜出。综合来看，参考宋城演艺其他项目过往的优异成绩，结合我们的持续跟踪，我们认为在桂林区域丰富的客流基础上，叠加宋城演艺的编剧运营能力，漓江千古情有望成为公司新的盈利增长点。我们估算 2019 年桂林千古情有望实现收入 1.2-1.4 亿元，对上市公司的投资收益贡献预计约 1350-1600 万元，较 18 年扣非主业估算增厚约 18-21%，有望持续助力公司成长。

#### ■ 投资建议：拟定增补流解决资金束缚，兼顾门票降价及二股东质押情况，暂维持“增持”

预计 19-21 年 EPS0.28/0.33/ 0.39 元，PE 估值 20/17/14 倍，估值系公司历史低位。公司本次公告拟定增补流，显示公司希望优化其资本结构，缓解资金压力，后续可以进一步在政府和大股东支持下整合区域资源，提升公司景区资源效能。公司旗下景区资源相对多元化，未来若定增落地资金问题缓解，叠加政府和大股东持续支持下有望整合区域旅游资源，并通过休闲升级等提升综合运营能力，带来中线成长看点，短期需跟踪门票降价政策后续进展、定增进展及二股东桂林航空质押情况，暂维持“增持”。

#### ■ 风险提示

门票降价风险；国企改革或资源整合情况低于预期；目前本次非公开发行股票方案及募集资金使用可行性尚在论证过程中，该事项存在重大不确定性；二股东可能因海航资金问题存在质押被迫平仓风险。

**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 19-6-4	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
601888	中国国旅	买入	75.70	1.61	2.31	2.42	46.97	32.77	31.28	7.24
300144	宋城演艺	买入	20.49	0.89	0.88	1.04	23.12	23.16	19.65	3.66
600258	首旅酒店	买入	16.35	0.88	0.93	1.13	18.68	17.50	14.46	1.91
600754	锦江股份	买入	23.98	1.13	1.18	1.34	21.22	20.27	17.89	1.62
300662	科锐国际	买入	32.95	0.65	0.90	1.17	50.40	36.70	28.14	6.58
002607	中公教育	增持	12.22	0.19	0.26	0.35	65.37	47.21	34.78	2.00
002707	众信旅游	增持	5.70	0.04	0.30	0.36	139.02	19.00	15.83	2.36
000796	凯撒旅游	增持	7.11	0.24	0.36	0.42	29.41	19.78	17.00	2.41
603043	广州酒家	买入	29.76	0.95	1.10	1.33	31.33	27.05	22.38	5.61
600138	中青旅	买入	12.54	0.83	0.90	1.05	15.19	13.86	11.95	1.52
002159	三特索道	买入	14.82	0.97	0.28	0.54	15.25	52.17	27.43	2.54
603136	天目湖	增持	20.71	1.29	1.46	1.76	16.05	14.18	11.77	2.84
600054	黄山旅游	增持	9.00	0.78	0.51	0.55	11.55	17.68	16.37	1.72
000888	峨眉山 A	增持	6.03	0.40	0.39	0.42	15.19	15.32	14.27	1.26
000978	桂林旅游	增持	5.57	0.22	0.28	0.33	24.95	20.22	17.01	1.20
002033	丽江旅游	增持	5.99	0.35	0.24	0.26	17.18	24.70	22.68	1.28

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)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	111	96	90	99
应收款项	157	141	151	163
存货净额	79	78	77	82
其他流动资产	18	21	23	24
<b>流动资产合计</b>	<b>365</b>	<b>336</b>	<b>342</b>	<b>368</b>
固定资产	1419	1429	1454	1464
无形资产及其他	486	466	447	427
投资性房地产	215	215	215	215
长期股权投资	438	533	668	803
<b>资产总计</b>	<b>2923</b>	<b>2981</b>	<b>3127</b>	<b>3278</b>
短期借款及交易性金融负债	329	399	530	654
应付款项	59	54	53	57
其他流动负债	166	141	130	132
<b>流动负债合计</b>	<b>553</b>	<b>594</b>	<b>714</b>	<b>843</b>
长期借款及应付债券	711	711	711	711
其他长期负债	49	58	68	79
<b>长期负债合计</b>	<b>760</b>	<b>769</b>	<b>780</b>	<b>790</b>
<b>负债合计</b>	<b>1313</b>	<b>1363</b>	<b>1493</b>	<b>1633</b>
少数股东权益	39	37	35	33
股东权益	1571	1581	1598	1612
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2923</b>	<b>2981</b>	<b>3127</b>	<b>3278</b>

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.22	0.28	0.33	0.39
每股红利	0.20	0.25	0.28	0.35
每股净资产	4.36	4.39	4.44	4.48
ROIC	3%	4%	6%	7%
ROE	5%	6%	7%	9%
毛利率	46%	46%	46%	47%
EBIT Margin	14%	15%	21%	24%
EBITDA Margin	32%	37%	46%	49%
收入增长	3%	6%	7%	7%
净利润增长率	52%	23%	19%	19%
资产负债率	46%	47%	49%	51%
息率	3.6%	4.5%	5.0%	6.3%
P/E	24.9	20.2	17.0	14.3
P/B	1.3	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	18.4	15.0	11.7	10.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>573</b>	<b>606</b>	<b>650</b>	<b>698</b>
营业成本	310	327	348	373
营业税金及附加	8	9	10	10
销售费用	17	17	15	14
管理费用	160	165	140	134
财务费用	42	(3)	54	60
投资收益	48	50	53	56
资产减值及公允价值变动	(3)	(35)	(14)	(17)
其他收入	5	0	0	0
营业利润	87	105	122	146
营业外净收支	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>87</b>	<b>105</b>	<b>122</b>	<b>146</b>
所得税费用	21	23	24	29
少数股东损益	(14)	(17)	(20)	(24)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>80</b>	<b>99</b>	<b>118</b>	<b>140</b>

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>80</b>	<b>99</b>	<b>118</b>	<b>140</b>
资产减值准备	(3)	1	0	0
折旧摊销	103	137	160	173
公允价值变动损失	3	35	14	17
财务费用	42	(3)	54	60
营运资本变动	(11)	(6)	(12)	(2)
其它	1	(3)	(2)	(2)
<b>经营活动现金流</b>	<b>174</b>	<b>264</b>	<b>279</b>	<b>327</b>
资本开支	(139)	(165)	(181)	(181)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(313)</b>	<b>(260)</b>	<b>(316)</b>	<b>(316)</b>
权益性融资	1	0	0	0
负债净变化	138	0	0	0
支付股利、利息	(73)	(89)	(100)	(126)
其它融资现金流	56	70	131	124
<b>融资活动现金流</b>	<b>186</b>	<b>(19)</b>	<b>31</b>	<b>(2)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>47</b>	<b>(15)</b>	<b>(6)</b>	<b>9</b>
货币资金的期初余额	64	111	96	90
货币资金的期末余额	111	96	90	99
企业自由现金流	12	35	78	124
权益自由现金流	206	108	166	200

## 相关研究报告

- 《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 年三季报点评：天气影响 Q3 表现，新董事会落定有望迎来新局面》 ——2017-10-29
- 《桂林旅游-000978-重大事件快评：董事会换届确立“国资+海航”共赢格局，资本运作有望开启》 ——2017-09-25
- 《桂林旅游-000978-2017 年半年报点评：量价齐振推动业绩高速增长，静待换届完成》 ——2017-08-28
- 《桂林旅游-000978-2016 年报点评：业绩步入拐点期，区域资源整合预期渐明朗》 ——2017-03-30

## 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