

证券研究报告—动态报告

社会服务

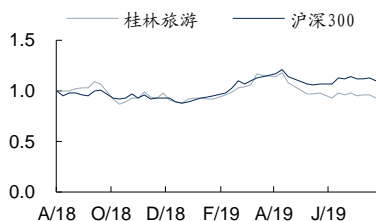
景点

桂林旅游(000978)
增持

2019 年半年报点评

(维持评级)

2019 年 08 月 05 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)	1,963/1,962
上证综指/深圳成指	2,868/9,268
12 个月最高/最低(元)	7.08/4.95

相关研究报告:

《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

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号: 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号: S0980513100003

联系人: 姜甜

电话: 0755-81981367

E-MAIL: jiangtian@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
中报业绩相对承压, 关注区域整合及新项目潜力
● 2019 年中报业绩下滑 66%, 与业绩快报一致

2019 年上半年, 公司实现营收 3 亿元/+16.83%, 归母业绩 991.62 万元/-66.16%, 扣非后下滑 65.65%, EPS0.03 元, 与业绩快报基本一致。Q2 单季, 公司营收增 27%, 业绩下滑 62%, 丹霞增亏及客流下滑拖累业绩增长。

● 资江扰动&客流承压拖累景区增长, 千古情等带来投资收益支撑

上半年, 公司旗下景区接待游客同比下滑 6.7%, 而收入增长主要来自福隆园项目清算收入驱动, 剔除其影响则收入同比持平。公司业绩下滑主要因为资江丹霞项目酒店式别墅清理处置导致同比增亏 1375 万拖累。同时, 公司盈利主体银子岩接待游客 121.70 万人次/-4.9%, 收入 4807 万元/-5.4%, 客单价基本持平 (18.10.1 门票降价, 但团队结算价或影响有限), 实现净利润 3122 万元/-9.1%; 两江四湖接待游客 57.61 万人次/-3.4%, 但依托客单价提升, 其净利润 498 万元/+17.6%; 漓江游船客流及收入分别+13.6%/+6.7%; 大瀑布酒店收入下降 7.1%, 净利润下降 77.8%。同时, 公司实现投资收益 2492 万元, 同增 29%, 主要来自桂林千古情贡献 532 万元支撑。综合来看, 毛利率下滑 2.33pct, 主因丹霞温泉处置资产与用工成本上涨; 期间费率降 4.27pct, 主要系管理费率降 5.17pct, 销售、财务费用分别+0.67pct/+0.22pct。

● 门票降价压力仍存, 关注千古情成长与区域资源整合提升

7.31 国务院会议鼓励门票减免等政策后, 短期门票降价压力仍是关注焦点。不过, 目前, 公司已公告拟定增补流, 若顺利落地则有望优化其资本结构, 缓解资金压力, 且中报表示拟在核心景区银子岩打造《境 SHOW》演艺及拟与大股东共同开发南宁相思湖项目等, 显示公司内生外延更加积极。公司作为桂林区域资源整合与融资平台, 在政府和大股东支持下, 未来有望持续整合优化区域资源, 提升公司景区资源效能。此外, 公司与宋城合作的漓江千古情项目表现良好, 考虑公司目前利润体量不高, 未来有望成为公司新的盈利增长点。

● 风险提示: 门票降价, 国企改革或资源整合低于预期, 桂旅航空股权质押等。
● 跟踪门票降价进展, 中线关注区域整合和新项目潜力, 维持“增持”

预计 19-21 年 EPS0.16/0.25/0.31 元, 对应 PE35/22/17 倍。公司旗下景区相对多元, 整合优化及新项目潜力未来值得关注, 建议跟踪景区未来降价情况及二股东股权质押后续进展, 维持公司“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	556	573	556	589	624
(+/-%)	14.4%	3.0%	-2.9%	5.9%	5.9%
净利润(百万元)	53	80	57	90	113
(+/-%)	784.5%	51.9%	-29.4%	58.7%	25.1%
摊薄每股收益(元)	0.15	0.22	0.16	0.25	0.31
EBIT Margin	10.2%	13.6%	1.1%	14.4%	17.1%
净资产收益率(ROE)	3.5%	5.1%	3.6%	5.7%	7.0%
市盈率(PE)	37.1	24.4	34.6	21.8	17.4
EV/EBITDA	19.2	18.1	23.6	14.3	13.1
市净率(PB)	1.29	1.25	1.24	1.23	1.23

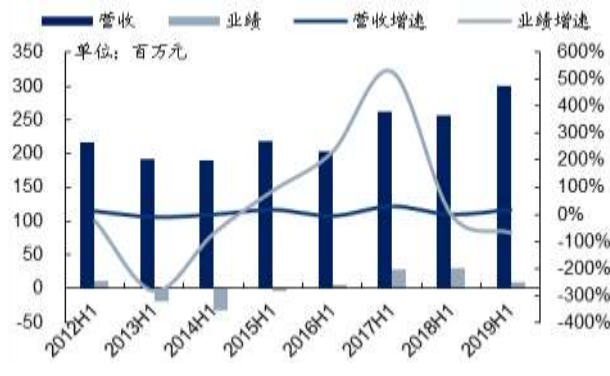
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2019年中报业绩下滑66%，与业绩快报一致

2019年上半年，公司实现营收3亿元/+16.83%，归母业绩991.62万元/-66.16%，扣非后下滑65.65%，EPS0.03元，与业绩快报基本一致。Q2单季，公司营收增27%，业绩下滑62%，丹霞增亏及客流下滑拖累业绩增长

图 1：公司 2019H1 业绩下滑 66%



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：桂林旅游分业务增长情况

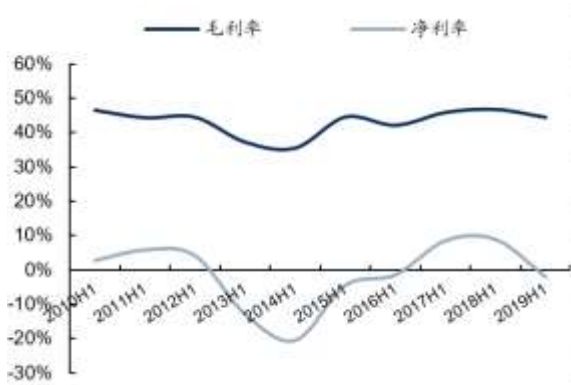


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资江扰动&客流承压拖累景区增长，千古情等带来投资收益支撑

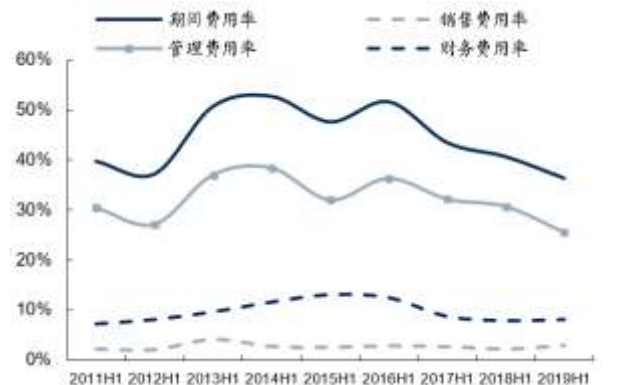
上半年，公司旗下景区接待游客同比下滑6.7%，而收入增长主要来自福隆园项目清算收入驱动，剔除其影响则收入同比持平。公司业绩下滑主要因为资江丹霞项目酒店式别墅清理处置导致同比增亏1375万拖累。同时，公司盈利主体银子岩接待游客121.70万人次/-4.9%，收入4807万元/-5.4%，客单价基本持平（18.10.1门票降价，但团队结算价或影响有限），实现净利润3122万元/-9.1%；两江四湖接待游客57.61万人次/-3.4%，但依托客单价提升，其净利润498万元/+17.6%；漓江游船客流及收入分别+13.6%/+6.7%；大瀑布酒店收入下降7.1%，净利润下降77.8%。同时，公司实现投资收益2492万元，同增29%，主要来自桂林千古情贡献532万元支撑。综合来看，毛利率下滑2.33pct，主因丹霞温泉处置资产与用工成本上涨；期间费率降4.27pct，主要系管理费率降5.17pct，销售、财务费用分别+0.67pct/+0.22pct。

图 3：公司 2019H1 毛利率同比下滑 2.33pct



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司 2019H1 期间费用率同比下滑 4.27pct



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 公司重点项目经营表现情况

项目	股权	2018H1			2019H1			2019H1 增速		
		客流	收入	权益净利润	客流	收入	权益净利润	客流增速	收入增速	业绩增速
银子岩	96.87%	128	5083	3327	122	4807	3025	-4.9%	-5.4%	-9.1%
两江四湖	100.00%	60	4940	424	58	5141	498	-3.4%	4.1%	17.6%
漓江游船客运	分公司	26	5667	-	30	6047	-	13.6%	6.7%	-
漓江大瀑布饭店	100.00%	15	4530	265	14	4209	59	-4.0%	-7.1%	-77.8%
旅游汽车公司	100.00%	32	1861	-164	35	1360	-517	9.1%	-26.9%	-214.6%
漓江千古情	30.00%	-	-	-170	-	7483	531	-	-	412.9%

资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

门票降价压力仍存, 关注千古情成长与区域资源整合提升

7.31 国务院会议鼓励门票减免等政策后, 短期门票降价压力仍是关注焦点。不过, 目前, 公司已公告拟定增补流, 若顺利落地则有望优化其资本结构, 缓解资金压力, 且中报表示拟在核心景区银子岩打造《境 SHOW》演艺及拟与大股东共同开发南宁相思湖项目等, 显示公司内生外延更加积极。公司作为桂林区域资源整合与融资平台, 在政府和大股东支持下, 未来有望持续整合优化区域资源, 提升公司景区资源效能。此外, 公司与宋城合作的漓江千古情项目表现良好, 考虑公司目前利润体量不高, 未来有望成为公司新的盈利增长点

风险提示

国企改革或资源整合低于预期, 桂旅航空股权质押, 门票降价风险等

投资建议: 跟踪门票降价进展, 中线关注区域整合和新项目潜力, 维持“增持”

预计 19-21 年 EPS0.16/0.25/0.31 元, 对应 PE35/22/17 倍。公司旗下景区相对多元, 整合优化及新项目潜力未来值得关注, 建议跟踪景区未来降价情况及二股东股权质押后续进展, 维持公司“增持”评级。

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 19-8-2	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
601888	中国国旅	买入	90.47	1.61	2.31	2.57	56.13	39.20	35.26	10.88
300144	宋城演艺	买入	25.75	0.89	0.91	0.96	29.06	28.16	26.77	4.42
603043	广州酒家	买入	30.60	0.95	1.10	1.33	32.21	27.82	23.01	6.34
002607	中公教育	增持	14.08	0.19	0.26	0.35	75.32	54.39	40.07	29.40
300662	科锐国际	买入	31.82	0.65	0.90	1.17	48.67	35.44	27.17	7.87
600258	首旅酒店	买入	16.68	0.88	0.93	1.13	19.05	17.85	14.75	2.02
600754	锦江股份	买入	23.89	1.13	1.18	1.34	21.14	20.19	17.83	1.81
002707	众信旅游	增持	5.59	0.04	0.30	0.36	136.34	18.63	15.53	2.32
000796	凯撒旅游	增持	6.50	0.24	0.36	0.42	26.88	18.08	15.54	2.35
600138	中青旅	买入	12.52	0.83	0.90	1.05	15.17	13.84	11.94	1.48
002159	三特索道	买入	15.04	0.97	0.28	0.54	15.48	52.94	27.84	2.17
603136	天目湖	增持	19.97	1.29	1.46	1.76	15.48	13.68	11.35	2.81
600054	黄山旅游	增持	9.17	0.78	0.51	0.55	11.76	18.02	16.68	1.64
000888	峨眉山 A	增持	5.75	0.40	0.39	0.42	14.48	14.61	13.60	1.28
000978	桂林旅游	增持	5.45	0.22	0.16	0.25	24.41	34.57	21.78	1.25
002033	丽江旅游	增持	5.89	0.35	0.24	0.26	16.89	24.28	22.30	1.33

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)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	111	96	90	99	营业收入	573	556	589	624
应收款项	157	152	161	171	营业成本	310	303	319	338
存货净额	79	85	67	69	营业税金及附加	8	52	9	9
其他流动资产	18	19	21	22	销售费用	17	17	16	14
流动资产合计	365	353	339	361	管理费用	160	178	161	156
固定资产	1419	1464	1504	1531	财务费用	42	(3)	56	62
无形资产及其他	486	466	447	427	投资收益	48	61	72	81
投资性房地产	215	215	215	215	资产减值及公允价值变动	(3)	0	0	0
长期股权投资	438	533	668	803	其他收入	5	0	0	0
资产总计	2923	3032	3174	3338	营业利润	87	70	102	125
短期借款及交易性金融负债	329	417	577	720	营业外净收支	1	(8)	(8)	(8)
应付款项	59	59	46	48	利润总额	87	62	94	117
其他流动负债	166	173	144	144	所得税费用	21	15	19	23
流动负债合计	553	649	768	912	少数股东损益	(14)	(10)	(15)	(19)
长期借款及应付债券	711	711	711	711	归属于母公司净利润	80	57	90	113
其他长期负债	49	58	68	79					
长期负债合计	760	769	780	790	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1313	1418	1547	1702	净利润	80	57	90	113
少数股东权益	39	38	36	34	资产减值准备	(3)	1	0	0
股东权益	1571	1576	1590	1601	折旧摊销	103	137	160	173
负债和股东权益总计	2923	3032	3174	3338	公允价值变动损失	3	0	0	0
					财务费用	42	(3)	56	62
关键财务与估值指标					营运资本变动	(11)	15	(23)	(1)
每股收益	0.22	0.16	0.25	0.31	其它	1	(2)	(2)	(2)
每股红利	0.20	0.14	0.21	0.28	经营活动现金流	174	208	226	283
每股净资产	4.36	4.38	4.42	4.45	资本开支	(139)	(165)	(181)	(181)
ROIC	3%	1%	4%	4%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	5%	4%	6%	7%	投资活动现金流	(313)	(260)	(316)	(316)
毛利率	46%	46%	46%	46%	权益性融资	1	0	0	0
EBIT Margin	14%	1%	14%	17%	负债净变化	138	0	0	0
EBITDA Margin	32%	26%	42%	45%	支付股利、利息	(73)	(51)	(77)	(101)
收入增长	3%	-3%	6%	6%	其它融资现金流	56	88	160	143
净利润增长率	52%	-29%	59%	25%	融资活动现金流	186	37	84	42
资产负债率	46%	48%	50%	52%	现金净变动	47	(15)	(6)	9
息率	3.7%	2.6%	3.9%	5.2%	货币资金的期初余额	64	111	96	90
P/E	24.4	34.6	21.8	17.4	货币资金的期末余额	111	96	90	99
P/B	1.2	1.2	1.2	1.2	企业自由现金流	12	(7)	24	77
EV/EBITDA	18.1	23.6	14.3	13.1	权益自由现金流	206	83	140	170

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