

证券研究报告—动态报告

餐饮旅游

景点

桂林旅游(000978)

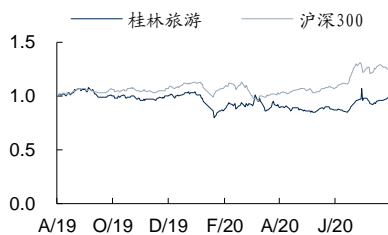
增持

2020 年半年报点评

(维持评级)

2020 年 08 月 17 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)	1,858/1,858
上证综指/深圳成指	3,360/13,489
12 个月最高/最低(元)	5.70/4.06

相关研究报告:

《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

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

短期承压明显, 跟踪客流恢复及未来整合

● 2020 年中报业绩亏损 1.12 亿, 与业绩快报基本一致

2020 年上半年, 受疫情影响, 公司实现营收 9552 万元/-68%; 归母净利润亏损 1.12 亿元/-1225%, 扣非业绩亏损 1.33 亿元; EPS -0.31 元/股, 与业绩快报基本一致。Q2 单季, 公司业绩亏损 4446 万元。

● 疫情影响下景区客流下滑 87%, 各项目承压明显

受疫情影响, 1.26 起公司业务除漓江大瀑布饭店、琴潭客运站和部分出租车外均暂停运营, 4-5 月陆续恢复运营, 但仍受疫情管控、景区限流以及跨省团队游限制等影响。具体来看, 上半年公司旗下景区接待游客同比下滑 87%。其中银子岩接待游客下滑 91%, 收入 430 万, 净利润亏损 563 万; 两江四湖接待游客下滑 86%, 收入 783 万, 净利润亏损 2399 万; 漓江游船接待游客下滑 84%, 收入 788 万; 大瀑布酒店客流下滑 86%, 收入 904 万, 净利润亏损 1591 万。各项目收入及净利润下滑幅度均在 100% 左右。此外投资收益同比减少 3088 万元。公司毛利率下滑至 -54%, 期间费用率提升至 93%。

● 短期跟踪疫情及客流恢复, 中线关注新项目成长及区域整合

随着疫情防控取得阶段性成果, 7.14 后跨省团队游恢复, 以及 8.12 起演出场所观众上座率限制由 30% 提至 50%, 预计下半年客流有望持续改善。短期《境 SHOW》演艺项目有所推迟, 但新项目显示公司积极拓展, 未来有望成为公司盈利新增长点。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。此外公司定增已终止, 关注后续再融资进展, 若顺利落地则有望缓解资金压力。以及继续关注景区门票及景区交通票降价进展。

● 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。

● 建议跟踪客流恢复, 中线关注区域整合及休闲游布局, 维持“增持”

考虑疫情, 下调 20-22 年 EPS 至 -0.26/0.19/0.27 元, 今年预计亏损, 21-22 年对应 PE 为 27/19x。短期公司业绩显著承压, 但公司目前市值仅 19 亿, 地处珠三角区域休闲游基础较充分, 旗下景区相对多元, 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	-94.12	67.70	96.91
(+/-%)	51.87%	-31.57%	--	-171.94%	43.14%
摊薄每股收益(元)	0.22	0.15	-0.26	0.19	0.27
EBIT Margin	13.60%	5.78%	-25.13%	7.18%	8.46%
净资产收益率(ROE)	5.12%	3.46%	-6.28%	4.49%	6.38%
市盈率(PE)	23.11	33.77	-19.74	27.45	19.17
EV/EBITDA	17.54	21.95	38.35	16.50	15.05
市净率(PB)	1.18	1.17	1.24	1.23	1.22

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

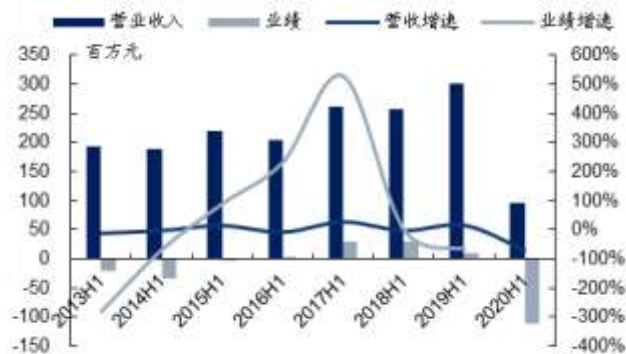
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2020 年中报业绩亏损 1.12 亿，与业绩快报基本一致

2020 年上半年，受疫情影响，公司实现营收 9552 万元，同比下滑 68%；归母净利润亏损 1.12 亿元（去年同期盈利 992 万元），扣非业绩亏损 1.33 亿元；EPS -0.31 元/股，与业绩快报基本一致。

Q2 单季，公司实现收入 6803 万元，同比下滑 63%；业绩亏损 4446 万元（去年同期盈利 1186 万元）。

图 1：公司 2020H1 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 Q2 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

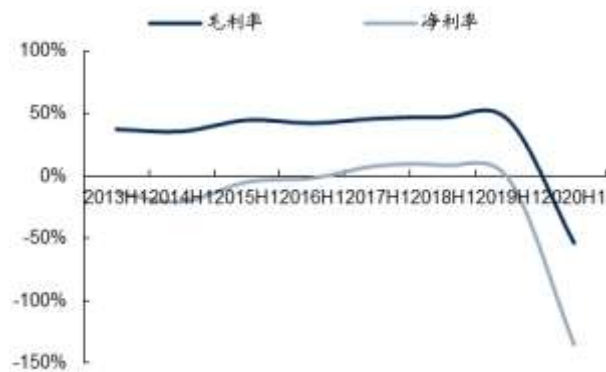
疫情影响下景区客流下滑 87%，各项目承压明显

受疫情影响，1.26 起公司业务除漓江大瀑布饭店、琴潭客运站和部分出租车外均暂停运营，4-5 月陆续恢复运营，但仍受疫情管控、景区限流以及跨省团队游限制等影响。具体来看，上半年公司旗下景区接待游客同比下滑 87%。其中银子岩接待游客下滑 91%，收入 430 万，净利润亏损 563 万；两江四湖接待游客下滑 86%，收入 783 万，净利润亏损 2399 万；漓江游船游客下滑 84%，收入 788 万；大瀑布酒店客流下滑 86%，收入 904 万，净利润亏损 1591 万。各项目收入及净利润下滑幅度均在 100% 左右。此外投资收益同比减少 3088 万元。

疫情影响下毛利率下滑至 -54%，期间费用率提升至 93%

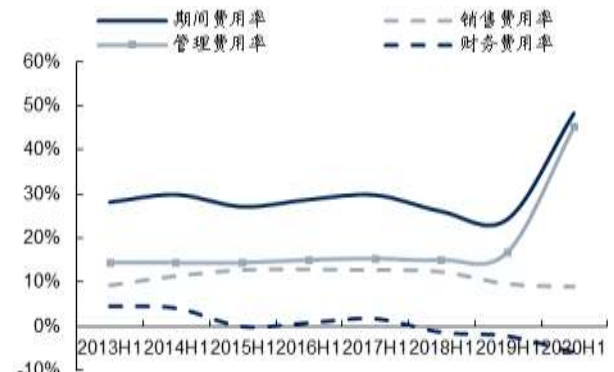
综合来看，公司毛利率同比下降 98pct 至 -54%。期间费率上升 57pct 至 93%，其中管理费率上升 33.73pct（员工薪酬和折旧费等相对刚性），财务费用率上升 19.52pct，销售费用率上升 3.34pct。

图 5：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 6：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

短期跟踪疫情及客流恢复，中线关注新项目成长及区域整合

随着疫情防控取得阶段性成果，7.14后跨省团队游恢复，以及8.12起演出场所观众上座率限制由30%提至50%，预计下半年客流有望持续改善。短期《境SHOW》演艺项目有所推迟，但新项目显示公司积极拓展，未来有望成为公司盈利新增长点。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。此外公司定增已终止，关注后续再融资进展，若顺利落地则有望缓解资金压力。

此外，继续关注景区门票及景区交通票降价进展。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。

建议跟踪客流恢复情况，中线关注区域整合及休闲游布局，暂维持“增持”

考虑疫情影响，下调20-22年EPS至-0.26/0.19/0.27元（此前预计20-21年EPS0.13/0.24元），今年预计亏损，21-22年对应PE估值27/19x。短期疫情影响下公司业绩显著承压，但公司目前市值仅19亿，地处珠三角区域休闲游基础较充分，旗下景区相对多元，中线来看整合优化及新项目潜力仍值得关注，建议跟踪客流恢复情况，暂维持公司“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 20-8-14	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
601888	中国中免	买入	207.25	2.37	1.90	3.64	87.42	109.08	56.94	24.92
002607	中公教育	买入	36.60	0.29	0.38	0.51	125.09	96.98	72.40	76.42
300144	宋城演艺	买入	16.01	0.51	0.18	0.59	31.24	91.20	26.97	4.94
300010	豆神教育	买入	19.37	0.04	-0.04	0.41	498.38	-484.25	47.24	0.00
600754	锦江酒店	买入	45.55	1.14	0.85	1.32	39.94	53.50	34.40	3.46
600258	首旅酒店	买入	19.21	0.90	0.05	0.95	21.44	358.85	20.20	2.33
300662	科锐国际	增持	60.01	0.84	0.92	1.22	71.85	65.10	49.32	15.03
603043	广州酒家	买入	42.86	0.95	0.87	1.32	45.08	49.55	32.42	8.88
000796	凯撒旅业	买入	17.53	0.16	-0.10	0.18	112.03	-183.18	97.44	6.35
002707	众信旅游	增持	8.73	0.08	-0.10	0.21	111.86	-85.26	41.18	3.62
603136	天目湖	增持	28.70	1.07	0.79	1.29	26.82	36.33	22.25	4.03
600138	中青旅	买入	12.33	0.78	0.20	0.88	15.71	60.62	14.01	1.46
002621	美吉姆	增持	7.55	0.20	-0.18	0.23	37.75	-41.94	32.83	5.19
000888	峨眉山A	增持	6.16	0.43	0.06	0.44	14.35	100.56	14.13	1.37
600054	黄山旅游	增持	9.18	0.46	0.10	0.50	19.96	96.41	18.34	1.64
002159	三特索道	买入	12.55	0.08	-0.12	0.39	156.88	-104.58	31.94	1.81
000978	桂林旅游	增持	5.16	0.15	-0.26	0.19	33.77	-19.74	27.45	1.18
002033	丽江股份	增持	6.75	0.37	0.08	0.37	18.23	85.10	18.26	1.52

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
流动资产合计	248	181	302	322	管理费用	157	110	143	160
固定资产	1471	1453	1442	1423	财务费用	51	(1)	57	59
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	5	0	0
长期股权投资	486	568	633	698	其他收入	(6)	0	0	0
资产总计	2871	2849	3007	3054	营业利润	42	(48)	53	72
短期借款及交易性金融负债	229	441	501	512	营业外净收支	1	(8)	(8)	(8)
应付款项	87	18	44	51	利润总额	42	(56)	45	64
其他流动负债	158	76	134	153	所得税费用	18	(1)	9	13
流动负债合计	473	534	679	716	少数股东损益	(30)	40	(32)	(46)
长期借款及应付债券	751	751	751	751	归属于母公司净利润	55	(94)	68	97
其他长期负债	49	56	62	67					
长期负债合计	800	808	814	818	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1273	1341	1492	1534	净利润	55	(94)	68	97
少数股东权益	6	10	6	2	资产减值准备	5	(4)	0	(0)
股东权益	1592	1498	1508	1518	折旧摊销	108	150	166	175
负债和股东权益总计	2871	2849	3007	3054	公允价值变动损失	(5)	(5)	0	0
					财务费用	51	(1)	57	59
关键财务与估值指标					营运资本变动	58	(31)	(27)	(0)
每股收益	0.15	-0.26	0.19	0.27	其它	11	8	(3)	(5)
每股红利	0.23	0.00	0.16	0.24	经营活动现金流	232	23	203	267
每股净资产	4.42	4.16	4.19	4.22	资本开支	(129)	(125)	(137)	(137)
ROIC	2%	-2%	2%	3%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	3%	-6%	4%	6%	投资活动现金流	(176)	(207)	(202)	(202)
毛利率	43%	24%	39%	40%	权益性融资	1	0	0	0
EBIT Margin	6%	-25%	7%	8%	负债净变化	40	0	0	0
EBITDA Margin	24%	32%	39%	38%	支付股利、利息	(84)	0	(58)	(87)
收入增长	6%	-57%	98%	13%	其它融资现金流	(34)	212	60	11
净利润增长率	-32%	--	-172%	43%	融资活动现金流	(121)	212	3	(76)
资产负债率	45%	47%	50%	50%	现金净变动	(66)	28	3	(11)
息率	4.5%	0.0%	3.1%	4.7%	货币资金的期初余额	111	46	74	77
P/E	33.8	-19.7	27.4	19.2	货币资金的期末余额	46	74	77	65
P/B	1.2	1.2	1.2	1.2	企业自由现金流	58	(71)	31	78
EV/EBITDA	21.9	38.3	16.5	15.1	权益自由现金流	64	142	46	42

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