

休闲服务

2017年03月30日

桂林旅游 (000978)

——海航入股加速混改，资产剥离有望轻装上阵

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年03月29日

收盘价(元)	11.85
一年内最高/最低(元)	12.65/9.96
市净率	2.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	4266
上证指数/深证成指	3241.31 / 10520.82

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	4.08
资产负债率%	42.45
总股本/流通A股(百万)	360/360
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《桂林旅游(000978)点评：年报点评：业绩符合预期，与宋城演艺、海航合作共赢可期》2016/03/31

《桂林旅游(000978)2012年中报点评——业绩略低预期，看好政策效应》2012/08/23

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
孙妍 A0230515090008
sunyan@swsresearch.com

联系人

张颖译
(8621)23297818×7434
zhanghy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司受“营改增”政策的影响，营收小幅下滑，扣除公司对桂林公司部分资产计提减值准备的影响，整体符合预期。公司2016年实现总收入48,624.17万元，同比下降2.75%，净利润738万元(-75.28%)，扣非净利润为-1,911万元(-171.83%)，由于对旗下桂林公司部分资产的计提减值准备使得净利润减少6,476万元。如果扣除该影响，本年度净利润应为7,215万元(+141%)。
- 公司毛利率上升，费用率有所下降。2016年全年公司整体毛利率为47.51%(+2.92pct)，其中景区毛利率53.56%(+3.88pct)、漓江游船客运毛利率53.63%(+3.91pct)，漓江大瀑布饭店毛利率53.63%(+1.36pct)。2016年全年公司期间费用率45.57%(-0.08pct)，其中财务费用率为10.26%(-19.18pct)，主要由于本报告期末，公司贷款总额比年初减少了1.37亿元，公司的银行借款平均利率同比有所下降。
- 16年天气影响后景区业务将迎来反弹。公司2016年接待游客787.99万人次，比2015年减少8万人左右。核心景区银子岩、两江四湖维持良好发展，其中银子岩接待游客167.67万人次(+14.16%)，实现营业收入7,684万元，两江四湖接待游客120.39万人次(+5.82%)，实现营业收入11,319万元。漓江游船和汽车客运业务接待人气略有下滑。在16年较低的基数背景下，公司下属景区有望实现较好的同比增长。
- 海航完成入股，混合所有制改革下公司积极优化业务。海航集团通过与上市公司合资设立桂林航空的方式入股，占16%的股份，位居第二大股东。混改落地之后，公司即开始计划剥离丰岩景区、桂林公司及罗山湖旅游公司等长期未贡献业绩的资产。如果后续顺利完成资产剥离，17年公司有望实现轻装上阵，提升运作效率。
- 盈利预测及投资建议：桂林地区资源优质，17年整体景区游客量有望实现反弹，最具发展潜力的宋城漓江千古情项目亦已破土(公司参股30%)，预计18年能够投入运营，且具有较强的盈利确定性。小幅下调盈利预测，考虑到18年千古情项目带来的投资收益，预计17/18/19年公司实现EPS分别为0.16/0.18/0.23元，(原17/18年EPS为0.21/0.24元)对应PE为74/66/52倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：1. 景区客流受不可抗力影响的风险；2. 在建项目进度不及预期的风险

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	500	486	525	564	610
同比增长率(%)	-49.57	-2.75	7.97	7.43	8.16
净利润(百万元)	30	7	59	66	82
同比增长率(%)	-27.47	-75.28	698.61	11.86	24.24
每股收益(元/股)	0.08	0.02	0.16	0.18	0.23
毛利率(%)	44.6	47.4	48.7	48.9	48.9
ROE(%)	2.0	0.5	3.8	4.1	4.9
市盈率	143	578	74	66	52

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

表 1：盈利预测

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	444	991	500	486	525	564	610
二、营业总成本	474	966	508	584	516	551	590
其中：营业成本	254	660	277	256	270	288	312
营业税金及附加	23	65	24	15	16	17	19
销售费用	13	13	12	13	14	15	16
管理费用	144	151	144	154	156	156	157
财务费用	41	53	60	49	60	74	86
资产减值损失	0	24	(10)	98	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	21	19	30	37	37	45	55
三、营业利润	(9)	44	22	(61)	46	58	76
加：营业外收入	18	2	3	29	15	15	15
减：营业外支出	1	7	3	1	0	0	0
四、利润总额	8	39	22	(34)	61	73	91
减：所得税	7	10	6	12	13	14	15
五、净利润	1	29	16	(45)	48	59	76
少数股东损益	(10)	(12)	(14)	(53)	(10)	(7)	(6)
归属于母公司所有者的净利润	11	41	30	7	59	66	82
六、基本每股收益	0.03	0.11	0.08	0.02	0.16	0.18	0.23
全面摊薄每股收益	0.03	0.11	0.08	0.02	0.16	0.18	0.23

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。