

## 客流回暖喜人，期待混改带来整合新希望

公司深度

桂林旅游的股价一年多来基本处于横盘状态。一方面受压制，原因有二：一是海航入股过程漫长、对经营的介入和资源整合速度低于预期，二是2016年客流不振、收入微跌、因计提而净利大跌的背景下，估值过高。但另一方面，由于市值小但资源丰富享有溢价，想象空间又支撑着股价。

但我们预计，2017年下半年至明年，公司投资价值有望逐渐显现。且近年来市场上关于公司的深度报告较少。因此我们对其近况进行了梳理，亮点如下：

### ◆坐拥得天独厚旅游资源，景区升级5A、游船提档同时也变相提价

公司掌握桂林地区核心旅游资源，主营业务中，收入和盈利占比最高的是景区（超过50%）、漓江瀑布大饭店及漓江旅游客运三大业务。两江四湖景区改造后于2017年晋升5A级，游览内容更加丰富。而银子岩争创5A、漓江精华段游船提档过程中纷纷涨价，有望增厚17年收入。

### ◆交通改善叠加春晚效应，带来客流回升喜人

桂林地区包括铁路、航空、公路在内的交通设施渐趋完善（尤其是湘桂高铁及贵广高铁的相继建成通车），叠加桂林是2017央视鸡年春晚分会场，“春晚效应”持续发酵，带来客流回暖，1-5月已有所反映。一季度，公司景区接待量上升17%，其中，两江四湖（含市内游）+58%，大瀑布+7.3%，银子岩+43%，漓江游船+3%。五一期间，继续保持回暖态势。

### ◆内部治理改善、剥离不良资产，混改带来资源整合机遇

新管理层提出新发展“345”战略，经营思路更积极主动、改进了管理层激励；开始加速不良资产的剥离，轻装前行可期；漓江水系、大股东及阳朔地区资源丰富，未来存整合预期；海航入股、完成由国有制向混合制转变，带来新发展机遇；结合文化/演艺/互联网，带动产业链转型升级

### ◆走出低谷，前景乐观，但因高估值暂维持“增持”评级

综合上述客流回暖、提价、内部管理改善、不良资产剥离加快、海航带来资本运作、融资、资源整合新希望等利好因素。我们看好公司长期发展，预测17/18/19年EPS分别为0.17/0.25/0.33元。但目前17PE为57倍，高估值还有待消化，暂维持“增持”评级。

风险提示：景区客流、内部治理改善、剥离和整合资产不达预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	500	486	545	617	695
营业收入增长率	-49.57%	-2.75%	12.13%	13.21%	12.62%
净利润（百万元）	30	7	62	90	121
净利润增长率	-27.48%	-75.28%	733.24%	46.21%	34.03%
EPS（元）	0.08	0.02	0.17	0.25	0.33
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.02%	0.50%	4.02%	5.57%	7.00%
P/E	118	479	57	39	29

## 增持

当前价/目标价：9.82/11.05

目标期限：6个月

## 分析师

谢宁铃（执业证书编号：S0930512060002）

021-22169127

[xienl@ebscn.com](mailto:xienl@ebscn.com)

## 联系人

## 市场数据

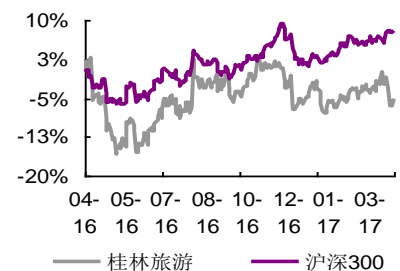
总股本(亿股)：3.60

总市值(亿元)：35.36

一年最低/最高(元)：9.80/12.65

近3月换手率：91.12%

## 股价表现(一年)



## 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-13.01	-11.69	-18.15
绝对	-15.14	-11.15	-12.76

# 目 录

1、公司概况：坐拥得天独厚旅游资源.....	4
1.1、拥有桂林核心旅游资源，主盈来自景区/酒店/客运 .....	4
1.2、股权结构变化：海航通过控股桂林航旅间接入股 .....	6
2、客流显著回暖，部分提价逐渐增厚业绩.....	8
2.1、交通体系渐趋完善，带动客流持续增长.....	8
2.2、今年催化剂——春晚效应发酵，景区引力显著提升.....	11
2.3、前有银子岩、今有游船升级涨价，长期增厚收入 .....	11
3、内部治理提升效率，混改带来整合新希望 .....	13
3.1、新管理层提出新战略，改革红利乐观可期 .....	13
3.2、剥离不良及冗余资产，期待未来轻装上阵 .....	14
3.3、漓江水系、大股东、阳朔资源丰富，存整合预期 .....	15
3.4、海航间接入股尘埃落定，混改带来新机遇 .....	17
4、结合文化/演艺/互联网，带动产业链转型升级.....	19
5、盈利预测、估值与风险提示 .....	20

## 投资要件

### 关键假设

1、假定景区类公司业绩受交通改善影响明显；桂林“春晚分会场效应”热度持续不减。18年漓江千古情开演贡献业绩。暂不考虑剥离和整合对业绩的影响。

2、假设公司 2017-2019 年营业收入增速分别为 12.13%、13.21%、12.62%；

3、假设 2017-2019 年毛利率稳步提升，分别为 47.50%、49.00%、50.00%；假设公司加大宣传营销力度，2017-2019 年销售费用率为 3.50%、3.80%、3.80%；假设公司压缩费用，2017-2019 年管理费用率为 31.50%、31.00%、31.00%。

### 我们区别于市场的观点

1、2015 年之后，市场上关于公司的深度报告较少。因此我们对公司的近况进行了梳理，最详细的描述了公司各业务的现状、海航入股一波三折的全过程、游船提档改造和提价的进展、漓江水系的丰富资源等。

2、客流增加是景区类公司业绩增长的最重要引擎，我们查找了各种资料，归纳了过往和未来对公司客流提振明显的各方面交通改善概况。

3、内部治理方面，我们梳理了公司改进高管激励、剥离不良资产、各类别可整合资源的情况。

4、我们列举了海航在旅游、互联网、资本市场等领域的最新动向，并指出其给公司带来的新看点。

### 股价上涨的催化因素

1、交通改善叠加春晚效应，成为今年客流增长双引擎。1-5 月客流已有所反映。

2、前有银子岩提价，今有游船升级涨价，有望增厚 17 年起收入。

3、内部治理提升经营效率：新管理层提出“345”战略、改进高管激励；开始加速不良资产的剥离处置，将提升资产经营效率、轻装前行；漓江水系、大股东及阳朔地区资源丰富，未来存整合预期。

3、完成由国有制向混合所有制转变，海航入股带来新希望。

### 估值和目标价格

选择旅游行业中最相关的可比公司，例如黄山旅游、峨眉山 A、张家界、长白山、九华旅游、云南旅游等景区类公司作为估值参考，类似公司 17 年的平均预期市盈率在 45 倍。

考虑未来由交通改善和春晚效应带来的客流增长、提价带来的收入改善、内部治理对经营效率的提升、国企改革带来的资源整合新看点以及公司升级产业链推出的“旅游+”等一系列利好，我们看好公司长期发展。预计其未来三年净利润复合增长率 153.7%，预测 17/18/19 年 EPS 分别为 0.17/0.25/0.33。但目前 17PE 为 57 倍，高估值有待消化，暂给予“增持”评级，目标价 11.05 元。

### 投资风险

客流增速不及预期、内部治理改善力度及效果低于预期。

桂林旅游的股价自 2016 年 1 月随大盘暴跌后，一年多的时间基本都处于横盘状态。一方面受压制，原因有二：一是海航入股过程漫长、对经营的介入和资源整合速度低于预期，二是 2016 年客流不振、收入微跌、因计提而净利大跌的背景下，估值过高。但另一方面，由于公司市值小但资源丰富享有溢价，想象空间又支撑着股价。

图 1：公司股价图



资料来源：同花顺，光大证券研究所

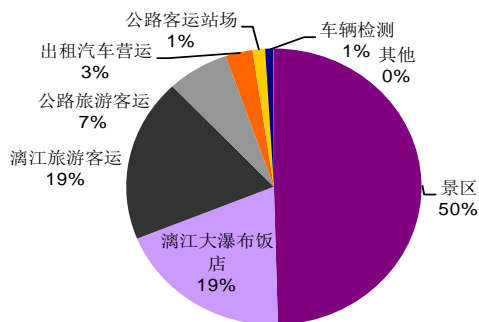
我们预计，2017 年下半年至明年，公司投资价值有望逐渐显现：1) 2016 年客流增速筑底，2017 年大概率确定性回暖，1-5 月客流已有所反映。2) 游船升级同时也变相提价，短期对乘船人数有影响，但伴随私人排筏的整治退出，长期有望消化。3) 随着海航入股成为第二大股东尘埃落定，不论是资本运作、融资节奏、不良资产剥离、还是资源整合都会加快。长期看好公司内部治理改善和外延整合空间，但短期高估值有待消化，维持“增持”评级。

## 1、公司概况：坐拥得天独厚旅游资源

### 1.1、拥有桂林核心旅游资源，主盈来自景区/酒店/客运

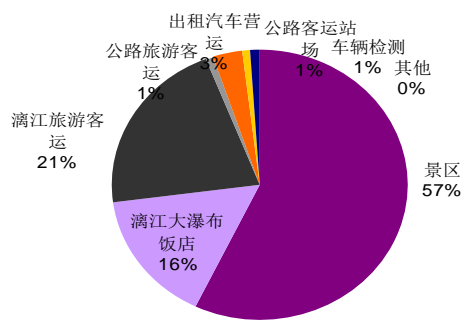
桂林旅游成立于 1998 年，是广西第一家旅游类上市公司（2000 年上市），主营业务主要包括景区旅游业务、酒店、漓江游船客运三大块，收入分别占总收入的 50%、19%、19%，毛利分别占总毛利的 57%、16%、21%。此外还经营公路旅行客运、出租车、燃气、地产等其他业务。

图 2：2016 年公司各业务对营业收入贡献率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：2016 年公司各业务对毛利贡献率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司掌握桂林地区核心旅游资源---两江四湖景区、银子岩景区、丰鱼岩景区、龙胜温泉景区、资江天门山景区、资江丹霞温泉景区的经营权，其中绝大部分是国家 4A 级旅游景区；近年来公司对两江四湖景区进行了改造提升，于 2017 年 2 月成功晋升国家 5A 级旅游景区。

图 4：公司业务分类及主要控股参股公司

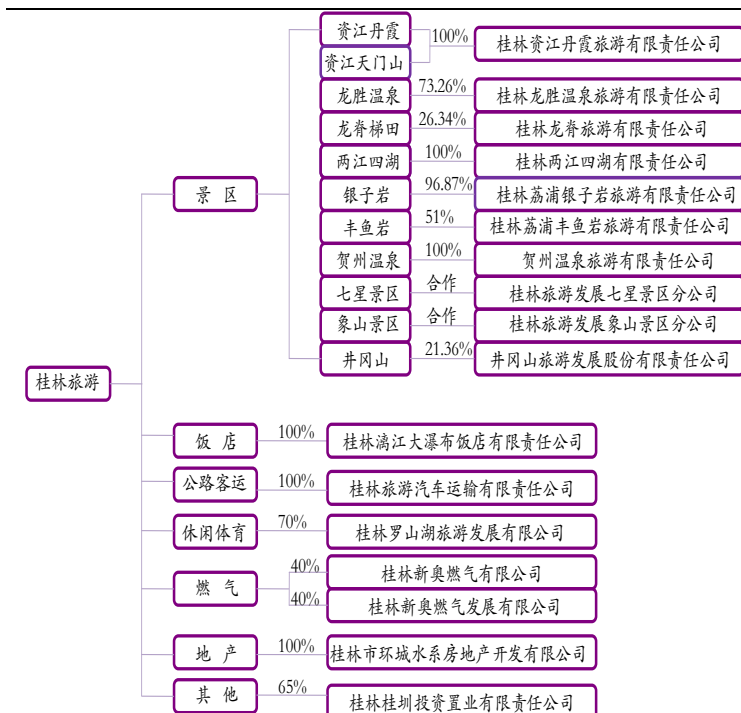


图 5：公司主要景区分布情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

资料来源：公司公告，光大证券研究所

景区业务，2016 年共接待游客 343.61 万人次，同比增 5.48%、营业收入 2.4 亿元，同比增 2.57%。其中，起到最主要盈利引擎作用的是银子岩和两江四湖（不和管委会分成，都是当年从当地政府一次性买断，相当于收入按净额法计算）。控股子公司（96.87%）银子岩公司 2016 年营收 7,684 万，同比增长 11.19%，净利润 5,011 万，同比增长 17.99%；全资子公司两江四湖公司营收 1.13 亿，同比增长 7.62%，净利润 4,135 万，同比增长 253.72%。

除上述景区之外，公司还与第一大股东桂林旅游发展总公司合作建设桂林市区著名景区——七星景区和象山景区。2002 年协议约定公司分别投资 7000 万和 3000 万，期限 40 年，但对合作投资对象不拥有共同控制权、不参与共同经营、不享有经营过程中的净资产份额、仅享有门票分成收入（公司所获七星、象山公园门票收入分成以购票入园实际游客数量×19.25 元/人次、8 元/人次计算，如提价则按提价增幅比例获得相同增幅）。2016 年，确认的七星公园和象山景点门票收入分成分别为 405.30 万元和 943.72 万元。

表 1：公司主要景区详细情况

景点	基本情况、主要景点	经营年限	景区级别	16 年客流/收入/净利	票价	
公司拥有经营	两江四湖景区	由漓江、桃花江、榕湖、杉湖、桂湖和木龙湖构成的环城水系，是桂林城市中心环城风景带。含榕、杉湖景区；桂湖、木龙湖景区；知音台；日月双塔；北斗七星桥等	40 年 (2010-2050 年)	5A 级	120.39 万人次/11319 万元/4135 万元	190 元（成人）/125 元（儿童）

权	银子岩景区	典型的喀斯特地貌，是桂林现最大的岩洞。贯穿十二座山峰，属层楼式溶洞。分为下洞、大厅、上洞三个部分，洞内绚丽、幽美的景点28处。如，三绝；三宝。	66年 (2002-2068年)	4A级	167.67万人次/7684万元/5011万元	84元/人
	丰鱼岩景区	“亚洲第一洞”，溶洞贯穿九座大山，全长5.3公里。洞中小厅连大厅，最大的一处洞厅面积达25500平方米。暗河漂流；文化娱乐；民族风情、人工湖水上乐园游览。	50年 (1998-2048年)	3A级	11.46万人次/462万元/-1466万元	70元/人
	龙胜温泉景区	“华南第一泉”，主要包括龙胜温泉景区、龙胜温泉森林公园、岩门峡漂流等景点以及众多民族民俗村等。红军岩、矮岭温泉、温泉森林公园、岩门峡漂流等。	40年 (2001-2041年)	4A级	15.14万人次/2923万元/-103万元	128元/人
	资江天门山景区	方圆10千米丹霞地貌，由东线（百卉谷）、西线（一线天）、神仙寨及桃花岛四部分组成，还有半山亭、药师堂。	-	3A级	14.12万人次/697万元	60元/人
	资江丹霞温泉景区	一个集温泉沐浴、休闲保健、旅游观光、休闲度假、商务会议、生态旅游、科普教育以及完善的住、餐、娱、购配套于一体的新型、综合性温泉景区。	-	4A级标准 建造	/-1611万元	138元/人
	贺州温泉景区	地下温泉资源丰富，是桂东南著名的旅游休闲胜地。	40年 (2004-2044年)	4A级	14.83万人次/919万元/25万元	50元/人
公司与股东桂林旅发展合作建设	七星景区	桂林市面积最大、历史最悠久、景致最多最集中的综合性景区。集桂林山、水、洞、石、庭院、建筑、文物之大成。含北斗七星、驼峰丹霞、月牙虹影、普陀石林等。	40年 (2002-2042年)	4A级	405.30万元 (门票收入分成)	75元/人
	象山景区	紧邻市中心最核心商业区，东邻漓江、七星景区，南邻穿山、塔山，西邻漓江大瀑布饭店、杉湖，北邻伏波山、叠彩山，地理位置优越。含象鼻山、水月洞、象眼岩、普贤塔、三花酒窑、爱情岛、云峰寺太平天国革命遗址等。	40年 (2002-2042年)	4A级	943.72万元 (门票收入分成)	75元/人

资料来源：公司公告，光大证券研究所

此外，截至2017年3月，公司还拥有：两家酒店（漓江大瀑布饭店，五星级，100%股权，646间客房；贺州温泉鸟巢酒店2017年1月试运营）；漓江精华段新改造的星级游船24艘，共2772个客位，约占漓江星级游船总数的29.63%（除了这些，还有20多艘还未改为星级，正在整改）；漓江城市段的游船多艘，归属两江四湖公司；出租汽车394辆，约占桂林市出租车17.03%；大中型旅游客车258辆，约占桂林市旅游客车9.47%。

## 1.2、股权结构变化：海航通过控股桂林航旅间接入股

2014年6月，海航旅游集团有限公司、桂林旅游发展总公司（本公司第一大股东）、桂林市临桂新区城市建设投资有限公司、桂林市经济建设投资总公司签署了《桂林航空旅游集团有限公司成立出资协议》。桂林航空旅游集团有限公司注册资本25亿元，海航旅游集团持有65%；桂林旅游发展总公司以本公司18%的股份作为出资参股，持有桂林航旅16.32%的股权。但由于上述交易涉及了上市公司实际控制人变更，在实际推行中阻力较大。

2016年3月，上述四方签署了《补充协议二》，对上述协议进行了部分修改，即桂林旅游发展总公司以本公司16%股份作为出资参股桂林航旅，出资比例减少。这样一来，桂林旅游发展总公司仍直接和间接（通过控股子公司桂林五洲旅游股份有限公司）控制上市公司17.86%的股份，第一大股东地位不变，上市实际控制人仍为桂林市国资委。

2016年10月，国务院国资委批复桂林旅游发展总公司所持本公司57,616,000股持有人变更为桂林航空旅游集团有限公司。12月过户完毕。

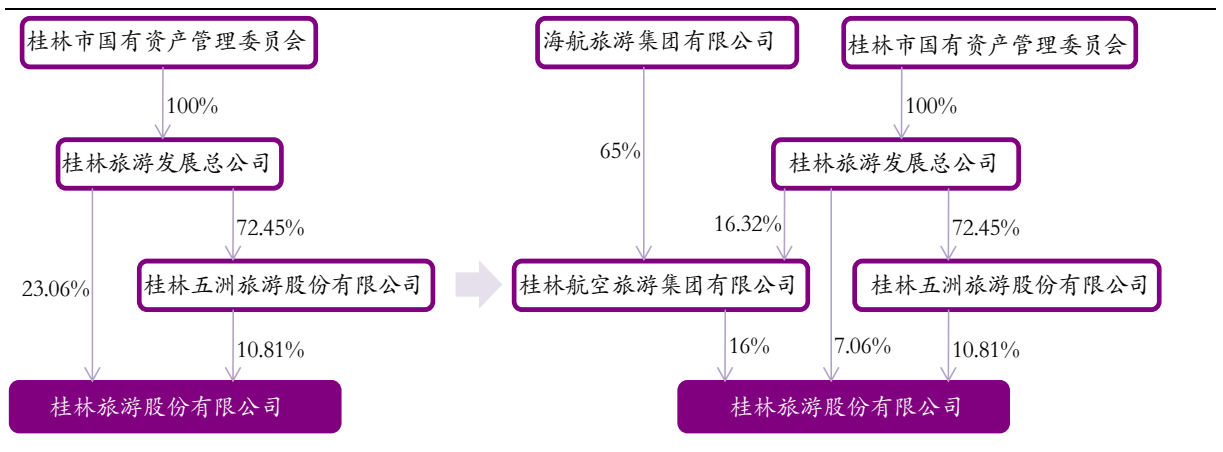
表 2: 股权结构变动前后主要股东持股情况

股东名称	变动前持股数量	占比	股东名称	变动后持股数量	占比
桂林旅游发展总公司	83,051,422	23.06%	桂林航空旅游集团有限公司	57,616,000	16.00%
桂林五洲旅游股份有限公司	38,915,000	10.81%	桂林五洲旅游股份有限公司	38,915,000	10.81%
			桂林旅游发展总公司	25,435,422	7.06%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

本次股份过户登记完成后，公司总股本不变。海航通过桂林航旅间接持有16%，成为第二大股东（仅低于第一大股东1.87%）。此次股权变更使公司完成了由国有制企业向混合所有制企业转变的过程，公司由此形成了“国资第一、海航第二”的新股权结构，可以预期到，海航旅游集团作为民营股东的加入将为公司带来新的发展机遇和成长空间。

图 6: 海航入股前后公司股权结构对比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 2、客流显著回暖，部分提价逐渐增厚业绩

### 2.1、交通体系渐趋完善，带动客流持续增长

近年来，桂林及其周边地区交通设施不断完善，初步形成了以桂林为中心的便捷立体交通枢纽新格局。

(1) 铁路方面，湘桂、贵广高铁交汇，城区和周边景点县“一城九站”的密集布局让上下客更加方便；

(2) 航空方面，已有两江机场，扩建项目也即将完成；桂林市还高度重视航线的培育，自 2013 年起，每年投入 5000 万元用于航线培育与开发，复航了桂林至高雄、桂林至泰国曼谷航班，新开通桂林至泰国甲米和韩国釜山、济州、光州等国际（地区）航线和旅游包机，增开和加密 19 条国内航线。16 年底，两江国际机场飞行航线共有 96 条，通航境内外城市 67 个。

(3) 公路方面，桂梧高速 09 年通车后，桂林市政府近年来实施了多个重点工程，桂林至三江高速公路、资源至兴安高速公路、国道 321 阳朔至桂林段扩建工程等。此外，2017 年还将启动桂林至柳州高速公路、灌阳至平乐高速公路等的建设。

表 3: 桂林市主要交通设施改善项目

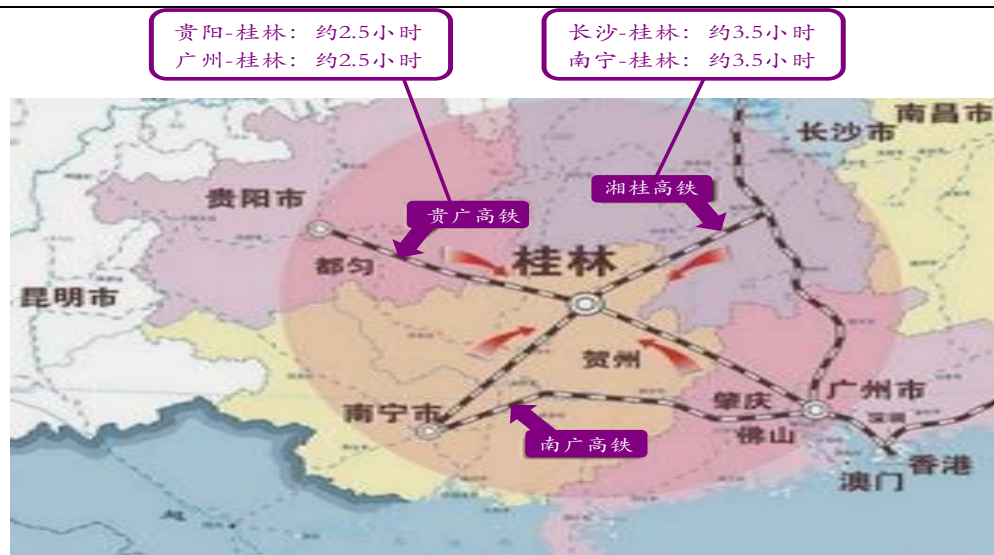
分类	主要项目	项目简介
铁路方面	湘桂高铁	2013 年 12 月 28 日正式开通运营； 起于湖南衡阳市，接京广高速铁路，经永州、桂林、柳州等，最后在广西南宁市与南广高速铁路相汇； 是连接湖南、广西两省区的铁路干线，也是广西北上进京快速大通道。
	贵广高铁	2014 年 12 月 26 日正式通车； 使得整个西南地区的交通便捷度大为提升。促进了桂林景区与珠三角的联通，自此珠三角主要城市至桂林景区时间缩短到 3 小时以内； 与湘桂高铁在桂林交汇，从而形成以桂林为中心、连接包括北京、华中、华南和西南在内的便捷立体交通枢纽新格局。
航空方面	两江机场扩建项目即将完成	是国务院定位的国际旅游航空枢纽，也是继北京、上海、广州、成都等之后，中国第 9 个实现 72 小时过境免签政策的机场； 2013 年 12 月，两江机场 T1 航站楼改造暨 T2 航站楼建设工程正式启动，预计 2017 年底前建成；完成后旅客年吞吐量将由目前设计的 500 万人次增加到 1200 万人次，年货邮吞吐量及飞机起降量也将分别增至 9.5 万吨和 10.12 万架次； 2015 年以两江机场为主运营基地成立桂林航空，是国内唯一由地级市设立的航空公司，形成了以桂林为核心，辐射华中、华东、华南的“两小时空中巴士交通圈”。
公路方面	桂林至三江高速公路	起点位于桂林市临桂县庙头村，终于柳州市三江侗族自治县唐村，路线全长 135 公里，桂林段长 97.86 公里。项目于 2012 年 7 月正式开工建设，计划 2017 年 10 月建成通车。建成后，将进一步密切贵州与广西的联系，将桂东北、黔东南和湘西南等中西部地区连接起来，成为大西南地区通过广西连通粤港澳的便捷通道。
	资源至兴安高速公路	资源至兴安高速公路是资源（梅溪）至铁山港高速公路的组成部分，路线起于资源梅溪镇湘桂交界的滑溪村蚂蝗冲，北接湖南洞口至新宁高速公路，向南经梅溪、枫木、上洞、浪江，终于兴安县严关镇塘堡村附近，接兴桂高速公路。项目于 2013 年 8 月正式开工，计划 2017 年底建成通车。项目建成后，桂林市区与资源之间的行车时间将缩短 1 小时左右。



国道 321 阳朔至桂林段扩建工程	定位为旅游黄金大通道、生态景观大道，对打造国际旅游胜地、建设美丽桂林、促进沿线经济社会发展具有重要意义。目前该扩建工程全线路基基本成型。
-------------------	--

资料来源：桂林市交通运输局，光大证券研究所

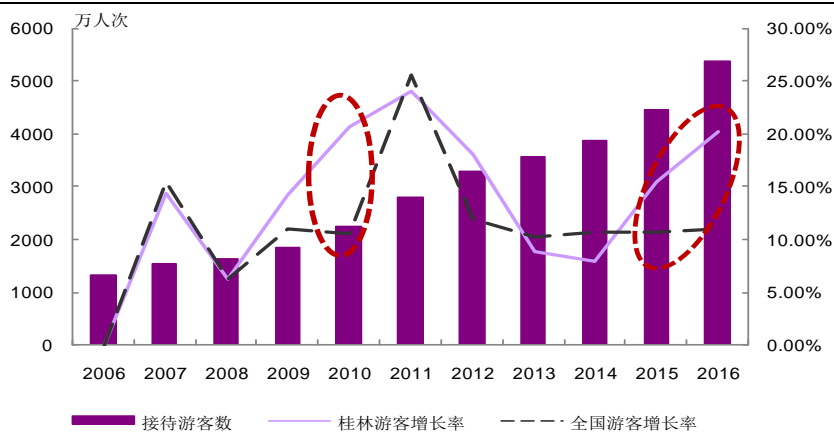
图 7：桂林及其周边地区高铁建设



资料来源：房天下，光大证券研究所

交通改善带动了景区客流的显著增长。首先是 2009 年 12 月建成通车的桂梧高速，它是桂北地区及湘贵川东进粤港澳最便捷的公路通道，它使得广西至珠三角地区的驾车时长缩短了 4 小时。从下图可见，在桂梧高速建成后的 1 年间，桂林市接待游客数增长率高达 20.77%（2010 年），而同期全国接待游客数增长率仅为 10.57%。同样，湘桂高铁和贵广高铁分别于 2013 年底和 2014 年底建成通车，前者是连接湖南、广西两省区的铁路干线，也是广西北上进京快速大通道；后者更是将珠三角主要城市至桂林景区的时间将缩短到 3 小时以内（珠三角是公司主要客源地，游客占比约 1/3）；两条高铁在桂林交汇，从而形成以桂林为中心、连接包括北京、华中、华南和西南在内的便捷立体交通枢纽新格局。从下图可见，在贵广高铁建成后的 2 年间，桂林市接待游客数的增长率分别高达 15.47%（2015 年）和 20.36%（2016 年），而同期全国接待游客数增长率仅为 10.77%和 11.00%。

图 8：桂林市 06-16 年接待游客数及增长率



资料来源：桂林市政府工作报告，光大证券研究所

2016年7月，国家发改委、交通部、中国铁路总公司印发的《中长期铁路网规划》中，桂林有个长远“三通”计划，具体见下表。

表 4: 桂林“三通”规划

三条高铁方向	具体内容
新增第二条北上通道	规划中的呼南通道是“八纵”高速铁路主通道之一，即由呼和浩特出发，经大同、太原、郑州、襄阳、常德、益阳、邵阳、永州，到达桂林和南宁，这将是桂林第二条北上通道，即除了经湘桂高铁从衡阳进京广线之外，还可以由永州入呼南线一路北上，进一步将桂林与华北、中原、华中地区连接，联通呼包鄂豫、山西中部、中原、长江中游等城市群和经济带。
延长西进通道	新规划的包海通道经西安、重庆、贵阳和南宁，将来桂林可以通过现有的贵广高铁经贵阳进入包海通道，快速抵达重庆、成都、西安等城市，连接西北、西南地区，贯通成渝经济区和黔中城市群。
桂林、张家界、凤凰古城三大景区将实现城际互联互通	规划研究怀化至桂林段的高速铁路，并与规划建设的张家界经吉首至怀化段的高铁相连。这将有利于推动湘桂两省区的旅游互动与合作，对建设粤桂湘黔四省区旅游联盟具有积极影响。

资料来源：中长期铁路网规划，光大证券研究所

其中，怀桂铁路首先被列入研究项目。该铁路是张家界—吉首—怀化—桂林—玉林—湛江—海口铁路中的重要一段，是西部地区南北方向高速铁路客运通道的重要组成部分。桂林未来有望直通张家界，将张家界、湘西、凤凰、桂林、阳朔等多个世界著名的文化遗产地和自然遗产地串联起来，据2016年不完全统计，沿线的这些地区接待游客高达1.93亿人次，建设怀桂高铁可以将沿线打造成一条独具特色的黄金旅游带。此外，今年4月，还增开了6对武汉至成都、桂林等地的长途高铁动车。

图 9: 怀桂高铁规划



资料来源：广西新闻网，光大证券研究所

我们相信，随着桂林地区交通设施的改善，通达性将进一步提高，有望继续带动客流量的增长。

## 2.2、今年催化剂---春晚效应发酵，景区引力显著提升

2017年央视春晚除北京主会场外，还在其他4个城市设立了分会场，其中之一便是桂林象山景区（公司主要景区之一）。此次演出以诗情画意的山水美景和美轮美奂的舞台灯光效果，赢得了分会场中排名第一的收视率，提升了桂林的影响力和吸引力。在“春晚效应”影响下，2017春节黄金周，桂林共接待国内外游客143.48万人次，同比增长101.63%；旅游消费19.11亿，同比增长133.90%。

图 10：春晚桂林象山景区分会场及象山美景



资料来源：桂林宣传网，光大证券研究所

“春晚效应”并没有随着春节而结束，其对桂林旅游业的影响还在持续：

“壮族三月三”和清明连续小长假期间，桂林旅游热度不减。其间桂林市共接待国内外游客170.08万人次，实现旅游消费20.43亿元。其中公司旗下两江四湖景区、银子岩景区、龙胜温泉景区、资江丹霞温泉景区、贺州温泉景区、荔浦丰鱼岩景区和漓江大瀑布饭店等，累计接待中外游客13.8万人次，同比增长15%，实现旅游收入1100万元，同比增长36%

整个17年一季度，公司景区总接待量上升17%左右，其中，两江四湖（含市内游）+58%，大瀑布饭店+7.3%，银子岩+43%，漓江游船+3%。

五一假期，桂林旅游局数据显示，重点监测的22家景区总接待量32.58万/+4.60%；实现门票收入3030.83万元/+21.66%；漓江景区（含排筏）7.78万/+137.76%；两江四湖（游船）1.74万/+18.21%；象山景区2.41万/+46.90%；龙脊梯田2.31万/+12%；印象·刘三姐2.15万/+7.50%；荔浦银子岩2.91万/+6.2%，丰鱼岩1.05万/+150%。

此外，央视节目频频走进桂林，旅游品牌影响力持续提升。3月31日，央视《乡约》栏目走进桂林秀峰区，录制“三月三”特别节目；4月3日，央视少儿频道《大手牵小手》栏目组来到两江四湖景区（公司最主要的景区）录制《走进桂林》节目。

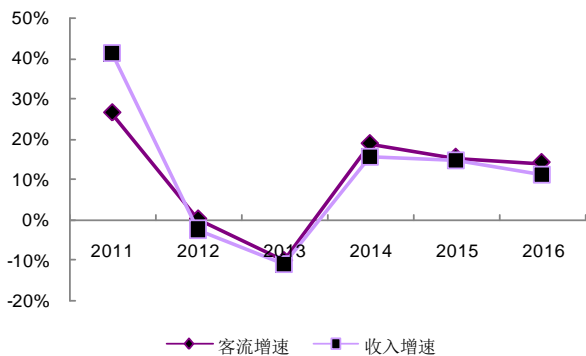
政府延续春晚效应，打造象山景区大型实景演出。春晚桂林分会场惊艳亮相后，桂林市政府决定依托“春晚效应”，在象山景区打造一台晚间大型实景演出，并从4月10日起，公开面向社会广泛征集优秀策划方案。

## 2.3、前有银子岩、今有游船升级涨价，长期增厚收入

2015年6月，公司公告收到桂林市物价局出具的《关于调整银子岩景区门票价格的批复》，银子岩景区门票价格从65元/人次调至84元/人次（含

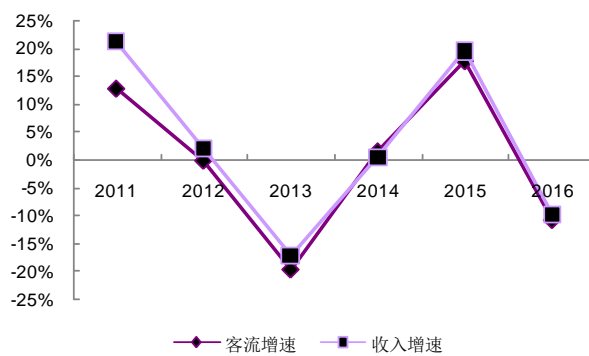
价格基金)，调整后的门票价格从下文之日起，6 个月后执行。门票涨价虽在 2016 未对收入贡献作用（银子岩景区距桂林市中心 85 公里、2 小时大巴，本来路程就不太便利，提价短期更阻挡了部分客流），但伴随 2017 年客流回暖、争创 5A 级景区、丰富内容，看好长远银子岩景区收入的提升。

图 11: 2011-2016 年银子岩客流、收入增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 12: 2011-2016 年游船客运客流、收入增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所

此外，桂林漓江风景名胜区管理委员会于 2015 年 8 月 13 日下发《关于进一步推进漓江“精华游”线路游船提档改造工作的通知》，要求桂林市各游船企业必须于 2016 年 12 月 31 日前完成所有游船的升级改造，没完成改造的游船不具备营运资格。

原本，公司拥有桂林漓江景区营运客船指标约 7,938 客位（即 80 艘左右的指标数，不是实际数），约占桂林市漓江游船客位总数的 42%；截止 2017 年 3 月，公司实际拥有的 50 多艘游船中，新改造成星级的有 24 艘，共 2772 个客位，约占桂林市漓江星级游船总数的 29.63%。

伴随提档改造，漓江游船票价有不同程度的上涨：三星级的，从 210 元（旺季）涨到 300 元（公司抽成票价的 50%）；四星级的，从 275 元涨到 450 元，未来改造好的五星级将收费更高。因此，星级改造实际上实现了变相提价，虽然对短期乘船人数造成了负面影响，但我们相信长期有望消化-----因游船价格自 2000 年以来一直未调，多年的物价上涨，让目前调整后的价位可以被合理接受。

表 5: 桂林旅游漓江游船 2017 年提星级计划

星级/艘	2016 年底	2017 年底	增加数
三星	19	26	+7
四星	5	6	+1
五星	0	1	+1
合计	24	33	+9

资料来源: 光大证券研究所整理

提档改造工作仍在进行中，按公司计划，2017 年底至少达到 33 艘。后续随着漓江私人排筏的整合退出和市场的规范，公司星级船的舒适度和体验感更好，相信流失到私人排筏的客流会逐渐回流到公司，市占率进一步提升，助推游船收入更上一层楼。

### 3、内部治理提升效率，混改带来整合新希望

#### 3.1、新管理层提出新战略，改革红利乐观可期

公司现任董事长刘涛 2014 年 11 月上任，曾任桂林市旅游局副局长、桂林市两江四湖绿化工程指挥长等职务，有丰富的行业经验。上任之初就着手改革，并提出中期发展目标：把公司建设成为管理科学、机制高效、资产优化、结构合理、股本适度、效益良好，具有创新和持续发展能力的大型或特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。为实现上述目标，开始实施“345”战略。

表 6: 公司提出“345”战略

3 大目标	<b>效益好。</b> 以效益为中心，通过强化经营管理，提高盈利能力和净资产收益率，保证盈利的确定性和可持续性。
	<b>市值大。</b> 科学、合理的提升公司市值，积极寻找有较好投资回报的项目， <b>充分利用资本市场筹集发展资金</b> ，实现公司跨越式发展，提升公司市值。
	<b>品牌强。</b> 让桂林旅游或产品与服务形成众人认知的价值，把牌子打响。要做强公司的知名度和影响力，做强公司的品牌度，为公司带来价值增值和溢价。
4 大重点	<b>抓资产经营，促内延增长。</b> 围绕效益抓投资、抓融资、抓产品、抓管理、抓服务、抓品牌。要狠抓盈利企业的增收增效和 <b>亏损企业的扭亏增盈</b> ，保证公司的持续盈利能力。要加大对运营业务的指标考核，形成内延增长的持续动力。
	<b>抓资本运作，促外延扩张。</b> 围绕做大市值这个目标， <b>争取 3-5 年内实现不少于一次再融资</b> 。要通过资本运作，加大现有资产的整合盘活力度， <b>对扭亏无望的资产要下决心处置</b> 。同时，切实通过资本运作手段，改善公司资产结构和财务结构，把负债率控制在一个合理范围。要通过外延扩张，加大和加快在 <b>行业内及相关关联行业的并购力度和速度</b> 。要在旅游主业的基础上， <b>加大与文化等业态的融合力度，嫁接新元素，实现新跨越</b> 。
	<b>抓深化改革，促机制创新。</b> 在国家深化改革的大背景下，狠抓公司从组织机构到管理模式，从制度建设到流程再造，从指标考核到薪酬分配，从人力资源到绩效文化等各个层面、各个环节的改革创新，通过改革增强动力，推动发展。
	<b>抓文化建设，促品牌塑造。</b> 要努力建设有特色的、符合旅游行业行为特征的企业文化，用文化鼓舞人，凝聚人。要在推动跨越式发展中，形成公司的品牌产品和品牌形象，让品牌深入人心。
5 大行动	坚持 <b>创新推动</b> ，着力深化 <b>改革改制</b> 。
	坚持 <b>效益为本</b> ，着力深化 <b>可持续成长</b> 。
	坚持 <b>发展为先</b> ，着力强化 <b>项目建设和资本运作</b> 。
	坚持 <b>共享共治</b> ，着力推动 <b>日常工作综合创新施为</b> 。
	坚持 <b>合作共赢</b> ，着力增强 <b>发展动能</b> 。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

在新管理层带领下，公司近两年经营思路更加积极主动。

(1) 对内，逐步剥离业绩较差的不良资产、计划进行股权融资以期降低财务费用。公司在 2016 年报进一步中提出“2017 年度，公司以自有资金并适度向银行贷款来保证公司现有业务的正常进行；同时，积极研究适合公司的资本运作方案及进行再融资，融资额将根据项目需求及市场状况确定”，以此作为今年工作重点。2016 年，公司还制订了企业开发扩项收入奖励办法、与项目建设领导小组签订奖惩挂钩责任状、评选突出贡献奖等，最大限度地调动工作积极性；强化绩效考核，实行每月目标完成情况与公司领导及相关业务部门绩效奖惩挂钩。

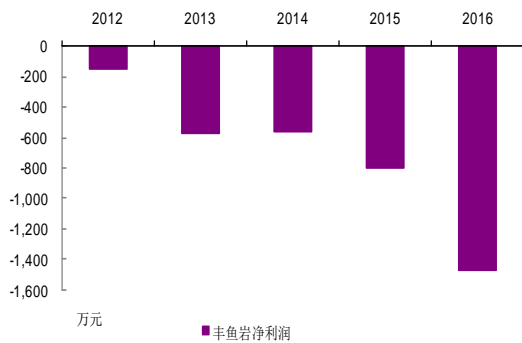
(2) 对外，则积极探索旅游项目新模式、推进区域优势资源整合。显示了新管理层务实进取的态度和改革魄力，开启了公司发展的新篇章。

### 3.2、剥离不良及冗余资产，期待未来轻装上阵

公司于2014年已经着手剥离不良资产，将福隆园地产项目转由桂林市兴进实业有限责任公司整体承继，实现收入54,581万，净利润6,972万。

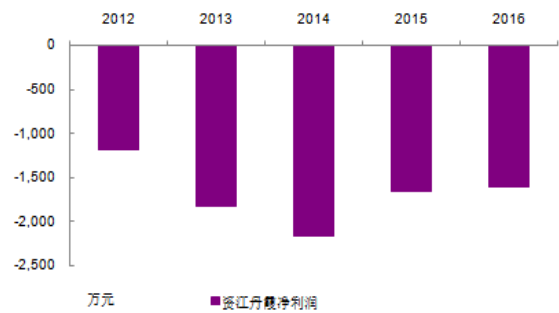
2016年，依据“345”战略中“对扭亏无望的资产要下决心处置”的战略任务，公司开始加速剥离不良资产的进程。

图 13：丰鱼岩项目连年亏损



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 14：资江丹霞旅游公司连年亏损



资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司持股51%的**丰鱼岩项目**近几年连年亏损。2012-2016年合计亏损3548万元。2015年公司公告计划剥离，但由于股权协议问题一直未落实。2017年1月，公司在北部湾产权交易所挂牌出售丰鱼岩公司51%的股权暨债券，首次挂牌价9005.69万，并于2月进行第二次挂牌。4月6日，经桂林市国资委批复，公司将挂牌价格下调至7,294.61万元，并于4月7日进行第三次挂牌；如第三次挂牌仍无意向受让方报名参与竞买，公司将不再降价出售。公司现已专门成立了资产处置办来负责此事，虽进展低于预期，但未来将会全力推进其进展。

公司100%控股的**资江丹霞旅游公司**近年来也一直亏损，公司表示目前对资江丹霞先是狠抓减亏，16年同比减亏39万，同时也在考虑处置方式。

公司持有65%股权的**桂圳公司**主要开发桂林“天之泰”商业物业综合体项目。由于桂圳公司第二大股东文良天不愿按持股比例投入资金建设天之泰商业综合体项目，以及市场环境的变化，公司正在对该项目进行重新论证，自2015年一季度起，天之泰商业综合体项目处于暂时停工状态。公司目前正在寻求关于桂圳公司处置、剥离或对外合作的合适方案。

公司持有70%股权的**罗山湖旅游公司**主要开发桂林罗山湖体育休闲运动及其配套项目，因市场环境发生了变化，目前该项目基建工程暂时处于停工状态，征地工作仍在继续推进，公司也在寻求关于罗山湖旅游公司处置、剥离或对外合作的合适方案；目前公司倾向于对外寻求合作方共同开发。

由上可见，公司正在积极部署和推进对于亏损及冗余资产的处置，预计公司2017年有望推进丰鱼岩项目的落地，若成功剥离，将进一步优化桂林旅游的资产结构，提升公司资产效率，轻装前行。

### 3.3、漓江水系、大股东、阳朔资源丰富，存整合预期

公司曾于 2015 年拟通过定增募集资金整合桂林市相关资源(包括整合漓江旅游资源、整合阳朔部分旅游资源、控股桂林龙脊旅游有限公司、设立互联网合资公司融合线上、线下旅游业务等)，因未能与第三方达成一致而终止，但我们预计公司未来会继续进行资源整合。

加上市政府也重视，2016 年做出了“推进市级旅游资源整合”的决定，成立了桂林市市级旅游资源整合领导小组，相信资源整合的节奏会加快。

#### ✓ 漓江精华段

漓江精华段是桂林风景最优美的部分，公司在该段主要运营从磨盘山和竹江码头出发至阳朔的游船业务，拥有桂林漓江景区营运客船指标约 7,938 客位(即 80 艘左右的指标数，不是实际数)，约占桂林市漓江游船客位总数的 42%；其中，公司实际仅拥有 50 多艘游船。

图 15: 漓江精华段路线图



资料来源：地图窝，光大证券研究所

但根据桂林漓江风景名胜区管理委员会于 2015 年 8 月 13 日下发《关于进一步推进漓江“精华游”线路游船提档改造工作的通知》，桂林市各游船企业必须于 2016 年 12 月 31 日前完成所有游船的升级改造，没完成改造的游船不具备营运资格。目前，公司新改造成星级、能下水的只有 24 艘，共 2772 个客位，仅占桂林市漓江星级游船总数的 29.63%。

公司作为漓江上规模最大、最具实力的游船运营企业，希望能以公司为主，通过资产折价入股、收并购等方式，探索把现有漓江精华游航线的 20 多家游船企业整合成一家股份制游船运营公司。

同时，漓江上还存在大量排筏，，一部分属于国有公司统一管理，一部分由私人在政府指导下自主经营，此外仍然存在非法经营的私人竹筏。

早在 2013 年 12 月，阳朔漓江下游排筏公司成立，最早摸查有 3000 多张排筏。2015 年 4-6 月，阳朔县投入 3500 多万元，一次性将排筏收购款支付给筏主，多余排筏拆卸和封存；同时组建了公司筏工队伍。漓江景区排筏限量化统一收归漓江景区公司管理，并联合执法队伍驻扎到阳朔杨堤、兴坪，与阳朔县等属地，将杨堤至兴坪段排筏数量从原来的数千艘压缩到 1000 艘内。2016 年 6 月起实行“限量化、公司化、标准化”的规范管理（航线、售票、检验、培训统一），服务质量得到极大改善，专项治理取得阶段性成果。

2016 年，漓江正规的排筏旅游共接待旅客 163 万人次，同比增长 35.8%，再创历史新高。但上市公司漓江游船客运业务仅接待游客 57.37 万人次，同比下降 10.74%。排筏接待人数是同期漓江游船接待人数的近 3 倍。

随着无资质的私人排筏退出市场，分流的游客回归，加上公司漓江游船的提档改造工作仍在进行，我们相信公司将长久受益、市占率有望逐年提升。

#### ✓ 漓江城市段

2016 年 3 月，公司与漓江管委会签署了《关于桂林漓江城市段水上游览经营权出让项目》合同，以 4500 万元取得漓江城市段水上游览经营权（桂林漓江城市段经营范围指虞山桥至大圩，包含龙船坪码头——叠彩山线路水上游览日游、龙船坪码头——叠彩山线路水上游览夜游（完善象山山至龙船坪航道夜航设施后开通）、龙船坪码头——大圩线路水上游览（完善航道设施达到通航条件后开通）），游船运力控制容量为 700 个客位，期限从 2016 年 3 月至 2026 年 3 月。

图 16：漓江城市段路线图



资料来源：携程网，光大证券研究所



取得经营权后，在漓江城市段运力总量控制数 2,395 个客位中（原有已批 1,695 客位与本公司本次取得的 700 客位之和），公司共拥有 1394 个客位（原来公司及全资子公司两江四湖公司实际拥有 694 个客位），占比 58%。

同时合同规定，公司可在未来采取股份制合作方式或收购兼并方式完成漓江城市段现有游船企业拥有的 1001 个客位的整合，打造以“三山两洞（象鼻山、伏波山、叠彩山、芦笛岩、七星岩）”为中心，“两江四湖”（漓江、桃花江、榕湖、杉湖、桂湖、木龙湖）为纽带的市区水上游。此后，2016 年 10 月，公司开始正式运行城市段夜游，2016 年 12 月，公司将取得的上述漓江城市段水上游览经营权及游船运力数量 700 个客位转让给了全资子公司两江四湖公司。

此外，第一大股东桂林旅游发展总公司旗下还拥有以“三山两洞”（象鼻山、伏波山、叠彩山、芦笛岩、七星岩）为代表的景区，旅游资产丰富、质地优良，可作为空间大。

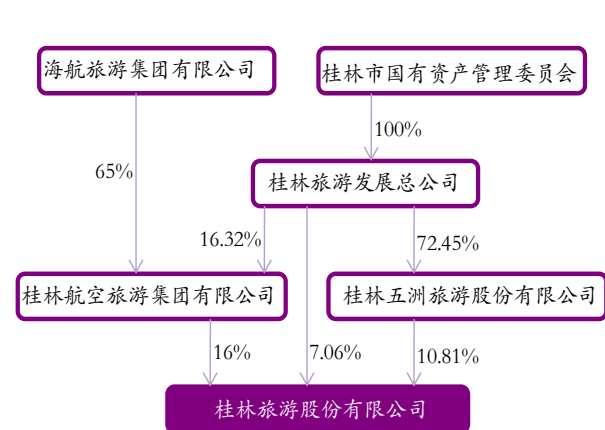
阳朔地区、桃花江段等地的旅游资源也较多，但经营关联方众多，推动需要时间。如能将游船和岸上景区、民俗等旅游资源联系在一起，将大大推动公司业务向休闲度假游方向发展。

### 3.4、海航间接入股尘埃落定，混改带来新机遇

从 2014 年 6 月至 2016 年底，海航旅游集团通过控股桂林航旅间接入股公司事宜尘埃落定，由此形成了“国资第一、海航第二”的新股权结构。

图 17：海航入股后公司的股权结构

图 18：海航旅游集团下属企业



资料来源：公司公告，光大证券研究所



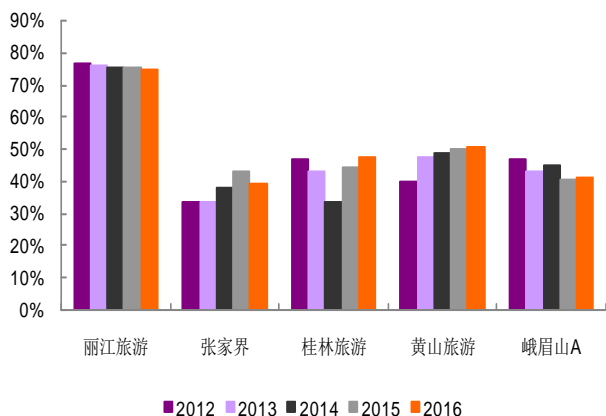
资料来源：海航集团官网，光大证券研究所

海航旅游集团成立于 2007 年，是一个涵盖航空、酒店、旅游、金融、互联网等多重业务领域的现代大型旅游集团。旗下拥有首都航空、金鹿公务、凯撒旅游（2015 年借壳上市）、唐拉雅秀、易生支付、通汇货币等 20 余个成员品牌。又战略投资途牛旅游网与住百家，占据在线旅游、共享经济业务要席。2015 年 12 月海航旅游进入中国旅游集团五强。

海航作为民营股东的加入，有望为公司带来新的发展机遇和成长空间。

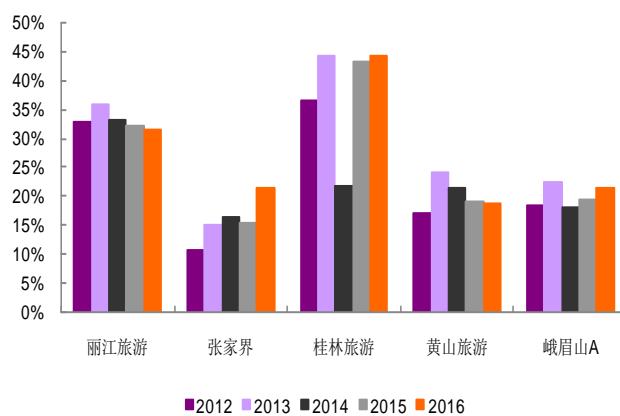
首先，公司之前是国企体制，激励明显不足，成本费用比同行偏高；公司体制由国企转变为混合制经营，符合国家目前大力提倡和支持的改革方向，混合体制将会提升公司经营活力和效率，公司上下有望积极挖潜，增效节流空间巨大。

图 19：桂林旅游毛利率处于自然景区公司中等水平



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 20：桂林旅游期间费用率高于同类自然景区公司



资料来源：公司公告，光大证券研究所

其次，海航集团在资本运作领域有丰富经验，有望开启公司在资本市场的新局面。

第三，海航在航空、旅游和金融等领域具备丰富的资源积累，将有利于公司产业链的拓展、促进旅游资源整合、带来可观的协同效应。比如，目前桂林航空已经新增天津、郑州、济南、扬州、银川五条直飞桂林的航线，争取打造以桂林为中心辐射华东、华南、西北等地区的“两小时空中巴士圈”，力争5年内机队规模达到40架、实现旅客运输量700万人次，有望为公司景区提供更多客流。

## 4、结合文化/演艺/互联网，带动产业链转型升级

### ➤ “旅游+文化”：合作荣宝斋，走出第一步棋

2015年7月，公司与荣宝斋、桂林漓江大瀑布饭店、桂林启尔新媒体公司签署协议，成立荣宝斋（桂林）拍卖有限公司；公司和漓江大瀑布合计出资370万，占37%股权。荣宝斋拍卖公司入驻公司旗下漓江大瀑布饭店。

2015年12月，荣宝斋拍卖公司举行首届艺术品拍卖会，参与拍卖的373件拍品成交比例达89%，总成交额超2亿元，取得圆满成功。2016年荣宝斋实现营收122.72万，净利润-318.74万。该公司目前还处于起步阶段，规模较小，且尚未开始盈利。但在现今文化与旅游融合度越来越高的大背景下，我们认为，公司与国内顶级艺术品经营机构的“文旅联姻”，是实现旅游与文化有机融合的创新之举。

### ➤ “旅游+演艺”：“漓江千古情”有望提振夜间消费

2015年9月，公司公告与宋城演艺在阳朔县合资打造“漓江千古情”演艺项目；总投资规模约5亿元，桂林旅游持股比例30%。该项目2016年底土地摘牌，计划于2017年5月开工建设、2018年上半年开业。项目建成后将包括现代化演艺剧场、大型歌舞、科技游乐综合体、新西街等板块。

合作方宋城演艺作为国内旅游演艺行业龙头，有丰富的异地扩张经验，项目均在开业首年即获得可观收入。

表7：宋城演艺异地复制千古情项目经营情况（单位：万元）

	三亚千古情	丽江千古情	九寨千古情
首次运营时间	2013年	2014年	2014年
2013年收入	第一年:3357		
2014年收入	第二年:16000	第一年:7200	第一年:6347
2015年收入	第三年:25800	第二年:17100	第二年:12400
2016年收入	第四年:30300	第三年:21900	第三年:14800

资料来源：公司公告，光大证券研究所

我们认为，考虑到桂林一年接待游客5380万人次（2016年），该项目有望复制千古情异地扩张的成功经验，为公司带来新的业绩增长点。当地已有实景演出《印象-刘三姐》（2004年首演）近年来受欢迎程度颇高，已提供一定的客源基础。但二者室内室外的不同形式可形成演艺市场的互补。另，漓江千古情优势在于，一方面室内演出规避了室外演出易受天气和季节影响的弊端，另一方面漓江千古情包含现演艺剧场、大型歌舞、科技游乐综合体、新西街等板块，形式上也更为丰富。综上，看好漓江千古情项目未来的盈利。

### ➤ “旅游+互联网”：构建O2O服务平台

公司于2015年10月启动“旅游+互联网”工程，与桂林天元国际旅行社、阳朔天顺国际旅行社等设立桂林天地假期旅游有限公司，公司持股51%（2016年3月公司转让了10%股权）。天地假期主营O2O电商及地面旅游服务综合体系运营管理业务，经营范围包括旅游项目投资、管理，汽车租赁，旅行社业务，机票、车票、景区票务代订等。公司通过构建线上线下一体化平台，集中和整合分散的旅游资源，以期扩大业务版图，提升盈利能力。

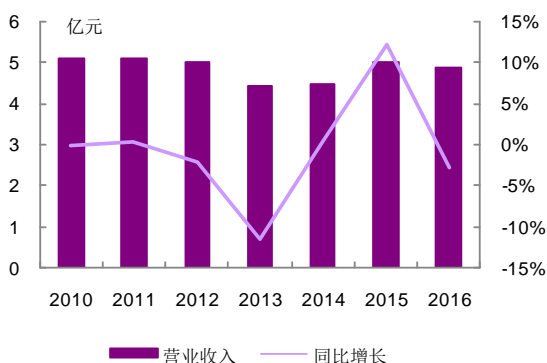
## 5、盈利预测、估值与风险提示

### ➤ 近几年经营业绩概况

公司近几年营业收入基本处于平稳状态。2013 年受“三公反腐”等影响，客流下滑导致收入下滑；2014、2015 年逐渐复苏。2016 年营业收入 4.86 亿，同比降低 2.75%，主要受“营改增”政策影响。若扣除“营改增”影响，公司 2016 年营业收入 5.03 亿，同比增加 0.51%。

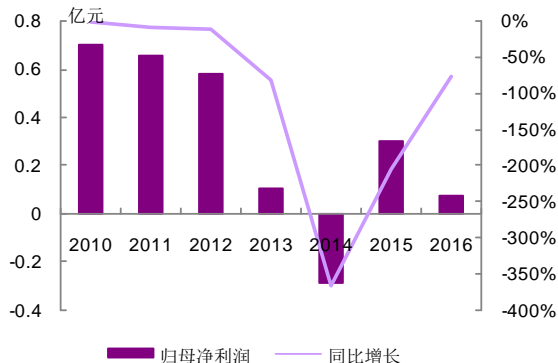
归母净利方面，2010-2012 年间稳中略降。2013 年，受客流下滑、毛利率降低（降 4.35 点）、期间费用率猛增（其中管理费用率增 6.05 个点）影响，归母净利大幅下降。2014 年，去除福隆园地产项目对净利的的影响，公司实际亏损 2850 万，主要因毛利率大降 9.36 个点，且由于对转让福隆园地产项目的分期收回款项计提坏账准备及对资江丹霞公司长期股权投资计提资产减值准备导致了资产减值损失大幅增加。2015 年，扭亏为盈，实现归母净利 2989 万元，因银子岩和两江四湖两大景区受益贵广高铁建成通车业绩显著增长、酒店和游船客运业务实现扭亏，且毛利率猛增 11.1 个点，公司因此提振业绩。

图 21: 10-16 年营收及增速 (除 14 年转让地产收入)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

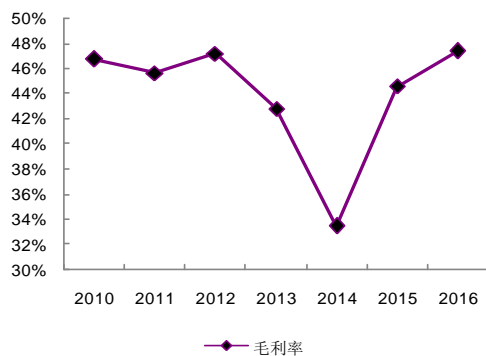
图 22: 10-16 年归母净利及增速 (除 14 年转让地产收入)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

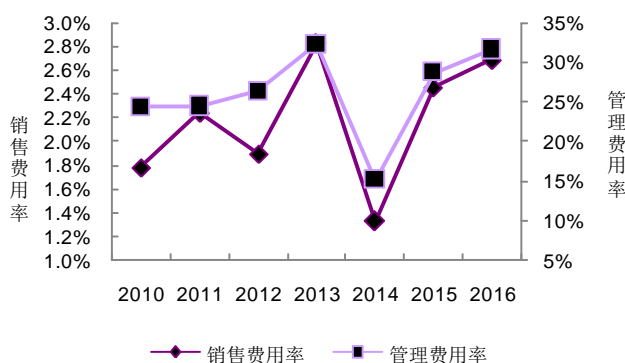
2016 年归母净利 739 万元/降 75.28%，主要因公司 12 月底对控股子公司桂圳公司的部分资产计提减值准备 9,963 万元，使得归母净利减少 6,476 万元。若剔除，则归母净利 7,215 万/增 141%（含营业外收入-政府补助 2500 完、参股井冈山旅游和桂林新奥燃气的投资收益近 800 万）。

图 23: 10-16 年公司毛利率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 24: 10-16 年公司销售费用率及管理费用率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

### ➤ 收入拆分表

表 8：2016-2019E 分业务收入预测

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入(万)	48,624	54,524	61,724	69,514
增速%	-2.75%	12.13%	13.21%	12.62%
景区	24,004	27,005	30,920	34,940
增速%	2.57%	13%	15%	13%
漓江瀑布大饭店	9,593	10,073	10,576	11,211
增速%	-5.67%	5%	5%	6%
漓江旅游客运	9,186	11,206	13,560	16,272
增速%	-9.90%	22%	21%	20%
公路旅游客运	3,202	3,522	3,839	4,146
增速%	-11.77%	10%	9%	8%
出租汽车营运	1,380	1,442	1,514	1,590
增速%	4.87%	5%	5%	5%
公路客运站场(琴潭站)	812	828	845	862
增速%	-9.37%	2%	2%	2%
其他	448	448	470	494

资料来源：公司公告，光大证券研究所

### ➤ 利润表假设与盈利预测

(1) 由上表中对各业务的假设，得出 2017-2019 年营业收入增速分别为 12.13%、13.21%、12.62%；

(2) 假设 2017-2019 年毛利率稳步提升，分别为 47.50%、49.00%、50.00%；

(3) 假设公司加大宣传营销力度，2017-2019 年销售费用率为 3.50%、3.80%、3.80%；

(4) 假设公司压缩费用，2017-2019 年管理费用率为 31.50%、31.00%、31.00%；

(5) 假设公司 2017-2018 年实际税率为 26%、26%、26%；

综上假设，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.17 元、0.25 元、0.33 元。

### ➤ 绝对估值

从绝对估值来看，根据 DCF 估值，公司的合理价值为 10.96 元。

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.43%
$\beta(\beta_{levered})$	0.89
Rm-Rf	6.80%
Kc(levered)	9.49%
税率	26.00%
Kd	3.65%
Ve	3671.38
Vd	759.6
目标资本结构	17.14%
WACC	8.49%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	453.37	10.00%
第二阶段	1208.78	26.66%
第三阶段 (终值)	2871.23	63.34%
企业价值 AEV	4533.38	100.00%
加: 非经营性净资产价值	307.06	6.77%
减: 少数股东权益 (市值)	135.57	-2.99%
减: 债务价值	759.60	-16.76%
总股本价值	3945.27	87.03%
股本 (百万股)	360.10	
每股价值 (元)	<b>10.96</b>	
PE (隐含)	64.09	
PE (动态)	57.44	

资料来源: 光大证券研究所

### ➤ 相对估值

选择旅游行业中最相关的可比公司, 例如黄山旅游、峨眉山 A、张家界、长白山、九华旅游、云南旅游等景区类公司作为估值参考, 类似公司 17 年的平均预期市盈率在 45 倍。

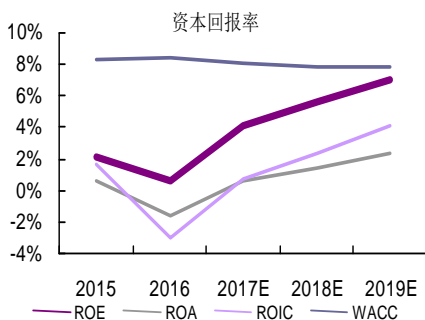
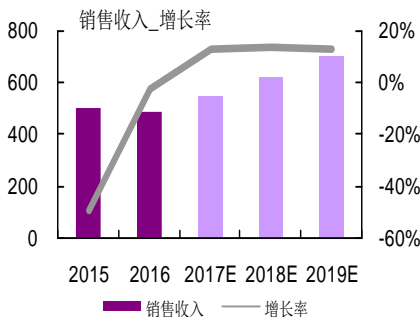
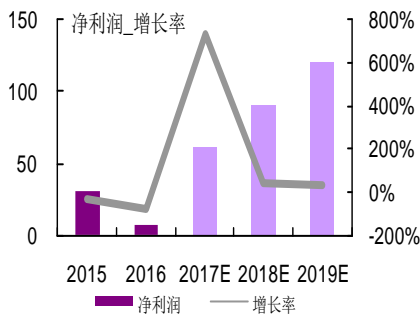
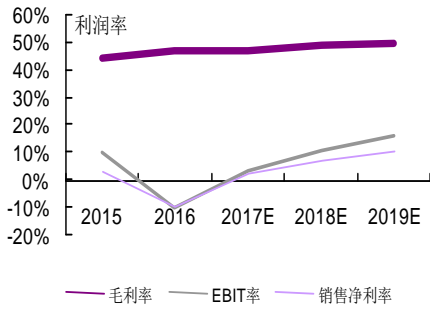
表 9: 可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价	EPS					PE				CAGR-3	PEG-2017	市值 亿元
	4.28	16 年	17 年	18 年	19 年	16 年	17 年	18 年	19 年				
黄山旅游	18.06	0.47	0.56	0.66	0.74	36.39	32.09	27.33	24.45	9.48%	2.65	117	
峨眉山 A	12.91	0.36	0.4	0.46	0.52	31.55	31.96	27.79	24.78	8.86%	2.31	68.02	
张家界	10.88	0.19	0.25	0.27	0.28	48.98	44.03	40.15	39.56	4.02%	0.91	34.91	
长白山	16.33	0.27	0.35	0.46	0.55	70.01	46.14	35.76	29.76	15.75%	1.41	43.55	
九华旅游	37.37	0.67	0.78	0.84	0.93	57.51	48.08	44.6	40.18	6.16%	2.97	41.36	
云南旅游	10.00	0.09	0.16	0.19	0.21	87.11	64.47	53.42	47.35	11.15%	2.18	73.08	
平均	17.59	0.34	0.42	0.48	0.54	55.26	<b>44.46</b>	38.18	34.35	9.24%	2.07	62.99	

资料来源: Wind 一致预期, 光大证券研究所

考虑未来由交通改善和春晚效应带来的客流增长、提价带来的收入改善、内部治理对经营效率的提升、国企改革带来的资源整合新看点以及公司升级产业链推出的“旅游+”等一系列利好, 我们看好公司长期发展。预计其未来三年净利润复合增长率 153.7%, 预测 17/18/19 年 EPS 分别为 0.17/0.25/0.33, 但目前 17PE 为 57 倍, 高估值有待消化, 给予“增持”评级。

风险提示: 客流增速不及预期、内部治理力度及效果低于预期。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>500</b>	<b>486</b>	<b>545</b>	<b>617</b>	<b>695</b>
营业成本	277	256	286	315	348
折旧和摊销	90	99	183	193	201
营业税费	24	15	19	22	24
销售费用	12	13	19	23	26
管理费用	144	154	172	191	212
财务费用	60	49	30	43	51
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	30	37	32	35	45
<b>营业利润</b>	<b>22</b>	<b>-61</b>	<b>19</b>	<b>58</b>	<b>108</b>
<b>利润总额</b>	<b>22</b>	<b>-34</b>	<b>22</b>	<b>61</b>	<b>102</b>
少数股东损益	-14	-53	-45	-45	-45
<b>归属母公司净利润</b>	<b>29.89</b>	<b>7.39</b>	<b>61.56</b>	<b>90.00</b>	<b>120.63</b>

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>2,857</b>	<b>2,675</b>	<b>2,916</b>	<b>3,154</b>	<b>3,230</b>
流动资产	527	325	688	999	1,147
货币资金	197	114	448	732	849
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	197	86	102	116	131
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	38	28	33	37	42
存货	79	81	89	98	108
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	158	247	247	247	247
固定资产	1,021	1,029	1,043	1,038	1,026
无形资产	598	524	497	473	449
<b>总负债</b>	<b>1,253</b>	<b>1,135</b>	<b>1,360</b>	<b>1,558</b>	<b>1,572</b>
无息负债	200	219	220	219	233
有息负债	1,053	916	1,140	1,340	1,340
<b>股东权益</b>	<b>1,604</b>	<b>1,539</b>	<b>1,556</b>	<b>1,596</b>	<b>1,658</b>
股本	360	360	360	360	360
公积金	1,040	1,040	1,046	1,055	1,067
未分配利润	79	68	124	200	295
少数股东权益	125	71	26	-19	-64

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>258</b>	<b>285</b>	<b>207</b>	<b>215</b>	<b>234</b>
净利润	30	7	62	90	121
折旧摊销	90	99	183	193	201
净营运资金增加	-282	-135	47	53	41
其他	420	313	-85	-122	-129
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-60</b>	<b>-165</b>	<b>-68</b>	<b>-85</b>	<b>-55</b>
净资本支出	-87	-113	-150	-120	-100
长期投资变化	158	247	0	0	0
其他资产变化	-131	-299	82	35	45
<b>融资活动现金流</b>	<b>-274</b>	<b>-203</b>	<b>195</b>	<b>154</b>	<b>-62</b>
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-194	-137	224	200	0
无息负债变化	-14	19	1	-2	14
<b>净现金流</b>	<b>-75</b>	<b>-84</b>	<b>334</b>	<b>284</b>	<b>117</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-49.57%	-2.75%	12.13%	13.21%	12.62%
净利润增长率	-27.48%	-75.28%	733.24%	46.21%	34.03%
EBITDA/EBITDA 增长率	-12.10%	-65.49%	308.53%	28.60%	21.58%
EBIT/EBIT 增长率	-32.93%	-194.62%	-135.93%	269.10%	73.25%
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	44.58%	47.41%	47.50%	49.00%	50.00%
EBITDA 率	28.54%	10.13%	36.91%	41.93%	45.26%
EBIT 率	10.48%	-10.19%	3.27%	10.65%	16.38%
税前净利润率	4.49%	-6.89%	4.10%	9.85%	14.70%
税后净利润率 (归属母公司)	5.98%	1.52%	11.29%	14.58%	17.35%
ROA	0.56%	-1.70%	0.57%	1.43%	2.34%
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.02%	0.50%	4.02%	5.57%	7.00%
经营性 ROIC	1.55%	-3.06%	0.61%	2.27%	3.99%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.72	1.02	2.35	3.46	4.58
速动比率	0.61	0.76	2.05	3.13	4.15
归属母公司权益/有息债务	1.40	1.60	1.34	1.21	1.29
有形资产/有息债务	2.12	2.29	2.08	1.97	2.04
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.08	0.02	0.17	0.25	0.33
每股红利	0.05	0.00	0.01	0.04	0.06
每股经营现金流	0.72	0.79	0.57	0.60	0.65
每股自由现金流(FCFF)	0.87	0.42	0.08	0.19	0.32
每股净资产	4.11	4.08	4.25	4.48	4.78
每股销售收入	1.39	1.35	1.51	1.71	1.93

资料来源：光大证券、上市公司



## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

谢宁铃，北京大学企业管理硕士。2007 在香港买方覆盖港股和 A 股市场的地产、大消费板块。2010 年加入光大证券，作为团队核心成员，2011、2012、2013、2014 年分别获得新财富纺织服装行业第 1、1、3、1 名。目前从事社会休闲服务旅游板块研究，2016 年获得第一财经社会服务行业第 5 名。

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiao1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	威德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金荧光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com