

桂林旅游 (000978)

计提减值准备导致净利下滑 75%

买入 (维持)

投资要点

- **事件: 公司公布 2016 年年报。**2016 年, 公司实现营业收入 48,624.17 万元, 同比下降 2.75%; 营业利润-6,148.41 万元, 同比下降 377.46%; 归属净利润 738.78 万元, 同比下降 75.28%。
- **银子岩景区、两江四湖景区继续维持良好发展, 营业收入下降的主要原因是受“营改增”政策影响, 扣除“营改增”政策的影响, 公司营业收入 50,254.08 万元, 同比增加 0.51%。**报告期内, 公司景区 (两江四湖、银子岩、丰鱼岩、龙胜温泉、贺州温泉、资江丹霞景区、丹霞温泉景区) 共接待游客 343.61 万人次, 同比增长 5.48%。其中, 银子岩接待游客 167.67 万人次, 同比增 14.16%, 营业收入 7,684 万元, 同比增 11.19%, 净利润 5,011 万元, 同比增 17.99%; 两江四湖接待游客 120.39 万人次, 同比增 5.82%, 营业收入 11,319 万元, 同比增 7.62%, 净利润 4,135 万元, 同比增 253.72%。漓江游船客运接待游客 57.37 万人次, 同比下降 10.74%; 漓江大瀑布饭店共接待游客 32.80 万人次, 同比增长 8.65%。归属净利润下降的主要原因是公司对控股子公司桂圳公司部分资产计提减值准备 9,963 万元, 导致归属净利润减少 6,476 万元。若扣除该影响归属净利润为 7,215 万元, 同比增长 141%。
- **成本费用控制良好, 财务费用大幅下降。**报告期内, 公司销售费用 1,308.47 万元, 同比增长 6.43%; 管理费用 15,428.92 万元, 同比增长 7.06%。财务费用 4,860.89 万元, 同比下降 19.18%, 主要原因是贷款总额比年初减少了 1.37 亿元, 以及银行借款平均利率同比有所下降。
- **参股公司井冈山旅游正推进 IPO。**公司持有井冈山旅游 21.36% 股份, 为其第三大股东。目前, 井冈山旅游处于上市辅导期, 尚未向证监会提交申报材料。江西井冈山属于国家扶贫开发工作 592 个重点县之一, 根据证监会发布的《关于发挥资本市场作用服务国家脱贫攻坚战略的意见》, IPO 有望进入绿色通道。
- **携手凯撒旅游推动桂林入境游发展。**2016 年中国入境游同比增长 3.8%, 入境游客 1.38 亿人次; 其中外国游客 2815 万人次, 同比增长 8.3%。随着签证、通关、免税、退税、航权等多项便利化政策落地实施, 在客源地营销和全球推广、旅游目的地建设等努力下, 中国入境游或将迎来大发展。目前, 海航已经通过桂林航空旅游集团间接入股, 成为公司二股东, 混改完成后公司的运作将更加市场化, 资源整合也有望加快。日前, 凯撒旅游发布了十二大“入境游”主题路线, 未来桂林航旅集团将携手凯撒旅游共同推动桂林入境游发展, 公司也有望参与其中。
- **投资建议与盈利预测:**2016 年, 公司取得漓江城市段水上游览经营权, 公司市值目标不低于 100 亿, 后续将继续整合当地旅游资源, 有望启动再融资。预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.15、0.16、0.19 元, PE (2017E) 为 79 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争风险; 管理风险; 不可抗力风险

2017 年 3 月 29 日

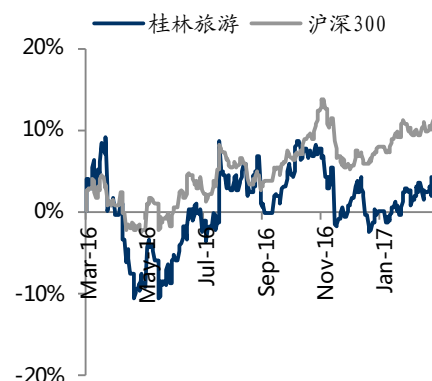
证券分析师 张艺

执业资格证书号码: S0600512070006

yjs_zhangy@dwzq.com.cn

010-66211134

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	11.85
一年最低价/最高价	7.70 / 20.50
市净率 (倍)	2.83
流通 A 股市值 (百万元)	4267

基础数据

每股净资产 (元)	4.08
资本负债率 (%)	42.45
总股本 (百万股)	360
流通 A 股 (百万股)	360

相关研究

1. 2016.10.28 《Q3 收入下滑 7% 与中期持平, 补贴和投资收益致业绩增 55%》
2. 2016.8.29 《受雨季影响游客下滑 3.66%, 补贴导致业绩扭亏》
3. 2016.3.30 《旅游主业增长良好, 资本运作加速启动“旅游+”新引擎》

桂林旅游三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	325.3	110.4	-25.0	-170.0	营业收入	486.2	506.5	528.0	550.9
现金	113.9	-106.4	-250.6	-405.4	营业成本	255.7	273.1	291.1	307.0
应收款项	113.9	118.0	123.0	128.3	营业税金及附加	15.0	10.1	7.9	8.3
存货	81.1	83.7	86.8	90.6	营业费用	13.1	13.7	13.2	13.8
其他	16.4	15.2	15.8	16.5	管理费用	154.3	155.2	157.4	157.9
非流动资产	2349.3	2506.2	2566.8	2627.1	财务费用	48.6	45.7	50.3	54.0
长期股权投资	246.6	246.6	246.6	246.6	投资净收益	36.7	38.0	43.0	48.0
固定资产	1356.0	1530.4	1608.5	1686.2	其他	-97.7	-0.0	0.0	-0.0
无形资产	523.6	506.2	488.7	471.2	营业利润	-61.5	46.7	51.2	58.0
其他	223.0	223.0	223.0	223.0	营业外净收支	28.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	2674.6	2616.6	2541.8	2457.1	利润总额	-33.5	46.7	51.2	58.0
流动负债	319.4	335.4	341.6	348.7	所得税费用	11.8	13.1	14.3	16.2
短期借款	126.4	126.4	126.4	126.4	少数股东损益	-52.7	-20.2	-22.1	-25.0
应付账款	67.5	66.9	69.4	72.4	归属母公司净利润	7.4	53.8	58.9	66.8
其他	125.5	142.0	145.7	149.8	EBIT	48.1	54.4	58.4	64.0
非流动负债	815.9	815.9	815.9	815.9	EBITDA	145.6	151.4	163.7	176.3
长期借款	789.7	789.7	789.7	789.7					
其他	26.2	26.2	26.2	26.2					
负债总计	1135.3	1151.3	1157.5	1164.6					
少数股东权益	70.9	50.8	28.7	3.6					
归属母公司股东权益	1468.3	1414.5	1355.6	1288.8					
负债和股东权益总计	2674.6	2616.6	2541.8	2457.1					

重要财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益(元)	0.02	0.15	0.16	0.19
每股净资产(元)	4.08	3.93	3.76	3.58
发行在外股份(百万股)	360.1	360.1	360.1	360.1
ROIC(%)	4.0%	2.3%	2.4%	2.5%
ROE(%)	0.5%	3.8%	4.3%	5.2%
毛利率(%)	47.4%	46.1%	44.9%	44.3%
EBIT Margin(%)	9.9%	10.7%	11.1%	11.6%
销售净利率(%)	1.5%	10.6%	11.2%	12.1%
资产负债率(%)	42.4%	44.0%	45.5%	47.4%
收入增长率(%)	-2.8%	4.2%	4.2%	4.3%
净利润增长率(%)	-75.3%	628.0%	9.6%	13.3%
P/E	577.60	79.34	72.40	63.91
P/B	2.91	3.02	3.15	3.31
EV/EBITDA	37.11	35.78	33.14	30.81

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

