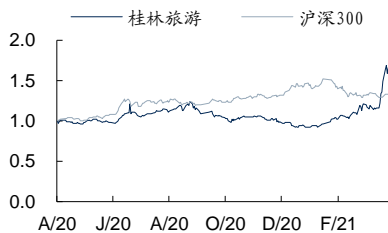


证券研究报告—动态报告
餐饮旅游
景点
桂林旅游(000978)
增持
2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 26 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)	2,733/2,733
上证综指/深圳成指	3,474/14,352
12 个月最高/最低(元)	8.32/4.18

相关研究报告:

《桂林旅游-000978-2020 年三季报点评: 景区客流环比回暖, 跟踪区域整合与定增进展》——2020-10-31

《桂林旅游-000978-2020 年半年报点评: 短期承压明显, 跟踪客流恢复及未来整合》——2020-08-17

《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: 拟定增补充缓解资金压力, 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

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

证券分析师: 姜甜

电话: 0755-81981367
 E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080005

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
疫情承压, 定增及资产优化迎接疫后复苏
● 2020 年业绩亏损 2.66 亿, 与业绩快报基本一致

2020 年公司营收 2.55 亿/-57.93%, 归母净利润亏损 2.66 亿 (由盈转亏), 扣非后亏损 3.69 亿, 与业绩基本快报一致, 符合预期; EPS-0.74 元/股。其中丹霞温泉破产影响业绩-8011 万元。

● 疫情下景区客流下滑 69%, 各项目均承压, 破产、减值等拖累

受疫情影响, 2020 年公司旗下景区接待游客 134 万/-69%, 其中上/下半年各下滑 87%/53%, 下半年有所回暖。具体来看, 银子岩接待游客 66 万/-75% (H1/H2 各-91%/-61%), 收入 2707 万/-74%, 净利润 629 万/-90%; 两江四湖接待游客 38 万/-69% (H1/H2 各-86%/-54%), 收入 4163 万/-65%, 净利润亏损 3738 万; 漓江游船接待游客 23 万/-66% (H1/H2 各-84%/-51%); 大瀑布酒店接待游客 10 万/-67% (H1/H2 各-86%/-50%), 收入 4329 万/-54%, 净利润亏损 1977 万。此外政府补助 2547 万, 资江丹霞公司取得土地转让收益 1,769 万; 丹霞温泉破产清算影响业绩-8011 万元, 井冈山计提减值 7,925 万拖累业绩。公司毛利率下滑至-12%/-55pct, 期间费用率提升至 73%/+36pct。

● 拟定增改善财务状况, 关注客流恢复及未来整合进展

公司拟定增募资不超过 4.79 亿元用于偿还银行贷款, 若顺利落地则有望改善财务状况。公司已公布 21Q1 业绩预告, 预计实现收入 4050 万元/+47%, 业绩亏损 5500 万 (减亏约 1210 万), 较 19Q1 仍有较大差距。但考虑到 3 月文旅部不再统一限制景区接待上限, 反应出对后续疫情及旅游走势的积极态度, 公司客流也有望持续复苏。此外公司继续进行资产整理工作, 并拓展新项目, 漓江千古情有望在恢复后贡献业绩增量; 《境 SHOW》则预计 4 月开工建设, 建设周期 10 个月, 未来有望成为公司盈利新增长点。且公司作为桂林区域资源整合与融资平台, 未来有望持续整合优化区域资源, 提升公司景区资源效能。

● 风险提示: 宏观、疫情等, 景区降价政策风险, 外延项目低于预期等。
● 短期跟踪客流恢复, 中线关注区域整合及新项目, 维持“增持”

给予 21-23 年 EPS 0.14/0.28/0.36 元, 对应 PE 为 54/27/21x。短期建议关注客流复苏及定增进度, 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

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	606.15	255.03	467.34	605.29	670.67
(+/-%)	5.77%	-57.93%	83.25%	29.52%	10.80%
净利润(百万元)	55.02	-266.45	50.43	101.08	129.86
(+/-%)	-31.57%	-584.30%	-118.93%	100.43%	28.47%
摊薄每股收益(元)	0.15	-0.74	0.14	0.28	0.36
EBIT Margin	5.78%	-70.41%	-1.11%	20.42%	21.96%
净资产收益率(ROE)	3.46%	-20.24%	3.76%	7.45%	9.48%
市盈率(PE)	49.68	-10.26	54.20	27.04	21.05
EV/EBITDA	28.08	-57.33	28.15	14.16	12.88
市净率(PB)	1.72	2.08	2.04	2.01	2.00

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

表 1: 公司重点项目经营表现情况

项目	股权	2019 年			2020 年			2020 年增速		
		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%	264.21	10348.46	6268.14	65.9	2707.87	609.74	-75.06%	-73.83%	-90.27%
两江四湖	100.00%	123.65	11731.22	1778.36	38.07	4162.91	-3738.19	-69.21%	-64.51%	-310.20%
漓江游船客运	分公司	66.63	11639.09		22.79	3965.98		-65.80%	-65.93%	
漓江大瀑布饭店	100.00%	30.2	9494.88	583.08	10.1	4326.86	-1977.46	-66.56%	-54.43%	-439.14%

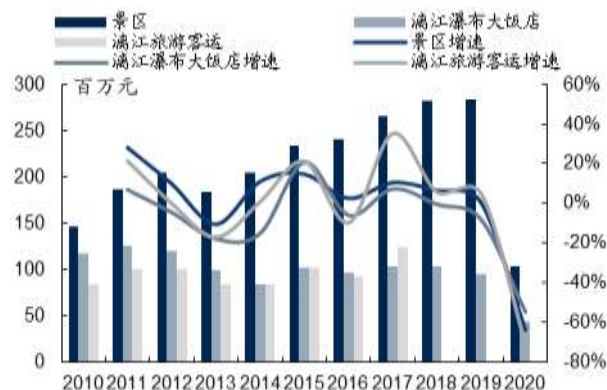
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 1: 公司 2020 年业绩增长情况



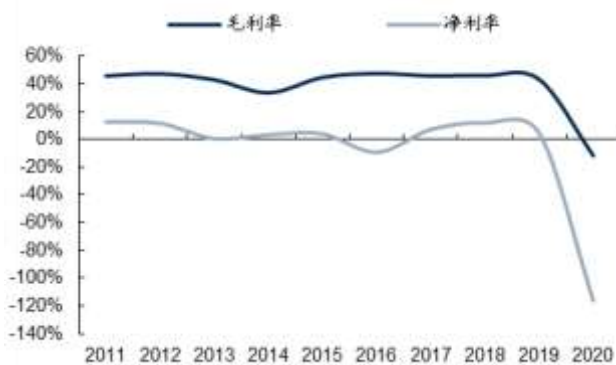
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司分部业务收入增长情况



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 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 4: 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

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 21-4-23	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
601888	中国中免	买入	299.29	2.37	3.14	5.36	126.24	95.17	55.87	29.38
002607	中公教育	买入	25.82	0.29	0.39	0.52	88.22	66.99	49.56	46.41
300144	宋城演艺	买入	20.95	0.51	-0.65	0.37	40.88	-32.02	56.71	5.70
600754	锦江酒店	买入	59.28	1.02	0.10	1.04	58.09	576.66	56.99	4.79
600258	首旅酒店	买入	25.57	0.90	-0.44	0.91	28.54	-58.06	28.03	2.82
1179.HK	华住集团-S	增持	374.00	5.45	-6.76	5.25	68.60	-55.36	71.22	14.49
9922.HK	九毛九	增持	25.98	0.09	0.32	0.49	304.51	80.00	53.56	0.00
6862.HK	海底捞	增持	43.80	0.44	0.06	0.87	98.91	751.28	50.16	21.85
0520.HK	呷哺呷哺	买入	10.19	0.27	0.01	0.50	38.41	691.33	20.30	4.64
9987.HK	百胜中国-S	增持	384.05	12.20	12.10	12.98	31.47	31.75	29.58	46.93
300662	科锐国际	增持	57.25	0.83	1.02	1.34	68.87	56.28	42.73	12.15
603043	广州酒家	买入	40.50	0.95	1.15	1.44	42.61	35.26	28.06	7.47
300010	豆神教育	买入	7.47	-2.56	0.30	0.51	-2.92	25.24	14.71	1.94
300192	科德教育	增持	13.61	0.27	0.61	0.76	49.91	22.21	17.89	4.95
603136	天目湖	买入	27.71	1.01	0.32	1.16	27.46	87.30	23.81	3.77
002159	三特索道	买入	13.27	0.06	0.40	0.34	213.89	33.14	38.57	2.21
000526	学大教育	增持	37.39	0.12	0.08	0.72	314.51	489.24	51.80	44.40
600138	中青旅	买入	12.06	0.78	-0.18	0.72	15.37	-65.64	16.76	1.32
000888	峨眉山 A	增持	6.73	0.43	-0.07	0.36	15.69	-90.93	18.66	1.40
600054	黄山旅游	增持	10.94	0.47	-0.10	0.44	23.47	-107.83	24.78	1.83
000796	凯撒旅业	买入	10.11	0.16	-0.12	0.22	64.43	-85.46	45.61	3.39
002707	众信旅游	增持	6.52	0.08	-1.56	0.04	85.64	-4.18	155.50	2.63
002621	美吉姆	增持	5.77	0.15	-0.03	0.28	39.75	-198.74	20.65	3.54
000978	桂林旅游	增持	7.59	0.15	-0.74	0.14	49.69	-10.28	54.66	1.72
002033	丽江股份	增持	7.02	0.37	0.08	0.37	19.00	87.67	19.00	1.51

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)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	46	80	105	204	营业收入	255	467	605	671
应收款项	236	128	166	184	营业成本	286	303	337	366
存货净额	6	19	22	24	营业税金及附加	12	7	9	10
其他流动资产	20	16	21	23	销售费用	14	16	17	18
流动资产合计	309	244	314	436	管理费用	122	147	119	130
固定资产	1342	1409	1346	1277	财务费用	51	(2)	52	50
无形资产及其他	393	377	361	346	投资收益	49	53	70	86
投资性房地产	193	193	193	193	资产减值及公允价值变动	4	5	0	0
长期股权投资	430	485	485	485	其他收入	(114)	0	0	0
资产总计	2666	2708	2700	2737	营业利润	(291)	54	142	183
短期借款及交易性金融负债	227	262	239	243	营业外净收支	(3)	3	3	3
应付款项	77	58	55	61	利润总额	(294)	57	145	186
其他流动负债	100	97	96	107	所得税费用	2	1	29	37
流动负债合计	404	416	390	411	少数股东损益	(30)	6	15	19
长期借款及应付债券	860	860	860	860	归属于母公司净利润	(266)	50	101	130
其他长期负债	49	52	54	55					
长期负债合计	908	912	913	915	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1312	1328	1304	1326	净利润	(266)	50	101	130
少数股东权益	37	38	40	41	资产减值准备	145	(149)	(0)	(0)
股东权益	1316	1342	1357	1370	折旧摊销	109	149	161	168
负债和股东权益总计	2666	2708	2700	2737	公允价值变动损失	(4)	(5)	0	0
					财务费用	51	(2)	52	50
关键财务与估值指标					营运资本变动	30	(40)	(48)	(4)
每股收益	-0.74	0.14	0.28	0.36	其它	(182)	149	2	2
每股红利	0.17	0.07	0.24	0.32	经营活动现金流	(168)	155	216	295
每股净资产	3.66	3.73	3.77	3.80	资本开支	(101)	(75)	(83)	(83)
ROIC	-8%	0%	6%	7%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	-20%	4%	7%	9%	投资活动现金流	(45)	(131)	(83)	(83)
毛利率	-12%	35%	44%	45%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	-70%	-1%	20%	22%	负债净变化	108	0	0	0
EBITDA Margin	-28%	31%	47%	47%	支付股利、利息	(60)	(25)	(86)	(117)
收入增长	-58%	83%	30%	11%	其它融资现金流	118	34	(22)	3
净利润增长率	-584%	-119%	100%	28%	融资活动现金流	214	9	(108)	(113)
资产负债率	51%	50%	50%	50%	现金净变动	1	34	25	99
息率	2.2%	0.9%	3.1%	4.3%	货币资金的期初余额	46	46	80	105
P/E	-10.3	54.2	27.0	21.0	货币资金的期末余额	46	80	105	204
P/B	2.1	2.0	2.0	2.0	企业自由现金流	(143)	29	130	198
EV/EBITDA	-57.3	28.1	14.2	12.9	权益自由现金流	83	65	66	162

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