

证券研究报告—动态报告

餐饮旅游

桂林旅游(000978)

增持

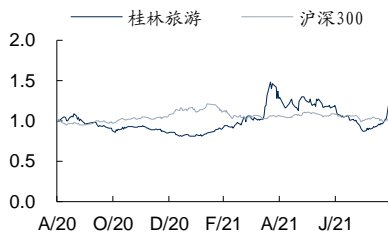
景点

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 29 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)	2,139/2,139
上证综指/深圳成指	3,522/14,437
12 个月最高/最低(元)	8.32/4.18

相关研究报告:

- 《桂林旅游-000978-2020 年年报点评: 疫情承压, 定增及资产优化迎接疫后复苏》——2021-04-26
- 《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

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

中报符合预期, 关注疫后复苏及整合

● 2021 年中报业绩减亏 4794 万元, 与业绩预告基本一致

上半年, 公司营收 1.38 亿元/+44%, 恢复至 19H1 的 43%; 归母业绩亏损 6362 万元/减亏 4794 万元; EPS -0.18 元/股, 与业绩预告基本一致。Q2 公司收入增 43%, 扣非业绩减亏 4672 万元。

● 景区客流恢复至 19H1 的 50%, 各项目同比改善

2021H1, 疫情同比改善, 桂林旅游市场逐渐复苏, 公司景区共接待游客 101 万/+296%, 收入 7122 万元/+220%(VS19H1 分别-50%/-43%); 其中银子岩接待游客 62 万/+479%, 收入 2448 万元, 净利润 1251 万元/扭亏为盈 (VS19H1 各-49%/-49%/-60%); 两江四湖接待游客 24 万/+210%、收入 2732 万 (VS19H1 各-58%/-47%), 净利润-1292 万/减亏 1106 万。漓江游船接待游客 15 万/+215%, 收入 2896 万 (VS19H1 各-50%/-52%); 大瀑布饭店接待游客 6.50 万/+222%、收入 2427 万 (VS19H1 各-54%/-42%), 净利润-780 万/减亏 791 万。此外投资收益同增 1641 万。公司毛利率由负转正, 提升 60pct 至 6%; 期间费用率-30pct, 其中管理/财务/销售费率各-20.85/-8.88/+0.29pct。

● 短期客流仍有压力, 中线关注新项目成长及区域整合

短期仍有散发疫情扰动, 公司作为传统旅游目的地恢复尚有压力, 预计暑期客流有所拖累, 建议跟踪后续疫情及客流恢复。但公司积极应对: 经营上, 落地散客服务体系, 大力挖掘游客二消; 管理上, 优化性质管理人员及开销, 改善费用; 项目上, 推进《境 SHOW》演艺项目, 期末项目进度 18%, 未来有望成为公司盈利新增长点; 资金上, 公司非公开发行已获批, 若顺利落地则有望缓解公司财务压力。中长线看, 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。

● 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新项目, 维持“增持”

下调 21-23 年 EPS 至-0.23/ 0.18/0.30 元 (原为 0.14/0.28/0.36, 主因散发疫情影响), 今年预计亏损, 22-23 年对应 PE 为 32/20x。短期关注疫情, 中线区域整合及新项目仍值得关注, 暂维持“增持”。

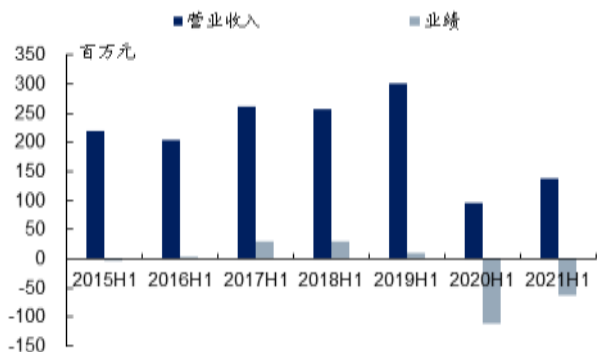
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	606.15	255.03	304.30	536.44	612.59
(+/-%)	5.77%	-57.93%	19.32%	76.29%	14.19%
净利润(百万元)	55.02	-266.45	-81.57	66.04	108.71
(+/-%)	-31.57%	-584.30%	--	-180.96%	64.62%
摊薄每股收益(元)	0.15	-0.74	-0.23	0.18	0.30
EBIT Margin	5.78%	-70.41%	-51.06%	13.74%	19.61%
净资产收益率(ROE)	3.46%	-20.24%	-6.61%	5.30%	8.66%
市盈率(PE)	38.88	-8.03	-26.22	32.39	19.68
EV/EBITDA	23.92	-48.91	-599.43	14.81	11.98
市净率(PB)	1.34	1.62	1.73	1.72	1.70

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

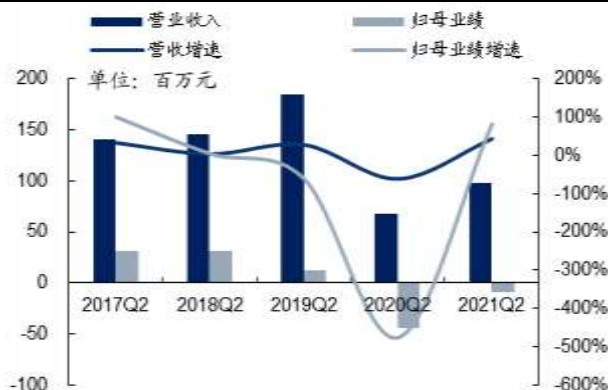
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司 2021H1 收入业绩表现



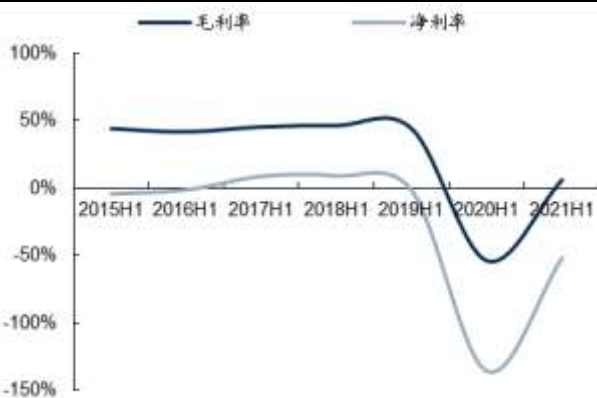
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

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

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

上半年因为局部疫情散发影响, 再加上公司作为传统旅游目的地, 团客占比相比周边游目的地高, 所以受疫情影响相对更大。尤其是 7-8 月江苏及其传导的各地散发疫情, 预计会对公司暑期经营产生拖累; 而 Q3 在公司全年收入业绩中又占比较高。综上所述, 我们将公司 2021-2023 年 EPS 从 0.14/0.28/0.36 下调至 -0.23/ 0.18/0.30 元。具体业务收入拆分预测如下表所示。

表 1: 公司各项目收入预测 (百万元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
景区	263.40	102.99	155.00	261.02	296.93
漓江旅游客运	134.24	39.66	61.63	122.93	144.82
漓江大瀑布酒店	88.46	43.26	53.17	90.39	99.43
地产开发	41.62	-	-	-	-
公路旅游客运	36.22	11.96	18.11	32.60	37.49
其他业务	42.21	57.15	16.39	29.50	33.92
合计	606.15	255.03	304.30	536.44	612.59
yoy	6%	-58%	19%	76%	14%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理测算

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 21-8-28	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
601888	中国中免	买入	240.23	3.14	5.36	6.91	76.39	44.84	34.75	21.03
600754	锦江酒店	买入	45.45	0.10	1.04	1.60	442.12	43.70	28.34	3.83
300662	科锐国际	增持	56.51	0.94	1.24	1.57	59.82	45.41	36.01	10.72
600258	首旅酒店	买入	22.79	-0.50	0.72	1.06	-45.35	31.59	21.42	2.68
300144	宋城演艺	买入	14.53	-0.67	0.35	0.63	-21.68	40.94	23.18	5.13
002607	中公教育	买入	10.66	0.37	0.48	0.65	28.53	22.03	16.44	15.38
603043	广州酒家	买入	22.84	0.82	0.96	1.20	27.84	23.70	19.11	5.09
603136	天目湖	买入	18.71	0.30	0.53	0.68	63.37	35.57	27.66	3.93
600138	中青旅	买入	10.68	-0.32	0.60	0.87	-33.32	17.81	12.21	1.22
002159	三特索道	买入	12.02	0.40	0.16	0.43	30.02	73.49	28.04	1.47
9922.HK	九毛九	增持	21.32	0.09	0.32	0.49	249.90	65.65	43.95	10.27
1179.HK	华住集团-S	增持	29.40	-0.67	0.52	0.86	-43.82	56.37	34.05	0.84
9987.HK	百胜中国-S	增持	394.43	12.05	14.27	15.16	32.73	27.65	26.02	26.64
6862.HK	海底捞	增持	23.82	0.06	0.85	1.13	420.81	28.10	21.12	12.34
0520.HK	呷哺呷哺	增持	5.51	0.01	0.55	0.74	544.06	10.02	7.49	2.58
003032	传智教育	增持	22.58	0.16	0.32	0.50	139.79	70.99	44.76	0.00
000888	峨眉山A	增持	6.37	-0.07	0.26	0.38	-86.06	24.86	16.78	1.39
600054	黄山旅游	增持	9.45	-0.06	0.32	0.48	-149.84	29.46	19.86	1.62
300010	豆神教育	买入	4.64	-2.96	0.04	0.49	-1.57	103.31	9.41	5.29
300192	科德教育	增持	8.55	0.38	0.57	0.69	22.28	14.94	12.45	2.82
000526	学大教育	增持	19.05	0.37	0.48	0.69	50.99	39.36	27.70	15.97
000796	凯撒旅业	买入	7.57	-0.12	0.22	0.27	-63.99	34.15	27.76	6.45
002707	众信旅游	增持	5.03	-1.56	0.04	0.13	-3.23	119.97	39.99	6.16
002621	美吉姆	增持	4.69	-0.03	0.28	0.36	-161.54	16.78	13.01	4.54
000978	桂林旅游	增持	5.94	-0.74	-0.23	0.18	-8.04	-26.09	32.41	1.62

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	68	53	93	营业收入	255	304	536	613
应收款项	236	83	147	168	营业成本	286	313	327	347
存货净额	6	21	21	22	营业税金及附加	12	12	9	9
其他流动资产	20	11	19	21	销售费用	14	21	15	17
流动资产合计	309	183	240	305	管理费用	122	113	112	120
固定资产	1342	1409	1346	1277	财务费用	51	(1)	55	53
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	2647	2626	2606	营业利润	(291)	(96)	89	153
短期借款及交易性金融负债	227	308	288	243	营业外净收支	(3)	3	3	3
应付款项	77	63	52	56	利润总额	(294)	(93)	92	156
其他流动负债	100	93	90	97	所得税费用	2	(2)	17	31
流动负债合计	404	464	430	396	少数股东损益	(30)	(9)	9	16
长期借款及应付债券	860	860	860	860	归属于母公司净利润	(266)	(82)	66	109
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	1376	1343	1311	净利润	(266)	(82)	66	109
少数股东权益	37	37	37	39	资产减值准备	145	(149)	(0)	(0)
股东权益	1316	1235	1245	1256	折旧摊销	109	149	161	168
负债和股东权益总计	2666	2647	2626	2606	公允价值变动损失	(4)	(5)	0	0
					财务费用	51	(1)	55	53
关键财务与估值指标					营运资本变动	30	10	(84)	(13)
每股收益	-0.74	-0.23	0.18	0.30	其它	(182)	148	1	2
每股红利	0.17	0.00	0.16	0.27	经营活动现金流	(168)	72	144	265
每股净资产	3.66	3.43	3.46	3.49	资本开支	(101)	(75)	(83)	(83)
ROIC	-8%	-7%	4%	6%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	-20%	-7%	5%	9%	投资活动现金流	(45)	(131)	(83)	(83)
毛利率	-12%	-3%	39%	43%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	-70%	-51%	14%	20%	负债净变化	108	0	0	0
EBITDA Margin	-28%	-2%	44%	47%	支付股利、利息	(60)	0	(56)	(98)
收入增长	-58%	19%	76%	14%	其它融资现金流	118	80	(20)	(45)
净利润增长率	-584%	--	-181%	65%	融资活动现金流	214	80	(76)	(143)
资产负债率	51%	53%	53%	52%	现金净变动	1	21	(14)	40
息率	2.8%	0.0%	2.6%	4.6%	货币资金的期初余额	46	46	68	53
P/E	-8.0	-26.2	32.4	19.7	货币资金的期末余额	46	68	53	93
P/B	1.6	1.7	1.7	1.7	企业自由现金流	(143)	(68)	55	168
EV/EBITDA	-48.9	-599.4	14.8	12.0	权益自由现金流	83	13	(10)	81

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