

桂林旅游 (000978)

客运价格下降拖累业绩增速

——桂林旅游 2019 年年报点评

	刘越男 (分析师)	芦冠宇 (分析师)
	021-38677706	0755-23976385
	liuyuenan@gtjas.com	luguanyu@gtjas.com
证书编号	S0880516030003	S0880517070005

本报告导读:

在 2019 年客运价格下降、上半年桂林持续降雨的大背景下，公司收入实现逆势上扬。提质增效持续深入，期间费率创下新低。

投资要点:

- **维持目标价 8.18 元，维持增持评级。** 2019 年公司收入增长承压，公司提质增效降低期间费用率，以缓解业绩增长压力，受疫情影响，下调 2020-2022 年 EPS0.09 (-0.19) / 0.23 (-0.07) / 0.23 元。疫情因素不影响公司长期价值，且公司持续提质增效，开发新利润增长点。维持目标价 8.18 元，对应 2021 年动态估值 35.6xPE，维持增持评级。
- **业绩简述:** 2019 年公司营收 60615 万元，同比增长 5.8%；归母净利润 5502 万元，同比下降 31.6%；扣非归母净利润 4850 万元，同比下降 35.3%；基本每股收益 0.153 元，2018 年为 0.223 元。符合预期。
- **客运价格下降压低公司毛利率，公司提质增效，持续推动演艺项目。** 桂林旅游自 2018 年 10 月起下调客运价格，导致 2019 年公司毛利率降为 43.12% (-2.86pct)。公司一方面加大营销力度，深度挖掘游客二次消费场景以提升客单价。另一方面提质增效，降低管理费率。2019 年成效显著，期间费用率 36.95%，同比下降 1.70pct，主要缘于管理费用率大幅下降 2.09pct。公司持续推荐演艺项目的落地，将为公司带来新增利润增长点，提升游客游体验和游玩时长。
- **坚持中期发展战略。** 控股股东桂林旅游发展总公司拥有丰富的优质旅游资源，公司将加强资本运作，实现旅游资源的大整合和大管理，不断做强做大做优旅游经营业务。
- **风险因素:** 疫情影响长于预期、天气因素影响出行需求、在建项目不及预期。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	573	606	474	608	632
(+/-)%	3%	6%	-22%	28%	4%
经营利润 (EBIT)	78	35	34	95	102
(+/-)%	37%	-55%	-2%	178%	7%
净利润 (归母)	80	55	31	82	84
(+/-)%	52%	-32%	-44%	164%	3%
每股净收益 (元)	0.22	0.15	0.09	0.23	0.23
每股股利 (元)	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	13.6%	5.8%	7.2%	15.6%	16.2%
净资产收益率 (%)	5.1%	3.5%	1.9%	5.0%	4.9%
投入资本回报率 (%)	2.3%	0.8%	1.0%	2.7%	2.9%
EV/EBITDA	15.31	19.52	20.15	13.64	12.71
市盈率	23.07	33.71	59.79	22.68	22.08
股息率 (%)	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **8.18**

上次预测: 8.18

当前价格: 5.00

2020.03.26

交易数据

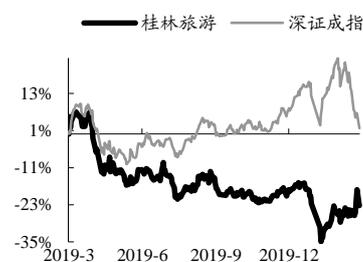
52 周内股价区间 (元)	4.06-7.15
总市值 (百万元)	1,855
总股本/流通 A 股 (百万股)	360/360
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	5.94
日均成交值 (百万元)	28.77

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,592
每股净资产	4.42
市净率	1.2
净负债率	58.70%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	-0.01	-0.03
Q2	0.03	0.03
Q3	0.13	0.04
Q4	0.00	0.05
全年	0.15	0.09

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	8%	-2%	-25%
相对指数	21%	-2%	-31%

相关报告

《调整《境 SHOW? 生动莲花》项目投资额》
2020.03.12

《收入增长承压下继续提质增效》2019.05.01

《营业外开支减少投资收益助业绩大增》
2019.03.31

模型更新时间: 2020.03.26

股票研究

社会服务
社会服务业

桂林旅游 (000978)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **8.18**

上次预测: 8.18

当前价格: **5.00**

公司网址

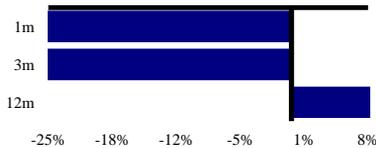
www.guilintravel.com

公司简介

公司是桂林旅游业的龙头企业, 广西第一家旅游类上市公司, 也是全国旅游上市公司中以景区类业务为主的国有控股上市企业。

公司主要从事旅游服务及与旅游服务相关的业务, 主营业务包括: 游船客运、景区旅游业务、酒店、公路旅行客运、出租车业务。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

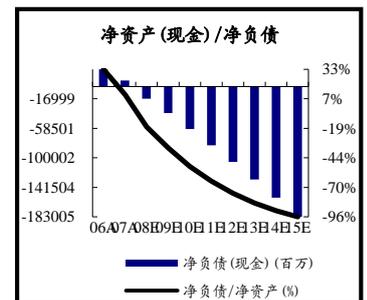
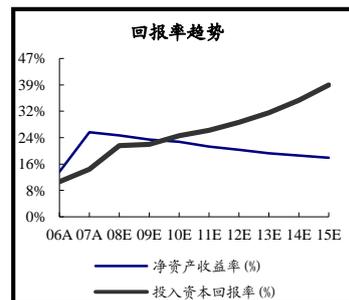
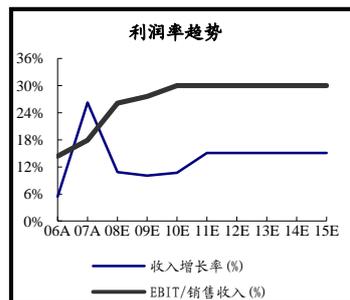
4.06-7.15

市值 (百万)

1,855

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业收入	573	606	474	608	632
营业成本	310	345	300	334	348
税金及附加	8	51	7	9	10
销售费用	17	18	15	20	21
管理费用	160	157	119	150	152
EBIT	78	35	34	95	102
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	48	58	46	46	41
财务费用	42	51	45	45	44
营业利润	87	42	36	96	99
所得税	21	18	10	28	28
少数股东损益	-14	-30	-5	-12	-13
归母净利润	80	55	31	82	84
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	111	46	29	76	144
其他流动资产	254	202	206	248	257
长期投资	438	486	486	486	486
固定资产合计	1,008	1,217	1,179	1,140	1,098
无形及其他资产	1,112	921	900	880	859
资产合计	2,923	2,871	2,800	2,828	2,844
流动负债	553	473	441	467	472
非流动负债	760	800	800	800	800
股东权益	1,610	1,598	1,595	1,635	1,678
投入资本(IC)	2,538	2,533	2,547	2,540	2,514
现金流量表					
NOPLAT	59	21	24	68	73
折旧与摊销	106	111	105	107	109
流动资金增量	26	-70	35	16	5
资本支出	-150	-113	-47	-47	-47
自由现金流	42	-52	118	145	141
经营现金流	164	189	94	159	180
投资现金流	-291	-97	-37	-37	-37
融资现金流	159	-143	-74	-74	-74
现金流净增加额	32	-51	-17	47	68
财务指标					
成长性					
收入增长率	3.0%	5.8%	-21.7%	28.2%	4.0%
EBIT 增长率	36.9%	-55.0%	-2.4%	178.0%	7.5%
净利润增长率	51.9%	-31.6%	-43.6%	163.6%	2.7%
利润率					
毛利率	46.0%	43.1%	36.9%	45.0%	44.9%
EBIT 率	13.6%	5.8%	7.2%	15.6%	16.2%
归母净利润率	14.0%	9.1%	6.5%	13.4%	13.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	5.1%	3.5%	1.9%	5.0%	4.9%
总资产收益率(ROA)	2.8%	1.9%	1.1%	2.9%	3.0%
投入资本回报率(ROIC)	2.3%	0.8%	1.0%	2.7%	2.9%
运营能力					
存货周转天数	93	57	93	93	93
应收账款周转天数	70	72	70	70	70
总资产周转天数	1,767	1,744	2,182	1,689	1,637
净利润现金含量	203.8%	342.9%	304.6%	194.1%	213.9%
资本支出/收入	26.1%	18.7%	9.8%	7.6%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	44.9%	44.3%	44.3%	44.8%	44.7%
净负债率	59.1%	58.7%	59.7%	54.9%	49.1%
估值比率					
PE(现价)	23.07	33.71	59.79	22.68	22.08
PB	1.20	1.20	1.16	1.13	1.09
EV/EBITDA	15.31	19.52	20.15	13.64	12.71
P/S	3.24	3.06	3.91	3.05	2.93
股息率	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		