

# 大索道如期高速增长

## 买入维持

### 投资要点:

- 📖 中期业绩大幅增长, 净利润同比增速 367.19%
- 📖 预计全年索道营收同比增长 70%, 酒店营收同比增长 50%
- 📖 交通改善及外延式扩张提振空间大

### 报告摘要:

- **业绩符合预期, 上半年实现每股收益 0.2 元。**报告期内, 公司实现营业收入 13,640 万元, 营业利润 42,01 万元, 归属于母公司所有者的净利润 3,021 万元, 分别较去年同期增长 63%、2065%、367%, 实现每股收益 0.2 元。
- **玉龙索道如期大幅增长, 预计全增长 70%。**2011 上半年, 公司索道接待游客 112.85 万人次, 同比增加 24.74 万人次, 增长幅度为 28%。其中, 玉龙雪山索道接待游客 37.32 万人次, 同比增加 25.74 万人次, 增长 222%; 公司玉龙大索道已于去年年底改造完成投入运营, 我们预计索道全年营收 1.8 亿元, 同比增长 70%。
- **酒店业务高速增长, 预计全年营收增长 50%。**上半年公司酒店业务实现营业收入 4,313 万元, 同比增长 80.84%; 实现营业利润 1,537 万元, 同比增长 4570%。我们预计酒店全年营收 1 亿元, 同比增长 50%。
- **云南省旅游资源丰富, 外延式扩张颇具空间。**云南省旅游资源整和仍处于初级阶段, 西双版纳、大理等优质旅游资源均有望借助融资平台打开成长空间。公司第三大股东拥有西双版纳原始森林公园、西双版纳野象谷景区等优质资源。
- **经营持续向好, 维持买入评级。**公司业绩稳健, 又具大索道提价预期, 若印象丽江下半年完成注入, 今明两年将大幅提升公司业绩, 公司持有的 51% 权益在 2011-2013 年将贡献净利润 767 万元、1556 万元、1619 万元。同时, 丽江市周边交通环境也具较大改善空间, 丽江国际机场有望今年投入运营。预计 2011-2013 年每股收益 0.49、0.81、1.01 元, 对应 PE46 倍、28 倍、23 倍, 维持买入评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入/万元	18,319	19,045	28,336	35,288	45,538
y o y / %	12.89%	57.26%	24.53%	29.05%	12.89%
净利润/万元	1,009	7,220	11,989	14,851	1,009
y o y / %	-73.64%	615.77%	66.05%	23.87%	-73.64%
每股收益/元	0.25	0.07	0.49	0.81	1.01
PE	91	342.1	46.4	28.1	22.6

### 服务业研究组

#### 分析师:

陈旭 (S1180511010002)

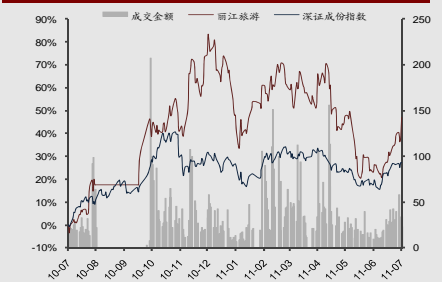
#### 联系人:

孙妍

电话: 010-88085720

Email: sunyan@hysec.com

### 市场表现



### 股东户数

报告日期	户均持股数变化
20110630	7296
20110331	7503
20101231	10547

数据来源: 港澳资讯

### 公司数据

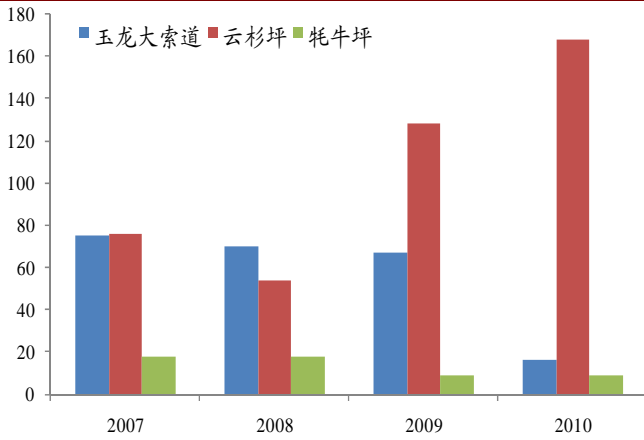
总股本 (亿股)	1.51
总市值 (亿元)	34.96
流通比例	62%
12 个月最高/最低 (元)	37.95/18.00
主要股东	丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司

数据来源: 港澳资讯

### 相关研究

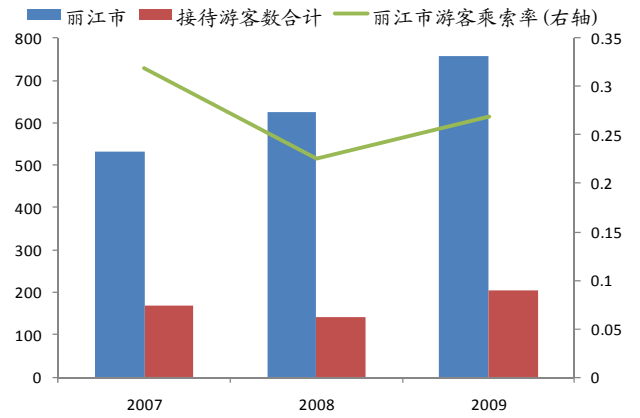
1 《宏源证券\*公司简评\*丽江旅游: 经营超预期, 调高全年增速\*002033\*旅游酒店行业\*孙妍.pdf》, 2011. 7

图 1: 历年各索道游客数/万人次



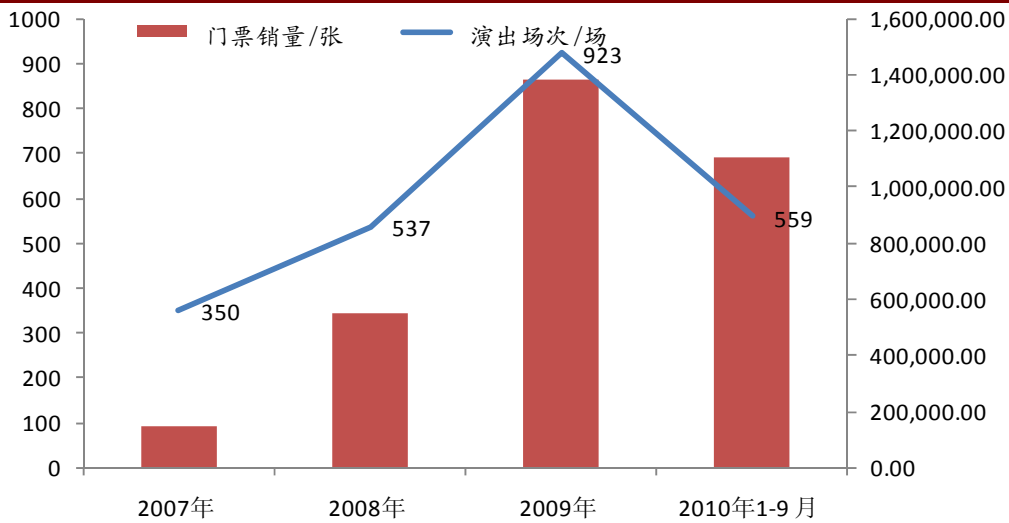
资料来源: 公司公告、宏源证券

图 2: 丽江市旅游人数及索道游客数对比/万人次



资料来源: 公司公告、宏源证券

图 3: 历年印象丽江演出场次数



资料来源: 公司公告、宏源证券

**表 1: 2011 年各项营业收入预测 (假设印象丽江自 2011 年 7 月 1 日起下半年合并报表) /万元**

<b>索道收入</b>	<b>营业收入</b>	<b>14,941</b>	<b>10,595</b>	<b>18,011</b>	<b>20,893</b>
	增长%	18.4%	-29.1%	70.0%	16.0%
	收入占比%	93.6%	58.8%	47.3%	37.9%
	<b>成本</b>	<b>1,715.2</b>	<b>1,293.6</b>	<b>1,981.2</b>	<b>2,298.2</b>
	毛利率	88.5%	87.8%	89.0%	89.0%
<b>酒店收入</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,021</b>	<b>7,253</b>	<b>10,879</b>	<b>15,231</b>
	增长%		610.6%	50.0%	40.0%
	收入占比%	6.4%	40.3%	28.6%	27.6%
	<b>成本</b>	<b>733.4</b>	<b>2,209.2</b>	<b>3,313.8</b>	<b>4,639.3</b>
	毛利率	28.2%	69.5%	69.5%	69.5%
<b>汽车运输</b>	<b>营业收入</b>		<b>171</b>	<b>171</b>	<b>180</b>
	增长%			5.0%	5.0%
	收入占比%			0.4%	0.3%
	<b>成本</b>			<b>126</b>	<b>132</b>
	毛利率		26.2%	26.2%	26.2%
<b>印象丽江</b>	<b>营业收入</b>			<b>8983.5</b>	<b>18865.35</b>
	增长%				110.00%
	收入占比%			23.6%	34.2%
	<b>成本</b>			<b>2,349.19</b>	<b>4,933.29</b>
	毛利率			73.9%	73.9%
<b>合计</b>	<b>营业收入</b>	<b>15,961</b>	<b>18,019</b>	<b>38,045</b>	<b>55,168</b>
	增长%		12.9%	111.1%	45.0%
	<b>成本</b>	<b>2,449</b>	<b>3,503</b>	<b>7,770</b>	<b>12,003</b>
	毛利率	84.7%	80.6%	79.6%	78.2%

资料来源:公司公告、宏源证券

财务报表及财务指标预测						2011年7月22日	股价: 22.82			
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>18,319</b>	<b>19,045</b>	<b>29,061</b>	<b>36,303</b>	<b>47,061</b>	<b>成长性</b>				
减: 营业成本	2,953	4,308	6,393	7,987	10,353	营业收入增长率	4.0%	52.6%	24.9%	29.6%
营业税费	974	1,009	1,395	1,561	2,259	营业利润增长率	-50.6%	261.3%	57.8%	24.9%
销售费用	2,144	2,308	2,906	2,904	3,765	净利润增长率	-73.6%	636.7%	65.1%	24.4%
管理费用	5,192	7,936	8,137	9,257	12,001	EBITDA增长率	-13.1%	58.9%	49.6%	23.3%
财务费用	1,083	1,244	1,084	939	928	EBIT增长率	-40.7%	180.9%	51.3%	23.5%
资产减值损失	32	19	20	20	20	NOPLAT增长率	-41.7%	195.4%	52.5%	23.9%
加: 公允价值变动	-	-	-	-	-	投资资本增长率	10.0%	1.6%	10.7%	18.9%
投资和汇兑收	127	776	1,700	3,450	3,600	净资产增长率	32.3%	8.7%	21.0%	21.7%
<b>营业利润</b>	<b>6,068</b>	<b>2,996</b>	<b>10,825</b>	<b>17,085</b>	<b>21,335</b>	<b>利润率</b>				
加: 营业外净收支	-197	-829	-121	-114	-103	毛利率	77.4%	78.0%	78.0%	78.0%
<b>利润总额</b>	<b>5,871</b>	<b>2,167</b>	<b>10,704</b>	<b>16,971</b>	<b>21,232</b>	营业利润率	15.7%	37.2%	47.1%	45.3%
减: 所得税	1,325	128	1,820	2,885	3,609	净利润率	5.3%	25.6%	33.8%	32.4%
<b>净利润</b>	<b>3,827.0</b>	<b>1,008.7</b>	<b>7,431.4</b>	<b>12,270.8</b>	<b>15,269.7</b>	EBITDA/营业收入	40.8%	42.4%	50.8%	48.4%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	EBIT/营业收入	22.3%	41.0%	49.6%	47.3%
货币资金	16,300	10,531	11,624	14,970	17,173	<b>运营效率</b>				
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	1,141	803	675	577
应收帐款	1,511	313	349	436	565	流动营业资本周转天数	-198	-140	-133	-125
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	347	151	144	135
预付帐款	6,077	441	436	545	706	应收帐款周转天数	5	2	2	2
存货	1,130	336	291	363	471	存货周转天数	14	4	3	3
其他流动资产	106	0	0	0	-0	总资产周转天数	1,859	1,201	1,052	947
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	1,312	908	771	684
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>				
长期股权投资	825	1,327	1,322	1,322	1,322	ROE	3.3%	13.2%	17.4%	17.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.1%	9.0%	12.4%	13.1%
固定资产	55,965	64,776	64,899	71,259	79,564	ROIC	5.0%	13.3%	20.0%	22.4%
在建工程	11,102	8,296	10,171	14,521	23,531	<b>费用率</b>				
无形资产	5,882	5,692	6,393	6,535	7,530	销售费用率	12.1%	10.0%	8.0%	8.0%
其他非流动资产	2,761	3,351	3,351	3,351	3,351	管理费用率	41.7%	28.0%	25.5%	25.5%
<b>资产总额</b>	<b>101,660</b>	<b>95,063</b>	<b>98,837</b>	<b>113,301</b>	<b>134,212</b>	财务费用率	6.5%	3.7%	2.6%	2.0%
短期债务	21,000	5,000	2,857	-	-	三费/营业收入	60.3%	41.7%	36.1%	35.5%
应付帐款	11,218	8,938	12,787	15,973	19,295	<b>偿债能力</b>				
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	35.1%	32.1%	28.3%	26.4%
其他流动负债	7,894	2,824	3,342	3,491	3,664	负债权益比	54.1%	47.3%	39.6%	35.8%
长期借款	13,400	15,600	15,600	15,600	15,600	流动比率	0.65	0.80	1.01	0.97
其他非流动负债	-	-	300	300	300	速动比率	0.64	0.78	0.98	0.95
<b>负债总额</b>	<b>55,013</b>	<b>33,362</b>	<b>31,742</b>	<b>32,120</b>	<b>35,408</b>	利息保障倍数	3.41	10.98	19.19	23.99
少数股东权益	4,900	1,479	2,932	4,747	7,100	<b>分红指标</b>				
股本	9,932	11,632	11,632	11,632	11,632	DPS(元)	0.99	-	-	-
留存收益	31,814	48,590	52,531	64,802	80,072	分红比率	147.7%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>46,647</b>	<b>61,701</b>	<b>67,095</b>	<b>81,181</b>	<b>98,804</b>	股息收益率	4.3%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
净利润	4,546	2,039	8,884	14,086	17,623	EPS(元)	0.07	0.49	0.81	1.01
加: 折旧和摊销	1,899	3,764	426	436	502	BVPS(元)	4.08	5.77	6.98	8.49
资产减值准备	32	19	20	20	20	PE(X)	342.1	46.4	28.1	22.6
公允价值变动损	-	-	-	-	-	PB(X)	5.6	4.0	3.3	2.7
财务费用	926	1,046	1,170	1,084	939	P/FCF	-17.4	84.8	173.4	#####
投资收益	-127	-776	-1,700	-3,450	-3,600	P/S	18.1	9.1	7.3	5.6
少数股东损益	719	1,030	1,453	1,815	2,353	EV/EBITDA	35.8	22.3	14.7	11.9
营运资金的变动	3,638	-6,212	4,681	3,068	2,989	CAGR(%)	-34.2%	22.1%	45.8%	105.2%
<b>经营活动产生现</b>	<b>11,165</b>	<b>711</b>	<b>14,849</b>	<b>16,914</b>	<b>20,815</b>	PEG	-10.0	2.1	0.6	0.2
<b>投资活动产生现</b>	<b>-24,526</b>	<b>-7,000</b>	<b>-449</b>	<b>-3,181</b>	<b>-5,869</b>	ROIC/WACC	0.5	1.3	2.0	2.2
<b>融资活动产生现</b>	<b>12,929</b>	<b>519</b>	<b>-7,717</b>	<b>-3,796</b>	<b>-928</b>	REP	7.8	2.8	1.7	1.3

**机构销售团队**

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。