

丽江旅游 (002033.SZ) 旅游景点行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

苏超
联系人
(8621)61357581
suchao@gjzq.com.cn

毛峥嵘
分析师 SAC 执业编号: S1130511030004
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

启动系列投资项目, 资本运作明显提速

事件

丽江旅游于2012年8月2日晚间发布公告, 称董事会审议通过了以下六个议案:

1. 同意由其控股子公司丽江龙悦餐饮经营管理有限公司之全资子公司——灏伯公司投资建设玉龙雪山甘海子餐饮中心项目, 投资总额为9620.07万元, 项目总规划用地29251.4平方米, 建筑面积14800平方米(包括餐厅一、餐厅二、游客集散厅等), 预计于2013年5月完工。建成后可同时容纳3000-3500人同时就餐, 日常可接待1万人次。
2. 同意与股东雪山开发公司按照原持股比例对龙悦公司增资, 公司以货币方式认缴新增注册资本1020万元, 增资后公司仍持有龙悦公司51%的股权。
3. 授权经营层在总额5000万元以内香格里拉独克宗古城金龙社区开展征地及相关工作, 征地面积约130亩, 在以上额度内签署相关合同文件、支付相关费用等。
4. 同意全资子公司和府酒店在丽江古城南端、和府皇冠酒店西侧投资建设“丽江古城南入口旅游服务区”项目, 投资总额2.22亿元。预计于2013年1月底完工。项目总规划用地22769.76平米, 建筑面积22365.3平方米(其中: 地上建筑面积15225.3平米, 地下室7140平米), 建设内容包括休闲街区及地下停车场及附属配套设施。
5. 授权经营层在总额4000万元以内开展泸沽湖景区征地及相关工作。
6. 同意对宁蒗地震灾区捐款200万元。

评论

启动一系列投资项目, 资源扩张步伐略超预期: 在此前公告投资独克宗古城金龙社区意向后, 公司此番布局多个投资项目, 资源扩张的步伐之大、启动的时间点之早略超出我们的预期。

甘海子餐饮及古城南入口旅游服务区项目-依托现有旅游资源继续延伸产业链: 我们认为, 甘海子餐饮建成后 will 吸收大量的团队游客就餐, 2011年玉龙雪山景区接待游客261.5万人次, 按照目前餐饮中心的规划容量, 基本可以满足景区需要。餐饮中心可与公司在景区内的索道、印象丽江、观光车等经营项目产生联动, 充分发挥各项业务间的协同效应。古城南入口旅游服务区是配套和府酒店及其二期的休闲街区商业地产, 公司称项目将通过引进国内外品牌旅游服务和旅游商品供应商, 提供有别于丽江现有的服务和商品品牌和种类。考虑到其与和府皇冠相邻, 预计其定位仍较高端, 并具国际化路线。项目在2013年1月底完工, 考虑到招商及准备工作, 我们预计在当年4、5月份开业。因甘海子餐饮及南入口旅游服务区依靠着现有的旅游资源, 我们对其盈利能力较为乐观。

香格里拉独克宗古城香巴拉月光城项目及泸沽湖项目-旅游资源扩张步伐加快: 此前公司已公告投资香格里拉香巴拉月光城项目, 投资建设高端度假酒店及藏文化风情体验区, 该定位与和府皇冠酒店及南入口旅游服务区较为接近, 因此我们认为后者的建设、经营经验也将成为香巴拉月光城经营模式的范本。甚至未来公司“酒店+民俗文化旅游商业地产”的模式运营成熟后, 有望在更大范围内推广, 以此形成异地扩张的有效路径。丽江市宁蒗彝族自治县与四川省凉山彝族自治州盐源县交界于2012年6月24日发生5.7级地震, 造成较大经济损失, 公司的捐款体现了对当地重建工程的支持。此外, 鉴于泸沽湖的云南省内部分归属于宁蒗县永宁乡, 我们认为该捐款也有利于公司后期推进泸沽湖项目时的政府协调工作。

后期仍存再融资可能: 香巴拉月光城项目及泸沽湖项目尚未最终明确投资额, 而现已明确的项目资金投入主要是通过自有资金、中期票据和银行贷款等融资手段, 从公司目前的货币资金及资产负债情况看, 即使完成目前已确定金额的各项投资, 公司的资产负债率仍在可接受范围内, 股权再融资需求尚不明确。但随着香格里拉和泸沽湖项目的推进, 公司的资金压力将增加。在去年底完成印象丽江定增注入后, 经过一个完整的会计年度, 不排除公司于明后年启动再融资工作的可能。届时, 将对公司的主业发展和经营业绩提出新的要求。

投资建议

因目前相关信息有限, 各项目具体盈利尚无法测算, 我们暂维持对公司2012~2014年0.878元、1.055元和1.248元的盈利预测。公司旅游资源扩张力度超预期, 长期发展前景逐步明朗, 我们维持对公司“买入”的投资评级, 给予公司6-12个月25.5-27.2元的目标价, 相当于29x~31x12PE。小非减持仍是公司股价可能面临的短期风险。

图表1: 丽江旅游盈利预测详表

百万元	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011H	2011F	2012F	2013F	2014F
营业收入	114.0	128.8	154.3	146.1	183.5	190.4	136.4	555.3	630.5	718.7	806.3
索道运输	100.7	116.5	136.6	126.2	149.4	105.9	82.2	195.7	229.5	259.9	289.0
玉龙雪山	59.9	78.5	96.4	87.3	84.3	21.9	46.3	111.5	135.1	155.9	176.4
云杉坪	31.7	30.9	29.9	29.2	60.3	78.7	34.5	79.4	89.3	98.6	106.8
牦牛坪	9.0	7.1	10.4	9.7	4.8	5.4	1.4	4.8	5.1	5.4	5.7
汽车运输	4.0	5.2	6.2	6.2	6.1	1.7	3.1	8.1	9.9	11.3	12.8
酒店经营					10.2	72.5	43.1	99.2	101.1	123.8	148.6
其他业务	9.3	7.1	11.5	13.7	17.8	10.3	8.0	22.4	23.0	26.0	28.9
减: 公司内部抵消					0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
印象丽江			14.8	61.8	157.4	183.1		229.9	267.0	297.6	327.1
营业成本	19.41	22.52	29.53	27.45	29.53	43.08	33.15	131.79	143.94	164.77	182.83
索道运输	13.2	15.7	20.7	17.8	17.2	12.9	14.6	31.3	35.4	39.8	43.8
汽车运输	3.2	4.2	3.0	3.2	2.7	1.3	2.1	5.0	6.0	6.9	7.8
酒店经营					1.1	22.1	11.9	27.3	27.3	34.0	40.1
其他业务	3.1	2.7	5.9	6.5	8.6	6.8	4.6	11.1	11.1	12.6	14.0
印象丽江			0.0	0.0	41.3	47.3		57.1	64.1	71.4	77.2
营业税金及附加	5.6	6.9	8.3	7.7	9.7	10.1	7.6	25.3	31.1	35.9	41.5
营业税金及附加比率	4.91%	5.35%	5.35%	5.25%	5.31%	5.30%	5.56%	4.56%	4.93%	5.00%	5.15%
营业费用	4.9	5.8	9.1	10.2	21.4	23.1	10.8	74.7	83.9	93.4	103.2
营业费用率	4.32%	4.48%	5.92%	6.96%	11.68%	12.12%	7.90%	13.45%	13.30%	13.00%	12.80%
管理费用	19.8	21.5	25.8	32.0	51.9	79.4	38.1	95.3	105.9	117.1	128.2
管理费用率	17.35%	16.66%	16.75%	21.92%	28.29%	41.67%	27.96%	17.17%	16.80%	16.30%	15.90%
财务费用	-1.9	-1.9	-0.4	8.2	10.8	12.4	7.6	19.1	20.5	20.0	18.0
资产减值损失	0.0	-1.8	0.1	-0.1	0.3	0.2	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0
其他经营收益											
公允价值变动净收益	0.00	2.63	(2.70)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0
投资净收益	(2.21)	0.40	10.40	0.41	1.27	7.76	2.92	4.00	9.60	11.30	12.90
营业利润	63.96	78.83	89.54	61.16	60.68	29.96	42.01	213.43	254.8	298.7	345.5
营业外收支净额								-3.29	0.0	0.0	0.0
营业外收入	0.05	0.05	0.50	0.50	0.01	0.23	0.00	0.18	0.08	0.08	0.08
减: 营业外支出	1.86	1.78	3.55	2.87	1.98	8.51	1.07	3.48	0.07	0.07	0.07
利润总额	62.2	77.1	86.5	58.8	58.7	21.67	40.94	210.14	254.8	298.7	345.5
所得税	15.6	23.9	14.9	10.0	13.3	1.3	5.9	34.4	39.5	46.6	53.9
实际所得税率	25.06%	31.04%	17.28%	16.96%	22.57%	5.91%	14.43%	15.80%	15.50%	15.60%	15.60%
加: 净利润差额(平衡项)	(1.2)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	45.4	53.2	71.5	48.8	45.5	20.4	35.0	175.7	215.3	252.1	291.6
增长		17.14%	34.56%	-31.75%	-6.90%	-55.14%		761.67%	22.54%	17.09%	15.65%
减: 少数股东损益	7.1	5.9	4.8	2.9	7.2	10.3	4.8	58.7	71.5	79.2	87.1
少数股东损益比率	15.60%	11.16%	6.65%	5.93%	15.81%	50.53%	13.75%	33.40%	33.22%	31.43%	29.88%
归属于母公司所有者的利润	38.3	47.2	66.8	45.9	38.3	10.09	30.21	117.02	143.8	172.9	204.4
增长		23.30%	41.38%	-31.22%	-16.68%	-73.64%	367.19%	1060.11%	22.87%	20.23%	18.26%
净利润率	33.61%	36.66%	43.27%	31.43%	20.86%	5.30%	22.15%	21.07%	22.80%	24.05%	25.35%
每股收益	0.234	0.288	0.672	0.462	0.385	0.087	0.200	0.714	0.878	1.055	1.248

来源: 公司数据, 国金证券研究所

图表2: 丽江旅游三张报表摘要

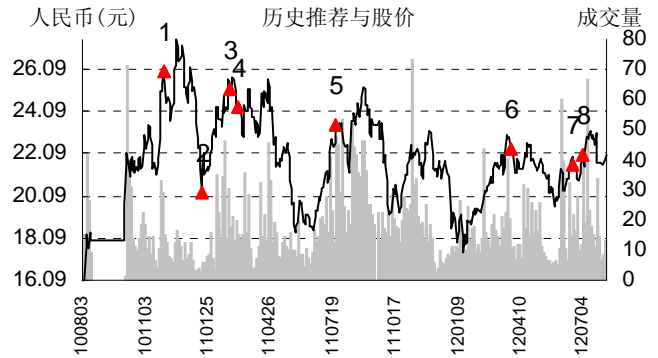
损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	183	190	555	631	719	806	货币资金	163	105	326	468	499	789
增长率		4.0%	191.6%	13.5%	14.0%	12.2%	应收款项	15	3	5	6	6	7
主营业务成本	-30	-43	-132	-144	-165	-183	存货	11	3	5	6	6	7
%销售收入	16.1%	22.6%	23.7%	22.8%	22.9%	22.7%	其他流动资产	62	4	21	21	35	40
毛利	154	147	423	487	554	623	流动资产	251	116	358	501	546	843
%销售收入	83.9%	77.4%	76.3%	77.2%	77.1%	77.3%	%总资产	24.7%	12.2%	28.2%	30.0%	28.6%	38.5%
营业税金及附加	-10	-10	-25	-31	-36	-42	长期投资	8	13	16	18	17	17
%销售收入	5.3%	5.3%	4.6%	4.9%	5.0%	5.2%	固定资产	671	731	795	1,001	1,199	1,186
营业费用	-21	-23	-75	-84	-93	-103	%总资产	66.0%	76.9%	62.7%	59.9%	62.7%	54.1%
%销售收入	11.7%	12.1%	13.5%	13.3%	13.0%	12.8%	无形资产	86	84	93	149	146	143
管理费用	-52	-79	-95	-106	-117	-128	非流动资产	765	834	910	1,170	1,364	1,348
%销售收入	28.3%	41.7%	17.2%	16.8%	16.3%	15.9%	%总资产	75.3%	87.8%	71.8%	70.0%	71.4%	61.5%
息税前利润 (EBIT)	71	35	228	266	307	351	资产总计	1,017	951	1,267	1,670	1,910	2,191
%销售收入	38.5%	18.3%	41.1%	42.1%	42.8%	43.5%	短期借款	225	60	104	34	0	0
财务费用	-11	-12	-19	-20	-20	-18	应付款项	113	91	88	90	90	95
%销售收入	5.9%	6.5%	3.4%	3.3%	2.8%	2.2%	其他流动负债	78	27	58	58	100	119
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	416	178	250	182	190	214
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	134	156	136	186	201	213
投资收益	1	8	4	10	11	13	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	2.2%	35.8%	1.9%	3.8%	3.8%	3.7%	负债	550	334	386	368	391	427
营业利润	61	30	213	255	299	345	普通股股东权益	417	602	764	1,114	1,252	1,410
营业利润率	33.1%	15.7%	38.4%	40.4%	41.6%	42.8%	少数股东权益	49	15	117	188	268	355
营业外收支	-2	-8	-3	0	0	0	负债股东权益合计	1,017	951	1,267	1,670	1,910	2,191
税前利润	59	22	210	255	299	345	比率分析						
利润率	32.0%	11.4%	37.8%	40.4%	41.6%	42.8%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-13	-1	-34	-39	-47	-54	每股指标						
所得税率	22.6%	5.9%	16.4%	15.5%	15.6%	15.6%	每股收益	0.385	0.087	0.714	0.878	1.055	1.248
净利润	45	20	176	215	252	292	每股净资产	4.203	5.177	4.667	6.317	7.096	7.991
少数股东损益	7	10	59	72	79	87	每股经营现金净流	1.124	0.061	1.513	28.848	30.846	36.442
归属于母公司的净利润	38	10	117	144	173	204	每股股利	0.150	0.000	0.150	0.000	0.201	0.264
净利率	20.9%	5.3%	21.1%	22.8%	24.1%	25.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.17%	1.67%	15.31%	12.90%	13.81%	14.50%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	3.76%	1.06%	9.23%	8.61%	9.05%	9.33%
净利润	45	20	176	215	252	292	投入资本收益率	6.62%	3.93%	17.01%	14.74%	15.08%	14.96%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	19	38	56	46	51	55	主营业务收入增长率	25.37%	3.96%	191.57%	13.55%	13.99%	12.19%
非经营收益	11	5	13	20	14	12	EBIT增长率	2.58%	-50.64%	554.99%	16.46%	15.70%	14.03%
营运资金变动	36	-57	3	7	-8	7	净利润增长率	-16.68%	-73.64%	1060.11%	22.9%	20.23%	18.26%
经营活动现金净流	112	7	248	288	308	364	总资产增长率	45.69%	-6.49%	33.32%	31.81%	14.35%	14.71%
资本开支	-245	-92	-94	-310	-245	-39	资产管理能力						
投资	0	20	-4	-2	0	0	应收账款周转天数	5.4	5.4	1.8	2.5	2.0	2.0
其他	0	2	3	10	11	13	存货周转天数	78.7	62.1	12.3	15.0	14.0	14.0
投资活动现金净流	-245	-70	-95	-302	-234	-26	应付账款周转天数	579.7	634.6	136.6	99.0	80.0	72.0
股权募资	25	195	0	206	0	0	固定资产周转天数	1,115.1	1,241.5	456.5	480.3	518.9	464.3
债权募资	142	-143	6	-20	-19	12	偿债能力						
其他	-38	-47	-34	-31	-25	-60	净负债/股东权益	42.02%	17.94%	-9.75%	-19.02%	-19.59%	-32.65%
筹资活动现金净流	129	5	-28	155	-44	-48	EBIT利息保障倍数	6.5	2.8	11.9	13.0	15.4	19.5
现金净流量	-4	-58	125	142	31	290	资产负债率	54.11%	35.09%	30.47%	22.01%	20.46%	19.47%

来源: 公司数据, 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-11-26	增持	25.93	35.80 ~ 40.30
2	2011-01-17	增持	20.27	N/A
3	2011-03-02	增持	25.09	N/A
4	2011-03-10	增持	24.31	N/A
5	2011-07-22	增持	23.45	N/A
6	2012-03-22	增持	22.29	25.50 ~ 28.00
7	2012-06-20	买入	21.58	24.30 ~ 26.10
8	2012-07-03	买入	22.00	24.30 ~ 26.10

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B