

## 社会服务行业

报告原因：半年报

2012年8月13日

市场数据：2012年8月11日

总股本/流通股本(亿股)	1.64/1.27
收盘价(元)	22.75
流通市值(亿元)	28.89
1年内最高最低价(元)	26/17.30
PE/PB	26/4.6

基础数据：2012年6月30日

资产负债率	27.23%
毛利率	76.37%
净资产收益率(摊薄)	8.11%
净利率	36.08%

### 相关研究

- 1、《丽江旅游三季报点评：大索道利润同比增长 酒店步入盈利》2011-10-26
- 2、《丽江旅游公告点评：大索道和演艺双轮驱动业绩增长 20%》增持 2012-8-1
- 3、《丽江旅游公告点评：进军景区餐饮战略意义大于盈利意义》增持 2012-8-3 22.02元

分析师：加丽果

执业证书编号：S0760511010018

TEL：010-82190386

Email: jialiguo@sxzq.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

请务必阅读正文之后的特别声明部分

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

## 丽江旅游 (002033)

演艺改善收入和盈利结构

增持

维持评级

公司研究/点评报告

半年报

上半年，公司实现营业收入 2.67 亿元，同比增长 10.72%，实现营业利润为 1.16 亿元，同比增长 22.06%，实现利润总额为 1.15 亿元，同比增长 22.4%，实现归属于上市公司股东的净利润为 6526 万元，同比增长 22.37%，实现经营活动产生的现金流量净额为 8891 万元，同比增长 17.39%，实现基本每股收益为 0.4 元，同比增长 21.21%。

### 点评

- **注入印象丽江 51%股权后，公司的产业链进一步完善，公司的收入和利润结构发生了巨大变化，盈利能力也得到了大大提高。**2011 年年底，公司顺利完成印象丽江的资产注入工作，2011 年中报无印象丽江，2011 年中报公司的收入结构主要由三条索道（收入比重在 60%）和酒店（收入比重在 32%）两项业务构成，综合毛利率在 75.69%，销售期间费用率在 41%，其中管理费用率为 28%，销售费用率为 8%，财务费用率为 6%，注入印象丽江后，2012 年中报显示公司的主要收入结构由二元化变为三元化结构，2012 年中期收入结构主要由印象丽江（收入比重在 41%，权益利润比重约为 49%）和三条索道（收入比重下降为 37%，权益利润比重约为 50%左右）及酒店（收入比重下降为 17%，权益利润比重约为 11%），非常明显，注入印象丽江后，公司的综合毛利率为 76.37%，和 2011 年中报的 75.69%的水平提高了 0.86 个百分点，综合毛利率变化不大，但是，注入印象丽江后，公司的期间费用率由 2011 年同期的 41%下降到 2012 年中期的 29%，下降了 12 个百分点，其中，管理费用率由之前的 28%下降到中报的 18%，下降了将近 10 个百分点，费用率的下降导致公司的净利率水平由之前的 26%上升到中报的 36%，提高了 10 个百分点。非常明显，注入印象丽江，公司的盈利能力大大增强。公司目前已构建了雪山索道、度假酒店、文化演艺及附属旅游经营项目的产业联合体。
- **印象丽江未来稳定增长有保障。**公司发行股份购买印象旅游 51%股权时，景区公司承诺 2012 年度对应标的资产不低于 3,276.28 万元，2012 年上半年，印象旅游实现利润 5,350.65 万元，对应标的资产 51%股权实现盈利 2728.83 万元，标的资产上半年完成全年承诺盈利预测数 83.29%。根据公司与景区公司签署的《利润补偿补充协议》，双方同意：如果发行股份购买印象旅游股权事宜于 2011 年度实施完毕，对应标的资产 2011 年、2012 年、2013 年拟实现的净利润分别为 3,164.90 万元、3,276.28 万元、3,370.13 万元。印象丽江未来三年稳定增长有一定的保障。
- **中报预告显示公司在大索道和演艺双轮驱动下业绩增长 20%。**我们认为丽江的旅游人次在未来将保持增速在 10%左右，公司的收入增长在旅游人次增长的基础上凸显的还是来自人均旅游消费的增长，随着公司业务服务单元的多元化，营业收入和营业利润的增速将会超过旅游人次的增长。在中报预告里也显示了利润增速超过收入增速。

- **盈利预测和估值:** 我们认为不考虑大索道提价, 公司将享受旅游人数增长 10% 的量增, 也不考虑公司最近要大规模投资将要产生的财务费用, 不考虑和府酒店二期项目明年年初投运带来的开业费用和折旧摊销金额的增加 (我们认为大索道提价可以弥补酒店开业带来的利润下滑), 我们提高之前的盈利预测, 给予公司 2012 每股收益为 0.92 元/股, 2013 年每股收益为 1.04 元/股。2014 年 EPS 为 1.16 元。公司目前价格在 22.75 元附近。对应 PE 为 25 倍、22 倍和 20 倍。在目前股价基础上, 上涨空间在 10% 之内, 我们继续维持“增持”评级。
- **股价催化剂:** 大索道提价于 2012 年年底通过。
- **风险提示:** 自然灾害、经济下滑风险、酒店竞争激烈、扩张失败风险、索道提价方案没有通过, 其他不确定风险。

盈利预测表 单位: 百万元

无特殊说明, 单位为百万元	2009A	2010A	2011A	2012 半	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	183.19	190.45	555.29	267.17	621.92	684.12	752.53
二、营业总成本	123.78	168.25	345.86	153.1	356.36	386.58	420.10
营业成本	29.53	43.08	131.79	63.13	147.02	161.45	177.60
营业税金及附加	9.74	10.09	25.34	12.39	28.92	31.81	34.99
销售费用	21.44	23.08	74.69	22.4	52.12	52.12	52.12
管理费用	51.92	79.36	95.33	46.27	107.78	118.63	130.56
财务费用	10.83	12.44	19.13	8.68	20.52	22.58	24.83
资产减值损失	0.32	0.19	-0.42	0.23	0.00	0.00	0.00
三、主营利润	59.41	22.2	209.43	114.07	265.56	297.54	332.43
四、其他经营收益	1.27	7.76	4	2.16	3.00	3.00	3.00
公允价值变动净收益					0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.27	7.76	4.00	2.16	3.00	3.00	3.00
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	1.1	6.03	4.04	2.16	3.00	3.00	3.00
五、营业利润	60.68	29.96	213.43	116.23	268.56	300.54	335.43
加: 营业外收入	0.01	0.23	0.18	0.58	0.58	0.00	0.00
减: 营业外支出	1.98	8.51	3.48	1.55	1.55	0.00	0.00



六、利润总额	58.71	21.68	210.13	115.26	267.59	300.54	335.43
减：所得税	13.25	1.28	34.43	18.88	43.83	49.23	54.94
七、净利润	45.46	20.39	175.71	96.39	223.76	251.31	280.48
减：少数股东损益	7.19	10.3	58.69	31.12	72.50	81.42	90.88
归属于母公司所有者的净利润	38.27	10.09	117.02	65.26	151.26	169.88	189.61
八、基本每股收益（元）：	0.39	0.09	0.77	0.40	0.92	1.04	1.16

资料来源：山西证券研究所 Wind 资讯

**投资评级的说明：**

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

