

评级：强烈推荐（维持）
餐饮旅游
公司事件点评
证券研究报告

分析师 冯佳 S1080512040001
 电话：0755-82485184
 邮件：fengjia@fcsc.cn

丽江旅游(002033)

——大索道调价获批，低估值提升投资价值

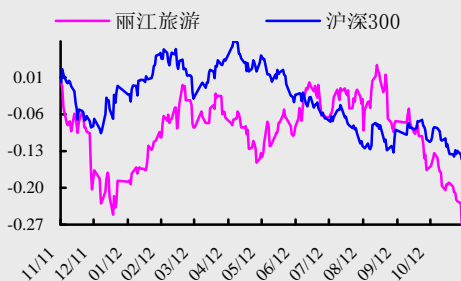
预测价格区间(元) 25 ~ 26

交易数据

上一日交易日股价(元) 16.86
 总市值(百万元) 2,762
 流通股本(百万股) 127
 流通股比率(%) 77.24

资产负债表摘要(09/12)

股东权益(百万元) 855
 每股净资产(元) 5.22
 市净率(倍) 3.23
 资产负债率(%) 38.10

公司与沪深300指数比较

相关报告

《重金打造泸沽湖项目，短期尚无影响》-20121119
 《主业整合趋向共荣，内生外拓拉开序幕》-20120917
 《业绩增长符合预期，短期存在融资需求》-20120811
 《再纳优质资产，进军香格里拉》-20120703
 《携印象丽江，高增长确定》-20111227
 《双剑合璧，经营面持续改善》-20110418

事件：

丽江旅游(002033)11月28日公告称，公司的玉龙雪山旅游索道票价在原票价的基础上增加救援索道和设备运行费用单程每人每次15元，即索道票价由现行单程每人每次75元调整为90元。鉴于公示期不得少于1个月，公示期满后可能于2013年春节后执行。

点评：

- 运营成本增长促升索道票价** 玉龙雪山索道，区别于公司其他运营索道或称为大索道、冰川索道，在2010年大索道停业7个月整改，新投入的索道型式为单线循环脱挂抱索器8人吊厢索道总投资在9,100万元附近，设计运量1,200人/小时，单位小时运力比原索道提高3倍；2011年，冰川大索道在技改后实现全年运营，接待量突破89万人次，实现收入规模1.13亿元，索道人均有效票价高达125元/人次。由于索道及候乘区设施折旧和电费的增长，恢复开放的大索道年运行成本升至2,000万元左右。因此，索道票价调整是新设备投入的直接运营成本上升所导致的，提价后的大索道人均有效票价可能升至150-160元/人次。
- 审批历经18个月，未受景区票价打折影响** 鉴于成本上升的直接压力，公司于2011年5月对八年未调整的大索道价格提出调价申请，尽管在双节黄金周期间，云南省部分景区实行折扣票价，包括玉龙雪山入山门票，但并未影响上市公司旗下资产的单人次票价，反而在双节期间对公司索道接待量实现约20%的同比提升；并在此时获得提价批准，表明物价和相关管理部门认识到了公司大索道提价的硬性需求。
- 索道主要资产，显著增厚利润** 玉龙雪山索道是景区内海拔最高、索道跨度最大、经济效益最好的资产。尽管公司收购印象丽江使之上升为公司首要的盈利资产，但在索道运营板块，2006年以来，在公司的净利润构成中，玉龙雪山索道占据主导地位。以历史平均水平来看，大、中、小索道对公司贡献权益利润比例保持在5:1:4的水平上，在2011年对公司净利润贡献超过4,500万元。考虑到冰川索道同步销售环保大巴票费20元/人，此次提价符合我们之前的预期。我们预计，冰川索道可能在2012年接待超过105万人次的游客，



如若 3 月起入山游览进入旺季后启动新票价，将带动年度大索道收入增长 2,200-2,400 万元左右，在有力覆盖上升的运营成本的同时，带动索道板块毛利空间回升至 85%以上，可能增厚 2013 年的 EPS 0.05 元。

- **投资评级** 公司索道+演艺+酒店均属于玉龙雪山稀有的优质资产，在净资产收益率及盈利能力均处于行业上乘水平，公司正在着眼完善外延和内生拓展的开始，其中，新改造的索道及演艺板块利益释放才刚刚开始，而世遗论坛中心项目正步入规模上升通道。考虑到大索道提价增厚收益，我们预计公司 2012 年到 2014 年的 EPS 分别为 0.88 元、1.15 元、1.42 元，对于最新股价的 PE 仅为 19、15 和 12 倍，历史低估值凸显板块内投资价值，重申“强烈推荐”评级。
- **风险提示** 自然灾害、索道运营安全、项目建设进度不达标



盈利预测

单位: 万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	19,045	55,529	65,096	85,026	96,136
同比 (%)	4.0%	191.6%	17.2%	30.6%	13.1%
营业毛利	14,737	42,350	50,261	66,398	75,087
同比 (%)	-4.1%	187.4%	18.7%	32.1%	13.1%
归属母公司净利润	1,009	11,702	14,419	18,825	23,295
同比 (%)	-73.6%	1060.1%	23.2%	30.6%	23.7%
总股本 (万股)	11,632.3	16,380.5	16,380.5	16,380.5	16,380.5
每股收益 (元)	0.09	0.71	0.88	1.15	1.42
ROE	1.7%	15.3%	15.9%	17.2%	17.5%
P/E (倍)	194.4	23.6	19.2	14.7	11.9

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业收入	19,044.7	55,528.6	65,096.1	85,026.2	96,135.6
增长率%	4.0%	191.6%	17.2%	30.6%	13.1%
索道	10,595	19,569	23,483	28,649	32,374
增长率%	-29.1%	84.7%	20.0%	22.0%	13.0%
酒店	7,252.7	9,919.1	11,903.0	17,473.9	20,968.6
增长率%	610.6%	36.8%	20.0%	46.8%	20.0%
演艺	18,311.9	22,987.2	27,124.9	31,193.6	34,313.0
增长率%	#DIV/0!	25.5%	18.0%	15.0%	10.0%
汽车运输	171.1	813.9	122.1	0.0	0.0
增长率%	#DIV/0!	375.8%	-85.0%	-100.0%	#DIV/0!
其他	1,026.2	2,239.3	2,463.2	7,709.5	8,480.5
增长率%	-56.5%	118.2%	10.0%	213.0%	10.0%
二、营业毛利	14,736.7	42,350.0	50,261.1	66,397.8	75,086.5
增长率%	-4.1%	187.4%	18.7%	32.1%	13.1%
综合毛利率	77.4%	76.3%	77.2%	78.1%	78.1%
三、主业盈利	3,483.1	22,813.9	27,873.7	34,192.1	40,049.1
增长率%	-50.6%	555.0%	22.2%	22.7%	17.1%
主业盈利/收入	18.3%	41.1%	42.8%	40.2%	41.7%
财务费用	1,243.9	1,913.3	1,476.8	1,565.5	1,724.2
付息债务费用率	5.8%	8.0%	5.1%	4.0%	3.9%
资产减值损失	19.1	-42.1	14.0	8.0	4.4
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	775.8	400.4	808.5	768.1	756.8
四、利润总额	2,167.2	21,013.9	26,232.2	32,305.4	37,858.4
减: 所得税	128.0	3,443.4	4,250.9	5,540.0	6,622.8
实际税率	5.9%	16.4%	16.2%	17.1%	17.5%
五、归属母公司净利润	1,008.7	11,701.8	14,419.2	18,825.1	23,295.3
增长率%	-73.6%	1060.1%	23.2%	30.6%	23.7%
销售净利率%	5.3%	21.1%	22.2%	22.1%	24.2%
六、总股本(万股)	11,632.3	16,380.5	16,380.5	16,380.5	16,380.5
七、摊薄每股收益	0.09	0.71	0.88	1.15	1.42

数据来源: 第一创业研究所、公司公告

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易,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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135