

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
分析师 SAC 执业编号: S1130512080005
(8621)61357581
suchao@gjzq.com.cn

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

大索道提价获批复, 推高明后年业绩增速

事件

丽江旅游于今日晚间发布公告称, 根据《云南省物价局关于丽江玉龙雪山旅游索道票价的批复》, 鉴于公司玉龙雪山旅游索道已将原有线路拆除重建, 为了运营安全在建造运营索道的基础上增加了救援索道和设备, 经成本测算运营费用确有增加的实际。据此, 丽江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。票价中含原批准的玉龙雪山生态环境保护专项资金 12.5 元, 上缴丽江市财政, 专项用于玉龙雪山生态环境保护。批复下发后, 公司须将调整后的索道票价向社会进行公示, 公示期不得少于 1 个月, 公示期满后于 2013 年春节后执行。

玉龙雪山索道提价事宜始终在我们对公司的分析框架中, 亦构成我们中长期看好公司业绩增长的重要因素之一。据此, 对于此次大索道提价, 我们主要有以下两方面的观点:

评论

大索道提交获批复时机超预期, 对推高明后年业绩增速影响十分正面: 提高玉龙雪山索道价格的申请公司早在 2011 年 5 月即已提交云南省物价局, 至今已有 1 年半的时间, 尽管我们从公司长期发展的逻辑分析, 推动索道提价仍是势在必行, 但此次获批复的时间仍是多多少少超出我们的预期(此前判断明年提价获批将是大概率事件)。玉龙雪山是大玉龙景区中最为核心的景点, 尽管近几年随着游客接待规模的不断扩大, 增速有所放缓, 但依然是首次来丽江旅行首选的旅游景点之一。而索道几乎作为必须的交通工具, 垄断收费特征明显, 此次提价对于公司业绩的影响直接且十分正面, 据此我们显著上调了公司明后年盈利预测(详见图表 1)。

香格里拉、泸沽湖等旅游资源扩张项目全面启动, 业绩改善保障后续资本运作有效推进: 丽江作为滇西北旅游集散地的战略定位日渐清晰, 上市公司的资源整合平台作用越发凸显。公司以玉龙雪山这一旅游品牌为核心, 依托地域旅游资源优势, 进一步推动旅游产业链及地域延伸。目前, 公司全面启动甘海子餐饮、古城南入口休闲商业地产等现有资源范围内的产业链延伸项目, 在香格里拉、泸沽湖的旅游资源扩张项目及有关合作框架亦逐步不浮出水面, 后续规划发展的独克宗古城香巴拉月光城以及泸沽湖牛开地、里格度假村等项目将逐步进入征地、前期总体规划阶段, 异地扩张态势已然成型。随着旅游资源深度开发项目的全面启动, “酒店+民俗文化旅游商业地产”的重资产模式对于资金的需求显著增加, 在大索道提价推动业绩进一步改善的条件下, 公司未来启动再融资工作的可能性大大增加, 为公司实现跨越式扩张创造良好的外部环境。

投资建议

鉴于大索道提价已正式获得批复, 我们上调公司明后年盈利预测, 2012~2014 年每股收益预测分别至 0.832 元、1.049 元和 1.235 元, 公司股价经过近期的连续下跌, 2012~2014 年动态估值仅为 20.3 倍、16.1 倍和 13.7 倍, 投资安全边际十分显著。尽管短期资本市场环境仍不容乐观, 但站在 6~12 个月投资周期的角度看, 丽江旅游无疑已成为十分优良的投资标的。据此, 我们继续维持对公司“买入”的投资评级, 建议现价买入。

图表1: 丽江旅游盈利预测详表

| 百万元 | 2009 | 2010 | 2011H | 2011 | 2012H | 2012F | 2013F | 2014F |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 183.5 | 190.4 | 136.4 | 555.3 | 267.2 | 597.8 | 695.4 | 773.3 |
| 索道运输 | 149.4 | 105.9 | 82.2 | 195.7 | 97.5 | 214.2 | 267.0 | 293.9 |
| 玉龙雪山 | 84.3 | 21.9 | 46.3 | 111.5 | 62.4 | 136.7 | 183.9 | 205.7 |
| 云杉坪 | 60.3 | 78.7 | 34.5 | 79.4 | 34.0 | 73.3 | 78.8 | 83.7 |
| 牦牛坪 | 4.8 | 5.4 | 1.4 | 4.8 | 1.2 | 4.2 | 4.3 | 4.5 |
| 汽车运输 | 6.1 | 1.7 | 3.1 | 8.1 | 3.8 | 3.8 | 0.0 | 0.0 |
| 酒店经营 | 10.2 | 72.5 | 43.1 | 99.2 | 44.7 | 103.8 | 123.8 | 141.5 |
| 其他业务 | 17.8 | 10.3 | 8.0 | 22.4 | 12.5 | 32.1 | 26.7 | 29.4 |
| 减: 公司内部抵消 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 印象丽江 | 157.4 | 183.1 | | 229.9 | 108.6 | 243.8 | 278.0 | 308.5 |
| 营业成本 | 29.53 | 43.08 | 33.15 | 131.79 | 63.13 | 137.96 | 149.78 | 164.98 |
| 索道运输 | 17.2 | 12.9 | 14.6 | 31.3 | 14.5 | 27.1 | 30.3 | 33.6 |
| 汽车运输 | 2.7 | 1.3 | 2.1 | 5.0 | 2.2 | 2.1 | 0.0 | 0.0 |
| 酒店经营 | 1.1 | 22.1 | 11.9 | 27.3 | 13.8 | 31.8 | 37.4 | 42.4 |
| 其他业务 | 8.6 | 6.8 | 4.6 | 11.1 | 5.8 | 12.9 | 10.7 | 11.8 |
| 印象丽江 | 41.3 | 47.3 | | 57.1 | 26.9 | 64.1 | 71.4 | 77.2 |
| 毛利率 | 83.9% | 77.4% | 75.7% | 76.3% | 76.4% | 76.92% | 78.46% | 78.67% |
| 营业税金及附加 | 9.7 | 10.1 | 7.6 | 25.3 | 12.4 | 27.8 | 32.3 | 36.0 |
| 营业税金及附加比率 | 5.31% | 5.30% | 5.56% | 4.56% | 4.64% | 4.65% | 4.65% | 4.65% |
| 营业费用 | 21.4 | 23.1 | 10.8 | 74.7 | 22.4 | 72.9 | 78.2 | 84.3 |
| 营业费用率 | 11.68% | 12.12% | 7.90% | 13.45% | 8.38% | 12.20% | 11.25% | 10.90% |
| 管理费用 | 51.9 | 79.4 | 38.1 | 95.3 | 46.3 | 93.9 | 115.4 | 119.9 |
| 管理费用率 | 28.29% | 41.67% | 27.96% | 17.17% | 17.32% | 15.70% | 16.60% | 15.50% |
| 财务费用 | 10.8 | 12.4 | 7.6 | 19.1 | 8.7 | 23.0 | 20.5 | 19.5 |
| 资产减值损失 | 0.3 | 0.2 | 0.0 | -0.4 | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 0.5 |
| 其他经营收益 | | | | | | | | |
| 公允价值变动净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.0 | 0.0 |
| 投资净收益 | 1.27 | 7.76 | 2.92 | 4.00 | 2.16 | 4.70 | 5.60 | 6.70 |
| 营业利润 | 60.68 | 29.96 | 42.01 | 213.43 | 116.23 | 246.7 | 304.2 | 354.9 |
| 营业外收支净额 | | | | -3.29 | | -4.3 | -3.0 | -2.5 |
| 营业外收入 | 0.01 | 0.23 | 0.00 | 0.18 | 0.58 | 0.75 | 0.50 | 0.50 |
| 减: 营业外支出 | 1.98 | 8.51 | 1.07 | 3.48 | 1.55 | 5.00 | 3.50 | 3.00 |
| 利润总额 | 58.7 | 21.67 | 40.94 | 210.14 | 115.26 | 242.4 | 301.2 | 352.4 |
| 所得税 | 13.3 | 1.3 | 5.9 | 34.4 | 18.9 | 38.8 | 48.2 | 56.6 |
| 实际所得税率 | 22.57% | 5.91% | 14.43% | 15.80% | 16.38% | 16.00% | 16.00% | 16.05% |
| 加: 净利润差额(平衡项) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 净利润 | 45.5 | 20.4 | 35.0 | 175.7 | 96.4 | 203.6 | 253.0 | 295.8 |
| 增长 | -6.90% | -55.14% | | 761.67% | 175.16% | 15.90% | 24.26% | 16.91% |
| 减: 少数股东损益 | 7.2 | 10.3 | 4.8 | 58.7 | 31.1 | 67.4 | 81.3 | 93.6 |
| 少数股东损益比率 | 15.81% | 50.53% | 13.75% | 33.40% | 32.29% | 33.10% | 32.11% | 31.63% |
| 归属于母公司所有者的利润 | 38.3 | 10.09 | 30.21 | 117.02 | 65.26 | 136.2 | 171.8 | 202.3 |
| 增长 | -16.68% | -73.64% | 367.19% | 1060.11% | 909.19% | 16.43% | 26.09% | 17.74% |
| 净利润率 | 20.86% | 5.30% | 22.15% | 21.07% | 24.43% | 22.79% | 24.70% | 26.16% |
| 每股收益 | 0.385 | 0.087 | 0.200 | 0.714 | 0.398 | 0.832 | 1.049 | 1.235 |

来源: 同花顺, 国金证券研究所

图表2: 丽江旅游三张报表摘要

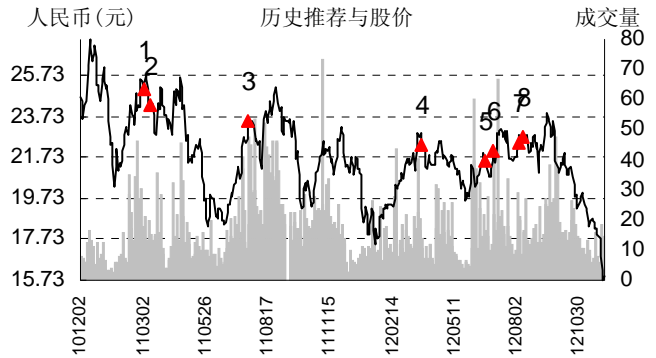
| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 主营业务收入 | 183 | 190 | 555 | 598 | 695 | 773 | 货币资金 | 163 | 105 | 326 | 545 | 480 | 781 |
| 增长率 | | 4.0% | 191.6% | 7.7% | 16.3% | 11.2% | 应收款项 | 15 | 3 | 5 | 6 | 6 | 6 |
| 主营业务成本 | -30 | -43 | -132 | -138 | -150 | -165 | 存货 | 11 | 3 | 5 | 6 | 6 | 6 |
| %销售收入 | 16.3% | 22.6% | 23.7% | 23.1% | 21.5% | 21.3% | 其他流动资产 | 62 | 4 | 21 | 20 | 33 | 38 |
| 毛利 | 154 | 147 | 423 | 460 | 546 | 608 | 流动资产 | 251 | 116 | 358 | 576 | 525 | 832 |
| %销售收入 | 83.9% | 77.4% | 76.3% | 76.9% | 78.5% | 78.7% | %总资产 | 24.7% | 12.2% | 28.2% | 33.0% | 27.8% | 38.2% |
| 营业税金及附加 | -10 | -10 | -25 | -28 | -32 | -36 | 长期投资 | 8 | 13 | 16 | 18 | 17 | 17 |
| %销售收入 | 5.3% | 5.3% | 4.6% | 4.7% | 4.7% | 4.7% | 固定资产 | 671 | 731 | 795 | 1,000 | 1,198 | 1,185 |
| 营业费用 | -21 | -23 | -75 | -73 | -78 | -84 | %总资产 | 66.0% | 76.9% | 62.7% | 57.3% | 63.4% | 54.4% |
| %销售收入 | 11.7% | 12.1% | 13.5% | 12.2% | 11.3% | 10.9% | 无形资产 | 86 | 84 | 93 | 149 | 146 | 143 |
| 管理费用 | -52 | -79 | -95 | -94 | -115 | -120 | 非流动资产 | 765 | 834 | 910 | 1,170 | 1,363 | 1,347 |
| %销售收入 | 28.3% | 41.7% | 17.2% | 15.7% | 16.6% | 15.5% | %总资产 | 75.3% | 87.8% | 71.8% | 67.0% | 72.2% | 61.8% |
| 息税前利润 (EBIT) | 71 | 35 | 228 | 265 | 320 | 368 | 资产总计 | 1,017 | 951 | 1,267 | 1,746 | 1,888 | 2,178 |
| %销售收入 | 38.5% | 18.3% | 41.1% | 44.4% | 46.0% | 47.6% | 短期借款 | 225 | 60 | 104 | 130 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -11 | -12 | -19 | -23 | -21 | -19 | 应付款项 | 113 | 91 | 88 | 84 | 82 | 85 |
| %销售收入 | 5.9% | 6.5% | 3.4% | 3.8% | 2.9% | 2.5% | 其他流动负债 | 78 | 27 | 58 | 55 | 97 | 114 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | -1 | -1 | 流动负债 | 416 | 178 | 250 | 269 | 179 | 199 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 134 | 156 | 136 | 186 | 201 | 221 |
| 投资收益 | 1 | 8 | 4 | 5 | 6 | 7 | 其他长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 2.2% | 35.8% | 1.9% | 1.9% | 1.9% | 1.9% | 负债 | 550 | 334 | 386 | 455 | 380 | 420 |
| 营业利润 | 61 | 30 | 213 | 247 | 304 | 355 | 普通股股东权益 | 417 | 602 | 764 | 1,107 | 1,243 | 1,399 |
| 营业利润率 | 33.1% | 15.7% | 38.4% | 41.3% | 43.7% | 45.9% | 少数股东权益 | 49 | 15 | 117 | 184 | 265 | 359 |
| 营业外收支 | -2 | -8 | -3 | -4 | -3 | -3 | 负债股东权益合计 | 1,017 | 951 | 1,267 | 1,746 | 1,888 | 2,178 |
| 税前利润 | 59 | 22 | 210 | 242 | 301 | 352 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 32.0% | 11.4% | 37.8% | 40.6% | 43.3% | 45.6% | | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 所得税 | -13 | -1 | -34 | -39 | -48 | -57 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 22.6% | 5.9% | 16.4% | 16.0% | 16.0% | 16.1% | 每股收益 | 0.385 | 0.087 | 0.714 | 0.832 | 1.049 | 1.235 |
| 净利润 | 45 | 20 | 176 | 204 | 253 | 296 | 每股净资产 | 4.203 | 5.177 | 4.667 | 6.275 | 7.047 | 7.930 |
| 少数股东损益 | 7 | 10 | 59 | 67 | 81 | 94 | 每股经营现金净流 | 1.124 | 0.061 | 1.513 | 1.621 | 1.832 | 2.167 |
| 归属于母公司的净利润 | 38 | 10 | 117 | 136 | 172 | 202 | 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% | 24.7% | 26.2% | 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% | 12.31% | 13.82% | 14.46% |
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 总资产收益率 | 3.76% | 1.06% | 9.23% | 7.80% | 9.10% | 9.29% |
| 净利润 | 45 | 20 | 176 | 204 | 253 | 296 | 投入资本收益率 | 6.62% | 3.93% | 17.01% | 13.86% | 15.71% | 15.62% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 19 | 38 | 56 | 47 | 52 | 55 | 主营业务收入增长率 | 25.37% | 3.96% | 191.57% | 7.65% | 16.34% | 11.19% |
| 非经营收益 | 11 | 5 | 13 | 32 | 23 | 22 | EBIT增长率 | 2.58% | -50.64% | 554.99% | 16.26% | 20.51% | 15.19% |
| 营运资金变动 | 36 | -57 | 3 | -1 | -9 | 4 | 净利润增长率 | -16.68% | -73.64% | 1060.11% | 16.4% | 26.09% | 17.75% |
| 经营活动现金净流 | 112 | 7 | 248 | 282 | 318 | 377 | 总资产增长率 | 45.69% | -6.49% | 33.32% | 37.76% | 8.14% | 15.36% |
| 资本开支 | -245 | -92 | -94 | -314 | -248 | -42 | 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 | 5 | 6 | 7 | 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 | -311 | -242 | -35 | 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 | 506.6 | 536.3 | 484.2 |
| 债权募资 | 142 | -143 | 6 | 76 | -115 | 20 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -38 | -47 | -34 | -34 | -26 | -61 | 净负债/股东权益 | 42.02% | 17.94% | -9.75% | -17.73% | -18.52% | -31.85% |
| 筹资活动现金净流 | 129 | 5 | -28 | 248 | -141 | -41 | EBIT利息保障倍数 | 6.5 | 2.8 | 11.9 | 11.5 | 15.6 | 18.9 |
| 现金净流量 | -4 | -58 | 125 | 219 | -65 | 301 | 资产负债率 | 54.11% | 35.09% | 30.47% | 26.06% | 20.10% | 19.30% |

来源: 同花顺, 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 | 2011-03-02 | 增持 | 25.09 | N/A |
| 2 | 2011-03-10 | 增持 | 24.31 | N/A |
| 3 | 2011-07-22 | 增持 | 23.45 | N/A |
| 4 | 2012-03-22 | 增持 | 22.29 | 25.50 ~ 28.00 |
| 5 | 2012-06-20 | 买入 | 21.58 | 24.30 ~ 26.10 |
| 6 | 2012-07-03 | 买入 | 22.00 | 24.30 ~ 26.10 |
| 7 | 2012-08-03 | 买入 | 22.47 | N/A |
| 8 | 2012-08-12 | 买入 | 22.75 | N/A |

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作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 |