

丽江旅游 (002033.SZ) 旅游景点行业

评级: 增持 下调评级

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

增发方案符合预期, 募资投向仍需进一步观察

事件

丽江旅游今日公告称, 公司拟非公开发行股票, 数量不超过 5,241.9354 万股 (含 5,241.9354 万股), 发行价格不低于 14.88 元/股, 本次非公开发行股票募集资金总额不超过 78,000 万元。公司拟将扣除发行费用后的募集资金用于香格里拉香巴拉月光城项目、茶马古道奔子栏精品酒店项目、玉龙雪山游客综合服务中心项目等三个投资项目, 计划投入的募集资金分别为 60,882.04 万元、4,243.47 万元、8200 万元。

公司香巴拉月光城项目预计投资总额为 62,382.04 万元, 项目建设期为 2 年, 建成后预计年均实现营业收入 18,230.47 万元, 净利润 4,285.96 万元。茶马古道奔子栏精品酒店建筑面积共约 6,800 平方米, 预计投资总额为 4,653.90 万元, 项目建设期为 2 年, 建成后预计年均实现营业收入 1,807.24 万元, 净利润 336.25 万元。玉龙雪山游客综合服务中心项目预计投资总额为 10,845.50 万元, 项目建设期为 1 年, 建成后预计年均实现营业收入 10,328.62 万元, 净利润 1,141.92 万元。

评论

增发方案符合预期: 本次增发方案符合我们此前预期。按照公司公布的再融资方案中发行股票上限计算, 最大股本摊薄约为 32%, 增发后雪山管委会通过雪山开发公司和景区公司将合计间接持有公司 21.59% 的股份, 仍为公司实际控制人。募集资金投入的香格里拉香巴拉月光城项目、玉龙雪山游客综合服务中心项目为公司此前公告投资项目, 茶马古道奔子栏酒店项目为新增项目。

募集资金投向符合丽江-大香格里拉地区旅游消费升级方向, 然项目为重资产投资, 培育期相对较长: 本次非公开发行的募投项目中香格里拉香巴拉月光城项目和茶马古道奔子栏精品酒店项目均位于云南省迪庆州, 该州地处东部藏区区域经济合作与发展的核心区和香格里拉的核心区。迪庆州政府曾提出, 从 2012 年开始, 将限制三星级以下酒店的建设, 同时大力推动四星五星酒店的建设, 以通过高品质酒店来打造休闲度假旅游产品, 尽快形成以休闲度假为主导的旅游产品体系。因此, 我们认为, 公司募集资金投向的月光城项目和奔子栏酒店项目是符合大香格里拉地区旅游消费升级发展方向。但这两个项目都属于重资产投资, 建设期及后续的培育期都较长, 在项目开始产生经济效益前, 对公司估值将产生一定压力。

短期建议观察, 待股价企稳后逐步配置: 鉴于公司此前公布多个投资项目, 市场已对其再融资事项具有一定预期, 公司当前估值水平已然部分考虑了增发影响。我们预计明年公司 EPS 为 1.049 元, 按照预案公布的最大发行股票数计算, 摊薄后 EPS 为 0.794 元, 目前股价 16.9 元, 对应市盈率为 21.27 倍。据此, 我们认为, 市场可能还需一点时间消化重资产扩张及较大比例摊薄的负面影响。我们建议待公司股价企稳后, 估值具一定的安全边际之时, 可逐步配置。

投资建议

我们暂不调整对公司的盈利预测, 考虑明年索道提价, 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.832 元、1.049 元和 1.235 元。鉴于公司估值水平和增发摊薄的负面影响, 以及 2013 年 4 月云南省旅游投资有限公司持有的 2210 万股限售股解禁压力, 我们下调公司评级至“增持”。

图表1: 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: 公司数据, 国金证券研究所

图表2: 三张报表摘要

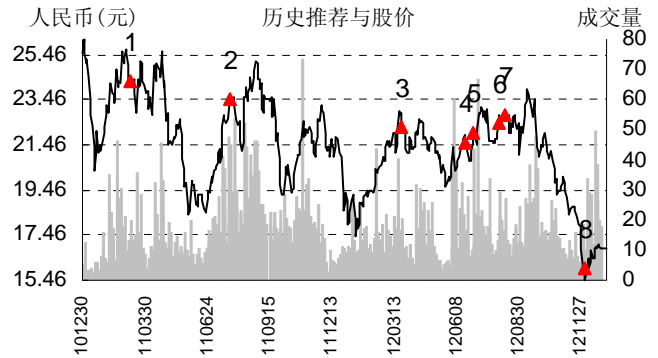
损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	183	190	555	598	695	773	货币资金	163	105	326	545	480	781
增长率		4.0%	191.6%	7.7%	16.3%	11.2%	应收款项	15	3	5	6	6	6
主营业务成本	-30	-43	-132	-138	-150	-165	存货	11	3	5	6	6	6
%销售收入	16.1%	22.6%	23.7%	23.1%	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: 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	2011-03-10	增持	24.31	N/A
2	2011-07-22	增持	23.45	N/A
3	2012-03-22	增持	22.29	25.50 ~ 28.00
4	2012-06-20	买入	21.58	24.30 ~ 26.10
5	2012-07-03	买入	22.00	24.30 ~ 26.10
6	2012-08-03	买入	22.47	N/A
7	2012-08-12	买入	22.75	N/A
8	2012-12-02	买入	15.95	26.50 ~ 28.50

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