

2017年08月15日

公司研究·证券研究报告

丽江旅游 (002033.SZ)

公司快报

丽江旅游市场整治导致上半年业绩承压，积极布局大生态旅游圈

投资要点

公司公布 2017 年半年报，上半年实现营业收入 31888.47 万(-11.36%)，实现归母净利润 9993.03 万元(-13.91%)，每股收益 0.18 元(-13.87%)。同时预计前三季度的归母净利润变动区间 14658.81 万~23035.28 万(-30%~+10%)。

◆ **丽江旅游市场整治，半年报业绩承压明显：** 2017 年 H1 公司营收、归母净利润分别下滑 11.36%、13.91%，主要是上半年云南省相关部门开展了当地旅游市场秩序整治工作，旅行社相关政策调整引发短期旅游市场波动，其中二季度营收、归母净利润分别下滑 15.24%、29.28%(去年同期+2.02%、+12.27%)。具体分业务来看：

- 1、**索道总接客量下滑：**公司三条索道(玉龙雪山、云杉坪和牦牛坪)共接待游客 165.93 万人次(-8.13%)。其中大索道接待游客 117.15 万人次(-3.49%)；云杉坪索道接待 43.23 万人次(-22.71%)；牦牛坪索道接待 5.56 万人次(+68.48%)。牦牛坪索道因 2016 年 5 月份起景区道路施工而停业近两个月，今年上半年营运期增加使得接待游客量增长。
- 2、**酒店业务同比减亏：**上半年丽江和府酒店有限公司(含洲际酒店、英迪格酒店、丽世酒店，5596 商业街)实现营业收入 4397.80 万元(-1.39%)，亏损 1546.74 万元，减亏 268.49 万元。
- 3、**印象演出业务受市场整治和演艺市场竞争影响，营收降幅 30%+：**由于旅游市场整治措施及旅行社相关政策的调整，引发短期旅游市场的波动，印象丽江接待游客 50.95 万人次(-32.65%)，实现营业收入 5417.09 万元(-33.72%)。
- 4、**龙德公司营收同比增长 40.19%，业绩唯一增长的子板块：**其余业务中，龙悦餐饮公司实现营业收入 1506.71 万元(-2.92%)；龙德公司实现营业收入 1403.45 万元(+40.19%)，主要为游客提供旅游配套服务。

◆ **立足丽江，积极布局大香格里拉生态旅游圈：**上半年公司积极寻找投资机会，加强与当地政府、企业合作，打造精品、特色旅游产品。公司出资 3600 万元与巴塘县雪域经贸有限责任公司联合开发、运营位于巴塘县夏邛镇幸福街雪域扎西宾馆项目；出资 2000 万元参股丽江裸美乐生态文化旅游有限公司；香格里拉香巴拉月光城项目藏文化体验区商业建筑主体施工已经完成，藏文化体验区部分正在施工建设。结合去年公司在泸沽湖、甘孜、日喀则等地区业务的布局，我们认为公司的大生态旅游圈逐步形成，有利于带动各项业务的协同发展。

◆ **华邦健康间接增持，华邦系实际持股 21.14%：**今年 4 月公司公告称控股股东雪山开发公司股东西藏汇邦将其持有的雪山开发公司 13.65%的股权全部转让给华邦健康，截止半年报披露日，华邦健康通过雪山开发间接持有丽江旅游 6.88%股份，直接持股 9.26%，张一卓(华邦健康实际控制人张松山之子)持股 5%，华邦系合计持股 21.14%。华邦健康也是 A 股上市公司，主要以医药、农化、原料药等业务为主，

餐饮旅游 | 景区 III

增持-A(首次)

投资评级

6 个月目标价

11 元

股价(2017-08-14)

9.65 元

交易数据

总市值(百万元)

5,302.59

流通市值(百万元)

5,302.48

总股本(百万股)

549.49

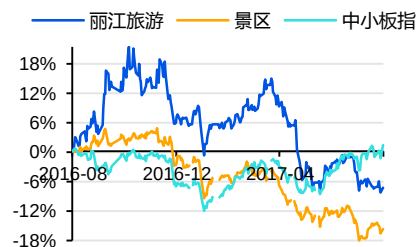
流通股本(百万股)

549.48

12 个月价格区间

9.44/17.31 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.76	-12.5	-9.77
绝对收益	-3.4	-1.93	-6.1

分析师

王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@huajinsec.cn
021-20377089

报告联系人

齐莉娜
qilina@huajinsec.cn
021-20377037

相关报告

也有部分旅游业务，例如投资过秦岭旅游(2016 年挂牌新三板)。公司股权分散,实际控制人持股比例较低,华邦系股权比例提升,关注后续进展。

◆ **投资建议：**我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.41 元、0.44 元和 0.50 元。净资产收益率分别为 9.0%、9.1% 和 9.6%，给予“增持-A”评级，6 个月目标价为 11 元，相当于 2018 年 25 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**景区游客量不达预期；自然灾害等突发事件影响公司业务；新项目拓展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	786.0	779.7	799.6	845.7	918.6
同比增长(%)	5.8%	-0.8%	2.6%	5.8%	8.6%
营业利润(百万元)	303.9	317.3	334.2	361.8	404.6
同比增长(%)	8.0%	4.4%	5.3%	8.3%	11.8%
净利润(百万元)	197.3	223.8	222.9	244.2	276.6
同比增长(%)	8.9%	13.5%	-0.4%	9.5%	13.3%
每股收益(元)	0.36	0.41	0.41	0.44	0.50
PE	26.9	23.7	23.8	21.7	19.2
PB	2.6	2.4	2.1	2.0	1.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	786.0	779.7	799.6	845.7	918.6	年增长率					
减:营业成本	193.9	197.2	187.8	193.6	201.1	营业收入增长率	5.8%	-0.8%	2.6%	5.8%	8.6%
营业税费	39.7	22.8	24.0	25.4	27.6	营业利润增长率	8.0%	4.4%	5.3%	8.3%	11.8%
销售费用	114.8	107.6	115.8	120.9	130.4	净利润增长率	8.9%	13.5%	-0.4%	9.5%	13.3%
管理费用	137.8	131.8	139.3	146.2	158.0	EBITDA 增长率	3.4%	6.3%	3.7%	6.5%	9.6%
财务费用	0.0	7.4	3.1	2.2	1.3	EBIT 增长率	6.9%	6.8%	3.9%	7.9%	11.5%
资产减值损失	0.3	0.7	0.6	0.5	0.6	NOPLAT 增长率	3.7%	5.4%	5.9%	7.0%	11.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.7%	0.2%	-10.6%	-6.0%	-11.6%
投资和汇兑收益	4.4	5.1	5.1	4.9	5.0	净资产增长率	6.6%	3.5%	15.8%	9.4%	9.6%
营业利润	303.9	317.3	334.2	361.8	404.6						
加:营业外净收支	-2.5	-3.8	-1.7	-2.7	-2.7	盈利能力					
利润总额	301.3	313.5	332.5	359.1	401.9	毛利率	75.3%	74.7%	76.5%	77.1%	78.1%
减:所得税	52.7	58.4	56.6	63.6	71.5	营业利润率	38.7%	40.7%	41.8%	42.8%	44.0%
净利润	197.3	223.8	222.9	244.2	276.6	净利润率	25.1%	28.7%	27.9%	28.9%	30.1%
						EBITDA/营业收入	47.3%	50.7%	51.3%	51.6%	52.1%
						EBIT/营业收入	38.7%	41.6%	42.2%	43.0%	44.2%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	20.5%	18.8%	18.1%	15.6%	15.6%
货币资金	1,371.2	1,459.5	1,920.6	2,224.6	2,600.9	负债权益比	25.8%	23.2%	22.1%	18.5%	18.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	6.50	3.54	4.12	5.22	5.53
应收帐款	15.9	11.7	24.7	12.4	25.8	速动比率	6.43	3.51	4.09	5.19	5.50
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	30,564.	44.09	107.46	166.78	304.77
预付帐款	8.6	7.7	18.5	2.4	19.8	营运能力					
存货	14.5	16.3	13.4	16.3	15.0	固定资产周转天数	411	400	363	314	263
其他流动资产	17.0	15.0	18.7	16.9	16.9	流动营业资本周转天数	-73	-67	-64	-63	-58
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	630	678	789	908	970
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	9	6	8	8	7
长期股权投资	39.5	38.5	38.5	38.5	38.5	存货周转天数	6	7	7	6	6
投资性房地产	154.3	150.2	150.2	150.2	150.2	总资产周转天数	1,226	1,274	1,343	1,399	1,391
固定资产	894.1	840.6	772.7	704.9	637.1	投资资本周转天数	441	443	410	355	298
在建工程	68.0	97.1	97.1	97.1	97.1						
无形资产	96.3	91.4	86.6	81.9	77.1	费用率					
其他非流动资产	60.3	49.9	47.3	40.4	33.0	销售费用率	14.6%	13.8%	14.5%	14.3%	14.2%
资产总额	2,739.7	2,777.7	3,188.2	3,385.5	3,711.2	管理费用率	17.5%	16.9%	17.4%	17.3%	17.2%
短期债务	-	-	-	-	-	财务费用率	0.0%	0.9%	0.4%	0.3%	0.1%
应付帐款	123.4	92.4	149.8	95.7	149.1	三费/营业收入	32.1%	31.7%	32.3%	31.8%	31.5%
应付票据	-	-	-	-	-	投资回报率					
其他流动负债	96.2	333.6	334.4	339.4	335.5	ROE	9.6%	10.3%	9.0%	9.1%	9.6%
长期借款	-	-	-	-	-	ROA	9.1%	9.2%	8.7%	8.7%	8.9%
其他非流动负债	341.5	97.4	93.4	94.1	95.0	ROIC	26.0%	27.6%	29.1%	34.9%	41.3%
负债总额	561.1	523.4	577.7	529.1	579.6	分红指标					
少数股东权益	124.4	84.3	134.6	185.0	237.6	DPS(元)	0.08	0.08	0.08	0.09	0.10
股本	422.7	422.7	549.5	549.5	549.5	分红比率	21.4%	18.9%	19.7%	20.0%	19.5%
留存收益	1,631.6	1,747.4	1,926.5	2,121.9	2,344.5	股息收益率	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%
股东权益	2,178.6	2,254.4	2,610.5	2,856.4	3,131.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	248.6	255.1	222.9	244.2	276.6	EPS(元)	0.36	0.41	0.41	0.44	0.50
加:折旧和摊销	74.3	77.8	72.6	72.6	72.6	BVPS(元)	3.74	3.95	4.51	4.86	5.27
资产减值准备	0.3	0.7	-	-	-	PE(X)	26.9	23.7	23.8	21.7	19.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.6	2.4	2.1	2.0	1.8
财务费用	23.6	25.0	3.1	2.2	1.3	P/FCF	26.0	23.9	16.3	17.9	14.3
投资损失	-4.4	-5.1	-5.1	-4.9	-5.0	P/S	6.7	6.8	6.6	6.3	5.8
少数股东损益	51.3	31.3	52.9	51.3	53.8	EV/EBITDA	8.0	7.3	9.0	7.9	6.5
营运资金的变动	88.8	-14.7	32.3	-14.4	28.4	CAGR(%)	5.9%	9.0%	4.7%	5.9%	9.0%
经营活动产生现金流量	405.3	343.5	378.8	351.0	427.7	PEG	4.5	2.6	5.1	3.7	2.1
投资活动产生现金流量	-166.9	-143.6	5.1	4.9	5.0	ROIC/WACC	2.6	2.7	2.9	3.5	4.1
融资活动产生现金流量	-119.1	-111.6	77.2	-51.9	-56.5						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn