

丽江旅游 (002033.SZ)

旅游景点行业

评级：增持 维持评级

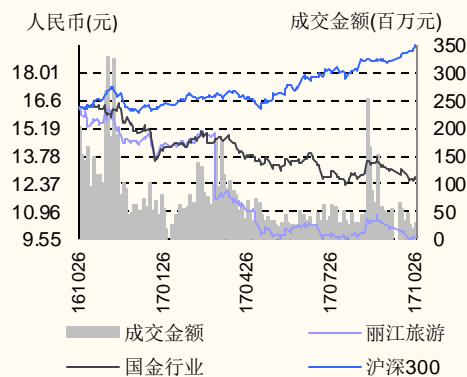
公司点评

市场价格(人民币)：9.67元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	549.48
总市值(百万元)	5,313.58
年内股价最高最低(元)	16.29/9.55
沪深300指数	3993.58
深证成指	11461.29



相关报告

- 1.《丽江旅游公司点评-旅游市场整顿，主业景气承压》，2017.7.31
- 2.《丽江旅游一季报点评-一季报业绩实现高速增长，收购云杉坪少数股东...》，2017.4.27
- 3.《丽江旅游业绩快报点评-索道主业承压明显，外延扩张保守推进》，2017.1.18
- 4.《丽江旅游点评报告-公司对外投资巴塘酒店项目，外延拓展大香格里拉...》，2016.12.21

楼枫桦 分析师 SAC 执业编号：S1130517090005
(8621)60933978
loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟 联系人
bianlijuan@gjzq.com.cn

三季报业绩下滑明显，布局稻城亚丁演艺项目

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.467	0.530	0.308	0.321	0.371
每股净资产(元)	4.86	5.13	5.43	5.75	6.13
每股经营性现金流(元)	0.96	0.81	0.39	1.09	0.87
市盈率(倍)	37.72	27.19	31.40	30.12	26.06
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	8.94%	13.47%	-24.43%	4.13%	15.85%
净资产收益率(%)	9.60%	10.31%	7.36%	7.25%	7.87%
总股本(百万股)	422.69	422.69	549.50	549.50	549.50

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩概述

- 2017年前三季度实现营业收入 5.37 亿元/-11.79%，归母净利润 1.84 亿元/-12.3%。其中第三季度实现营业收入 2.18 亿元/-12.43%，归母净利润 8371 万元/-10.31%。

经营分析

- 受市场整顿和玉龙雪山景气度影响营收及净利润增速下滑：公司前三季度营收及净利润分别下滑 11.79%/12.3%，受本身公司内部旅游项目景气度下滑以及外部市场整顿影响。毛利率为 73.9%，下滑 3.3pct；净利率为 34.2%，与去年持平。公司整体费用率为 28.4%，与去年持平，其中管理、销售以及财务费用率分别为 13.1%、13.8%、1.5%。公司的业绩下滑与外部市场环境关系较大，参照海南的市场整顿进度来看，2017 年公司业绩压力较大。
- 布局稻城亚丁演艺项目，布局优质旅游目的地：公司出资 600 万与稻城亚丁景区旅游开发有限责任公司合资设立稻城亚丁演艺公司，持股比例 60%。公司致力于打造精品小环线（丽江、香格里拉、奔子栏、布村、巴塘、亚丁、泸沽湖、丽江），稻城亚丁作为其中一个重要环节，旅游资源丰富，2013 年亚丁机场正式通行，与云南、攀枝花的支线机场形成香格里拉环线，是大香格里拉生态旅游区的重要交通枢纽。2017 年国庆黄金周稻城亚丁接待游客 7.81 万人次，实现门票收入 903.23 万元，同比分别增长 55.57%和 42.16%。
- 公司保守开发香巴拉项目，未来经营重心在于主营业务提升、香巴拉项目及巴塘项目的建设：公司未来依托索道业务、酒店业务以及演艺业务为主的观光旅游收入增速将不断放缓，在公司主业承压的情况下过快的进行新项目开发将拖累公司业绩，以主业培育为首要任务，稳扎稳打推进在建项目是公司的明智之选。多个项目开展，进度符合目前的市场和公司经营情况：1) 奔子栏项目：2016 年 1 月奔子栏丽世酒店一期的开业是公司对外拓展的一大项目落地，投入进度为 80%，项目并未完全建成，是公司开发大香格里拉生态圈的其中一个布点。目前客房 30 间，主要服务于去梅里雪山观光的客人。旺季的入住率达到 50%以上，平均房价 600 多元。2016 年上半年亏损 211 万，全年将亏损 400 万左右，预计五年后（2020 年）在平均房价以及入住率不断提升的过程中将有望实现扭亏为盈。2) 香格里拉月光城项目：考虑到市场环境公司放缓了香巴拉项目的投资进度，预计 2019 年建

成。同时考虑到市场的需求变化，增加文化体验区建筑面积（15966 平方米扩大到 23800 平方米），减少了酒店建筑面积及客房数量（240 间缩减到 120 间），投资额调减 1.22 亿元来补充公司流动资金。**3) 泸沽湖项目**：目前公司还未拿到项目用地，项目尚未正式进入具体实施阶段。今后泸沽湖项目不排除复制索道、演艺、环保车等项目的可能，着重打造特色旅游产品，体验当地旅游文化。泸沽湖项目最快 2017 年拿地，项目建设期至少两年，预估最快 2019 年建成泸沽湖项目。**4) 日喀则项目**：目前本协议只是很初期的一个合作意向，协议签订后公司将采用总体规划、整体统筹、分期实施的方式推进项目建设，制定出合作项目总体规划后，经日喀则市人民政府审定后，确定投资额度。项目具体推进实施计划双方将另行协商确定。**5) 大理剑川项目**：大理剑川有着名的石宝山石窟文化、茶马古道重镇沙溪古镇，自从大丽高速公路通车以后，它的优势就日益凸现。公司做过相关的考察调研，目前暂时没有正式落地的项目。**6) 稻城亚丁演艺项目**：目前仅为合资设立公司，具体的项目还未开展。

盈利预测及投资建议

- 在暂不考虑月光城项目、奔子栏项目以及泸沽湖项目的业绩增厚情况下，目前测算 2017E/2018E/2019E 的业绩为 1.69/1.76/2.04 亿元，增长幅度为-24.4%/4.13%/15.85%。EPS 为 0.31/0.32/0.37 元，目前股价对应 PE 为 31/30/26 倍，给予增持评级。

风险提示

- 主业持续承压
- 公司新设项目业绩不及预期
- 区域交通开业时间延迟

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	743	786	780	625	663	730
增长率		5.8%	-0.8%	-19.8%	6.1%	10.0%
主营业务成本	-185	-194	-197	-183	-187	-200
%销售收入	24.9%	24.7%	25.3%	29.2%	28.2%	27.4%
毛利	558	592	582	442	476	530
%销售收入	75.1%	75.3%	74.7%	70.8%	71.8%	72.6%
营业税金及附加	-35	-40	-23	-1	-1	-1
%销售收入	4.7%	5.1%	2.9%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-112	-115	-108	-88	-93	-102
%销售收入	15.0%	14.6%	13.8%	14.0%	14.0%	14.0%
管理费用	-132	-138	-132	-106	-113	-124
%销售收入	17.8%	17.5%	16.9%	17.0%	17.0%	17.0%
息税前利润 (EBIT)	279	300	320	248	270	303
%销售收入	37.6%	38.1%	41.1%	39.7%	40.7%	41.5%
财务费用	-3	0	-7	-7	-24	-25
%销售收入	0.4%	0.0%	0.9%	1.1%	3.6%	3.4%
资产减值损失	-1	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	4	5	5	5	5
%税前利润	2.1%	1.5%	1.6%	2.0%	2.0%	1.8%
营业利润	281	304	317	246	251	283
营业利润率	37.9%	38.7%	40.7%	39.3%	37.8%	38.8%
营业外收支	1	-3	-4	0	0	0
税前利润	283	301	313	246	251	283
利润率	38.0%	38.3%	40.2%	39.3%	37.8%	38.8%
所得税	-42	-53	-58	-47	-48	-54
所得税率	15.0%	17.5%	18.6%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润	240	249	255	199	203	229
少数股东损益	59	51	31	30	27	25
归属于母公司的净利润	181	197	224	169	176	204
净利率	24.4%	25.1%	28.7%	27.1%	26.6%	28.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	240	249	255	199	203	229
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	78	75	78	73	75	82
非经营收益	-1	18	26	15	43	45
营运资金变动	-14	64	-16	-120	139	11
经营活动现金净流	304	405	343	166	460	367
资本开支	-67	-154	-64	-214	-210	-310
投资	0	-20	-86	0	0	0
其他	4	6	6	5	5	5
投资活动现金净流	-63	-167	-144	-209	-205	-305
股权募资	755	0	0	0	0	0
债权募资	-132	0	0	412	-65	131
其他	-113	-119	-112	-28	-90	-93
筹资活动现金净流	510	-119	-112	383	-155	38
现金净流量	751	119	88	340	100	100

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,252	1,371	1,460	1,800	1,900	2,000
应收款项	24	16	12	11	12	13
存货	14	14	16	15	15	17
其他流动资产	35	26	23	157	22	23
流动资产	1,325	1,427	1,510	1,983	1,950	2,053
%总资产	50.7%	52.1%	54.4%	58.3%	55.7%	53.6%
长期投资	194	194	189	189	189	189
固定资产	959	962	938	1,071	1,202	1,426
%总资产	36.7%	35.1%	33.8%	31.5%	34.3%	37.2%
无形资产	127	147	138	146	150	154
非流动资产	1,289	1,312	1,268	1,418	1,552	1,781
%总资产	49.3%	47.9%	45.6%	41.7%	44.3%	46.4%
资产总计	2,613	2,740	2,778	3,401	3,502	3,834
短期借款	0	0	250	667	592	713
应付款项	154	127	96	107	110	118
其他流动负债	73	92	80	124	126	132
流动负债	228	220	426	898	828	963
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	342	341	97	92	102	112
负债	569	561	523	990	930	1,075
普通股股东权益	1,901	2,054	2,170	2,297	2,431	2,593
少数股东权益	143	124	84	114	141	166
负债股东权益合计	2,613	2,740	2,778	3,401	3,502	3,834

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.643	0.467	0.530	0.308	0.321	0.371
每股净资产	6.745	4.860	5.134	5.434	5.751	6.134
每股经营现金净流	1.078	0.959	0.813	0.393	1.089	0.867
每股股利	0.120	0.120	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	9.53%	9.60%	10.31%	7.36%	7.25%	7.87%
总资产收益率	6.93%	7.20%	8.06%	4.97%	5.03%	5.32%
投入资本收益率	9.95%	9.82%	10.04%	6.34%	6.69%	6.84%
增长率						
主营业务收入增长率	11.33%	5.82%	-0.81%	-19.83%	6.12%	10.00%
EBIT增长率	5.15%	7.43%	6.82%	-22.59%	8.82%	12.20%
净利润增长率	22.50%	8.94%	13.47%	-24.43%	4.13%	15.85%
总资产增长率	47.14%	4.84%	1.39%	22.44%	2.97%	9.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.5	7.5	4.7	5.0	5.0	5.0
存货周转天数	31.3	26.6	28.5	29.0	29.5	30.3
应付账款周转天数	105.0	107.5	43.6	65.0	62.0	60.0
固定资产周转天数	442.3	415.2	393.6	510.3	497.7	514.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.61%	-47.33%	-49.66%	-43.24%	-46.95%	-42.65%
EBIT利息保障倍数	98.0	30,153.5	43.5	35.2	11.2	12.2
资产负债率	21.78%	20.48%	18.84%	29.10%	26.55%	28.03%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	10	11
增持	0	0	3	10	11
中性	0	0	0	3	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.75	1.70	1.68

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

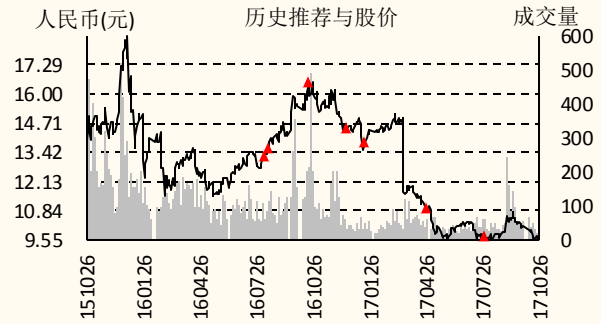
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-08	买入	13.22	16.00~18.00
2	2016-08-16	买入	13.63	N/A
3	2016-10-20	买入	16.41	18.00~20.00
4	2016-10-23	买入	15.93	18.00~20.00
5	2016-12-21	买入	14.40	N/A
6	2017-01-18	买入	13.84	N/A
7	2017-04-27	增持	11.03	N/A
8	2017-07-31	增持	9.80	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 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%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH