

自然景观

曾光 S0960209030248

0755-82026723
zengguang@cjis.cn

丽江旅游

002033

推荐

酒店业务导致业绩下滑 今年仍将面临业绩压力

2010年1季度,公司实现营业收入4720.66万元,同比增长56.18%;实现归属于母公司所有者的净利润668.01万元,同比下降18.21%;基本每股收益0.07元。同时公司预计今年上半年净利润比上年同期下降60%-90%。

投资要点:

- **新增酒店业务收入是1季度营收同比大幅增长的首要原因。**09年9月开业的和府皇冠假日酒店本期实现营收1108.71万元,占收入增加额的65.29%。若剔除酒店业务,则公司营收同比增长19.50%,这主要归功于1季度玉龙雪山索道收入同比增加426.35万元。而玉龙雪山索道收入增长关键原因在于公司预期2010年该索道收入达不到计提环保基金标准而未计提环保基金(超过02年基数则按总收入15%计提)。
- **新增酒店业务亏损是净利润下滑的直接原因。**1季度酒店项目带来1108.71万元营收同时,新增营业成本562.77万元、销售费用78.53万元、管理费用721.39万元、财务费用300万元左右。酒店业务的当期亏损是净利润下滑关键,而索道业务净利润应同比增加。
- **大索道长达7个月的停业改造将对今年业绩产生重大影响。**据我们推算,玉龙雪山索道09年贡献净利润约3100万元,合约EPS0.31元。公司预计2010年上半年净利润下滑超过50%主要考虑大索道因素。但我们认为08年技改后的云杉坪索道或将为业绩带来一定支撑。09年云杉坪索道贡献权益利润2376万元,预计今年达3500万元左右。
- **酒店项目今年乐观预期有望盈亏平衡。**去年三个多月时间,酒店项目营业收入1021万元,亏损1658万元。今年上半年公司预计酒店将使公司净利润减少300万元。地理位置、专业管理以及与索道业务的联合营销成为公司酒店项目相对于同业的三大竞争优势。我们乐观预期今年酒店项目营收7000万元,净利润可能略有亏损甚至盈亏平衡。
- **云南旅投入主带来想象空间。**今年4月,云南旅投认购1700万定增股票成为公司第三大股东,持股比例14.61%。据我们分析,丽江旅游变身成为云南旅投的资本平台并不存在难以逾越的障碍,但今年再次进行资产注入动作的可能性相对较小,2011年之后可能更具预期。
- **维持中长期“推荐”的投资评级。**我们预测公司10-12年全面摊薄后的EPS分别为0.30、0.72、0.94元。今年业绩仍将面临低潮,但2011年业绩反弹力十足且具有较强的资产注入预期。我们认为公司中长期投资价值显著,稳健性投资者可逢低逐步介入,在耐心持有中享受预期性较强的投资收益。注重时间成本的投资者可在下半年择机介入。

6-12个月目标价: 24.00元

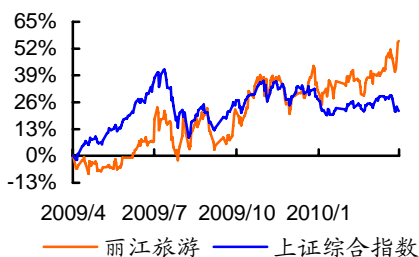
当前股价: 21.48元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2983.54
总股本(百万)	116
流通股本(百万)	72
流通市值(亿)	15
EPS (TTM)	0.33
每股净资产(元)	4.01
资产负债率	54.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
丽江旅游	10.32	17.89	28.24
上证综合指数	-2.28	-4.64	-4.00



相关报告

- 《丽江旅游-09年业绩符合预期 未来存在较大想象空间》2010-2-8
- 《丽江旅游-三季度经营略超预期 酒店开业将影响短期业绩》2009-10-21
- 《丽江旅游-客流量回升超预期 酒店开办费计提拉低业绩》2009-7-23

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	183	212	314	367
同比(%)	25%	16%	48%	17%
归属母公司净利润(百万元)	38	35	83	109
同比(%)	-17%	-8%	136%	31%
毛利率(%)	83.9%	69.3%	73.7%	76.3%
ROE(%)	9.2%	6.2%	14.6%	16.1%
每股收益(元)	0.33	0.30	0.72	0.94
P/E	65.29	70.89	30.03	22.96
P/B	5.99	4.42	4.40	3.69
EV/EBITDA	30	24	16	14

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 丽江旅游 2010 年一季度各主要财务指标同比变化情况

指标 (单位: 百万元)	2010Q1	2009Q1	同比增加 (%)
营业总收入	47.21	30.23	56.18%
营业总成本	38.95	18.64	108.93%
营业成本	12.12	5.80	108.91%
营业税金及附加	2.59	1.57	64.90%
销售费用	4.57	3.14	45.63%
管理费用	15.29	6.92	121.13%
财务费用	4.38	1.22	259.54%
资产减值损失	0.00	0.00	—
投资收益	1.66	0.00	—
营业利润	9.92	11.58	-14.35%
营业外收入	0.01	0.00	510.56%
营业外支出	0.06	0.05	30.64%
利润总额	9.87	11.54	-14.46%
所得税费用	1.45	1.88	-23.04%
净利润	8.42	9.65	-12.79%
少数股东损益	1.74	1.49	17.03%
归属于母公司所有者的净利润	6.68	8.17	-18.21%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2: 丽江旅游 2010 年一季度重要财务比率的同比变化

指标	2010Q1	2009Q1	同比增减
综合毛利率	74.32%	80.80%	-6.48%
销售费用率	9.67%	10.37%	-0.70%
管理费用率	32.39%	22.88%	9.51%
财务费用率	9.28%	4.03%	5.25%
期间费用率	51.34%	37.28%	14.06%
净资产收益率	1.63%	2.11%	-0.48%

资料来源: 中投证券研究所

图 1: 2005-2010 年第 1 季度丽江旅游营业收入

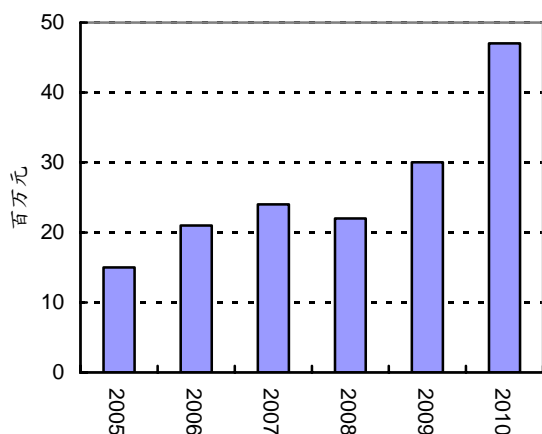
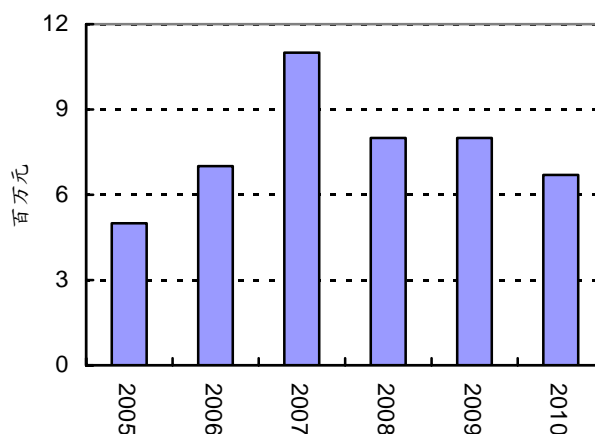


图 2: 2005-2010 年第 1 季度丽江旅游净利润



资料来源: Wind、中投证券研究所

关键假设:

按计划大索道将于 2010 年 4 月进行长达 7 个月的停业改造;

假设 2011 年后西部大开发优惠税率继续保留。

表 3: 丽江旅游 2010-2012 年营业收入预测

主营业务类别	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)				
索道运输收入	149.4	97.2	164.6	194.3
酒店业务收入	10.2	70.0	120.0	140.0
汽车运输收入	6.1	6.8	7.5	9.0
其他业务收入	17.8	20.0	22.0	24.0
合计:	183.5	212.1	314.1	367.3
主营成本(百万元)				
索道运输成本	17.2	14.6	21.4	23.3
酒店业务成本	7.3	38.5	48.0	49.0
汽车运输成本	2.7	3.1	3.4	4.1
其他业务成本	2.3	9.0	9.9	10.8
合计:	29.5	65.2	82.7	87.2

资料来源: 中投证券研究所

表 4: 丽江世界遗产论坛中心酒店盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
酒店客房收入(万元)		4800	7200	8500
餐饮、会议收入(万元)	1021	2200	4800	5500
酒店业务收入(万元)	1021	7000	12000	14000
净利润(万元)	-1658	0	1800	3000

资料来源: 中投证券研究所

表 5: 本次增发完成后云南旅投将成为丽江旅游第三大股东

	本次定向增发前		本次定向增发后	
	股份数量(万股)	股权比例	股份数量(万股)	股权比例
丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司	2623	26.41%	2623	22.55%
云南机械进出口股份有限公司	2113	21.27%	2113	18.16%
云南省旅游投资有限公司	0	0	1700	14.61%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	251	78	189	319
现金	163	0	63	156
应收账款	4	5	6	8
其它应收款	11	5	10	14
预付账款	61	58	95	119
存货	11	10	16	21
其他	1	0	0	0
非流动资产	765	732	702	678
长期投资	8	8	8	8
固定资产	560	566	542	502
无形资产	59	75	97	127
其他	139	82	55	41
资产总计	1017	811	892	997
流动负债	416	254	271	248
短期借款	210	103	71	0
应付账款	88	73	119	161
其他	118	78	80	87
非流动负债	134	35	0	0
长期借款	134	35	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	550	289	271	248
少数股东权益	49	58	66	74
股本	99	116	116	116
资本公积	128	128	128	128
留存收益	190	220	310	430
归属母公司股东权益	417	464	555	675
负债和股东权益	1017	811	892	997

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	112	71	147	184
净利润	45	45	90	116
折旧摊销	19	50	53	55
财务费用	11	7	4	1
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	36	-30	-0	12
其它	1	-1	0	0
投资活动现金流	-245	-17	-23	-31
资本支出	245	0	0	0
长期投资	-0	0	0	0
其他	-0	-17	-23	-31
筹资活动现金流	129	-9	-17	-108
短期借款	92	-69	127	-107
长期借款	35	-30	-60	0
普通股增加	0	17	0	0
资本公积增加	0	110	-80	0
其他	2	-37	-4	-1
现金净增加额	-4	46	107	46

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	183	212	314	367
营业成本	30	65	83	87
营业税金及附加	10	12	17	20
营业费用	21	27	35	39
管理费用	52	47	66	77
财务费用	11	7	4	1
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	61	55	109	143
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	59	55	109	143
所得税	13	10	20	27
净利润	45	45	90	116
少数股东损益	7	10	7	7
归属母公司净利润	38	35	83	109
EBITDA	91	112	167	199
EPS (元)	0.39	0.30	0.72	0.94

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	25.4%	15.8%	48.1%	16.9%
营业利润	-0.8%	-9.2%	98.8%	30.8%
归属于母公司净利润	-16.7%	-7.9%	136.1	30.8%
获利能力				
毛利率	83.9%	69.3%	73.7%	76.3%
净利率	20.9%	16.6%	26.5%	29.6%
ROE	9.2%	6.2%	14.6%	16.1%
ROIC	8.5%	7.8%	15.0%	20.0%
偿债能力				
资产负债率	54.1%	38.8%	44.7%	37.7%
净负债比率	65.26	61.88%	61.07	45.37%
流动比率	0.60	0.98	0.95	1.28
速动比率	0.58	0.95	0.91	1.23
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.21	0.29	0.31
应收账款周转率	64	47	60	54
应付账款周转率	0.63	0.81	0.86	0.62
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.30	0.72	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	0.61	1.26	1.59
每股净资产(最新摊薄)	3.59	4.86	4.88	5.82
估值比率				
P/E	65.29	70.89	30.03	22.96
P/B	5.99	4.42	4.40	3.69
EV/EBITDA	30	24	16	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

曾光: 中投证券研究所旅游行业研究员, 浙江大学经济学硕士, 2006 年加盟中投证券研究所。2008 年、2009 年入围《新财富》社会服务业最佳分析师。

主要研究覆盖公司: 中国国旅、中青旅、首旅股份、黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、锦江股份、华天酒店、西藏旅游、三特索道、全聚德、湘鄂情。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434