

## 丽江旅游 (002033.SZ)

## 旅游景点行业

评级：持有 维持评级

业绩点评

市价(人民币)：23.35元

## 业绩略低于预期，资源整合方向尚需观察

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)	71.89
总市值(百万元)	2,716.14
年内股价最高最低(元)	23.83/14.34
沪深 300 指数	2955.40
中小板指数	6415.24



## 相关报告

1. 《业绩略低于预期,大索道改造无损公司长期价值》，2010.2.21

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号：S1130208070237  
(8621)61038317  
maozhr@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.462	0.385	0.205	0.490	0.562
每股净资产(元)	3.97	4.20	4.37	4.74	5.14
每股经营性现金流(元)	0.45	1.12	1.09	1.39	1.41
市盈率(倍)	21.58	46.66	113.75	47.69	41.55
行业优化市盈率(倍)	27.16	58.07	58.07	58.07	58.07
净利润增长率(%)	-31.22%	-16.68%	-37.61%	138.51%	14.79%
净资产收益率(%)	11.66%	9.17%	5.50%	12.09%	12.81%
总股本(百万股)	99.32	99.32	116.32	116.32	116.32

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

丽江旅游上半年实现营业收入 8374.04 万元，增长 16.94%，实现归属上市公司股东的净利润 646.69 万元，下降 70.91%，实现基本每股收益 0.06 元，下降 72.73%。业绩表现略低于预期。

## 经营分析

**新增酒店服务业务，营业收入出现增长：**4 月份玉龙雪山索道开始技改停运，上半年接待游客 11.59 万人次，下降 58.64%；云杉坪和牦牛坪索道游客受到分流影响，分别增长 40.18%和 26.74%，但是由于玉龙雪山索道的人均消费水平较高，上半年索道业务总收入出现 13.77%的下降。但由于和府皇冠酒店开始营业，上半年实现收入 2420.32 万元，成为营业收入实现增长的主要原因。

**业务结构调整，期间费用提高：**由于酒店业务的运营，公司的销售费用增长 28.42%，管理费用也因为折旧项目增加而提高 95.02%，同时，由于去年同期部分利息资本化，今年财务费用相比增加 562.38 万元，各项期间费用的提高，进一步压缩上半年的净利润。此外，受益于旅游业景气度提高，联营企业白鹿国际旅行社业绩增长，为公司贡献投资收益 297.5 万元。

**预期资源整合及业务结构的完善将推动公司长期发展：**公司自 8 月 12 日下午开始停牌，筹划重大资产重组事项，目前有关筹划工作已经通过董事会决议。我们认为该项目较大概率是旅游资源整合方面的重组方案，然而，由于玉龙雪山公司与新进股东的云南旅投都在旅游资源方面具有一定的优势，或将在资源整合方向存在一定的分歧，可能需要进行充分沟通，因此，目前重组方案尚不明确。此外，公司与景区投资管理公司及雪山开发公司拟共同设立景区餐饮管理公司，其中丽江旅游持股 51%。公司从单纯的索道运营，逐步增加酒店、餐饮业务，甚至可能有新的旅游资源的注入，这些举措都将有助于公司旅游业务结构的进一步完善。

## 盈利调整

我们认为下半年索道恢复运营，及酒店业务逐渐步入正轨将有望改善公司业绩表现。继续维持对公司 2010-2012 年的盈利预测，鉴于公司 4 月份的定向增发，完全摊薄后的每股收益预计为 0.205 元，0.49 元，0.562 元。

## 投资建议

目前盈利预测对应的市盈率分别为 113.75 倍、47.69 倍和 41.55 倍。虽然市场上都以公司明年业绩作为估值基础，但资源整合及旅游业务结构日益完善的预期仍然存在一定的不确定性，我们继续维持对公司“持有”的投资评级。

附录：三张报表摘要

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	154	146	183	181	264	286
增长率		-5.3%	25.4%	-1.1%	45.9%	8.1%
主营业务成本	-30	-27	-30	-24	-40	-43
% 销售收入	19.1%	18.8%	16.1%	13.1%	15.3%	15.2%
毛利	125	119	154	157	224	242
% 销售收入	80.9%	81.2%	83.9%	86.9%	84.7%	84.8%
营业税金及附加	-8	-8	-10	-10	-14	-15
% 销售收入	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.4%	5.4%
营业费用	-9	-10	-21	-29	-34	-36
% 销售收入	5.9%	7.0%	11.7%	15.8%	12.9%	12.7%
管理费用	-26	-32	-52	-62	-75	-80
% 销售收入	16.7%	21.9%	28.3%	34.3%	28.5%	28.0%
息税前利润 (EBIT)	82	69	71	57	100	111
% 销售收入	52.9%	47.1%	38.5%	31.4%	38.0%	38.8%
财务费用	0	-8	-11	-18	-18	-17
% 销售收入	-0.2%	5.6%	5.9%	9.9%	6.7%	5.8%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-3	0	0	0	0	0
投资收益	10	0	1	1	1	1
% 税前利润	12.0%	0.7%	2.2%	2.6%	1.2%	1.1%
营业利润	90	61	61	40	84	95
营业利润率	58.0%	41.9%	33.1%	22.0%	31.6%	33.3%
营业外收支	-3	-2	-2	-1	-2	-2
税前利润	86	59	59	38	82	94
利润率	56.0%	40.2%	32.0%	21.2%	31.1%	32.8%
所得税	-15	-10	-13	-9	-18	-21
所得税率	17.3%	17.0%	22.6%	22.5%	22.5%	22.5%
净利润	72	49	45	30	64	73
少数股东损益	5	3	7	6	7	7
归属于母公司的净利润	67	46	38	24	57	65
净利率	43.3%	31.4%	20.9%	13.2%	21.5%	22.9%

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	72	49	45	30	64	73
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	13	14	19	41	45	49
非经营收益	-6	8	11	19	20	19
营运资金变动	13	-25	36	18	10	-1
经营活动现金净流	92	45	112	108	138	140
资本开支	-113	-173	-245	-100	-67	-41
投资	-3	-8	0	-2	0	0
其他	0	0	0	1	1	1
投资活动现金净流	-116	-181	-245	-101	-66	-40
股权募资	6	4	25	0	0	0
债权募资	45	172	142	-41	16	-14
其他	-39	-15	-38	-19	-26	-39
筹资活动现金净流	12	161	129	-60	-11	-52
现金净流量	-12	25	-4	-53	62	48

来源：国金证券研究所

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	142	167	163	110	172	220
应收款项	5	2	15	16	17	17
存货	1	1	11	10	10	9
其他流动资产	4	13	62	19	27	30
流动资产	153	184	251	155	226	276
% 总资产	31.5%	26.4%	24.7%	15.8%	21.1%	24.8%
长期投资	0	8	8	11	10	10
固定资产	299	470	671	704	728	721
% 总资产	61.5%	67.4%	66.0%	71.9%	67.9%	64.9%
无形资产	34	34	86	108	105	102
非流动资产	333	514	765	825	845	836
% 总资产	68.5%	73.6%	75.3%	84.2%	78.9%	75.2%
资产总计	486	698	1,017	980	1,072	1,111
短期借款	45	118	225	169	219	205
应付款项	14	14	113	90	73	65
其他流动负债	62	52	78	83	132	148
流动负债	121	185	416	342	424	417
长期贷款	0	99	134	149	115	115
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	121	284	550	491	539	532
普通股股东权益	348	394	417	434	471	510
少数股东权益	16	20	49	55	62	69
负债股东权益合计	486	698	1,017	980	1,072	1,111

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.672	0.462	0.385	0.205	0.490	0.562
每股净资产	3.504	3.967	4.203	4.371	4.743	5.137
每股经营现金净流	0.918	0.453	1.124	1.090	1.392	1.408
每股股利	0.000	0.150	0.150	0.072	0.201	0.264
回报率						
净资产收益率	19.19%	11.66%	9.17%	5.50%	12.09%	12.81%
总资产收益率	13.75%	6.58%	3.76%	2.44%	5.31%	5.88%
投入资本收益率	16.48%	9.05%	6.62%	5.47%	8.98%	9.56%
增长率						
主营业务收入增长率	26.81%	-5.33%	25.37%	-1.13%	45.93%	8.12%
EBIT增长率	7.57%	-15.67%	2.58%	-19.30%	76.23%	10.45%
净利润增长率	51.40%	-31.22%	-16.68%	-37.61%	138.51%	14.79%
总资产增长率	26.21%	43.68%	45.69%	-3.59%	9.33%	3.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.3	7.6	5.4	9.5	8.9	8.6
存货周转天数	18.7	16.1	78.7	160.0	90.0	75.0
应付账款周转天数	31.7	71.5	579.7	150.0	80.0	72.0
固定资产周转天数	202.2	284.0	1,115.1	1,232.5	869.7	817.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.64%	12.00%	42.02%	42.53%	30.32%	17.23%
EBIT利息保障倍数	-229.6	8.4	6.5	3.2	5.7	6.7
资产负债率	24.93%	40.67%	54.11%	50.10%	50.28%	47.89%

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
强买	0	0	1	5	11
买入	0	0	2	2	4
持有	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.67	1.40	1.50

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-10-28	买入	9.56	N/A
2 2009-02-24	持有	12.84	N/A
3 2009-03-10	持有	13.40	N/A
4 2009-06-30	持有	14.09	N/A
5 2009-07-23	持有	14.87	N/A
6 2010-02-21	持有	18.68	18.34 ~ 20.05

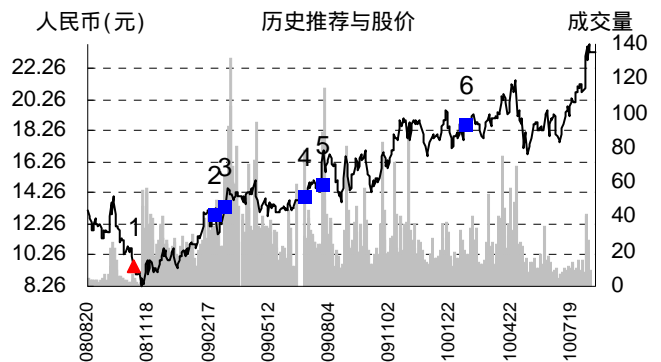
来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

**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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

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：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室