

## 丽江旅游 (002033.SZ) 旅游景点行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

毛峥嵘

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

### 同类公司发行抬升估值，上调目标价至 40 元

#### 事件

从今天开始，宋城股份开始其京、沪、深三地的路演推介和询价活动。无论是从中介机构给出之新股定价报告的询价建议区间，还是近期一级市场新股发行询价区间的平均市盈率水平以及与上市公司、机构初步沟通的情况来看，宋城股份 IPO 发行价很有可能达到投行建议询价区间的上限 - 50 元乃至更高的水平，即 2010~2011 年动态市盈率分别为 50 倍和 40 倍(根据我们初步测算的盈利预测)，预计上市后还有进一步的上涨，这对于主业架构即将转变为“旅游资源经营+旅游文化演艺”之旅游上市公司 - 丽江旅游的估值水平将产生较为明显的抬升作用。

#### 评论

**旅游主业架构类似，丽江旅游资源禀赋条件更甚一筹：**宋城股份此次上市的主体资产为“主题公园+旅游文化演艺”的业务架构，与近期已公布定向增发方案、计划收购大股东“印象丽江”51%股权之丽江旅游未来的主业架构基本类似，而且，相比较而言，丽江作为国内旅游资源大省 - 云南的滇西北旅游集散地，地理位置十分优越。丽江旅游目前拥有玉龙雪山、云杉坪、牦牛坪索道经营以及大研古镇边的和府皇冠酒店等旅游主业，资源条件得天独厚，相较地处开放式旅游城市 - 杭州的主题公园，资源禀赋条件更甚一筹。

**丽江旅游目当前股价相较宋城股份可能询价估值水平折让明显：**今年 11 月，丽江旅游的玉龙雪山大索道改造基本完成，明年全年将投入正常运营。尽管收购“印象丽江”51%股权事宜尚需证监会的审批，明年 1 月 1 日前未必能对相关权益进行并表，但资本市场对公司的估值是对其整体资产盈利能力的合理评价，会计口径上的差异并不实质影响公司的估值水平。根据我们的测算，在假设“印象丽江”从明年 1 月 1 日开始并表的情况下，我们预测公司 2011~2012 年每股收益分别为 0.896 元和 1.117 元，动态市盈率仅为 33.4 倍和 26.8 倍，估值水平较宋城股份的可能询价区间折让明显。

**玉龙雪山索道改造后，明年存较强提价预期：**玉龙雪山索道改造后，运营成本大幅提升，且大索道价格已经有 8 年没有进行上调，因此，我们判断，2011 年大索道价格进行上调的可能性很大，名义票价有望从目前的 160 元/人次提高到 200 元。

#### 投资建议

在暂不考虑大索道提价的情况下，我们预测 2011~2012 年 EPS 分别为 0.896 元和 1.117 元，动态市盈率仅为 33.4 倍和 26.8 倍，而对比宋城股份发行后(1.68 亿股)和丽江旅游定向增发后(1.263 亿股)的总股本，丽江旅游还相对较小。丽江旅游在主业架构与宋城股份基本类似的情况下，当前估值水平存在十分明显的折让，据此，我们在维持对公司“买入”评级的情况下，上调 6~12 个月目标价至 35.84 元~40.32 元，对应 2011 年动态市盈率为 40~45 倍。

**图表1: 丽江旅游盈利预测详表**

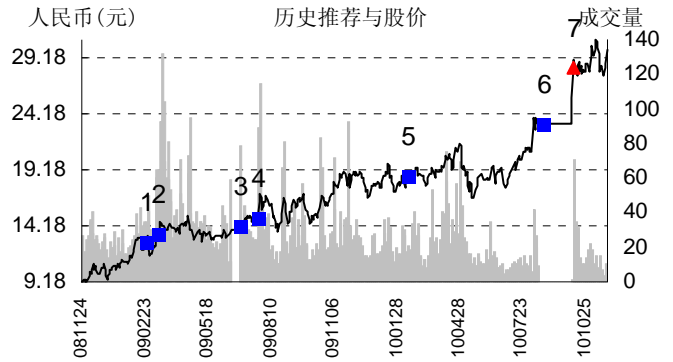
千元	2005	2006	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
<b>营业收入</b>	<b>113,993.0</b>	<b>128,845.0</b>	<b>154,339.0</b>	<b>146,117.6</b>	<b>183,489.6</b>	<b>373,001.2</b>	<b>520,634.2</b>	<b>597,641.3</b>
索道运输	100,661.0	116,467.0	136,648.0	126,222.9	149,406.0	116,333.8	187,880.4	211,725.2
玉龙雪山	59,929.0	78,502.0	96,374.0	87,306.3	84,256.0	27,237.3	100,057.9	115,270.2
云杉坪	31,748.0	30,876.0	29,916.0	29,240.4	60,335.0	82,965.8	81,323.9	89,566.5
牦牛坪	8,984.0	7,089.0	10,358.0	9,676.1	4,815.0	6,130.8	6,498.6	6,888.5
汽车运输	3,995.0	5,246.0	6,241.0	6,190.9	6,106.0	1,961.1	7,197.8	8,259.5
酒店经营					10,206.6	50,733.5	57,147.4	64,535.7
其他业务	9,337.0	7,132.0	11,450.0	13,703.8	17,771.0	9,306.7	23,485.0	27,100.8
减: 公司内部抵消					301.0			
印象丽江			14,840.8	61,811.6	157,419.5	194,666.1	244,923.5	286,020.0
<b>营业成本</b>	<b>19,410.17</b>	<b>22,523.00</b>	<b>23,662.00</b>	<b>20,118.33</b>	<b>20,883.00</b>	<b>134,173.59</b>	<b>182,339.02</b>	<b>191,771.71</b>
索道运输	13,182.1	15,678.0	20,679.0	16,911.1	17,153.0	12,340.4	22,720.6	25,090.5
汽车运输	3,152.0	4,152.0	2,983.0	3,207.2	2,659.0	1,127.6	3,347.0	3,882.0
酒店经营					1,071.0	23,337.4	21,716.0	21,296.8
其他业务	3,076.1	2,693.0	5,864.6	6,456.8	8,648.0	4,606.8	11,390.2	13,143.9
印象丽江			17,773.0	34,169.6	82,325.7	92,761.4	123,165.1	128,358.5
营业税金及附加	5,597.3	6,896.1	8,251.0	7,672.1	9,739.9	19,209.6	26,812.7	30,778.5
营业税金及附加比率	4.91%	5.35%	5.35%	5.25%	5.31%	5.15%	5.15%	5.15%
营业费用	4,923.8	5,774.4	9,141.8	10,173.2	21,438.9	23,499.1	31,238.1	35,260.8
营业费用率	4.32%	4.48%	5.92%	6.96%	11.68%	6.30%	6.00%	5.90%
管理费用	19,774.9	21,463.7	25,848.3	32,032.0	51,918.0	41,030.1	54,666.6	60,959.4
管理费用率	17.35%	16.66%	16.75%	21.92%	28.29%	11.00%	10.50%	10.20%
财务费用	-1,881.8	-1,851.7	-355.3	8,153.1	10,832.6	15,021.3	10,593.3	10,270.3
资产减值损失	0.0	-1,768.2	85.8	-114.9	321.9	120.0	50.0	100.0
<b>其他经营收益</b>								
公允价值变动净收益	0.0	2,625.6	(2,698.7)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	(2,211.1)	397.3	10,398.3	414.5	1,274.6	960.0	1,569.0	1,897.0
<b>营业利润</b>	<b>63,957.6</b>	<b>78,830.5</b>	<b>95,405.1</b>	<b>68,498.3</b>	<b>60,680.2</b>	<b>140,907.5</b>	<b>216,503.6</b>	<b>270,397.5</b>
营业外收入	54.4	48.8	496.6	503.6	8.3	10.0	70.0	80.0
减: 营业外支出	1,860.0	1,777.3	3,551.3	2,866.9	1,977.5	22.0	50.0	70.0
<b>利润总额</b>	<b>62,150.8</b>	<b>77,103.1</b>	<b>92,350.3</b>	<b>66,135.0</b>	<b>58,711.0</b>	<b>140,895.5</b>	<b>216,523.6</b>	<b>270,407.5</b>
所得税	15,572.2	23,932.3	14,942.6	9,971.5	13,252.9	28,179.1	47,635.2	62,193.7
实际所得税率	25.06%	31.04%	16.18%	15.08%	22.57%	20.00%	22.00%	23.00%
加: 净利润差额(平衡项)	(1,189.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>净利润</b>	<b>45,389.3</b>	<b>53,170.8</b>	<b>77,407.7</b>	<b>56,163.5</b>	<b>45,458.1</b>	<b>112,716.4</b>	<b>168,888.4</b>	<b>208,213.8</b>
减: 少数股东损益	7,082.1	5,933.9	4,760.5	2,896.1	7,187.7	42,864.8	55,697.4	67,051.9
少数股东损益比率	15.60%	11.16%	6.15%	5.16%	15.81%	38.03%	32.98%	32.20%
<b>归属于母公司所有者的利润</b>	<b>38,307.2</b>	<b>47,236.9</b>	<b>72,647.2</b>	<b>53,267.4</b>	<b>38,270.3</b>	<b>69,851.7</b>	<b>113,191.0</b>	<b>141,161.9</b>
增长	4.62%	23.31%	53.79%	-26.68%	-28.15%	82.52%	62.04%	24.71%
净利润率	33.60%	36.66%	47.07%	36.46%	20.86%	18.73%	21.74%	23.62%
<b>每股收益</b>	<b>0.303</b>	<b>0.374</b>	<b>0.731</b>	<b>0.536</b>	<b>0.385</b>	<b>0.553</b>	<b>0.896</b>	<b>1.117</b>

来源: 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 2009-02-24	持有	12.84	N/A
2 2009-03-10	持有	13.40	N/A
3 2009-06-30	持有	14.09	N/A
4 2009-07-23	持有	14.87	N/A
5 2010-02-21	持有	18.68	18.34 ~ 20.05
6 2010-08-20	持有	23.35	N/A
7 2010-10-10	买入	28.26	33.40 ~ 35.90

来源：国金证券研究所



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	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
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: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室