# 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

## 大索道即将恢复运营，明年有望量价齐升

### 事件

丽江旅游发布公告称，玉龙雪山大索道将于今年 12 月 1 日开始运营。改造后的玉龙雪山旅游索道采用单线循环脱挂抱索器 8 人吊厢式索道，索道设备选用意大利 LEITNER 公司的成套先进技术。改造完成后，索道运力将从原来的每小时 420 人提升到每小时 1200 人。

### 评论

**运力扩张，索道业务重拾增势，票价调整可能需至明年下半年**：大索道改造后主要对高峰期索道运力的提升将较为显著。在票价提价方面，我们坚持此前对明年提价的预期。今日，发改委在其网站上发表题为《多措并举稳价安民 四论贯彻落实〈国务院关于稳定消费价格总水平保障群众基本生活的通知〉精神》的评论，要求各级政府要认真贯彻落实国务院有关稳定价格总水平的通知精神，把握好政府管理价格的调整时机、节奏和力度，并充分考虑社会承受能力，统筹协调，审慎出台。考虑到目前政府对抑制通胀的态度较为强烈，我们认为明年上半年提价的可能性大大减小，但受成本上升的推动，提价还是在公司的议事日程上，而我们判断，实施时点可能要推迟下半年。

**我们再次强调，宋城股份的高价发行将推动对公司估值水平的再定位**：收购“印象丽江”后的丽江旅游与宋城股份“主题公园＋旅游文化演艺”的业务架构基本类似，并且二者都具有整合、收购新旅游资源的空间。宋城股份的询价已经结束，从各方反馈的意见来看，预计 IPO 发行价格将突破投行建议询价区间的上限 50 元，达到 53 元，相对应我们的盈利预测，今明两年动态市盈率分别为 53 倍和 42 倍，再考虑宋城上市后潜在的上涨空间，两者的比价效应显而易见。

**作为滇西北旅游中心，公司仍存在较大的旅游资源整合空间**：此次大股东注入印象丽江过程中的种种迹象表明，公司作为滇西北旅游资源整合平台的定位已经获得云南省和丽江市各级政府的认可，目前第一大股东－雪山管委会和第三大股东－云南旅投之间的博弈将有利于其掌控之旅游资源的进一步整合。

### 投资建议

在暂不考虑大索道提价的情况下，我们预测 2010~2012 年 EPS 分别为 0.553 元、0.896 元和 1.117 元，2011 年、2012 年的动态市盈率为 37 倍和 30 倍。我们维持对公司“买入”评级的情况下，6~12 个月目标价为 35.84 元~40.32 元，对应 2011 年动态市盈率为 40~45 倍。



敬请参阅最后一页特别声明

此文档仅供国信证券股份有限公司使用

**图表1：丽江旅游盈利预测详表**

| 千元 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010F | 2011F | 2012F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **113,993.0** | **128,845.0** | **154,339.0** | **146,117.6** | **183,489.6** | **373,001.2** | **520,634.2** | **597,641.3** |
| 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 |
| **营业成本** | **19,410.17** | **22,523.00** | **23,662.00** | **20,118.33** | **20,883.00** | **134,173.59** | **182,339.02** | **191,771.71** |
| 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 |
| **毛利率** | **83.0%** | **82.5%** | **84.7%** | **86.2%** | **88.6%** | **64.0%** | **65.0%** | **67.9%** |
| 索道运输 | 86.9% | 86.5% | 84.9% | 86.6% | 88.5% | 89.4% | 87.9% | 88.1% |
| 汽车运输 | 21.1% | 20.9% | 52.2% | 48.2% | 56.5% | 42.5% | 53.5% | 53.0% |
| 酒店经营 | | | | | 89.5% | 54.0% | 62.0% | 67.0% |
| 其他业务 | 67.1% | 62.2% | 48.8% | 52.9% | 51.3% | 50.5% | 51.5% | 51.5% |
| 印象丽江 | | | *-19.8%* | *44.7%* | *47.7%* | *52.3%* | *49.7%* | *55.1%* |
| 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 |
| **其他经营收益** | | | | | | | | |
| 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 |
| **营业利润** | **63,957.6** | **78,830.5** | **95,405.1** | **68,498.3** | **60,680.2** | **140,907.5** | **216,503.6** | **270,397.5** |
| 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 |
| **利润总额** | **62,150.8** | **77,103.1** | **92,350.3** | **66,135.0** | **58,711.0** | **140,895.5** | **216,523.6** | **270,407.5** |
| 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 |
| **净利润** | **45,389.3** | **53,170.8** | **77,407.7** | **56,163.5** | **45,458.1** | **112,716.4** | **168,888.4** | **208,213.8** |
| 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%* |
| **归属于母公司所有者的利润** | **38,307.2** | **47,236.9** | **72,647.2** | **53,267.4** | **38,270.3** | **69,851.7** | **113,191.0** | **141,161.9** |
| *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%* |
| **每股收益** | **0.303** | **0.374** | **0.731** | **0.536** | **0.385** | **0.553** | **0.896** | **1.117** |

来源：国金证券研究所

## 图表2：三张报表预测摘要

**损益表（人民币百万元）**

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **主营业务收入** | **154** | **146** | **183** | **373** | **521** | **598** |
| 增长率 | | -5.3% | 25.4% | 103.6% | 39.6% | 14.8% |
| 主营业务成本 | -30 | -27 | -30 | -134 | -182 | -192 |
| *%销售收入* | *19.1%* | *18.8%* | *16.1%* | *36.0%* | *35.0%* | *32.1%* |
| 毛利 | 125 | 119 | 154 | 239 | 338 | 406 |
| *%销售收入* | *80.9%* | *81.2%* | *83.9%* | *64.0%* | *65.0%* | *67.9%* |
| 营业税金及附加 | -8 | -8 | -10 | -19 | -27 | -31 |
| *%销售收入* | *5.3%* | *5.3%* | *5.3%* | *5.2%* | *5.2%* | *5.2%* |
| 营业费用 | -9 | -10 | -21 | -23 | -31 | -35 |
| *%销售收入* | *5.9%* | *7.0%* | *11.7%* | *6.3%* | *6.0%* | *5.9%* |
| 管理费用 | -26 | -32 | -52 | -41 | -55 | -61 |
| *%销售收入* | *16.7%* | *21.9%* | *28.3%* | *11.0%* | *10.5%* | *10.2%* |
| 息税前利润（EBIT） | 82 | 69 | 71 | 155 | 226 | 279 |
| *%销售收入* | *52.9%* | *47.1%* | *38.5%* | *41.6%* | *43.3%* | *46.7%* |
| 财务费用 | 0 | -8 | -11 | -15 | -11 | -10 |
| *%销售收入* | *-0.2%* | *5.6%* | *5.9%* | *4.0%* | *2.0%* | *1.7%* |
| 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 | 2 | 2 |
| *%税前利润* | *12.0%* | *0.7%* | *2.2%* | *0.7%* | *0.7%* | *0.7%* |
| 营业利润 | 90 | 61 | 61 | 141 | 217 | 270 |
| *营业利润率* | *58.0%* | *41.9%* | *33.1%* | *37.8%* | *41.6%* | *45.2%* |
| 营业外收支 | -3 | -2 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | **86** | **59** | **59** | **141** | **217** | **270** |
| *利润率* | *56.0%* | *40.2%* | *32.0%* | *37.8%* | *41.6%* | *45.2%* |
| 所得税 | -15 | -10 | -13 | -28 | -48 | -62 |
| *所得税率* | *17.3%* | *17.0%* | *22.6%* | *20.0%* | *22.0%* | *23.0%* |
| 净利润 | 72 | 49 | 45 | 113 | 169 | 208 |
| 少数股东损益 | 5 | 3 | 7 | 43 | 56 | 67 |
| **归属于母公司的净** | **67** | **46** | **38** | **70** | **113** | **141** |
| *净利率* | *43.3%* | *31.4%* | *20.9%* | *18.7%* | *21.7%* | *23.6%* |

**现金流量表（人民币百万元）**

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 72 | 49 | 45 | 113 | 169 | 208 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 13 | 14 | 19 | 46 | 51 | 55 |
| 非经营收益 | -6 | 8 | 11 | 14 | 11 | 12 |
| 营运资金变动 | 13 | -25 | 36 | -9 | 192 | 14 |
| **经营活动现金净流** | **92** | **45** | **112** | **164** | **422** | **289** |
| 资本开支 | -113 | -173 | -245 | -170 | -65 | -39 |
| 投资 | -3 | -8 | 0 | -2 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 | 2 |
| **投资活动现金净流** | **-116** | **-181** | **-245** | **-171** | **-63** | **-37** |
| 股权募资 | 6 | 4 | 25 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 45 | 172 | 142 | -50 | -194 | 0 |
| 其他 | -39 | -15 | -38 | -16 | -14 | -34 |
| **筹资活动现金净流** | **12** | **161** | **129** | **-66** | **-208** | **-34** |
| **现金净流量** | **-12** | **25** | **-4** | **-73** | **151** | **218** |

**资产负债表（人民币百万元）**

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 142 | 167 | 163 | 90 | 241 | 459 |
| 应收款项 | 5 | 2 | 15 | 15 | 17 | 17 |
| 存货 | 1 | 1 | 11 | 18 | 13 | 13 |
| 其他流动资产 | 4 | 13 | 62 | 241 | 83 | 85 |
| 流动资产 | 153 | 184 | 251 | 365 | 353 | 574 |
| *%总资产* | *31.5%* | *26.4%* | *24.7%* | *29.0%* | *28.1%* | *39.2%* |
| 长期投资 | 0 | 8 | 8 | 11 | 10 | 10 |
| 固定资产 | 299 | 470 | 671 | 757 | 775 | 762 |
| *%总资产* | *61.5%* | *67.4%* | *66.0%* | *60.3%* | *61.6%* | *52.1%* |
| 无形资产 | 34 | 34 | 86 | 122 | 119 | 116 |
| 非流动资产 | 333 | 514 | 765 | 892 | 906 | 890 |
| *%总资产* | *68.5%* | *73.6%* | *75.3%* | *71.0%* | *71.9%* | *60.8%* |
| **资产总计** | **486** | **698** | **1,017** | **1,256** | **1,259** | **1,464** |
| 短期借款 | 45 | 118 | 225 | 160 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 14 | 14 | 113 | 193 | 154 | 139 |
| 其他流动负债 | 62 | 52 | 78 | 177 | 263 | 302 |
| 流动负债 | 121 | 185 | 416 | 530 | 418 | 441 |
| 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** | **679** | **533** | **556** |
| **普通股股东权益** | 348 | 394 | 417 | 485 | 579 | 693 |
| 少数股东权益 | 16 | 20 | 49 | 92 | 148 | 215 |
| **负债股东权益合计** | **486** | **698** | **1,017** | **1,256** | **1,259** | **1,464** |

**比率分析**

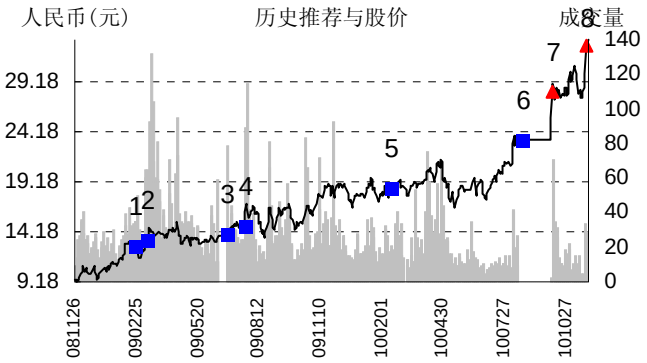
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **每股指标** | | | | | | |
| 每股收益 | 0.672 | 0.462 | 0.385 | 0.553 | 0.896 | 1.118 |
| 每股净资产 | 3.504 | 3.967 | 4.203 | 4.886 | 5.825 | 6.982 |
| 每股经营现金净流 | 0.918 | 0.453 | 1.124 | 1.302 | 3.344 | 2.286 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.150 | 0.150 | 0.020 | 0.201 | 0.264 |
| **回报率** | | | | | | |
| 净资产收益率 | 19.19% | 11.66% | 9.17% | 14.39% | 19.57% | 20.36% |
| 总资产收益率 | 13.75% | 6.58% | 3.76% | 5.56% | 8.99% | 9.64% |
| 投入资本收益率 | 16.48% | 9.05% | 6.62% | 14.00% | 20.92% | 20.99% |
| **增长率** | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 26.81% | -5.33% | 25.37% | 103.62% | 39.58% | 14.79% |
| EBIT增长率 | 7.57% | -15.67% | 2.58% | 119.80% | 45.45% | 23.63% |
| 净利润增长率 | 51.40% | -31.22% | -16.68% | 82.53% | 62.04% | 24.71% |
| 总资产增长率 | 26.21% | 43.68% | 45.69% | 23.59% | 0.19% | 16.30% |
| **资产管理能力** | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 12.3 | 7.6 | 5.4 | 5.0 | 2.7 | 2.5 |
| 存货周转天数 | 18.7 | 16.1 | 78.7 | 50.0 | 26.0 | 24.0 |
| 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 | 650.3 | 474.4 | 415.7 |
| **偿债能力** | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -26.64% | 12.00% | 42.02% | 37.92% | -17.35% | -37.87% |
| EBIT利息保障倍数 | -229.6 | 8.4 | 6.5 | 10.3 | 21.3 | 27.2 |
| 资产负债率 | 24.93% | 40.67% | 54.11% | 54.06% | 42.32% | 37.97% |

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 |
| 8 | 2010-11-23 | 买入 | 32.96 | 35.84 ~ 40.32 |

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**

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