

业绩释放最值期待, 提价时点继续后移

——丽江旅游(002033)调研简报

核心观点

1、政策支持是产业发展的坚实后盾。云南省是国家旅游综合改革地区, 近期桥头堡规划也将旅游业定位为先导性产业, 且细则有望出台, 公司将充分受益国际经济合作带来的客流增长。此外, 大香格里拉旅游区的开发使丽江有望成为游客的集散地, 区域主流景区互动增强。

2、交通改善带来客流增长。09年昆明至丽江铁路开通后, 行程时间缩至5小时; 去年丽江机场改扩建完成, 游客吞吐量升至400万人, 航线持续增加; 2012年丽攀、大丽高速也将相继开通, 成都、大理至丽江的时间分别缩至7小时和2小时, 为自驾游客提供便利。

3、不必过于担忧云杉坪游客量下滑。大索道-印象丽江-云杉坪是较好的线路选择, 大索道改造后输送效率提升, 对印象丽江和云杉坪的分配时间更加充裕, 况且印象丽江靠近大索道, 云杉坪距大索道也仅为4公里左右, 因此今年云杉坪游客量仍会乐观。而牦牛坪较大索道约20公里, 且以散客为主, 预计游客量下滑幅度偏大, 但对业绩影响有限。

4、大索道提价时点仍将后移。大索道改造后提价的预期日益强烈, 但短期内兑现的可能性降低, 源于: 1) 近期景区总门票价格由85元提价至105元, 连续提价可能存在难度; 2) 提价流程繁琐, 约半年时间才能完成; 3) 通胀期间提价相对敏感。

5、印象丽江有望分享大索道游客增加。印象丽江与大索道游客联动性较强, 在接待能力提高后, 上座率有望保持在70%-80%之间, 场次上淡季平均每天1场, 旺季最多达到4场, 根据预订量具备一定弹性, 但税率已提高到25%, 预计今明两年贡献EPS分别为0.33元和0.41元。

6、和府酒店经营改善, 业绩贡献可期。和府酒店硬件设施和盈利能力优势突出, 今年亏损状况有望好于预期。此外, 酒店二期建设启动提高接待能力, 体现公司做大高端度假酒店的信心, 并进一步摊薄运营成本。

7、其他亮点不容忽视。餐饮公司成立后, 团队餐饮业务有望成为公司新业绩增长点, 产业链配套更加完备。此外, 冰川公园的深度开发、外延式扩张以及后续资产整合也值得期待。

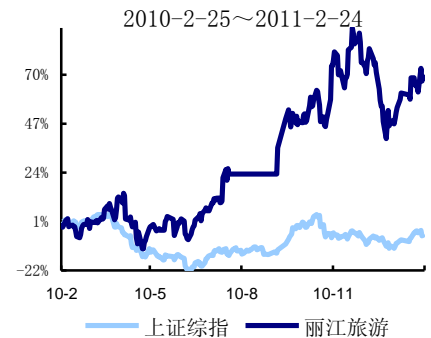
估值与投资建议:不考虑提价, 调整未来2年EPS为0.88元和1.14元, 短期估值吸引力有所下降, 暂给予“推荐, A”的评级。

风险提示: 1) 大索道游客低于预期; 2) 营销手段有限; 3) 自然灾害

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	183	190	492	572
同比增速(%)	25.4%	3.8%	158.9%	16.3%
净利润(百万)	38	11	111	143
同比增速(%)	-16.7%	-72.5%	957.3%	28.8%
EPS(元)	0.39	0.09	0.88	1.14
P/E	-	-	35	27

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	11632.30
流通A股(万股)	7189.38
52周内股价区间(元)	16.7-37.95
总市值(亿元)	37.08
总资产(亿元)	10.17
每股净资产(元)	4.20
目标价	6个月 35.2
	12个月 40

相关报告

1. 《国都证券-公司研究-公司点评-丽江旅游(002033): 资产收购、索道改造完成后业绩将大幅释放》2010-10-21

研究员: 李元

电话: 010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940510120014

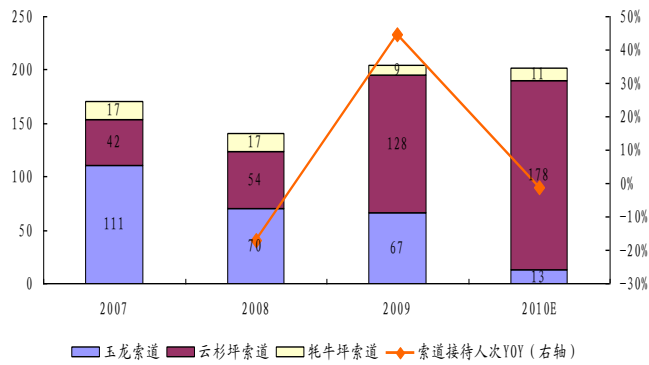
联系人: 王京乐

电话: 010-84183317

Email: wangjingle@guodu.com

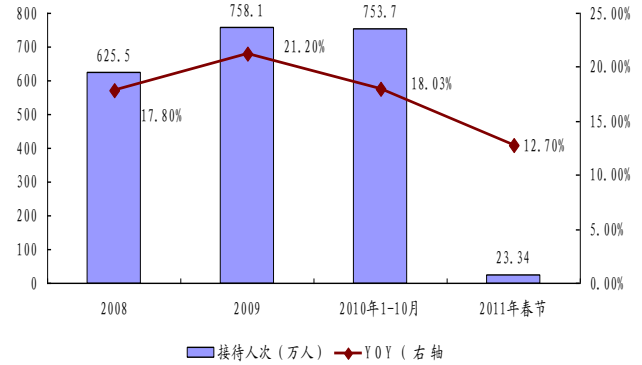
独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

图1: 公司索道业务历年游客接待量情况



资料来源: 公司公告、国都证券研究所

图2: 历年丽江市接待游客量情况



资料来源: 丽江市旅游局、国都证券研究所

表1: 公司三条索道基本情况

索道	长度 (米)	落差 (米)	海拔 (米)	运力 (人/小时)	启用时间	票价 (双程, 元)	特色
玉龙雪山 (技改后)	2968	1150	3356-4506	1200	2010	160	冰川公园
云杉坪 (技改后)	958	264	3000	1580	2008	55	高山草甸、原始森林
牦牛坪	1200	360	4000	400	1999	60	高山草甸

资料来源: 国都证券研究所

图3: 改造后的玉龙雪山大索道



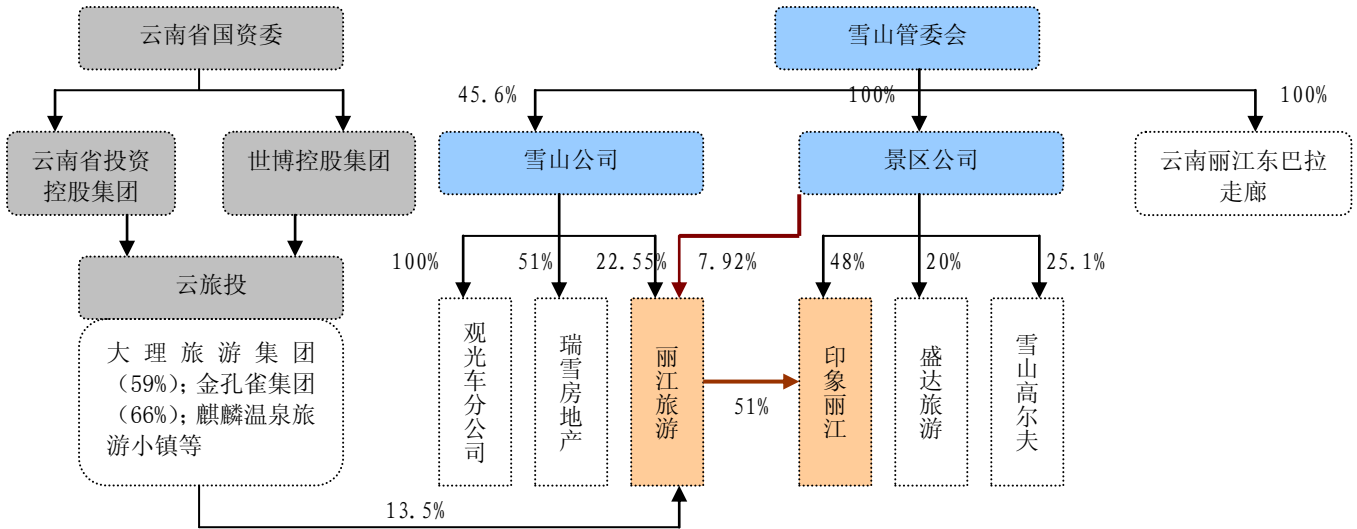
资料来源: 国都证券研究所

图4: 去年印象丽江观众座位增加至近3000个



资料来源: 国都证券研究所

图5: 印象丽江注入后公司股权结构的变化



资料来源: 公司公告、国都证券研究所

表2: 三大索道盈利预测

索道(单位: 万元)	2009	2010E	2011E	2012E
玉龙雪山 收入	8425.6	2255.8	12567.2	14631.6
玉龙雪山 权益利润	2949.0	-1315.0	4664.9	5560.0
云杉坪 收入	6033.5	8682.4	7619.2	8762.1
云杉坪 权益利润	2375.8	3473.0	3047.7	3417.2
牦牛坪 收入	481.50	670.55	502.91	532.82
牦牛坪 权益利润	4.19	16.92	12.57	13.32

资料来源: 国都证券研究所

表3: 印象丽江盈利预测

项目	2009	2010E	2011E	2012E
丽江旅游人数	758.10	894.56	1,055.58	1,224.47
YOY	21.2%	18.00%	18.00%	16.00%
景区人数	244.64	259.42	306.12	367.34
占比	32.27%	29.00%	29.00%	30.00%
门票销量	138.40	153.06	189.79	224.08
占比	56.6%	59.00%	62.00%	61.00%
演出场次	923.00	780.00	834.25	933.66
每场观看人次	1,499.46	2,250.00	2,275.00	2,400.00
最大接待量	1,700.00	2,870.00	2,870.00	2,870.00
上座率	88.20%	78.40%	79.27%	83.62%
收入总计	15,741.95	17,754.83	22,395.57	26,889.38
人均支出	113.74	116.00	118.00	120.00
净利润率	48.18%	36.5%	36.0%	38.0%
净利润	7,584.47	6,480.51	8,062.41	10,217.97
权益利润	-	-	4,111.83	5,211.16
贡献EPS	-	-	0.33	0.41

资料来源: 国都证券研究所

表4: 和府假日酒店盈利预测

单位: 万元	2009	2010	2011E	2012E
--------	------	------	-------	-------

营业收入	1,021.00	5,499.09	5,796.30	6,208.65
客房收入	756.00	4,179.31	4,405.19	4,718.57
房间数(间)	270.00	270.00	270.00	270.00
REVPAR	272.80	424.08	447.00	478.80
平均房价	620.00	720.00	745.00	760.00
入住率	44.00%	58.90%	60.00%	63.00%
会议接待及餐饮收入	265.00	1,319.78	1,391.11	1,490.08
占比	25.95%	24.00%	24.00%	24.00%
毛利率	28.20%	52.00%	65.00%	69.00%
主营成本	733.08	2639.56	2028.70	1924.68
营业税金及附加	54.62	294.20	310.10	332.16
占比	5.35%	5.35%	5.35%	5.35%
营业利润	233.30	2,565.33	3,457.49	3,951.81
费用总额	1,891.30	3,540.33	3,685.49	3,849.36
总费率	185.24%	64.38%	63.58%	62.00%
净利润	-1,658.00	-975.00	-228.00	102.44

资料来源：国都证券研究所

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	251	261	330	417	营业收入	183	190	492	572
现金	163	160	206	255	营业成本	30	44	154	174
应收账款	4	7	8	10	营业税金及附加	10	10	26	30
其它应收款	11	4	6	11	营业费用	21	23	44	52
预付账款	61	80	102	120	管理费用	52	84	98	114
存货	11	11	8	20	财务费用	11	14	8	7
其他	1	0	0	0	资产减值损失	0	1	1	1
非流动资产	765	775	836	892	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	8	12	14	20	投资净收益	1	5	8	10
固定资产	560	608	666	738	营业利润	61	20	169	205
无形资产	59	67	112	142	营业外收入	0	0	0	0
其他	139	89	44	-8	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	1017	1037	1166	1309	利润总额	59	20	169	205
流动负债	416	234	255	287	所得税	13	3	25	31
短期借款	210	60	110	110	净利润	45	17	143	174
应付账款	88	90	50	83	少数股东损益	7	6	32	31
其他	118	85	94	95	归属母公司净利润	38	11	111	143
非流动负债	134	139	62	72	EBITDA	91	64	211	251
长期借款	134	139	62	72	EPS (元)	0.39	0.09	0.88	1.14
其他	0	0	0	0					
负债合计	550	373	317	359					
少数股东权益	49	55	86	122	主要财务比率				
股本	99	116	126	126		2009	2010E	2011E	2012E
资本公积金	128	301	301	301	成长能力				
留存收益	190	186	283	375	营业收入	25.4%	3.8%	158.9%	16.3%
归属母公司股东权益	417	603	710	802	营业利润	-0.8%	-67.3%	749.1%	21.4%
负债和股东权益	1017	1037	1166	1309	归属母公司净利润	-16.7%	-72.5%	957.3%	28.8%
					获利能力				
					毛利率	83.9%	76.6%	68.7%	69.5%
					净利率	20.9%	5.5%	22.6%	25.0%
					ROE	9.2%	1.7%	15.5%	17.5%
					ROIC	8.5%	4.1%	18.6%	20.7%
					偿债能力				
					资产负债率	54.1%	36.2%	28.6%	27.7%
					净负债比率	65.26%	55.87%	56.88%	53.71%
					流动比率	0.60	1.12	1.27	1.46
					速动比率	0.58	1.07	1.24	1.39
					营运能力				
					总资产周转率	0.21	0.19	0.45	0.46
					应收帐款周转率	68	35	67	63
					应付帐款周转率	0.63	0.50	2.10	2.50
					每股指标(元)				
					每股收益	0.33	0.09	0.96	1.24
					每股经营现金	0.96	0.10	1.10	1.71
					每股净资产	3.60	5.20	6.21	7.05
					估值比率				
					P/E	79.94	339.50	34.88	27.09
					P/B	7.33	5.93	5.39	4.74
					EV/EBITDA	42.20	60.14	18.09	15.23

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			