

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

主业经营健康发展, 资源扩张预期犹存

事件

丽江旅游 2 月 25 日举行临时股东大会, 通过向特定对象发行股份购买资产的议案。同日发布业绩快报, 2010 年实现营业收入 1.9 亿元, 增长 3.96%, 基本每股收益为 0.09 元, 同比下降 76.92%, 业绩表现低于市场预期。综合此次调研以及业绩快报的情况, 我们总体形成以下几方面的观点。

评论

我们近期调研对公司战略发展及各部分业务情况进行了解:

对印象丽江的经营发展比较乐观。目前丽江旅游文化市场并没有完全饱和, 印象系列产品均具有独特性、排他性, 竞争力也较强。

和府酒店运营一个完整年度以来, 达到并略超过管理层的预期, 丽江高星级酒店的会议市场会越做越大。2010 年, 和府酒店共接待游客 9.75 万人次, 平均入住率达到 58.93%, 平均房价也达到了 740 元/间.晚左右(统计数据不包括早餐的价格), 显著高于丽江同档酒店的水平。近期公告之二期酒店的建设标准, 将不会低于皇冠假日, 而且, 现有的皇冠假日品牌亦存在升级到洲际的可能。公司未来会在酒店有更多的涉足, 但不一定是单纯酒店投资, 可能会配套景区资源扩张进行酒店投资。丽江高星级酒店在不断增加, 更可能出现集群效应, 随着丽江逐渐成为云南乃至国内重要的商务会议集中地, 会务市场对高星级酒店将形成更大的需求。

玉龙雪山大索道改造后, 提升高峰时段接待能力, 打开游客接待量上行空间, 提升整合经营能力。大索道技改完成后, 运力大幅提升, 这对旺季高峰时的游客接待产生十分积极的影响, 以往抑制大索道游客接待量的因素完全消除。而在游客分布方面, 玉龙雪山和云杉坪索道提速后, 一天内在玉龙雪山景区游览两个以上景点成为可能。因此, 在营销方面, 公司从今年春节黄金周开始尝试联票销售, 目前看来效果良好, 但对团队行程的影响还是需要一个过程。今年 1 月份整体团队游客量比上年下降 30%。主要原因有三: 一是, 目前云南省打击零负团费现象短期对旅游市场产生影响; 二是, 2010 年为一个特殊年份(即金融危机的游客恢复期), 增速较高; 三是, 今年春节时间较去年春节提前十天, 对团队出游时间选择产生了影响。

未来的发展 - 区域旅游市场及公司发展路径选择: 云南省旅游业正在推进“二次创业”, 加快进行旅游资源整合, 行业发展的前景十分广阔。丽江市政府则提出建设旅游强市, 争取把丽江建成国际精品旅游胜地的发展目标。在政府层面将加大旅游基础设施建设以及政策扶持力度, 包括对丽江旅游市场的开拓营销。公司方面将进一步完善旅游产业链。立足玉龙雪山, 立足丽江, 立足市场, 争取做强做精, 选择合适时机向周边区域进行资源扩张。

2010 年经营情况低于预期: 业绩快报称影响经营业绩的主要因素有: 一, 玉龙雪山索道 4 月份开始停机改造, 12 月恢复运营, 停机改造 7 个月, 此事项使 2010 年归属于母公司所有者的净利润同比减少 4250 万元; 二, 由于玉龙雪山索道停机改造, 部分游客分流至云杉坪索道及牦牛坪索道, 此事项使 2010 年归属于母公司所有者的净利润同比增加 905 万元; 三, 本年度对白鹿旅行社投资收益比上年同期增加 490 万元。去年第四季度, 公司经营表现超过市场及管理层预期。其中, 下属和府酒店经营收入比预期增加 850 万元; 玉龙雪山索道恢复运营后, 比预期增加营业收入 300 万元。

投资建议

在 2011 年年内增发及收购完成的假设前提下, 我们预测公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.715 元、0.974 元和 1.187 元, 对应动态市盈率分别为 46.9 倍、34.4 倍和 28.2 倍。考虑到索道改造、印象丽江和酒店扩建带来的持续增长, 以及依然存在之进一步资源整合的可能, 我们依然维持对公司“买入”的投资评级。大索道改造完成后, 亦存在提价的可能性, 如能在年内推动相关进程, 将成为股价进一步上涨的催化剂。

- 本次调研对公司战略发展及各部分业务情况进行了解:

文化演艺

- 对印象丽江的经营发展比较乐观。玉龙雪山景区每年 250 万人次的游客，和去年约 940 万人次的丽江游客，都为旅游文化产品的发展提供了市场条件。文化演艺与餐饮行业不一样，游客选择会存在差异性，产品间不会完全冲突，目前丽江旅游文化市场并没有完全饱和。其次，印象系列产品均具有独特性、排他性，竞争力也较强，而公司也在不断的完善产品。

酒店经营

- 和府酒店完整运营一年以来，达到并稍微超过管理层业绩预期。二期酒店的建设标准，将不会低于皇冠假日，具有升级可能。公司未来会在酒店有更多的涉足，但不一定是单纯酒店投资，可能会配套景区资源扩张进行资源投资。
- 丽江高星级酒店在不断增加，如果出现集群效应，则对当地市场可能会有更大的促进。因为同等级高酒店开业，可能加强高星级酒店的议价能力，对酒店价格会有一定的提升。因此，公司认为有新的酒店开业，对自身酒店的经营影响是正面的。其次，随着丽江逐渐成为商务会议的集中地，高星级酒店的需求市场将得到扩大。

索道经营

- 玉龙雪山大索道今年 1 月份投入运营，游客排队时间减少，单日接待量亦突破历史最高。而在游客分布方面，两条索道提速后，一天内在同一景区游览两个以上景点成为可能。在营销方面，今年春节黄金周开始做联票的尝试，目前看来尝试基本成功，但对团队行程的影响还是需要继续协调。
- 由于今年云南省开始重点整治旅行社“零负团费”，对短期团队市场有所影响，汽车团出现一定的下调，但是飞机团队截止 1 月份为止还有相当比例的增加。今年 1 月份整体团队游客量比上年下降 30%。主要原因有三：一是目前零负团费对云南旅游市场的影响；二是 2010 年确为一个特殊年份（即金融危机的游客恢复期）；三是今年春节时间较去年提前十天，对团队出游时间选择产生影响。

未来的发展-区域旅游市场及公司发展路径

- 云南省旅游业正在推进“二次创业”，加快进行旅游资源整合。同时，云南省获得中央给予面向东南亚开放的桥头堡政策，其中旅游亦是先行开发的产业，行业发展的前景十分广阔。
- 目前旅游业占丽江市 51% 的 GDP，市政府提出建设旅游强市，争取把丽江建成国际精品旅游胜地等目标。在政府层面将加大旅游基础设施建设，及政策扶持力度，包括对丽江旅游市场的开拓营销，争取十二五之后，实现 1500 万人次游客接待量。去年丽江游客量增长是 11%，受世博会影响很小。但丽江目前还主要是低端市场，火车票一票难求，机场吞吐量则出现下降。为加快旅游市场的发展，丽江机场正在申报国际口岸机场，有望成为省内除了昆明外的第二家国际口岸机场，以实现集散地的目标。
- 公司将进一步完善旅游产业链。产业链包括吃住行游娱购这些要素，目前公司已经积聚了索道、酒店、文化演艺板块，仍在做相应的战略性考虑和规划继续完善产业链。旅游行业、产品市场的培育需要一个很长的过程，玉龙雪山经历了 19 年从游客不到 5000 人，到现在的 250 万人，新的景区景点尚存在一个市场培育的过程。目前还是立足玉龙雪山，立足丽江，立足市场，争取做强做精。有机会，可能做一些辐射其他区域的资源扩张。
- 股东间的博弈是存在的。前三大股东代表云南旅游界的几个方面：大股东是区域性的公司，也是最早开发雪山的；二股东是民营企业，受到政府鼓励，但财务较为紧张；三股东是省投资公司下属企业，实力是最强的，掌控的旅游资源也比较多。前三大股东间合作远远大于博弈，博弈点在于股东手上资源如何重新配置和组合，来增强上市公司的盈利能力。大股东对雪山区域的资源是了如指掌，云南旅投在其他市州还有资源，还是有希望进一步注入。公司在西部、西北部还有一些好的资源获取的机会。前三大股东的目标是一致的，最终目的是做大做强云南旅游市场，使公司走出雪山、走出丽江、走出云南。

2010 年业绩快报点评：低于市场预期，新增业务增长迅速

- 业绩快报称，全年公司实现营业总收入 1.90 亿元，实现利润总额 2167 万元，归属于上市公司股东的净利润 990 万元，每股收益为 0.09 元。影响经营业绩的主要因素有：一，玉龙雪山索道 4 月份开始停机改造，12 月恢复运营，停机改造 7 个月，此事项使 2010 年归属于母公司所有者的净利润同比减少 4250 万元；二，由于玉龙雪山索道停机改造，部分游客分流至云杉坪索道及牦牛坪索道，此事项使 2010 年归属于母公司所有者的净利润同比增加 905 万元；三，本年度对白鹿旅行社投资收益比上年同期增加 490 万元。
- 去年第四季度，公司经营表现超过市场及管理层预期。其中，下属和府酒店经营收入比预期增加 850 万元；玉龙雪山索道恢复运营后，比预期增加营业收入 300 万元。

投资建议

■ 在 2011 年年内增发及收购完成的假设前提下，我们预测公司 2011~2013 年的每股收益分别为 0.715 元、0.974 元和 1.187 元，对应动态市盈率分别为 46.9 倍、34.4 倍和 28.2 倍。考虑到索道改造、印象丽江和酒店扩建带来的持续增长，以及依然存在之进一步资源整合的可能，我们依然维持对公司“买入”的投资评级。大索道改造完成后，亦存在提价的可能性，如能在年内推动相关进程，将成为股价进一步上涨的催化剂。

图表1：盈利预测详表

百万元	2005	2006	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F
营业收入	114.0	128.8	154.3	146.1	183.5	190.4	475.9	544.6	597.5
索道运输	100.7	116.5	136.6	126.2	149.4	118.3	177.9	205.1	218.8
玉龙雪山	59.9	78.5	96.4	87.3	84.3	23.9	88.2	104.6	111.5
云杉坪	31.7	30.9	29.9	29.2	60.3	87.8	83.5	93.6	100.2
牦牛坪	9.0	7.1	10.4	9.7	4.8	6.6	6.2	6.8	7.1
汽车运输	4.0	5.2	6.2	6.2	6.1	1.7	6.1	7.1	7.4
酒店经营					10.2	61.0	75.4	93.7	113.7
其他业务	9.3	7.1	11.5	13.7	17.8	9.5	17.8	20.5	21.9
减：公司内部抵消					0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
印象丽江			14.8	61.8	157.4	176.8	198.7	218.3	235.7
营业成本	19.41	22.52	29.53	26.58	29.53	45.49	109.43	119.61	128.54
索道运输	13.2	15.7	20.7	16.9	17.2	12.4	21.1	23.9	24.8
汽车运输	3.2	4.2	3.0	3.2	2.7	1.0	2.8	3.3	3.5
酒店经营					1.1	27.4	28.7	30.9	37.5
其他业务	3.1	2.7	5.9	6.5	8.6	4.7	8.6	9.9	10.6
印象丽江			17.8	34.2	82.3	44.9	48.2	51.5	52.0
营业税金及附加	5.6	6.9	8.3	7.7	9.7	10.1	24.3	27.5	29.9
营业税金及附加比率	4.91%	5.35%	5.35%	5.25%	5.31%	5.30%	5.10%	5.05%	5.00%
营业费用	4.9	5.8	9.1	10.2	21.4	18.6	61.9	65.4	65.7
营业费用率	4.32%	4.48%	5.92%	6.96%	11.68%	9.79%	13.00%	12.00%	11.00%
管理费用	19.8	21.5	25.8	32.0	51.9	78.8	116.1	128.0	136.2
管理费用率	17.35%	16.66%	16.75%	21.92%	28.29%	41.40%	24.40%	23.50%	22.80%
财务费用	-1.9	-1.9	-0.4	8.2	10.8	13.6	10.2	9.3	6.7
资产减值损失	0.0	-1.8	0.1	-0.1	0.3	1.0	0.3	0.5	0.5
其他经营收益									
公允价值变动净收益	0.00	2.63	(2.70)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0
投资净收益	(2.21)	0.40	10.40	0.41	1.27	7.80	2.41	3.90	4.00
营业利润	63.96	78.83	89.54	61.16	60.68	30.57	156.1	198.3	233.9
营业外收入	0.05	0.05	0.50	0.50	0.01	0.01	0.07	0.08	0.08
减：营业外支出	1.86	1.78	3.55	2.87	1.98	8.90	0.05	0.07	0.07
利润总额	62.2	77.1	86.5	58.8	58.7	21.68	156.1	198.3	233.9
所得税	15.6	23.9	14.9	10.0	13.3	3.3	23.4	29.7	35.1
实际所得税率	25.06%	31.04%	17.28%	16.96%	22.57%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
加：净利润差额(平衡项)	(1.2)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	45.4	53.2	71.5	48.8	45.5	18.4	132.7	168.6	198.8
增长		17.14%	34.56%	-31.75%	-6.90%	-59.46%	620.20%	27.01%	17.96%
减：少数股东损益	7.1	5.9	4.8	2.9	7.2	8.5	42.6	45.8	49.2
少数股东损益比率	15.60%	11.16%	6.65%	5.93%	15.81%	46.29%	32.10%	27.17%	24.76%
归属于母公司所有者的利润	38.3	47.2	66.8	45.9	38.3	9.90	90.1	122.8	149.6
增长		23.30%	41.38%	-31.22%	-16.68%	-74.14%	810.41%	36.23%	21.87%
净利润率	33.61%	36.66%	43.27%	31.43%	20.86%	5.20%	18.94%	22.54%	25.04%
每股收益	0.304	0.375	0.672	0.462	0.385	0.085	0.715	0.974	1.187

来源：国金证券研究所

图表2: 三张报表摘要
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	154	146	183	190	476	545
增长率		-5.3%	25.4%	4.0%	149.9%	14.4%
主营业务成本	-30	-27	-30	-45	-109	-120
% 销售收入	19.1%	18.8%	16.1%	23.9%	23.0%	22.0%
毛利	125	119	154	145	366	425
% 销售收入	80.9%	81.2%	83.9%	76.1%	77.0%	78.0%
营业税金及附加	-8	-8	-10	-10	-24	-28
% 销售收入	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.1%	5.1%
营业费用	-9	-10	-21	-19	-62	-65
% 销售收入	5.9%	7.0%	11.7%	9.8%	13.0%	12.0%
管理费用	-26	-32	-52	-79	-116	-128
% 销售收入	16.7%	21.9%	28.3%	41.4%	24.4%	23.5%
息税前利润 (EBIT)	82	69	71	37	164	204
% 销售收入	52.9%	47.1%	38.5%	19.6%	34.5%	37.5%
财务费用	0	-8	-11	-14	-10	-9
% 销售收入	-0.2%	5.6%	5.9%	7.1%	2.1%	1.7%
资产减值损失	0	0	0	-1	0	-1
公允价值变动收益	-3	0	0	0	0	0
投资收益	10	0	1	8	2	4
% 税前利润	12.0%	0.7%	2.2%	36.0%	1.5%	2.0%
营业利润	90	61	61	31	156	198
营业利润率	58.0%	41.9%	33.1%	16.1%	32.8%	36.4%
营业外收支	-3	-2	-2	-9	0	0
税前利润	86	59	59	22	156	198
利润率	56.0%	40.2%	32.0%	11.4%	32.8%	36.4%
所得税	-15	-10	-13	-3	-23	-30
所得税率	17.3%	17.0%	22.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	72	49	45	18	133	169
少数股东损益	5	3	7	9	43	46
归属于母公司的净利	67	46	38	10	90	123
净利率	43.3%	31.4%	20.9%	5.2%	18.9%	22.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	72	49	45	18	133	169
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	13	14	19	47	51	55
非经营收益	-6	8	11	15	9	8
营运资金变动	13	-25	36	-52	75	3
经营活动现金净流	92	45	112	29	269	234
资本开支	-113	-173	-245	-179	-145	-39
投资	-3	-8	0	-2	0	0
其他	0	0	0	8	2	4
投资活动现金净流	-116	-181	-245	-173	-143	-35
股权募资	6	4	25	0	206	0
债权募资	45	172	142	86	-222	-107
其他	-39	-15	-38	-15	-12	-33
筹资活动现金净流	12	161	129	71	-28	-141
现金净流量	-12	25	-4	-73	98	58

来源: 国金证券研究所

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	188	246
应收款项	5	2	15	8	15	16
存货	1	1	11	6	8	8
其他流动资产	4	13	62	82	55	60
流动资产	153	184	251	186	266	329
% 总资产	31.5%	26.4%	24.7%	17.3%	21.3%	25.4%
长期投资	0	8	8	11	10	10
固定资产	299	470	671	756	854	841
% 总资产	61.5%	67.4%	66.0%	70.2%	68.3%	64.8%
无形资产	34	34	86	122	119	116
非流动资产	333	514	765	891	984	968
% 总资产	68.5%	73.6%	75.3%	82.7%	78.7%	74.6%
资产总计	486	698	1,017	1,077	1,250	1,298
短期借款	45	118	225	296	107	0
应付款项	14	14	113	63	62	62
其他流动负债	62	52	78	84	164	179
流动负债	121	185	416	443	334	241
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	592	449	356
普通股股东权益	348	394	417	427	702	796
少数股东权益	16	20	49	58	100	146
负债股东权益合计	486	698	1,017	1,077	1,250	1,298

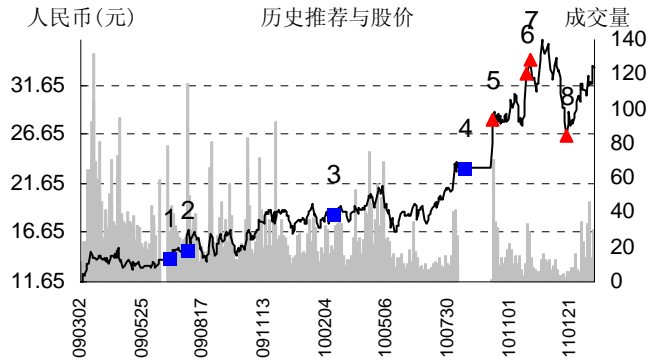
比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.672	0.462	0.385	0.085	0.715	0.974
每股净资产	3.504	3.967	4.203	4.303	6.436	7.298
每股经营现金净流	0.918	0.453	1.124	0.230	2.126	1.854
每股股利	0.000	0.150	0.150	0.000	0.201	0.264
回报率						
净资产收益率	19.19%	11.66%	9.17%	2.32%	12.84%	15.43%
总资产收益率	13.75%	6.58%	3.76%	0.92%	7.21%	9.46%
投入资本收益率	16.48%	9.05%	6.62%	3.42%	13.63%	16.43%
增长率						
主营业务收入增长率	26.81%	-5.33%	25.37%	3.96%	149.88%	14.45%
EBIT增长率	7.57%	-15.67%	2.58%	-47.03%	339.32%	24.34%
净利润增长率	51.40%	-31.22%	-16.68%	-74.13%	810.20%	36.23%
总资产增长率	26.21%	43.68%	45.69%	5.95%	16.08%	3.78%
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	270.0	80.0	72.0
固定资产周转天数	202.2	284.0	1,115.1	1,273.7	580.4	509.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.64%	12.00%	42.02%	73.20%	4.30%	-13.95%
EBIT利息保障倍数	-229.6	8.4	6.5	2.7	16.1	22.0
资产负债率	24.93%	40.67%	54.11%	54.98%	35.88%	27.44%

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-06-30	持有	14.09	N/A
2 2009-07-23	持有	14.87	N/A
3 2010-02-21	持有	18.68	18.34 ~ 20.05
4 2010-08-20	持有	23.35	N/A
5 2010-10-10	买入	28.26	33.40 ~ 35.90
6 2010-11-23	买入	32.96	35.84 ~ 40.32
7 2010-11-26	买入	34.21	35.80 ~ 40.30
8 2011-01-17	买入	26.50	N/A

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)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
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: 201204	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 921 室