

社会服务行业

报告原因：年报点评

2011年3月14日

市场数据：2011年3月14日

总股本/流通股本(亿股)	1.16/0.72
收盘价(元)	32
流通市值(亿元)	23
1年内最高最低价(元)	37.9/16.7
PE/PB	82.6、5.21

基础数据：2010年12月31日

资产负债率	35.09%
毛利率	77.38%
净资产收益率(摊薄)	1.67%

相关研究

《丽江旅游事件点评：盈利增长春天已来》2011年1月16日

《丽江旅游调研简报：机遇大于挑战 业绩增长三年内确定 中长期资产整合预期存在》2011年2月22日

分析师：加丽果

执业证书编号：S0760207120049

TEL: 010-82190386

Email: jialiguosx@sxzq.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层
电话：0351-8686990
山西证券股份有限公司
<http://www.i618.com.cn>

请务必阅读正文之后的特别声明部分

丽江旅游 (002033)

多元化业务格局已基本形成

增持

维持评级

公司研究/点评报告

年报概况：

- 公司2010年实现营业总收入19,044.68万元，比2009年增长3.96%，实现净利润1,008.68万元，比2009年下降73.64%。

点评：

- **公司主要营业收入来源。**公司2010年营业收入主要来源于玉龙雪山旅游索道、云杉坪和牦牛坪旅游索道三条索道及其相关配套设施及目前委托洲际酒店集团管理的丽江和府皇冠假日酒店。
- **酒店收入将稳步增长。**2010年是公司下属酒店的第一个完整营业年度，酒店住房出租率为58.93%，比2009年试营业期间的42.40%有较大提高。2010年酒店共实现营业收入7,252.74万元，实现毛利5,043.77万元，占公司收入总比重为38%，酒店服务毛利率为69.54%，低于公司索道毛利率88%的水平。2010年公司酒店业务亏损1,289.83万元。我们认为酒店刚刚开业不到两年，达到目前经营水平还是比较不错的，2011年酒店将有可能实现盈利。
- **索道收入由于大索道技改而有所下降。**三条索道中，由于2010年4月到11月，公司玉龙雪山索道技改停运，导致玉龙雪山索道接待游客数比上年的66.83万人次减少了50.71万人次；而云杉坪索道技改完成后，运力的大幅上升及服务水平的大幅提高，接到游客数比2009年的128.43万人次增加了39.79万人次，增长30.98%；牦牛坪索道接待游客数与上年的8.63万人次基本持平。2010年公司下属三条索道共计接待游客193.29万人次（其中玉龙雪山索道接待16.12万人次；云杉坪索道接待168.22万人次；牦牛坪索道接待8.95万人次），比2009年的203.89万人次减少了10.61万人次。由于玉龙雪山索道的价格为其其他两条价格的将近2倍，大索道的技改导致索道总体收入比2009年同比下降了41%，索道毛利率水平比2009年也下降了0.52个百分点。索道收入占公司总收入比重2010年为56%。
- **投资收益同比增长500%，占到公司实现归属于母公司净利润比重达到77%。**投资收益主要来源于云南丽江白鹿国际旅行社有限公司，公司占股比例为47.94%，2010年云南丽江白鹿国际旅行社有限公司共实现净利润1273万元，本公司按股权比例确认投资收益610万元。比2009年的投资收益110万增加了500%。



- **公司计划 2011 年将比 2010 年利润同比增长 273%。**公司年报告称：2011 年度，在假设完成重组印象旅游工作的情况下，计划实现合并营业收入 4 亿 3 千万元，其中索道及综合服务业务计划实现营业收入 1.56 亿元，酒店业务实现营业收入 8,000 万元；印象旅游计划实现演出收入 1.78 亿元，公司计划实现合并净利润 7,600 万元，比 2009 年合并净利润 2039 万净利润水平同比要增长 273%。
- **公司经营正走向多元化格局。**2009 年之前，公司营业收入的主要来源是客运索道运输服务，经营业务相对单一。2009 年 9 月，和府皇冠假日酒店投入营运。经过一年多的经营摸索，酒店业务已经取得预期效果，经营业绩保持稳步增长。公司经营业务逐步扩张。而 2010 年公司发行股份购买丽江玉龙雪山印象旅游文化产业有限公司 51% 的重大资产重组交易已经获得公司股东大会的批准，尚待取得中国证监会的核准。本次交易若取得核准后，公司将在现有经营业务基础上增加旅游文化演艺服务，公司多元化的旅游服务产业链条将更加完善。多元化格局基本形成。公司公告内容显示：公司将继续依托丽江地区丰富的自然资源、民族风情资源、历史文化资源及现已形成的旅游品牌资源等优势，以国内及东南亚客源为主要目标市场，开发集观光旅游、自然文化和民族风情体验、休闲度假等多种旅游形式为一体的综合性旅游产品，以旅游业传统的食、住、行、游、购、娱六大要素以及新兴的休闲、健康两大主题组成的八大消费点为链条进行产业整合，逐步形成以资源为特色、优质服务为核心、资本市场为后盾的综合性旅游服务企业。
- **公司旅游产业配套优势正逐步显现。**随着丽江地区交通、通讯等基础设施的不断投入，大大改善了丽江作为旅游目的地的可达性和易达性。丽江机场目前已开通北京、上海、深圳、广州、成都等地的航线，成为云南省内最繁忙的航空港之一。丽江到大理、香格里拉已接通一级公路，大丽（大理到丽江）铁路已于 2009 年 9 月 28 日建成通车，新建的丽江火车站是云南第二大火车客运站。大丽高速公路目前正在建设当中，攀枝花至丽江铁路项目已列入国家中长期铁路网规划（2008 版）和云南省“十二五”交通专项规划。丽江地区内各著名景点玉龙雪山、虎跳峡、黎明老君山、泸沽湖之间也都实现了高等级公路贯通。交通设施的改善使得游客旅游体验的舒适性、安全性和便捷性明显提高，大大增加了丽江作为旅游目的地的吸引力和竞争力。
- **公司酒店优势将会逐步体现。**公司投资的和府皇冠假日酒店 是世界文化遗产丽江古城内唯一一家国际五星级标准的休闲会议酒店，目

前，和府皇冠假日酒店无论从服务水准、配套设施、地理位置、市场价格还是市场定位方面均较丽江地区同星级的酒店具有明显的竞争优势。自 2009 年 9 月开业以来，酒店入住率稳步提升，经营效益已达预期。公司将力争不断提高酒店品味，突出地方民族特色，依托丽江古城的知名度和吸引力，积极扩大酒店业务在丽江高端酒店市场中的份额。

- **风险因素：**国内国际经济增长不确定因素；自然灾害等不可抗力因素；公司旅游人数下降的风险；其他酒店竞争对手进入的风险；目前丽江共有五星级酒店 5 家，2011 年雅高丽江铂尔曼度假酒店预计将开业，未来阿曼酒店、金茂酒店等高端酒店计划进驻丽江，丽江高端酒店的竞争将日趋激烈。丽江高端酒店市场的竞争格局将对公司酒店业务的盈利能力和盈利波动性带来较大影响，其他风险。

- **盈利预测和估值：**综合考虑，我们认为公司随着机场开通国际和增加国内航班，随着高速公路和铁路等交通条件的改善，随着云南桥头堡建设带来的政策春风，虽然公司也面临着一定的经营挑战，但机遇将大于挑战。公司增发 2011 年中期完成的概率极大，完成后公司拥有的三项资产中，酒店 2011 年将可能从亏损实现盈利；随着 2010 年 12 月玉龙雪山索道技术改造的完成，玉龙雪山索道的运力大幅提升。改造完成后玉龙雪山索道运力由 420 人/小时提升到 1,200 人/小时，明显降低了游客排队等候的时间，使得游客同时选择两条或者三条索道进行观光的可行性大大增强。如果增发完成，印象丽江也能在 2011 年实现净利润为 3700 万左右。我们给予公司 2011 年实现归属于母公司净利润将大幅增加到 9800 多万，对应股本为 1.26 亿，对应每股收益为 0.84 元/股，2012 年公司实现归属于母公司净利润将增加到 1 亿左右，对应每股收益为 0.90 元/股。旅游类股票目前市场 2010 年平均估值水平为 47 倍，2011 年平均估值水平为 37 倍，我们认为公司成长性较好，如果二级市场估值不会下降，给 40 倍估值，2011 年股票价格应在 33.6 元附近。公司目前价格在 32 元附近。综合考虑，目前仍维持公司评级为“增持”评级。

图表 1:印象丽江盈利预测 单位:万元\元

印象丽江	2009	2010 年 1-9 月	10 到 12 月 预测数	2010 年合 计	2011 年预 测数	2012 年预测 数
营业收入	15741.95	13002.62	4680.7	17683.32	21219.98	23341.98



营业成本	4127.64	3173.03	1317.17	4490.2	5549.03	6103.928398
营业成本率	26.22%	24.40%	28.14%	25.39%	26.15%	26.15%
营业税金及附加	514.05	427.07	153.57	580.64	695.72	765.2868322
营业税金及附加率	3.27%	3.28%	3.28%	3.28%	3.28%	3.28%
三项费用之和	3712.37	3225.2	1310.54	4535.74	5305.00	5835.4956
费用率	23.58%	24.80%	28.00%	25.65%	25.00%	25.00%
资产减值损失	1.89	7.03	0.7	7.73	0.00	0
营业利润	7386	6170.29	1898.72	8069.01	9670.25	10637.27
加营业外收入	37.04	2.33		2.33	0.00	0
减营业外支出	1.39	15.02	5	20.02	0.00	0
利润总额	7421.65	6157.6	1893.72	8051.32	9670.25	10637.27
所得税费用	-30.94	1550.91	473.42	2024.33	2417.57	2659.32
费用率	0	25.19%	25.00%	25.14%	25.00%	25%
净利润	7452.59	4606.69	1420.3	6026.99	7252.68	7977.95
净利润率	47.34%	35.43%	30.34%	34.08%	34.18%	34%
股权比例	51.00%	51.00%	51.00%	51.00%	51.00%	51.00%
归属于母公司净利润	3800.82	2349.41	724.35	3073.76	3698.86	4068.76
总股本			12600	12600	12600	12600
增厚每股收益:			0.06	0.24	0.29	0.32
估计 2011 年合计增加每股收益为					0.35	0.32

资料来源:山西证券研究所 公司公开资料

图表 2:公司索道盈利预测 单位:万元/元

索道:	2010 年合计	2011 年预测数	2012 年预测数
营业收入	10754.42	17106.298	18816.93
增长率	-31.00%	59.06%	10.00%
营业成本率	13.42%	20.82%	20.82%
营业税金及附加	15%	15.00%	15.00%
净利润率	30%	36%	36%
净利润	3226.33	6158.27	6774.09
总股本	11600	12600	12600
所得税率	15%	15%	25%
增厚每股收益	0.28	0.49	0.54

资料来源:山西证券研究所 公司公开资料

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。