

自然景点

曾光

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

丽江旅游

002033

中性

酒店延期开业使 08 年避免了业绩更大幅下滑 但将拖累 09 年

2008 年度, 公司实现营业收入 1.46 亿元, 同比下降 5.33%; 实现营业利润 6116.18 万元, 同比下降 31.69%; 实现归属于母公司所有者的净利润 4593.09 万元, 同比下降 31.22%。基本每股收益 0.46 元。

投资要点:

■ 08 年游客接待数下降、期间费用大幅增长以及投资收益急剧减少是净利润大幅下滑的主因。由于各种突发事件, 08 年全年公司下属三条索道共接待游客 141.18 万人, 同比下降了 16.94%; 进而使得绝对的创收支柱——索道运输收入同比下降了 7.63%。与此同时, 因 08 年发生酒店开办费用 685.88 万元使得本期管理费用同比增长了 23.92%; 因定向增发失败而新增 1.5 亿银行贷款使得财务费用同比增长了 2294.74%。07 年因证券投资产生约 1000 万元投资收益, 而 08 年投资收益仅约 41 万元。此外需要指出的是, 因云杉坪索道提价加之没有计提环保基金, 08 年索道业务营业利润率在索道营运收入下降的背景下反而增加了 1.04 个百分点。

■ 酒店延期开业使 08 年避免了更为剧烈的业绩下滑, 但大幅增加 09 年经营负担。如酒店按期在 08 年年底开业, 我们预期当期将产生 1600 万元亏损, 这与目前 08 年预计计提 686 万元开办费差距较大。而公司最新预期酒店项目在 09 年 10 月前全面开业与当期将亏损 2000 万元比我们最近调研报告中预期今年 5、6 月试营业以及当年亏损 1000 万元的情形又更为糟糕, 因此 09 年公司业绩将低于此前预期。

■ 大索道改造时间初步拟定为 2010 年 4 月-10 月, 比预想的要糟。我们此前预期公司为了使影响最小化可能将大索道改造时间设定在 09 年 11 月至 10 年 5 月期间。但最新披露的方案严重低于预期。每年 4-10 月份刚好是索道经营最主要时间段, 而 08 年大索道及相关业务收入占公司营业总收入的比重达 70.26%, 可以预见若按此方案实施改造工程, 即使理想预计届时原计划乘坐大索道的游客基本被分流至云杉坪索道和牦牛坪索道, 2010 年公司的业绩仍将受到显著影响, 因票价相差甚大。不过此改造计划还需股东大会审议通过后方可实施, 存在一定不确定性。

■ 维持“中性”投资评级。在暂不考虑公司 09 年以后进行资本市场融资和大索道进行技改以及酒店项目在 09 年 10 月前全面开业条件下, 我们预测公司 08-10 年 EPS 分别为 0.40、0.72、0.82 元。考虑到 2010 年大索道一旦改造将带来业绩的显著下降风险, 结合现有股价, 我们给予“中性”投资评级。

6-12 个月目标价: 13.00 元

当前股价: 12.88 元

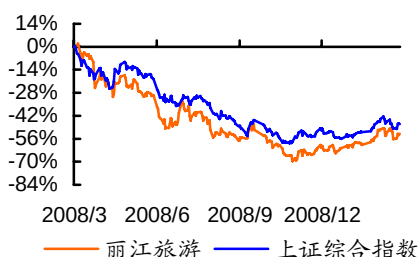
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2118.75
总股本(百万)	99
流通股本(百万)	53
流通市值(亿)	6
EPS (TTM)	0.52
每股净资产 (元)	4.17
资产负债率	40.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
丽江旅游	5.49	23.02	4.06
上证综合指数	-4.76	3.98	-1.26



相关报告

《丽江旅游-未来 2 年经营业绩具有较大不确定性》 2009-3-1

《08 年出现业绩低谷已成定局 09 年或择机再另行增发》 2008-10-28

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	146	177	262	312
同比(%)	-5%	21%	48%	19%
归属母公司净利润(百万元)	46	39	72	81
同比(%)	-31%	-14%	82%	13%
毛利率(%)	81.2%	78.1%	77.7%	77.0%
ROE(%)	11.7%	9.1%	14.2%	13.8%
每股收益(元)	0.46	0.40	0.72	0.82
P/E	27.85	32.45	17.87	15.80
P/B	3.25	2.95	2.53	2.18
EV/EBITDA	16	15	9	8

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 丽江旅游 08 年各主要财务指标变化情况

指标 (单位: 百万元)	08 年	07 年	同比增加 (%)
索道营运收入	126.2	136.6	-7.63%
营业总收入	146.1	154.3	-5.33%
营业总成本	85.4	72.5	17.76%
营业成本	27.5	29.5	-7.02%
营业税金及附加	7.7	8.3	-7.02%
销售费用	10.2	9.1	11.28%
管理费用	32.0	25.8	23.92%
财务费用	8.2	-0.4	-2394.74%
资产减值损失	-0.1	0.1	-233.97%
投资收益	0.4	10.4	-96.01%
营业利润	61.2	89.5	-31.69%
营业外收入	0.5	0.5	1.41%
营业外支出	2.9	3.6	-19.27%
利润总额	58.8	86.5	-32.01%
所得税费用	10.0	14.9	-33.27%
净利润	48.8	71.5	-31.75%
少数股东损益	2.9	4.8	-39.16%
归属于母公司所有者的净利润	45.9	66.8	-31.22%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2: 丽江旅游 08 年重要财务比率的同比变化

指标	08 年	07 年	同比增减
索道业务营业利润率	85.91%	84.87%	1.04%
销售费用率	6.96%	5.92%	1.04%
管理费用率	21.92%	16.75%	5.17%
财务费用率	5.58%	-0.23%	5.81%
期间费用率	34.46%	22.44%	12.02%
净资产收益率	11.66%	19.19%	-7.53%

资料来源: 中投证券研究所

关键假设:

假定大索道技改方案被否, 即未来三年大索道正常经营;

酒店项目在 09 年 10 月之前全面开业;

暂不考虑储备项目的业绩影响;

暂不在资本市场上进行融资;

2011 年后优惠税率取消, 按 25% 计征所得税。

表 3: 丽江旅游 2009-2011 年营业收入预测

主营业务类别	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)				
索道运输收入	126.2	132.1	147.0	164.6
酒店业务收入	0	24.0	90.0	120.0

汽车运输收入	6.2	6.2	6.8	7.5
其他业务收入	13.7	15.0	18.0	20.0
合计:	146.1	177.3	261.8	312.1
主营成本(百万元)				
索道运输成本	17.8	21.1	20.6	23.0
酒店业务成本	0	7.9	26.2	36.0
汽车运输成本	3.2	3.2	3.4	3.8
其他业务成本	6.5	6.8	8.1	9.0
合计:	27.5	38.9	58.3	71.8

资料来源: 中投证券研究所

表 4: 丽江旅游盈利预测

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	146	177	262	312
营业成本	27	39	58	72
营业税金及附加	8	10	14	17
销售费用	10	16	31	37
管理费用	32	53	60	66
财务费用	8	9	6	4
资产减值损失	-0	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	61	51	91	116
加: 营业外收入	1	0	0	0
减: 营业外支出	3	0	0	0
利润总额	59	51	91	116
所得税费用	10	8	15	29
净利润	49	42	77	87
减: 少数股东损益	3	3	5	6
归属于母公司所有者的净利润	46	39	72	81
每股收益(元)	0.46	0.40	0.72	0.82

资料来源: 中投证券研究所

表 5: 丽江世界遗产论坛中心酒店盈利预测

	2009E	2010E	2011E
酒店客房收入(万元)	1700	5600	7200
餐饮、会议收入(万元)	700	3400	4800
酒店业务收入(万元)	2400	9000	12000
净利润(万元)	-1800	1800	3000

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	184	227	319	463	营业收入	146	177	262	312
现金	167	193	284	414	营业成本	27	39	58	72
应收账款	1	5	6	6	营业税金及附加	8	10	14	17
其它应收款	1	1	2	2	营业费用	10	16	31	37
预付账款	13	24	24	36	管理费用	32	53	60	66
存货	1	2	3	4	财务费用	8	9	6	4
其他	0	1	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	514	485	437	381	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	8	9	9	9	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	114	264	307	297	营业利润	61	51	91	116
无形资产	8	7	7	6	营业外收入	1	0	0	0
其他	384	205	115	69	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	698	712	757	844	利润总额	59	51	91	116
流动负债	185	157	75	75	所得税	10	8	15	29
短期借款	118	89	0	0	净利润	49	42	77	87
应付账款	6	5	10	12	少数股东损益	3	3	5	6
其他	61	63	65	63	归属母公司净利润	46	39	72	81
非流动负债	99	99	149	149	EBITDA	83	88	145	176
长期借款	99	99	149	149	EPS（元）	0.46	0.40	0.72	0.82
其他	0	0	0	0					
负债合计	284	256	224	224	主要财务比率				
少数股东权益	20	23	28	34	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	99	99	99	99	成长能力				
资本公积	128	128	128	128	营业收入	-5.3%	21.3%	47.7%	19.2%
留存收益	167	206	278	359	营业利润	-31.7%	-17.3%	80.4%	27.7%
归属母公司股东权益	394	433	505	586	归属于母公司净利润	-31.2%	-14.2%	81.6%	13.1%
负债和股东权益	698	712	757	844	获利能力				
					毛利率	81.2%	78.1%	77.7%	77.0%
					净利率	31.4%	22.2%	27.3%	25.9%
					ROE	11.7%	9.1%	14.2%	13.8%
					ROIC	12.7%	11.4%	21.2%	26.4%
					偿债能力				
					资产负债率	40.7%	35.9%	29.6%	26.5%
					净负债比率	76.46	73.55%	66.62	66.51%
					流动比率	1.00	1.45	4.28	6.18
					速动比率	0.99	1.43	4.24	6.13
					营运能力				
					总资产周转率	0.25	0.25	0.36	0.39
					应收账款周转率	46	55	46	49
					应付账款周转率	5.11	6.98	7.73	6.40
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.46	0.40	0.72	0.82
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.66	1.37	1.35
					每股净资产(最新摊薄)	3.97	4.36	5.08	5.90
					估值比率				
					P/E	27.85	32.45	17.87	15.80
					P/B	3.25	2.95	2.53	2.18
					EV/EBITDA	16	15	9	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

曾光: 中投证券研究所旅游行业研究员, 浙江大学经济学硕士, 2006 年加盟中投证券研究所。2008 年《新财富》社会服务业第五名。

主要研究覆盖公司: 中青旅、首旅股份、黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、锦江股份、华天酒店、西藏旅游、三特索道、全聚德。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434