

2009 年 06 月 29 日

市场数据(人民币)

市价(元)	13.67
已上市流通 A 股(百万股)	52.77
总市值(百万元)	1,357.75
年内股价最高最低(元)	16.95/8.14
沪深 300 指数	3179.97
中小板指数	4333.77
2007 年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《酒店推迟至 10 月开业, 玉龙索道明年旺季大修》, 2009.3.10
- 2 《索道业务略好于预期, 酒店开办费确认不完全》, 2009.2.24
- 3 《取消增发方案, 酒店开办费年内确认》, 2008.10.28

传媒旅游研究小组
毛峥嵘

 (8621)61038317
 maozhr@gjzq.com.cn

唐建伟

 (8621)61038290
 tangjw@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

丽江旅游 (002033.SZ)

——增发引入战略投资者, 诱发资源整合想象空间


公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.433	0.672	0.462	0.419	0.363	0.556
净利润增长率	12.35%	55.17%	-31.22%	6.08%	-13.33%	53.07%
先前预期每股收益(元)				0.445	0.493	0.648
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.434	0.313	0.655
市盈率(倍)	30.51	41.33	21.58	32.63	37.65	24.60
行业优化市盈率(倍)	40.78	93.45	44.60	44.60	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	2.47	0.75	N/A	5.37	-2.83	0.46
已上市流通 A 股(百万股)	44.32	51.41	52.77	99.32	99.32	99.32
总股本(百万股)	99.32	99.32	99.32	116.32	116.32	116.32

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

事件

- 公司拟定于 2010 年 4 月开始对玉龙雪山大索道停机改造, 停机时间 7 个月, 根据发行人董事会预测, 这将损失停机前正常运转利润的 75%, 约 4400 万元, 净利润损失约 3752 万元。
- 公司于 2009 年 6 月 30 日公告非公开发行股票预案, 发行对象云南省旅游投资有限公司, 发行数量 1700 万股, 发行价格 11.91 元/股, 募集资金约 20247 万元。

点评

- 玉龙雪山大索道停机改造对业绩的影响超过我们的预期。
- 我们分析认为当增发前每股收益低于 0.652 元时, 增发将增厚每股收益, 根据我们原有预测公司 2009 年至 2011 年的每股收益都是低于 0.652 元的, 因此我们认为此次增发是有利于现有股东的, 我们对此次增发持积极的正面的评价。
- 此次增发对象云南省旅游投资有限公司系云南国资委旗下旅游产业的投资主体、融资平台和经营主体, 其拥有众多旅游资源, 此次增发诱发了云南省旅游投资有限公司利用丽江旅游实现旅游资源整合的想象空间。我们将后续跟踪公司未来业务的发展。
- 我们上调公司 09 年盈利预测, 下调公司 2010 年盈利预测, 调整后 2009 年至 2011 年每股收益分别为 0.419 元、0.363 元、0.556 元。公司的合理股价区间为 12.96 元至 14.74 元, 我们维持公司的“持有”评级。但是由于公司增发因素的刺激, 以及资源整合想象空间的打开, 将带来一定的交易性机会, 建议具有风险偏好的投资者可以积极关注。
- 风险提示: 增发预案存在不能通过的风险, 甲型流感对旅游业的影响超预期的风险。

玉龙雪山大索道停机改造对业绩的影响超过我们的预期

- 公司公告中指出，公司拟于 2010 年 4 月开始玉龙雪山大索道停机改造，停机时间 7 个月，根据发行人董事会预测，这将损失停机前正常运转利润的 75%，约 4400 万元，净利润损失约 3752 万元。这一预测远高于我们此前的 2000 万预期，我们将依据这一预测下调公司 2010 年盈利预测。

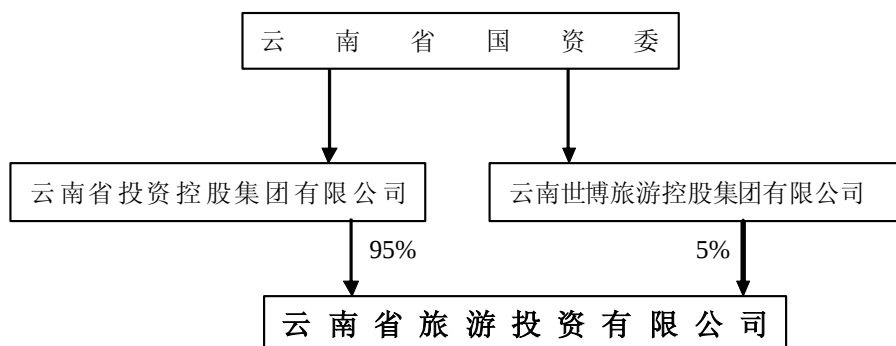
增发将摊薄 09 年业绩，但会增厚 2010 年业绩

- 此次增发将融资 20247 万元，假设增发费用率 1%左右，则公司实际融资 20000 万元左右，假设融资额全部用于偿还贷款，公司贷款利率约 6.52%，按照全年来测算将为公司减少利息支出约为 1300 万元，考虑所得税影响后对利润影响约为 1100 万元，按增发股本测算每股收益额 0.652 元，因此从理论上可以认为当增发前每股收益低于 0.652 元时增发是有利的，是可以增厚每股收益的。
- 但是由于增发处于 2009 年年中，预计增发完成将在 7 月末 8 月初，将只能降低未来 5 个月的财务费用，虽然我们预测的 09 年每股收益低于 0.652 元，但 2009 年公司全年的全面摊薄每股收益仍将会下降。

增发引入战略投资者，诱发资源整合想象空间

- 云南旅投成立于 2005 年 10 月，是经云南省人民政府批准（云政复〔2005〕70 号），由云南省国资委指导，云南省投资控股集团有限公司和云南世博旅游控股集团有限公司为发起人，组建成立的大型国有旅游类投资公司，代表省政府对云南省核心旅游资源进行掌控和开发。从事旅游重点项目开发、旅游基础设施、旅游精品工程以及相关配套产业的投资建设和经营管理。
- 云南旅投是云南省政府在旅游产业的投资主体、融资平台和经营主体。注册资金为 5 亿元人民币，其中云南省投资控股集团有限公司出资 4.75 亿元，占 95%，云南世博旅游控股集团有限公司现金出资 2500 万元，占 5%。

图表1：云南旅投股权控制关系



来源：公司公告、国金证券研究所

- 云南旅投旗下 5 个控股子公司，分别为大理旅游集团有限责任公司、云南旅投麒麟温泉开发有限公司、云南旅投勐仑旅游小镇开发建设有限公司、景洪云旅投旅游开发有限公司和龙陵县邦腊掌温泉有限责任公司。
- ◆ 大理旅游集团有限责任公司成立于 2002 年 9 月 23 日，旗下拥有多个景区景点，包括崇圣寺三塔文化旅游区、蝴蝶泉公园、洱海游船、南诏风情岛、洱海公园、天龙八部影视城、感通索道、苍山索道、鸡足山等，通过多年的发展，已成为滇西北地区具有较强市场影响力的大型旅游集团。
- ◆ 云南旅投麒麟温泉开发有限公司成立于 2006 年 12 月 12 日，位于滇东的曲靖市，由云南旅投控股组建，主要负责曲靖麒麟温泉度假区项目的开发，该项目占地 5.7 平方公里，建设周期 8 年，计划总投资 50 亿元。项目目标是要按顺序打造三个主要的业务板块：温泉主题景区业务板块、旅游地产业务板块和会展健康管理业务板块，建设一个体现“健康生活、多彩休闲、舒适居所”的“具有可持续吸引力的度假区”，一

个以“健康管理、温泉度假、商务会议、银发市场”为主要市场的健康度假社区，打造高端温泉度假品牌。

- ◆ 云南旅投勐仑旅游小镇开发建设有限公司成立于 2007 年 9 月，位于滇南的西双版纳州，主要负责对勐仑小镇建设规划中所确定的高星级度假酒店、旅游风情街区、自驾车营地等重要项目进行投资建设，项目规划总用地面积 2050 亩，总投资 11.9 亿元，建设周期 3 年。
- ◆ 景洪云旅投旅游开发有限公司成立于 2007 年 9 月，位于滇南的西双版纳州，主要运作项目为嘎洒温泉旅游小镇。该项目总规划面积为 2372.55 亩，拟以温泉资源为核心，依托热带风情生态特色和傣族民俗文化的丰富内涵，开发休闲娱乐和养生度假产品。项目计划分 3 期进行，其中一期开发内容包括高星级度假酒店、风情水寨、滨河酒吧堤岸等，规划控制面积为 206 亩，投资估算 3 亿元。
- ◆ 2009 年 5 月 8 日，云南旅投投入 1 亿现金，以 90% 的股权绝对控股了龙陵县邦腊掌温泉有限责任公司，该公司拥有土地 701.82 亩，未来 3 年将投资 5 亿元，打造成全国一流、世界知名的温泉休闲疗养胜地。
- ◆ 目前，云南旅投正在开展云南金孔雀旅游集团有限公司的收购工作。云南金孔雀旅游集团有限公司成立于 2002 年 5 月，以旅游景区景点开发经营为主，位于滇南的西双版纳州，拥有多个景区景点，主要包括西双版纳原始森林公园、西双版纳野象谷景区、勐景来景区、基诺山寨等，是云南省内拥有景区景点较多的大型旅游集团。
- 云南旅投的战略发展及运作思路是“掌控核心资源—培育优质资产—开展资本运作—做大融资平台—建立退出机制—加大投资力度”。我们分析认为云南旅投拥有云南省众多的旅游资源，按照云南省政府的规划和定位，公司将积极开展资本运作，有效利用证券市场这一融资平台，将培育成熟的旅游项目注入上市公司来获取资金。目前云南旅投旗下仅有即将参股的丽江旅游一家上市公司，因此存在云南旅投利用丽江旅游整合旗下旅游资源，实现资本市场融资的可能。但是目前云南旅投并非丽江旅游的第一大股东，如果要做上述资本运作，还需要协调其与丽江旅游原有股东的利益关系，整合存在较大的难度。

盈利预测及投资建议

- 我们根据公司最新情况考虑增发影响后，我们上调公司 2009 年盈利预测至 4776 万元（原预测 4420 万元），下调公司 2010 年业绩至 4223 万元（原预测 4900 万元）、2011 年业绩为 6465 万元，对应 2009 年、2010 年、2011 年每股收益分别为 0.419 元、0.363 元、0.556 元。
- 我们采用 DCF 估值测算，公司的合理股价区间为 12.96 元至 14.74 元，公司目前股价为 13.67 元，对应 2009 年、2010 年、2011 年 PE 分别为 32.63 倍、37.65 倍、24.60 倍，股价已属合理。我们维持公司的“持有”评级。但是由于公司增发因素的刺激，以及资源整合想象空间的打开，将带来一定的交易性机会，建议具有风险偏好的投资者可以积极关注。

风险提示

- 增发预案存在不能通过的风险。增发预案还需要股东大会审议以及中国证监会等相关主管机关的批准或核准，能否取得上述主管机关的批准或核准，以及最终取得批准或核准的时间存在不确定性。
- 甲型流感对旅游业的影响超预期的风险。目前我国甲型流感已从输入型阶段上升至社区爆发阶段，甲型流感已对出入境旅游产生显著的不利影响，如果甲型流感在国内大规模的爆发将对国内旅游产生显著影响。

图表2：三张主要报表预测

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	122	154	146	179	184	219
增长率		26.8%	-5.3%	22.7%	2.7%	18.9%
主营业务成本	-20	-30	-27	-43	-58	-65
% 销售收入	16.3%	19.1%	18.8%	24.1%	31.7%	29.6%
毛利	102	125	119	136	126	154
% 销售收入	83.7%	80.9%	81.2%	75.9%	68.3%	70.4%
营业税金及附加	-7	-8	-8	-9	-10	-11
% 销售收入	5.4%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
营业费用	-6	-9	-10	-12	-18	-16
% 销售收入	4.7%	5.9%	7.0%	7.0%	10.0%	7.5%
管理费用	-18	-26	-32	-50	-46	-48
% 销售收入	14.6%	16.7%	21.9%	28.0%	25.0%	22.0%
息税前利润 (EBIT)	72	82	69	64	52	78
% 销售收入	58.9%	52.9%	47.1%	35.7%	28.0%	35.6%
财务费用	2	0	-8	-6	1	2
% 销售收入	-1.5%	-0.2%	5.6%	3.2%	-0.7%	-1.1%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	-3	0	0	0	0
投资收益	-3	10	0	3	2	2
% 税前利润	n.a	12.0%	0.7%	4.8%	3.6%	2.4%
营业利润	70	90	61	61	55	82
营业利润率	57.8%	58.0%	41.9%	34.2%	29.8%	37.6%
营业外收支	2	-3	-2	1	0	0
税前利润	73	86	59	62	55	82
利润率	59.8%	56.0%	40.2%	34.7%	29.8%	37.6%
所得税	-23	-15	-10	-11	-10	-14
所得税率	31.2%	17.3%	17.0%	17.0%	17.5%	17.5%
净利润	50	72	49	52	45	68
少数股东损益	6	5	3	3	3	3
归属于母公司的净利	44	67	46	49	42	65
净利率	36.2%	43.3%	31.4%	27.2%	22.9%	29.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	43	72	49	52	45	68
少数股东损益	6	0	0	0	0	0
非现金支出	11	13	14	23	33	40
非经营收益	3	-6	8	3	-2	-2
营运资金变动	17	13	-25	16	10	12
经营活动现金净流	79	92	45	94	86	118
资本开支	-82	-113	-173	-152	1	0
投资	0	-3	-8	-1	0	0
其他	1	0	0	3	2	2
投资活动现金净流	-81	-116	-181	-150	3	2
股权募资	0	6	4	201	0	0
债权募资	0	45	172	-217	0	0
其他	-26	-39	-15	-7	-17	-12
筹资活动现金净流	-26	12	161	-23	-17	-12
现金净流量	-27	-12	25	-79	72	108

来源：国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	155	142	167	88	160	268
应收款项	7	5	2	5	5	6
存货	2	1	1	2	3	3
其他流动资产	30	4	13	15	14	15
流动资产	195	153	184	110	181	292
% 总资产	50.6%	31.5%	26.4%	14.6%	22.9%	33.9%
长期投资	14	0	8	9	8	8
固定资产	166	299	470	600	568	529
% 总资产	43.3%	61.5%	67.4%	79.6%	71.9%	61.4%
无形资产	10	34	34	33	31	31
非流动资产	190	333	514	643	610	569
% 总资产	49.4%	68.5%	73.6%	85.4%	77.1%	66.1%
资产总计	385	486	698	753	791	861
短期借款	0	45	118	0	0	0
应付款项	5	14	14	20	25	27
其他流动负债	54	62	52	84	83	107
流动负债	59	121	185	104	108	134
长期贷款	0	0	99	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	59	121	284	104	108	134
普通股股东权益	312	348	394	626	656	698
少数股东权益	14	16	20	23	26	29
负债股东权益合计	385	486	698	753	791	861

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.444	0.672	0.462	0.419	0.363	0.556
每股净资产	3.138	3.504	3.967	5.381	5.644	5.999
每股经营现金净流	0.799	0.918	0.453	0.808	0.741	1.015
每股股利	0.330	0.350	0.000	0.150	0.100	0.200
回报率						
净资产收益率	14.15%	19.19%	11.66%	7.78%	6.43%	9.26%
总资产收益率	11.46%	13.75%	6.58%	6.47%	5.34%	7.51%
投入资本收益率	16.01%	16.48%	9.05%	8.19%	6.23%	8.85%
增长率						
主营业务收入增长率	16.30%	26.81%	-5.33%	22.72%	2.69%	18.90%
EBIT增长率	17.96%	7.57%	-15.67%	-6.95%	-19.41%	51.16%
净利润增长率	11.68%	51.40%	-31.22%	6.08%	-13.33%	53.07%
总资产增长率	11.30%	26.21%	43.68%	7.92%	4.98%	8.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.6	12.3	7.6	7.6	7.6	7.6
存货周转天数	42.7	18.7	16.1	16.1	16.1	16.1
应付账款周转天数	5.5	31.7	71.5	71.5	71.5	71.5
固定资产周转天数	211.2	202.2	284.0	899.7	912.3	785.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-48.47%	-26.64%	12.00%	-13.58%	-23.43%	-36.90%
EBIT利息保障倍数	-41.0	-229.6	8.4	11.2	-38.5	-33.7
资产负债率	15.27%	24.93%	40.67%	13.84%	13.67%	15.58%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	3
持有	0	0	1	5	23
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	1	2
评分	0	0	3.00	3.29	3.09

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-02-20	买入	26.40	33.91 ~ 36.33
2 2008-07-08	买入	16.95	20.00 ~ 22.00
3 2008-08-01	买入	14.59	22.00 ~ 22.00
4 2008-10-28	买入	9.42	N/A
5 2009-02-24	持有	12.65	N/A
6 2009-03-10	持有	13.20	N/A

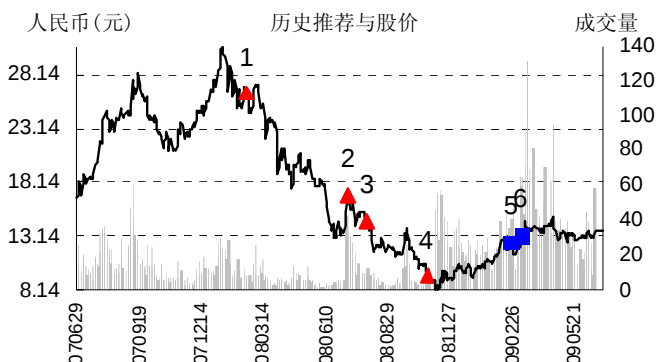
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的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。