

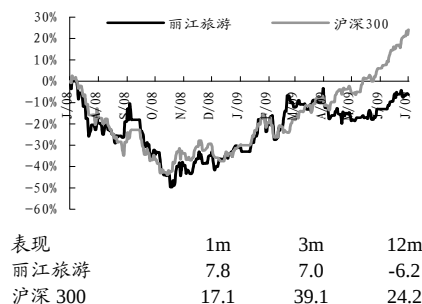
社会服务业—旅游/酒店
Social Work—Tourism/Hotel

2008 年 7 月 23 日

市场数据	2009 年 7 月 22 日
当前价格 (元)	14.73
52 周价格区间 (元)	7.92
总市值 (百万)	1463
流通市值 (百万)	1059
总股本 (万股)	9932.3048
流通股 (万股)	7189.3829
日均成交额 (百万)	3444
近一月换手 (%)	85.3
Beta (2 年)	0.84
第一大股东	丽江玉龙雪山旅游开发 有限责任公司
公司网址	/www.yulongtour.com

盈利能力波动

	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
毛利	82.75	82.84	80.80	82.78
净利率	40.06	22.42	31.94	37.16

一年期收益率比较

吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvlh@csc.com.cn

分析师申明:

本人, 吕丽华, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

短期仍见经营压力 长期已显向好趋势

—丽江旅游 (002033) 2009 年中报点评

评级: 增持

预测指标	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入 (万元)	154.34	146.12	170.96	167.54
净利润 (万元)	66.78	45.93	50.01	38.39
每股收益 (元)	0.57	0.39	0.43	0.33
净利润增长率%	41.38	-31.22	8.88	23.24
每股净资产 (元)	3.50	3.97	4.76	5.72
市盈率	25.84	37.77	34.26	44.64
P/EG	0.62	-1.21	3.86	1.92
市净率	4.21	3.71	3.09	2.58

资料来源: 世纪证券研究所

- 上半年, 公司实现营业总收入 7161.25 万元, 同比增长 17.23%; 营业利润 2981.33 万元, 同比增长 11.41%; 净利润 2249.98 万元, 同比增长 1.70%; 每股收益 0.22 元。营业收入增长主要是受游客接待量大增所致, 其中上半年云杉坪索道游客接待量同比上升 288.84%。净利润与去年同期基本持平主要受促销费用和酒店开业筹备费用影响所致, 销售费用和管理费用同比大幅上升 63.5%、40.6%。
- 公司拟向云南旅投定向增发 1700 万股, 募集资金 2.02 亿元, 用于偿还银行贷款 1.6 亿元及补充流动资金的预案。这将有助于公司降低资产负债率, 提升未来举债能力, 增强长期盈利能力。更重要的是, 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, 掌控云南省核心旅游资源、高级度假酒店、高端温泉度假山庄等。此次进入公司, 打开了后续资源整合预期。
- 公司预计 09 年前三季度净利润将同比减少 0%—30%, 09 年 10 月开业的丽江古城世界遗产论坛中心产生的开办费用及财务费用是主要影响因素。而 2010 年, 公司又将进行为期 7 个月的玉龙雪山大索道停机改造, 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。因此, 未来两年公司业绩难有见长。
- 假设公司非公开发行 2009 年底前完成, 2010 年 4-11 月进行玉龙索道技改, 则预测 09、10 年 EPS 分别为 0.43 元、0.33 元, 当前股价对应下的动态 PE 分别为 34.3、44.6 倍, 估值偏高。但虑及公司酒店项目成长前景看好, 玉龙索道技改后业绩将迅速回升, 引进战略投资者云南旅投可能存在的资产注入预期等, 因此, 上调“增持”投资评级。

上半年游客接待量增长超预期

上半年，公司接待游客数达 82.85 万人次，同比增长了 45.83%。其中，玉龙雪山索道接待游客数为 28.02 万人次，同比下降了 8.4%；云杉坪索道接待游客数 52.26 万人次，同比上升 288.84%，主要原因是云杉坪索道因技改在 2008 年 3 月初才正式恢复营运，云杉坪索道恢复营运后运力大幅上升；牦牛坪索道接待游客数为 2.58 万人次，同比下降了 79.97%，主要原因是去年云杉坪索道停运期间，游客分流至牦牛坪，从而使去年同期牦牛坪接待游客人数大幅上升，而今年云杉坪索道正常运营，加之运营量增大，对牦牛坪索道的接待人数形成了分流。

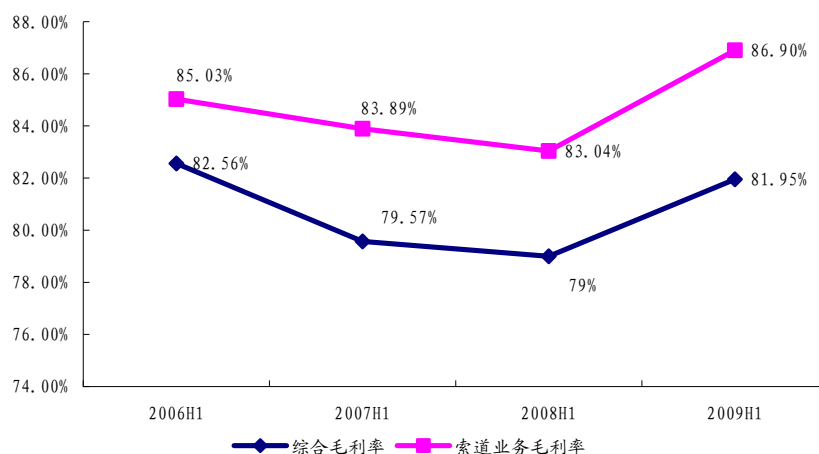
上半年，公司实现营业总收入 7161.25 万元，同比增长 17.23%；营业利润 2981.33 万元，同比增长 11.41%；净利润 2249.98 万元，同比增长 1.70%；每股收益 0.22 元。

营业收入增长主要是游客接待量大增所致，上半年云杉坪索道实现营业收入 2459.18 万元。净利润与去年同期基本持平主要受促销费用和酒店开业筹备费用影响所致。

毛利率提升明显

上半年，公司综合毛利率 81.95%，比一季度提高了 1.15 个百分点，比去年同期提高了 2.95 个百分点，主要原因是云杉坪索道恢复运营，游客接待量大增，促索道毛利率同比大幅提升 3.86 个百分点。

Figure 1 毛利率提升明显



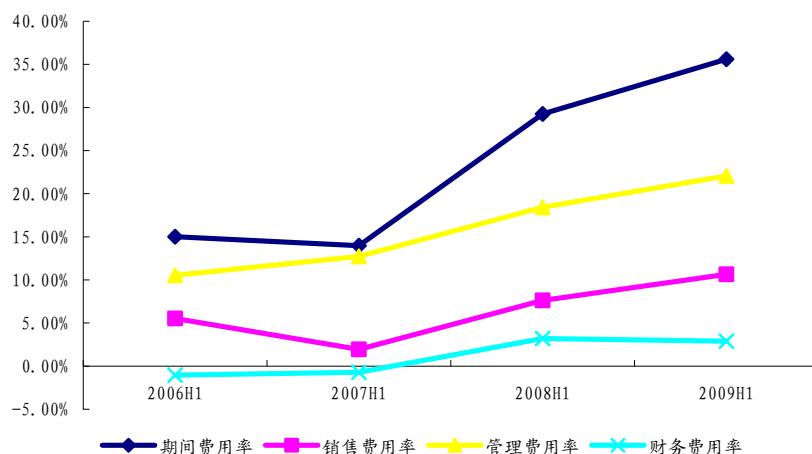
资料来源：Wind 资讯、公司 06-09 年中报、世纪证券研究所

期间费用大幅上升

上半年，发生期间费用 2549.69，同比增长 42.67%，主要原因是促销费用及酒店开业筹备费用所致。其中，销售费用较去年同期增加 297.02 万元，上升 63.80%，主要原因是公司本期接待团队数量较去年同

期大幅增加，使得所计提促销费用增加；管理费用较去年同期增加 456.89 万元，同比上升 40.60%，主要原因为丽江古城世界遗产论坛中心酒店项目本期发生开业筹备费 652.82 万元。

Figure 2 期间费用率及构成



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

引进战略投资者云南旅投已获股东大会通过

公司 7 月 21 日通过股东大会决议，拟非公开发行股票数量为 1700 万股，发行对象云南旅游投资有限公司（以下简称“云南旅投”）拟出资 2.02 亿元参与认购，占本次非公开发行之总股本金 11632.30 万股的比例为 14.61%。募集资金将用于偿还 1.6 亿元银行贷款，剩余部分将用于补充流动资金。本次非公开发行还有待证监会核准。

公司通过本次非公开发行引进战略投资者云南旅投，利用募集资金偿还部分银行贷款，降低资产负债率，可提升未来举债能力，增强长期盈利能力，筹资活动产生的现金流量也将大幅提高。

云南旅投是云南省国资委旗下的大型国有旅游类投资公司，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。云南旅投掌控云南省核心旅游资源、高级度假酒店、高端温泉度假山庄等，旗下拥有 5 个控股子公司，即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。

2009 年下半年经营压力加大

公司下半年将完成丽江古城世界遗产论坛中心的建设工作，预计 09 年 10 月开始营业，但短期内难以对公司业绩产生贡献。

公司预计 09 年前三季度归属于母公司所有者的净利润将同比减少 0%—30%，主要原因是：

一、09 年上半年，公司营业收入、投资收益较去年同期增加，同时成本费用、少数股东损益也较去年同期增加，在此情况下，实现净利润 2222.73 万元，同比上升 0.43%。

二、预计今年第三季度：1、原索道及配套服务业务将与去年第三季度基本持平；2、酒店项目将发生开办费用 350 万元；3、对联营企业将获得 25 万元投资收益；4、财务费用将较上期增加 100 万元。

2010 年受玉龙大索道技改负面影响重大

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，根据公司董事会预测，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，将对公司 2010 年业绩产生重大负面影响。

上调“增持”投资评级

假设公司非公开发行 2009 年底前完成，2010 年 4-11 月进行玉龙索道技改，则预测 09、10 年 EPS 分别为 0.43 元、0.33 元，当前股价对应下的动态 PE 分别为 34.3、44.6 倍，估值偏高。但虑及公司酒店项目成长前景看好，玉龙索道技改后业绩将迅速回升，引进战略投资者云南旅投可能存在的资产注入预期等，因此，上调“增持”投资评级。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.