

社会服务行业

报告原因: 季报点评

2009 年 10 月 21 日

市场数据: 2009 年 10 月 20 日

总股本(亿股)	0.9932
收盘价(元)	15.83
流通股本(亿股)	0.7189
流通市值(亿元)	11.38
1 年内最高最低价(元)	17.5 元 /9.85 元

基础数据: 2009 年 9 月 30 日

资产负债率	50.45%
毛利率	47.18%
净资产收益率	16.43%

相关研究:

《丽江旅游事件点评: 短期缓解财务压力 长期打开整合空间》20090630

《丽江旅游中报点评: 业绩增长难有亮点》20090723

分析师:

加丽果

010-82190386

jialiguo@sxzq.com

联系人:

焦春成

0351-8686990

sxzqyfz@i618.com.cn

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)

最坏的时光也许已经过去

增持

调高评级

公司研究/点评报告

季报概述:

公司前三季度实现营业总收入为 12364.71 万元, 同比增长 21.31%, 实现净利润 3845.71 万元, 同比增长 2.76%, 每股收益为 0.39 元, 净资产收益率为 3.89%; 其中第三季度营业收入为 5203 万元, 同比上升 27.42%, 净利润为 1622.99 万元, 同比上升 6.13%。

点评:

➤ 云杉坪索道应该是公司前三季度营业收入增长的主要贡献者。公司前三季度实现营业总收入为 12364.71 万元, 同比增长 21.31%, 其中第三季度营业收入为 5203 万元, 同比上升 27.42%。引起收入增加的原因我们估计主要有 3 点: (1) 是今年前三季度旅游人数增加带来的量的增加; (2) 是云杉坪索道改造带来的运力增加; (3) 2008 年云杉坪索道因技改在 2008 年 3 月初才正式恢复营运, 同比基数较低。从中报披露看, 2009 年上半年云杉坪索道实现营业收入比上年同期增长 233.11%, 实现净利润比上年同期上升 402.44%, 接待人数比上年同期上升 288.84%, 我们也充分证明了以上三原因。

➤ 预计 2009 年归属于母公司所有者的净利润将比上年同期减少 0%—30%。下降原因: 1、由于酒店营业及原有索道及配套服务随着收入的增长而增加的成本, 公司预计 2009 年营业成本将会比上年增加 1100 万元; 2、预计收入的增加会使得公司营业税金及促销费用比上年增加 860 万元; 3、2009 年酒店项目有 1160 万元的开办费计入管理费用, 而去年同期为 685 万元; 同时酒店开业使得经营管理人员增加, 公司预计 2009 年管理费用比去年同期增加 800 万元; 4、2009 年 9 月公司酒店开业, 借款费用停止资本化, 导致财务费用比上年增加 200 万元; 5、本期子公司云杉坪索道业绩大幅上升, 预计使少数股东本期损益比上年增加 450 万元。

➤ 我们假设 2010 年非公开增发完成, 公司总股本将增加到 11632 万股, 同时公司将减少 1.6 亿贷款, 我们估计可以减少财务费用 960 万(以贷款利率为 6%计算), 同时增加每股收益为 0.08 元/股/年。

➤ 假设玉龙索道 2010 年检修停产 7 个月, 在 2010 年非公开增发完成的基础上, 公司总股本 2010 年将增加到 11632 万股, 保守计算, 以 2008



年营业收入为基数,大概 2010 年将减少净利润为 2386 万元(假设玉龙索道净利率为 0.4),因为我们认为,玉龙索道原来的顾客可以被分流到云杉坪索道(运力 2008 年改造后已经大力增加)和牦牛坪旅游索道,这样,对公司净利润的影响将会小于公司之前公布的 3752 万,以增发完成后的 11632 万股本计算,公司 2010 年减少每股收益为 0.21 元。2011 年玉龙索道修改完成后运力将从 420 元/人提高到 1200 元/人,提高幅度为 186%,假设将提高营业收入为 15%(以 2008 年营业收入为基准)。运力增加将可能带来净利率提高(假设到 0.48),净利润将能比 2008 年提高 736 万元,增加每股收益为 0.06 元/股。

- 我们认为,虽然由于 2009 年酒店开业将导致公司业绩减少,但 2009 年公司在二级市场上的走势明显弱于旅游指数(见图 1:公司最近一年来股价走势图),已经反映了这种业绩预期。同时,2010 年玉龙雪山大索道将停机改造对发行人 2010 年业绩虽然将造成一定影响,但是,公司酒店已经于 2009 年 9 月 21 日开业,2010 年酒店的业绩增长将会平滑玉龙索道改造带来的业绩下滑,我们估计 2010 年酒店可以增加每股收益为 0.08 元。同时,由于公司的定向增发目前已经通过股东大会审议通过,那么我们认为定向增发于 2010 年完成没有什么意外,到时,股本的扩张将摊薄索道改造对公司的影响,并且公司的资产负债率的下降可以带来财务费用的下降。保守计算,以 2008 年营业收入为基数,玉龙索道 2010 年将减少每股收益为 0.21 元/股。
- 综合考虑以上因素,我们预计公司 2009 年每股收益将减少到 0.37 元/股,比 2008 年减少 20%,2010 年每股收益为 0.41 元/股,比 2008 年减少 11%,但比 2009 年增加 11%,2011 年公司业绩在所有影响坏因素都消除的情况下,将迎来业绩的高爆发,每股收益为 0.72 元/股。(盈利预测见表 1:公司 3 年盈利预测图)
- **公司的题材丰富将会催化二级市场上的表现:**定向增发完成后,云南旅投的加盟将打开公司资产注入的大门,加强市场对资产注入的预期。
- 在二级市场上,和同类上市公司相比,公司市盈率处于中下游水平(见表 2:同类上市公司市盈率水平比较);纵比看,以 10 月 20 日收盘价 15.83 元计算,以我们给出的盈利预测为基准,2009 年市盈率为 42 倍,2010 年市盈率为 38 倍,2011 年市盈率为 21 倍。从公司最近 5 年来的 PE-BAND 图,见图 2,公司目前股价处于通道之中,综合考虑,公司

目前估值偏低，还有一定的上升空间。我们调高公司的评级，给予“增持”评级，我们将继续关注公司酒店项目的经营情况，随时调整公司评级。

- **风险因素：**（1）定向增发没有完成；（2）自然灾害和瘟疫等系统性风险；（3）酒店经营没有达到我们的预期。

附：

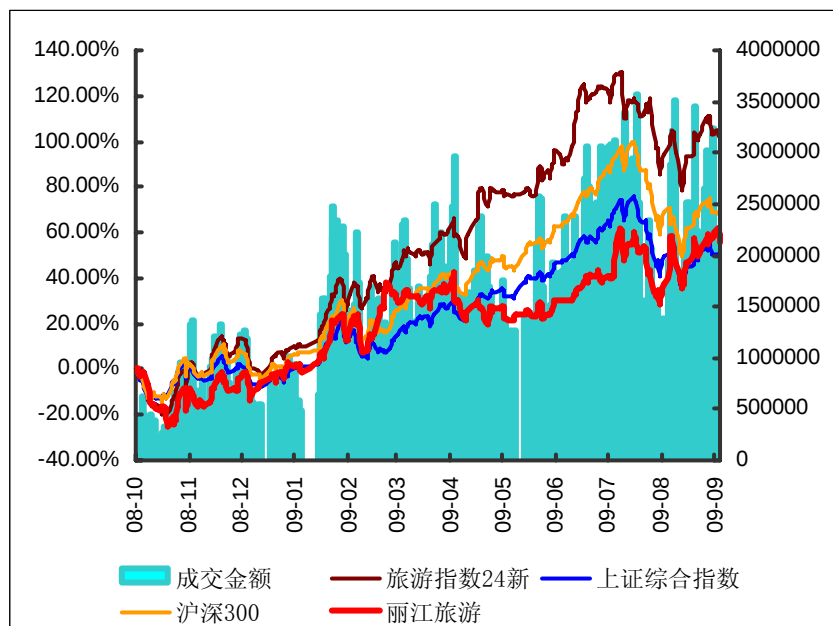
图 1：公司最近一年来股价走势图

表 1：公司盈利预测

表 2：同类上市公司市盈率水平比较

图 2：公司最近 5 年来的 PE-BAND 图

图一：公司最近股价走势弱于旅游指数和沪深 300



资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所

表 1：公司盈利预测：

	2009 年	2010 年	2011 年
新增酒店三年的盈利预测：			
房间数	277.00	277.00	277.00
平均房价(元)	700.00	800.00	850.00
出租率	0.60	0.65	0.75
经营天数	100.00	365.00	365.00
客房营业收入(万)	1163.40	5257.46	6445.44
其他收入(万)	205.31	2253.20	2762.33
总收入(万)	1368.71	7510.66	9207.78
开办费管理费增加(万)	1003		
营业税金率	0.1	0.1	0.1
营业成本率	0.5	0.48	0.45
期间费用率	0.3	0.28	0.28
营业利润(万)	-866.13	1051.49	1565.32
所得税率%		0.15	0.15
净利润(万)		893.77	1330.52
总股本(万)	9932	11632	11632
每股收益增加(元)	-0.087205942	0.076837	0.1143848

0.08 定向增发完成后 财务费用减少增加每 股收益(元)	0	0.08	0.08
2010 年玉龙索道检修 减少每股收益(元)	0	-0.21	0.06
每股收益(元)	0.37	0.41	0.72
10 月 20 日收盘价 (元):	15.83	15.83	15.83
PE	42.46	38.45	22.06

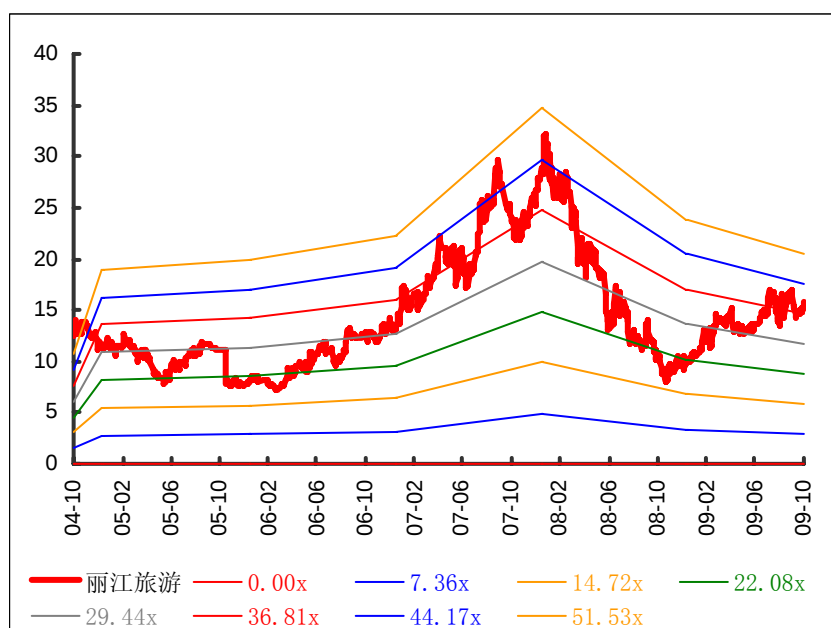
资料来源：公司公开资料 山西证券研究所

表 2：同类上市公司市盈率水平比较

证券代码	证券简称	市盈率(PE) 2009-10-20 当年中报×2
002159.SZ	三特索道	179.52
000888.SZ	峨眉山 A	86.52
000978.SZ	桂林旅游	77.07
600054.SH	黄山旅游	46.32
002033.SZ	丽江旅游	35.37
600138.SH	中青旅	24.50
600258.SH	首旅股份	24.07

资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所

图 2：公司最近 5 年来的 PE-BAND 图



资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所

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

免责声明：

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。