

确定性的业绩下滑与增长——丽江旅游（002033）调研简报

增持（维持）

酒店旅游行业 2009年11月12日

张学鹏

010-66045565

zhangxp@txsec.com

事件描述：

2009年11月9日至11日，我们对丽江旅游进行了实地调研，重点考察了丽江和府皇冠假日酒店运营情况、丽江当地旅游市场状况及公司定向增发引进云南旅投的进展与未来整合的可能性。

评论：

1. **丽江和府皇冠假日酒店运营情况。**公司全资拥有的丽江和府皇冠假日酒店为五星级酒店，由全球著名酒店管理集团洲际集团管理，投资总额达4.3亿元，由泰国设计师设计。酒店位于古城南入口处，地理位置较好，共有客房274间，其中已投入使用的为261间，12间套房将于2010年1月开始营业。酒店会议设施较为完备，共有4间小会议室，容纳人数为10-15人，1间中型会议室（80m²），最大可容纳80人，一个多功能厅（710m²），最大可容纳450人（可分割使用）。酒店定位于休闲会议旅游，从我们实地调研了解的情况及感受看，酒店的设计风格、管理水平、硬件设施、地理位置等都具备一定的优势，辅以洲际集团的全球销售网络及品牌影响力，预计酒店的市场培育期将大为缩短，乐观预计2010年即可贡献利润。

酒店已于2009年9月21日开始试营业，预计2009年有1100万元的开办费计入管理费用，当年亏损有望控制在2000万元以内。

图表1： 丽江和府皇冠假日酒店情况

	数量	容纳人数	是否已投入使用	面积(m ²)
客房	274			
高级房	174		是	
豪华房	44		是	
庭院房	44		是	
套房	12		2010年1月11日	
餐厅	2			
中餐厅	1	260	是	
巴西查玛斯烤肉	1	80	是	
会议室	6			
小型会议室	4	10-15人/间		30
中型会议室	1	80		120
多功能宴会厅	1	450		710
健身中心	1			
游泳池	1		11月底	

数据来源：丽江和府皇冠假日酒店，天相投顾整理



2. 公司定向增发引入云南旅投为后续发展提供更多可能性。2009年7月，公司股东大会审议通过向云南旅投定向增发1700万股，募资2亿元的方案，此次定向增发被市场解读为云南旅投欲借丽江旅游的上市平台整合旗下旅游资产之举，我们认为从云南旅游产业整合的大方向上看，这种可能性并非不存在，而从丽江旅游的发展战略看，借助更大的平台资源走出丽江也是其发展的应有之义，但是需要注意的是，其间牵涉到诸多利益方，整合的进程、方式及力度都存在较大的不确定性。从时间上推测，预计完成增发的时间应该在2010年一季度，增发完成后，云南旅投将成为公司第三大股东。

2005年，云南省委、省政府作出了实施旅游“二次创业”、实现由旅游大省向旅游经济强省跨越的决策，2008年11月底，云南省政府出台了《云南省旅游产业发展和改革规划纲要》，意在利用云南特色旅游资源和区位优势，促进云南旅游行业发展，2009年4月27日，国家发改委批准了《云南省旅游产业发展和改革规划纲要》，明确提出云南旅游发展的新目标：力争到2015年，接待海内外游客达到2亿人次（其中海外旅游者超过550万人次），年均增长10.19%；旅游总收入达到1300亿元，年均增长11.12%，旅游业增加值占GDP的比重由2007年有6.8%提高到10.8%，在全省服务业的比重提高到17.5%。《纲要》还指出要加快推进国有大型旅游企业集团的股份制改造，支持云南大型国有旅游企业，发展和完善以世博股份、丽江旅游等上市公司为基本构架的投融资平台。

图表2：云南旅投旗下公司简介

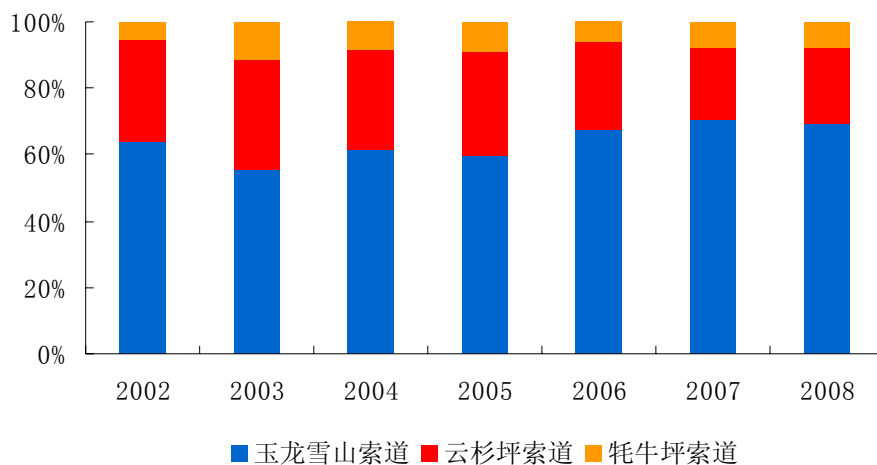
名称	简介	备注
大理旅游集团有限责任公司	公司2002年9月23日成立，旗下拥有崇圣寺三塔文化旅游区、蝴蝶泉公园、洱海游船、南诏风情岛、洱海公园、天龙八部影视城、感通道、苍山道、鸡足山等多个旅游资源。	持股比例为59%
云南旅投麒麟温泉开发有限公司	公司成立于2006年12月12日，位于滇东的曲靖市，主要负责曲靖麒麟温泉度假区项目的开发，该项目占地5.7平方公里，建设周期8年，计划总投资50亿元。	
云南旅投勐仑旅游小镇开发建设有限公司	公司成立于2007年9月，位于滇南的西双版纳州，主要负责对勐仑小镇建设规划中所确定的高星级度假酒店、旅游风情街区、自驾车营地等重要项目进行投资建设，项目规划总用地面积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	公司成立于2007年9月，位于滇南的西双版纳州，主要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。	
龙陵县邦腊掌温泉有限责任公司	2009年5月8日，云南旅投投入1亿现金，以90%的股权绝对控股权。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。	持股比例为90%
云南金孔雀旅游集团有限公司	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。	已经出资2.9亿元并购成功

资料来源：公司非公开发行股票预案

3. 酒店二期项目及玉龙湾项目建设情况。据公司公告，公司原计划的丽江古城南入口旅游服务区项目已变更为酒店二期建设项目，从我们本次调研了解的情况看，该项目建设尚未开始，目前也未有明确的规划；限于资金压力，玉龙湾项目也已暂缓推进，两个项目何时开始建设，公司将会综合权衡后再行安排。

4. 大索道改造情况。公司玉龙雪山索道（以下简称“大索道”）将按计划于2010年4月至11月进行停运改造，大索道停运对明年的业绩将造成较大影响，2008年大索道在三条索道中收入占比最高，达到69.71%，云杉坪索道次之23.17%，牦牛坪索道为7.67%。为减少大索道停运的影响，公司将在营销上将加大对云杉坪和牦牛坪索道的推广力度。改造后公司大索道运力将有较大幅度提升（由100万人次/年提升至360万人次/年），从已经改造完成的云杉坪索道情况看，运力的提升将会带来收入的显著提升（云杉坪索道改造后由120万人次/年提升至380万人次/年，2009年上半年云杉坪索道接待游客数52.26万人次，比上年同期上升288.84%，实现净利润1206万元，同比增长402.44%。）

图表 3： 三大索道历年营业收入占比



资料来源：公司定期报告 天相投资顾问有限公司

图表 4： 三大索道改造前后运力和折旧对比

索道名称	改造前运力 (万人次/年)	改造后运力 (万人次/年)	改造前年折旧 (万元)	改造后年折旧 (万元)
玉龙雪山	100	360	600	1000
云杉坪	120	380	100	350
牦牛坪	96	96	100	100

资料来源：公司定期报告 天相投资顾问有限公司

5. 通达性将进一步改善。大丽铁路开通后，由于配套设施并没有到位，昆明至丽江尚没有直达车，预计随着条件的逐步完善，昆明至丽江的直通列车将会开行；丽江目前没有国际航班，据了解国际航班也将会很快开通，此外，丽江至周边城市的多条高速公路也将陆续开通，届时丽江地区的可通达性将进一步提升。

6. 我们的观点：依托丽江地区丰富的旅游资源，公司的索道业务在大索道改造后预计可以实现大幅增长，但其后的长期增长潜力将会遭遇瓶颈，因此公司必须寻找到新的利润增长点以实现业绩的持续增长，丽江和

府皇冠假日酒店是其中之一，酒店二期项目、玉龙湾项目是未来将要开发的重点，从公司发展前景看，引进新的投资者，借助资本平台实现跨地区发展将是未来发展的最大看点，这其中的关键因素有两个，一是政府政策的支持（带有国资背景的旅游产业整合），二是公司人才的储备。

7. 盈利预测与投资评级。预计公司2009、2010和2011年每股收益分别为0.39元、0.35元和0.76元。以11月12日收盘价17.68元计算，对应动态市盈率分别为45倍、51倍和23倍，我们认为公司合理估值水平在35倍左右，2010年由于大索道改造会带来一定的业绩压力，但并不改变公司的长期投资价值，我们维持公司“增持”的投资评级。

8. 风险提示。2010年公司业绩将出现下滑，对短线投资者（投资周期一年以内）而言存在一定的投资风险。

图表 5：盈利预测表（单位：万元）

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	12,171	15,434	14,612	18,634	17,823	30,149
增长率(%)	16.30%	26.81%	-5.33%	27.53%	-4.35%	69.15%
减：营业成本	1,983	2,953	2,745	4,003	4,476	5,817
毛利率(%)	83.71%	80.87%	81.21%	78.52%	74.89%	80.70%
营业税金及附加	654	825	767	1118	945	2412
销售费用	577	914	1017	1398	1283	2412
管理费用	1782	2585	3203	5781	5830	9131
财务费用	-185	-36	815	932	356	603
期间费用率(%)	17.87%	22.44%	34.46%	43.53%	41.91%	40.29%
资产减值损失	0	9	-11	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	-270	0	0	0	0
投资收益	-321	1,040	41	0	0	0
营业利润	7,039	8,954	6,116	5,402	4,933	9,773
增长率(%)	22.00%	27.21%	-31.69%	-11.67%	-8.68%	98.10%
加：营业外收入	5	50	50	100	100	100
减：营业外支出	178	355	287	30	30	30
利润总额	6,866	8,649	5,880	5,472	5,003	9,843
增长率(%)	22.85%	25.96%	-32.01%	-6.93%	-8.57%	96.73%
减：所得税	2268	1494	997	821	751	1477
净利润	4,598	7,154	4,883	4,652	4,253	8,367
归属于母公司的净利润	4,003	6,678	4,593	3,902	3,453	7,567
增长率(%)	20.43%	66.84%	-31.22%	-15.06%	-11.50%	119.14%
净利润率(%)	37.78%	46.35%	33.42%	24.96%	23.86%	27.75%
少数股东损益	595	476	290	750	800	800
总股本（万股）	9932	9932	9932	9932	9932	9932
每股收益（元）	0.40	0.67	0.46	0.39	0.35	0.76

数据来源：公司年报、天相投资顾问有限公司



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014