

苏 平 86-755-82943252
suping@cmschina.com.cn
林周勇 86-755-82943201
linzy@cmschina.com.cn

2009年11月27日

丽江旅游(002033.SZ)/17.70元

酒店明年有望盈利，大索道改造利在长远

可选消费·旅游

目标估值：20-24元

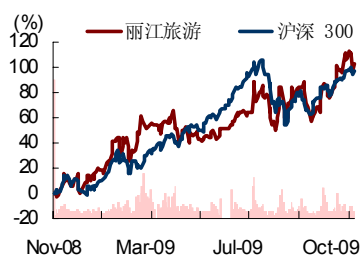
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3290
总股本(万股)	9932
已上市流通股(万股)	7189
总市值(亿元)	18
流通市值(亿元)	13
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	11.2
资产负债率	52.2%
主要股东	玉龙雪山旅游公司
主要股东持股比例	26.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	43	94
相对表现	4	14	1



相关报告

丽江交通正进一步改善，对公司构成长期利好；我们预计酒店 2010 年有望盈利，大索道改造虽然影响 2010 年业绩 3000 多万，但提升未来的盈利能力；维持 09-10 EPS 0.45、0.38 的预测，上调 2011 年的预测至 0.87 元（原 0.80 元）。云南旅投入股对公司意义重大，事件进展将是股价的催化剂，维持审慎推荐 A 的投资评级，目标价 20-24 元。

- **酒店 2010 年可能盈利。**古城世界遗产论坛中心酒店客房 274 间，9 月份试营业，预计明年初完全营业。酒店地理位置、硬件设施、管理服务在丽江均具有较大的优势；目前经营情况很好，开业以来平均出租率约 50%，目前约 80%，房价（携程）近 900 元。我们预计 2010 年有望盈利。
- **交通正进一步改善。**9 月份，昆明-丽江铁路全线贯通，正常运营后，行程从 10 小时缩短至 5 小时；大理-丽江高速公路即将动工，建成后，昆明-丽江仅需 6 小时；丽江机场正在扩建，预计 2010 年完工，此外，丽江正申请成为口岸机场，届时，丽江可直接开通国际航线。
- **云龙雪山索道改造虽影响 2010 年业绩，有利于长远发展。**索道将于 2010 年 4-10 月停运改造，我们预计影响收入 4000 多万，影响利润 3000-3500 万；索道改造后，运力将由 400 人次/小时提升至 1200 人次/小时，且舒适性大幅改善；因此，改造后，索道盈利能力将显著增强，有利于长远发展。
- **云南旅投入股进展将成股价催化剂。**云南旅投是云南省旅游业的两大投融资平台之一，目前拥有金孔雀集团、大理旅游集团等 7 个景区资源。丽江旅游拟向云南旅投定向增发 1700 万股，目前证监会正在审核中；增发完成后，云南旅投将成丽江旅游第三大股东，持股 14.6%；云南旅投可能将丽江旅游作为投融资平台，整合旗下的旅游资源；增发进展将成为股价催化剂。
- **维持审慎推荐评级，目标价 20-24 元。**09、10 年由于非持续性因素影响，业绩处于低点，维持 09-10 EPS 0.45、0.38 的预测，将 2011 年 EPS 由 0.8 元上调至 0.87 元。剔除非持续性因素影响，2010 年公允 EPS 0.80 元，以 25-30 倍 PE 估算，合理价格区间 20-24 元，估值仍具备吸引力，维持审慎推荐 A 的评级。短期内云南旅投入股进展将成为股价催化剂。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	154	146	184	240	329
同比增长	20%	-5%	26%	31%	37%
营业利润(百万元)	90	61	62	58	121
同比增长	14%	-32%	1%	-5%	107%
净利润(百万元)	67	46	44	38	87
同比增长	41%	-31%	-3%	-14%	128%
每股收益(元)	0.67	0.46	0.45	0.38	0.87
PE	27.2	39.6	41.0	47.8	21.0
PB	5.2	4.6	4.2	3.8	3.2

资料来源：招商证券

1、玉龙雪山索道改造有利于增强盈利能力

明年玉龙雪山索道将停业改造。索道停运改建工作推进顺利，预计明年 4-10 月进行停运改造，改造期约 7 个月，预计改造总投入约 1 亿元。按平均 10 年折旧计算，投入运营后，年折旧约 1000 万元（注：玉龙雪山索道目前已无需计提折旧）。

玉龙雪山索道停运改造预计影响净利润 3000-3500 万。索道 08 年接待游客 70 万人次，收入 8759 万元，成本 1038 万元，成本大多为固定成本。不考虑游客分流至云杉坪和牦牛坪两条索道，预计改造将影响收入约 5000 万元，影响净利润 3500-4000 万元；考虑到索道游客的分流，预计实际影响净利润 3000-3500 元。

改造后，玉龙雪山索道盈利能力将显著增强。目前索道运力仅 400 人次/小时，改造后运力可提升至 1200 人次/小时，游客排队问题将得到有效缓解，舒适性也将大幅改善，盈利能力也将显著提升。

2、酒店经营情况很好

酒店 9 月份开始试营业，预计 10 年初全面开业。丽江古城世界遗产论坛中心（和府皇冠假日酒店）总投资约 4 亿元，9 月 21 日开始对外试营业。酒店客房数量 274 间（其中套房 10 间），会议室 8 个，最大可容纳 500 人；此外，游泳池、spa 等配套设施已基本建成，预计明年年初可投入使用。

酒店目前经营情况很好。我们所入住的周四、周五，入住率分别达 78%、85%；目前携程网上的最低房价为 897 元，提前三天预订，最低房价为 690 元。酒店目前经营情况很好，主要是：一方面是酒店产品很好，很具吸引力；另一方面是年底会议比较多。

我们看好酒店的前景。（1）该酒店是古城内唯一的五星级酒店，硬件设施一流，洲际的管理水平也是世界一流的；（2）丽江，乃至整个云南旅游业长期向好；（3）扩建亦有空间，我们实地调研发现，在原征地计划中的两块土地（位于酒店大门两侧）已基本完成拆迁工作，面积合计约 50 多亩（目前酒店占地 73 亩）。

3、交通将持续改善

机场扩建，有望开通国际航线。丽江机场正扩建中，预计 2010 年能投入运营，此外昆明新机场也正在建设中；丽江正申请口岸机场资格，若获批，将可直接开通国际航线。

铁路交通 2010 年将有效改善，昆明-丽江车程由目前 9 小时缩为 5 小时。大理-丽江铁路（昆明-丽江铁路的重要组成部分）已建成，至此，昆明-丽江铁路全线贯通，并于 9 月 28 日试通车。昆明-丽江铁路全长约 500 公里，其中大理-丽江段全长 162.4 公里，设计时速 120 公里/小时。我们预计 2010 年中正式投入运营，昆明-丽江的陆上交通时间由目前的 10 小时缩短为 5 小时（假设开通直通列车）。

长远规划，昆明-丽江铁路将向北延伸 1500 公里，至云南最北部的德钦县，然后向西进入西藏波密、林芝等地，最后到达拉萨。

此外，大理正在力争今年年内开工建设昆明—大理城际铁路，设计时速达 200 公里。

丽江-昆明高速公路也即将动工，建成后，昆明-丽江仅需 6 小时。目前，昆明-大理高速公路已通车，大理-丽江高速公路也即将动工。大理-丽江高速公路全长约 180 公里，设计时速 100 公里/小时。建成后，大理-丽江将由 3 个多小时缩短为 1 个多小时，昆明-丽江仅需 6 小时。

交通改善对丽江旅游业构成长期利好。随着铁路、公路、航空的改善，丽江将形成立体交通网络，成为云南的交通枢纽之一。游客进入丽江将更为方便，将进一步巩固丽江在云南旅游业的龙头地位，对公司发展构成长期性的利好。

4、云南旅投入股将成催化剂

云南旅投入股正处证监会审核中。云南旅投拟已以 11.91 元的价格认购丽江旅游 1700 万股，完成后将成为第三大股东，持股 14.6%。定向增发事宜已通过股东大会，目前正在证监会的核准中。

云南旅投是云南重点旅游项目的投融资平台。云南旅投成立于 2005 年 10 月，由云南省开发投资有限公司和云南世博集团共同出资成立，注册资本 5 亿元，开发投资公司持股 95%，世博集团持股 5%。云南旅游是为实现云南旅游业二次创业战略目标而成立的专业投资公司，是云南省发展重点旅游项目的政府性融资平台和投资主体；云南旅投将在，整合、改造、提升存量旅游景区、景点的同时，积极开发增量旅游资源；采用资本运作的方式，为云南旅游产业提供资金支持。

云南旅投下属有不少景区尚需开发。云南旅投目前有 8 家控股公司：麒麟温泉开发、大理旅游集团、勐仑旅游小镇、景洪云旅、云南金孔雀集团、邦腊掌温泉、昆明新南疆酒店、正融企业管理咨询公司等，总资产超过 25 亿。正在运作的项目有：曲靖麒麟温泉小镇、版纳勐仑旅游小镇、景洪嘎洒温泉小镇、大理苍山索道、西耶河文化长廊、冰川鸡足山景区改造、龙陵邦腊掌温泉项目等。

云南旅投入股对公司意义重大。我们认为：（1）云南旅投若成功参股丽江旅游，很有可能将丽江旅游作为一个业务整合平台，这不仅符合云南旅游的发展战略，也是云南旅游解决后续资金需求的可行性措施；（2）云南旅投入股，有助于提升丽江旅游在云南旅游业中的地位，增强发展后劲；（3）云南旅投入股，将成为股价上涨的催化剂。

5、维持审慎推荐的投资评级

造成 09、10 年业绩低点的因素是非持续性因素。09、10 年是业绩低点，影响因素是非持续性的：“金融危机对 09 年全年还是产生一定的影响的，而且酒店约 1000 万元的开办费也对业绩产生较大的影响；2010 年，大索道停运改造也将对业绩产生较大的负面影响；但这些因素都是非持续性因素。”

上调 2011 年盈利预测至 0.87 元，维持审慎推荐 A 投资评级。我们预计 2011 年业绩将有较大幅度增长；维持 09-10 EPS 0.45、0.38 预测，将 2011 年预测从 0.80 上调至 0.87 元。我们认为，公司 2010 年公允 EPS 在 0.80 元，以公允业绩 25-30 倍 PE 测算，合理价格应在 20-24 元，目前估值仍有吸引力，维持审慎推荐 A 的评级。云南旅投入股的进展将是股价上涨的重要催化剂。

图 1: 丽江旅游历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 丽江旅游历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

古城世界遗产论坛中心酒店实景



敬请阅读末页的重要说明

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	153	184	114	181	334
现金	142	167	98	159	306
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	5	1	2	2	3
其它应收款	1	1	11	17	19
存货	1	1	2	3	4
其他	4	13	1	1	2
非流动资产	333	514	540	514	479
长期股权投资	0	8	8	8	8
固定资产	85	114	449	454	430
无形资产	8	8	6	6	5
其他	240	384	76	46	36
资产总计	486	698	654	695	813
流动负债	121	185	88	80	96
短期借款	45	118	27	20	20
应付账款	5	6	1	2	2
预收账款	0	0	0	0	0
其他	71	60	60	58	74
长期负债	0	99	99	99	99
长期借款	0	99	99	99	99
其他	0	0	0	0	0
负债合计	121	284	187	179	195
股本	99	99	99	99	99
资本公积金	128	128	128	128	128
留存收益	78	120	211	249	336
少数股东权益	16	20	28	39	55
母公司所有者权益	348	394	438	476	563
负债及权益合计	486	698	654	695	813

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	91	45	108	105	174
净利润			44	38	87
折旧摊销			35	56	55
财务费用			15	8	6
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(5)	(8)	11
其它			18	12	15
投资活动现金流	(116)	(181)	(70)	(30)	(20)
资本支出			(70)	(30)	(20)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	12	161	(106)	(15)	(6)
借款变动			(91)	(7)	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	0	0
其他			(15)	(8)	(6)
现金净增加额	(13)	25	(67)	60	148

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	154	146	184	240	329
营业成本	30	27	41	53	73
营业税金及附加	8	8	10	13	17
营业费用	9	10	13	14	16
管理费用	26	32	43	94	96
财务费用	(0)	8	15	8	6
资产减值损失	0	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	(3)	0	0	0	0
投资收益	10	0	0	0	0
营业利润	90	61	62	58	121
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	4	3	0	0	0
利润总额	86	59	62	58	121
所得税	15	10	9	9	18
净利润	72	49	52	50	103
少数股东损益	5	3	8	12	16
母公司所有者净利润	67	46	44	38	87
EPS (元)	0.67	0.46	0.45	0.38	0.87

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	20%	-5%	26%	31%	37%
营业利润	14%	-32%	1%	-5%	107%
净利润	41%	-31%	-3%	-14%	128%
获利能力					
毛利率	80.9%	81.2%	77.6%	77.8%	77.8%
净利率	43.3%	31.4%	24.2%	15.9%	26.3%
ROE	19.2%	11.7%	10.1%	8.0%	15.4%
ROIC	18.0%	9.1%	11.0%	8.8%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	24.9%	40.7%	28.7%	25.8%	24.0%
净负债比率	9.3%	31.1%	19.3%	17.1%	14.6%
流动比率	1.3	1.0	1.3	2.3	3.5
速动比率	1.3	1.0	1.3	2.2	3.4
营运能力					
资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
存货周转率	19.5	22.7	23.1	21.7	22.3
应收帐款周转率	29.6	48.2	132.5	134.9	137.7
应付帐款周转率	11.5	5.1	11.4	37.7	38.6
每股资料(元)					
每股收益	0.67	0.46	0.45	0.38	0.87
每股经营现金	0.92	0.45	1.09	1.06	1.75
每股净资产	3.50	3.97	4.41	4.80	5.67
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	27.2	39.6	41.0	47.8	21.0
PB	5.2	4.6	4.2	3.8	3.2
EV/EBITDA	19.7	24.2	18.1	16.6	11.1

分析师简介

苏平，武汉城市建设学院景园建筑专业学士、北京大学人文地理专业硕士。目前为招商证券社会服务业分析师，8 年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与 starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区社会服务业第二名，07、08 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名，05、06 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第三名。率先发掘并持续推荐了华侨城等一批优质公司。

林周勇，硕士，07 年 3 月加入招商证券。07、08 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名（小组）。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。