

丽江旅游 (002033): 咬紧牙关度过 2010 年 技改之后现彩虹 增持 (维持)

旅游

当前股价: 18.77 元

报告日期: 2010 年 2 月 8 日

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	146	183	208	339
(+/-)	-5.33%	25.37%	13.57%	63.12%
营业利润	61	61	46	112
(+/-)	-31.69%	-0.79%	-23.48%	141.64%
归属于母公司 的净利润	46	38	32	88
(+/-)	-31.22%	-16.68%	-16.22%	174.36%
每股收益 (元)	0.39	0.33	0.28	0.76
市盈率 (倍)	48	57	68	25

公司基本情况 (2009 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	9,932/7,189
流通市值 (亿元)	13.49
每股净资产 (元)	4.20
资产负债率 (%)	54.11%

股价表现 (最近一年)



王旭

010-66045513 wangxu@txsec.com

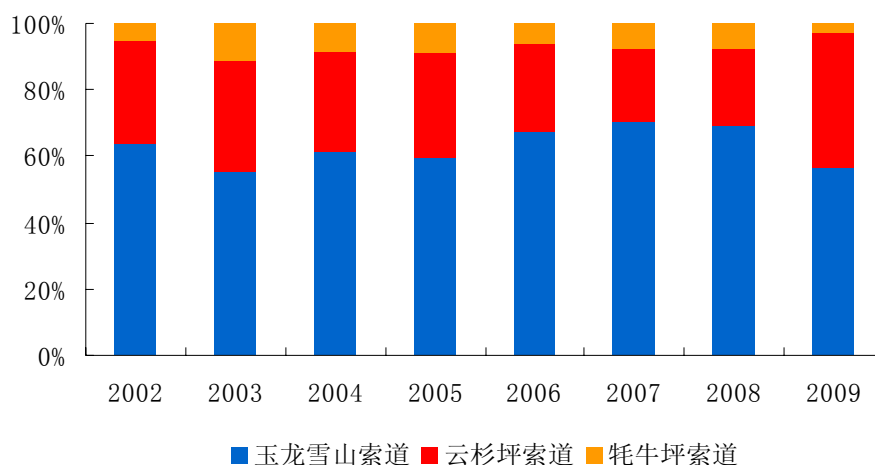
服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009 全年, 公司实现营业收入 1.83 亿元, 同比增长 25.37%; 营业利润 6,068 万元, 同比下降 0.79%; 归属母公司净利润 3,827 万元, 同比下降 16.68%; 每股收益 0.39 元。公司净利润下降原因是酒店开业发生开办费 1,360 万元, 比 2008 年增加 674 万元, 同时酒店 10 月份开始计提折旧。分配预案是每 10 股派发现金股利 1.50 元。
- 公司提出 2010 年经营目标。**公司计划 2010 年实现营业收入为 1.7 亿元, 其中索道及综合服务业务计划实现营业收入 1.1 亿元, 酒店业务实现营业收入 6,000 万元; 索道及综合服务业务计划实现利润总额 5,400 万元; 酒店业务计划实现利润总额-1,000 万元, 酒店业务处于导入期。
- 四季度毛利率提升, 但是酒店营业使 2010 年毛利率下降。**2009 全年, 公司综合毛利率为 83.88%, 同比增长 2.67 个百分点。通过分季度的盈利分析可以看出, 第四季度, 公司综合毛利率提升 3.40 个百分点, 至 86.24%, 得益于云杉坪索道恢复营运后运力大幅上升, 导致游客接待量上升。云杉坪索道因改造在 2008 年 3 月正式恢复营运, 云杉坪索道恢复营运后运力大幅上升, 导致游客接待量上升。但是未来随着低毛利率的酒店业务收入提高以及玉龙雪山索道停机技改, 公司的综合毛利率将有所下降。
- 费用率全面增加。**全年公司产生的销售费用为 2,144 万元, 同比增长 110.74%, 销售费用率为 11.7%, 同比增加 4.74 个百分点, 原因是公司加大对云杉坪索道的促销。管理费用 5,192 万元, 同比增长 62.08%, 管理费用率为 28.34%, 同比增加 6.42 个百分点, 原因为丽江古城世界遗产论坛中心酒店项目发生开业筹备费和和府皇冠假日酒店固定资产折旧费用大幅上升形成。财务费用 1,083 万元, 同比增长 32.87%, 财务费用率为 5.91%, 同比增加 0.33 个百分点, 原因是公司借款增加较多。
- 2010 年公司对玉龙雪山索道进行停机技改。**2010 年公司计划对玉龙雪山索道进行停机技改, 玉龙雪山索道停机改造, 将对改造当年公司的业绩造成较大的短期冲击, 但从云杉坪技改完成后的接待情况看, 玉龙雪山索道改造后, 索道运力的提高和服务水平的提升将对公司的长期经营和盈利带来长期积极的影响。因此, 未来几年公司预计索道业务仍将继续保持稳定。

2009 年公司下属三条索道 2009 年共计接待游客 203.90 万人次，比 2007 年增加了 34 万人次，比 2008 年的 141.18 万人次增加了 62.72 万人次，增长率为 44.43%。公司玉龙雪山索道接待游客数为 66.84 万人次，占玉龙雪山索道最大年接待量 100 万人的 66.84%。玉龙雪山索道利用效率平均基本在 70%左右，但旺季运力明显不足，因此公司技改提升运力。云杉坪索道接待游客数为 128.43 万人次，同比增加 138.32%，接待游客数占最大年接待量 380 万人次的 33.80%。云杉坪索道接待游客数为运力的 33.80%，主要是因为云杉坪索道改造后于 2008 年 3 月 7 日开始运营，改造后的运力大幅提升了 3 倍。牦牛坪索道接待游客数为 8.63 万人次，较上年同期有较大幅度的下降，接待游客数占牦牛坪索道最大年接待量 96 万人次的 9.00%。牦牛坪景区尚处于开发初期，且该索道相比玉龙雪山索道、云杉坪索道所处位置较偏。

图表 1：公司三条索道营业收入占比情况



数据来源：公司定期报告

图表 2：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

2009 年公司下属的丽江古城唯一的五星级酒店开始营业，在丽江高端酒店市场中占有独特的地段优势。目前整个丽江共有五星级酒店 5 家，2010 年雅高丽江铂尔曼度假酒店计划开业，未来阿曼酒店、金茂酒店等高端酒店计划进驻丽江，丽江高端酒店的竞争将日趋激烈。丽江和府皇冠假日酒店定位为高端的休闲度假酒店，公司力争使该酒店成为丽江最具竞争力的休闲度假酒店并争取尽快实现盈利。但由于丽江酒店市场竞争激烈，因此未来酒店业务的业绩将会有比较大的波动，从而导致公司整体业绩的波动性变大。2009 年丽江和府酒店有限公司总资产为 3,842 万元，全年实现营业收入为 1,021 万元。全年实现净利润为-1,658 万元。我们预计酒店成熟后，每年为公司新增营业收入 6991 万元，营业利润 4959 万元。



图表 3： 酒店营业收入和利润测算

	2010E	2011E	2012E
房间数	274	274	274
预计房价	750	750	750
出租率	60%	70%	70%
客房收入（万元）	4439	5179	5179
客房毛利率	80%	80%	80%
客房成本（万元）	888	1036	1036
其他收入（万元）	1332	1813	1813
其他业务毛利率	45%	45%	45%
其他业务成本（万元）	732	997	997
其他收入占比	30%	35%	35%
酒店总收入	5770	6991	6991
酒店总成本（万元）	1620	2033	2033
营业利润	4150	4959	4959
折旧及开办费（万元）	800	800	800

资料来源：丽江和府皇冠假日酒店 天相投资顾问有限公司

云南规划+云南旅投定向增发+解决公司资产负债率偏高=公司持续增长

云南省旅游纲要提出要把公司建成投融资平台。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。

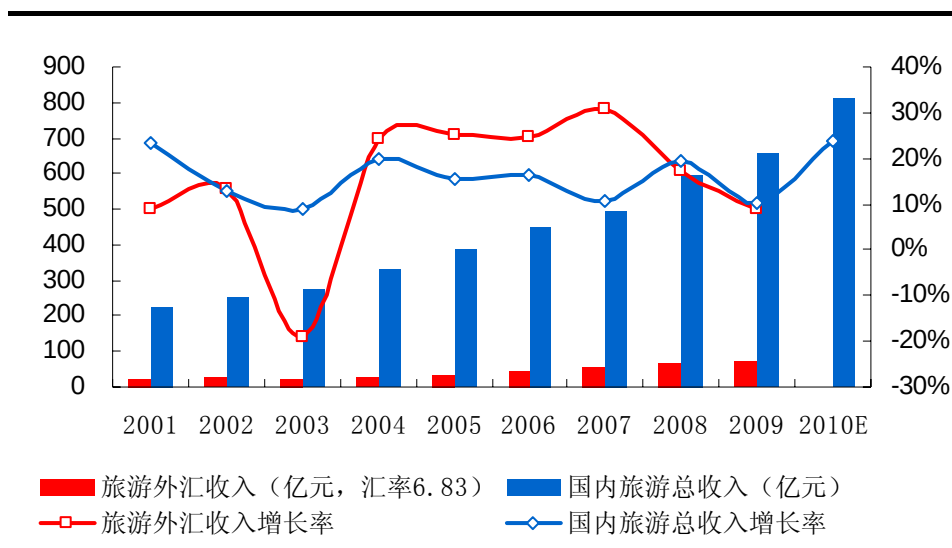
《纲要》还指出要加快推进国有大型旅游企业集团的股份制改造。发展和完善以丽江旅游等上市公司为基本构架的投融资平台。

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重大决策。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，从而带动云南经济社会又好又快发展。

云南旅投拟以现金2.02亿元认购本次非公开发行的1700万股股票。云南旅投是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，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。如果发行成功，在扣除相关发行费用后，将用于偿还1.6亿元银行贷款，剩余部分将用于补充公司流动资金。公司将成为具有云南国资委背景的企业，成为投融资平台。

公司自2007年以来资产负债率上升较多，而速动比率及利息保障倍数等指标也下降了1倍多，说明公司偿债能力近3年下降较快，主要原因是公司扩大了募集资金项目世界遗产论坛中心的投资规模，在1.6亿募集资金之外，主要以银行贷款方式投入，同时公司以银行贷款方式对古城二期进行了前期投入，这导致公司银行贷款余额由2007年的4500万上升至2009年的近3.6亿。同时，公司资产负债期限结构不佳，短期财务风险有所加大。云南旅投的引入将缓解公司资产负债率上升较多的风险。

图表 4：云南省旅游业收入变动情况



数据来源：云南省统计局、天相投资顾问有限公司

盈利预测与投资评级：预计公司 2010 年至 2012 年每股收益为 0.28 元、0.76 元和 0.89 元。以 2 月 5 日收盘价 18.77 元计算，对应动态市盈率为 68 倍、25 倍和 21 倍，维持公司“增持”的投资评级。

风险提示：1、2010 年酒店业务处于导入期，且未来竞争加剧；2、玉龙雪山索道技改带来利润下滑的风险。

图表 5： 丽江旅游分季度情况（万元）

	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009
营业收入	2,231	3,878	4,084	4,419	3,023	4,139	5,203	5,954
同比增长率(%)	-5.74%	-5.17%	-9.33%	-1.22%	35.46%	6.74%	27.42%	34.74%
营业成本	537	746	705	758	580	713	841	819
毛利率(%)	75.94%	80.76%	82.75%	82.84%	80.80%	82.78%	83.83%	86.24%
营业利润	911	1,765	1,952	1,489	1,158	1,823	2,193	894
同比增长率(%)	-42.67%	-36.96%	-45.37%	50.03%	27.18%	3.27%	12.38%	-39.97%
利润总额	901	1,776	1,946	1,257	1,154	1,796	2,189	732
同比增长率(%)	-43.33%	-34.35%	-45.82%	65.01%	28.01%	1.12%	12.50%	-41.73%
净利润	759	1,497	1,636	991	965	1,538	1,842	201
归属于母公司的净利润	779	1,434	1,529	851	817	1,406	1,623	-19
同比增长率(%)	-26.67%	-20.33%	-34.84%	-42.10%	4.88%	-1.98%	6.13%	-102.20%
净利润率(%)	34.90%	36.99%	37.45%	19.25%	27.02%	33.97%	31.19%	-0.31%
每股收益(元)	0.08	0.14	0.16	0.08	0.10	0.12	0.17	0.00

资料来源：公司定期报告 天相投资顾问有限公司



图表 6： 丽江旅游盈利预测（万元）

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	12,171	15,434	14,612	18,319	20,805	33,937	37,097
增长率(%)	16.30%	26.81%	-5.33%	155.80%	13.57%	63.12%	9.31%
减：营业成本	1,983	2,953	2,745	2,953	5,706	7,395	7,992
毛利率(%)	83.71%	80.87%	81.21%	83.88%	72.58%	78.21%	78.46%
营业税金及附加	654	825	767	974	1103	2002	2189
销售费用	577	914	1017	2144	1768	3054	3339
管理费用	1782	2585	3203	5192	7169	9587	9848
财务费用	-185	-36	815	1083	416	679	742
期间费用率(%)	17.87%	22.44%	34.46%	45.96%	44.96%	39.25%	37.55%
资产减值损失	0	9	-11	32	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	-270	0	0	0	0	0
投资收益	-321	1,040	41	127	0	0	0
营业利润	7,039	8,954	6,116	6,068	4,643	11,220	12,987
增长率(%)	22.00%	27.21%	-31.69%	103.53%	-23.48%	141.64%	15.75%
加：营业外收入	5	50	50	1	100	100	100
减：营业外支出	178	355	287	198	30	30	30
利润总额	6,866	8,649	5,880	5,871	4,713	11,290	13,057
增长率(%)	22.85%	25.96%	-32.01%	99.07%	-19.72%	139.54%	15.65%
减：所得税	2268	1494	997	1325	707	1693	1959
净利润	4,598	7,154	4,883	4,546	4,006	9,596	11,098
归属于母公司的净利润	4,003	6,678	4,593	3,827	3,206	8,796	10,298
增长率(%)	20.43%	66.84%	-31.22%	72.18%	-16.22%	174.36%	17.08%
净利润率(%)	37.78%	46.35%	33.42%	24.81%	19.26%	28.28%	29.92%
少数股东损益	595	476	290	719	800	800	800
总股本（万股）	11632	11632	11632	11632	11632	11632	11632
每股收益（元）	0.34	0.57	0.39	0.33	0.28	0.76	0.89

资料来源：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：100140
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：100140
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：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100