

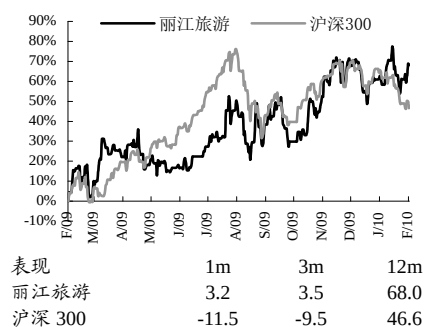
社会服务业 - 旅游酒店

2010 年 2 月 6 日

市场数据	2010 年 2 月 5 日
当前价格 (元)	18.77
52 周价格区间 (元)	11.17
总市值 (百万)	1864
流通市值 (百万)	1349
总股本 (万股)	9932.3048
流通股 (万股)	7189.3829
日均成交额 (百万)	4459
近一月换手 (%)	65.5
Beta (2 年)	0.92
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	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
毛利率	80.80	82.78	83.83	86.24
净利率	31.94	37.16	35.40	3.37

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。

业绩符合预期 未来反弹性增长强

—丽江旅游 (002033) 2009 年报分析

评级: 短期“中性”、长期“增持”

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	183.19	210.67	316.01	372.89
净利润 (百万元)	38.27	32.57	89.57	105.85
每股收益 (元)	0.33	0.28	0.77	0.91
净利润增长率%	-16.68	-14.89	175.01	18.18
市盈率	56.9	67.0	24.4	20.6
P/EG	-	-	0.14	1.13

资料来源: 世纪证券研究所

- **业绩符合预期。**2009 年, 公司实现营业收入 1.83 亿元, 同比增长 25.37%; 归属母公司股东的净利润 3,827 万元, 同比下降 16.68%; 每股收益 0.39 元。净利润下降主要是由于: 1、云杉坪索道 2009 年接待人数大幅增长, 但云杉坪索道票价较低, 导致公司收入增长幅度低于接待人数增长幅度; 2、酒店开业发生开办费同比上升 98.32%, 同时酒店 10 月份开始计提折旧。
- **预计 2010 年玉龙雪山索道改造将对短期业绩造成较大冲击。**2009 年公司下属三条索道 2009 年共计接待游客 203.90 万人次, 同比增长 44.43%。其中, 云杉坪索道接待 128.43 万人次, 同比增长 138.32%。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。
- **预计 2010 年公司业绩仍陷于低谷期, 2011 年则迎来爆发期。**由于酒店开业产生的年折旧额 (若以 5% 折旧率, 按 20 年期限, 则酒店每年产生折旧额约 2000 万元) 和 2010 年玉龙雪山大索道改造费用高企, 公司 2010 年的业绩将继续陷于下降中, 而 2011 年, 则在两者盈利压力释放推动下, 公司业绩将获得爆发式增长。
- **短期“中性”, 长期“增持”投资评级。**假设公司 1 季度完成定向增长, 预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.28、0.77、0.91 元。按 2 月 5 日收盘价计算的动态 PE 分别为 67.0、24.4、20.6 倍, 估值偏高。虽然公司 2010 年的业绩继续下降, 但我们认为, 这恰是未来盈利提升的孕育期, 注定 2011 年的业绩反弹性增长很强, 加之云南旅投带来的资源整合预期, 以及交通条件的改善, 公司长期增长潜力较大。
- **风险提示。**发生重大疫情和自然灾害、酒店经营低于预期、大索道改造时间延长、资产注入预期未果。

业绩符合预期

2009 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%；归属母公司股东的净利润 3,827 万元，同比下降 16.68%；每股收益 0.39 元。利润分配预案是每 10 股派送现金 1.5 元（含税）。

公司营业收入增长主要是 2009 年国内旅游业保持增长，公司云杉坪技改完成后，运力大幅上升，索道运输实现收入比 2008 年增长 2,318.28 万元，另外酒店开业后实现营业收入 1,020.67 万元。

公司净利润有所下降主要是由于：1、云杉坪索道 2009 年接待人数大幅增长，但云杉坪索道票价较低，导致公司收入增长幅度低于接待人数增长幅度；2、公司酒店开业发生开办费 1,360.22 万元，比 2008 年增加 674.34 万元，同时酒店 10 月份开始计提折旧。

综合毛利率逐季提升，三项费用增长较快

2009 年，公司综合毛利率 83.88%，同比提升了 2.67 个百分点。分季度看，公司综合毛利率逐季提升，分别为 80.8%、82.78%、83.83%和 86.24%，主要原因是：1、2009 年国内旅游恢复性增长显著，就丽江本地旅游市场而言，仍继续保持了稳步增长的态势；2、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，而索道成本相对固定。

2009 年，公司发生期间费用共 8418.95 万元，同比增长 67.18%；期间费用率 45.96%，同比增加了 11.5 个百分点。其中，销售费用 2,143.89 万元，同比增长 110.74%；销售费用率为 11.7%，同比增加了 4.74 个百分点，主要原因为云杉坪索道接待人数大幅增加导致促销费用大幅增加。管理费用 5,191.8 万元，同比增长 62.08%；管理费用率 28.34%，同比增加了 6.42 个百分点，主要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 1,083.26 万元，同比增长 32.87%；财务费用率为 5.91%，同比增加了 0.33 个百分点，主要原因为 2009 年度公司借款增加较多，与之相关的利息支出相应增加。

2009 年索道业务实现历史最好水平

玉龙雪山、云杉坪和牦牛坪三条索道公司两大核心资产之一，分别位于玉龙雪山景区最知名和成熟的三个景点，是玉龙雪山景区主要的旅游接待设施。最近几年来，三条索道接待游客数保持了稳定的增长。2009 年公司借助云杉坪索道技改完成后，运力的大幅上升及服务水平的大幅提高，加强整体营销工作，索道业务实现了历史最好水平。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，比 2008 年的 141.18 万人增加了 62.72 万人，增长率为 44.43%。

其中，玉龙雪山索道接待 66.84 万人次，占玉龙雪山索道最大年接待量 100 万人的 66.84%，虽然玉龙雪山索道利用效率平均基本在 70% 左右，但仍然呈现旺季运力明显足的特点；云杉坪索道接待 128.43 万人次，同比增长 138.32%，接待游客数占云杉坪索道最大年接待量 380 万人的 33.80%，这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 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 万人的 9.00%，牦牛坪索道产能利用率较低，主要是由于云杉坪索道改造后的运力大幅提升了 3 倍，公司基于地理位置、开发成本、经济效益的综合考虑，目前以玉龙雪山索道、云杉坪索道为重点营销产品，游客较多分流到云杉坪索道和玉龙雪山索道。同时牦牛坪景区尚处于开发初期；该索道相比玉龙雪山索道、云杉坪索道所处位置较偏。

酒店业务将成为公司未来盈利增长点

2009 年 9 月 21 日，公司募集资金投资项目世界遗产论坛中心完成建设投入营业，世界遗产论坛中心酒店名称为丽江和府皇冠假日酒店，酒店由洲际酒店集团管理。该酒店改变公司主业由以前单一的客运索道服务变为索道运输及酒店服务，酒店亦成为公司两大核心资产之一。2009 年酒店业务实现营业收入 1,020.67 万元，实现毛利 287.32 万元；由于酒店开业当年发生较大的开办费等费用，实现营业利润-1,657.97 万元。2009 年营业期间，酒店平均入住率为 42.40%，相比丽江 60%-70% 的星级酒店出租率水平，有很大提升空间。

丽江和府皇冠假日酒店投资总额达 4.1 亿元，由泰国设计师设计。酒店地理位置极佳，位于大研古镇南入口处，正对玉龙雪山全景，是丽江古城唯一的五星级酒店（丽江古城此后将不再新建星级酒店，并且根据丽江旅游局统计，丽江另有 4 家五星级酒店，但均不在丽江古城）。酒店共有客房 274 间，客房类型有套房 12 间（3300 元/日/间）、豪华庭院房 44 间（1472 元/日/间）、豪华房 44 间（1242 元/日/间）、高级房 174 间（1012 元/日/间），目前各类型的客房均已投入使用。酒店会议设施较为完备，共有 2 大 4 小会议室，最大会议室为多功厅（710 m²），具 400 人的接待规模（可分割成三个小会议室）。酒店定位于休闲会议旅游，酒店设计风格、管理水平、硬软件设施、均具有很大优势。随着酒店逐步成熟，预计 2010 年有望实现盈亏平衡，2011 年开始贡献盈利。

预计未来几年公司索道业务仍将保持稳定

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。

玉龙雪山索道是公司最长、票价最高的索道。目前票价 160 元/人（往返），扣除环保费 25 元、车费 10 元、团队折扣 10 多元后，公司实际可获 110-115 元/人。公司拟于 2010 年 4 月对该索道进行为期 7 个月的停机改造，11 月或 12 月恢复运营。预计该索道技改总投资 8845 万元，改造完成后，索道运力将从目前的 420 人/小时提升到 1200 人/小时，将有效解决游客排队时间过长的问题。但该索道的施工改造，将对公司 2010 年的业绩产生重大影响，2008 年玉龙雪山索道及相关业务收入占公司营业总收入达 70%，预计 2010 年将损失停机前正常运转利润的 75%，约 4400 万元，将损失利润约 3752 万元。另外，玉龙雪山索道自 2003 年提价后一直执行原价格，预计改造完成后，提价的可能性较大。不过，公司在提价收费标准上自主权较小，如云杉坪索道改造后提价 15 元/人次（往返），但其中须上缴丽江市财政 9 元/人次，公司仅得 6 元/人次。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，预计玉龙雪山改造完成后，2011 年的游客接待量同比最大年接待量 100 万人次约有 30% 的增长。

预计 2010 年公司业绩仍陷于低谷期，2011 年则迎来爆发期

预计公司定向增发有可能在 2010 年 1 季度完成，由云南国资委下属的云南旅投以现金 2.02 亿元认购拟发行的全部股份 1700 万股，占发行后总股本的 14.61%，位居第三大股东。定向增发募集资金 1.6 亿元用于偿还银行贷款，剩余部分用于补充流动资金。增发完成后，预计将大幅改善公司资本结构，资产负债率将从 54% 下降到 30% 左右，有利于增强财务稳健性和防范财务风险，提升未来举债能力。

云南旅投的入主，最大收获也最具有想象空间的无疑是其资产注入。云南旅投掌控优质旅游资源众多，以《云南省旅游产业发展综合改革规模纲要》的要求，我们判断云南旅投以公司作为资本运作平台整合其下旅游资源的可能性很大。并且，云南旅投也将指派 2 名董事进入董事会，但按照正常的程序，需待 2010 年 11 月董事会换届时方可进入董事会。

预计 2010 年公司业绩仍陷于低谷期，2011 年则迎来爆发期

由于酒店开业产生的年折旧额（若以 5%折旧率，按 20 年期限，则酒店每年产生折旧额约 2000 万元）和 2010 年玉龙雪山大索道改造费用高企，公司 2010 年的业绩将继续陷于下降中，而 2011 年，则在两者盈利压力释放推动下，公司业绩将获得爆发式增长。

短期“中性”，长期“增持”投资评级

假设公司 1 季度完成定向增长，预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.28、0.77、0.91 元。按 2 月 5 日收盘价计算的动态 PE 分别为 67.0、24.4、20.6 倍。与同行业比较，估值水平明显偏高。虽然公司 2010 年的业绩继续下降，但我们认为，这恰是未来盈利提升的孕育期，注定 2011 年的业绩反弹性增长很强，加之云南旅投带来的资源整合预期，以及交通条件的改善，公司长期增长潜力较大。因此，给予短期“中性”投资评级，长期维持“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.