

林周勇 86-021-68407302
linzy@cmschina.com.cn
苏平 86-755-82943252
suping@cmschina.com.cn

2010年2月9日

丽江旅游(002033.SZ)/18.28 元

酒店经营超预期，关注云南旅投入股进展

投资评级: **强烈推荐-A**

评级调整: 上调

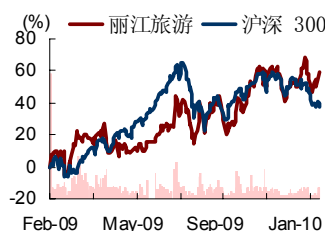
目标估值: 22 元

基础数据

总股本(万股)	9932
流通股本(万股)	7189
总市值(亿元)	19
流通市值(亿元)	13
52周股价	11.2-19.8 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	12	66
相对表现	16	27	20



相关报告

丽江旅游 09EPS 0.39 元，预计 10-12 EPS 0.38、0.87、0.95 元；10 年盈利较低，主要是玉龙雪山索道停运改造所致，但酒店有望贡献约 1100 万利润，假设索道不停运，10EPS 可达 0.65 元。剔除非持续性事件的影响，目前估值水平较低；上调评级至强烈推荐，目标价 22 元，向云南旅投定向增发进程将是催化剂。

□ 09 EPS 0.39 元，下降 17%

► **09 EPS 0.39 元，下降 17%**。09 年，公司收入 1.83 亿元，营业利润 6068 万元，归属于母公司所有者的净利润 3827 万元，分别同比增长 25%、下降 1%、下降 17%；EPS 0.39 元。公司拟派发现金股利，每 10 股派发 1.5 元（含税）。

► **三条索道累计接待游客增长 44%，收入 1.5 亿，增长 18%**。三条索道累计接待游客 204 万人次，增长 44%；收入 1.5 亿，增长 18%；由于票价较低的云杉坪索道游客增幅达 138%，索道业务收入增速低于游客增速。

► **酒店目前已实现现金流平衡**。09 年 9 月下旬，和府皇冠假日酒店开业，营业期间平均入住率为 42.4%，收入 1021 万元，现金流基本持平；但由于开办费 1360 万，酒店业务营业利润-1658 万元。

► **收入增长，净利润却同比下降，主要有 3 个原因**：（1）云杉坪索道游客大幅增长，导致促销费用大幅增加约 1000 万元，此外，云杉坪索道公司仅持股 75%，少数股东损益增加 430 万；（2）酒店开业发生开办费 1360 万元，比 08 年增加 674 万元；（3）酒店刚开业，经营性亏损约 300 万元。

□ **酒店经营情况好于预期，预计 2010 年盈利可达 1100 万**。和府皇冠假日 9 月 21 日试营业，09 年营业期间入住率 42.4%，收入 1021 万，经营性亏损约 300 万（主要是折旧）；我们推算，酒店收入 5000-5500 万，即可实现盈亏平衡；考虑到酒店出租、房价均有较大提升空间，预计酒店 2010 年收入有望达 7000 万，税前利润约 1500 万，税后利润可达 1100 万。

□ **玉龙雪山索道停运影响净利润约 2600 万元**。玉龙雪山索道 2010 年将停运改造 7 个月（4-11 月），按往年经验，此期间占丽江全年游客总量 60-65%，因此，2010 年玉龙雪山索道接待人数将减少 60%，约 40 万，收入减少约 5000 万，净利润将下降 3500 万；假设 75% 游客分流至另两条索道，将增加利润约 900 万元；因此，我们测算，玉龙雪山索道停运改造将影响净利润 2600 万元。

□ 维持 10-12EPS 0.38、0.87、0.95 元的预测。

► **2010 年业绩有望与 09 年持平**。按我们的测算，相比 09 年，10 年酒店利润贡献将增加 2300 万（09 年税后亏损 1243 万，预计 10 年盈利近 1100 万），索道业务净利润下降 2600 万；综合来看，10 年净利润有望与 09 年基本持平。

► **2011 年业绩将有大幅提升**。首先，玉龙雪山索道改造完成后，影响 2010 年索道业务非持续性因素将消除，索道盈利能力将提升至正常年份水平，我们预计净利润可达 6500 万元；和府皇冠假日酒店经过 1 年多的培育后，盈利能力大幅提升，预计净利润可达 2000-2500 万元；综合来看，2011 年公司净利润可达 8500-9000 万元，即 EPS 0.85-0.90 元。

□ 上调投资评级至强烈推荐，目标价 22 元

➤ **估值仍有提升空间。**2011 年 EPS 将达 0.87 元，若不考虑玉龙雪山索道的停运改造，2010 年 EPS 将达 0.65 元；目前股价对应 2010、2011 公允 EPS 的 PE 仅分别为 28 倍、21 倍，估值仍有提升的空间。

➤ **向云南旅投定向增发催生资产注入预期。**此外，公司拟向云南旅投定向增发，目前证监会正在审核中；云南旅投是云南省旅游产业重要投融资平台，定向增发若取得突破，将催生资产注入预期；

➤ **上调评级至强烈推荐，目标价 22 元。**我们认为，无论从基本面，还是从市场投资行为看，公司估值水平均有提升的空间，按 2011 年 25 倍估算，目标价 22 元，上调投资评级至强烈推荐。

□ 风险因素

➤ 向云南旅投定向增发未能获证监会批准；

➤ 玉龙雪山索道停业改造影响超出预期。

表 1：09 年公司经营总体情况

单位：万元	2009 年	2008 年	同比变动	同比变化
一、营业总收入	18319	14612	3707	25%
二、营业总成本	12378	8537	3841	45%
其中：营业成本	2953	2745	208	8%
营业税金及附加	974	767	207	27%
销售费用	2144	1017	1127	111%
管理费用	5192	3203	1989	62%
财务费用	1083	815	268	33%
投资收益	127	41	86	208%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	110	41	69	166%
三、营业利润	6068	6116	-48	-1%
四、利润总额	5871	5880	-9	0%
减：所得税费用	1325	997	328	33%
五、净利润	4546	4883	-337	-7%
归属于母公司所有者的净利润	3827	4593	-766	-17%
六、每股收益（元）	0.39	0.46	-0.07	-17%

资料来源：公司年报

表 2：三条索道经营情况

	游客数量 (万人次)	同比	收入 (万元)	同比	净利润 (万元)	同比
玉龙雪山索道	66.8	-4.3%	8426	-3.8%		
云杉坪索道	128.4	138.3%	6034	106.3%	3168	123.8%
牦牛坪索道	8.6	-50.5%	481	-50.2%	4	-99.0%
合计	203.9	44.4%	14941	18.1%		

资料来源：公司年报

表 3: 玉龙雪山索道停运改造的综合影响测算

项目	影响程度
玉龙雪山索道游客下降（万人次）	40
玉龙雪山索道收入下降（万元）	5055
玉龙雪山索道净利润下降（万元）	3573
云杉坪、牦牛坪索道游客增加（万人次）	30
云杉坪、牦牛坪索道收入增加（万元）	1413
云杉坪、牦牛坪索道净利润增加（万元）	908
玉龙雪山索道停运改造对净利润的综合影响（万元）	-2665

资料来源：招商证券

分析师简介

林周勇，硕士，07年3月加入招商证券。07-09年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名（小组）。

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，07-09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。

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。