

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

2010年4月20日

丽江旅游(002033.SZ)/19.43元

资产注入预期更加明确，利好政策值得期待

可选消费·旅游

目标估值：22.8元

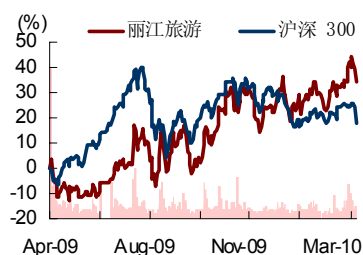
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2980
总股本(万股)	9932
已上市流通股(万股)	7189
总市值(亿元)	19
流通市值(亿元)	14
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	9.6
资产负债率	54.1%
主要股东	玉龙雪山旅游开发公司
主要股东持股比例	26.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	28	38
相对表现	4	25	13



相关报告

通过定向增发，云南旅投成为第三大股东，持股 14.6%；旅投作为云南旅游业两大投融资平台之一，拥有西双版纳金孔雀集团、大理旅游集团、曲靖麒麟温泉小镇等旅游资产，未来可能注入公司；此外，鼓励云南旅游业发展相关政策近期可能出台；目前股价对应 11PE 26 倍，市场调整带来买入机会，维持强烈推荐。

事件

公司完成向云南旅游定向增发 1700 万股，价格 11.91 元，净募资 1.9 亿元，其中 1.6 亿元用于偿还银行借款；云南旅投成为公司第三大股东，持股 14.6%，锁定期 3 年，拥有 11 席董事会之 2 席。

点评

- **云南旅投入股，资产注入预期进一步明确。**云南旅投是云南旅游产业两大投融资平台之一，拥有西双版纳金孔雀集团、大理旅游集团、曲靖麒麟温泉小镇等旅游资产，通过资产市场平台发展壮大旅游主业的意图基本明确；此次出资 2 亿元参股丽江旅游，是其战略的重要举措，主观上有将其资产/项目逐步注入上市公司的强烈意图，实现资本与产业的完美对接。
- **云南近期可能出台鼓励旅游业发展的相关政策。**09 年 11 月国务院通过《关于加快发展旅游业的意见》，明确要求：“各地区、各有关部门要高度重视，加强协调配合，完善配套政策措施，切实抓好意见的贯彻落实”；旅游业作为云南的支柱产业，对云南意义重大，随着海南、东北等区域鼓励旅游业发展政策的陆续出台，云南省的政策也很可能在近期浮出水面。
- **调整 10-12EPS 0.31、0.76、0.86 元。**由于股本摊薄、财务费用变化，10-12 EPS（最新股本）由 0.38、0.87、0.95 元调整至 0.31、0.76、0.86 元；10 年业绩较差系玉龙雪山索道停运改造 7 个月所致。
- **资产注入预期更加明确、云南后续可能出台鼓励旅游业发展政策、估值水平较低（11PE 26 倍），维持强烈推荐，市场调整带来买入机会。**
- **风险提示：**10 年业绩较差、资产注入具体进程尚不明确、行业发展的鼓励政策具体时间难以把握。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	146	183	228	314	340
同比增长	-5%	25%	24%	38%	8%
营业利润(百万元)	61	61	55	113	126
同比增长	-32%	-1%	-9%	104%	11%
净利润(百万元)	46	38	36	88	100
同比增长	-31%	-17%	-7%	148%	13%
每股收益(元)	0.46	0.39	0.31	0.76	0.86
PE	42.0	50.4	63.4	25.6	22.7
PB	4.9	4.6	3.5	3.1	2.8

资料来源：招商证券

云南旅投概况：云南省投资控股集团、云南世博旅游控股集团分别持股 95%、5%；08 年末总资产 22 亿，净资产 8.3 亿，08 年净利润 129 万；拥有 5 个控股子公司：大理旅游集团、麒麟温泉开发公司、勐仑旅游小镇开发建设公司、景洪云旅投旅游开发公司、邦腊掌温泉公司。待开发项目预计总投资超过 70 亿，目前有：

(1) 大理旅游集团：旗下景点包括：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、感通索道、苍山索道、鸡足山等。

(2) 麒麟温泉：位于滇东的曲靖市，占地 5.7 平方公里，建设期 8 年，投资 50 亿，将打造成高端温泉度假品牌。项目将依次打造三大业务板块：温泉主题景区、旅游地产、会展健康管理。

(3) 勐仑旅游小镇：位于滇南的西双版纳州，占地 2050 亩，投资 12 亿，建设期 3 年；将打造成集高星级度假酒店、旅游风情街区、自驾车营地等为一体的旅游区。

(4) 嘎洒温泉小镇：位于滇南的西双版纳州，占地 2373 亩；项目预计分 3 期开发，1 期占地 206 亩，投资 3 亿；项目将以温泉资源为核心，依托热带风情生态特色和傣族民俗文化，开发休闲娱乐和养生度假产品。

(5) 邦腊掌温泉：位于龙陵县，占地 702 亩，未来 3 年将投资 5 亿；将打造成全国一流、世界知名的温泉休闲疗养胜地。

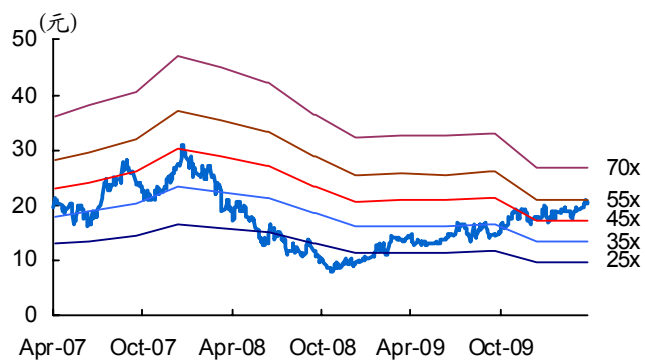
(6) 此外，云南旅投收购了金孔雀旅游集团，该集团主要景区位于西双版纳州，包括：西双版纳原始森林公园、西双版纳野象谷景区、勐景来景区、基诺山寨等。

附：云南旅投主要项目区位



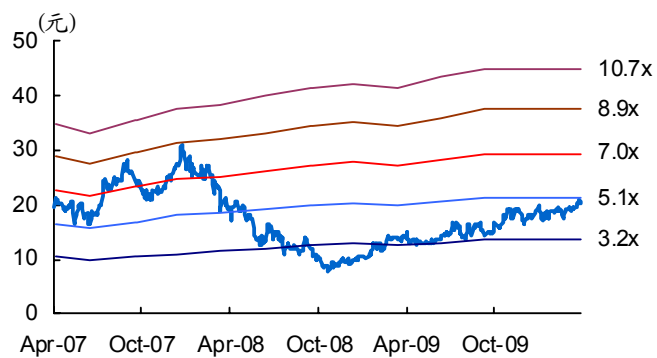
资料来源：google

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

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	184	251	116	245	376
现金	167	163	100	227	357
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1	4	5	7	8
其它应收款	1	11	3	4	4
存货	1	11	3	4	4
其他	13	62	5	3	3
非流动资产	514	765	707	651	601
长期股权投资	8	8	8	8	8
固定资产	114	560	598	558	514
无形资产	8	59	53	48	43
其他	384	139	47	37	37
资产总计	698	1017	822	896	978
流动负债	185	416	119	96	101
短期借款	118	210	60	20	20
应付账款	6	88	2	2	2
预收账款	0	1	0	0	0
其他	60	118	58	74	78
长期负债	99	134	0	0	0
长期借款	99	134	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	284	550	119	96	101
股本	99	99	116	116	116
资本公积金	128	128	301	301	301
留存收益	120	139	226	314	384
少数股东权益	20	49	61	69	76
母公司所有者权益	394	417	643	731	801
负债及权益合计	698	1017	822	896	978

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	45	112	72	189	180
净利润			36	88	100
折旧摊销			76	76	71
财务费用			11	2	0
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(75)	15	3
其它			24	7	7
投资活动现金流	(181)	(245)	(30)	(20)	(20)
资本支出			(30)	(20)	(20)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	161	129	(105)	(42)	(30)
借款变动			(284)	(40)	0
普通股增加			17	0	0
资本公积增加			173	0	0
股利分配			0	0	(30)
其他			(11)	(2)	(0)
现金净增加额	25	(4)	(63)	127	130

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	146	183	228	314	340
营业成本	27	30	51	71	77
营业税金及附加	8	10	12	17	18
营业费用	10	21	25	25	27
管理费用	32	52	73	86	92
财务费用	8	11	11	2	0
资产减值损失	(0)	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	61	61	55	113	126
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	3	2	0	0	0
利润总额	59	59	55	113	126
所得税	10	13	8	17	19
净利润	49	45	47	96	107
少数股东损益	3	7	12	8	8
母公司所有者净利润	46	38	36	88	100
EPS (元)	0.46	0.39	0.31	0.76	0.86

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-5%	25%	24%	38%	8%
营业利润	-32%	-1%	-9%	104%	11%
净利润	-31%	-17%	-7%	148%	13%
获利能力					
毛利率	81.2%	83.9%	77.5%	77.5%	77.5%
净利率	31.4%	20.9%	15.6%	28.2%	29.3%
ROE	11.7%	9.2%	5.5%	12.1%	12.4%
ROIC	9.1%	6.8%	7.4%	11.9%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	40.7%	54.1%	14.5%	10.7%	10.3%
净负债比率	31.1%	33.8%	7.3%	2.2%	2.0%
流动比率	1.0	0.6	1.0	2.5	3.7
速动比率	1.0	0.6	1.0	2.5	3.7
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3
存货周转率	22.7	4.6	7.4	23.2	20.8
应收帐款周转率	48.2	68.0	48.9	51.0	45.8
应付帐款周转率	5.1	0.6	1.1	38.6	34.7
每股资料(元)					
每股收益	0.46	0.39	0.31	0.76	0.86
每股经营现金	0.45	1.12	0.62	1.62	1.55
每股净资产	3.97	4.20	5.52	6.28	6.88
每股股利	0.15	1.15	0.00	0.00	0.26
估值比率					
PE	42.0	50.4	63.4	25.6	22.7
PB	4.9	4.6	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA	22.8	20.9	13.3	9.9	9.6

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。