

动态报告/公司快评

旅游休闲

丽江旅游 (002033)

推荐

旅游

调研报告

(上调评级)

2010年5月19日

股价安全边际高，未来看点多，上调评级

分析师： 廖绪发 邮件：liaoxf@guosen.com.cn 电话：021-60875168

SAC 执业证书编号：S0980209080424

联系人： 刘智景 邮件：liuzjing@guosen.com.cn 电话：021-60933148

事项：

5月18日，我们调研了丽江旅游，并与丽江旅游新任董事长、云旅投派驻拟任董事及公司其他高管做了交流。以下为主要结论及调研纪要。

评论：

■ 主要观点和结论：上调评级到推荐

我们将丽江旅游的投资评级上调为推荐，一年内目标价格为24元，主要基于以下几点：

1、现有业务具有高安全边际。尽管今年因索道停运修建及酒店运营初期等原因导致2-3季度为全年业绩低谷，但大索道4季度完工后业绩大幅反弹确定性非常高。预计2010年EPS为0.21元，2011年为0.60元左右，目前股价(16.7元)相当于2011年不到28倍。股价经过前期补跌后已经具有相当的安全边际(相对于现有业务而言)。

2、未来一年还有诸多亮点，未包含在盈利预测或股价预期中。包括：大索道完工后可能随之提价(从而带来更多的业绩增长)；云旅投可能注入优质旅游资源扶持上市公司发展；公司可能介入玉龙雪山景区进一步深度开发等。一旦其中任何一项实现，都能带来额外价值的增加，从而构成股价表现超预期的表现。

■ 现有业务运营：稳步推进中不乏亮点

大索道新建完工可能提前。目前公司正加紧施工，有可能比之前预计的11月份提前一点完工。在大索道停运期间，公司做了一些努力把客源分流到云杉坪等索道，目前有一定的效果，但因为停运时间还只有1个多月，效果还有待于观察。我们维持原来的判断：假定大索道的客流会部分被分流到云杉坪，大索道因停运大约减少55-60万客流(全年20万)，其中一半左右通过营销等因素能够分流，因为此因素云杉坪增加30万人。加上自然增长的因素15万人，预计云杉坪索道总增加45万人总数达到167万人。2011年大索道将恢复到80万的人次。

大索道建设完成后可能提价。由于新索道投入增加，且到明年初索道将有3年时间没有提价，因此我们判断公司有可能提价来弥补成本的增加。时间可能在今年底到明年上半年。如果能够提价，则可能为2011-2012年的业绩带来更大幅度的增长。

丽江和府皇冠假日酒店目前运营正常。该酒店在去年洲际酒店在中国新开业酒店里面，经营业绩排名第一，显示出良好的发展潜力。今年四月份入住率首次突破了60%(一般被视为高星级酒店的盈亏平衡点)。不过5月份有所下滑。总体而言，处于开业初期的高星级酒店亏损在所难免，我们暂维持该酒店今年平均入住率60%、平均房价650元、亏损将近600万元的判断不变。

但公司可能在酒店的周围进行旅游地产、新建客房等开发来有效降低酒店的投资成本。因丽江和府皇冠假日酒店建在丽江古城南门边，投资成本很高，该酒店合计投入超过4亿，客房270多间，建筑面积5万多平米，平均单间客房的投资成本达到150多万，远高于一般的五星级酒店（根据国际酒店业的一般标准，五星级酒店的投资成本，换算为每间客房为单位来计算，在美元15万到20万之间）。因此经营压力较大。而目前公司在酒店旁边还有两块地快没有开发，总计面积为70多亩，未来可能考虑增加客房数量、进行旅游地产开发回收资金等方式来有效的降低单位投资成本。这对酒店的长期运营应该是一件好事。

综上所述，我们判断公司2010年EPS为0.21元左右，2011年为0.60元左右，维持不变。

■ 云旅投资资源丰富，资产注入预期较高

新入股的第三大股东云南省旅游投资有限公司是云南省委、省政府为实现云南省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。公司是由云南省开发投资有限公司和云南世博集团有限公司发起组建的专业性旅游投资公司。其中云南省开发投资有限公司现金出资47500万元人民币，占公司注册资本的95%；云南世博集团有限公司现金出资2500万元人民币，占公司注册资本的5%。截至2009年，云旅投的总资产为25亿左右，2009年利润总额1500多万。

经过五年的发展，云旅投已经掌控了一大批优质旅游资源。其中，主要分为两大类，一类是比较成熟的传统旅游资源，另一类是正在培育期的新型旅游资源。

传统资源方面，目前云旅投主要有两个平台。一个是控股大理旅游集团。2006年12月，云旅投向大理旅游集团注入2.98亿元资金，获得集团49%的股份，接着在2008年12月，再次以现金出资1亿元向大理旅游集团增资扩股，持股比例增至59%，实现了对大理旅游集团的绝对控股。大理旅游集团掌握着大理苍洱片区几乎所有的优质旅游资源，包括三塔、苍山、洱海、蝴蝶泉等，收入来源包括门票、游船、索道等。2008年大理旅游集团因国际金融危机影响亏损。云旅投在08年底控股后，在管理和营销方面采取了很多新措施，2009年转为盈利。2010年年制定了更高的经营目标。目前大理旅游集团总资产已经达到12亿，净资产6亿左右。未来3至5年，大理旅游集团将全力开发苍洱片区—巍山—宾川—剑川的旅游大环线，投资项目主要包括西洱河旅游文化长廊、苍山大索道及苍山旅游深度开发、蝴蝶泉公园提升改造、宾川鸡足山索道及景区建设、巍山古城和巍宝山、剑川石宝山和老君山旅游资源开发等。根据有关媒体公开报道，云旅游又将大理旅游集团单独上市的打算。

另一个云旅投掌控的传统资源为云南西双版纳金孔雀旅游集团。2009年9月，云旅投出资2.9亿元控股云南湄公河旅游集团旗下的子公司云南金孔雀旅游集团，控股比例为66%。金孔雀集团是西双版纳州最大的旅游集团企业，拥有原始森林公园、野象谷、基诺山寨、勐景来共4个景区。其中野象谷是最优质的一块资源。2009年金孔雀集团盈利3400万左右，处于较好的成长阶段。由于大理旅游集团存在单独上市的可能，我们判断未来如果说云旅投有资产注入丽江旅游的话，最有可能应该是金孔雀旅游集团。而金孔雀集团目前门票和二次消费收入比为7:3左右。管理层计划在二次消费方面深入挖掘，使得两年以后金孔雀的收入结构从7:3转变为3:7。这将为未来的金孔雀的资本运作打下基础。

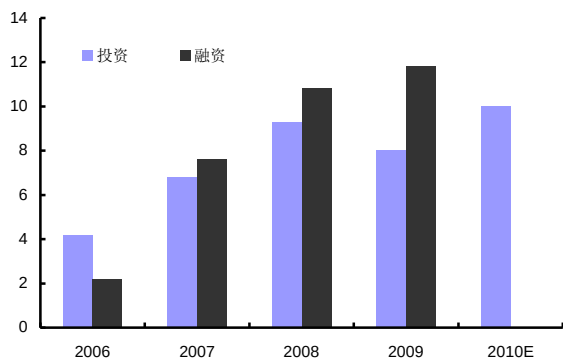
除此之外，云旅投还有一些新型的旅游资源，包括三个省级重点旅游项目（勐仑旅游小镇、嘎洒旅游小镇、曲靖麒麟小镇）以及腾冲的邦腊掌温泉。这些项目尚处于培育期。初期投资可能比较大，盈利前景尚不明朗。公司可能采取旅游+地产的模式进行开发降低投资风险。

尽管云旅投进入丽江旅游之后，除了定向增发相关协议约定事项之外，还没有其他的正式方案。但我们判断未来借助丽江旅游的资本市场平台做大做强云南旅游大品牌还是有可能的。云旅游作为云南省在旅游领域的专业投融资平台，主要的战略定位就是不遗余力的掌控云南的核心旅游资源，做大做强云南旅游产业。而在此过程中，融资渠道的通畅和多元化是持续投资的保障。进入丽江旅游，可以说是云旅投的重要一大步，一方面可以塑造市场形象、打造品牌、提升价值，另一方面可以有效打通直接融资渠道。2009年，云旅投完成投资

8.5 亿，2010 年的投资计划是完成投资 10 亿（包括入股丽江旅游 2 亿多），加上基础投资共 14 亿，融资规模比较大，所以打通这个直接融资渠道，未来也可以降低融资成本，并建立资本和资金退出的渠道。

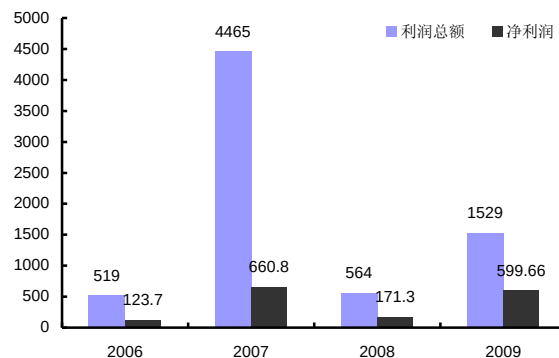
总体而言，我们认为云旅投借助丽江旅游资本平台做大云南旅游产业应该是一个大的方向，但具体方式、时间，以及是否最终控股丽江旅游目前均难以判断。

图 1：云旅投历年投融资规模（亿）



资料来源：国信证券经济研究所

图 2：云旅投历年经营业绩（万）



资料来源：CEIC 国信证券经济研究所

■ 玉龙雪山景区还有很大的可开发空间，上市公司或可能介入

新任董事长和献中从 1993 年开始到旅游事业管理委员会参与丽江旅游事业的开发建设，到目前为止已经 18 个年头，可以说是丽江旅游发展建设的参与者和见证者，对玉龙雪山的开发和经营非常熟悉。因此我们认为后续上市公司可能在参与玉龙雪山开发方面有更多的可能。

根据了解，目前玉龙雪山的规划面积是 415 平方公里，而已开发的不到 50 平方公里，因此，还有很多精品景区有待于开发。在玉龙雪山的发展方面，市里、管委会的目标主要为打造世界级的冰川地质公园。在整个玉龙雪山的规划里面，核心景区合计有十六个，目前已大部分做了前期规划。未来如果按照这个前规来进行开发建设，可发展的空间还很大。而上市公司在其中或有所作为。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。