

自然景观



刘璐丹

餐饮旅游行业研究员

021-3856 5944

丽江旅游（002033）

背靠实力股东 等待经营基本面
反转

推荐（维持）

2010年5月21日

我们近日参加了丽江旅游 2010 年第一次临时股东大会，与公司新上任董事长和献中、公司董秘、董事及白鹿旅行社高管进行了交流，并实地调研了隶属于管委会的部分大玉龙景区景点。

调研信息速递

- **董事长履新发言，公司未来将沿着“做大做强做精”的战略方向发展。**公司本次临时股东大会的议项为选举公司新董事长。新任董事长和献中先生，为玉龙雪山管委会主任，已在丽江工作 18 年，对冰川地貌及大玉龙景区的情况非常了解。在和董事长履新发言中，提出了要将上市公司“做大做强做精”的发展战略。玉龙雪山景区未来五年的发展规划包括：1、申报云龙雪山为世界级冰川地质公园；2、打造高标准的雪山度假区；3、立足丽江区域丰富的人文自然资源，再推出类似大研古城的丽江旅游精品。
- **立足丽江旅游现有的约 200 万人次接待量的旅游市场，我们看好上市公司在大玉龙景区整合发展中可能获得的机会。**目前大玉龙景区包含 16 个小景点、10 余平方公里剩余可供开发的景区、以及盈利能力超强的文艺表演节目，均隶属雪山管委会管理。

09 年丽江市接待游客总量为 754 万人次，公司三条索道的总接待量已达到 204 万人次，立足于现有的 200 万人次接待规模，挖掘玉龙雪山景区的现有资源，应是效率更高的发展之道。我们认为，整合大景区内小景点、实现整体发展应是长期趋势。丽江旅游掌控了大雪山索道这一核心资源，且是丽江地区旅游行业唯一的投融资平台，未来有望在大玉龙景区整合中发挥更重要作用。

- **第三大股东云南旅游投资集团（现持股 14.61%）通过大理旅游集团（49%权益）、金孔雀旅游集团（49%权益）掌控了大理、西双版纳地区的核心旅游资源。**其中，金孔雀旅游集团（拥有原始森林公园、野象谷、基诺山寨、勐景来共 4 个景区）的盈利能力较强。野象谷景区已经连续三年创下了西双版纳旅游市场的接待量、旅游收入第一，09 年净利润约为 3400 万元；估计正常年景的年均净利润在 4000 万左右。

除了这两个基本成熟的经营类景区集团，云旅投还有多个在建的温泉度假休闲项目，合计投资额约 70 亿元；预计这部分巨额投资的温泉旅游地产项目中期难见效益。

- 我们认为，公司 03 年上市以来围绕大玉龙、云杉坪、牦牛坪三条索道积极营销，接待人次保持稳定增长，但索道业务受制于接待量瓶颈、环保压力等因素，成长面临天花板；而丽江古城是世界文化遗产，未来再做酒店等资产扩张的可能性也很小。**丽江旅游作为业务较少的小市值旅游企业，背靠管委会、云旅投两大旅游资源较多的国有股东，通过外延扩张突破公司的成长瓶颈，是一个合理的发展方向。**
- 公司股权分散、治理结构较好，但也意味着整合资源需要时间。对比现有景区公司，丽江旅游股权结构分散、治理较好。公司前三大股东分别持股 23%、18%、15%，持股比例接近；股权结构分散有助于景区企业完善公司治理、释放业绩，但同时也意味着即便有资源整合的动向，需要协调的利益方多、耗时将较长。
- **现业务短期经营压力重，2011 年迎来全面反转，基本面改善可支撑公司中期业绩增长。**公司今年在索道改建停运 7 个月、新酒店培育的双重压力下，业绩将如期大幅下滑，但明年经营基本面将全面反转：玉龙大索道改扩建完毕后运能提升近三倍；和府皇冠假日酒店入住率持续提升。
根据实地调研情况，和府酒店作为古城区内唯一五星级外资管理酒店，填补了古城高端商务会议接待的市场空白，入住率持续提升，一季度入住率约为 40%、平均房价接近 700 元；我们预计随开业酬宾价于 1 月底截止，酒店业绩将逐季提升，4 月份出租率估计已超过 50%。
- **管理层股权激励进展：**公司股改时，各非流通股股东承诺将从向流通股股东对价安排后所余股票中按比例划出 200 万股，作为公司管理层股权激励计划的股票来源。目前股改承诺的管理层股权激励计划尚未实施，此部分限售股份继续冻结。**由于政策变动，我们判断激励方案以净资产评估价定价的可能性较小，未来实施激励，应以股价定价。**
- 总体而言，我们认为公司在经历 2010 年的业绩低谷后，现业务基本面将在 2011 年实现反转；股东实力和各自加强控制的预期，也为公司未来外延增长留下想象空间。预计 2010-2012 年每股收益为 0.26 元、0.74 元、0.91 元；2011 年正常经营后业绩对应动态 PE 为 23 倍，维持“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	251	241	272	373
货币资金	163	164	164	265
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	4	0	0	0
其他应收款	11	0	0	0
存货	11	0	0	0
非流动资产	765	780	714	655
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	8	8	8	8
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	560	590	614	554
在建工程	111	81	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	59	59	59	59
资产总计	1017	1021	986	1028
流动负债	416	372	242	166
短期借款	210	230	79	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	88	103	149	147
其他	118	40	14	18
非流动负债	134	-26	-26	-26
长期借款	134	-26	-26	-26
其他	0	0	0	0
负债合计	550	346	216	140
股本	99	116	116	116
资本公积	128	301	301	301
未分配利润	139	151	228	323
少数股东权益	49	52	62	74
股东权益合计	466	675	770	888
负债及权益合计	1017	1021	986	1028

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	38	30	86	106
折旧和摊销	19	50	57	60
资产减值准备	-1	-1	0	0
无形资产摊销	1	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	11	11	3	-7
投资损失	-1	0	0	0
少数股东损益	7	3	9	13
营运资金的变动	-53	38	11	-3
经营活动产生现金流量	127	42	153	173
投资活动产生现金流量	-252	-49	0	-0
融资活动产生现金流量	116	8	-154	-72
现金净变动	-8	1	-0	101
现金的期初余额	167	163	164	164
现金的期末余额	159	164	164	265

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	183	162	294	324
营业成本	30	50	63	65
营业税金及附加	10	9	16	17
销售费用	21	11	23	17
管理费用	52	38	66	74
财务费用	11	11	3	-7
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	61	43	124	157
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	59	43	124	157
所得税	13	10	29	39
净利润	45	34	95	118
少数股东损益	7	3	9	13
归属母公司净利润	38	30	86	106
EPS (元)	0.33	0.26	0.74	0.91

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	25.4%	-11.3%	81.1%	10.0%
营业利润增长率	-0.8%	-28.6%	187.2	26.4%
净利润增长率	-16.7%	-21.0%	183.2	23.6%
盈利能力(%)				
毛利率	83.9%	69.2%	78.5%	79.8%
净利率	20.9%	18.6%	29.1%	32.7%
ROE	9.2%	4.9%	12.1%	13.0%
偿债能力(%)				
资产负债率	54.1%	33.9%	21.9%	13.6%
流动比率	0.60	0.65	1.12	2.25
速动比率	0.58	0.65	1.12	2.25
营运能力(次)				
资产周转率	0.18	0.16	0.30	0.31
应收帐款周转率	44.06	74.09	40.26	41.26
每股资料(元)				
每股收益	0.33	0.29	0.74	0.91
每股经营现金	0.96	0.36	1.32	1.49
每股净资产	3.59	5.35	6.09	7.00
估值比率(倍)				
PE	53.37	60.95	23.86	19.31
PB	4.89	3.28	2.89	2.51

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

盛英君

电话: 021-38565938

Email: shengyj@xyzq.com.cn

过 枫

电话: 021-38565966

Email: guofeng120@hotmail.com

姜 洋

电话: 021-38565910

Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元戡

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。