

## 丽江旅游 (002033)

公司研究/季报点评

**推荐** 首次评级

合理估值：28—32 元

# 三季度经营改善，明年业绩爆发

—丽江旅游 (002033) 三季度点评

民生精品---简评报告/旅游行业

2010 年 10 月 21 日

## 一、事件概述

丽江旅游 (002033) 公布三季报，今年 1-9 月，公司实现营业收入 1.34 亿元，同比增长 8.76%；净利润 1480 万元，同比下降 61.51%；每股收益 0.13 元。公司预计 2010 年度净利润同比下降 90%-100%。

其中 7-9 月，公司实现营业收入 5073.77 万元，同比下降 2.49%；实现净利润 833 万，同比下降 48.65%。每股收益 0.07 元，同比下降 58.82%。

## 二、分析与判断

### ➤ 7-9 月份公司经营有较大改善，业绩下降幅度收窄

第三季度公司毛利率较二季度环比上升 8 个百分点，同时期间费用率下降 8 个百分点左右。经营效率和管理效率提升带来业绩的好转，7-9 月份公司实现净利润 833 万，扭转了二季度大索道停运以来亏损的局面，使得三季度公司业绩同比降幅收窄。

### ➤ 大索道停运影响全年业绩，年度业绩大幅下降成定局

玉龙雪山索道停机改造，预计全年净利润减少 4250 万元左右，丽江和府皇冠假日酒店仍处于市场培育期，预计全年亏损 1000 万元左右。公司预计 2010 年度公司净利润同比下降 50% 左右，归属于母公司净利润同比下降 90%-100%。

### ➤ 大索道改建和增发收购项目推动 2011 年公司业绩暴增

大索道改造 11 月份将完工，目前工程按计划进行，主体工程已完工，正在进行设备安装调试。改建后的大索道接待能力将从 420 人/小时增加到 1200 人/小时，并有提价预期，大幅放大了未来的盈利空间；增发收购“印象丽江”项目，为公司新增一个年创利 6000 万以上的现金牛项目，预计增发将在 2011 年完成，两大盈利支柱将带动公司 2011 年迎来业绩爆发期。

## 三、盈利预测与投资建议

不考虑增发的情况下，预计未来三年公司的业绩分别为 0.17、0.57 和 0.83；由于增发成功概率极大，考虑增发因素预计未来三年业绩分别为 0.17、1.0 和 1.24 元。对应目前的股价市盈率分别是 110 倍、27 倍和 22 倍，与其他主要景区平均 30 多倍左右的 2011 年预期市盈率相比，估值水平较低。考虑到公司仍然有资产注入预期，首次给予公司“推荐”评级，合理估值在 30 元左右。

## 四、风险提示：

增发低于预期；疫情等系统性风险。

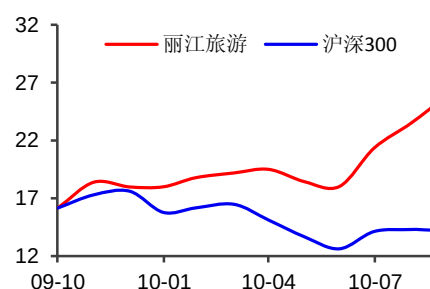
## 民生证券研究所

分析师：史萍  
 执业证书编号：S0100208080214  
 电话：(8610)8512 7651  
 Email: shiping@mszq.com

分析师：李振飞  
 执业证书编号：S0100210060002  
 电话：(8610)8512 7650  
 Email: lizhenfei@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号  
 民生金融中心 A 座 16 层 100005

## 一年该股与沪深 300 走势比较



## 交易数据 (2010-10-20)

|              |          |
|--------------|----------|
| 收盘价 (元)      | 27.73    |
| 近 12 个月最高/最低 | 30/16.71 |
| 总股本 (百万股)    | 116      |
| 流通股本 (百万股)   | 71.9     |
| 流通股比例%       | 62       |
| 总市值 (亿元)     | 32.2     |
| 流通市值 (亿元)    | 119.9    |

## 相关研究

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表          |       |       |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 项目 (百万元)     | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 一、营业总收入      | 183   | 190   | 300   | 380   |
| 减：营业成本       | 30    | 50    | 60    | 65    |
| 营业税金及附加      | 10    | 10    | 16    | 20    |
| 销售费用         | 21    | 21    | 24    | 30    |
| 管理费用         | 52    | 67    | 96    | 118   |
| 财务费用         | 11    | 15    | 9     | 7     |
| 资产减值损失       | 0     | 1     | 1     | 1     |
| 加：投资收益       | 1     | 1     | 2     | 2     |
| 二、营业利润       | 61    | 28    | 96    | 140   |
| 加：营业外收支净额    | (2)   | 0     | 0     | 0     |
| 三、利润总额       | 59    | 28    | 96    | 140   |
| 减：所得税费用      | 13    | 7     | 24    | 35    |
| 四、净利润        | 45    | 21    | 72    | 105   |
| 归属于母公司的利润    | 38    | 19    | 66    | 97    |
| 五、基本每股收益 (元) | 0.39  | 0.17  | 0.57  | 0.83  |

| 主要财务指标     |       |        |       |       |
|------------|-------|--------|-------|-------|
| 项目         | 2009A | 2010E  | 2011E | 2012E |
| EV/EBITDA  | 0     | 28.25  | 15.16 | 10.92 |
| 成长能力:      |       |        |       |       |
| 营业收入同比     | 25.4% | 3.7%   | 57.9% | 26.7% |
| 营业利润同比     | -0.8% | -54.1% | 244%  | 46.4% |
| 净利润同比      | -6.9% | -54.0% | 244%  | 46.4% |
| 营运能力:      |       |        |       |       |
| 应收账款周转率    | 68.03 | 46.85  | 58.85 | 53.72 |
| 存货周转率      | 28.78 | 19.89  | 30.58 | 50.44 |
| 总资产周转率     | 0.21  | 0.22   | 0.38  | 0.43  |
| 盈利能力与收益质量: |       |        |       |       |
| 毛利率        | 83.9% | 73.7%  | 80.0% | 82.9% |
| 净利率        | 20.9% | 10.1%  | 22.1% | 25.5% |
| 总资产净利率 ROA | 5.3%  | 2.4%   | 9.2%  | 11.9% |
| 净资产收益率 ROE | 10.3% | 4.3%   | 13.3% | 16.7% |
| 资本结构与偿债能力: |       |        |       |       |
| 流动比率       | 0.60  | 0.37   | 1.22  | 2.07  |
| 资产负债率      | 54.1% | 35.7%  | 31.9% | 30.9% |
| 长期借款/总负债   | 24.4% | 50.3%  | 51.6% | 45.5% |
| 每股指标 (元)   |       |        |       |       |
| 每股收益       | 0.39  | 0.17   | 0.57  | 0.83  |
| 每股经营现金流量   | 0.96  | 0.07   | 1.46  | 1.53  |
| 每股净资产      | 4.01  | 4.34   | 4.95  | 5.86  |

资料来源：民生证券研究所

| 资产负债表     |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 项目 (百万元)  | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 货币资金      | 163   | 0     | 111   | 283   |
| 应收票据      | 0     | 1     | 1     | 1     |
| 应收账款      | 4     | 4     | 6     | 8     |
| 预付账款      | 61    | 29    | 12    | 19    |
| 其他应收款     | 11    | 8     | 12    | 15    |
| 存货        | 11    | 8     | 12    | 3     |
| 其他流动资产    | 0     | 0     | 0     | 4     |
| 流动资产合计    | 251   | 48    | 154   | 333   |
| 长期股权投资    | 8     | 8     | 8     | 8     |
| 固定资产      | 560   | 522   | 485   | 448   |
| 在建工程      | 111   | 111   | 111   | 111   |
| 无形资产      | 59    | 57    | 56    | 54    |
| 其他非流动资产   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 非流动资产合计   | 765   | 699   | 660   | 621   |
| 资产总计      | 1,017 | 747   | 814   | 955   |
| 短期借款      | 210   | 52    | 0     | 0     |
| 应付票据      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款      | 88    | 10    | 10    | 10    |
| 预收账款      | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 其他应付款     | 24    | 12    | 15    | 16    |
| 应交税费      | 72    | 57    | 100   | 133   |
| 其他流动负债    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 流动负债合计    | 416   | 132   | 126   | 161   |
| 长期借款      | 134   | 134   | 134   | 134   |
| 其他非流动负债   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 非流动负债合计   | 134   | 134   | 134   | 134   |
| 负债合计      | 550   | 266   | 260   | 295   |
| 股本        | 99    | 116   | 116   | 116   |
| 资本公积      | 128   | 128   | 128   | 128   |
| 留存收益      | 190   | 209   | 275   | 372   |
| 少数股东权益    | 49    | 51    | 56    | 65    |
| 所有者权益合计   | 466   | 504   | 576   | 682   |
| 负债和股东权益合计 | 1,017 | 771   | 836   | 976   |

| 现金流量表     |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 项目 (百万元)  | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 经营活动现金流量  | 112   | 8     | 170   | 178   |
| 投资活动现金流量  | (245) | 1     | 2     | 2     |
| 筹资活动现金流量  | 129   | (172) | (62)  | (7)   |
| 现金及等价物净增加 | (4)   | (163) | 111   | 172   |

## 分析师简介

史萍，中国人民大学经济学硕士，具有证券投资咨询执业资格，07年加盟民生证券研究所，从事零售行业及上市公司研究3年以上，对行业有较深入的见解和认识，擅长行业景气周期研究，熟悉上市公司盈利模式和核心竞争力的分析。

李振飞，南开大学旅游管理硕士，具有证券投资咨询执业资格。08年加盟民生证券研究所，从事旅游行业及上市公司研究2年以上，对旅游行业有较深入的见解和认识。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

## 免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

## 评级说明

| 公司评级标准                                   | 投资评级 | 说明                    |
|------------------------------------------|------|-----------------------|
| 以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。 | 推荐   | 相对沪深300指数涨幅15%以上      |
|                                          | 谨慎推荐 | 相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间 |
|                                          | 中性   | 相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间 |
|                                          | 回避   | 相对沪深300指数下跌5%以上       |
| 行业评级标准                                   |      |                       |
| 以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。 | 推荐   | 相对沪深300指数涨幅5%以上       |
|                                          | 中性   | 相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间 |
|                                          | 回避   | 相对沪深300指数下跌5%以上       |

## 机构销售

|        | 北京                  | 上海               | 深圳                |
|--------|---------------------|------------------|-------------------|
| 联系人    | 郭明                  | 孟辉               | 韦珂嘉               |
| 电话     | 010-85127661        | 021-64274383     | 010-85127650      |
| 手机     | 13401098997         | 13916107040      | 13701050353       |
| E-mail | guomingyjs@mszq.com | menghui@mszq.com | weikejia@mszq.com |