

丽江旅游(002033)

公司研究/调研简报

推荐

维持

合理估值：35-38.5 元

静待业绩爆发，酒店将点燃新亮点

民生精品---调研报告/旅游行业

2011 年 2 月 23 日

一、事件概述

近期对丽江旅游(002033)进行了调研，就市场关心的桥头堡规划影响、索道提价、资产注入等市场关注的问题与公司董秘、证代等进行了交流。

二、分析与判断

➤ “桥头堡”规划效应需待长期显现

云南省建设“东南亚桥头堡”将为云南旅游业发展创造良好的外部环境，规划能够带来区域形象提升、影响力增大和交通改善等，对公司发展产生长期利好。从短期来看对公司直接影响较小，公司游客主要来自国内，国外游客占比只有 7-8%，而东南亚游客几乎可以忽略，因此面向东南亚开放短期影响有限。

➤ 近期不会进行地产开发和收购景区，景区投资可采取其他方式

受国家地产调控日趋严厉、当地拿地竞争激烈以及涉地影响融资等方面因素影响，公司表示近期不会考虑进军地产业务；针对市场关注的收购景区等问题，公司表示直接收购景区难度很大，可能性小，但公司可以采用其他方式投资景区。

➤ 酒店业务空间大，将成为未来亮点

得益于优越的地理位置和给力的营销，和府酒店超出市场预期。第一个完整的营业年度入住率可望达到 60%左右，略有亏损，有了非常高的起点。据调研高端商务客人成为酒店主要客源。即使在旅游淡季，高端商务游客仍然较多，对酒店房价和入住率提供了保证。

酒店二期将会形成新的利润增长点。和府酒店用地较宽裕，仍有较大的开发空间。二期开始后一方面可以增加收入，另一方面可以实现整体的规模效应，降低单间客房的成本。峨眉山红珠山宾馆在扩建前后经营效果的巨大反差让我们强烈对酒店二期建设的前景。

旅游升级为公司开发景区内酒店提供市场空间。现阶段在景区留宿过夜人数较少，预计未来休闲度假为主的游客将逐年增加，对景区内住宿的需求会增加。目前景区内高等级的住宿非常有限，因此公司在景区酒店建设方面还有较大的发展空间。

三、预计业绩要高于公司资产重组公告，维持“推荐”评级

根据调研情况和横向、纵向比较，预计公司实际业绩会好于公司在重大资产重组系列报告中提供的盈利预测。公司预测属于静态预测，没有考虑公司环境改善和业务成长带来的收益，明显偏保守。我们预

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

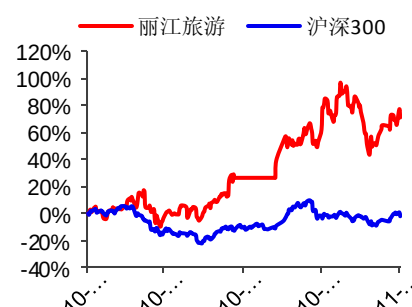
执业证书编号：S0100210060002

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 (2011-2-22)

收盘价(元)	31.6
近 12 个月最高/最低	37.95/16.7
总股本(百万股)	161
流通股本(百万股)	71.9
流通股比例%	61
总市值(亿元)	36.75
流通市值(亿元)	22.72

相关研究

计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.15 元、0.96 元、1.13 元，对应目前的股价，市盈率分别为 211、33 和 28 倍，估值基本合理。考虑到桥头堡规划带来的大环境的持续改善、大索道有强烈的提价预期，印象丽江供不应求也有提价可能等，维持公司“推荐”评级。

四、风险提示：

自然灾害、疾病等系统性风险；劳动力成本、餐饮成本大幅上升。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	183	210	520	600
增长率（%）	25.4%	14.6%	148%	15.4%
归属母公司股东净利润（百万元）	38	19	121	142
增长率（%）	20.9%	-50%	536%	17.3%
每股收益（元）	0.39	0.15	0.96	1.13
毛利率（%）	83.9%	73.8%	72.1%	70.8%
净资产收益率 ROE(%)	10.3%	4.6%	20.8%	19.3%
每股净资产（元）	4.01	5.72	7.05	8.56
PE	81	211	33	28
PB	7.9	5.5	4.5	3.7
EV/EBITDA	--	54.73	15.90	13.87

资料来源：民生证券研究所

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	210	520	600
减：营业成本	30	55	145	175
营业税金及附加	10	11	28	32
销售费用	21	21	36	41
管理费用	52	82	86	99
财务费用	11	14	8	7
资产减值损失	0	0	2	2
加：投资收益	1	8	9	10
二、营业利润	61	35	224	254
加：营业外收支净额	(2)	(0)	(1)	(1)
三、利润总额	59	35	223	253
减：所得税费用	13	8	56	63
四、净利润	45	27	167	190
归属于母公司的净利润	38	19	121	142
五、基本每股收益 (元)	0.39	0.15	0.96	1.13

主要财务指标

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	--	54.73	15.90	13.87
成长能力:				
营业收入同比	25.4%	14.6%	148%	15.4%
营业利润同比	-0.8%	-41.6%	533%	13.4%
净利润同比	-6.9%	-39.8%	512%	13.5%
营运能力:				
应收账款周转率	68.03	49.25	68.48	51.50
存货周转率	28.78	12.98	17.17	11.99
总资产周转率	0.21	0.21	0.45	0.40
盈利能力与收益质量:				
毛利率	83.9%	73.8%	72.1%	70.8%
净利率	20.9%	9.1%	23.3%	23.7%
总资产净利率 ROA	5.3%	2.7%	14.5%	12.6%
净资产收益率 ROE	10.3%	4.6%	20.8%	19.3%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.60	1.02	1.44	1.70
资产负债率	54.1%	28.5%	35.2%	37.0%
长期借款/总负债	24.4%	52.0%	30.6%	23.2%
每股指标 (元)				
每股收益	0.39	0.15	0.96	1.13
每股经营现金流量	0.96	0.27	2.36	2.43
每股净资产	4.01	5.72	7.05	8.56

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	67	297	567
应收票据	0	0	0	0
应收账款	4	4	11	12
预付账款	61	32	99	135
其他应收款	11	13	22	32
存货	11	21	40	61
其他流动资产	0	0	0	4
流动资产合计	251	136	469	811
长期股权投资	8	13	16	18
固定资产	560	646	659	651
在建工程	111	121	136	144
无形资产	59	57	55	54
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	765	837	867	867
资产总计	1,017	974	1,336	1,678
短期借款	210	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	88	61	208	322
预收账款	1	1	2	3
其他应付款	24	14	15	18
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	133	326	476
长期借款	134	144	144	144
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	134	144	144	144
负债合计	550	277	470	620
股本	99	126	126	126
资本公积	128	328	328	328
留存收益	190	209	331	473
少数股东权益	49	57	103	151
所有者权益合计	466	721	888	1,078
负债和股东权益合计	1,017	998	1,358	1,698

现金流量表

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	112	34	298	306
投资活动现金流量	(245)	(127)	(59)	(30)
筹资活动现金流量	129	(4)	(8)	(7)
现金及等价物净增加	(4)	(96)	231	269

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，从事零售及旅游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。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璿	韦珂嘉	李北铎
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	18621639595
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	libeiduo@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	18601357268	18601368846	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	

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

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。