

社会服务行业

报告原因：调研

2011 年 2 月 27 日

市场数据：2011 年 2 月 27 日

总股本/流通股本(亿股)	1.16/0.72
收盘价(元)	31.88
流通市值(亿元)	23
1 年内最高最低价(元)	37.9/16.7
PE/PB	82.6、5.21

基础数据：2010 年 9 月 31 日

资产负债率	33.93%
毛利率	78.13%
净资产收益率(摊薄)	2.44%

相关研究

《丽江旅游年报点评：2011 年业绩将出现爆发性增长》2010 年 2 月 8 日

《丽江旅游事件点评：盈利增长春天已来》2011 年 1 月 16 日

分析师：加丽果

执业证书编号：S0760207120049

TEL：010-82190386

Email: jialiguo@sxzq.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

丽江旅游 (002033)

机遇大于挑战 业绩增长三年内确定 中
长期资产整合预期存在

增持

调低评级

公司研究/点评报告

调研观点：

- 从行业景气看，我们认为公司面临着机遇将大于挑战的市场机会。主要理由有：丽江市 2011 年游客人数增长将实现同比增加 20%。资料显示看出：2010 年丽江接待国内外游客 910 万人次，旅游综合收入 112.5 亿元，2011 年丽江市将通过大力引进国内大旅行社和海外旅行社、通过力争开通 1 到 2 条国际及国内航线、全面完成丽江机场高速公路及有关交通基础设施条件来实现游客数量和收入的增加，丽江市人民政府明确提出 2011 年力争全年接待国内外游客 1092 万人次，增长 20%，实现旅游综合收入 135 亿元，增长 20%。
- 从公司业绩看，短期业绩增长将主要来源于印象丽江和索道。
- 印象丽江的业绩增长分析逻辑和预测：我们认为由于印象丽江具有一定的独特性和排他性，在目前及至在未来丽江的演艺文化市场中具有高度的市场竞争力，短期市场地位竞争对手难以超越。其市场需求将继续随着到丽江市旅游的人数的增加而增加，2011 年丽江市旅游人数如果增加 20%，印象丽江由于及时地增加了供给。座位数比 2009 年增加了将近 1 到 3 倍。我们认为印象丽江 2011 年的增长将非常明显的受益于丽江市旅游人数和座席的增加，2009 年我们调研，印象丽江座位数大概在 1000 个左右，此次调研，我们看到印象丽江的座位比 2009 年调研时增加了将近一倍，在经过 2010 年 8 月到 11 月场地改造后，座位目前已增加到将近 3000 个左右。公司 2011 年印象丽江价格可能不变，受益座位的增长，我们认为收入将可能增加 20%。再加上 2010 年 10 月到 12 月印象丽江实现的利润 724 万将归于股份公司，我们预计 2011 年印象丽江将实现归属于母公司净利润为 3698 万元，2011 年增发完成后总股本增加为 12600 万股，2011 年印象丽江可增厚每股收益为 0.35 元。假设 2012 年印象丽江价格不涨，收入增加 10%，2012 年可增厚每股收益为 0.32 元。
- 索道的业绩增长分析逻辑和预测：大雪山索道运力增加后，公司将进行营销手段的更新，有可能增加索道联动售票，给游客更多的选择权，增加三条索道的乘索率，暂时大雪山索道价格不会提价，我们预计大雪山索道有可能实现比大修前 2009 年接待人数 6%到 10%人数的增加，相应收入增加 10%，由于折旧的增加导致成本率的上升，盈利能力将有所下降；另外两条索道在营销手段倾斜于大索道前提下，有可能实现人数比 2010 年下降。我们估计三条索道合计 2011 年营业收入同比 2010 年增长 59%，同比 2009 年营业收入增长 10%，2011 年索道在



增发后总股本为 12600 万股的水平下,可增厚每股收益为 0.49 元每股。在索道价格不变的前提下,2012 年可增厚每股收益为 0.50 元。

- **酒店 2010 年预计微亏,2011 年可实现盈利。**我们还是比较看好酒店的定位和品质,如果国际航线开通,将有可能带来高端商务客的数量,酒店的平均价格将有所提升,我们估计公司 2011 年酒店可实现 100 万净利润,增厚每股收益不到 1 分钱。

- **中长期资产整合预期也存在可能。**我们估计云南旅投作为三股东,按照“掌控核心资源—培育优质资产—开展资本运作—做大融资平台—建立退出机制—加大投资力度”的战略发展及运作思路,同时也按照云南省十二五旅游发展规划也许会继续支持公司发展来实现价值最大化,但是否进行资产注入可能存在不确定性。公司的定位目前是立足丽江,我们认为公司存在大香格里拉景区资产整合能力,作为丽江市唯一的旅游上市公司,我们认为公司未来存在资产整合大玉龙景区乃至大香格里拉景区的可能性较大。

- **发展机遇:**

- (1) **云南桥头堡建设重要窗口带来的机遇:**在桥头堡建设重要窗口方面,丽江市十二五规划政府报告提到了要积极实施“一港、两地、两园”发展规划,努力建设国际航空港,国际精品旅游胜地和国际文化会展基地,高新科技创意园和生物创新产业园。把丽江打造国际精品,即以打造国际精品旅游胜地为重点,积极发展现代服务业;
- (2) **交通基础建设改善带来的机遇:**丽江市十二五规划政府报告提出积极推进“三五联动”空港开放,争取逐步开通丽江至省内 5 个陆地口岸航线、国内 5 个世界遗产地航线、5 个国家(地区)国际航线;
- (3) **云南大开放机遇:**抓住中国东盟自由贸易区建设、泛珠三角区域合作机制全面实施和桥头堡建设等重大机遇,大力发展开放型经济,把丽江打造成滇川藏大香格里拉商贸物流中心。力争把丽江从旅游目的地转变为既是目的地,又是旅游集散地。
- (4) **国际航线开通指日可待。机场高速公路 5 月 1 日完工。**我们 2 月 24 日下机就感觉到丽江机场新的候机大楼的风采,机场工作人员告诉我们新候机大楼在 2010 年 10 月份启用,旧候机大楼已经基本改造成国际出发厅,原计划于 2011 年 2 月 28 日开

通国际航班，目前看还没有动向，我们估计 2011 年年开通将是大概率事件。机场高速正在修建，机场出租车比 2009 年年底我们调研时秩序良好，也有了机场大巴，我们了解到机场高速最快可能在 5 月 1 日开通，开通后，从昆明到丽江自驾车将从过去的 8 小时缩短到 6 小时。

● **风险因素：**国内国际经济增长不确定因素；自然灾害等不可抗力因素；公司旅游人数下降的风险；其他竞争对手进入的风险；其他风险。

● **盈利预测和估值：**综合考虑，我们认为公司随着机场开通国际和增加国内航班，随着高速公路和铁路等交通条件的改善，随着云南桥头堡建设带来的政策春风，虽然公司也面临着一定的经营挑战，但机遇将大于挑战。公司增发 2011 年中期完成的概率极大，完成后公司拥有的三项资产中，酒店 2011 年将可能从亏损实现盈利，索道和印象丽江 2011 年业绩增长确定。我们给公司 2010 年实现归属于母公司净利润为 990 万，对应股本 1.16 亿，对应每股收益为 0.09 元/股，2011 年公司实现归属于母公司净利润将大幅增加到 9800 多万，翻了将近 10 倍，对应股本为 1.26 亿，对应每股收益为 0.84 元/股，2012 年公司实现归属于母公司净利润将增加到 1 亿左右，对应每股收益为 0.90 元/股。旅游类股票目前市场 2010 年平均估值水平为 47 倍，2011 年平均估值水平为 37 倍，我们认为公司成长性较好，如果二级市场估值不会下降，给 40 倍估值，2011 年股票价格应在 33.6 元附近。公司目前价格在 32 元附近，公司由于 2010 年年报低于预期，股票价格暂时存在调整风险，综合考虑，目前暂给公司评级为“增持”评级。

图表 1:印象丽江盈利预测 单位:万元\元

印象丽江	2009	2010 年 1-9 月	10 到 12 月 预测数	2010 年合 计	2011 年预 测数	2012 年预测 数
营业收入	15741.95	13002.62	4680.7	17683.32	21219.98	23341.98
营业成本	4127.64	3173.03	1317.17	4490.2	5549.03	6103.928398
营业成本率	26.22%	24.40%	28.14%	25.39%	26.15%	26.15%
营业税金及附加	514.05	427.07	153.57	580.64	695.72	765.2868322
营业税金及附加率	3.27%	3.28%	3.28%	3.28%	3.28%	3.28%
三项费用之和	3712.37	3225.2	1310.54	4535.74	5305.00	5835.4956
费用率	23.58%	24.80%	28.00%	25.65%	25.00%	25.00%
资产减值损失	1.89	7.03	0.7	7.73	0.00	0
营业利润	7386	6170.29	1898.72	8069.01	9670.25	10637.27



加营业外收入	37.04	2.33		2.33	0.00	0
减营业外支出	1.39	15.02	5	20.02	0.00	0
利润总额	7421.65	6157.6	1893.72	8051.32	9670.25	10637.27
所得税费用	-30.94	1550.91	473.42	2024.33	2417.57	2659.32
费用率	0	25.19%	25.00%	25.14%	25.00%	25%
净利润	7452.59	4606.69	1420.3	6026.99	7252.68	7977.95
净利润率	47.34%	35.43%	30.34%	34.08%	34.18%	34%
股权比例	51.00%	51.00%	51.00%	51.00%	51.00%	51.00%
归属于母公司净利润	3800.82	2349.41	724.35	3073.76	3698.86	4068.76
总股本			12600	12600	12600	12600
增厚每股收益:			0.06	0.24	0.29	0.32
估计 2011 年合计增加每股收益为					0.35	0.32

资料来源:山西证券研究所 公司公开资料

图表 2:公司索道盈利预测 单位:万元/元

索道:	2010 年合计	2011 年预测数	2012 年预测数
营业收入	10754.42	17106.298	18816.93
增长率	-31.00%	59.06%	10.00%
营业成本率	13.42%	20.82%	20.82%
营业税金及附加	15%	15.00%	15.00%
净利润率	30%	36%	36%
净利润	3226.33	6158.27	6774.09
总股本	11600	12600	12600
所得税率	15%	15%	25%
增厚每股收益	0.28	0.49	0.54

资料来源:山西证券研究所 公司公开资料

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。