

2011-03-10

社会服务业

丽江旅游 002033-SZ

业绩再低预期，下调评级至增持

◆823 万的非流动资产处置损失导致年度业绩再次低于市场预期：

2010 年实现营业收入 1.9 亿元，同比增长 4%，实现归属于母公司所有者的净利润 1009 万元，同比大幅下降 74%，折合 EPS 约 0.09 元。市场此前对玉龙雪山索道 4-11 月停工改造将导致 2010 年业绩同比大幅下滑已有预期，但四季度非流动资产处置净损失 823 万元拖累四季度亏损约 480 万元使得 2010 年全年业绩再次显著低于我们及市场的普遍预期。

◆预计 2011 年索道业务将大幅增长 80%，但预计索道提价概率较低：

2010 年三条索道共计接待游客 193 万人次，同比下降 5.2%，实现营业收入 1.06 亿元，同比下降 29%。其中 4-11 月停工改造的大索道接待 16 万人次，同比下降 76%；云杉坪索道接待 168 万人次、实现收入 7869 万，同比分别大幅增长 31%和 30.4%，实现净利润 4335 万，好于预期；牦牛坪索道接待 9 万人次，同比仅增长 3.7%。索道业务毛利率 87.8%，略低于 2009 年同期 88.5%的水平。作为有着 200 多万游客基数的玉龙雪山景区的标志性景点，在公司的导向性营销下，我们预计 2011 年改造后年运力提升 3 倍的大索道在大量减少游客排队时间的同时游客接待规模有望超越 2007 年 76 万的历史记录达到 90 万左右，预计云杉坪索道和牦牛坪索道可能受大索道分流影响客流规模将分别出现 5%和 3%左右的小幅下降。预计 2011-2012 年索道业务收入分别为 1.92 亿元和 2.07 亿元，同比增长 82%和 8%。此外，对于市场普遍预期的大索道改造后提价的问题，我们认为，往返 172 元的索道票价对游客来说并不便宜，随着附近梅里雪山景区等类似景区的兴起，玉龙雪山冰川公园的独特魅力在遭受挑战，而且海拔 4500 多米的冰川公园对许多游客来说也是个挑战，因此，我们认为，短期内在游客规模没有出现大规模增长的情况下，公司提价可能性不高。

◆酒店运营好于预期，但受二期客房扩建影响大规模盈利仍需时日：

2010 年和府皇冠酒店实现 58.93%的入住率、7253 万的收入，好于我们及市场的预期，但由于较高的折旧摊销、管理费用和营销费用，酒店业务 2010 年仍亏损 1290 万。我们预计随着丽江会议市场的逐步繁荣，公司酒店的平均房价还有部分提升空间，预计 2011 房价将从 2010 年 780 元左右的水平提升至 820 元左右，酒店的入住率也将提升至 65%左右，2011 年酒店业务有望实现盈亏平衡，但随着 2011 年及之后雅高铂尔曼、阿曼酒店和金茂酒店的相继入驻丽江，公司酒店面临的竞争日趋激烈，进一步提升的空间比较受限。此外，我们虽然看好公司年初公布的投资 1.28 亿元扩建二期 100 间客房计划的长期价值，但是我们预计二期增加的折旧的摊销以及开工后对客流的影响，短期内可能影响酒店规模盈利期的到来。

◆注入印象丽江若如期推进将增厚 2011-2012EPS0.27 元和 0.28 元

公司以 21.69 元/股的价格向大股东雪山管委会全资子公司定向增发 1000 万股购买其持有的印象丽江 51%的股权的事宜已经在 2 月 25 日获得股东大会通过，目前已上报证监会。我们认为，印象丽江的关注数量 2009 年已经占到景区游客数量的 60%左右，由于景区旅游路线较长，该比重进一步提升的空间较小，且随着玉龙雪山景区逐步成熟后客流增速的下降和大理等周边景区演出市场的兴起，未来印象丽江观众规模的提升空间可能不大，我们预计 2011-2012 年印象丽江观众人数同比增速为 10.5%和 4.8%，收入为 1.95 亿元和 2.04 亿元，由于所得税减免在 2010 年底结束，净利润将从 48%左右的水平下降至 38.6%左右，预计 2011-2012 年印象丽江对公司利润的贡献分别在 3800 万和 4000 万左右，折合增发后的 EPS 分别为 0.27 元和 0.28 元。

调低

增持

当前价格	32.10 元
目标价格	32.70 元
目标期限	12 个月

分析师:李婕 (S0930511010001)

联系人:林玉红

021-22169115

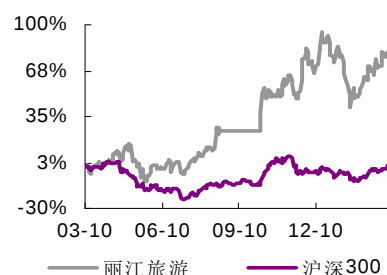
linyh@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	116
总市值(百万元)	3,734
流通比例(%)	61.81%
12 个月最高/最低(元)	37.95/16.70
近 3 月日均成交量(百万股)	1.07

主要股东
丽江玉龙雪山旅游开发
有限责任公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-3.43	-4.63	68.89
绝对收益	5.07	0.63	70.49

相关报告:

季报业绩降幅收窄，2011 年业绩将爆发增长
..... 2010-10-21
整合拉开序幕，业绩增厚立竿见影
..... 2010-09-30
业绩下降七成在预期之中
..... 2010-07-16

◆ 外延扩张空间短期可能受限，云南桥头堡规划及“十二五规划”恐难还有实质性利好公司的措施：

在外延扩张方面，我们认为大股东雪山管委会以 7 倍的 PE 注入优质资产-印象丽江在彰显其巩固大股东地位的决心的同时，也令我们及市场原来预期的云南旅投将注入旗下西双版纳、大理优质旅游资产的可能几乎彻底消失，因此，我们预计未来公司的外延扩张短期内可能将局限于大股东旗下的大玉龙景区、景点资源，但除已进入和拟进入上市公司的索道和印象丽江及相关政策规定不得注入上市公司的大玉龙景区门票外，大玉龙景区的其他旅游资产盈利性很一般，因此，即便本次增发后能持续注入对公司的业绩贡献也不大。而且公司也一再强调，中短期内将主要“立足丽江”，因此，我们预计公司外延扩张走出丽江的可能性较低。此外，根据媒体的报道和我们与公司的探讨，市场传闻近期将出台的云南桥头堡规划和云南旅游“十二五”规划主要是促进基础设施建设、规范旅游秩序、促进云南旅游发展等较为宏观的方面的规划，虽然能为公司带一些间接的利好，但对公司而言可能很难有实质性的影响。

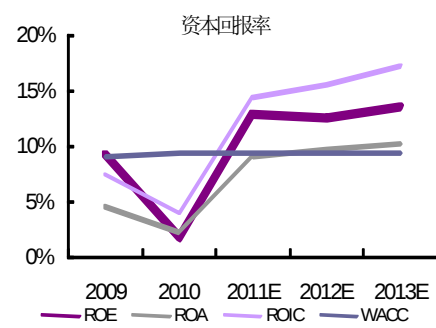
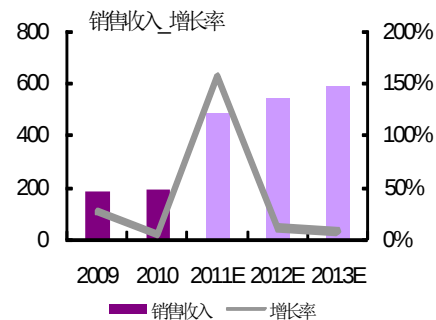
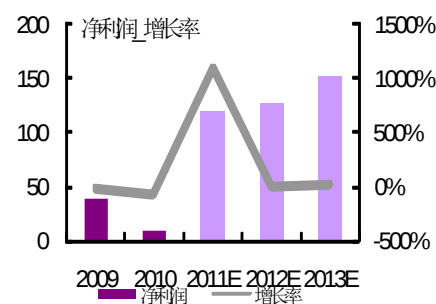
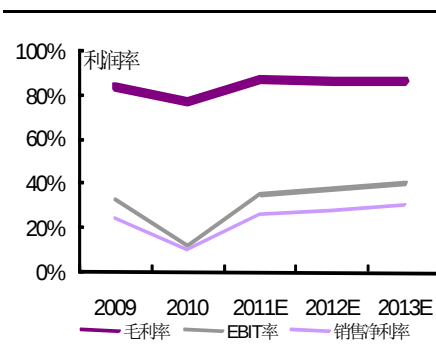
◆ 下调投资评级至“增持”：

根据目前的进度，我们预计 2011 年印象丽江将有望并表，据此，预计公司 11-12 年的 EPS 分别为 0.95 和 1.01 元（按增发后股本计算），对应当前股价的动态 PE 为 34 倍、32 倍，与行业估值水平相当，短期内公司可能缺乏有实质性意义的投资亮点且公司当前股价已经与我们之前 32.70 元的目标价接近，因此，我们下调其投资评级至“增持”。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	183	190	488	545	590
营业收入增长率	25.37%	3.96%	156.03%	11.75%	8.25%
净利润（百万元）	38	10	120	128	152
净利润增长率	-16.68%	-73.64%	1086.99%	6.66%	18.91%
EPS（元）	0.30	0.08	0.95	1.01	1.20
ROE	9.17%	1.67%	12.84%	12.51%	13.49%
P/E	106	402	34	32	27
P/B	10	7	4	4	4
EV/EBITDA	39	-51	23	19	16

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	183	190	488	545	590
营业成本	30	43	61	73	78
折旧和摊销	19	-112	5	10	14
营业税费	10	10	26	29	31
销售费用	21	23	63	65	68
管理费用	52	79	166	174	177
财务费用	11	12	5	2	3
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	8	1	1	1
营业利润	61	30	168	201	234
利润总额	59	22	168	201	234
少数股东损益	7	10	11	29	31
归属母公司净利润	38.27	10.09	119.73	127.70	151.85

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,017	951	1,461	1,637	1,808
流动资产	251	116	531	610	728
货币资金	163	105	472	548	664
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	4	1	9	13	14
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	11	2	5	6	4
存货	11	3	27	29	31
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	8	13	13	13	13
固定资产	560	648	752	850	911
无形资产	59	57	54	51	49
总负债	550	334	503	561	597
无息负债	191	118	336	384	413
有息负债	359	216	167	177	184
股东权益	466	617	958	1,076	1,212
股本	99	116	126	126	126
公积金	179	353	573	597	624
未分配利润	139	133	233	298	375
少数股东权益	49	15	26	55	86

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	112	7	317	214	225
净利润	38	10	120	128	152
折旧摊销	19	-112	5	10	14
净营运资金增加	-31	1	8	-10	0
其他	86	109	184	87	59
投资活动产生现金流	-245	-70	-107	-107	-67
净资本支出	-85	-83	107	107	66
长期投资变化	8	13	0	0	0
其他资产变化	-169	0	-214	-214	-133
融资活动现金流	129	5	156	-31	-43
股本变化	0	17	10	0	0
债务净变化	142	-143	-49	11	7
无息负债变化	124	-74	218	48	29
净现金流	-4	-58	367	76	116

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	25.37%	3.96%	156.03%	11.75%	8.25%
净利润增长率	-16.68%	-73.64%	1086.99%	6.66%	18.91%
EBITDA 增长率	2.50%	-215.50%	-327.73%	20.35%	17.29%
EBIT 增长率	-2.21%	-62.63%	395.09%	18.29%	16.22%
估值指标					
PE	106	402	34	32	27
PB	10	7	4	4	4
EV/EBITDA	39	-51	23	19	16
EV/EBIT	50	114	24	20	17
EV/NOPLAT	62	123	30	25	21
EV/Sales	19	21	8	7	7
EV/IC	5	5	4	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	83.88%	77.38%	87.57%	86.57%	86.78%
EBITDA 率	42.56%	-47.28%	36.25%	39.04%	42.30%
EBIT 率	32.43%	11.66%	35.17%	37.23%	39.97%
税前净利润率	32.05%	11.38%	34.41%	36.96%	39.70%
税后净利润率 (归属母公司)	20.89%	5.30%	24.56%	23.44%	25.74%
ROA	4.47%	2.15%	8.96%	9.59%	10.10%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.17%	1.67%	12.84%	12.51%	13.49%
经营性 ROIC	7.37%	3.88%	14.42%	15.54%	17.16%
偿债能力					
流动比率	0.60	0.65	1.58	1.59	1.77
速动比率	57.66%	63.53%	150.08%	151.38%	169.01%
归属母公司权益/有息债务	1.16	2.79	5.59	5.75	6.11
有形资产/有息债务	2.59	3.98	8.28	8.79	9.41
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.30	0.08	0.95	1.01	1.20
每股红利	0.12	0.00	0.31	0.37	0.43
每股经营现金流	0.88	0.06	2.51	1.69	1.78
每股自由现金流(FCFF)	1.41	-0.12	0.20	0.57	1.04
每股净资产	3.30	4.77	7.38	8.08	8.91
每股销售收入	1.45	1.51	3.86	4.31	4.67

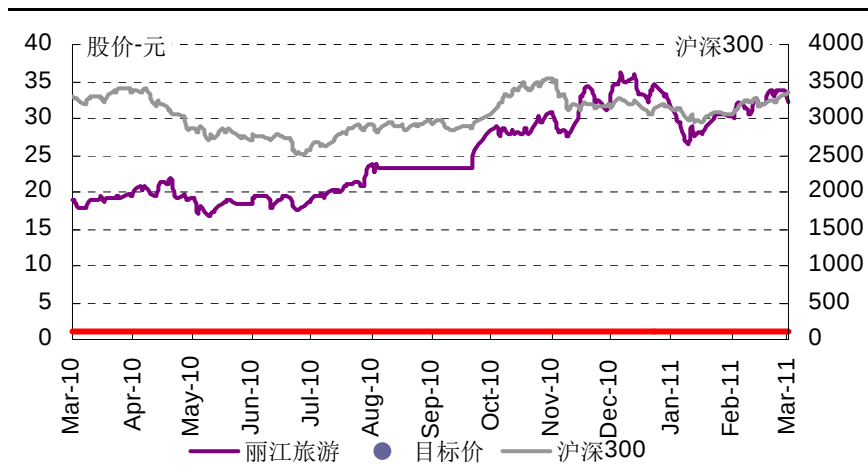
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

丽江旅游（002033）



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2007-08-15	24.99	27.45	增持
2010-03-11	18.82	27.45	买入
2010-07-16	19.20	21.90	增持
2010-09-30	23.35	27.30	买入
2010-10-10	23.35	32.70	买入
2010-10-20	28.49	32.70	买入

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。