

## 丽江旅游 (002033)

强烈推荐 (维持)

经常业绩符合预期 团队游客下滑是一季度风险所在

## 市场数据

| 报告日期      | 2011-3-10 |
|-----------|-----------|
| 收盘价(元)    | 32.10     |
| 总股本(百万股)  | 116.32    |
| 流通股本(百万股) | 71.89     |
| 总市值(百万元)  | 3733.97   |
| 流通市值(百万元) | 2307.79   |
| 净资产(百万元)  | 602.22    |
| 总资产(百万元)  | 950.63    |
| 每股净资产     | 5.18      |

## 主要财务指标

| 会计年度       | 2010   | 2011E   | 2012E  | 2013E  |
|------------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 190    | 519     | 593    | 686    |
| 同比增长(%)    | 4.0%   | 172.5%  | 14.3%  | 15.7%  |
| 净利润(百万元)   | 10     | 117     | 151    | 182    |
| 同比增长(%)    | -73.6% | 1061.8% | 28.6%  | 20.4%  |
| 毛利率(%)     | 77.4%  | 70.8%   | 72.0%  | 74.8%  |
| 净利率(%)     | 5.3%   | 22.6%   | 25.4%  | 26.5%  |
| 净资产收益率(%)  | 1.67%  | 16.29%  | 17.32% | 17.26% |
| 每股收益(元)    | 0.09   | 1.01    | 1.30   | 1.55   |
| 每股经营现金流(元) | 0.06   | 2.87    | 2.00   | 2.31   |

## 相关报告

《资产注入正式启动、印象丽江全年并表无虞》2011-2-10

《印象丽江规模增、大索道前景好；上调盈利预测》2010-12-13

《大索道计提费用超预期，预留更大业绩增长空间》2010-10-21

分析师 刘璐丹

021-3856 5944

SAC:S0190210060005

## 投资要点

事件:

公司 2010 年全年实现收入 19044.68 万元，同比增长 3.96%；实现利润总额 2167 万元，同比增长-63%；实现归属上市公司股东的净利润为 1008.68 万元，同比增长-74%。每股收益为 0.09 元。

扣除非经常损益后的权益净利润为 1722 万，对应每股收益 0.15 元。本期非经常性损益项为非流动资产处置。

点评:

- 公司四季度计提了 814 万的非流动资产处置损益，我们认为公司在转型年份计提足够的资产处置损失，有利于提升未来的业绩增长空间；对此予以积极评价。
- 大索道 12 月份重张以来，单月接待游客 3.91 万人次；考虑到 12 月份是试运营期，每日营运时间大致半天，我们认为该接待量符合预期，考虑到旺季因素，仍维持 2011 年全年 100 万人次的接待量预测。
-

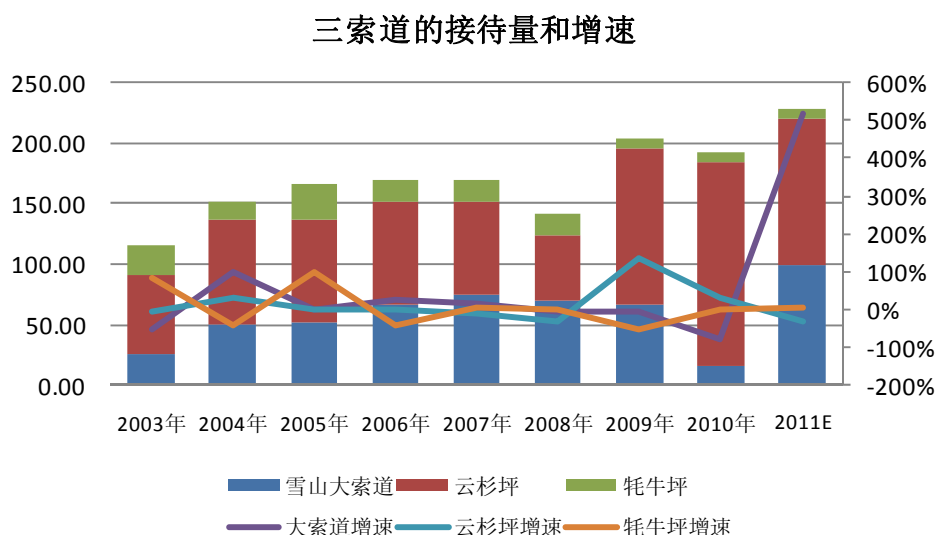
### 索道业务:

- 三条索道接待量同比小幅下滑 6%，云杉坪接待量大增 31%，减轻大索道旺季改造的负面影响。三条索道的人均价均同比平稳。

云杉坪 2010 年合计接待游客 168.22 万人次，同比增长 31%，实现收入 7869 万，同比增长 30.4%，人均票价 47 元，同比 09 年持平。云杉坪净利润为 4335 万，同比增长 37%，净利率提升了 2.6 个百分点。

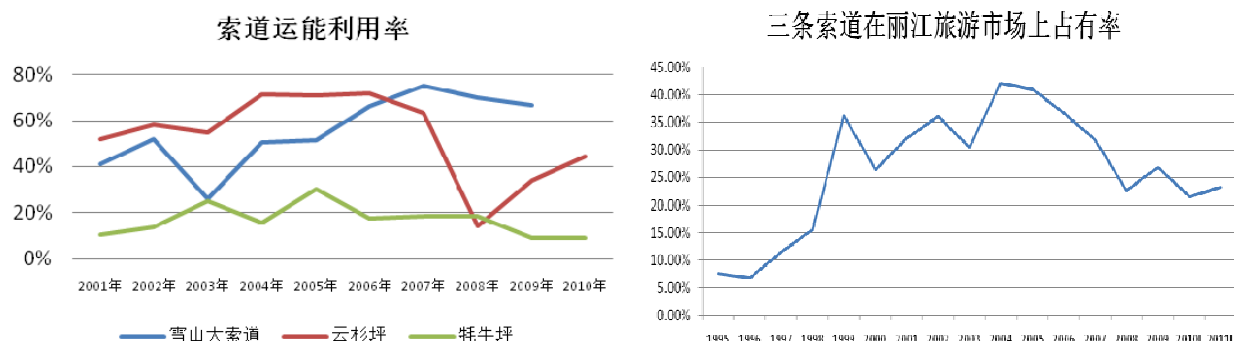
牦牛坪全年接待 8.6 万人次，与 09 年的 8.63 万人基本持平；实现收入 490 万，人均票价 57 元，均与 09 年相当。但由于公司控制销售费用，牦牛坪索道的净利润有显著提升，10 年净利润为 79 万，09 年仅为 4 万。

图、三条索道历年接待量（2003-2010）



数据来源：兴业证券研发中心

图、三条索道运能利用率状况



数据来源：兴业证券研发中心

- 分析现状是为了展望未来，我们认为，云杉坪持续两年的接待量大增，除了

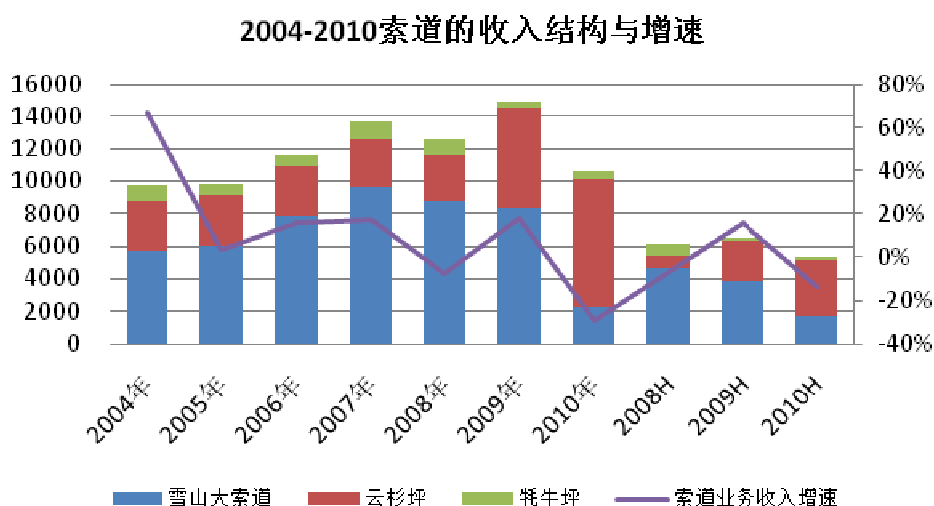
索道改造后运力提升外，也一定程度反应了索道的旺盛需求。结合调研了解的信息，10年由于大索道改造，部分游客放弃了前往雪山景区，这部分需求有望在11年大索道重张后得以充分释放。

表、三条索道主要经营数据/人均票价

| 玉龙雪山大索道   | 2004年   | 2005年  | 2006年   | 2007年   | 2008年   | 2009年   | 2010年   |
|-----------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 接待量（万人次）  | 50.69   | 51.62  | 66.21   | 75.39   | 69.86   | 66.84   | 16.12   |
| 同比增速      | 97.15%  | 1.84%  | 28.26%  | 13.87%  | -7.34%  | -4.32%  | -75.88% |
| 人均票价（元/人） | 112.66  | 116.10 | 118.57  | 128.12  | 124.97  | 126.06  | 138.69  |
| 收入（万元）    | 5710    | 5993   | 7850    | 9660    | 8731    | 8426    | 2236    |
| 云杉坪索道     | 2004年   | 2005年  | 2006年   | 2007年   | 2008年   | 2009年   | 2010年   |
| 接待量（万人次）  | 85.90   | 85.11  | 86.11   | 76.02   | 53.89   | 128.43  | 168.22  |
| 同比增速      | 30.05%  | -0.91% | 1.17%   | -11.72% | -29.11% | 138.32% | 30.98%  |
| 人均票价（元/人） | 35.47   | 37.30  | 35.85   | 39.06   | 54.26   | 46.98   | 46.78   |
| 收入（万元）    | 3047    | 3175   | 3088    | 2969    | 2924    | 6034    | 7869    |
| 净利润（万元）   | 2133    | 2379   | 2145    | 1636    | 1415    | 3168    | 4335    |
| 牦牛坪索道     | 2004年   | 2005年  | 2006年   | 2007年   | 2008年   | 2009年   | 2010年   |
| 接待量（万人次）  | 14.70   | 29.07  | 16.44   | 17.77   | 17.43   | 8.63    | 8.59    |
| 同比增速      | -39.08% | 97.78% | -43.44% | 8.06%   | -1.90%  | -50.49% | -0.46%  |
| 人均票价（元/人） | 66.67   | 25.07  | 43.11   | 58.30   | 55.51   | 55.79   | 57.00   |
| 收入（万元）    | 980     | 729    | 709     | 1036    | 968     | 481     | 490     |
| 净利润（万元）   | 343     | 358    | 215     | 232     | 406     | 4       | 78      |

数据来源：兴业证券研发中心

图、索道业务收入结构及增速



数据来源：兴业证券研发中心

### 和府酒店：2010 下半年扣除折旧费实现净利润 1100 万，未来平均房价提升是关键

- **和府酒店**全年收入 7252 万，基本与我们之前预测的 6800 万基本相当。不含固定资产折旧费用，酒店全年实现净利润 956 万元。目前和府酒店的部分固定资产计入母公司账目，若考虑 2225 万的固定资产折旧，酒店业务净利润为 -1290 万。
- **考虑折旧费用，可倒推 2010 年下半年，酒店业务实现净利润约为 1100 万左右。**再考虑到 4 季度以来酒店不断超预期的表现，我们依然对 2011 年维持乐观预测，预计 2011 年全年酒店业务净利润为 1200 万左右。
- 酒店全年入住率 59%，平均房价约 800 元。考虑 10 年的房价呈明显的前低后高，11-12 月淡季期间，房价依然在环比提升；我们认为 11 年均价有 10% 以上的提升空间，这将是 11 年收入增长的最大看点。

图、和府酒店盈利预测

| 单位：万元       | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 出租率         | 42.40% | 58.93% | 62.00% | 63.50% | 62.00% |
| 平均房价（元/夜·间） | 700    | 810    | 972    | 1069   | 1176   |
| REVPAR      | 297    | 477    | 603    | 679    | 729    |
| 客房收入        | 976    | 4774   | 6027   | 6790   | 9422   |
| 餐饮收入        | 34     | 2065   | 3097   | 3562   | 3918   |
| 会议及其他收入     | 10     | 400    | 900    | 1170   | 1521   |
| 收入合计        | 1020   | 7252   | 10024  | 11522  | 14861  |
| 成本合计        | 733    | 2209   | 3007   | 3457   | 4458   |
| 毛利率         | 28.17% | 69.54% | 70.00% | 70.00% | 70.00% |
| 销售费用        | 19     | 1099   | 1150   | 1190   | 1205   |
| 管理费用        | 1926   | 5216   | 5596   | 5809   | 6833   |
| 利润总额        | -1658  | -1272  | 271    | 1066   | 1865   |
| 净利润         | -1658  | -1272  | 203    | 800    | 1398   |

数据来源：兴业证券研发中心

注：2009 利润数据也未考虑固定资产折旧。我们将和府固定资产折旧计入管理费用，最后净利润为酒店业务的合计净利润

### 印象丽江 2011 年全年并表，维持 11~13 年盈利预测分别为 1.02 元、1.30 元、1.55 元。暂维持“强烈推荐”评级。

盈利预测关键假设：

- 预计 2011~13 年大索道接待量分别为 100 万、120 万、138 万；云杉坪索道接待量分别为 120 万、132 万、139 万；牦牛坪接待量分别为 8.9 万、9.3 万、

9.8 万。

- 和府酒店 11~13 年 RevPAR 分别为 972 元、1069 元、1176 元；入住率为 62%、65%、68%。
- 印象丽江基本维持现座位规模及上座率水平。

#### 图、分业务盈利预测

| 单位：万元、元                     | 2006年 | 2007年 | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 母公司（大索道+相关附带的交通服务           | 9036  | 11406 | 10267 | 9311  | 2640  | 13115 | 16131 | 18471 |
| 净利润                         | 4853  | 2112  | 2252  | 130   | -941  | 5013  | 6768  | 8125  |
| 云杉坪索道收入                     | 3088  | 2969  | 2924  | 6034  | 7869  | 4990  | 5793  | 6275  |
| 净利润                         | 2145  | 1636  | 1415  | 3168  | 4335  | 2516  | 2940  | 3106  |
| 牦牛坪索道收入                     | 709   | 1036  | 968   | 481   | 490   | 504   | 530   | 556   |
| 净利润                         | 215   | 232   | 406   | 4     | 78    | 80    | 88    | 97    |
| 和府酒店收入                      | 0     | 0     | 0     | 1020  | 7252  | 10024 | 12201 | 16284 |
| 净利润                         | 0     | 0     | 0     | -1658 | -1272 | 203   | 1058  | 1930  |
| 其他业务收入<br>(旅行社投资收益+睿龙投资公司等) | 0     | 1145  | 1370  | 1777  | 1422  | 1848  | 1941  | 1999  |
| 净利润                         | 102   | 1040  | 66    | -44   | 614   | 576   | 700   | 700   |
| 印象丽江收入                      |       |       |       |       |       | 21554 | 22722 | 25027 |
| 净利润                         |       |       |       |       |       | 4403  | 4743  | 5492  |
| 合计净利润                       | 6778  | 4610  | 3785  | 808   | 1731  | 12791 | 16297 | 19450 |
| 对应EPS                       | 0.68  | 0.46  | 0.38  | 0.08  | 0.15  | 1.02  | 1.30  | 1.55  |

数据来源：兴业证券研发中心

#### 风险提示：团队游客受整顿影响下滑，是 11 年经营最大风险点。

- 结合近期了解的信息，我们认为公司 11 年经营的最大风险在于：云南省整理旅行社“零负团队”，旅行社在整改期间或接团量下降，因而一季度入滇团队游客数或有下滑。这是 11 年云南省旅游大市的一个不确定性因素，有可能会对公司业绩造成影响。
- 旅游行业的其他系统性风险。

## 附表

**资产负债表**

| 单位: 百万元        | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 116  | 316   | 368   | 650   |
| 货币资金           | 105  | 175   | 250   | 514   |
| 交易性金融资产        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 1    | 8     | 8     | 10    |
| 其他应收款          | 2    | 13    | 16    | 16    |
| 存货             | 3    | 5     | 5     | 6     |
| <b>非流动资产</b>   | 834  | 886   | 959   | 886   |
| 可供出售金融资产       | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资         | 13   | 12    | 12    | 12    |
| 投资性房地产         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 648  | 737   | 812   | 739   |
| 在建工程           | 83   | 41    | 0     | 0     |
| 油气资产           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 57   | 55    | 103   | 102   |
| <b>资产总计</b>    | 951  | 1202  | 1328  | 1536  |
| <b>流动负债</b>    | 178  | 401   | 374   | 398   |
| 短期借款           | 50   | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 62   | 296   | 296   | 317   |
| 其他             | 66   | 105   | 79    | 81    |
| <b>非流动负债</b>   | 156  | 56    | 51    | 46    |
| 长期借款           | 156  | 56    | 51    | 46    |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 334  | 457   | 425   | 444   |
| 股本             | 116  | 116   | 116   | 116   |
| 资本公积           | 301  | 301   | 301   | 301   |
| 未分配利润          | 133  | 236   | 368   | 527   |
| 少数股东权益         | 15   | 26    | 32    | 40    |
| <b>股东权益合计</b>  | 617  | 745   | 902   | 1091  |
| <b>负债及权益合计</b> | 951  | 1202  | 1328  | 1536  |

**现金流量表**

| 单位: 百万元           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 10   | 117   | 151   | 182   |
| 折旧和摊销             | 38   | 54    | 68    | 75    |
| 资产减值准备            | -1   | 0     | -0    | 0     |
| 无形资产摊销            | 2    | 2     | 2     | 2     |
| 公允价值变动损失          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用              | 12   | 6     | 2     | -0    |
| 投资损失              | -8   | 0     | 0     | 0     |
| 少数股东损益            | 10   | 11    | 6     | 7     |
| 营运资金的变动           | -4   | -153  | 4     | -6    |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 60   | 334   | 232   | 268   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -57  | -98   | -151  | 0     |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | 19   | -166  | -7    | -5    |
| 现金净变动             | 22   | 70    | 75    | 264   |
| 现金的期初余额           | 163  | 105   | 175   | 250   |
| 现金的期末余额           | 185  | 175   | 250   | 514   |

**利润表**

| 单位: 百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 190  | 519   | 593   | 686   |
| 营业成本            | 43   | 152   | 166   | 173   |
| 营业税金及附加         | 10   | 28    | 31    | 36    |
| 销售费用            | 23   | 51    | 56    | 68    |
| 管理费用            | 79   | 115   | 136   | 165   |
| 财务费用            | 12   | 6     | 2     | -0    |
| 资产减值损失          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益            | 8    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 30   | 168   | 201   | 244   |
| 营业外收入           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 9    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 22   | 168   | 201   | 244   |
| 所得税             | 1    | 40    | 44    | 55    |
| 净利润             | 10   | 117   | 151   | 182   |
| 少数股东损益          | 10   | 11    | 6     | 7     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 10   | 117   | 151   | 182   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.09 | 1.01  | 1.30  | 1.56  |

**主要财务比率**

|                | 2010  | 2011E  | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|--------|-------|-------|
| <b>成长性(%)</b>  |       |        |       |       |
| 营业收入增长率        | 4.0%  | 172.5  | 14.3% | 15.7% |
| 营业利润增长率        | -50.6 | 459.7  | 20.1% | 21.3% |
| 净利润增长率         | -73.6 | 1061.8 | 28.6% | 20.4% |
| <b>盈利能力(%)</b> |       |        |       |       |
| 毛利率            | 77.4% | 70.8%  | 72.0% | 74.8% |
| 净利率            | 5.3%  | 22.6%  | 25.4% | 26.5% |
| ROE            | 1.7%  | 16.3%  | 17.3% | 17.3% |

**偿债能力(%)**

|       |       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 35.1% | 38.0% | 32.0% | 28.9% |
| 流动比率  | 0.65  | 0.79  | 0.98  | 1.63  |
| 速动比率  | 0.64  | 0.77  | 0.97  | 1.62  |

**营运能力(次)**

|         |        |        |       |       |
|---------|--------|--------|-------|-------|
| 资产周转率   | 0.20   | 0.43   | 0.45  | 0.45  |
| 应收帐款周转率 | 131.04 | 110.35 | 40.26 | 41.26 |

**每股资料(元)**

|        |      |      |      |      |
|--------|------|------|------|------|
| 每股收益   | 0.09 | 1.01 | 1.30 | 1.56 |
| 每股经营现金 | 0.06 | 2.87 | 2.00 | 2.31 |
| 每股净资产  | 5.18 | 6.18 | 7.48 | 9.04 |

**估值比率(倍)**

|    |      |      |      |      |
|----|------|------|------|------|
| PE | 369  | 32   | 25   | 21   |
| PB | 6.18 | 5.17 | 4.28 | 3.54 |

## 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%

## 机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。