

携资源优势，享高速增长

有望成为西藏旅游资源的整合平台

报告关键点:

- 景区业务收入有望保持40%以上的增长。
- 阿里神山圣湖项目建成后实际盈利有望大幅超越公司预测值
- 长期来看，公司有望成为西藏旅游资源的整合平台

报告摘要:

- 景区业务收入有望保持40%以上的增长。雅鲁藏布江大峡谷景区作为公司景区业务的核心，自2008年7月正式对外运营以来，表现出良好的增长态势，2008年接待游客1.6万人次，2009年接待游客10万人次，2010年接待游客13万人次以上，预计今年接待游客人次数仍将保持30%以上的增长，雅鲁藏布江大峡谷景区已经由导入期迈入成长期。随着未来西藏旅游环境不断改善，公司景区业务收入有望保持40%以上的增长。
- 西藏阿里神山圣湖旅游区项目建成后每年新增净利润3615万元以上。神山圣湖风景区作为世界级旅游资源，知名度高、资源类型丰富、宗教地位显著，具备打造成文化体验、观光探险旅游目的地的基础。公司预计，项目完工后10年内，年平均收入1.76亿元，年平均净利润3615万元。由于神山圣湖景区的游客构成以宗教朝圣和观光探险为主，游客逗留时间长，预计平均为4天3夜。作为景区的垄断经营方，游客逗留期间的住宿饮食、物资补给、交通运输、导游服务等均需从公司采购，预计人均消费不会低于2000元。因此，我们认为，项目完工后的实际盈利有望大幅超越公司预测值。
- 长期来看，公司有望成为西藏自治区旅游资源的整合平台。自2002年介入西藏自治区旅游开发以来，公司先后协助自治区政府完成了多项西藏自治区旅游规划，并成功开发了雅鲁藏布江大峡谷景区。多年积累的景区开发经验和人脉资源，加之西藏唯一的旅游上市公司平台，使得公司在优质景区资源的获取方面具有其他企业不可比拟的优势。公司计划在东环线以雅江景区为中心进行资源整合，在西环线继续争取优质景点的开发经营权。长期来看，公司有望成为西藏自治区旅游资源的整合平台。
- 维持“买入-B”的投资评级，12个月目标价17元。我们预测公司2011年、2012、2013年EPS分别为0.16元、0.24元、0.34元，当前股价对应动态市盈率83倍、54倍、39倍。由于阿里景区尚处建设期，PE估值法无法真实反映其内在价值，我们采取了分业务估值法，得出公司每股价值17.2元，维持“买入-B”投资评级，12个月目标价下调至17元。
- 风险提示：经营管理人才缺失的风险、政治事件造成游客大幅波动

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	97.8	124.6	155.1	202.1	260.8
Growth(%)	88.8%	27.4%	24.5%	30.3%	29.1%
净利润	1.0	21.2	30.9	47.6	66.1
Growth(%)	-102.5%	1934.5%	45.6%	54.0%	38.7%
毛利率(%)	62.3%	61.6%	75.9%	79.2%	81.0%
净利润率(%)	1.1%	17.0%	19.9%	23.6%	25.3%
每股收益(元)	0.01	0.11	0.16	0.24	0.34
每股净资产(元)	1.56	1.66	2.82	3.06	3.30
市盈率	2,397.5	117.8	83.4	54.2	39.0
市净率	8.5	7.9	4.7	4.3	4.0
净资产收益率(%)	1.0%	6.6%	5.6%	8.0%	10.3%
ROIC(%)	3.0%	6.8%	8.4%	8.9%	10.5%
EV/EBITDA	110.3	91.4	47.6	31.6	24.5
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%

评级:

买入-B

上次评级: 买入-B

目标价格:

17.00 元

期限: 12个月 上次预测: 20.00元

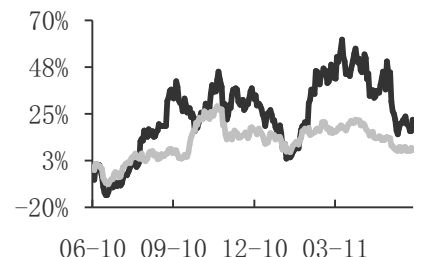
现价(2011年06月16日): 13.23元

报告日期:

2011-06-23

总市值(百万元)	2,579.84
流通市值(百万元)	2,250.60
总股本(百万股)	189.14
流通股本(百万股)	165.00
12个月最低/最高	9.01/18.85元
十大流通股东(%)	46.23%
股东户数	26,214

12个月股价表现



06-10 09-10 12-10 03-11

— 西藏旅游 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(8.65)	(9.21)	14.70
绝对收益	(13.08)	(17.99)	22.10

赵志成

 021-68765859
执业证书编号

首席行业分析师

 zhaozc@essence.com.cn
S1450511020029

报告联系人

董云翔

021-68762890

dongyx2@essence.com.cn

前期研究成果

西藏旅游: 非公开增发申请获批点评	2011-03-22
西藏旅游: 高速成长的圣地旅游龙头	2011-01-13

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011/6/16		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	88.8%	27.4%	24.5%	30.3%	29.1%
减: 营业成本	97.8	124.6	155.1	202.1	260.8	营业利润增长率	-108.3%	81.4%	422.4%	78.7%	38.1%
营业税费	36.9	47.8	37.4	42.0	49.6	净利润增长率	-102.5%	1934.5%	45.6%	54.0%	38.7%
销售费用	4.4	4.9	7.0	9.1	11.7	EBITDA 增长率	-173.6%	19.4%	117.6%	53.1%	29.3%
管理费用	20.0	27.0	34.1	44.5	57.4	EBIT 增长率	-139.2%	15.2%	139.5%	64.4%	34.6%
财务费用	22.0	27.6	35.7	46.5	60.0	NOPLAT 增长率	-137.3%	125.2%	22.9%	41.2%	35.1%
资产减值损失	10.8	10.2	7.0	7.0	7.4	投资资本增长率	-1.4%	-0.7%	32.6%	14.6%	8.9%
加: 公允价值变动收益	-1.1	-1.0	0.0	-6.0	-6.0	净资产增长率	1.0%	6.9%	74.7%	8.7%	7.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	-1.5	-2.1	-2.0	-2.0	-2.0	利润率					
加: 营业外净收支	3.4	6.1	31.9	57.0	78.8	毛利率	62.3%	61.6%	75.9%	79.2%	81.0%
利润总额	-0.4	14.6	-1.0	-1.0	-1.0	营业利润率	3.4%	4.9%	20.6%	28.2%	30.2%
减: 所得税	3.0	20.7	30.9	56.0	77.8	净利润率	1.1%	17.0%	19.9%	23.6%	25.3%
净利润	-	-	-	8.4	11.7	EBITDA/营业收入	21.9%	20.5%	35.8%	42.1%	42.1%
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	14.4%	13.1%	25.1%	31.7%	33.0%
货币资金	98.9	77.0	121.8	81.6	66.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	398	373	382	427	426
应收账款	95.6	55.6	106.2	138.4	178.7	流动营业资本周转天数	495	225	168	209	206
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,073	683	557	504	404
预付帐款	77.7	53.4	53.4	53.4	53.4	应收帐款周转天数	112	108	85	87	88
存货	6.7	7.6	5.1	5.8	6.8	存货周转天数	22	21	15	10	9
其他流动资产	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	2,284	1,786	1,624	1,452	1,197
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	1,693	1,314	1,223	1,149	993
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	4.0	2.0	5.6	5.6	5.6	ROE	1.0%	6.6%	5.6%	8.0%	10.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	0.5%	3.4%	3.9%	5.7%	7.4%
固定资产	123.2	134.8	194.6	284.7	333.1	ROIC	3.0%	6.8%	8.4%	8.9%	10.5%
在建工程	27.8	40.7	70.4	45.1	28.5	费用率					
无形资产	187.7	233.3	227.5	221.8	216.2	销售费用率	20.5%	21.7%	22.0%	22.0%	22.0%
其他非流动资产	4.3	6.1	4.4	4.2	4.2	管理费用率	22.5%	22.1%	23.0%	23.0%	23.0%
资产总额	626.0	610.5	789.0	840.6	893.4	财务费用率	11.0%	8.1%	4.5%	3.5%	2.8%
短期债务	57.3	45.3	-	-	-	三费/营业收入	53.9%	51.9%	49.5%	48.5%	47.8%
应付帐款	39.4	34.7	30.7	34.5	40.7	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	53.0%	48.4%	30.3%	28.9%	27.9%
其他流动负债	9.7	30.3	32.1	32.3	32.6	负债权益比	112.6%	94.0%	43.5%	40.7%	38.7%
长期借款	176.0	142.0	142.0	142.0	142.0	流动比率	1.79	1.26	2.95	2.76	2.84
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.75	1.21	2.90	2.71	2.78
负债总额	331.5	295.8	239.0	243.0	249.5	利息保障倍数	1.31	1.60	5.54	9.16	11.63
少数股东权益	11.3	11.2	11.2	11.2	11.2	分红指标					
股本	165.0	165.0	195.0	195.0	195.0	DPS(元)	-	-	-	-	0.10
留存收益	118.2	138.6	343.8	391.4	437.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.0%
股东权益	294.5	314.8	550.0	597.6	643.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	3.0	20.7	30.9	47.6	66.1	EPS(元)	0.01	0.11	0.16	0.24	0.34
加: 折旧和摊销	10.7	16.1	16.6	21.0	23.7	BVPS(元)	1.56	1.66	2.82	3.06	3.30
资产减值准备	-1.1	-1.0	0.0	-6.0	-6.0	PE(X)	2,397.5	117.8	83.4	54.2	39.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.5	7.9	4.7	4.3	4.0
财务费用	4.8	10.9	10.7	7.0	7.0	P/FCF	142.9	-129.0	-16.0	-64.2	518.7
投资收益	1.5	2.1	2.0	2.0	2.0	P/S	25.6	20.1	16.6	12.8	9.9
少数股东损益	1.9	-0.5	-	-	-	EV/EBITDA	110.3	91.4	47.6	31.6	24.5
营运资金的变动	36.2	72.6	-48.7	-28.8	-34.8	CAGR(%)	152.6%	47.2%	19.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	58.6	114.1	7.8	42.8	58.4	PEG	15.7	2.5	4.4	-0.5	-0.4
投资活动产生现金流量	-38.6	-86.4	-105.7	-82.0	-52.0	ROIC/WACC	0.3	0.7	0.9	0.9	1.1
融资活动产生现金流量	-1.9	-49.6	153.0	-7.0	-27.2	REP	16.9	7.4	5.1	4.2	3.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

赵志成，首席行业分析师。毕业于南开大学，经济学硕士。7 年证券研究经历。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

赵志成声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034