



社会服务业/社会服务

丽江旅游 (002033)

## 业绩符合预期 主业经营步入成长期

## ——丽江旅游 2011 年中报点评

许娟娟  
021-38676545  
xujuanjuan@gtjas.com  
编号 S0880511010028

## 本报告导读:

上半年酒店和索道的经营均步入成长期, 预计下半年的印象丽江并表将大幅提升业绩。公司长期看点是市场预期的索道提价和资产收购/注入, 我们认为有此可能。

## 投资要点:

- 业绩增长源自景区客流回升前提下, 大索道全年运营及酒店接待人次的提升。2011 上半年公司营业收入 13640 万元, 归属于母公司净利润 3021 万元, 同比分别增长 62.89%、367.19%, EPS0.2 元, 符合预期。
- 11 上半年, 索道收入同比增长 54%, 接待游客 112 万人次, 同比增长 28%。其中大索道 10 年 4-11 月停业技改, 11 上半年客流量较上年同期翻倍, 收入增长 170%; 云杉坪受大索道恢复运营及 10 年分流大索道客流带来的高基数影响, 11 上半年接待游客人次和收入同比未增长; 牦牛坪索道收入利润均下降, 但影响不大。11 年公司索道业务增长将来自大索道, 预计该业务收入增长约 70%。
- 11 上半年, 和府皇冠假日酒店分公司收入增长 80.8%, 入住率提升至 70%以上。该酒店 09 年投入使用后, 09、10 年由于收入规模较小、折旧摊销较大而亏损, 11 年上半年略有盈利。预计 11 全年收入增长约 40%, 净利润约 1000 万。该酒店已度过培育期、进入成长期, 是公司未来的盈利增长点, 13 年新增 80 间客房进一步提升业绩。
- 印象丽江的收购尚处于证监会审批环节, 预计三季度并表。丽江地区 11 上半年接待游客人次增幅较好, 预计印象丽江增速不错, 全年贡献权益净利润 4000 万元, 印象丽江的并表将大幅提升公司的 ROIC。
- 大索道自 2003 未提价, 技改后接待能力提升, 提价预期加强; 此外从三股东掌控省内丰富景区资源以及丽江地区部分景区存在收购价值角度, 公司景区配套业务有望做大。考虑丽江印象全年并表, 预计 11、12EPS 分别为 0.68、0.83 元, 正常净利润复合增速 25%。考虑到系列刺激因素, 建议给予 2012 年 30 倍 PE (对行业的估值溢价为 10%), 目标价 25.6 元, 维持“增持”评级。

| 财务摘要 (百万元)  | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 183   | 190   | 487   | 551   | 651   |
| (+/-)%      | 25%   | 4%    | 156%  | 13%   | 18%   |
| 经营利润 (EBIT) | 70    | 35    | 189   | 227   | 272   |
| (+/-)%      | 2%    | -51%  | 446%  | 20%   | 20%   |
| 净利润         | 38    | 10    | 103   | 125   | 156   |
| (+/-)%      | -17%  | -74%  | 917%  | 22%   | 25%   |
| 每股净收益 (元)   | 0.25  | 0.07  | 0.68  | 0.83  | 1.03  |
| 每股股利 (元)    | 0.15  | -     | 0.24  | 0.30  | 0.37  |

| 利润率和估值指标    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%)   | 38.3% | 18.2% | 38.8% | 41.2% | 41.8% |
| 净资产收益率 (%)  | 9.2%  | 1.7%  | 15.0% | 16.3% | 18.0% |
| 投入资本回报率 (%) | 8.7%  | 4.7%  | 20.9% | 23.2% | 24.3% |
| EV/EBITDA   | 26.6  | 30.1  | 10.1  | 8.6   | 7.3   |
| 市盈率         | 90.0  | 340.5 | 33.5  | 27.5  | 22.1  |
| 股息率 (%)     | 0.7%  | 0.0%  | 1.1%  | 1.3%  | 1.6%  |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 25.62

上次预测: 25.62

当前价格: 22.63

2011.07.25

## 交易数据

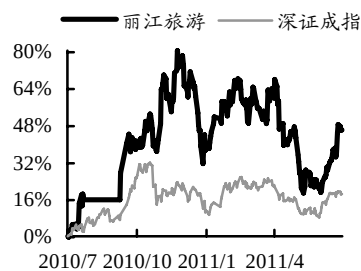
|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 18.00-37.95 |
| 总市值 (百万元)        | 3,422       |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 151/93      |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0         |
| 流通股比例            | 62%         |
| 日均成交量 (百万股)      | 1           |
| 日均成交值 (百万元)      | 29          |

## 资产负债表摘要

|            |      |
|------------|------|
| 股东权益 (百万元) | 610  |
| 每股净资产      | 4.03 |
| 市净率        | 5.6  |
| 净负债率       | 39%  |

| EPS (元) | 2010A  | 2011E |
|---------|--------|-------|
| Q1      | 0.04   | 0.05  |
| Q2      | (0.00) | 0.15  |
| Q3      | 0.06   | 0.33  |
| Q4      | (0.03) | 0.15  |
| 全年      | 0.07   | 0.68  |

## 52周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M  | 3M   | 12M |
|--------|-----|------|-----|
| 绝对升幅   | 21% | -10% | 46% |
| 相对指数   | 12% | -7%  | 26% |

## 相关报告

- 《立足现有市场 打通产业链各环节》  
2011.03.10
- 《低价收购高盈利资产 彰显做大旅游平》  
2010.09.30
- 《酒店亏损是业绩下降主因》  
2010.02.08
- 《游客数增长良好, 酒店开办费拖累业绩》  
2009.10.21
- 《酒店开办费影响中期业绩增速》  
2009.07.23

模型更新时间: 2011.07.21

## 股票研究

社会服务

社会服务业

## 丽江旅游 (002033)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **25.62**

上次预测: 25.62

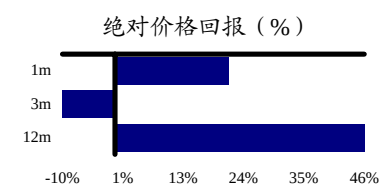
当前价格: 22.63

公司网址

www.yulongtour.com

### 公司简介

公司是滇西北地区实力最强的综合性旅游集团,拥有较高品位的旅游资源优势。公司业务范围涉及旅游索道、房地产、酒店、交通和餐饮等行业的投资建设和相关的配套服务。公司现有的主营业务为经营座落于三个自然公园的旅游索道及相关服务,即丽江玉龙旅游股份有限公司索道经营分公司、丽江云杉坪旅游索道有限公司和丽江牦牛坪旅游索道公司。公司 2007 年 8 月定向增发 600 万股至 1200 万股,募集资金将继续用于丽江古城世界遗产论坛中心项目的建设。通过对丽江古城世界遗产



52 周价格范围

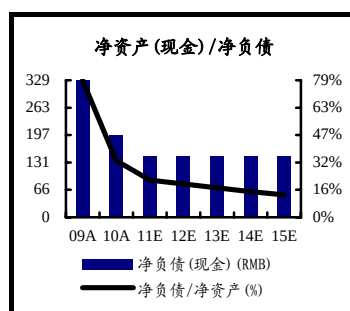
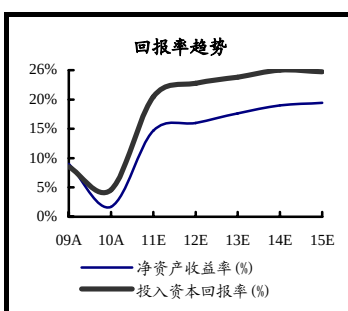
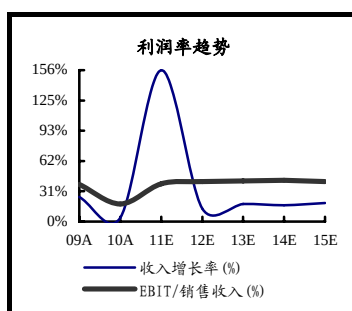
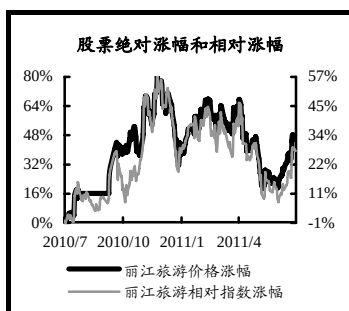
18.00-37.95

市值 (百万)

3,422

### 财务预测 (单位: 百万元)

| 损益表           | 2009A    | 2010A    | 2011E  | 2012E  | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|---------------|----------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入        | 183      | 190      | 487    | 551    | 651    | 761    | 905    |
| 主营业务成本        | 30       | 43       | 140    | 157    | 183    | 216    | 265    |
| 税金及附加         | 10       | 10       | 26     | 29     | 34     | 40     | 48     |
| 主营业务利润        | 144      | 137      | 321    | 365    | 434    | 505    | 592    |
| 其他业务利润        | 0        | 0        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 营业费用          | 21       | 23       | 67     | 72     | 85     | 99     | 118    |
| 管理费用          | 52       | 79       | 65     | 66     | 77     | 82     | 101    |
| EBIT          | 70       | 35       | 189    | 227    | 272    | 324    | 374    |
| 财务费用          | 11       | 12       | 8      | 6      | 6      | 6      | 5      |
| 营业利润          | 61       | 30       | 189    | 229    | 274    | 326    | 376    |
| 所得税           | 13       | 1        | 33     | 40     | 49     | 58     | 67     |
| 少数股东损益        | 7        | 10       | 49     | 59     | 65     | 72     | 79     |
| 净利润           | 38       | 10       | 103    | 125    | 156    | 192    | 225    |
| 资产负债表         |          |          |        |        |        |        |        |
| 货币资金、短期投资     | 163      | 105      | 147    | 220    | 263    | 326    | 363    |
| 其他流动资产        | 88       | 11       | 31     | 35     | 42     | 49     | 58     |
| 长期投资          | 8        | 13       | 21     | 29     | 37     | 44     | 52     |
| 固定资产合计        | 671      | 730      | 920    | 1,013  | 1,177  | 1,353  | 1,594  |
| 无形及其他资产       | 86       | 84       | 82     | 79     | 78     | 76     | 74     |
| 资产合计          | 1,017    | 950      | 1,208  | 1,383  | 1,602  | 1,854  | 2,148  |
| 流动负债          | 416      | 178      | 303    | 340    | 393    | 451    | 522    |
| 长期负债          | 134      | 156      | 156    | 156    | 156    | 156    | 156    |
| 股东权益          | 417      | 602      | 685    | 765    | 865    | 988    | 1,132  |
| 投入资本(IC)      | 654      | 713      | 746    | 805    | 919    | 1,043  | 1,221  |
| 现金流量表         |          |          |        |        |        |        |        |
| NOPLAT        | 57       | 33       | 156    | 187    | 224    | 266    | 307    |
| 折旧与摊销         | 19       | 38       | 41     | 46     | 52     | 60     | 70     |
| 流动资金增量        | 54       | (3)      | 155    | 32     | 47     | 51     | 61     |
| 资本支出          | (272)    | (94)     | (228)  | (137)  | (214)  | (235)  | (310)  |
| 自由现金流         | (271)    | (92)     | (228)  | (137)  | (214)  | (235)  | (310)  |
| 经营现金流         | 128      | 60       | 348    | 261    | 318    | 372    | 432    |
| 投资现金流         | (271)    | (92)     | (228)  | (137)  | (214)  | (235)  | (310)  |
| 融资现金流         | 116      | (155)    | (78)   | (51)   | (62)   | (74)   | (86)   |
| 现金流净增加额       | (26)     | (187)    | 42     | 73     | 43     | 63     | 37     |
| 财务指标          |          |          |        |        |        |        |        |
| 成长性           |          |          |        |        |        |        |        |
| 收入增长率         | 25.4%    | 4.0%     | 155.7% | 13.1%  | 18.1%  | 16.9%  | 19.0%  |
| EBIT 增长率      | 1.9%     | -50.7%   | 446.0% | 20.0%  | 19.9%  | 19.0%  | 15.4%  |
| 净利润增长率        | -16.7%   | -73.6%   | 916.7% | 21.7%  | 24.7%  | 22.7%  | 17.4%  |
| 利润率           |          |          |        |        |        |        |        |
| 毛利率           | 83.9%    | 77.4%    | 71.2%  | 71.5%  | 71.9%  | 71.7%  | 70.7%  |
| EBIT 率        | 38.3%    | 18.2%    | 38.8%  | 41.2%  | 41.8%  | 42.6%  | 41.3%  |
| 净利润率          | 20.9%    | 5.3%     | 21.1%  | 22.7%  | 24.0%  | 25.2%  | 24.8%  |
| 收益率           |          |          |        |        |        |        |        |
| 净资产收益率(ROE)   | 9.2%     | 1.7%     | 15.0%  | 16.3%  | 18.0%  | 19.4%  | 19.8%  |
| 总资产收益率(ROA)   | 3.8%     | 1.1%     | 8.5%   | 9.0%   | 9.7%   | 10.3%  | 10.5%  |
| 投入资本回报率(ROIC) | 8.7%     | 4.7%     | 20.9%  | 23.2%  | 24.3%  | 25.5%  | 25.2%  |
| 运营能力          |          |          |        |        |        |        |        |
| 存货周转天数        | 78.67    | 62.10    | 15.55  | 21.27  | 21.18  | 21.08  | 20.24  |
| 应收账款周转天数      | 5.37     | 5.38     | 3.23   | 5.06   | 4.96   | 4.99   | 4.95   |
| 总资产周转天数       | 1,707.90 | 1,884.13 | 808.36 | 858.19 | 837.11 | 829.35 | 806.78 |
| 净利润现金含量       | 3.36     | 5.95     | 3.39   | 2.08   | 2.04   | 1.94   | 1.92   |
| 资本支出/收入       | -148%    | -49%     | -47%   | -25%   | -33%   | -31%   | -34%   |
| 偿债能力          |          |          |        |        |        |        |        |
| 资产负债率         | 54.1%    | 35.1%    | 38.0%  | 35.8%  | 34.3%  | 32.7%  | 31.5%  |
| 净负债率          | 78.8%    | 32.5%    | 21.3%  | 19.1%  | 16.9%  | 14.8%  | 12.9%  |
| 估值比率          |          |          |        |        |        |        |        |
| PE            | 90.0     | 340.5    | 33.5   | 27.5   | 22.1   | 18.0   | 15.3   |
| PB            | 5.4      | 3.8      | 3.3    | 3.0    | 2.6    | 2.3    | 2.0    |
| EV/EBITDA     | 26.6     | 30.1     | 10.1   | 8.6    | 7.3    | 6.1    | 5.3    |
| P/S           | 12.36    | 13.93    | 7.07   | 6.25   | 5.29   | 4.53   | 3.80   |
| 股息率           | 0.7%     | 0.0%     | 1.1%   | 1.3%   | 1.6%   | 2.0%   | 2.3%   |



**作者简介:****许娟娟:**

执业资格证书编号: S0880511010028

电话: 021-38676545

邮箱: xujuanjuan@gtjas.com

复旦大学经济学硕士, 2007 年进入国泰君安证券, 2007-2009 从事商贸零售行业研究, 2010 从事旅游和食品行业研究。获 2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

## 本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 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%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |