

陈姗姗

执业证书编号: S0730511070001

021-50588666-8016

chenss@ccnew.com

2013 还看索道 募投项目短期内业绩贡献有限

——丽江旅游（002033）年报分析报告

证券研究报告-年报分析

增持（维持）

发布日期: 2013 年 3 月 7 日

市场数据（2013 年 3 月 6 日）

收盘价(元)	18.13
一年内最高/最低(元)	24.36/14.92
沪深300指数	2650.20
市净率(倍)	3.39
流通市值(亿元)	22.94

基础数据（2012 年 12 月 31 日）

每股净资产(元)	5.35
每股经营现金流(元)	1.67
毛利率(%)	76.98
净资产收益率(%)	16.80
资产负债率(%)	39.18
总股本/流通股(万股)	16380/12652
B股/H股(万股)	/

投资要点:

- 2012 年公司业绩增长主要源自索道业务,其中,玉龙雪山索道接待游客 119.69 万人次,同比增长 30.46%。和府酒店实现净利润 1110.13 万元,较上年同期增长 43.99%,其中包括酒店获得政府部门奖励经费 300 万元。印象丽江接待游客 208.44 万人,较上年同期增长 3.8%,营收同比增长 1.48%,收入增速显著放缓,实际人均票价略有下降。
- 公司 2013 年索道业务仍能保持两位数增速,对公司业绩提供强力支撑。但长期来看,客流量越过 300 万人次之后,客流量增速或将面临瓶颈,索道业务客流量增速低于丽江市客流量增速将成为大概率事件。
- 和府酒店二期预计将于 2013 年上半年开业,有望提升酒店平均房价。但当前丽江高星级酒店竞争情况加剧,预计 2013 年公司酒店业务对净利润贡献仍较为有限。同时,定增项目预计短期内对公司业绩贡献也较为有限。
- 公司在传统的索道、酒店业务之外,不断整合旅游资源并启动异地项目,产业链延伸战略值得肯定,但未来 2 年左右新项目对业绩贡献尚较有限。预计公司 2013、2014 年每股收益(不考虑增发)分别为 0.85 元和 0.98 元,按 3 月 6 日收盘价 18.13 元计算,市盈率分别为 21 倍和 19 倍,维持“增持”的投资评级。
- 风险提示:宋城股份的丽江项目预计下半年投入运营,对印象丽江客流量或将产生一定冲击;高星级酒店竞争加剧;自然灾害等。

联系人: 张杨

电话: 021-50588666-8137

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入(亿元)	5.55	5.90	6.15	6.79
增长比率	191.57%	6.18%	4.30%	10.40%
净利润(亿元)	1.17	1.37	1.40	1.60
增长比率	1060.11%	17.23%	2.09%	14.06%
每股收益(元)	0.71	0.84	0.85	0.98

目 录

1. 业绩增长主要源自索道业务.....	3
2. 毛利率有所提升.....	4
3. 三费中财务费用因承担中期票据利息而增长	5
3.1 销售费用得到一定控制.....	5
3.2 管理费用与上年基本持平	5
3.3 财务费用.....	6
4. 索道提价仍是公司 2013 年主要看点.....	6
5. 定增项目短期内业绩贡献有限.....	7
6. 盈利预测和投资建议	7
7. 风险提示	7

图目录

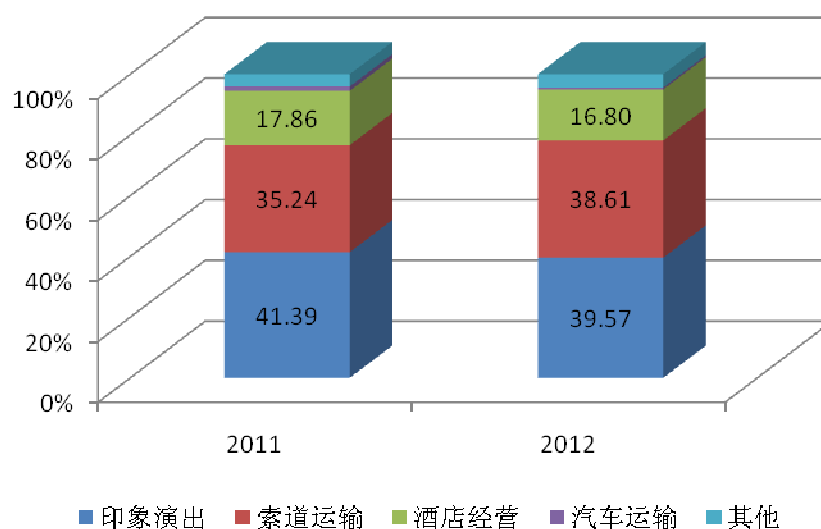
图 1: 公司营业收入构成.....	3
图 2: 索道业务客流量	4
图 3: 各索道客流量	4
图 4: 印象客流量历年客流量	4
图 5: 公司毛利率水平	5
图 6: 各业务毛利率水平.....	5
图 7: 公司销售费用率	5
图 8: 公司管理费用率	6
图 9: 公司财务费用率	6

公司发布 2012 年年报。2012 年，公司实现营业收入 5.90 亿元，同比增长 6.18%，归属于上市公司股东的净利润 1.37 亿元，同比增长 17.23%，每股收益 0.84 元，拟每 10 股转增 3 股派发现金红利 1.5 元（含税）。

1. 业绩增长主要源自索道业务

公司业务主要包括索道运营、印象演出以及酒店经营，2012 年公司业绩增长主要源自索道业务。

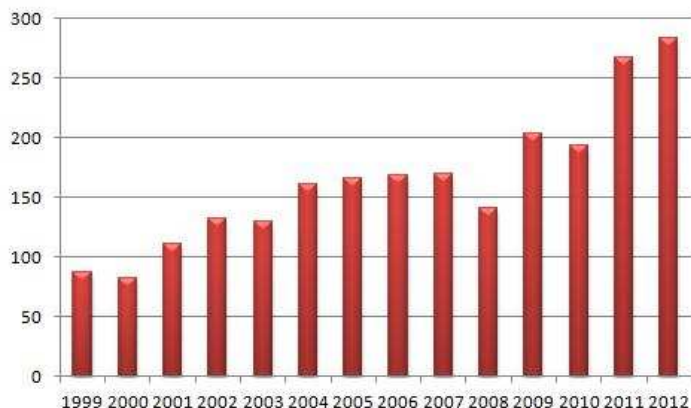
图1：公司营业收入构成（%）



数据来源：公司公告 中原证券

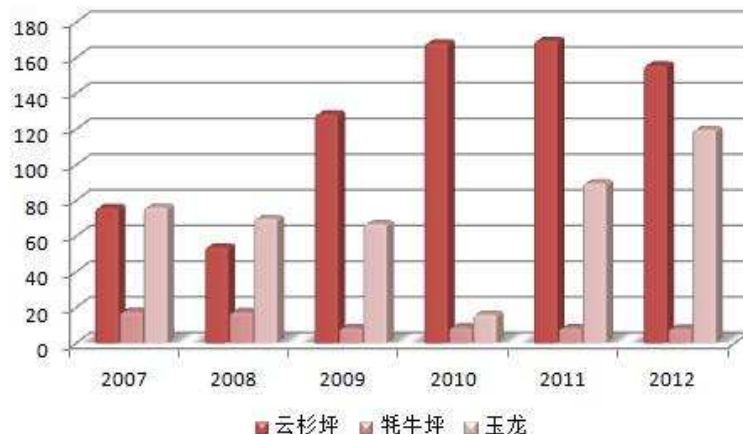
其中，公司三条索道共接待游客 283.77 万人次，同比增长 5.97%，索道业务实现营业收入 2.31 亿元，同比增长 13.53%。玉龙雪山索道接待游客 119.69 万人次，同比增长 30.46%，云杉坪索道接待游客 155.82 万人次，同比下滑 8.12%，牦牛坪索道接待游客 8.26 万人次，同比减少 3.10%，2012 年索道业务客流量增速低于丽江市客流量增速，索道业务客流量增量主要来自于玉龙雪山索道。

图2: 索道业务客流量 (三索合计, 单位: 万人次)



数据来源: 公司公告 中原证券

图3: 各索道客流量 (万人次)

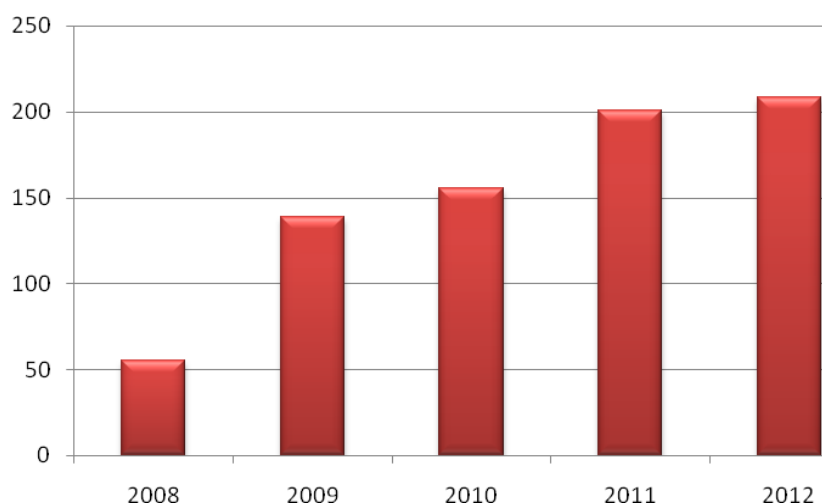


数据来源: 公司公告 中原证券

和府酒店由于价格提升, 使得酒店入住率有所下降, 报告期内实现营业收入 1.02 亿元, 实现净利润 1110.13 万元, 较上年同期增长 43.99%, 其中包括酒店获得政府部门奖励经费 300 万元。和府酒店二期项目 (丽江古城英迪格酒店) 主体工程已经结束, 预计可于 2013 年上半年开业。

印象丽江报告期内共计演出 929 场, 接待游客 208.44 万人, 较上年同期增长 3.8%, 实现营业收入 2.33 亿元, 同比增长 1.48%, 收入增速显著放缓, 实际人均票价降至 111.9 元。全年来看, 印象丽江客流量占索道业务客流量比例达到 73.45%, 体现出较强的协同效应。

图4: 印象客流量历年客流量 (单位: 万人)



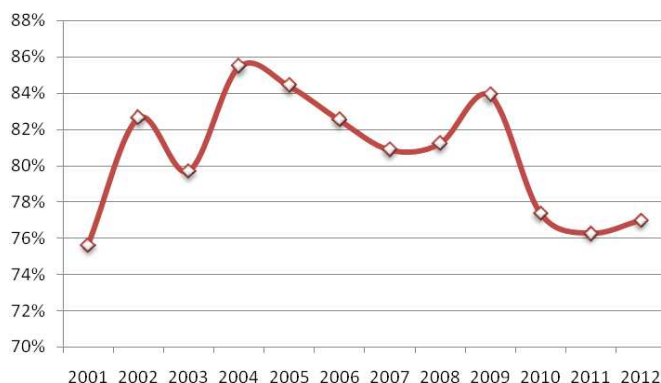
数据来源: 公司公告 中原证券

2. 毛利率有所提升

2012 年, 公司整体毛利率水平有所提升, 为 76.98%, 较上年提升 0.71 个百分点, 主要是由于索道业务毛利率提升所致。

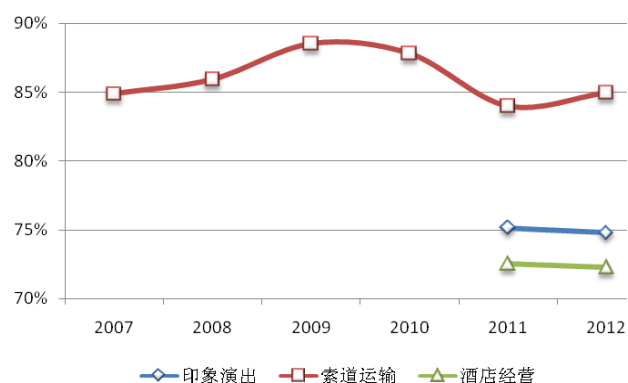
分业务来看,索道业务实现毛利率 84.96%,较上年提升 0.98 个百分点,印象演出业务实现毛利率 74.77%,较上年下滑了 0.38 个百分点,酒店业务实现毛利率 72.28%,较上年微降 0.23 个百分点。

图5: 公司毛利率水平



数据来源: 公司公告 中原证券

图6: 各业务毛利率水平



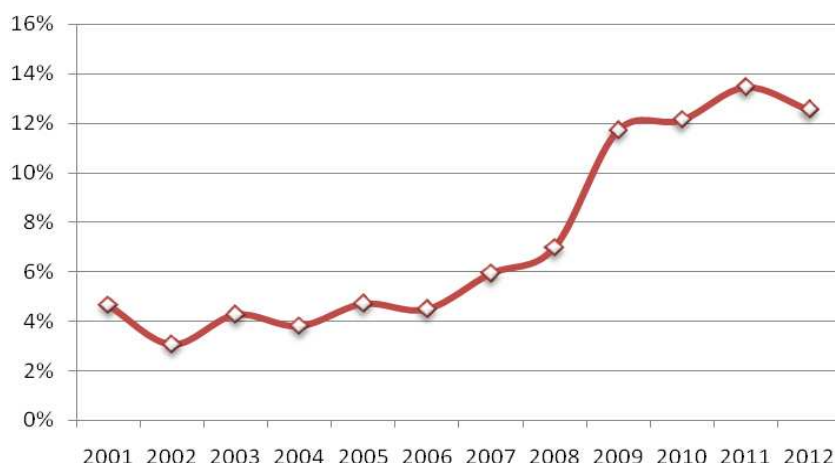
数据来源: 公司公告 中原证券

3. 三费中财务费用因承担中期票据利息而增长

3.1 销售费用得到一定控制

2012 年,公司销售费用 7393.16 万元,同比减少 1.01%,销售费用率 12.54%,较上年减少 0.91 个百分点。

图7: 公司销售费用率

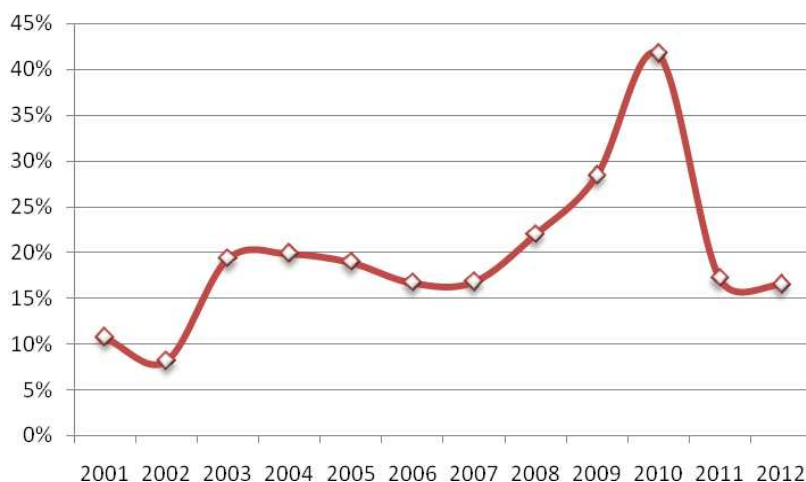


数据来源: 公司公告 中原证券

3.2 管理费用与上年基本持平

2012 年,公司管理费用 9697.99 万元,同比增长 1.73%,主要是工资社保及附加较上年同期增加 937 万元所致,管理费用率 16.45%,较上年同期减少 0.72 个百分点。

图8: 公司管理费用率

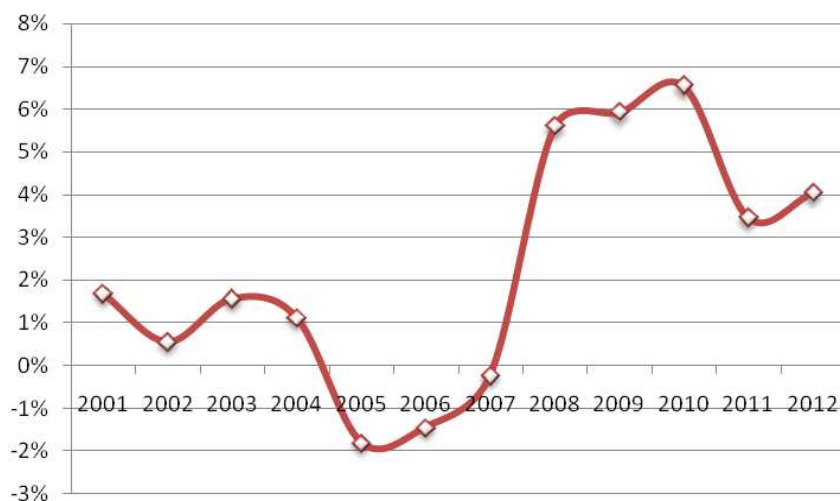


数据来源: 公司公告 中原证券

3.3 财务费用

2012 年公司财务费用 2376.58 万元, 同比大幅增加 24.21%, 主要是由于公司 2012 年度发行中期票据融资 2.5 亿元所承担的利息费用所致, 财务费用率 4.03%, 较上年增加 0.58 个百分点。

图9: 公司财务费用率



数据来源: 公司公告 中原证券

4. 索道提价仍是公司2013年主要看点

公司玉龙雪山索道 2011 年完成改造重新投入运营, 自 2013 年 3 月 1 日起, 票价将由双程 150 元/人次调整为 180 元/人次, 对客流量的影响尚有待观察, 但即使客流量有所下滑, 也将由票价的提升弥补, 因此, 预计公司 2013 年索道业务仍能保持两位数增速, 对公司业绩提供强力支撑。但长期来看, 客流量越过 300 万人次之后, 客流量增速或将面临瓶颈, 索道

业务客流量增速低于丽江市客流量增速将成为大概率事件。

和府酒店目前正在推进将皇冠假日品牌升级为洲际品牌，酒店 2 期项目，即丽江古城英迪格酒店，将继续与洲际酒店集团的合作，引入洲际酒店集团旗下“英迪格”品牌，目前主体工程已全部结束，正在进行开业前的筹备工作，预计将于 2013 年上半年开业，有望提升酒店平均房价。但当前丽江高星级酒店竞争情况加剧，预计 2013 年公司酒店业务对净利润贡献仍较为有限。

2012 年，印象丽江演出客流量增速仅 3.8%，且实际人均票价略有下滑，2013 年下半年，宋城股份投资的《丽江千古情》项目预计将投入运营，届时，或将对印象丽江的客流量造成一定冲击。

5. 定增项目短期内业绩贡献有限

公司拟以不低于 14.88 元/股价格定向增发融资 7.8 亿元，用于香巴拉月光城项目、玉龙雪山游客综合服务中心项目及茶马古道奔子栏精品酒店项目。

我们认为，此三项募投项目及丽江古城南入口旅游服务区项目、泸沽湖牛开地度假村、里格精品度假村项目中，部分项目面临当地高星级酒店较大的竞争压力，同时，考虑到项目建设期及培育期时间，预计在未来 2 年内对公司业绩贡献较小。

6. 盈利预测和投资建议

维持公司“增持”的投资评级。公司在传统的索道、酒店业务之外，不断整合旅游资源并启动异地项目，产业链延伸战略值得肯定，但未来 2 年左右新项目对业绩贡献尚较有限。预计公司 2013、2014 年每股收益（不考虑增发）分别为 0.85 元和 0.98 元，按 3 月 6 日收盘价 18.13 元计算，市盈率分别为 21 倍和 19 倍，维持“增持”的投资评级。

7. 风险提示

宋城股份的丽江项目预计下半年投入运营，对印象丽江客流量或将产生一定冲击；高星级酒店竞争加剧；自然灾害等。

附表：盈利预测

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	636.94	639.35	444.14	741.54	营业收入	589.58	614.91	678.84	749.77
现金	596.57	598.35	401.54	697.09	营业成本	135.71	137.00	149.32	164.06
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	27.41	28.90	31.91	35.24
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	73.93	81.17	89.61	97.47
应收款项	6.32	6.46	7.13	7.87	管理费用	96.98	104.53	115.40	126.71
存货	9.78	10.27	11.20	12.30	财务费用	23.77	21.97	17.29	4.37
其他	24.27	24.27	24.27	24.27	资产减值损失	0.02	0.80	0.88	0.97
非流动资产	1034.62	1248.31	1178.12	1108.11	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	37.95	38.00	38.00	38.00	投资收益	6.26	5.50	5.50	5.50
固定资产	665.46	1106.84	1039.65	972.46	营业利润	238.03	246.04	279.93	326.46
无形资产	75.76	71.97	68.37	64.95	营业外收入	3.66	0.00	0.00	0.00
其他	255.45	31.50	32.09	32.69	营业外支出	6.00	5.00	5.00	5.00
资产总计	1671.55	1887.65	1622.25	1849.65	利润总额	235.69	241.04	274.93	321.46
流动负债	309.91	527.00	171.33	187.94	所得税	39.70	40.98	46.74	54.65
短期借款	134.00	340.00	0.00	0.00	净利润	195.99	200.06	228.19	266.81
应付帐款	16.59	38.36	41.81	45.94	少数股东权益	58.81	60.02	68.46	80.04
预收帐款	0.50	0.50	0.50	0.50	归属母公司净利润	137.18	140.04	159.73	186.77
其他	158.81	148.14	129.01	141.50	EPS (元)	0.84	0.85	0.98	1.14
长期负债	345.04	186.00	96.00	96.00	主要财务比率				
长期借款	96.00	96.00	96.00	96.00		2012A	2013E	2014E	2015E
其他	249.04	90.00	0.00	0.00	每股指标				
负债合计	654.95	713.00	267.33	283.94	每股收益	0.84	0.85	0.98	1.14
股本	163.80	163.80	163.80	163.80	每股经营现金	1.65	0.01	-1.20	1.80
资本公积金	273.82	273.82	273.82	273.82	每股净资产	5.35	5.95	6.64	7.43
未分配利润	373.90	457.92	553.76	665.82	增长率				
少数股东权益	139.53	199.54	268.00	348.05	营业收入增长率	6.18%	4.30%	10.40%	10.45%
母公司所有者权益	877.08	975.11	1086.92	1217.66	营业利润增长率	11.53%	3.36%	13.78%	16.62%
负债及权益合计	1671.55	1887.65	1622.25	1849.65	净利润增长率	17.23%	2.09%	14.06%	16.92%
现金流量表					获利能力				
(百万)					毛利率	76.98%	77.72%	78.00%	78.12%
	2012A	2013E	2014E	2015E	净利率	23.27%	22.77%	23.53%	24.91%
经营活动现金流	273.12	298.33	322.90	350.45	ROE	15.64%	14.36%	14.70%	15.34%
净利润	195.99	200.06	228.19	266.81	ROIC	14.54%	15.53%	17.82%	20.51%
资产减值准备	0.02	0.80	0.88	0.97	偿债能力				
折旧摊销	54.09	63.05	70.79	70.61	资产负债率	34.70%	43.95%	14.45%	13.50%
财务费用	23.77	21.97	17.29	4.37	流动比率	2.06	1.21	2.59	3.95
投资收益	6.26	5.50	5.50	5.50	速动比率	2.02	1.19	2.53	3.88
营运资金变动	0.00	17.95	11.25	13.19	营运能力				
投资活动现金流	-197.53	-269.55	5.50	5.50	资产周转率	0.40	0.35	0.39	0.43
资本支出	0.00	-275.00	0.00	0.00	存货周转率	17.77	13.66	13.91	13.96
其他投资	-197.53	5.45	5.50	5.50					

筹资活动现金流	195.02	-27.03	-525.21	-60.40	应收帐款周转率	136.76	130.62	133.99	134.02
借款变动	0.00	-169.04	-120.00	0.00	估值比率				
其他	195.02	142.02	-405.21	-60.40	PE	21.58	21.21	18.59	15.90
现金净增加额	270.62	1.75	-196.81	295.55	PB	3.39	3.05	2.73	2.44

资料来源：公司报表、中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。