证券研究报告—动态报告

餐饮旅游

景点

丽江股份(002033)

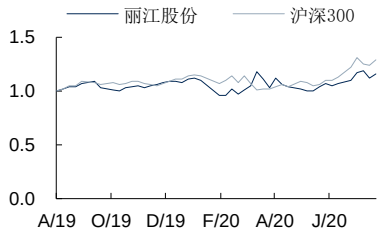
增持

2020 年半年报点评

（维持评级）

2020 年 08 月 06 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	549/549
总市值/流通(百万元)	3,561/3,561
上证综指/深圳成指	3,378/13,961
12 个月最高/最低(元)	7.28/4.97

相关研究报告：

《丽江旅游-002033-2019 年年报点评：业绩符合预期，兼顾区域整合与股权进展》 ——2020-03-31

《丽江旅游-002033-2019 年半年报点评：区域复苏但降价拖累成长，中线关注区域整合》 ——2019-08-12

《丽江旅游-002033-2018 年年报点评：索道降价拖累短期业绩，中线关注区域整合》 ——2019-04-02

《丽江旅游-002033-2018 年半年报点评：Q2 开始恢复增长，中线关注区域整合》 ——2018-08-10

《丽江旅游-002033-重大事件快评：实控人变更，国转民落地，成长迎来新阶段》 ——2017-11-30

证券分析师：曾光
电话：0755-82150809
E-MAIL：zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003
证券分析师：钟潇
电话：0755-82132098
E-MAIL：zhongxiao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100003
联系人：姜甜
电话：0755-81981367
E-MAIL：jiangtian@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

短期跟踪客流复苏，中线关注区域整合

- **2020 年中报业绩下滑 125%，与业绩快报基本一致**

2020 年上半年，受疫情影响，公司实现营收 9464 万元/-70%；归母业绩亏损 2412 万元/-125%，扣非后下滑 127%；EPS -0.04 元/股，与业绩快报基本一致。Q2 单季，公司营收下滑 72%，业绩下滑 104%。

- **疫情影响客流表现，索道、演出、酒店等均承压**

受疫情影响，印象丽江于 1.24 停演，索道、酒店等也相继于 1.25-1.30 暂停运营。2.20 起虽逐步恢复营业，但受疫情管控，景区限流以及跨省团队游限制等影响客流恢复。具体来看，上半年公司三条**索道**共接待游客 65 万人次/-69%，实现索道收入 5131 万元/-68%。**印象丽江** 5.21 恢复营业，上半年接待游客 12.6 万人次/-83%，实现收入 1251 万元/-84%，业绩亏损 411 万/-112%。**酒店业务**（酒店+商业街）实现收入 1879 万元/-64%，增亏 1219 万元。综合来看，公司**毛利率**降 44.22pct，其中印象演出毛利率降幅最大为 97.6pct；**期间费率**上升 24.16pct，其中销售/财务费用率分别降 0.64pct（疫情影响景区关闭营销减少）和 3.64pct，管理费率增 28.45pct（员工薪酬、折旧费等相对刚性）。

- **短期关注客流恢复，中线关注区域整合和股权问题**

疫情防控趋稳，且 7.14 文旅部同意恢复跨省团队游，预计下半年客流有望持续改善，且出境游限制下丽江有望承接部分转化需求。中线来看，公司系丽江区域唯一 A 股上市公司，未来有望持续整合区域资源，随着香格里拉月光城已达预定可使用状态，泸沽湖摩梭小镇积极推进，未来有望实现大香格里拉小环线全线贯通。考虑此前公告国资控股地位有望重新明确，但目前雪山公司与华邦健康仍系一致行动人，未来需跟踪股权问题最终落定情况。

- **风险提示**

宏观及传染疫情等系统性风险，景区降价政策风险，旅游市场整顿等。

- **短期跟踪疫情，中线关注区域整合，暂维持“增持”评级**

考虑疫情，下调 20-22 年 EPS 至 0.08/0.37/0.43 元，对应 PE82/18/15 倍。短期疫情影响业绩，但公司作为滇西北旅游龙头，中线区域旅游资源整合仍有一定看点，兼顾股权博弈，暂维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	678.42	722.70	418.92	718.75	779.28
(+/-%)	*-1.28%*	*6.53%*	*-42.03%*	*71.57%*	*8.42%*
净利润(百万元)	191.63	203.48	43.58	203.10	233.99
(+/-%)	*-6.16%*	*6.18%*	*-78.58%*	*366.01%*	*15.21%*
摊薄每股收益(元)	0.35	0.37	0.08	0.37	0.43
EBIT Margin	35.28%	36.56%	13.50%	34.60%	36.65%
净资产收益率(ROE)	7.87%	7.96%	1.69%	7.39%	7.94%
市盈率(PE)	18.58	17.50	81.70	17.53	15.22
EV/EBITDA	12.02	11.17	23.01	9.60	8.53
市净率(PB)	1.46	1.39	1.38	1.30	1.21

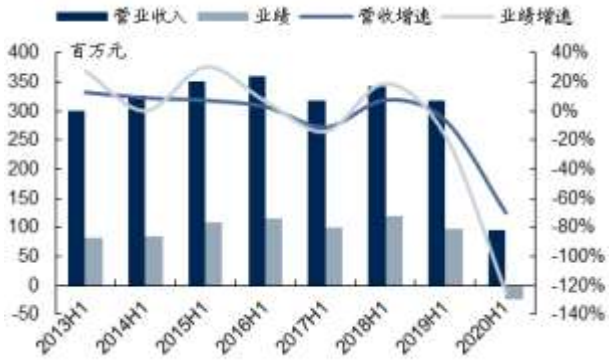
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

2020 年中报业绩下滑 125%，与业绩快报基本一致

2020 年上半年，受疫情影响，旅游行业承压明显，公司实现营业收入 9464.06 万元，同比下滑 70.27%；实现归母业绩-2411.96 万元，同比下滑 124.6%，扣非后下滑 127.16%；EPS -0.04 元/股，与业绩快报基本一致。

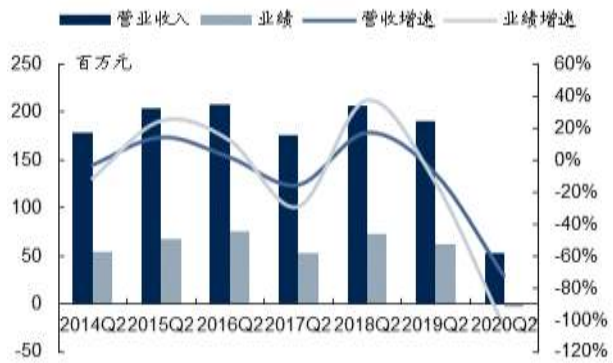
Q2 单季，公司实现营收 5323.86 万元，同比下滑 71.96%；实现业绩-266.04 万元，同比下滑 104.24%。

图 1：公司 2020H1 业绩下滑 124.6%



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司 Q2 单季业绩下滑 104.24%



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

疫情影响客流表现，索道、演出、酒店等均承压

受疫情影响，1 月 25 日起玉龙雪山景区关闭，公司旗下的印象丽江演出于 1 月 24 日停演；景区内的冰川公园索道、云杉坪索道、牦牛坪索道、龙悦公司餐饮等业务于 1 月 25 日暂停运营；古城丽世酒店于 1 月 25 日暂停运营、和府洲际酒店于 1 月 28 日暂停运营、英迪格酒店于 1 月 30 日暂停运营。2 月 20 日起景区、索道、酒店等陆续恢复营业，但管控措施尚未全面解除，景区限流（前期限流 30%）以及跨省团队游限制等影响下，景区客流恢复仍一定程度受限。

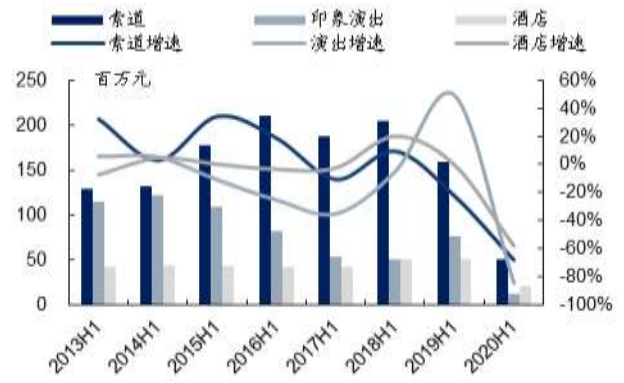
表 1：丽江股份相关景区、索道、酒店等停业及恢复营业时间

项目名称	停业时间	恢复营业时间
玉龙雪山景区	1 月 25 日	2 月 21 日
印象丽江	1 月 24 日	5 月 21 日
冰川公园索道	1 月 25 日	2 月 25 日
云杉坪索道	1 月 25 日	2 月 21 日
牦牛坪索道	1 月 25 日	3 月 9 日
龙悦公司餐饮	1 月 25 日	2 月 21 日
古城丽世酒店	1 月 25 日	2 月 20 日
丽江和府洲际酒店	1 月 28 日	2 月 20 日
古城英迪格酒店	1 月 30 日	2 月 20 日

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

具体来看，上半年公司三条**索道**共接待游客 65 万人次，同比下滑 69%；实现索道收入 5131 万元，同比下滑 68%，明显影响公司整体收入业绩。**印象丽江** 5 月 21 日才恢复营业，上半年共计演出 88 场（去年同期 350 场），接待游客 12.6 万人次/-83%，实现收入 1251 万元/-84%；业绩由盈转亏，亏损 411 万/-112%。**酒店业务**（酒店+商业街）实现收入 1879 万元/-64%，增亏 1219 万元。

图 3：公司各业务变化情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

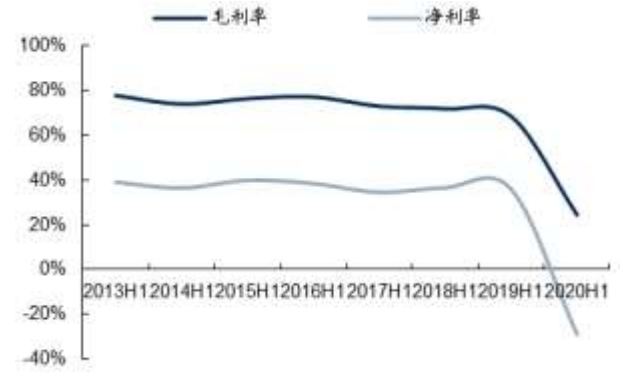
图 4：印象丽江收入业绩表现

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

疫情影响下毛利率下降 44.22pct，期间费用率同增 24.16pct

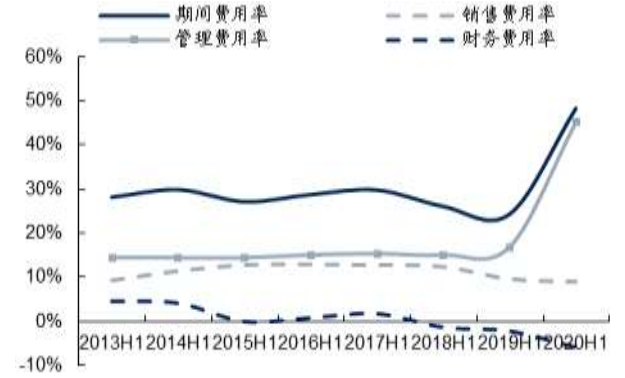
综合来看，公司**毛利率**同比下降 44.22pct，其中印象演出毛利率降幅最大，为 97.6pct；索道运输、酒店业务毛利率分别下降 27.42pct、51.27pct。**期间费率**上升 24.16pct，其中销售费用率下降 0.64pct，主要因公司游客接待量减少，收入减少，支付的销售费用随之减少；财务费用率下降 3.64pct，管理费率上升 28.45pct（员工薪酬和折旧费等相对刚性）。

图 5：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：公司期间费用率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

短期关注客流恢复，中线关注区域整合，兼顾股权问题

疫情防控趋稳，且 7 月 14 日文旅部宣布恢复跨省团队游，预计下半年客流有望持续改善，且出境游限制下丽江有望承接部分转化需求。具体来看，7 月 1 日至 23 日，丽江机场旅客吞吐量 42.64 万人次，恢复到去年同期的 83.67%；货邮吞吐量 946.96 吨，恢复到去年同期的 66%，客座率为 77.46%，恢复到去年同期的 91.74%；火车、客运站等客流也环比明显恢复。此外，2019 年 7 月 31 日国务院会议鼓励门票减免等政策后，未来门票降价压力仍不能完全排除。

中线来看，公司系丽江区域唯一 A 股上市公司，未来有望持续整合区域资源。其中巴塘假日酒店已于去年 7 月开业，香格里拉月光城也已达预定可使用状态（但开业时间需综合考虑市场环境、季节性等因素），泸沽湖摩梭小镇积极推进，未来有望实现大香格里拉小环线全线贯通。考虑此前公告国资控股地位有望重新明确，但目前雪山公司与华邦健康仍系一致行动人，未来需跟踪股权问题最终落定。

短期跟踪疫情，中线关注区域整合，暂维持“增持”评级

考虑疫情影响，下调 20-22 年 EPS 至 0.08/0.37/0.43 元（原为 0.09/0.38/0.44 元），对应 PE82/18/15 倍。短期疫情影响下公司业绩相对承压，但其作为滇西北旅游龙头，中线区域旅游资源整合仍有一定看点，同时建议关注门票后续降价压力和控股权博弈，暂维持“增持”评级。

风险提示

宏观及疫情等系统性风险，市场竞争加剧等，景区降价政策风险，外延项目低于预期，旅游市场整顿等。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 20-8-5	EPS 2019	EPS 2020E	EPS 2021E	PE 2019	PE 2020E	PE 2021E	PB 2019
601888	中国中免	买入	223.85	2.37	1.90	3.64	94.42	117.82	61.50	26.92
002607	中公教育	买入	32.43	0.29	0.38	0.51	110.84	85.93	64.15	67.71
300144	宋城演艺	买入	19.83	0.51	0.21	0.64	38.70	93.84	31.12	6.12
300010	立思辰	买入	21.59	0.04	-0.04	0.41	555.50	-539.75	52.66	0.00
600754	锦江酒店	买入	40.80	1.14	0.85	1.32	35.77	47.92	30.81	3.10
600258	首旅酒店	买入	18.04	0.90	0.05	0.95	20.13	336.99	18.97	2.18
300662	科锐国际	增持	66.66	0.84	0.92	1.22	79.82	72.32	54.78	16.69
603043	广州酒家	买入	45.47	0.95	0.87	1.32	47.82	52.56	34.39	9.42
000796	凯撒旅业	买入	17.48	0.16	-0.10	0.18	111.71	-182.66	97.16	6.33
002707	众信旅游	增持	10.01	0.08	-0.10	0.21	128.26	-97.76	47.22	4.15
603136	天目湖	增持	30.01	1.07	0.79	1.29	28.05	37.99	23.26	4.22
600138	中青旅	买入	10.76	0.78	0.20	0.88	13.71	52.90	12.23	1.27
002621	美吉姆	增持	7.07	0.20	-0.18	0.23	35.35	-39.28	30.74	4.86
000888	峨眉山 A	增持	6.03	0.43	0.06	0.44	14.05	98.44	13.84	1.35
600054	黄山旅游	增持	8.97	0.46	0.10	0.50	19.50	94.21	17.92	1.60
002159	三特索道	买入	12.64	0.08	-0.12	0.39	158.00	-105.33	32.17	1.82
000978	桂林旅游	增持	5.04	0.15	0.13	0.24	33.60	38.77	21.00	1.16
002033	丽江股份	增持	6.48	0.37	0.08	0.37	17.50	81.70	17.53	1.46

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	909	1108	1122	1391
应收款项	15	7	12	13
存货净额	13	8	10	10
其他流动资产	241	13	22	23
流动资产合计	**1179**	**1136**	**1166**	**1438**
固定资产	1341	1486	1550	1503
无形资产及其他	81	78	75	72
投资性房地产	201	201	201	201
长期股权投资	56	62	66	70
资产总计	**2859**	**2963**	**3059**	**3283**
短期借款及交易性金融负债	0	135	10	13
应付款项	17	7	9	9
其他流动负债	144	99	129	134
流动负债合计	**161**	**241**	**148**	**156**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	7	7	8	9
长期负债合计	**7**	**7**	**8**	**9**
负债合计	**169**	**248**	**156**	**165**
少数股东权益	135	139	153	170
股东权益	2555	2577	2749	2948
负债和股东权益总计	**2859**	**2963**	**3059**	**3283**

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.37	0.08	0.37	0.43
每股红利	0.17	0.04	0.06	0.06
每股净资产	4.65	4.69	5.00	5.37
ROIC	9%	2%	8%	9%
ROE	8%	2%	7%	8%
毛利率	67%	58%	69%	70%
EBIT Margin	37%	13%	35%	37%
EBITDA Margin	46%	40%	54%	56%
收入增长	7%	-42%	72%	8%
净利润增长率	6%	-79%	366%	15%
资产负债率	11%	13%	10%	10%
息率	2.6%	0.6%	0.9%	1.0%
P/E	17.5	81.7	17.5	15.2
P/B	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.2	23.0	9.6	8.5

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**723**	**419**	**719**	**779**
营业成本	238	176	221	233
营业税金及附加	16	10	14	16
销售费用	69	61	68	72
管理费用	136	116	167	173
财务费用	(8)	(25)	(26)	(31)
投资收益	16	(6)	14	14
资产减值及公允价值变动	1	(0)	(0)	0
其他收入	1	0	0	0
营业利润	290	76	289	331
营业外净收支	(10)	(10)	(10)	(10)
利润总额	**279**	**66**	**279**	**321**
所得税费用	47	15	46	53
少数股东损益	29	7	29	34
归属于母公司净利润	**203**	**44**	**203**	**234**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	**203**	**44**	**203**	**234**
资产减值准备	(0)	4	0	(0)
折旧摊销	70	109	138	151
公允价值变动损失	(1)	0	0	(0)
财务费用	(8)	(25)	(26)	(31)
营运资本变动	(221)	190	17	3
其它	16	(0)	14	17
经营活动现金流	**68**	**346**	**373**	**405**
资本开支	(201)	(254)	(200)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(203)**	**(260)**	**(204)**	**(104)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(92)	(22)	(30)	(35)
其它融资现金流	104	135	(125)	3
融资活动现金流	**(80)**	**113**	**(155)**	**(32)**
现金净变动	**(215)**	**199**	**14**	**269**
货币资金的期初余额	1124	909	1108	1122
货币资金的期末余额	909	1108	1122	1391
企业自由现金流	(132)	88	163	292
权益自由现金流	(27)	242	60	321

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032