

投资评级：推荐（首次）

分析师

甄峰 075583516231

Email:zhenfeng@cgws.com

执业证书编号:S1070516100001

联系人（研究助理）：

黄红卫 010-88366060-8787

Email:huangwh@cgws.com

从业证书编号:S1070116080084

林彦宏 0755-83881635

Email:linyih@cgws.com

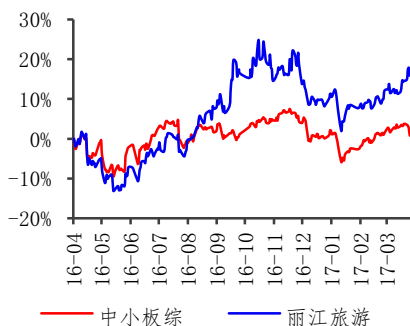
从业证书编号:S1070117010015

市场数据

目前股价	15.49
总市值（亿元）	65.47
流通市值（亿元）	65.47
总股本（万股）	42,269
流通股本（万股）	42,268
12个月最高/最低	17.31/11.33

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	801	821	841
(+/-%)	2.7%	2.5%	2.5%
净利润	235	247	260
(+/-%)	5.1%	5.1%	5.2%
摊薄 EPS	0.56	0.58	0.62
PE	27.8	26.5	25.2

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

业绩稳健的滇西北旅游标杆企业

——丽江旅游（002033）公司调研报告

投资建议

丽江旅游（002033.SZ）旅游主业突出、产业链布局完善、业绩增长稳健，致力打造滇西北旅游行业最具产业链竞争优势的旗舰企业。目前公司旅游资产主要有“旅游索道、印象丽江文艺演出、酒店”等，旗下旅游资产“稀缺性、独特性”较强，品牌价值显著，盈利能力突出，资产较为优质。国内旅游行业增速较快，丽江旅游业绩有望稳健增长。目前，公司正稳步推进“特种旅游精品小环线、香格里拉月光城项目”建设，将成为新增盈利点。我们预计公司 2017-2019 年实现归属于母公司股东净利润分别为 2.35 亿、2.47 亿、2.60 亿，EPS 分别为 0.56 元、0.58 元及 0.62 元，当前股价（15.49 元/股）对应 PE 分别为 27.8X、26.5X 及 25.2X，首次覆盖，给予【推荐】评级。2016 年 5 月至 10 月，华邦系曾连续两次增持丽江旅游，华邦旗下旅游资源较多，存在资产注入预期，且第二次增持 5% 股份的成本价在 15.19-16.09 元，接近当前股价（15.49 元/股），安全边际较强。

投资要点

- 产业链完善、业绩稳健的滇西北旅游标杆企业：**丽江旅游是云南丽江地区最早从事旅游业开发和经营的企业，也是滇西北唯一 A 股公司，区位优势明显。公司立足丽江、辐射滇西北及云南，延伸拓展滇川藏大香格里拉生态旅游圈，致力打造滇西北旅游行业最具产业链竞争优势的旗舰企业。公司旅游主业突出（2016 年营收占比高达 94.19%），公司围绕旅游主业重点打造“旅游索道、印象丽江文艺演出、酒店”等三大业务板块，可为游客提供旅游六要素“吃、住、行、游、娱”中前五大要素，持续完善旅游业务链、整合旅游资源产品、强化各旅游子业务的联动。2016 年公司索道、印象、餐饮、酒店及参股的观光车公司等业务共计接待游客约 1034 万人次。受“玉龙雪山索道及餐饮业务业绩提升”影响，2016 年实现营业收入 7.8 亿元，同比上年下降 0.81%（排除“营改增”影响后，营收实际增长率为 2.95%），实现归母净利润为 2.24 亿元，同比增长 13.47%，超额完成利润目标（达成率 112.30%）。公司预计，2017 年营业收入达到 8 亿元，比上年增长 2.61%；归属上市公司股东的净利润 2.35 亿元，比上年增长 5%。
- 旗下旅游资产优质，索道业务增速较快：**公司旅游资产主要有“旅游索道、印象丽江文艺演出、酒店”等，旗下旅游资产“稀缺性、独特性”强，品牌价值显著，较为优质。公司旅游索道资产主要有“玉龙雪山旅游索道、云杉坪和牦牛坪旅游索道及其相关配套设施”，三条索道分别将游客带到冰川公园、云杉坪森林公园和牦牛坪山地公园，这三个公园是玉龙雪山景区最知名和成熟的三个景点。2016 年，三条索道总计接待游客 401.03 万人次，同比增长 8.50%，索道业务共实现营收 4.55 亿

元，同比增长 9.25%，增速较快，是公司业绩最主要支撑。《印象·丽江》是张艺谋、王潮歌、樊跃等著名艺术家策划、创作、执导的大型实景演出，成自 2006 年 7 月首次公演以来，已成为丽江文化旅游的代名词。因“演艺市场竞争加剧及旅行社调整产品线路”，演艺业务业绩下滑。2016 年度印象丽江共演出 750 场，销售门票 154.28 万张，同比下降 23.64%；实现营业收入 1.66 亿元，同比下降 24.48%。公司酒店资产主要有“和府洲际度假酒店、丽江古城英迪格酒店、茶马道丽江古城丽世酒店，茶马道德钦奔子栏丽世酒店”。由于丽江、香格里拉地区酒店业务竞争日趋激烈，公司减少了香格里拉酒店区的建筑面积及客房数量，2016 年酒店业务实现营收 1.01 亿元，同比增长 2.25%，酒店业务仍亏损 0.33 亿元。

- **国内旅游行业景气度较高，丽江旅游业绩有望稳健增长：**旅游业已上升为国家战略，近年来，国家已相继出台多项政策促进旅游业发展。根据国家旅游局预计，2016 年全年国内旅游 44.4 亿人次，同比增长 11%，国内旅游总收入 3.9 万亿元，同比增长 14%，旅游业发展前景指数高于其他传统产业。中国是世界第一位人口大国，**随着居民可支配收入及闲暇时间增加，国内旅游需求将持续旺盛，公司业绩有望稳健增长。**旅游产业链而言，丽江旅游“现有产品组合及产业”集中在旅游产业链中后端，主要面向大众观光旅游市场和休闲度假（或商务）市场。目前，国内旅游消费需求逐步向多元化、个性化、品质化、高端化转变，休闲度假和特种旅游市场蓬勃发展。**公司将以旅游文化消费为引领，以国际化、高端化、特色化发展为方向，分别在大众观光市场、休闲度假和特种旅游三个市场上扩展业务。**
- **稳步推进大香格里拉生态旅游圈建设，发力特种旅游：**公司积极“开辟泸沽湖第二主战场、打造滇川藏大香格里拉（茶马古道）生态旅游圈”，重点布局高端、个性化的特种旅游文化产品，满足“定制化”市场需求。公司目前已在丽江、香格里拉、奔子栏、布村、巴塘、稻城（亚丁）、泸沽湖通过投资新建或合作建立小型精品酒店为服务基地，通过越野车、直升机租赁、自驾营地等方式提供交通服务，拟打造首期精品旅游小环线。泸沽湖项目暂时搁置，目前丽江市政府已组织开展泸沽湖景区规划的编制和评审，在政府完成并批准《泸沽湖景区规划》后，再推进泸沽湖景区建设项目。大香格里拉生态旅游圈建设正积极推进，将香格里拉香巴拉月光城项目总投资 6.24 亿元调减为 5.06 亿元，适当增加藏文化体验区的建筑面积，并减少酒店区的建筑面积及客房数量，公司预计 2019 年底项目可达可使用状态。2016 年，签订《大香格里拉航空旅游项目》、《日喀则旅游开发项目》及《巴塘县雪域扎西宾馆》等合作框架协议，开发“空中观光游览业务、旅游休闲综合体及藏文化演艺”等项目。**公司旅游业务立足丽江、辐射滇西北及云南，“丽江、香格里拉”的旅游资源区位优势显著，将持续吸引海内外游客，业绩有望稳健增长。**
- **安全边际较强，存在资产注入预期：**2016 年底，公司账上货币资产高达 14.6 亿（占总资产比重 52.54%），扣除 2017 年到期的 2.5 亿债券，2017 年可支配货币资产仍高达 12.1 亿，现金流充沛，存在一定的外延发展预期。2016 年 5 月至 10 月，华邦系曾连续两次增持丽江旅游，目

前华邦健康及一致行动人合计持股比例为 14.26%，彰显了公司投资价值。此外，华邦旗下拥有较多优质旅游资源，和丽江旅游的业务整合空间较大，存在资产注入的预期。且华邦系第二次增持 5% 股份的成本价在 15.19-16.09 元，接近当前股价（15.49 元/股），存在一定的安全边际。

- **风险提示：**旅游索道运营出现安全事故风险；旅游行业竞争加剧风险；多元化运营，业务难以整合风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	786.01	779.68	800.73	820.75	841.27	成长性					
营业成本	193.90	197.20	214.52	219.96	224.62	营业收入增长	5.8%	-0.8%	2.7%	2.5%	2.5%
销售费用	114.79	107.61	115.99	118.89	121.86	营业成本增长	5.0%	1.7%	8.8%	2.5%	2.1%
管理费用	137.80	131.81	139.47	142.96	146.53	营业利润增长	8.0%	4.4%	0.8%	5.0%	5.2%
财务费用	0.01	7.36	-23.76	-32.40	-41.30	利润总额增长	6.6%	4.0%	0.7%	5.1%	5.2%
投资净收益	4.38	5.12	0.00	0.00	0.00	净利润增长	8.9%	13.5%	5.1%	5.1%	5.2%
营业利润	303.86	317.29	319.94	335.93	353.27	盈利能力					
其他非经常性损益	-2.53	-3.80	-4.38	-4.38	-4.38	毛利率	75.3%	74.7%	73.2%	73.2%	73.3%
利润总额	301.32	313.48	315.56	331.54	348.89	销售净利率	25.1%	28.7%	29.4%	30.1%	30.9%
所得税	52.74	58.37	47.33	49.73	52.33	ROE	9.6%	10.3%	10.0%	9.7%	9.4%
少数股东损益	51.33	31.29	32.90	34.56	36.37	ROIC	20.8%	21.2%	25.7%	31.8%	40.9%
归母公司股东净利润	197.25	223.82	235.33	247.25	260.19	营运效率					
流动资产					(百万)	销售费用/营业收入	14.6%	13.8%	14.5%	14.5%	14.5%
货币资金	1,343.35	1,432.53	1,843.99	2,218.24	2,652.75	管理费用/营业收入	17.5%	16.9%	17.4%	17.4%	17.4%
应收和预付款项	1,304.35	1,394.34	1,783.82	2,177.70	2,590.43	财务费用/营业收入	0.0%	0.9%	-3.0%	-3.9%	-4.9%
存货	24.54	19.37	40.20	20.87	41.63	投资收益/营业利润	1.4%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
其他流动资产	14.47	16.28	17.42	17.13	18.15	所得税/利润总额	17.5%	18.6%	15.0%	15.0%	15.0%
非流动资产	0.00	2.54	2.54	2.54	2.54	应收帐款周转率	66.84	93.73	42.03	91.17	42.59
固定资产和在建工程	1,302.75	1,264.23	1,101.58	938.93	776.68	存货周转率	13.40	12.11	12.32	12.84	12.38
资产总计	962.21	937.84	814.06	690.29	556.80	固定资产周转率	0.88	0.93	1.12	1.38	1.51
流动负债	2,646.10	2,696.76	2,945.57	3,157.17	3,429.44	总资产周转率	0.30	0.29	0.27	0.26	0.25
短期借款	127.46	346.39	371.41	347.89	372.73	偿债能力					
应付和预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	17.7%	16.4%	15.9%	14.1%	13.7%
非流动负债	127.46	96.39	121.41	97.89	122.73	流动比率	10.54	4.14	4.96	6.38	7.12
长期借款	340.00	96.00	96.00	96.00	96.00	速动比率	10.43	4.08	4.91	6.32	7.06
负债合计	340.00	90.00	90.00	90.00	90.00	每股指标 (元)					
股东权益	467.46	442.39	467.41	443.89	468.73	EPS	0.47	0.53	0.56	0.58	0.62
股本	2,178.64	2,254.38	2,478.16	2,713.28	2,960.71	每股净资产	4.86	5.13	5.59	6.06	6.56
留存收益	422.69	422.69	422.69	422.69	422.69	每股经营现金流	0.97	0.83	0.96	0.96	0.99
少数股东权益	873.37	1,054.93	1,245.81	1,446.37	1,657.42	每股经营现金/EPS	2.09	1.56	1.73	1.64	1.60
负债和权益总计	124.37	84.27	117.16	151.73	188.10	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,646.10	2,696.76	2,945.57	3,157.17	3,429.44	PE	33.19	29.25	27.82	26.48	25.16
现金流量表					(百万)	PEG	4.24	5.68	N/A	N/A	N/A
经营活动现金流	411.69	350.13	407.08	404.90	417.13	PB	3.19	3.02	2.77	2.56	2.36
其中经营营运资本增量	17.63	-219.80	-2.84	4.10	-2.85	EV/EBITDA	15.48	13.61	11.14	10.17	9.19
投资活动现金流	-166.94	-143.64	-3.72	-3.72	-3.72	EV/SALES	7.27	6.84	6.22	5.63	5.04
其中本期净投资	40.43	-264.32	-165.49	-158.55	-165.11	EV/IC	4.68	5.57	6.28	7.29	9.05
融资活动现金流	-119.08	-111.56	-13.87	-7.31	-0.68	ROIC-WACC	13%	13%	13%	19%	28%
现金流净额	125.67	94.94	389.49	393.87	412.73	EV/EBIT	19.38	16.98	17.47	15.81	14.12

研究员介绍及承诺

甄峰: 首席中小市值研究员, 2011年香港城市大学商学院管理科学博士毕业, 研究方向是大型复杂商业问题的建模与优化, 作为行业研究员从业五年, 看过中小市值(偏TMT), 环保, 交通运输等行业。

黄红卫: 2016年入职长城证券研究所中小市值组, 研究人工智能方向。

林彦宏: 荷兰皇家格罗宁根大学理学硕士, 2016年11月加入长城证券, 任中小市值研究员。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;

推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;

中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com

朱慧芳: 0755-8346 7943, 13823166780, zhuhf@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编: 200126 传真: 021-31829681

网址: <http://www.cgws.com>