

评级：强烈推荐

餐饮旅游行业

公司研究报告

第一创业证券研究所

分析师：任文杰 S1080510120006

联系人：冯佳

电话：0755-82485184

邮件：fengjia@fcsc.cn

## 丽江旅游（002033）

——携印象丽江，高增长确定

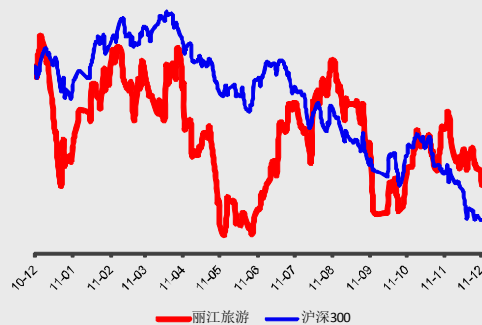
### 交易数据

52周内股价区间(元):	18-35
总市值(百万元):	3,181.67
流通股本(百万股):	126.52
流通股比率(%):	83.7%

### 资产负债表摘要

股东权益(百万元):	602.22
每股净资产:	3.98
市净率:	5.28
资产负债率:	35.1%

### 股价与沪深300指数比较



### 相关报告:

- 《高增长符合预期，维持强烈推荐》-20111026
- 《业绩超预期，重组倒计时》-20110722
- 《业绩向上修正，经营面改善显著》-20110714
- 《印象旅游获税收优惠事件点评》-20110614
- 《深度报告：双剑合璧，经营面持续改善》-20110418

### 事件:

2011年12月26日，丽江旅游发布公告称，中国证监会下发《关于核准丽江玉龙旅游股份有限公司向丽江市玉龙雪山景区投资管理有限公司发行股份购买资产的批复》（证监许可[2011]2053号），核准公司向丽江市玉龙雪山景区投资管理有限公司发行12,584,909股股份购买丽江玉龙雪山印象旅游文化产业有限公司51%的股权。

### 点评:

- **印象旅游股权属优良资产** 2011年上半年，印象旅游收入超过1.04亿元，创造净利润4,533.62万元，净利率高达43.58%；据资产评估报告，印象·丽江2010年ROE达60.51%，以2.1亿元增发收购印象旅游3,060股，对照2010年每股1.15元的收益，仅为5.97倍的PE，远低于A股中旅游文化演艺类公司的历史平均市盈率。截止公司重组资产评估基准日，2011年6月30日的股东全部权益价值(净资产)为44,976.73万元，较其账面值11,382.42万元，增值33,594.31万元，增值率为295.14%。
- **控股印象旅游是加强雪山游整合营销的重要一步** 印象旅游公司是在2005年6月10日为运作《印象·丽江》之雪山篇注册成立，公司的前控股股东——丽江市玉龙雪山景区投资管理有限公司与丽江旅游的控股股东——雪山开发公司属于同一控制下的兄弟公司，均隶属于玉龙雪山管委会。因此，丽江旅游以低价收购印象旅游51%的股权，是得益于管委会的策划及推进，是出于拓展丽江旅游盈利渠道、加强雪山游整合营销所作的考虑。
- **观演比重将有效提升** 2010年全年，印象旅游累计接待游客达到155万，创历史最高水平。经过2010年场地改造后，印象丽江的座位数目前已增加到2870个，演出上座率微降，但仍超出座席改造前水平，至71%附近；随着大索道改造后恢复运营，预计2011年观演人数可能伴随进山人数的增长而增加10%，占进山游客数的比重提升至63%；上座率增长为75%以上；另一方面，主要索道运力提升以后，原先几个小时的等候时间可能转化为安排另一索道游览、或者欣赏印象·丽江演出，游山观景效率提升便于散客更有效安排时间，因而，观演的散客比重将有所提升。



- **演出票价存在上升空间** 目前,《印象·丽江》雪山篇票价分为普通票 190 元/人和贵宾票 260 元/人,人均消费仅为 118 元/人;整体票价水平处于印象系列的中低档,且演出票级别少、各级票价差距较小;公司很有可能通过适当提高《印象·丽江》雪山篇演出票价,或增加演艺+索道或酒店产品的联票,及已有联票套餐中的有效票价来提升整体规模。
- **重组印象旅游提振业绩** 项目通过股东大会的批准和中国证券监督管理委员会的核准,并完成工商管理等手续后,将视为于 2010 年 1 月 1 日完成增发重组,自 10 月并入公司报表,增发后公司股本将增至 163,804,871 股。我们预计,2011-2012 年将为公司贡献净利润 4080 万元、4480 万元,2011、2012 年分别为公司贡献 EPS0.24 和 0.28,为公司奠定了 2011 年大幅增长的基础。
- **索道提价将成来年看点** 除新增演艺项目为公司提升整体盈利能力外,公司索道资产提价可能性成为来年看点。公司冰川公园索道具有唯一性及排他性,其作为高海拔的稀有旅游资源的不可替代性;另一方面,对于游客来说,乘坐旅游索道是接近冰川及高原草甸的刚性消费。因而,八年未调整的大索道价格在运力提升、游客关注度增强的同时已达到提价的适当时机。2011 年 4 月雪山管委会调整的入山门票价格可能将索道调价推后至 2012 年度,公司完成重大资产重组之后。索道建设于 3,400-4,500 米海拔区间上,属于国内第二高海拔的旅游载客索道,我们预计调整幅度在 20%左右,增至 200 元/人次(含大巴费用),将导致 2012 年大索道收入增长 2,500 万元以上,在有力覆盖 2011 年开始上升的运营成本的同时,带动索道板块毛利空间回升至 88%附近。
- **投资评级** 我们看好公司持续稳定的经验规模增长,考虑到如果公司年内完成与印象旅游的重组,预计公司 2011 年到 2013 年的每股收益分别为 0.74 元、0.88 元、1.03 元,对应 12 月 26 日的收盘价分别为 28 倍、24 倍、20 倍,仍处于景区子行业低水平 PE,我们维持对公司“强烈推荐”的评级,目标价区间 26-30 元。
- **风险提示:** 不可抗的自然灾害造成游客锐减等

表 1、盈利预测(单位:万元)

单位:万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	18,319	19,045	39,263	44,709	49,473
同比(%)	25.4%	4.0%	106.2%	13.9%	10.7%
营业毛利	15,366	14,737	30,270	34,623	38,359
同比(%)	29.5%	-4.1%	105.4%	14.4%	10.8%
归属母公司净利润	3,827	1,009	11,256	13,263	15,242
同比(%)	-16.7%	-73.6%	966.3%	23.3%	14.9%
总股本(万股)	9,932.3	11,632.3	15,122.0	15,122.0	15,122.0
每股收益(元)	0.39	0.09	0.74	0.88	1.01
ROE	9.2%	1.7%	15.2%	15.7%	15.3%
P/E(倍)	54.6	242.6	28.3	24.0	20.9

资料来源:公司公告、第一创业证券研究所



表 2、索道接待量预测 (单位: 万人次)

	2010	2011E	2012E*	2013E
玉龙雪山索道 (大索道)	16.12	100	110	121
云杉坪索道 (小索道)	168.22	162	186	215
牦牛坪索道 (中索道)	8.95	8	8	8
索道乘坐率	76%	96%	98%	100%
索道业务收入 (万元)	10, 595.68	20, 659.62	25, 824.53	28, 923.47
索道业务成本 (万元)	1, 293.13	2, 844.88	3, 129.37	3, 442.31
毛利率 (%)	87.8%	86.2%	87.9%	88.1%

\* 考虑大索道提价 20%

资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

表 3、公司主营业务合并预测 (单位: 万元)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>一、营业收入</b>	<b>18,318.8</b>	<b>19,044.7</b>	<b>39,262.9</b>	<b>44,709.0</b>	<b>49,473.3</b>
增长率%	25.4%	4.0%	106.2%	13.9%	10.7%
索道	14,941	10,595	20,660	23,759	26,610
增长率%	18.4%	-29.1%	95.0%	15.0%	12.0%
酒店	1,020.7	7,252.7	10,153.8	12,184.6	15,840.0
增长率%	-	610.6%	40.0%	20.0%	30.0%
演艺	0.0	0.0	20,000.0	22,000.0	24,200.0
增长率%	-	-	-	10.0%	10.0%
汽车运输	0.0	171.1	256.6	282.3	310.5
增长率%	-	-	50.0%	10.0%	10.0%
其他	2,357.6	1,026.2	1,847.1	2,031.8	2,235.0
增长率%	-3.6%	-56.5%	80.0%	10.0%	10.0%
<b>二、营业毛利</b>	<b>15,365.7</b>	<b>14,736.7</b>	<b>30,270.0</b>	<b>34,623.2</b>	<b>38,358.6</b>
增长率%	29.5%	-4.1%	105.4%	14.4%	10.8%
综合毛利率	83.9%	77.4%	77.1%	77.4%	77.5%
<b>三、主业盈利</b>	<b>7,056.0</b>	<b>3,483.1</b>	<b>15,705.2</b>	<b>19,175.5</b>	<b>22,107.0</b>
增长率%	2.6%	-50.6%	350.9%	22.1%	15.3%
主业盈利/收入	38.5%	18.3%	40.0%	42.9%	44.7%
财务费用	1,083.3	1,243.9	1,565.6	1,662.7	1,929.5
付息债务费用率	3.0%	5.8%	6.5%	5.7%	4.9%
资产减值损失	32.2	19.1	10.9	3.2	2.5
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	127.5	775.8	743.5	1,114.9	1,274.1
<b>四、利润总额</b>	<b>5,871.1</b>	<b>2,167.2</b>	<b>14,754.1</b>	<b>18,581.9</b>	<b>21,399.7</b>
减: 所得税	1,325.3	128.0	2,878.2	4,142.1	4,921.9
实际税率	22.6%	5.9%	19.5%	22.3%	23.0%
<b>五、归属母公司净利</b>	<b>3,827.0</b>	<b>1,008.7</b>	<b>11,255.5</b>	<b>13,263.5</b>	<b>15,242.5</b>
增长率%	-16.7%	-73.6%	966.3%	23.3%	14.9%
销售净利率%	20.9%	5.3%	28.7%	29.7%	30.8%
<b>六、总股本(万股)</b>	<b>9,932.3</b>	<b>11,632.3</b>	<b>15,122.0</b>	<b>15,122.0</b>	<b>15,122.0</b>
<b>七、摊薄每股收益</b>	<b>0.39</b>	<b>0.09</b>	<b>0.74</b>	<b>0.88</b>	<b>1.01</b>

资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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,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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120