

## 印象旅游业绩显著超预期, 上调盈利预测和评级

——丽江旅游(002033)公司点评

### 核心观点

丽江旅游日前修正 2011 年业绩预告, 原预计归属于上市公司股东的净利润比 2010 年增长 500%-550%, 现上调为增长 1020%-1070%, 全年净利润 11300 万元-11800 万元, 对应 2011 年 EPS0.69-0.72 元。

1、我们根据历史数据预计, 2011 年丽江接待游客总量达 1200 万人次, 总量达到历史最高水平, 超过我们此前预测的 1155.66 万人次。2011 年 1-11 月, 丽江共接待海内外游客 1111.92 万人次。1200 万人次的总游客量对应的增速高达 31.9%, 是 1999 年以来的最高增速。

2、2011 年 1-11 月, 玉龙雪山三条索道接待游客量占接待总游客量的比例为 22.0%, 高于 2011 上半年 21.7% 的比例。2011 年 1-11 月, 玉龙雪山三条索道共接待游客 244.5 万人次, 比 2010 年同期增长 39.6%; 三条索道共实现营业收入 1.87 亿元, 比 2010 年同期增长 95.3%。我们预计, 2011 年全年, 玉龙雪山三条索道共接待游客 263.9 万人次。3、业绩超预期的主要原因是, 印象旅游的实际收入增速、毛利率、净利率明显超过预期。公司公告, 印象旅游增加丽江旅游 2011 年度业绩 4800 万元—5100 万元之间。我们修正后的预测值是 5069.3 万元, 增厚丽江旅游 2011 年 EPS0.31 元, 此前的预测是 0.26 元。我们此前预计, 2011 年印象丽江观众人数占三条索道总游客量的比例为 70%, 实际值高达 76%, 未来仍可能维持在此较高水平附近。

4、对丽江旅游产业链整合的预期不应过高。丽江旅游新开发的餐饮、玛咖项目至少到 2012 年底才能带来收入; 由于庞大的资产规模和融资规模、控制权、利益分配等因素, 云南旅投资产注入的难度也很大。

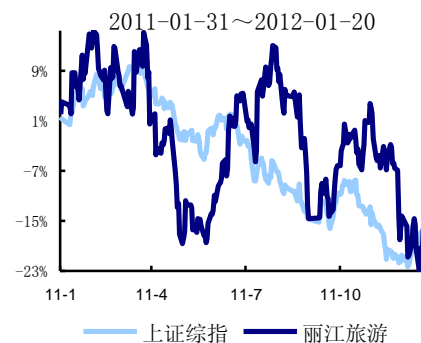
5、我们预计 2013 年丽江旅游归属母公司股东净利润的增速为 4.7%, 对应 EPS 为 0.83 元, 低于市场一般预期。主要原因是, 和府酒店二期项目开业, 发生大量费用和摊销折旧费用; 印象旅游 49% 股权未注入上市公司, 少数股东损益金额较大。

上调投资评级至“短期\_推荐”、“长期\_A”, 但安全边际高的长期投资机会仍不明显。公司静态 PE 已从近 40X 降至目前的 27X 左右, 估值风险得到明显释放。我们给出的目标价是 21.30 元, 对应 2011 年 30X 的 PE, 目前股价存在一定的交易性机会。对丽江旅游这种 A 股最优质的景区上市公司来说, 最大的投资风险来自国内外宏观环境的诸多不确定性。我们维持原有判断, 2011 年可能是丽江旅游业增长的一个阶段性高点, 在宏观经济形势明朗前, 长期投资者应适度谨慎。

### 财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	190.45	543.96	615.64	702.85
同比增速(%)	3.96%	185.62%	13.18%	14.17%
净利润(百万)	10.09	115.52	129.10	135.18
同比增速(%)	-73.64%	1045.29%	11.75%	4.71%
EPS(元)	0.09	0.71	0.79	0.83
P/E	210.33	26.66	23.96	22.81

### 股价走势图



### 基础数据

总股本(万股)	16380.49
流通A股(万股)	12652.00
52周内股价区间(元)	17.3-35.0
总市值(亿元)	31.01
总资产(亿元)	9.51
每股净资产(元)	5.18
目标价	6个月 21.30
	12个月 21.30

### 相关报告

- 《国都证券-公司研究-投资价值分析-丽江旅游(002033):丽江旅游业或达增速阶段高点, 产业链延伸仍需等待成效》 2011-11-03
- 《国都证券-公司研究-投资价值分析-丽江旅游(002033):西部玉龙蓄势腾飞, 期待预期逐一兑现》 2011-06-22
- 《国都证券-公司研究-调研简报-丽江旅游(002033):业绩释放最值期待, 提价时点继续后移》 2011-02-28

### 研究员: 杨志刚

电话: 010-84183240

Email: yangzhigang@guodu.com

执业证编: S0940511070003

### 联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 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。

## 正文目录

<b>一、两大因素推动业绩超预期</b> .....	<b>4</b>
1、丽江接待游客量达 1200 万人次 .....	4
2、印象旅游业绩大超预期 .....	5
3、和府酒店 2011 年实现盈利 .....	6
<b>二、投资建议：上调盈利预测和评级，长期投资须谨慎</b> .....	<b>6</b>
1、2013 年业绩增速将放缓 .....	6
2、上调盈利预测和投资评级 .....	7

## 图表目录

图 1: 丽江历年游客总量和人均消费 .....	4
图 2: 丽江游客总量增速和三条索道游客比例 .....	4
图 3: 印象丽江观众 ARPU、场均观众人数.....	5
图 4: 印象丽江观众在三条索道游客总量中的比重 .....	5
图 5: 丽江旅游盈利能力预测 .....	6
图 6: 丽江旅游预测净利润率 .....	6
表 1: 修正后的 2011-2013 年丽江游客总量和三条索道游客量预测 .....	4
表 2: 修正后的 2011-2013 年印象旅游盈利预测 .....	6
附录: 财务预测表 .....	8

## 一、两大因素推动业绩超预期

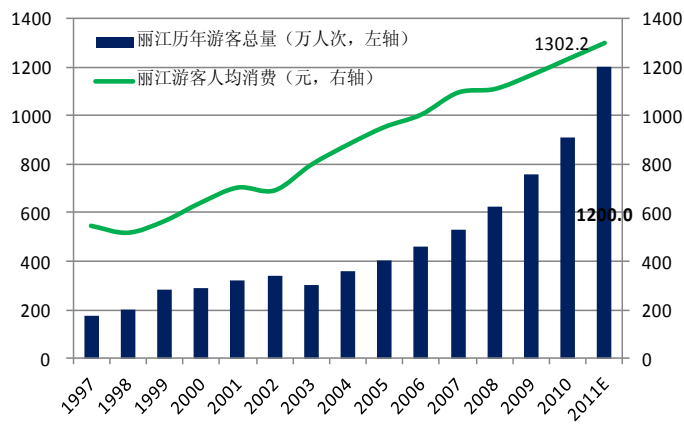
丽江旅游 2011 年 EPS 为 0.69-0.72 元，超过我们预计的 0.65 元，主要原因在于：2011 年丽江接待游客量达 1200 万人次，超过我们预计的 1155.66 万人次；印象丽江竞争力极强，观众人数及其在三条索道游客总人数中的比重大超预期，且毛利率和净利率明显高于 2011 年。

### 1、丽江接待游客量达 1200 万人次

根据丽江市旅游局提供的数据，2011 年 1-11 月，丽江共接待海内外游客 1111.92 万人次，同比增长 31.67%，其中海外游客 68.79 万人次，国内游客 1043.13 万人次，旅游业总收入 144.79 亿元。2010 年 12 月，丽江接待海内外游客 65.48 万人次。我们预计，2011 年丽江共接待游客 1200 万人次，超过我们此前预测的 1155.66 万人次，游客总量达到历史最高水平，增速高达 31.9%，也是 1999 年来的最高增速。

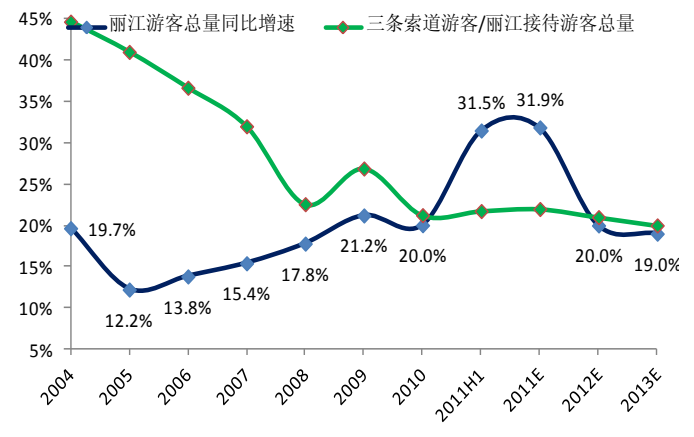
2011 年 1-11 月，丽江游客人均消费金额达 1302.2 元，比 2010 年的 1235.9 明显上升。丽江游客总量大幅上升以及人均消费金额提高，体现了丽江旅游业的核心竞争力：云南旅游业较强的协同效应，丽江景区古镇、雪山、高山草甸、峡谷、湿地、湖泊、母系社会风俗等不同类型旅游资源之间较强的协同效应，“十二五”期间不断改善的基础设施和交通条件。

图 1：丽江历年游客总量和人均消费



资料来源：丽江市旅游局、国都证券研究所

图 2：丽江游客总量增速和三索道游客比例



资料来源：公司年报、丽江市旅游局、国都证券研究所

根据丽江市旅游局提供的数据，2011 年 1-11 月，玉龙雪山三条索道共接待游客 244.5 万人次，比 2010 年同期增长 39.6%；三条索道共实现营业收入 1.87 亿元，比 2010 年同期增长 95.3%。

2011 年 1-11 月，玉龙雪山三条索道接待游客量占接待总游客量的比例为 22.0%，高于 2011 年上半年 21.7% 的比例，亦超过我们的预期，显示出玉龙雪山索道在丽江旅游业中的标杆地位和影响力。我们按照 22.0% 的比例估算，2011 年全年，玉龙雪山三条索道共接待游客 263.9 万人次。

表 1：修正后的 2011-2013 年丽江游客总量和三索道游客量预测

单位： 万人次	丽江游客总量	YOY	三索道游客总量	在三索道游客量 中的百分比	玉龙索道乘客量	云杉坪索道乘客量	牦牛坪索道乘客量
2009	758.1	21.2%	203.9	26.9%	66.8	128.4	8.6

2010	910.0	20.0%	193.3	21.2%	16.1	168.2	9.0
2011E	1200.0	31.9%	263.9	22.0%	86.3	169.4	8.2
2012E	1440.0	20.0%	302.4	21.0%	98.9	194.1	9.4
2013E	1713.6	19.0%	342.7	20.0%	112.1	220.0	10.6

资料来源：公司年报、丽江市统计局、国都证券研究所

2011年2月下旬，玉龙雪山景区进山门票已由80元提至105元，降低了索道提价的可能性。丽江旅游索道运输的毛利率高达80%以上，也对提价构成一定压力。我们维持原有观点，近期玉龙雪山大索道提价可能性并不大。

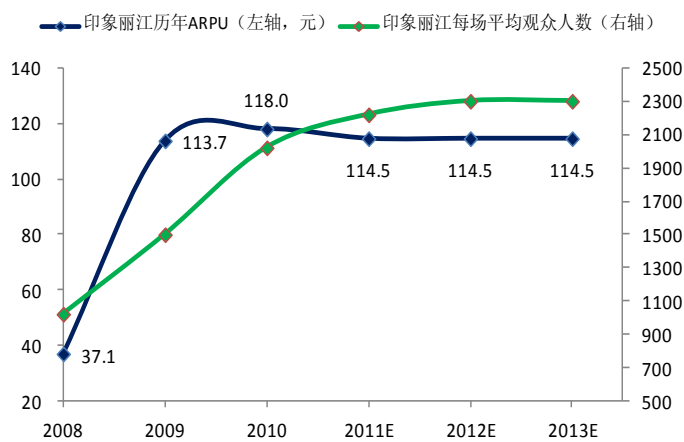
## 2、印象旅游业绩大超预期

我们此前预计的丽江旅游2011年EPS为0.65元，低于实际水平，主要原因是印象旅游的实际收入增速、毛利率、净利率明显超过预期。根据公司公告，印象旅游增加丽江旅游2011年度业绩4800万元—5100万元之间。我们修正后的预测值是5069.3万元，增厚丽江旅游2011年EPS0.31元，此前的预测是0.26元。

印象旅游业绩增长超预期的主要原因是，印象丽江地处玉龙雪山核心景区甘海子，地理位置得天独厚，与玉龙大索道和云杉坪索道距离很近，协同效应极强，绝大部分索道游客都会观看印象丽江的演出。我们此前预计在2011年，印象丽江观众人数占三条索道总游客量的比例为70%，实际值高达76%，未来仍可能维持在此较高水平附近。在门票销售方面，印象丽江又享受了与“大玉龙”景区联票捆绑销售的协同效应，该票价对游客非常划算。

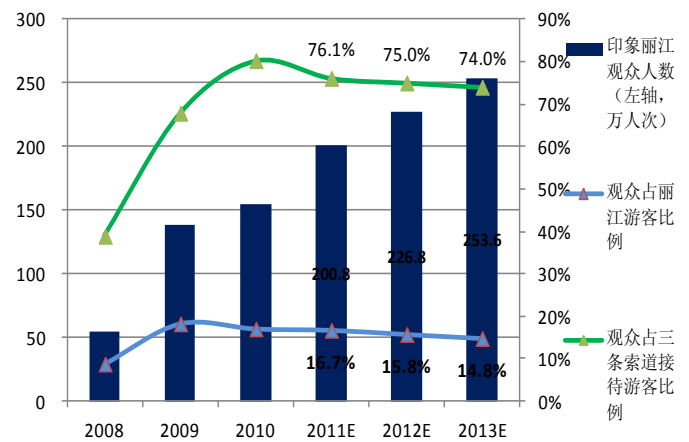
根据丽江市旅游局的数据，2011年“大玉龙”景区共接待游客282万人次，比2010年增长28%，其中，玉龙雪山景区接待261.5万人次，比2010年增长11.4%；“大玉龙”景区门票收入3.65亿元，比2010年增长19.3%。玉龙雪山景区门票收入2.433亿元，比2010年增长16.6%。《印象·丽江》共演出905场，共接待游客200.8万人次，比2010年增长29.4%；实现营业收入2.3亿元，比2010年增长27%，游客人数和收入的增速均超过“大玉龙”景区。

图3：印象丽江观众ARPU、场均观众人数



资料来源：公司公告、国都证券研究所

图4：印象丽江观众在三条索道游客总量中的比重



资料来源：公司公告、丽江市旅游局、国都证券研究所

从历史数据可以看出，印象丽江的每场平均观众人数逐年上升，观众总数在丽江总游客量中的比例、在三条索道总游客量中的比例逐年下降。鉴于印象丽江在丽江演艺市场极强的竞争力。我们假设，未来这一趋势将延续，2012和2013年，印象丽江观众

总数在三条索道游客总量中的比例微降至 75%和 74%，增速分别为 12.9%和 11.8%。

表 2: 修正后的 2011-2013 年印象旅游盈利预测

单位: 万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
演出场次	537	923	768	905	986	1103
门票销量/观众 (万人次)	54.9	138.4	155.2	<b>200.8</b>	<b>226.8</b>	<b>253.6</b>
YOY	269.2%	152.1%	12.1%	<b>29.4%</b>	<b>12.9%</b>	<b>11.8%</b>
每场平均观众 (人次)	1022	1500	2021	2219	2300	2300
最大接待量 (人次)	1700	1700	2578	2870	2870	2870
上座率	60.1%	88.2%	78.4%	77.3%	80.1%	80.1%
占丽江游客总量比例	8.8%	18.3%	17.1%	<b>16.7%</b>	<b>15.8%</b>	<b>14.8%</b>
占三条索道游客量比例	38.9%	67.9%	80.3%	<b>76.1%</b>	<b>75.0%</b>	<b>74.0%</b>
营业收入	2034.3	15742.0	18311.9	<b>23000.0</b>	<b>25978.1</b>	<b>29049.3</b>
ARPU (元)	37.1	113.7	118.0	114.5	114.5	114.5
营业成本	843.9	4127.6	4729.7	4930.3	5975.0	6971.8
毛利率	58.5%	73.8%	74.2%	<b>78.6%</b>	<b>77.0%</b>	<b>76.0%</b>
净利润	323.0	7452.6	6887.7	9939.8	10910.8	11910.2
净利润率	15.9%	47.3%	37.6%	<b>43.2%</b>	<b>42.0%</b>	<b>41.0%</b>
权益利润	-	-	-	5069.3	5564.5	6074.2
增厚丽江旅游 EPS	-	-	-	<b>0.31</b>	<b>0.34</b>	<b>0.37</b>

资料来源: 公司公告、丽江市旅游局、国都证券研究所

### 3、和府酒店 2011 年实现盈利

2011 年和府皇冠假日酒店净利润约为 935.5 万元。公司预计, 2011 年和府净利润将比 2010 年增加 1700 万元—1900 万元, 低于我们预期的增加 2200 万元。我们认为, 主要原因是和府的期间费用率超过预计的 30%。

和府酒店主要固定资产记在母公司账上, 相关资产折旧及摊销也在母公司核算, 如果记入相关资产折旧及摊销, 2010 年和府酒店实际亏损 1289.8 万元。2011 年, 如果记入相关资产折旧及摊销后, 和府的净利润为 400 万元-600 万元。玉龙雪山索道、云杉坪索道、印象丽江仍然是丽江旅游的主要利润来源。

## 二、投资建议: 上调盈利预测和评级, 长期投资须谨慎

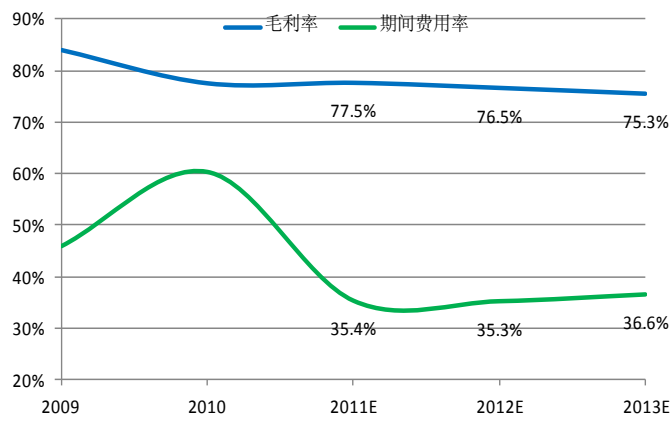
### 1、2013 年业绩增速将放缓

2013 年初和府二期正式营业, 参照二期的固定资产投资额 12865 万元以及和府一期的折旧年限及折旧方法, 预计二期的年折旧和摊销额约为 700 万元; 开业当年费用较高, 我们预计至少 1500 万元。这些费用将使丽江旅游 2013 年的利润增速明显放缓。

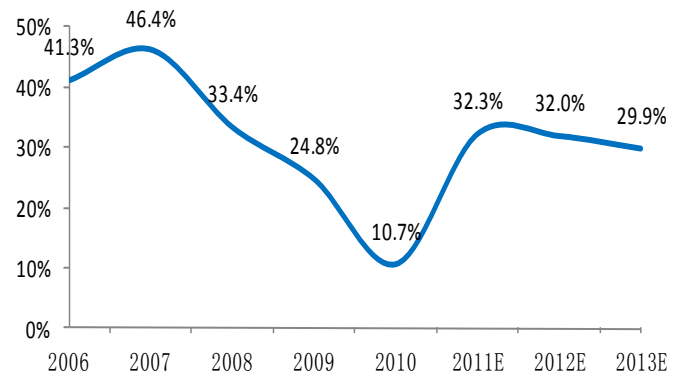
此外, 印象旅游 49%的股权未注入上市公司, 2011 年后少数股东损益金额将明显增加, 我们预计 2011-2013 年的少数股东损益为 5961.5 万元、6601.1 万元和 7283.5 万元。鉴于以上两点因素, 预计 2013 年丽江旅游归属母公司股东净利润的增速为 4.7%, 对应 EPS 为 0.83 元, 低于市场一般预期。

图 5: 丽江旅游盈利能力预测

图 6: 丽江旅游预测净利润率



资料来源：公司公告、国都证券研究所



资料来源：公司公告、国都证券研究所

## 2、上调盈利预测和投资评级

我们预计，丽江旅游 2011-2013 年的每股收益为 0.71 元、0.79 元和 0.83 元，上调投资评级至“短期\_推荐”、“长期\_A”，但安全边际高的长期投资机会仍不明显。公司静态 PE 已从近 40X 降至目前的 27X 左右，估值风险得到明显释放。我们给出的目标价是 21.30 元，对应 2011 年 30X 的 PE，目前股价存在一定的交易性机会。

我们维持原有判断，公司新开发的餐饮、玛咖项目至少要到明年底才能带来收入；由于庞大的资产规模和融资规模、控制权、利益分配等因素，云南旅投资产注入的难度也很大，市场对丽江旅游产业链整合的预期不应过高。

对丽江旅游这种 A 股最优质的景区上市公司来说，最大的投资风险来自国内外宏观环境的诸多不确定性，此前股价的大幅下跌正是这种风险释放的反映。我们维持原有判断，2011 年可能是丽江旅游业增长的一个阶段性高点，在宏观经济形势明朗前，长期投资者应保持谨慎。



**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明**

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
邓集锋	IT	dengjifeng@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	张崑	房地产	zhangweiwei@guodu.com
丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	袁放	有色	yuanfang@guodu.com
杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com	王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com
赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com	张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com
向磊	机械	xianglei@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com