餐饮旅游
2012 年 08 月 05 日

国都证券 GUODU SECURITIES

公司研究 | 公司点评 | 跟踪评级_维持：短期_推荐，长期_A

收入增长不及预期，产业链延伸带来新增长点

——丽江旅游(002033)公司点评

核心观点

1、2012 年上半年，丽江旅游实现收入 2.67 亿元，每股收益 0.40 元。2012 年上半年，公司实现营业总收入 2.67 亿元，归属于上市公司股东的净利润 6526.37 万元，同比分别增长 10.7%、22.1%、22.4%。

2、三条索道游客量远远低于预期，导致收入增速下降，但边际利润增长。2012 上半年年，丽江接待游客量同比大增 55.9%，但三条索道共接待游客 124.33 万人次，同比仅增长 10.2%，远远低于丽江游客量的增速。我们原先预测 2012 年三条索道游客量增长 20%左右。虽然索道收入增长明显放缓，但索道的边际成本下降导致边际利润上升，净利润增速明显超过收入增速。

3、下调 2012 年《印象丽江》观众预测值至 220 万人次。我们此前预期 2012 年《印象丽江》观众增长 19.6%，根据上半年索道和《印象丽江》观众实际情况，下调 2012 预测观众人数至 220.4 万人次，增长 9.7%。

4、延伸旅游产业链，打造新利润增长点。丽江游客增速以及三条索道游客增速产生明显差异，一个重要原因是丽江旅游业正在从简单的观光旅游向人均消费更高的度假旅游升级转型，三条索道游客的增速稳中回落可能将成为常态。丽江旅游已经开始顺应产业升级形势，着力打造“游、行、住、娱、食、购”旅游全产业链，利润长期增长仍可期待。

5、餐饮、休闲购物项目地理位置非常优越，明年贡献利润。玉龙雪山景区甘海子餐饮服务中心项目紧邻《印象丽江》剧场，客流量丰富，将大大改善核心景区的餐饮体验，预计年收入 9000 万元左右，权益净利润 300 万元左右。“丽江古城南入口旅游服务区”项目紧邻和府酒店，与和府酒店一、二期项目形成良好的协同效应，预计明年 1 月建成。

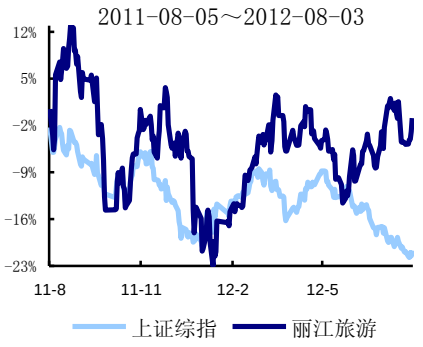
6、上调 2013、2014 年预测 EPS。由于 2013 年餐饮服务项目和旅游服务区项目投运为公司带来利润，我们上调 2013、2014 年预测 EPS 至 0.94 元、1.05 元。和府酒店二期项目明年年初投运，但由于开业当年费用、折旧摊销金额较大，预计无法为上市公司贡献利润。香巴拉月光城项目计划 2015 年投运，近三年无法为公司带来利润。

投资建议：丽江旅游是 A 股中最优质的景区上市公司之一。虽然索道收入增速明显放缓，但索道边际成本下降，利润增速仍然超过收入增速。2013 年，和府酒店二期、丽江古城南入口旅游服务区、玉龙雪山景区甘海子餐饮服务中心等项目相继投入运营，产业链延伸将见到明显成效。上调 2012-2014 年预测 EPS 至 0.84 元、0.94 元和 1.05 元。公司静态 PE 已从去年同期的 40X 降至目前的 25X 左右，维持“短期_推荐”、“长期_A”的投资评级，6 个月目标价 23.50 元。

财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	555.29	614.96	758.79	813.85
同比增速(%)	48.64%	10.75%	23.39%	7.26%
净利润(百万)	117.02	138.26	153.42	171.46
同比增速(%)	158.81%	18.15%	10.97%	11.76%
EPS(元)	0.71	0.84	0.94	1.05
P/E	31.65	26.75	23.90	21.4

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)		17.3-26.0
总市值(亿元)		36.81
总资产(亿元)		12.67
每股净资产(元)		4.67
目标价	6个月	23.50
	12个月	25.00

相关报告

1.《国都证券-公司研究-公司点评-丽江旅游(002033):2012年丽江游客量或超1500万人次，香格里拉项目锦上添花》2012-07-05
2.《国都证券-公司研究-公司点评-丽江旅游(002033):印象旅游业绩显著超预期，上调盈利预测和评级》 2012-01-30
3.《国都证券-公司研究-公司投资价值分析-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》

研究员：杨志刚
电 话： 010-84183240
Email： yangzhigang@guodu.com
执业证书编号： 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

一、2012 上半年三条索道游客量增长低于预期 4
1、1-6 月丽江接待游客量 809 万人次，大增 55.9% 4
2、三条索道游客量增长 10.2%，明显低于预期 4
3、印象旅游观众增速和三条索道同步 5
二、顺应产业升级形势，2013 年产业链延伸见成效 6
1、餐饮购物项目地理位置优越，将成新增长点 7
2、和府酒店收入增长低于预期 7
三、三年盈利预测 0.84 元、0.94 元、1.05 元 8

图表目录

图 1: 丽江 2012 年 1-6 月游客接待量 4
图 2: 丽江 2012 年游客量预测值 4
图 3: 三条索道游客总量 4
图 4: 景区上市公司索道业务毛利率（%） 4
图 5: 印象丽江观众 ARPU 5
图 6: 印象丽江观众人数 5
图 7: 丽江旅游产业链示意图 6

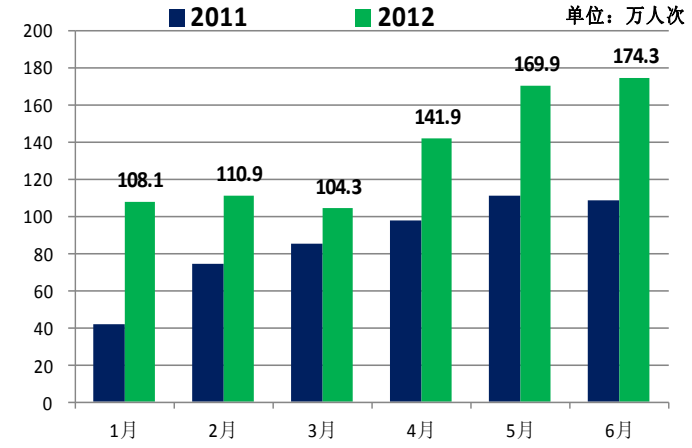
表 1: 修正后的 2012-2014 年丽江游客总量和三条索道游客量预测值 5
表 2: 2012-2014 年印象旅游盈利预测 6
表 3: 2012-2014 年和府皇冠假日酒店收入预测 8
表 4: 丽江旅游盈利预测 8

一、2012 上半年三条索道游客量增长低于预期

1、1-6 月丽江接待游客量 809 万人次，大增 55.9%

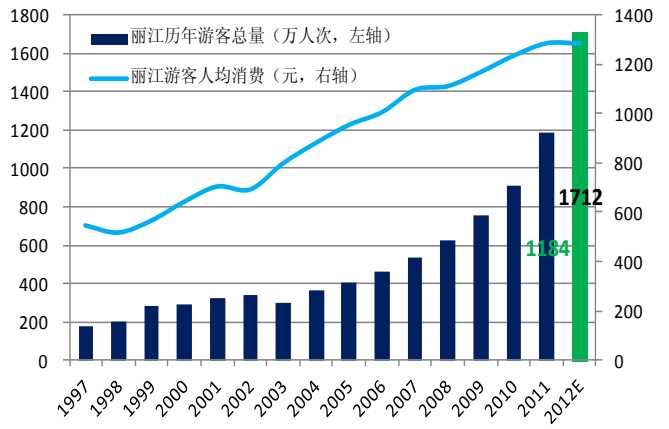
根据丽江市旅游局公布数据，2012 年 1-6 月，丽江市共接待海内外游客 809.34 万人次，同比大幅增长 55.9%，单月游客量全部超过 100 万人次。按月份分布来看，下半年的 7 月、8 月、10 月、11 月都是游客较多的月份，即使增速有所下降，丽江全年游客量大幅增长也非常确定，我们上调丽江全年接待游客量预测值至 1700 万人次以上。

图 1：丽江 2012 年 1-6 月游客接待量



资料来源：丽江市旅游局

图 2：丽江 2012 年游客量预测值



资料来源：丽江市旅游局、国都证券研究所

7 月 26 日，丽江机场高速公路正式通车，从丽江机场至丽江市区仅需 20 多分钟车程，标志着丽江高速公路建设实现了零的突破。今年年底之前，大理-丽江高速公路也将建成通车，驾车从大理前往丽江从现在的 3-4 小时缩短为 2 小时；今年 9 月底，大丽高速公路拉市海-丽江段将建成通车。大丽高速通车后，从昆明至丽江实现全程高速，大丽高速和昆明长水国际机场形成明显的协同效应。

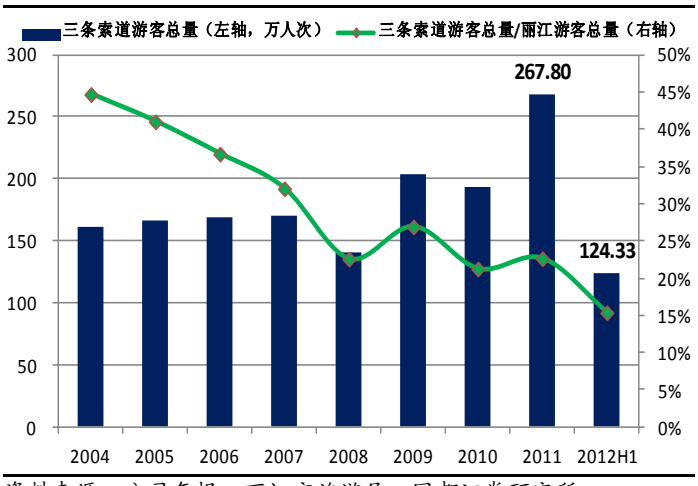
2、三条索道游客量增长 10.2%，明显低于预期

2012 年上半年，丽江旅游三条索道共接待游客 124.33 万人次，同比增长 10.18%，增速远远低于丽江游客量 55.9%的增速。索道接待游客数的增长主要来自于玉龙雪山索道， 2012 年上半年共接待游客 49.80 万人次，同比增长 33.46%；云杉坪索道接待游客 72.60 万人次，同比下降 0.91%，牦牛坪索道接待 1.92 万人次，同比下降 14.82%。

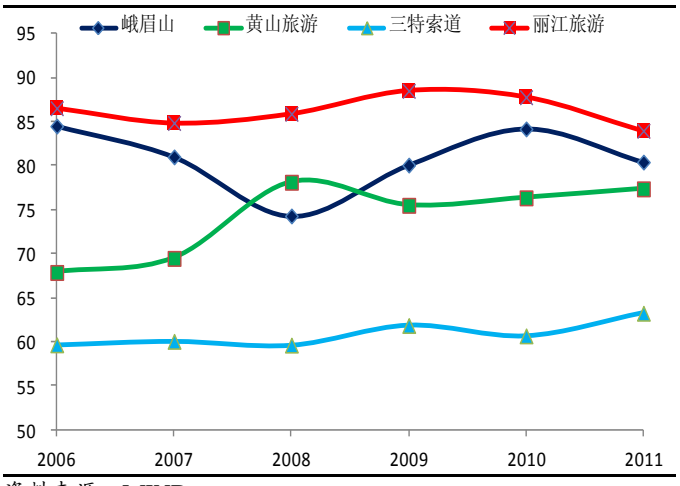
2011 年，三条索道游客量占丽江接待游客总量的比例为 22.6%。2012 年上半年，这一比例降至 15.4%，明显低于我们预期的 21%。我们认为，丽江旅游业已经从简单的观光旅游转型为综合型度假旅游目的地，索道的主要功能在于观光，未来三条索道游客增速可能将长期低于丽江游客量增速。

图 3：三条索道游客总量

图 4：景区上市公司索道业务毛利率（%）



资料来源：公司年报、丽江市旅游局、国都证券研究所



资料来源：WIND

根据上半年索道游客增速，以及玉龙索道和云杉坪索道游客的比重，我们下调了2012年三条索道游客总量的预测值，三条索道游客总量下调至283万人次，但玉龙索道的游客量仍将突破100万人次大关。上半年，丽江旅游营业总收入增长10.7%，但营业利润增长22.1%。我们认为，主要原因在于索道的边际成本降低，提升了毛利率。

表1：修正后的2012-2014年丽江游客总量和三条索道游客量预测值

单位：万人次	丽江游客总量	YOY	三索道游客总量	在总游客量中的百分比	玉龙索道乘客量	云杉坪索道乘客量	牦牛坪索道乘客量
2010	910	20.0%	193	21.2%	16	168	9
2011	1184	30.1%	268	22.6%	90	170	9
2012E	1712	44.6%	**283**	**16.5%**	**114**	165	4
2013E	2055	20.0%	**308**	**15.0%**	**123**	180	5
2014E	2363	15.0%	**331**	**14.0%**	**132**	194	5

资料来源：公司年报、丽江市统计局、国都证券研究所

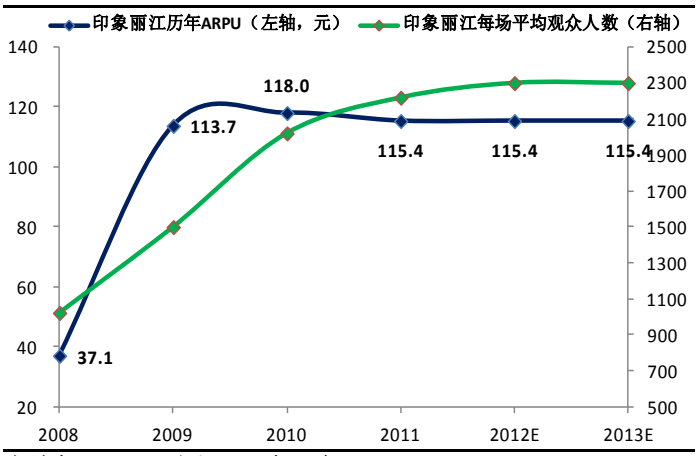
3、印象旅游观众增速和三条索道同步

2012年上半年，印象旅游接待观众97.14万人次，比上年同期增加10.71%，低于我们的预期，增速和三条索道游客增速相差不大。《印象丽江》观众人数占三条索道游客量比重为78.1%，高于2011年的比例，和索道的协同效应很强。主要原因在于，印象丽江地处玉龙雪山游客集散地甘海子，距玉龙雪山索道和云杉坪索道不远，待甘海子餐饮项目完工后，印象丽江的区位优势将更加突出。

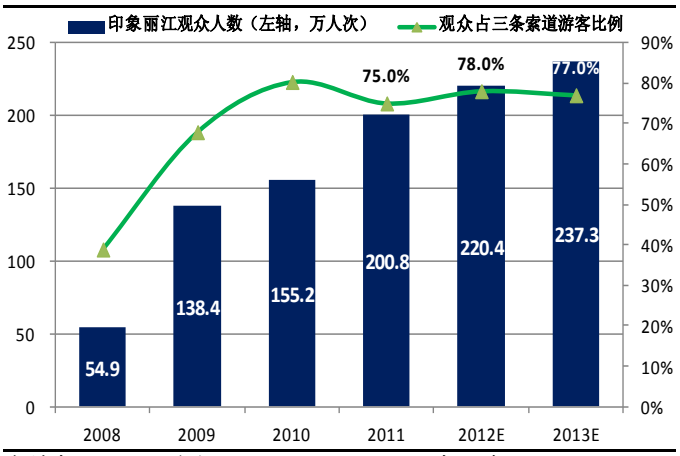
我们此前的预期是2012年观众增长19.6%，根据上半年索道和《印象丽江》观众实际情况，下调预期至220.4万人次，同比增长9.7%。

图5：印象丽江观众ARPU

图6：印象丽江观众人数



资料来源：公司年报、国都证券研究所



资料来源：公司年报、丽江市旅游局、国都证券研究所

表 2：2012-2014 年印象旅游盈利预测

单位：万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
演出场次	923	768	905	958	1032	1093
门票销量/观众（万人次）	138.4	155.2	200.8	**220.4**	**237.3**	**251.4**
YOY	152.1%	12.1%	29.4%	9.7%	7.7%	5.9%
每场平均观众（人次）	1500	2021	2219	2300	2300	2300
最大接待量（人次）	1700	2578	2870	2870	2870	2870
上座率	88.2%	78.4%	77.3%	80.1%	80.1%	80.1%
占三条索道游客量比例	67.9%	80.3%	75.0%	**78.0%**	**77.0%**	**76.0%**
营业收入	15742	18312	23164	**25420**	**27375**	**29001**
ARPU（元）	113.7	118.0	115.4	115.4	115.4	115.4
毛利率	73.8%	74.2%	78.6%	**77.0%**	**76.0%**	**76.0%**
净利润	7453	6888	9756	10676	11224	11891
净利润率	47.3%	37.6%	42.1%	42.0%	41.0%	41.0%
权益净利润	-	-	4975.7	5445	5724	6064
增厚丽江旅游 EPS	-	-	0.30	**0.33**	**0.35**	**0.37**

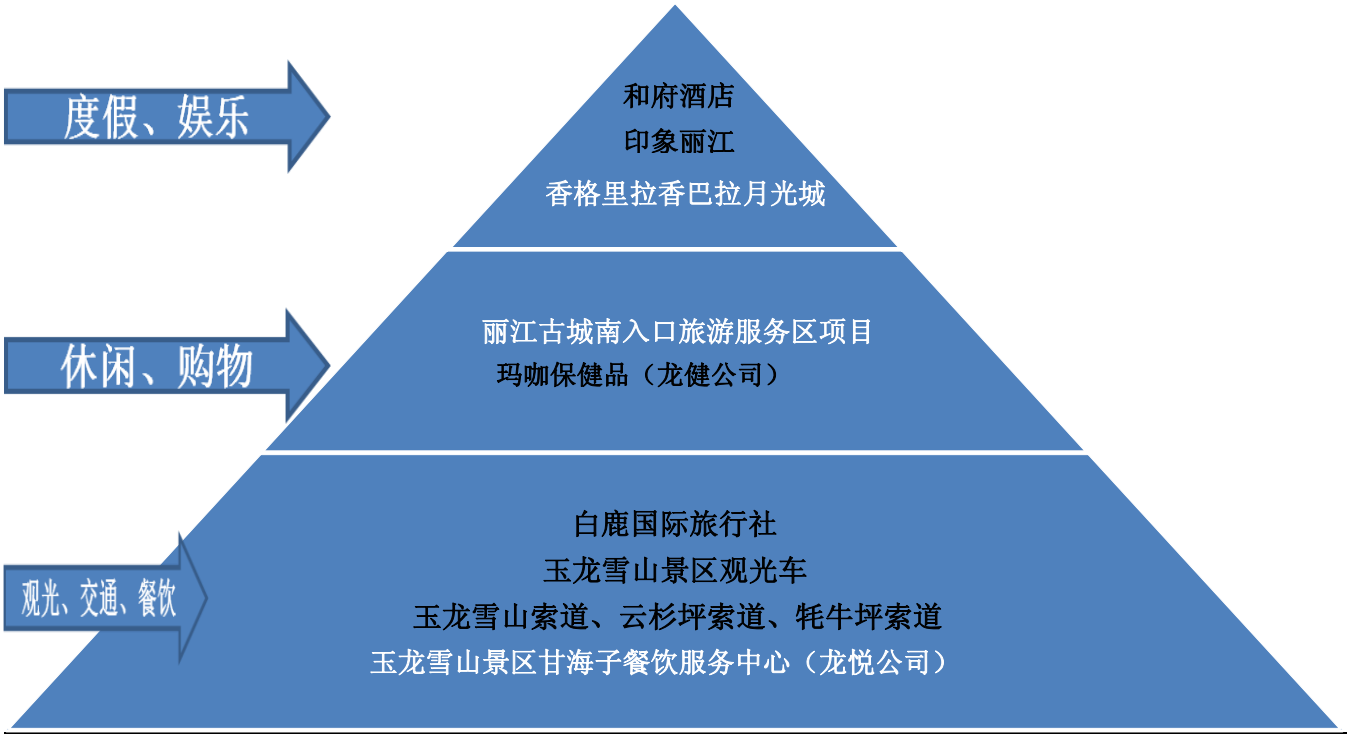
资料来源：公司公告、丽江市旅游局、国都证券研究所

二、顺应产业升级形势，2013 年产业链延伸见成效

我们认为，丽江游客增速以及三条索道游客增速产生明显差异，一个重要原因是丽江旅游业正在从简单的观光旅游向人均消费更高的度假旅游升级转型，三条索道游客的增速稳中回落可能将成为常态。丽江旅游已经开始顺应产业升级形势，着力打造“游、行、住、娱、食、购”旅游全产业链，利润长期增长仍可期待。

2013 年，和府酒店二期、丽江古城南入口旅游服务区、玉龙雪山景区甘海子餐饮服务中心等项目相继投入运营，丽江旅游产业链延伸将见到明显成效。

图 7：丽江旅游产业链示意图



资料来源：国都证券研究所

1、餐饮购物项目地理位置优越，将成新增长点

根据我们去年实地调研的结果，甘海子作为玉龙雪山景区的游客集散地，目前餐饮服务业比较低端和零散，几乎没有品牌实力。丽江旅游控股股东丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司（雪山开发公司）在甘海子经营东巴拉走廊，主要经营方式是出租场地给个体或私营餐饮企业，缺乏品牌效应和标准化运作。

2011 年 1 月，丽江旅游和雪山开发公司合资成立丽江龙悦餐饮经营管理有限公司，在玉龙雪山景区内建设一个集餐饮、休闲购物为一体的综合旅游服务中心。项目总建筑面积 14800 平米，可同时容纳 3000－3500 人同时就餐，日常可以接待 10000 人次。餐饮项目将以自营为主，公司预计于 2013 年“五一黄金周”前开业。

玉龙雪山景区 2011 年接待游客 261.5 万人次。按照 250 万人次/年，35 元/人次计算，餐饮项目可为公司带来收入 8750 万元，净利润 600 万元左右，权益净利润 300 万元，增厚 EPS0.02 元。我们认为，该项目地理位置非常优越，紧邻《印象丽江》剧场，客流量丰富，将大大改善核心景区的餐饮体验。

公司 8 月 3 日公告，丽江和府酒店有限公司拟在和府皇冠假日酒店西侧投资建设“丽江古城南入口旅游服务区”项目，预计 2013 年 1 月底完工。该项目总建筑面积 22365.3 平方米，定位为高档次、高品位、具有地方文化特色的休闲街区，经营模式为“自营+招商”，引进国内外品牌旅游服务和旅游商品供应商，将囊括大研古城几乎所有的旅游旅游商品业态。该项目位于古城南端，地理位置优越，建筑风格将和大研古城协调，为两层民居式建筑，将与和府酒店一期/二期项目形成良好的协同效应。

2、和府酒店收入增长低于预期

上半年，和府酒店实现营业收入 4568.43 万元，同比增加 3.8%，实现营业利润 951.91 万元，同比下降 38.07%。利润下降主要原因是，原计入上市公司的酒店资产以增资扩股方式转入和府酒店，自 5 月 1 日起，酒店增加了固定资产折旧及无形资产摊销。

和府酒店收入增长低于我们的预期，表明客房提价引起的入住率下降高于预期。我们下调和府酒店 2012、2013 年入住率至 65%和 64%，收入增速也略微下调。

表 3：2012-2014 年和府皇冠假日酒店收入预测

单位：万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2013 一期	2013 二期
营业收入	1021	7253	10054	**11011**	**12542**	**13477**	11140	1402
YOY			38.6%	**9.5%**	**13.9%**	**7.5%**	9.0%	--
非客房收入	255	1958	3016	3303	3454	3639	3454	0
占比	25%	27%	30%	30.0%	27.5%	27.0%	31.0%	0.0%
客房收入	766	5295	7038	7708	9089	9838	7687	1402
房间数	270	270	270	270	350	350	270	80
REVPAR（元）	278	537	714	780	711	770	780	480
平均房价（元）	656	912	1014	**1200**	**1109**	**1200**	1200	800
入住率	42%	59%	70%	**65%**	**64%**	**64%**	65.0%	60.0%

资料来源：公司年报、公司公告、国都证券研究所

三、三年盈利预测 0.84 元、0.94 元、1.05 元

基本假设 1： 2012 年丽江接待游客量达到 1712 万人次，三条索道游客总量达到 283 万人次，其中，三条索道游客总量比重降至 16.5%，以后逐年微降，且同比增速低于 10%；三条索道近三年均不提价。索道运营边际成本下降，导致营业利润增速和净利润增速超过收入增速。

基本假设 2： 由于《印象丽江》的区位优势和在丽江演艺市场极强的竞争力，《印象丽江》观众总数在三条索道总游客量中的维持在较高的 75%以上，观众 ARPU 稳定在 2011 年的 115 元左右。由于索道游客量增速下降，下调印象丽江收入增速。

基本假设 3： 今年上半年和府酒店客房平均提价 15%，入住率略有下降，公司的思路是适当提价，并且提高非住宿收入比重。我们假设和府酒店客房全年提价 20%左右，入住率从去年的 70%降至 65%，住宿收入维持 70%的收入比重不变。2013 年初和府酒店二期投运；2013、2014 年，和府一期和二期的客房均价稳定，入住率略有下降。

基本假设 4： 玉龙雪山景区甘海子餐饮服务中心项目 2013 年下半年正式投运，当年收入 4500 万元，权益净利润 300 万元；“丽江古城南入口旅游服务区”项目 2013 年下半年正式投运，净利润约 300 万元。由于 2013 年餐饮服务项目和旅游服务区项目投运为公司带来利润，我们上调 2013、2014 年预测 EPS 至 0.94 元、1.05 元。

表 4：丽江旅游盈利预测

单位：百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	373.57	555.29	**614.96**	**758.79**	**813.85**
主营业务成本	90.38	131.79	137.86	175.02	193.50
主营业务税金及附加	16.11	25.34	28.06	34.62	37.14
营业费用	59.15	74.69	82.72	102.06	109.47
管理费用	87.44	95.33	105.58	130.27	139.73
财务费用	16.43	19.13	15.00	20.00	20.00
营业利润	111.28	213.43	249.59	301.81	318.45
归属母公司股东净利润	45.21	117.02	**138.26**	**153.42**	**171.46**
EPS（元）	0.39	0.71	**0.84**	**0.94**	**1.05**

资料来源：国都证券研究所

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	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	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@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			