

立足丽江、辐射滇西北

买入维持

投资要点:

- 📖 核心看点之一: 丽江旅游市场景气度高, 公司有望拓展经营范围
- 📖 核心看点之二: 印象旅游注入, 新业务助推公司盈利增长
- 📖 核心看点之三: 索道恢复运营, 酒店开始盈利, 传统业务业绩释放
- 📖 核心看点之四: 投资独克宗古城, 旅游资源扩张悄然启动

报告摘要:

- **丽江旅游传统经营业务稳定**, 索道在完成在改造后运力进一步提升, 业务保持高毛利率, 是近几年公司最稳定的利润来源。和府酒店业务开始盈利, 发展势头良好, 业务占比有望逐渐提升。随着酒店二期项目的完工以及索道的提价, 公司传统业务有望进一步提升盈利能力。
- **公司成功收购印象丽江股权, 新业务的运营情况良好**, 贡献了公司净利润的42%。由于文化演艺本身进入存在较高壁垒, 印象丽江相比区域内其它文化演艺产品优势明显, 所以印象丽江在未来一段时间内有望保持稳定盈利, 是公司净利润的主要来源。
- **随着云南旅游资源向滇西北转移, 位于香格里拉门户位置的丽江有望迎来更好的发展机遇**。同时, 迪庆地区良好的旅游资源禀赋和较低的开发程度决定了这一地区未来将迎来旅游业务的高速增长。丽江旅游在稳定传统业务的基础上主动采取对外扩张的战略, 投资独克宗古城拉开了丽江旅游异地扩张的序幕, 未来一段时间内公司在香格里拉地区开发的成果如何将直接决定公司以后的盈利状况。
- **维持公司买入评级**。我们认为公司索道、印象丽江近三年将保持10%-15%的稳定增长, 中长期公司布局滇西北资源, 香格里拉、泸沽湖等异地扩张值得期待。泸沽湖支线机场预计于2013年通航, 届时将形成昆明-香格里拉-丽江-泸沽湖-昆明的环线线路, 泸沽湖游客有望爆发式增长。我们预计公司2012-2014年EPS0.80、0.99、1.10元, 对应PE29、24、21倍, 维持买入评级。

| 主要经营指标 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|---------|----------|--------|--------|--------|
| 主营收入/万元 | 19,045 | 55,529 | 57,828 | 62,411 | 67,392 |
| y o y / % | 12.89% | 195.75% | 8.52% | 7.92% | 7.98% |
| 净利润/万元 | 1,009 | 11,702 | 13,158 | 16,198 | 18,007 |
| y o y / % | -73.64% | 1060.11% | 12.44% | 23.11% | 11.17% |
| 每股收益/元 | 0.06 | 0.71 | 0.80 | 0.99 | 1.10 |
| PE | 387 | 32.5 | 28.9 | 23.5 | 21.1 |

服务业研究组

分析师:

陈旭 (S1180511080001)

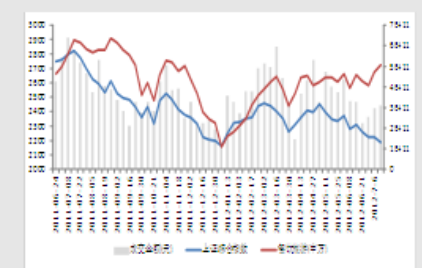
联系人:

孙妍

电话: 010-88085720

Email: sunyan@hysec.com

市场表现



公司数据

| | |
|---------------|------------------|
| 总股本 (亿股) | 1.64 |
| 总市值 (亿元) | 37.65 |
| 流通比例 | 100% |
| 12个月最高/最低 (元) | 25.85/17.15 |
| 主要股东 | 丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司 |

相关研究

- 1《公司研究_宏源证券_孙妍_丽江旅游(002033)经营超预期, 调高全年增速_20110714》
- 2 公司研究_宏源证券_孙妍_丽江旅游(002033)大索道如期高速增长_20110722
- 3、公司研究_宏源证券_陈旭_丽江旅游(002033)年报简评, 存量资产优质、外延扩张可期_20120322

目录

| | | |
|-----|--|-----------|
| 一、 | 综述:巩固传统业务,业绩重回稳健上升轨道;抢滩印象旅游,助推公司盈利快速增长 | 4 |
| (一) | 公司概况 | 4 |
| (二) | 公司战略方向与业务结构 | 4 |
| 1、 | 巩固传统业务盈利,积极拓展新型高增长业务 | 4 |
| 2、 | 收入结构分析 | 5 |
| 3、 | 利润结构分析 | 5 |
| 二、 | 核心看点之一:丽江旅游市场景气度高,公司有望进一步拓展经营范围 | 6 |
| (一) | 丽江市游客数快速增长 | 6 |
| (二) | 交通运力提升明显 | 7 |
| (三) | 云南旅游市场向滇西北转移 | 7 |
| 三、 | 核心看点之二:印象旅游注入,新业务助推公司盈利增长 | 9 |
| (一) | 文化演艺前景广阔 | 9 |
| 1、 | 文化演艺行业前景广阔,进入壁垒高 | 9 |
| (1) | 文化演艺行业前景 | 9 |
| (2) | 行业进入壁垒 | 10 |
| (二) | 印象丽江:公司新的利润增长点,高成长可期 | 11 |
| 1、 | 开发现状: | 11 |
| 2、 | 丽江文化演艺作品对比 | 12 |
| 3、 | 未来盈利点展望: | 13 |
| 四、 | 核心看点之三:索道恢复运营,酒店开始盈利,传统业务业绩持续释放 | 14 |
| (一) | 索道恢复运营,业绩大幅提升 | 14 |
| 1、 | 三大索道业务持续增长 | 14 |
| 2、 | 索道有望提价,增厚公司业绩 | 17 |
| (二) | 和府酒店实现净盈利,二期项目进展顺利 | 17 |
| 1、 | 和府酒店开始盈利 | 17 |
| 2、 | 二期项目进展顺利 | 19 |
| 五、 | 核心看点之四:投资独克宗古城,旅游资源扩张悄然启动 | 19 |
| 六、 | 盈利预测及估值 | 错误!未定义书签。 |

插图

| | |
|---------------------------------|----|
| 图 1: 分业务营业收入占比..... | 5 |
| 图 2: 分业务营业收入增速..... | 5 |
| 图 3: 分业务毛利率..... | 6 |
| 图 4: 分业务净利占比(2011)..... | 6 |
| 图 5: 游客人数 yoy/% | 7 |
| 图 6: 云南省著名景点示意图..... | 8 |
| 图 7: 印象丽江剧照 1..... | 11 |
| 图 8: 印象丽江剧照 2..... | 11 |
| 图 9: 印象丽江 19 近年收入..... | 12 |
| 图 10: 印象丽江今年净利润..... | 12 |
| 图 11: 丽江金沙剧照 1..... | 13 |
| 图 12: 金沙印象剧照 2..... | 13 |
| 图 13: 丽江市近几年旅游人数..... | 13 |
| 图 14: 印象丽江观众数占丽江游客数比率..... | 14 |
| 图 15: 丽江旅游索道示意图..... | 15 |
| 图 16: 丽江旅游索道业务毛利率与其它上市公司对比..... | 16 |
| 图 17: 和府酒店位置示意图..... | 18 |
| 图 18: 和府酒店外景..... | 19 |
| 图 19: 和府酒店内部..... | 19 |

表格

| | |
|-------------------------|----|
| 公司数据 | 1 |
| 表 1: 丽江交通运力改造情况..... | 7 |
| 表 2: 云南、昆明、丽江近年游客数..... | 8 |
| 表 3: 迪庆旅游景点..... | 9 |
| 表 4: 印象丽江接待游客数..... | 12 |
| 表 5: 三大索道经营情况..... | 15 |
| 表 6: 各大景区索道票价..... | 16 |
| 表 7: 和府酒店服务设施..... | 17 |
| 表 8: 和府酒店近三年经营情况..... | 18 |
| 表 9: 丽江旅游分项业务盈利预测..... | 20 |

一、综述:巩固传统业务,业绩重回稳健上升轨道;抢滩印象旅游,助推公司盈利快速增长

(一) 公司概况

丽江玉龙旅游股份有限公司是经云南省经济贸易委员会批准,以丽江玉龙雪山旅游索道有限公司2001年6月30日经审计后的净资产折合股份,整体变更设立的股份有限公司。2004年8月10日,公司首次向社会公开发行人民币普通股2,500万股,并于2004年8月25日在深圳证券交易所上市,股票发行后总股本增加至99,323,048元。

公司是一家主要从事经营旅游索道、五星级度假酒店等多项旅游业务及旅游文化演艺业务;对旅游、房地产、酒店、交通、餐饮等行业投资、建设的公司。目前公司主要运营玉龙雪山旅游索道、云杉坪和牦牛坪旅游索道及其相关配套设施;公司丽江和府皇冠假日酒店目前委托洲际酒店集团管理。丽江玉龙雪山景区是国家5A级景区、国家重点风景名胜区、国家地质公园、省级自然保护区和旅游开发区,是丽江市旅游的品牌景点。玉龙雪山拥有我国距赤道最近的现代海洋性冰川,被誉为“冰川博物馆”和“动植物宝库”。公司投资的和府皇冠假日酒店是世界文化遗产丽江古城内唯一一家国际五星级标准的休闲会议酒店,由国际知名酒店管理集团洲际集团负责营运管理。

2011年,公司实现营业总收入60.84亿元,净利润2.65亿元;2011年前三季度,累计实现营业总收入59亿元,较上年同期增长41%,实现净利润2.21亿元,较2010年同期增长9%。

(二) 公司战略方向与业务结构

1、巩固传统业务盈利,积极拓展新型高增长业务

公司的主营业务主要包括索道运输、酒店经营以及文化演出。公司在抓好管理,巩固传统业务的同时,抓住行业发展机遇,顺利完成对印象旅游51%股权收购,公司产业链进一步完善,经营业绩不断提升。

公司在对传统的索道运输业务完成设施改造后,索道的运力进一步提升,接待游客的数量与实现的营业收入较改造前有了明显的提升。公司旗下的和府酒店经营情况好转,2011年净利润由负转正,同时酒店的二期项目建设进展顺利,有望在2013年初开始营业。传统的索道和酒店业务保证了公司的盈利水平,为公司带来稳定的收入来源。

公司近来的一大业务亮点是完成了对印象丽江的股权收购。在文化演艺行业如火如荼发展的背景下,公司主动进军该行业,进一步完善了公司的旅游服务产业链,巩固了公司的区域竞争优势,实现了旅游服务的产业升级和资源的优势互补,提升公司的盈利能力。

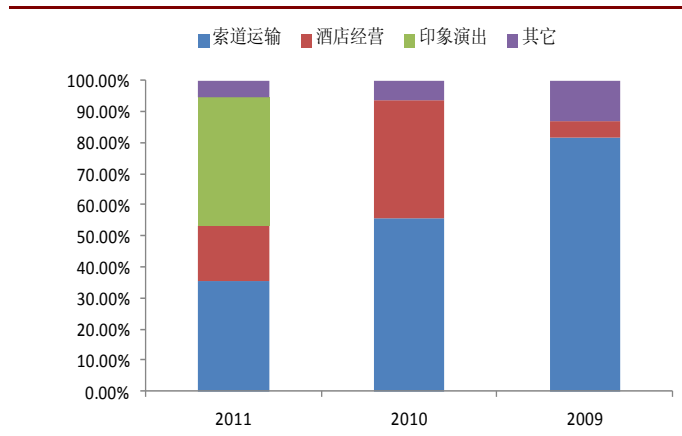
2、收入结构分析

丽江旅游的业务主要包括索道业务、酒店业务以及 2011 年新增的印象演出业务，其中索道业务和印象演出业务是公司盈利的主体。随着酒店业务的逐渐盈利和二期项目的投入运营，酒店业务有望为贡献更多的利润。另外，公司于 2012 年开始投资开发的独克宗古城旅游业务也会在未来成为公司新的利润增长点。

可以看到，索道业务在公司的营业收入中占比一直较大，但随着印象旅游的注入、酒店盈利的提升，索道业务占公司营业收入的比例在逐渐下降。酒店业务从开业以来增速一直较快，随着二期项目的完工和投入运营，酒店业务在占营业收入的比率以及收入增速上会进一步提升，并可能与索道业务和印象演出一道成为公司的支柱业务。印象演出在注入公司的第一年营业收入占到了公司营业收入的 40% 以上，体现了这一业务良好的盈利能力。由于该业务现在经营情况良好，并且短期内不存在复制扩张的预期，所以这一业务无论在公司营业收入的占比，还是在业务收入本身的增速上都有望保持稳定。

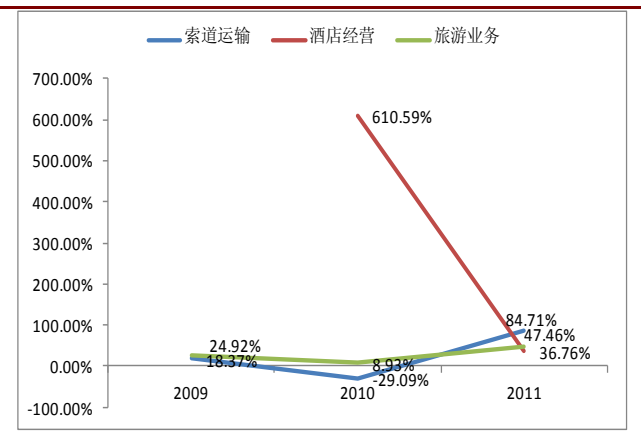
另外，从近期新签订的独克宗古城项目来看，公司有在丽江核心景区外扩展业务范围的趋势。未来几年，随着新项目的开工建设已经完工运营，公司的营业收入有望进一步增加，各业务的占比结构会有新的调整。

图 1：分业务营业收入占比



资料来源：公司公告，宏源证券

图 2：分业务营业收入增速



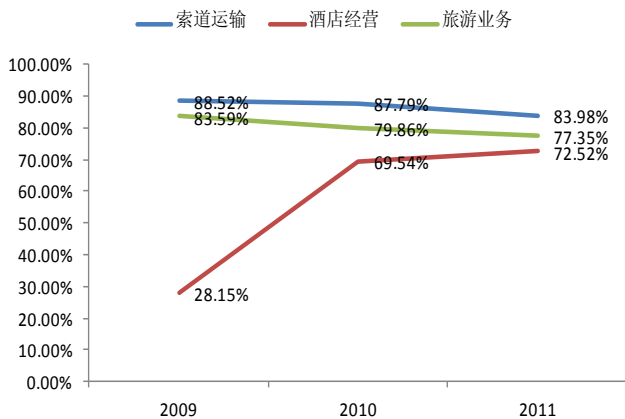
资料来源：公司公告，宏源证券

3、利润结构分析

从各项主营业务的毛利率来看，索道运输的毛利率维持在 80% 以上，是公司最稳定的利润来源点，随着索道技术改造的完成，索道业务的利润额有望进一步提升。酒店业务的毛利率呈现出逐年提升的状态，并在 2011 年达到了 70% 以上。酒店业务的净利占比还是比较小，这与酒店业务经营时间较短有关，这部分业务从 2011 年已经开始盈利，随着精品客房接待区的完工投入运营，酒店业务的整体业务规模将进一步扩大，净利润水平会进一步增加。2011 年，印象演出的毛利率是 75.15%，盈利能力也较强；从经历占比来看，印象演出是 2011 年各项业务中利润额最高的，鉴于文化演艺良好的市场前景和稳定的客流量，我们判断印象丽江在未来会保持稳定的净利润和毛利率水平，成为公司重要的利润来源。

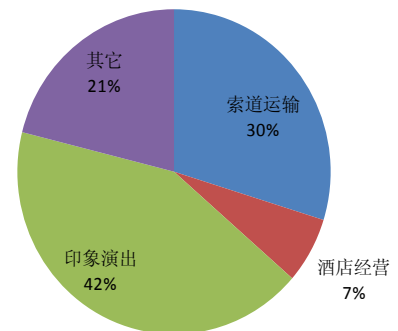
总的来看,公司各项主营业务毛利率水平都处于较高水平,这对于分散公司经营风险,降低单一业务变化带来公司总体盈利波动是十分有帮助的。随着酒店业务的逐渐扩大,公司的主营业务有利于呈现出“三足鼎立”的态势,传统的酒店、索道业务保持良好的盈利能力,新注入的印象演出拓宽公司的旅游服务产业链,带来了新的利润增长点,公司的盈利进入了稳定的上升通道。

图 3: 分业务毛利率



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 4: 分业务净利占比(2011)



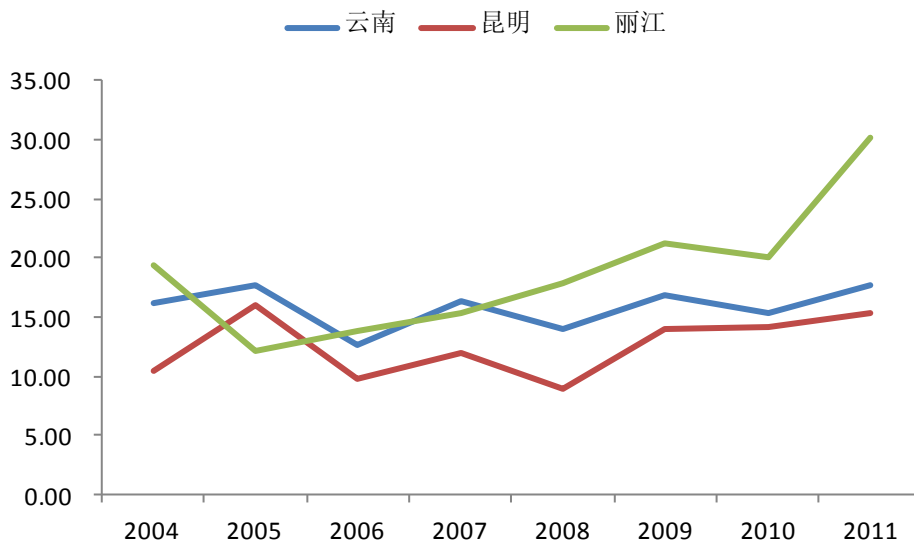
资料来源: 公司公告, 宏源证券

二、核心看点之一: 丽江旅游市场景气度高, 公司有望进一步拓展经营范围

(一) 丽江市游客数快速增长

近些年来, 云南的旅游市场景气度一直较高, 游客数量一直保持 15% 左右的增速, 而丽江受益于旅游资源的开发, 增速逐渐加快, 在 2009 年增速超过了 20%, 在 2011 年增速达到 30%。2012 年 1-5 月, 丽江市共接待海内外游客 635.05 万人次, 同比大幅增长 54.69%, 丽江旅游的游客数增加迅猛, 这为丽江旅游业绩的增长提供了保证。

图 5: 游客人数 yoy/%



资料来源: 宏源证券

(二) 交通运力提升明显

除了景点本身的吸引力之外,景区所在地的交通便利程度也是影响景区经营状况的重要因素。丽江及其周边地区铁路、航空运力的不断提升对于增加游客数量、方便游客旅游参观有重要意义。随着大丽铁路的扩建延伸,该段铁路将成为连接云南、西藏以及东南亚各国的重要铁路枢纽,周边省份的游客可以更加方便快捷地到达丽江。而机场的新建完成以及国际航班的增加,将吸引更多的远途国内国际游客来到丽江,高端休闲度假游有望得到良好的发展。

表 1: 丽江交通运力改造情况

| 时间 | 具体事件 |
|------------|---|
| 2009年9月 | 大理-丽江铁路全线通车 |
| 2011年6月 | 丽江机场扩容改建顺利完成,停机坪从6个改为18个,年吞吐旅客量将由200万人次增加到450万人次。 |
| 2012年3月6日 | 丽江三义机场通过验收,成为云南第三个口岸机场 |
| 2012年6月28日 | 昆明长水国际机场正式投运,设计旅客年吞吐量达到3800万人次 |

资料来源:宏源证券

(三) 云南旅游市场向滇西北转移

云南的旅游资源最早得到开发的主要集中在滇中的昆明以及南部的西双版纳,但从上世纪的90年代开始,云南的旅游市场逐步向滇西北转移,大理、丽江逐渐开始吸引越来越

越多的游客。从云南省和丽江市历年的游客数可以看出，丽江市游客占云南全省游客的比率正在不断升高，滇西北的旅游市场正处于快速增长的时期。

图 6: 云南省著名景点示意图



资料来源：宏源证券

表 2: 云南、昆明、丽江近年游客数

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|----------|----------|
| 云南省 | 6121.1 | 7208.33 | 8115.74 | 9444.51 | 10760.78 | 12577.8 | 14499.81 | 17063.72 |
| 昆明市 | 1757.74 | 2040.74 | 2239.87 | 2508.31 | 2733.64 | 3115.02 | 3557.35 | 4102.5 |
| 丽江市 | 360.18 | 404.23 | 460.09 | 530.93 | 625.49 | 758.14 | 909.97 | 1184.05 |
| 丽江/云南 | 5.88% | 5.61% | 5.67% | 5.62% | 5.81% | 6.03% | 6.28% | 6.94% |

资料来源：宏源证券

近些年来，大香格里拉旅游区以及其所在的迪庆藏族自治州凭借其丰富的旅游资源，正得到越来越多的关注，对这一地区旅游资源的开发正逐步深入。由于这一地区周边的交通并不方便，所以丽江作为大香格里拉旅游区的门户，成为了游客进入该旅游区的必经之道。迪庆地区的旅游资源丰富，未来充分开发后可能与丽江产生比较大的竞争关系，因而如何利用自己独特的区位优势抓住发展机遇，共享与迪庆地区开发的协同效应是丽江旅游

要考虑的重点。随着未来几年丽江到迪庆高速公路和铁路的建成运营，丽江—香格里拉—西藏一线有望成长为“旅游走廊”，带来巨大的旅游吸引力。从公司最近投资独克宗古城可以看到，丽江旅游在稳固丽江市场地位的同时正在积极向香格里拉地区扩张，能否抓住迪庆旅游资源开发这一机遇，将影响公司未来很长一段时间的业绩。

表 3: 迪庆旅游景点

| 旅游资源 | 具体内容 |
|---------|---|
| 雪山冰川 | 4000米以上雪山有470座，梅里雪山为代表的七大雪山景区可与玉龙雪山相媲美。有著名的明永冰川和斯农冰川。 |
| 高山湖泊 | 有香格里拉县碧塔海、属都海、三碧海、碧沽天池、天鹅湖等。其特征是湖水清澈，湖畔森林葱茏，山石峻峭，犹如世外桃源一样，有很高的游览价值。 |
| 高原草甸 | 自然起伏，周围冷杉环抱，牛羊点缀其间，构成高原最具特色的牧民生活画卷。 |
| 大江峡谷 | 境内金沙江、澜沧江穿流而过，峡谷与高山形成了强烈反差与对比。梅里雪山主峰卡瓦格博至澜沧江江面高差4734米，是世界最深峡之一。 |
| 多样性生物资源 | 主要的珍稀树种有秃杉、拱桐、云南铁杉、丽江云杉等。高山花卉也缤纷艳丽，品种繁多，如杜鹃、高山报春、龙胆、绿绒蒿、百合、点地梅、鸢尾等。珍稀动物有滇金丝猴、金钱豹、云豹、黑熊、獐子、小熊猫、雪豹等。著名的禽类有黑颈鹤，白腹锦鸡、白鹇、藏马鸡、秃鹫、血雉等。 |
| 民族风情 | 少数民族约占总人口的84%，其中藏族约占33.7%，此外，境内有傈僳族、纳西族、彝族、白族、普米族、苗族等千人的民族有九种。 |
| 宗教文化 | 宗教与民族生活、文化、艺术等方面均有密切关系 |
| 土特产品 | 主要有虫草、贝母、雪鱼、知母、天麻等高山药材；有牦牛、酥油、青稞酒、糌粑等民族风味食品；有松茸、羊肚菌、竹荪等名贵山珍；有木碗、铜器、银饰物、地毯、挂毯等手工艺品；有牦头肉、皮革等畜牧制品。 |

资料来源:宏源证券

三、核心看点之二：印象旅游注入，新业务助推公司盈利增长

（一）文化演艺前景广阔

1、文化演艺行业前景广阔，进入壁垒高

（1）文化演艺行业前景

首先，旅游市场规模的不断扩大为旅游文化演艺行业的发展奠定了基础。观看文化演艺的游客多是到当地旅游的游客，我国不断扩大的旅游市场为旅游文化演艺行业带来了巨大的潜在消费群体，带动了旅游文化演艺行业规模的不断扩大。

其次，在政策方面，2009年8月31日，国家旅游局和文化部联合发布的《关于促

进文化与旅游结合发展的指导意见》，明确提出要“高度重视文化和旅游的结合发展”、“打造高品质旅游演艺产品”。在行业政策的积极影响下，旅游文化演艺行业将获得更大的发展空间，市场规模将会进一步扩大。

最后，我国居民可支配收入的增长和消费观念的升级有利于文化演艺行业的发展。我国游客过去的旅游方式主要是景区、景点的游览观光，而旅游景点多为日间营业，缺少夜间的游览和休闲娱乐活动。随着我国居民可支配收入的稳定增长和消费观念的不断升级，游客已经不再满足于单一的日间景区游览模式，逐步提出了更高的个性化旅游需求和精神文化娱乐要求。游客对于文化需求层次的不断提升，为旅游文化演艺行业的发展奠定了良好的客源基础。此外，我国居民可支配收入的持续增长以及旅游消费观念的不断提升，也为旅游文化演艺行业的发展提供了坚实的物质保障。行业内的企业能够充分发挥旅游文化演艺节目高附加值的特性，在不过多追加投资与成本的情况下，依靠创新和构思，不断增强旅游文化演艺节目的品牌吸引力，从而为票价带来进一步提升的空间，为经营企业带来更高的利润。

（2） 行业进入壁垒

1. 专业人才壁垒

旅游文化演艺行业的创作、表演和市场推广等专业人才的相对短缺，构成了行业进入的人才壁垒。首先，优秀的创作人才是旅游文化演艺节目创作和持续创新的基础。拥有专业和高水平的创业人才可以确保旅游文化演艺节目的质量水平，并能够根据观众的需求及时作出改进和创新，保持节目的新鲜度和吸引力。再者，专业的演出人才是保证演出质量和演出效果的关键因素。优秀的演出人才可以有效提升演出的现场效果，而行业知名度较高的演出人员，更可以起到聚拢人气、吸引游客的作用。作为一种商业性的演出，市场推广是旅游文化演艺节目取得成功的另一个核心要素。一台好的节目，在熟悉旅游文化演艺市场、营销手段丰富的市场推广人才的积极推广下，能够在较短的时间内推广其市场影响力、形成较高的行业知名度。

2. 品牌壁垒

品牌价值较高的旅游文化演艺节目往往具有更强的市场号召力，能够吸引更多的游客，如《宋城千古情》和“印象系列”山水实景旅游文化演艺节目。这些市场知名度较高的旅游文化演艺节目，在当地旅游市场已经具备了相当的影响力，对其他新的旅游文化演艺节目会产生一定的排他性。

3. 资金壁垒

旅游文化演艺节目的演出场所通常集中在旅游资源丰富的地区，此类地区租用、建造剧院或者搭建露天舞台等演艺场所所需要的资金成本通常较高。此外，演出剧本的创作、演艺人员的培养，以及购置表演道具、服装、灯光和音响等演出设备、器械和物资等，也需要一定资金收入。因此，开始投资成本较高是旅游文化演艺行业的进入壁垒之一。

(二) 印象丽江：公司新的利润增长点，高成长可期

1、开发现状：

《印象丽江》是继获得巨大成功的《印象刘三姐》之后，张艺谋、王潮歌和樊跃再次联袂奉献的又一部实景巨作。演出以丽江各民族文化为底蕴，通过艺术手段集中展现了古老的东巴文化，悠久的茶马古道历史和当地少数民族民俗民风。

图 7：印象丽江剧照 1



资料来源：百度图片，宏源证券

图 8：印象丽江剧照 2



资料来源：百度图片，宏源证券

2011 年 12 月 26 日，中国证监会核准丽江旅游向景区公司发行 12,584,909 股股份购买其持有的印象旅游 51% 股权，2011 年 12 月 28 日，印象旅游完成了股权转让的工商变更登记手续。通过本次交易，丽江旅游进入旅游文化演艺领域，使公司能够提供文化娱乐产品，进一步完善了公司的旅游服务产业链，巩固了公司的区域竞争优势，实现了旅游服务的产业升级和资源的优势互补，提升公司的盈利能力。

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。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，票价对游客来说有较强吸引力。

自上映以来，印象丽江的观众人数和开演场次逐年增加，上座率在 2009 年达到了 88.21%，体现了印象丽江较高的市场认可度。2010 年 4 月，公司将演出现场的座位数由 1700 个增加到 2870 个，因而开演场次和上座率略有下降，但从接待人数的情况来看，印象丽江的观众数仍然保持良好的上升态势。

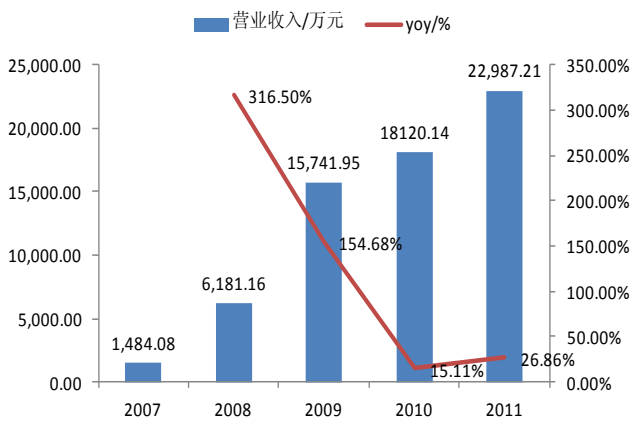
表 4: 印象丽江接待游客数

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 接待人数/万人 | 14.87 | 54.91 | 138.41 | 155.20 | 200.80 |
| yoy/% | | 269.20% | 152.08% | 12.13% | 29.38% |
| 开演场次 | 350 | 537 | 923 | 768 | 905 |
| 上座率 | 28.33% | 68.16% | 88.21% | 78.40% | 77.30% |

资料来源: 宏源证券, 公司公告

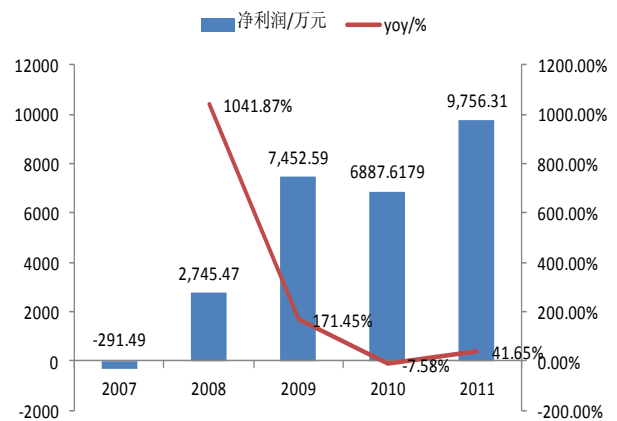
从印象丽江开演几年的营业数据来看, 在前三年经历了营业收入和净利润的快速增长之后, 印象丽江业务的营业收入和净利润增长速度逐渐放缓。虽然在 2010 年受世博会的影响, 印象丽江的净利润出现了负增长, 但总的趋势来说, 印象丽江盈利的趋势是由之前的爆发式增长向稳定增长过渡。

图: 印象丽江 19 近年收入



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 10: 印象丽江今年净利润



资料来源: 公司公告, 宏源证券

2、丽江文化演艺作品对比

在丽江市, 除了《印象丽江》之外, 文化演艺行业另外的一部重要作品是《丽水金沙》。《丽水金沙》以舞蹈诗画的形式, 荟萃了丽江奇山异水孕育的独特的滇西北高原民族文化气象、亘古绝丽的古纳西王国的文化宝藏, 择取丽江各民族最具代表性的文化意象, 全方位地展现了丽江独特而博大的民族文化和民族精神。

由于运营《丽水金沙》的丽江丽水金沙演艺有限公司并未上市, 所以公司披露的信息相对较少。从已有的数据来看, 从《丽水金沙》2002 年正式公演至 2011 年 2 月份, 作品已经演出 5000 多场, 门票收入 2.5 亿元, 其中在 2009 年接待游客 50 万人; 相比而言, 《印象丽江》在 2009 年接待游客超过 130 万人, 演出 900 多场, 门票收入 1.5 亿元。从收入和接待游客的数量来看, 《印象丽江》还是有比较明显的优势。

从文化演艺的类别来看, 《丽水金沙》属于现代化剧场类, 这一类别的特点是室内舞台演出, 通过运用各种现代化、高科技特效和道具, 以歌舞、戏曲、杂技和武术等多种艺术表演形式进行表演。而《印象丽江》属于山水实景类, 其特点是露天演出, 通常利用山水实景搭建舞台, 以舞蹈的

形式进行演出。虽然都属于文化演艺的范畴，但两件作品的表现风格还是有较大不同的。同时，《丽水金沙》是依托丽江古城景区推出的作品，而《印象丽江》则是依托于玉龙雪山景区推出的作品，两件作品虽然都同属丽江市，但依托的景区和表现的主题差异却较大，因而两者之间的竞争关系并没有同类产品那么激烈，从演出风格来说两者反而具有互补性。

图 11: 丽江金沙剧照 1



资料来源: 百度图片, 宏源证券

图 12: 金沙印象剧照 2



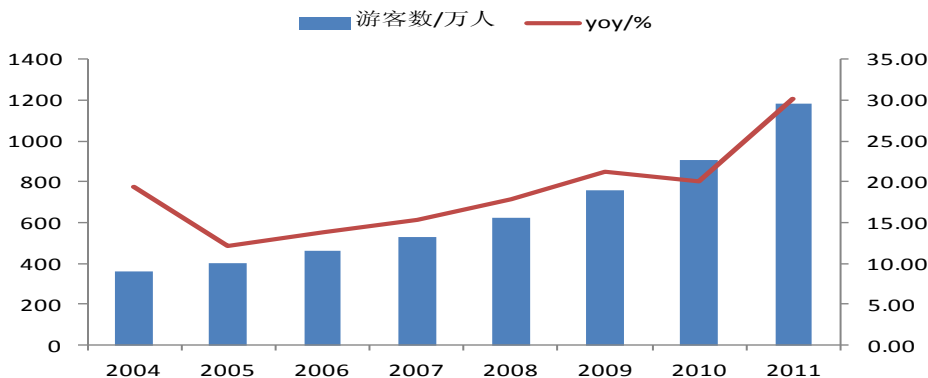
资料来源: 百度图片, 宏源证券

3、未来盈利点展望

从政策层面来看，云南省十分重视文化产业的发展，力争到 2015 年使文化产业增加值占全省 GDP 的比重达到 8% 左右，到 2020 年达到 10% 左右，文化演艺也被列入“云南省重点发展的十大文化产业”。同时，国家也很重视文化和旅游的结合发展，鼓励旅游企业打造高品质旅游演艺产品。因而，从政策方面来说，在国家和地方政策的鼓励下，文化演艺市场有望进一步扩大，印象丽江作为行业中的领军者也会因此受益。

文化演艺行业一个重要的特点就是依托特定景区的风土人情而打造，因而，文化演艺的观众人数多少与其所处地区及景区的游客数有很大的关系。从丽江市 2004 年以来接待游客的数量来看，游客数保持着较快的增长，增长率逐步提升，丽江市不断增加的游客数为印象丽江提供了巨大的潜在消费群体。2012 年 1 至 5 月，丽江市共接待海内外游客 635.05 万人次，比去年同期增长 54.69%，显示了丽江市很高的市场景气度。

图 13: 丽江市近几年旅游人数

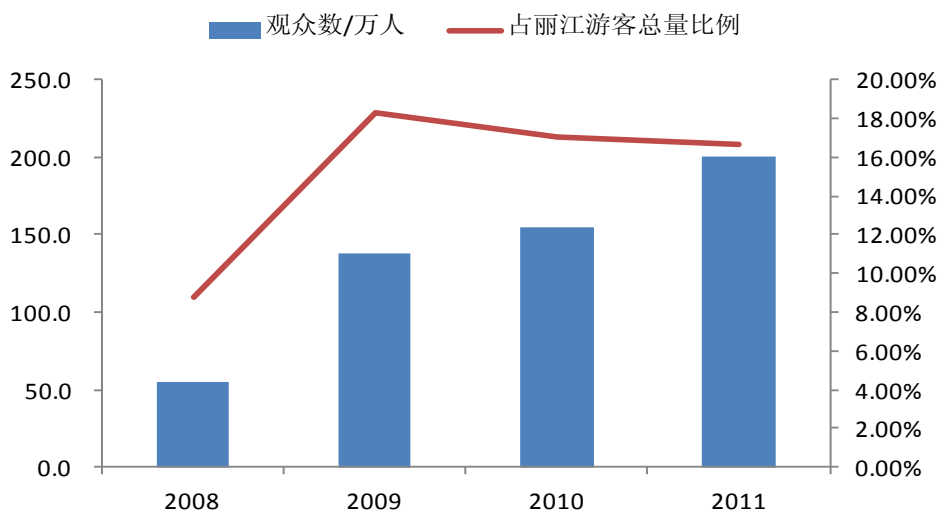


资料来源: 宏源证券, 公司公告

从印象丽江观众数占丽江游客数的比率来看,游览丽江景区的游客只有不到 20%观看了印象丽江,从这一比率来看,印象丽江在吸引景区方面还有比较大的提升空间。由于印象丽江的演出地点和玉龙大索道和云杉坪索道距离很近,乘坐索道的游客有较大比率观看印象丽江,随着索道改造的完成,索道运力的提升有望增加乘坐索道的游客人数,进而提升观看印象丽江的游客人数。

目前印象丽江的营销模式是管委会摸索,在购买 220 元大玉龙套票的基础上看印象丽江,只需要增加 35 元即可,总价为 255 元,而印象丽江能在套票里分成 110 元。因此,在玉龙雪山景区管委会的大力支持下,印象丽江的游客接待量有望同步于玉龙雪山景区游客的增长。

图 14: 印象丽江观众数占丽江游客数比率



资料来源: 宏源证券, 公司公告

四、核心看点之三: 索道恢复运营, 酒店开始盈利, 传统业务业绩持续释放

(一) 索道恢复运营, 业绩大幅提升

1、三大索道业务持续增长

公司的索道业务主要由玉龙雪山索道、云杉坪索道以及牦牛坪索道构成,其中玉龙雪山索道和云杉坪索道接待人数较大,远高于牦牛坪索道接客人数。在 2010 年,公司对玉龙雪山索道进行了改造,改造完成后的玉龙雪山索道运力从以前的每小时 420 人提升到每小时 1,200 人,运力提高了 3 倍,并且尚有较大的提升空间。2011 年,玉龙雪山索道接待游客 89.68 万人次,较上年增长 456.18%。云杉坪索道接待游客 169.59 万人次,与上年基

本持平,接待游客数占云杉坪索道最大年接待量 380 万人次的 44.63%。牦牛坪索道接待游客 8.52 万人次,与上年同期基本持平,接待游客数占牦牛坪索道最大年接待量 96 万人次的 8.88%。

牦牛坪索道产能利用率较低,主要是由于玉龙雪山索道和云杉坪索道改造后的运力大幅提升了 3 倍,公司基于地理位置、开发成本、经济效益的综合考虑,目前以玉龙雪山索道、云杉坪索道为重点营销产品,游客较多分流到云杉坪索道和玉龙雪山索道。同时牦牛坪景区尚处于开发初期;该索道相比玉龙雪山索道、云杉坪索道所处位置较偏。

表 5: 三大索道经营情况

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 玉龙雪山 | | | | | | | | |
| 人数/万人 | 50.69 | 51.62 | 66.21 | 75.39 | 69.86 | 66.84 | 16.12 | 89.68 |
| yoy/% | 97.15% | 1.83% | 28.26% | 13.86% | -7.34% | -4.32% | -75.88% | 456.33% |
| 收入/万元 | 5710 | 5993 | 7850 | 9660 | 8731 | 8426 | 2236 | 11152 |
| 人均票价/元 | 112.65 | 116.10 | 118.56 | 128.13 | 124.98 | 126.06 | 138.71 | 124.35 |
| 云杉坪 | | | | | | | | |
| 人数/万人 | 85.90 | 85.11 | 86.11 | 76.02 | 53.89 | 128.43 | 168.22 | 169.59 |
| yoy/% | 30.05% | -0.92% | 1.17% | -11.72% | -29.11% | 138.32% | 30.98% | 0.81% |
| 收入/万元 | 3047 | 3175 | 3088 | 2969 | 2924 | 6034 | 7869 | 7935.21 |
| 人均票价/元 | 35.47 | 37.30 | 35.86 | 39.06 | 54.26 | 46.98 | 46.78 | 46.79 |
| 牦牛坪 | | | | | | | | |
| 人数/万人 | 14.70 | 29.07 | 16.44 | 17.77 | 17.43 | 8.63 | 8.59 | 8.52 |
| yoy/% | -39.08% | 97.76% | -43.45% | 8.09% | -1.91% | -50.49% | -0.46% | -0.81% |
| 收入/万元 | 980 | 729 | 709 | 1036 | 968 | 481 | 490 | 481.86 |
| 人均票价/元 | 66.67 | 25.08 | 43.13 | 58.30 | 55.54 | 55.74 | 57.04 | 56.56 |

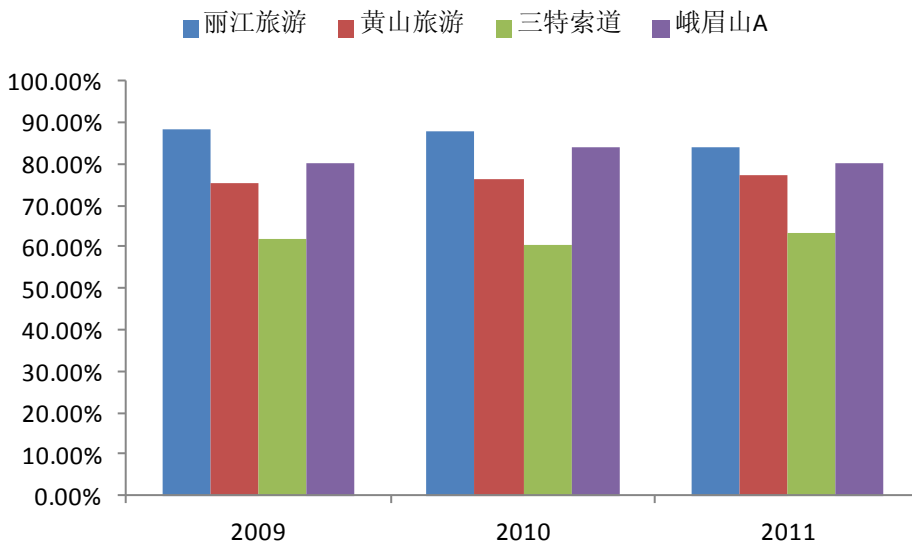
资料来源: 宏源证券, 公司公告

图 15: 丽江旅游索道示意图



资料来源: 宏源证券, 公开网站

图 16: 丽江旅游索道业务毛利率与其它上市公司对比



资料来源: 宏源证券, 公司公告

在经营索道业务的景区类上市公司中, 丽江旅游索道业务的毛利率是最高的。但相比而言, 丽江旅游索道票价相比而言并不高, 这反映出公司控制成本的能力比较好。同时, 结合运输的长度和垂直高度来看, 玉龙雪山的索道价格还是处于较低的水平, 如果能够顺利完成索道的提价, 索道业务的盈利有望进一步提升。

表 6: 各大景区索道票价

| 景区 | 索道 | 往返价格 (淡季/旺季) | 长度 | 垂直高度 |
|------|-------|--------------|------|--------|
| 玉龙雪山 | 玉龙大索道 | 150 | 2914 | 1150 |
| | 云杉坪 | 55 | 958 | 265 |
| | 牦牛坪 | 60 | 2000 | 320 |
| 黄山 | 云谷索道 | 单程80/65 | 2666 | 775 |
| | 玉屏索道 | 单程80/66 | 2176 | 752 |
| | 太平索道 | 单程80/67 | 3709 | 1014.5 |
| 峨眉山 | 金顶索道 | 120/50 | 1164 | 508 |
| | 万年寺索道 | 110/50 | 1480 | 175 |
| 张家界 | 黄石寨索道 | 96 | 990 | 431 |
| | 天子山索道 | 104 | 2084 | 692 |
| 九华山 | 九华山索道 | 105/75 | 1350 | 476 |
| 三清山 | 外双溪索道 | 125/110 | 2418 | 592.4 |
| | 金沙索道 | 125/110 | 2670 | 889.5 |
| 华山 | 华山索道 | 150/120 | 1525 | 755 |
| 梵净山 | 玉龙大索道 | 150 | 2968 | 1150 |

资料来源: 宏源证券

2、索道有望提价，增厚公司业绩

2011年5月15日，丽江旅游向政府有关部门提交了索道提价申请，申请将玉龙雪山索道的价格由双程150元/人次提高到200元/人次，但截止到目前，公司未收到政府主管部门关于公司玉龙雪山索道价格调整的最终批复。

公司表示，若调价获准，按2011年玉龙雪山索道接待游客数量、双程200元/人次计算，这将会增加公司收入约2600万元，增加公司净利润约2000万元，占2011年净利润17.09%。从净利润的增加幅度来看，一旦索道提价成功，对于大幅提升公司净利润，增厚公司业绩是有很大帮助的。

公司近期正就大索道提价与主管部门积极沟通，具体获批时间尚不明确。但从其他景区启动提价程序来看，符合国家有关规定的门票、索道提价并无政策上的明显障碍。另外，考虑到目前通胀处于下行通道，索道自2003年以来已经有9年未曾提价以及同类公司峨眉山已经于2012年6月宣布即将提价，下半年丽江旅游的索道提价应该是一个大概率事件。

（二）和府酒店实现净盈利，二期项目进展顺利

1、和府酒店开始盈利

2011年是和府酒店完整经营的第二个营业年度，经营情况明显好于2010年。2011年，和府酒店共实现营业收入10,054.47万元，实现净利润2,436.22万元。丽江和府皇冠假日酒店定位于高端休闲度假酒店，公司力争将该酒店打造成为丽江最具竞争力的休闲度假酒店。

酒店占地面积51,000平方米，由洲际集团管理，酒店建筑巧妙地融合了现代时尚元素和纳西民族建筑特色的精华及多个有代表性的景观，置身其中，可领略丽江自然与人文的精髓。酒店楼高2层，客房总数270间，酒店提供的主要服务和设施包括：

表7：和府酒店服务设施

| | 具体服务及设施 |
|------|--|
| 酒店服务 | 送餐服务、洗衣服务、叫醒服务、礼宾司服务、水疗服务、旅游服务、擦鞋服务、外币兑换、ATM取款机、商务中心、停车场、医疗支持、儿童看护、前台贵重物品保险柜、泊车位 |
| 餐饮设施 | 雪石酒吧、逸醉茶廊、时光吧、查玛斯 |
| 康体娱乐 | 室内游泳池、桑拿按摩、SPA、健身运动 |
| 会议设施 | 酒店配备了先进完善的会议商务设施、多媒体视听系统、通讯系统和“聚首成功”系列产品。 皇冠宴会厅：710平方米，最多可容纳560人（剧院式）； “皇冠88”厅：120平方米，最多可容纳80人（剧院式）； 另有1-6号会议室：可容纳30-80人不等（剧院式） |

资料来源：宏源证券

和府酒店的竞争优势主要体现在以下几个方面：从区位来看，和府酒店所在位置交通便利，步行5分钟即可到达丽江古城中心——四方街；附近火车站、汽车客运站以及机场乘车半小时内均可到达；距离周边著名景点，如玉龙雪山、黑龙潭公园距离也较近，驱车30分钟内即可到达；另外，由于丽江古城能土地资源有限，因而未来在古城内再建五星级酒店可能性不大，和府酒店在区域内具有稀缺性。从管理经验来看，和府酒店由英国洲际集团管理运作，洲际集团旗下拥有多家高端酒店，经营管理经验丰富，对于定位于高端休闲度假酒店的和府酒店来说，洲际集团客源渠道和经营管理方面的大量经验可以提升酒店的综合竞争力，有利于酒店的长远发展。从资源角度来看，由于酒店的股东为丽江旅游，因而酒店可以享受与索道和演艺业务整合营销带来的协同效应，这是其它酒店所缺乏的。

图 17: 和府酒店位置示意图



资料来源：宏源证券

酒店 2009 年 9 月开业以来，酒店入住率稳步提升，营业收入不断增加。从长远来看，随着休闲度假游在我国的逐渐兴起以及酒店配套设施的不断提升，定位于高端休闲度假游的和府酒店有望进一步提升自己的入住率与房价水平，维持收入不断上升的势头。

表 8: 和府酒店近三年经营情况

| | 2009 | 2010 | 2011 |
|--------|---------|---------|----------|
| 入住率 | 42.40% | 58.93% | 70.32% |
| 收入/万元 | 1020.67 | 7252.74 | 10054.47 |
| 平均房价/元 | 656 | 912 | 1014 |

资料来源:宏源证券

图 18: 和府酒店外景



资料来源: 百度图片, 宏源证券

图 19: 和府酒店内部



资料来源: 百度图片, 宏源证券

2、二期项目进展顺利

2011年1月14日,公司第四届董事会第二次会议审议通过了《关于在丽江和府皇冠酒店东侧建设精品客房接待区的议案》,同意在和府酒店东侧17亩土地上建设酒店二期项目精品客房接待区。该项目占地11,542平方米,规划总建筑面积7,530平方米,接待规模约80间客房,项目预计固定资产投资12,865万元,预计实现年营业收入为3,188万元,年利润总额为642万元,年净利润为514万元。目前,该项目各项工作进展顺利,预计2012年底可完工,2013年初开始营业。

和府二期选用了洲际集团的indigo品牌,相比一期项目,二期项目定位于“高端精品度假”,平均房价更高。根据洲际品牌体系的价格差异,如果皇冠假日开业在800元,indigo开业房价预计要在1500元左右。二期有个独立的大堂,其余都是客房,共72间,健身、餐厅等功能性设施与和府皇冠共用。截至目前,80%客房的土建都已经完成,有1-2栋的土建要等公建完成后才能开始。

五、核心看点之四: 投资独克宗古城, 旅游资源扩张悄然启动

2012年7月2日,公司与香格里拉县人民政府签订《香巴拉月光城项目投资开发合作意向书》,计划在独克宗古城金龙社区征地15公顷,建设高端度假酒店和藏文化风情体验区,预计项目2013年开工,2015年投入运营,总投资额约5亿元。

香巴拉月光城项目位于迪庆州香格里拉县独克宗古城金龙社区,紧靠独克宗古城,属于香格里拉县的中心地段,是香格里拉旅游的必经之地;2011年,香格里拉县接待中内外旅游人次超过600万。迪庆是滇、川、藏三省区结合部以及旅游、宗教信仰、民族文化的融合互换区;世界自然遗产“三江并流”核心区;是西南“茶马古道”的要冲,是

中国藏区特色旅游地。独克宗古城享有 1300 多年的历史，是茶马古道的枢纽，迪庆州旅游的集散地，目前以古城综合商业化经营为主；于 2002 年被云南省人民政府公布为省级历史文化名城，目前正在申报成为国家级历史文化名城。

对于香巴拉月光城的开发，丽江旅游有望延续和府酒店的模式，即注重民居和休闲度假风格。由于香格里拉县近些年十分注重发展旅游高端度假酒店，因而香格里拉地区的高端酒店数量较多，既有客房价普遍在 3000 元以上的和悦榕庄，也有客房价位在 1000-2000 元的松赞系列酒店。另外，香格里拉县还引入了喜来登度假酒店、高山别庄酒店，这两家酒店也正处在建造期内，很快就会投入营业。因而，香格里拉酒店业的竞争还是比较激烈的，如何利用好自己的区位优势，同时做好市场细分和定位，是香巴拉月光城项目能否取得预期效果的关键。

当然，这一项目更重要的意义是开启了公司旅游资源扩张的序幕。“立足丽江，辐射滇西北”是公司未来一段时期内的重要战略，通过香巴拉月光城项目实现和府皇冠的产品延伸，进军香格里拉高端度假酒店市场，进而将自己的旅游产业链延伸到大香格里拉大生态旅游区是公司投资该项目的主要原因。

六、盈利预测及估值

我们认为公司存量资产近三年将保持 10%-15% 的稳定增长，中长期公司布局滇西北资源，香格里拉、泸沽湖等异地扩张值得期待。泸沽湖支线机场预计于 2013 年通航，届时将形成昆明-香格里拉-丽江-泸沽湖-昆明的环线线路，泸沽湖游客有望爆发式增长。我们预计公司 2012-2014 年 EPS0.80、0.99、1.10 元，对应 PE29、24、21 倍，维持买入评级。

表 9：丽江旅游分项业务盈利预测

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 索道 | 12,622 | 14,941 | 10,595 | 19,569 | 21,526 | 23,678 | 26,046 |
| 增长% | - | 18.4% | -29.1% | 84.7% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 收入占比% | 86.4% | 81.6% | 55.6% | 35.2% | 37.2% | 37.9% | 34.8% |
| 成本 | 1,778.5 | 1,715.2 | 1,293.6 | 3,135.0 | 3,448.4 | 3,793.3 | 4,172.6 |
| 毛利率 | 85.9% | 88.5% | 87.8% | 84.0% | 84.0% | 84.0% | 84.0% |
| 酒店 | | 1,021 | 7,253 | 9,919 | 11,407 | 12,548 | 13,802 |
| 增长% | - | - | 610.6% | 36.8% | 15.0% | 10.0% | 10.0% |
| 收入占比% | | 5.6% | 38.1% | 17.9% | 19.7% | 20.1% | 18.4% |
| 成本 | - | 733.4 | 2,209.2 | 2,725.8 | 3,134.6 | 3,448.1 | 3,792.9 |
| 毛利率 | | 28.2% | 69.5% | 72.5% | 72.5% | 72.5% | 72.5% |
| 汽车运输 | | | 171 | 814 | 895 | 985 | 1,083 |
| 增长% | - | - | - | 375.7% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 收入占比% | | | 0.9% | 1.5% | 1.5% | 1.6% | 1.6% |
| 成本 | - | - | 126.2 | 495.3 | 544.8 | 599.3 | 659.2 |
| 毛利率 | | | 26.2% | 39.2% | 39.2% | 39.2% | 39.2% |
| 印象丽江 | | | | 22,987 | 24,000 | 25,200 | 26,460 |
| 增长% | - | - | - | - | 10.0% | 5.0% | 5.0% |
| 收入占比% | | | | 41.4% | 41.5% | 40.4% | 39.3% |
| 成本 | - | - | - | 5,712.3 | 5,964.0 | 6,262.2 | 6,575.3 |
| 毛利率 | | | | 75.2% | 75.2% | 75.2% | 75.2% |

资料来源：宏源证券，公司公告

| 财务报表及财务指标预测 | | | | | | 2012年9月10日 | 股价: 23.2 | | | |
|-------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 利润表 | 2009 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 财务指标 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 营业收入 | 19,045 | 55,529 | 57,828 | 62,411 | 67,392 | 成长性 | | | | |
| 减: 营业成本 | 4,308 | 13,179 | 12,722 | 13,730 | 14,826 | 营业收入增长率 | 191.6% | 4.1% | 7.9% | 8.0% |
| 营业税费 | 1,009 | 2,534 | 2,776 | 2,684 | 3,235 | 营业利润增长率 | 612.4% | 10.6% | 18.1% | 10.2% |
| 销售费用 | 2,308 | 7,469 | 7,518 | 8,425 | 8,289 | 净利润增长率 | 1060.1% | 12.4% | 23.1% | 11.2% |
| 管理费用 | 7,936 | 9,533 | 10,872 | 11,983 | 12,805 | EBITDA增长率 | 267.7% | -10.1% | 16.0% | 9.3% |
| 财务费用 | 1,244 | 1,913 | 1,205 | 1,144 | 1,108 | EBIT增长率 | 448.5% | 6.7% | 16.9% | 9.6% |
| 资产减值损失 | 19 | -42 | 20 | 20 | 20 | NOPLAT增长率 | 493.5% | 4.8% | 17.1% | 9.7% |
| 加: 公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 9.2% | 3.0% | 13.3% | 19.7% |
| 投资和汇兑收益 | 776 | 400 | 893 | 3,450 | 3,600 | 净资产增长率 | 42.8% | 18.2% | 22.1% | 20.0% |
| 营业利润 | 2,996 | 21,343 | 23,609 | 27,875 | 30,709 | 利润率 | | | | |
| 加: 营业外净收支 | -829 | -329 | -92 | -88 | -83 | 毛利率 | 76.3% | 78.0% | 78.0% | 78.0% |
| 利润总额 | 2,167 | 21,014 | 23,516 | 27,787 | 30,627 | 营业利润率 | 38.4% | 40.8% | 44.7% | 45.6% |
| 减: 所得税 | 128 | 3,443 | 3,998 | 4,724 | 5,207 | 净利润率 | 21.1% | 22.8% | 26.0% | 26.7% |
| 净利润 | 1,008.7 | 11,701.8 | 13,157.6 | 16,198.2 | 18,007.1 | EBITDA/营业收入 | 51.4% | 44.4% | 47.7% | 48.3% |
| 资产负债表 | 2008 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | EBIT/营业收入 | 41.9% | 42.9% | 46.5% | 47.2% |
| 货币资金 | 10,531 | 32,595 | 35,850 | 48,051 | 55,223 | 运营效率 | | | | |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 固定资产周转天数 | 435 | 436 | 436 | 457 |
| 应收帐款 | 313 | 510 | 694 | 749 | 809 | 流动资产周转天数 | -72 | -118 | -158 | -153 |
| 应收票据 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 154 | 230 | 256 | 290 |
| 预付帐款 | 441 | 1,830 | 867 | 936 | 1,011 | 应收帐款周转天数 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 存货 | 336 | 549 | 578 | 624 | 674 | 存货周转天数 | 3 | 4 | 3 | 3 |
| 其他流动资产 | 0 | 269 | 269 | 269 | 269 | 总资产周转天数 | 719 | 852 | 920 | 989 |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | 投资资本周转天数 | 493 | 502 | 503 | 544 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 投资回报率 | | | | |
| 长期股权投资 | 1,327 | 1,566 | 1,559 | 1,559 | 1,559 | ROE | 19.9% | 18.7% | 18.1% | 16.7% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | ROA | 13.9% | 13.3% | 13.4% | 12.8% |
| 固定资产 | 64,776 | 69,453 | 70,761 | 80,448 | 90,585 | ROIC | 26.8% | 25.7% | 29.3% | 28.3% |
| 在建工程 | 8,296 | 10,004 | 20,240 | 24,964 | 33,696 | 费用率 | | | | |
| 无形资产 | 5,692 | 6,588 | 12,722 | 11,234 | 10,783 | 销售费用率 | 13.5% | 13.0% | 13.5% | 12.3% |
| 其他非流动资产 | 3,351 | 3,377 | 3,361 | 3,361 | 3,361 | 管理费用率 | 17.2% | 18.8% | 19.2% | 19.0% |
| 资产总额 | 95,063 | 126,741 | 146,902 | 172,196 | 197,970 | 财务费用率 | 3.4% | 2.1% | 1.8% | 1.6% |
| 短期债务 | 5,000 | 8,400 | - | - | - | 三费/营业收入 | 34.1% | 33.9% | 34.5% | 32.9% |
| 应付帐款 | 8,938 | 8,813 | 27,758 | 29,957 | 30,326 | 偿债能力 | | | | |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | 资产负债率 | 30.5% | 29.1% | 26.1% | 22.9% |
| 其他流动负债 | 2,824 | 5,105 | 4,294 | 4,425 | 4,559 | 负债权益比 | 43.8% | 41.0% | 35.4% | 29.7% |
| 长期借款 | 15,600 | 13,600 | 13,600 | 13,600 | 13,600 | 流动比率 | 1.43 | 1.33 | 1.63 | 1.84 |
| 其他非流动负债 | - | - | 300 | 300 | 300 | 速动比率 | 1.41 | 1.31 | 1.61 | 1.82 |
| 负债总额 | 33,362 | 38,614 | 42,747 | 44,978 | 45,331 | 利息保障倍数 | 12.16 | 20.60 | 25.37 | 28.72 |
| 少数股东权益 | 1,479 | 11,680 | 18,041 | 24,906 | 32,319 | 分红指标 | | | | |
| 股本 | 11,632 | 16,380 | 16,380 | 16,380 | 16,380 | DPS(元) | - | - | - | - |
| 留存收益 | 48,590 | 60,066 | 69,734 | 85,932 | 103,939 | 分红比率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 股东权益 | 61,701 | 88,127 | 104,155 | 127,219 | 152,639 | 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 现金流量表 | 2008 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 业绩和估值指标 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 净利润 | 2,039 | 17,571 | 19,519 | 23,063 | 25,420 | EPS(元) | 0.71 | 0.80 | 0.99 | 1.10 |
| 加: 折旧和摊销 | 3,764 | 5,651 | 848 | 749 | 719 | BVPS(元) | 5.38 | 6.36 | 7.77 | 9.32 |
| 资产减值准备 | 19 | -42 | 20 | 20 | 20 | PE(X) | 32.5 | 28.9 | 23.5 | 21.1 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 4.3 | 3.6 | 3.0 | 2.5 |
| 财务费用 | 1,046 | 1,170 | 1,585 | 1,205 | 1,144 | P/FCF | 51.3 | 1,030.8 | 71.2 | ##### |
| 投资收益 | -776 | -400 | -893 | -3,450 | -3,600 | P/S | 6.8 | 6.6 | 6.1 | 5.6 |
| 少数股东损益 | 1,030 | 5,869 | 6,361 | 6,865 | 7,413 | EV/EBITDA | 13.4 | 14.6 | 12.4 | 11.4 |
| 营运资金的变动 | -6,212 | 840 | 19,182 | 2,161 | 269 | CAGR(%) | 53.2% | 62.5% | 124.5% | 13.1% |
| 经营活动产生现金流量 | 711 | 24,790 | 46,243 | 30,553 | 31,349 | PEG | 0.6 | 0.5 | 0.2 | 1.6 |
| 投资活动产生现金流量 | -7,000 | -9,503 | -7,993 | -4,947 | -6,292 | ROIC/WACC | 2.5 | 2.4 | 2.7 | 2.6 |
| 融资活动产生现金流量 | 519 | -2,790 | -15,095 | -1,144 | -1,108 | REP | 2.0 | 1.9 | 1.5 | 1.3 |

机构销售团队

| | | | | |
|------|-------------------------------------|--|------------------------------------|---------------------------------------|
| 华北区域 | 郭振举 | 牟晚凤 | 孙利群 | 赵胤 |
| | 010-88085798 guozhenju@hysec.com | 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com | 010-88085756 sunliqun@hysec.com | 010-88085230 zhaoyin@hysec.com |
| 华东区域 | 张璐 | 赵佳 | 奚曦 | 王燕妮 |
| | 010-88085978 zhangjun3@hysec.com | 010-88085291 zhaojia@hysec.com | 021-51782067 xixi@hysec.com | 010-88085993 wangyanni@hysec.com |
| 华南区域 | 曾利洁 | 贾浩森 | 罗云 | 孙婉莹 |
| | 010-88085991 zenglijie@hysec.com | 010-88085279 jiahaosen@hysec.com | 010-88085760 luoyun@hysec.com | 0755-82934785 sunwanying@hysec.com |
| QFII | 方芳 | 胡玉峰 | | |
| | 010-88085842 fangfang@hysec.com | 010-88085843 huyufeng@hysec.com | | |

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别 | 评级 | 定义 |
|--------|----|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上 |
| | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20% |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上 |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上 |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上 |

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。