

评级：强烈推荐（维持）
餐饮旅游
公司跟踪报告
证券研究报告

 分析师 冯佳 S1080512040001
 电话：0755-82485184
 邮件：fengjia@fcsc.cn

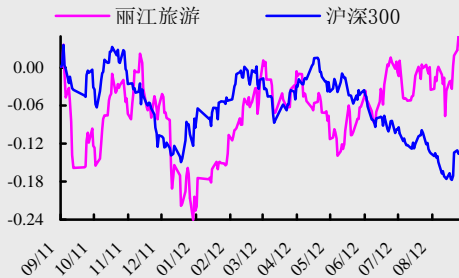
丽江旅游(002033)
—— 主业整合趋向共荣，内生外拓拉开序幕
预测价格区间(元) 27 ~ 28

交易数据

上一日交易日股价(元)	23.25
总市值(百万元)	3,808
流通股本(百万股)	127
流通股比率(%)	77.24

资产负债表摘要(06/12)

股东权益(百万元)	805
每股净资产(元)	4.92
市净率(倍)	4.73
资产负债率(%)	27.23

公司与沪深300指数比较

相关报告

《业绩增长符合预期，短期存在融资需求》-20120811
 《再纳优质资产，进军香格里拉》-20120703
 《携印象丽江，高增长确定》-20111227
 《双剑合璧，经营面持续改善》-20110418

要点：

- **大索道提价在即** 公司的冰川索道改造完成后，运力提升3倍，2011年接待量近90万人次，创收超过1.13亿元，有效提升进山游客游览效率，使大小索道及演艺共荣。我们预计2012年冰川大索道可能接待游客量超过100万人次，三条索道接待量总计达到291万人次，占进山人数的91%左右。大索道9年未改的双程票价可能在2013年出现上调，预计上调幅度在20%左右，增厚全年EPS0.12元。
- **印象·丽江成赚钱机器** 2011年末公司完成对印象旅游公司的重组，当年即为公司贡献利润突破近4,975万，成为公司的第一大利润来源，在演出上座率、散客比重及有效票价仍有提升空间。预计2012年演出上座率将突破80%，接待近230万人次，净利率保持43%附近的水平，为公司贡献的权益收益超过6,000万元。
- **内生发展项目短期增收中期增利** 公司着力打造的集酒店、餐饮、购物和休闲娱乐为一体的综合服务项目，世界遗产论坛中心将在2013年延续辉煌。短期内综合服务项目将贡献租金收入实现盈利，与酒店将在2014年贡献盈利约2,000万。餐饮子公司的增资及项目实施巩固了公司作为玉龙雪山垄断服务供应商的地位；提升了人均滞留时间和进山消费；项目实施即可为公司贡献超过500万利润。
- **外延拓展拉开序幕** 酒店投资5亿元打造的古城风情区与高档酒店的香巴拉月光城项目将公司的景区经营管理延伸至香格里拉一线，并存在进一步整合如泸沽湖等优秀资产的可能，我们看好项目增收增效的能力，但创造盈利尚需时日。
- **上市公司独有索道+演艺板块组合仍是主业，维持强烈推荐** 依赖索道及印象·丽江演出的业绩增长，预计2012年公司营收将增加至6.5亿元，索道、酒店板块合计占总收入的78%左右，堪称公司盈利双剑。公司的各项盈利能力指标均在行业平均水平之上不考虑2012年大索道加价因素，2012年到2014年的EPS将分别是0.88元、1.10元、1.36元；预计索道提价将增厚EPS0.12元/股，给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示 自然灾害、索道运营安全、项目建设进度不达目标



目 录

1	主业资产优良，外延与内生同拓展	3
1.1	传统主业换新颜	3
1.1.1	索道资产具垄断经营性，相互补充	3
1.1.2	索道改造刺激接待量	4
1.1.3	索道提价势在必行	6
1.2	演艺业务增收增利	9
1.2.1	印象丽江成为公司主要利润来源	9
1.2.2	资源整合提升盈利能力	10
1.3	世遗二期提升品质，短期增收中期增利	12
1.3.1	位置优越，酒店迈入盈利上升通道	12
1.3.2	精品客房提升品质	14
1.3.3	古城服务区项目短期内即可实现盈利	16
1.4	外延拓展和内生增长齐头并进	16
1.4.1	景区经营的外延拓展拉开序幕	16
1.4.2	增资餐饮公司，完善旅游元素	17
2	小盘绩优品种比肩主板景区公司	19



1 主业资产优良，外延与内生同拓展

1.1 传统主业换新颜

1.1.1 索道资产具垄断经营性，相互补充

丽江旅游股份有限公司（以下简称“公司”、“上市公司”）是坐拥国内一线旅游资源，是中国内地首屈一指的服务旅游集团；集玉龙雪山旅游索道、云杉坪旅游索道和牦牛坪旅游索道及其相关配套设施于一体，是玉龙雪山景观索道的垄断经营者。

公司的三条索道分别位于玉龙雪山景区最知名和成熟的三个景点，乃玉龙雪山景区的首要旅游接待设施。上市以来，公司三条主索道累计接待游客超过 1,700 万人次。

横向来看，云杉坪索道和玉龙雪山索道在海拔高度、票价及最佳游览时期均形成有利互补，不可替代。因此，大小索道效能双双提升，对于子公司间的优势互补，发挥协同效应具有量和质上的双向提升作用。

与雪山栈道衔接的大索道利于游客亲近玉龙冰川，参与滑雪场设施，因此每年 11 月至次年 4 月是雪山索道的最佳旅游时期，以天气晴朗时为最适宜。而在夏秋季积雪较少的季节，加之雪山雪线上移，部分游客会选择乘云杉坪索道观赏高原草甸和原始森林风光；目前云杉坪索道票价仅为雪山大索道的 37%，长约 1,000 米，上下高差仅为 300 米，游客由于高海拔或氧气稀少环境产生的身体不适状况相对更少，适宜人群及时间较雪山索道更为广泛；因此，小索道的年均接待量往往在大索道之上。

表 1、三条索道接待量对比（单位：万人次）

	2009	2010	2011	2012E	2013E
玉龙雪山索道（大索道）	66.84	16.12	89.68	105	115
云杉坪索道（小索道）	128.43	168.22	169.59	178	190
牦牛坪索道（中索道）	8.63	8.95	8.52	8	8
合计接待量	203.90	193.29	267.79	291	313
玉龙雪山游客接待量	230	254	295	320	340
索道乘坐率	87%	76%	90%	91%	92%

资料来源：公司历年年报、第一创业证券研究所

雪山大索道和云杉坪索道历来就是公司的重点经营领域和主要的利润贡献点，资产运力的倍增将带来公司盈利能力的倍增。2006 年以来，在公司的净利润构成中，玉龙雪山索道占据主导地位。以历史平均水平来看，大、中、小索道对公司索道经营板块贡献的利润比例保持在 5: 1: 4 的水平上。



1.1.2 索道改造刺激接待量

云杉坪旅游索道和玉龙雪山旅游索道承载了总的接待量的95%以上的客流，旺季时运力略显不足；2007、2010年公司分别实施区域性停业，对公司云杉坪旅游索道和玉龙雪山旅游索道开展技术改造工程。

云杉坪索道改造。改造前的云杉坪索道于1994年开始启用，系美国CTEC公司仅能乘坐两人的吊椅设备，与同期的玉龙雪山索道和牦牛坪索道相比略显陈旧。云杉坪索道全年的平均运载率超过80%，在旺季中更是持续满负荷运作，游客排队时间久时可达几个小时，因此运力改造势在必行。新索道于2008年3月7日开始运营，设计运输能力为单向1,580人/小时，最大年接待量达到380万人，运力大幅提升了3倍。云杉坪索道改造计划总投资3,500万元，由于折旧和电费增加，改造完成后云杉坪索道的年运行成本上升约410万元。

玉龙雪山索道改造。玉龙雪山索道是景区内海拔最高、索道跨度最大、经济效益最好的资产。索道水平距离2,968米，高差为1,150米，其上站位于海拔4,506米处，属于国内海拔第二高的景观索道，可使游客零距离接触4万年前形成的玉龙冰川和积雪。1998年建成后投入运营的玉龙雪山索道为单线循环脱挂抱索器6人吊厢索道，累计运营时间超过30,000小时；改造后的索道型式为单线循环脱挂抱索器8人吊厢索道，设计运量1,200人/小时，总投资在9,100万元附近，恢复开放的大索道年运行成本升至2,000万元左右。

表2、索道改造前后情况对比

资产	索道类型		单向运力 (人次/小时)		年平均运载率 (%)		旺季排队时长 (小时)		最大接待量 (万人次/年)		往返票价 (元/人次)	
	改造前/后	前	后	前	后	前	后(预计)	前	后(预计)	前	后	
玉龙雪山索道 (大索道)	单线循环脱挂抱索器6人吊厢	单线循环脱挂抱索器8人吊厢	426	1200	70%	30%	2-3	<0.5	100	285	150	?
云杉坪索道 (小索道)	两人吊椅设备	八人座脱挂式吊箱	550	1580	80%	35%	3-4	<0.5	120	380	40	55
牦牛坪索道 (中索道)	固定吊椅设备		400		18%		-		96		60	

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

索道接待量与玉龙雪山入山游客量呈现正相关，相得益彰。丽江的年度游客接待量在2011年突破千万大关，由于晴朗舒适的天气和便捷的交通设施，来往丽江一年中四季的游客集中度分布较为



平均，以历史平均数据来看，基本上保持 1.5 : 3 : 3.5 : 2 的比例；其中，以三季度为首，4-10 月的游客占比超过全年的七成。

来到丽江的游客中，超过三成会游览玉龙雪山，而上山游客超过九成会乘坐索道；因而索道运力的改善也会反过来刺激上山游客的接待规模。2010 年 4 月到 11 月，公司玉龙雪山索道技改停运，导致玉龙雪山索道接待游客数比上年的 66.83 万人次减少了 50.71 万人次；而云杉坪索道技改完成后，运力的大幅上升及服务水平的大幅提高，接待游客数比 2009 年的 128.43 万人次增加了 39.79 万人次，增长 30.98%；因而玉龙雪山的整体接待量并未受到大索道技改的影响而出现下滑，反而呈现 10% 的增长。2012 上半年游客量增幅超过 12%，带动大索道接待量在云杉坪索道基本持平的水平上仍有高达 33.46% 的增幅。

公司未来索道业务板块的增长首先源于乘客接待量的自然增长。改造完成使上市公司的资产质量和盈利能力有了质的飞跃，2009 年是云杉坪索道改造后的首个完整的营运年度，云杉坪公司实现净利润 3,168 万元，按照丽江旅游持有 75% 的股权比例，贡献权益利润 2,376 万元，较 2007 年贡献净利润增长 1.61 倍，占公司净利润的比重提升为 58.98%。2011 年，冰川大索道在技改后实现全年运营，接待量突破 89 万人次，实现收入规模 1.13 亿元，索道人均有效票价高达 125 元/人次。

表 3、索道技改前后创利对比及预测（单位：万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E
玉龙雪山索道收入	8,558	2,416	11,273	13,000	14,500
云杉坪索道收入	6,034	7,869	7,935	8,300	8,700
玉龙雪山索道净利润	3,851	1,087	4,510	5,200	5,800
贡献索道板块利润比重	101%	108%	43%	36%	34%
云杉坪索道净利润	3,168	4,335	4,573	4,730	5,000
贡献索道板块利润比重	62%	322%	29%	25%	21%

资料来源：公司历年年报、第一创业证券研究所

我们预计 2012 年冰川大索道可能接待游客量超过 100 万人次，三条索道接待量总计达到 291 万人次，占进山人数的 91% 左右。伴随索道接待量 10%-15% 的年增长，考虑到游客等候时长缩短，使一日同游两条不同海拔高度的索道成为可能，或者引导游客分拨时间观看印象演出，预计在 2014 年进山游客的索道乘坐率可能突破 93%。

随着公司经营策略的转移以及大、小索道的改造，索道游客接待比重将进一步向雪山大索道和云杉坪索道倾斜。其中，而玉龙雪山索道仍将是公司业务重中之重，原因有三：

一是大索道票价绝对值更高（150 元/人次，同步销售环保大巴



票费 20 元/人，商业保险 2 元/人次）分别是云杉坪索道和牦牛坪索道的 3.1 倍和 2.8 倍；而雪山索道年度运营成本仅为云杉坪索道的 1.67 倍，因此前者的单位游客的毛利空间相对较高；

二是玉龙雪山索道站周边及景区的服务设施基本都由公司经营，包括餐饮、租赁、滑雪场等设施，2009 年创收 141.97 万元，2011 年伴随索道恢复运营，周边服务收入迅速攀升至 2,239.27 万元；

三是“大玉龙”景区的众多景点分布在去往大索道下部站的必经之路上，包括印象·丽江的演出地，便于游客沿线安排游览，同时提升公司整合营销效果。

大索道可接待能力增加 3 倍意味着资产运营效能的提升，以及营收规模的扩大。2011 年，冰川索道接待近 90 万人次，实现收入规模 1.13 亿元，带动索道业务板块的收入规模增幅达到 85%，至 1.96 亿元。由于新设备及配套设施的折旧影响，索道运营成本增加，因而拉低整个索道板块的毛利率水平至 84% 附近。由于索道运营成本相对固定，因而伴随游客乘坐率的提升，未来毛利水平有望恢复至 88% 附近，甚至更高。

1.1.3 索道提价势在必行

其次，公司未来索道业务板块的增长源于索道单次运价的提升。

公司索道资产在玉龙雪山景区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，乘坐旅游索道成为接近冰川及高原草甸的刚性消费，而不像住宿和餐饮等子行业的市场选择众多。因此，业务上的垄断性的优势地位决定了大索道在价格调整上具有一定话语权。

表 4、主要景区上市公司消费比较

景区	门票			索道		特别基金计缴	
	调价前	现行票价	调整日期	名称	往返价格	名称	详细计缴办法
玉龙雪山	80	105	2011.4.1	大索道	150	环保基金	>2002 年大索道销售收入的 1.15 倍，提取索道票收入总额*15%； 否则，超基数部分*50%
				中索道	60		
				小索道	55	环保基金	>2007 年大索道销售收入的 1.16 倍，提取则索道票收入总额*16%； 否则，超基数部分*50%
峨眉山	120	150	2008.4.10	万年索道	110	门票收入分成	景区游山票净收入与峨眉山管委会 各分配 50%
				金顶索道	120		



景区	门票			索道		特别基金计缴	
	调价前	现行票价	调整日期	名称	往返价格	名称	详细计缴办法
黄山	200	230	2009.5.31	新云谷索道	80	门票专营权使用费	(门票收入-营业税及附加-票房成本)*50%，按季支付给黄山风景区管理委员会直至 2036 年
				黄山玉屏索道、太平索道、老云谷索道价格并轨	80	遗产保护费	23 元/每张门票
三特索道:						集团生活服务费	自 2002 年度起在不低于 5 年的期间内，每年支付生活服务费 540 万元
华山	100	180	2011.6.1	北峰索道	150	资源补偿费	景区建设维护费 每张索道票价 5-10 元支付给集团
庐山	135	180	2010.4.1	三叠泉地面缆车	80	资源占用费	2002 年 - 2022 年按合作公司年净利润的 45% 支付资源补偿费
梵净山	50	110	2011.7.1	梵净山索道	160	门票收入分成	共计 1,280 万元，付款期限为 2000 年支付首期 300 万元、余款按年平均数 196 万元在五年内支付
				游览车	20	香火收入分成	盘溪树木园门票收入的 40%；旅游小区门票收入的 40%
						索道及车票收入分成	镇国寺、承恩寺香火收入的 10% 索道门票收入的 8%、旅游小区内车辆营运车票收入的 5%

* “现行票价” 仅列示现行的旺季门票价格

资料来源：各公司公告及门户网站、第一创业证券研究所

公司拥有的索道资源具有不可再生性和地区垄断性，是进山游客亲近千年冰川的必然选择，资源的稀缺程度决定了核心旅游景区旅游价格显著高于一般景区具有一定的合理性。目前执行价格仅属于行业中等水平，改造后的雪山大索道面临强烈的提价预期，原因如下：

第一、索道设备换代创造涨价时机。云杉坪索道在 2008 年 3 月改造完成后旋即调整了客运单程票价，增幅近 20%；而大索道运力改造后并未效仿小索道立即提价。此时的丽江旅游正如彼时的黄山旅游，2007 年黄山新云谷索道运力增长 10 倍，接待能力提升，排队拥堵现象消失；黄山旅游随即在次年 4 月上调索道价格。

其次，运营成本大幅提高。新雪山索道改造费用超过 9,100 万元，由于索道及候乘区设施折旧和电费的增长，大索道的年运行成本将升至 2,000 万元以上，增幅超过千万。索道的直接运营成本上升压缩利润空间，调整票价势在必行。

第三、索道建设难度大，维护成本高企，价格具提升空间。从业内索道价格比较来看，大索道目前 150/人次仅属于中等水平，考虑到索道建设于 3,400-4,500 米海拔区间上，俯瞰千年冰川，衔接雪山栈道，铺设难度非一般景区可以比拟，在建设和维护成本上



明显高于中低海拔景区索道。

与玉龙雪山冰川公园的资源相似度较高的四川阿坝自治州黑水县的达古冰川，海拔高达 3800 - 5100 米，拥有号称国内第一高的景观索道。玉龙雪山索道的海拔高度略逊于达古冰川景观索道，但执行价格却低于后者 46.67%。达古冰川景观索道自 2008 年中投入运营之日起即开始执行 220/人次的双程票价，而玉龙雪山索道设备更先进，安全性更高，价格提升亦属情理之中。

表 5、高海拔冰川索道比较（单位：米）

	玉龙雪山索道	达古冰川索道
下部站海拔	2,968	3,630
上部站海拔	4,506	4,850
线路水平距离	2,587	3,140
高差	1,150	1,220
投入运营时间	2010.11	2008.5
执行票价	150	220

资料来源：公司网站、四川旅游攻略网、第一创业证券研究所

最后，正值价格调整时点。玉龙雪山索道的往返价格自 2003 年 5 月 2 日从 110 元/人提高到 150 元/人以来，逾九年尚未有调整，同期开始向地方财政缴纳的环保基金亦保持以 2002 年门票收入做基数。

有待进山门票上调的影响消化。同时也要看到，2011 年 4 月玉龙雪山门票提价 25 元/人次增厚了旅客出行成本；鉴于目前大索道的团体游客比重略高于散客，散客比重在 3 成以上，而散客对于价格调整较为敏感，连续增加游山成本可能将游客分流到低海拔索道。

因此，公司在 2013 年实施新票价，是雪山门票提价影响淡化、大索道接待能力稳定并得到游客认可的最佳时间点。目前冰川索道提价申请位于申请流程的最后一步，第四季度获云南省发改委批复的可能性极大。我们预计，调整幅度在 20% 左右，增至 200 元/人次，将带动 2013 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，将带动索道板块毛利空间回升至 88% 以上，并增加公司净利润约 2,000 万元，增厚每股收益约 0.12 元。



1.2 演艺业务增收增利

1.2.1 印象丽江成为公司主要利润来源

2011 年底，公司完成对丽江玉龙雪山印象旅游文化产业有限公司（以下简称“印象公司”或“印象文化公司”）控股权的收购，实现并表。当年，印象文化公司为公司创收超过 2.30 亿元，实现净利润 9,756.31 万元，为公司贡献利润 4,975.72 万元，占公司 2011 年度归属于母公司净利润的 42.52%；印象公司已然成为丽江旅游的第一大利润来源。

《印象丽江·雪山篇》是印象系列的第二部作品，是由“铁三角”导演——张艺谋、王潮歌、樊跃把关的龙头大戏；号称为世界上海拔最高的实景演出，演出地点位于海拔 3100 米的甘海子，是 360 度可观景的天然场地蓝月谷剧场。从地理位置上看，印象·丽江坐席位于甘海子，毗邻“大玉龙”景区，与雪山索道和云杉坪索道下部站有环保大巴连接，仅 15 分钟路程，是雪山景区不可分割的组成部分。

与雪山、高原草甸以及纳西文化相互融合，相互辉映的印象·丽江是玉龙雪山不可复制的唯一的演艺资源。《印象丽江·雪山篇》于 2006 年 7 月 23 日公演，普通票 190 元/张，贵宾票 260 元/张，开演 5 年来，演出的上座率、占进山游客比重连年攀升。2011 年度，《印象·丽江》演出 905 场，共接待游客 200.8 万人次，比 2010 年增长 29.41%，创造了日均演出 2.48 场的历史最高记录，实现营业收入 2.3 亿元，比 2010 年增长 27%；接待人数超过 200.5 万人次，同比增幅近 30%；印象·丽江 2011 年创造净利润 9,756.31 万元，较 2010 年分别增长 26.86% 和 41.65%。上座率及盈利能力双双位于印象系列之首。

表 6、印象·丽江演出情况及预测（单位：万人）

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
全年演出场次	350	537	923	809	905	1000	1120
总座位数	1580	1580	1700	2800	2800	2800	2800
年均上座率	43.42%	65.95%	88.18%	71.23%	79.24%	82%	84%
印象·丽江观演人数 (A)	24	56	138	155	200	230	265
玉龙雪山游客接待量 (B)	170	146	230	254	295	320	340
占进山游客比重 (A/B)	14.12%	38.36%	60.00%	61.02%	67.79%	71.85%	77.95%
丽江游客数 (C)	531	625	758	910	1182	1400	1600
占丽江游客比重 (A/C)	4.52%	8.96%	18.21%	17.03%	16.92%	16.43%	16.56%

资料来源：丽江市旅游局、印象旅游公司评估报告、第一创业证券研究所

印象旅游公司的前控股股东——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



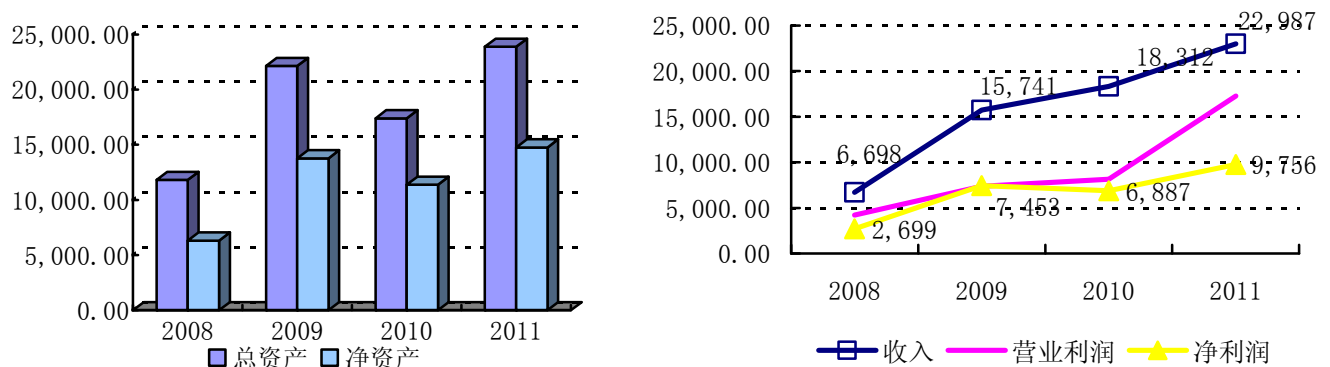
制下的兄弟公司，均隶属于玉龙雪山管委会。因此，丽江旅游以低价收购印象旅游 51% 的股权，是得益于管委会的策划及推进，是出于拓展丽江旅游盈利渠道、加强雪山游整合营销所作的考虑。

与建设中的宋城项目不形成面竞争。作为丽江最富盛名的露天剧场演出，印象·丽江演出的成功是经历磨练和经得起考验的，开演初期，即面临《云南印象》、《丽水金沙》等众多成熟演出的市场竞争，印象旅游公司精耕细作客源市场，并整合大玉龙景区资源，进而取得市场认可，度过了市场开拓初期阶段；与后者一样，在建设中的宋城项目属于室内剧院演出，以灯光舞美、实物布景营造演出氛围和效果，这与印象·丽江的演出环境和布景原理完全不同；其次，与宋城采用舞蹈、杂技等专业演员不同，印象·丽江还原当地农民原生态生活，用舞蹈、骑马、饮酒、山歌表现丽江当地十二个少数民族的风土人情；因而，印象·丽江与《丽水金沙》、宋城项目等在演出场地、演职人员安排、市场竞争局面等不尽相同，并不存在正面冲突和竞争。

1.2.2 资源整合提升盈利能力

印象旅游与公司现有资产相得益彰。据资产评估报告，印象·丽江 2009 年 ROE 达 54.1%，大大高于上市公司最近 5 年 9~15% 的 ROE 水平；2011 年印象旅游实现净利润占到公司当年归属于母公司净利润的 42.52%，成为公司的主要利润来源。另外，根据玉龙雪山景区的统计数据，《印象·丽江》雪山篇接待观众数量与玉龙雪山景区游客接待量、丽江游客接待量三者之间比例关系相对稳定；索道的运力改造使旅客的游山时间成本相对减少，为观演创造时机，这一点从 2011 年度演出接待人数增幅大大超过同期进山游客接待量的增长便可见一斑。

图 1：印象丽江营运情况（单位：万元）



资料来源：印象丽江资产评估报告、第一创业证券研究所



丽江地区庞大的游客基础将为印象·丽江维持高上座率提供保证。从开业到 2008 年，虽然遭遇全球金融危机，印象·丽江上座率不降反升，票房收入增长至 6,700 万元，首度扭亏为盈。一方面是由于品牌营销厚积薄发引爆销售收入；另一方面，拥有庞大的丽江游客资源做基础，印象·丽江的观演人数增长与丽江到埠游客数量呈现正相关变化。

受限于雪山景区大索道开放时间限制，每日游客集中进山时间仅为 6 小时，即 8:00-14:00；排除云雾影响观演能见度的情况，最佳演出时间仅余 5 小时左右，因此需要运营公司在考虑季节、气候等因素上合理分配演出资源，以解决冬季上座率相对较低、旺季一票难求的情况。

高峰期每日 4 场的频率已将最佳观演时间排满，因此印象·丽江在旺季再度增加演出场次的可能性不大，**未来演出增收扩容必须建立在：**

一、 **延展高频率演出时期。**由于印象·丽江的主要演员是居住于附近镇区或村落的农民，演出场景及道具简单易备，给予了演出营运方极大的调度灵活性，可短时间内根据预订量分配演出资源及场次，以适应不同季节游客量的波动。目前印象·丽江每日 3-4 场的高频率演出时间集中在夏季及黄金周附近。随着休闲度假游客增多，逐渐模糊了淡旺季界限，使春、秋季及黄金周前后时期进山人数增加，因而可能导致高频率演出的时间段延长。

二、 **着眼于上座率的提升。**项目最初设有约 1,580 个座位，至 2008 年，上座率从 43% 升至 66%；2009 年，总席位增加至 1,700 个，上座率仍较上年提高 22 个百分点至 88%，旅游旺季观演游客仍需提前 3 日预订。2010 年 4 月初，通过观众席改造，座位增加至约 2,800 个，提升幅度超过 68%；演出上座率微降至 71% 附近；随着大索道改造后恢复运营，2011 年观演人数伴随进山人数的增长大幅增加 29%，上座率增长至 79% 以上，观演人数再次刷新历史峰值。

三、 **有效票价持续提高。**2007-2009 年，印象·丽江演出的有效票价从 62.08 元升至 114.07 元，期间涨幅为 84%；2010 年的有效票价再度提升 2% 至 118 元。为配合大玉龙景区的统筹规划，公司从套票中结算 110 元作为演出费用，2011 年度公司人均有效票价略降 3 元钱至 115 元/人次；表明套票结算的比重随着散客比重的提升而下降。显然，基于印象·丽江的金字招牌及超高口碑，已在游客中名声大振，与合作旅行社议价的话语权逐步提高；随着大玉龙景区的逐渐成熟，预计印象演出的有效票价将持续提高。另外，与其他印象系列大戏相比，印象·丽江挂牌 190 元/人次的普通票价处于较低水平，开演 5 年以来并未变动；票价级别相对亦缺乏多样性，各级票价差距较小，中长期存在调整可能。

图 2：印象丽江团队票价结算表格



销售渠道	旅行社		散客	
	“大玉龙+印象丽江”联票	团队票	指定售票点	代理售票点
结算价格 (普通票)	110 元/张	130 元/张	190 元/张	160 元/张
结算方式	一卡通	一卡通	现金	现金
结算周期	按月	按月	-	-
销售比重	95%		5%	

资料来源：印象丽江资产评估报告、第一创业证券研究所

表 7、印象系列票价对比 (单位: 元/人次)

	印象·丽江	印象·刘三姐	印象·西湖	印象·海南
普通票	190	180	220	238
贵宾票	260	320	450	288
高级别票价	-	680	600	688

资料来源：印象系列网站、第一创业证券研究所

四、精品路线的资源整合有利于公司增收增利。公司控股印象文化公司以来，保持公司在管理和组织的原有架构上，以保障印象公司的顺利过渡；另一方面，公司资源整合将带来接待量的历史高峰，演出增长仍有空间。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，从而带动进山游客的观演比重将提升。其次，公司拥有了玉龙雪山上的优质旅游资源，便于在精品路线上的有效整合，例如推出玉龙雪山精品景点的套票组合等等。

1.3 世遗二期提升品质，短期增收中期增利

1.3.1 位置优越，酒店迈入盈利上升通道

作为大研古城内唯一一家五星级酒店，丽江和府皇冠假日酒店是由公司的 100% 控股子公司——丽江和府酒店有限公司投资兴建，由洲际酒店集团管理的，也属于公司募集资金投资的世界遗产论坛中心一期项目，于 2009 年 9 月 21 日完成建设投入营业。

表 8、和府皇冠假日酒店开业以来的经营情况及预测 (单位: 万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,021	7,253	10,055	11,900	15,475	18,500
净利润	-1,658	-1,290	771	2,000	500	2,000



	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
入住率	55%	58.9%	70.4%	65%	65%	70%
平均房价	700	747	913	1050	1350	1500

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

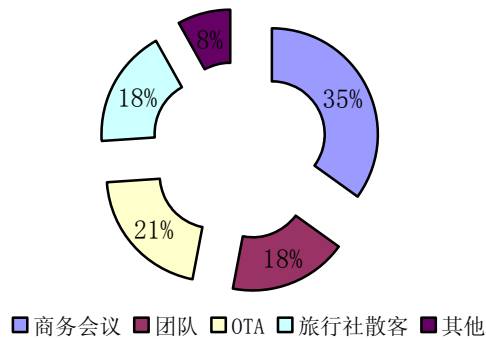
酒店一期的总建筑面积 41,795 平方米,拥有标准客房 266 间, VIP 套房 10 间, 总统套房 1 间, 最大的会议宴会接待规模达 500 人, 可满足客户户外会议、展示、宴会、以及团队建设活动等需求。2012 年上半年, 酒店平均房价提升 15%, 入住率略降至 6 成, 仍高于丽江同级别星级酒店的入住比率。

高端游客比重加大、人均消费额增长, 催生高星级酒店。2005 年到 2011 年, 云南省游客接待量翻番, 接待人次突破千万大关, 旅游总收入超千亿元。其中, 接待海外旅游者从 150 万人次增加到 329 万人次, 增幅为 119%, 超过同期国内游客 101% 的增速; 旅游外汇收入从 5.3 亿美元增加到 13.2 亿美元, 海外游客人均消费从 353 美元增长至 402 美元, 同期, 国内游客 2011 年人均消费达到 1,202 元/人次, 是同期全国的人均旅游收入 804 元/人次的 1.5 倍。

世界遗产论坛中心项目的所在地为古城最后一块可开发地, 土地价值不可限量。论坛中心项目用地是古城周边唯一一块可供建设高级度假休闲区的整体地块, 占地 76.4 亩。根据丽江市政府规划, 以及来自环保、文物保护部门的限制规定, 丽江古城不再有新的大型建筑项目。因此酒店位置具有较为突出的稀缺性、独特性和增值性。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, 白墙、实木、瓦砾、水车、溪涧随处可见, 以 2-3 层楼高的设计融入古城, 以独立庭院或联排古宅的外形营造别墅居住享受, 步行 5 分钟即可到丽江古城中心——四方街。

从目前酒店一期的客源分布来看, 公司作为成熟的商务会议酒店的定位已得到市场和消费者的广泛认可; 从收入结构上来看, 房费收入之外的餐饮、娱乐项目收入占到酒店营收规模的 30% 以上, 充分显示了丽江游客较高的人均消费能力。

图 3: 酒店一期项目客源分布



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

正是对于丽江高端酒店市场潜力的认可，雅高集团旗下品牌的丽江铂尔曼度假酒店于2011年4月在束河古镇区开业，阿曼酒店、金茂玉龙雪山度假酒店等项目也正在同区域紧锣密鼓的筹建中。丽江五星级酒店已增至6家，不可否认的是，和府皇冠假日酒店优越的地理位置不可复制，具有独特竞争优势；其次，她所拥有的商务会议设施是其他高星级酒店不可比拟的。根据丽江市旅游局资料，近年来，商务旅客占到埠游客的比重猛增，至2010年，该比例已增至40%以上。多家大中型企业，包括知名外企以及本土金融机构乐于在丽江市举办年会、奖励旅游等企业活动，最大规模曾高达1,000人。

表 8、古城现有部分高星级酒店比较

酒店名称	位置	客房规模	会议宴会设施/最大接待规模	开业年份	均价水平（淡季/旺季）
丽江和府皇冠假日酒店	大研古城	277	6 会议室+1 宴会厅/500 人	2009	1200 / 2000
丽江悦榕庄	束河古镇	122	4 会议室+1 多功能厅/160 人	2006	2500/4000
丽江铂尔曼度假酒店	束河古镇	130	5 会议室+1 宴会厅/280 人	2011	2000/3000
丽江官房大酒店 (花园别墅区)	丽江新城	1145	1 宴会厅/500 人	2003	500 / 1200
丽江古城湖畔国际高尔夫度假 - 半山别墅酒店	玉龙县	70	无	2008	800 / 1200
丽江大港旺宝国际饭店	束河古镇	435	6 会议室+1 宴会厅/550 人	2005	600 / 1300
丽江国际大酒店	丽江新城	316	6 会议室+1 宴会厅/180 人	2007	600 / 1200

资料来源：各酒店官方网站、艺龙网、第一创业证券研究所

1.3.2 精品客房提升品质

酒店开业不足两年时间即实现盈利，面对高星级酒店市场的竞争，公司将采取提高酒店品味的对策，依托大研古城的吸引力，发挥酒店独特的区位优势和管理公司的品牌优势；公司目前在建的酒店二期工程即是针对提升酒店服务品质，提高市场竞争力的选择。



世界遗产论坛项目二期工程规划用地分别位于和府皇冠假日酒店的东、西两侧。其中，东区占地约 17 亩，将引进 IHG 的高端度假酒店品牌——英迪格，在原有基础上增加建设 70 间左右的精品客房，预计总投资规模 2 亿元，预计 2013 年初将投入使用。二期精品客房将呈现为庭院与高档套房的搭配，本地市场竞争者主要为丽江悦榕庄和丽江铂尔曼度假酒店的部分高端房型。

英迪格酒店是洲际酒店集团旗下的时尚精品酒店品牌，主要针对寻求个性与真实体验的高端客户，为客户提供融和当地历史、文化和自然元素的下榻体验。目前英迪格在上海、天津和厦门均有分店，每日均价依地区差异呈现不同；参考 2012 年内开业的厦门及天津英迪格酒店，预计新开业的英迪格精品客房在 2013 年营运初期可能因促销推广，考虑到精品房型需要与现存的皇冠假日客房形成价格层次，我们预计英迪格品牌房间可能实施从 1500 元左右起，到 3500 元的优惠价格；在运营成熟期，精品房间均价可能升至 2500 元左右，增收约 2500-3000 万元。

表 9、高星级精品酒店比较

酒店名称	位置	规模	主要客房房型	特色	开业年份	房价起点/高点
丽江和府英迪格酒店	大研古城	70	客房/行政客房/套房	花园、别墅	2013	1500/3500E
丽江悦榕庄	束河古镇	122	花园套房/花园泳池套房/别墅	花园、私家泳池、独栋别墅	2006	2300/8000
丽江铂尔曼度假酒店	束河古镇	130	套房/花园别墅/泳池别墅	花园、私家温水泳池、独栋别墅	2011	1600/7000
上海英迪格酒店	外滩	184	客房/行政客房/套房	外滩江景、露台	2010	1700/2800
天津英迪格酒店	海河、原德租界	95	客房/行政客房/套房	德式风情、别墅体验、露台、花园	2012	1300/1700
厦门英迪格酒店	白鹭洲	128	客房/行政客房/套房	海景、露台	2012	1200/3500

资料来源：各酒店官方网站、艺龙网、第一创业证券研究所

比较而言，丽江悦榕庄偏居束河古镇一隅，在地理位置上与和府皇冠假日酒店并不构成正面竞争。悦榕庄位于海拔二千公尺的丽江束河古镇，自丽江机场搭车前往约需 50 分钟。由新加坡悦榕庄酒店管理集团，号称中国最昂贵的超五星级酒店，仅提供 122 个房间，自 2006 年开业以来，房价自 350 美金起，均价在 500 美金左右，旅游旺季房价则可高达 800 美金。该酒店出租率常年保持 60% 以上，黄金周期间入住率高达 100%。束河古镇总面积为 5 平方公里，年均接待量仅为大研古镇的 40% 左右，在区位上和游客底量上远远逊于大研古镇。

丽江铂尔曼度假酒店房型结构与和府酒店相似程度高，但交通



不甚便利。铂尔曼酒店地处香格里拉大道最北端，距束河古镇尚有十分钟车程，与大研古城亦有 7 公里距离，虽东靠世界遗产公园，但出入均需车辆代步。酒店房间 130 席，覆盖从标准间到豪华庭院别墅的各类房型，与完善二期工程后的和府皇冠假日酒店的产品结构最为相似。

2013 年开始运营的高档客房将拉升酒店客房均价，但由于新增酒店设施折旧、土地资产摊销及开办费用，当期酒店业务盈利空间可能收窄，因此酒店大规模盈利可能出现在 2014 年以后（参见表 8）。

1.3.3 古城服务区项目短期内即可实现盈利

酒店西区建设用地 34 亩，功能定位为古城南入口综合旅游服务区，建设规模约为 2.28 万平方米；公司将投入 2.22 亿元建设包括休闲街区及地下停车场及附属配套设施，旨在丽江古城南片区打造一个以高端度假酒店、文化、餐饮、休闲、购物为主的度假综合体，提高协同效应。作为丰富公司娱乐、购物元素的建设项目，预计风情街区超过七成的商铺将实现招商，租金收入保底；并可能引进丽江乃至全国知名的成熟品牌实现餐饮、购物的自营商铺。据公司的可行性分析，项目在市场培育期间（2013 年-2017 年）年均净利润为 572 万元，进入正常经营期后（2018 年），项目预计可实现年均净利润 1,870 万元。

1.4 外延拓展和内生增长齐头并进

1.4.1 景区经营的外延拓展拉开序幕

香巴拉月光城项目将公司经营延伸至香格里拉一线。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》，公司将在独克宗古城金龙社区（用地面积约 15 公顷）投资开发“香巴拉月光城项目”，建设内容包括高端度假酒店和藏文化风情体验区。项目依山傍水，俯瞰古镇，旨在独克宗的边缘地区建设一片以高端度假酒店、文化、餐饮、休闲、购物为主的度假综合体。

独克宗古镇是茶马古道上进藏后的第一个重镇，是迄今为止超过 1300 年的古镇，拥有世界上最大的转经轮，是目前保存最为完整，中国最大的藏民居群落，占地 1.6 平方公里，民居 1084 幢，人口 5000 多人，是藏族生态风情的集中体现。古镇是前往香格里拉路线上的必经之战，2011 年接待量约 600 万人次，与大研古镇相形较小，但胜在宁静安详、无甚商业气息。

看好项目中长期盈利能力。香巴拉月光城项目计划总投资 5 亿元，预计将在 2012 年内完成该项目所涉用地的征用和协调工作，力争在 2013 年内开工建设，2015 年投入运营。项目涉及的资本投



入较高，属于重资产的酒店+街区建设组合，类似于丽江古城的世界遗产论坛中心项目。项目大规模实现盈利可能在投入运营的2-3年后，看好项目依附的独克宗古镇独有的藏式风情对游客的吸引力。伴随云南省建设三个旅游中心的计划实施，香格里拉路线将成为新的热点线路，硬件配套设施的建设势在必行，公司在这个层面上已具备先发优势。

目前香格里拉县已有的高星级酒店不多，仅有悦榕庄品牌进驻。在地理位置、价格、房型上与香巴拉月光城项目内酒店不形成正面竞争。

依托丽江本地旅游资源，公司在景区综合经营和酒店管理上积极实施外延拓展。除香巴拉月光城项目，公司可能进行环丽江沿线的项目开拓及调研，如泸沽湖等地。另外，公司的新加入股东旅游资源丰富，资产优良；控制人重视上市公司，支持力度大，亦有高品位资源待整合。继原雪山管委会主任和献中先生2010年出任丽江旅游公司的董事长后，上市公司收购印象丽江51%的股权只是其整合大玉龙景区、提升公司资源品位迈出的第一步。目前，雪山管委会还掌握着雪山景区专营权，雪山高尔夫经营公司及雪山别墅开发权，并通过景区投资公司拥有“大玉龙”7个景点的门票经营权。

1.4.2 增资餐饮公司，完善旅游元素

公司业务板块中再添旅游新元素，迈向多元化的综合旅游服务集团。2011年1月，公司计划投资1,020万元，控股51%，新设成立丽江龙悦餐饮经营管理有限公司（以下简称“龙悦公司”），新公司成立旨在提高“餐饮、零食销售和旅游服务”。2012年8月公司对龙悦公司增资使注册资本增至4,000万元，由龙悦公司全资子公司丽江灏伯雪山旅游开发有限公司（以下简称“灏伯公司”）在玉龙雪山景区甘海子投资建设餐饮服务中心。

现有设施陈旧亟待整新。目前雪山景区的餐饮资源较为匮乏，设施陈旧、总体接待能力有限，以人均消费15-30元的团餐、自助餐食为主，拖累了进山游客的人均滞留时间和消费水平。新建设的餐食服务商仅有位于大索道服务站的“洛克叔叔”快餐厅。开业超过五年，“洛克叔叔”快餐厅有限的接待能力已难以满足日益众多的多样化的游客需求，进山游客通常采取自备干粮或收窄游山时间的方式应对供应不足的餐饮服务。

伴随“大玉龙”旅游区的整合，以及主要索道运载能力的提升，公司认为在提升游客观景揽胜效率的同时，更应加大力度完善其他配套服务。大、小索道等候时间的缩短，使游客有条件、有时间坐下来享受美味，不再仅仅以快餐为主；“大玉龙”景区一票制两日游的实行使游客重复进入玉龙雪山成为可能。因此，龙悦餐饮应运而生，并以大规模接待团体游客为先导，提高接待能力，逐步提升服务水平和产品档次及质量。项目预计投入9,620万元，总规划用地面积29251.4平方米（合43.87亩），总建筑面积：14800平



方米，（包括：餐厅一、餐厅二、游客集散厅）及附属配套设施，使甘海子餐饮服务中心具备可同时容纳 3000 - 3500 人同时就餐，日常可以接待 10000 人次的具有团餐、散点和宴会用餐的多功能服务中心；公司预计项目将在 2013 年 5 月投入使用，建成后可能实现年营业收入约 9,000 万元，年均净利润约 600 万元的服务项目。

提升游览效率，将游客留的更久。考虑到改造后的雪山索道及云杉坪索道的等候时间缩短，餐饮服务中心项目的实施短期内难以盈利，对游客的游览感观仍有积极意义，可能导致游客在玉龙景区的停留时间加长，并从中得以休憩，从而使一日游览多项目成为可能，完善游客一站式游览体验。

表 10、丽江旅游迈向综合旅游服务集团

	业务公司	持股 (%)	2011 年净利润 (万元)
食	丽江龙悦餐饮经营管理有限公司	51	无
住	丽江和府酒店有限公司	100	771.00
	丽江云杉坪索道有限公司	75	4,573.17
行	丽江牦牛坪旅游索道有限公司	100	1.74
	丽江龙德旅游发展有限公司	100	287.59
娱	丽江玉龙雪山印象旅游文化产业有限公司	51	9,756.31
游	云南丽江白鹿国际旅行社有限公司	47.94	880.70
购	?		

资料来源：公司 2010 年报、第一创业证券研究所

填补“购物”元素的空白。如上表所示，正是为了填补公司在旅游要素中的空白，公司的全资子公司丽江龙德旅游发展有限公司（以下简称“龙德公司”）与重庆华邦制药股份有限公司（以下简称“华邦制药”）、丽江格林恒信生物科技开发有限公司（以下简称“格林恒信”）于 2011 年 6 月共同投资设立了丽江龙健生物科技有限公司，从事玛咖产业的科研、生产、销售；并于 2012 年 4 月增资至 47.37%，成为龙健公司的第一大股东。

2011 年底，玛咖的国家新资源食品认证已获得卫生部正式批文，但尚未取得保健品资质。龙健公司旗下的玛咖原料从格林恒信以协议价采购，产品按照以销定产的方式委托专业厂家加工。云南丽江是我国玛咖主要种植区域，占到全国总产量的 95% 以上，格林恒信是丽江玛咖控制种源的两家单位之一，年产量在 50-60 吨玛咖干品。龙建公司目前已在丽江城区及冰川索道下部站设立直营柜台实现玛咖片剂和胶囊的销售。2011 年度，龙健公司实现营收 7.94 万元，净亏损 57.4 万元。作为公司的联营企业，龙健公司并不纳入公司合并报表。

目前，龙健公司已申请公司标识及产品“龙健玛咖”的商标



注册，国家商标总局已经受理；与天津和治药业有限公司合作生产龙健玛咖精片和胶囊；与丽江玛卡酒业公司签订产品总代理合同，统一标识为“龙健玛咖酒”，现已开始在市场销售；与五粮液集团保健酒公司密切合作开发玛咖酒产品，成立“玛咖酒”项目研发小组，计划在 2012 年年底推出五粮液龙健玛咖酒。

2 小盘绩优品种比肩主板景区公司

虽然是中小盘品种，丽江旅游与同样具有高品位景区资源及索道经营权的峨眉山及黄山旅游相比较，即使丽江旅游暂不具备门票专营权，但其地区游客资源及数量、人均消费水平、及公司盈利能力均超过了峨眉山和黄山景区。由于丽江-玉龙雪山景区独有的古城+雪山资源，景区创造的旅游总收入远远超过峨眉山-乐山大佛、黄山两个以观光型旅游为主的景点。

古城与雪山资源的叠加，并注入演艺、餐饮和购物元素，引爆了休闲度假游客的热情，带动了旅游接待人数、人均旅游消费的提高，同时也印证了丽江-玉龙雪山景区作为逐步走向成熟的休闲度假游景区巨大的发展潜力。受益于优质主业的稳步上升，以及公司业务半径的扩大，预计公司 2012 年将实现归属于上市公司净利润为 1.45 亿元，较 2011 年增长超过 25%，预计相当于度峨眉山同期净利润的 85%，但按公司 2012 年 6 月末的市价计算的总市值仅为峨眉山的 68.96%；公司的净利润率、ROE 均处于三大景区公司的最高水平。公司目前的 PEG2 揭示了未来两年的稳健发展，考虑提价因素的 PEG2 更是低至 0.7，目前公司市值仍存在较大的市值增长空间。

表 11、丽江旅游与同类上市公司比较

比较项目		丽江-玉龙雪山	峨眉山-乐山大佛	黄山
2011 年 行业数据	所在省份	云南	四川	安徽
	全省旅游总收入(亿元)	1,300	2,400	1,512
	景区旅游总收入(亿元)	146	195	251
	景区接待游客量(万人次)	1,182	536	274
	人均旅游消费(元/人次)	1,202	364	916
上市公司 财务指标		2011	2011	2011
	净资产(亿元)	8.81	9.09	17.46
	总资产(亿元)	12.67	12.15	29.94
	收入规模(亿元)	5.55	9.08	16.01
	毛利率	76.27	44.14	42.76
	净利润(万元)	1.76	1.45	2.71
	净利率	31.64	15.95	16.91
	ROE	17.12	17.19	15.99
PB	3.84	4.78	4.05	

资料来源：公司公告、iFind、第一创业证券研究所



综合来看，不仅公司的传统主业效能倍增，新增资产年释放产能，创造效益；公司还将着眼长远发展，完善外延和内生拓展。其中，新改造的索道及演艺板块利益释放才刚刚开始，而世遗论坛中心项目正步入规模上升通道。我们预计，不考虑 2012 年大索道加价因素，2012 年到 2014 年的 EPS 将分别是 0.88 元、1.10 元、1.36 元；预计索道提价将增厚 EPS0.12 元/股。作为国内领先的景区旅游服务提供者、丽江休闲度假旅游的先行者，公司以索道+演艺作为盈利先导，迈向综合旅游服务集团的商业价值将有质的飞跃，给予公司“强烈推荐”评级。



盈利预测

单位: 万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	19,045	55,529	65,096	83,382	94,008
同比 (%)	4.0%	191.6%	17.2%	28.1%	12.7%
营业毛利	14,737	42,350	50,261	64,754	72,959
同比 (%)	-4.1%	187.4%	18.7%	28.8%	12.7%
归属母公司净利润	1,009	11,702	14,419	17,996	22,200
同比 (%)	-73.6%	1060.1%	23.2%	24.8%	23.4%
总股本 (万股)	11,632.3	16,380.5	16,380.5	16,380.5	16,380.5
每股收益 (元)	0.09	0.71	0.88	1.10	1.36
ROE	1.7%	15.3%	15.9%	16.5%	16.9%
P/E (倍)	268.1	32.5	26.4	21.2	17.2

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业收入	19,044.7	55,528.6	65,096.1	83,382.3	94,008.1
增长率%	4.0%	191.6%	17.2%	28.1%	12.7%
索道	10,595	19,569	23,483	27,005	30,246
增长率%	-29.1%	84.7%	20.0%	15.0%	12.0%
酒店	7,252.7	9,919.1	11,903.0	17,473.9	20,968.6
增长率%	610.6%	36.8%	20.0%	46.8%	20.0%
演艺	18,311.9	22,987.2	27,124.9	31,193.6	34,313.0
增长率%	#DIV/0!	25.5%	18.0%	15.0%	10.0%
汽车运输	171.1	813.9	122.1	0.0	0.0
增长率%	#DIV/0!	375.8%	-85.0%	-100.0%	#DIV/0!
其他	1,026.2	2,239.3	2,463.2	7,709.5	8,480.5
增长率%	-56.5%	118.2%	10.0%	213.0%	10.0%
二、营业毛利	14,736.7	42,350.0	50,261.1	64,754.0	72,959.0
增长率%	-4.1%	187.4%	18.7%	28.8%	12.7%
综合毛利率	77.4%	76.3%	77.2%	77.7%	77.6%
三、主业盈利	3,483.1	22,813.9	27,873.7	33,190.7	38,722.6
增长率%	-50.6%	555.0%	22.2%	19.1%	16.7%
主业盈利/收入	18.3%	41.1%	42.8%	39.8%	41.2%
财务费用	1,243.9	1,913.3	1,476.8	1,566.3	1,729.2
付息债务费用率	5.8%	8.0%	5.1%	4.0%	3.9%
资产减值损失	19.1	-42.1	14.0	7.6	4.3
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	775.8	400.4	808.5	768.1	756.8
四、利润总额	2,167.2	21,013.9	26,232.2	31,303.6	36,527.0
减: 所得税	128.0	3,443.4	4,250.9	5,366.9	6,387.2
实际税率	5.9%	16.4%	16.2%	17.1%	17.5%
五、归属母公司净利润	1,008.7	11,701.8	14,419.2	17,996.3	22,199.5
增长率%	-73.6%	1060.1%	23.2%	24.8%	23.4%
销售净利率%	5.3%	21.1%	22.2%	21.6%	23.6%
六、总股本(万股)	11,632.3	16,380.5	16,380.5	16,380.5	16,380.5
七、摊薄每股收益	0.09	0.71	0.88	1.10	1.36

数据来源: 第一创业研究所、公司公告

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(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

第一创业证券股份有限公司

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

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135