

2012年09月18日

张露
zhanglu@e-capital.com.cn
目标价(元) 26.5

丽江旅游 (002033.SZ)

Buy 买入

大索道运力持续释放，在建项目打开发展空间

结论与建议：

公司的玉龙雪山大索道处于运力释放期，丽江市游客有望带动公司业绩，在建项目的发展前景较好，维持买入的投资建议。

公司基本资讯

产业别	餐饮旅游		
A 股价(2012/9/17)	22.7		
深证成份指数(2012/9/17)	8483.69		
股价 12 个月高/低	23.89/17.42		
总发行股数 (百万)	163.80		
A 股数 (百万)	126.52		
A 市值 (亿元)	28.72		
主要股东	丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司(20.82%)		
每股净值 (元)	4.92		
股价/账面净值	4.62		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	3.18	9.13	-4.18

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-2-28	21.10	买入
2012-7-30	21.58	买入

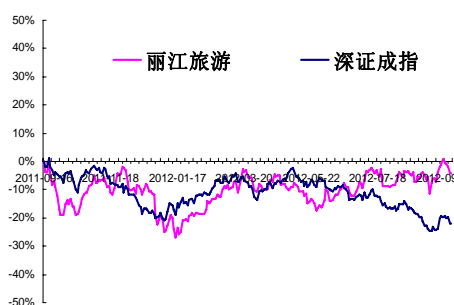
产品组合

印象表演	41.0%
索道运输	36.5%
酒店经营	17.1%

机构投资者占流通 B 股比例

基金	21.85%
券商集合理财	1.42%
社保基金	1.3%
一般法人	44%

股价相对大盘走势



■ **经营状况：**2012 上半年公司实现营收 2.67 亿元，YoY 增长 10.72%，净利润 6526 万元，YOY 增长 22.37%。2Q 单季实现营收 5.57 亿元，YOY 增长 19%，净利润 0.59 亿元，YOY 增长 45%。印象丽江和酒店的毛利率下降造成公司整体的毛利率下降了 0.63 个百分点至 77.49%，但是由于公司营收增长而成本相对固定，公司的三项费用率下降了 5.2 个百分点，完全覆盖了毛利下降的不利影响，公司的利润增幅高于营收。

■ **索道业务：**上半年公司三条索道共接待游客 124.33 万人次，YOY 增长 10.18%，实现营收 9752 万元，YOY 增长 18.63%，营收增速快于游客主要是价格较高的玉龙雪山大索道运力释放增长较快所致。针对大索道的提价尚未获得政府批复，单从游客增长来看预计仍将维持 10-15% 的增速，单价较高的玉龙雪山大索道增速仍将快于整体水准，索道业务的整体营收增速在 15-20% 之间。

■ **印象丽江业务：**上半年印象丽江接待 97.14 万人次，比上年同期增加 10.71%，实现营收 1.08 亿元，YOY 增长 4.15%。游客接待数量经过了 6 年的快速增长后进入稳定成长期，预计未来保持 10% 左右的增速水准。

■ **酒店业务：**上半年丽江和府酒店实现营业收入 4474 万元，比上年同期增加 3.76%。今年酒店一期整体提价 15% 加之丽江市内的高端酒店增加导致酒店入住率略有下降，此外人工成本上升也给酒店业务带来了负面影响造成酒店利润同比下降。酒店二期扩建预计明年初投入使用，虽然市内高端酒店增加，但是随着 5 月丽江机场国际航线的开通和居民收入水准的提高，酒店业务仍然有望恢复增长。

■ **在建项目：**公司已经宣布了包括丽江古城南入口旅游服务区、玉龙雪山甘海子餐饮中心、香巴拉月光城和泸沽湖景区的建设计划。通过新的景区建设，公司一方面能够分享丽江市旅游高增长带来的客流的高增长，另一方面改变原有的单纯的观光游模式，逐步向休闲游发展。

■ **盈利预测：**由于公司索道提价目前尚不明确，我们暂不考虑其影响。预计公司 2012-2014 年净利润 1.41、1.73 和 2.13 亿元，YoY 增长 20.3%、23.2% 和 22.6%，EPS 分别为 0.86、1.06 和 1.3 元，PE 为 24.4、21.4 和 17.5 倍，维持买入的投资建议，目标价 26.5 元，对应 2013 年 25 倍 PE。

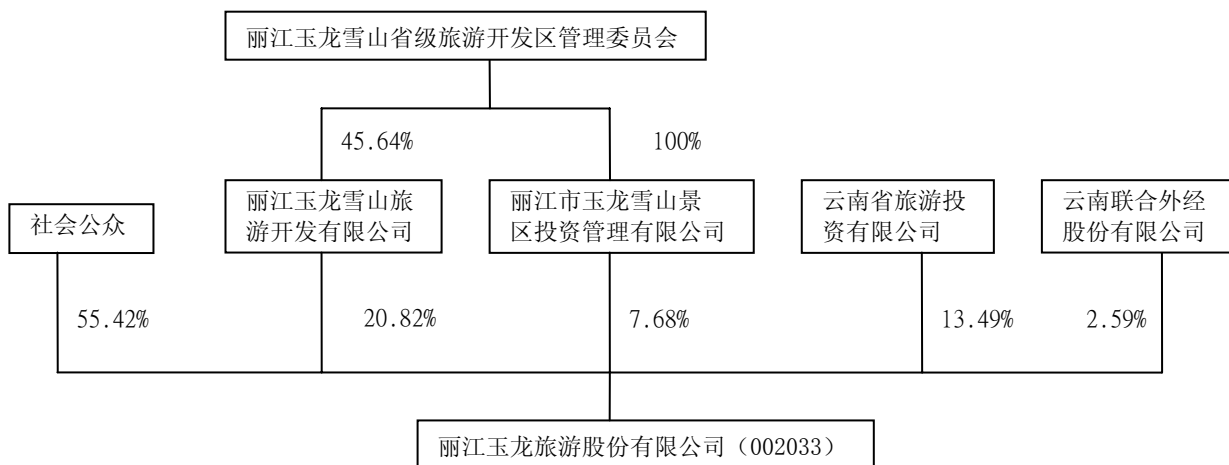
..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012E	2013E	2014E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	10	117	141	173	213
同比增减	%	-73.63%	1059.76%	20.29%	23.20%	22.58%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.09	0.77	0.86	1.06	1.30
同比增减	%	-77.49%	792.10%	11.05%	23.20%	22.58%
B 股市盈率 (P/E)	X	261.69	29.33	24.39	21.44	17.49
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.00	0.15	0.15	0.15
B 股股息率 (Yield)	%	0.66%	0.00%	0.66%	0.66%	0.66%

公司介绍

公司是丽江市最主要的旅游经营企业，经营范围主要是玉龙雪山3条索道、丽江印象表演、丽江和府酒店，还有旅行社、交通运输和婚纱摄影等旅游配套服务业务，实际控制人是地方国资委控制的丽江玉龙雪山省级旅游开发区管理委员会。

图1、公司股权结构



资料来源：公司公告

经营情况

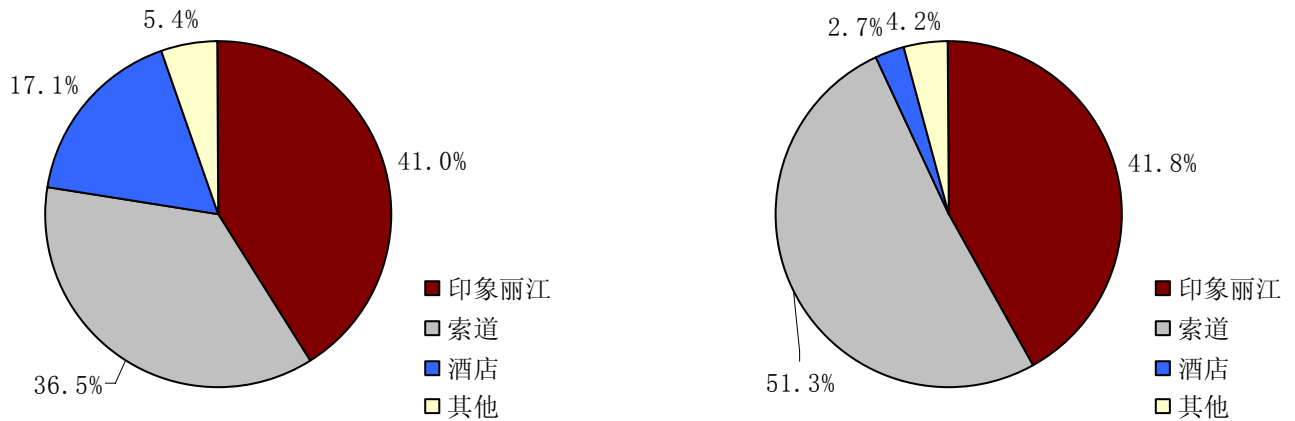
2012上半年公司实现营收 2.67 亿元，YoY 增长 10.72%，净利润 6526 万元，YOY 增长 22.37%。2Q 单季实现营收 5.57 亿元，YOY 增长 19%，净利润 0.59 亿元，YOY 增长 45%。

公司三条索道共接待游客 124.33 万人次，YOY 增长 10.18%，实现营收 9752 万元，YOY 增长 18.63%。印象旅游接待 97.14 万人次，比上年同期增加 10.71%，实现营收 1.08 亿元，YOY 增长 4.15%。丽江和府酒店实现营业收入 4474 万元，比上年同期增加 3.76%。

公司的索道业务的毛利率提高了 2.83 个百分点至 85.13%，但是印象丽江和公司酒店的毛利率均下降了超过 3 个百分点，使得公司整体的毛利率下降了 0.63 个百分点至 77.49%，但是公司的期间费用控制较好使得公司的三项费用率下降了 5.2 个百分点至 28.9%，完全覆盖了毛利下降的不利影响，使得公司的利润增幅高于营收。

图2、公司营收构成

图3、公司净利润构成



资料来源：公司资料

索道业务

玉龙雪山索道改造后游客已经恢复增长，游客的增长摊销了索道的固定费用，使得该业务的毛利提高较多

公司的拥有三条索道到达高度由高到低分别为：玉龙雪山、牦牛坪和云杉坪索道。玉龙雪山索道的最大运力约为 300 万人，价格为 192 元（索道价格 172 +环保车 20）终点是海拔 4680 米的高度的玉龙雪山主峰扇子陡景区；牦牛坪索道最大运力 96 万人，可到达海拔 3600 米的高山草甸和天然牧场，价格为 82 元（索道价格 62 +环保车 20）人；云杉坪索道最大运力 380 万，价格为 77 元（索道价格 57 +环保车 20），可到达海拔 3240 米的高度的原始森林和高山草甸。

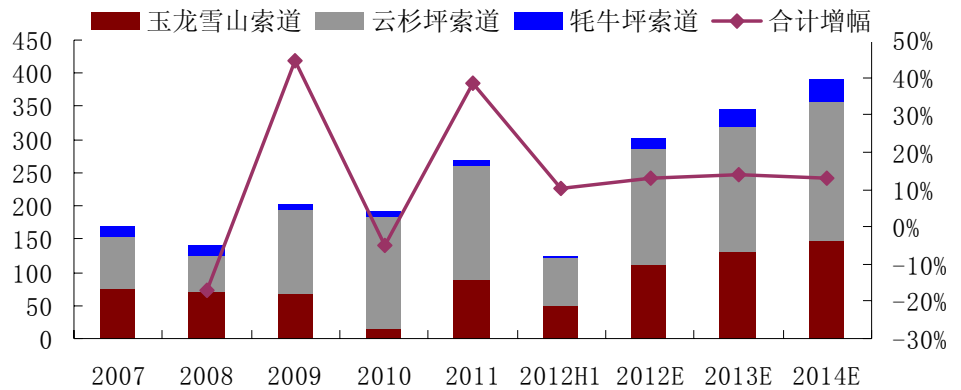
云杉坪和玉龙雪山索道分别在 2008 和 2010 年进行了大规模的技改，接待人数出现下降，影响了公司的利润，2010 年尤其是占 6 成以上的玉龙雪山大索道的改造使得公司的利润大幅下降，2011 年公司的大规模改造基本完成，未来进入运力释放期，乘索游客大幅增长。以 2007-2011 年为基准计算，公司索道接待游客人数年复合增长率为 10%。

2012 上半年接待游客 124.3 万人，YOY 增长 10.2%，实现营收 9752 万元，YOY 增长 18.63%。其中玉龙雪山索道进入运力释放期增长最快，增幅达到 33.46%，接待游客 49.8 万人，主要是公司加强了该索道的宣传；云杉坪索道接待游客 72.6 万人，增幅 0.91%；牦牛坪索道接待游客 1.92 万人，增幅 14.82%。由于单价较高的玉龙雪山大索道的增长较快，使得营收增速快于游客。预计未来索道游客仍将维持 10-15% 的增速，由于公司行销力度较大预计大索道的增速仍将快于整体水准，索道业务的营收增速在 15-20% 左右。

公司申报玉龙雪山索道提价，尚未获得批复

公司 2011 年 5 月 15 日，向政府有关部门提交了《关于调整丽江玉龙雪山旅游索道客运票价的请示》，申请将玉龙雪山索道的价格由双程 150 元（含环保车 172 元）提高到 200 元/人次（含环保车），提价幅度约为 16%，但尚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。如果成功提价公司的营收将增加 3000 万元，EPS 增厚 0.18 元。公司此前每次进行技术改造后都会提高索道票价，但是目前国内对于景区门票等提价的争议颇多，提价尚存在一定的不确定性。

图4、公司索道接待游客人数（万人）及增速



资料来源：公司公告

印象丽江业务

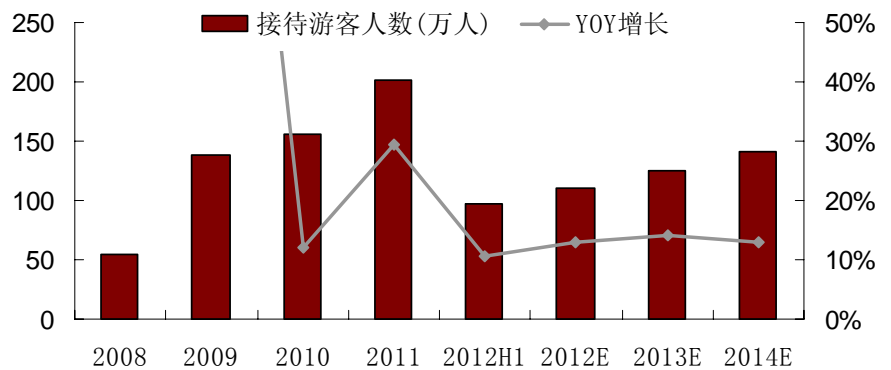
公司持有印象丽江 51% 股权，是大型实景演出，演出地点是世界上海拔最高的露天实景演出剧场—云南丽江玉龙雪山的甘海子蓝月谷剧场，总导演张艺谋、王潮歌、樊跃。演出时长为 1 小时，分为：《古道马帮》、《对酒雪山》、《天上人间》、《打跳组歌》、《鼓舞祭天》和《祈福仪式》6 大部分。

印象丽江是公司年初完成增发注入的资产，表演地点座位 2870 个，每天最多演出 4 场，最大游客接待量 400 万。散客票价分为普通票 190 元，贵宾票价 260 元；旅行社票价为普通票 130，在大玉龙联票中的分成为 110 元，95% 的门票通过旅行社销售。

2011 全年接待游客 200 万人，增幅 29.4%，在经历了初期的高速增长后进入稳定增长期，上半年接待游客 97.1 万人，增幅 10.7%，预计未来保持 10% 左右的增速水准。

虽然丽江也有《丽水金沙》《纳西印象》《纳西古乐》歌舞表演等竞争者，但是多为地方性的编导团队。印象丽江从表演场地的选择、编导团队的实力以及知名度方面都远好于竞争者，优势地位难以撼动。

图5、印象丽江接待游客人数及增速



资料来源：公司公告

酒店业务

丽江和府酒店是公司前期开发的世界文化遗产论坛的正式名称，2009 年开始营

业，占地面积 5.1 万平方米，由洲际酒店集团经营管理，毗邻大研古镇，共拥有客房 270 间，在携程网上的标价在 1400-3200 元之间，目前的入住率在 70%左右。目前公司在建的酒店二期为精品客房接待区，房间数 70-80 间，定位高于一期，公司计划 12 年年底完工，13 年初开始营业。

今年酒店一期整体提价 15%，加之 2011 年铂尔曼度假酒店开业使得丽江市内的高端酒店增至 6 家使得竞争加剧，导致酒店入住率的下降，使得上半年酒店实现营业收入 4474 万元，仅比上年同期增加 3.76%。在费用方面酒店上半年开始转入了原计划在公司的固定资产折旧及无形资产摊销，且员工工资及财产维护费的增加使得酒店净利润仅为 175 万元，上年同期减少 188 万元。

未来阿曼酒店、金茂酒店等高端酒店计划进驻，丽江高端酒店的竞争将日趋激烈。但是由于丽江于近期已经开通了香港和曼谷等国际航线，未来将拓宽韩国、日本、台湾等国际航线的范围，高端酒店的入住率有望随着这些航线的开通而提高。丽江和府酒店的位置较好和且洲际酒店集团经营管理方面的经验较为充足，未来仍然有望持续实现盈利。

其他业务

公司除了上述三大业务外还有：生产玛咖生物保健品的丽江龙健生物科技有限公司 2011 年小幅亏损 57.3 万元；索道业务配套的龙德旅游发展有限公司 2011 年净利润 287.5 万元，增长 100 倍，主要由于 2010 年索道检修使得基期较低；云南丽江白鹿国际旅行社净利润 422.2 万元，YOY 减少 30.84%，虽然利润较多，但是由于旅行社竞争较大，未来增长有限。上述业务短期仍然难以成为公司的主要利润点。

在建项目

丽江古城南入口旅游服务区

公司增资全资子公司丽江和府酒店有限公司，将子公司的注册资本由 1500 万元增至 1 亿元，计划建设丽江古城南入口旅游服务区。专案总规划用地面积 22769.76 平方米，总建筑面积：22365.3 平方米，建设内容包括休闲街区、地下停车场及附属配套设施，项目总投资 2.2 亿元，计划 2013 年初投入使用。项目正常经营期后预计可实现净利润 1,870 万元，ROE 18.7%，增厚公司 EPS 0.11 元。

玉龙雪山甘海子餐饮中心

公司以 1020 万元增资控股子公司丽江龙悦餐饮经营管理有限公司（公司持股比例为 51% 公司的控股股东丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司持股 49%），用于建设玉龙雪山甘海子餐饮中心，项目位于甘海子草甸景区，也是印象丽江表演的所在地。

项目总规划用地面积 29251.4 平方米，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，预计 2013 年 5 月完工，总投资 9620 万元。预计建成后预计年接待游客超过 200 万人次，预计可实现年营业收入 9000 万元，年均净利润约 600 万元，ROE 15%，增厚公司 EPS 0.035 元。

香巴拉月光城

公司 7 月公布已经就迪庆州香格里拉县独克宗古城金龙社区（用地面积约 15 公顷）投资开发高端度假酒店和藏文化风情体验区“香巴拉月光城专案”和政府签订了意向合同，建设内容包括高端度假酒店和藏文化风情体验区，计划用地面积约 15 公顷，计划在 2013 年内开工建设，2015 年投入运营，总投资金额 5 亿元。公司目前正在前期进行前期的征地工作，所需金额约 5000 万元。该项目目前还处于征地和规

划阶段，具体的可研报告尚未确定，公司目前的计画是首先建设高端酒店，然后完成配套的风情体验街。

项目所处的迪庆州拥有：香格里拉、三江并流、虎跳峡、长江第一湾、梅里雪山、哈巴雪山、白芒雪山、碧塔海、纳帕海、属都湖、明永冰川、松赞林寺、东竹林寺、小中甸草原、月亮湾大峡谷、白水台、寿国寺、茨中天主教堂、飞来寺国家森林公园等景点。州内有 4D 级机场，滇藏公路、川藏公路、康藏公路，香格里拉铁路也预计于 2015 年完工，交通便利。

2011 年全州共接待游客 832 万人次，其中香格里拉县接待游客 600 万人次。项目所在的独克宗古城金龙社区是香格里拉的重要景点，香格里拉县有天界神川大酒店（客房 300 间，携程房价 1000 元左右）、香格里拉都吉呢咪酒店（客房 151 间，携程房价 1000 元左右）、香格里拉松赞绿谷（客房 32 间，携程房价 760-1300 元）、香格里拉松赞林卡美憬阁酒店（客房 75 间，携程房价 1000-2500 元）、拉仁安悦榕庄（客房 32 间，携程房价 2990-5290 元）等 5 家五星及准五星级酒店。但是独克宗古城金龙社区的住宿主要以中低端的客栈和旅社为主，价格基本在 400 元以下，参照公司和府皇冠假日的酒店价格（1600-3255 元），这个价位的竞争者的总房间数仅有合计 107 间，开发的空空间仍然较大。公司建设的高端度假酒店配合藏文化风情体验街，将在食、住、行等结合起来，实现观光休闲一站式服务。

图 6、独克宗古城景观



资料来源：百度

泸沽湖景区

目前正在泸沽湖景区开展征地及相关工作，所需金额约 4000 万元，但是尚未公布具体的建设时间和计画，仍然处于储备和争取政府支持的阶段，开业时间要到 2015 年以后。

公司通过新项目建设加强原有资产的配套设施，由单纯的观光游向休闲游发展

公司通过新的景区及配套设施投资一方面能够分享丽江市旅游高增长带来的客流的高增长，另一方面将由仅依靠原有资产向配套设施建设，由单纯的观光游向休闲游发展。

未来公司资金需求较大

从已披露具体建设计画的 3 个项目所需资金来看，公司 2012-2015 年间每年的资本开支在 3-4 亿元。截至 2011 年底公司有帐面资金 3.26 亿元，未来经营性现金净流入每年 2.5-3 亿元，2011 年底公司资产负债率为 30.42%，尚有一定的债务融资空间，年内所需资金最大的专案丽江古城南入口旅游服务区公司已经公布计画通过自有资金及发行中期票据等方式融资，但是也不排除由于后续资金需求加大公司再融资的可能。

股东减持

近期公司前第二大股东云南联合外经股份有限公司（主业是从从事以国际工程承包、成套设备进出口以及各类机电产品进出口业务和综合性贸易服务的国际资源整合型非国有企业）持续减持公司股份，已经由之前的持股 14.9%降为目前的 2.59%。联合外经在公司上市前即为第二大股东，但是不参与公司的日常经营，我们认为减持是出于自身的资金需求，而非对于公司前景的看淡。公司的实际控制人丽江玉龙雪山省级旅游开发区管理委员会仍然维持原股权持有比例不变。

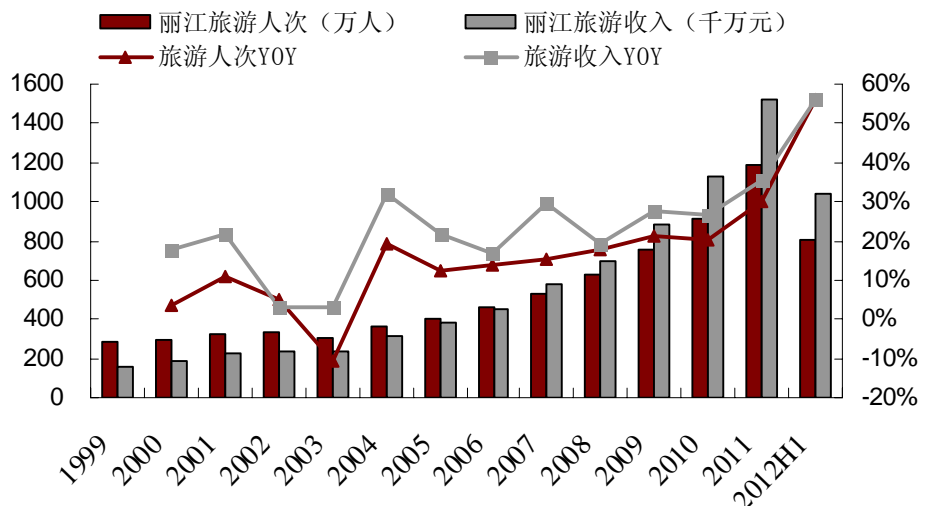
丽江市旅游业情况介绍

丽江市位于云南省西北部云贵高原与青藏高原的连接部位，市内旅游资源丰富，旅游资源以“二山（玉龙雪山和老君山）、一城（丽江古城）、一湖（泸沽湖）、一江（金沙江）、一文化（纳西东巴文化）、一风情（摩梭风情）”为主要代表，此外还有束河古镇、虎跳峡、黑龙潭、五凤楼、老君山、拉市海和木府等景点。

除了拥有得天独厚的自然景观外，近年来由于影视和小说等的宣传较多使得丽江市的游客实现了较大幅度的增长，年增速基本保持在 20%以上，2011 全年丽江共接待游客 1184 万人次，YOY 增长 30%，实现旅游收入 152.2 亿元，YOY 增长 35.4%，2012 上半年接待游客 809 万人次，YOY 增长 55.9%，实现旅游收入 103.9 亿元，YOY 增长 56.1%。今年 5 月，丽江机场改扩建工程完工，目前机场等级由 4C 级升为 4D 级，吞吐量由原先的 200 万人提高到 450 万人，已经成为云南省内第二大机场。丽江-香港，丽江-曼谷直飞航线新开通，至韩国、日本、台湾等航线也在酝酿中，预计近两年丽江游客将保持较高的增速。

作为丽江市的传统旅游龙头企业，丽江旅游前期的主要盈利点还是以观光游为主的索道和印象丽江表演。随着休闲游逐渐成为主流，丽江市内的酒店、客栈、以及其增加他景区的观光行程的游客增加，使得公司的玉龙雪山游客增速低于市统计局公布的整体速度。但是作为丽江的最重要的旅游景区，玉龙雪山仍然是丽江游客必然安排的行程，公司未来将继续受益交通的通达和游客的增长。

图 7、丽江市游客和收入及其增长情况



资料来源：丽江市旅游局

盈利预测与投资建议

由于公司索道提价目前尚不明确，我们暂不考虑影响，预计公司的经常性业务预计 2012-2014 年净利润 1.41、1.73 和 2.13 亿元，YoY 增长 20.3%、23.2%和 22.6%，EPS 分别为 0.86、1.06 和 1.3 元，对应 PE 为 24.4、21.4 和 17.5 倍。玉龙雪山大索道目前处于释放期，丽江市游客有望带动公司业绩，在建项目的发展前景较好，维持买入的投资建议，目标价 26.5 元，对应 2013 年 25 倍 PE。

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业额	190	555	601	712	833
经营成本	43	132	130	145	158
营业税金及附加	10	25	27	32	37
销售费用	23	75	77	91	100
管理费用	79	95	104	123	137
财务费用	12	19	19	22	25
投资收益	8	4	5	4	0
营业利润	30	213	248	301	375
营业外收入	0	0	4	8	8
营业外支出	9	3	5	6	6
税前利润	22	210	247	303	377
所得税	1	34	41	51	64
少数股东权益	10	59	65	79	100
归属上市股东净利润	10	117	141	173	213

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	105	326	312	393	516
存货净额	3	5	7	9	10
应收帐款净额	8	23	30	36	44
流动资产合计	116	358	349	438	570
长期投资净额	13	16	17	21	25
固定资产合计	731	795	953	1144	1373
在建工程	83	100	120	168	84
非流动资产合计	834	910	1111	1353	1502
资产总计	951	1267	1460	1791	2072
流动负债合计	178	250	276	691	771
长期负债合计	156	136	163	196	235
负债合计	334	386	439	887	1006
少数股东权益	15	117	140	-126	-151
股东权益合计	602	764	881	1030	1218
负债和股东权益总计	951	1267	1460	1791	2072

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动产生的现金流量净额	7	248	255	281	309
投资活动产生的现金流量净额	-70	-95	-409	-368	-386
筹资活动产生的现金流量净额	5	-28	140	167	201
现金及现金等价物净增加额	-58	125	-14	81	124

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。