

**自然景点**

署名人: 张镭  
S0960511020006  
0755-82026705  
zhanglei@china-invs.cn  
参与人: 刘越男  
S0960112070084  
0755-82026744  
liuyuenan@china-invs.cn

**丽江旅游**

**002033**

**推荐**

**布局初成，扩张与提质并举**

公司拥有丽江的核心旅游资源，将充分享受休闲游带动下的区域成长。公司大索道提价窗口已到，技改带来总量扩张与结构性收入增长。公司向餐饮及综合旅游服务区的产业链延伸和在香格里拉的布局将为后续增长带来持续动力。给予“推荐”评级。

**投资要点:**

- **公司是滇西北实力最强的综合旅游集团。**公司拥有丽江地区核心景点玉龙雪山索道和《印象·丽江》的经营权，旗下酒店是古城内唯一的五星级酒店。公司积极拓展餐饮和旅游综合服务产业链，布局香格里拉旅游市场，处于快速扩张阶段。
- **丽江旅游持续升温。**丽江是滇西北旅游资源最密集的地区和游客集散中心。丽江旅游业处于成长后期后段，总量扩张与提质增效并举。休闲游崛起、交通改善和政策扶持将为其注入增长动力。
- **大索道量价提升。**大索道技改后运力瓶颈打破，公司营销策略倾斜，运量稳步释放，公司将受益于总量扩张与结构性增长。同时，大索道提价窗口已到，政策方面无明显限制，提价是大概率事件。
- **《印象·丽江》和酒店业务定价能力强。**《印象·丽江》作为丽江文化旅游的名片，品牌价值高，竞争力强，提价空间大。古城内高星级酒店供给已接近天花板，和府皇冠假日酒店和和府二期项目将享受高定价高出租率。
- **在建项目带来持续增长动力。**2013年，丽江古城南门入口项目、和府酒店二期工程及甘海子餐饮中心将竣工；2015年香巴拉月光城项目竣工，将为公司贡献EPS0.13元，并提供持续增长动力。
- **盈利预测:**我们预测公司12-14年EPS为0.86/1.03/1.19元，给予公司“推荐”的投资评级，目标价25元。

**风险提示:**

- 在建项目盈利不达预期；索道提价获批存在不确定性；自然灾害使游客人数大幅减少。

**主要财务指标**

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	555	617	693	764
收入同比(%)	49%	11%	12%	10%
归属母公司净利润	117	142	169	195
净利润同比(%)	159%	21%	19%	16%
毛利率(%)	76.3%	79.1%	80.2%	81.0%
ROE(%)	15.3%	16.1%	17.0%	17.4%
每股收益(元)	0.71	0.86	1.03	1.19
P/E	25.17	20.81	17.42	15.08
P/B	3.85	3.34	2.96	2.63
EV/EBITDA	6	6	5	5

资料来源: 中投证券研究所

**6-12个月目标价:** 25.00元

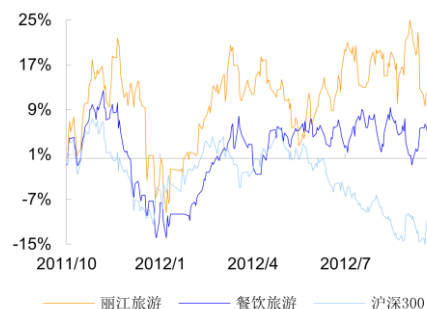
当前股价: 21.19元  
评级调整: 首次评级

**基本资料**

上证综合指数	2104.93
总股本(百万)	163
流通股本(百万)	126
流通市值(亿)	26
EPS	0.71
每股净资产(元)	4.67
资产负债率	30.47%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
丽江旅游	-9.44	-7.14	-0.69
餐饮旅游	-4.98	-6.73	-2.08
沪深300指数	-0.32	-4.99	-8.55



**相关报告**

## 目 录

一、公司简介：滇西北实力最强的综合旅游集团，以扩张谋发展 .....	3
二、区域分析：丽江旅游市场步入快车道 .....	5
2.1 丽江是滇西北旅游中心，休闲游圣地 .....	5
2.1.1 滇西北优质旅游资源密集，丽江尤其出类拔萃 .....	5
2.1.2 丽江是滇西北的游客集散地，香格里拉的门户 .....	6
2.1.3 丽江气候宜人设施完善，是休闲游圣地 .....	8
2.2 丽江旅游业进入成长期后段，总量扩张与提质增效并举 .....	8
2.3 休闲游兴起引领丽江旅游持续升温 .....	10
2.4 沪昆铁路将打通长三角至云南动脉 .....	10
2.5 云南省旅游规划助丽江旅游三年内高增长 .....	11
三、公司业务：现有业务进入提质阶段，区域产业布局初具雏形 .....	12
3.1 索道业务：大索道量价齐升，中小索道稳健经营 .....	12
3.1.1 独家经营+整体布局，盈利能力显著增强 .....	12
3.1.2 大索道提价窗口已到，技改带来总量扩张与结构性增长 .....	14
3.2 《印象·丽江》：已进入低投入高回报阶段 .....	15
3.2.1 丽江文化旅游的名片，现金牛特征明显 .....	15
3.2.2 短期看客流增长，长期看实际票价提高 .....	17
3.3 酒店业务：区位优势保证提价能力，商旅聚集带来客流增长 .....	18
3.4 拓展方向：布局香格里拉，打造全产业链 .....	19
四、投资评级：推荐 .....	20

## 一、公司简介：滇西北实力最强的综合旅游集团，以扩张

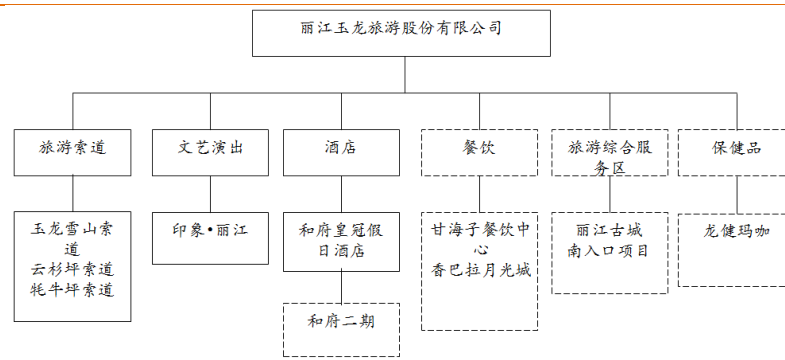
### 谋发展

丽江玉龙旅游股份有限公司是滇西北实力最强的综合旅游集团，自2004年上市以来，经过不断的整合与扩张，形成了以丽江旅游资源为依托，以索道、文艺演出、酒店为核心的产业联合体。

公司拥有丽江地区的核心旅游资源——玉龙雪山索道和《印象·丽江》的经营权，旗下的皇冠假日酒店是丽江古城内唯一的5星级酒店。

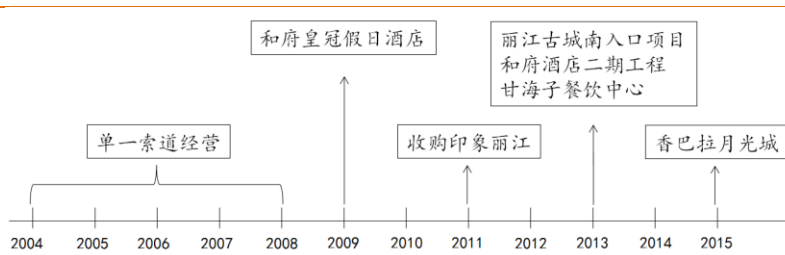
公司仍处于扩张期。业务方面，公司将拓展餐饮、旅游综合服务区和保健品产业。区域方面，公司以丽江为据点，积极布局香格里拉市场。

图1.丽江旅游业务布局（虚线部分为在建业务）



资料来源：公司公告，中投证券研究所整理

图2.丽江旅游业务扩张时间表



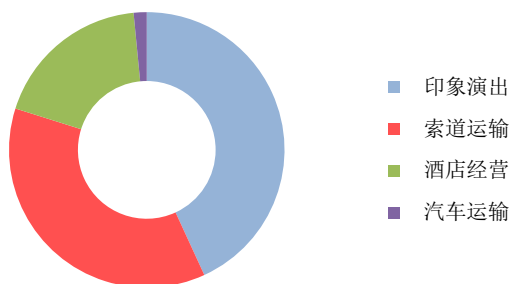
资料来源：公司公告，中投证券研究所整理

图3.丽江旅游各项业务依托景区示意图



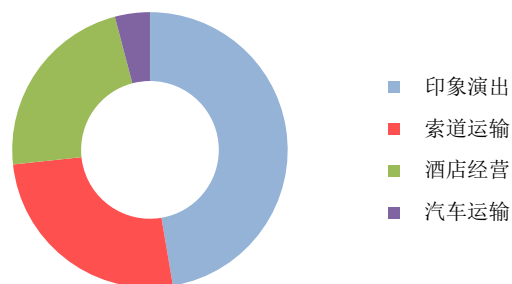
资料来源：百度图片，中投证券研究所整理

图4. 2011年丽江旅游收入构成



资料来源：公司公告，中投证券研究所

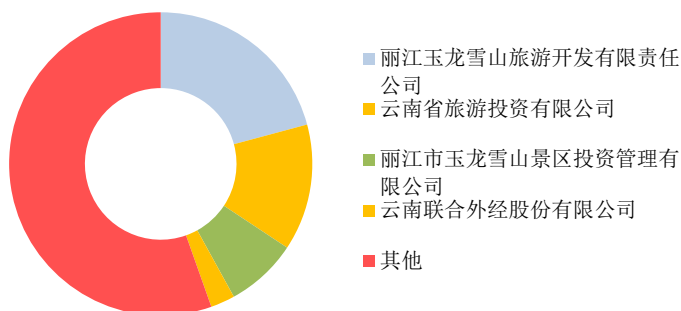
图5. 2011年丽江旅游毛利润构成



资料来源：公司公告，中投证券研究所

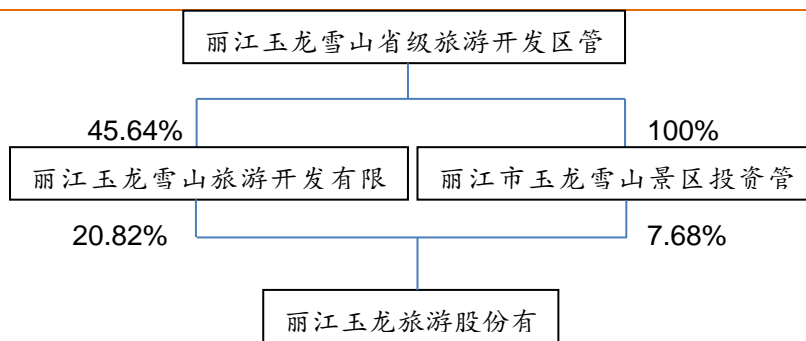
公司控股股东是丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司，持股比例 20.82%。实际控制人是丽江玉龙雪山省级旅游开发区管理委员会，管委会除了通过丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司持股外，还通过丽江市玉龙雪山景区投资管理有限公司持有 7.68% 的股份。

图6. 丽江旅游股权结构



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图7. 丽江旅游股权结构



资料来源：公司公告，中投证券研究所

## 二、区域分析：丽江旅游市场步入快车道

### 2.1 丽江是滇西北旅游中心，休闲游圣地

#### 2.1.1 滇西北优质旅游资源密集，丽江尤其出类拔萃

云南有六大旅游区域，既能够独立吸引游客，联动效应也非常强。公司所在的滇西北区有丽江、大理、香格里拉三大部分，自然景观、历史遗迹、民族风情体验区密集，堪称云南之最。区域内拥有云南省仅有的 3 处世界自然和文化遗产（丽江古城、三江并流、纳西东巴古籍文献），拥有 5 处 5A 级景区中的 3 处（丽江古城、玉龙雪山、大理崇圣寺三塔）。

其中，丽江地区又是滇西北旅游的核心，拥有 2 处 5A 级景区，2 处世界自然文化遗产。

图8.云南旅游区域分布



资料来源：百度图片，中投证券研究所

表1.云南省旅游资源一览

范围	著名景点
昆明	石林、西山、翠湖、大观楼、世博园、两村、云南民族村、抚仙湖的旅游度假村
滇西北	“三江并流”、怒江峡谷、澜沧江峡谷、虎跳峡、梅里雪山、白马雪山、玉龙雪山、点苍山、洱海、程海、泸沽湖、大理古城、丽江古城、巍山古城、东巴文化村落
西双版纳	热带雨林
滇东南	石林、丘北普者黑、乌蒙珠江源及罗平九龙瀑布、路南大叠水瀑布、广南八宝瀑布、泸西阿庐古洞、宜良九乡溶洞、建水燕子洞、弥勒白龙洞

	范围	著名景点
滇西边境	德宏、保山、临沧	边境线、澜沧江、怒江、大盈江、瑞丽江、腾冲地热火山、高黎贡山、永德大雪山，沧源崖画
滇东北	昭通	豆沙关袁滋摩崖、扎西会址、观斗山

资料来源：云南省旅游局，云南省旅游“十二五”规划，中投证券研究所

### 2.1.2 丽江是滇西北的游客集散地，香格里拉的门户

丽江处于滇西北的中心，地理位置优越，交通完善，是滇西北的游客集散地，香格里拉的门户。

丽江拥有设计吞吐量为 450 万人的大型机场，每天往返航班 27 班，与北京、上海、广州、深圳、成都、重庆和昆明等城市互通航线。大理和香格里拉虽然有机场，但吞吐量和航班数量较少。

表2.丽江、大理、香格里拉航空条件比较

	丽江	大理	香格里拉
机场等级	4D	4C	4D
机场条件			
停机位	19 个	4 个	11 个
设计吞吐量	450 万人	110 万人	120 万人
往返航班数量	27	11	10

资料来源：百度百科，各机场官方网站，中投证券研究所

铁路方面，丽江站是大丽铁路的终点站。大丽铁路向北连接丽（丽江）香（香格里拉）铁路（预计 2015 年建成），并一直延伸到西藏；向东连接广（广通）大（大理）铁路到昆明；向西连接大理至瑞丽铁路，从瑞丽、腾冲延伸向缅甸，经缅甸与东南亚国家连接成铁路网。

图9.大丽铁路线路图



资料来源：百度图片，中投证券研究所

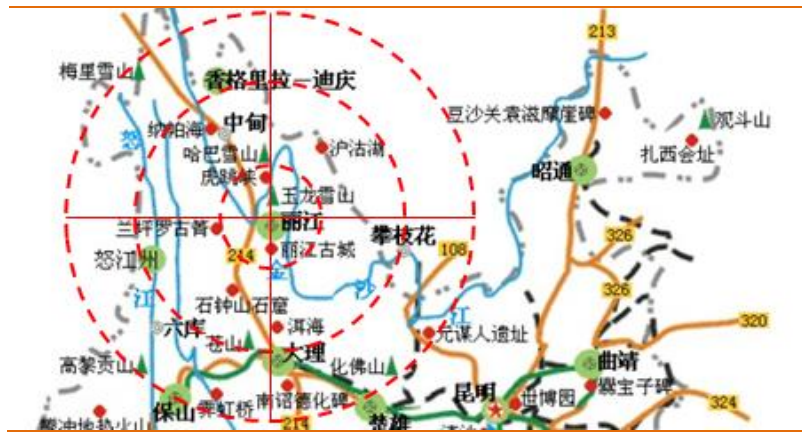
丽江距离滇西北各景区都不远。丽江古城、玉龙雪山、蓝月谷、东巴文化村落、束河古镇在 0.5 小时车程内，可在一天内全部游览完。丽江向西北沿公路行驶 4 小时就可到达香格里拉，向南 4 小时可以到达大理州。距离最远的景点梅里雪山需要 8 小时。

图10. 从丽江出发4小时及8小时车程覆盖区域



资料来源：百度图片，中投证券研究所

图11. 从丽江出发一日、两日、五日游覆盖区域



资料来源：百度图片，中投证券研究所

表3. 丽江市到各景点距离及所需时间

景点	距离	所需时间（公路）	一般游玩所需时间
丽江古城			
玉龙雪山			
拉市海	15公里以内	0.5小时	一天
蓝月谷			
东巴文化村落			
束河古镇			
虎跳峡	80公里	2小时	一天
香格里拉县城	173公里	4小时	两天
泸沽湖	191公里	4.5小时	两天
梅里雪山	400公里	8小时	五天
大理古城			
洱海	186公里	4小时	两天
苍山			

资料来源：实地调研，中投证券研究所

### 2.1.3 丽江气候宜人设施完善，是休闲游圣地

丽江是高原型西南季风气候，冬暖夏凉。年平均气温在 12.6°C-19.8°C，最热月的平均气温为 18.1°C-25.7°C，最冷月平均气温为 4°C-11.7°C。

丽江娱乐设施完善，休闲文化浓厚。根据我们的调研，由纳西古屋改建而成的客栈在 150 家以上，酒吧、餐厅、咖啡厅、商铺遍布古城。丽江古城是“保存最为完好的四大古城”之一，保留了纳西建筑风格和整体架构，城内流水潺潺，几乎每家客栈都有独立院落、躺椅、宠物，装修极具特色，适合休闲度假。

图12. 丽江古城景致



资料来源：百度图片，中投证券研究所

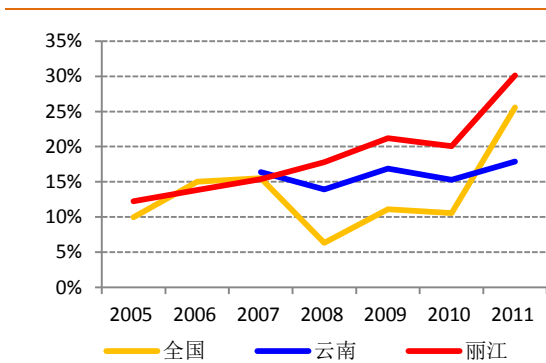
## 2.2 丽江旅游业进入成长期后段，总量扩张与提质增效并举

有文献显示，景区的“新奇性”是吸引游客的因素之一，游客会出现从传统经典景区向新开发景区的转移。

国内开发比较完善的景区集中在京津冀-河南、长江流域和四川盆地边缘。滇西北对国内许多游客来说仍是新兴景区，丽江古城于 1997 年被批准列入世界文化遗产，2011 年才被列入国家 5A 级景区；玉龙雪山 2007 年才被列入国家 5A 级景区。

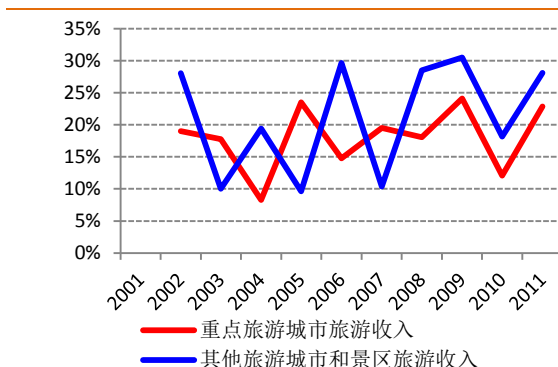
2008 年开始，非重点旅游城市和景区的旅游收入增速开始超过重点旅游城市收入增速。显示新兴景区崛起的步伐开始。2006-2011 年，全国游客数量年均复合增长 13.63%，云南地区游客数量增速 16.07%，丽江地区游客增速则达到 20.82%，也证明了我们的判断。

图13. 丽江与全国游客增速比较



资料来源: wind, 中投证券研究所

图14. 重点城市与非重点城市旅游收入增速



资料来源: wind, 中投证券研究所

丽江已进入快速成长期后段, 总量扩张态势依然迅猛, 且收入质量有所提高。预计 2012 年丽江地区接待游客数量同比增长 40%, 旅游收入同比增长 45%, 总量扩张与提质增效并举。

丽江旅游业发展历程:

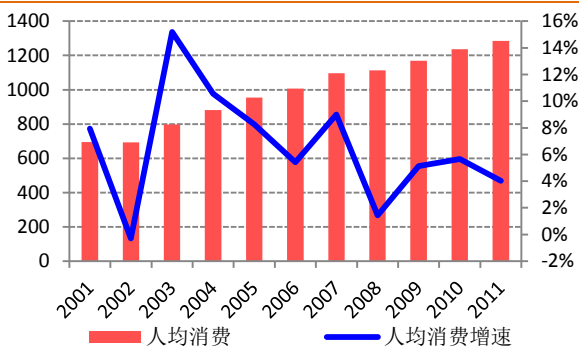
一、引入阶段初期 (1981—1990 年)。这个时期, 丽江还未进入国内游客的视野, 但凭借《中国西南古纳西王国》和《被遗忘的王国》, 在海外获得较高的知名度。1985 年国家取消外籍人士进入丽江的限制, 丽江出现了零星的国外背包客。丽江几乎没有旅游设施。

二、引入阶段后期 (1990—1994 年)。这个阶段, 旅游者人次逐渐增多, 但仍旧以国外游客为主。旅游地出现简单的旅游设施、广告。淡旺季逐渐清晰。地方政府开始明确地将发展旅游业提上议事日程, 逐步设立了专门的旅游管理机构, 交通建设逐步改善。

三、快速成长期 (1994 年至今)。此阶段又可以分成三个部分。

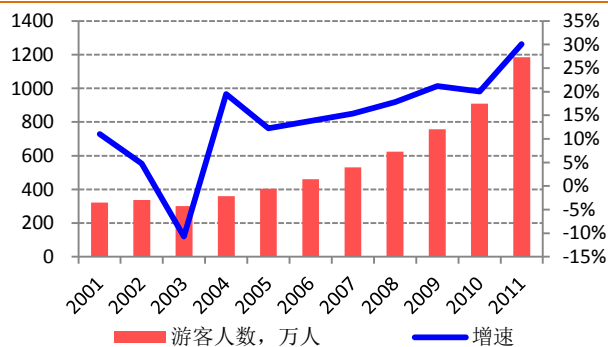
- 放量发展阶段 (1994—1999 年)。这个时期, 丽江旅游迎来多重利好: 包括丽江机场建设完成、云南省滇西北旅游规划会、江泽民题字、丽江机场建成、1996 年丽江地震恢复重建、99 昆明世界园艺博览会等。旅游接待人次从 1994 年的 21.7 万人次迅速增加到 1999 年的 280.4 万人次。广告大量投放, 丽江知名度提高, 投资迅速增加, 规模型标准化的食宿娱乐设施取代简陋的民宿。
- 短期沉寂期 (1999—2003 年)。这个时期, 99 昆明世界园艺博览会提前消费的后续效应开始显现, 2003 年非典使得旅游业被迫停业整顿, 丽江接待游客从 1999 年的 280.4 万人次增加到 2004 年的 360.2 万人次, 年均仅增长 5.5%。
- 提质增效与转型升级期 (2004—2008 年)。丽江在 2004 年前后就提出了以“提质增效”为目标的“旅游业二次创业”发展思路。这个阶段, 不仅旅游接待人次保持了两位数的稳定增长, 从 2004 年的 360.2 万人次增加到 2011 年的 1184 万人次。同时, 丽江休闲度假和商务会务旅游的品牌形象渐已形成, 丽江的娱乐和商业区规模大大提高。游客人数增加和游客深度消费成为旅游收入增加的来源。

图15. 丽江旅游市场游客人均消费及增速



资料来源：丽江政务网，中投证券研究所

图16. 丽江旅游市场游客人数及增速



资料来源：丽江政务网，中投证券研究所

### 2.3 休闲游兴起引领丽江旅游持续升温

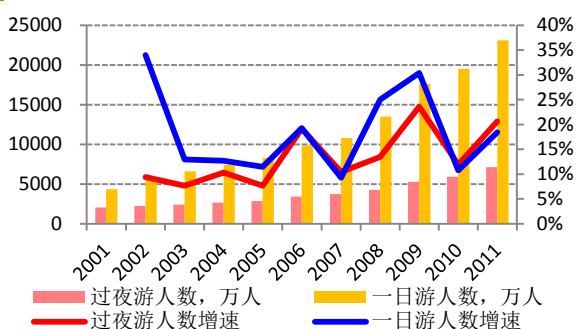
根据经验，在人均 GDP 达到 1000 美元前后，主要以观光旅游为主，当人均 GDP 到 2000-3000 美元，休闲游将启动，而当人均收入到 3000-5000 美元，度假游将逐步成为主流。我们发现，以 1993 年的价格和人民币对美元汇率为基准，以调整后的人均 GDP 作为衡量指标，最能够准确预测三类旅游形式的兴起更替。

2009 年，我国调整后人均 GDP 突破 2000 美元，休闲游渐渐升温。2010 年，十一黄金周接待的过夜游客人数同比增速首次超过一日游游客，标志休闲游时代到来。

2012 年《国民旅游休闲纲要》已经上报国务院，《纲要》有望促进带薪休假的推广，实际效果相当于提供给国民在不同时间增加一个黄金周。

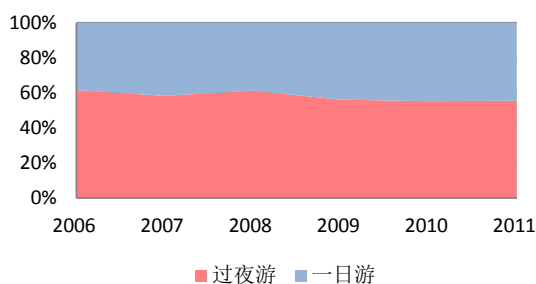
云南省旅游资源丰富且集中，非常适合长假游。丽江是休闲度假游圣地，将直接受益。根据以往的数据，黄金周能为丽江带来游客约 200 万人次，约为全年出游人次的 11%。

图17. 十一黄金周过夜游与一日游游客比较



资料来源：wind，中投证券研究所

图18. 云南省一日游与过夜游游客数量占比



资料来源：wind，中投证券研究所

### 2.4 沪昆铁路将打通长三角至云南动脉

沪昆高速铁路是国家《中长期铁路网规划》中“四纵四横”的快速客运通道之一，线路途径上海、杭州、南昌、长沙、贵阳、昆明等 6 座省会城市及直辖市，全长 2066 公里，设计时速 350 公里。全线预计 2015 年 3 月建成通车，设计能力年输送旅客 6000 万人。建成后，从昆明到长沙仅需 4 小时，昆明到杭州 8 小时，

昆明到上海 10 个小时。预计沪昆线开通后，云南地区游客数量将至少净增 10 个百分点。

图19. 四纵四横铁路线路图



资料来源：百度图片，中投证券研究所

## 2.5 云南省旅游规划助丽江旅游三年内高增长

《云南省旅游产业十二五规划》中提出，至 2015 年，力争各项旅游经济指标在 2010 年的基础上翻一番。接待海内外游客数量达 2.8 亿人次，年均增长 14.87%；旅游总收入达到 2000 亿元，年均增长 14.71%；旅游业增加值占 GDP 的比重力争从 2010 年的 6.23% 提高到 10.8%。

以下举措将对丽江旅游长期发展产生重要拉动作用：

(1) 将构建“一心六区七廊”发展格局，重点发展包括滇西北香格里拉国际旅游区在内的旅游聚集带，并打通昆明至曼谷、河内、仰光、腾冲、密支那、丽江、香格里拉、昌都、昭通、成渝、三峡、长三角、文山、北部湾、珠三角之间的旅游经济通道；(2) 将优化旅游产业要素结构，即提高餐饮、住宿、运输、游览组织、购物、娱乐在旅游产业收入中的比重；(3) 完善旅游产品体系，巩固观光游产品，大力发展休闲有产品，积极发展商务会展旅游产品；(4) 将优化客源市场结构和消费结构(5) 培育综合性龙头旅游企业，扶持区域性骨干旅游企业；(6) 完善交通运输和旅游公共服务体系建设；等。

滇西北地区拉作为重点开发区域，旅游业增速将快于云南整体增速。而公司作为滇西北香格里拉旅游区的龙头企业，将充分受益于以上政策。

### 三、公司业务：现有业务进入提质阶段，区域产业布局初

#### 具雏形

#### 3.1 索道业务：大索道量价齐升，中小索道稳健经营

##### 3.1.1 独家经营+整体布局，盈利能力显著增强

公司经营三条索道：玉龙雪山旅游索道（大索道）、云杉坪旅游索道（小索道）和牦牛坪旅游索道（中索道），上述索道分别由公司本部、子公司云杉坪索道公司（控股 75%）和牦牛坪索道公司（控股 100%）经营。2011 年，三条索道的游客人数占比分别为 33%、63%、3%。

索道是观赏玉龙雪山的必要途径，而游客通常只乘坐一条索道，因此三条索道有一定的竞争关系。2004 年收购牦牛坪索道后，玉龙雪山旅游市场由公司独家经营，无需通过价格战争取游客；同时公司整体布局能力增强，通过加强盈利能力较强的玉龙雪山和云杉坪索道的营销，毛利率大幅提高。

图20. 索道业务毛利润率变动



资料来源：公司公告，中投证券研究所

玉龙雪山索道是观赏雪山的核心索道，对玉龙雪山较了解的游客一般倾向于选择玉龙雪山索道；但由于价格贵，易产生高原反应，最佳旅游时间（11-4 月）与丽江旅游旺季（5-10 月）不一致，游人数较云杉坪索道少一些。

云杉坪海拔低，没有高原反应的问题，适宜人群更广；最佳观赏时间与旅游旺季一致；且价格便宜，旅行社垫付资金较少，因此旅行社更愿意推荐。

牦牛坪比云杉坪视野开阔，并有浓郁的民族风情，对外国游客吸引力很大；但牦牛坪距市区和甘海子都比较远，因此游客人数最少，盈利能力最弱。

表4. 丽江旅游三条索道情况

	玉龙雪山索道	云杉坪索道	牦牛坪索道
运力	1200 人/小时	1500 人/小时	400 人/小时

	玉龙雪山索道	云杉坪索道	牦牛坪索道
年最大运力, 万人	350.4	380	96
2011年运力使用水平	25.59%	44.63%	8.88%
票价	150元/人	55元	60
最近一次提价时间	2003年5月2日	2008年3月7日	2000年
目的地景观	雪山、冰川	高山草甸、原始森林	高山草甸、藏族风情
距城市距离, 公里	32	35	50
环保基金缴纳额	收入总额的15%	收入总额的16%	-

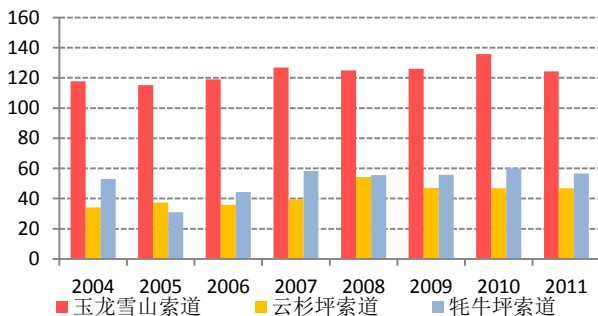
资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

表5. 丽江旅游三条索道优劣势比较

	优势	劣势
玉龙雪山索道	完整观赏雪山及垂直自然景观 最佳乘坐时间是旅游旺季; 海拔低, 游客没有高原反应; 价格低, 旅行社愿意向游客推荐	最佳观赏时间是旅游淡季; 价格较高; 可能有高原反应
云杉坪索道	游客没有高原反应; 价格低, 旅行社愿意向游客推荐	景观吸引力不如其他两个索道
牦牛坪索道	开阔的景观和民族风情	距市区和玉龙雪山较远, 游览不便; 景观对于国内游客吸引力不强

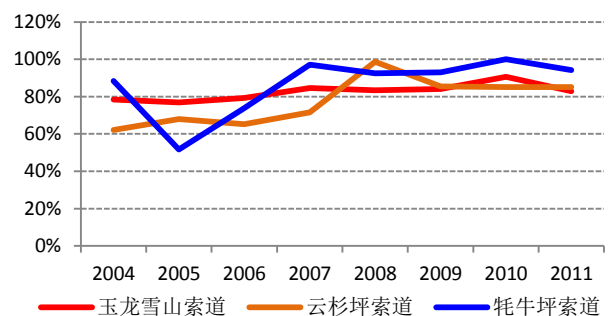
资料来源: 中投证券研究所

图21. 各索道实际票价比较, 元



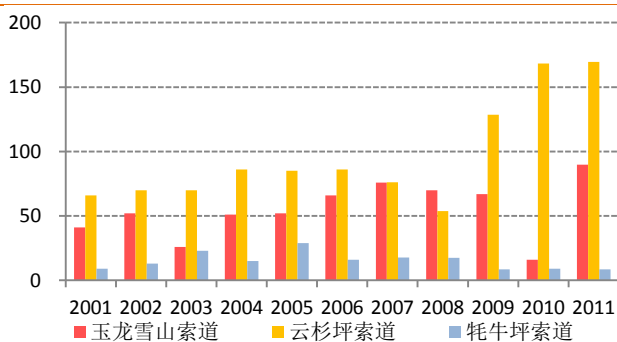
资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

图22. 各索道有效票价率



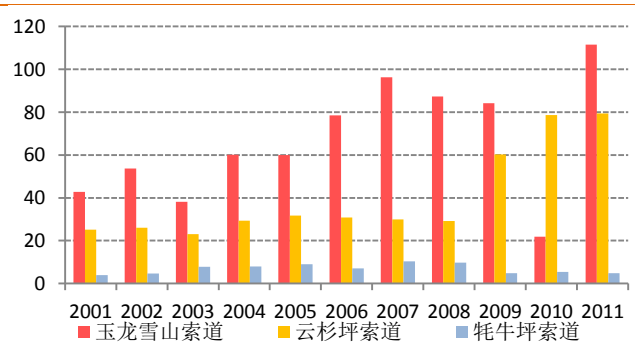
资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

图23. 各索道接待人数, 万人



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

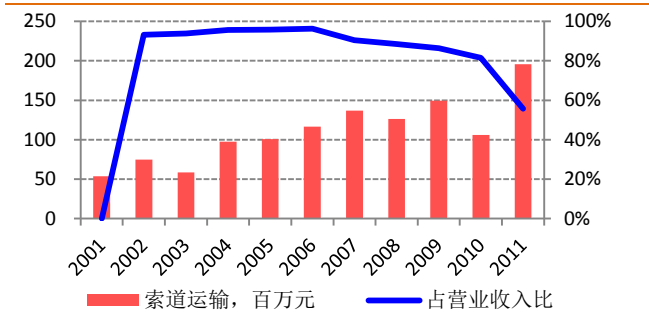
图24. 各索道营业收入, 百万元



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

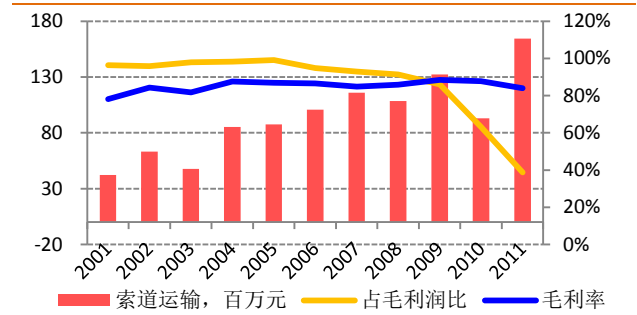
2009-2011年，索道业务分别实现收入1.49、1.06、1.96亿元，占营业收入比81.56%、55.63%、35.24%。毛利润1.32、0.93、1.64亿元，占比86.07%、63.12%、38.81%，毛利率88.52%、87.79%、83.98%。

图25. 索道运输业务收入及占比



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图26. 索道运输业务利润及占比



资料来源：公司公告，中投证券研究所

### 3.1.2 大索道提价窗口已到，技改带来总量扩张与结构性增长

我们判断，大索道将成为索道业务收入提高的主要推动力：

- 公司于2011年5月向政府提交了大索道提价申请，申请将票价从150元提高到200元（包含20元大巴费），索道票价提价幅度为20%。如获批准，将使EPS净增0.14元。大索道上次提价是2003年5月，至今已有九年时间。目前政策方面无提价限制，且公司索道价格并不高，预计提价是大概率事件。
- 即便短期内不提价，由于大索道改建后已完整经营一年，此前的营销效果已经显现，市场打开，公司无需通过更多优惠对其进行营销，预计实际票价将有小幅提升。
- 大索道改建完成后，运力瓶颈打破，玉龙雪山游客整体大幅增加，且向大索道结构性转移。预计2012-2015年，玉龙雪山接待游客数量增速分别为33%、20%、15%。由于大索道是三条索道中价格最高的，大索道游客人数增加将带来总量扩张与结构性增量的双重增长。

云杉坪索道和牦牛坪索道近几年游客人数和实际票价都比较稳定。预计未来五年内收入和成本变动不大。

表6. 丽江旅游索道收入预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
游客人数, 万人次	66.84	16.12	89.68	121.07	145.28	167.07
实际票价, 元	126.06	135.77	124.35	126.84	129.38	131.96
玉龙雪山索道						
票面价格, 元	150	150	150	150	150	150
有效票价率	84.04%	90.51%	82.90%	84.56%	86.25%	87.98%
营业收入, 百万元	84.26	21.89	111.52	153.56	187.96	220.48

		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
云杉坪索道	游客人数, 万人次	128.43	168.22	169.59	171.29	173.00	174.73
	实际票价, 元	46.98	46.78	46.79	47.26	47.73	48.21
	票面价格, 元	55	55	55	55	55	55
	有效票价率	85.42%	85.06%	85.07%	85.92%	86.78%	87.65%
	营业收入, 百万元	60.34	78.69	79.35	80.95	82.57	84.23
牦牛坪索道	游客人数, 万人次	8.63	8.95	8.52	8.52	8.52	8.52
	实际票价, 元	55.79	59.96	56.56	56.56	56.56	56.56
	票面价格, 元	60	60	60	60	60	60
	有效票价率	92.99%	99.94%	94.26%	94.26%	94.26%	94.26%
	营业收入, 百万元	4.81	5.37	4.82	4.82	4.82	4.82

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

表7. 丽江旅游索道成本预测

		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
玉龙雪山索道	员工工资及相关福利费、保险、公积金	2.74	0.91	3.25	3.37	4.04	4.65
	折旧费	2.97	2.37	13.19	13.04	13.04	13.04
	水电、修理及物料损耗、检测等费用	2.52	0.48	2.93	3.76	4.51	5.19
	伙食、燃料等其他杂费	0.42	0.20	1.36	1.02	1.23	1.41
	成本合计	8.65	3.96	20.73	21.19	22.82	24.29
云杉坪索道	员工工资及相关福利费、保险、公积金	1.72	1.49	2.19	2.21	2.23	2.25
	折旧费	3.05	3.38	3.37	3.38	3.38	3.38
	水电、修理及物料损耗、检测等费用	1.00	0.87	1.05	1.06	1.07	1.08
	伙食、燃料等其他杂费	-0.16	0.55	0.54	0.55	0.56	0.56
	成本合计	5.61	6.28	7.15	7.20	7.23	7.27
牦牛坪索道	员工工资及相关福利费、保险、公积金	1.08	1.03	1.48	1.48	1.48	1.48
	折旧费	1.23	1.17	1.17	1.17	1.17	1.17
	水电、修理及物料损耗、检测等费用	0.39	0.28	0.49	0.49	0.49	0.49
	伙食、燃料等其他杂费	0.19	0.21	0.33	0.33	0.33	0.33
	成本合计	2.89	2.69	3.47	3.47	3.47	3.47

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

## 3.2 《印象·丽江》: 已进入低投入高回报阶段

### 3.2.1 丽江文化旅游的名片, 现金牛特征明显

《印象·丽江》已进入低投入高回报阶段, 是公司盈利能力最强的业务:

其一, 《印象·丽江》2006年5月试演, 同年7月公演。投入最大的初创期和品牌建设期已过;

其二, 丽江地区没有能与之竞争的同类演出, 拥有较强的定价权;

丽江地区同一类型的演出还有《丽水金沙》和即将推出的《丽江千古情》, 但竞争力均不及《印象·丽江》:

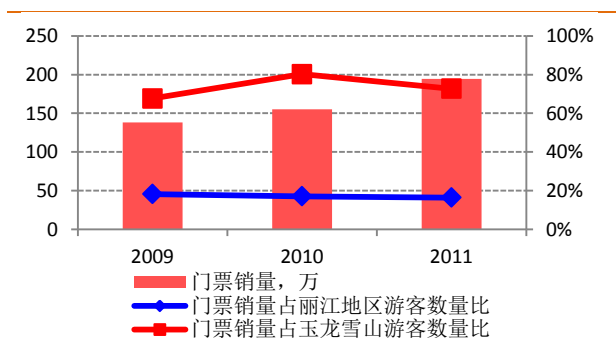
- **《印象·丽江》观赏价值高。**演出剧场以玉龙雪山为背景，与自然融合非常好。配合来自于少数民族农民的本色演出，白天演出所带来的粗旷、自然的特点，恰到好处的烟雾等效果和优美的音乐，观赏价值很高。
- **演出地点好。**剧场位于丽江玉龙雪山的甘海子，甘海子是玉龙雪山景区的游客接待中心，印象演出与游览玉龙雪山是经典搭配，协同效应非常明显。
- **品牌优势突出，渠道铺设给力。**《印象·丽江》由张艺谋、王潮歌、樊跃等著名艺术家策划。印象旅游在与省内外旅行社进行合作时，采取选择性分销，即选择有品牌、有实力、有稳定客源的旅行社进行合作。通过节目宣传片直接在高端客源地如港澳台、日本、韩国及欧美地区市场进行促销，以提高国际知名度。还与丽江的主要宾馆、客栈进行合作，通过网络媒体、平面媒体、新闻媒体加大营销力度，覆盖自助游客。

其三，道具折旧和演职人员工资（依据演出场次制定）是主要成本；而《印象·丽江》95%的观众为旅行社跟团客，公司根据旅行社的预订安排演出场次，上座率在80%左右，经营效率很高。

我们测算，《印象·丽江》接待游客人数占丽江市接待游客人数约17-18%左右，占玉龙雪山游客接待人数的70%-80%。

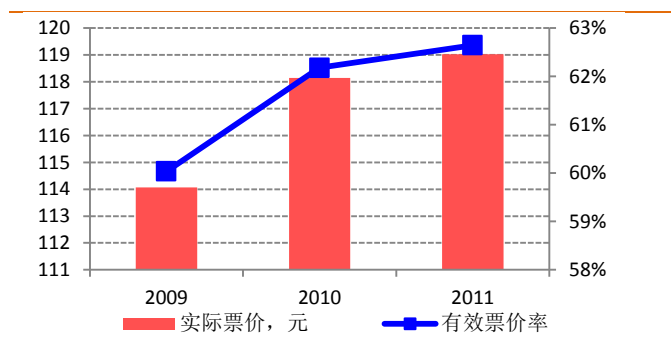
《印象·丽江》雪山篇票价分为普通票190元/人和贵宾票260元/人（童票减半）两种。普通票座位在90%以上。此外，玉龙景区还推出了“大玉龙+印象丽江”联票，价格为255元/张，其中145元为景区公司门票收入，110元为《印象·丽江》门票收入。

图27. 印象丽江接待游客数量



资料来源：wind，公司公告，中投证券研究所

图28. 印象丽江实际票价



资料来源：公司公告，中投证券研究所

表8. 《印象·丽江》雪山篇价格情况

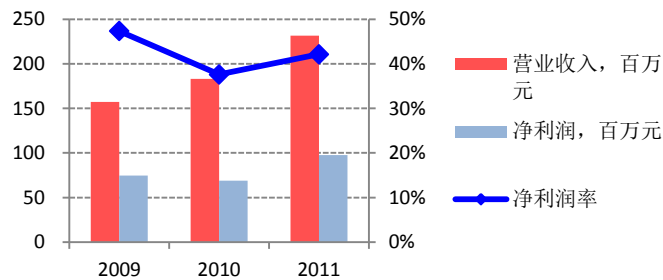
	旅行社		散客	
	“大玉龙+印象丽江”联票	团队票	指定售票点	代理售票点
结算价格（普通票）	110元/张	130元/张	190元/张	160元/张
结算方式	一卡通	一卡通	现金	现金
结算周期	按月	按月	-	-

	旅行社	散客
销售比重	95%	5%

资料来源：实地调研，中投证券研究所

2009-2011年，印象丽江营业收入分别为1.57、1.83、2.31亿元，净利润分别为0.75、0.69、0.98亿元，净利率47.34%、37.61%、42.12%。

图29. 《印象·丽江》收入及盈利能力



资料来源：公司公告，中投证券研究所

### 3.2.2 短期看客流增长，长期看实际票价提高

《印象·丽江》目前座位2870个，每场70分钟，每天最多演出四场，考虑到天气和季节因素，按平均每天演出2.5场，上座率90%测算，接待观众的上限是235.7万人。我们判断在丽江游持续升温背景下，短期内客流仍有较大的增长能力。但2014年即可达到增量上限。

由于《印象·丽江》观众中跟团客占比偏高，而公司对团体客有一定的折扣优惠，《印象·丽江》实际票价不高，2011年有效票价率约为63%，尚有很大提升空间。我们判断，随着丽江地区旅游业发展更加完善，散客占比提高。实际票价将得到提升。

表9. 《印象·丽江》收入预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
门票销量, 万	138.00	155.00	200.81	220.89	231.94	238.89
实际票价, 元	114.07	118.14	119.0261	122.60	126.27	130.06
门票全价, 元	190	190	190	190	190	190
有效票价率	60%	62%	63%	65%	66%	68%
营业收入, 百万元	157.42	183.12	231.64	270.81	292.88	310.71
毛利润率	73.78%	74.17%	75.15%	75%	75%	75%
毛利润	116.14	135.82	174.08	203.10	219.66	233.03

资料来源：公司公告，中投证券研究所

### 3.3 酒店业务：区位优势保证提价能力，商旅聚集带来客流增长

公司已投入运营的酒店只有丽江和府皇冠假日酒店,正在建设的和府二期项目将在 2013 年 3 月初投入试运营。两个酒店都是位于古城内城的五星级酒店。

丽江市有五星级酒店 6 家,未来阿曼酒店、金茂酒店等进驻丽江,高端酒店的竞争将更加激烈,但预计对公司酒店业务的正面影响大于负面影响:

- 古城内酒店供给增加潜力不大:古城内土地资源稀缺,且建筑限制高度,一般只有二层,而高端酒店单套客房面积较大,客房数量不多。高端酒店仍处于供不应求状态,因此公司酒店业务拥有比较稳固的优势。
- 高端酒店争相入驻一方面证明各方看好丽江商务旅游市场,另一方面则有利于增强丽江在商务游市场的整体竞争力,有利于吸引游客。

**表 10. 丽江旅游酒店业务**

	和府皇冠假日酒店	和府二期
定位	高端商旅及休闲度假酒店	度假精品酒店
价格	1500/间(套)	未定
规模	占地面积 51000 平方米,客房总数 270 间(套),共 8 个会议厅。	17 亩,71 个高等级客房
位置	古城内城,南门附近	和府酒店东侧

资料来源:公司公告,中投证券研究所

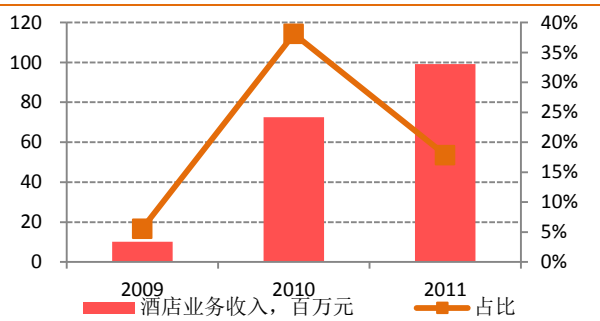
**表 11. 丽江市五星级酒店情况**

	位置	客房数	价格(携程起价)
丽江大港旺宝国际饭店	新城	435 间	720+
丽江国际大酒店	新城	316 间	600+
丽江官房大酒店(旗舰店)	新城	288 间	550+
丽江和府皇冠假日酒店	大研古镇	270 间	1000+
丽江悦榕庄	束河古镇	122 间	2000+
丽江官房大酒店(花园别墅区)	束河古镇	1145 间	650+
丽江铂尔曼度假酒店	束河古镇	130 间	1500+

资料来源:携程网,中投证券研究所

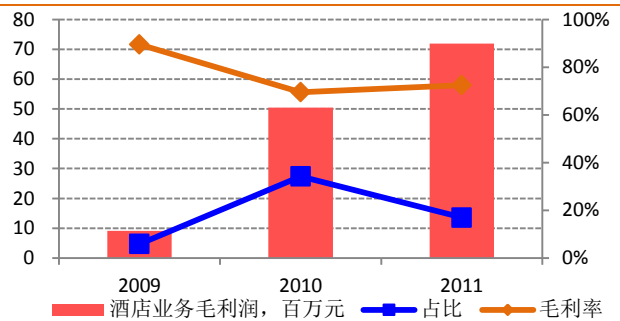
2009-2011 年,公司酒店业务收入分别为 0.1、0.73、0.99 亿元,占比 5.57%、38.08%、17.86%;毛利润 0.09、0.5、0.72 亿元,占比 5.95%、34.23%、16.98%;毛利率高达 89.51%、69.54%、72.52%。

图30. 丽江旅游酒店业务收入及占比



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图31. 酒店业务毛利润及占比



资料来源：公司公告，中投证券研究所

根据和府一期的经验，预计2014年和府二期酒店能够实现盈利。年平均营业收入为3188万元，年均净利润为514万元，税后投资回收期为13年。

表12. 丽江旅游酒店业务收入预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
和府一期	客房数, 间(套)	270	270	270	270	270
	房间单价, 元	732.80	1248.85	1429.29	1600.00	1700.00
	年出租率	42.40%	58.93%	70.42%	68.00%	70.00%
	收入, 百万元	10.21	72.53	99.19	107.22	110.38
	毛利润, 百万元	9.14	50.44	71.93	78.27	80.57
	毛利润率	89.51%	69.54%	72.52%	73.00%	73.00%
和府二期	客房数, 间(套)	-	-	-	-	71
	房间单价, 元	-	-	-	-	814.22
	年出租率	-	-	-	-	42.40%
	收入, 百万元	-	-	-	-	7.46
	毛利润, 百万元	-	-	-	-	6.67
	毛利润率	-	-	-	-	89.51%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

### 3.4 拓展方向：布局香格里拉，打造全产业链

#### ➤ 丽江古城南门入口项目

公司投资2.22亿元，在南入口建设高端的休闲街区及地下停车场，项目总规划用地22769.76平方米（合34.15亩），总建筑面积：22365.3平方米（其中：地上建筑面积15225.3平方米，地下室7140平方米）。店铺采用自营和租赁结合的方式。建设预计在2013年1月完工，7月份商铺租赁完毕。

由于北门开发更成熟，且水车和题字都在北门，目前游客大多从北门进出。南门开发成熟后，将与公司的和府皇冠假日酒店形成良好的互动效应，并提高古城的容纳能力，对公司的索道和文艺演出业务形成利好。

主要风险在于古城内商业街很多，如果不能形成特色，竞争将非常激烈。

预计 2013-2017 年年均净利润 572 万元，2018 年以后净利润 1870 万元。假设期间内公司股本无变化，将分别增厚 EPS0.03 元和 0.11 元。

#### ➤ 甘海子餐饮中心

公司通过龙悦公司（持股比例 51%）在玉龙雪山景区甘海子建设餐饮服务中心，项目总规划用地面积 29251.4 平方米（合 43.87 亩），总建筑面积：14800 平方米，包括 2 个餐厅、游客集散厅及附属配套设施。建成后可同时容纳 3000—3500 人同时就餐，日常可以接待 10000 人次。项目预计投资 9,620.07 万，2013 年五一之前运营。全部由公司自营。

目前甘海子没有餐厅，只有一个卖零食和特产的接待中心。项目建成后预计可实现年营业收入约 9,000 万元，年均净利润约 600 万元。假设期间内公司股本无变化，将增厚 EPS0.03 元。

#### ➤ 香巴拉月光城项目

公司预计投资 5 亿元对独克宗古城金龙社区投资开发“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。预计在 2012 年内完成征地工作，2015 年投入运营。就目前来看，香格里拉只有松赞林卡美憬阁酒店可以成为竞争对手。

**表 13. 丽江旅游在建项目**

	南门入口项目	甘海子餐饮中心	香巴拉月光城
定位	休闲街区及地下停车场	餐厅、游客集散厅及附属配套设施。	高端度假酒店和藏文化风情体验区
投资额	2.22 亿元	9,620.07 万元	5 亿元
竣工日期	2013 年 1 月	2013 年五一之前	2015 年
经营方式	自营+租赁	自营	未定
EPS 影响	增厚 0.11 元	增厚 0.03 元	-

资料来源：公司公告，中投证券研究所

**表 14. 丽江旅游在建项目利润预测，百万元**

	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
甘海子餐饮中心	3.5	5	6	6	6	6
南入口项目	3.6	4	5	7	9	11.5
归属上市公司利润	5.39	6.55	8.06	10.06	12.06	14.56
少数股东权益	1.72	2.45	2.94	2.94	2.94	2.94

资料来源：公司公告，中投证券研究所

## 四、投资评级：推荐

关键假设：

(1) 公司和府二期、甘海子餐饮中心、南门入口项目和香巴拉月光城项目进展顺利；

(2) 营销政策倾斜下，玉龙雪山索道潜能持续释放。

**表15. 丽江旅游主营业务收入预测**

		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
索道业务	营业收入, 百万元	149.41	105.95	195.69	239.33	275.35	309.53
	增速	44.43%	-5.20%	38.55%	12.35%	8.62%	7.20%
	毛利润, 百万元	117.99	82.77	136.47	179.09	211.78	242.95
	毛利率	88.52%	87.79%	83.98%	86.69%	87.83%	88.68%
印象丽江	营业收入, 百万元	157.42	183.12	231.64	270.81	292.88	310.71
	增速		16%	26%	17%	8%	6%
	毛利润, 百万元	116.14	135.82	174.08	203.10	219.66	233.03
	毛利率	73.78%	74.17%	75.15%	75%	75%	75%
酒店业务	营业收入, 百万元	10.21	72.53	99.19	107.22	117.83	134.93
	增速	610.59%	36.76%	8.10%	9.89%	14.51%	610.59%
	毛利润, 百万元	9.14	50.44	71.93	78.27	87.25	97.89
	毛利率	89.51%	69.54%	72.52%	73.00%	74.04%	72.55%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

我们预测公司 12-14 年 EPS 为 0.86、1.03、1.19 元，看好丽江旅游持续升温带来的提振作用以及公司索道业务结构调整后的增长，给予公司“推荐”的投资评级，目标价 25 元。

风险提示：

在建项目盈利不达预期；

索道提价获批存在不确定性；

自然灾害导致游客人数大幅减少。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	358	612	860	1111
现金	326	583	828	1077
应收账款	4	7	7	8
其他应收款	1	2	2	2
预付账款	18	14	17	17
存货	5	5	6	6
其他流动资产	3	0	0	0
<b>非流动资产</b>	910	867	841	816
长期投资	16	0	0	0
固定资产	695	710	698	672
无形资产	66	74	85	99
其他非流动资产	134	83	58	45
<b>资产总计</b>	1267	1480	1701	1928
<b>流动负债</b>	250	249	252	254
短期借款	84	84	84	84
应付账款	37	36	38	40
其他流动负债	129	130	130	130
<b>非流动负债</b>	136	163	196	215
长期借款	136	163	196	215
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	386	413	448	469
少数股东权益	117	186	259	337
股本	164	164	164	164
资本公积	274	274	274	274
留存收益	327	444	556	684
归属母公司股东权益	764	881	994	1121
<b>负债和股东权益</b>	1267	1480	1701	1928

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	248	268	305	338
净利润	176	210	243	273
折旧摊销	57	39	40	41
财务费用	19	20	22	24
投资损失	-4	0	0	0
营运资金变动	3	-1	0	0
其他经营现金流	-3	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-95	6	-14	-17
资本支出	94	0	0	0
长期投资	-4	-16	0	0
其他投资现金流	-5	-9	-14	-17
<b>筹资活动现金流</b>	-28	-17	-46	-72
短期借款	16	0	0	0
长期借款	-20	27	33	19
普通股增加	47	0	0	0
资本公积增加	-57	0	0	0
其他筹资现金流	-14	-44	-79	-92
<b>现金净增加额</b>	125	257	245	249

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	555	617	693	764
营业成本	132	129	137	145
营业税金及附加	25	28	32	35
营业费用	75	83	93	103
管理费用	95	106	119	131
财务费用	19	20	22	24
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	0	0	0
<b>营业利润</b>	213	252	290	326
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	210	252	290	326
所得税	34	41	48	53
<b>净利润</b>	176	210	243	273
少数股东损益	59	69	74	78
<b>归属母公司净利润</b>	117	142	169	195
<b>EBITDA</b>	289	310	353	392
<b>EPS (元)</b>	0.71	0.86	1.03	1.19

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	48.6%	11.2%	12.3%	10.2%
营业利润	91.8%	17.9%	15.4%	12.5%
归属于母公司净利润	158.8	20.9%	19.4%	15.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	76.3%	79.1%	80.2%	81.0%
净利率	21.1%	22.9%	24.4%	25.6%
ROE	15.3%	16.1%	17.0%	17.4%
ROIC	25.0%	30.1%	35.9%	41.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	30.5%	27.9%	26.3%	24.3%
净负债比率	62.15	64.76%	67.00	68.05%
流动比率	1.43	2.46	3.42	4.38
速动比率	1.41	2.43	3.39	4.35
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.46	0.45	0.44	0.42
应收账款周转率	89	103	91	94
应付账款周转率	2.62	3.56	3.70	3.69
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.86	1.03	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	1.63	1.86	2.07
每股净资产(最新摊薄)	4.67	5.38	6.07	6.85
<b>估值比率</b>				
P/E	25.17	20.81	17.42	15.08
P/B	3.85	3.34	2.96	2.63
EV/EBITDA	6	6	5	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30% 以上  
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10% 以内  
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10% 以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5% 以上  
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

## 研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

刘越男，中投证券研究所餐饮旅游行业研究员，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434