



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

消费服务-旅游

冯雪

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120022  
(8610) 6622 9323  
tracy.feng@bocichina.com

\*旷实为本报告重要贡献者

# 丽江旅游：前三季度净利润 同比增长14%，符合预期

2012年1-9月，丽江旅游(002033.CH/人民币 19.27, 买入)实现营业收入4.43亿元，同比增长7.95%；实现归属于母公司的净利润1.15亿元，同比增长14%。实现每股收益0.70元。2012年第三季度实现营业收入1.76亿元，同比增长3.99%；实现归属于母公司的净利润4,973万元，同比增长5.51%。业绩符合预期。我们维持公司2012-14年每股收益0.87元、1.04元和1.23元的盈利预测，维持27.33元的目标价和买入评级。

## 1. 前三季度玉龙雪山客流增速低于丽江旅游市场整体增速

据丽江市旅游局消息：2012年1至9月，全市共接待海内外游客1,191.93万人次，比去年同期增长37.02%，其中海外游客60.5万人次，比去年同期增长12.65%，国内游客1,131.42万人次，比去年同期增长38.63%。旅游业总收入预测157.1亿元人民币，比去年同期增长38%，其中旅游外汇收入预测21,139.72万美元，比去年同期增长13.9%，国内旅游收入预测143.36亿元人民币，比去年同期增长40.86%。

总体来看，丽江市旅游市场保持了较高的景气度，但是前三季度玉龙雪山客流增速明显低于丽江游客整体增速。尤其是今年单三季度，玉龙雪山进山客流同比去年微增长。我们认为主要原因在于去年的高基数以及周边景区经过培育后的部分分流效应。我们预计全年玉龙雪山客流和《印象丽江》的观看人次将实现稳定增长，但增长率同比去年会略有下滑。

## 2. 在建工程大幅增长，产业链项目拓展继续

截至2012年9月底，在建工程比年初增加65,684,823.43元，增长幅度为65.66%，主要原因是本期和府酒店东区“精品客房接待区项目”及酒店西区“丽江古城南入口旅游服务区项目”工程增加形成；

丽江和府皇冠酒店东侧精品客房接待区项目进展情况：项目定位为高端度假精品酒店，已引入了洲际酒店管理集团旗下的高端度假酒店品牌——Indigo（英迪格），目前正在做室内工程。

“雪山景区甘海子餐饮中心”项目：目前土建工程基本结束，预计2013年5月完工。

我们维持和府酒店东区“精品客房接待区项目”2013年初开业的预期不变，其较高的定位将进一步提升公司旗下酒店的平均房价，提升酒店的盈利能力。

## 3. 1-9月营业收入同比增长7.95%、毛利率略有提升

2012年1-9月，公司实现营业收入4.43亿元，同比增长7.95%；实现归属于母公司的净利润1.15亿元，同比增长14%。实现每股收益0.70元。2012年第三季度实现营业收入1.76亿元，同比增长3.99%；实现归属于母公司的净利润4,973万元，同比增长5.51%。公司前三季度营业成本同比增长5.94%，毛利率从去年同期的77.94%上升到本期的78.35%。

#### 4. 良好的费用控制提升净利率水平

报告期内，公司销售费用率从去年同期的 11.55% 下降到本期的 10.79%；管理费用率从去年同期的 17.04% 下降到本期的 15.67%；财务费用率从去年同期的 3.24% 小幅上升到当期的 3.39%；营业外收入比上年同期增加 529,486.15 元，主要原因是本期增资丽江玉龙雪山旅游观光车有限公司实现非货币性资产交换利得 40.36 万元；营业外支出比上年同期增加 2,656,720.01 元，主要原因是本期支付旅游反哺农业资金 200.00 万元。公司净利率从去年同期的 24.48% 上升到本期的 25.95%。

图表 1.2012 年 1-9 月业绩摘要

| (人民币, 百万)  | 2011 年前三季度报 | 2012 年前三季度 | 同比(%)    |
|------------|-------------|------------|----------|
| 营业收入       | 410.48      | 443.10     | 7.95     |
| 营业成本       | 90.55       | 95.93      | 5.94     |
| 毛利润        | 319.93      | 347.17     | 8.51     |
| 营业税金及附加    | 18.75       | 20.62      | 9.97     |
| 管理费用       | 69.95       | 69.45      | (0.71)   |
| 销售费用       | 47.39       | 47.80      | 0.86     |
| 经营利润       | 183.84      | 209.30     | 13.85    |
| 资产减值       | (0.19)      | 0.13       | (168.44) |
| 财务费用       | 13.28       | 15.01      | 13.02    |
| 投资收益       | 4.25        | 3.94       | (7.28)   |
| 营业外收入      | 0.05        | 0.58       | 973.67   |
| 营业外支出      | 1.22        | 3.88       | 218.45   |
| 税前利润       | 173.83      | 194.80     | 12.06    |
| 所得税        | 25.13       | 31.38      | 24.89    |
| 少数股东损益     | 48.24       | 48.44      | 0.42     |
| 归属于母公司的净利润 | 100.47      | 114.98     | 14.44    |
| 基本每股收益(元)  | 0.6100      | 0.7000     | 14.75    |
| 毛利率 (%)    | 77.94       | 78.35      | 0.53     |
| 净利率 (%)    | 24.48       | 25.95      | 6.02     |

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 2.2012 年 7-9 月业绩摘要

| (人民币, 百万)  | 2011 年第三季度报 | 2012 年第三季度 | 同比(%)    |
|------------|-------------|------------|----------|
| 营业收入       | 169.17      | 175.93     | 3.99     |
| 营业成本       | 34.91       | 32.80      | (6.05)   |
| 毛利润        | 134.26      | 143.13     | 6.60     |
| 营业税金及附加    | 7.71        | 8.24       | 6.84     |
| 管理费用       | 28.01       | 23.18      | (17.26)  |
| 销售费用       | 15.35       | 25.40      | 65.49    |
| 经营利润       | 83.19       | 86.31      | 3.75     |
| 资产减值       | 0.02        | (0.10)     | (705.66) |
| 财务费用       | 4.73        | 6.33       | 33.75    |
| 投资收益       | 1.33        | 1.79       | 34.32    |
| 营业外收入      | 0.03        | 0.00       | (100.00) |
| 营业外支出      | 0.13        | 2.32       | 1,627.03 |
| 税前利润       | 79.66       | 79.55      | (0.14)   |
| 所得税        | 11.32       | 12.50      | 10.40    |
| 少数股东损益     | 21.21       | 17.32      | (18.33)  |
| 归属于母公司的净利润 | 47.13       | 49.73      | 5.51     |
| 基本每股收益(元)  | 0.2900      | 0.3000     | 3.45     |
| 毛利率 (%)    | 79.36       | 81.36      | 2.51     |
| 净利率 (%)    | 27.86       | 28.27      | 1.45     |

资料来源：公司公告，中银国际研究

### 评级面临的主要风险

丽江客流景气度大幅下滑；公司新项目培育低于预期。

### 估值

我们仍然看好云南省以及丽江的旅游高景气度，公司旅游主业基本面未发生大的变化。同时，公司产业链拓展继续推进，甘海子雪山餐饮、丽江古城南入口项目、香巴拉景区等将陆续落地；我们维持公司2012-14年每股收益0.87元、1.04元和1.23元的盈利预测，维持27.33元的目标价和**买入**评级。

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

#### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

#### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371