

募投项目近三年利润贡献较小,“重资产”是转型必由之路

——丽江旅游(002033)公司点评

核心观点

1、募投三项目对 2013-2015 年的利润贡献较小。玉龙雪山游客综合服务中心项目增厚 2014 摊薄后 EPS0.03-0.04 元; 奔子栏项目收入和利润规模较小, 增厚 2015 年 EPS0.01-0.02 元, 对整体影响很小; 香格里拉月光城 2016 年开始盈利, 增厚 2016 年 EPS0.15-0.20 元。

2、另外两个新项目对 2013-2015 年的利润贡献也较小。我们预计“丽江古城南入口旅游服务区”项目 2013 年三季度正式投运, 公司预计市场培育期内(2013-2017)净利润为 600 万元左右; 我们预计和府酒店二期 2013 年约亏损 1200 万元左右, 至少要到 2014 年才能贡献利润。

3、2012 年丽江接待游客量为 1600 万人次左右。根据丽江市旅游局公布的数据, 2012 年 1-11 月, 丽江市共接待海内外游客 1507.81 万人次, 同比大幅增长 35.6%。我们预计全年达到 1600 万人次左右。

4、景区业务增速放缓, 延伸产业链势在必行。2012 年上半年, 丽江旅游三条索道共接待游客 124.3 万人次, 同比增长 10.18%, 增速远远低于丽江游客量 55.9% 的增速。宋城股份投资的茶马古城和《丽江千古情》2013 年投运后, 《印象丽江》观众在高基数上继续快速增长的可能性很小。上半年数据证明, 丽江旅游业正在从简单的观光旅游向人均消费更高的度假旅游升级转型, 景区和演艺业务增速稳中回落或将成为常态。

5、香格里拉旅游市场潜力很大, 基础设施不断改善。2012 年 1-11 月, 迪庆共接待游客 956.67 万人次, 同比增长 26.4%, 全年有望突破 1000 万人次大关; 同期旅游总收入 88.4 亿元, 同比增长 24.3%。“十二五”期间, 迪庆州的交通状况将得到明显改善, 无高速公路的历史即将结束。

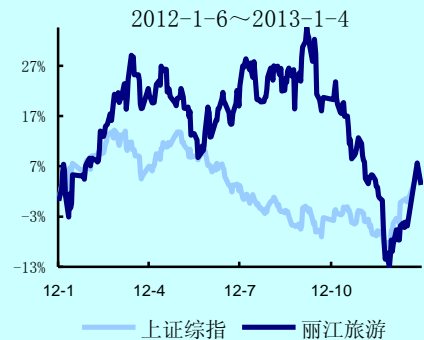
6、香格里拉高端度假酒店市场竞争日趋激烈。2012 年开始, 香格里拉县将限制三星级以下酒店建设, 提升接待能力。香格里拉四星级以上高端酒店市场竞争将更加激烈, 月光城项目盈利能力存在不确定性。

投资建议:丽江旅游是 A 股中最优质、历史表现最好的景区上市公司之一。但旅游业发展的大方向是从观光旅游向休闲度假旅游转型, 业务由单一的观光、娱乐向“游、购、娱、吃、住、行”一体产业链转型, 转型的必然结果就是“资产越来越重”, 投资越来越大。长期来看, 泸沽湖两个精品酒店项目启动再融资的可能性很大, 而酒店业的进入门槛低于景区, 新项目面临激烈的市场竞争, 大规模资本投入是否能获得可观收益, 具有不确定性。按照增发后摊薄的股本计算, 2013-2014 年预测 EPS 为 0.82 元、0.90 元, 目前股价对应 2013 年 EPS20X 左右, 不存在明显低估, 给予“短期_中性”、“长期_A”的投资评级。

财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	555.29	625.73	792.00	815.84
同比增速(%)	48.6	12.7	26.6	3.0
净利润(百万)	117.02	138.24	177.94	194.09
同比增速(%)	158.8	19.6	25.7	9.1
摊薄 EPS(元)	0.71	0.84	0.82	0.90
P/E	24.5	24.45	21.97	20.92

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	16380.49
流通A股(万股)	12652.00
52周内股价区间(元)	14.92-24.36
总市值(亿元)	28.44
总资产(亿元)	12.67
每股净资产(元)	4.67
目标价	6个月 18.00
	12个月 18.00

相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-丽江旅游(002033):2013年利润增长主要来自大索道, 适时提价意义重大》 2012-11-28
- 《国都证券-公司研究-调研简报-丽江旅游(002033):2013年利润增速将放缓, 看好旅游产业链延伸》 2012-09-25
- 《国都证券-公司研究-公司点评-丽江旅游(002033):收入增长不及预期, 产业链延伸带来新增长点》 2012-08-06
- 《国都证券-公司研究-公司点评-丽江旅

研究员:杨志刚

电话: 010-84183240

Email: yangzhigang@guodu.com

执业证书编号: S0940511070003

联系人:周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

正文目录

一、丽江游客量将达 1600 万新高，基础设施不断改善	4
二、延伸产业链势在必行，酒店盈利能力存不确定性	4
1、景区业务增速放缓，延伸产业链势在必行	4
2、雪山景区综合服务项目地理位置优越，改善游客体验	6
3、香格里拉市场潜力很大，基础设施将持续改善	7
4、香格里拉高端酒店竞争将更加激烈，项目效益有待观察.....	8
三、募投项目近三年利润贡献有限	9

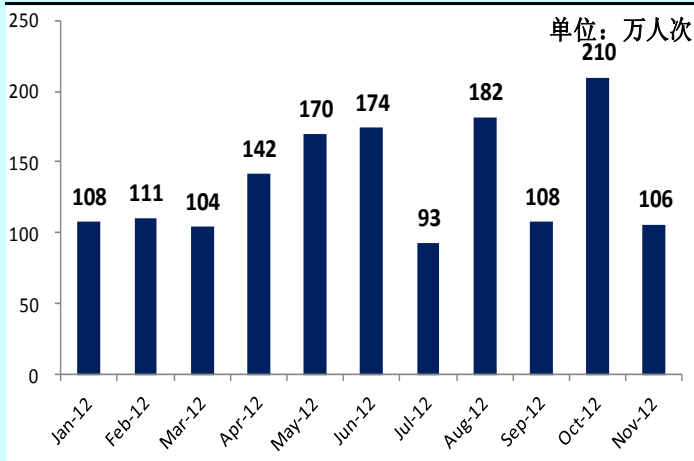
图表目录

图 1: 丽江 2012 年 1-11 月游客接待量	4
图 2: 丽江 2012 年游客量预测值	4
图 3: 丽江旅游三条索道游客总量	5
图 4: 丽江旅游索道游客量	5
图 5: 印象丽江观众人数	5
图 6: 和府酒店盈利能力	5
图 7: 丽江旅游产业链示意图	5
图 8: 丽江和迪庆游客总量	7
图 9: 丽江和迪庆旅游业收入总量	7
图 10: 酒店上市公司 ROA	8
表 1: “十二五”期间香格里拉及周边地区在建/拟建重大交通项目	7
表 2: 香格里拉及周边地区高端度假酒店一览表	8
表 3: 丽江旅游盈利预测	9

一、丽江游客量将达 1600 万新高，基础设施不断改善

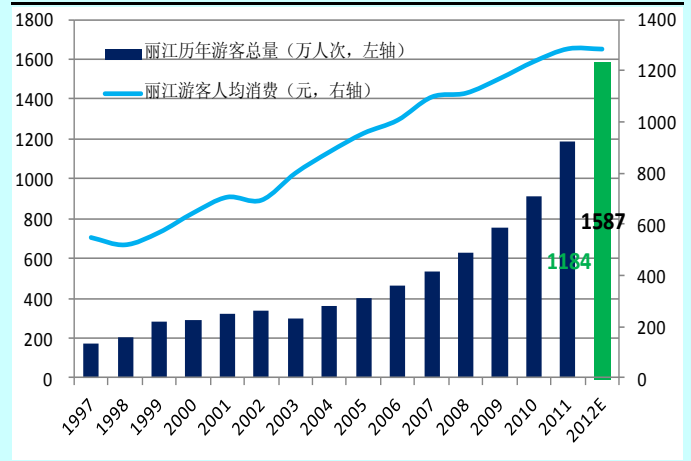
根据丽江市旅游局公布的数据,2012 年 1-11 月,丽江市共接待海内外游客 1507.81 万人次,同比大幅增长 35.6%。我们预计丽江全年接待游客量为 1600 万人次左右。

图 1: 丽江 2012 年 1-11 月游客接待量



资料来源: 丽江市旅游局

图 2: 丽江 2012 年游客量预测值



资料来源: 丽江市旅游局、国都证券研究所

11 月 8 日,国航天津分公司开通天津-重庆-丽江航线,每周执飞三班,全价票为 3000 元左右,目前执行 3-5 折机票。至此,丽江机场航线增加到 22 条,执飞丽江航线的航空公司增加到 18 家。今年以来,丽江首次开通了国际直航航线,目前共有香港-丽江、曼谷-丽江两条国际直航航线。目前,丽江正积极与大韩航空公司联系,力争早日开通首尔-丽江直航航线。

“十二五”期间,大理-丽江高速公路将全面通车,从昆明至丽江实现全程高速,丽江-香格里拉高速公路、沪昆高铁、云桂高铁有望实现部分路段通车,云南和丽江周边的基础设施将不断得到改善。

二、延伸产业链势在必行,酒店盈利能力存不确定性

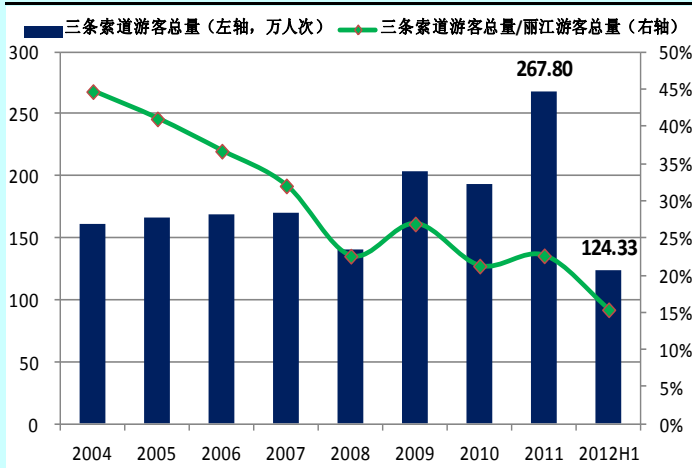
我们在 2013 年旅游行业策略报告《收入分配改革提供长期动力,推荐“优质景区+一体产业链”公司》一文中提出:从 2012 年半年报来看,主要景区游客增速略增或明显下降,“300 万”游客量或将成为增速分水岭;景区“靠天吃饭”虽能享受高毛利,但增速难以明显超过市场预期。在此大背景下,丽江旅游延伸产业链与旅游行业发展方向相契合。

1、景区业务增速放缓,延伸产业链势在必行

2012 年上半年,丽江旅游三条索道共接待游客 124.33 万人次,同比增长 10.18%,增速远远低于丽江游客量 55.9%的增速。索道接待游客数的增长主要来自于玉龙雪山索道,2012 年上半年共接待游客 49.80 万人次,同比增长 33.46%,2013 年玉龙雪山索道提价 30 元,对游客数量的影响有待观察。

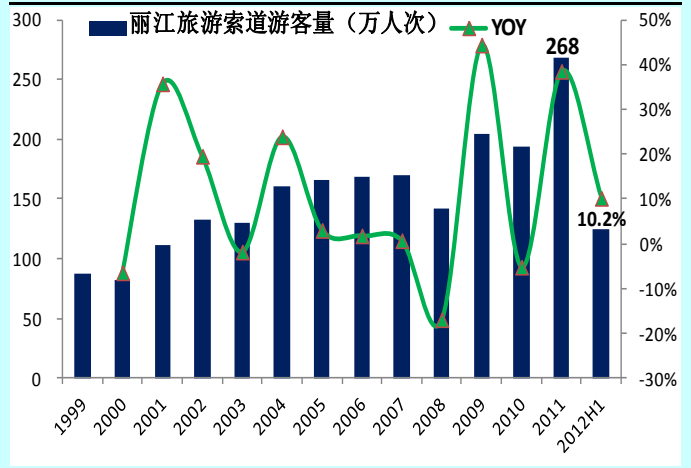
2011 年,三条索道游客量占丽江接待游客总量的比例为 22.6%。2012 年上半年,这一比例降至 15.4%。我们认为,丽江旅游业正在从简单的观光旅游向综合型度假旅游转型,索道主要功能在于观光,未来三条索道游客增速可能将长期低于丽江游客量增速。

图 3: 丽江旅游三条索道游客总量



资料来源: 公司年报、丽江市旅游局、国都证券研究所

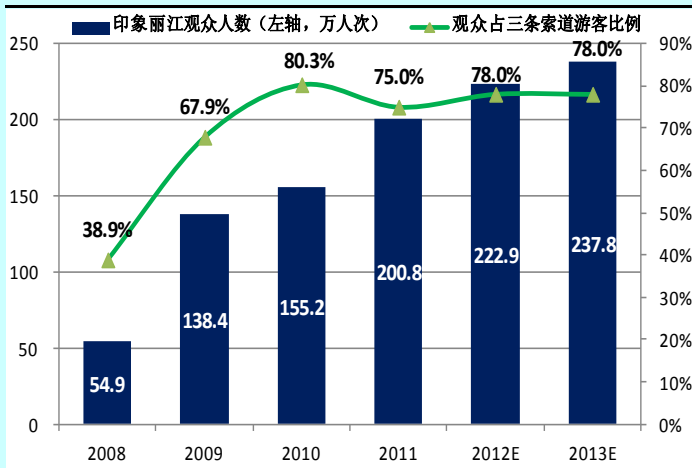
图 4: 丽江旅游索道游客量



资料来源: WIND

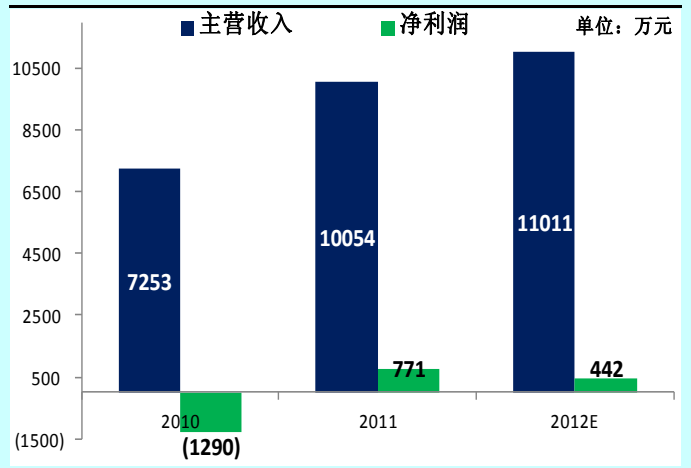
2012年上半年,《印象丽江》接待观众97.14万人次,同比增长10.7%,营业收入1.09亿元,同比增长4.5%,收入增速明显降低,人均实际门票收入降至112.9元。2012年上半年,《印象丽江》观众在三条索道游客总量中的比重为78.1%,和索道的协同效应已经很强,且2013年三季度宋城投资的茶马古城项目和《丽江千古情》将正式投运,必将分流一部分观众,因此《印象丽江》观众在高基数上继续快速增长的可能性很小。

图 5: 印象丽江观众人数



资料来源: 公司年报、丽江市旅游局、国都证券研究所

图 6: 和府酒店盈利能力



资料来源: 公司年报、国都证券研究所

此外,丽江高端度假酒店市场竞争激烈。2012H1,和府皇冠假日酒店客房价格平均提升15%左右,但入住率下降,营业总收入同比仅上升3.78%,按可比口径计算实现的税后净利润同比下降51.79%。我们预计未来和府酒店贡献的利润增量非常有限。

丽江旅游正在顺应产业升级形势,着力打造“游、行、住、娱、食、购”旅游全产业链。公司积极运作购物、餐饮、酒店项目,并开始运作泸沽湖、香格里拉的异地项目。

图 7: 丽江旅游产业链示意图



资料来源：公司公告、国都证券研究所

注：白色字体为在建或拟建项目

2、雪山景区综合服务项目地理位置优越，改善游客体验

本次增发募资投向之一是“玉龙雪山游客综合服务中心项目”，也就是公司此前公告的“玉龙雪山甘海子餐饮服务中心项目”。公司拟将项目的定位由“餐饮”延伸至“以餐饮为主，兼具展览、娱乐、购物功能的大型综合旅游休闲中心”，实施主体仍为控股子公司丽江龙悦餐饮经营管理有限公司（龙悦公司），计划投资总额也从原来的 9620.07 万元增至 10,845.50 万元。

龙悦公司目前的股权结构为：上市公司 51%，大股东雪山开发公司 49%。上市公司拟以本次增发募资约 8200 万元单方面向龙悦公司增资，雪山开发公司放弃认缴本次增资的权利。增资如能完成，我们预计上市公司在龙悦公司的持股比例达到 80%以上。

我们通过实地调研认为，甘海子作为玉龙雪山景区的游客集散地，目前餐饮服务比较低端和零散，几乎没有品牌实力。丽江旅游控股股东雪山开发公司经营的东巴拉走廊，主要经营方式是出租场地给个体或私营餐饮企业，缺乏品牌效应和标准化运作。

根据公司 8 月的公告，综合服务项目总建筑面积 14800 平米，可同时容纳 3000 - 3500 人同时就餐，日常可以接待 10000 人次。餐饮项目将以自营为主，价位涵盖高中低档，公司预计于 2013 年“五一黄金周”前开业。我们预计，由于募资到位需要时间，且高原施工项目一般比预期长，该项目大约要到 8 月旺季才能开业。

我们认为，该项目地理位置非常优越，紧邻《印象丽江》剧场，客流量丰富，将大大改善核心景区的餐饮体验。宋城景区自营的餐饮项目低于市场预期，我们认为和演出时间集中在晚间、团客消费能力不高、杭州餐饮品牌众多等因素有关。玉龙雪山景区品牌餐饮企业很少，且甘海子远离大研古城，游客滞留时间较长，餐饮市场空间较大。

我们通过实地调研认为，玉龙雪山景区面积较大，乘坐观光车和索道的时间较长，观光景点较多。因此，预计该项目仍将以餐饮服务为主，购物、娱乐等功能只能是辅助。玉龙雪山景区 2011 年接待游客 261.5 万人次，2012 上半年接待 141.5 万人次，我们

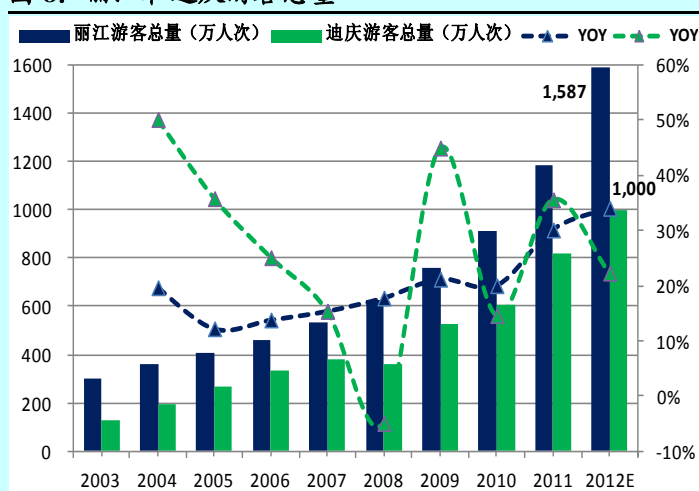
预计 2013 年即可达到 300 万人次。按照 2014 年 200 万人次用餐、人均消费 35 元/人次保守估算，餐饮项目可为公司增收 7000 万元，其他项目增收 1000 万元，税后净利润 800 万元左右，权益净利润 700 万元左右，增厚摊薄后 EPS0.03 元-0.04 元。

3、香格里拉市场潜力很大，基础设施将持续改善

云南迪庆藏族自治州（香格里拉县为州政府所在地）地处“三江并流”腹地，南邻丽江，北接川藏，海拔高低悬殊，立体气候明显，生物类型极其丰富，融雪山、冰川、峡谷、草甸、湖泊、原始森林、珍稀物种、佛教圣地、藏区民俗等丰富的旅游资源为一体，拥有普达措等 5 个国家公园，迪庆的梅里雪山、哈巴雪山等七大雪山景区可以和玉龙雪山媲美，具有发展旅游业的先天条件和优势，详情参见 2011 年 11 月深度报告《丽江旅游业或达增速阶段高点，产业链延伸仍需等待成效》。

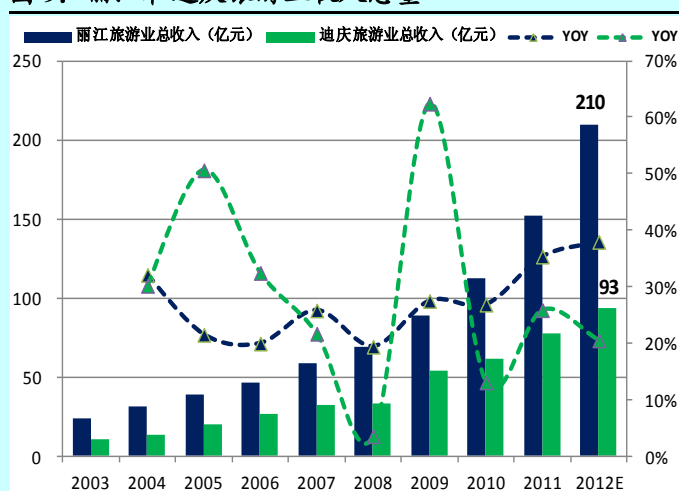
迪庆旅游业发展速度很快。2012 年 1-11 月，迪庆共接待游客 956.67 万人次，同比增长 26.4%，全年游客有望突破 1000 万人次大关；同期实现旅游总收入 88.4 亿元，同比增长 24.3%。但迪庆的游客人数和旅游业收入增速远远不如丽江平稳，起落较大，人均消费低于丽江。我们认为，这体现了迪庆与丽江在景区知名度、配套设施、自然条件方面的差距，随着基础设施的完善，迪庆的旅游业将得到长远发展。

图 8：丽江和迪庆游客总量



资料来源：丽江市旅游局、迪庆州旅游局、国都证券研究所

图 9：丽江和迪庆旅游业收入总量



资料来源：丽江市旅游局、迪庆州旅游局、国都证券研究所

“十二五”期间，迪庆州的交通状况将得到明显改善，无高速公路的历史即将结束。

表 1：“十二五”期间香格里拉及周边地区在建/拟建重大交通项目

	开/竣工时间	概况	经济价值
丽江-香格里拉高速公路	2013 开工	138.24 公里 双向四车道	昆明-大理-丽江-香格里拉将实现全程高速
西昌-香格里拉高速公路	2013 开工	243.4 公里 双向四车道	西昌至泸沽湖只需 2 小时，连接亚丁、碧塔海、虎跳峡、泸沽湖、香格里拉等重要景区
德钦升平-维西塔城二级公路	2012.10 试通车	263.7 公里	结束迪庆州三县间无二级公路的历史，丽江-香格里拉-德钦-维西-丽江形成方便自驾游的环线
香格里拉-德钦二级公路	2013 竣工	属 214 国道 长 155 公里	香格里拉-德钦从 6 小时缩短为 3 小时

资料来源：艺龙网

4、香格里拉高端酒店竞争将更加激烈，项目效益有待观察

香格里拉古城在唐朝的初始叫法就是“独克宗”。香格里拉独克宗古城是茶马古道的枢纽，迪庆州旅游的集散地。香格里拉县大力发展旅游高端度假酒店，近年引进了香格里拉、喜来登、高山别庄、建塘旅游休闲中心等知名酒店品牌，目前都在建设中。根据媒体报道，迪庆州州长在迪庆州旅游产业发展大会上表示，从2012年开始，香格里拉县将限制三星级以下酒店的建设，提升接待能力和品牌形象。未来几年，香格里拉的四星级以上高端酒店市场竞争将更加激烈，月光城项目盈利能力存在不确定性。

香巴拉月光城项目定位为五星级酒店及藏文化风情体验区，类似和府酒店，位于独克宗古城边缘，地理位置优越。我们认为，该项目将延续和府酒店的民居和休闲度假风格，和喜来登等高端酒店形成差异化竞争关系。目前，香格里拉县仅有悦榕庄、松赞系列酒店等豪华度假酒店运营，未来和香巴拉月光城形成竞争关系。根据我们对丽江高端度假酒店市场的研究，丽江悦榕庄定位于“超豪华度假别墅”，和府酒店定位于“高端度假酒店”，价格和市场定位明显不同。

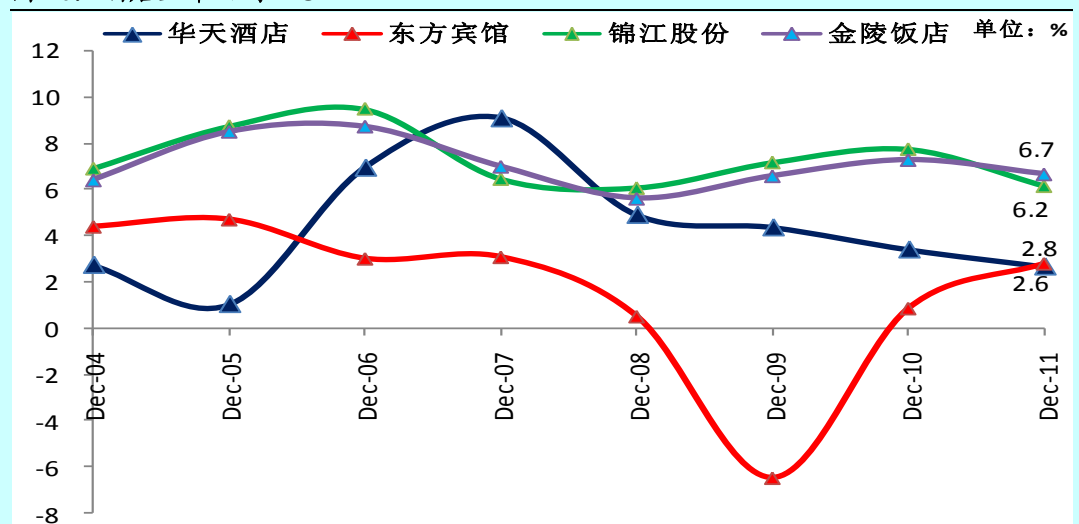
表 2：香格里拉及周边地区高端度假酒店一览表

	开业时间	地点	房型/折扣价(元)			
松赞林卡 美憬阁酒店	2010	松赞林寺旁	双人标间 1000 左右	高级大床房 1300 左右	大床小套房 1600 左右	高级套房 2000 左右
松赞 绿谷酒店	2001	松赞林寺旁	标准间 700	高级房 1000 左右	豪华房 1200-1500	豪华双人间 1200-1500
松赞 塔城酒店	2011	维西县塔城镇	高级房 1200-1500			
仁安悦榕庄	2005	香格里拉县 建塘镇红坡村	藏式牧舍 1500-3000	藏式泉浴牧舍 2000-3000	藏式小屋 3000-4000	仁安小屋 4000-5000

资料来源：艺龙网

香巴拉月光城计划投资 62,382 万元，其中自有资金投资 1,500 万元，募集资金 60,882 万元。我们乐观假设月光城 2013 年下半年动工，2015 年下半年营业，2016 年开始盈利，按照酒店 5 亿元总资产、4%左右的 ROA 估算，酒店项目年盈利约为 2000 万元，增厚 2016 年 EPS0.10 元左右。月光城项目包含约 1.6 万平米的商业步行街，我们暂时不对商业地产盈利情况作出预测。

图 10：酒店上市公司 ROA



数据来源: WIND

三、募投项目近三年利润贡献有限

三个募投项目中,玉龙雪山游客综合服务中心项目增厚 2014 摊薄后 EPS0.03-0.04 元;奔子栏项目收入和利润规模较小,增厚 2015 年 EPS0.01-0.02 元,对整体影响很小;香巴拉月光城 2016 年开始盈利,增厚 2016 年 EPS0.15-0.20 元。综合来看,三个项目对 2013-2015 年的利润贡献较小。

其他新项目中,“丽江古城南入口旅游服务区”项目 2013 年下半年正式投运,公司预计市场培育期内(2013-2017)净利润为 600 万元左右,增厚摊薄后 EPS0.03 元左右;我们预计和府酒店二期于 2013 年 7 月前后开业,运营半年约亏损 1200 万元左右,至少要到 2014 年才能贡献利润。综合来看,对 2013-2015 年的利润贡献也较小。

我们预计近三年丽江旅游 EPS 增量仍主要来自大索道提价,按照预案公布的最大增发数量计算,摊薄后 2014、2015 年 EPS 为 0.82 元、0.90 元。

表 3: 丽江旅游盈利预测

单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	373.57	555.29	625.73	792.00	815.84
主营业务成本	90.38	131.79	139.80	157.68	162.34
主营业务税金及附加	16.11	25.34	28.55	36.14	37.23
营业费用	59.15	74.69	84.16	99.00	101.98
管理费用	87.44	95.33	109.50	134.64	138.69
财务费用	16.43	19.13	18.00	20.00	20.00
营业利润	111.28	213.43	249.55	349.52	360.03
归属母公司股东净利润	45.21	117.02	138.24	177.94	194.09
摊薄 EPS (元)	0.39	0.71	0.84	0.82	0.90

资料来源:国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	研究管理、有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崑	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			