



2013/12/27

# 丽江旅游（002033）： 积极跨区域布局，滇西北景区资源的整合者

李项峰

021-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

执业证书编号：S0120511030002

德邦证券有限责任公司

上海市福山路500号城建国际中心26  
楼，200122

<http://www.tebon.com.cn>

# 投资要点

## 1. 公司旗下资源优质，索道、酒店及文化演艺搭建“三足鼎立”格局

- 客运索道业务持续增长，构成未来业绩重要支撑：1) 运力大增，尤其是大索道在技改后运力增长了近3倍，目前实际产能利用率仅30%多一点，具有较大提升空间；2) 提价效应，2013年大索道提价20%，将助推收入规模及毛利率；3) 客单价，散客占比逐年上升，及云杉坪→大索道快速分流，将大幅提升索道有效票价；4) 乘索率，索道代步性强，及景区成功的营销策略（实现联票制，把景区门票、索道及印象演出捆绑销售），将使得索道乘坐率维持稳定。
- 印象演艺业务平稳增长，与景区整体资源形成互动：1) 主要经营风险来自于即将开业的《丽江千古情》，将对雪山篇的客流及票价产生一定冲击；2) 基于景区公司实行“大玉龙+印象丽江”联票制，及团队游客占据绝对主导，我们认为，印象旅游将在定价和客流上依然占据主动优势。
- 酒店业务项目储备丰富，未来实现跨区域强势扩张：1) 在储备项目上，除了已开业的和府二期，目前有香巴拉月光城（2016年）、奔子栏精品酒店（2016年）及泸沽湖两个高端酒店等；2) 和府一期已处盈利快速增长期，二期依托于一期的品牌和营销将大大缩短培育期。

## 2. 公司积极外延布局，抢占稀缺核心资源，谋划当下，利在长远

- 公司积极践行“立足丽江，延伸滇西北，辐射大香格里拉”的战略，2012年明显加快了对丽江、香格里拉等地景区资源的整合，先后签下香巴拉月光城、奔子栏精品酒店和泸沽湖项目，拟投金额超过20亿元。
- 有别于市场观点，我们十分看好公司的这种战略，认为公司突破丽江、布局滇西北，旨在抢占周边地区稀缺的景区资源，为其长远发展建立先入优势，主要基于：1) 玉龙雪山景区目前已经相对成熟，公司依赖单一景区模式，其增长将面临一定的瓶颈，因此需要开拓新的空间及领域；2) 另一方面来看，公司拟进入的香格里拉和泸沽湖地区旅游资源十分丰富，两地不仅具备坚实的客流基础，而且随着配套设施的改善将处于井喷期。因此，公司择时介入不仅迎合了这一实际需求，也将确定获得政府最大程度的支持，符合景区投资的基本规律；3) 公司此次属于前期战略布局，我们预计在未来其将不仅仅局限于酒店投资，还将考虑索道、文化演艺及其它景区资源等；4) 从实际调研情况来看，两地接待能力与游客需求之间存在较大缺口，项目盈利前景看好，培育期将有望短于市场普遍预期。

### 3. 公司股东支持有力，未来存在资产注入的可能性

- 公司实际控制人玉龙雪山景区管委会多年来一直给予上市公司诸多支持，包括：1) 2011年向景区公司收购印象旅游51%股权；2) 以景区资源整合方式，推行联票制，捆绑式营销。我们认为，在国内同类上市公司中，丽江大股东对其做大、做强的意愿是最为强烈的。
- 公司第二大股东云南旅投隶属于云南省国资委，作为云南旅游产业的整合平台，旗下拥有包括大理、西双版纳在内的景区、索道、演艺、游船、温泉等诸多旅游资源。我们认为，从长远来看，云南旅游资源整合是必然趋势，而公司则有望成为这一唯一平台而受益。

### 4. 定增实施将缓解公司资金压力，是股价上行的催化剂

- 公司此次募投主要包括香格里拉香巴拉月光城、奔子栏酒店及餐饮中心等三个项目，合计7.8亿元。
- 目前公司融资结构来看，兼有债权、股权等多种方式，包括银行借款、票据及定向增发等，我们认为，本次增发实施将在一定程度上缓解公司资金压力，是股价上行的催化剂。

### 5. 公司估值偏低，具备一定的安全边际

- 公司2013/2014/2015年动态PE分别为16.8/14.5/12.9倍，与A股同类上市公司相比，估值明显偏低，具有较高的安全边际。给予未来12个月内目标价为17.00元/股，相对于目前13.16元/股，约有30%的上涨空间。首次“买入”评级。

### 6. 催化剂事件及主要风险

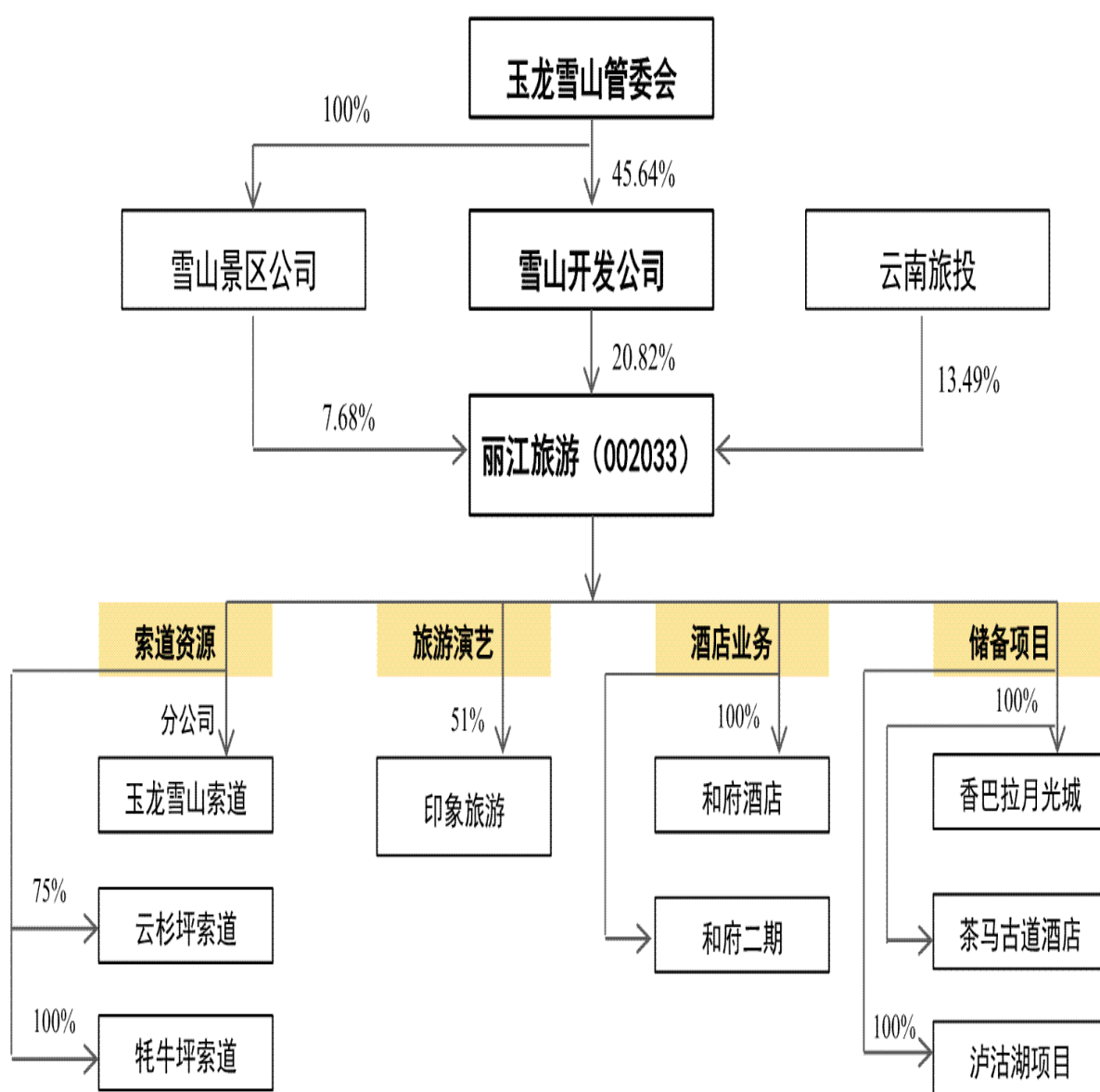
- 催化剂包括：定增实施；香格里拉和泸沽湖项目顺利推进；云南省旅游资源整合加速等。
- 主要风险包括：自然灾害、丽江千古情对印象旅游的冲击大于预期、香格里拉和泸沽湖等项目培育期过长。

# 内容提要

公司股权结构...	6
主业构成：基本确立“索道+酒店+演艺”的模式...	7
索道业务：客流增长、单价提升，未来最重要的支撑 ...	10
市场环境：丽江市场持续火爆，公司索道接待量快速增长...	15
索道提价：提价效应开始显现，主营收入和盈利水平同步上升...	20
索道毛利率：伴随接待量的增长而稳步提升...	26
索道净利率：大索道业务稳步增长，提升索道整体盈利水平...	28
演艺业务：与景区捆绑式营销，保证客流和票价 ...	30
酒店业务：立足古城，分期开发，缩短培育期 ...	38
储备项目：异地布局，扩张启航，利在长远 ...	41
盈利预测 ...	53
估值及评级...	60

# 股权结构

公司控股股东为玉龙雪山旅游开发有限责任公司（即雪山开发公司），持有20.82%股权。由于玉龙雪山管委会持有雪山开发公司45.64%股权，其为公司实际控制人。

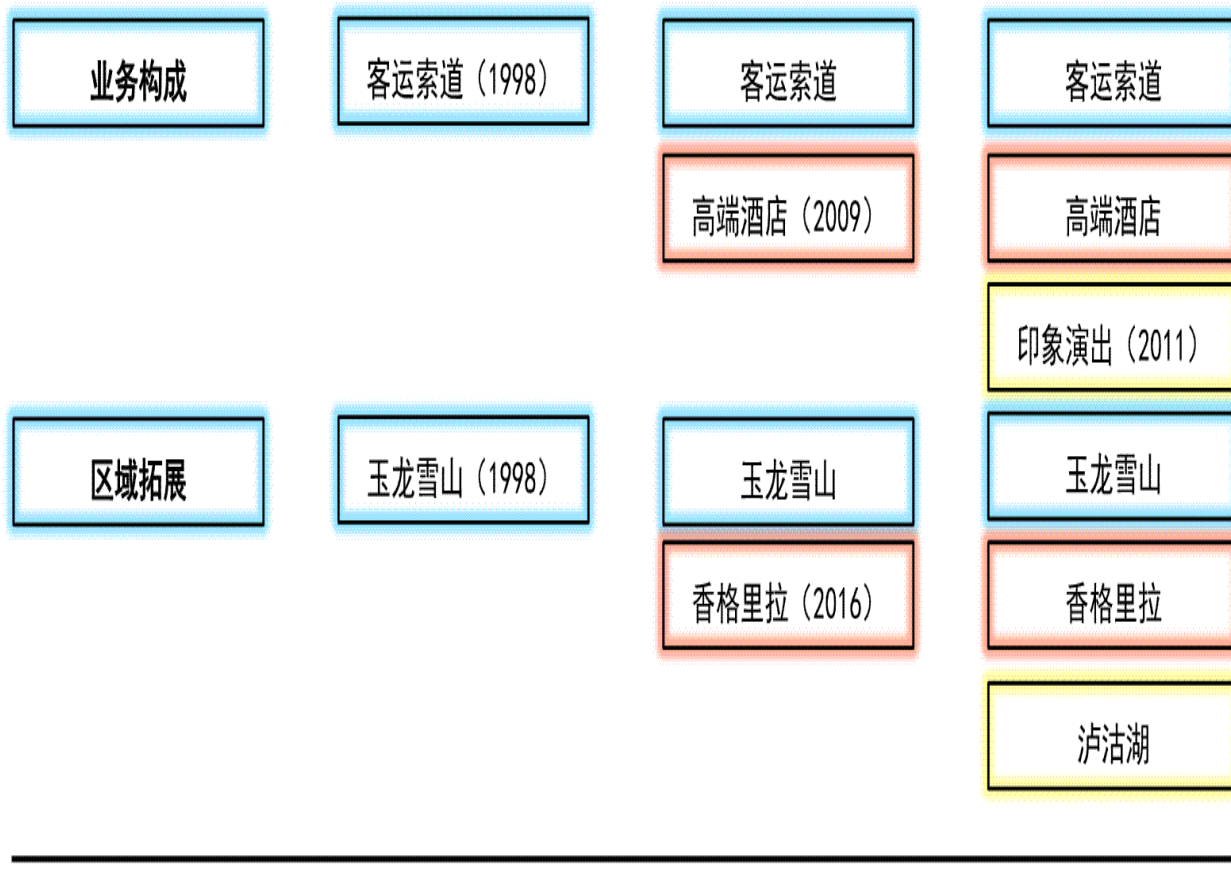


数据来源：德邦证券

## 主业构成——基本确立“索道+酒店+演艺”的模式

公司是国内知名的景区类上市公司，经过多年培育及发展，其主营业务已由之前单一的索道经营向索道、酒店、演艺等多元化格局转变，并逐渐涵盖旅游全产业链。此外，公司正积极向丽江周边地区扩张与渗透，拟利用3-5年时间来实现“立足丽江、延伸滇西北、辐射大香格里拉”的目标。我们认为，公司在景区开发及经营方面具备诸多优势，此次布局无疑将为其长期增长打开空间，未来几年公司将有望获得跨越式发展，成为丽江乃至大香格里拉地区旅游资源的整合者。

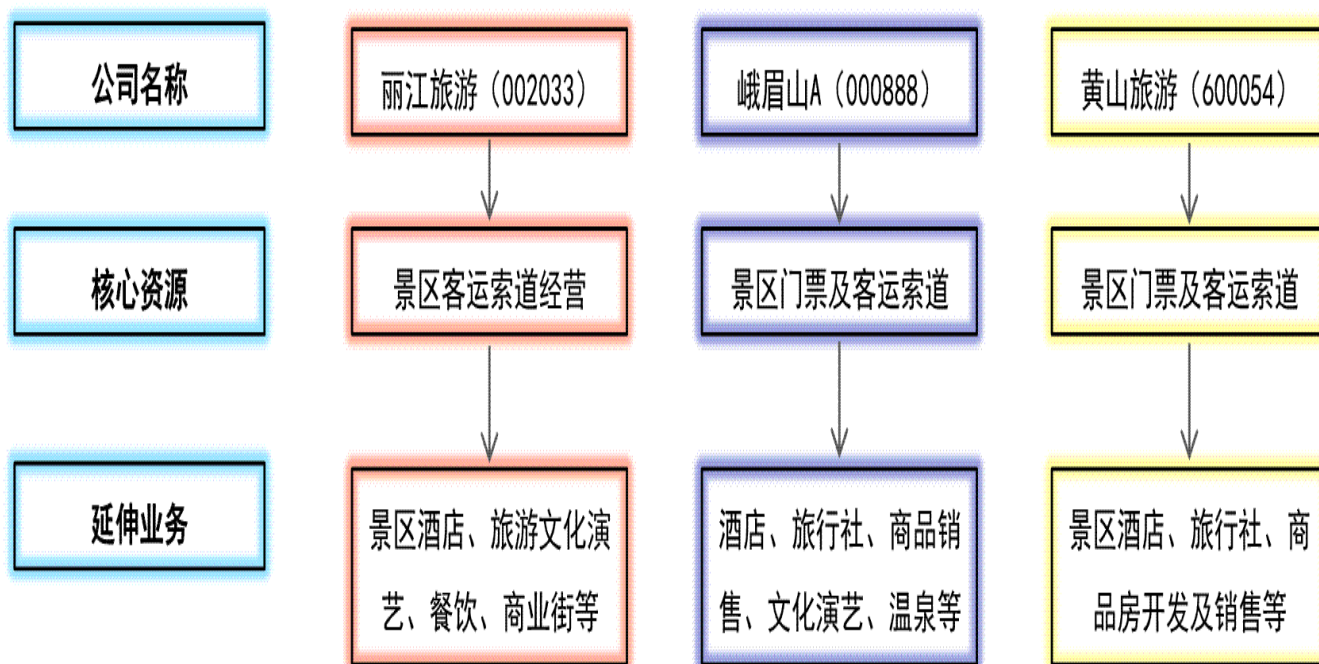
图2 公司主业发展脉络及扩张战略



数据来源：德邦证券

我们认为，国内景区类上市公司的业务模式大致类同，通常包括景区门票、客运索道、景区酒店等。与峨眉山A（000888）、黄山旅游（600054）等景区公司相比，丽江旅游（002033）之主业发展路径更为清晰。公司长期致力于景区开发及经营，通过对玉龙雪山景区资源不断深度挖掘，其主营业务已从单一的索道业务逐步延伸至景区高端酒店和旅游文化演艺，未来还将涉及餐饮和商业租赁等。业态之多元化将是景区公司未来发展的基本方向。

图3 A股景区上市公司主业比较



数据来源：德邦证券

从公司收入及净利的构成来看，索道业务一直占据主导地位，但随着业务多元化，文化演艺及酒店的贡献率在不断提升，如2011-2012年，印象旅游的收入和盈利规模与索道业务已经十分接近；和府酒店也在经历两年市场培育之后进入了盈利通道。我们认为，公司“索道+酒店+文化演艺”之“三足鼎立”模式已基本确立。

图4 公司主业收入构成

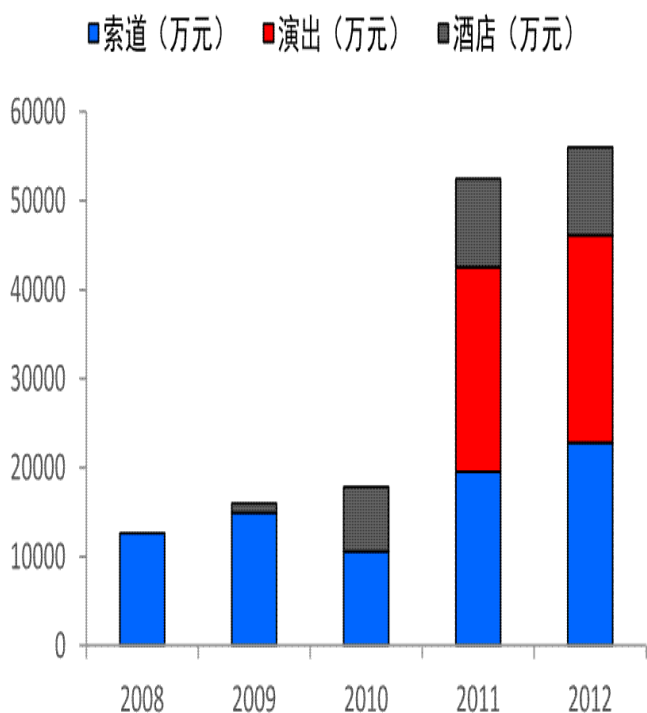
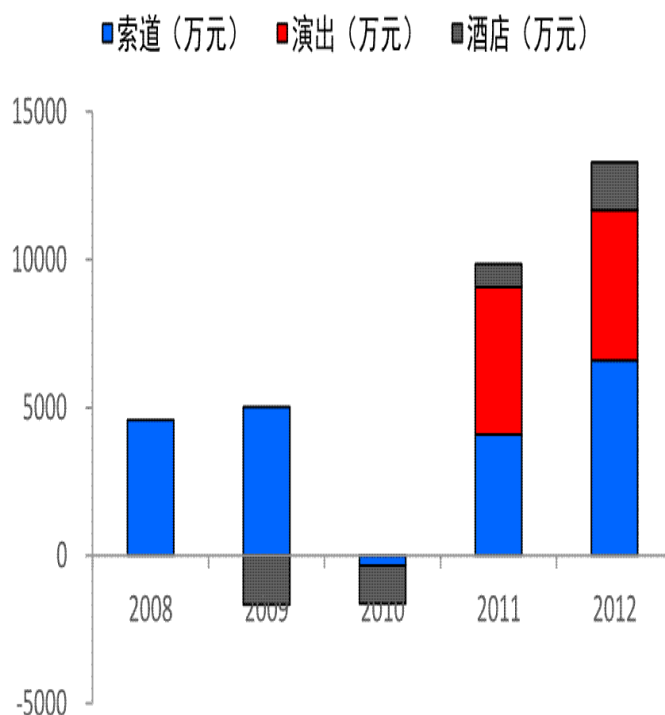


图5 公司业务净利构成



数据来源：公司年报、德邦证券

## 索道业务——客流增长、单价提升，未来最重要的支撑

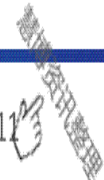
索道是公司主要的核心资源。目前公司拥有三条客运索道：玉龙雪山索道、云杉坪索道和牦牛坪索道，分别位于玉龙雪山景区最知名和最成熟的三个景点，三条索道分别覆盖了现代冰川、原始森林和高原草甸三种不同类型的自然景观，距离市区依次为32公里、35公里及50公里。

- 玉龙雪山索道，1998年7月首次投入运营，2010年12月技改后恢复使用，该索道引进的是目前世界最先进的意大利LEITNER公司设备，为单线循环脱挂抱索器8人吊厢式索道，索道设计运力为1200人次/小时，年最大接待能力为380万人次。
- 云杉坪索道，1994年1月首次投入运营，2008年3月技改后恢复使用，该索道采用的是意大利LEITNER公司设备，为自动拖挂式抱索器8人吊厢式索道，设计运力为1200人次/小时，年最大接待能力为380万人次。
- 牦牛坪索道，1999年9月投入运营，采用的是国产设备，为单线循环固定抱索器双人吊篮索道，设计运力为360人次/小时，年最大接待能力为96万人次。

表1 公司三条索道设备基本情况

索道名称	投入运营	双程票价	运载量	最大接待能力	设备引进	索道种类
玉龙雪山索道	1998/7 (2010/12/1)	180元/人次	1200人次/小时	380万人次/年	意大利LEITNER	单线循环脱挂抱索器8人吊厢式索道
云杉坪索道	1994/1 (2008/3/7)	55元/人次	1200人次/小时	380万人次/年	意大利LEITNER	自动拖挂式抱索器8人吊厢式索道
牦牛坪索道	1999/9	60元/人次	360人次/小时	96万人次/年	国产设备	单线循环固定抱索器双人吊篮索道

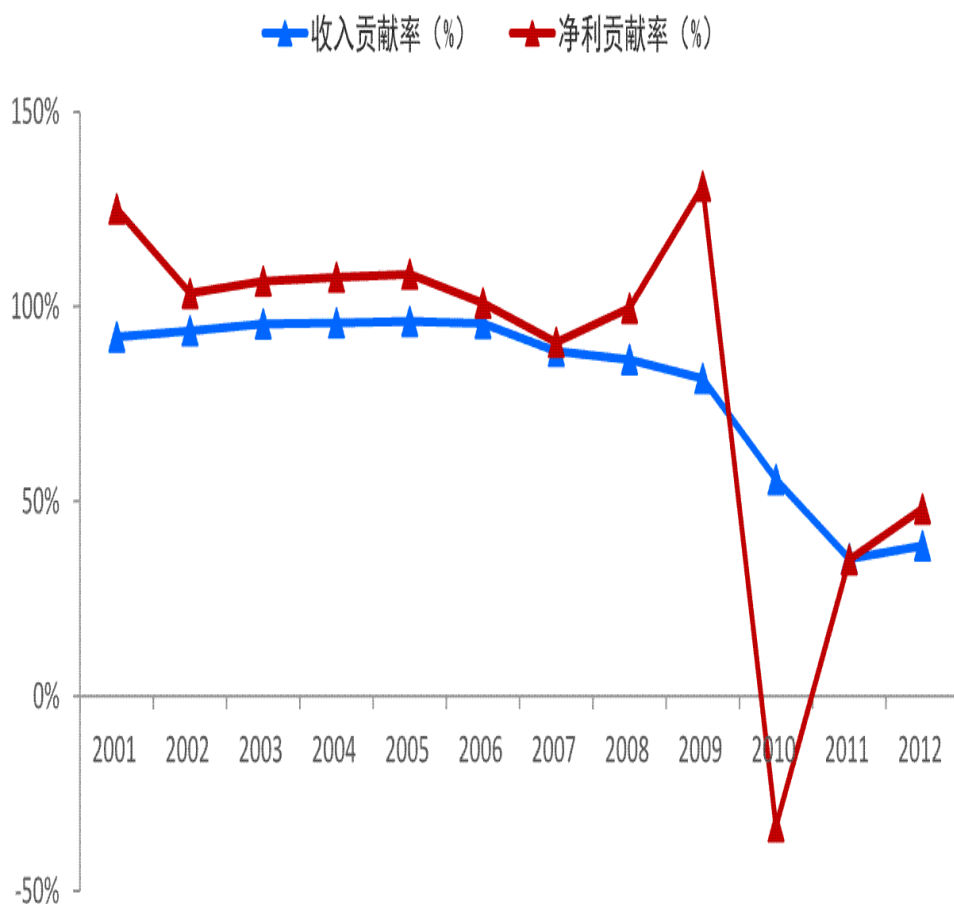
数据来源：公司公告，德邦证券



索道作为一种优质的旅游资源，一直是国内景区类上市公司主要的盈利来源。2011-2012年，公司索道实现收入分别为1.96亿元和2.31亿元，同比增长84.7%和13.5%；三条索道贡献的权益净利合计约为4100万元和6599万元，分别占35%和48%。

如下图所示，2009年及之前，公司主业结构依然相对单一，索道业务大约占到了公司80%以上的收入以及绝大部分的净利。随着2009年和府酒店开业，2011年又收购了印象旅游51%股权，公司主营业务才逐渐开始呈现多元化格局。我们预计，未来几年，随着公司扩张战略的实施，索道收入占比将有所下降，但其盈利贡献依然难以撼动。

图7 索道业务占公司收入及净利比



数据来源：公司年报、德邦证券

在公司已有三条索道中，玉龙大索道2010年因技改停运一度出现亏损，但随后的2011-2012年其游客接待量迅速恢复，收入规模和盈利能力也获得大幅提升，2013年该索道进行了一次提价（上调幅度为20%），预计今年将超越云杉坪索道而成为公司索道业务未来盈利增长的主要引擎。云杉坪索道历来一直占据着客流优势，因其票价较低且距离大索道较近，与后者之间能够形成一定的协同效应。我们认为，随着向大索道游客分流，该索道未来几年的接待量将变得相对平稳。而有别于其它两条索道，牦牛坪索道产能利用率一直较低，对公司盈利贡献也相对较小，主要因为牦牛坪景区位置较偏，尚处开发初期，公司基于地理位置、开发成本、经济效益的综合考虑，把大索道和云杉坪作为营销重点，以至于游客较多地被分流至后者。我们认为，牦牛坪具有独特的自然景观，随着公司营销策略的调整，其未来几年的增长空间有望打开。

图8 公司三条索道盈利情况

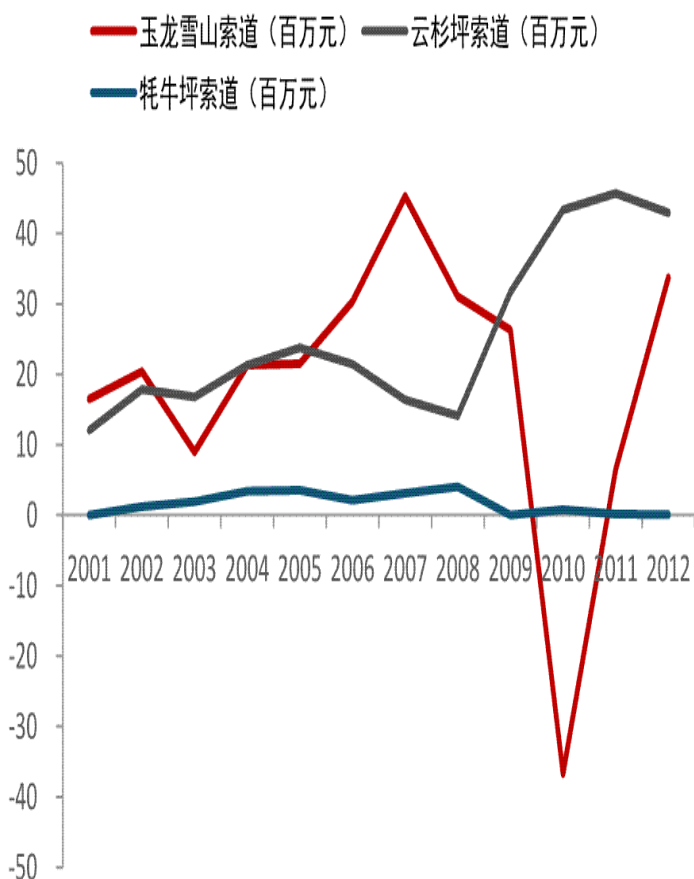
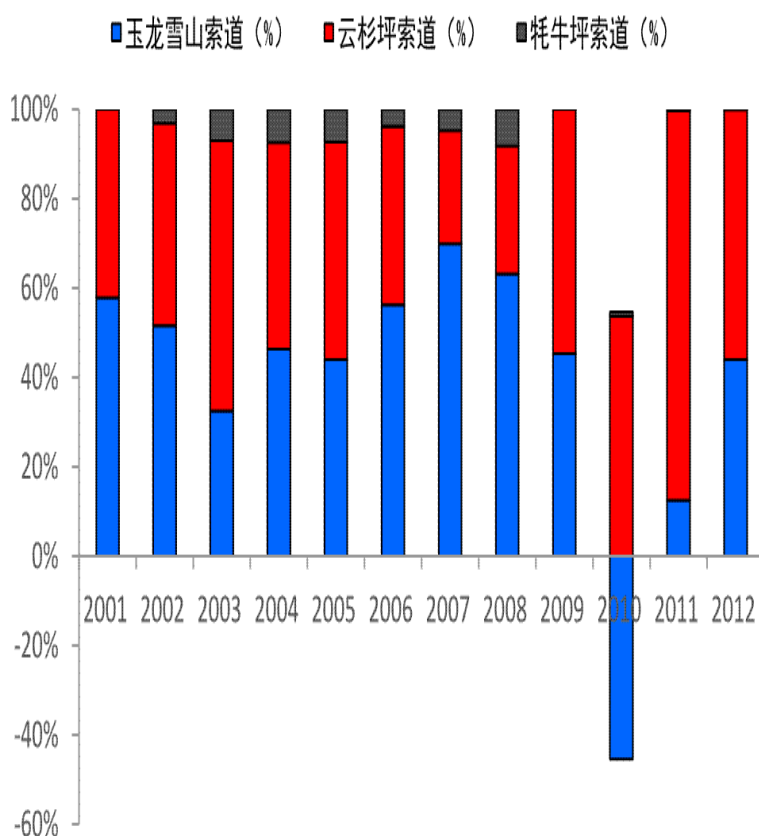
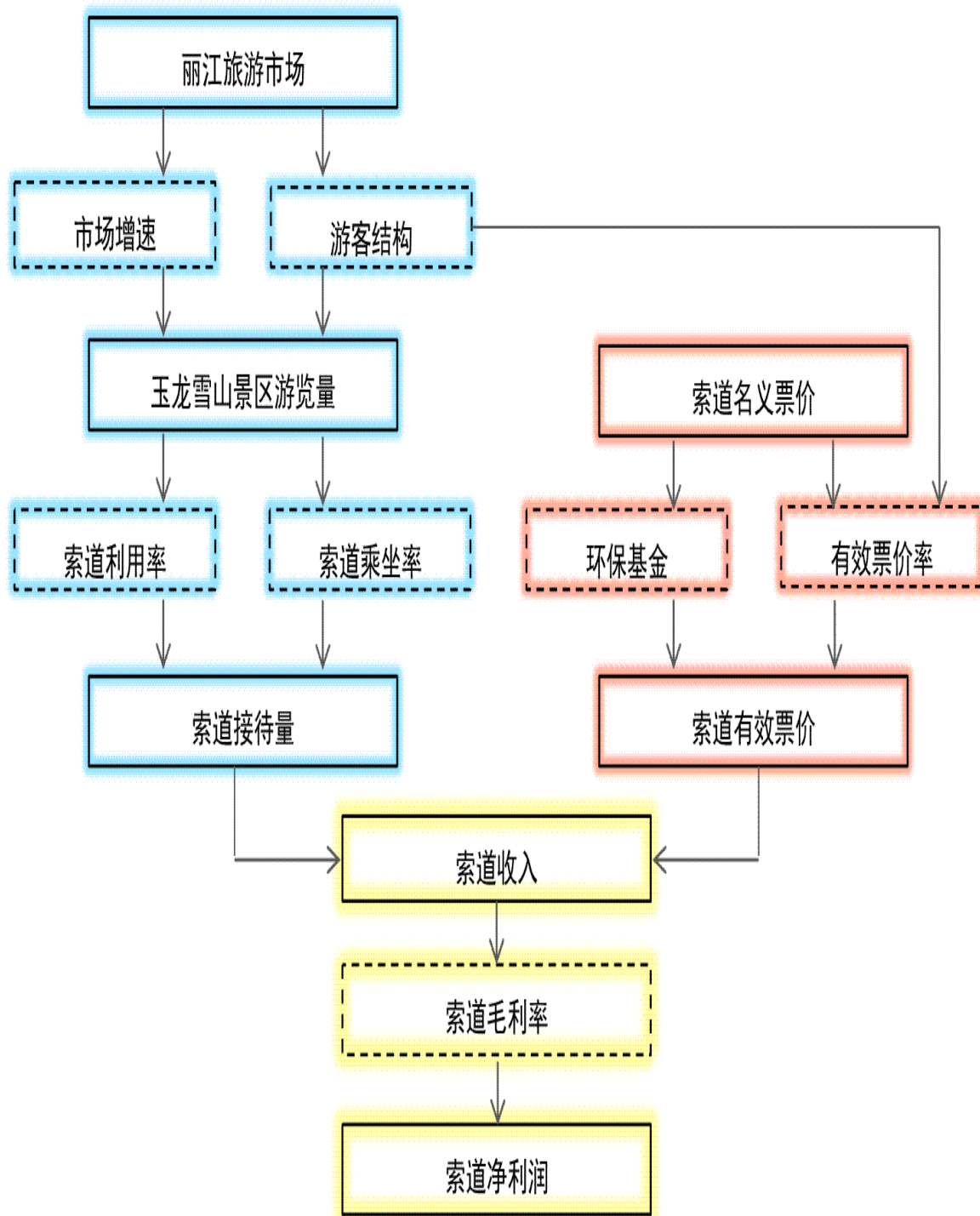


图9 公司索道业务盈利结构



数据来源：公司年报、德邦证券

图10 索道业务的驱动力因素分析



数据来源：德邦证券

## 市场环境——丽江市场持续火爆，公司索道接待量快速增长

丽江旅游市场的持续增长为公司主业发展创造了良好的外部条件。公司所在的丽江地区是近年来中国旅游市场最火爆的目的地之一。2012年，丽江市接待游客1599万人次，同比增长35%，接待规模位居全省第一。玉龙雪山景区是丽江地区核心的旅游资源，也是游客前往当地旅游的必选景区之一，2012年该景区进山人数为280万人次左右，与峨眉山大致接近，略低于黄山和张家界景区。我们认为，玉龙雪山经过多年培育和发展，配套设施和接待能力均已相对完善，未来市场规模将实现平稳而又持续的增长。

图11 丽江市场游客接待规模

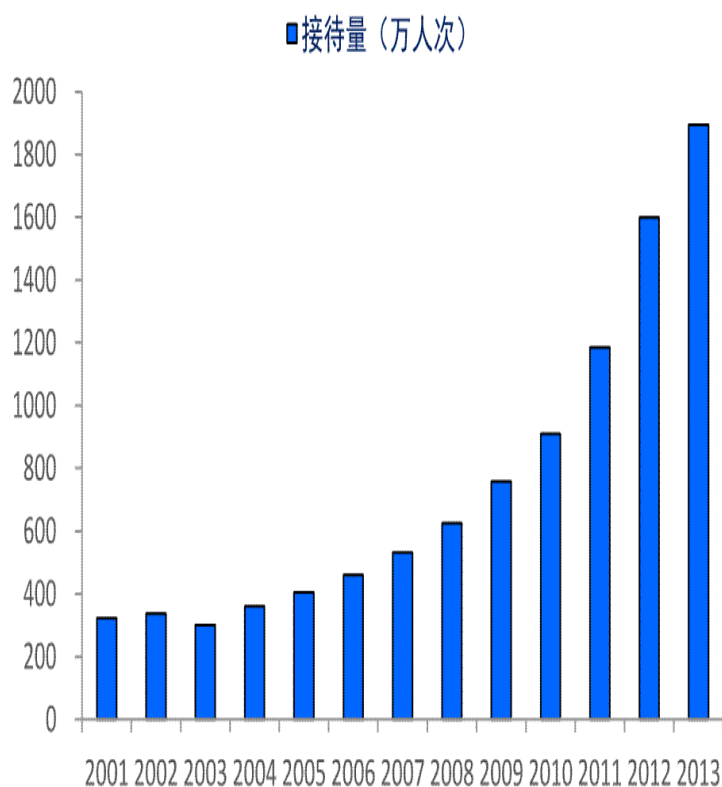
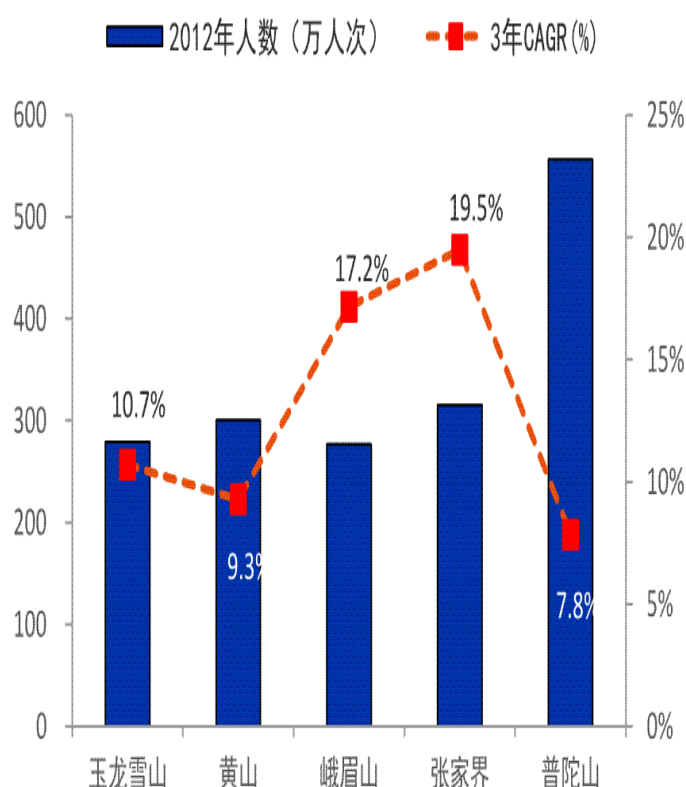


图12 国内景区接待游客情况

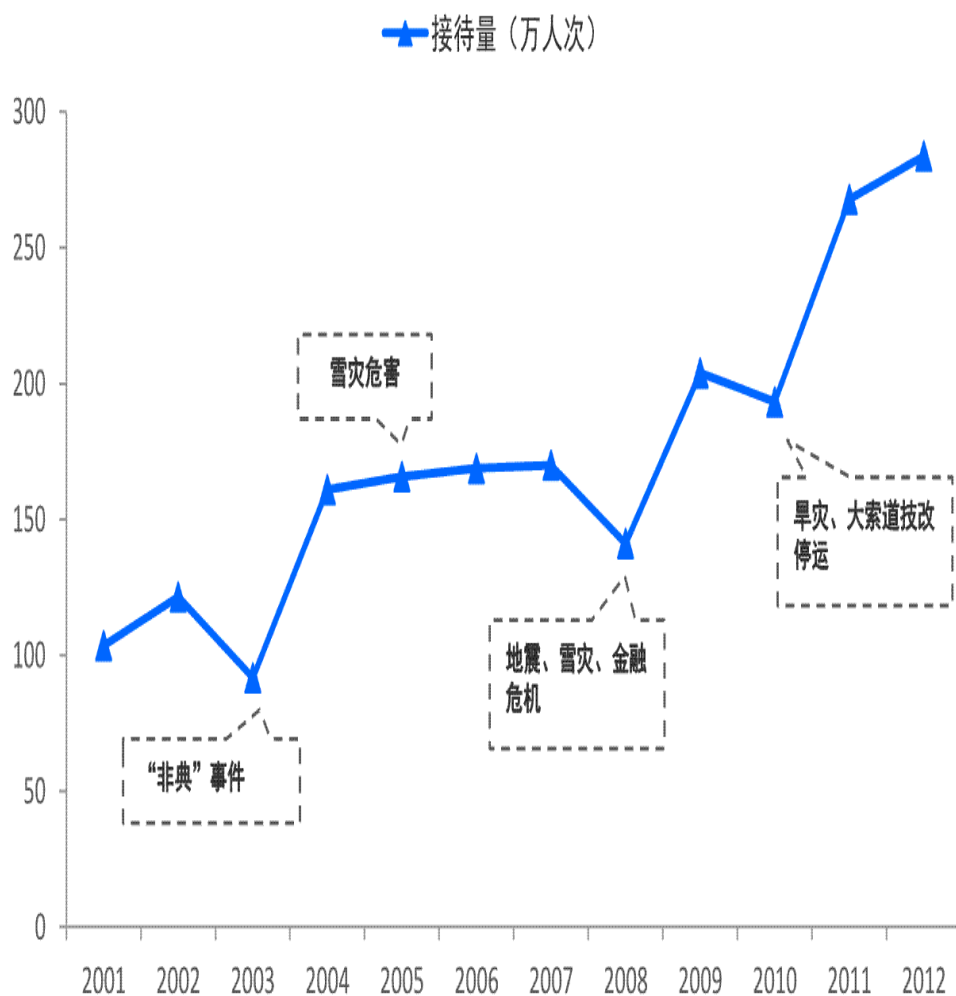


数据来源：公司公告、德邦证券

## 一 索道接待量

由于索道是依附于景区而存在的，因此索道接待人数与景区游客数量之间存在显著的正相关性。公司在玉龙雪山景区拥有唯一的索道运营权，即其三条索道也是景区全部运营的索道资源。随着景区接待游客规模持续增长，索道乘坐人数也呈现快速增长趋势。2011-2012年，公司索道合计接待人数分别为267.8万人次和283.7万人次，同比增长38.5%和6.0%；2013年1-6月为136.4万人次，同比增长9.4%。我们认为，在经历2008年地震、雪灾及金融危机之后，公司索道业务现已掠过拐点，步入快速增长通道。

图13 公司索道接待游客人数



数据来源：公司年报、德邦证券

本研报由中国最大的投资研究平台——慧博资讯 收集整理，阅读更多研报请访问 慧博资讯

汇聚成长力量 共享财富人生 [www.huibo.com.cn](http://www.huibo.com.cn)

Page 16

## 一 索道乘坐率

一般来讲，索道乘坐率，除了票价以外，主要还取决于其所处景区的代步性：代步性越弱，乘坐率越低；代步性越强，乘坐率越高。此外，我们认为，不同索道之间的替代性也将影响索道的乘坐率。

如下表所示，2006年公司索道乘坐率高达96.2%，之后两年依次回落至86.3%和74.3%，2009年又快速恢复至88.3%，而2011年和2012年更是大幅攀升突破了100%。我们认为，2008年除了外部经营环境变化之外，云杉坪索道提价（+37.5%）对当年乘坐率有一定的负面影响，而随着2010年大索道恢复运营，其接待人数保持逐年稳步增长，对于提升公司整体索道乘坐率起到十分关键作用。

表2 公司索道客流分布情况

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
玉龙雪山人数（万人次）	175	197	190	231	228	262	279
索道接待量（万人次）	169	170	141	204	193	268	284
索道乘坐率（%）	96.2%	86.3%	74.3%	88.3%	84.8%	102.4%	101.5%
玉龙雪山索道（万人次）	66	76	70	67	16	90	120
云杉坪索道（万人次）	86	76	54	128	168	170	156
牦牛坪索道（万人次）	16	18	17	9	9	9	8
玉龙雪山索道（%）	39.2%	44.8%	49.5%	32.8%	8.3%	33.5%	42.2%
云杉坪索道（%）	51.0%	44.7%	38.2%	63.0%	87.0%	63.3%	54.9%
牦牛坪索道（%）	9.7%	10.5%	12.3%	4.2%	4.6%	3.2%	2.9%

数据来源：公司公告、德邦证券

## — 索道利用率

近年来，公司索道综合运力及接待能力持续增强。2010年玉龙大索道经过技改之后，其运力与之前相比，增长了近3倍。公司目前旗下的三条索道年接待能力分别为380万人次、380万人次和96万人次，而对应于2012年实际接待量计算，其产能利用率仅为31.5%、41.0%和8.6%，表明公司索道运力的提升空间依然较大，且可以预计在短期内不会出现运载压力等问题。

表3 索道运力及产能利用率

		2008	2009	2010	2011	2012	2012	调整后
玉龙雪山索道	年最大接待量（万人次/年）	100	100	100	380	380	新云谷索道	388
	实际接待人数（万人次）	70	67	16	90	120		229
	产能利用率（%）	69.9%	66.8%	16.1%	23.6%	31.5%		59.0% 29.5%
云杉坪索道	年最大接待量（万人次/年）	380	380	380	380	380	玉屏索道	194
	实际接待人数（万人次）	54	128	168	170	156		211
	产能利用率（%）	14.2%	33.8%	44.3%	44.6%	41.0%		108.5% 54.3%
牦牛坪索道	年最大接待量（万人次/年）	96	96	96	96	96	太平索道	97
	实际接待人数（万人次）	17	9	9	9	8		51
	产能利用率（%）	18.2%	9.0%	9.3%	8.9%	8.6%		52.9% 26.4%

数据来源：公司公告、德邦证券

## 一 游客结构

2010-2012年，在公司索道接待游客中，团队游分别占到90.8%、79.8%和76.5%，依然占据着绝对优势，但散客比例已逐年上升，2011年和2012年散客人数分别同比增长204.4%和23.1%，增速要明显高于团队游。我们认为，一方面是因为国内旅游市场中自由行已逐步成为一种基本趋势；另一方面则意味着玉龙雪山景区已经日趋成熟，市场的“可接入性”不断增强。

散客占比上升，主要源于大索道接待人数的快速增长，与其它两条索道相比，该索道散客比例最高，2012年达40.9%。我们预计，散客比例逐年上升将会确定提升整个景区的“客单价”水平。

表4 公司索道游客构成

	2010		2011		2012	
	散客(人次)	团队(人次)	散客(人次)	团队(人次)	散客(人次)	团队(人次)
玉龙雪山索道	70,555	90,691	409,927	486,897	489,088	707,845
云杉坪索道	73,647	1,605,480	123,137	1,572,673	164,159	1,394,036
牦牛坪索道	33,859	55,593	9,029	76,189	14,125	68,452
索道合计	178,061	1,751,764	542,093	2,135,759	667,372	2,170,333
	散客(%)	团队(%)	散客(%)	团队(%)	散客(%)	团队(%)
玉龙雪山索道	43.8%	56.2%	45.7%	54.3%	40.9%	59.1%
云杉坪索道	4.4%	95.6%	7.3%	92.7%	10.5%	89.5%
牦牛坪索道	37.9%	62.1%	10.6%	89.4%	17.1%	82.9%
索道合计	9.2%	90.8%	20.2%	79.8%	23.5%	76.5%

数据来源：公司公告、德邦证券

## 索道提价——提价效应开始显现，主营收入和盈利水平同步上升

对于景区公司来讲，提价通常是扩大盈利空间和释放盈利能力的一种有效途径。提高票价已成为近年来景区类上市公司的普遍做法，如黄山景区分别于2005年和2009年提高门票价格，涨价幅度达54%和15%；峨眉山景区也于2003年、2008年和2013年经历了三次涨价，上涨幅度分别为50%、25%和23%。此外，作为与门票类似的景区业务，索道票价上涨也成为了一种趋势。

玉龙雪山索道分别于2003年和2013年经历了两次票价调整，上涨幅度分别为50%和20%；而云杉坪索道在2008年技改后有过一次上调，幅度为37.5%。索道提价对于公司业绩释放有着十分明显的正面影响。

表5 三大景区上市公司票价调整情况（仅统计旺季票价）

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
玉龙雪山景区	80元	80元	80元	80元	80元	80元	80元	105元(+31%)	105元	105元	105元
玉龙雪山索道	150元(+50%)	150元	150元	150元	150元	150元	150元	150元	150元	150元	180元(+20%)
云杉坪索道	40元	40元	40元	40元	40元	55元(+37.5%)	55元	55元	55元	55元	55元
牦牛坪索道	60元	60元	60元	60元	60元	60元	60元	60元	60元	60元	60元
峨眉山景区	120元(+50%)	120元	120元	120元	120元	150元(+25%)	150元	150元	150元	150元	185元(+23%)
金顶索道	70元	70元	70元	70元	70元	70元	120元(+71%)	120元	120元	120元	120元
万年寺索道	70元(+40%)	70元	70元	70元	70元	70元	110元(+57%)	110元	110元	110元	110元
黄山景区	130元	130元	200元(+54%)	200元	200元	200元	230元(+15%)	230元	230元	230元	230元
新云谷索道						160元	160元	160元	160元	160元	160元
玉屏索道	130元	130元	130元	130元	130元	160元(+23%)	160元	160元	160元	160元	160元
太平索道	130元	130元	130元	130元	130元	160元(+23%)	160元	160元	160元	160元	160元

数据来源：公司公告、德邦证券

## 一 环保基金

由于索道票价中还包含了一部分环保基金或景区建设维护费，因此索道公司的实际票价要低于名义价格。在国内，景区类上市公司，无论是门票经营还是索道运营，均需计提一定比例或金额的环保基金或景区建设维护费。如下表所示，公司三条索道均需按票价一定比例提取环保基金，上缴丽江市财政，其中玉龙雪山索道为25元/张（13.89%）、云杉坪索道为9元/张（16.36%）、牦牛坪索道9元/张（15%）。若剔除环境保护基金，公司目前三条索道的实际票价分别为155元/人次、46元/人次和51元/人次。与黄山等景区相比，公司索道环保基金的计提比例并不算低。

表6 索道计提环保基金/景区建设维护费

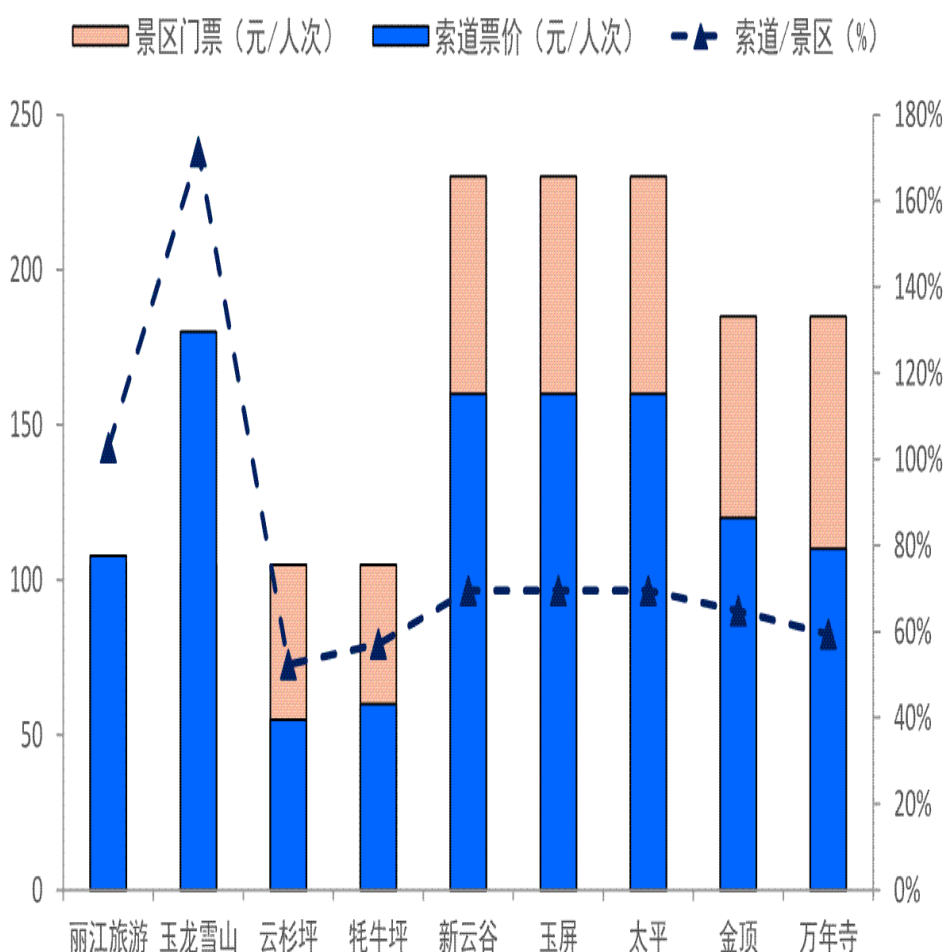
	玉龙雪山索道	云杉坪索道	牦牛坪索道	新云谷索道	玉屏索道	太平索道
索道票价（双程）	180元/人次	55元/人次	60元/人次	160元/人次	160元/人次	160元/人次
环保基金/景区建设维护费	25元	9元	9元	20元	20元	20元
提取比例（%）	13.89%	16.36%	15%	12.50%	12.50%	12.50%

数据来源：公司公告、德邦证券

## 一 索道/景区票价比

与其它景区类上市公司比较,我们认为公司目前索道价格相对于景区门票来讲整体略有偏高,如玉龙雪山索道目前双程票价为180元/人次,相对于景区门票之比为1.7倍,高于黄山旅游和峨眉山A,主要原因在于:与黄山旅游和峨眉山A不同的是,公司仅有索道经营权,而没有门票经营业务,其实际控制人玉龙雪山管委会为了更好地支持上市公司的业务发展,对景区门票调整采取了相对谨慎的做法,如横向比较来看,玉龙雪山景区门票仅为105元/人次,远低于黄山景区230元/人次和峨眉山景区185元/人次。

图14 景区索道票价/景区门票比

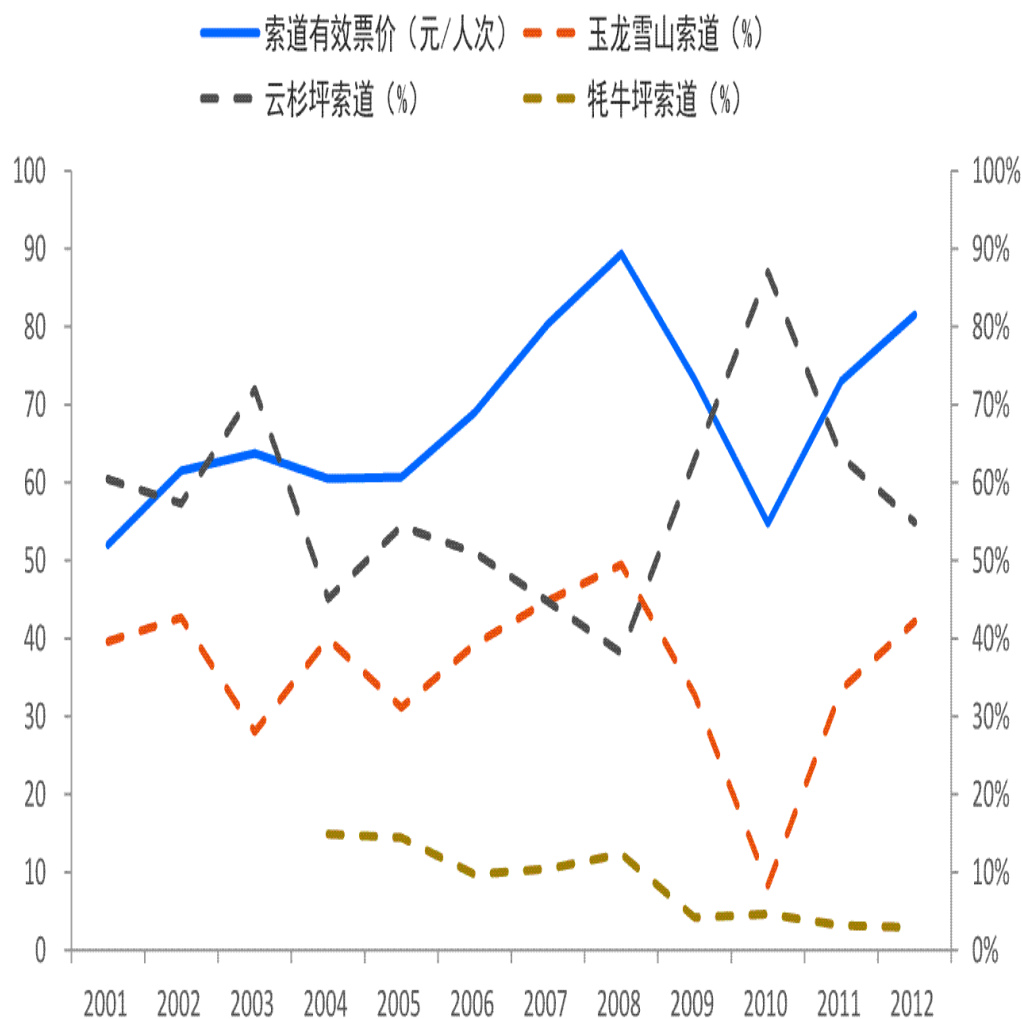


数据来源:公司公告、德邦证券

## 一 有效票价

下图所示，公司索道有效票价与玉龙大索道人数占比之间呈现着明显的正相关性。如2010年，玉龙雪山索道停运技改，其接待占比仅为8.3%，当年公司索道的综合有效票价也快速下降至55元/人次，为近年来的低点。由于玉龙大索道与云杉坪、牦牛坪两条索道之间的名义票价相差较大，因此大索道对公司有效票价水平起着关键作用。

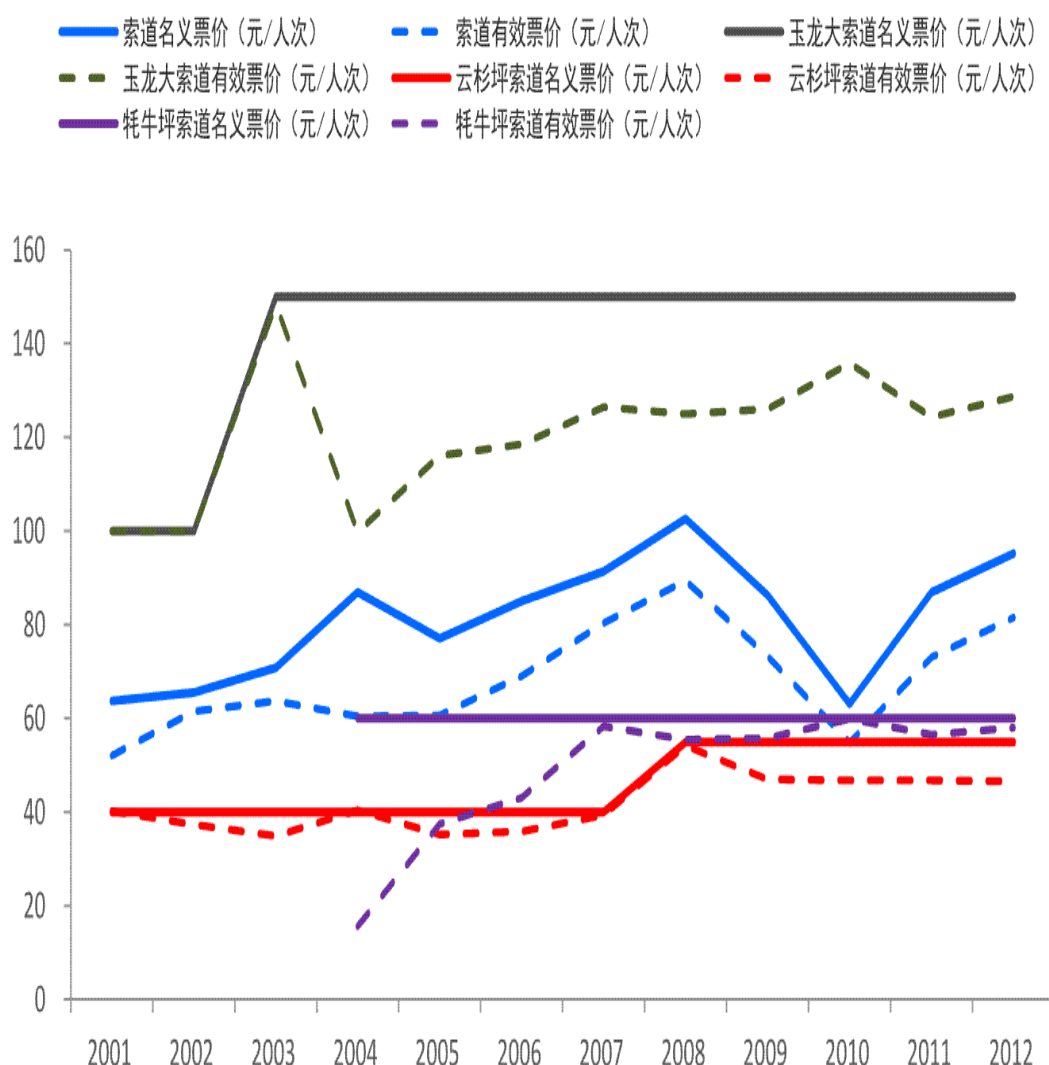
图15 公司索道有效票价



数据来源：公司公告、德邦证券

我们认为，相对于名义票价，公司索道业务有效票价尚有显著的提升空间，而2013年玉龙大索道的再次提价更是进一步拓宽了公司票价上行的余地。预计索道的提价效应将在未来几年逐渐释放。

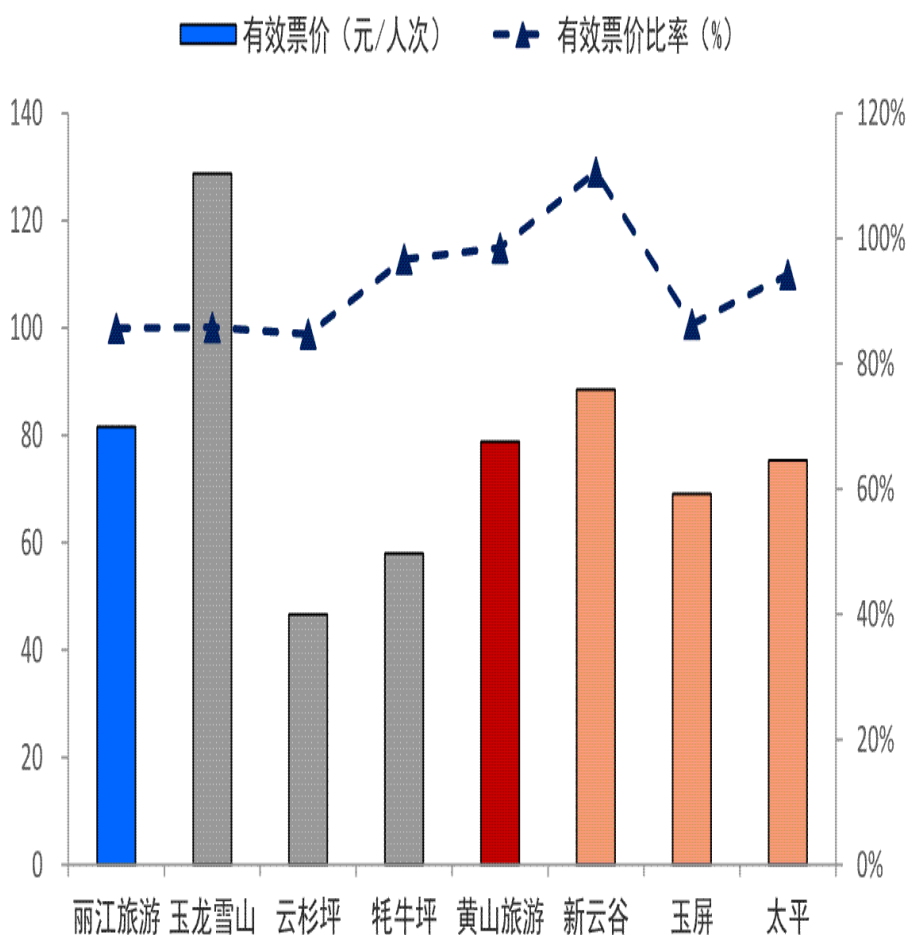
图16 公司索道的名义票价、有效票价比较



数据来源：公司公告、德邦证券

2012年，公司索道有效票价比率为85.6%，其中大索道为85.8%，云杉坪和牦牛坪分别为84.7%和96.7%，说明公司整体票价依然有15%以上的提升空间（2013年大索道提价意味着这一空间会进一步扩大）。公司有效票价比率要明显低于黄山旅游。

图17 公司索道有效票价比率

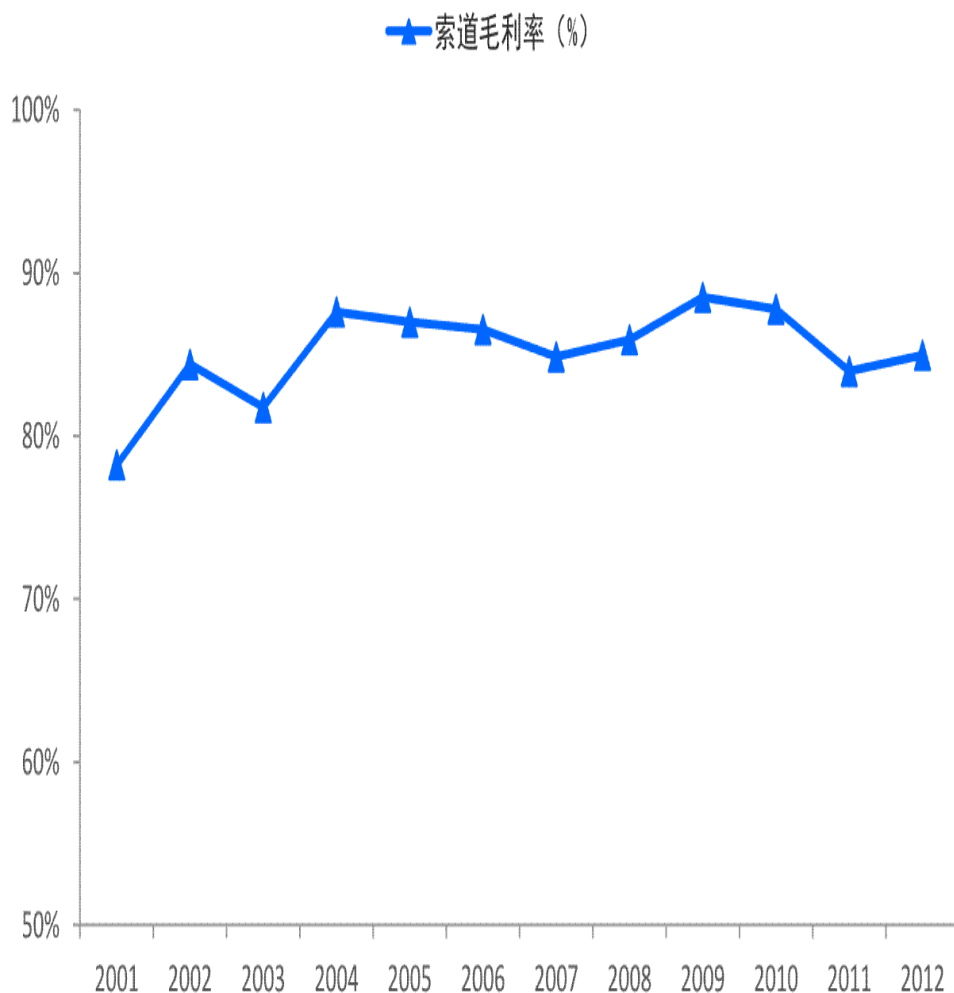


数据来源：公司公告、德邦证券

## 索道毛利率——伴随接待量的增长而稳步提升

与景区门票类似，索道经营也属于高毛利率业务。近年来，公司索道综合毛利率一直维持在85%上下或以上水平，2010-2012年分别为87.8%、84%和85%（2011年起玉龙新索道开始计提折旧，影响毛利率水平）。

图18 公司索道毛利率



数据来源：公司年报、德邦证券

公司索道业务的运营成本主要由原材料、折旧、人工成本等构成，其中折旧占比最大，2012年为54%，其次是人工成本，为21%。玉龙大索道2010年技改投入运营，设备成新率较高，计提折旧也相对较多，2012年三条索道折旧费用依次为1389万元、339万元和114万元。我们认为，随着接待人数增长、收入规模扩大，索道运营成本占比将逐步下降，从而毛利率具备进一步上行的条件。

与国内同行相比，公司索道毛利率水平较高（索道毛利率与环保基金的提取方式或比例有着一定的联系）。

图19 索道毛利率比较（2012年）

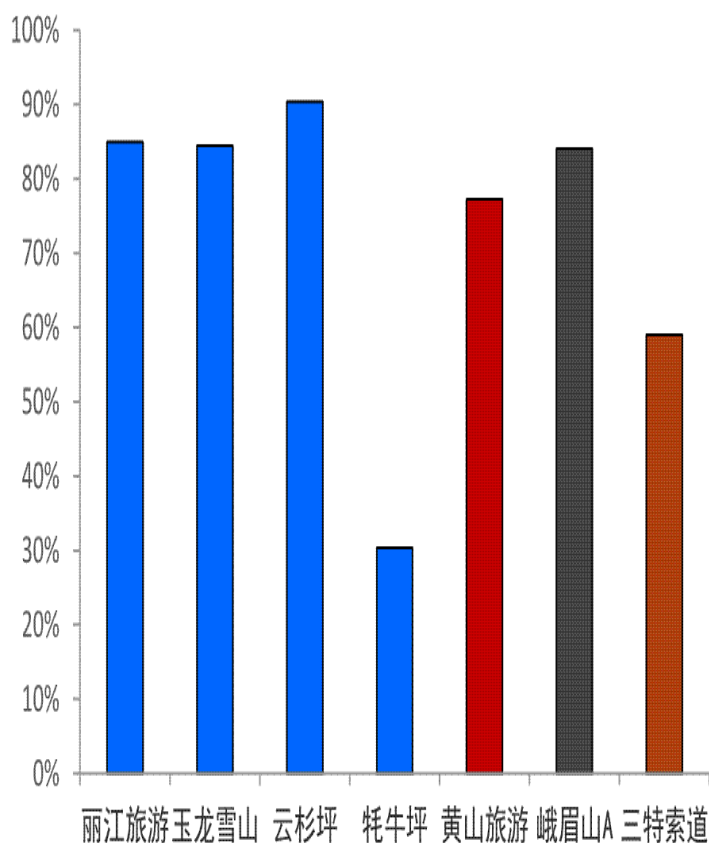
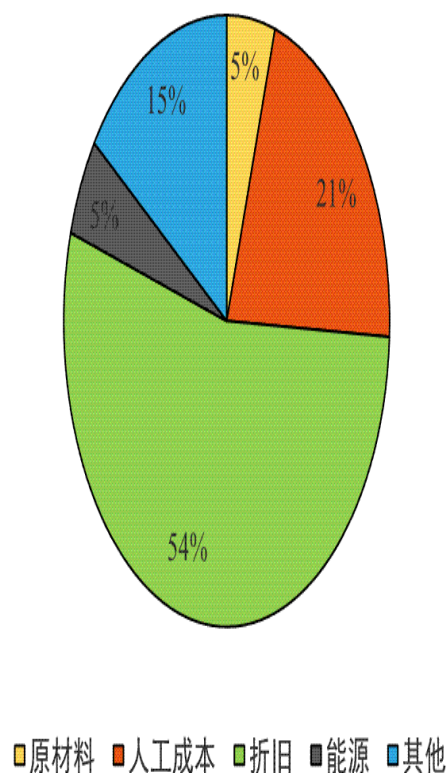


图20 公司索道运营成本构成

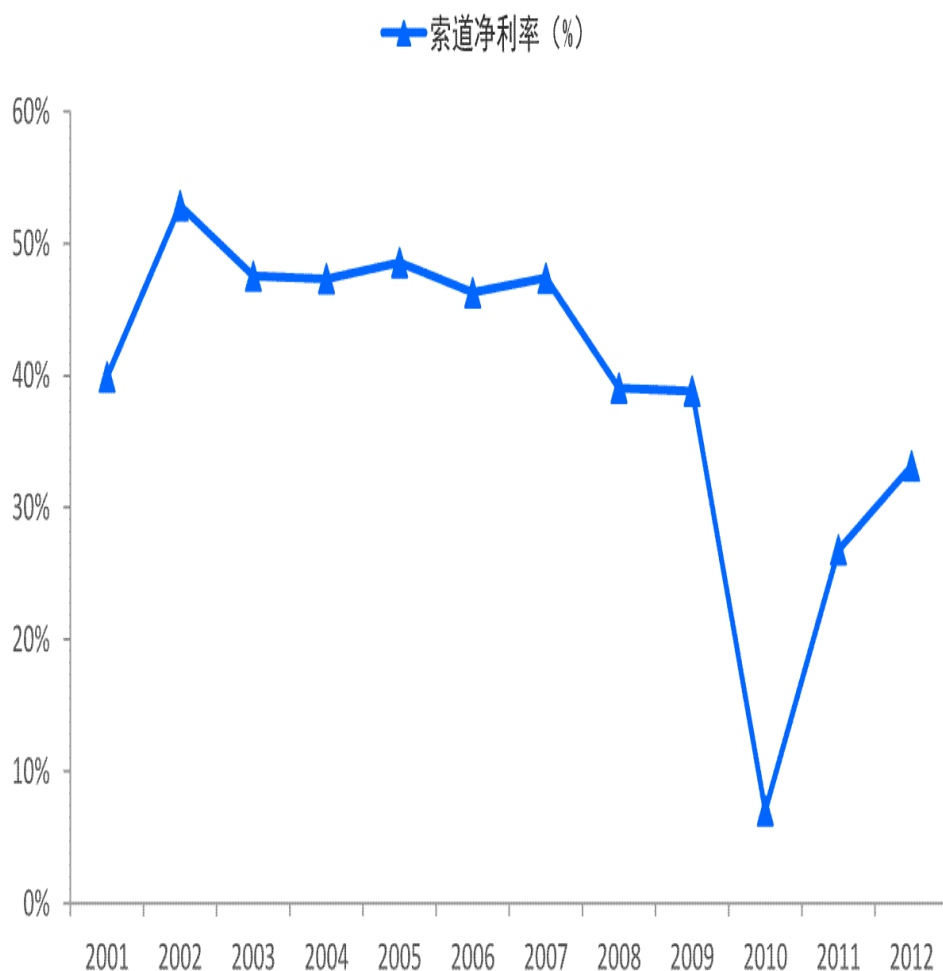


数据来源：公司公告、德邦证券

## 索道净利率——大索道业务稳步增长，提升索道整体盈利水平

公司索道净利率在2010年进入低点之后，于2011年和2012年稳步回升。索道业务的企稳将对公司未来业绩释放形成有力支撑。

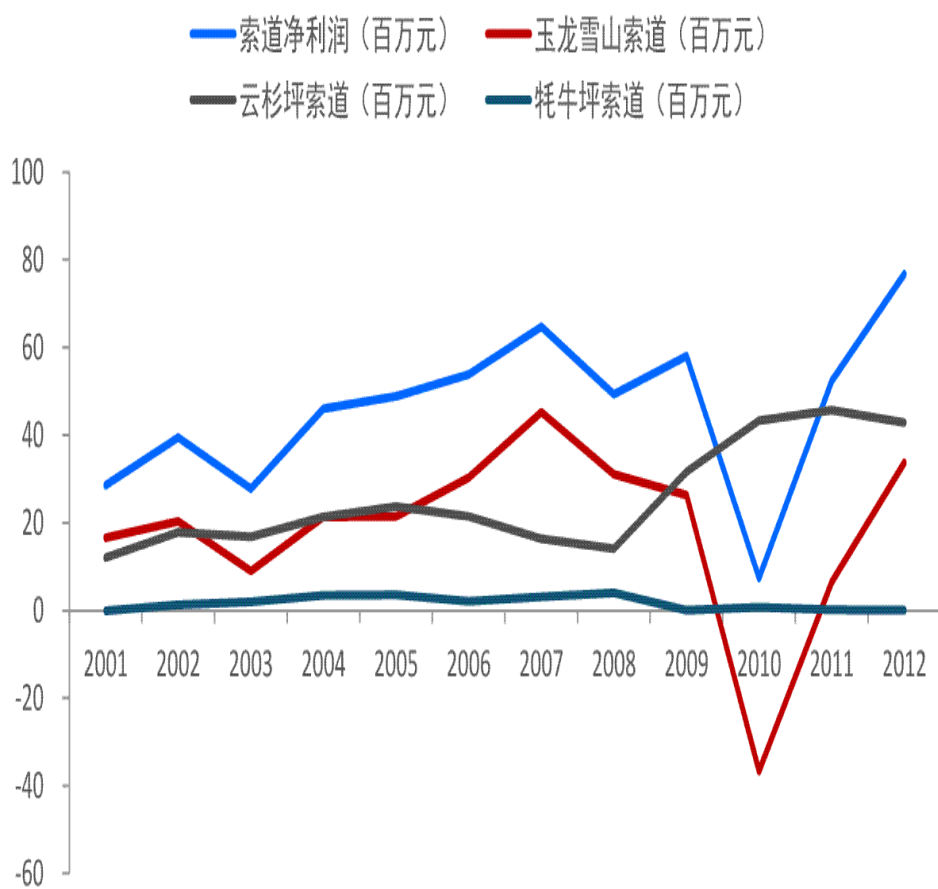
图21 公司索道净利率



数据来源：公司年报、德邦证券

公司索道净利润水平与玉龙大索道之间保持着高度一致性。2011年，玉龙索道在技改后扭亏盈利；2012年又创下了近5年来的盈利新高。我们认为，玉龙大索道业务稳步增长将同步推动公司索道净利率水平。

图22 公司索道净利润



数据来源：公司年报、德邦证券

## 演艺业务——与景区捆绑式营销，保证客流和票价

2011年12月，公司向景区公司定向增发，收购了印象旅游公司51%股权。印象演出现已构成公司第二大业务，2012年约占公司主业收入的40%，与索道接近。

印象旅游目前主要经营《印象·丽江》雪山篇原生态大型实景演出，其收入主要来源于演出门票收入，并涉及少量的演出音乐碟、书籍及小商品销售，盈利模式较为简单清晰。《印象·丽江》雪山篇实景演出由张艺谋、王潮歌、樊跃等著名艺术家策划、创作和执导，历时一年多完成编创工作，于2006年7月23日正式公演，成为了继《印象·刘三姐》取得成功之后张艺谋编创团队打造的又一旅游文化精品演出。

### 演出许可费

2005年5月31日，张艺谋导演及其创作团队与丽江市印象丽江旅游文化产业有限公司（印象旅游公司的前身）在北京签署合作协议，正式启动原生态大型实景演出《印象·丽江》雪山篇的筹划工作。根据协议及之后的补充协议，北京印象创新艺术发展有限公司拥有对演出项目著作权，印象旅游公司仅拥有现场表演权（在合同存续期间具有排他性），自2009年1月1日起，印象旅游公司将向北京印象创新公司，按月支付演出实际票房收入的9%，作为演出许可费，使用表演权至2026年7月22日。

## 演出门票价格

在门票定价方面，2008年，景区公司为了提升玉龙雪山景区品牌的整体效应，以“大玉龙”景区品牌的形式对景区内旅游资源进行统一整合，分别推出了“大玉龙”联票（220元/张）和“大玉龙+印象丽江”联票（255元/张），大大提升了玉龙雪山景区的市场知名度。《印象·丽江》雪山篇目前票价分为“大玉龙+印象丽江”团队联票110元/人次，其他团队、散客190元/人次普通票和VIP260元/人次贵宾票，儿童票减半。

表7 印象丽江销售渠道情况

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	一卡通	一卡通
结算周期	按月	按月	现金即时	现金即时
销售比例	98%		2%	

数据来源：公司公告、德邦证券

印象演出以玉龙雪山为背景，由于距离景区、大索道及云杉坪索道等较近，因此能够在营销策略、门票定价、游客行程安排等方面形成较好的协同效应。据统计来看，印象演出观众数量与景区及索道游客接待量三者之间关系相对稳定，如表所示，尤其是近两年来，印象与景区、索道人数比例大致维持在75%左右。

**表 8 印象观众与景区索道人数比较**

	2008	2009	2010	2011	2012
印象/索道 (%)	38.9%	67.9%	80.3%	75.0%	73.5%
印象/景区 (%)	28.9%	59.9%	68.1%	76.8%	74.6%

数据来源：公司公告、德邦证券

印象演出2006年公演以来一直受到了市场热捧。据统计，2008-2012年，《印象·丽江》雪山篇累计演出已超过4000场次，接待观众超过750万人次，是国内市场知名度较高的印象系列实景演出代表作，在当地具有绝对的市场占有率，也是丽江文化旅游的代名词。

**表9 印象演出场次及接待人数**

	2008	2009	2010	2011	2012
演出场次 (场)	537	923	768	905	929
接待人数 (万人次)	55	138	155	201	208

数据来源：公司公告、德邦证券

## 对标分析

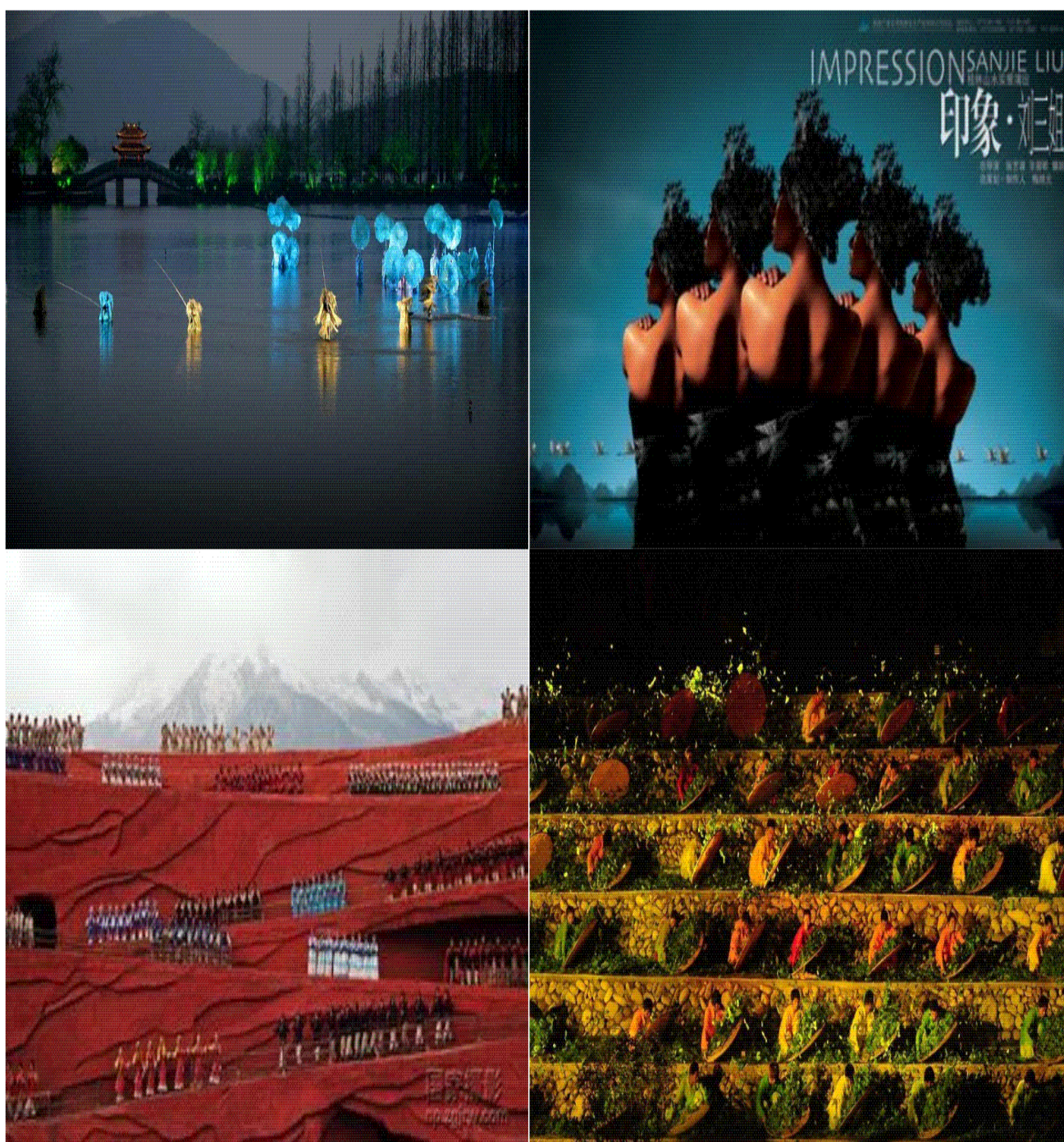
下图所示，与《印象·刘三姐》相比，《印象·丽江》在接待人数、门票收入及盈利规模等方面均具优势。

表10 印象丽江和印象刘三姐经营数据比较分析

	印象·丽江(2006年7月开演)			印象·刘三姐 (2004年3月开演)		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
票价(元/人次)	190/110	190/110	190/110	198	198	198
座位数(个)	2870	2870	2870	3500	3500	3500
演出场次(场)	768	905	929	451	549	532
观众人数(万人次)	155	201	208	113	154	151
上座率(%)		77.3%	78.2%	71.7%	80.2%	81.1%
场均人数(人/次)	2021	2219	2244	2508	2806	2838
场均收入(万元/次)	24	26	25	27	31	34
营业收入(万元)	18312	23164	23327	12150	16768	17911
净利润(万元)	6888	9756	9953	5493	8373	9593

数据来源：公司公告、德邦证券

张艺谋、王潮歌、樊跃印象系列作品在国内获得了巨大成功。下图依次为《印象·西湖》（2007年3月）、《印象·刘三姐》（2004年3月）、《印象·丽江》（2006年7月）和《印象·大红袍》（2010年1月）。



## 市场竞争风险

旅游文化演艺已构成景区旅游的重要部分，也是市场发展的一种基本趋势，能够有效填补旅游行业六大要素中“娱”这一环节。目前，在全国各大知名景区均已兴起各类文化演艺节目，其中较具影响力的有桂林、杭州、丽江和武夷山等地的印象系列，以及杭州、三亚等地的千古情系列，其它如大理《蝴蝶之梦》、西双版纳《勐巴拉娜西》都受到了市场的欢迎。在A股上市公司中，峨眉山A也在积极推出“天下峨眉”旅游演艺节目。

宋城股份是国内唯一一家以“主题公园+旅游文化演艺”为主营模式的旅游类上市公司，目前已开业文化演艺项目包括《宋城千古情》、《吴越千古情》和《三亚千古情》等，并在丽江、九寨沟、泰安、武夷山和石林等拥有多个储备项目。宋城作为国内专业的旅游文化演艺运营者，经过多年的积累和发展，其在节目创作、专业管理、营销策略、人才储备及品牌影响等领域均有一定的竞争优势。

我们认为，《印象·丽江》未来的竞争对手或许是宋城股份的《丽江千古情》。2011年10月，宋城股份成立全资子公司——丽江茶马古城旅游发展公司，拟3.34亿元投资建设丽江千古情旅游演艺项目，包括一个主题公园、丽江千古情大剧院，并在大剧院内打造一台以丽江传统文化为核心的旅游演艺精品《丽江千古情》，以及个性化的旅游休闲综合配套区“茶马古城”。该项目已于2012年2月动工，预计在2014年1季度能够对外开业。

丽江千古情景区是一座活着的茶马古城，景区距丽江古城4公里，毗邻文笔海、纳措海等自然景观和玉龙雪山遥相呼应，分为丽江千古情大剧院、马帮群雕、马帮广场、茶马古道、茶马古城、茶马驿站、马锅饭餐厅、长亭外、古道边、藏族碉楼、藏庙、白塔经幡广场、三朵神庙、纳西人家、藏族人家、白族人家、摩梭人家、傣族人家、佤族人家、丛林漂流、高科技体验馆、木府金矿、儿童游乐区、殉情纪念馆、情人谷、纳措海、纳措马场、纳措青年露营地等数十个主题区。在景区内推出的大型歌舞《丽江千古情》，是一生必看的演出，用独特的呈现方式，演绎了纳西创世纪的生命礼赞，木府的辉煌，泸沽湖边魂牵梦萦的浪漫故事，更有茶马古道和玉龙第三国的震撼与传奇。充分挖掘了丽江特质的文化元素，用文化创意的思维方式与构建方法，打造了继《宋城千古情》之后新一代的大型歌舞“秀”。



数据来源：宋城股份网站

2010-2012年，印象公司接待游客量分别为155万人次、201万人次和208万人次，同比增长12.1%、29.4%和3.8%；分别实现营业收入1.83亿元、2.32亿元和2.33亿元，同比增长16.3%、26.5%和0.7%；实现净利润为6888万元、9756万元和9953万元，同比增长-7.6%、41.6%和2.0%。2013年以来，印象演出仍然保持了良好的增势，上半年共计接待游客103万人次，同比增长6.1%。

我们认为，经过多年的演艺和创新，公司印象演出无论是接待规模还是盈利能力均已趋于稳定。2014年开业的《丽江千古情》，尽管位于丽江古城附近，与《印象·丽江》实地场景具有一定距离，但我们估计仍会对公司雪山篇的客流及票价产生一定的冲击。但若换一种视角来看，由于景区公司实行的是“大玉龙+印象丽江”联票制，且团队游客占据绝对主导，因此印象旅游依然将在定价和客流上占据主动地位。

图25 公司印象演出收入及增速

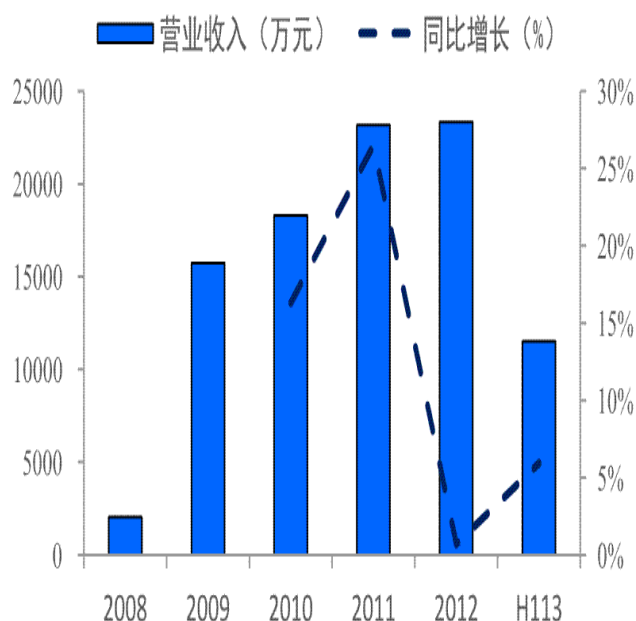
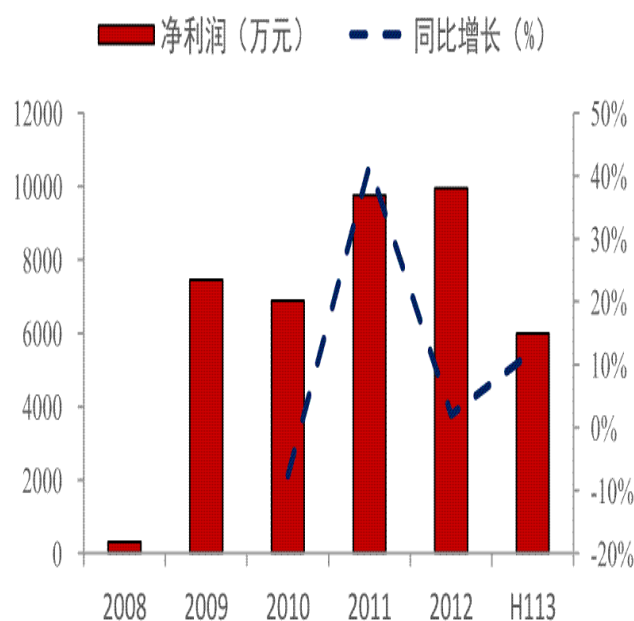


图26 公司印象演出净利及增速



数据来源：公司公告、德邦证券

## 酒店业务——立足古城，分期开发，缩短培育期

公司酒店业务主要为其100%控股的丽江和府酒店公司，分为两期：一期项目为和府皇冠假日酒店，及二期古城英迪格酒店。和府皇冠假日酒店于2009年9月21日正式对外营业，是丽江古城内唯一一家国际五星级标准的高端酒店，由全球知名酒店管理集团洲际集团负责运营管理。根据和府酒店公司规划，公司正在积极推进将皇冠假日品牌升级为洲际品牌。

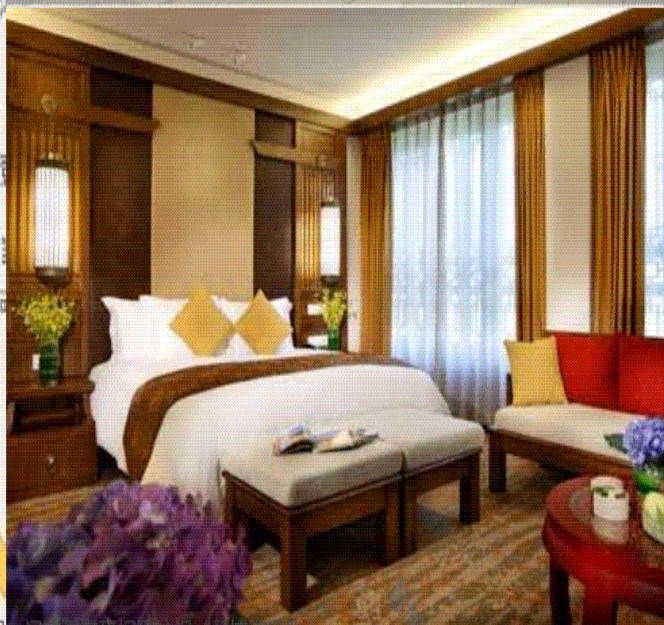
和府酒店位于丽江古城外缘西南端，占地面积76.4亩，建筑面积41795平米，酒店共有房间数约270间。和府酒店自2009年9月开业以来保持了较快地增长，酒店入住率及平均房价稳步提升，经过两年的培育，2011年正式扭亏为盈，2011-2012年分别实现净利771万元和1614万元，是公司新的业务增长点。和府二期引入了洲际酒店集团旗下“英迪格”品牌，项目位于和府一期东侧，投资总额1.6亿元，建筑面积8800平米，房间数约70间，已于2013年9月27日开业。与一期的商务功能相比，和府二期在设计上更为强调度假功能和私密性，凸显纳西民居风格和庭院风格，且整体定位高于一期。

表11 和府酒店基本情况

	和府皇冠假日酒店(和府一期)	古城英迪格酒店(和府二期)
开业时间	2009/9/21	2013/9/27
投资总额	1.6亿元	1.6亿元
占地面积	76.4亩	17亩
建筑面积	41795平米	8800平米
客房数量	约270间	约70间
酒店位置	丽江古城外缘西南端	和府酒店东侧
酒店定位	五星级高端休闲度假酒店	高端度假精品酒店

数据来源：公司公告、德邦证券

和府酒店业务与景区游客接待量呈现明显的正相关性。2013年，丽江地区游客增长依然强劲（尽管与2011年/2012年相比，其增速明显下滑，但仍然有望实现两位数增长），这在很大程度上保证了公司酒店的入住率和房价水平。我们判断，和府一期2013年RevPar将同比略有下降（入住率维持稳定，但同时平均房价同比下滑），预计全年净利润在1500万元左右；而和府二期，由于今年9月底才开业，估计约有1300万元的开办费用，全年确定将会亏损。在未来几年，依托与一期的差异化定位及两者之间协同营销，和府二期将较快速度过培育，而进入盈利通道。



本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问 慧博资讯

## 餐饮中心

玉龙雪山（甘海子）餐饮服务中心（即游客综合服务中心），位于景区的游客集散地甘海子，与印象演出相邻，是以餐饮为主，兼具展览、娱乐、购物于一体大型综合旅游休闲中心。餐饮中心建成后可同时容纳3500人就餐，分别定位于一般的观光用餐、中档和高端的商务接待等。该项目已于2013年9月20日开业。

我们认为，公司投资餐饮中心是为更好地解决景区游客庞大的用餐需求，是提升景区综合配套设施的一项举措，通过为游客提供一站式的综合服务，提升景区的档次、品牌和竞争力。基于景区每年丰富的客流基础（目前日均接待游客量超过8000人次），我们预计，该项目今后能够获得持续、稳定投资回报。

## 5596商业街

5596商业街（即丽江古城南入口旅游服务区），是集餐饮、购物、文化产品展示为一体的综合商业街。项目投资2.22亿元，建筑面积2.24万平米，其中实际可租赁面积约1.5万平米。项目即将开业。

5596商业街由和府酒店公司负责实施，未来将与和府一期和二期形成协同，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。

## 储备项目——异地布局，扩张启航，利在长远

丽江位于云南省旅游资源最为富集的滇西北地区，香格里拉生态旅游区、三江并流区域和茶马古道均是世界知名的精品旅游区，丽江作为香格里拉生态旅游区的中心地带，其旅游市场前景巨大。丽江市十二五规划将丽江定位为国际精品旅游胜地、国际文化会展基地和滇川藏大香格里拉旅游集散地。

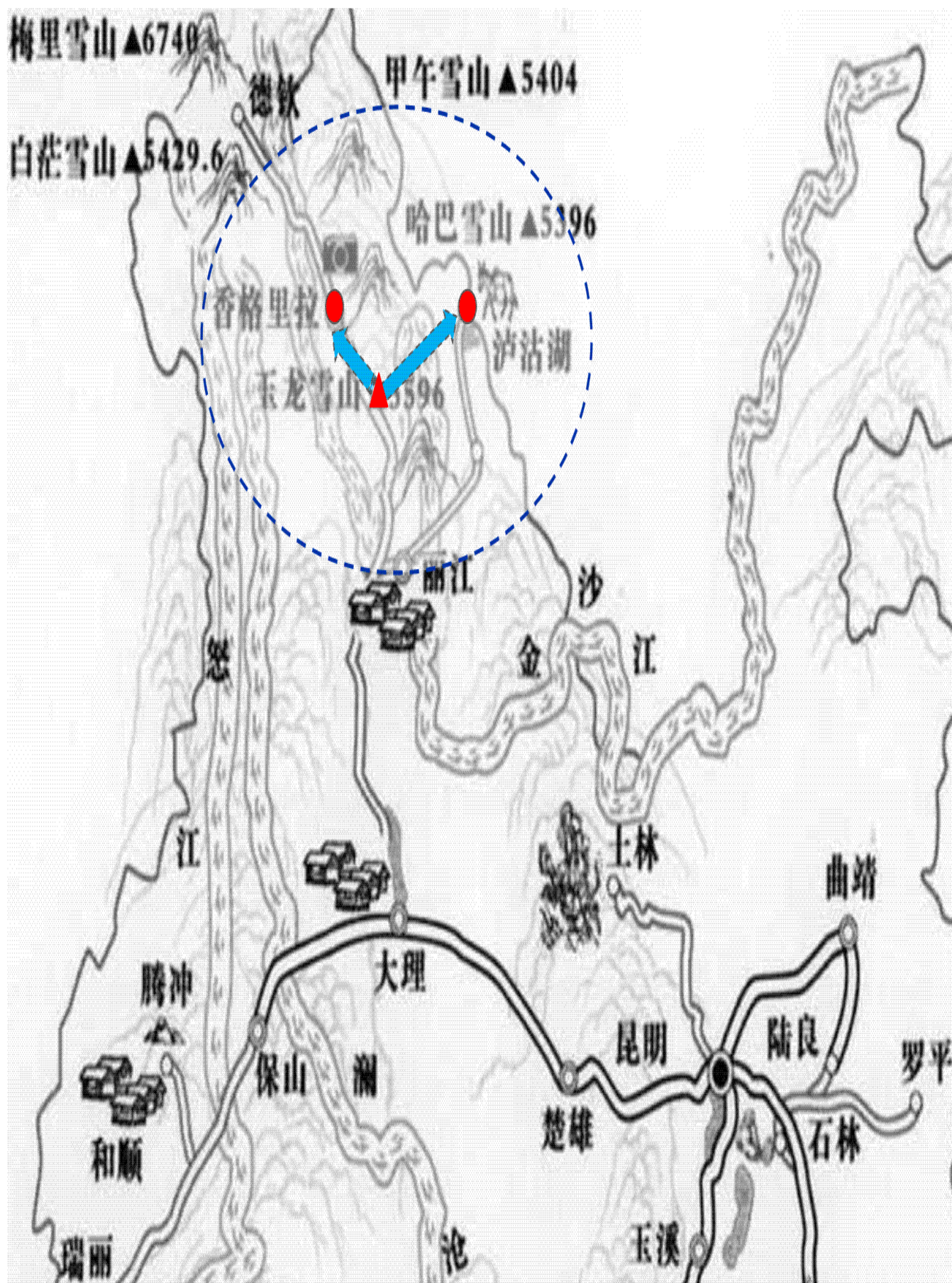
公司未来的目标是“立足丽江，延伸滇西北，辐射大香格里拉”。依据过去十几年发展路径，公司以玉龙雪山景区为核心，在索道业务的基础上，相继布局了高端酒店和文化演艺，业务布局已趋于多元化发展。而从区域分布来看，我们认为，公司的业务还比较单一，主要集中在玉龙雪山景区及附近，随着景区逐渐成熟，公司主业发展瓶颈将会不断显现。

正是基于这种考虑，公司从2012年起加大了外延扩张力度，先后签下了香格里拉香巴拉月光城、茶马古道奔子栏精品酒店及泸沽湖等项目。其中，香巴拉月光城和奔子栏酒店均位于云南省迪庆州，该州地处大香格里拉的核心区和滇川藏三省区交汇的中心点；泸沽湖景区位于丽江市宁蒗彝族自治县，景区配套日趋改善，目前正将迎来一个客流高峰。我们认为，以上三大项目正是公司谋划长远、开启新一轮增长的起点，将确信为其未来十年的发展打下基础。公司正在逐步突破丽江，成为滇西北地区旅游资源的整合者。

**表12 公司储备项目基本情况**

项目名称	开业时间	投资金额	项目内容	所在区域
香格里拉香巴拉月光城	2016年	62382万元	五星级酒店和藏文化风情体验区	迪庆州香格里拉县
茶马古道奔子栏精品酒店	2016年	4654万元	精品酒店	迪庆州德钦县
泸沽湖项目		14亿元	度假村及索道	丽江市宁蒗县
丽江古城南入口旅游服务区	2013年	22200万元	商业街	丽江市古城区
玉龙雪山游客综合服务中心	2013年	10845万元	餐饮服务中心	丽江市玉龙雪山景区

数据来源：公司公告、德邦证券



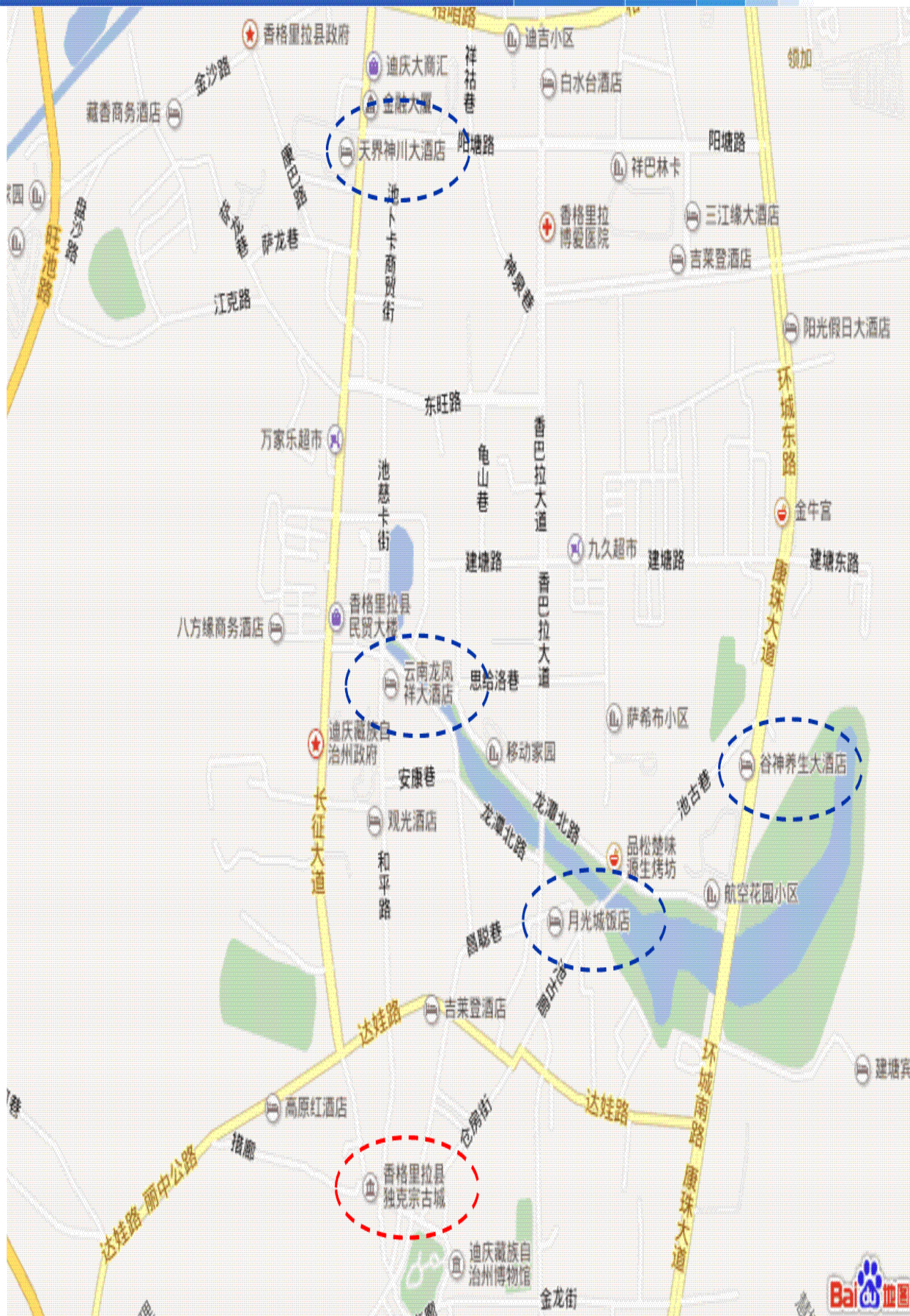
## 香巴拉月光城

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》，开发建设香巴拉月光城项目，内容包括高端度假酒店和藏文化风情体验区。该项目投资金额合计为6.24亿元，预计建设期为2年。

香格里拉位于云南省迪庆州东部，是“茶马古道”交通要地。一直以来，“香格里拉”是中国旅游的一张名片，声名早已远播全球。其境内拥有丰富的旅游资源，知名景区包括梅里雪山、哈巴雪山、东坝九仙峰、普达措及松赞林寺等。目前，每年来自国内外的游客络绎不绝。2012年，迪庆州接待游客首次突破1000万人次，实现旅游总收入95.8亿元。其中，香格里拉县接待游客757万人次，旅游收入70亿元，接待人次和旅游收入均占全州约四分之三的市场份额。

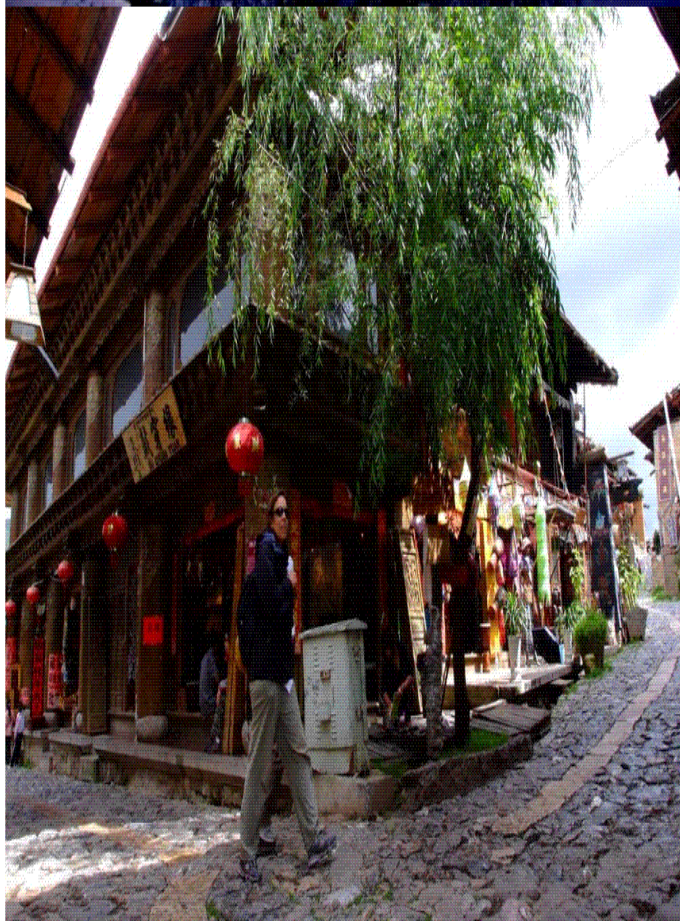
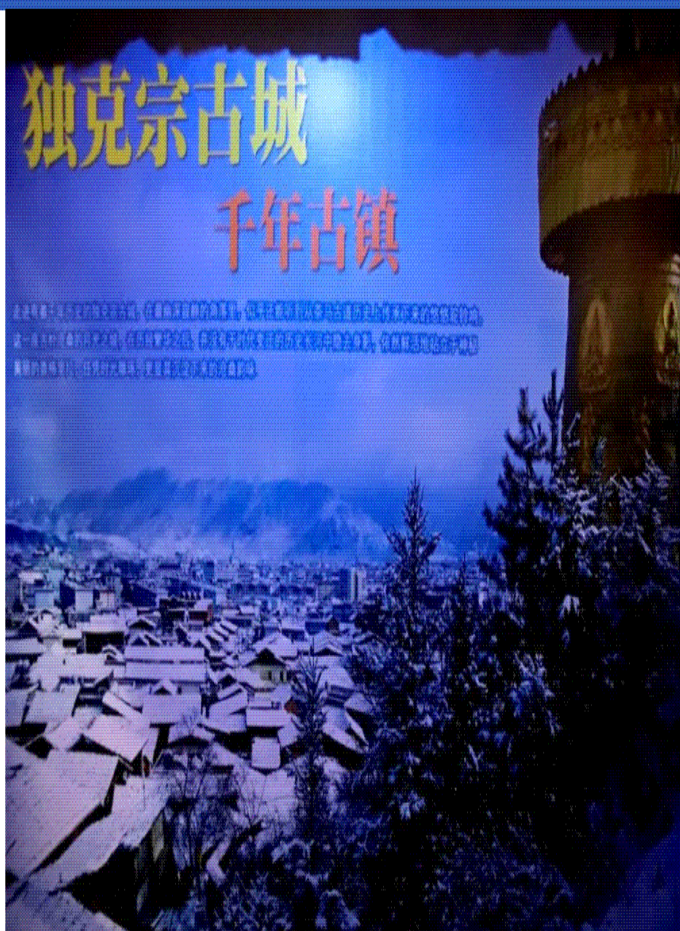
然而，与持续火爆的游客规模形成鲜明对照，香格里拉地区近年来尽管酒店、住宿等配套设施不断改善，但依旧难以满足这一巨大的市场需求，尤其是在高端酒店方面，其实际接待能力与接待游客数量之间呈现严重不匹配格局，大大影响当地旅游市场的持续增长。

我们认为，公司择机进军香格里拉，不仅能够获得预期投资收益，而且也将凭借此次布局而为之后的深度开发打下基础，项目可行且意义重大。首先，从市场的供需层面来看，目前香格里拉中高端酒店资源十分稀缺。根据携程网提供的数据，我们初略统计，该地区当前五星级酒店仅5家、四星级和三星级酒店分别为11家和13家，根本无法满足持续增长的游客需求（如下表所示）。其次，公司拟投资兴建的五星级酒店位于独克宗古城区域，与其它高端酒店错位竞争（目前独克宗古城附近的五星级酒店仅有香格里拉都吉呢咪酒店一家），将较好地弥补了这一市场缺口。此外，公司还将复制丽江“酒店+商业街”的模式，拟建一条具有藏文化风情的商业购物街，面积约1.6万平米，与度假酒店相互协同，能够起到较好的集聚客流作用。



本研报由中国最大的投资研究平台 慧博资讯 收集整理, 阅读更多研报请访问 慧博资讯





本研报由中国最大的投资研究平台 慧博资讯 收集整理, 阅读更多研报请访问 慧博资讯

汇聚成长力量 共享财富人生 [www.huibor.com.cn](http://www.huibor.com.cn)

Page 45



**表13 香格里拉地区星级酒店情况**

酒店名称	酒店位置	星级	价格 (标准间)
香格里拉松赞林卡美憬阁酒店	松赞林寺 近克纳村	5	966
香格里拉天界神川大酒店	长征路中段 (近飞马建筑)	5	980
香格里拉仁安悦榕庄	建塘镇红坡村 (大宝寺酒店)	5	1380
香格里拉金沙国际酒店	金沙路48号 (原环西路)	5	780
香格里拉都吉呢咪酒店	长征大道32号 (近独克宗古城)	5	820
香格里拉德吉央康大酒店	香巴拉大道中段 (近博爱医院)	4	158
香格里拉松赞绿谷酒店	松赞林寺旁 (近克纳村)	4	760
香格里拉阿若康巴南索达庄园	独克宗古城金龙街东廊15号 (近大龟寺)	4	1000
香格里拉圣地花间堂	独克宗古城仓房街古硕15号 (近月光广场)	4	480
香格里拉茂源酒店	香巴拉大道纳赤河旁茂源酒店 (近州政府)	4	450
香格里拉谷神养生大酒店	建塘镇康珠大道161号 (近仁安路)	4	235
香格里拉昆仑堂精品客栈	古城仓房街24号 (近独克宗县城)	4	180
云南龙凤祥大酒店	和平路 (近建塘东路)	4	390
香格里拉扎西德勒大酒店	康珠大道	4	409
香格里拉迪松央珠酒店	康珠大道香巴拉小镇入口处 (近客运站)	4	150
香格里拉高级酒店	近月光广场	4	890
香格里拉沁鑫假日酒店	坛城广场B2栋 (近独克宗古城)	3	158
美乐地·香格里拉	香格里拉县独克宗古城金龙社区东廊路26号 (大佛寺西边)	3	220
香格里拉日月林卡大酒店	建塘镇仓房社区达拉廊24号 (近康珠大道)	3	280
兰亭逸品酒店	香巴拉大道79号 (阳塘路口) (近民政小区)	3	144
香格里拉兰亭逸品特色店	香格里拉 (近214国道)	3	154
香格里拉县月光城饭店	香巴拉大道古城段11号 (近红旗路)	3	260
五悦景区连锁酒店	香格里拉县建塘镇阳塘路45号 (近独克宗古城)	3	175
吉莱登酒店	仁安路与林卡街交叉处 (近古城)	3	298
香格里拉圣地人家酒店	香格里拉县达娃路中段粮食局坡上 (近古城四方街)	3	380
香格里拉天地人和大酒店	格咱路 (近格咱路延长线)	3	120
香格里拉金海客栈	独克宗古城金龙街东廊路28号 (近迪庆藏族自治州博物馆)	3	170
香格里拉布丹格会所	康珠大道北段 (近纳赤河)	3	600
香格里拉日月心客栈	独克宗古城池廊冈11号	3	218

数据来源: 携程网、德邦证券

本研报由中国最大的投资研究平台——慧博资讯 收集整理, 阅读更多研报请访问 慧博资讯

## 奔子栏精品酒店

作为募投项目之一，公司拟投资4654万元在奔子栏建设一个藏文化特色的精品酒店，酒店客房及餐厅、娱乐等配套区域建设面积共约6800平米，约30间客房。

奔子栏位于云南省迪庆州德钦县东南部，距离香格里拉县城约80公里，海拔在2000米左右，是香格里拉方向进出德钦、梅里雪山及滇藏公路的必经之地，目前香格里拉方向至四川乡城、稻城亚丁也大都选择经过奔子栏的路线，是重要的交通节点及休息中转站。

据统计，每年进出德钦前往梅里雪山的游客约在30万人次以上，而梅里雪山平均海拔达6000米以上，在前往德钦和梅里雪山的路上，奔子栏是海拔最低的地方，游客和旅行团通常会选择在此休息、住宿，做高海拔气候适应和休息调整。

目前，奔子栏及附近区域能为游客提供住宿服务的以民宿客栈为主，条件相对较好的酒店数量稀缺，难以满足不同游客的需要。我们认为，公司投资奔子栏精品酒店将在一定程度上填补这一供需缺口，项目有望较快地度过培育期而实现盈利。

## 泸沽湖景区项目

2012年11月16日，公司与宁蒗彝族自治县人民政府、丽江泸沽湖省级旅游区管理委员会签订《宁蒗县泸沽湖牛开地度假村、里格精品度假村项目框架协议书》，拟投资14亿元在泸沽湖景区投资建设牛开地片区度假村、里格精品度假村及泸沽湖观景台索道等项目（如下表所示）。

表14 泸沽湖项目介绍

项目名称	投资金额	建造面积	项目内容
牛开地度假村	8亿元	6万㎡	国际品牌酒店、会议中心、民族文化体验区、高端度假物业、餐饮中心和水疗中心（SPA）等
里格精品度假村	4.5亿元	4万㎡	国际品牌奢华精品酒店、水疗中心（SPA）、民族风情主题休闲街和高端餐饮中心等
泸沽湖观景台索道	1亿元	-	旅游客运索道及配套设施等

数据来源：公司公告、德邦证券

从客流来看，近两年来，景区接待规模呈现强劲增长势头，2012年共计接待游客150万人次，实现门票收入3044万元，分别同比增长126%和132%；2013年1-9月，接待游客175万人次，同比增长67%，其中门票收入3590万元。泸沽湖景区游客增速已远远高于丽江及香格里拉地区。我们认为，泸沽湖正在迎来一个发展高峰，未来几年游客接待将呈现井喷。

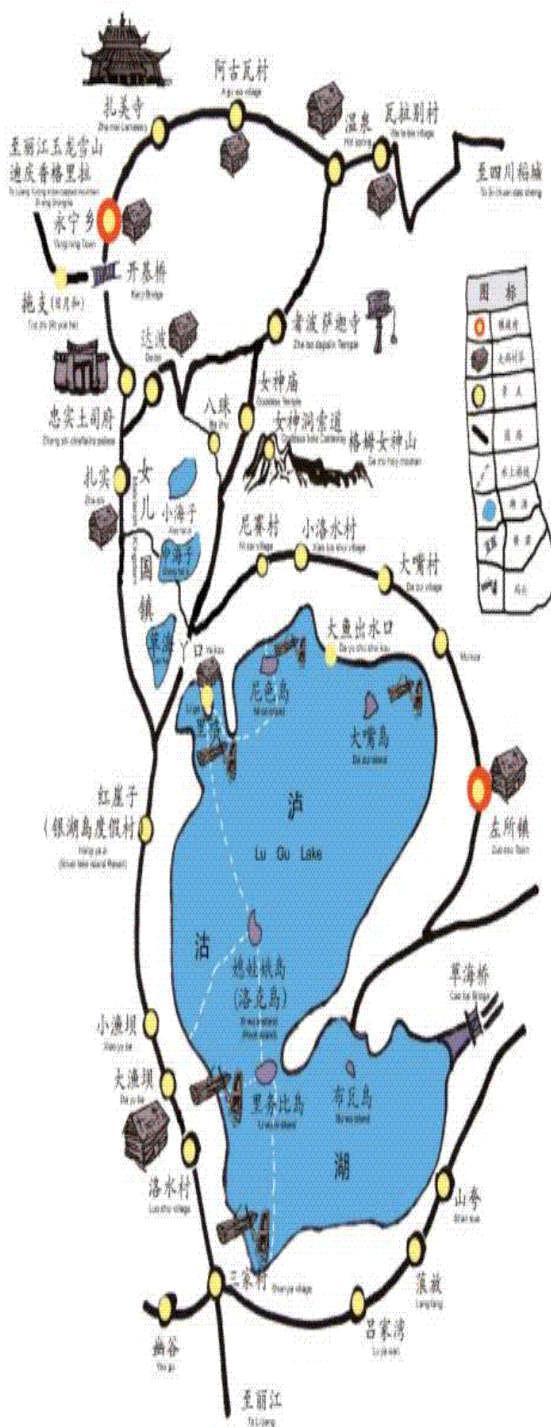
泸沽湖项目是公司未来在景区资源整合领域的又一重大举措。基于以下对景区资源禀赋、交通条件及住宿设施等要素综合分析，我们认为，公司投资度假村项目不仅具有可行性，而且从长期来看，其投资收益将十分可观。

## 一 资源禀赋优越

泸沽湖位于四川省凉山彝族自治州盐源县与云南省丽江市宁蒗彝族自治县之间，距丽江古城200多公里，距香格里拉186公里，素有“高原明珠”之称。

境内景区资源丰富，2009年11月，泸沽湖已被国家旅游景区A评委专家评定为AAAA级风景名胜区。主要景点包括泸沽湖、格姆女神山、永宁温泉、永宁扎美寺、里格岛及观景台等（如右图所示）。

与整个大香格里拉地区相比，泸沽湖的旅游资源具有一定的独特性，其更加体现的是一种静谧、柔美的景观特质。大香格里拉地区基本属于藏文化区，而泸沽湖地区则属于摩梭母系文化区，具有文化景观的唯一性。正因为这种独特性和唯一性，我们认为，泸沽湖在未来具有爆发的潜力，并有望成为继香格里拉之后又一个热门的旅游胜地。



数据来源：泸沽湖景区管委会、德邦证券

## 一 交通条件改善

交通是旅游景区发展最大的瓶颈之一。随着公路、航空等交通条件的改善，泸沽湖正迎来一次增长高峰。首先，丽江-宁蒗和宁蒗-泸沽湖高等级公路已陆续贯通。丽江-宁蒗-泸沽湖全程约220公里，原有行程需约5小时，而随着新线全面贯通，全部行程将被缩短至130公里，合计仅需3-4小时，大大节约了游客出行的时间和成本。此外，始建于2009年的泸沽湖机场也即将开通（2014年）。

图32 泸沽湖景区游客接待情况

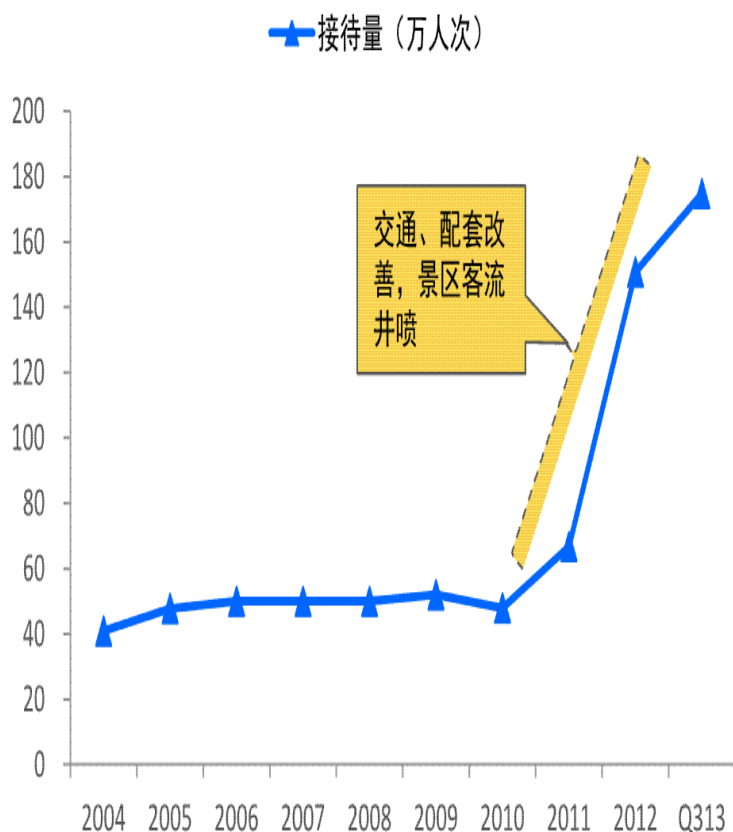
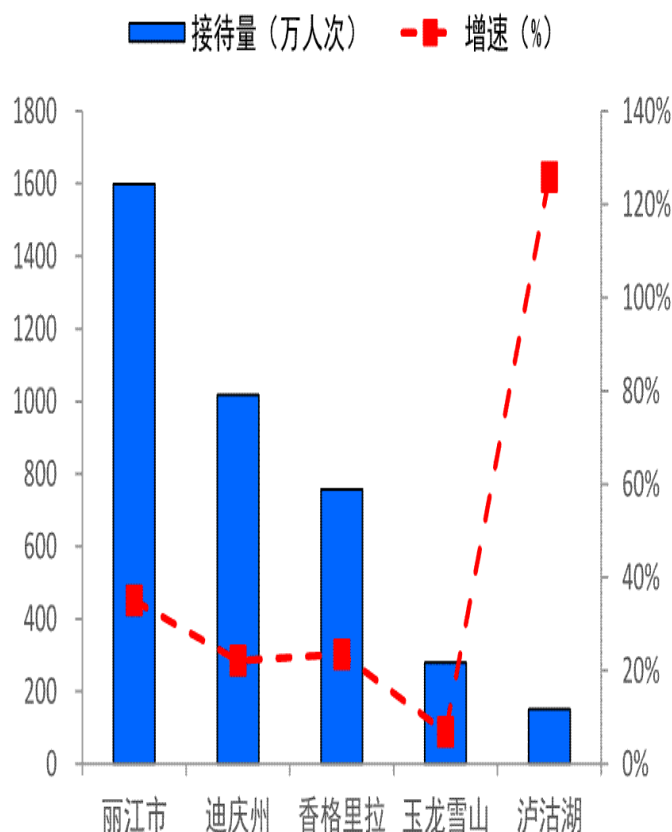


图33 景区游客接待及增长比较



数据来源：泸沽湖景区管委会、德邦证券

## 一 市场缺口巨大

泸沽湖景区处于开发的初级阶段，各类配套设施依然不够完善。目前，泸沽湖地区的住宿接待主要集中在里格村和落水村，且多为家庭旅馆式经营。根据携程网的数据统计，当前泸沽湖地区四星级和三星级酒店仅4家和5家，五星级酒店更是寥寥无几。因此，相对于持续增长的客流而言，该地区缺少高端、精品酒店，明显无法满足游客的食宿需求，酒店尤其是高端度假型酒店供需缺口十分显著。

表15 泸沽湖景区中高端酒店情况

酒店名称	酒店位置	星级	价格（标准间）
丽江泸沽湖银湖岛大酒店	红崖子片区（泸沽湖，近摩梭山庄）	4	690
丽江泸沽湖里格半岛阳光会所	里格村（泸沽湖）	4	1200
丽江泸沽湖糊涂窝客栈	泸沽湖镇博树村博凹湾子	4	专享价
丽江泸沽湖里格假日酒店	泸沽湖里格湾	4	280
丽江糊涂岁月客栈	泸沽湖大落水	3	190
丽江泸沽湖女儿国大酒店	泸沽湖落水旅游村	3	200
丽江泸沽湖思格火塘	泸沽湖镇洛洼半岛	3	450
丽江泸沽湖湖思茶屋国际青年旅舍	泸沽湖洛水下村湖边码头	3	98
丽江泸沽湖尼赛庄园	泸沽湖尼赛村尼赛庄园	3	280

数据来源：携程网、德邦证券

## 募投项目——定增已获通过，扩张帷幕正式拉开

本次非公开发行募集资金总额不超过78000万元，公司拟将扣除发行费用后的募集资金用于香格里拉香巴拉月光城项目、茶马古道奔子栏精品酒店项目和玉龙雪山游客综合服务中心项目等三个投资项目。

公司本次非公开发行已于2013年12月9日经中国证监会审核并获得通过。

表16 本次募投项目基本情况

项目名称	投资金额	实施主体	项目内容
香格里拉香巴拉月光城	62382万元	香巴拉公司	高端度假酒店和藏文化风情体验区
茶马古道奔子栏精品酒店	4654万元	香巴拉公司	一家具有藏文化特色的精品酒店
玉龙雪山游客综合服务中心	10845万元	瀚伯公司	可同时容纳3500人的餐饮服务中心

数据来源：公司公告、德邦证券

# 盈利预测——2013/14/15年EPS为0.78/0.91/1.02元，CAGR=16.5%

## 1、索道业务

我们预计，2013/2014/2015年，公司索道业务EPS（按最新股本摊薄）分别为0.485元、0.546元、0.600元，3年CAGR为24.7%，增势强劲。索道将成为公司未来3-5年业绩的主要支撑，其对公司净利贡献率由2011年35%、2012年48%上升至60%左右。公司索道业务将确定地呈现“量价齐升”的良好格局：

### ■ 外部环境持续改善，玉龙雪山游客规模快速扩大

2011-2012年，丽江地区游客接待量分别同比增长30%和35%，2013年依然保持两位数增长

### ■ 索道运力大幅增长，预计未来三年大索道产能利用率分别为40%、47%和51%

玉龙大索道在2010年技改后运力增长了近3倍，年最大接待能力达380万人次

### ■ 索道乘坐率稳定，预计未来三年将继续维持在100%以上

索道代步性强；景区营销策略有效，如大玉龙联票制等

### ■ 索道客单价提升，预计未来三年上升幅度分别16.5%、5.9%和3.7%

散客比例上升；大索道客流占比上升及大索道提价效应不断显现

### ■ 索道毛利率上升，预计2013-2015年分别为86.0%、86.3%和86.5%

接待量增长及有效票价提升

**表17 索道客流、收入及盈利预测**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
玉龙雪山景区人数 (万人次)	190	231	228	262	279	310	330	349	368	387
景区游客同比增幅 (%)	-3.5%	21.6%	-1.3%	14.7%	6.9%	10.9%	6.5%	5.7%	5.5%	5.0%
索道接待游客数量 (万人次)	141	204	193	268	284	313	331	350	369	387
索道游客/景区游客 (%)	74.3%	88.3%	84.8%	102.4%	101.5%	101.1%	100.4%	100.4%	100.3%	100.2%
索道业务收入合计 (万元)	12622	14941	10595	19569	23141	29754	33343	36564	39594	42256
索道业务毛利率 (%)	85.9%	88.5%	87.8%	84.0%	85.0%	86.0%	86.3%	86.5%	86.6%	86.4%
索道净利润合计 (万元)	4929	5801	746	5243	7672	11445	12688	13858	14951	15893
索道权益净利润 (万元)	4575	5009	-338	4100	6599	10335	11628	12781	13826	14685
玉龙雪山索道客流 (万人次)	70	67	16	90	120	154	177	195	209	220
玉龙索道/进山人数 (%)	36.8%	28.9%	7.1%	34.3%	42.8%	49.6%	53.6%	55.8%	56.8%	56.8%
名义索道票价 (元/人次)	150	150	150	150	150	180	180	180	180	180
有效索道票价 (元/人次)	125	126	136	124	129	140	143	145	148	150
玉龙雪山索道收入 (万元)	8731	8426	2189	11152	15401	21532	25204	28211	30850	32941
玉龙雪山索道毛利率 (%)		89.7%	81.9%	81.4%	84.5%	86.3%	87.0%	87.3%	87.4%	87.2%
玉龙雪山索道净利 (万元)	3108	2629	-3667	652	3370	6980	8346	9439	10342	10970
云杉坪索道客流 (万人次)	54	128	168	170	156	148	141	141	144	151
云杉坪索道/进山人数 (%)	28.4%	55.6%	73.8%	64.9%	55.8%	47.8%	42.6%	40.3%	39.2%	39.2%
名义索道票价 (元/人次)	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55
有效索道票价 (元/人次)	54	47	47	47	47	51	52	53	54	55
云杉坪索道收入 (万元)	2924	6034	7869	7935	7261	7549	7313	7453	7784	8324
云杉坪索道毛利率 (%)		90.7%	92.0%	91.0%	90.3%	90.0%	89.2%	89.0%	89.0%	89.3%
云杉坪索道净利润 (万元)	1415	3168	4335	4573	4292	4438	4243	4306	4498	4833
云杉坪索道持股比例 (%)	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
云杉坪索道权益净利 (万元)	1062	2376	3251	3430	3219	3328	3182	3230	3374	3625
牦牛坪索道客流 (万人次)	17	9	9	9	8	12	14	15	16	17
牦牛坪索道/进山人数 (%)	9.2%	3.7%	3.9%	3.3%	3.0%	3.7%	4.2%	4.4%	4.3%	4.3%
名义索道票价 (元/人次)	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
有效索道票价 (元/人次)	56	56	60	57	58	59	59	59	60	60
牦牛坪索道收入 (万元)	968	481	537	482	479	673	826	900	960	990
牦牛坪索道毛利率 (%)		40.0%	49.9%	28.0%	30.4%	32.4%	40.4%	41.0%	40.0%	37.5%
牦牛坪索道净利 (万元)	406	4	78	17	9	26	99	113	111	90
牦牛坪索道持股比例 (%)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
牦牛坪权益净利 (万元)	406	4	78	17	9	26	99	113	111	90

数据来源：德邦证券

本研报由中国最大的投资研究平台——慧博资讯 收集整理，阅读更多研报请访问 慧博资讯

## 2、印象旅游

我们预计，2013/2014/2015年，印象旅游公司贡献净利润分别为5768万元、5601万元、5024万元，按最新股本摊薄，对应EPS分别为0.271元、0.263元、0.236元，同比增幅为+13.6%、-2.9%和-10.3%。我们认为，2014年宋城《丽江千古情》的开业将对公司《印象·丽江》雪山篇产生一定的游客分流，预计三年接待量同比增速分别+7.5%、0%和-5.0%。

表18 印象旅游公司盈利预测

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
接待人数 (万人次)	55	138	155	201	208	224	224	213	213	224
有效票价 (元/人次)	37	114	118	115	112	112	110	108	108	108
<b>营业收入 (万元)</b>	<b>2034</b>	<b>15742</b>	<b>18312</b>	<b>23164</b>	<b>23327</b>	<b>25077</b>	<b>24647</b>	<b>22989</b>	<b>22989</b>	<b>24138</b>
毛利率 (%)		73.8%	74.5%	75.2%	74.8%	76.0%	75.5%	73.8%	73.7%	74.6%
<b>净利润额 (万元)</b>	<b>323</b>	<b>7453</b>	<b>6888</b>	<b>9756</b>	<b>9953</b>	<b>11310</b>	<b>10983</b>	<b>9851</b>	<b>9841</b>	<b>10551</b>
净利率 (%)	15.9%	47.3%	37.6%	42.1%	42.7%	45.1%	44.6%	42.9%	42.8%	43.7%
持股比例 (%)				51.0%	51.0%	51.0%	51.0%	51.0%	51.0%	51.0%
权益净利 (万元)				4976	5076	5768	5601	5024	5019	5381

数据来源：德邦证券

### 3、和府酒店

我们预计，2013/2014/2015年，和府酒店公司实现净利润分别为204万元、1377万元、2822万元，按最新股本摊薄，对应EPS分别为0.010元、0.065元、0.132元。其中，和府一期净利润1478万元、1655万元、1844万元，EPS为0.069元、0.078元、0.087元，同比增长-8.4%、12.0%和11.4%；和府二期EPS为-0.060元、0.017元和0.032元；5596商业街2014/2015年EPS为-0.031元和0.014元。我们认为，二期及5596商业街的相继开业将对和府公司短期盈利产生一定的负面影响，预计2013/2014年仅开办费一项就分别达1300万元左右。

和府酒店作为公司目前三大核心主业之一，是公司战略布局的一种考虑，预计2015年将是其业绩释放的时间节点。

- 和府酒店位于丽江古城，具有独特的地段优势和一定的稀缺性
- 酒店定位高端，洲际酒店管理，管理优势明显
- 和府酒店已在当地形成市场及品牌影响力
- 和府一期经营稳定，二期差异化定位，预计培育期较短

**表19 和府公司盈利预测**

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
<b>和府皇冠假日酒店</b>									
客房数 (个)	270	270	270	270	270	270	270	270	270
平均房价 (元)	571	756	914	1038	1000	1050	1103	1158	1216
入住率 (%)	42.9%	58.9%	70.4%	64.2%	65.0%	64.0%	64.5%	65.0%	65.5%
RevPar(元)	245	446	644	666	650	672	711	752	796
接待量 (万人次)	1.68	9.74	11.06	10.01	10.12	9.97	10.05	10.05	10.20
营业收入 (万元)	1021	7253	10054	10167	9855	10111	10618	11151	11711
毛利率 (%)	89.5%	69.5%	72.2%	72.3%	71.0%	72.4%	73.4%	74.4%	75.4%
净利润 (万元)	-1658	-1299	771	1614	1478	1655	1844	2048	2268
<b>丽江古城英迪格酒店</b>									
客房数 (个)					70	70	70	70	70
平均房价 (元)					1200	1300	1353	1408	1466
入住率 (%)					40.0%	55.0%	64.5%	65.0%	65.5%
RevPar(元)					480	715	872	915	960
营业收入 (万元)					538	2900	3429	3569	3716
毛利率 (%)					70.0%	70.0%	73.0%	74.0%	75.0%
净利润 (万元)					-1274	372	677	812	958
<b>丽江古城南入口旅游服务区</b>									
营业收入 (万元)						4350	5872	7340	8808
净利润 (万元)						-650	300	1101	1762
<b>和府公司</b>									
营业收入 (万元)					10393	17360	19919	22060	24235
净利润 (万元)					204	1377	2822	3962	4988

数据来源：德邦证券

## 4、公司合计

我们预计，2013/2014/2015年，公司实现收入分别为6.79亿元、8.37亿元、8.89亿元，同比增速15.2%、23.3%和6.2%；净利润分别为1.67亿元、1.93亿元、2.17亿元，同比增速21.8%、15.5%和12.5%；按最新股本摊薄，对应EPS分别为0.785元、0.906元、1.019元。我们认为，未来几年，公司索道业务接待量和客单价同步上行，将成为其业绩实现持续增长的重要支撑；而从长期来看，公司正处于对丽江乃至香格里拉景区资源的整合过程中，现有储备项目（包括香巴拉月光城、奔子栏酒店及泸沽湖等）十分丰富，尽管短期资本开支增加将影响其业绩释放，但却是公司布局长远、实现跨越式扩张的关键一步，公司有望成为未来滇西北旅游市场的整合者。

表20 公司分业务EPS（按摊薄）

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
<b>索道业务</b>	<b>0.193</b>	<b>0.310</b>	<b>0.485</b>	<b>0.546</b>	<b>0.600</b>	<b>0.649</b>	<b>0.690</b>
玉龙大索道	0.031	0.158	0.328	0.392	0.443	0.486	0.515
云杉坪索道	0.215	0.202	0.208	0.199	0.202	0.211	0.227
牦牛坪索道	0.001	0.000	0.001	0.005	0.005	0.005	0.004
<b>印象旅游</b>	<b>0.234</b>	<b>0.238</b>	<b>0.271</b>	<b>0.263</b>	<b>0.236</b>	<b>0.236</b>	<b>0.253</b>
<b>和府公司</b>	<b>0.036</b>	<b>0.076</b>	<b>0.010</b>	<b>0.065</b>	<b>0.132</b>	<b>0.186</b>	<b>0.234</b>
和府一期	0.036	0.076	0.069	0.078	0.087	0.096	0.107
和府二期			-0.060	0.017	0.032	0.038	0.045
5596商业街				-0.031	0.014	0.052	0.083
餐饮中心			-0.012	0.000	0.016	0.022	0.028
香巴拉月光城						-0.117	-0.045
奔子栏酒店						-0.009	0.005
<b>公司合计</b>	<b>0.550</b>	<b>0.644</b>	<b>0.785</b>	<b>0.906</b>	<b>1.019</b>	<b>1.002</b>	<b>1.201</b>

数据来源：德邦证券

**表21 公司分业务盈利预测**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
玉龙雪山索道	8731	8426	2189	11152	15401	21532	25204	28211	30850	32941
云杉坪索道	2924	6034	7869	7935	7261	7549	7313	7453	7784	8324
牦牛坪索道	968	481	537	482	479	673	826	900	960	990
索道业务收入合计	12622	14941	10595	19569	23141	29754	33343	36564	39594	42256
印象旅游	2034	15742	18312	23164	23327	25077	24647	22989	22989	24138
和府皇冠假日酒店		1021	7253	10054	10167	9855	10111	10618	11151	11711
丽江古城英迪格酒店						538	2900	3429	3569	3716
古城南入口旅游服务区							4350	5872	7340	8808
和府酒店收入合计		1021	7253	10054	10167	10393	17360	19919	22060	24235
玉龙雪山游客综合服务中心						681	6274	7237	8621	10616
香格里拉香巴拉月光城									6300	8500
茶马古道奔子栏精品酒店									1000	1500
其他合计	1989	2358	1197	2741	2323	2000	2100	2200	2300	2400
<b>公司收入合计</b>	<b>14611</b>	<b>18319</b>	<b>19044</b>	<b>55529</b>	<b>58958</b>	<b>67905</b>	<b>83724</b>	<b>88909</b>	<b>102863</b>	<b>113645</b>
玉龙雪山索道	3108	2629	-3667	652	3370	6980	8346	9439	10342	10970
云杉坪索道	1415	3168	4335	4573	4292	4438	4243	4306	4498	4833
牦牛坪索道	406	4	78	17	9	26	99	113	111	90
索道净利合计	4929	5801	746	5243	7672	11445	12688	13858	14951	15893
索道权益净利	4575	5009	-338	4100	6599	10335	11628	12781	13826	14685
印象旅游净利合计	323	7453	6888	9756	9953	11310	10983	9851	9841	10551
印象旅游权益净利				4976	5076	5768	5601	5024	5019	5381
和府皇冠假日酒店		-1658	-1299	771	1614	1478	1655	1844	2048	2268
丽江古城英迪格酒店						-1274	372	677	812	958
古城南入口旅游服务区							-650	300	1101	1762
和府酒店净利合计		-1658	-1299	771	1614	204	1377	2822	3962	4988
玉龙雪山游客综合服务中心						-259	0	351	462	587
香格里拉香巴拉月光城									-2500	-950
茶马古道奔子栏精品酒店									-200	100
其他合计	18	476	411	190	429	660	692	726	760	792
<b>公司净利合计</b>	<b>4593</b>	<b>3827</b>	<b>1009</b>	<b>11702</b>	<b>13718</b>	<b>16708</b>	<b>19298</b>	<b>21704</b>	<b>21328</b>	<b>25583</b>

数据来源：德邦证券

## 估值及评级——估值明显偏低，12个月目标价17元/股

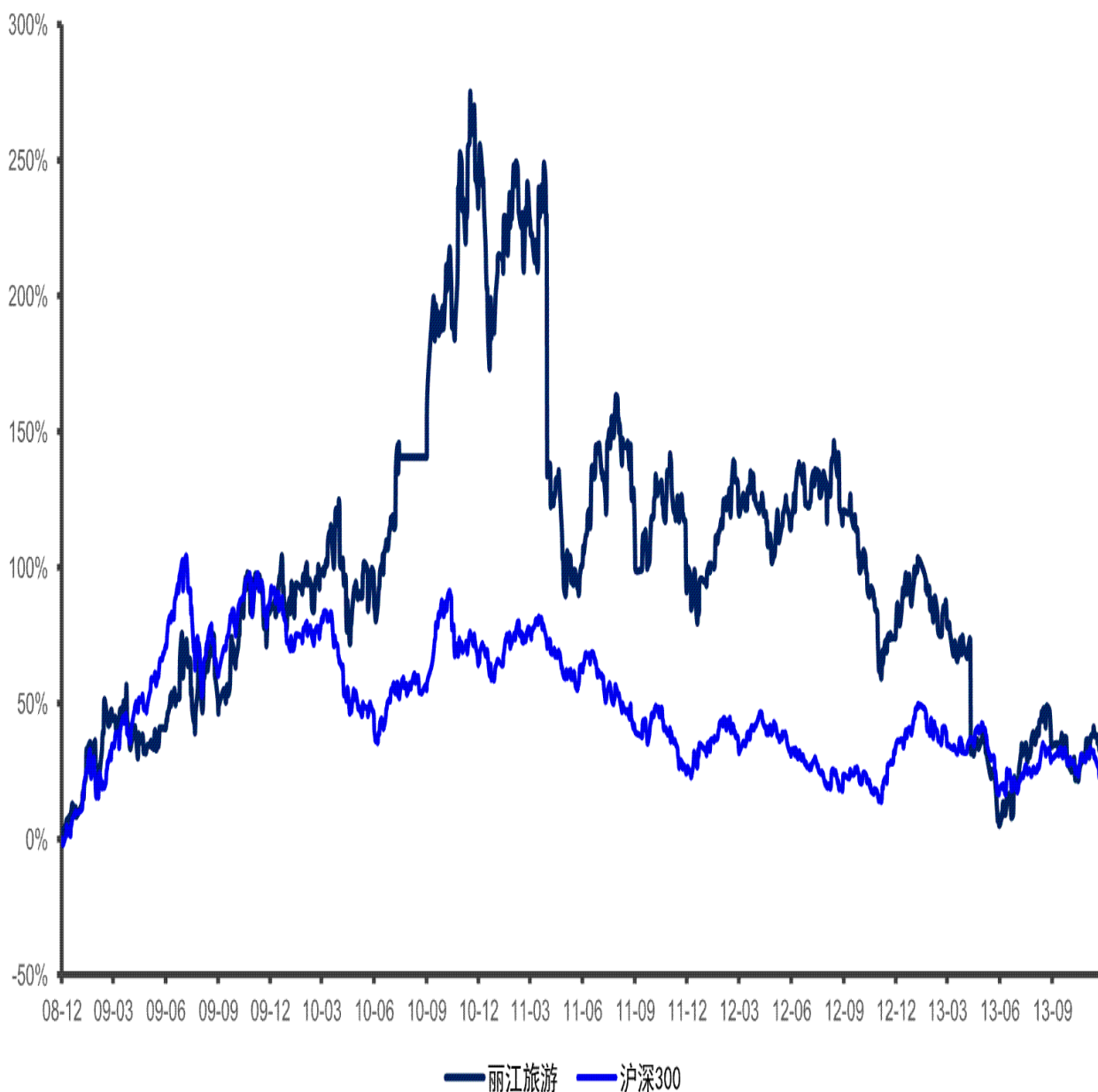
对应于目前收盘价13.16元（2013/12/26），公司2013/2014/2015年动态PE分别为16.8倍、14.5倍和12.9倍，与A股同类上市公司相比，估值明显偏低，具有较高的安全边际。给予未来12个月目标价17.00元/股。首次“买入”评级。

表22 旅游类上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	13EPS (元)	14EPS (元)	15EPS (元)	13PE (倍)	14PE (倍)	15PE (倍)	PB (倍)	14PEG
601888.SH	中国国旅	32.79	320	1.38	1.53	1.81	23.7	21.5	18.1	3.6	1.0
600138.SH	中青旅	17.37	72	0.78	0.95	1.10	22.3	18.3	15.8	2.4	1.2
002033.SZ	丽江旅游	13.16	28	0.78	0.91	1.02	16.8	14.5	12.9	2.8	0.8
600054.SH	黄山旅游	10.18	48	0.40	0.50	0.67	25.5	20.4	15.2	2.4	
000430.SZ	张家界	6.89	22	0.21	0.35	0.45	32.8	19.7	15.3	5.2	3.7
000888.SZ	峨眉山A	19.49	51	0.63	0.90	1.05	30.9	21.7	18.6	3.2	1.8
000978.SZ	桂林旅游	6.13	22	0.10	0.19	0.23	61.3	32.3	26.7	1.5	5.6
300144.SZ	宋城股份	18.56	104	0.54	0.69	0.88	34.4	26.9	21.1	3.4	1.2
002159.SZ	三特索道	15.81	19	0.25	0.36	0.50	63.2	43.9	31.6	3.6	

数据来源：Wind、德邦证券

图34 丽江旅游（002033）历年股价走势



数据来源：德邦证券

**资产负债表**

单位:百万元

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	358	637	813	1059	1083	<b>营业收入</b>	555	590	679	837	889
现金	326	597	769	1001	1023	营业成本	132	136	147	198	211
应收账款	4	5	5	7	6	营业税金及附加	25	27	32	39	41
其他应收款	1	2	2	2	3	营业费用	75	74	76	100	102
预付款项	18	22	24	33	35	管理费用	95	97	112	138	133
存货	5	10	11	14	15	财务费用	19	24	29	34	36
其他流动资产	3	2	2	2	2	资产减值损失	0	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	910	1035	1108	1356	1594	公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	16	38	38	38	38	投资净收益	4	6	7	7	7
固定资产	695	665	774	872	958	汇兑净收益	0	0	0	0	0
无形资产	66	76	90	97	103	<b>营业利润</b>	213	238	290	335	373
其他非流动资产	134	255	206	350	495	营业外净收支	-3	-2	-3	-3	0
<b>资产总计</b>	1267	1672	1922	2416	2677	<b>利润总额</b>	210	236	287	332	373
<b>流动负债</b>	250	310	209	239	258	所得税	34	40	48	56	63
短期借款	84	134	0	0	0	未确认的投资损失	0	0	0	0	0
应付账款	37	17	41	37	46	<b>净利润</b>	176	196	239	276	310
其他流动负债	129	159	168	203	212	少数股东损益	59	59	72	83	93
<b>非流动负债</b>	136	345	345	345	345	<b>归属母公司净利润</b>	117	137	167	193	217
长期借款	136	96	96	96	96	EBITDA	289	316	363	420	472
其他非流动负债	0	249	249	249	249	摊薄EPS (元)	0.55	0.64	0.78	0.91	1.02
<b>负债合计</b>	386	655	554	584	603						
少数股东权益	117	140	211	294	387						
股本	164	164	213	213	213						
资本公积	274	274	225	225	225						
留存收益	327	439	582	725	884						
归属母公司股东权益	764	877	1020	1162	1322						
<b>负债和股东权益</b>	1267	1672	1785	2040	2312						

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>					
营业收入	191.6%	6.2%	15.2%	23.3%	6.2%
营业利润	612.4%	11.5%	21.8%	15.3%	11.5%
归属于母公司净利润	1060.1%	17.2%	21.8%	15.5%	12.5%
<b>盈利能力</b>					
毛利率(%)	76.3%	77.0%	78.4%	76.4%	76.3%
净利率(%)	21.1%	23.3%	24.6%	23.0%	24.4%
ROE(%)	15.3%	15.6%	16.4%	16.6%	16.4%
ROIC(%)	17.3%	14.2%	16.4%	16.7%	16.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	30.5%	39.2%	28.8%	24.2%	22.5%
流动比率	1.43	2.06	3.90	4.43	4.19
速动比率	1.42	2.04	3.85	4.37	4.14
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.50	0.40	0.38	0.39	0.35
净资产周转率	0.81	0.72	0.72	0.77	0.72
<b>每股指标 (元)</b>					
EPS	0.55	0.64	0.78	0.91	1.02
每股净资产	4.67	5.35	4.79	5.46	6.21
每股经营现金流	1.51	1.67	1.57	1.74	1.97
<b>估值比率</b>					
P/E	18.42	15.71	16.77	14.52	12.91
P/B	2.82	2.46	2.75	2.41	2.12
P/S	2.76	3.66	3.17	3.35	3.15

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	248	273	333	370	419
净利润	176	196	239	276	310
折旧摊销	57	54	44	51	63
财务费用	19	24	29	34	36
投资损失	-4	-6	-7	-7	-7
营运资金变动	3	3	28	16	17
其他经营现金流	-3	2	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-98	-202	-107	-53	-303
资本支出	64	97	97	50	300
长期投资	2	22	0	0	0
其他投资现金流	-32	-83	-11	-3	-3
<b>筹资活动现金流</b>	-18	-54	-53	-85	-94
短期借款	34	50	-134	0	0
长期借款	-20	-40	0	0	0
普通股增加	47	0	49	0	0
资本公积增加	-27	0	-49	0	0
<b>现金净增加额</b>	132	347	173	232	21

## 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级

### 一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
- 中性 - In-Line: 预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
- 回避 - Cautious: 预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

### 二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来6个月股价涨幅 $\geq 20\%$
- 增持 - Outperform: 预期未来6个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
- 中性 - Neutral: 预期未来6个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
- 减持 - Sell: 预期未来6个月股价跌幅 $> 10\%$

## 特别声明

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司就不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。