

丽江旅游

新开项目令业绩承压，看好中长期资源布局

2014H1业绩回顾：业绩同比增长0.3%，EPS为0.31元

上半年公司营业收入3.27亿元，同比增长8.8%；利润总额1.38亿元，同比增长0.7%；归母公司净利润0.84亿元，同比增长0.3%；EPS为0.31元。

2014H1业绩分析：新开项目导致营业成本大幅增加，拖累业绩

我们认为业绩增速放缓主要源于：1) 索道客量增长主要源于票价较低的云杉坪/牦牛坪索道客量推动(+15.9%/+40.4%)，高票价的大索道客量同比下降5.3%，致索道业务毛利润增速降至2.3%，明显低于2012-2013年；2) 去年9月英迪格酒店、玉龙雪山游客服务中心、5596商业街等陆续投产，但仍处于培育期，导致营业成本同比+27.8%，明显高于收入增速(+8.8%)；3) 客量增加及龙悦餐饮新增能源费等致销售费用同比+33.8%。

2014H2展望：业绩有望好于上半年

展望下半年，我们预计，1) 在去年同期低基数的背景下，客流增速表现有望好于上半年，大索道的客流量有望环比有所改善；2) 成本压力依然较大。公司预计1-9月业绩同比增长0~30%。

估值：下调盈利预测，下调目标价至14.2元，维持“中性”评级

考虑到本次定增后新增0.69亿股(+32.3%)，加之新开项目短期令业绩承压，我们将2014-2016年EPS预测由0.86/0.96/1.01元下调至0.59/0.72/0.8元。考虑到香格里拉、泸沽湖资源价值高且具有稀缺性，我们看好公司中长期资源布局，上调中长期息税前利润增速假设3ppt，基于瑞银VCAM估值工具(WACC=9.6%)得出新目标价14.2元(原：14.5元)。维持“中性”评级。

Equities

中国

娱乐用品与服务

12个月评级 **中性**
保持**不变**

12个月目标价 **Rmb14.20**
之前: **Rmb14.50**

股价 **Rmb13.58**

路透代码: 002033.SZ 彭博代码 002033 CH

交易数据和主要指标

52周股价波动范围 Rmb14.42-11.80

市值 Rmb3.83十亿/US\$0.62十亿

已发行股本 282百万(ORDA)

流通股比例 62%

日均成交量(千股) 2,475

日均成交额(Rmb百万) Rmb31.9

普通股股东权益(12/14E) Rmb1.79十亿

市净率(12/14E) 2.1x

净债务/EBITDA NM

每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	0.86	0.59	-31.10	0.67
12/15E	0.96	0.72	-25.10	0.78
12/16E	1.01	0.80	-21.30	0.89

陈欣

分析师

S1460511050002

xin.chen@ubssecurities.com

+86-213-866 8864

重要数据(Rmb百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	555	590	667	734	803	865	941	1,010
息税前利润(UBS)	228	256	296	282	322	353	386	416
净利润(UBS)	117	137	179	167	202	225	253	277
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	0.55	0.64	0.84	0.59	0.72	0.80	0.90	1.30
每股股息(Rmb)	0.12	0.12	0.12	0.14	0.16	0.18	0.21	0.23
现金/(净债务)	106	118	31	908	1,008	1,135	1,313	1,503
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	41.1	43.3	44.4	38.4	40.0	40.8	41.1	41.2
ROIC(EBIT)(%)	27.9	32.3	34.1	27.4	30.6	31.9	32.2	32.3
EV/EBITDA(core)x	12.3	10.4	7.9	8.7	7.7	6.9	6.1	5.4
市盈率(UBS,稀释后)(x)	34.6	24.6	15.5	22.9	19.0	17.0	15.1	10.4
权益自由现金流(UBS)收益率%	4.5	0.3	0.3	1.2	4.3	5.1	5.9	6.7
净股息收益率(%)	0.6	0.7	0.9	1.0	1.2	1.4	1.5	1.7

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据2014年08月15日15时56分的股价(Rmb13.58)得出。

投资主题

丽江旅游

投资理由

公司目前在丽江拥有索道、演艺、酒店三大核心业务，并计划向香格里拉和泸沽湖拓展高端度假酒店业务。我们认为丽江现有业务发展趋于成熟，增长趋于稳定。丽江周边新兴景区开始发展，可能对公司构成一定的竞争冲击。位于香格里拉和泸沽湖的高端度假酒店项目的建设周期较长，未来两三年资本开支将加大，可能造成公司资本回报率下降，从而对估值构成压力，给予“中性”评级。我们基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型 (WACC=9.6%) 得出目标价 14.2 元。瑞银 2014-16 年 EPS 预测为 0.59/0.72/0.8 元，市场一致预期为 0.64/0.75/0.84 元。

乐观情景

若天气情况良好，国内旅游市场持续景气，假设 14-15 年进山游客量年均增速达 10%，并且 100% 的游客乘坐索道，那么我们估算 14-15 年索道收入平均上升 12%，每股估值可能升至 17.2 元。

悲观情景

反之，若天气情况差或遭遇自然灾害等因素影响，我们假设 14-15 年进山游客量年均增速约 2%，并且 85% 的游客乘坐索道，那么我们估算 14-15 年索道收入平均下降约 11%，每股估值可能降至 11.3 元。

近期催化剂

- 1) 客流量数据超预期/低于预期;
- 2) 新开项目盈利能力超预期/低于预期;
- 3) 位于香格里拉和泸沽湖的项目进展快于预期/不达预期。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb14.20

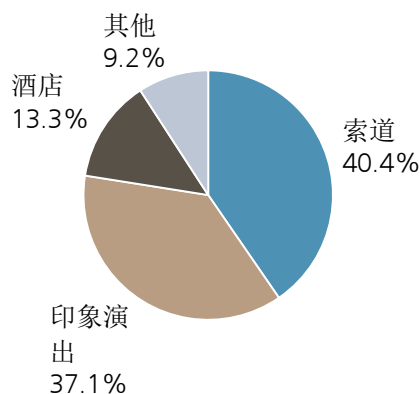
公司简介

公司是滇西北地区旅游服务企业龙头，业务涉及索道运输、文化演艺、酒店经营、汽车运输等。公司拥有玉龙雪山的三条游览索道，以及于 09 年 9 月开业的丽江和府皇冠假日酒店。公司于 11 年底完成了对印象旅游公司 51% 的股权收购，进一步完善了公司的产业链。

行业展望

我们看好休闲旅游行业的长期成长性，受益于居民收入增长带来的消费升级，交通环境改善，休假制度的完善。公司拥有独特的旅游资源和相对完整的旅游产业链，有望受益于大众休闲旅游需求的兴起。

收入按业务分布，2014H1 (%)



来源：公司公告

各类业务的毛利润

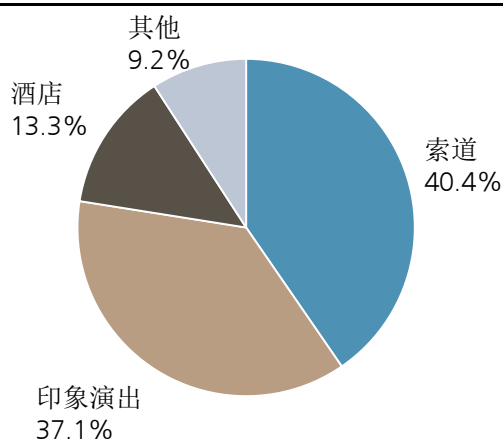
单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
印象演出	174	171	183	187	197
索道	193	246	283	324	354
酒店	72	75	66	87	98
其他	14	16	10	12	15
合计	454	508	542	610	663

来源：公司公告、瑞银证券估算

2014H1 业绩分析：大索道客流负增长、新开项目成本压力拖累业绩

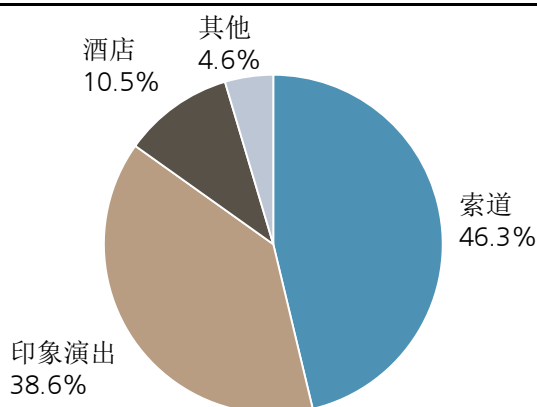
公司收入主要来自索道运输（40.4%）以及印象演出（37.1%）。上半年，索道业务毛利润贡献占比 46.3%，依然是公司首要利润来源，印象演出占比 38.6%居次，酒店业务及其他业务分别占比 10.5%/4.6%。

图表 1: 2014H1 公司收入构成



来源: 公司数据

图表 2: 2014H1 公司毛利润构成



来源: 公司数据

2014H1 公司实现毛利率 74.2%，同比下滑 3.8ppt；净利润率 25.5%，同比下降 2.2ppt。我们分析，盈利水平降主要源于：1）上半年公司三条索道合计接待容量 145.1 万人次，同比+6.7%，但主要源于票价较低的云杉坪/牦牛坪索道容量推动（+15.9%/+40.4%），高票价的大索道容量同比下降 5.3%，致索道业务毛利润增速大幅下滑至 2.3%，明显低于 2012-2013 年（22.7%、32.3%）。2）去年 9 月英迪格酒店、玉龙雪山游客服务中心、5596 商业街等陆续投产，但仍处于培育期，导致营业成本同比+27.8%，明显高于收入增速（+8.8%）。3）容量增加及龙悦餐饮新增能源费等导致销售费用同比增长 33.8%。

图表 3: 2014H1 公司各业务的营业收入和毛利率变化情况

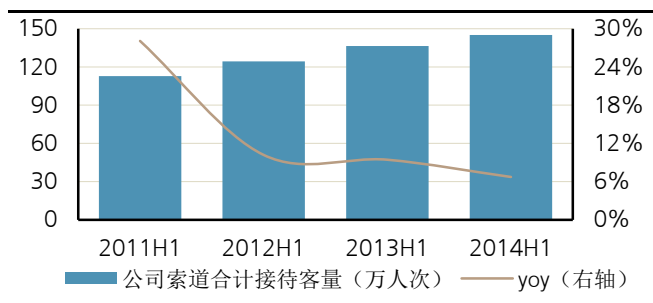
	营业收入 (百万元)	yoy	毛利率	变化
索道运输	132.2	2.7%	85.0%	-0.3ppt
印象演出	121.4	5.5%	77.2%	+0.5ppt
酒店经营	43.7	4.9%	58.7%	-10.3ppt
其他	30.0	95.0%	37.3%	-14.3ppt
合计	327.3	8.8%	74.2%	-3.8ppt

来源: 公司数据

索道业务：大索道客流负增长致索道业务毛利润仅个位数增长

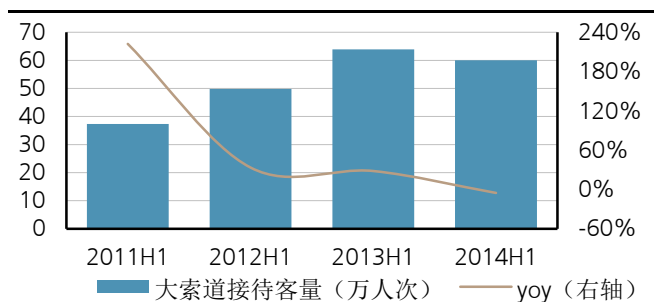
索道业务固定成本比例高，单条索道容量决定其盈利水平。2014H1，公司三条索道共计接待容量 145.1 万人次（YoY +6.7%）。其中占比索道收入约 7 成的大索道接待容量约 60 万人次，同比下降 5.3%，云杉坪、牦牛坪索道容量分别同比增长 15.9%、40.4%。

图表 4: 2011-2014H1 公司索道合计接待客量及其增速



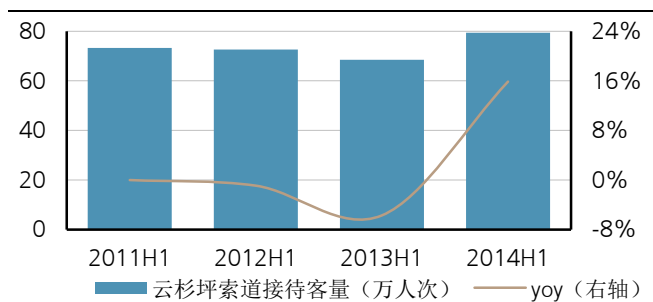
来源: 公司数据

图表 5: 2011-2014H1 大索道接待客量及其增速



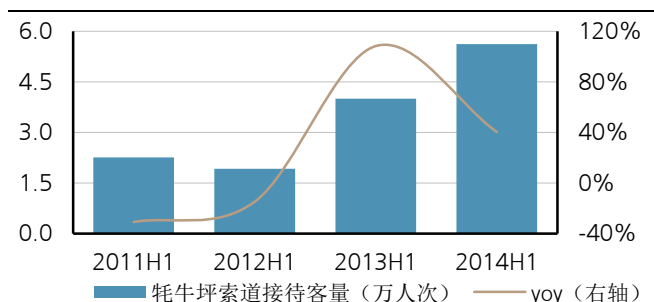
来源: 公司数据

图表 6: 2011-2014H1 云杉坪索道接待客量及其增速



来源: 公司数据

图表 7: 2011-2014H1 牦牛坪索道接待客量及其增速

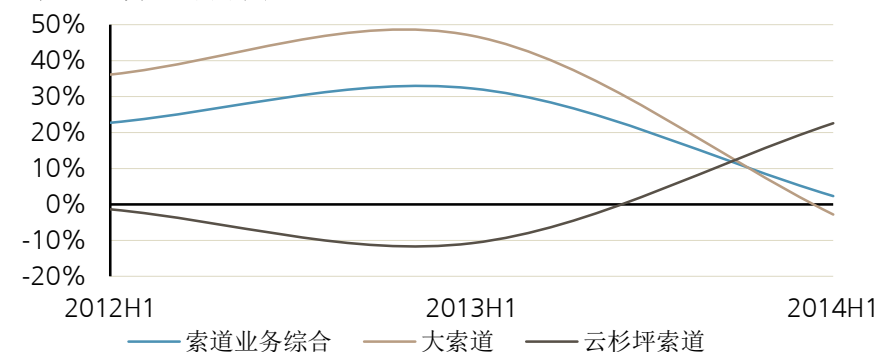


来源: 公司数据

大索道客单价 180 元，明显高于团客占比较高的云杉坪索道客单价（55 元），加之前者客量占比较高（2014H1 占比 41.4%），2014H1 大索道客量下滑导致索道业务毛利润增速明显下滑至 2.3%。我们预计，下半年在去年低基数的基础上，加之暑期旺季到来，大索道客流增速有望环比有所改善。

图表 8: 2014H1 索道业务毛利润同比仅增 2.3%

索道业务毛利润增速

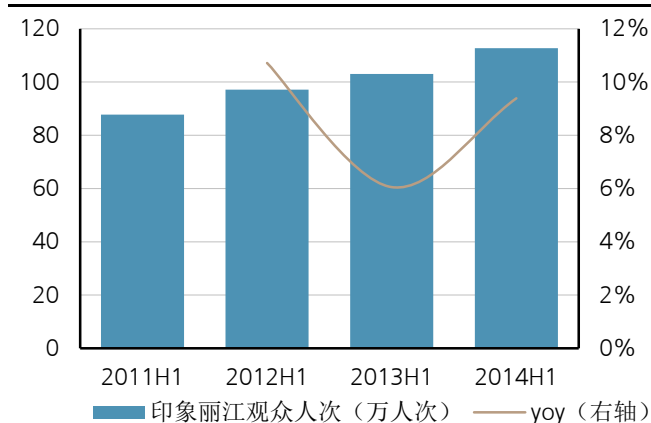


来源: 公司数据

印象演出：观众人次同比+9.4%，我们测算上座率 82%

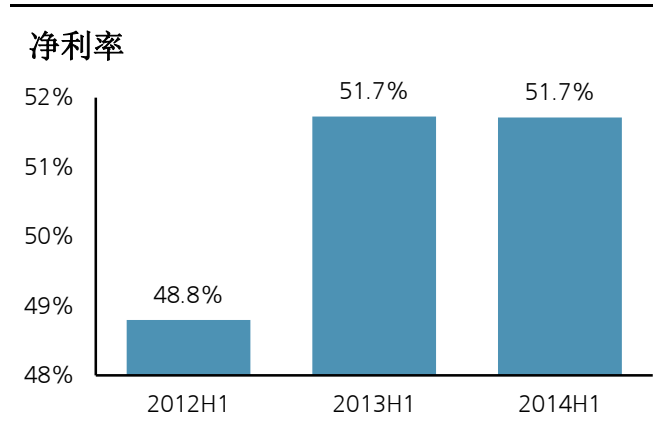
2014H1 印象丽江演出场次共计 479 万场，接待客量约 113 万人次，同比增长 9.4%。我们测算，上座率为 82%。该业务上半年实现净利率 51.7%，与去年同期基本持平。

图表 9: 2011-2014H1 印象演出观众人次及其增速



来源: 公司公告

图表 10: 2011-2014H1 印象演出净利率



来源: 公司公告

中长期展望：看好公司资源布局

公司本次定增募集资金计划分别投入香格里拉香巴拉月光城、茶马古道奔子栏精品酒店、玉龙雪山游客综合服务中心三个项目。其中玉龙雪山游客综合服务中心已经投入运营。我们预计，月光城、奔子栏酒店有望分别于 2015 年底、2016 年底投产。香格里拉旅游开发价值高，属于核心资源，具有稀缺性。公司数据显示，迪庆（香格里拉所属自治州）单客收入仅为丽江的 3/4，市场空间大。我们认为，新项目投产带来的成本造成的业绩压力在所难免，中长期来看，我们仍看好公司资源布局。

图表 11: 本次定增募集资金用途（百万元）

项目名称	投资总额	自有资金投入	募集资金投入
香格里拉香巴拉月光城项目	623.8	15.0	608.8
茶马古道奔子栏精品酒店项目	46.5	4.1	42.4
玉龙雪山游客综合服务中心项目	108.5	26.5	82.0
合计	778.8	45.6	733.3

来源: 公司公告

估值：下调盈利预测，下调目标价至 14.2 元，维持“中性”评级

考虑到本次定增后新增 0.69 亿股 (+32.3%)，加之新开项目短期令业绩承压，我们将 2014-2016 年 EPS 预测由 0.86/0.96/1.01 元下调至 0.59/0.72/0.8 元。考虑到香格里拉、泸沽湖资源价值高且具有稀缺性，我们看好公司中长期资源布局，上调长期盈利假设，基于瑞银 VCAM 估值工具 (WACC=9.6%) 得出新目标价 14.2 元 (原: 14.5 元)。维持“中性”评级。

图表 12: 公司 VCAM 估值概要

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	282.3	321.6	352.6	386.3	415.8	444.5	467.3	490.3	513.2	535.9
折旧及摊销 *	69.4	73.6	80.6	87.2	93.4	99.7	103.3	106.7	109.9	112.8
资本支出	(176.4)	(176.5)	(176.5)	(176.5)	(176.5)	(173.4)	(185.8)	(198.6)	(211.9)	(225.7)
运营资本变动	0.6	(1.0)	(0.5)	(0.3)	(0.3)	(1.3)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
所得税(营运)	(49.2)	(56.0)	(61.4)	(67.2)	(72.3)	(111.1)	(116.8)	(122.6)	(128.3)	(134.0)
其他	(13.4)	(13.8)	(12.4)	(15.1)	(14.0)	(14.8)	(15.4)	(16.0)	(16.6)	(17.2)
自由现金流	113.3	148.0	182.5	214.5	246.2	243.6	252.2	259.4	265.8	271.4
增长		30.6%	23.3%	17.5%	14.8%	-1.1%	3.5%	2.8%	2.5%	2.1%

估值	
明计现金流现值	2,285.3
期末价值(第25年)现值	1,087.9
企业价值	3,373.2
占永续价值百分比	32%
联营公司及其他	39.0
-少数股东权益	174.3
现金盈余**	707.0
-债务***	246.4
权益价值	3,698.5
已发行股数 [m]	281.8
每股权益价值 (Rmb/股)	13.10
权益成本	9.6%
股息收益率	1.1%
1年期目标价 (Rmb/股)	14.20

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	6.5%	6.0%	6.0%
息税前利润率	38.0%	36.0%	36.0%
资本支出/销售收入	16.0%	19.0%	22.5%
投资资本回报率	19.4%	17.7%	14.1%

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年期预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	9.6x	8.5x	8.9x
企业价值 / 息税前利润	11.9x	10.5x	11.0x
自由现金流收益率	3.4%	4.4%	4.0%
市盈率(现值)	22.2x	18.3x	19.6x
市盈率(目标)	24.0x	19.8x	21.2x

加权平均资本成本	
无风险利	4.20%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	1.08
债务/权益比	6.2%
边际税率	25.0%
权益成本	9.6%
债务成本	6.1%
WACC	9.6%

期末假设值	
VCH(年数)	25
对应的自由现金流增长	6.1%
回报率增幅	9.7%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	6.6x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价值 / 季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: 瑞银 VCAM 工具

丽江旅游 (002033.SZ)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	555	590	667	734	10.1	803	9.4	865	941	1,010
毛利	423	454	508	542	6.8	610	12.4	663	723	777
息税折旧摊销前利润(UBS)	285	310	358	352	-1.8	395	12.4	433	474	509
折旧和摊销	(56)	(54)	(62)	(69)	12.1	(74)	6.1	(81)	(87)	(93)
息税前利润(UBS)	228	256	296	282	-4.7	322	13.9	353	386	416
联营及投资收益	4	6	6	7	9.7	8	10.3	8	9	9
其他非营业利润	(3)	(2)	(6)	0	-	0	-	0	0	0
净利息	(19)	(24)	(29)	(14)	52.1	(9)	33.5	(8)	(6)	(2)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	210	236	267	275	3.0	320	16.2	352	389	423
税项	(34)	(40)	(39)	(47)	-20.7	(54)	-16.2	(60)	(66)	(72)
税后利润	176	196	229	228	0.0	266	16.2	292	323	351
优先股股息及少数股权	(59)	(59)	(49)	(62)	-24.8	(64)	-3.5	(68)	(70)	(74)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	117	137	179	167	-6.9	202	20.9	225	253	277
净利润(UBS)	117	137	179	167	-6.9	202	20.9	225	253	277
税率(%)	16.4	16.8	14.5	17.0	17.2	17.0	0.0	17.0	17.0	17.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.55	0.64	0.84	0.59	-29.6	0.72	20.9	0.80	0.90	1.30
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.55	0.64	0.84	0.59	-29.6	0.72	20.9	0.80	0.90	1.30
每股收益(UBS, 基本)	0.55	0.64	0.84	0.59	-29.6	0.72	20.9	0.80	0.90	1.30
每股股息净值(Rmb)	0.12	0.12	0.12	0.14	13.5	0.16	20.9	0.18	0.21	0.23
每股账面价值	5.55	4.14	4.45	6.37	43.2	6.53	2.6	7.09	7.80	11.27
平均股数(稀释后)	212.95	212.95	212.95	281.79	32.3	281.79	0.0	281.79	281.79	212.95
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	326	597	501	1,060	111.5	1,254	18.3	1,381	1,537	1,721
其他流动资产	32	40	66	76	15.4	77	2.5	81	88	94
流动资产总额	358	637	567	1,136	100.4	1,332	17.2	1,462	1,625	1,815
有形固定资产净值	795	665	843	863	2.4	961	11.4	1,053	1,138	1,217
无形固定资产净值	66	102	126	131	4.0	135	3.7	140	144	148
投资/其他资产	143	267	241	183	-24.1	182	-0.2	182	182	182
总资产	1,361	1,672	1,776	2,312	30.2	2,611	12.9	2,837	3,089	3,362
应付账款和其他短期负债	166	310	223	169	-24.3	263	55.9	264	267	270
短期债务	84	134	55	75	36.36	169	125.33	169	147	141
流动负债总额	250	444	278	244	-12.2	432	77.3	433	414	411
长期债务	136	345	416	77	-81.5	77	0.0	77	77	77
其它长期负债	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	386	789	693	321	-53.8	509	58.7	510	491	488
普通股股东权益	1,092	883	947	1,794	89.4	1,840	2.6	1,998	2,198	2,401
少数股东权益	(117)	0	136	198	45.4	261	32.3	329	399	474
负债和权益总计	1,361	1,672	1,776	2,312	30.2	2,611	12.9	2,837	3,089	3,362
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	117	137	179	167	-6.9	202	20.9	225	253	277
折旧和摊销	57	54	62	69	12.1	74	6.1	81	87	93
营运资本变动净值	18	0	0	(84)	-	(2)	98.1	(2)	(4)	(4)
其他营业性现金流	57	0	0	71	-	65	-8.3	68	67	67
经营性现金流	248	191	241	224	-7.3	339	51.7	371	404	434
有形资本支出	(94)	(180)	(233)	(176)	24.5	(176)	-0.1	(176)	(176)	(176)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(1)	0	0	137	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(95)	(180)	(233)	(39)	83.3	(176)	-351.6	(176)	(176)	(176)
已付股息	0	(25)	(25)	(34)	-37.6	(53)	-55.4	(61)	(67)	(74)
股份发行/回购	0	0	49	69	40.1	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(268)	0	0	658	-	(10)	-	(6)	18	7
债务及优先股变化	0	0	0	(319)	-	94	-	0	(22)	(6)
融资性现金流	(268)	(25)	25	374	NM	31	-91.6	(68)	(71)	(74)
现金流量中现金的增加/(减少)	(115)	(13)	32	559	NM	194	-65.3	127	156	184
外汇/非现金项目	335	284	(128)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	221	271	(95)	559	-	194	-65.3	127	156	184

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

丽江旅游 (002033.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	34.5	24.6	15.5	22.9	19.0	17.0	15.1	10.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	34.6	24.6	15.5	22.9	19.0	17.0	15.1	10.4
股价/每股现金收益	23.3	17.7	11.5	16.2	13.9	12.5	11.3	7.8
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	4.5	0.3	0.3	1.2	4.3	5.1	5.9	6.7
净股息收益率(%)	0.6	0.7	0.9	1.0	1.2	1.4	1.5	1.7
市净率	3.4	3.8	2.9	2.1	2.1	1.9	1.7	1.2
企业价值/营业收入(核心)	6.3	5.5	4.2	4.2	3.8	3.4	3.1	2.7
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	12.3	10.4	7.9	8.7	7.7	6.9	6.1	5.4
企业价值/息税前利润(核心)	15.3	12.6	9.6	10.9	9.5	8.5	7.4	6.6
企业价值/经营性自由现金流(核心)	17.2	11.7	9.1	10.3	8.5	7.5	6.6	5.8
企业价值/运营投入资本	4.3	4.1	3.3	3.0	2.9	2.7	2.4	2.1
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	3,392	3,371	2,768	3,827	3,827	3,827	3,822	3,822
净债务 (现金)	(3)	(118)	(31)	(908)	(1,008)	(1,135)	(1,313)	(1,503)
少数股东权益	117	0	136	198	261	329	399	474
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	3,506	3,253	2,874	3,116	3,080	3,021	2,908	2,793
非核心资产	(16)	(38)	(39)	(39)	(39)	(39)	(39)	(39)
核心企业价值	3,491	3,215	2,835	3,077	3,041	2,982	2,869	2,754
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	48.6	6.2	13.2	10.1	9.4	7.7	8.7	7.4
息税折旧摊销前利润(UBS)	80.0	8.8	15.7	-1.8	12.4	9.6	9.3	7.5
息税前利润(UBS)	89.3	12.0	16.0	-4.7	13.9	9.7	9.6	7.6
每股收益(UBS 稀释后)	135.8	17.6	30.6	-29.6	20.9	11.5	12.4	44.9
每股股息净值	-	0.0	4.0	13.5	20.9	11.5	12.4	9.5
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	NM	NM	NM	73.8	NM	NM	NM	NM
息税折旧摊销前利润率	51.3	52.5	53.7	47.9	49.2	50.1	50.4	50.4
息税前利润率	41.1	43.3	44.4	38.4	40.0	40.8	41.1	41.2
净利 (UBS) 率	21.0	23.3	26.9	22.7	25.1	26.0	26.9	27.4
ROIC (EBIT)	27.9	32.3	34.1	27.4	30.6	31.9	32.2	32.3
税后投资资本回报率	23.3	26.7	29.0	22.7	25.3	26.4	26.6	26.6
净股东权益回报率(UBS)	13.0	13.9	19.6	12.2	11.1	11.7	12.0	12.0
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(0.4)	(0.4)	(0.1)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.8)	(3.0)
净债务/总权益 %	(10.9)	(13.3)	(2.8)	(45.6)	(48.0)	(48.8)	(50.5)	(52.3)
净债务/(净债务 + 总权益) %	(12.2)	(15.4)	(2.9)	(83.8)	(92.2)	(95.2)	NM	NM
净债务/企业价值	(3.0)	(3.7)	(1.1)	(29.5)	(33.2)	(38.1)	(45.8)	(54.6)
资本支出 / 折旧 %	177.5	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	16.9	NM	NM	24.0	22.0	20.4	18.8	17.5
息税前利润/净利息	11.9	10.8	10.1	20.2	34.6	41.8	68.8	NM
股息保障倍数 (UBS)	4.7	5.6	7.0	4.3	4.3	4.3	4.3	5.8
股息支付率 (UBS) %	21.1	17.9	14.3	23.0	23.0	23.0	23.0	17.4
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	555	590	667	734	803	865	941	1,010
总计	555	590	667	734	803	865	941	1,010
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	228	256	296	282	322	353	386	416
总计	228	256	296	282	322	353	386	416

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+4.6%
预测股息收益率	1.2%
预测股票回报率	+5.8%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	-3.4%

风险声明

公司面临的主要下行风险包括：游客量增速低于预期，自然灾害或重大疫情等不可抗力风险，同业竞争加剧；公司面临的主要上行风险包括：游客量增速超预期。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	48%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	41%	30%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 06 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：陈欣。

涉及报告中提及的公司的披露

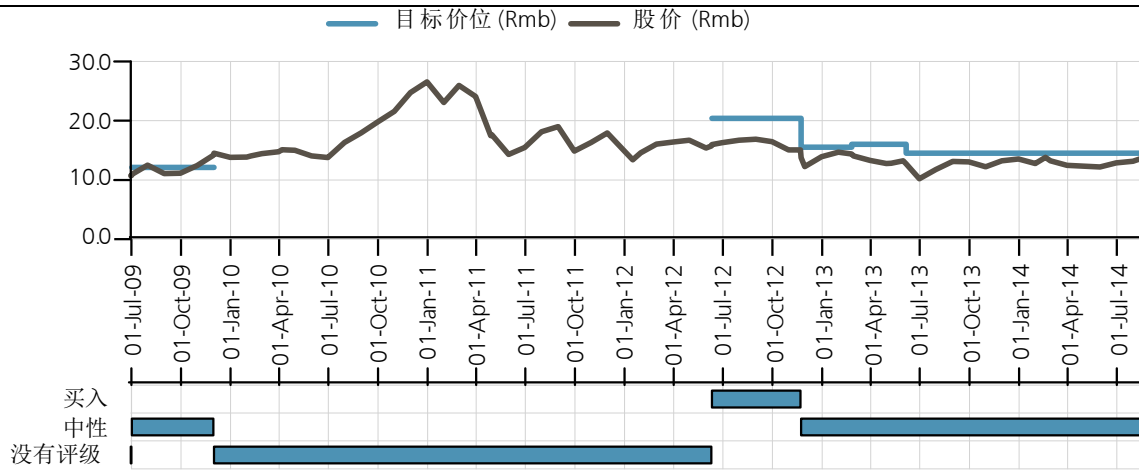
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
丽江旅游	002033.SZ	中性	不适用	Rmb13.58	2014 年 08 月 14 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

丽江旅游 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 8 月 14 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭受的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：**本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：**由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业用户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：**由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。