

自然景点

署名人: 曾光

S0960209030248

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

参与人: 陈青青

S0960110080408

0755-82026815

chenqingqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 30.00元

当前股价: 25.69元

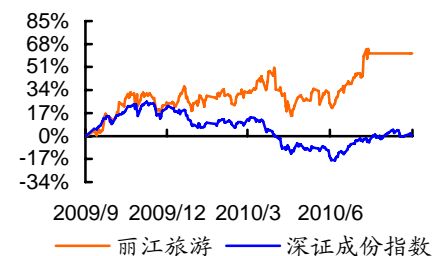
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11468.54
总股本(百万)	116
流通股本(百万)	72
流通市值(亿)	18
EPS (TTM)	0.19
每股净资产(元)	4.01
资产负债率	54.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
丽江旅游	10.02	43.52	34.52
深证成份指数	1.46	22.18	-8.93



相关报告

- 《丽江旅游-中报业绩下降幅度符合预期 停牌重组未来具备较多看点》2010-8-20
- 《丽江旅游-酒店业务导致业绩下滑 今年仍将面临业绩压力》2010-4-24
- 《丽江旅游-09年业绩符合预期 未来存在较大想象空间》2010-2-8

丽江旅游

002033

推荐

资产收购方案超预期 流通股东受益显著

投资要点:

- **公司公告拟收购印象旅游 51% 股权。**9月30日,公司公告初步拟以21.69元/股的价格向玉龙雪山景区公司(雪山管委会全资子公司)发行不超过1000万股(含1000万股)购买其持有的印象旅游51%股权(印象旅游为景区公司全资子公司)。印象旅游51%股权的预估值约为2.10亿元。交易完成后,印象旅游将成为丽江旅游的控股子公司。
- **印象旅游盈利能力强劲,未来预计仍将稳定增长。**印象旅游依托《印象·丽江》雪山篇实景演出,其盈利模式较为简单清晰,且已形成了较强的市场号召力。印象旅游09年度营业收入为1.57亿元,实现净利润7585万元。今年4月,完成演出剧场改造后的印象旅游拥有的演出座位由原来的1700个增至目前的2870个。备考盈利预测显示,预计10-13年印象旅游扣除非经常性损益后的净利润将分别不低于5800万元、5900万元、6100万元和6350万元。结合目前已有盈利水平和剧场改造等判断,备考盈利预测稍嫌保守。
- **对应2010年的收购PE仅7倍,显著增厚公司业绩。**印象旅游51%股权的预估值约为2.10亿元,对应2010年权益利润的收购PE仅7.1倍,远低于现有旅游公司10年40倍以上的动态PE。即使以备考盈利预测保守值计算,上市公司11-12年的净利润也将分别增厚37%和29%(预计增发可在11年上半年完成)。上市公司2011-2012年的EPS也从原来预计的0.68元、0.89元分别增至0.86元、1.06元。且方案赋予上市公司在标的资产实际利润未达预期时拥有股权回购权利。
- **大股东控制力相对增强,控股权博弈短期暂告一段落,未来仍有看点。**此前市场普遍预期大股东和三股东之间有控股权之争。若本次交易顺利完成,雪山开发公司和一致行动人景区公司总股权比例达28.68%,云旅投将降至13.46%。实际控制人以极低的PE作为退让使得控股权相对增强,但其依然面对的是一个上市公司股权相对分散的局面。云旅投未来进一步的想法和动作仍将继续成为市场关注的焦点。我们认为可能继续存在的控股权之争将继续有利于上市公司本身的发展。
- **维持中长期“推荐”评级。**我们预期公司10-12年EPS分别为0.29、0.68、0.89元;若此次交易顺利完成,则11-12年公司EPS分别增至0.86、1.06元。在云南省旅游业“二次创业”过程中,公司具有较好的外延式扩张机会,加上11年后公司现有业务也将进入盈利快速回升阶段,且大索道技改后具有提价预期,给予中长期“推荐”评级。
- **风险提示:**资产收购仍有一定的不确定性;酒店盈利周期的不确定性。

主要财务指标

单位:百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	183	200	288	335
同比(%)	25%	9%	44%	16%
归属母公司净利润(百万元)	38	34	79	103
同比(%)	-17%	-11%	133%	30%
毛利率(%)	83.9%	75.4%	77.5%	78.5%
ROE(%)	9.2%	6.1%	14.1%	15.5%
每股收益(元)	0.33	0.29	0.68	0.89
P/E	78.08	87.59	37.59	28.93
P/B	7.16	5.30	5.31	4.48
EV/EBITDA	36	30	20	17

资料来源:中投证券研究所(注释:以现有业务为基数的预测)

1、公司复牌公告收购印象丽江 51% 股权

公司与景区公司于 2010 年 9 月 28 日签署了《发行股份购买资产框架协议》。根据协议，本公司拟通过定向发行股份的方式购买景区公司持有的印象旅游 51% 股权。交易完成后，印象旅游成为丽江旅游的控股子公司。

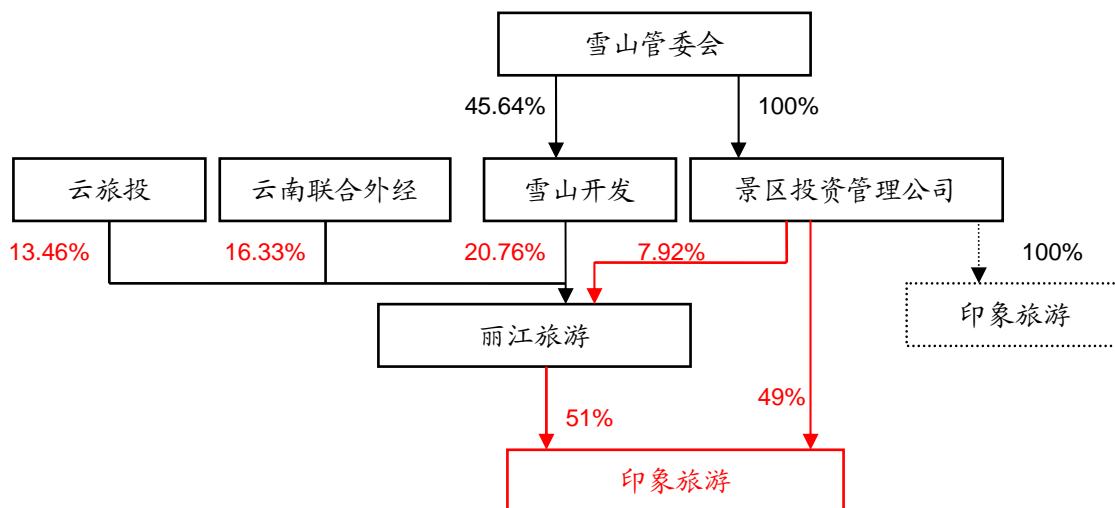
发行价格：第三届董事会第二十九次会议决议公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（总量），即 21.69 元/股，最终发行价格尚需公司股东大会批准；

发行数量：本次向特定对象发行的 A 股股票数量不超过 1000 万股（含 1000 万股）。

资产价格：以 2010 年 9 月 30 日为基准日，经初步估算印象旅游全部权益价值预估值约为 4.12 亿元，对应的标的资产印象旅游 51% 股权的预估值约为 2.10 亿元。

其他：自本次发行后之日起三十六个月内不得转让；上市公司在实际利润未达预期时拥有股权回购的权利。

图 1：丽江旅游向实际控制人雪山管委会另一子公司景区公司收购印象丽江 51% 股权



注释：红色数字为资产收购方案成功实施的股权比例（以增发 1000 万股为前提）

资料来源：公司公告、中投证券研究所

2、印象丽江盈利能力强劲，未来仍将稳定增长

历史：

2005 年 5 月 31 日，启动项目。张艺谋导演及其创作团队与丽江市政府在北京签署合作协议，正式启动具有国际水准的原生态大型实景演出——《印象·丽江》；

2005 年 6 月 10 日，正式注册成立印象丽江旅游文化产业有限公司；

2007 年 4 月 2 日，丽江玉龙雪山景区投资管理有限公司全额收购了原公司的股份，成立了印象雪山分公司，公司性质为国有企业；

2008 年 10 月 30 日变更为投资管理有限公司全资子公司。

收入主要来源：印象旅游目前主要经营丽江玉龙雪山景区内的《印象·丽江》雪山篇原生态大型实景演出；

其他收入来源：少量演出音乐碟、书籍、小商品的销售。

《印象·丽江》是继《印象·刘三姐》之后推出了又一部大型实景演出，主创人员由《印象·刘三姐》的原班人马组成。其余印象系列还有：福建的《印象·大红袍》、内蒙古的《天骄·成吉思汗》、浙江的《印象·西湖》、江西的《印象·井冈山》、四川的《道解·都江堰》等。

印象旅游依托玉龙雪山景区进行《印象·丽江》雪山篇实景演出，其盈利模式较为简单清晰。《印象·丽江》雪山篇门票的销售渠道包括旅行社和散客两部分，演出票价分为 190 元/人（普通票）和 260 元/人（贵宾票）两种。旅行社团队销售收入占公司门票销售收入的比例约为 95%，散客仅占 5% 左右，印象旅游按月与丽江各旅行社进行门票销售收入的结算确认销售收入。

印象旅游 2009 年度营业收入为 1.57 亿元，上市公司同期经审计的合并财务会计报告营业收入为 1.83 亿，印象旅游 2009 年度所产生的营业收入占上市公司同期经审计的合并财务会计报告营业收入的比例达到 85.93%。

图 2：印象丽江雪山篇打跳组歌



图 3：印象丽江雪山篇鼓舞祭天



资料来源：印象旅游官方网站，中投证券研究所

表 1：印象旅游近年经营状况

年度	演出场次（场）	门票销量（张）	上座率（%）
2007年	350	148,715.5	28.33
2008年	537	549,064.0	68.16
2009年	923	1,384,055.5	88.21
2010年1-6月	353	676,311.5	78.38

资料来源：公司公告，中投证券研究所

2010 年 4 月，印象旅游完成了对演出剧场的改造，演出座位由原来的 1700 个增至目前的 2870 个。由于演出座位的增加，2010 年上半年演出场次虽然同比有所下降，但销售收入并未因此受到影响。此外，上海世博会于 2010 年 5 月至 10 月举办，受其影响丽江地区游客接待量较去年同期略有下降，导致印象旅游门票销售数量也略有减少。总的来说，印象丽江是国内大型实景演出较为成功的作品之一，其盈利能力强劲，目前处于良性增长阶段。2009 年和 2010 年上半年，印象丽江实现归属于母公司股东的净利润分别达 7585 万元、3989 万元。

利润预测：根据资产购买方案中的备考盈利预测，预计 2010 年至 2013 年印象旅游扣除非经常性损益后的净利润将分别不低于 5800 万元、5900 万元、6100 万元和 6350 万元。对应的印象旅游 51% 股权实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润将分别不低于 2958 万元、3009 万元、3111 万元和 3238 万元。结合印象丽江此前盈利水平和 2010 年剧场改造等综合因素来讲，备考盈利预测偏保守。

此外，上市公司还和景区公司签署了《利润补偿框架协议》。如果标的资产印象旅游 51% 股权实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润小于《评估报告书》（经云南省国有资产监督管理委员会备案）所对应标的资产印象旅游 51% 股权同期预测净利润数，则在上述利润补偿期间要求景区公司补偿净利润差额。景区公司同意公司以 1.00 元的价格回购其持有的一定数量的股份，回购股份数量的上限为景区公司以标的资产印象旅游 51% 股权认购的全部公司股份。

目前，本次发行股份购买资产的交易标的的审计、评估和盈利预测审核工作尚未完成。

3、资产收购方案超预期，对流通股东是利好

收购 PE 仅 7 倍，显著增厚公司业绩

印象旅游 51% 股权的预估值约为 2.10 亿元，对应 2010 年权益利润的收购 PE 仅 7.1 倍，远远低于现有旅游公司 2010 年 40 倍以上的动态 PE。在现有业务基础上，我们预测公司 2011-2012 年的净利润为 0.79 亿元和 1.03 亿元。即使以资产收购预案中的备考盈利预测保守值计算，收购印象旅游 51% 股权后，2011-2012 年的业绩至少增厚 2958 万元，3009 万元（我们乐观预计增发可在 2011 年上半年完成），分别增厚 37% 和 29%。在现有业务基础上，我们预测公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.68 元、0.89 元。若资产购买方案顺利实施，以发行 1000 万股计算，2011-2012 年的 EPS 将分别增厚至 0.86 元、1.06 元。且《利润补偿框架协议》为业绩增厚提供了保障。

表 2：若丽江旅游成功收购印象旅游 51% 股权后业绩将明显增厚

	2010E	2011E	2012E
资产收购前净利润（百万元）	34	79	103
资产合并后净利润（百万元）	34	109	133
资产收购前总股本（百万股）	116	116	116
资产收购后总股本（百万股）	116	126	126
资产合并前 EPS（元）	0.29	0.68	0.89
资产合并后 EPS（元）	0.29	0.86	1.06

注释：假设 2011 年上半年完成相关资产收购工作

资料来源：中投证券研究所

大股东控制力相对增强

自 2004 年上市以来，因各种原因，丽江旅游业务开拓较为缓慢。自 2010 年 4 月，云旅投通过定向增发成为上市公司第三大股东后，市场预期上市公司大股东和三股东之间将会进行控股权之争，这是因为公司的股权结构相比其它

旅游股东比较分散；而云旅投基于自身定位，也有意寻求一个资本平台，且具有争夺上市公司控股权的实力。

市场此前预期，为了确保自己的控股权，实际控制人将有可能对上市公司注入资产。从种种迹象来看，实际控制人本次注入资产比较吻合市场判断：1、在4月份完成定向增发后，8月份实际控制人就开始了新一轮的资产注入动作；2、本次资产注入动作准备工作略显仓促、且经历了较长的停牌论证时间；3、实际控制人为了获得更强的控制力，以极低的PE进行退让。

本次交易前，公司总股本为11632.30万股，公司实际控制人雪山管委会通过控制雪山开发公司间接控制公司2622.92万股，占股本总额的22.55%。若以本次发行股份上限1000万股计算，本次交易完成后公司总股本为12632.30万股，雪山管委会通过雪山开发公司和景区公司将合计持有公司28.68%的股份。

表3：资产收购前后公司股东持股比例变化情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数量 (万股)	持股比例	持股数量 (万股)	持股 比例
1	雪山开发公司	2,622.92	22.55%	2,622.92	20.76%
2	云南联合外经股份有限公司	2,063.41	17.74%	2,063.41	16.33%
3	云南省旅游投资有限公司	1,700.00	14.61%	1,700.00	13.46%
4	景区公司	-	-	1,000.00	7.92%
5	丽江摩西风情园有限责任公司	504.51	4.34%	504.51	3.99%
6	机构及中小投资者	4,741.46	40.76%	4,741.46	37.53%
7	合计	计	11,632.30	100.00%	12,632.30

资料来源：公司公告、中投证券研究所

4、控股权博弈短期暂告一段落，未来仍有看点

若本次资产注入方案成功实施，雪山开发公司和一致行动人景区公司总股权比例达28.68%，云旅投将降至13.46%，短期内市场关于云旅投资产注入的预期大大降低。虽然实际控制人如果此次资产注入顺利实施后，控制力将有所增强，但仍然面对的是一个上市公司股权相对分散的局面。云旅投未来进一步的想法和动作仍将继续成为市场关注的焦点。我们认为，目前相对分散的股权结构以及可能存在的控股权之争将有利于上市公司本身未来的发展，也将对中小股东形成实质性利好。

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	251	366	391	563
现金	163	306	290	427
应收账款	4	4	5	7
其它应收款	11	5	9	13
预付账款	61	44	74	98
存货	11	8	13	18
其他	1	0	0	0
非流动资产	765	732	702	678
长期投资	8	8	8	8
固定资产	560	566	542	502
无形资产	59	75	97	127
其他	139	82	55	41
资产总计	1017	1099	1093	1241
流动负债	416	343	391	429
短期借款	210	210	218	210
应付账款	88	55	93	132
其他	118	78	80	87
非流动负债	134	134	74	74
长期借款	134	134	74	74
其他	0	0	0	0
负债合计	550	477	465	503
少数股东权益	49	58	64	71
股本	99	116	116	116
资本公积	128	238	158	158
留存收益	190	209	289	392
归属母公司股东权益	417	564	563	666
负债和股东权益	1017	1099	1093	1241

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	112	66	139	173
净利润	45	43	86	110
折旧摊销	19	50	53	55
财务费用	11	8	5	2
投资损失	-1	-4	-5	-6
营运资金变动	36	-31	0	11
其它	1	-1	0	0
投资活动现金流	-245	-13	-18	-25
资本支出	245	0	0	0
长期投资	-0	0	0	0
其他	-0	-13	-18	-25
筹资活动现金流	129	89	-137	-11
短期借款	92	0	8	-8
长期借款	35	0	-60	0
普通股增加	0	17	0	0
资本公积增加	0	110	-80	0
其他	2	-38	-5	-2
现金净增加额	-4	143	-16	137

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	183	200	288	335
营业成本	30	49	65	72
营业税金及附加	10	11	16	18
营业费用	21	25	32	35
管理费用	52	60	72	77
财务费用	11	8	5	2
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	1	4	5	6
营业利润	61	51	103	136
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	59	51	103	136
所得税	13	8	18	26
净利润	45	43	86	110
少数股东损益	7	9	6	7
归属母公司净利润	38	34	79	103
EBITDA	91	109	162	193
EPS (元)	0.39	0.29	0.68	0.89

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	25.4%	8.9%	44.3%	16.3%
营业利润	-0.8%	-16.1%	102.7	31.7%
归属于母公司净利润	-16.7%	-10.8%	133.0	30.0%
获利能力				
毛利率	83.9%	75.4%	77.5%	78.5%
净利率	20.9%	17.1%	27.6%	30.9%
ROE	9.2%	6.1%	14.1%	15.5%
ROIC	8.5%	7.7%	14.5%	19.1%
偿债能力				
资产负债率	54.1%	43.4%	42.6%	40.6%
净负债比率	65.26	72.14%	62.78	56.42%
流动比率	0.60	1.07	1.00	1.31
速动比率	0.58	1.05	0.97	1.27
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.19	0.26	0.29
应收账款周转率	64	45	60	54
应付账款周转率	0.63	0.69	0.88	0.64
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.29	0.68	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	0.57	1.20	1.49
每股净资产(最新摊薄)	3.59	4.85	4.84	5.73
估值比率				
P/E	78.08	87.59	37.59	28.93
P/B	7.16	5.30	5.31	4.48
EV/EBITDA	36	30	20	17

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

分析师简介

曾光: 中投证券研究所旅游行业研究员, 浙江大学经济学硕士, 2006 年加盟中投证券研究所。2008 年、2009 年入围《新财富》社会服务业最佳分析师。

主要研究覆盖公司: 中国国旅、中青旅、首旅股份、黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、锦江股份、华天酒店、西藏旅游、三特索道、全聚德、湘鄂情。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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和信息, 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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

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