

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: 35.60元

当前股价: 32.15元

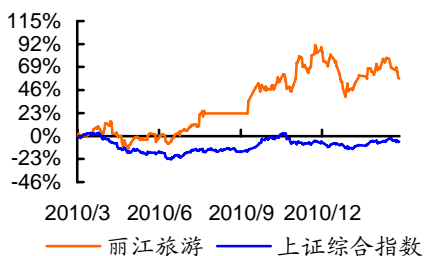
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2906.89
总股本(百万)	116
流通股本(百万)	72
流通市值(亿)	23
EPS (TTM)	0.09
每股净资产(元)	5.30
资产负债率	35.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
丽江旅游	-1.80	-10.40	37.69
上证综合指数	0.24	0.45	11.86



相关报告

《丽江旅游 2010 年报点评_大索道技改拖累业绩 三大因素推动今年业绩增长》
《丽江旅游-三季度业绩符合预期 投资看点落脚明年》2010-10-21
《丽江旅游-资产收购方案超预期 流通股股东受益显著》2010-10-8

丽江旅游

002033

推荐

业绩拐点到来 索道提价可期

近日我们对丽江旅游市场进行了实地调研。今年年初丽江市旅游市场反弹强劲, 印象丽江预期上半年完成注入, 大索道技改后运营状况良好, 酒店预计今年实现盈利, 总体而言, 经营状况基本符合预期。

投资要点:

- **休闲游引领丽江旅游市场步入成长快车道。**丽江是国内休闲游发展的最好的景区之一。“十一五”期间其旅游业收入 CAGR 为 24%, 未来受益消费升级和云南省相关政策, 将进入低投入高产出的黄金发展期。
- **公司酒店业务今年将迎来盈利拐点。**去年酒店虽亏损 1.3 千万元却略好于预期, 且在五星级酒店中房价折扣率偏低, 出租率同比大幅提高至 42%, 这说明, 公司酒店竞争优势明显, 今年有望盈利。值得指出的是: 由于中国商旅市场发展前景广阔, 同时公司酒店竞争优势明显(地理、管理和与公司其他业务的协同效应), 因此, 虽然丽江旅游市场高星酒店数量未来可能增多, 短期竞争加剧, 但集群效应却有益于高端会议市场长期发展。
- **大索道技改运力约两倍, 联票模式初获成功, 未来提价预期仍存。**技改后, 大索道运力提升将近两倍, 游客排队等候时间将缩短至原来的 1/3, 这将有助于提升游客的乘索率, 同时, 公司推出联票制度, 未来, 云杉坪索道和大索道将从竞争关系逐渐转化为“竞争+联动”的关系。恢复运营后大索道运营情况良好, 一月单日运量最大值创历史新高。由于大索道 160 元的票价已维持近 8 年, 加之近年来 CPI 高企, 当 CPI 预期见顶后, 索道提价可期。
- **印象丽江经营状况好于备考, 预计 11-13 年增厚公司 EPS 0.27、0.30 和 0.33 元。**收购预计上半年完成, 大幅提升公司净利润, 同时提升公司整体 ROE 水平。目前来看, 印象丽江剧场改造完成后, 公司盈利能力提升空间加大, 正常情况下, 经营状况将好于备考盈利预测。
- **三大股东博弈仍存——弱平衡, 大股东略占优势。走出雪山、走出丽江是必然趋势, 未来公司扩张由大股东主导概率更大。**增发完成后大股东略占优势, 未来公司扩张路线由其主导的概率更大。初步推测扩张路径可能是新建综合性酒店, 参与大香格里拉开发等。与此同时, 三大股东仍处于弱平衡状态, 仍和两方合计股权均超过第三方, 因此, 仍不排除三股东注入资产可能性。
- **维持“推荐”投资评级: 我们预测 11-13 年公司 EPS 分别为 0.89/0.96/1.12 元。**在景区类 11 年动态估值水平 34 倍基础上, 考虑公司大索道提价预期, 受益旅游消费升级, 受益云南省的区域振兴、旅游业“二次创业”计划、西南开放“桥头堡”战略、国家旅游综合改革试验区等扶持政策, 以及潜在资产注入可能, 我们给予公司 11 年 40 倍 PE, 合理价格约为 35.6 元, 给予公司“推荐”的投资评级。
- **风险因素:**星级酒店增多短期竞争加剧, 旅游演艺竞争加剧等风险。

主要财务指标

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	190	485	552	612
收入同比(%)	4%	37%	14%	11%
归属母公司净利润	10	113	122	141
净利润同比(%)	-74%	26%	8%	16%
毛利率(%)	77.4%	78.6%	79.1%	79.1%
ROE(%)	1.7%	13.1%	12.4%	12.5%
每股收益(元)	0.09	0.89	0.96	1.12
P/E	347.12	36.40	33.80	29.21
P/B	5.81	4.77	4.18	3.66
EV/EBITDA	45	17	15	13

目 录

核心观点	5
市场的观点和疑问	5
我们的观点和与市场不同之处	5
1 公司概况：股本和组织结构	7
1.1 公司简介和股本结构	7
1.2 公司组织和业务结构	7
1.2.1 公司的组织结构	7
1.2.2 公司业务结构	8
2 休闲游引领丽江旅游市场步入成长快车道	9
2.1 丰富的自然资源和丰厚的文化底蕴是丽江发展休闲游的核心优势	9
2.2 从旅游市场发展周期来看，丽江未来将进入低投入高产出时期	10
2.2 消费升级推动以休闲游为特征的丽江旅游市场高成长	10
2.2.1 受益消费升级之一：国内游客增长是主要动力	11
2.2.2 受益消费升级之二：休闲游属于较高端旅游市场，游客人均消费增速将高于全国水平	12
2.3 星级酒店集群效应推动高端会议市场持续增长	12
2.3.1 中国商旅市场发展前景广阔	12
2.3.2 丽江市高端商务会议市场处在高速发展阶段	13
2.3.3 高星级酒店数量增多：短期加剧竞争，长期集群效应有益市场发展	14
2.4 “十二五规划”推动丽江旅游市场未来五年高增长	14
2.4.1 丽江将明显受益云南旅游业“二次创业”的深入发展	14
2.4.2 受益云南国家旅游综合改革发展试验区建设和国家桥头堡战略	15
3 公司财务分析	16
3.1 公司成长能力分析	16
3.2 公司盈利能力分析	18
3.2.1 公司 ROE 水平：随着酒店业务成熟盈利能力将提升	18
3.2.2 ROE 水平的影响因素分析	19
3.2.3 公司所得税率恢复正常将对公司盈利能力造成一定影响	20
4 公司分析：核心竞争力明显 今年面临业绩拐点	20
4.1 核心竞争力分析：丽江霸主，全国休闲游的领跑者	20
4.2 三重因素推动今年业绩增长	21
4.2.1 动力之一：大索道恢复运营效果良好，联票模式初获成功	21
4.2.2 动力之二：酒店业务今年将达到盈利拐点	22
4.2.3 动力之三：印象丽江收购完成增厚公司 EPS 约 0.3 元	23
4.3 公司战略目标：做强做精—依靠雪山、向外辐射	24
4.3.1 三大股东博弈关系：合作大于竞争	24
4.3.2 背靠丽江旅游，积极探寻向外扩张方式	25
5 盈利预测和投资建议	26
5.1 盈利预测	26
5.2 投资建议	27
6 风险提示	28

图表目录

图 1: 公司股本结构图	7
图 2: 公司组织结构图	8
图 3: 营业收入构成: 索道为主, 酒店收入占比扩大	8
图 4: 公司各个业务毛利率水平	8
图 5: 09 年营业收入构成图: 索道业务占比 85%	8
图 6: 09 年净利润构成图: 酒店亏损影响净利润	8
图 7: 09 年营业收入构成图: 印象丽江占比 32%	9
图 8: 09 年净利润构成图: 印象丽江贡献将近一半	9
图 9: 02-10 年丽江市旅游人数 CAGR 13.2%	10
图 10: 02-10 年丽江市旅游总收入 CAGR 21.7%	10
图 11: 国内游客市场仍是丽江旅游市场的主要部分, 人数和收入占比分别超过 90%、84%	11
图 12: 02-10 年丽江市海外旅游人数 CAGR 19.3%	11
图 13: 02-10 年丽江市旅游外汇收入 CAGR 21.7%	11
图 14: 02-10 年丽江市国内旅游客量 CAGR 12.9%	11
图 15: 02-10 年丽江市国内旅游收入 CAGR 22.2%	11
图 16: 国内游客推动 99-10 年丽江市人均旅游支出稳步增长, CAGR 为 6.8%	12
图 17: 丽江主要五星级酒店分别示意图	14
图 18: 近年来公司主要经营资产变动状况图	16
图 19: 公司营业总收入走势图	16
图 20: 近两年公司归属母公司所有者净利润持续下降	16
图 21: 公司历史业绩波动状况原因分析	17
图 22: 三条索道乘索人数增长和实际票价呈现出微弱的正相关关系	18
图 23: 公司综合毛利率水平超过 75%	19
图 24: ROA 是决定公司 ROE 水平的主要因素	19
图 25: 总资产周转率和营业收入利润率走势图	19
图 26: 公司期间费用率走势分析	19
图 27: 公司营业收入转化为净利润过程分析图	20
图 28: 公司营业收入、营业成本、费用变化趋势图	20
图 30: 三条索道接待量变化趋势图	22
图 31: 三条索道接待量占公司接待人数的比重	22
图 32: 丽江和府皇冠假日酒店客房	23
图 33: 丽江和府皇冠假日酒店大堂	23
图 34: 雪山开发公司及雪山管委会旗下控股公司及相关旅游资源	25
表 1: 2010-2014 年中国商旅市场增速将超过 12%	13
表 2: 丽江市五星级酒店基本资料	13
表 3: 2010 第二季度五星级酒店城市排名: 星级酒店数量众多是商务会议城市重要特征	14
表 4: 云南省“十一五规划”和“十二五规划”旅游行业发展概况(预测)对比	15
表 5: 受酒店开业影响丽江旅游今年来 ROE 水平处于下降趋势	18
表 6: 印象旅游近年经营状况	24
表 7: 收购印象旅游提升了公司整体 ROE 水平	24
表 8: 云南旅投旗下控股子公司及相关旅游资源	25
表 9: 公司索道业务数据预测	27

表 10: 公司各主营业务增长预测.....	27
表 11: 主要景区类公司的动态 PE 比较.....	28

核心观点

市场的观点和疑问

1. 2011年，云南旅游行业将重点整治旅行社“零负团费”经营行为，治理旅行社以承包挂靠等形式转让、出租、出借旅行社经营许可证的行为。目前从丽江市游客结构来看，仍以团客为主，市场对于取消零负团费制对丽江游客量影响存在一定担忧。
2. 印象丽江收购方案顺利通过股东大会后，预示着公司大股东的实际控制股份比例有所增强，三大股东博弈关系是否会继续？外部资产注入的可能性有多大？
3. 丽江市高星级酒店增多，特别是国际著名酒店集团的入驻会给公司丽江和府皇冠假日酒店的营业带来什么样的影响？
4. 印象丽江的注入能给公司带来多大影响？未来经营面临什么风险？
5. 大索道技改后经营状况如何？

我们的观点和与市场不同之处

1. 从公司1月份统计数据看来，丽江市团客同比下降了30%，但相对09年仍有所上升。公司分析有可能有以下几个原因：①政府对旅行社市场秩序的规范，②10年旅游市场从金融危机中井喷发展，③今年大年三十提前十天。因此，仍要等一季度的数据出来后再分析。

我们认为：零负团费的最直接的结果是参团挂牌价提高、旅游质量提高、①零负团费制度的取消有助于增强客户的旅游体验，提高游客的满意度，拥有良好的口碑和品牌认可，中长期来看才能吸引更多的游客。②丽江旅游市场本来就是偏向休闲度假型和较高端市场，虽然游客仍以团客为主，但层次相对较高，对价格敏感性相对较低。③另一方面，全国都在推行取消零负团费的制度，加之丽江本身在中国旅游市场中的地位，我们认为短期该制度的取消可能对团客有一定影响，但影响时间不会长、程度不会太大，且中长期来看更有益于吸引更多团客。

2. 从三大股东的持股比例可以看出，三大股东虽仍处于弱平衡状态（任何两方的持股数量合计都超过第三方），但大股东略占优势。印象丽江注入方案在2011年第一次临时股东大会通过后预示：公司实际控制人雪山管委会的控股比例由原来22.55%增加至28.68%（雪山开发和景区投资管理公司合计）。单独来看，实际控制人雪山管委会实际控制股份占有一定优势，但是云旅投和云南联合外经股份合计为29.79%，略超过雪山管委会实际控制股份28.69%。三大股东之间仍处于弱平衡状态，但是，大股东有相对优势。据此，三大股东总的来看是利益共生体，之间关系由合作关系为主导；同时因控股权相互制衡、相互博弈关系仍存在，未来不排除将各自优质资源注入上市公司的可能性。

3. ①中国商旅市场前景广阔。据美国运通预测到2020年，中国很可能取代美国成为世界第一大商务旅行目的地。商旅市场未来十年增速超过世界水平6个百分点。实际上，预计近年来中国商旅市场一直维持20%左右的增速。②丽江高端商务会议市场近年来发展迅速，有较好的独特资源禀赋，同时形成一定规模和较好的品牌效应。未来丽江商旅市场发展前景广阔。③集群效应有益于丽江商旅市场长远发展。星级酒店群集是商旅市场旅游目的地的重要特征，

这说明，高星级酒店数量和整个市场发展相辅相成、相互促进，存在集群效应。④公司酒店竞争优势明显（地理、管理和与公司其他业务的协同效应）。这一点，可以从去年经营状况分析中得以印证：入住率提升较大，同类中酒店折扣率偏低，整体业绩略有亏损但好于预期。因此，我们认为：短期来看，新的高星级酒店入驻可能会给和府皇冠假日酒店短期带来一定影响，但是长期来看，有益于丽江市商旅市场发展，与公司业务存在协同作用。

4. 印象丽江注入预计今年上半年完成。从目前来看，印象丽江运营状况良好，未来两年净利润超过备考盈利预测是大概率事件。同时，印象丽江扩容改造有盈利能力有较大提升空间（因座位数增加、可纳游客增多，盈利空间增大；同时演员薪酬按演出场次计算，成本降低，盈利能力增强）。我们估算 11 年-13 年预计能给公司贡献 EPS 分别为 0.27、0.30 和 0.33 元。未来丽江文化演艺市场可能面临竞争加剧风险，宋城股份等演艺节目可能会登录丽江旅游市场。然而，我们认为：一方面，丽江旅游市场休闲游特征明显，游客过夜时间长，完全有同时观看两场节目的可能；另一方面，印象丽江以玉龙雪山为背景且在白天演出，拥有独特的竞争优势，这是别的任何节目都不可替代的，因此，印象丽江未来盈利能力将保持并稳定增长。

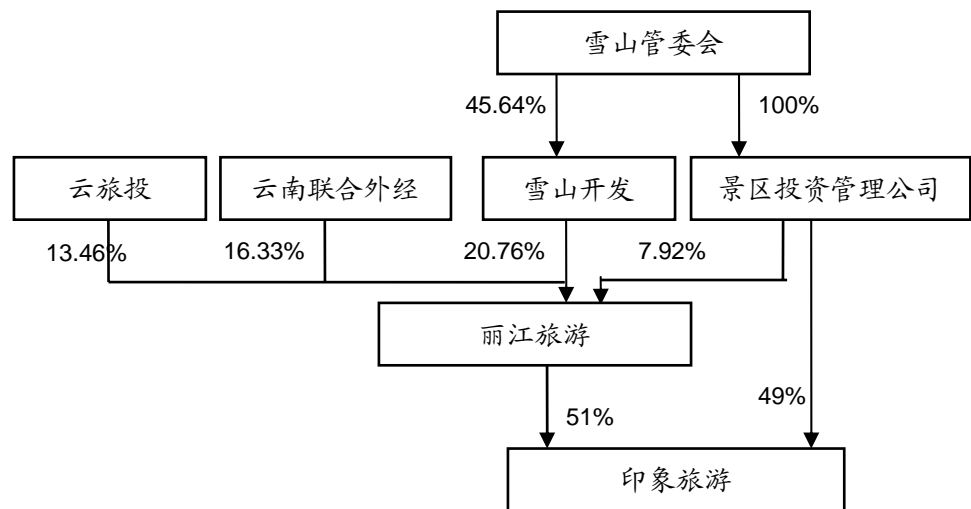
5. 从公司了解到的情况来看，大索道今年大索道运营情况良好：①1 月份单日接待客流量最多的一天创出历史最高水平，这主要是由于大索道运力提升将近两倍，游客排队等候时间将缩短至原来的 1/3，高峰时 4-5 小时的等候时间将缩短至 1-2 小时，这将有助于提升游客的乘索率；②等候时间缩短将使游客在一天内可以游览两个以上的景点，同时乘坐云杉坪和大索道，公司适时的推出联票制度，目前来看取得了较好的效果。我们分析，由于一方面从技术上施行联票制可行（大索道、云杉坪和牦牛坪的每小时接待人次分别是 1200 人次、1500 人次和 420 人次，因此大索道和云杉坪索道的运力相当），另一方面，云杉坪和大索道分别是雪山和森林风景，有着异质性，如果能配合较好的销售策略，联票将有着较好的市场空间。未来，云杉坪索道和大索道将从竞争关系逐渐转化为“竞争+联动”的关系。

1 公司概况：股本和组织结构

1.1 公司简介和股本结构

云南省旅游资源丰富，而丽江旅游是云南首家上市旅游公司（云南省仅两家旅游上市公司），也是滇西北地区实力最强的综合性旅游集团。“玉龙雪山+丽江古城”的资源禀赋和“观光游+休闲游”的市场模式使得公司经营业绩良好。近年来，公司新建了和府皇冠假日酒店，收购了印象丽江，打开了多元化经营的新局面。

图 1：公司股本结构图



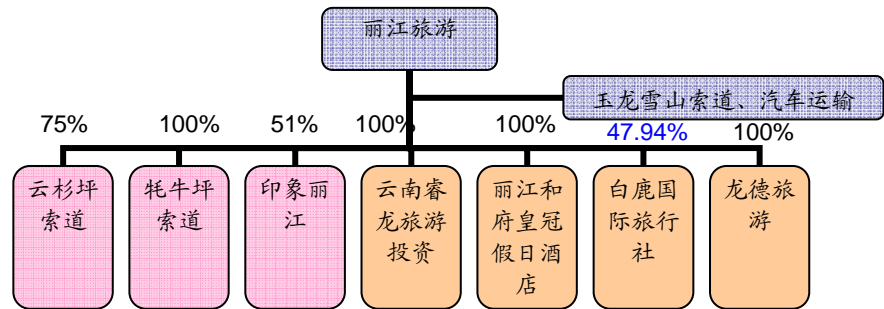
注释：假设印象丽江注入完成
资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.2 公司组织和业务结构

1.2.1 公司的组织结构

截止 2010 年末，公司共有 5 家控股子公司及 1 家间接参股公司。今年上半年预计定向增发收购印象丽江完成后公司控股公司增加为 6 家，结构如下图所示：

图 2：公司组织结构图

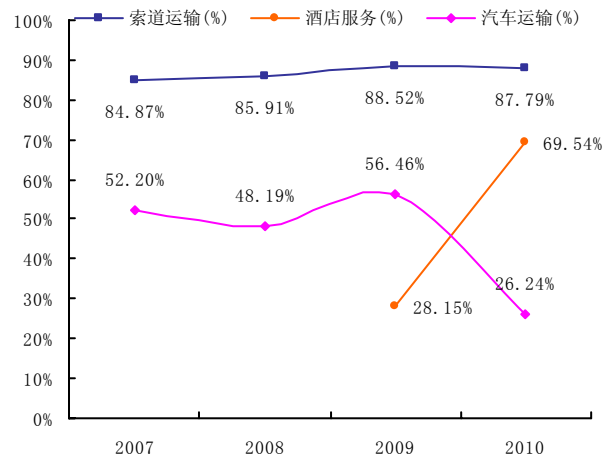
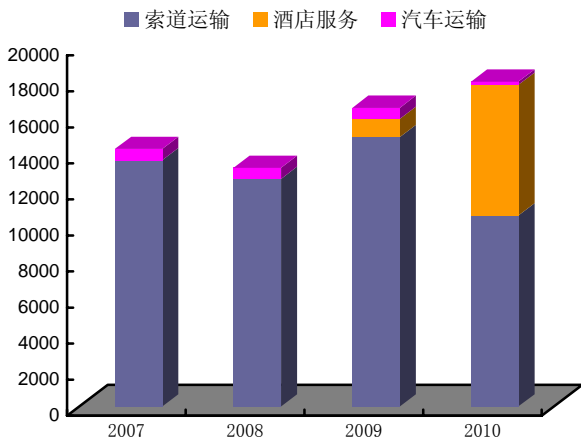


注释：睿龙投资持有玉龙湾旅游公司 65% 的股权已于 2010 年 6 月出售，转让价格为 6500 万元

资料来源：公司公告、中投证券研究所

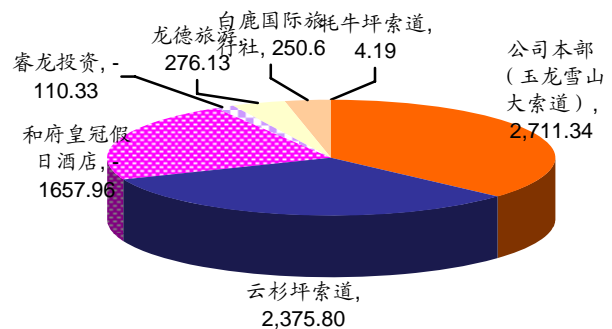
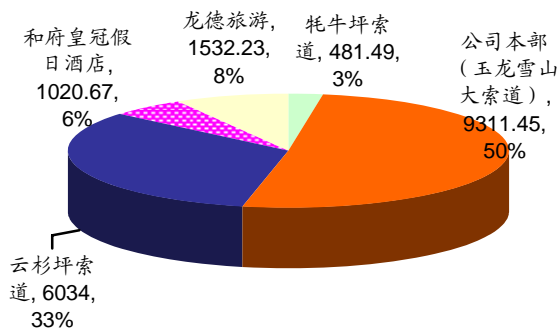
1.2.2 公司业务结构

图 3：营业收入构成：索道为主，酒店收入占比扩大 图 4：公司各个业务毛利率水平



资料来源：wind、中投证券研究所

图 5：09 年营业收入构成图：索道业务占比 85% 图 6：09 年净利润构成图：酒店亏损影响净利润



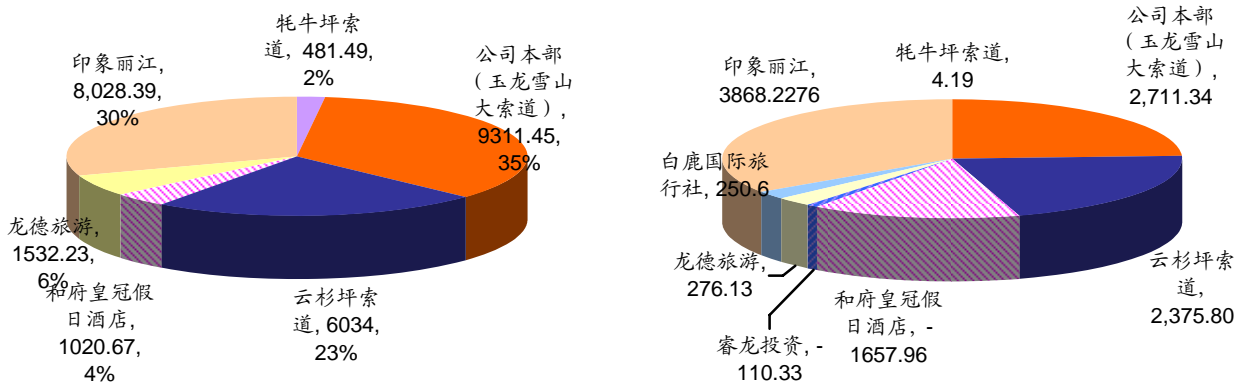
注释：由于 2010 年大索道大部分时间因技改停工，因此 09 年公司经营数据更具有代表性

请务必阅读正文之后的免责条款部分

资料来源: wind、中投证券研究所

假设 09 年印象丽江注入公司, 则公司业务结构如下图:

图 7: 09 年营业收入构成图: 印象丽江占比 32% 图 8: 09 年净利润构成图: 印象丽江贡献将近一半



注释: 由于 2010 年大索道大部分时间因技改停工, 因此 09 年公司经营数据更具有代表性

资料来源: wind、中投证券研究所

2 休闲游引领丽江旅游市场步入成长快车道

2.1 丰富的自然资源和丰厚的文化底蕴是丽江发展休闲游的核心优势

丽江拥有发展旅游业的天然优势: ①较高的海内外知名度。中国艺术家李霖灿、逻辑学家金岳霖、语言学家博懋懋、陶云逵、关泽霖、刘半农等, 以及法国学者巴克、美籍奥地利学者洛克和抗战时期在丽江从事工业合作运动达 9 年的俄国人顾彼得等, 他们早在 20 世纪后在丽江进行考察、探险和研究, 使丽江从 20 世纪初期就开始蜚声海内外。1996 年“2·3”大地震, 一定程度上也提高了丽江的知名度。1997 年大研古城申报世界文化遗产获得成功。丽江市中国重要的旅游目的地城市, 在最新 2010 中国城市榜·全球网民推荐的中国旅游城市中位列第六位。②丰富独特的自然资源。丽江有世界文化遗产古城一座, 国家级风景名胜区和文物保护单位各 1 个, 省级自然保护区 3 个, 省级旅游度假区 2 个。玉龙大雪山是北半球距赤道最近的现代海洋性冰川, 也是长江南岸第一高峰, 国家级风景名胜区, 还有景色如画的万里长江第一湾、天造地设的自然奇观虎跳峡、被称为“滇省众山之祖”的老君山、披着神秘面纱的东方女儿国泸沽湖、为省级重点文物保护单位的宝山石头城、倒映玉龙十三峰的中国名泉之一黑龙潭等一大批自然风景名胜。③丰厚的文化底蕴和人文旅游资源。丽江地处多民族走廊, 多元文化在这里相生相成, 交相辉映, 纳西文化既能兼收并蓄, 又能保持其本体文化的绵延不断, 内涵丰富, 特色浓郁, 品味较高, 沉淀较深, 包含有许多与现代发展相吻合的人文理性精神和传统。有着四方街、彩石路、泉水网、花天井、鳞瓦屋、古石桥, 具有近千年历史、被誉为“东方威尼斯”的大研古城, 旷世奇葩的东巴文化, 神奇绮丽的摩梭女儿国, 他留人风情, 白沙明代建筑群及壁画、木府等, 多民族的、多姿多彩的民族文化的结晶和风情, 是丽江旅游长足发展的宝贵资源。

丽江集合了丰富的旅游自然资源、文化遗产和较高的海内外知名度是丽江市发展旅游业, 特别是休闲游的基础, 加之, 近年来 (特别是 96 年地震后)

旅游业的开发力度加大，近年来丽江市旅游业快速发展，并呈现出明显的休闲游特征。

2.2 从旅游市场发展周期来看，丽江未来将进入低投入高产出时期

丽江旅游市场经历了几个发展时期：

①90-94年为参与阶段，丽江的旅游市场属于发展初期，旅游设施简陋，旅游市场开始逐步形成；

②94-02年为快速发展阶段，在云南省滇西北旅游规划会、1996年丽江“2·3”地震恢复重建，99昆明世界园艺博览会等重大发展契机的带动下，丽江旅游市场快速发展，从21.4万人次增加到02年的337.5万人次。属于高投入低产出时期

③02年至今为提质发展阶段，丽江市旅游业投入逐步加大，旅游产业飞速发展，从图9-10可见，02-10年丽江市旅游业的接待规模和综合效益不断提升，旅游人数和旅游总收入CAGR分别为13.2%和21.7%。城市有了更加界线分明的旅游、娱乐、商业区，之前建成的旅游设施逐步满足不了发展的需要，投资规模大大超过了以往，硬件建设被更大容量、更上档次和更现代化的设施所取代，属于高投入高产出时期。同时，旅游市场发展也存在着旅游产品单一、文化含量不高、人才不足等一些问題。

④未来，丽江旅游市场将进入低投入高产出时期的黄金发展期。从全国来看，全国旅游消费升级加速，休闲游未来前景广阔。从丽江旅游市场来看，随着相关配套设施逐步完善——如交通条件改善：国际口岸机场的建设、4D机场（500万人次每年的吞吐量）；更多小景区被逐步开发；大香格里拉开发进程。可以预见，未来几年，在宏观经济持续向好的情况下，将“观光游”和“休闲游”紧密结合的丽江旅游市场必将迎来高速发展的黄金时期。

图 9：02-10 年丽江市旅游人数 CAGR 13.2%

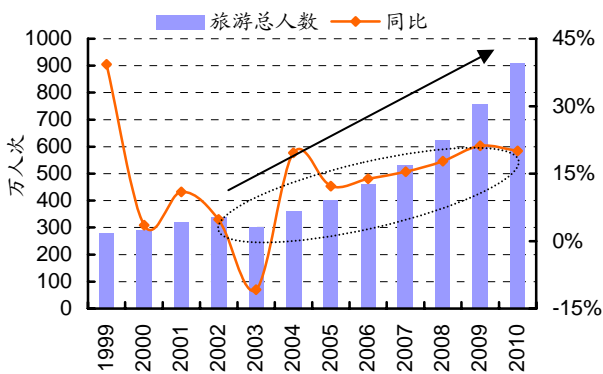
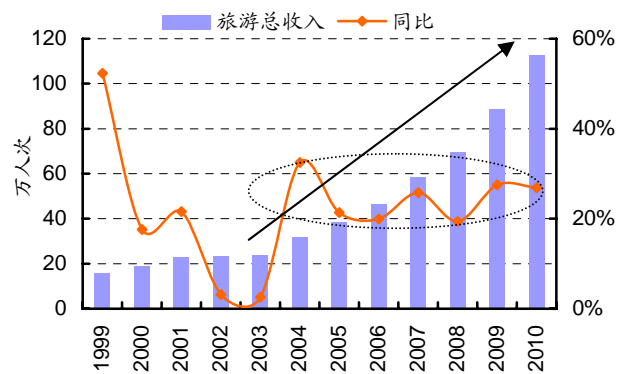


图 10：02-10 年丽江市旅游总收入 CAGR 21.7%



资料来源：丽江政务网、中投证券研究所

2.2 消费升级推动以休闲游为特征的丽江旅游市场高成长

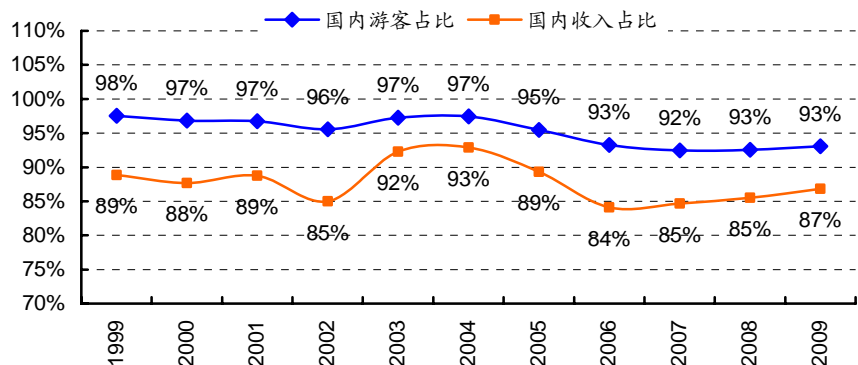
我们前期报告多次指出：随着中国人均 GDP 超过 3000 美元，人均可支配收入增加和城市化进程加速，消费升级将推动中国旅游行业进入高速增长期。同时，旅游行业也将由传统观光游向休闲游发展。丽江有着发展休闲游的独特优势，旅游市场具有明显的休闲游特征，未来将充分受益这一发展趋势。

2.2.1 受益消费升级之一：国内游客增长是主要动力

从客源结构来看，国内游客仍然是国内旅游市场的主要客源，99-09年十年间，国内游客人数和收入占比分别在90%和84%以上。从未来来看，国内旅游收入的增加仍将是丽江旅游收入增长的关键驱动因素，详细分析见下节。

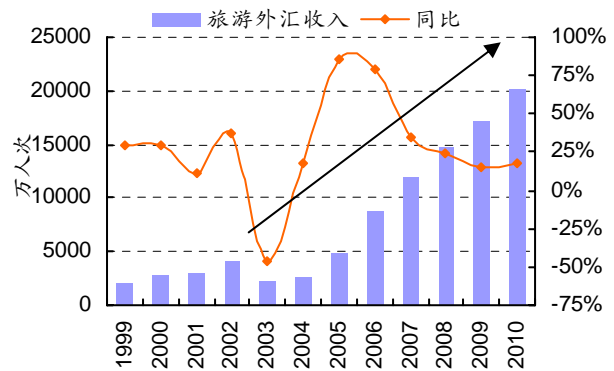
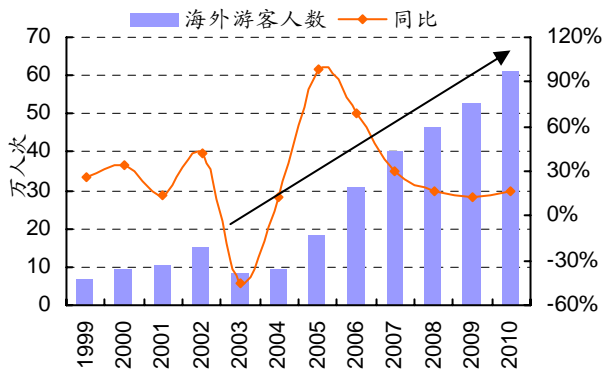
由图11-15，海外游客市场：无论从人数还是收入增速都略超过国内游客市场。这国外游客占比仍较低，处于发展的初期，基数较低。未来随着口岸机场的建设我们预计，仍将维持较高增速。国内游客市场：02年后进入较高速的增长期，02-09年间国内游客人数和收入CAGR分别为11.8%和21.3%。

图 11: 国内游客市场仍是丽江旅游市场的主要部分，人数和收入占比分别超过 90%、84%



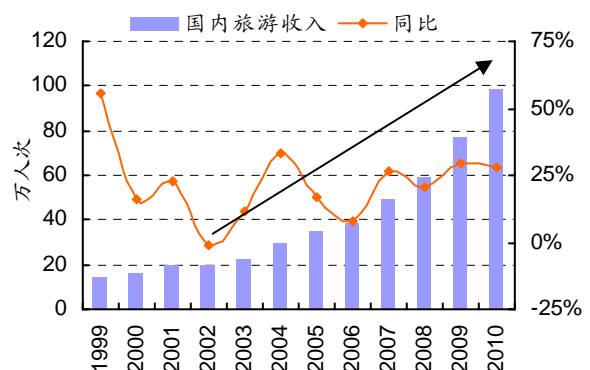
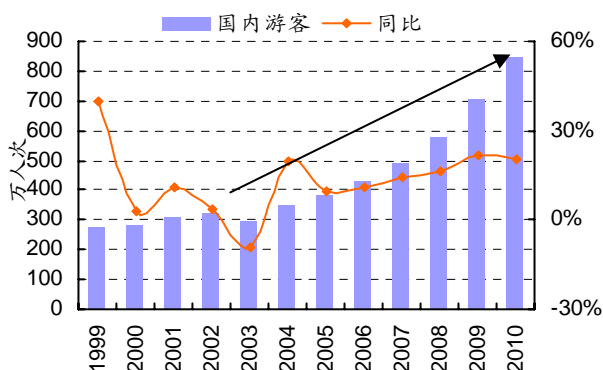
资料来源：丽江政务网、中投证券研究所

图 12: 02-10 年丽江市海外旅游人数 CAGR 19.3% 图 13: 02-10 年丽江市旅游外汇收入 CAGR 21.7%



资料来源：丽江政务网、中投证券研究所

图 14: 02-10 年丽江市国内旅游客量 CAGR 12.9% 图 15: 02-10 年丽江市国内旅游收入 CAGR 22.2%

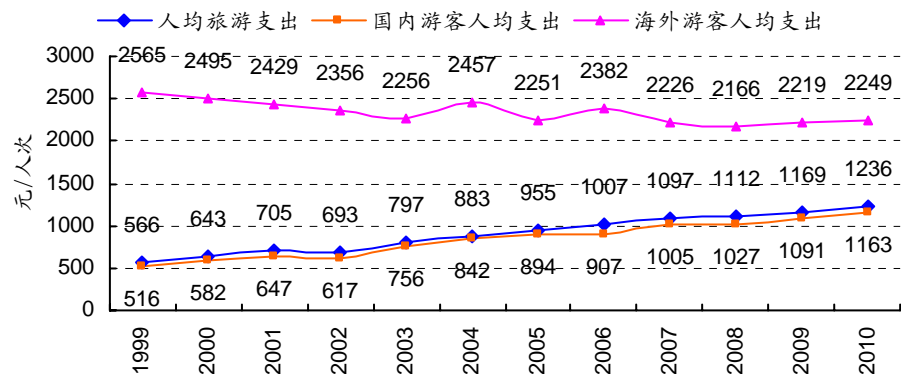


资料来源：丽江政务网、中投证券研究所

2.2.2 受益消费升级之二：休闲游属于较高端旅游市场，游客人均消费增速将高于全国水平

丽江旅游市场游客人均消费增速远高于全国水平，休闲游特征明显。由于休闲游属于较端旅游，未来随着丽江旅游市场成熟和全国旅游消费升级，人均旅游消费将持续高于全国同期水平。从图 16 也可看出，在 99 年到 09 年间，丽江旅游市场人均旅游支出稳步提升，翻了将近一番，复合增长率为 7.5%，其主要驱动因素为国内人均旅游消费的增加，复合增长率为 8.5%，相比同期全国旅游市场国内游客人均消费 3.1% 的符合增长率高出了 4.4 个百分点。

图 16：国内游客推动 99-10 年丽江市人均旅游支出稳步增长，CAGR 为 6.8%



资料来源：丽江政务网、中投证券研究所

2.3 星级酒店集群效应推动高端会议市场持续增长

2.3.1 中国商旅市场发展前景广阔

随着全球经济增速向东部发展，中国在国际旅游市场中地位逐渐提高，中国成为重要国际商旅目的地。据美国运通的一项调查显示：到 2020 年，中国很可能取代美国成为世界第一大商务旅行目的地。与世界商务旅游行业平均仅为 4% 的增幅相比，中国的商务旅游市场预计在未来十年将以超过 10% 的速度增长。到 2020 年，预计中国将吸引超过 1.37 亿国际商务旅行者，占全球国际商务旅游市场的 8.6%。

在国内商旅市场方面，据专家测算，如果全国 4000 万商务人士按每人每年平均出行三次计算，全年商务旅游总量每年可达 1.2 亿人次左右。据国家旅游局一份资料显示，早在 2003 年中国国内商务旅游支出就高达 1700 亿美元，约占国内整个旅游市场的 30.5%，并以每年 20% 的速度增长。以北京为例，2003 年北京共接待了一亿两千万人次游客，其中属于商务旅游游客的占 41.2%，超过了休闲度假旅游，位居榜首，商务旅游已成为旅游业的新贵。美国运通通过对上海、北京和广州三地 280 余家企业的深入调查，公布了 2010 年中国商务旅游行业情况调查报告。该调查报告显示企业 2011 年将持续加大其在商务旅行方面的投资，中国整体商旅开支的平均涨幅为 6%。超过五成的受访企业表示明年将增加差旅酬酢支出。同时，该报告也指出，41% 在华企业在 2010 年增

加了差旅酬酢费用的支出，与 09 年相比增幅高达 12%。

表 1: 2010-2014 年中国商旅市场增速将超过 12%

国家	2009 (十亿美元)	2010 (十亿美元)	2009-2010 (%)	2010-2014CAGR (%)
美国	236.9	243.0	2.5	2.4
中国	121.1	140.9	16.3	12.3
日本	58.0	62.0	6.7	2.1
英国	33.7	33.5	-0.6	8.2
法国	32.4	32.1	-1.0	4.7
意大利	32.1	31.2	-2.6	4.1
德国	32.1	31.7	-1.0	3.8
韩国	21.7	26.3	21.2	7.2
巴西	19.0	22.8	19.8	3.5
西班牙	17.5	16.8	-4.0	4.2

资料来源: National Business Travel Association (August 12, 2010), 中投证券研究所

2.3.2 丽江市高端商务会议市场处在高速发展阶段

随着丽江休闲度假旅游发展，丽江商务会议市场快速发展。2000 年以来丽江地区休闲度假和参加国际性的商务会议及文化交流活动的游客在客源市场中所占比例越来越大，2002 年达到 30%，预计 06 年已接近 40%。从 1999 年以来，来丽江的会议团和公司等机构组团逐年增加，四星级以上酒店年接待会议和机构团队 400-500 个，年用房量 18000-22000 间，且每年以 10%左右的速度递增。近年来，丽江五星级酒店入住率呈递增趋势，由 2004 年的 69.6% 上升至 2006 年的 72%，远远高于其他星级酒店的平均入住率，由此可见高端旅游市场潜力巨大。特别值得注意的是，古城内酒店、客栈深受游客青睐，各星级酒店平均入住率、房价明显高于新城同星级酒店。

2003 年底，丽江共有星级酒店 63 家，其中五星级酒店 1 家，四星级酒店 5 家，三星级酒店 13 家，一、二星级酒店 44 家；在古城内仅有一家四星级酒店，并无五星级酒店。截至 2006 年年底，丽江共有星级酒店 180 家，其中五星级酒店 4 家，四星级酒店 11 家，三星级酒店 42 家，二星级酒店 72 家，一星级酒店 51 家；在古城内仍然尚无一家五星级酒店，有 6 家四星级酒店。

表 2: 丽江市五星级酒店基本资料

酒店名称	位置	开业时间	房间数	星级	房价	
丽江国际大酒店	新城	2007	316	五星	580-1300	离古城北门较近，纳西民族风格，最大会议室能容纳 200 人
丽江悦榕庄	束河古镇	2006	122	五星	1300-6000	世界著名的奢华类酒店，设施和服务最为高端
丽江和府皇冠假日酒店	大研古镇内	2009	274	五星	860-2700	通过后面可进古城，纳西民族风格，设施较为豪华，房间大，由洲际集团管理最大会议室可容纳 560 人
丽江大港旺宝国际饭店	新城	2005	435	五星	600-1300	离古城最远，但设施最为豪华，拥有丽江最好的会议设备，最大会议室可容纳 600 人，房间较大

丽江官方大酒店(花园别墅区)	新城	2003	1145	五星	500-2700	比旗舰店更为高端
丽江官房大酒店(旗舰店区)	新城	98 开业、08 装修	288	五星	60-3500	最早的五星级酒店，房间相对较，唯一的挂牌五星，最大会议室可容纳 400 人

注释：房价为携程上 3 月 3 日价格

资料来源：携程网、中投证券研究所搜集整理

图 17：丽江主要五星级酒店分别示意图



资料来源：携程网、中投证券研究所

2.3.3 高星级酒店数量增多：短期加剧竞争，长期集群效应有益市场发展

截止 2010 年丽江共有五星级酒店 5 家，2011 年 2 月 1 日雅高丽江铂尔曼度假酒店开业，合计五星级酒店达到 6 家。未来，阿曼酒店、金茂酒店等高端酒店计划进驻丽江。目前，丽江市场高端酒店数量仍处于合理水平。短期来看，随着高星级酒店数量逐渐增多将使行业竞争加剧，但星级酒店数量增加正是适应丽江高端商务会议市场高速发展的需求，从长期来看，将产生集群效应促进行业的发展，从而吸引更多的高端商务会议游客赴丽江旅游。

表 3：2010 第二季度五星级城市排名：星级酒店数量众多是商务会议城市重要特征

国家	酒店数量	平均价格	国家	酒店数量	平均价格
北京	54	781.51	深圳	14	714.76
上海	36	1258.71	南京	14	561.85
苏州	21	537.50	广州	13	868.88
东莞	19	500.10	宁波	11	624.12
杭州	15	648.04	成都	11	576.99

资料来源：中投证券研究所

2.4 “十二五规划”推动丽江旅游市场未来五年高增长

2.4.1 丽江将明显受益云南旅游业“二次创业”的深入发展

2005年云南省提出《云南省旅游产业发展和改革规划纲要》开始施行“二次创业”计划，推动云南旅游行业向着观光、休闲度假和健身等复合型旅游发展，目前正处于深入发展的关键时期。2009年4月27日，国家发改委正式批准了《云南省旅游产业发展和改革规划纲要》，并将云南省作为推进改革试验工作联系点。2009年5月27日，国家旅游局和云南省政府在北京签订《关于推进云南旅游产业改革发展试点建设合作协议》，此举标志着云南旅游产业综合改革正式进入国家发展战略层面。2010年8月，国务院出台《中共中央国务院关于深入实施西部大开发战略的若干意见》，明确提出要加快旅游基础设施建设，整合旅游资源，开发特色旅游商品，提高服务水平，积极发展文化旅游、生态旅游、乡村旅游、休闲度假旅游和红色旅游，着力打造一批精品旅游线路，形成一批国内著名和国际知名的旅游目的地。

目前云南旅游正处于二次创业加速发展和深入阶段。同时，国家和省级政府的一系列重大政策和举措的实施，将为云南旅游业乘势而上提供新的重要条件。丽江作为云南省旅游业发展最早和最好的城市之一，在十一五期间旅游业发展位于云南省前列，在十二五期间也将受益于云南旅游业的发展。

十二五期间，云南省将继续推进旅游战略性支柱产业建设，到2015年全面完成旅游产业综合改革各项任务。据云南省旅游局预计：到2015年，云南接待海内外游客将会达到2亿人次（其中海外旅游者超过550万人次），年均增长10.19%；旅游总收入达到1300亿元，年均增长11.12%；旅游业增加值占GDP的比重提高到10.8%，在全省服务业的比重提高到17.5%，云南省将成为旅游经济强省和中国一流、世界知名的旅游目的地。

由表4可看出，丽江旅游市场增速在十一五期间的各项指标增速均超过云南省相应值。

表 4: 云南省“十一五规划”和“十二五规划”旅游行业发展概况（预测）对比

指标	云南省					丽江市			②-①差异
	2005	2010	05-10	2015E	10-15	2005	2010	05-10	
			CAGR ①		CAGR E			CAGR ②	
旅游总人数（万人次）	7010	14129	15.05%	25000	12.09%	404	9010	17.60%	2.55%
旅游收入（亿元）	430	1006	18.53%	2000	14.73%	39	112	23.85%	5.32%
海外旅游人次（万人次）	150	329	17.01%	550	10.82%	18	61	27.28%	10.27%
旅游外汇收入（亿美元）	5.3	13.2	20.02%			0.49	2.02	32.58%	12.56%
国内游客（万人次）	6860	13800	15.00%	24450	12.12%	386	849	17.09%	2.09%
国内旅游收入（亿元）	386	916	18.89%				98.71	23.41%	
人均旅游支出	613	712	3.03%	800	2.36%	955	1236	5.28%	2.25%
国内游客人均支出（元/人次）						894	1163	5.40%	
海外游客人均支出（元/人次）						2251	2249	-0.02%	

资料来源：云南省旅游局、丽江市旅游政务网、中投证券研究所

2.4.2 受益云南国家旅游综合改革发展试验区建设和国家桥头堡战略

十一五期间，云南对外开放实现了一系列重大突破。云南省向西南开放的桥头堡今年已上升为国家战略，据相关媒体介绍，十二五期间云南省将继续加快交通运输建设：力争完成公路建设投资2000亿元（高速公路总里程达4500公里，通达广西、贵州、四川不少于两条高速公路，沟通毗邻国家不少于一条高速公路），力争全省内河航道里程达4000公里，力争尽早开通昆明经河内

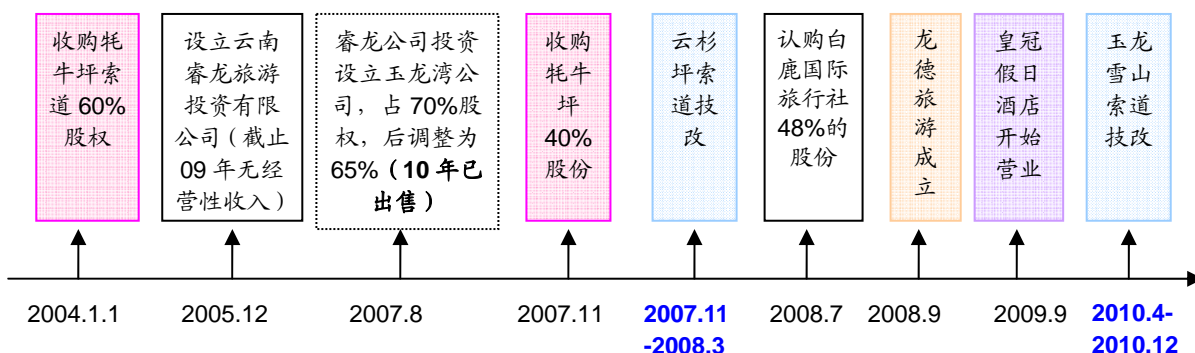
至海防直达客货运输线路、昆明至会晒客运班线，启动中缅双边运输合作谈判。丽江做为云南旅游的龙头将显著受益与桥头堡政策的实施和完善。

云南省是国家首批国家旅游综合改革发展试验区之一，未来旅游业将进入加速发展期。今年3月，《云南省旅游产业发展和改革规划纲要》获得国家发改委的批复，这标志着“旅游业综合改革试验区”正式启动。未来随着政策逐步落实和实施，丽江作为云南省旅游业发展的龙头将显著受益。

3 公司财务分析

3.1 公司成长能力分析

图 18: 近年来公司主要经营资产变动状况图



资料来源：公司公告、中投证券研究所

自04年上市至07年，公司业绩平稳增长，营业总收入CGAR 15%，归属母公司所有者净利润CGAR 22%。08年金融危机对丽江旅游市场影响显著，加之云杉坪索道技改停工（2007.11-2008.3），公司业绩明显下滑；09年丽江皇冠假日酒店开始投入运营，拖累公司业绩，净利润同比下滑16.7%。10年公司盈利状况最好的玉龙雪山大索道从4月-12月间技改停工，预计对公司业绩将有较大影响。今年将是公司业绩具有转折意义的一年：大索道运力增加、全球经济复苏、酒店运营逐渐步入成熟期，同时，公司收购印象丽江即将实施等多重因素促使公司业绩增加。中长期来看：丽江旅游是旅游上市公司中将观光游和休闲游结合最为紧密的公司之一，受益于旅游消费升级。同时，丽江旅游也是旅游大省云南省内盈利状况最好的旅游类上市公司（相对云南旅游），受益于云南旅游资源整合和“二次创业”。

图 19: 公司营业总收入走势图

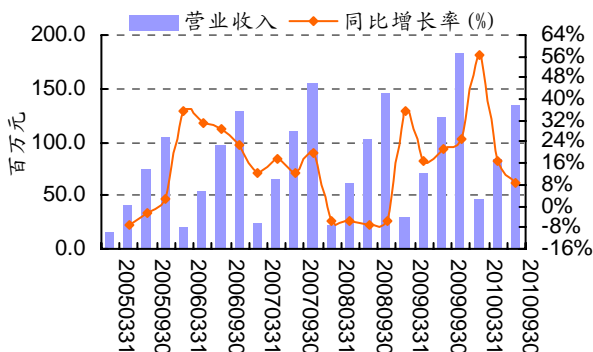
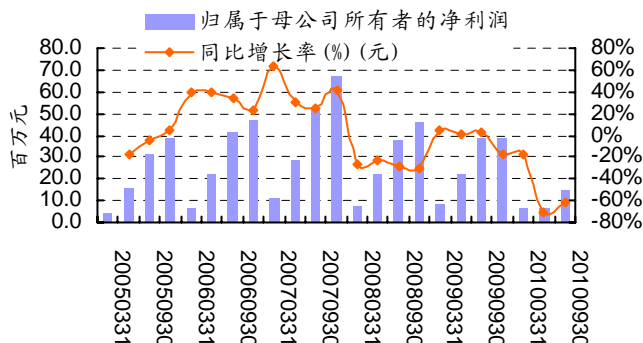


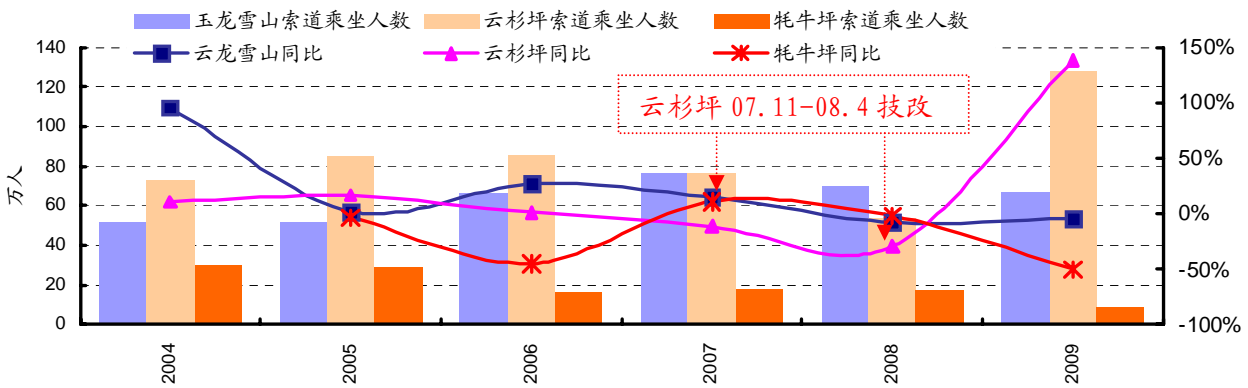
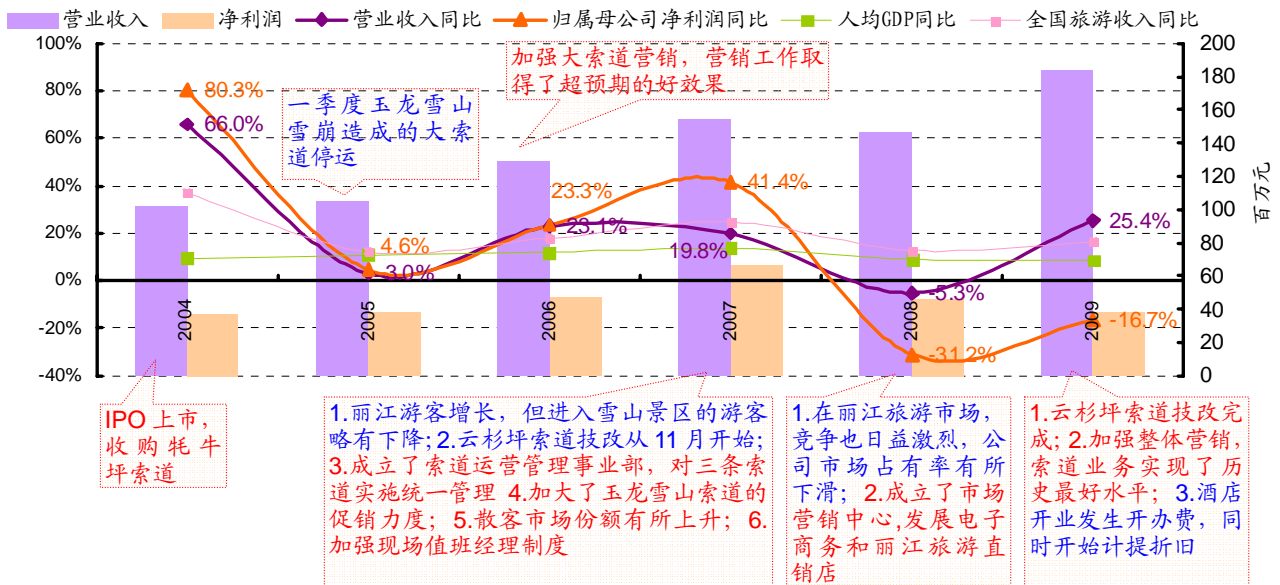
图 20: 近两年公司归属母公司所有者净利润持续下降



资料来源: wind、中投证券研究所

图 21: 公司历史业绩波动状况原因分析

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
国内外旅游市场环境	旅游业从“非典”影响中全面复苏	宏观经济继续平稳高速增长, 国民收入进一步提高	我国宏观经济继续平稳高速增长的态势, 国民收入稳步提高	宏观经济继续保持平稳高速增长的态势	1.上半年冰雪冻雨、地震等自然灾害 2.下半年, 国际金融危机逐步升级	1.金融危机的后继影响;2.甲型 H1N1 流感对旅游业造成了一定冲击;3.国内经济的迅速回升



资料来源: 招股意向书、中投证券研究所

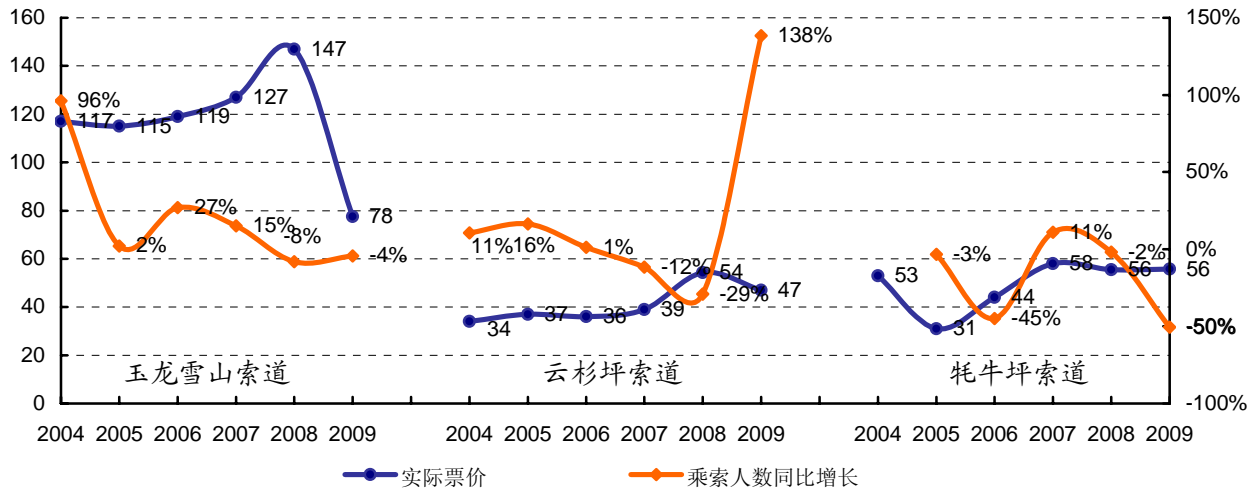
公司内含增长主要取决于票价提升、人数增长和酒店进入成熟期。

实际票价的影响因素: 营销政策 (旅行社和景区的地位, 两者的博弈; 公司营销力度等)、对外票面价格 (国家对景区提价的规定; 通胀水平等)。

旅游人数增速的影响因素: 丽江市旅游行业景气度 (居民收入、天气、自然灾害), 交通便捷程度, 门票价格。

大索道目前票价已维持 8 年时间, 2010 年技改后, 运力提升近两倍且经营状况良好, 未来存在提价预期。

图 22: 三条索道乘索人数增长和实际票价呈现出微弱的正相关关系



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

3.2 公司盈利能力分析

3.2.1 公司 ROE 水平: 随着酒店业务成熟盈利能力将提升

成熟运营的景区类公司由于有垄断经营权、固定成本高、变动成本低、规模效应冥想, 因此, 一般 ROE 水平处于行业较高水平, 从表 5 可看出, 丽江旅游在未开展酒店业务之前 (07 年 ROE 水平位于行业第四) ROE 水平处于行业较高水平。酒店业务属于重资产型业务, 一般 ROE 水平处于行业较低水平, 09 年来由于丽江和府皇冠假日酒店开业, 同时, 有云杉坪和大索道技改因素, 拖累公司 ROE 水平明显降低。未来随着公司酒店业务逐渐成熟, 公司整体盈利能力将提升, 但同时由于酒店业务占营业收入比例加大, ROE 水平不可能高于之前单纯索道业务时的水平。然而总体而言, 仍将处于行业中上水平。

表 5: 受酒店开业影响丽江旅游今年来 ROE 水平处于下降趋势 单位: %

类别	公司	2007	2008	2009	2010
演艺类	宋城股份	37.37	45.02	40.45	
综合类	首旅股份	12.55	16.14	15.44	18.71
综合类	中国国旅	49.22	31.63	13.60	
景区类	黄山旅游	16.40	17.48	13.40	
景区类	峨眉山 A	7.66	3.62	12.85	
综合类	中青旅	10.49	6.79	12.31	
餐饮类	西安饮食	3.39	3.87	12.17	8.35
餐饮类	全聚德	14.18	11.06	11.93	13.68
餐饮类	湘鄂情	40.82	26.85	10.78	4.98
景区类	丽江旅游	20.11	12.38	9.43	1.98
酒店类	金陵饭店	9.34	7.24	8.93	10.66
酒店类	锦江股份	7.52	7.07	8.43	
景区类	桂林旅游	11.97	4.80	6.94	

景区类	三特索道	7.17	2.89	5.46	
景区类	西藏旅游	3.65	-13.73	0.37	
综合类	西安旅游	2.37	2.77		-0.73

注释: 蓝色底表示当年 ROE 水平高于丽江旅游

资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所

3.2.2 ROE 水平的影响因素分析

一般情况下(除非公司有新的收购、大型维修固定资产等), 景区类公司现金流较为充裕, 负债水平相对稳定, 由图 24 可看出, 公司 ROA 和 ROE 的变化趋势基本相同, ROE 水平主要由 ROA 决定。

ROA 由总资产周转率和销售利润率决定, 而景区类公司一般资产额较为固定, 总资产周转率主要由营业收入决定。销售利润率则主要由公司经营效率决定。

从公司经营效率来看, 即营业收入向净利润的转化过程来看(图 27-28)可看出, 管理费用率和营业成本率是主要影响因素, 是 ROA 和 ROE 水平的主要因素。而景区类公司一般景区管理费用率和营业成本都随着公司营业收入的上升而下降, 存在较明显的规模效益, 因而营业收入的变动对 ROE 水平的影响较为明显。

图 23: 公司综合毛利率水平超过 75%

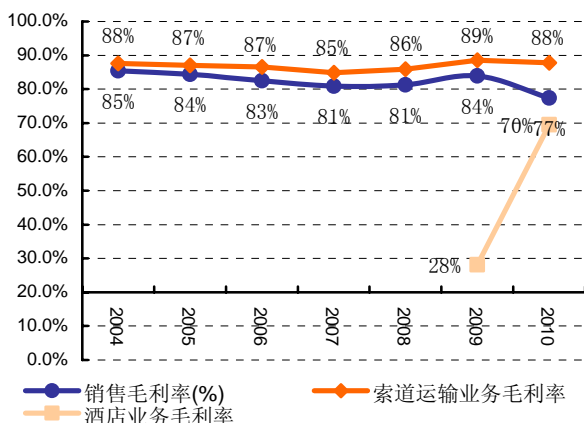
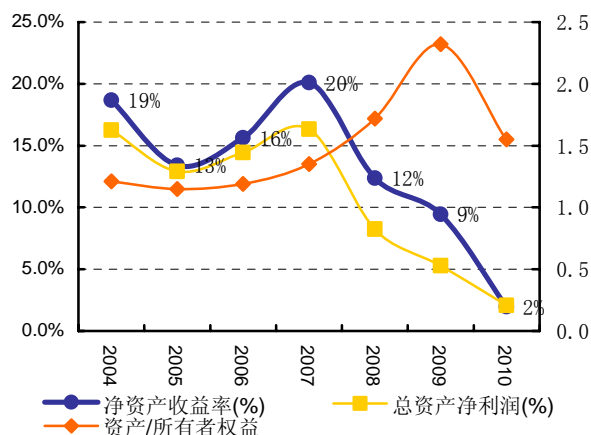


图 24: ROA 是决定公司 ROE 水平的主要因素



资料来源: wind、中投证券研究所

图 25: 总资产周转率和营业收入利润率走势图

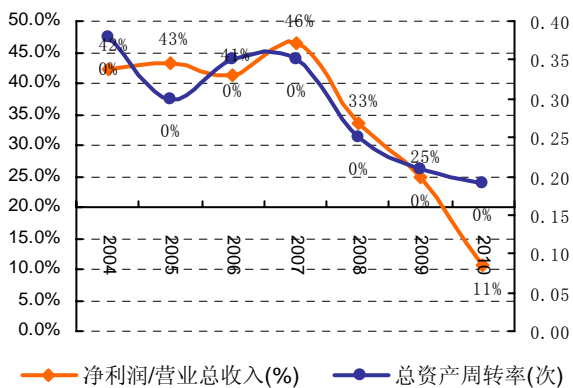
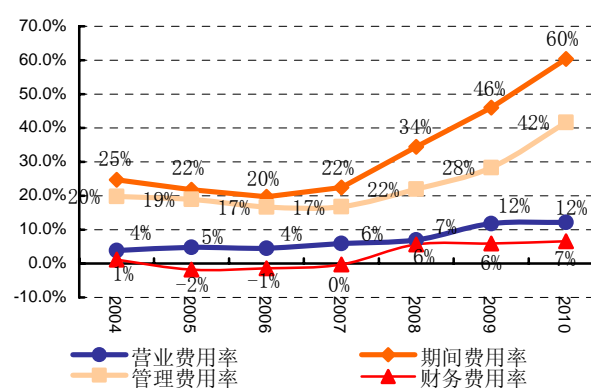


图 26: 公司期间费用率走势分析



资料来源: wind、中投证券研究所

图 27: 公司营业收入转化为净利润过程分析图

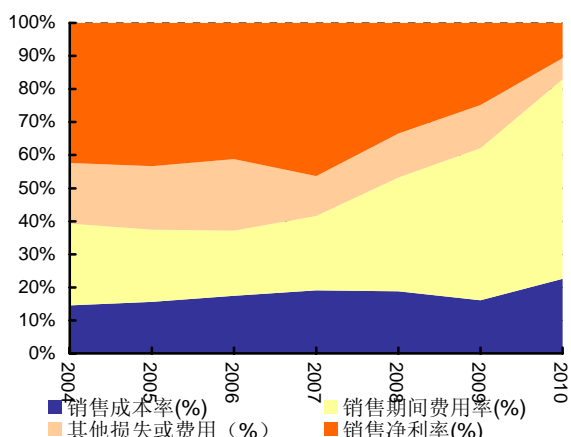
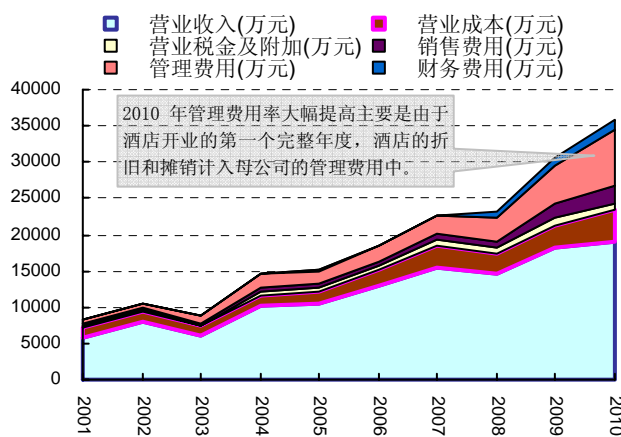


图 28: 公司营业收入、营业成本、费用变化趋势图



资料来源: wind、中投证券研究所

3.2.3 公司所得税率恢复正常将对公司盈利能力造成一定影响

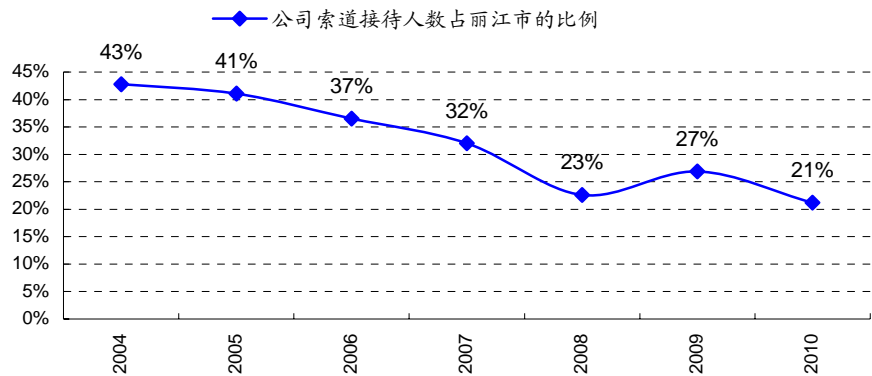
丽江旅游及其下属云杉坪和牦牛坪子公司从 2007 年起符合西部大开发税收优惠政策，减按 15% 的税率征收企业所得税。（云南省贯彻西部大开发税收优惠政策时间自 2002 年 1 月 1 日起执行，执行期为 10 年）。根据 2007 年 1 月 16 日云国税函（2007）49 号“云南省国家税务局关于丽江市印象丽江旅游文化产业有限公司免征企业所得税问题的通知”，印象丽江 2007 年至 2009 年度的免征企业所得税。因此，在没有出台新政策的情况下，印象丽江和丽江旅游所得税率水平将分别于 2010 年和 2012 年恢复至 25% 的正常水平。由于印象丽江 11 年才购入，因此只有母公司所得税率变动对公司盈利能力造成一定影响。据我们测算，2012 年所得税率恢复，约影响（降低）公司 2012 年和 2013 年 EPS 0.07 元和 0.08 元。

4 公司分析：核心竞争力明显 今年面临业绩拐点

4.1 核心竞争力分析：丽江霸主，全国休闲游的领跑者

- **垄断玉龙雪山索道经营。**2004 年公司收购股牦牛坪索道后，垄断了玉龙雪山上索道经营权。这有利于公司推出施行统一营销和管理。大索道技改后推出的大索道和云杉坪的联票制的成功就说明了这一点。
- **丽江旅游市场发展的最直接受益者。**玉龙雪山和大研古城是丽江地区标志性景区，虽然近年来，随着丽江市其他景区的开发和休闲游的发展（过夜数增加，而每位游客通常只会去一次雪山），游客数量占丽江市游客量（人次）的比例呈降低趋势，但比例仍高于其他景区。我们认为雪山景区（包括索道和印象丽江）和公司酒店都将是丽江市旅游发展的最直接受益者。

图 29: 公司索道接待人次占丽江市游客量(人次)比例变化趋势图



资料来源: 丽江政务网、公司公告、中投证券研究所

- 在丽江地区拥有较强的获取资源的能力。公司是丽江市唯一一家上市公司，同时公司大股东雪山开发公司和实际控制人雪山管委会在丽江地区拥有较多的资源和话语权。随着公司产业链的延伸，在酒店、演艺等旅游的拓展，公司在丽江市场的影响力扩大。

4.2 三重因素推动今年业绩增长

4.2.1 动力之一: 大索道恢复运营效果良好, 联票模式初获成功

表 11: 玉龙雪山景区三条索道情况对比

索道	购置日期	启用日期	长度 m	高差 m	运载量 (人)	景观特色	双程票价 (元)	距城市距离(公里)
玉龙雪山	1998.7.1	1998.7.1	2968	1150	420 人/h	现代冰川	172	32
云杉坪	1994.1 (2002.12 大修)	1994.1	958	265	500 人/h	高山草甸 原始森林	40	35
牦牛坪	1999	2000	1200	320	400 人/h	高山草甸	60	45

资料来源: 公司招股说明书、中投证券研究所

雪山玉龙大索道 2010 年 4 月开始技改停工, 12 月重新开始运营。从公司了解到的情况来看, 大索道今年大索道运营情况良好:

- ① 1 月份单日接待客流量最多的一天创出历史最高水平, 这主要是由于大索道运力提升将近倍——玉龙雪山旅游索道改造后的采用单线循环脱挂抱索器 8 人吊厢式索道, 索道设备选用意大利 LEITNER 公司的成套先进技术。索道运力将从原来的每小时 420 人提升到每小时 1200 人——游客排队等候时间将缩短至原来的 1/3, 高峰时 4-5 小时的等候时间将缩短至 1-2 小时, 这将有助于提升游客的乘索率;
- ② 等候时间缩短使游客在一天内可以游览两个以上的景点, 同时乘坐云杉坪和大索道, 公司适时的推出联票制度(大索道、云杉坪和牦牛坪的每小时接待人次分别是 1200 人次、1500 人次和 420 人次, 因此大索道和云杉坪索道的运力相当, 联票制度无论淡季旺季, 从技术上都完全可行), 目前来看取得了较好的效果。我们分析, 由于云杉坪和大索道分别是雪山和森林风景, 有着异质性, 如果能配

合较好的销售策略，联票将有着较好的市场空间。未来，云杉坪索道和大索道将从竞争关系逐渐转化为“竞争+联动”的关系。

图 30: 三条索道接待量变化趋势图

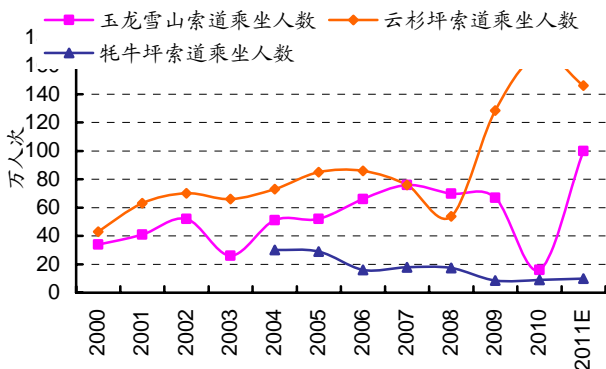
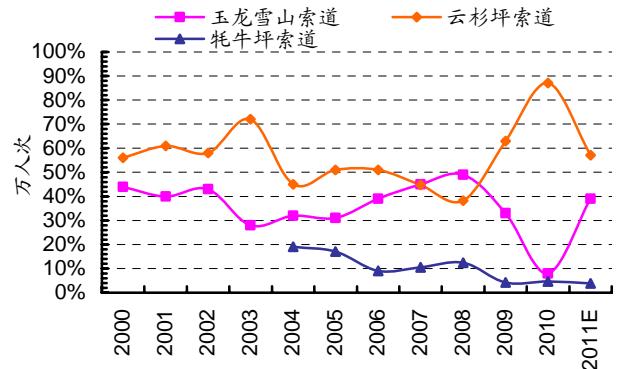


图 31: 三条索道接待量占公司接待人数的比重



资料来源：丽江政务网、中投证券研究所

4.2.2 动力之二：酒店业务今年将达到盈利拐点

➤ “地理优势+管理优势+资源优势” 打造酒店核心竞争力

由于丽江拥有许多性价比较高的低星级酒店、客栈，因此，五星级酒店的入住客人主要以会议团和旅游团为主以及高端休闲商务散客。目前来看，丽江和府皇冠假日酒店的竞争优势依然明显，主要为：

- 1、地处大研古城南门内，位置最为优越，客人可方便快捷步行至木府；为古城内唯一具备提供国际大型会议功能和旅游、休闲度假全面配套服务的五星级酒店，具有一定的稀缺性、独特性和增值性。
- 2、洲际集团进行管理，唯一由专业公司进行管理的五星级酒店，可充分利用洲际的预定渠道、客源以及管理经验；
- 3、具有资源战略互补优势，公司可以将酒店业务和索道业务进行整合营销，住店客人将能享受客运索道的VIP通道，减少排队时间。

值得指出的是：随着未来其他星级酒店的入驻，我们认为对公司短期经营状况可能造成一定冲击，但长期来看正面影响更大：①公司除管理外的两个优势——地理位置和资源优势具有一定垄断性和不可替代性。其原因在于，大研古城内基本没有新的土地可以再建设酒店，同时丽江旅游对雪山景区索道处于垄断地位，并且公司大股东玉龙雪山管委会在获取旅游资源与酒店进行互补方面有一定的优势。②新的国际酒店品牌的入住说明看好丽江的高端会务市场，同时也符合云南省和丽江市发展休闲游和高端商务会议市场的需求，高品质的高星级酒店的集群形成协同效应，此时整个高端商务会议市场的发展，吸引更多的游客从而达到共赢。③丽江市高端商务市场发展起来后，有利于公司开发投资新的酒店项目，同时也有利于公司索道经营。

图 32: 丽江和府皇冠假日酒店客房



图 33: 丽江和府皇冠假日酒店大堂



资料来源: 迈点网、中投证券研究所

➤ **10 年酒店营业状况好于公司预期, 11 年有望盈利**

10 年是酒店的第一个完整经营年度, 从目前情况来看, 超出公司预期, 预计基本达到盈亏平衡点。我们分析主要原因是: ①2010 年丽江旅游市场从金融危机中强劲反弹; ②从酒店在携程上的价格来看, 房价的折价率相对同类型的酒店稍高, 说明虽然公司刚投入运营, 仍处于市场培育期, 但地利位置、管理优势等已得到市场的认可。

今年从行业来看, 虽然有新的五星级酒店开业, 但公司酒店实现赢利基本可以肯定。

➤ **未来公司将继续投资于酒店业务**

随着丽江高端会议旅游市场的发展, 公司未来有可能借助合适的时机, 继续投资于酒店业务, 但不同于单纯的酒店公司。我们预计, 公司将投资建设具有休闲度假性质的公司, 如何高尔夫相结合的酒店等。这将进一步夯实公司产业链从单纯的索道业到酒店业务方面的延伸, 对于公司长远发展和分享丽江旅游市场的高成长是有益的。

4.2.3 动力之三: 印象丽江收购完成增厚公司 EPS 约 0.3 元

➤ **定向增发收购印象丽江预计上半年完成, 净利润大幅提升**

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。根据玉龙雪山景区的统计数据, 《印象·丽江》雪山篇自 2009 年起接待观众数量约为玉龙雪山景区游客接待量的 60%, 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。2008 年、2009 年和 2010 年 1-9 月演出场次平均为每天 1.5、2.6、2.0 场。一般丽江旅游市场 8 月份达到最旺, 之后转弱至 12 月后进入淡季。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。收购完成后, 预计印象丽江 11-13 年增厚公司 EPS 分别 0.27、0.30 和 0.33 元。

表 6: 印象旅游近年经营状况

年度	演出场次 (场)	营业收入 (万元)	门票销量 (张)	实际票价 (元)	上座率 (%)
2007 年	350	1,484.08	148,715.50	100	28.33
2008 年	537	6,181.16	549,064.00	113	68.16
2009 年	923	15,741.95	1,384,055.50	114	88.21
2010 年 1-9 月	559	13,002.62	1,102,789.50	118	72.14

注释: 1.《印象丽江·雪山篇》于 2006 年 7 月 23 日公演, 普通票 190 元/张, 贵宾票 260 元/张 (贵宾票自 2007 年 7 月 1 日起执行), 童票减半。通过两年的市场预热, 项目自 2008 年起开始盈利。

2. 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。

3. 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

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

► 印象丽江剧场改造完成提升盈利能力

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。由于公司的演员工资主要按照场次计算, 因此, 剧场改造后将提升公司的毛利率水平和盈利能力。截止 2010 年前三季度, 印象旅游共有员工 525 人, 其中演职人员 400 人, 主要为当地村民, 管理及其他员工 125 人, 公司与演职人员、管理及其他员工均签有《劳动合同》。从 2010 年前三季度的经营状况来看, 由于剧场座位数增加、演出场次减少, 上座率降低, 但营业收入未受影响, 且前三个季度的营业收入与 09 年全年水平接近, 前三季度实际票价相对 09 年也有所增长。

表 7: 收购印象旅游提升了公司整体 ROE 水平

年度	2010 年 1-9 月		2009 年度	
	交易前 (合并)	交易后 (备考)	交易前 (合并)	交易后 (备考)
毛利率	80.69%	76.90%	87.38%	79.21%
销售净利率	11.47%	14.71%	20.89%	22.39%
加权平均净资产收益率	2.94%	6.43%	9.52%	12.62%
总资产收益率	1.64%	3.44%	3.76%	6.16%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究

4.3 公司战略目标: 做强做精—依靠雪山、向外辐射

4.3.1 三大股东博弈关系: 合作大于竞争

从三大股东的持股比例可以看出, 三大股东虽仍处于弱平衡状态 (任何双方的持股数量合计都超过第三方), 但大股东略占优势。印象丽江注入方案在 2011 年第一次临时股东大会通过后预示: 公司实际控制人雪山管委会的控股比例由原来 22.55% 增加至 28.68% (雪山开发和景区投资管理公司合计)。单独来看, 实际控制人雪山管委会实际控制股份占有一定优势, 但是云旅投和云南联合外经股份合计为 29.79%, 略超过雪山管委会实际控制股份 28.69%。三大股东之间仍处于弱平衡状态, 但是, 大股东有相对优势。据此, 三大股东总的来看是利益共生体, 之间关系由合作关系为主导; 同时因控股权相互制衡、相互博弈关系仍存在, 未来不排除将各自优质资源注入上市公司的可能性。

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	11,632.30	100.00%	12,632.30	100.00%

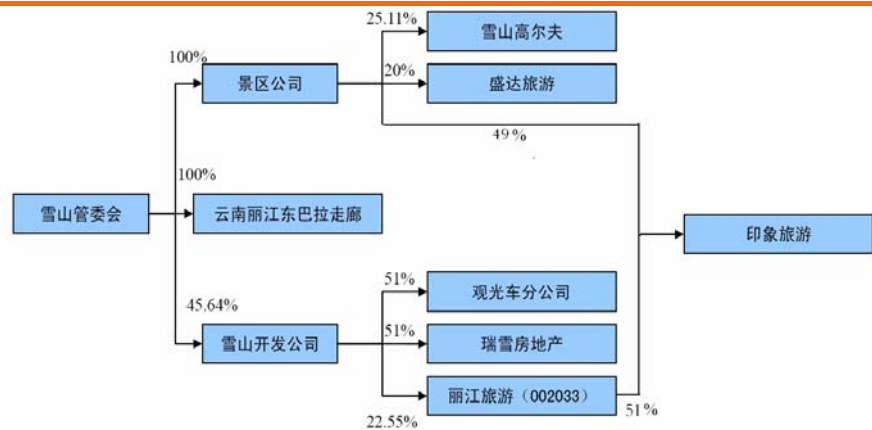
资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.3.2 背靠丽江旅游，积极探寻向外扩张方式

长远来看，对外扩张是公司发展的必然方式，公司的战略目标不是做大，而是先做强做精丽江市场，然后依靠丽江积极探寻向外扩张的方式，走出雪山、走出丽江。

从三大股东拥有资源状况来看，三股东拥有的旅游资源和在省内获取资源的能力均有一定优势。结合目前股权结构来看，我们认为三股东寻求新的途径使上市资源或者出售资源的可能性也很大（如通过 IPO 的方式）。总之，未来公司走出雪山、走出丽江是必然趋势，但短期来看，我们认为由大股东主导的可能性更大。

图 34: 雪山开发公司及雪山管委会旗下控股公司及相关旅游资源



资料来源：携公司公告、中投证券研究所

表 8: 云南旅投旗下控股子公司及相关旅游资源

控股子公司	旗下资源
大理旅游集团有限责任公司	成立于 2002 年 9 月 23 日，旗下拥有多个景区景点，包括崇圣寺三塔文化旅游区、蝴蝶泉公园、洱海游船、南诏风情岛、洱海公园、天龙八部影视城、感通索道、苍山索道、鸡足山等，通过多年的发展，已成为滇西北地区具有较强市场影响力的大型旅游集团。
云南旅投麒麟温泉	成立于 2006 年 12 月 12 日，位于滇东的曲靖市，主要负责曲靖麒

开发有限公司	麟温泉度假区项目的开发，该项目占地 5.7 平方公里，建设周期 8 年，计划总投资 50 亿元。项目目标是要按顺序打造三个主要的业务板块：温泉主题景区业务板块、旅游地产业务板块和会展健康管理业务板块。
云南旅投勐仑旅游小镇开发建设有限公司	成立于 2007 年 9 月，位于滇南的西双版纳州，主要负责对勐仑小镇建设规划中所确定的高星级度假酒店、旅游风情街区、自驾车营地等重要项目进行投资建设，项目规划总用地面积 2050 亩，总投资 11.9 亿元，建设周期 3 年。
景洪云旅投旅游开发有限公司	成立于 2007 年 9 月，位于滇南的西双版纳州，主要运作项目为嘎洒温泉旅游小镇。该项目总规划面积为 2372.55 亩，拟以温泉资源为核心，依托热带风情生态特色和傣族民俗文化的丰富内涵，开发休闲娱乐和养生度假产品。
龙陵县邦腊掌温泉有限责任公司	2009 年 5 月 8 日，云南旅投以 1 亿现金获得公司 90% 的股权。该公司拥有土地 701.82 亩，未来 3 年将投资 5 亿元，打造成全国一流、世界知名的温泉休闲疗养胜地。
云南金孔雀旅游集团有限公司	云南旅投正在展开收购。该公司成立于 2002 年 5 月，以旅游景区景点开发经营为主，位于滇南的西双版纳州，拥有多个景区景点，主要包括西双版纳原始森林公园、西双版纳野象谷景区、勐景来景区、基诺山寨等，是云南省内拥有景区景点较多的大型旅游集团。

资料来源：公司公告、中投证券研究所

对于未来公司可能存在的扩张路径我们分两种情况讨论如下，我们认为第一种的可能性更大，但不排除第二种情况出现的可能性：

①假设由大股东主导公司对外扩张，三股东扮演财务投资者的角色。首先，大股东旗下仍有观光车分公司；其次（正如前面提到），公司将来会进一步扩展在丽江地区的酒店业务；再次，公司有可在合适的时机走出丽江，积极参与“大香格里拉”地区¹旅游资源的开发。

②假设大股东愿意让步控股权，由三股东主导公司对外扩张。云旅投旅游资源丰富——获取资源、培育资源和出售资源是公司的主要任务和目的。其在西双版纳等地的旅游资源丰富，在资源培育成熟且门票分拆等问题解决后，公司有动力以最快的方式将其注入公司上市。

5 盈利预测和投资建议

5.1 盈利预测

关键假设：

假设印象丽江 2011 年上半年收购完成；

暂不考虑储备项目的业绩影响；

注释¹：目前所说的“大香格里拉”区域，一般涵盖了云南的丽江、怒江部分区域和迪庆藏族自治州、四川甘孜藏族自治州以及西藏自治区昌都地区，其地理位置基本上为横断山脉的中段，世界自然遗产“三江并流”也位于大香格里拉的核心区域；历史上的“茶马古道”也横贯这片区域，学术界所称的“藏彝走廊”（或“藏缅语族”走廊）的部分区域也在其中；其中还包括了红军长征所经过的不少地区，也是“红色旅游”的景点富集之地。

暂不考虑大索道提价。

表 9: 公司索道业务数据预测

单位: 万人 元/人	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
玉龙雪山索道乘坐人数	69.9	66.8	16.1	100.0	112.0	125.4
实际票价	125.0	126.1	135.8	128.0	128.0	128.0
云杉坪索道乘坐人数	53.9	128.4	168.2	110.0	121.0	133.1
实际票价	54.3	47.0	46.8	47.0	47.0	47.0
牦牛坪索道乘坐人数	17.4	8.6	9.0	9.4	10.4	11.8
实际票价	55.5	55.8	60.0	55.0	55.0	55.0
公司接待人数	141.2	203.9	193.3	219.4	243.4	270.3
实际票价	89.4	73.3	54.8	84.3	84.6	84.9

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

表 10: 公司各主营业务增长预测

业务	科目 (万元)	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
索道	索道业务收入	10066	11647	13665	12622	14941	10595	18487	20597	22960
	索道业务成本	1318	1568	2068	1779	1715	1293	2034	2266	2526
	毛利率	86.9%	86.5%	84.9%	85.9%	88.5%	87.8%	89.0%	89.0%	89.0%
汽车运输	汽车运输收入	400	525	624	619	611	171	205	246	296
	汽车运输成本	315	415	298	321	266	126	144	148	163
	毛利率	21.3%	21.0%	52.2%	48.1%	56.5%	26.2%	30.0%	40.0%	45.0%
酒店	酒店营业收入					1021	7253	9388	11459	12385
	营业成本					733	2209	2629	3208	3468
	毛利率					28.2%	50.6%	72.0%	72.0%	72.0%
印象丽江	印象丽江营业收入			1484	6181	15742	17238	19307	21623	24218
	印象丽江营业成本			1234	2498	4128	4310	4827	5190	5812
	毛利率			59.6%	73.8%	75.0%	75.0%	76.0%	76.0%	
其他	其他业务收入	934	713	1145	1370	2063	1026	1129	1242	1366
	其他业务成本	308	269	586	646	865	680	734	745	820
	毛利率	67.0%	62.3%	48.8%	52.8%	58.1%	33.8%	35.0%	40.0%	40.0%
合计	营业收入	11400	12885	16918	20792	34377	36283	48516	55167	61225
	营业成本	1941	2252	4186	5244	7081	8617	10366	11556	12788
	综合毛利率	83.0%	82.5%	75.3%	74.8%	79.4%	76.2%	78.6%	79.1%	79.1%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

5.2 投资建议

假定印象丽江 11 年完成注入, 我们预测 11-13 年公司 EPS 分别为 0.89/0.96/1.12 元。按照景区类 11 年动态估值水平 34 倍, 如下表, 公司股价为 30.3 元。若考虑酒店即将进入成熟期且大索道技改完成存在提价预期, 同时, 公司受益于旅游消费升级 (休闲游特征)、云南区域振兴计划、旅游业“二次创业”, 及潜在资产注入可能, 我们给予公司 11 年 40 倍 PE, 合理价格约为 35.6 元, 给予公司“推荐”的投资评级。

表 11: 主要景区类公司的动态 PE 比较

股票代码	股票名称	11.03.21 收盘价	10PE	11PE	12PE
600054	黄山旅游	19.38	39.6	31.3	26.2
000888	峨眉山 A	18.99	38.8	28.3	22.9
000430	*ST 张股	9.58	104.7	38.0	32.4
000978	桂林旅游	13.20	66.0	32.2	27.5
002159	三特索道	17.45	62.3	37.9	25.7
平均:			62.3	33.6	26.9

资料来源: Wind 资讯、中投证券研究所

6 风险提示

星级酒店增多短期竞争加剧, 丽江旅游演艺行业竞争加剧, 大索道提价低于预期, 云南旅游振兴计划低于预期等风险。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	116	735	948	1190	营业收入	190	485	552	612
现金	105	550	752	971	营业成本	43	104	116	128
应收账款	1	6	7	8	营业税金及附加	10	21	24	26
其他应收款	2	45	54	59	营业费用	23	73	83	92
预付账款	4	112	114	128	管理费用	79	82	94	98
存货	3	21	21	24	财务费用	12	8	7	6
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	1	1	1
非流动资产	834	671	640	608	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	13	8	8	8	投资净收益	8	0	0	0
固定资产	648	466	435	404	营业利润	30	197	228	261
无形资产	57	56	55	54	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	116	141	142	142	营业外支出	9	0	0	0
资产总计	951	1406	1588	1798	利润总额	22	197	228	261
流动负债	178	243	253	267	所得税	1	41	57	65
短期借款	50	0	0	0	净利润	20	156	171	196
应付账款	62	108	120	133	少数股东损益	10	43	49	55
其他流动负债	66	135	133	134	归属母公司净利润	10	113	122	141
非流动负债	156	134	134	134	EBITDA	80	237	267	300
长期借款	156	134	134	134	EPS (元)	0.09	0.89	0.96	1.12
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	334	377	387	401	主要财务比率				
少数股东权益	15	170	219	274	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	116	126	126	126	成长能力				
资本公积	301	303	303	303	营业收入	4.0%	36.5%	13.7%	11.0%
留存收益	185	432	554	695	营业利润	-50.6%	56.3%	15.8%	14.5%
归属母公司股东权益	602	862	984	1125	归属于母公司净利润	-73.6%	26.1%	7.7%	15.7%
负债和股东权益	951	1408	1590	1800	获利能力				
					毛利率(%)	77.4%	78.6%	79.1%	79.1%
					净利率(%)		5.3%	23.3%	22.1%
					ROE(%)	1.7%	13.1%	12.4%	12.5%
					ROIC(%)	5.6%	26.7%	30.6%	36.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	35.1%	26.8%	24.4%	22.3%
					净负债比率(%)	64.74	35.6%	34.6%	33.4%
					流动比率	0.65	3.03	3.74	4.45
					速动比率	0.64	2.94	3.66	4.36
					营运能力				
					总资产周转率	0.19	0.37	0.37	0.36
					应收账款周转率	65	82	76	75
					应付账款周转率	0.58	1.06	1.01	1.01
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.09	0.89	0.96	1.12
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	1.50	1.92	2.06
					每股净资产(最新摊薄)	5.18	7.89	9.00	10.29
					估值比率				
					P/E	370.18	36.40	33.80	29.21
					P/B	6.20	4.77	4.18	3.66
					EV/EBITDA	48	17	15	13

现金流量表				
单位: 百				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	7	164	210	225
净利润	20	156	171	196
折旧摊销	38	32	32	32
财务费用	12	8	7	6
投资损失	-8	0	0	0
营运资金变动	-57	-33	-2	-10
其他经营现金流	1	1	1	1
投资活动现金流	-70	-7	-1	0
资本支出	92	0	0	0
长期投资	-0	8	-0	0
其他投资现金流	22	2	-1	0
筹资活动现金流	5	-8	-7	-6
短期借款	-160	0	0	0
长期借款	22	0	0	0
普通股增加	17	0	0	0
资本公积增加	173	0	0	0
其他筹资现金流	-46	-8	-7	-6
现金净增加额	-58	150	202	219

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

研究团队简介

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, 2010 年《新财富》社会服务业最佳分析师第二名。

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、金陵饭店、西藏旅游、三特索道、全聚德、湘鄂情、宋城股份等。

陈青青: 中投证券研究所旅游行业助理研究员, 理学、经济学双学士, 南开大学经济学硕士, 2010 年 7 月加盟中投证券研究所。

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

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