自然景点

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

刘璐丹 王斌

餐饮旅游行业研究员

证书号：s0190200010016

021-3856 5944

丽江旅游（002033）

“二次创业”时机酝酿投资机会

推荐 （维持）

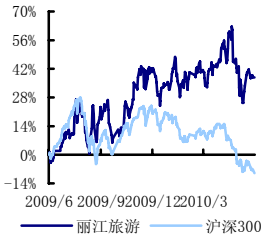
市场数据

报告日期	2010-6-8
收盘价（元）	18.35
52周最高/最低(元)	21.81/12.90
总股本（百万股）	116.32
流通股本(百万股)	71.89
总市值（百万元）	2134.53
流通市值(百万元)	1319.25
净资产（百万元）	409.25
总资产（百万元）	1010.33

主要财务指标

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	183	182	285	313
同比增长（%）	25.4%	-0.6%	56.6%	9.9%
净利润（百万元）	38	28	86	105
同比增长（%）	-16.7%	-27.6%	211.8%	21.8%
毛利率（%）	83.9%	75.9%	80.1%	80.8%
净利润率（%）	20.9%	15.2%	30.3%	33.6%
净资产收益率（%）	9.17%	4.47%	12.23%	12.96%
每股收益（元）	0.33	0.24	0.74	0.90
每股经营现金流(元)	0.96	0.91	1.31	1.54

股价走势



相关报告

《背靠实力股东 等待经营基本面反转》2010-5-24

《利润下滑尚在预期 耐心等待度过转型阶段》2010-4-26

《业绩符合预期》2009-10-21

投资要点

- 云南省旅游资源可主要划为五个旅游圈，与其他旅游城市对比，无论入境游还是国内游，丽江-香格里拉旅游圈的热度近年来只增不减。丽江区域独具代表性的旅游资源、快速改善的区域通达性，令丽江有望成为川藏滇大香格里拉黄金旅游线的集散地，发展前景看好。
- 丽江旅游的两大股东-玉龙雪山景区管委会、云南旅游投资集团均资源雄厚，我们整理了两大股东的主要资源，预计雪山景区的深度开发，以及云旅投旗下的大理、西双版纳相关景区，有望为公司的外延成长打开空间。而公司分散的股权结构则成为预期资产注入事项的双刃剑。
- **公司自身业务目前经历转型，2011 年将迎来盈利爆发时点**：1、大索道接待量瓶颈打开，预计 2011-2013 年接待量将逐步增至 09 年的 1.5 倍以上，由于折旧额较低、经营费用固定，新增收入将大幅增厚利润；2、和府酒店经营良好，同样由于经营杠杆高，2011-2013 年利润将快速增长；三年内净利润由 1000 万提升至 2000 万；3、云杉坪索道仍在 08 年改造完成后产能利用率逐步提升的阶段，利润增速快于收入增速。
- 大索道改造完成后提价是大概率事件，根据 03 年提价的经验数据，提价新增收入扣除景区环保基金后，基本落实为利润，大幅增厚 2011 年及以后的业绩。提价 25% 将增厚 2011 年 EPS 0.08 元，并将公司 2011 年的动态 PE 降至 21 倍。
- 预计公司 2010-2012 年的每股收益分别为 0.24 元、0.74 元、0.92 元。对比其余景区公司，丽江旅游估值长期折价 30%左右，预计随酒店经营渐入正轨、公司迈开外延增长步伐，估值尚有提升空间。保守给予公司历史平均的 32 倍动态 PE，对应目标价 24 元；若大索道提价 25%，目标价可望达到 27 元。维持“推荐”评级。

目 录

1、云南省旅游特征：资源丰富、通达性好

1.1、云南省景点分布：分五个主要旅游圈

作为我国旅游大省，云南素有"彩云之南，万绿之宗"的美誉；拥有北半球最南端终年积雪的高山，热带雨林及原始森林，大峡谷及发育典型的喀斯特岩溶等多种地貌，加上众多的历史古迹、和多样性的民俗风情与宗教传统，云南旅游的魅力十足。

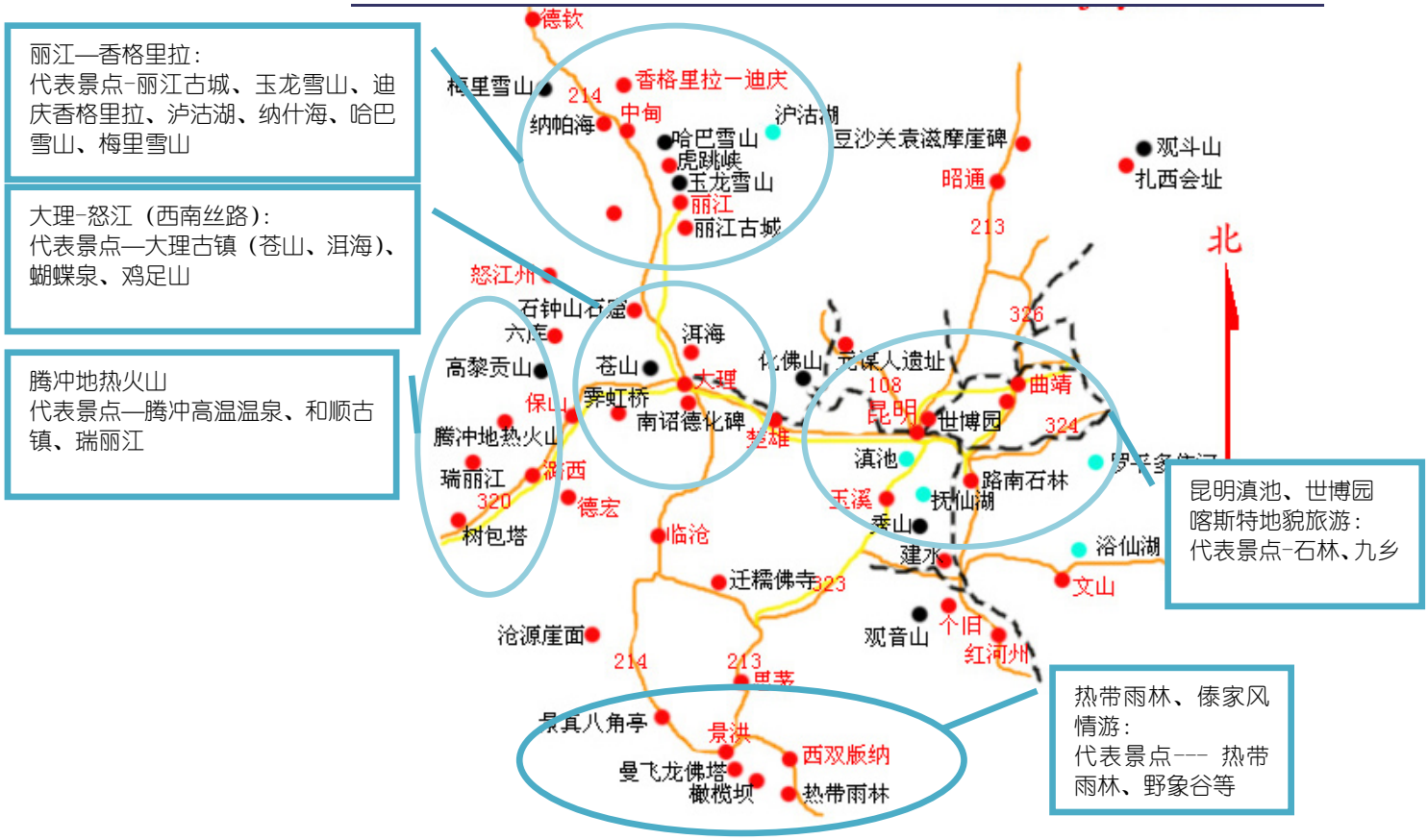
表 1、云南省内世界遗产景区、国家级风景名胜区

称号	景区景点
世界遗产	**丽江古城：** 1997 年被评为联合国教科文组织世界**文化遗产** **三江并流：** 2003 年被评为联合国教科文组织世界**自然遗产** **石林：** 2008 年被评为联合国教科文组织世界**自然遗产**
国家级风景名胜区	路南石林、**滇池**、九乡、**大理**、**玉龙雪山**、三江并流、丘北普者黑、腾冲地热火山、瑞丽江—大盈江、建水、**西双版纳**、泸西阿庐古洞

数据来源：兴业证券研发中心整理

分区域看，我们认为云南的旅游景点可主要分为五个主要旅游圈：

图 1、云南省主要景点、景区图



数据来源：兴业证券研发中心

各区域的景点分布及特征如下表:

表 2、云南省分区域景点景区分布及特征

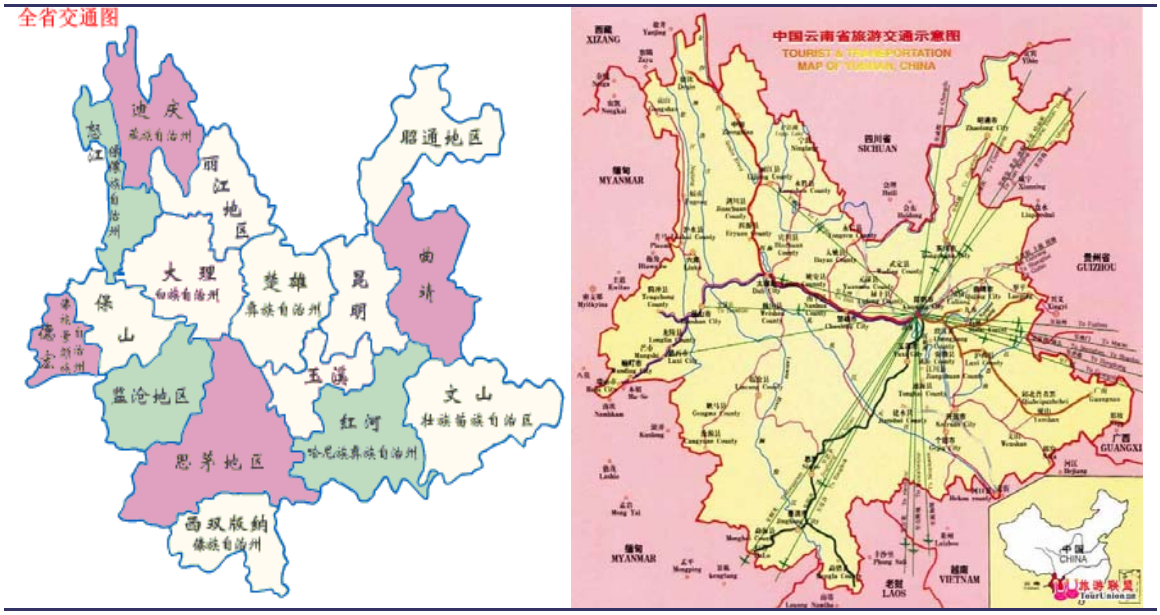
区域	**旅游集散中心**	代表景点（票价）	特征
滇东南	**昆明**	石林（140 元）、九乡（90 元；索道单程 30 元）	喀斯特地貌
滇西北	**丽江**	**玉龙雪山（大索道 160 元）**、大玉龙景区通票（190 元）、**香格里拉、**	**高原雪山、古镇**
滇西南	**大理** **腾冲**	**大理古城、洱海（游船 120 元）、苍山**（苍山索道--往返 60 元；清碧溪索道--往返 80 元）、蝴蝶泉公园（60 元）、鸡足山（门票 60 元、索道往返 60 元）腾冲高温温泉（价格不一）、和顺古镇	西南丝路
滇南部	**景洪** **西双版纳**	野象谷（70 元）、	热带雨林 傣家风情

数据来源：兴业证券研发中心整理

1.2、省内旅游通达性良好

云南的旅游开发时间较早，旅游交通路网完备。除昆明巫家坝国际机场外，全省二级机场有 11 个，滇西南、滇西北、滇东南几个主要的旅游景点集散区均有机场。此外，公路、铁路网络也日益完善，省内景点之间的通达性良好。

图 2、云南省交通图



数据来源：兴业证券研发中心

表 3、云南省内主要交通干线及未来规划

	现有	**规划**
机场	一级：昆明巫家坝国际机场 二级：**景洪嘎洒**机场、**丽江**机场、**大理**机场、迪庆机场、潞西芒市机场、保山机场、思茅机场、昭通机场、文山机场、临沧机场、腾冲机场	泸沽湖机场、红河机场、怒江机场

铁路	大丽铁路（大理-丽江）、成昆铁路、贵昆铁路、南昆铁路、内昆铁路、昆玉铁路、	**沪昆高速铁路**（昆明—上海，预计 2015 年完工）、**渝昆客运专线**（昆明—重庆，规划中）、滇藏铁路（昆明—拉萨，预计 2015 年完工）、**丽香铁路**（丽江—香格里拉，2015 年完工）、**丽攀昭铁路**（丽江—攀枝花—昭通，预计 2012 年完工）、蒙河铁路（蒙自—河口）、南昆高速铁路（昆明—文山—南宁，预计 2015 年完工）、**大瑞铁路**（大理—保山—瑞丽）、玉蒙铁路（玉溪—建水—蒙自）
公路	7 条国道、61 条省道。 以昆明为中心成辐射状，通达西双版纳、德宏等 14 个州市。	

数据来源：兴业证券研发中心整理

1.3、丽江区域独具代表性、通达性持续改善、国内游高增长刚起步

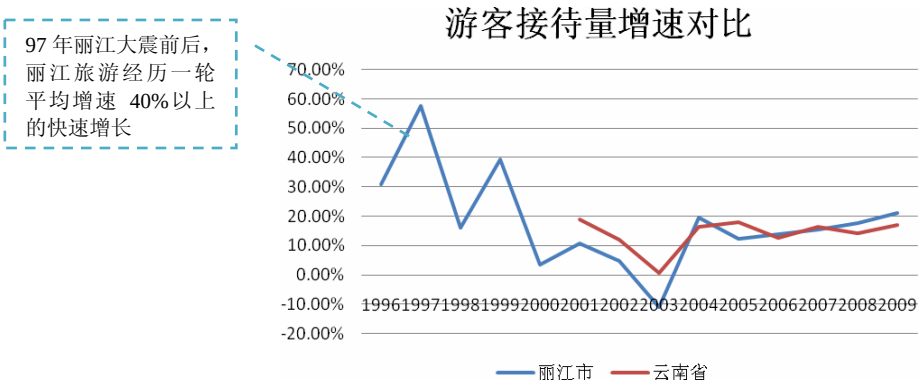
丽江所处的滇西北地区是云南省旅游资源最为富集的地方之一。“中国香格里拉生态旅游区”、“世界自然遗产三江并流区域”、“茶马古道”均是世界知名的精品旅游区。丽江是“中国香格里拉生态旅游区”的中心和示范区，是滇西北旅游片区的龙头。

丽江区域旅游层次丰富，是云南旅游最重要的代表之一

我们认为丽江区域旅游**层次丰富**，包含了度假游（丽江大研古城）、观光游（玉龙雪山、香格里拉、泸沽湖等）、探险游（梅里雪山、丽江-迪庆沿线景区）等，可满足游客的多重旅游体验。从丽江市旅游接待与云南省旅游接待量增速也可看出，丽江的重要性日益突出。

以丽江为代表的大香格里拉区旅游高速增长远未结束

图 3、丽江市与云南省旅游接待量增速对比



数据来源：兴业证券研发中心

从丽江市与云南省的总游客接待量增速对比上看，丽江的接待量弹性更大一些，05 年后表现出稳健的高增长，在全省旅游市场的占有率也稳步提升。

表 4、云南省主要旅游地级市的入境游接待量对比--香格里拉线持续升温

入境游接待量（万人次）	昆明市	迪庆	丽江	大理	红河市	西双版纳
1995	39.70	0.76	3.05	3.73	3.75	2.36
1996	45.06	2.42	4.59	4.37	3.43	4.62
1997	51.01	2.88	4.84	5.54	4.30	4.70
1998	38.39	3.80	5.45	6.20	4.42	4.83
1999	55.61	6.36	6.90	10.65	4.67	5.32
2000	52.02	6.76	9.22	9.69	2.94	4.52
2001	59.09	8.41	10.52	13.57	2.21	3.64
2002	69.97	10.29	14.84	14.55	2.54	4.38
2003	42.67	13.01	9.74	12.98	2.22	3.38
2004	49.33	16.48	9.21	13.58	2.37	3.44
2005	69.65	20.77	18.28	17.39	3.03	3.11
2006	70.75	30.80	30.87	20.93	4.87	2.87
2007	71.35	49.99	40.07	26.86	6.50	8.00
2008	70.07	51.99	46.58	31.67	10.00	11.31
2009	77.83	65.57	53.57			

数据来源：CEIC、各城市统计局网站、兴业证券研发中心整理

此外，考虑到我国入境游接待具有区域旅游先导性指标的作用，我们从昆明、丽江、大理、迪庆等云南省主要旅游城市的入境游接待量来看，丽江、大理、版纳等城市在 1995 年发展之初，接待规模相当，**但从 05-06 年开始，香格里拉线的丽江、迪庆接待量迅速增长，至 08/09 年，已将曾在同一起跑线的大理、版纳两个传统云南旅游代表城市远远超越**。

表 5、丽江国内游接待量与全国其他重点旅游城市对比

[redacted]

数据来源：各城市当年统计公报、兴业证券研发中心整理

表 6、丽江国内游接待量与省内其他重点旅游城市对比

[redacted]

数据来源：各城市当年统计公报、兴业证券研发中心整理

基数更大的国内游是主导地区旅游长期发展的关键因素，我们对比了丽江和国内、省内主要旅游城市的增长情况，**发现丽江的高增长（或者说丽江区域旅游的逐步流行），是从 2006 年才开始的。从 2006 年起，丽江开始显示出其超越云南省和**

全国旅游行业平均的区域高速增长。

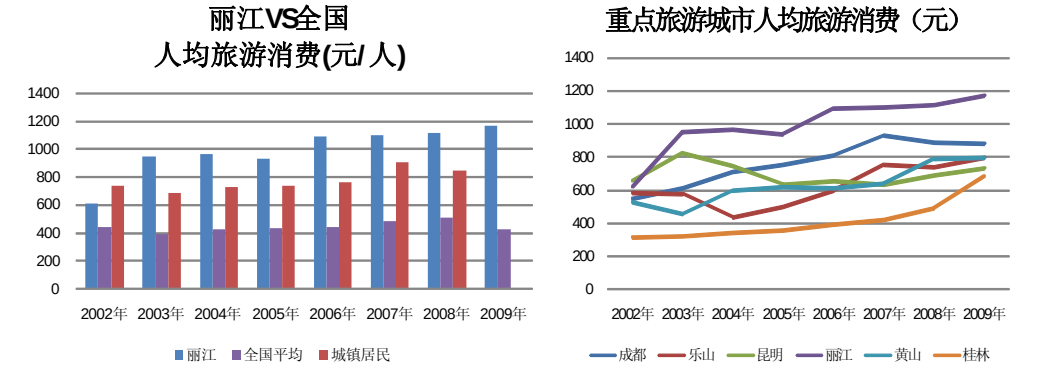
我们认为，有入境游的先导指标在前，近三年的国内游数据也有印证，旅游层次丰富、准确定位于“度假游”“体验游”的丽江-香格里拉线，增长才刚开始，还将迎来国内游高速增长的黄金阶段。

丽江旅游另一特征是人均消费较高:

丽江的人均旅游消费显著高于全国平均水平，以及城镇居民旅游消费均值。我们选择了几个重要的旅游城市进行对比，也可以看到 03 年以来，丽江的人均旅游消费水平明显超过了大部分重点旅游城市。

我们认为，丽江的更偏重体验度假的定位，令其在我国度假游趋势中走在前端，能够一直保持较高的人均旅游消费。

图 4、丽江市的人均旅游消费显著高于全国平均水平



数据来源：兴业证券研发中心

交通便利性将持续改善: 丽江将成为滇川藏-大香格里拉黄金旅游线的重要旅游集散地

丽江作为知名旅游目的地，目前交通已较为方便。但受限于高原地理环境，从昆明等地前往丽江公路需时 10-12 个小时，北广上直飞丽江仍需经停昆明，且三义机场尚未开通国际航线。未来随丽江三义机场二期投入使用，以及丽江-香格里拉等旅游通路的进一步打通，丽江的交通便利性还将持续改善。

丽江机场二期改扩建工程将对丽江打开国际市场产生重大意义。改扩建完成后，三义机场的吞吐量将增长 125%（由目前 200 万人次/年提升至 450 万人次/年），成为云南省内的第二大机场，并极有可能成为省内重要的口岸机场，开通直飞的国际航班。**丽江将成为滇川藏-大香格里拉黄金旅游线的重要旅游集散地、交通枢纽中心。**

表 7、丽江交通现状与规划

	现有	规划
机场	开通至昆明、版纳、北京、上海、广州、成都、深圳、贵阳等地直达班线（北上广需经昆明经停）	机场二期扩建工程(09 年底候机楼主体工程完工)，吞吐量将由目前的 200 万人次/年提升到 450 万人次/年 扩建后成为**云南省内第二大机场、滇川藏、大香格里拉黄金旅游线的航空枢纽**；有望开通国际航线，成为口岸机场。

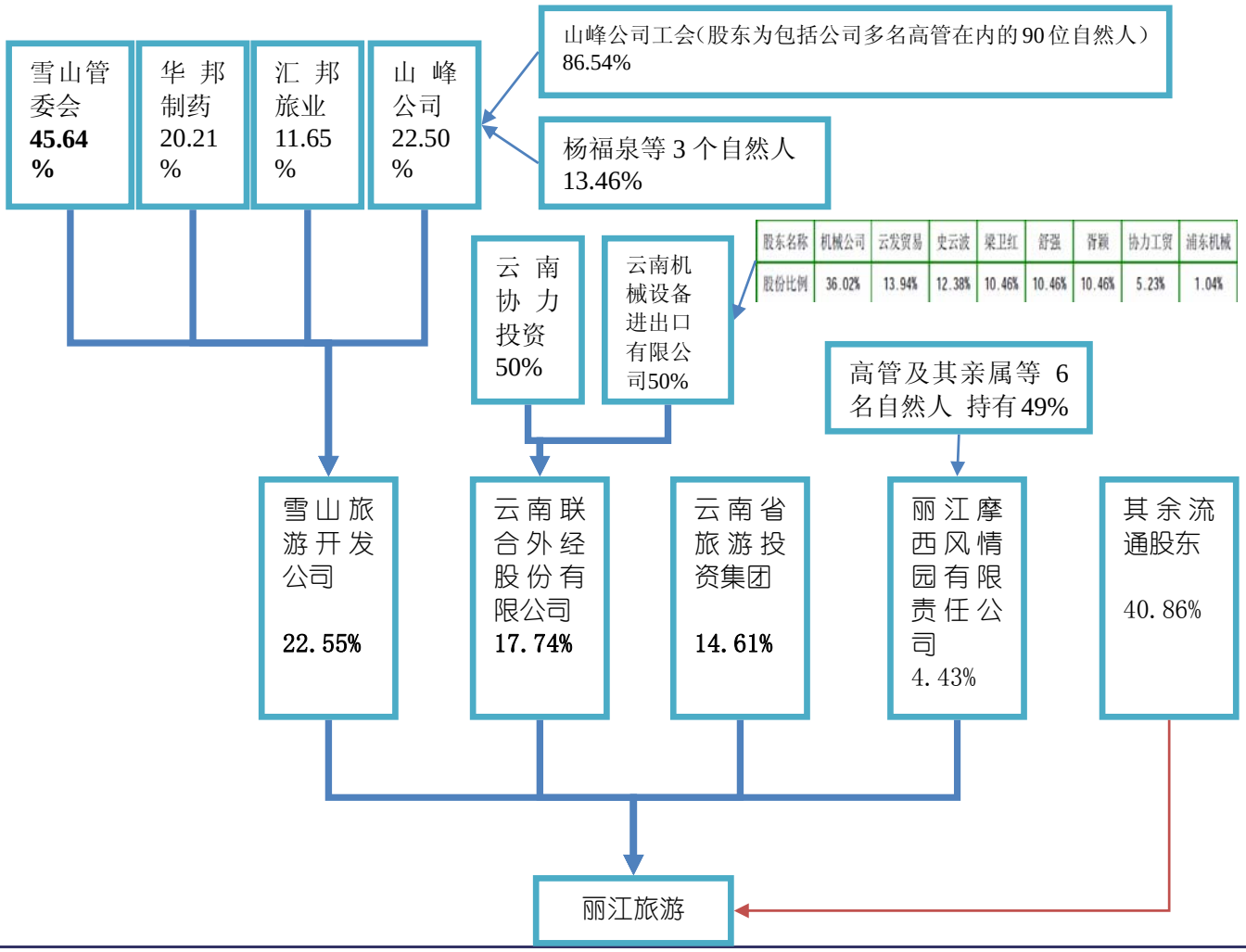
铁路	**大丽铁路(大理-丽江):** 2009 年 9 月开通；从大理到丽江 3 小时可达 **昆明-大理-丽江** 10 小时可达	**丽香铁路**（丽江—香格里拉，2015 年完工）**丽攀昭铁路**（丽江—攀枝花—昭通，预计 2012 年完工）
公路	214 国道（南至大理、北至西藏境内）、320 国道	不详

数据来源：兴业证券研发中心整理

2、公司股权结构特征鲜明:分散、管理层董事层持股

丽江旅游股份有限公司以玉龙景区大索道、云杉坪索道、牦牛坪索道这三条索道经营为主业，于 2004 年 7 月上市。相比于其他景区公司，丽江旅游股权结构特征明确：持股分散、管委会持股比例低、部分高管持有股东单位股份。

图 6、股权结构图



数据来源：兴业证券研发中心

对比景区上市公司，雪山管委会持股比例较低：通过持有“雪山旅游开发公司”46%的股权，与其余三家公司共同控制丽江旅游 22.55%的股份。对比 A 股其余景

区上市公司，景区管委的持股比例较低：黄山管委会持有黄山旅游 42%股权，峨眉山-乐山大佛管委会持有峨眉山 A40%股权。

公司股权结构分散、实现了部分高管持股：公司主要高管通过摩西风情园、山峰公司、云南联合外经等单位实现了个人持股，实质上实行了一定程度的股权激励。

2010 年云旅投通过定增成为第三大股东：2010 年 4 月，云南旅游投资集团以 11.91 元/股的价格，向上市公司定向增发 1700 万股，从而成为公司第三大股东，控制 14.61%的股份。云旅投介入后，市场普遍预期凭借旅投的现有资源及未来获取资源的能力，公司有望打开外延增长的空间。

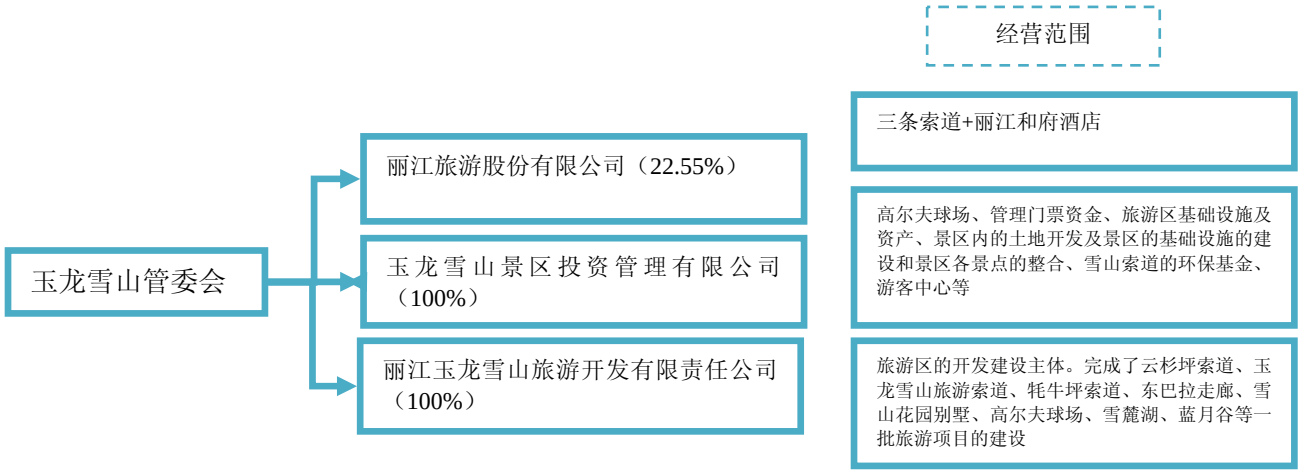
3、两大股东实力雄厚

3.1 雪山管委会：掌控大玉龙景区主要景点

大股东玉龙雪山管委会，前身为丽江地区旅游事业管理委员会，1995 年 10 月正式成立，由省政府授权“在开发区内原则上行使地州一级的经济管理权限”。

管委会下主要有三个企业：玉龙雪山景区投资管理有限公司、玉龙雪山旅游开发有限责任公司及丽江旅游股份有限公司。除了负责景区开发建设外，管委会的主要经营项目包括景区内 16 个景点、雪山高尔夫球场、印象丽江文艺表演等。

图 7、雪山委员会资产情况



数据来源：管委会网站、兴业证券研发中心

“大玉龙”景区：

07 年管委会旗下的丽江市玉龙雪山景区投资管理有限公司对玉龙雪山周边的玉水寨、东巴谷、玉柱擎天、玉峰寺、东巴万神园、东巴王国六个景点进行了经营

权的整合，形成“大玉龙”旅游景区。 自 2008 年 1 月 1 日起，“大玉龙”景区实行联票销售，190 元/人。购联票后，游客可自由游览大玉龙景区七个景点。不购买“大玉龙”景区联票的游客，也可对以上七个景区单点购票。

表 8、大玉龙景区的主要景点与收费标准

景区景点	收费标准（元/人）	景区景点	收费标准（元/人）
玉龙雪山大索道	**160**	玉峰寺	**30**
云杉坪小索道	**55**	东巴谷	**25**
牦牛坪小索道	**60**	东巴王国	**35**
玉水山寨	**50**	东巴万神园	**15**
玉柱擎天	**25**	印象丽江	**190**

数据来源：兴业证券研发中心整理

玉龙雪山景区立足现有游客规模，还有很大深度开发空间：

我们认为，雪山管委会掌控了玉龙雪山景区内的主要景点，**除“印象丽江”表演节目外（09 年实现利润 1.5 亿元），单独景点目前的利润贡献有限。但立足于丽江市超过 700 万人次/年、公司索道接待量超过 200 万人次/年的接待量规模，我们认为玉龙景区整体的深度开发空间还非常大。**

玉龙景区总计规划面积 415 平方公里，可供开发面积约 62 平方公里，目前已开发面积 50 平方公里，未来有望开发新景区景点。根据管委会计划，现有景点如玉湖村（罗格故居所在地）、丽江大峡谷、少数民族风情寨等，仍有很大的开发空间，争取将玉龙诸多景点串起来，打造“丽江文化旅游精品线路”。

3.2 云南旅游投资集团：掌控西双版纳、大理的优质旅游资源

公司目前的第三大股东-云南旅游投资集团成立于 2005 年 6 月，是由云南省开发投资有限公司（持股 95%）和云南世博集团有限公司（持股 5%）发起组建的旅游投资公司，注册金 5 亿元。

根据云开投对集团定位，云旅投将主要**负责省内大型旅游工程的前期引导投资**，发挥大项目的引导投资、融资平台作用。计划“实现‘十一五’期间旅游投融资重点项目 30—50 个，直接投资 120 亿元，带动投资 180 亿元以上，实现公司直接投资及带动投资总规模达 300 亿元的目标”。

我们认为，云旅投现有资源和资产可视为由两部分构成：

1、 收购而得、已具备盈利能力的成熟景区集团----大理旅游集团、西双版纳金孔雀旅游集团；

2、 处于投资期的 4 个主要大型旅游地产投资项目（合计投资规模 70 个亿以上）

----曲靖市麒麟温泉小镇、景洪市嘎洒温泉旅游小镇、龙陵县邦腊掌温泉疗养地、西双版纳勐仑旅游小镇。

表 9、云旅投主要资源一览

子公司（集团）	持股比例	掌控景区	经营概况 与 盈利能力
大理旅游集团	49%	崇圣寺三塔、蝴蝶泉、南诏风情岛、洱海公园、天龙八部影视城等骨干景点 洱海游船的经营管理权	总资产 12 亿元； 洱海游船共计 6 条，日均 4 条运营；平均 6-700 人/船； 08 年集团整体微损，09 年实现盈利
云南金孔雀旅游集团	66%	西双版纳州旅游景点、景区开发经营 西双版纳原始森林、西双版纳野象谷、勐景来、基诺山寨等	野象谷年均入园人次 80-90 万/年 09 年该集团实现净利润 3400 万
蝴蝶园研发公司（新成立,与中科院合作）		新成立，不详	
子公司（集团）	成立时间	景区规划	项目投资、进程规划
麒麟温泉开发有限公司（温泉小镇）(曲靖市)	2008.12	曲靖市南部片区，以温泉水浴、休闲、运动为主的休闲度假片区	占地 5.7 平方公里；建设周期 8 年。总投资额 50 个亿
勐仑旅游小镇开发建设公司（西双版纳）	2007.08	勐仑镇植物园区域度假旅游区开发高星级酒店、旅游商业街、自驾车营地等	规划用地 2000 亩；总投资 11.9 亿元，建设周期 3 年
景洪云旅投旅游开发公司	2007.09	嘎洒温泉旅游小镇 融合版纳独特的热带风情、傣族文化和温泉的魅力	规划用地 2373 亩，项目分三期进行 一期计划投资 3 个亿
龙陵县邦腊掌温泉有限公司	2009.05	邦腊掌温泉开发 对现邦腊掌温泉旅游区进行改建，建成以温泉理疗、休闲度假为主要功能的生态理疗胜地。	701.82 亩规划土地使用面积，3 年内投资 5 亿元，打造成为一流温泉疗养地

资料来源：兴业证券研发中心

从云旅投资源可见，旅投集团进行了大额的旅游地产投资，资金缺口大，打通融资渠道的需求非常迫切。

云旅投具备盈利能力的资产主要是收购的大理旅游集团、金孔雀旅游集团；这两大集团掌控了大理、西双版纳的主要旅游资源，其中，洱海游船、版纳野象谷等景点的盈利能力较强，为上市公司未来外延扩张打开了空间。由于景区景点的资产清理涉及较多规定，我们预计若要注入上市公司至少还需要半年以上的整理时间。

股权结构分散对于资产注入而言是把双刃剑：

公司股权结构分散，作为景区公司，对比同业，**较为完善的治理结构保证了公司的费用能够得以良好控制、利润有望随主业成长而得以释放**。

总体而言，两个大股东均有庞大体外资源，而丽江旅游是目前云南省内旅游上市公司的龙头企业，股东通过资产注入的方式，打造更好的融资平台，亦属市场的

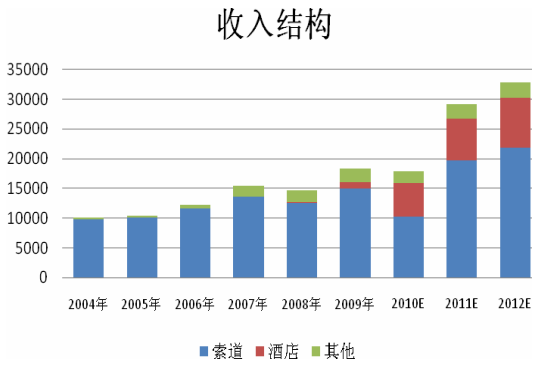
合理预期，丽江旅游未来的外延成长具备充足想象空间。

从股权比例来看，两大股东持股比例差距不大，且双方均有意加强上市公司控制权，因此我们认为，公司股权结构特征对于资产注入而言，是一把双刃剑。一方面，高管利益与流通股东利益一致，未来若有资产注入事项，资产质地会较好，将不会过度摊薄现业务的盈利能力；另一方面，分散的股权结构也将令股东之间的控制权博弈更为复杂，导致决策时间较长。

4、丽江旅游的现业务结构

丽江旅游的主业较为简单，2009 年酒店投入运营之前，三条索道营收占公司总收入的 80%以上，营业利润的 90%左右。其余利润来自与索道经营相关的景区客运、商品销售等业务。

图 8、收入结构（单位：万元）



数据来源：兴业证券研发中心

图 9、净利润结构（单位：万元）

数据来源：兴业证券研发中心（09 年由于酒店开办费计提导致“其他业务”的利润贡献为负）

大索道、云杉坪占利润的九成以上，二者表现出一定的替代关系：从净利润结构来看， 04-05 年大索道（以母公司净利润考量、扣除股份公司整体管理费）净利润占比在 4-5 成，随 06-07 年接待人次由 50 万快速增长至 70 万人次的规模，大

索道净利润占比迅速提升到 7-8 成；同时由于三条索道具有一定的替代关系，06-08 年云杉坪索道的利润额有所下滑，净利润占比由之前的 4-5 成下降到 2-3 成。

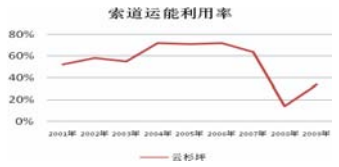
和府酒店作为新增主业，带来中期收益增长：2009 年 10 月和府酒店开业后，公司收入、利润结构随酒店业绩的增长而将发生较大变化；主业经营范围也将有原单一的索道经营，转变为索道与景区酒店双主业。

5、索道业务：接待量决定成长空间

5.1 索道基本情况介绍

雪山大索道和云杉坪索道已是丽江雪山旅游的经典线路，景色特征分别是高山冰雪和高山草甸风光。牦牛坪景区开发时间稍晚，2000 年索道正式运营，海拔高于云杉坪景区，同属高原草甸风光。

表 10、三条索道基本情况

	运能	运能利用率	代表景色
玉龙雪山大索道	1998~2010.03 120 万人次/年 **2011~ ，350 万人次/年**		索道顶端海拔 4500km 高山冰雪风光
云杉坪索道	1998~2008，120 万人次/年 **2008~ ，380 万人次/年**		海拔 2400-3200km 高原草甸风光 又名“锦绣谷”
牦牛坪索道	2004 年至今，96 万人次/年		海拔 2800-3800km 高山草甸风光、雪域风光

数据来源：兴业证券研发中心

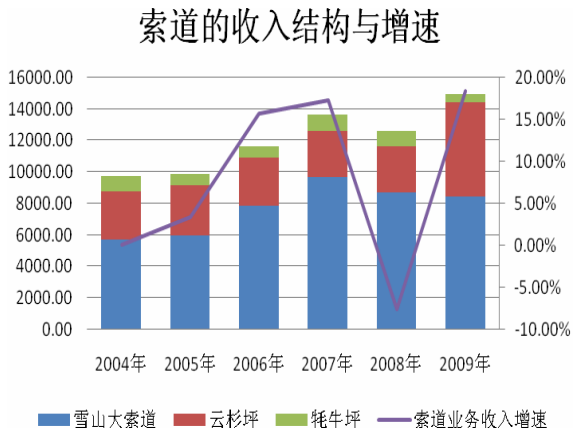
雪山大索道—接待量瓶颈打开后，方可迎来新增长阶段：作为丽江地区旅游最具代表性的景区之一，雪山大索道历年乘索率在 70%以上，考虑淡旺季因素，现有的运力已经得到了充分的应用：旺季排队等候时间往往都在 2-3 个小时。

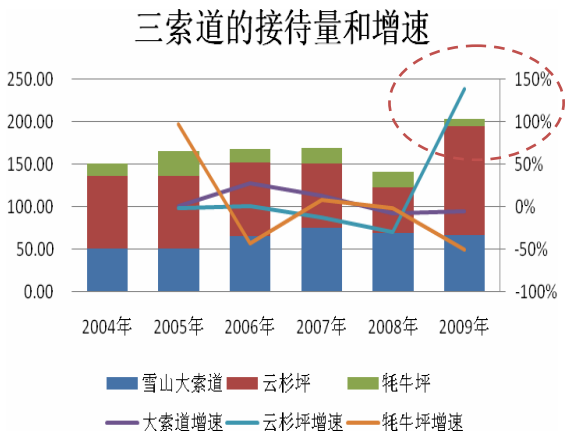
云杉坪索道—08 年改造完成后还有很大增长空间：08 年云杉坪索道改造前，最大搭乘率为 70%左右，改造后受益于运能提升 3 倍，尽管 09 年游客人次大增，但搭乘率仅为 34%，**按 70%的搭乘率测算，云杉坪年最大接待量可达 266 万人次/年，是 09 年实际接待量的 2 倍多**。因此在营销的推动下，我们认为云杉坪近年接待量

的增长也将成为业绩的助推器。

牦牛坪索道—必要补充；接待量难有实质提升：公司上市之初（2004 年）收购了牦牛坪索道，主要是考虑消除同业竞争，统一管理景区内索道。因此我们认为牦牛坪最初的定位就是其余两条索道的补充。由于与云杉坪景区同为高山草甸风光，牦牛坪并不算丽江的主流景点，运能多年来均在 30%以下。从 01 年-09 年三条索道接待量增速对比来看，该索道与另两条索道确有替代关系。因此我们预期，在云杉坪、大索道连续改造完毕的前提下，牦牛坪接待量难以有实质提升。

图 10、三条索道的收入、接待量对比（单位：万元）





数据来源：兴业证券研发中心

5.2 接待量瓶颈制约公司在丽江旅游市场的占有率

04 年-08 年公司市占率持续下降：

我们以“三条索道合计接待量/丽江市旅游接待总量”来衡量公司在丽江旅游市场上的占有率，可以看到，公司 04-08 年的市场占有率持续有所下降。我们认为，04-08 年索道的接待量增速持续低于区域旅游整体的接待量增速，主要有两个原因：

1、丽江及大玉龙景区的周边景点开发，分流了部分索道游客；

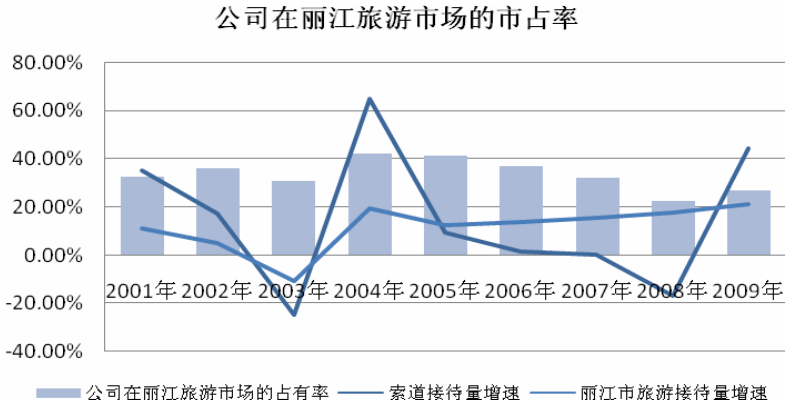
2、索道容量瓶颈，新景点的发掘扩大了区域旅游市场的接待量，而索道的接待量受到容量限制，无法持续增长。

09 年云杉坪索道技改完成、运能释放，市占率 6 年来首次提升：

07 年 11 月-08 年 3 月，云杉坪实施技改，完成后接待量瓶颈得以突破，由以前的 120 万人次/年提升到 380 万人次/年的接待能力。09 年在积极营销和运能提升的影响下，云杉坪接待量达到历史最高的 128 万人次，大幅增长 138%。尽管大索道

接待量同比小幅下滑 4%，但在云杉坪的带动下，公司在丽江区域旅游市场的占有率数年来首次提升。全年总接待量达 203 万人次，市占率近年来首次提高，由 08 年的 23%提升了 4 个百分点到 27%。

图 11、04-09 年公司在丽江旅游市场的市占率



数据来源：兴业证券研发中心

6、把握大索道运力提升带来的业绩增长拐点

6.1 业绩大幅增长的契机来自运能提升

根据公司三条索道 01 年至今的接待量变动，我们认为运能提升是业绩能够实现实质飞跃的关键因素：

1、三条索道的接待存在一定替代关系；牦牛坪和另两索道间的替代性尤其明显；

2、在运能不再提升的前提下，三条索道的接待量目前已经基本稳定在 170 万人次/年的规模；

我们认为，索道接待量**大幅挑升的时点**最有望出现在技改突破瓶颈后的 1-3 年内。

6.2 大索道接待量将逐步提升至 09 年的三倍

大索道改造计划：

09 年 4 月至 11 月，占索道收入 6-7 成、净利润的 7-8 成的玉龙大索道进行维修改造，计划总投资额为 4970 万元。改造完成后运力由之前的单向 420 人/小时提升至 1200 人/小时；年运能也由 120 万人次提升到 350 万人次。

运能达历史均值时，大索道接待量将为 09 年的三倍：

考虑淡旺季因素和公司持续宣传，**假设索道运能逐年增至 70%的历史平均水平，那么大索道的最大接待量为 245 万人次/年，远远高于大索道 07-09 年的平均接**

待量 71 万人次。

如前所述，运能是影响大索道接待量的主要因素。2010 年大索道旺季停工改造将积蓄一部分市场需求，而改造完成后，在运能提升和企业加强当期营销的双重作用下，接待量有望实现大幅增长。

对索道业务的盈利预测如表 8。

其中关键假设包括:

1、 设 2011 年无自然灾害、疫情等突发事件影响，预计大索道接待量较 08 年增长 30%; 2012-2013 年分别增长 10%、5%;

2、 未考虑 2011 年玉龙大索道提价;

3、 预计 2010 年大索道停运期间，云杉坪索道将承接部分游客，在 09 年大索道接待量基数上，假设 50%大索道游客选择云杉坪作为替代，游客自然增长为 5%; 而 2011 年大索道投入运营对云杉坪产生一定分流影响; **预计云杉坪索道 2010-2012 接待量分别增长 31%、-10%、5%。**

4、 牦牛坪索道 2010 年受益于大索道停运的分流作用，接待量为 10 万人次，同比增长 16%; 2011-2012 年则承受大索道改造后的分流影响，不再增长。

表 11、索道业务盈利预测

[redacted]

数据来源：兴业证券研发中心整理

6.3 大索道提价的敏感性分析：提价 25%将增厚 2011 年 EPS 0.08 元

提价至 200 元/人将增厚 2011 年 EPS 0.09 元。

玉龙雪山索道自 2003 年由 100 元提至 160 元后，在同等级景区索道纷纷提价的数年间，已有 8 年时间维持原价，已远超过了八部委规定的“名胜景区价格调整 3 年内不得提价”的时间限定。

参考 08 年云杉坪索道改造后即提价 37.5%，大索道改造投入运营后，提价的概率很大。**根据部委规定，单价在 100-200 元之间的景区设施，单次最大提价幅度为 25%**。考虑到社会影响等因素，近年来景区的提价幅度会略低于最大限幅。我们对玉龙大索道提价对业绩的影响做敏感性分析如下：

表 12、大索道的提价敏感性分析

单位：万人次、万元	2011E	2012E	2013E
提升幅度	12.50%	12.50%	12.50%
单价：元	180	180	180
原预计接待	91	100	105
提价后接待	86	97	104
新增收入	1094	1386	1814
新增环保基金	164	208	272
新增利润总额	837	1060	1387
新增净利润	628	795	1041
增厚EPS	**0.05**	**0.07**	**0.09**
单位：万人次、万元	2011E	2012E	2013E
提升幅度	25.00%	25.00%	25.00%
单价：元	200	200	200
原预计接待	91	100	105
提价后接待	84	95	103
新增收入	1882	2468	3176
新增环保基金	282	370	476
新增利润总额	1440	1888	2430
新增净利润	1080	1416	1822
增厚EPS	**0.09**	**0.12**	**0.16**

数据来源：兴业证券研发中心整理

大索道 03 年提价后新增的收入基本完全转化为利润：

大索道上次提价在 2003 年，由于 04-07 年，人数增长了 25 万，**对应大索道新增收入 25*160=4000 万；05-07 年母公司新增的净利润为 3500 万**。由于索道经营成本主要是折旧，费用也基本固定，因而由提价新增的收入基本可完全转化为利润，对公司的业绩贡献很高。

我们预计提价会影响当年接待量增长状况，人数在 3 年内逐步恢复自然增速。充分考虑提价对接待量的负面影响后，预计提价至 180 元（幅度 12.5%）将增厚 2011-2013 年每股收益分别为 0.05 元、0.07 元、0.09 元；提价至 200 元（幅度 25%）将增厚 2011-2013 年每股收益分别为 0.09 元、0.12 元、0.16 元。

7、和府皇冠酒店贡献新盈利增长点

7.1 地缘优势是公司酒店的核心竞争力

09 年 10 月开业的和府皇冠酒店是丽江古城内唯一的 5 星级酒店，因而在丽江高端酒店市场中独具地段优势。

目前丽江共有五星级酒店 5 家，2010 年雅高丽江铂尔曼度假酒店计划开业，未来阿曼酒店、金茂酒店等高端酒店计划进驻丽江，丽江高端酒店的竞争格局必将日趋激烈。但和府酒店在其中的优势依然很明显，首先性价比高，其次，悦榕庄、铂尔曼等酒店更多定位于度假，而体量较大的大港旺宝国际饭店、国际大酒店在新城区，特色不够鲜明。而和府是古城区内唯一具有千人会议接待能力的五星级酒店，优势明显。

表 13、丽江区域高星级酒店分布

名称	星级	开业时间	客房规模	标间均价	地理位置
丽江和府皇冠假日酒店	**五星级**	**2009**	**274 间（独栋别墅风格）**	**800-1200 元**	**大研古城**
丽江滇菌王大酒店	五星级	1997 年开业 2008 年装修	214 间	500-1000 元	大研古城
半山别墅精致酒店	五星级	2008	70 间	1000-1500 元	文龙县 距离古城 12 公里
丽江国际大酒店	五星级	2007	316 间	500-600 元	丽江新城
丽江悦榕庄	五星级	2006	122 间	3000-4000 元	束河古镇 距离古城 7.5 公里
丽江大港旺宝国际饭店	五星级	2005	435 间	500-800 元	丽江新城
官房花园大酒店—别墅	五星级	2003	1140 间	800-2000 元	丽江新城
丽江伯尔曼度假酒店	五星级	2010.10（预计）	79 栋独栋别墅 +51 间客房	未知	束河古镇旁 距离大研古镇 6 公里

数据来源：网络资料、实地调研、兴业证券研发中心整理

和府皇冠假日酒店位于古城内，建筑面积 4.2 万平米，其中地下建筑面积 1 万平左右。一期投入营运的总客房量为 274 间，实际对外经营客房 270 间。

酒店的会议接待能力是古城内高星级酒店中最大的，合计具备 1000 人大型会议的接待能力。酒店有 8 个主要会议厅：皇冠宴会厅（710 平方米，最多可容纳 560 人）；“皇冠 88”厅（120 平方米，最多可容纳 80 人）；另有 1-6 号会议室：可容纳 30-80 人不等。

此外，洲际的品牌和管理团队保证了酒店服务的质量。该酒店填补了古城内高星级酒店、及高端商务会议接待的市场空白。由于酒店古城内的酒店位置无可复制，我们看好其市场前景，这也是我们对入住率持较为乐观预测的关键。

7.2 母公司承担负债、和府酒店有望于 2010 年体现盈利

由于公司负债均由母公司承担，我们统一计算公司的财务费用，在测算和府酒店的利润时不再考虑财务费用。因而，和府皇冠子公司在 2010 年全年正常经营的预期下，有望于 2010 年实现盈亏平衡、2011 年开始贡献净利润。

表 14、和府皇冠酒店盈利预测

[redacted]

数据来源：兴业证券研发中心整理

8、主业在 2011 年同时迎来盈利爆发点、资产注入预期锦上添花

公司 2010 年经历转型，2011 年业绩迎来爆发时点：

1、玉龙大索道突破接待量瓶颈，实现第二次高速增长；大索道按原运能利用率计算，接待量有望在 09 年的基础上翻三倍；

2、和府酒店经营逐步成熟，2011-2013 年利润贡献额加速；

3、随和府建设完成，公司建设已告一段落，酒店和索道的经营特征将使得公司现金流显著改善，财务费用减少，母公司利润释放。

预计公司 2010-2012 年的每股收益分别为 0.24 元、0.74 元、0.92 元。

除主业将在 2011 年突破增长瓶颈，两大股东资产雄厚，任何一方的资产注入预期也都会成为锦上添花的催化剂。

表 15、分业务盈利预测

[redacted]

数据来源：兴业证券研发中心整理

9、盈利预测

表 16、公司盈利预测假设

年份		2009	2010E	2011E	2012E
索道业务	主营收入（百万元）	149	111	191	208
	同比增长率％	18.37%	-25.92%	72.62%	8.60%
	毛利率％	88.52%	81.51%	85.88%	86.24%
和府酒店	主营收入（百万元）	10	52	69	80
	同比增长率％	206.86%	412.31%	32.41%	15.13%
	毛利率％	28.17%	72.50%	73.00%	75.00%
其他	主营收入（百万元）	24	19	25	26
	同比增长率％	20.04%	-20.00%	30.00%	5.00%
	毛利率％	52.64%	52.77%	55.74%	55.74%
营业费用 /主营业务收入％		11.70%	10.35%	6.76%	6.86%
管理费用 /主营业务收入％		28.34%	27.74%	23.96%	21.68%
财务费用 /主营业务收入％		5.91%	5.61%	1.07%	-0.13%
实际税率％		22.57%	23.60%	22.45%	22.65%

数据来源：兴业证券研发中心整理

说明：其他业务是与索道经营配套的汽车运输、商品销售、餐饮、防寒服租金收入等

所得税率：母公司、云杉坪、牦牛坪子公司 07-09 年均享受西部大开发税收优惠政策，所得税率 15%；我们预计 2010-2012 年三家公司的所得税率分别为 18%、20%、23%。

表 17、公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	183	182	285	313
增长率％	25.4%	-0.6%	56.6%	9.9%
营业利润（百万元）	61	49	123	147
增长率％	-0.8%	-19.5%	150.8%	20.4%

净利润（百万元）	38	28	86	115
增长率％	-16.7%	-27.6%	211.8%	21.8%
最新摊薄每股收益（元）	0.33	0.24	0.74	0.92
每股净资产（元）	3.59	5.33	6.07	6.97
动态市盈率（倍）	53.37	73.77	23.66	19.42
市净率（倍）	4.89	3.30	2.89	2.52

数据来源：兴业证券研发中心整理

10、估值与投资建议：目标价 24 元

丽江旅游的动态 PE 较同业长期折价 35%，未来估值有提升空间

上市以来的平均动态 PE 为 31 倍，较之景区子行业整体的 42 倍有较大的折价（见图 13、图 14）。我们认为，公司由于索道经营业务单一，与其他景区的区域旅游代表景点的地位有差距，导致享有的估值长期低于行业平均。

图 13、丽江旅游上市以来的动态 PE

数据来源：兴业证券研发中心
注：当年动态 PE=股价/当年 EPS

图 14、另三家景区公司上市以来的动态 PE

数据来源：兴业证券研发中心

我们认为，公司通过和府酒店项目介入了丽江古城这一区域核心景点；未来资产注入无论来自云旅投还是玉龙雪山管委会，都将有利于公司成长为掌控更多旅游

资源的区域旅游龙头。公司未来的估值应可逐步与景区子行业保持一致。

目标价 24 元，若大索道提价 25%，目标价则提升至 27 元

由于公司 2010 年正处于转型期，大索道改建令业绩不能反映公司正常经营的基本面状况，以 2011 年每股收益 0.74 元计，保守给予公司历史平均的 32 倍动态 PE，对应目标价 24 元；若大索道提价 25%，我们认为目标价有望达 27 元。

公司经历转型后，将在 2011 年迎来盈利爆发，我们看好公司中期大索道“二次创业”带来的量价齐升、酒店盈利释放；资产注入预期更打开公司长期的成长空间。维持“推荐”评级。

风险提示

1、 公司现经营业务相对单一，且均立足于丽江旅游市场，疫情、灾害天气等旅游行业的宏观风险将对公司业绩产生重大影响；
2、 所得税率未能如预期逐渐提升；
3、 大索道改造工期延长风险。

附表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	251	247	323	502
货币资金	163	164	204	378
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	4	4	6	6
其他应收款	11	6	10	12
存货	11	5	6	6
非流动资产	765	777	707	645
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	8	8	8	8
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	560	613	609	546
在建工程	111	56	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	59	58	57	57
资产总计	1017	1024	1030	1147
流动负债	416	312	227	235
短期借款	210	105	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	88	90	134	136
其他	118	116	94	100
非流动负债	134	34	29	24
长期借款	134	34	29	24
其他	0	0	0	0
负债合计	550	346	256	259
股本	99	116	116	116
资本公积	128	301	301	301
未分配利润	139	149	226	321
少数股东权益	49	59	67	76
股东权益合计	466	678	774	888
负债及权益合计	1017	1024	1030	1147

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	38	28	86	105
折旧和摊销	19	52	61	63
资产减值准备	-1	0	0	0
无形资产摊销	1	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	11	10	3	-0
投资损失	-1	0	0	0
少数股东损益	7	10	9	9
营运资金的变动	-53	-20	16	-3
经营活动产生现金流量	127	106	152	179
投资活动产生现金流量	-252	-49	0	-0
融资活动产生现金流量	116	-55	-113	-5
现金净变动	-8	1	39	174
现金的期初余额	167	163	164	204
现金的期末余额	159	164	204	378

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	183	182	285	313
营业成本	30	44	57	60
营业税金及附加	10	10	15	17
销售费用	21	19	19	21
管理费用	52	50	68	68
财务费用	11	10	3	-0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	61	49	123	147
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	59	49	123	147
所得税	13	12	28	33
净利润	38	28	86	105
少数股东损益	7	10	9	9
归属母公司净利润	38	28	86	115
EPS（元）	0.33	0.24	0.74	0.92

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	25.4%	-0.6%	56.6%	9.9%
营业利润增长率	-0.8%	-19.5%	150.8	20.4%
净利润增长率	-16.7%	-27.6%	211.8	21.8%
盈利能力(%)				
毛利率	83.9%	75.9%	80.1%	80.8%
净利率	20.9%	15.2%	30.3%	33.6%
ROE	9.2%	4.5%	12.2%	13.0%
偿债能力(%)				
资产负债率	54.1%	33.7%	24.9%	22.6%
流动比率	0.60	0.79	1.42	2.13
速动比率	0.58	0.77	1.39	2.10
营运能力(次)				
资产周转率	0.18	0.18	0.28	0.27
应收帐款周转率	44.06	42.07	40.26	41.26
每股资料（元）				
每股收益	0.33	0.24	0.74	0.90
每股经营现金	0.96	0.91	1.31	1.54
每股净资产	3.59	5.33	6.07	6.97
估值比率（倍）				
PE	53.37	73.77	23.66	19.42
PB	4.89	3.30	2.89	2.52

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

推　　荐：相对表现优于市场

中　　性：相对表现与市场持平

回　　避：相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为：

强烈推荐：相对大盘涨幅大于 15%

推　　荐：相对大盘涨幅在 5%～15%之间

中　　性：相对大盘涨幅在-5%部～5%之间

回　　避：相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话：021-38565916	Email：dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话：021-38565938	Email：shengyj@xyzq.com.cn
过　枫	电话：021-38565966	Email：guofeng120@hotmail.com
姜　洋	电话：021-38565910	Email：jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话：021-38565933	Email：hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元彧	电话：021-38565941	Email：zhuyy@xyzq.com.cn

重要声明