

深度报告

旅游休闲
景区

丽江旅游(002033)

推荐

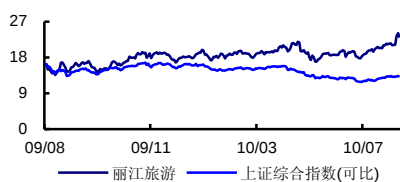
目标价: 30 元 昨收盘: 23.35 元 (维持评级)

2010年9月30日

本报告的独到之处

- 对丽江旅游的投资亮点有深入挖掘

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	116.32/71.89
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	2,716/1,679
上证综指/深圳成指	2,610.68/11,223.86
12 个月最高/最低(元)	24.62/13.50

财务数据

净资产值(百万元)	409.25
每股净资产(元)	3.52
市净率	6.75
资产负债率	55.14%
息率	0.63%

相关研究报告:

《丽江旅游半年报点评: 业绩符合预期, 静待重组方案敲定》——2010-8-20
 《丽江旅游: 股价安全边际高, 未来看点多, 上调评级》——2010-5-19
 《丽江旅游一季报点评: 业绩有所下降, 主因系酒店亏损》——2010-4-26

分析师: 廖绪发, CFA

电话: 021-60875168

E-mail: liaoxf@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209080424

联系人: 刘智景

电话: 021-60933148

E-mail: liuzjing@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度跟踪

资产注入方案大幅提升公司价值

● 资产注入方案好于预期, 大幅提升公司价值

此次资产注入方案的核心内容是向管委会另一子公司景区公司增发收购印象旅游 51% 股权, 其经营玉龙雪山 3100 米处的《印象丽江》大型实景演出, 是管委会控制下最优质的资产, 2009 年净利润达到 7500 万, 并具有进一步增长的潜力。印象旅游 51% 股权评估价值 2.1 亿, 对应 PE 仅为 5.5 倍, 相对于旅游股二级市场 30-40 倍的平均 PE, 显得十分便宜。增发后, 管委会实际控制人的地位得到进一步夯实。而增发交易对 2010-2012 年 EPS 增厚均在 0.3 元以上, 幅度较大, 有利于公司价值的明显提升。

● 大索道技改打破运能瓶颈, 提价或能锦上添花

大索道在技改前年运能仅为 100 万, 运能瓶颈严重压抑真实旅游需求, 甚至影响到整个玉龙雪山景区的游客量增长, 而云杉坪 2008 年的技改将其运能由 120 万/年提升至 360 万/年, 次年 (2009 年) 乘索人次 128 万人次即打破原有运能。因此, 大索道借技改打破运能瓶颈, 将使三条索道游客人次有望大幅增长, 2011 年大索道人次将达 90 万人次, 同比增长 350%, 三条索道合计的乘客预计达 260 万。另外, 大索道 7 年未提价, 提价 30% 可增厚 EPS 0.17 元达 0.76 元。

● 酒店经营逐步改善可期

我们根据和府酒店最近半年的经营情况调整了预测, 预计酒店业务今、明两年各亏 1500、823 万, 到 2012 年打平。但一方面和府酒店地理位置较佳, 另一方面, 周边地块建设也可摊低成本, 总体而言, 公司酒店经营改善可期。

● 不提价 2011 年 EPS 0.95 元, 维持“推荐”评级, 目标价 30 元

基于我们对增发交易以及索道、酒店等原有业务的理解, 我们预计 2010-12 年丽江旅游 EPS 分别为 0.53、0.95、1.28 元, 停牌前 23.35 元的股价对应 2011 年 PE 仅为 25 倍, 在景区类上市公司中处于底端, 若大索道于技改之后即提价 30%, 则 2011 年 EPS 可达 1.11 元。公司在短、中、长期内均有增长亮点, 维持“推荐”评级, 目标价 30 元。

盈利预测和财务指标 (增发前)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	146.12	183.19	183	281	365
(+/-%)	-5.33%	25.37%	-0.2%	53.6%	30.1%
净利润(百万元)	45.93	38.27	22	68	105
(+/-%)	-31.22%	-16.68%	-41.8%	206.9%	53.3%
每股收益 (元)	0.46	0.39	0.19	0.59	0.90
EBIT Margin	46.57%	37.76%	31.8%	41.0%	44.1%
净资产收益率 (ROE)	11.66%	9.17%	3.5%	10.1%	14.2%
市盈率 (PE)	51.38	61.66	98.0	31.9	20.8
EV/EBITDA	31.49	30.67	24.0	15.1	11.7
市净率 (PB)	5.99	5.65	3.44	3.23	2.95

投资摘要

估值与投资建议

基于我们对增发交易以及索道、酒店等原有业务的理解，我们预计 2010-12 年丽江旅游 EPS 分别为 0.53、0.95、1.28 元，停牌前 23.35 元的股价对应 2011 年 PE 仅为 25 倍，在景区类上市公司中处于底端，若大索道于技改之后即提价 30%，则 2011 年 EPS 可达 1.11 元。公司在短、中、长期内均有增长亮点，维持“推荐”评级，目标价 30 元。

核心假设或逻辑的变化

(1) 索道：预计大索道完成技改之后将在 2011 年实现乘索 90 万人次，同比增 350% 以上。三条索道总乘索人次 2010-12 年增速将分别为 -3%、31%、11.4%；

(2) 酒店：调低预期至 2010-11 年分别亏 1500、823 万，2012 年打平；

(3) 重组交易 2010 年完成。

与市场预期的差异之处

(1) 参照原有运能，我们认为明年大索道人次将突破 90 万人次，2012 年将突破原有运能；

(2) 市场认为丽江旅游大股东雪山公司与三股东云旅投之间将存在明显的博弈，但我们认为此种博弈将最后形成对各方共赢的方案。

股价变化的催化因素

(1) 大索道技改在十一黄金周，甚至在中秋节之前完工；

(2) 大索道提价时间节点以及幅度超出预期；

(3) 股东注入优质资产。

核心假设或逻辑的主要风险

(1) 出现疾病传播或重大天灾；

(2) 大索道完工后乘索人次低于预期。

内容目录

资产注入方案好于预期，大幅提升公司价值	5
资产注入方案简介：注入印象旅游 51% 股权，评估价值 2.1 亿	5
注入印象旅游是大股东最优选择，较大幅度提升公司价值	5
原有业务：索道扩能、提价与酒店经营改善驱动 4 季度开始业绩进入两三年的 快速增长阶段	8
索道业务：技改后将打破运能瓶颈，快速增长	8
索道技改之后提价的可能性较大，可增厚 EPS0.16 元	12
索道技改与提价将驱动索道盈利高速增长	13
酒店：经营逐步改善可期	14
盈利预测、估值及投资建议	15
盈利预测：若不提价，2011 年 EPS0.95 元，提价 30% 可达 1.11 元	15
估值及投资建议	17

图表目录

图 1: 资产注入方案简图	5
图 2: 雪山公司历年净利润情况 (百万元)	6
图 3: 印象旅游门票销量及预测	6
图 4: 相比其他景区, 大索道运能利用率已较高 (2009)	9
图 5: 模拟运算可知, 大索道在改造前在旺季超负荷运转	9
图 6: 乘索比例处于历史较低水平, 有改善空间	10
图 7: 玉龙雪山进山人次 5 年 CAGR 为 6.8% (万人次)	10
图 8: 丽江地区接待游客人次 5 年 CAGR 为 16% (万人次)	10
图 9: 云杉坪索道 07-08 年技改后轻松突破原有运能	11
图 10: 若按原有运能, 预计明年大索道运能利用率将达 80%	11
图 11: 三条索道接待人次预测 (万人次)	11
图 12: 三条索道历年有效票价 (2001 - 2012E, 元)	12
图 13: 三条索道乘索人次历史数据及预测 (万人次)	13
图 14: 三条索道收入历史数据及预测 (百万元)	13
图 15: 丽江旅游各业务利润贡献 (百万元, 2004-2012E)	17
图 16: 重点公司 2011 年动态 PE 比较	17
表 1: 管委会所掌控主要资源 (增发前)	6
表 2: 印象旅游损益表预测	7
表 3: 资产注入对 EPS 增厚分析	7
表 4: 丽江旅游三条索道比较	9
表 5: 三条索道历史数据及预测	13
表 6: 2010 年上半年酒店经营数据 (万元)	14
表 7: 和府皇冠假日酒店预测模型 (万元)	15
表 8: 盈利预测汇总 (百万元)	16

资产注入方案好于预期，大幅提升公司价值

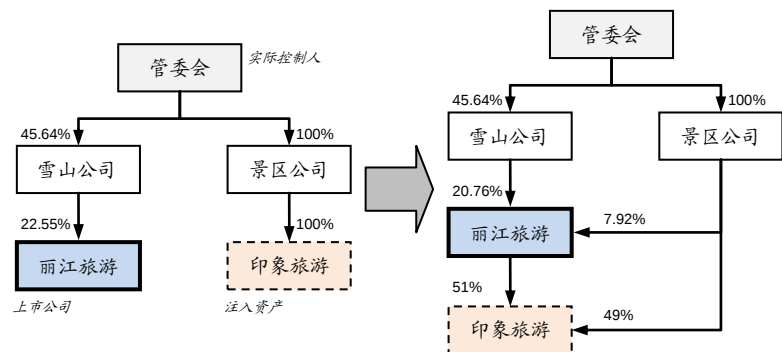
此次资产注入方案的核心内容是向管委会另一子公司景区公司增发收购印象旅游 51% 股权，评估价值 2.1 亿，对应 PE 仅为 5.5 倍。增发后，管委会实际控制人的地位将得到进一步夯实，而增发交易对 2010-2012 年 EPS 增厚均在 0.3 元以上，幅度较大，应有利于公司价值的提升。

资产注入方案简介：注入印象旅游 51% 股权，评估价值 2.1 亿

9 月 29 日，丽江旅游公布了此次重大资产重组方案，方案基本内容如下：

- 丽江旅游通过定向增发向玉龙雪山管委会全资子公司丽江玉龙雪山景区投资管理有限公司（下称“景区公司”）购买丽江玉龙雪山印象旅游文化产业有限公司（下称“印象旅游”）51% 股权；
- 印象旅游 51% 股权价值预估值约为 2.1 亿元，相对于其 2009 年利润，此评估价对应 PE 仅为 5.5 倍，相对于旅游股在二级市场 30-40 倍的交易价格显得非常便宜；
- 本次增发价不低于 21.69 元，由此推算出本次非公开发行股份数量约为 1000 万股，丽江旅游总股本将由增发前的 1.16 亿股增加为 1.26 亿股；
- 增发完成后，印象旅游将成为丽江旅游子公司，若按 1000 万增发股本测算，则雪山公司将持有丽江旅游 20.76% 股份，而景区公司则持有丽江旅游 7.92% 股份，由于这两公司都管为管委会控制的公司，因此管委会实际控制丽江旅游 28.68% 股份，股权比例有所上升。

图 1：资产注入方案简图



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

注入印象旅游是大股东最优选择，较大幅度提升公司价值

注入印象旅游是大股东最优选择。此次交易收购标的印象旅游主营业务是经营《印象丽江》雪山篇文艺演出。可以说，印象旅游是实际控制人（玉龙雪山管委会）除丽江旅游以及雪山门票收入之外，最优质的资产。表 1 显示的是增发之前管委会

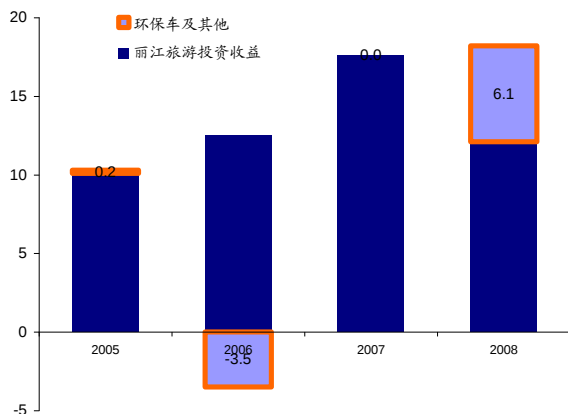
所掌控的主要资源，主要有两大平台，雪山公司和景区公司，前者主要资源有丽江旅游、观光车、瑞雪房地产，后者主要有印象旅游和国际高尔夫俱乐部。根据华邦制药（002004.SZ）公告雪山公司历年的盈利情况推算，其除丽江旅游贡献的利润之外，环保车等其他业务基本处在盈亏平衡点上，而景区公司拥有的高尔夫球场应也不能贡献太多利润。相比之下，印象旅游 2009 年 1.57 亿的收入、7500 万左右的净利显得十分丰厚，而且近年来的增长态势良好。同时，由于增发前管委会实际控制的股权比例仅为 22.55%，为夯实大股东地位，注入印象旅游是最优选择。

表 1：管委会所掌控主要资源（增发前）

旗下公司	管委会持股比例	定位及主营业务	主要参控股企业	持股比例	参控股企业主营业务
丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司（雪山公司）	45.64%	是管委会在玉龙雪山景区内开发建设的主体，完成了三条索道、雪山花园别墅以及高尔夫球场等的投资，目前，经营旅游观光车服务相应的收入以及投资收益为公司利润总额的主要部分	丽江旅游（上市公司）	22.55%	三条索道以及和府皇冠酒店
			旅游观光车（分公司）	100%	经营玉龙雪山景区内旅游观光车服务
			瑞雪房地产公司	51%	房地产开发公司，曾开发瑞雪广场等项目，目前开发丽水家园住宅项目，建筑面积 2.8 万平方米
玉龙雪山景区投资管理有限公司（投资公司）	100%	管委会独资公司，成立目的是管理玉龙雪山景区门票资金、基础设施、景区土地开发、景点整合及索道环保基金，其他资源主要是印象丽江	印象旅游文化公司（印象丽江）	100%	经营印象丽江文艺表演，2006 年 7 月公演，2007 年 4 月投资公司收购全部股份为分公司，2008 年 10 月变更为投资公司全资子公司
			国际高尔夫俱乐部公司	25%	投资运营位于甘海子的玉龙雪山国际高尔夫俱乐部

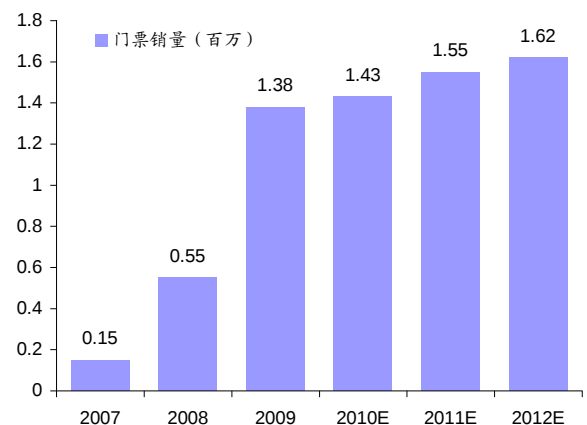
数据来源：管委会，国信证券经济研究所

图 2：雪山公司历年净利润情况（百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 3：印象旅游门票销量及预测



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

预计印象旅游 2011 年净利润将突破 1 亿。印象旅游营业收入主要由门票销量和平均票价驱动，门票销量方面，由于 2010 年大索道检修和当地干旱等因素，玉龙雪山人次增长预计仅为 3%，从而使得门票销量增速亦慢于往年。但预计 2011、12 年门票销量将加速增长，增速将达 8% 和 5%。2010-12 年平均票价预计可达 131、135 和 140 元。另外，由于此演出成本方面相对较固定，不会出现太大的增长，预计净利润率将保持在 47-49%，2010-12 年印象旅游净利将达到 8825 万、1.02 亿

和 1.11 亿，贡献 EPS0.36、0.41、0.45 元。

表 2: 印象旅游损益表预测

	2007	2008	2009	1H2010	2010	2011	2012
营业收入	14.8	61.8	157.4	88.7	187.1	208.8	227.3
门票销量	0.15	0.55	1.38	0.68	1.43	1.55	1.62
yoy		2.68	1.52		3%	8%	5%
平均票价	99.6	112.6	113.7	131.2	131.2	135	140
进山人次	1.9	2.0	2.6		2.7	2.8	3.0
yoy		4%	33%		3%	5%	5%
门票销量/进山人次	7.9%	28.2%	53.2%		53.2%	55%	55%
演出场次 (次)	350	537	923	353	700	750	770
门票销量/演出场次	426	1022	1499	1915	2036	2062	2109
营业总成本	18	34	82	41	82	85	88
营业总成本/营业收入	120%	55%	52%	46%	44%	41%	39%
营业利润	-2.9	27.6	75.1	47.8	105.1	123.8	139.3
营业利润率	-20%	45%	48%	54%	56%	59%	61%
利润总额	-2.9	27.5	75.7	47.3	105.1	123.8	139.3
利润总额/营业收入	-20%	44%	48%	53%	56%	59%	61%
所得税	0.0	0.0	0.0	7.4	16.8	22.3	27.9
有效税率	0%	0%	0%	16%	16%	18%	20%
净利润	-2.9	27.5	75.8	39.9	88.3	101.5	111.5
净利率	-20%	44%	48%	45%	47%	49%	49%
持股比例				51%	51%	51%	51%
权益净利润				20.3	45.0	51.8	56.9
增发后总股本					126	126	126
贡献 EPS					0.36	0.41	0.45

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

交易大幅增厚 EPS，提升公司价值。按增发后股本计算，在不提价的情况下，2010 年 EPS 将达到 0.53 元(假设交易今年完成)，较增发前的 0.19 元增厚达 0.34 元，而 2011、2012 年 EPS 将达 0.95、1.28 元，都有 0.3 元以上的增厚。而在大索道 2010 年底提价 30% 的情况下，2011 年 EPS 则可达到 1.11 元。业绩的大幅增厚，无疑使得公司价值有明显的提升，估值方面的分析请见后文。

表 3: 资产注入对 EPS 增厚分析

	2010	2011	2012
基准情况: 2010 年底大索道不提价			
权益净利润	67.3	120.1	161.6
原有业务	22.3	68.4	104.8
印象旅游	45.0	51.8	56.9
增发前股本	116	116	116
EPS (原有业务/增发前股本)	0.19	0.59	0.90
增发后股本	126	126	126
EPS (增发后)	0.53	0.95	1.28
增厚	0.34	0.36	0.38
乐观情况: 2010 年底大索道提价 30%			

权益净利润	67.3	140.0	193.4
原有业务	22.3	88.20	136.50
印象旅游	45.0	51.8	56.9
增发前股本	116	116	116
EPS（原有业务/增发前股本）	0.19	0.76	1.17
增发后股本	126	126	126
EPS（增发后）	0.53	1.11	1.53
增厚	0.34	0.35	0.36

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

原有业务：索道扩能、提价与酒店经营改善驱动 4 季度开始业绩进入两三年的快速增长阶段

在增发之前，丽江旅游原有业务包括三条索道和一家五星级酒店。索道盈利提升的核心驱动要素是客流量与价格（成本相对刚性），客流量方面，之前几年由于最大的一条索道玉龙雪山索道的运能瓶颈制约了乘索人次的增长，预计 4 季度索道技改完成后运能大幅扩充将驱动索道客流量进入新一轮高速增长期；价格方面，大索道已经 7 年未提价，技改完成后很可能随之提价，也将带动盈利能力的进一步提升。酒店盈利提升的核心驱动要素则是入住率与平均房价，通常高星级酒店需要一到两年的市场培育期。预计丽江旅游旗下的和府酒店在 2011 年之后经营业绩将明显改善，高弹性也可能带来业绩的高增长。

综合判断，我们预计从 4 季度开始，索道扩能、提价以及酒店经营改善将驱动公司现有业务的业绩进入两三年的快速增长阶段。按增发后股本，预计 2010-2012 年，丽江旅游原有业务 EPS 分别为 0.18、0.54、0.83 元。其中 2011 年预测暂不包含索道提价，2012 年假设索道提价 30%。若大索道于 4 季度技改之后即在 2011 年初提价 30%，则 2011 年原有业务 EPS 将达到 0.7 元，加总 EPS 将达 1.11 元。不管如何，以提价后的 2012 年 EPS（1.28 元）测算，2010~2012 年的净利润 CAGR 将高达 55%，当前股价对应的 2012 年 PE 仅为 18 倍。

索道业务：技改后将打破运能瓶颈，快速增长

索道业务是丽江旅游的主业，也是主要利润贡献点。目前，公司共有三条索道：（1）大索道位于玉龙雪山主峰，以冰川风景为主，索道起点海拔高度 3356 米，下客站海拔高度 4506 米，大索道于 1998 年启用，原设计运力 100 万人次，已不能满足旅游接待需求，从 2010 年 4 月起开始技改，预计将于 11 月前完成技改重新对游客开放，改造之后，索道运力由 420 人/小时提升至 1200 人/小时，每年总运力由 100 万人次提升至 280 万人次；（2）云杉坪索道风景以高山草甸和原始森林为特色，在 2008 年初技改之后，每年运力升级为 360 万/人次；（3）牦牛坪索道每年运力约为 96 万人次。

表 4：丽江旅游三条索道比较

	最大接待量 (万人次/年)	双程票价 (元/人)	种类	长度 (米)	启用时间	折旧 年限	资产原值 (万)	景观特色
玉龙雪山索道 (大索道)	100	160	脱抱索式吊厢	2968	1998 年 7 月	15	3443	现代冰川
云杉坪索道 (技改后)	360	40	吊椅	958	2008 年 1 月	15	2500	高山草甸、原始森林
牦牛坪索道	96	60	单线循环固定抱索器吊篮	1200	1999 年	15	897	高山草甸

数据来源：国信证券经济研究所

以上三条索道中，大索道和云杉坪索道是两条主要的索道，前者由于以玉龙雪山为主题，成为公司的主打产品，多年以来长盛不衰，09 年贡献了公司一半的收入，我们测算当年其贡献的净利润约为 3105 万元；云杉坪距大索道较近，车程约为 6.4 公里，由于价格便宜，云杉坪索道乘索人次一般较大索道多，特别是在 2009 年运力提升之后，乘索人次猛增至 128 万人次，当年贡献利润约 2376 万元；牦牛坪距大索道较远，车程近 20 公里，且其观光主题与云杉坪相近，因此乘索人次一直难以提升（乘索人次历史数据请参见图 10 和表 2）。

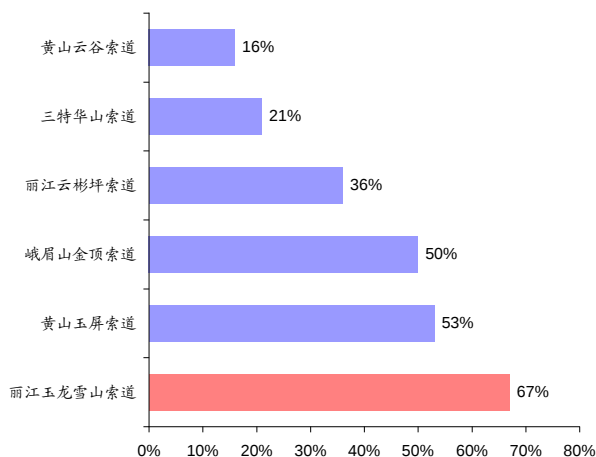
2009 年 3 月，公司发布《关于对玉龙雪山索道进行改造的公告》，指出，技改“拟选用意大利 LEITNER 公司的成套设备，总投资预计为 4970 万元，玉龙雪山索道改造将需要约 7 个月时间的停运施工周期，改造完成后，索道运力将从目前的每小时 420 人提升到每小时 1200 人”。

我们对大索道接待人次在技改之后的 2011 年实现爆发式增长抱有信心。作出如上判断主要基于以下两个事实：

1、大索道运能瓶颈严重压抑真实旅游需求，甚至影响到整个玉龙雪山景区的游客量增长。

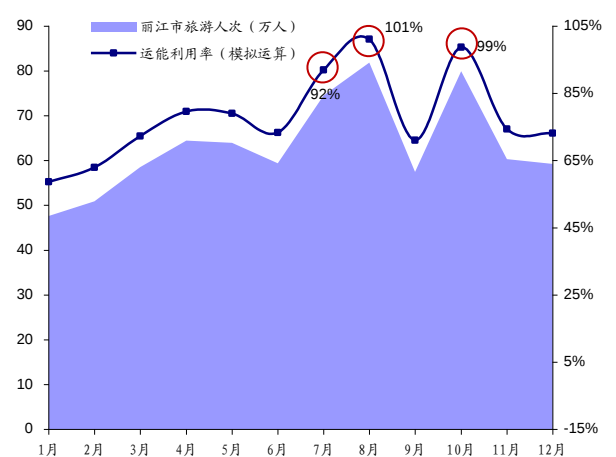
（1）高峰期大索道严重供不应求。在技改之前的 2006-2009 年，大索道运能利用率在 68-78% 的较高水平，相比于国内其他景区索道，已经趋近于饱和。若以丽江市旅游人次的分月数据模拟测算，则大索道在旺季高峰时段的运能利用率高可超过 100%，这让我们看到了技改之后需求释放的巨大潜力。

图 4：相比其他景区，大索道运能利用率已较高（2009）



注：以上部分数据为估算，代表大致水平
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

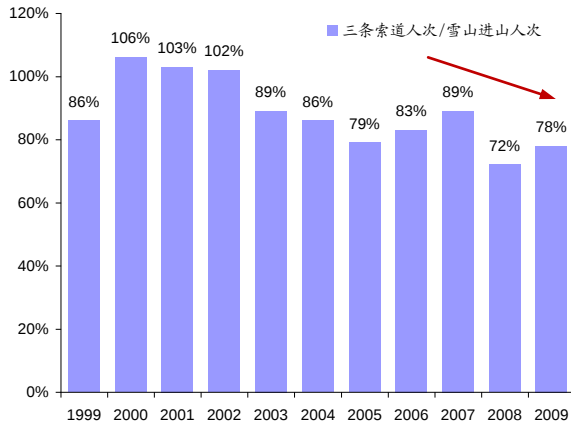
图 5：模拟运算可知，大索道在改造前在旺季超负荷运转



资料来源：丽江市旅游局，国信证券经济研究所

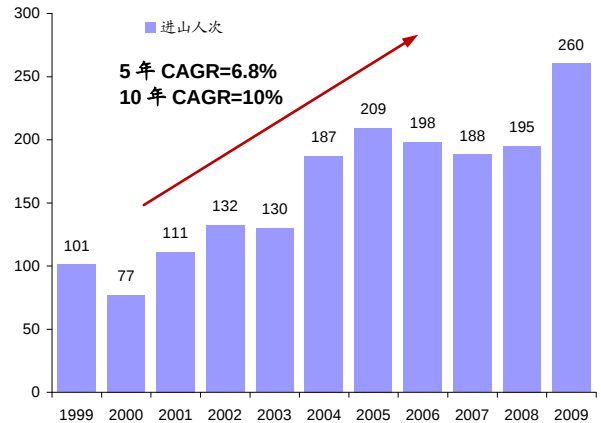
(2) 大索道运能瓶颈也造成了客流量被部分分流。事实上，大玉龙雪山景区内三条索道的乘索比例，已经由2000-2003年的100%的高水平，降到了2009年78%的低水平。其背后的主要原因之一，即在于大索道在2005年之后日渐饱和，2小时以上的等待，让更多的游客在进山之后选择了景区内东巴谷、干海子、印象丽江等其他景点或游览项目。也因此，大索道过去5年乘索人次复合增长率仅为4.8%，低于玉龙雪山景区的6.8%。

图6：乘索比例处于历史较低水平，有改善空间



资料来源：招股说明书，管委会，国信证券经济研究所

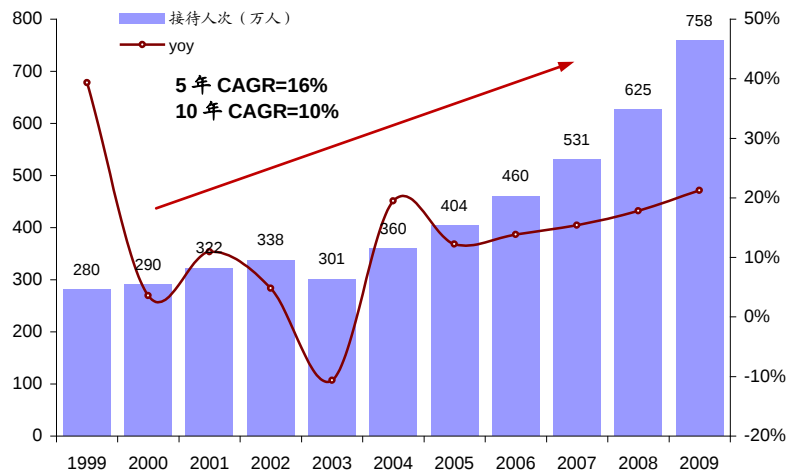
图7：玉龙雪山进山人次5年CAGR为6.8%（万人次）



资料来源：招股说明书，管委会，国信证券经济研究所

(3) 大索道的运能瓶颈也间接造成整个玉龙雪山景区的游客增速低于丽江地区的游客增速。过去十年，玉龙雪山景区和整个丽江地区的平均游客增速同步，均为10%左右，但玉龙雪山索道运能渐显紧张的近五年来，丽江地区游客人次CAGR达到了16%，明显高于玉龙雪山景区。

图8：丽江地区接待游客人次5年CAGR为16%（万人次）



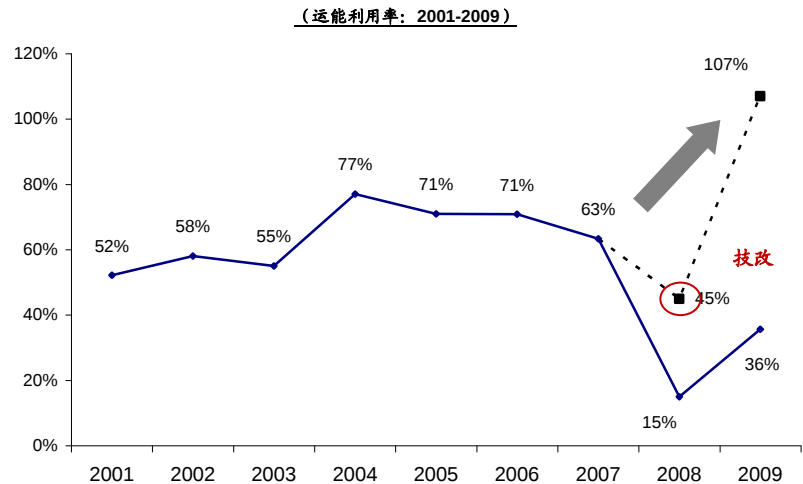
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

基于真实需求被压抑的认识，我们认为公司将大索道运力将从目前的每小时420人提升到每小时1200人，将在未来多年内足够满足潜在的巨大需求。虽然技改将对丽江旅游2010年业绩有重大影响，但是，在技改之后，索道运力的提升将使游客需求大大释放。

2、云杉坪索道技改的案例也说明索道运力扩充对需求释放的作用。

云杉坪在 2007 年之前，其高峰运能利用率也达到了 90%以上，索道运输已遭遇瓶颈，其于 2007 年 11 月到次年 1 月底技改，技改之后的第二年（2009 年），该索道接待人次即达 128 万人次，同比增长达 138%，轻松突破原有 120 万/年的运力，按原有口径计算的运能利用率达 107%。而若以新运力（360 万/年）测算，则 2009 年的运能利用率仅为 36%，这充分显示了技改扩容能较大刺激游客增长。

图 9：云杉坪索道 07-08 年技改后轻松突破原有运能

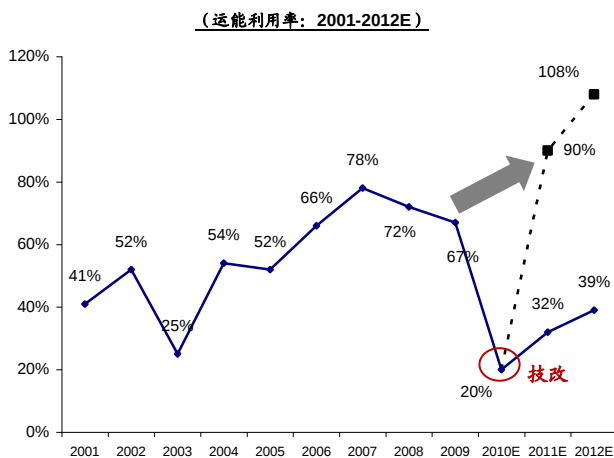


注：2008-2009 年虚线部分为按 120 万/年运能计算当年运能利用率

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

结论：我们预计大索道技改完成后三条索道的游客人次有望大幅增长。保守预测，2011 年按原有运力测算的运能利用率为 90%，即大索道乘索人次为 90 万人次，同比增长 20%，云杉坪索道有所分流，人次下降 5%，达到 159 万人次。牦牛坪则稳定在 11 万左右。三条索道合计的乘客预计将达到 260 万，同比增长 31% 左右。对于 2012 年，我们对于大索道和云杉坪的增长率预测为 20%和 7%，当年乘索人次达到 108 万和 170 万人次。

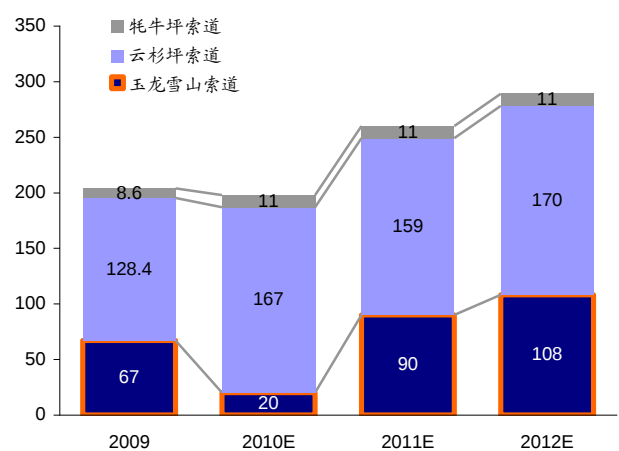
图 10：若按原有运能，预计明年大索道运能利用率将达 80%



注：虚线为按原有 100 万/年运能测算

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 11：三条索道接待人次预测（万人次）



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

索道技改之后提价的可能性较大，可增厚 EPS0.16 元

大索道技改投资近 5000 万，参考 2008 年云杉坪技改后的提价，以及大索道上次提价已是在 7 年前（2003 年），我们预计丽江旅游极有可能在大索道技改完成之后提价。

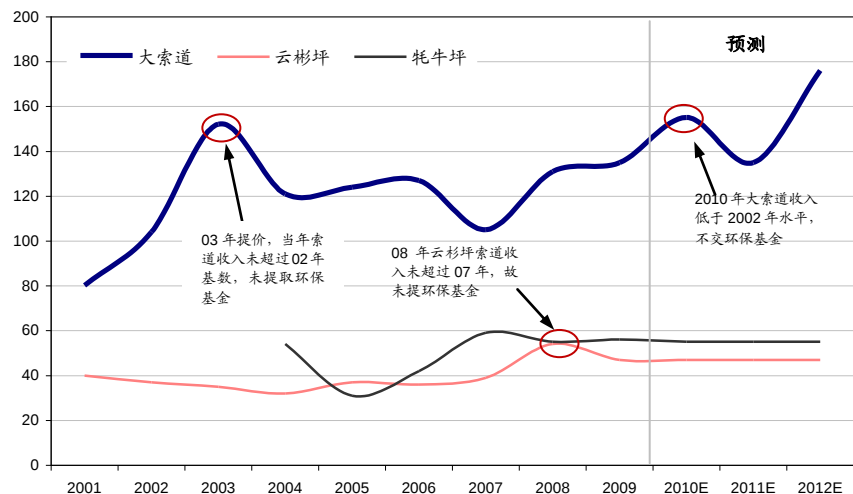
实际票价取决于收入基数。2003 年，大索道和客运票由 110 元/人提价至 160 元/人，根据当时云计委的批复规定，大索道提价之后年收入若超过 2002 年收入基数，则将按收入总额的 15% 缴纳环保基金上交地方财政，若提取后收入低于该基数，则只对超基数部分按 50% 提取环保基金。故在正常的年份（前一种情况），扣除环保基金后，丽江旅游向每位游客收入的实际票价应为 $P = 160 \times (1 - 15\%) = 136$ 元左右，而若因索道收入低于 2002 年收入不收取环保基金，则实际票价应为 160 元左右，其他情况实际票价在 136-160 元之间。故 2003 年全国旅游遭遇 SARS 危机时，大索道收入较 2002 年下降，当年是不提取环保基金的，当年实际票价达到 152 元，而在 2009 年，大索道的实际票价为 135 元，为正常情况。由于 2010 年大索道技改，预计当年大索道收入为 3108 万元，达不到 2002 年基数，应不会提取环保基金，实际票价有可能达到 150-160 元的水平。

提价后实际票价的预测：参照 2003 年大索道和 2008 年云杉坪索道提价的模式，大索道若要提价，则仍可能在提价部分中提取一定比例环保基金，若比较仍然是 15%，则我们可以以原扣除环保基金后的实际票价（135 元）为基准，乘以提价幅度来预测提价后实际票价。若提价幅度为 30%，则提价后实际票价应可达到 176 元。

保守起见，我们在预测模型中基准假设是预计大索道到 2012 年提价。而若大索道于 2011 年即提价，按提价幅度 30%、环保基金比例 15% 测算，实际票价达到 176 元，较提价前提高 41 元，提价可增加收入 3654 万，毛利 3239 万，若扣除费用、所得税，对应净利润 1983 万元，增厚 EPS0.16 元达 0.70 元（原有业务）。

以下为三条索道有效票价历史数据以及基准预测。

图 12：三条索道历年有效票价（2001 - 2012E，元）

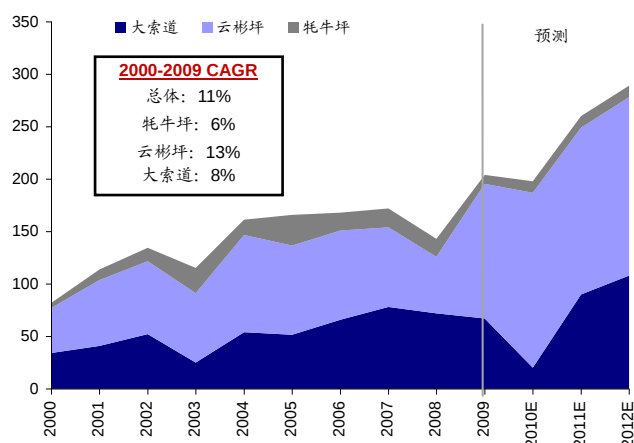


资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

索道技改与提价将驱动索道盈利高速增长

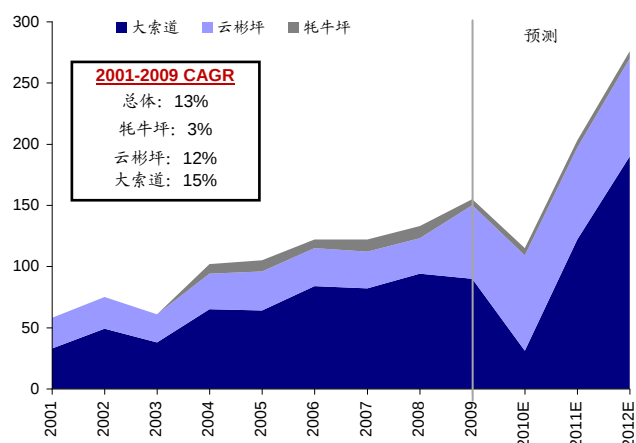
综合以上分析及相关假设,我们对三条索道未来3年的人次及收入预测如下图表。预计2010-2012年,三条索道总人次分别为198、260、289万,同比增速达到-3%、31%、11.4%。索道收入分别为1.15、2.02、2.76亿,同比增速为-26%、75%、36%。利润贡献分别为3728、7660万元和1.04亿。

图 13: 三条索道乘索人次历史数据及预测 (万人次)



注: 牦牛坪 2004 年并表, 上述 2004 年前数据仅表示人次增长情况
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 14: 三条索道收入历史数据及预测 (百万元)



注: 牦牛坪 2004 年并表, 上述 CAGR 使用了 2004 年前数据测算而得, 假设 2012 年提价 30%
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

表 5: 三条索道历史数据及预测

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
接待游客人次(万人)	165.7	168.77	170	141	204	198	260	289
yoy	3.0%	1.8%	0.7%	-16.8%	44.2%	-3.0%	31.3%	11.4%
玉龙雪山索道	51.62	66	78	72	67	20	90	108
YoY	-4%	28%	18%	-8%	-7%	-70%	350%	20%
云杉坪索道	85.1	85.0	76.0	53.9	128.4	167	159	170
YoY	-8%	0%	-11%	-29%	138%	30%	-5%	7%
牦牛坪索道	29	17	18	17	8.6	11	11	11
YoY	98%	-41%	4%	-2%	-50%	25%	0%	5%
平均单价(元/人次)								
玉龙雪山索道	124	127	105	131	135	155	135	176
云杉坪索道	37	36	39	54	47	47	47	47
牦牛坪索道	31	42	59	55	56	55	55	55
营业收入	105	122	122	132	155	115	202	276
玉龙雪山索道	64	84	82	94	90	31	122	190
云杉坪索道	32	31	30	29	60	78	75	80

牦牛坪索道	9	7	10	10	5	6	6	6
营业成本（索道及本部）	16	18	26	21	14	20	23	26
毛利（索道及本部）	89	104	96	111	142	95	179	250
毛利率（索道及本部）	84.7%	85.2%	78.7%	84.1%	91.2%	82.7%	88.6%	90.4%
权益净利润	38	47	67	53	55	37	77	104
本部及其他	18	30	53	38	31	4	43	66
云杉坪索道公司	18	16	12	11	24	32	32	36
牦牛坪索道公司	2	1	2	4	0	1	2	2

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

酒店：经营逐步改善可期

我们已经从一季报和中报业绩预告中获得了和府皇冠酒店上半年的经营信息，上半年，酒店的 RevPar 为 335 元，较低于我们之前预测的 390 元，主要原因在于酒店出租率低于预期，仅为 47%。尽管和府酒店开业近一年来的运营业绩从中国乃至全球市场来看在洲际酒店集团的同类品牌中是非常突出的，但作为高星级酒店仍需要相当长的市场培育期（通常 1 到 2 年不可避免）。由于收入不达预期，且单位客房的投资成本相对较高，酒店除折旧之外的运营成本费用占收入比重也达到了近 80% 的水平，高于我们的预期。这两方面的原因，使得酒店上半年营业利润为亏损 1078 万元。

表 6：2010 年上半年酒店经营数据（万元）

	10Q1	10Q2	上半年
营业收入	1108.71	1325.88	2434.59
其中：客房收入			1674.21
平均房价			712
出租率			46.90%
其他收入			760.38
营业成本	562.77		
毛利	545.94		
毛利率	49.20%		
销售费用	78.53		
管理费用	1021.71		
营业利润	-554.3	-523.7	-1078

注：由于信息披露原因，只有部分经营数据
数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

基于对酒店最新经营信息的理解，我们在之前的半年报点评中已对酒店预测模型进行了以下方面的调整，力图保守。

（1）对出租率进行了下调。将 2010 年全年 RevPar 控制在 355 元，由此内含的假设是下半年 RevPar 在 376 元，明显好于上半年；

（2）上调运营成本费用。将运营成本费用与收入比例上调为 80%。

由此，我们预测和府酒店 2010 年净利润为亏损 1500 万元。

但总体而言，我们认为和府酒店未来的经营改善还是值得期待。主要理由有两点：（1）是和府酒店作为一家五星级酒店，在丽江地区有它的独特竞争优势，及其所处的地理位置，是目前（也是可预见的未来几年）唯一一家在古城之内的五星级酒店。这一点，是其他五星级酒店无法比拟的。这一段决定了在经过市场培育期之后，和府的入住率不会太低，而且淡旺季的分别相对不会太明显。（2）针对和府目前单位客房投资成本较高的特点，公司也在考虑在周边的地块建设产权式酒店及商铺等，摊低成本，并形成综合效益。

我们预计，未来几年之中，随着酒店景气度的回升，以及收入体量上升带动费用率下降，酒店经营业绩将会不断改善，保守估计 2011 年亏 823 万元，2012 年基本打平，盈利 47 万。和府酒店亏损的减少也将逐步带动公司总体业绩的增长。

表 7：和府皇冠假日酒店预测模型（万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
累计资本投入	-13178		-37576			
营业收入合计		0	1021	5025	5605	6421
住宿主营收入			701	3589	4004	4586
出租率			44%	50%	55%	60%
平均单价			575	710	720	756
经营天数			100	365	365	365
其他收入（会议接待、餐饮等）			320	1436	1602	1834
开办费		686	1360	0	0	0
折旧		0	626	2505	2505	2505
运营成本费用		0	692	4020	3924	3852
利润总额		-686	-1658	-1500	-823	63
所得税		0	0	0	0	16
净利润		-686	-1658	-1500	-823	47
净利润率				-30%	-15%	1%

数据来源：国信证券经济研究所

盈利预测、估值及投资建议

盈利预测：若不提价，2011 年 EPS0.95 元，提价 30% 可达 1.11 元

盈利预测假设：

（1）索道：预计大索道、云杉坪、牦牛坪 3 条索道在 2010 年接待人次分别为 20、167、11 万人次，同比增长-70%、30%、25%，2011 年接待人次分别为

90、159、11 万人次，同比增长 350%、-5%和 0%，2012 年接待人次分别为 108、170、11.3 万人次，同比增长 20%、7%、5%。保守假设大索道于 2012 年提价 30%；

(2) 酒店：预计 2010-2012 年入住率分别为 50%、55%、60%，房价为 710、720、756 元，运营成本费用率为 80%、70%、60%，逐年下降；

(3) 重组交易 2010 年完成。

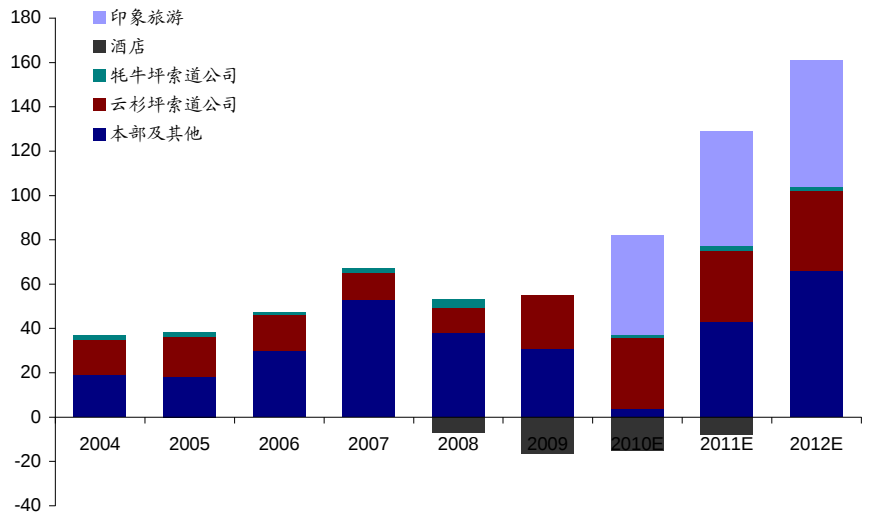
基于以上假设，我们预计 2010-2012 年，丽江旅游每股收益分别为 0.53、0.95、1.28 元，若大索道于技改之后即提价 30%，则 2011 年 EPS 可达 1.11 元。

表 8：盈利预测汇总（百万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（不包括印象旅游）	146	183	370	490	592
玉龙雪山索道	94	90	31	122	190
云杉坪索道	29	60	78	75	80
牦牛坪索道	10	5	6	6	6
酒店		10	50	56	64
印象旅游			187.1	208.8	227.3
其他	14	18	17	23	25
营业成本	28	30	58	67	77
索道及本部	21	14	20	23	26
酒店		7.33	30	33	38
其他（不包括印象旅游）	7	9	8	11	12
毛利	119	154	125	214	289
索道	111	142	95	179	250
酒店	0	3	20	23	26
其他（不包括印象旅游）	7	9	9	12	13
毛利率	81.2%	83.9%	68.2%	76.0%	79.0%
索道	84.1%	91.2%	82.7%	88.6%	90.4%
酒店		28.2%	40.3%	40.3%	40.3%
其他（不包括印象旅游）	52.6%	51.4%	52%	52%	52%
净利润贡献	46	38	67.3	120.1	161.6
本部及其他	38	31	4	43	66
云杉坪索道公司	11	24	32	32	36
牦牛坪索道公司	4	0	1	2	2
酒店	-6.8	-16.6	-15	-8	0
印象旅游			45.0	51.8	56.9

数据来源：国信证券经济研究所

图 15: 丽江旅游各业务利润贡献 (百万元, 2004-2012E)

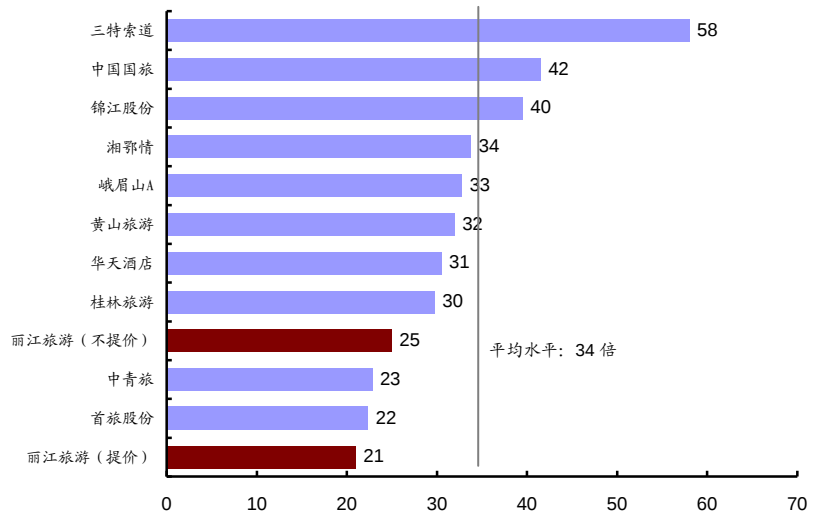


资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

估值及投资建议

按此我们上面的盈利预测, 公司当前股价 (23.35 元) 对应 2010-2012 年动态市盈率分别为 44、25 和 18 倍, 若 2011 年提价 30%, 则当年动态市盈率为 21 倍。由于今年大索道停运对 2010 年盈利影响很大, 故我们在审视公司估值时, 主要看 2011 年动态 PE。国信旅游休闲板块重点公司 2011 年平均动态 PE 为 34 倍, 在提价与不提价两种情况下, 增发后丽江旅游相对于景区类上市公司都是最低的。

图 16: 重点公司 2011 年动态 PE 比较



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

我们认为, 丽江旅游无论从短期、中期还是长期都是具有投资价值的一个公司:

(1) 在短期内, 公司面临增发重组、索道提价、技改扩容等机会, 已公布的

增发重组增厚公司业绩 0.3 元以上，带来显著的价值提升，而大索道提价 30%可增厚公司 2011 年 EPS 达 0.16 元。技改扩容则使大索道运能压力充分释放，保守预测 2011 年接待人次即可达到 90 万人次，增幅达到 350%，2012 年可突破原有产能，实现飞跃；这些都将是股价表现的催化因素。

（2）中长期内，丽江旅游将在新董事长的带领下，围绕丽江玉龙雪山做进一步开发，有进一步资产整合的空间。而三股东拥有的诸多景区资源，也为公司未来进一步发展提供了良好基础。

丽江旅游是我们在中期策略中推荐的重点公司，自我们 5 月 19 日调高评级以来，公司股价上涨近 40%。而此次公布的增发方案则使公司价值更上一个台阶，若按 2011 年 30 倍 PE、EPS0.95 元的基准预测保守估值，则丽江旅游复牌之后目标价可达 30 元，若大索道年底提价，则有进一步上调的空间。我们在此重申对丽江旅游的“推荐”评级，建议积极买入。

附表 1：财务预测与估值（增发前）

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	163	100	100	100	营业收入	183	183	281	365
应收款项	15	15	23	30	营业成本	30	58	67	77
存货净额	11	22	26	29	营业税金及附加	10	10	15	19
其他流动资产	62	62	95	123	销售费用	21	18	28	37
流动资产合计	251	199	244	283	管理费用	52	39	55	71
固定资产	671	874	988	1051	财务费用	11	16	18	20
无形资产及其他	59	57	55	53	投资收益	1	1	1	1
投资性房地产	28	28	28	28	资产减值及公允价值变动	(0)	(0)	(0)	(0)
长期股权投资	8	9	9	9	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	1017	1166	1323	1424	营业利润	61	43	98	143
短期借款及交易性金融负债	225	161	231	225	营业外净收支	(2)	(2)	(2)	(2)
应付款项	88	16	18	21	利润总额	59	41	96	141
其他流动负债	103	115	151	185	所得税费用	13	8	17	24
流动负债合计	416	291	400	431	少数股东损益	7	11	11	12
长期借款及应付债券	134	184	184	184	归属于母公司净利润	38	22	68	105
其他长期负债	0	(0)	(0)	(0)					
长期负债合计	134	184	184	184	现金流量表（百万元）				
负债合计	550	475	584	615		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	49	56	62	69	净利润	38	22	68	105
股东权益	417	636	677	739	资产减值准备	0	(0)	0	0
负债和股东权益总计	1017	1166	1323	1424	折旧摊销	19	52	68	78
					公允价值变动损失	0	0	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	11	16	18	20
	2009	2010E	2011E	2012E	营运资本变动	53	(72)	(6)	(2)
每股收益	0.39	0.19	0.59	0.90	其它	4	7	7	7
每股红利	0.15	0.06	0.24	0.36	经营活动现金流	115	10	137	189
每股净资产	4.20	5.46	5.82	6.36	资本开支	(218)	(254)	(180)	(140)
ROIC	8%	5%	9%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	9%	4%	10%	14%	投资活动现金流	(218)	(254)	(180)	(140)
毛利率	84%	68%	76%	79%	权益性融资	25	202	0	0
EBIT Margin	39%	32%	41%	44%	负债净变化	35	50	0	0
EBITDA Margin	49%	60%	65%	66%	支付股利、利息	(15)	(7)	(27)	(42)
收入增长	25%	0%	54%	30%	其它融资现金流	34	(64)	70	(6)
净利润增长率	-17%	-42%	207%	53%	融资活动现金流	99	181	43	(48)
资产负债率	59%	46%	49%	48%	现金净变动	(4)	(63)	0	0
息率	0.8%	0.4%	1.5%	2.2%	货币资金的期初余额	167	163	100	100
P/E	48.7	98.0	31.9	20.8	货币资金的期末余额	163	100	100	100
P/B	4.5	3.4	3.2	3.0	企业自由现金流	(91)	(227)	(24)	70
EV/EBITDA	27.1	24.0	15.1	11.7	权益自由现金流	(23)	(254)	32	47

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
王一峰	010- 66026320			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164			吴美玉	010-82252911
				祝 彬	0755-82132518
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晨	0755- 82130761
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晨	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
王一峰	010-82250828				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
陈 健	010-66215566	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	张 旭	010-82254210
				高 宇	0755-82133528
				蔺晓熠	021-60933146
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82131822	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
赵学昂	0755-82131822	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82131822	康 亢	010-66026337		
周 琦	0755-82131822	彭怡萍			
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-60875169		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		马小丹	021-60875172		王晓建	010-82252615	
	13480668226			13801832154			13701099132	
	shaoyf@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		郑毅	021-60875171		谭春元	010-82254209	
	13824397011			13795229060			13810118116	
	Linli2@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		黄胜蓝	021-60875173		焦骥	010-82254202	
	18925287888			13761873797			13601094018	
	wanghaow@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
甘墨	0755-82133456		刘塑	021-60875177		李锐	010-82254212	
	15013851021			13817906789			13691229417	
	ganmo@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178		徐文琪	010-82254210	
				13817758288			13811271758	
				yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170				
				13681669123				