

强烈推荐-A (维持)

丽江旅游 002033.SZ

目标估值: 40.00 元

当前股价: 29.96 元

2010 年 11 月 23 日

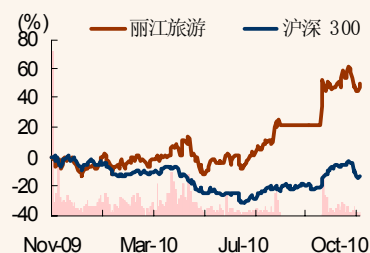
估值优势突出, 催化剂接踵而至

基础数据

上证综指	2884
总股本(万股)	11632
已上市流通股(万股)	7189
总市值(亿元)	33
流通市值(亿元)	21
每股净资产(MRQ)	5.2
ROE(TTM)	2.4
资产负债率	33.9%
主要股东	玉龙雪山旅游开发公司
主要股东持股比例	22.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	71	54
相对表现	4	58	67



相关报告

- 1、《旅游行业动态点评-把握政策主线, 布局提价机会》101119
- 2、《丽江旅游(002033)-注入方案优厚, 增厚业绩显著》100930
- 3、《丽江旅游(002033)-外延扩张机会增多, 长期投资价值提升》100524
- 4、《丽江旅游(002033)-资产注入预期更加明确, 利好政策值得期待》100420

林周勇

86-021-68407302
linzy@cmschina.com.cn
S1090209070289

国务院明确推进大香格里拉旅游区开发, 丽江有望成为该区的龙头; 公司有望获得更多的旅游资源, 发展瓶颈打开。若成功收购印象旅游 51% 股权, 预计 11、12EPS 可达 1.00、1.12 元, 估值优势突出; 此外, 玉龙雪山索道提价值得期待, 宋城上市也将拉升公司估值水平, 维持强烈推荐 A 评级, 调高目标价至 40 元。

- **丽江旅游业再次迎来机遇, 公司有望获得更多资源, 打破发展瓶颈。**(1) 国务院明确推进大香格里拉旅游区开发, 而丽江是大香格里拉旅游区中基础最好的, 也是连接旅游区与客源市场的最佳通道, 将扮演龙头角色; (2) 两大股东(玉龙雪山管委会、云南旅投)对公司的控制权之争仍将延续, 客观上加大了股东向公司注入优质资源的可能性, 公司发展瓶颈有望打开, 进一步分享大香格里拉旅游区建设的机遇。
- **不考虑索道提价, 2011、12 EPS 可达 1.00、1.12 元。**公司未来两年业绩明确, 若成功收购印象旅游 51% 股权, 预计 11、12EPS 可达 1.00、1.12 元, **业绩大幅提升的动因:** (1) 玉龙雪山索道改造完成后, 每小时运力由 420 人大幅提升至 1200 人, 游客排队等候时间大幅缩短, 接待量将大幅提升; (2) 印象丽江座位由原来的 1700 个增至 2870 个, 盈利水平将进一步提升。
- **玉龙雪山索道提价可能性较大, 增厚业绩显著。**(1) 玉龙雪山索道往返 160 元票价已维持近 8 年, 且改造后, 索道舒适性大幅提升, 索道提价可能性较大; (2) 我们测算, 若实际票价提高 25%, 全年将增加净利润 2450 万, 即增厚 EPS 0.19 元, 增厚显著。
- **维持强烈推荐, 目标价由 33 元调高至 40 元。**公司业绩明确, 对应的 11PE 仅 30 倍, 若考虑索道提价, 估值水平更低, 估值优势突出; 此外, 索道提价、宋城上市均可能成为股价上涨的催化剂, 维持强烈推荐, 目标价由 33 元调高至 40 元。
- **风险提示: 收购印象旅游 51% 尚需证监会批准; CPI 过高可能妨碍玉龙雪山索道提价。**

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	146	183	207	515	553
同比增长	-5%	25%	13%	148%	7%
营业利润(百万元)	61	61	29	205	225
同比增长	-32%	-1%	-53%	612%	10%
净利润(百万元)	46	38	12	126	141
同比增长	-31%	-17%	-69%	964%	12%
每股收益(元)	0.46	0.39	0.10	1.00	1.12
PE	64.8	77.8	294.5	30.0	26.8
PB	7.6	7.1	5.6	4.0	3.6

资料来源: 招商证券

正文目录

一、现有资产盈利能力强	3
1、玉龙雪山景区内三条索道	3
(1) 玉龙雪山索道	4
(2) 云杉坪索道	5
(3) 牦牛坪索道	6
2、印象丽江 51%股权	7
3、和府皇冠假日酒店	8
4、其他业务和资产	9
二、外延式扩张瓶颈有望打开	10
1、丽江有望成为大香格里拉旅游区龙头	10
(1) 大香格里拉旅游区呼之欲出	10
(2) 丽江有望确立其核心地位	10
2、依托股东支持，有望获得更多优质资源	12
(1) 控股权之争仍将延续	12
(2) 控制权之争有助于公司获得更多优质资源	12
三、估值优势突出、后续不乏催化剂，维持强烈推荐	13
1、预计 11、12EPS 可达 1.00、1.12 元	13
2、玉龙雪山索道提价值得预期，增厚业绩显著	14
3、估值优势突出，后续不乏催化剂，建议买入，目标价 40 元	14
附：股东的主要资产和资源	15
1、玉龙雪山管委会	15
2、云南旅投	15

图表目录

图 1：玉龙雪山主要景点分布示意图	3
图 2：丽江是连接大香格里拉旅游区和客源地的主要陆路通道	11
图 3：云南旅投主要项目分布	16
图 4：丽江旅游历史 PE Band	17
图 5：丽江旅游历史 PB Band	17
表 1：公司三条索道大致情况	4
表 2：玉龙雪山索道近年来总体运营情况	5
表 3：云杉坪索道近年来总体经营情况	6
表 4：牦牛坪索道近年来总体经营情况	6
表 5：印象丽江总体经营情况	7
表 6：大巴业务情况	9
表 7：防寒服、拍照、滑雪、氧气供应、商业与餐饮等业务情况	9
表 8：丽江是连接大香格里拉旅游区和客源地最重要的空中通道	11
表 9：公司股权结构	12
表 10：我们对 10-12 索道接待情况的假设	13
表 11：我们对 10-12 年经营情况的预测	13
表 12：索道提价对 EPS 的敏感性分析（提价运营满一整年度）	14

一、现有资产盈利能力强

公司目前拥有的经营性资产主要有：（1）位于玉龙雪山景区内的三条索道：**玉龙雪山索道 100%股权、云杉坪索道 75%股权、牦牛坪索道 100%股权**；（2）位于丽江古城南端的**和府皇冠假日酒店**；（3）白鹿旅行社 **47%股权**，景区内大巴客运线路、防寒服、拍照、滑雪、氧气供应、商业与餐饮等游客配套服务；（4）此外，拟向大股东定向增发收购**印象丽江 51%股权**，此项尚待证监会批准。

三条索道净利润 7500-8000 万元。按丽江现有游客规模、索道票价不变，我们粗略估算，三条索道年实现权益利润约 7500-8000 万元（涵盖公司总部管理费用）。

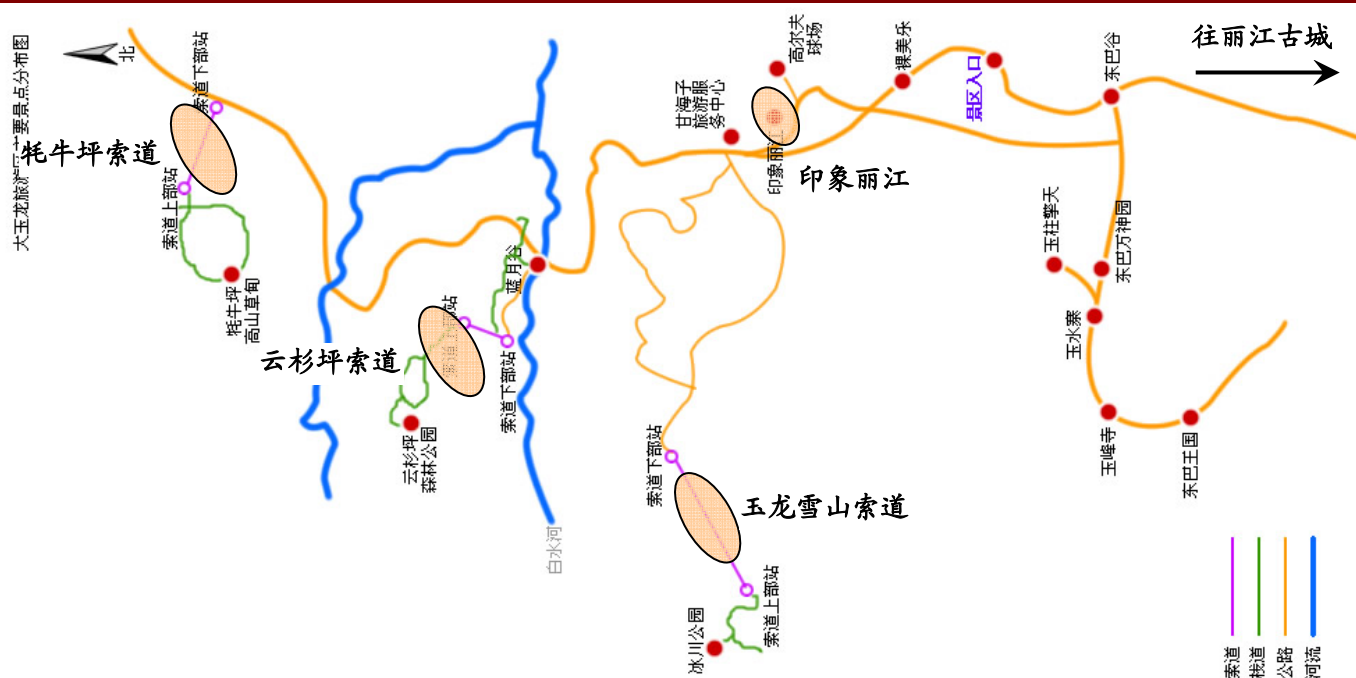
预计和府皇冠假日酒店 11 年仍将亏损 500-800 万元，12 年可实现盈亏平衡。

印象旅游权益利润 4500 万元。印象旅游可实现利润 9000 万元，实现权益利润 4500 万元。

静态估算年净利润 1.2-1.3 亿元，EPS 1.00 元。综合来看，静态估算，公司年权益利润约 1.2-1.3 亿元，对应 EPS 1.00 元。剔除提价因素，年游客增速 8-10%，净利润增速约 10-15%。

1、玉龙雪山景区内三条索道

图 1：玉龙雪山主要景点分布示意图



资料来源：百度图片库

表 1：公司三条索道大致情况

索道	长度 (米)	高差 (米)	海拔(米)	运力 (人/小时)	景观 特色	双程票价 (元)	距古城距 离(公里)
玉龙 雪山	2968	1150	3356-4506	改造前 420, 改造后 1200	现代 冰川	160	32
云杉 坪	958	264	2964-3205	改造前 500, 08 年改造后 1580	原始 森林	08 年由 40 提至 55 元	35
牦牛 坪	1200	360	3200	400	高山 草甸	60	50

资料来源：公司公告，招商证券整理

(1) 玉龙雪山索道

玉龙雪山索道全长，全长 2914 米，起点海拔 3356 米，终点海拔 4506 米，垂直高差 1150 米，单程时间约 16 分钟。

在乘坐过程中，可感受到四季的交替：最先进入眼帘的是针叶林（如云南松、铁杉、云杉、红杉、冷杉等），然后过渡到灌木林带（主要是杜鹃），到了海拔 4000 米，将看到附着在岩石上的苔藓类植物和在生长在石缝中的雪莲花等，直至白茫茫的冰雪世界，终点便是天然滑雪场。

改造前，运力严重不足，制约游客增长。（1）索道改造前，运力为每小时 420 人，运力严重不足；从游客的留言看，等候时间长是共同的评价；接待游客最多的年份是 07 年，共接待 78 万人次，也就是 07 年，旺季的周末等候时间长达 2-3 小时，黄金周更是达 4-5 小时。（2）由于丽江的团队游客在丽江往往只过一夜，游览时间有限，索道运力问题成为最大的瓶颈。

此外，由于索道建于 1998 年，部分零件老化，舒适度也存在问题。

改造后运力大幅提升至 1200 人/小时，预计年底投入运营。为了提升游客的舒适度、突破运力瓶颈，10 年 4 月，索道正式停业改造，采用意大利 LEITNER 公司的单线循环脱挂抱索器 8 人吊厢式索道，舒适度将得到较大的提升，运力也提升至每小时 1200 人。此次改造，主体设备和安装费用合计约 5000 万元，改造总投资约 1 亿元。

08 年，玉龙雪山索道运量出现较大的下降，主要原因：（1）08 年初，景区实施大门票制（玉水寨、东巴谷、玉柱擎天、东巴万神园、东巴王国、玉峰寺等 6 个小景点纳入玉龙雪山门票范围内），对于游览时间仅 1 天的游客来说（游客在丽江一般住两晚玩一天），时间更加紧张，索道排队时间长的的问题显得更加突出；（2）08 年 3 月，云杉坪索道改造完成，运力大幅提升，造成游客分流；（3）藏独、地震等事件的叠加影响。

09 年，游客数量继续下降：玉龙雪山大门票制影响未褪，云杉坪索道改造完成后继续分流；春节期间又逢大风天气，导致索道停运。

2011 年，游客有望大幅增长至 110 人次：（1）乘上玉龙雪山索道，亲密接触雪山风情，仍是玉龙雪山景区最吸引游客之所在；（2）新索道投入运营后，等候时间将大为缩短，运力瓶颈基本消除，旅行社也将更乐意将团客带到玉龙雪山索道；（3）停运以来积累的需求将得到释放；（4）09 年 12 月-11 年 6 月，国道 214 线香格里拉至德钦段道路拓宽，实施交通管制，由于丽江-香格里拉是较为经典的旅游线路，道路拓宽影响了部分游客赴云南旅行，工程完工后，该负面因素将消除。

表 2：玉龙雪山索道近年来总体运营情况

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
实际运量（万人次）	51	52	66	78	70	67
搭乘率 （运量/云龙雪山游客）	31.5%	31.1%	39.2%	46.0%	36.6%	28.9%
实际票价（元）	118	116	119	123	125	126
收入（万元）	6005	5993	7850	9637	8759	8426
成本（万元）	952	1041	1281	1413	1038	
毛利率	84.2%	82.6%	83.7%	85.3%	88.2%	

资料来源：公司公告，招商证券整理



资料来源：百度图片库

（2）云杉坪索道

云杉坪索道以高山原始森林为特色，索道全长 910 米，单程运行时间约 3 分钟。

08 年改造完成后，运力大幅提升。07 年 11 月，云杉坪索道停业改造，于 08 年 3 月 7 日完成，总投资 3500 万元，改造后运力从单向 550 人/小时提升至 1580 人/小时。

公司持有云杉坪索道 75% 股权，香港久益国际公司持有 25% 股权。

运力提升后，09 年游客大幅增长。09 年，云杉坪索道接待游客 128 万人次，超出往年峰值的 50%，主要是：（1）改造完成后，运力大幅提升；（2）公司将营销重点转向云杉坪索道。

预计 11 年游客将回落至 90 万人次。随着玉龙雪山索道改造完成，运力大幅提升，我们预计云杉坪索道的游客将会回流至玉龙雪山索道，而且，公司也有动力引导游客至玉龙雪山索道。我们预计，云杉坪索道 11 年游客将会回至 90 万人次左右。

表 3: 云杉坪索道近年来总体经营情况

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
实际运量 (万人次)	86	85	86	76	54	128
搭乘率	53.4%	51.3%	51.0%	44.7%	28.2%	55.6%
实际票价 (元)	34	37	36	39	54	47
收入 (万元)	2937	3175	3088	2992	2924	6034
主营利润 (万元)	2686	2900	2810	2378	2328	5232
净利润 (万元)	2133	2379	2145	1636	1415	3168
少数股东损益 (万元)	533	595	536	409	354	792

资料来源: 公司公告, 招商证券整理



资料来源: 百度图片库

(3) 牦牛坪索道

牦牛坪以高原草甸为特色, 公司持股 100%; 近年来游客几乎没有增长, 效益也不太好, 主要是: 牦牛坪景区所处位置较偏, 尚处于开发初期; 公司基于地理位置、开发成本、经济效益的综合考虑, 目前以玉龙雪山索道、云杉坪索道为重点营销产品。

短期来看, 牦牛坪索道的现状不会有太大的改观, 但其作为后续的资源储备, 仍有较大的潜力。

表 4: 牦牛坪索道近年来总体经营情况

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
实际运量 (万人次)	15	29	16	18	17	9
搭乘率	9.1%	17.5%	9.7%	10.5%	9.1%	3.7%
实际票价 (元)	54	31	43	58	56	56
收入 (万元)	795	898	709	1036	968	481
净利润 (万元)				232	406	4

资料来源: 公司公告, 招商证券整理



资料来源：百度图片库

2、印象丽江 51%股权

拟收购印象旅游 51%股权，尚待证监会审批。公司拟以 2.1 亿元向大股东玉龙雪山景区投资公司定向增发不超过 1000 万股，收购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（大股东原持股 100%），次交易尚待证监会审批。

印象旅游主要经营《印象·丽江》雪山篇大型实景演出，演出位于玉龙雪山景区内甘海子附近，由张艺谋及其创作团队策划导演，06 年 5 月 7 日试演，7 月 23 日正式公演。

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。

演出票价分为两种：190 元/人（普通票）和 260 元/人（贵宾票）。主要通过旅行社销售，占总收入的 95%，散客约占 5%。

2010 年 4 月，印象旅游完成演出剧场改造，演出座位由原来的 1700 个增至 2870 个。

09 年，共演出 923 场，销售门票 138 万张，上座率 88%，收入和净利润分别达 1.57 亿、7585 万元。云南税务局同意减免印象旅游 07-09 年期间企业所得税。

玉龙雪山景区投资公司做出利润承诺：若 10 年完成收购，10-12 印象旅游的净利润不低于 5800、5900、6100 万元；若 11 年完成收购，11-13 年印象旅游的净利润不低于 5900、6100、6350 万元。

表 5：印象丽江总体经营情况

单位：万元	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-6 月
演出场次（场）	350	537	923	353
门票销量（万张）	15	55	138	68
上座率（%）	28	68	88	78
营业收入	1484	6181	15742	8871
营业利润	(293)	2764	7509	4779
净利润	(291)	2745	7585	3989
年末固定资产原值				5715

资料来源：公司公告



资料来源：百度图片库

3、和府皇冠假日酒店

酒店位于大研古城南端，占地 73 亩，投资 4.2 亿元，按纳西风格建造，联排别墅型格局，共有客房 274 间套，共有 8 个会议厅，合计 1175 平方米，其中最大的宴会厅 710 平方米。是古城内最好的酒店。

酒店于 09 年 9 月试营业，10 年初正式营业；目前尚属培育期，预计 11 年仍将亏损 700 左右。但其绝佳的地理位置将在后续经营中逐步体现，我们对酒店未来相对乐观。

酒店边上两块土地合计约 53 亩，已完成征地和拆迁工作，可能用于新增酒店客房等开发，目前尚在规划中。

位于古城南端的皇冠假日酒店一瞥



资料来源：招商证券

4、其他业务和资产

公司在景区内还经营：大巴客运、防寒服、拍照、滑雪、氧气供应、商业、餐饮等。

公司拟投资 1020 万，与大股东合资，控股 51%，在甘海子开展餐饮业务，该业务预计 11 年底投入运营；甘海子是玉龙雪山景区游客集散中心（印象丽江也在此区域），开展团队餐饮的条件良好，我们预计，正常经营后年权益利润约 300 万。

此外，2008 年 7 月 31 日，公司出资 757 万元，收购丽江白鹿国际旅行社 47.94% 股权，09 年，白鹿旅行社共实现利润 251 万，实现权益利润 120 万。

表 6：大巴业务情况

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
大巴收入	425	400	525	624	619	611
大巴成本	274	315	415	298	321	266
实际人均收入（元）	8	8	8	8	9	9
毛利率	35.6%	21.1%	20.9%	52.2%	48.2%	56.5%

资料来源：公司年报

表 7：防寒服、拍照、滑雪、氧气供应、商业与餐饮等业务情况

	2006	2007	2008	2009
其他业务收入合计	713	1145	1370	1237
其他业务成本合计	269	586	646	549
其他业务毛利率	62.3%	48.8%	52.9%	55.6%

资料来源：公司年报

二、外延式扩张瓶颈有望打开

国务院明确提出：推进香格里拉等区域旅游业发展。丽江是陆路进入大香格里拉旅游区的主要通道，也是旅游区与外界对接最便捷的通道，将成为大香格里拉旅游区的龙头，具有战略意义。

玉龙雪山管委会（大股东）与云南旅投（三股东）手上均有优质的、潜力较好的旅游资源，二者之间的控制权之争，客观上加大了二者向公司注入优质资产的可能性；公司的发展瓶颈有望被打开，进一步分享大香格里拉旅游区建设所带来的机遇。

1、丽江有望成为大香格里拉旅游区龙头

（1）大香格里拉旅游区呼之欲出

2001 年，川、滇、藏三省区开始共建“香格里拉生态旅游区协调会”制度，并把相互交界处旅游资源雷同的 9 个地州市 82 个县（区）纳入“大香格里拉”区域，统一开发。

04 年 10 月，川滇藏三省区政府在成都共同发表《旅游合作宣言》，共同推动“中国香格里拉生态旅游区”建设。

07 年 2 月，由国家发改委、国家旅游局等 9 部门组织的中国大香格里拉旅游生态规划专家组，在迪庆、甘孜、昌都进行考察，并形成专题报告上报国家有关部门。

07 年 12 月，国家旅游局和国家发展改革委主持评审并通过了《香格里拉生态旅游区总体规划》。

10 年 7 月 23 日，国务院明确提出：推进香格里拉等区域旅游业发展。

香格里拉的地域范围一直较为模糊，按《中国国家地理》，大香格里拉涵盖：西至西藏的林芝地区，东到泸定包括岷江上游，北至四川最北部的若尔盖及石渠县最北端，包括青海果洛州及甘肃最南端的一部分，南到云南丽江一线。按向传三的中国香格里拉国家公园构想，涵盖：四川的甘孜州、凉山州、攀枝花，云南的迪庆州、大理州、怒江州、丽江地区，西藏的昌都地区和林芝地区。

（2）丽江有望确立其核心地位

丽江是进入大香格里拉旅游区的重要通道

目前，丽江是我国游客进入大香格里拉旅游区的主要通道：即通过茶马古道，到达林芝拉萨；丽江-香格里拉已经成为比较经典和成熟的旅游线路。

按《中长期铁路网规划》，2020 年，“昆明-丽江-波密-林芝-拉萨”铁路线是进入香格里拉旅游区的两条铁路之一（另一条：成都-波密-林芝-拉萨）。

丽江是大香格里拉旅游区内最便捷的外部接口

铁路方面：09 年 9 月 28 日，昆明-丽江铁路全线贯通，全长约 500 公里，设计时速 120 公里/小时，昆明-丽江将从目前的 10 小时缩短为 5 小时。

公路方面：09 年 12 月 22 日，大理至丽江高速公路开工奠基，全长 259 公里，设计时

速 100 公里/小时，工期 4 年；大丽高速是国家高速公路网规划的杭州至瑞丽高速公路的联络线，也是云南通往西藏、四川、青海的重要通道。

机场方面：丽江机场是大香格里拉旅游区内接待能力最大的机场，也将成为第一个国际机场。（1）9 月 28 日，丽江机场新候机楼和 4、5 号站坪正式投入使用，候机楼面积由 5700 平方米增加到 3.3 万平方米，停机位由之前的 6 个增加至 19 个，设计年吞吐量达 450 万人次。（2）截止 11 月 14 日，国际航站楼改造已完成 70%，开通丽江机场国际口岸是今年丽江两件大事之一。

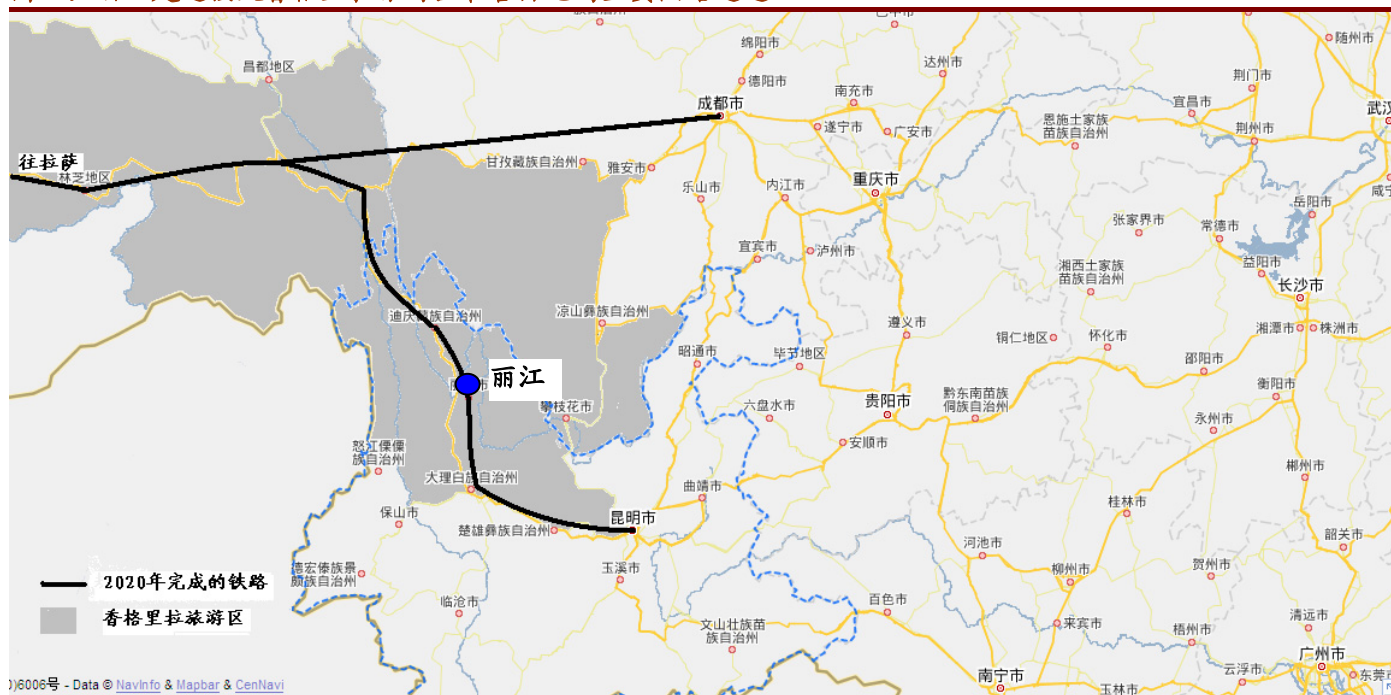
随着公路、铁路、机场等基础设施建设的全面推进，丽江的交通状况持续改善，游客进入丽江将更为方便。更为重要的是：随着大香格里拉旅游区建设的推进，丽江作为交通的枢纽地位将持续加强，其战略地位也将逐渐凸显。

表 8：丽江是连接大香格里拉旅游区和客源地最重要的空中通道

机场	设计接待能力（万人次）	大致情况	通航时间	09 年实际接待量（万人次）	09 年全国排名	是否开通国际航线
丽江	450	4C, B737, 停机位 19 个	1995 年	229.5	44	2010 年底开
迪庆（香格里拉）	30	4D, B757, 停机位 4 个	1999 年	22.1	83	否
大理	110	4C, B737, 停机位 4 个	1995 年	21.0	92	否
攀枝花	30	4C, B737, 停机位 4 个	2003 年	17.7	99	否
林芝	12	4C, B757, 停机位 2 个	2005 年	12.0	107	否
昌都		4D, B757, A319	1995 年	7.7	123	拉萨-尼泊尔
康定	33	4C, B737、A319	2008 年	1.1	157	否
亚丁	28	4C, B757	10 年底开工，预计 12 年底完工			
泸沽湖		4C, B737、A319	前期工作已完成，建设期 3 年			
怒江			列入 2020 年规划，正在招商中			

资料来源：民航总局、百度全科

图 2：丽江是连接大香格里拉旅游区和客源地的主要陆路通道



资料来源：招商证券整理

注：所表示的“香格里拉旅游区”并非完全精确

2、依托股东支持，有望获得更多优质资源

（1）控股权之争仍将延续

目前股权分散。公司目前股权结构比较分散，大股东雪山开发公司（实际控制人玉龙雪山管委会）持股仅 22.6%，而二股东云南联合外经公司、三股东云南旅投持股分别为 17.2%、14.6%；三者之间的差距不大。

即使是完成印象旅游 51%股权收购后，雪山开发公司持股比例也仅 28.5%，与后两者股权。

公司作为丽江市唯一的上市公司，对于仍需大投资的丽江来讲，其平台作用不可替代。

云南旅游作为云南省旅游二次创业的重要载体，有众多待开发的优质资源，资金需求量很大，公司的融资平台功能对起来讲，也是不可多得的；此外，与云南旅投同为二次创业载体的世博集团，已拥有 1 家上市公司——云南旅游，在资本融资平台打造上领先于云南旅投。

因此，我们判断，针对公司的控制权之争，仍将延续。

表 9：公司股权结构

股东名称	持股比例(%)		实际控制人
	收购印象旅游前	收购印象旅游后	
玉龙雪山旅游开发公司	22.55	28.50	玉龙雪山管委会
云南联合外经股份公司	17.74	16.38	陈方等
云南省旅游投资公司	14.61	13.49	云南省国资委
丽江摩西风情园公司	4.34	4.00	
其他 A 股投资者	40.8	37.63	

资料来源：公司公告

（2）控制权之争有助于公司获得更多优质资源

提高持股比例是争夺控制权最好的方式，除了直接购买公司股权外，向公司注入资产也是提高持股比例的较为可行的方式。

雪山开发公司依托玉龙雪山管委会，在丽江获取资源能力很强，现玉龙雪山管委会旗下主要资产有：印象旅游 49%股权（另 51%此次拟注入公司）、玉龙雪山景区深度开发、玉龙雪山国际高尔夫俱乐部 25%股权、玉龙盛达旅游发展股份有限公司（雪山高尔夫二期开发）20%股权等。

云南旅投是云南旅游资源开发和整合的重要平台，在云南获取资源能力很强，现掌控的资源包括：大理旅游集团 59%股权、西双版纳金孔雀集团 66%股权、诸多正开发货代开发度假区（如：景洪嘎洒温泉小镇、西双版纳州勐仑旅游小镇、曲靖麒麟温泉旅游小镇、邦腊掌温泉度假区）。

控股权之争，客观上加大了玉龙雪山管委会和云南旅投向公司注入优质资产的可能性；公司的发展瓶颈有望被打开，分享大香格里拉旅游区建设所带来的机遇。

三、估值优势突出、后续不乏催化剂，维持强烈推荐

1、预计 11、12EPS 可达 1.00、1.12 元

11 年，新的玉龙雪山索道投入运营，运力的大幅提升，运力瓶颈基本消除，排队等候时间大为缩短；此外，公司重点营销云杉坪索道的经营思路也将有所调整。因此，玉龙雪山索道接待量将大幅提升，而云杉坪索道接待量将明显下降，三条索道游客接待量合计将有所增长。

印象丽江 10 年 4 月完成剧场改造，演出座位由原来的 1700 个增至 2870 个，预计 11 年游客接待数将达 187 万人次。

按照我们的假设，我们预计：2011、2012 年，公司净利润可达 1.26、1.41 亿元，对应 EPS 分别为 1.00、1.12 元。

表 10：我们对10-12索道接待情况的假设

游客接待量（万人次）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
玉龙雪山索道	78	70	67	24	110	120
云杉坪索道	76	54	128	150	90	100
牦牛坪索道	18	17	9	30	15	15
合计接待游客量	172	141	204	204	215	235
印象丽江	15	55	138	150	187	192
实际票价（元）						
玉龙雪山索道	123	125	126	126	126	126
云杉坪索道	39	54	47	54	54	54
牦牛坪索道	58	56	56	56	56	56
印象丽江		113	114	114	114	114

资料来源：招商证券

表 11：我们对10-12年经营情况的预测

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	183	207	515	553
二、营业总成本	124	179	310	328
其中：营业成本	30	57	172	180
营业税金及附加	10	11	27	29
营业费用	21	25	26	28
管理费用	52	73	77	83
财务费用	11	13	8	8
三、营业利润	61	29	205	225
四、利润总额	59	29	205	225
减：所得税	13	4	31	34
五、净利润	45	24	174	191
减：少数股东损益	7.2	12.6	48	50
六、归属母公司所有者净利润	38	12	126	141
股本	99	116	126	126
每股收益	0.39	0.10	1.00	1.12

资料来源：招商证券

2、玉龙雪山索道提价值得预期，增厚业绩显著

此次公司投入索道改造资金较大，改造后索道的舒适性大为提升，且在通胀大背景下，索道运营成本也在上升，而往返 160 元的价格已经维持接近 8 年了，综合以上几个因素，提价存在内在的合理性和必然性。

索道提价对业绩影响显著。假设接待游客 110 万，提价幅度 25%，则一个完整年度，提价将增厚业绩 0.19 元。

表 12：索道提价对EPS的敏感性分析（提价运营满一整年度）

不提价，EPS1 元		游客数量（万人次）				
		90	100	110	120	130
提价幅度	15%	0.10	0.11	0.12	0.13	0.14
	20%	0.13	0.14	0.16	0.17	0.18
	25%	0.16	0.18	0.19	0.21	0.23
	30%	0.19	0.21	0.23	0.26	0.28
	35%	0.22	0.25	0.27	0.30	0.32

资料来源：招商证券

3、估值优势突出，后续不乏催化剂，建议买入，目标价 40 元

公司目前股价对应 11PE 仅 30 倍，若考虑玉龙雪山索道提价，11PE 仅约 26 倍，相对同类型公司，估值优势突出。

此外，宋城即将登陆创业板，宋城业务形态与印象丽江类似，宋城的高估值将成为公司估值水平提升的催化剂。

我们维持强烈推荐的评级，按 11PE 40 倍，给予 40 元目标价，对应提价后的 PE 约 35 倍。

附：股东的主要资产和资源

1、玉龙雪山管委会

玉龙雪山管委会主要负责玉龙雪山景区的规划、开发、管理和保护。玉龙雪山景区规划面积 415 平方公里，目前仅开发 50 平方公里，很多精品景区有待开发，未来开发空间仍较大。按照规划：415 平方公里中，80% 用于保护，15% 用于游览（大部分采用栈道形式，兼具保护功能，如蓝月谷），5% 服务区。

按照规划，玉龙雪山未来将打造成世界级雪山休闲度假胜地：（1）依托管理经营体系，围绕冰川资源和生物多样性，建成世界级冰川地质公园；（2）整合景区内的酒店，引入 3-4 家高星级酒店，打造世界级雪山休闲度假胜地；（3）依托独特的民族文化资源（如玉壶村，不亚于丽江古城），打造成丽江文化旅游精品。

2、云南旅投

云南旅投是云南省在旅游产业的投资主体、融资平台和经营主体，也是云南旅游“二次创业”的重要投资力量。

发展战略：“掌控核心资源-培育优质资产-开展资本运作-做大融资平台-建立退出机制-加大投资力度”。一方面投资掌控云南省优质旅游核心资源，推进度假酒店、温泉山庄等项目，一方面积极寻找中短期获利项目，合理化盈利结构。

未来三年的发展目标：（1）实现本部及控股参股企业总投资 200-300 亿元；（2）利润总额和 ROE 等指标逐年增长，ROE 高于全国旅游行业的平均水平；（3）掌控、整合、投资开发云南省内核心旅游资源，创新旅游体制，培育一批国际知名的旅游品牌，提升云南旅游的综合竞争力和影响力；（4）继续加大资本运作力度，创新旅游投融资的途径与方式，积极引进战略合作者，实现股权多元化和融资体系多元化，拉动社会投资投入云南省旅游产业建设。

资产及资源储备情况：云南旅投旗下 5 个控股子公司，分别为大理旅游集团、麒麟温泉开发公司、勐仑旅游小镇开发建设公司、景洪云旅投旅游开发公司、邦腊掌温泉公司。待开发项目预计总投资超过 70 亿。目前主要项目如下：

大理旅游集团：08 年 12 月，旅投收购大理旅游集团 59% 股权；大理旅游集团总资产 12 亿，09 年扭亏为盈；主要核心资产包括：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。鸡足山景区宗教文化沉淀浓厚，在东南亚影响很大，是开发重点，目前在做基础设施建设，索道建设正在推进中，预计 2012 年春节可投入运营。

西双版纳金孔雀集团：09 年 6 月收购金孔雀集团 66% 股权，民营企业金州集团持股 34%，主要资产有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；金孔雀集团过去 5 年连续盈利，09 年盈利达 3400 万。

嘎洒温泉小镇：位于景洪附近、毗邻机场，占地 2373 亩；项目预计分 3 期开发，1 期占地 206 亩，投资 3 亿；项目将以温泉资源为核心，依托热带风情生态特色和傣族民俗文化，开发休闲娱乐和养生度假产品。规划及概念设计已完成（一区（温泉养生度假示范区）、两带（绿色康体活动带、水岸观光游憩带）、三组团（旅游综合服务组团、休

闲运动营地组团、生态健康社区组团)), 目前进入开工建设阶段。其中, 喜来登酒店于 09 年 10 月 27 日动工, 规划用地 200 亩, 拥有各类客房 350 间, 按国际标准 5 星级酒店建设。

勐仑旅游小镇: 位于西双版纳州, 占地 2050 亩, 投资 12 亿, 建设期 3 年; 将打造成集高星级度假酒店、旅游风情街区、自驾车营地等为一体的旅游区。规划设计已完成, 目前进入开工建设阶段。引入泰国高端酒店品牌 Anantara。据媒体报道: 酒店规划面积 156 亩, 总投资 2.8 亿, 傣族风格, 103 间客房, 目前已开工建设, 预计 2011 年 4 月建成开业。

麒麟温泉旅游小镇: 位于滇东的曲靖市, 占地 5.7 平方公里, 建设期 8 年, 投资 50 亿, 将打造成高端温泉度假品牌。项目将依次打造三大业务板块: 温泉主题景区、旅游地产、会展健康管理。目前已引入皇冠假日品牌。

邦腊掌温泉: 位于龙陵县, 占地 702 亩, 未来 3 年将投资 5 亿; 将打造成全国一流、世界知名的温泉休闲疗养胜地。

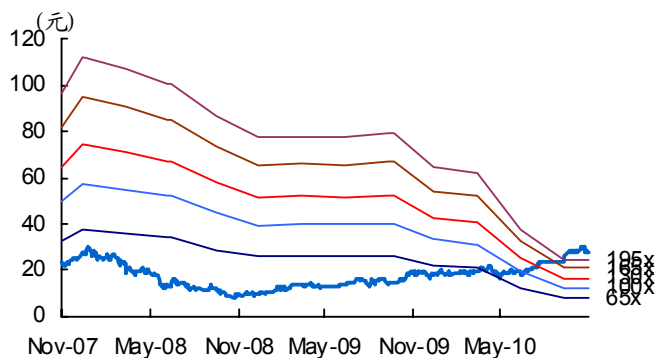
成立蝴蝶养殖基地, 打造蝴蝶主题公园。 目前已与大理政府、中科院合作, 成立蝴蝶养殖基地, 打造蝴蝶主题公园, 并伺机进行连锁扩张。

图 3: 云南旅投主要项目分布



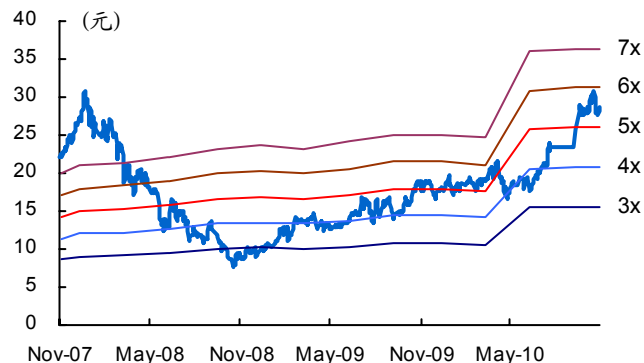
资料来源: google

图 4: 丽江旅游历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 5: 丽江旅游历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《旅游行业动态点评-把握政策主线，布局提价机会》101119
- 2、《丽江旅游(002033)-注入方案优厚，增厚业绩显著》100930
- 3、《丽江旅游(002033)-外延扩张机会增多，长期投资价值提升》100524
- 4、《丽江旅游(002033)-资产注入预期更加明确，利好政策值得期待》100420
- 5、《丽江旅游(002033)-淡化短期业绩，关注成长机遇》090723

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	184	251	115	328	552
现金	167	163	100	296	518
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1	4	5	12	13
其它应收款	1	11	4	6	7
存货	1	11	3	9	9
其他	13	62	4	5	6
非流动资产	514	765	707	847	777
长期股权投资	8	8	8	8	8
固定资产	114	560	598	604	555
无形资产	8	59	53	198	178
其他	384	139	47	37	37
资产总计	698	1017	822	1175	1329
流动负债	185	416	141	111	116
短期借款	118	210	89	20	20
应付账款	6	88	2	5	5
预收账款	0	1	0	0	0
其他	60	118	50	85	91
长期负债	99	134	0	0	0
长期借款	99	134	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	284	550	141	111	116
股本	99	99	116	126	126
资本公积金	128	128	301	501	501
留存收益	120	139	202	328	427
少数股东权益	20	49	62	110	160
母公司所有者权益	394	417	619	955	1053
负债及权益合计	698	1017	822	1175	1329

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	45	112	45	283	292
净利润			12	126	141
折旧摊销			76	79	91
财务费用			13	8	8
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(81)	22	3
其它			25	48	49
投资活动现金流	(181)	(245)	(30)	(220)	(20)
资本支出			(30)	(220)	(20)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	161	129	(78)	133	(50)
借款变动			(255)	(69)	0
普通股增加			17	10	0
资本公积增加			173	200	0
股利分配			0	0	(42)
其他			(13)	(8)	(8)
现金净增加额	25	(4)	(63)	196	222

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	146	183	207	515	553
营业成本	27	30	57	172	180
营业税金及附加	8	10	11	27	29
营业费用	10	21	25	26	28
管理费用	32	52	73	77	83
财务费用	8	11	13	8	8
资产减值损失	(0)	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	61	61	29	205	225
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	3	2	0	0	0
利润总额	59	59	29	205	225
所得税	10	13	4	31	34
净利润	49	45	24	174	191
少数股东损益	3	7	13	48	50
母公司所有者净利润	46	38	12	126	141
EPS (元)	0.46	0.39	0.10	1.00	1.12

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-5%	25%	13%	148%	7%
营业利润	-32%	-1%	-53%	612%	10%
净利润	-31%	-17%	-69%	964%	12%
获利能力					
毛利率	81.2%	83.9%	72.4%	66.6%	67.4%
净利率	31.4%	20.9%	5.7%	24.5%	25.5%
ROE	11.7%	9.2%	1.9%	13.2%	13.4%
ROIC	9.1%	6.8%	4.6%	16.7%	16.0%
偿债能力					
资产负债率	40.7%	54.1%	17.2%	9.4%	8.7%
净负债比率	31.1%	33.8%	10.9%	1.7%	1.5%
流动比率	1.0	0.6	0.8	3.0	4.8
速动比率	1.0	0.6	0.8	2.9	4.7
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
存货周转率	22.7	4.6	8.1	30.0	20.5
应收帐款周转率	48.2	68.0	46.8	62.8	45.6
应付帐款周转率	5.1	0.6	1.3	50.0	34.1
每股资料(元)					
每股收益	0.46	0.39	0.10	1.00	1.12
每股经营现金	0.45	1.12	0.39	2.25	2.32
每股净资产	3.97	4.20	5.32	7.58	8.36
每股股利	0.15	1.15	0.00	0.00	0.34
估值比率					
PE	64.8	77.8	294.5	30.0	26.8
PB	7.6	7.1	5.6	4.0	3.6
EV/EBITDA	28.2	25.9	19.9	8.0	7.2

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

林周勇，林周勇，硕士，07年3月加入招商证券。07-09年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名（小组）。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。