

自然景点



丽江旅游（002033）

强烈推荐（维持）

印象丽江规模增、大索道前景好；上调盈利预测

市场数据

报告日期	2010-12-13
收盘价(元)	34.39
总股本(百万股)	116.32
流通股本(百万股)	71.89
总市值(百万元)	4000.35
流通市值(百万元)	2472.43
净资产(百万元)	606.94
总资产(百万元)	943.48
每股净资产	5.22

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	183	181	507	569
同比增长(%)	25.4%	-1.2%	179.8%	12.2%
净利润(百万元)	38	1	129	157
同比增长(%)	-16.7%	-97.5%	13184.9%	21.7%
毛利率(%)	83.9%	71.0%	70.7%	72.4%
净利率(%)	20.9%	0.5%	25.4%	27.5%
净资产收益率(%)	9.17%	0.16%	17.58%	17.62%
每股收益(元)	0.33	0.01	1.11	1.35
每股经营现金流(元)	0.96	0.75	2.15	2.08

相关报告

《大索道计提费用超预期，预留更大业绩增长空间》
2010-10-21

《向大股东定向增发，低价取得盈利能力上佳的“印象丽江”资产》
2010-9-30

《丽江旅游中报点评：重点关注资产注入、业绩下滑符合预期》
2010-8-20

刘璐丹 S0190210060005
021-3856 5944

投资要点

- 从区域发展的大方向上，丽江随二号航站楼开通，迎来了成长为川滇藏大香格里拉旅游集散地的历史机遇。再对比丽江机场历次改扩建游客人次的增长状况（98年扩建带来次年吞吐量翻番），我们非常看好新航站楼启用后，2011年丽江高端游客的增长。上市公司的主业一索道、高星级酒店、印象丽江表演，是当地的代表旅游产品，将全面受益于区域接待量的快速增长。
- 预计大索道2011年接待量跳升、可较07年峰值增长40%。我们结合云杉坪接待状况、索道历年市占率变动、及实地调研情况，判断索道运能（供给）是决定接待量的关键因素；因而预计大索道重张后接待量将跳升，而非基于过去年份的线性增长。
- 印象丽江座位数8-11月份3个月间增加20%，基于座位数的增加小幅调高盈利预测。作为国内盈利能力最强的旅游演艺节目之一，其增长短看规模、长望机制。成为上市公司资产后，印象的股权结构有望进一步理顺，打开长期发展空间。
- 2011年是公司的利润增长关键年份，利好云集。我们根据最近调研信息，上调大索道、印象丽江2011年的预测；预计2010-2013年的每股收益分别为0.01元、1.11元、1.35元、1.58元（均未考虑大索道提价；索道提价对业绩影响与环保基金关系很大，正文做敏感性分析）。给予公司2011年行业历史的平均动态估值，安全价位为44元。
- 我们认为，公司背靠实力股东，未来有进一步整合云南省内优质旅游资源的可能性，高速增长自2011年始。重申“强烈推荐”的投资评级。

目 录

丽江区域旅游面临重大机遇，公司显著受益.....	- 3 -
1、10月新航站楼已正式营运，吞吐量翻番，丽江成为云南省内第二大机场.....	- 3 -
2、丽江将成为大香格里拉区、乃至川滇藏的旅游集散地.....	- 4 -
3、“古城+雪山”是丽江核心旅游产品，上市公司业务可受益于区域旅游增长.....	- 4 -
预计大索道 2011 年接待量可较 07 年峰值增长 40%.....	- 5 -
1、索道运能是影响接待量的关键因素，看好大索道重张后的大幅增长.....	- 5 -
2、大小索道的客流或重新分布，有利于公司整体利润率提升.....	- 6 -
3、大索道盈利预测（暂不考虑提价）.....	- 7 -
印象丽江：核心竞争力突出、盈利能力超强、成长空间仍存.....	- 8 -
1、印象丽江是国内盈利能力最为突出的旅游演艺节目之一.....	- 8 -
2、印象丽江的成长性看点：短看规模、长望机制.....	- 9 -
3、根据最新座位数，小幅上调印象丽江盈利预测.....	- 9 -
和府皇冠酒店稳健成长.....	- 10 -
1、契合休闲度假转型趋势、口岸机场促高端客源增长；和府皇冠有较高安全边际.....	- 10 -
2、下半年实现盈亏平稳，优于预期.....	- 10 -
3、和府皇冠盈利预测：明年小幅盈利、随后迈入利润提升阶段.....	- 10 -
2011 年公司迎来关键发展时段，利好云集.....	- 11 -
维持“强烈推荐”评级、安全价位 44 元.....	- 11 -
 图 1、丽江机场历年吞吐量（98 年改扩建带来次年吞吐量翻番）.....	- 3 -
图 2、丽江-迪庆景点集中；丽江成为大香格里拉乃至川滇藏区的旅游集散地.....	- 4 -
图 3、“雪山+古城”仍是丽江区域的主要旅游产品.....	- 5 -
图 4、云杉坪接待量历年变动/公司的市占率指标随索道运能增长.....	- 6 -
图 5、三条索道的历年及预测接待量汇总.....	- 6 -
图 6、丽江旅游复牌后相对大盘及行业指数的表现.....	- 11 -
 表 1、丽江/林芝/九黄机场吞吐量对比.....	- 4 -
表 2、丽江“一体两翼”主要旅游资源.....	- 5 -
表 3、玉龙雪山大索道盈利预测（母公司）.....	- 7 -
表 4、EPS 对于不同环保基金计提比例的敏感性分析（设定提价到 200 元）.....	- 7 -
表 5、丽江旅游定向增发预案一览.....	- 8 -
表 6、丽江市三台演出对比.....	- 8 -
表 7、印象丽江与宋城千古情、印象西湖的盈利对比（09 年）.....	- 8 -
表 8、印象丽江盈利预测.....	- 9 -
表 9、和府皇冠酒店的盈利预测.....	- 10 -
表 10、分业务盈利预测.....	- 12 -
附表.....	- 13 -

丽江区域旅游面临重大机遇，公司显著受益

1、10月新航站楼已正式营运，吞吐量翻番，丽江成为云南省内第二大机场

扩建完工、机场硬件条件大幅改善：2010年9月初，丽江航站楼二期工程通过验收，10月正式运营。丽江机场改扩建共计投资10亿元人民币；改造完毕后停机位将增至19个，改造后已成为云南第二大机场。我们此次调研即感受了新建的航站楼，硬件设备及乘机环境，确较旧楼有大幅提升。

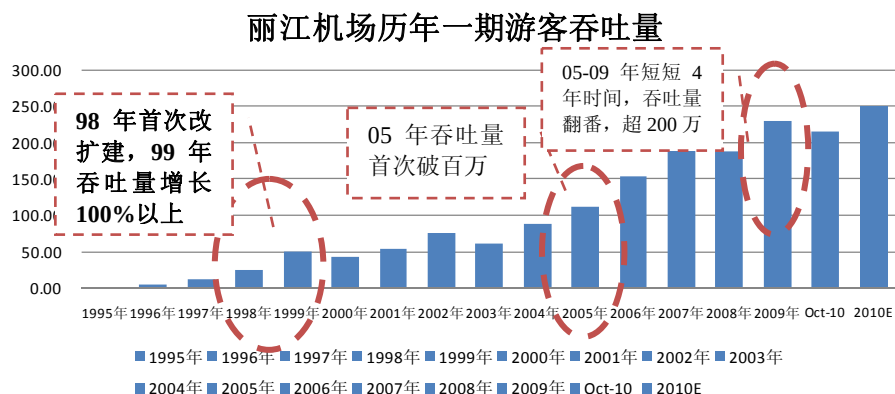
吞吐量翻番：改造后吞吐量将由原200万人次/年扩大到450万人次以上/年，三义机场05年吞吐量突破100万，从95年通航之初的1.8万人次到百万人次，用了10年。而05-09年短短4年的时间，接待量翻番，09年机场吞吐量突破200万人次。

将成为云南省内第二大口岸机场：该机场也是云南省唯一列为国家“十一五”新开的口岸机场，根据丽江市市委书记王君正6月份接受新华网采访时资料，口岸机场原计划10月份开通。我们预计，作为“十一五”规划一部分，丽江申报口岸机场的通过可能性很大，最迟11年将开通。

口岸机场、直达航线，对于丽江打造休闲之都、提升游客人均消费有非常积极的作用：开通口岸机场后，除开通直达西安、九寨沟、三亚、张家界等海外客源常去的国内旅游城市航线外，同时还将开通香港、日本、韩国、新加坡、澳洲等重要海外目标客源市场的直达航线。我们认为，丽江打造休闲度假目的地，直达航线有助于提升旅行团层次、增加散客比例。新机场投入营运对于丽江的近两年的游客人数增长、消费提升都有非常重要的积极影响。

2011年是新机场正是营运的第一年，我们看好高端游客的增长潜力。

图1、丽江机场历年吞吐量（98年改扩建带来次年吞吐量翻番）



数据来源：兴业证券研发中心

我们在5月份的深度报告中，曾通过对比丽江与国内/省内其他重点旅游目的地城市的入境游、国内游增速，得出结论：丽江-迪庆大香格里拉旅游线的流行，其实是自06年开始的，从这一年开始，丽江的接待量增速开始大幅超越全国及云南省

平均水平。机场吞吐量也侧面印证了这个观点。

我们认为，云南省旅游资源丰富，而除昆明区域外，丽江-迪庆的香格里拉线路目前交通条件相对成熟，且旅游、文化资源多样性突出，对于入境游客及高端国内游客更具吸引力。

2、丽江将成为大香格里拉区、乃至川滇藏的旅游集散地

从云南省全省旅游资源分布来看，丽江-香格里拉线路上密布三处世遗级景点，景点最为密集、景区的多样性/层次也更有竞争力：在 180 公里的距离上，分布了苏河古镇、虎跳峡、三江汇流处、哈巴雪山、梅里雪山等多个名胜景区，并包含了丽江古城（世界文化遗产）、丽江老君山以东的中国滇西北区域“三江并流”（世界自然遗产）、丽江纳西族东巴古籍文献（世界记忆遗产）三处世界级遗产景点。

图 2、丽江-迪庆景点集中；丽江成为大香格里拉乃至川滇藏区的旅游集散地



数据来源：www.yododo.com、兴业证券研发中心整理

由于交通相对便利，由丽江经香格里拉线路可方便进入西藏/青海/四川的藏区；并且对比林芝、九寨沟机场，丽江机场更加成熟。

丽江致力于打造“大香格里拉区”的旅游集散地，未来游客数量有望实现大幅增长。

表 1、丽江/林芝/九寨沟机场吞吐量对比

机场	2010 年底旅客吞吐量
丽江三义机场	450 万人次
西藏林芝机场	12 万人次
四川九寨沟-黄龙机场	200 万人次（三期改造保证 2020 年吞吐量达 250 万人次）

资料来源：兴业证券研发中心

我们认为，交通枢纽以及大香格里拉区旅游集散地地位的确定，对于丽江区域旅游发展而言，具有实质意义。丽江区域旅游高增长仍在起步阶段，值得看好。

3、“古城+雪山”是丽江核心旅游产品，上市公司业务将受益于区域旅游增长

在丽江市《十一五旅游规划纲要》中提到：按照“一体两翼、四个重点、打造精

品”的旅游发展战略，不断提升核心景区丽江古城和玉龙雪山，巩固壮大丽江旅游的主体；大力开发东部和西部景区泸沽湖和老君山，成为支撑丽江旅游的两翼。

图 3、“雪山+古城”仍是丽江区域的主要旅游产品



数据来源：www.yododo.com、兴业证券研发中心整理

玉龙雪山和丽江古城是该区域的代表景区，整体发展规划也是以此为“一体”，辐射其他地方。

表 2、丽江“一体两翼”主要旅游资源

	代表景色	交通状况
玉龙雪山+古城	高原冰川、高原草甸风光；纳西民俗、丽江古镇等	航空、铁路、公路（国道）
老君山	丹霞地貌国家地质公园（门票 80 元） 景区包括老君山、黎明、新立三个部分。九十九龙潭、丹霞地貌、太上老君佛被称为三绝。	丽江—老君山公路（60 公里）
泸沽湖	摩梭族民俗（门票 80 元）	丽江—宁蒍—泸沽湖公路（250 公里）

资料来源：兴业证券研发中心

预计大索道 2011 年接待量可较 07 年峰值增长 40%

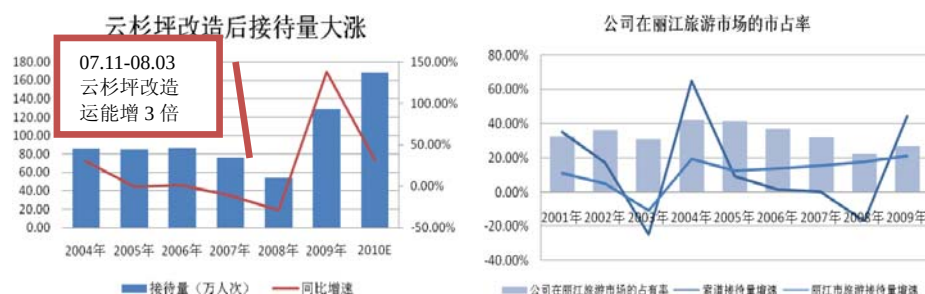
1、索道运能是影响接待量的关键因素，看好大索道重张后的大幅增长

我们认为，玉龙山上索道运能，是影响其接待量的关键因素。也就是在现阶段，该景区的产品供给是主要矛盾。基于这个判断，我们非常看好 2011 年大索道运能大幅提升后，接待量的增长前景，预计明年接待量有望过百万。理由有三点：

- 1、把山上三条索道作为一个整体考虑，在 05 年丽江旅游市场升温、大幅增长之际，其在丽江旅游市场上的占有率（索道接待量/丽江市接待量）是下滑的（参考图）。而在云杉坪索道完成改造、运能大幅提升 3 倍的 09 年，索道的市场占有率旋即开始提升。这说明，索道接待量增速低于丽江市接待量增速，主因不是产品吸引力的下降，而是运能不足，导致有意愿坐索道的客源流失。

- 2、云杉坪索道 07-08 年进行了改造，投资 3500 万，运能由以前的 120 万人次/年提升到 380 万人次/年；09 年云杉坪接待量大增 138%，而大索道基本维持原量。这意味，云杉坪 09 年的大幅增长主要靠增量的游客带动，而非三条索道之间的接待结构变动。
- 3、2010 年在大索道几乎全年检修的情况下，索道合计接待量仍有望与 09 年基本持平，印证了市场的弹性和需求量。从我们调研观察、以及与导游等一线员工交流的状况来看，黄金周等旺季，等待 4 个多小时乘坐索道的仍有游客在；运能瓶颈解决后，可以预期旺季载客量将大幅提升。

图 4、云杉坪接待量历年变动/公司的市占率指标随索道运能增长



数据来源：兴业证券研发中心

2、大小索道的客流或重新分布，有利于公司整体利润率提升

03 年-07 年间，大索道的接待量一直稳步增长，这个趋势在 08/09 年没有延续，我们认为主要有两点原因：1、08-09 年连续的自然灾害，直接影响了丽江市的旅游市场；2、云杉坪 09 年运能大增，由于等待时间短、票价便宜，分流了部分大索道的团队客源。

图 5、三条索道的历年及预测接待量汇总



数据来源：兴业证券研发中心

我们预计，明年大索道运力增长 3 倍，加之公司营销方面的引导宣传，接待量将较 07 年的峰值增加 44%（连续两年 20% 的复合增速），接待量达到 108 万；同时，由于分流效果，云杉坪将继续承接中低端客源，接待量低于 2010 年，与 09 年的水平相当。

3、大索道盈利预测（暂不考虑提价）

放缓提价预期，不改大幅增长：对于市场最为关注的大索道提价问题，我们判断，参考云杉坪索道 08 年的提价经验，以及目前的 CPI 形势（景区门票价格放入 CPI 计算指标），大索道在 2011 年 3 月份以前公告提价的概率较小。再考虑听证会流程、旅行社提价时点等，我们降低 2011 年上半年实施提价的预期。

表 3、玉龙雪山大索道盈利预测（母公司）

玉龙雪山大索道										
（母公司）	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E	2013E
接待量（万人次）	50.69	51.62	66.21	75.39	69.86	66.84	15.00	108.57	124.85	143.58
同比增速	97.15%	1.84%	28.26%	13.87%	-7.34%	-4.32%	-77.56%	623.78%	15.00%	15.00%
人均票价（元/人）	112.66	116.10	118.57	128.12	124.97	126.06	150.00	131.75	132.60	132.60
收入（万元）	5710	5993	7850	9660	8731	8426	2250	14304	16555	19039
成本（万元）	1026	1156	1758	2097	1548	931	1131	2303	2499	2449
毛利率	82.04%	80.70%	77.61%	78.29%	82.27%	88.95%	49.74%	83.90%	84.91%	87.14%
净利润（万元）	1718.89	1688.56	2897.93	4196.85	3017.98	2948.53	(2247.29)	5708.20	6750.78	8154.54
净利率	30.10%	28.18%	36.92%	43.45%	34.57%	35.00%	-99.88%	39.91%	40.78%	42.83%

资料来源：兴业证券研发中心

提价对业绩的影响决定于 1、环保基金的计提比例；2、提价幅度，具有较大不确定性。大索道提价对业绩的影响并不是线性的，与提价时计提环保基金的方式密切联系。假设提价幅度为 25%（由 160 元提至 200 元），我们对不同的环保基金比例作敏感性测试如下：

表 4、EPS 对于不同环保基金计提比例的敏感性分析（设定提价到 200 元）

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	109	119	131
提价后接待	100	113	129
新增收入	2606	3583	4729
环保基金比例：15%			
新增利润总额	1993	2741	3618
新增净利润	1495	2056	2713
增厚EPS	0.12	0.16	0.21
环保基金比例：30%			
新增利润总额	1642	2257	2979
新增净利润	1231	1693	2235
增厚EPS	0.10	0.13	0.18
环保基金比例：50%			
新增利润总额	1173	1612	2128
新增净利润	879	1209	1596
增厚EPS	0.07	0.10	0.13

资料来源：兴业证券研发中心

印象丽江：核心竞争力突出、盈利能力超强、成长空间仍存

1、印象丽江是国内盈利能力最为突出的旅游演艺节目之一

资产注入预案 — 印象丽江 51%权益预计 2011 年全年计入上市公司：

宋城股份的上市后，市场对于“旅游演艺”行业关注度提升；根据 9 月 30 日的资产重组预案公告，上市公司预计向大股东定向增发，获取印象丽江 51%的股权。

表 5、丽江旅游定向增发预案一览

预案内容	注入资产	资产作价	预计增发价	预计增厚股本
向大股东定向增发，获取“印象丽江”股权	“印象丽江” 51%权益	以 2010 年 9 月 30 日为基准日，经初步估算印象旅游全部权益价值预估值约为 4.12 亿元，对应的标的资产 印象旅游 51%股权的预估值约为 2.10 亿元。	第三届董事会第二十九次会议决议公告日前 20 个交易日公司股票交易均价-- 21.69 元/股。 （最终发行价格尚需公司股东大会批准）	不超过 1,000 万股（含 1,000 万股）。（最终发行数量由股权预估值、本次交易价确定）

资料来源：兴业证券研发中心

与丽江市的三台演艺节目比：接待规模最大、销售最有保证

丽江市目前主要有三台演艺节目：印象丽江（雪山篇）、丽水金沙、纳西古乐。

表 6、丽江市三台演出对比

	场地规模（位）	票价	目标客源	表演内容	投资方
印象丽江	3000	260（VIP）/190 元	团队、散客	大型实景演出	丽江玉龙雪山印象旅游文化产业有限公司
丽水金沙	800	180/160/140 元	旅游团队	室内剧场表演	云南丽江丽水金沙演艺有限公司
纳西古乐	80	160/140/120 元	散客	室内演奏	不详

资料来源：兴业证券研发中心

我们认为，在丽江的旅游演艺市场竞争格局下，印象丽江这台表演具备显著的竞争优势：

- 销售渠道有保证：**不同于丽水金沙，印象丽江并非旅行社的自费加点项目，而是玉龙雪山线路中的必游景点；因而每年 200 多万的进山游客中的团队客（约占进山游客全体的 80%），就是可预期的观众资源。
- 表演差异化明显，有核心吸引力：**目前丽江的三台演出差异性明显（如表所示），印象丽江是唯一一台实景表演，以玉龙雪山为背景、群众演员为主体，比较注重演观互动；从我们调研情况来看，观众反响良好。东巴古乐侧重展现民俗文化，丽水金沙则是室内文艺演出；从团队接待规模、目标客源来看，印象丽江的优势都比较突出。

与其他演艺节目对比，印象丽江的盈利能力超强：由于“印象丽江”是白天进行的实景演出，在灯光特效等方面的成本会低于其他印象节目；在节目品质高、票价高的基础之上，印象丽江的 09 年净利率高达 48%；在国内几台可比旅游演艺节目中，盈利能力非常强。

表 7、印象丽江与宋城千古情、印象西湖的盈利对比（09 年）

单位：万元、%	印象丽江	宋城千古情	印象西湖
---------	------	-------	------

座位数（个）	2890	3189	1300
表演场次（年）	923	1331	355
日均场次	2.53	3.65	0.97
总接待量（万人次）	138.41	184.00	36.00
票价（元/张）	200.00	180(加上宋城景区的联票价)	220.00
人均消费（元）	113.74	101.96	115.00
总收入额	15741.95	18759.84	4140.00
总营业利润	7509.38	3328.00	亏损
财务费用	438.00	1800.00	不详
扣回财务费用后的营业利润	7947.38	5128.00	
扣回财费后的营业利润率	50.49%	27.33%	

资料来源：兴业证券研发中心

1/2、印象丽江的成长性看点：短看规模、长望机制

在丽江市目前的竞争态势下，我们认为印象产品的核心竞争力依然突出，长短期增长均有看点：

1、中短期看规模上的增长——增加演出场次、扩大接待量规模；我们认为，11年大索道重张将带动进山人数增长；由于大索道和印象同属旅行社进山必游项，进山游客数量的增长将直接利好印象丽江；有望通过增加演出场次、剧场扩容的方式，增加接待量。

此外，由于印象丽江的场地较为开阔，剧场扩容也很方便。从我们调研情况来看，8月份的场地接待规模为2500余个座位，到11月份就逐步增加到了2980个，增长20%。

2、长期增长来自印象丽江的股权结构优化。

较之其他印象系列，印象丽江互动性较强，表演和节目内容都有相当的吸引力。我们判断，本次资产注入完成后，作为国内盈利能力最强的印象演艺节目、以及上市公司的重要资产，印象丽江具备股权结构进一步优化的空间。

3、根据最新座位数，小幅上调印象丽江盈利预测

我们根据最新的座位数，小幅调高了印象丽江未来三年的盈利预测——预计2011~2013年，印象丽江将分别贡献4763万、5506万、6367万权益净利润。

表 8、印象丽江盈利预测

印象丽江盈利预测	2007年	2008年	2009年	2010H	2010E	2011E	2012E	2013E
演出场次	350.00	537.00	923.00	353.00	706.00	745.00	762.50	795.00
座位数	1499.82	1500.10	1699.94	2444.37	2555.50	2890.00	2890.00	2890.00
上座率	28.33%	68.16%	88.21%	78.38%	78.00%	75.00%	78.00%	80.00%
门票销量（万张）	14.87	54.91	138.41	67.63	140.73	161.48	171.88	183.80
人均票价（元）	99.79	112.58	113.74	131.16	124.61	130.84	134.76	138.80

总收入(万元)	1484.08	6181.16	15741.95	8870.72	17535.22	21127.14	23163.00	25512.60
增速(yoy)		316.50%	154.68%		11.39%	20.48%	9.64%	10.14%
营业利润	-293.22	2764.20	7509.38	4778.74	9217.14	12454.43	14395.79	16646.17
营业利润率	-19.76%	44.72%	47.70%	53.87%	52.56%	58.95%	62.15%	65.25%
利润总额	-291.49	2746.20	7572.90	4725.68	9217.14	12454.43	14395.79	16646.17
所得税率		0.03%	-0.16%	15.59%	20.00%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	-291.49	2745.47	7584.76	3988.93	7373.71	9340.82	10796.85	12484.63
上市公司权益净利润								
润	-148.66	1400.19	3868.23	2034.35	3760.59	4763.82	5506.39	6367.16
对应 EPS						0.374	0.432	0.500

资料来源：兴业证券研发中心

从盈利预测也可看到，印象丽江的近三年增长将主要来自座位数的增长。

和府皇冠酒店稳健成长

1、契合休闲度假转型趋势、口岸机场促高端客源增长；和府皇冠有较高安全边际

我们在上文中提到，丽江口岸机场建设完毕后，丽江旅游市场向度假市场转型将更为顺畅。和府皇冠酒店作为唯一一家位于古城内的五星级酒店，团队接待、会议接待的优势明显，具有较高的安全边际。

2、下半年实现盈亏平稳，优于预期

根据公司中报及三季报表述：和府酒店上半年营业利润为-1078 万，而预计全年净利润总额为-950 万；和府酒店下半年已实现盈亏平衡。酒店三四季度的经营绩效优于市场预期。

结合实地调研情况，我们认为和府酒店 2010 年的平均入住率可达 57%、平均房价约为 720 元（不含服务费）；该入住率远高于我们年初预期的全年 45%。

3、和府皇冠盈利预测：明年小幅盈利、随后迈入利润提升阶段

我们保守预计 2011 年和府酒店实现盈亏平衡，小幅盈利百余万；随酒店迈过盈亏平衡点，入住率房价稳定提升，而成费固定，净利润进入大幅提升阶段。预计 2011-2013 年和府净利润分别为 181/872/1161 万元。根据景区酒店的入住率、房价水平，以及和府的成费构成，我们判断和府酒店经营成熟后的基本净利润规模在 2200 万左右。

表 9、和府皇冠酒店的盈利预测

单位：万元	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
出租率	42.40%	55.00%	57.50%	63.50%	65.00%	67.50%	67.50%
平均房价（元/夜/间）	700	720	763	870	890	935	981

REVPAR	297	396	438	552	579	631	662
客房收入	976	3960	4385	5525	5786	6309	6624
餐饮收入	34	1759	2023	2326	2559	2815	3096
会议及其他收入	10	40	200	260	338	440	572
收入合计	1020	5759	6608	8111	8682	9563	10291
成本合计	733	2246	2027	2474	2648	2917	3139
毛利率	28.17%	61.00%	69.33%	69.50%	69.50%	69.50%	69.50%
销售费用	19	1065	1112	1190	1231	1275	1298
管理费用	1926	3398	3228	3286	3256	3258	3251
利润总额	-1658	-950	241	1162	1548	2114	2603
净利润	-1658	-950	181	872	1161	1585	1953

资料来源：兴业证券研发中心

2011 年公司迎来关键发展时段，利好云集

公司 2011 年进入了关键发展阶段：

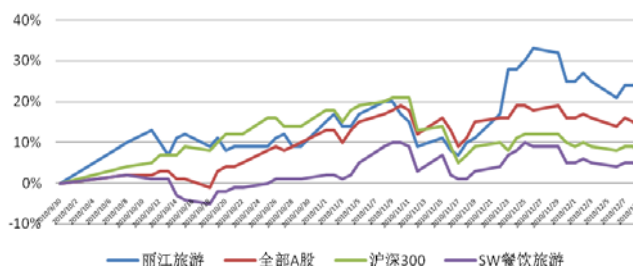
- 1、丽江的通达性有实质性改善，这是直接利好区域旅游的关键因素：新航站楼启用、口岸机场的建设，对于丽江区域旅游的发展有实质性的促发作用。基于这些有实质意义的利好，我们看好明年丽江区域旅游中期的增长。
- 2、上市公司层面，由于索道、演艺、酒店是区域内代表性旅游产品，将直接受益区域成长；三个盈利增长点明年将集体发力。“雪山+古城”依然是丽江区域的典型景区，公司的索道、酒店、演艺节目三项主业均是景区内的代表产品，将直接受益于区域旅游发展。
- 3、我们看好大索道 11 年重张后的跳跃式增长：目前市场平均预期是基于 07 年历史峰值的 75 万人次；而我们认为，供给不足是影响索道接待量的主要矛盾，因而索道运能提升后，接待量不会是依据历史数据的线性增长，而是基于运载量提升 2.6 倍之后的大幅提升。我们预计大索道 11 年接待量有望过百万，大大高于市场预期。

维持“强烈推荐”评级、安全价位 44 元

公司 9 月 30 日复牌后，有大超市及行业指数的表现。

图 6、丽江旅游复牌后相对大盘及行业指数的表现

丽江旅游9月30日复牌后相对大盘及行业指数走势



数据来源：兴业证券研发中心

市场调整带来介入良机：我们认为，公司业绩保证了其安全边际非常高，因而在目前大市调整的背景下，公司股价尚未完全体现业绩增长前景，有介入的良机。未来一年中，首先是业绩逐步实现，推动公司估值达到行业平均水平；另外，公司股东实力雄厚，第一大股东雪山管委会、第三大股东云旅投均掌握有上佳的旅游资源，未来仍有资产注入的可能性，随上市公司平台扩大，概率将增加，进一步推动估值溢价。

给予行业的平均动态 PE，参考公司 2011 年每股收益 1.12 元，我们认为公司的安全价格为 44 元；随公司长期战略明朗、股权结构进一步理顺，未来估值尚有溢价空间。重申“强烈推荐”的投资评级。

表 10、分业务盈利预测

单位：万元、元	2006年	2007年	2008年	2009年	2010E	2011E	2012E	2013E
母公司（大索道+相关附带的交通服务）	9036	11406	10267	9311	2738	14939	17222	19725
净利润	2898	4197	3018	2949	-2247	5708	7151	8555
云杉坪索道收入	3088	2969	2924	6034	7619	5580	5859	6152
净利润	2145	1636	1415	3168	3811	2769	2836	2907
牦牛坪索道收入	709	1036	968	481	570	570	570	570
净利润	215	232	406	4	101	114	111	107
和府酒店收入	0	0	0	1020	5759	6608	8111	8682
净利润	0	0	0	-1658	-950	181	872	1161
其他业务收入	0	1145	1370	1777	1422	1848	1941	1999
净利润	102	1040	66	-44	352	477	494	504
印象丽江收入						21127	23163	25513
净利润						4764	5506	6367
合计净利润	4824	6696	4552	3627	114	14013	16970	19600
对应 EPS	0.49	0.67	0.46	0.37	0.01	1.11	1.35	1.56

数据来源：兴业证券研发中心

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	251	260	453	626
货币资金	163	164	164	328
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	4	4	10	12
其他应收款	11	6	18	22
存货	11	5	6	6
非流动资产	765	825	895	818
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	661	747	669
在建工程	111	56	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	59	58	107	107
资产总计	1017	1085	1347	1444
流动负债	416	399	517	455
短期借款	210	175	72	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	88	108	351	354
其他	118	116	94	101
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	433	546	479
股本	99	116	126	126
资本公积	128	301	301	301
未分配利润	139	125	244	384
少数股东权益	49	59	66	73
股东权益合计	466	652	801	965
负债及权益合计	1017	1085	1347	1444

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	38	1	132	157
折旧和摊销	19	55	71	78
资产减值准备	-1	0	1	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	12	6	1
投资损失	-1	0	0	0
少数股东损益	7	10	7	7
营运资金的变动	-53	-25	-27	0
经营活动产生现金流量	127	88	253	242
投资活动产生现金流量	-252	-99	-150	-0
融资活动产生现金流量	116	13	-104	-78
现金净变动	-8	1	-0	164
现金的期初余额	167	163	164	164
现金的期末余额	159	164	164	328

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	183	181	507	569
营业成本	30	53	149	157
营业税金及附加	10	10	27	30
销售费用	21	26	37	45
管理费用	52	67	108	123
财务费用	11	12	6	1
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	14	180	212
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	59	14	180	212
所得税	13	3	40	48
净利润	38	1	132	157
少数股东损益	7	10	7	7
归属母公司净利润	38	1	132	157
EPS (元)	0.33	0.01	1.14	1.35

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	25.4%	-1.2%	179.8%	12.2%
营业利润增长率	-0.8%	-77.1%	1194.9%	17.8%
净利润增长率	-16.7%	-97.5%	-----	18.3%
盈利能力(%)				
毛利率	83.9%	71.0%	70.7%	72.4%
净利率	20.9%	0.5%	26.1%	27.5%
ROE	9.2%	0.2%	18.0%	17.6%

偿债能力(%)

资产负债率	54.1%	39.9%	40.5%	33.2%
流动比率	0.60	0.65	0.88	1.38
速动比率	0.58	0.64	0.86	1.36

营运能力(次)

资产周转率	0.18	0.17	0.38	0.39
应收帐款周转率	44.06	41.96	40.26	41.26

每股资料(元)

每股收益	0.33	0.01	1.14	1.35
每股经营现金	0.96	0.75	2.18	2.08
每股净资产	3.59	5.10	6.32	7.67

估值比率(倍)

PE	105	4150	30	26
PB	9.62	6.77	5.46	4.50

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% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。