



经营超预期 调高全年增速

买入维持

投资要点:

- 预计中期业绩同比增长 350%-380%
- 预计全年索道营收同比增长 70%，酒店营收同比增长 50%
- 交通改善及外延式扩张提振空间大

报告摘要:

- 公司调高中期业绩预测。预计同比增长 350% - 380%，预计实现净利润 2900 万元 - 3100 万元，实现每股收益约 0.2 元。
- 大索道经营超预期，预计全年增长 70%。主要由于 2011 年第二季度公司索道业务接待游客数高于预期，预计本报告期索道业务收入比上年同期增加 3,370 万元。公司玉龙大索道已于去年年底改造完成投入运营，上半年丽江市旅游市场，我们预计索道全年营收 1.8 亿元，同比增长 70%。
- 丽江古城内唯一五星级酒店和府皇冠假日独占鳌头。上半年公司下属和府皇冠假日酒店经营状况好于预期，预计酒店业务收入比上年同期增加 1,090 万元。我们预计酒店全年营收 1 亿元，同比增长 50%。
- 云南省旅游资源丰富，外延式扩张颇具空间。云南省旅游资源整和仍处于初级阶段，西双版纳、大理等优质旅游资源均有望借助融资平台打开成长空间。公司第三大股东拥有西双版纳原始森林公园、西双版纳野象谷景区、西双版纳基诺山寨景区、西双版纳勐景来景区，合作景区有西双版纳热带花卉园等。
- 经营持续向好，维持买入评级。考虑到公司业绩稳健，又具大索道提价预期，丽江市周边交通环境也具较大改善空间，丽江国际机场有望今年投入运营。丽江古城特有的民族文化底蕴将持续吸引国内外游客，支撑公司业绩增长。预计 2011 - 2013 年每股收益 0.49、0.81、1.01 元，对应 PE43 倍、26 倍、21 倍。若印象丽江下半年注入完成，2011-2013 年公司持有的 51%权益将贡献净利润 767 万元、1556 万元、1619 万元，目前 2012 年估值已处于历史均值以下，维持买入评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入/万元	18,319	19,045	28,336	35,288	45,538
y o y / %	12.89%	57.26%	24.53%	29.05%	12.89%
净利润/万元	1,009	7,220	11,989	14,851	1,009
y o y / %	-73.64%	615.77%	66.05%	23.87%	-73.64%
每股收益/元	0.25	0.07	0.49	0.81	1.01
PE	301	316.3	42.9	26.0	20.9

服务业研究组

分析师:

陈旭 (S1180511010002)

联系人:

孙妍

电话: 010-88085720

Email: sunyan@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化
20110331	7503
20101231	10547
20100930	6985

数据来源: 港澳资讯

公司数据

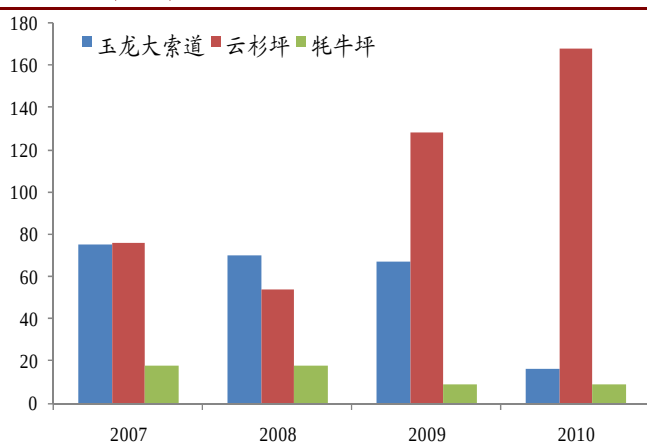
总股本(亿股)	1.51
总市值(亿元)	33.92
流通比例	62%
12个月最高/最低(元)	37.95/18.00
主要股东	丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司

数据来源: 港澳资讯

相关研究

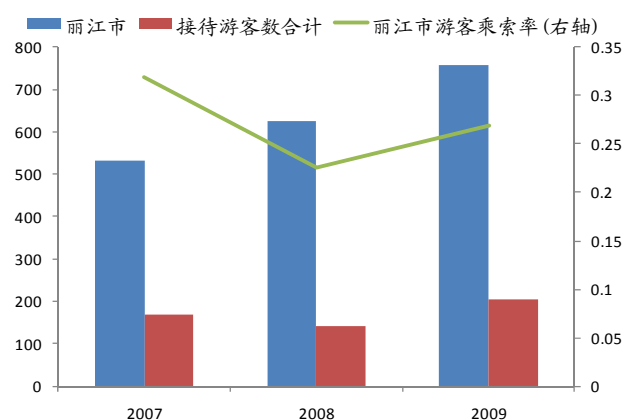
- 1 《宏源证券 * 行业研究 * 旅游酒店行业: “十二五”期间旅游消费迎来黄金五年 * 孙妍》，2010.10
- 2、《宏源证券 * 2011 年半年度投资策略 * 旅游酒店行业: 关注中西部旅游资源+新兴短线游景区 * 孙妍》，2011.06

图 1: 历年各索道游客数/万人次



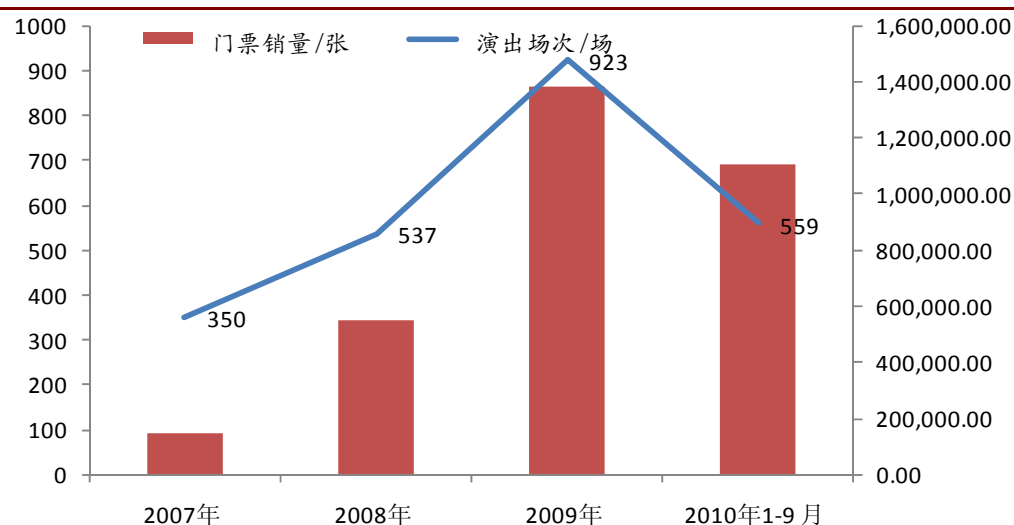
资料来源: 公司公告、宏源证券

图 2: 丽江市旅游人数及索道游客数对比/万人次



资料来源: 公司公告、宏源证券

图 3: 历年印象丽江演出场次数



资料来源: 公司公告、宏源证券

表 1: 2011 年各项营业收入预测 (假设印象丽江自 2011 年 7 月 1 日起下半年合并报表) /万元

索道收入	营业收入	14,941	10,595	18,011	20,893
	增长%	18.4%	-29.1%	70.0%	16.0%
	收入占比%	93.6%	58.8%	47.3%	37.9%
	成本	1,715.2	1,293.6	1,981.2	2,298.2
	毛利率	88.5%	87.8%	89.0%	89.0%
酒店收入	营业收入	1,021	7,253	10,879	15,231
	增长%		610.6%	50.0%	40.0%
	收入占比%	6.4%	40.3%	28.6%	27.6%
	成本	733.4	2,209.2	3,313.8	4,639.3
	毛利率	28.2%	69.5%	69.5%	69.5%
汽车运输	营业收入		171	171	180
	增长%			5.0%	5.0%
	收入占比%			0.4%	0.3%
	成本			126	132
	毛利率		26.2%	26.2%	26.2%
印象丽江	营业收入			8983.5	18865.35
	增长%				110.00%
	收入占比%			23.6%	34.2%
	成本			2,349.19	4,933.29
	毛利率			73.9%	73.9%
合计	营业收入	15,961	18,019	38,045	55,168
	增长%		12.9%	111.1%	45.0%
	成本	2,449	3,503	7,770	12,003
	毛利率	84.7%	80.6%	79.6%	78.2%

资料来源:公司公告、宏源证券

财务报表及财务指标预测						2011年7月14日	股价: 21.1			
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	18,319	19,045	29,061	36,303	47,061	成长性				
减: 营业成本	2,953	4,308	6,393	7,987	10,353	营业收入增长率	4.0%	52.6%	24.9%	29.6%
营业税费	974	1,009	1,395	1,561	2,259	营业利润增长率	-50.6%	261.3%	57.8%	24.9%
销售费用	2,144	2,308	2,906	2,904	3,765	净利润增长率	-73.6%	636.7%	65.1%	24.4%
管理费用	5,192	7,936	8,137	9,257	12,001	EBITDA增长率	-13.1%	58.9%	49.6%	23.3%
财务费用	1,083	1,244	1,084	939	928	EBIT增长率	-40.7%	180.9%	51.3%	23.5%
资产减值损失	32	19	20	20	20	NOPLAT增长率	-41.7%	195.4%	52.5%	23.9%
加: 公允价值变动	-	-	-	-	-	投资资本增长率	10.0%	1.6%	10.7%	18.9%
投资和汇兑收	127	776	1,700	3,450	3,600	净资产增长率	32.3%	8.7%	21.0%	21.7%
营业利润	6,068	2,996	10,825	17,085	21,335	利润率				
加: 营业外净收支	-197	-829	-121	-114	-103	毛利率	77.4%	78.0%	78.0%	78.0%
利润总额	5,871	2,167	10,704	16,971	21,232	营业利润率	15.7%	37.2%	47.1%	45.3%
减: 所得税	1,325	128	1,820	2,885	3,609	净利率	5.3%	25.6%	33.8%	32.4%
净利润	3,827.0	1,008.7	7,431.4	12,270.8	15,269.7	EBITDA/营业收入	40.8%	42.4%	50.8%	48.4%
资产负债表	2008	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	22.3%	41.0%	49.6%	47.3%
货币资金	16,300	10,531	11,624	14,970	17,173	运营效率				
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	1,141	803	675	577
应收帐款	1,511	313	349	436	565	流动营业资本周转天数	-198	-140	-133	-125
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	347	151	144	135
预付帐款	6,077	441	436	545	706	应收帐款周转天数	5	2	2	2
存货	1,130	336	291	363	471	存货周转天数	14	4	3	3
其他流动资产	106	0	0	0	-0	总资产周转天数	1,859	1,201	1,052	947
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	1,312	908	771	684
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	825	1,327	1,322	1,322	1,322	ROE	3.3%	13.2%	17.4%	17.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.1%	9.0%	12.4%	13.1%
固定资产	55,965	64,776	64,899	71,259	79,564	ROIC	5.0%	13.3%	20.0%	22.4%
在建工程	11,102	8,296	10,171	14,521	23,531	费用率				
无形资产	5,882	5,692	6,393	6,535	7,530	销售费用率	12.1%	10.0%	8.0%	8.0%
其他非流动资产	2,761	3,351	3,351	3,351	3,351	管理费用率	41.7%	28.0%	25.5%	25.5%
资产总额	101,660	95,063	98,837	113,301	134,212	财务费用率	6.5%	3.7%	2.6%	2.0%
短期债务	21,000	5,000	2,857	-	-	三费/营业收入	60.3%	41.7%	36.1%	35.5%
应付帐款	11,218	8,938	12,787	15,973	19,295	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	35.1%	32.1%	28.3%	26.4%
其他流动负债	7,894	2,824	3,342	3,491	3,664	负债权益比	54.1%	47.3%	39.6%	35.8%
长期借款	13,400	15,600	15,600	15,600	15,600	流动比率	0.65	0.80	1.01	0.97
其他非流动负债	-	-	300	300	300	速动比率	0.64	0.78	0.98	0.95
负债总额	55,013	33,362	31,742	32,120	35,408	利息保障倍数	3.41	10.98	19.19	23.99
少数股东权益	4,900	1,479	2,932	4,747	7,100	分红指标				
股本	9,932	11,632	11,632	11,632	11,632	DPS(元)	0.99	-	-	-
留存收益	31,814	48,590	52,531	64,802	80,072	分红比率	147.7%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	46,647	61,701	67,095	81,181	98,804	股息收益率	4.7%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	4,546	2,039	8,884	14,086	17,623	EPS(元)	0.07	0.49	0.81	1.01
加: 折旧和摊销	1,899	3,764	426	436	502	BVPS(元)	4.08	5.77	6.98	8.49
资产减值准备	32	19	20	20	20	PE(X)	316.3	42.9	26.0	20.9
公允价值变动损	-	-	-	-	-	PB(X)	5.2	3.7	3.0	2.5
财务费用	926	1,046	1,170	1,084	939	P/FCF	-16.0	78.4	160.4	#####
投资收益	-127	-776	-1,700	-3,450	-3,600	P/S	16.8	8.4	6.8	5.2
少数股东损益	719	1,030	1,453	1,815	2,353	EV/EBITDA	33.2	20.7	13.6	11.0
营运资金的变动	3,638	-6,212	4,681	3,068	2,989	CAGR(%)	-34.2%	22.1%	45.8%	105.2%
经营活动产生现	11,165	711	14,849	16,914	20,815	PEG	-9.3	1.9	0.6	0.2
投资活动产生现	-24,526	-7,000	-449	-3,181	-5,869	ROIC/WACC	0.5	1.3	2.0	2.3
融资活动产生现	12,929	519	-7,717	-3,796	-928	REP	7.1	2.6	1.5	1.1

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。