

分析师： 陈志坚 (8627) 65799506 chenzj@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120018

联系人： 赵蓓 (8627) 68799581 zhaobei@cjsc.com.cn

印象旅游注入获证监会批复

事件描述

- 2011年12月26日，本公司接到中国证券监督管理委员会《关于核准丽江玉龙旅游股份有限公司向丽江市玉龙雪山景区投资管理有限公司发行股份购买资产的批复》，核准本公司向丽江市玉龙雪山景区投资管理有限公司（下称“景区公司”）发行12,584,909股股份，购买景区公司持有的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%的股份。
- 本次资产评估基准日为2011年6月30日，印象旅游全部股东权益评估值为44,976.73万元，印象旅游前次全部股东权益评估价值为41,184.73万元，鉴于2011年4月27日印象旅游已将截至2010年末的未分配利润1,304.86万元进行分配，以2011年6月30日为评估基准日的评估值44,976.73万元相比扣除上述分红后的前次评估价值39,879.87万元未出现减值。
- 本次资产交易前，公司主要从事旅游客运索道和酒店服务业务，已构建起包括雪山索道、度假酒店、旅行社及附属旅游经营项目的产业联合体，在“食、住、行、游”四大要素中为游客提供服务，成为丽江地区的旅游龙头企业。本次交易能够大幅提高公司的盈利能力、延伸公司产业链、发挥多旅游要素的协同效应，进而提高公司核心竞争力。
- 我们预计2011~2013年EPS分别为0.67、0.79和0.91，对应PE分别为29、25和21。此次资产注入后，公司财务状况将明显改善，偿债能力、盈利能力、资产周转能力都将大幅提高。

事件评论

印象旅游经营稳健

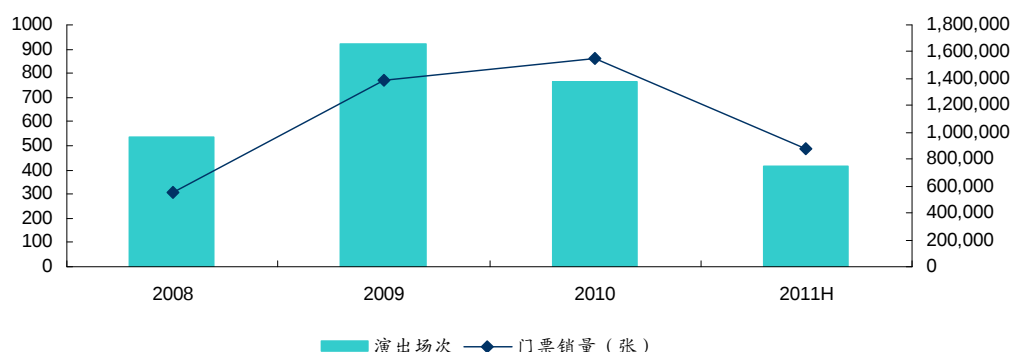
演艺节目日益成熟

印象旅游目前主要经营《印象·丽江》雪山篇实景演出，并有少量演出音乐碟、书籍、小商品的销售，其业务收入主要来源于演出门票收入。

《印象·丽江》雪山篇是由张艺谋、王潮歌、樊跃等国内著名艺术家策划、创作、执导的大型实景演出。自2006年7月正式公演以来，累计演出场次已经超过2,400场次，观众累计超过320万人次，是国内公演时间较早和市场知名度较高的印象系列实景演出代表作，在海内外享有较高的市场声誉。

2010年4月，印象旅游完成对演出剧场的改造，演出座位由原来的1,700个增至目前的2,870个。由于演出座位的增加，2010年度演出场次虽然同比有所下降，但销售收入并未因此受到影响。2010年全年，印象旅游累计接待游客达到155万，创历史最高水平。

图 1: 《印象·丽江》雪山篇演出情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

随着《印象·丽江》雪山篇演出的不断成熟，游客通过观看演出深化了对玉龙雪山核心景区自然风光和民族风情的感受，获得了良好的旅游体验，演出上座率不断提高，经济效益明显提升。

根据玉龙雪山景区的统计数据，最近三年玉龙雪山景区游客接待量占丽江游客接待量的比例维持在 30% 左右，而《印象·丽江》雪山篇观众人数占玉龙雪山景区游客接待量的比例则不断提高，2010 年已达到 67.98%。

表 1: 《印象·丽江》雪山篇市场份额

	丽江游客接待量	玉龙雪山接待量	丽江雪山篇观众数	《印象·丽江》雪山篇占玉龙雪山游客比例	《印象·丽江》雪山篇占丽江接待游客比例
2008 年	625	190	55	28.95%	8.80%
2009 年	758	231	138	59.74%	18.81%
2010 年	910	228	155	67.98%	17.03%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

稳定的盈利模式

自 2008 年起，玉龙雪山景区投资管理有限公司（“景区公司”）通过对玉龙雪山景区内各旅游景点进行资源整合，将单一、分散、独立经营的各景点融合为“大玉龙”景区，实现了景区内的旅游产品集群，并由景区公司以“大玉龙”景区品牌的形式对景区内各旅游景点进行统一营销。景区公司分别推出的“大玉龙”联票（220 元/张）和“大玉龙+印象丽江”联票（255 元/张），是提升玉龙雪山景区的市场知名度，做大做强丽江旅游行业核心品牌的重要举措。

自 2011 年 4 月 1 日起，印象旅游自“大玉龙+印象丽江”联票价格中分得的门票收入由 130 元/张调整为 110 元/张，综合考虑观众数增加、划拨收入减少等有利调整，分成下调对印象旅游的销售收入影响较小。假设 2011 年玉龙雪山进山人数同比增长 10%，据此计算自 2011 年 4 月 1 日起结算价格的调整将影响印象旅游 2011 年度销售收入减少 705 万元，约占印象旅游 2011 年度预测销售收入的 4%。

表 2: 联票销售分成

期 间	“大玉龙+印象丽江” 联票门票售价(元/张)	《印象·丽江》 门票收入	印象旅游划拨至其他景点的 门票收入(元/张)	印象旅游支付的旅行 社促销费用 (元/张)
2008.10-2009.6	205	110	联票销量超过进山人数 15% 的部分按 14 元/张划拨	0
2009.7-2010.12	225	130	联票销量超过进山人数 15% 的部分按 14 元/张划拨	5
2011.1-2011.3	225	130	联票销量超过进山人数 25% 的部分按 15 元/张划拨	5
2011 年 4 月起 至今	255	110	不再划拨门票收入至其他景 点和促销费用	0

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

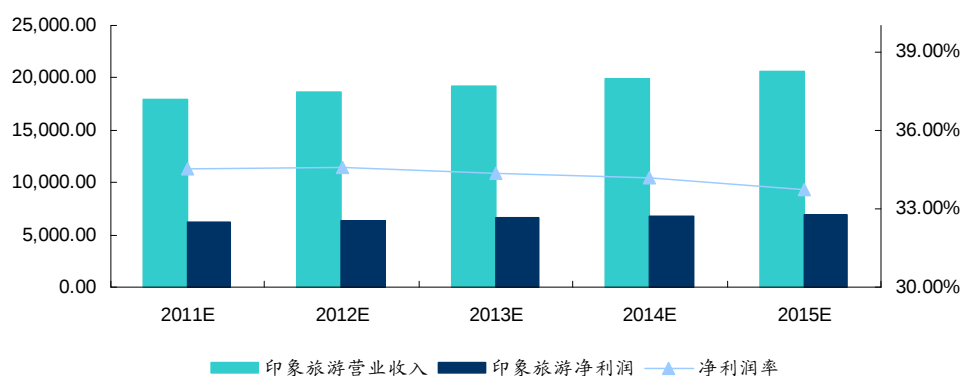
2011 年 8 月 16 日, 景区公司与印象旅游签署了《“大玉龙+印象丽江”团队联合销售合作协议书之补充协议》, 双方同意在原联合销售合作协议书有效期为三年的基础上延长两年, 自 2011 年 1 月 1 日起至 2015 年 12 月 31 日止。为了保障印象旅游的权益, 景区公司同意如未来“大玉龙+印象丽江”联票对印象旅游的销售结算价格做出调整, 调整后的结算价格将不得低于 2011 年 4 月 1 日起执行的 110 元/张的结算标准。

标的资产收入预期收入稳增

近年来旅游旺季时《印象·丽江》雪山篇基本保持每天三场的演出频率, 并且随着丽江和玉龙雪山作为国内热门旅游目的地的持续升温, 年中淡季时间逐渐缩短。由于《印象·丽江》雪山篇演出门票供不应求, 印象旅游对演出剧场进行了改造并于 2010 年 4 月完工, 考虑高原地区对演艺人员体力的消耗和场地等因素的限制, 我们认为在剧场进一步扩容之前演出门票收入增幅将保持平稳较低的增速。

印象旅游经过多年的运作, 经营管理已步入正轨, 现金流量正常稳定, 短期内公司资产规模和财务状况均不会发生较大变动, 各项成本、费用均能合理预测, 按照 25% 的所得税率预测的未来五年净利润水平可维持在 33% 至 35% 左右, 较为稳定。

图 2: 印象旅游收入预测



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

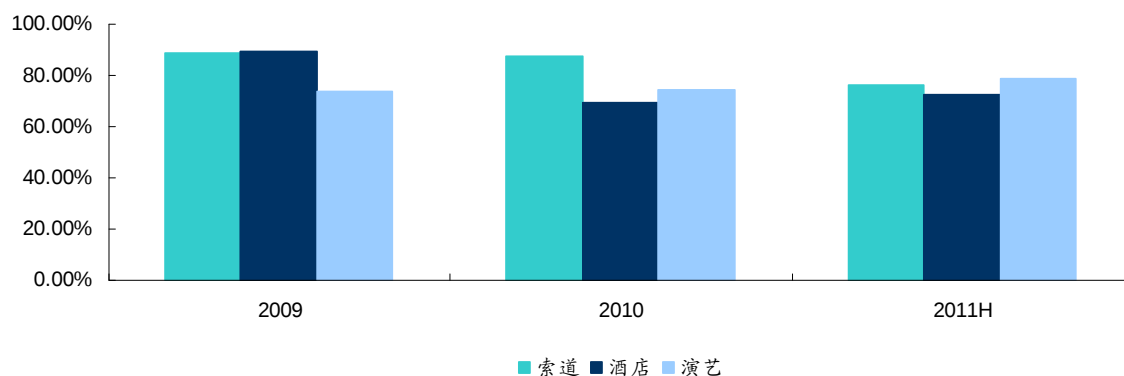
区域旅游产业链打造完成

本次交易完成后，印象旅游将成为公司控股子公司。目前，公司已经构建了雪山旅游索道、五星级度假酒店、国际旅行社等多项旅游业务，交易完成后公司将新增旅游文化演艺业务，公司业务将全面覆盖至“吃、住、行、游、娱”五大要素，打造丽江区域旅游产业链，巩固地区旅游业龙头地位。

公司将充分利用现有各业务平台拥有的客户资源优势，以“丽江旅游”为品牌，打造一体化的整体营销方案，有选择性和针对性地加大公司旅游服务产品和整体营销方案在国内外知名旅游媒体和网络平台的投放力度，从而借助《印象·丽江》已有的知名度提升整体旅游服务品牌的市场影响力。

收购之前，公司在玉龙雪山景区内主要从事索道运输服务，业务相对单一；增加旅游文化演艺业务后，公司能够在时间、线路、体验等方面为游客提供更加人性化和高品质的旅游观光服务，以提升游客的舒适度和满意度。业务的多元化能够缓解对单一业务的依赖，并且索道、演艺、酒店三者毛利率都较高，新业务格局将使利润增长获得三股驱动力。

图 3：公司主要业务毛利率（收购后）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

投资评级

预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.67、0.79 和 0.91，对应 PE 分别为 29、25 和 21。鉴于公司收购的印象丽江品牌响亮、资产优质，且能与公司索道、酒店等业务协同打造区域旅游产业链，进一步提高公司的盈利能力和经营效率，巩固公司丽江地区旅游龙头地位，因而我们给予“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	339	420	618	707	货币资金	87	0	0	0
营业成本	164	198	306	344	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	175	222	312	363	应收账款	15	19	28	32
% 营业收入	51.6%	52.8%	50.4%	51.3%	存货	182	219	340	381
营业税金及附加	18	22	33	38	预付账款	5	6	10	11
% 营业收入	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	其他流动资产	1	1	2	2
销售费用	20	24	37	41	流动资产合计	290	246	380	427
% 营业收入	5.8%	5.8%	6.0%	5.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	50	62	94	104	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	14.7%	14.7%	15.2%	14.7%	长期股权投资	39	53	68	83
财务费用	25	27	35	44	投资性房地产	6	6	6	6
% 营业收入	7.4%	6.4%	5.6%	6.2%	固定资产合计	580	829	1087	1339
资产减值损失	2	8	9	7	无形资产	43	41	39	37
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	33	33	33	33
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	3	4	3
营业利润	60	79	104	130	其他非流动资产	8	8	8	8
% 营业收入	17.7%	18.7%	16.8%	18.4%	资产总计	1000	1219	1625	1936
营业外收支	-4	0	0	0	短期贷款	197	349	636	849
利润总额	56	79	104	130	应付款项	1	1	1	1
% 营业收入	16.6%	18.7%	16.8%	18.4%	预收账款	2	3	4	5
所得税费用	24	33	44	54	应付职工薪酬	8	10	15	17
净利润	32	46	60	75	应交税费	8	10	14	17
归属于母公司所有者的净利润	29.8	42.2	55.6	69.5	其他流动负债	66	80	124	138
少数股东损益	2	3	5	6	流动负债合计	282	453	795	1028
EPS (元/股)	0.25	0.35	0.46	0.58	长期借款	270	270	270	270
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	122	100	79	171	其他非流动负债	3	6	9	12
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	555	728	1074	1310
收回现金					归属于母公司	434	476	532	601
长期股权投资	-50	-20	-20	-20	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	11	15	19	25
固定资产投资	-181	-292	-312	-321	股东权益	445	491	551	626
其他	3	0	0	0	负债及股东权益	1000	1219	1625	1936
投资活动现金流净额	-228	-312	-332	-341	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	5	0	0	0	EPS	0.248	0.351	0.463	0.579
银行贷款增加 (减少)	129	152	288	213	BVPS	3.62	3.97	4.43	5.01
筹资成本	31	-27	-35	-44	PE	65.25	46.05	34.95	27.93
其他	-65	0	0	0	PEG	2.00	1.41	1.07	0.85
筹资活动现金流净额	100	125	253	169	PB	4.47	4.08	3.65	3.23
现金净流量	-5	-87	0	0	EV/EBITDA	18.69	17.02	14.62	12.57
					ROE	6.9%	8.9%	10.4%	11.6%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。