

立足丽江, 布局周边, 延伸旅游产业链带来新增长点

报告摘要:

- 公司是滇西北地区实力最强的综合性旅游集团, 拥有较高品位的旅游资源优势。公司业务范围涉及旅游索道、房地产、酒店、交通和餐饮等行业的投资建设和相关的配套服务。目前, 公司已经构建了雪山索道、度假酒店、文化演艺及附属旅游经营项目的产业联合体, 在“食、住、行、游、文化娱乐”五大要素中为游客提供服务, 随着业务的多元化, 公司旅游业务覆盖的产业链不断完善。
- 公司现在经营的索道业务和酒店业务的客源依赖于云南省, 尤其是丽江地区旅游市场的发展状况。近年来, 丽江区域旅游市场发展良好。作为丽江旅游业的龙头企业, 公司必将受益于丽江区域旅游市场的持续高景气和旅游配套设施的不断完善。公司拥有丽江最核心的旅游目的地“玉龙雪山”的索道经营、印象丽江演艺以及丽江和府皇冠假日酒店等优质资产, 主营业务稳定增长。
- 公司在发展主营业务的基础上, 加快资源整合步伐, 进一步延伸旅游综合产业链, 新业务将为公司带来新的业绩增长点: 公司计划重点打造玉龙雪山景区甘海子餐饮服务中心、丽江古城南入口旅游服务区项目以及玛咖保健品业务。此外, 公司与香格里拉县人民政府签订《香巴拉月光城项目投资开发合作意向书》, 计划在独克宗古城建设高端度假酒店和藏文化风情体验区。尽管目前香巴拉月光城项目尚处在意向阶段, 短期对公司的业绩几乎没有贡献, 但此举是公司异地扩张的尝试之举, 未来发展前景值得关注。
- 公司投资策略: 受益于丽江旅游市场的高增长, 公司主营业务业绩平稳增长, 在此基础上, 公司加快资源扩张整合步伐, 延伸旅游综合服务产业链, 未来业绩增长前景明朗。不考虑大索道提价的影响和新业务的盈利, 我们预计公司2012-2014的EPS为0.84元、0.99元和1.14元, 公司目前股价22.43元, 对应PE27倍、23倍和20倍, 维持“推荐”评级。
- 风险提示: 大索道提价进程具有不确定性、经济下行导致游客量增速低于预期等。

股票数据

2012/8/21

收盘价(元)	22.43
12个月股价区间(元)	17.30~26.00
总市值(百万元)	3,674
总股本(百万股)	164
A股(百万股)	164
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	1

历史收益率曲线



相关报告

《丽江旅游 2012 年半年报点评: 加快资源整合步伐, 拓展旅游综合产业链》

2012-8-13

《丽江旅游年报点评: 业绩超预期, 高增长确定》

2012-3-22

证券分析师: 周思立

执业证书编号: S0550511010003
(021)20361108 zhouli@nesc.cn

研究助理: 梁莉

(021)20361135 liangli@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	190	555	619	708	797
(+/-)%	4%	192%	11%	14%	13%
净利润	20	176	207	242	279
(+/-)%	-74%	1060%	18%	17%	15%
每股收益 (元)	0.09	0.71	0.84	0.99	1.14
市盈率	262.4	31.8	26.9	23.1	20.0
市净率	4.39	4.87	4.28	3.73	3.23
净资产收益率 (%)	1.7%	15.3%	15.9%	16.2%	16.2%
股息收益率 (%)	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
总股本 (百万股)	116	164	164	164	164

内 容 目 录

1. 公司概况：滇西北地区实力最强的综合性旅游集团	3
1.1. 股权结构	3
1.2. 主营业务结构	4
2. 受益于区域旅游市场持续高景气 and 旅游配套基础设施改善	4
2.1. 丽江区域旅游市场发展良好	4
2.2. 旅游配套基础设施不断改善	5
3. 主营业务分析：坐拥丽江核心旅游资源	5
3.1. 索道业务：垄断玉龙雪山景区索道经营	5
3.2. 演艺业务：公司利润的重要来源	7
3.3. 酒店业务：定位于高端休闲度假酒店，未来盈利可期	8
4. 延伸旅游产业链：新业务带来新的增长点	9
4.1. 玛咖保健品：公司拓展产业链条的重要尝试	9
4.2. 玉龙雪山景区餐饮业务：完善旅游服务链的又一举措	10
4.3. 丽江古城南入口旅游服务区：打造综合旅游休闲区	10
4.4. 香巴拉月光城项目：异地扩张的尝试之举	10
5. 公司投资策略	11

图 目 录

图 1：丽江旅游股权结构	3
图 2：公司 2011 年各业务营业收入构成	4
图 3：公司 2011 年各业务营业利润构成	4
图 4：丽江市接待游客量与同比增幅	5
图 5：丽江市旅游总收入与同比增幅	5
图 6：玉龙雪山大索道	6
图 7：景区类上市公司索道业务毛利率	6
图 8：《印象·丽江》雪山篇演出实景	8

表 目 录

表格 1：索道业务盈利预测	7
表格 2：印象丽江盈利预测	8
表格 3：酒店业务盈利预测	9

1. 公司概况：滇西北地区实力最强的综合性旅游集团

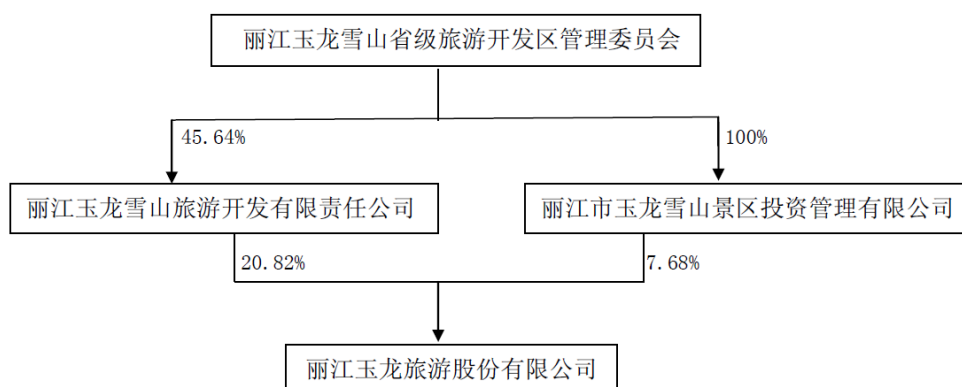
丽江旅游是滇西北地区实力最强的综合性旅游集团，拥有较高品位的旅游资源优势。公司业务范围涉及旅游索道、房地产、酒店、交通和餐饮等行业的投资建设和相关的配套服务。目前，公司主要运营玉龙雪山旅游索道、云杉坪和牦牛坪旅游索道及其相关配套设施；公司丽江和府皇冠假日酒店目前委托洲际酒店集团管理；印象旅游 51% 股权收购后，公司业务范围扩展到文艺演出领域。公司 2007 年 8 月定向增发 600 万股至 1200 万股，募集资金继续用于丽江古城世界遗产论坛中心项目的建设。通过对丽江古城世界遗产论坛中心项目的投资和建设，公司将改变以往主营业务过于单一的局面，也逐步完善了公司的旅游服务产业链，从单纯的观光旅游服务向更高层次的休闲、度假旅游和大型专项旅游服务业务升级。

1.1. 股权结构

丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司持有本公司 20.82% 的股权，丽江玉龙雪山景区投资管理有限公司持有本公司 7.68% 的股权，两家合计持有本公司 28.50% 的股权。丽江玉龙雪山省级旅游开发区管理委员会持有丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司 45.64% 的股权、持有丽江玉龙雪山景区投资管理有限公司 100% 的股权，丽江玉龙雪山省级旅游开发区管理委员会通过丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司和丽江玉龙雪山景区投资管理有限公司合计持有公司 28.50% 的股份，因此，公司的最终实际控制人为丽江玉龙雪山省级旅游开发区管理委员会。

公司目前拥有丽江云杉坪索道有限公司、丽江牦牛坪旅游索道有限公司、云南睿龙旅游投资有限公司、丽江和府酒店有限公司、丽江龙德旅游发展有限公司、丽江龙辰建设监理咨询有限公司、丽江和丽江龙悦餐饮经营管理有限公司、丽江灏伯雪山旅游开发有限公司、丽江丽影时尚婚纱摄影有限公司、丽江玉龙雪山印象旅游文化产业有限公司十家控股子公司，公司主要参股公司是云南丽江白鹿国际旅行社有限公司及丽江龙健生物科技有限公司。

图 1：丽江旅游股权结构



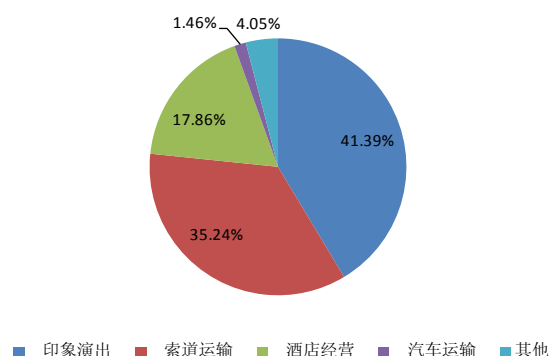
数据来源：东北证券，公司公告

1.2. 主营业务结构

公司主营业务包括索道、演艺和酒店。公司的营业收入和营业利润主要来自于演艺、索道和酒店。2011 年，演艺营业收入占总营业收入的 41.39%；索道营业收入占总营业收入的 35.24%；酒店营业收入占总营业收入的 17.86%。2011 年，演艺、索道、酒店营业利润分别占总营业利润的 40.79%、38.81%和 16.98%。

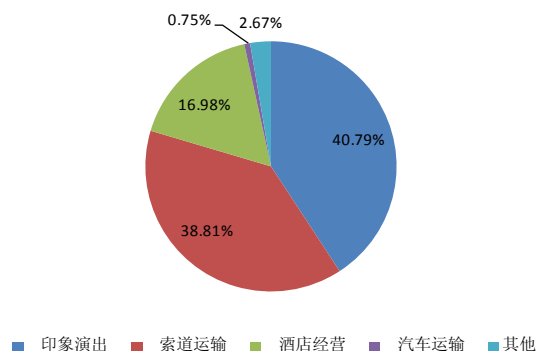
目前，公司已经构建了雪山索道、度假酒店、文化演艺及附属旅游经营项目的产业联合体，在“食、住、行、游、文化娱乐”五大要素中为游客提供服务，随着业务的多元化，公司旅游业务覆盖的产业链不断完善。

图 2: 公司 2011 年各业务营业收入构成



数据来源：东北证券，公司公告

图 3: 公司 2011 年各业务营业利润构成



数据来源：东北证券，公司公告

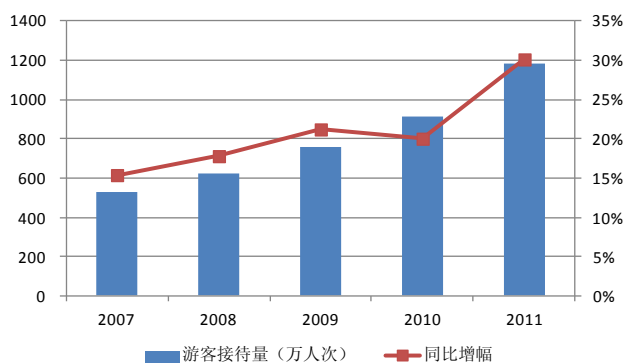
2. 受益于区域旅游市场持续高景气和旅游配套设施改善

2.1. 丽江区域旅游市场发展良好

丽江地处云南省旅游资源最为富集的滇西北地区，拥有三项世界遗产，即丽江古城世界文化遗产、“三江并流”世界自然遗产和东巴典籍文献世界记忆遗产，自古以来是汉、藏、白、纳西等民族文化、经济交往的枢纽，是南方丝绸之路和“茶马古道”的重镇及军事战略要地。长期的民族交融、多种文化的汇交、悠久的历史积淀，形成了独具特色的以纳西文化为代表的民族文化。丽江作为云南省内最为知名的旅游资源聚集地，以其独特的自然景观、人文景观吸引了大批的国内外游客，旅游业已成为丽江最为核心的支柱产业。

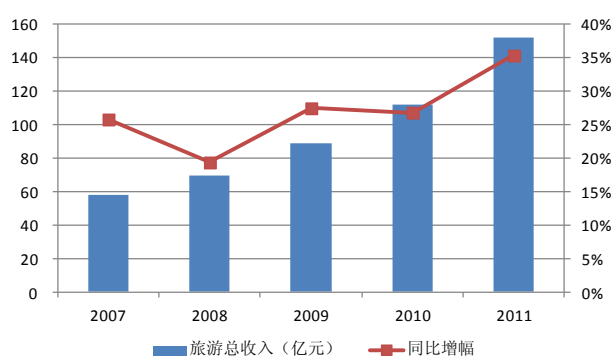
公司现在经营的索道业务和酒店业务的客源依赖于云南省，尤其是丽江地区旅游市场的发展状况。近年来，丽江区域旅游市场发展良好。2011 年，丽江市接待游客量达到 1184.05 万人次，同比增长 30.12%；旅游总收入达到 152.22 亿元，同比增长 35.36%；人均旅游消费达到 1285.59 元，同比增长 4.02%，居于全国前列。2012 年 1-6 月，丽江市接待游客量达到 809.34 万人次，同比增长 55.93%；旅游总收入达到 103.95 亿元，同比增长 56.14%。未来，作为大香格里拉生态旅游区门户的丽江有望迎来新的发展机遇，公司必将受益于丽江区域旅游市场的持续高景气。

图 4: 丽江市接待游客量与同比增幅



数据来源: 东北证券, 丽江市统计局

图 5: 丽江市旅游总收入与同比增幅



数据来源: 东北证券, 丽江市统计局

2.2. 旅游配套基础设施不断改善

近年来, 随着丽江地区交通、通讯等基础设施的不断投入, 大大改善了丽江作为旅游目的地的可达性和易达性。丽江机场目前已开通北京、上海、深圳、广州、成都等地的航线, 成为云南省内最繁忙的航空港之一。丽江到大理、香格里拉已接通一级公路, 大丽 (大理到丽江) 铁路已于 2009 年 9 月 28 日建成通车, 新建的丽江火车站是云南第二大火车客运站。大丽高速公路目前正在建设当中, 攀枝花至丽江铁路项目已列入国家中长期铁路网规划 (2008 版) 和云南省“十二五”交通专项规划。丽江地区内各著名景点玉龙雪山、虎跳峡、黎明老君山、泸沽湖之间也都实现了高等级公路贯通。交通设施的改善使得游客旅游体验的舒适性、安全性和便捷性明显提高, 大大增加了丽江作为旅游目的地的吸引力和竞争力。

3. 主营业务分析: 坐拥丽江核心旅游资源

3.1. 索道业务: 垄断玉龙雪山景区索道经营

目前, 玉龙雪山景区内共建有玉龙雪山、云杉坪和牦牛坪三条索道, 分别代表了现代冰川、原始森林和高原草甸三种不同类型的自然景观, 分别由公司、公司控股子公司云杉坪索道公司和牦牛坪索道公司经营。

受限于索道运力有限而游客接待量快速增长, 前往玉龙雪山景区的游客通常只能选择一条索道进行观光游览。公司分别于 2008 年、2010 年对云杉坪索道和玉龙雪山大索道进行技改扩容, 云杉坪索道运力由 500 人/小时提升至 1580 人/小时, 玉龙雪山大索道由 420 人/小时提升至 1200 人/小时, 两条索道接待能力得到大幅提升。改造后的玉龙雪山索道选用意大利 LEITNER 公司的成套先进技术, 采用单线循环脱挂抱索器 8 人吊厢式索道。运力提升了 3 倍, 明显降低了游客排队等候的时间, 使得游客同时选择两条或者三条索道进行观光的可行性大大增强。2011 年, 玉龙雪山索道接待游客 89.68 万人次, 同比增长 456.18%。

2012 年上半年, 公司三条索道共接待游客 124.33 万人次, 同比增长 10.18%。索道接待游客数的增长主要来自于玉龙雪山索道, 玉龙雪山索道 2012 年上半年共接待游客 49.80 万人次, 同比增长 33.46%, 云杉坪索道接待游客 72.60 万人次, 同比下降 0.91%, 牦牛坪索道接待 1.92 万人次, 同比下降 14.82%。

根据 2012 年上半年索道游客增速，我们预计 2012 年三条索道游客总量达到 297.84 万人次，同比增长 11.22%，索道业务收入达到 228.19 亿元，同比增长 16.61%。其中玉龙雪山大索道的游客量达到 112.10 万人次，同比增长 25%，云杉坪索道的游客量达到 178.07 万人次，同比增长 5%，牦牛坪索道的游客量达到 7.67 万人次，同比下降 10%。我们预计，2013-2014 年三条索道游客接待量增速在 11%左右的水平。

公司索道业务毛利率高于同行业上市公司水平。2011 年，公司索道业务毛利率为 83.98%，同比下降 3.81%，主要原因是：玉龙雪山索道技改完成后固定资产折旧大幅增加，使得索道运营成本上升。我们预计 2012-2014 年公司索道业务的毛利率水平继续维持在 83%左右的水平。

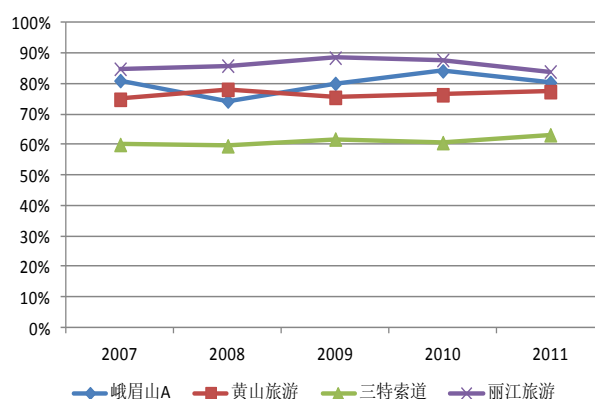
关于玉龙雪山索道的提价进程，丽江旅游索道门票价格从 03 年以来一直未作调整，已满足提价条件。2011 年 5 月 15 日，公司向政府有关部门提交了《关于调整丽江玉龙雪山旅游索道客运票价的请示》，申请将玉龙雪山索道的价格由双程 150 元/人次提高到 200 元/人次，但截止目前，公司尚未收到政府主管部门关于公司玉龙雪山索道价格调整的最终批复。虽然目前玉龙雪山大索道提价尚未获得政府正式批文，但是提价预期依旧存在，从其他景区启动提价程序来看，符合国家有关规定的门票、索道提价并无政策上的明显障碍，若提价年内获批，则 13 年全年有望增厚公司 EPS0.14-0.17 元（要视具体环保基金提取比例而定）。

图 6：玉龙雪山大索道



数据来源：东北证券

图 7：景区类上市公司索道业务毛利率



数据来源：东北证券，Wind

表格 1: 索道业务盈利预测

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
三条索道乘坐人次 (万人次)	141.18	203.90	193.29	267.80	297.84	330.86	365.77
同比增速 (%)	-16.94%	44.43%	-5.20%	38.55%	11.22%	11.09%	10.55%
索道业务总收入 (百万元)	126.22	149.41	105.95	195.69	228.19	259.49	292.44
同比增速 (%)	-7.63%	18.37%	-29.09%	84.70%	16.61%	13.72%	12.70%
索道业务总成本 (百万元)	17.79	17.15	12.93	31.35	38.87	44.71	51.41
同比增速 (%)	-13.97%	-3.60%	-24.61%	142.46%	24.00%	15.00%	15.00%
索道业务毛利 (百万元)	108.43	132.26	93.02	164.34	189.31	214.78	241.03
索道业务毛利率 (%)	85.91%	88.52%	87.80%	83.98%	82.96%	82.77%	82.42%
玉龙雪山大索道							
乘坐人次 (万人次)	69.86	66.84	16.12	89.68	112.10	132.28	153.44
同比增速 (%)	-8.31%	-4.32%	-75.88%	456.33%	25.00%	18.00%	16.00%
有效票价 (元)	124.96	126.06	135.79	124.35	125.00	125.00	125.00
索道收入 (百万元)	87.30	84.26	21.89	111.52	140.13	165.35	191.80
云杉坪索道							
乘坐人次 (万人次)	53.89	128.43	168.22	169.59	178.07	190.53	203.87
同比增速 (%)	-29.10%	138.32%	30.98%	0.81%	5.00%	7.00%	7.00%
有效票价 (元)	54.26	46.98	46.78	46.79	47.00	47.00	47.00
索道收入 (百万元)	29.24	60.34	78.69	79.35	83.69	89.55	95.82
牦牛坪索道							
乘坐人次 (万人次)	17.43	8.63	8.95	8.52	7.67	8.05	8.45
同比增速 (%)	-1.91%	-50.49%	3.71%	-4.80%	-10.00%	5.00%	5.00%
有效票价 (元)	55.54	55.74	60.00	56.57	57.00	57.00	57.00
索道收入 (百万元)	9.68	4.81	5.37	4.82	4.37	4.59	4.82

数据来源: 东北证券, 公司公告

3.2. 演艺业务: 公司利润的重要来源

2011 年 12 月 26 日, 公司完成了对印象旅游 51% 股权的收购工作, 印象旅游成为公司的控股子公司。通过本次交易, 公司进入旅游文化演艺领域, 使公司能够提供文化娱乐产品, 进一步完善了公司的旅游服务产业链, 巩固了公司的区域竞争优势, 实现了旅游服务的产业升级和资源的优势互补, 提升公司的盈利能力。印象旅游主要从事《印象·丽江》雪山篇原生态大型实景演出, 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。2011 年, 印象旅游实现净利润 9756.31 万元, 公司持有其 51% 股权对应的利润为 4975.72 万元, 占公司 2011 年归属于母公司净利润的 42.52%, 是公司利润的重要来源, 印象旅游未来的盈利状况对公司的整体业绩影响较大。

《印象·丽江》雪山篇演出剧场位于丽江玉龙雪山的甘海子, 海拔 3100 米, 是世界上最高的实景演出剧场。剧场以玉龙雪山为天然舞台背景, 整个舞台设计保持了与玉龙雪山风貌的统一, 音乐、舞蹈、歌唱与自然景观交相辉映, 使得游客在欣赏演出节目的同时可以饱览玉龙雪山的自然风貌, 更加深刻地体会《印象·丽江》雪山篇所表达的自然与心灵的融合。《印象·丽江》雪山篇是由张艺谋、王潮歌、樊跃等著名艺术家策划、创作、执导的大型实景演出, 历时一年多完成编创工作, 于 2006 年 7 月开始正式公演, 是继《印象·刘三姐》取得成功之后张艺谋编创团队打造的又一旅游文化精品演出。经过多年的演艺和不断的创新, 《印象·丽江》雪山篇演出日趋成熟, 赢得了国内外游客的广泛赞誉, 成为丽江文化旅游的代名词。

《印象·丽江》雪山篇演出一般每天三场, 分别为上午 9 点、中午 11 点及下午 2 点, 具体演出场次视天气和淡旺季情况而定。演出票价分为两种: 普通票 190 元/人, 贵宾票 260 元/人。2010 年, 剧场进行改造扩建, 座位由 1700 个增加到 2870 个, 剧场容量大幅提升。目前, 《印象·丽江》雪山篇演出的上座率比较稳定, 基本维

持在 75%左右的水平，观众 80%以上都选择以大玉龙套票的形式观看演出。根据玉龙雪山景区的统计数据，《印象·丽江》雪山篇接待观众数量与玉龙雪山景区游客接待量、丽江游客接待量三者之间比例关系相对稳定。我们认为，未来丽江地区游客接待量仍将保持稳定增长，《印象·丽江》雪山篇演出的上座率将有所保障，印象旅游的经营情况也将保持稳定并会有所增长。2012 年上半年，印象丽江接待游客 97.14 万人次，同比增长 10.71%。我们预计 2012-2014 年公司演艺业务的营业收入分别为 2.64 亿元、2.96 亿元和 3.26 亿元，增速分别为 15%、12%和 10%。

图 8:《印象·丽江》雪山篇演出实景



数据来源：东北证券

表格 2: 印象丽江盈利预测

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	181.20	229.87	264.35	296.07	325.68
同比增速（%）		26.86%	15.00%	12.00%	10.00%
营业成本（百万元）	46.73	57.12	66.26	73.55	79.43
同比增速（%）		22.23%	16.00%	11.00%	8.00%
毛利（百万元）	134.47	172.75	198.09	222.52	246.25
毛利率（%）	74.21%	75.15%	74.94%	75.16%	75.61%
净利润（百万元）	68.87	97.56	121.60	136.19	149.81
净利润率（%）	38.01%	42.44%	46.00%	46.00%	46.00%

数据来源：东北证券，公司公告

3.3. 酒店业务：定位于高端休闲度假酒店，未来盈利可期

公司投资的丽江和府皇冠假日酒店是世界文化遗产丽江古城内第一家国际五星级标准的休闲会议酒店，由国际知名酒店管理集团洲际集团负责营运管理。在丽江高端酒店市场中占有独特的地段优势。目前，丽江和府皇冠假日酒店无论从服务水准、配套设施、地理位置、市场价格还是市场定位方面均较丽江地区同星级的酒店具有明显的竞争优势。自 2009 年 9 月开业以来，酒店入住率稳步提升。2011 年，和府皇冠假日酒店共实现营业收入 10054.47 万元，实现净利润 2436.22 万元。2012 年，和府皇冠假日酒店提价 15%，平均房价接近 1000 元，短期对入住率影响明显。和府皇冠假日酒店 2012 年上半年实现营业收入 4568.43 万元，同比增长 3.76%，实现营业利润 951.91 万元，同比下降 38.07%，实现净利润 695.74 万元，同比下降 47.24%。

利润下降的主要原因是：经 2011 年年度股东大会审议通过，同意将原计入上市公司的酒店资产以增资扩股的方式转入和府酒店公司，自 5 月 1 日起，和府酒店公司增加了固定资产折旧及无形资产摊销，同时，2012 年上半年和府酒店员工工资和财产维护费也有所增加。我们预计 2012 年公司酒店业务收入大体与去年持平。

随着雅高丽江铂尔曼度假酒店 2011 年开业，丽江五星级酒店增至 6 家，未来阿曼酒店、金茂酒店等高端酒店计划进驻丽江，丽江高端酒店的竞争将日趋激烈。丽江高端酒店市场的竞争格局将对公司酒店业务的盈利能力和盈利波动性带来较大影响。

2011 年 1 月 14 日，公司第四届董事会第二次会议审议通过了《关于在丽江和府皇冠酒店东侧建设精品客房接待区的议案》，同意在和府酒店东侧 17 亩土地上建设酒店二期项目精品客房接待区。项目定位为高端度假精品酒店，2012 年 1 月 16 日，公司与洲际酒店集团签订合作协议，引入了洲际酒店管理集团旗下的高端度假酒店品牌——Indigo(英迪格)。酒店共设 71 个高等级客房，60%的客房配置有独享庭院。预计 2013 年 1 月底完工，2013 年 3 月初投入试运营。由于开业当年费用、折旧摊销金额较大，预计无法为公司贡献利润。但是，受益于消费升级带来的休闲度假游的升温，定位于高端休闲度假酒店的丽江和府皇冠假日酒店未来有望成为公司业绩贡献的亮点。我们预计 2012-2014 年公司酒店业务的营业收入分别为 1.00 亿元、1.25 亿元和 1.47 亿元，增速分别为 1%、25%和 17%。

表格 3：酒店业务盈利预测

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	72.53	99.19	100.18	125.23	146.52
同比增速（%）	610.59%	36.76%	1.00%	25.00%	17.00%
营业成本（百万元）	22.09	27.26	29.99	47.98	45.58
同比增速（%）	1962.35%	23.41%	10.00%	60.00%	-5.00%
毛利（百万元）	50.44	71.93	70.20	77.25	100.94
毛利率（%）	69.54%	72.52%	70.07%	61.69%	68.89%

数据来源：东北证券，公司公告

4. 延伸旅游产业链：新业务带来新的增长点

公司的发展战略是立足丽江，在发展主业的基础上，积极布局周边旅游资源，在“食、住、行、游、文化娱乐”五大要素中为游客提供服务，随着业务的多元化，公司旅游业务覆盖的产业链不断完善。公司计划重点发展玛咖保健品业务、玉龙雪山景区餐饮业务、古城南入口旅游服务区项目。此外，公司拟投资开发香巴拉月光城和泸沽湖景区，新业务将给未来公司业绩带来新的增长点。

4.1. 玛咖保健品：公司拓展产业链条的重要尝试

玛咖具备多种保健和治疗功能，传统上具有平衡荷尔蒙、抗疲劳、增强活力、增加精力等功效。丽江玉龙雪山周边的极少山地寒温带区域，以丽江为中心的云南滇西北海拔 3000 米以上地区是“玛咖”最佳种植区域，具备了高海拔、低纬度的区位优势，能够满足“玛咖”生长各阶段所具备的地理及气候条件。

2011 年 7 月 12 日，公司全资子公司龙德公司与格林恒信、华邦制药共同出资设立

龙健公司从事玛咖项目的运营，龙德公司、格林恒信、华邦制药分别持股 40%、30% 和 30%。2012 年 4 月 12 日，为将龙健公司打造成为集科研、生产、销售为一体的完整的玛咖产业链公司，决定由公司全资子公司龙德公司与华邦制药共同增资龙健公司（股东格林恒信放弃本次增资）2800 万元人民币，双方各增资 1400 万元，增资完成后，丽江龙健生物科技有限公司注册资本变更为 3800 万元，龙德公司持股比例由 40% 增加至 47.37%，为龙健公司的第一大股东。目前龙健公司玛咖系列产品有玛咖精片、玛咖胶囊、玛咖咖啡、玛咖酒和玛咖干片，主要通过委托生产，龙健公司食字号、保健品批号资质正在申报中。2012 年上半年丽江龙健生物科技有限公司共实现净利润-11.73 万元，公司全资子公司丽江龙德旅游发展有限公司按股权比例确认投资收益-4.69 万元。我们认为，目前公司玛咖保健品业务仍处于培育期，利润贡献小，但是为公司拓展产业链条的重要尝试，未来具有较大的发展潜力。

4.2. 玉龙雪山景区餐饮业务：完善旅游服务链的又一举措

2011 年 1 月 11 日，公司与控股股东丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司共同出资设立控股子公司丽江龙悦餐饮经营管理有限公司，注册资本 2000 万元，公司持股比例为 51%，雪山开发公司持股比例为 49%，龙悦公司主营业务为玉龙雪山景区甘海子餐饮服务。2012 年 8 月 2 日召开的第四届董事会第十六次会议审议通过了《关于对龙悦公司增资的议案》，增资完成后龙悦公司注册资本将变更为 4000 万元，公司持股 51%，雪山开发公司持股 49%。此次增资将为雪山景区甘海子餐饮中心项目提供建设资金，有利于该项目按计划实施并顺利完成。

通过实地调研，我们发现，玉龙雪山景区餐饮资源匮乏，景区内餐饮配套服务急需大力完善。甘海子作为玉龙雪山景区交通枢纽和游客集散中心，基础配套设施完备，开展游客餐饮业务条件良好。该项目地理位置非常优越，紧邻《印象·丽江》剧场，客流量丰富，是玉龙雪山景区内一个集餐饮、休闲购物为一体的综合旅游服务中心。项目总规划用地面积 29251.4 平方米（合 43.87 亩），总建筑面积 14800 平方米，可同时容纳 3000-3500 人同时就餐，日常可以接待 10000 人次，预计明年五一前投入运营，项目建成后预计可实现年营业收入约 9000 万元，年均净利润约 600 万元。我们认为，玉龙雪山景区餐饮业务为公司完善旅游服务链的又一举措，甘海子餐饮中心项目具有一定的盈利能力，公司可按 51% 的持股比例享有收益。

4.3. 丽江古城南入口旅游服务区：打造综合旅游休闲区

公司 2012 年 8 月 3 日公告，丽江和府酒店有限公司拟在和府皇冠假日酒店西侧投资建设“丽江古城南入口旅游服务区”项目，预计 2013 年 1 月底完工。项目总规划用地面积 22769.76 平方米（合 34.15 亩），总建筑面积 22365.3 平方米，建设内容包括休闲街区及地下停车场及附属配套设施。

项目旨在为丽江发展休闲旅游提供一个高档次、高品位、具有地方文化特色的休闲街区。项目通过引进国内外品牌旅游服务和旅游商品供应商，提供有别于丽江现有的服务和商品品牌和种类，打造丽江休闲旅游新名片。经测算，该项目在市场培育期间（2013 年-2017 年）年均净利润为 572 万元，进入正常经营期后（2018 年），项目预计可实现净利润 1870 万元，盈利能力乐观。

4.4. 香巴拉月光城项目：异地扩张的尝试之举

公司 2012 年 7 月 2 日公告，公司与香格里拉县人民政府签订《香巴拉月光城项目

投资开发合作意向书》，计划在独克宗古城金龙社区征地 15 公顷，建设高端度假酒店和藏文化风情体验区，项目预计 2013 年开工，2015 年投入运营，总投资额约 5 亿元。迪庆是滇、川、藏三省区结合部以及旅游、宗教信仰、民族文化互换区；世界自然遗产“三江并流”核心区；是西南“茶马古道”的要冲，是中国藏区特色旅游地，香格里拉独克宗古城是茶马古道的枢纽，迪庆州旅游的集散地。

尽管目前香巴拉月光城项目尚处在意向阶段，短期对公司业绩几乎没有影响，但此举是公司异地扩张的尝试之举，未来发展前景值得关注。

5. 公司投资策略

受益于丽江旅游市场的高增长，公司主营业务业绩平稳增长，在此基础上，公司加快资源扩张整合步伐，延伸旅游综合服务产业链，未来业绩增长前景明朗。不考虑大索道提价的影响和新业务的盈利，我们预计公司 2012-2014 的 EPS 为 0.84 元、0.99 元和 1.14 元，公司目前股价 22.43 元，对应 PE27 倍、23 倍和 20 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：大索道提价进程具有不确定性、经济下行导致游客量增速低于预期等。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	326	355	497	705	净利润	176	207	242	279
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0
应收款项	4	5	6	7	折旧及摊销	57	63	78	94
存货	5	6	7	8	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	3	3	3	3	财务费用	19	19	20	21
流动资产合计	358	391	537	751	投资损失	-4	-4	-4	-4
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	3	39	43	42
长期投资净额	16	16	16	16	其他	0	0	-3	-3
固定资产	695	895	1,095	1,295	经营活动净现金流量	248	329	377	429
无形资产	66	75	84	93	投资活动净现金流量	-95	-248	-198	-188
商誉	26	26	26	26	融资活动净现金流量	-28	-51	-38	-33
非流动资产合计	910	1,090	1,211	1,305	企业自由现金流	157	72	127	240
资产总计	1,267	1,481	1,747	2,056					
短期借款	84	84	84	84	财务与估值指标				
应付款项	37	70	52	85		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	0	0	0	0	每股指标				
一年内到期的非流动负债	20	20	20	20	每股收益 (元)	0.71	0.84	0.99	1.14
流动负债合计	250	319	316	364	每股净资产 (元)	4.67	5.31	6.10	7.03
长期借款	136	136	136	136	每股经营性现金流量 (元)	1.51	2.01	2.30	2.62
其他长期负债	0	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	0	0	0	0	营业收入增长率	191.6%	11.4%	14.4%	12.6%
负债合计	386	455	452	500	净利润增长率	1060.1%	18.3%	16.6%	15.3%
归属于母公司股东权益合计	764	870	999	1,152	盈利能力指标				
少数股东权益	117	186	266	358	毛利率	76.3%	77.0%	77.0%	77.0%
负债和股东权益总计	1,267	1,510	1,717	2,011	净利率	21.1%	22.4%	22.8%	23.4%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	2	3	3	3
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	12	15	15	16
营业收入	555	619	708	797	偿债能力指标				
营业成本	132	142	163	183	资产负债率	30.5%	30.7%	25.9%	24.3%
营业税金及附加	25	28	33	37	流动比率	1.43	1.23	1.70	2.06
资产减值损失	-0.42	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.41	1.21	1.67	2.04
销售费用	75	80	91	100	费用率指标				
管理费用	95	104	117	128	销售费用率	13.5%	13.0%	12.8%	12.5%
财务费用	19	19	20	21	管理费用率	17.2%	16.8%	16.5%	16.0%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	3.4%	3.1%	2.8%	2.6%
投资净收益	4	4	4	4	分红指标				
营业利润	213	248	289	333	分红比例				
营业外收支净额	-3.29	-3.00	-3.00	-3.00	股息收益率	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
利润总额	210	245	286	330	估值指标				
所得税	34	38	45	52	P/E (倍)	31.85	26.93	23.09	20.02
净利润	176	207	242	279	P/B (倍)	4.87	4.28	3.73	3.23
归属于母公司净利润	117	138	161	186	P/S (倍)	6.71	6.02	5.26	4.68
少数股东损益	59	69	80	93	净资产收益率	15.3%	15.9%	16.2%	16.2%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760