

## 陕西文化旅游整合平台，内生外延皆有看点

评级: **买入-A**

上次评级:

目标价格: **16.50 元**

期限: 6个月 上次预测:  
现价(2012年09月04日): 12.84元

报告日期: **2012-09-05**

### 报告关键点:

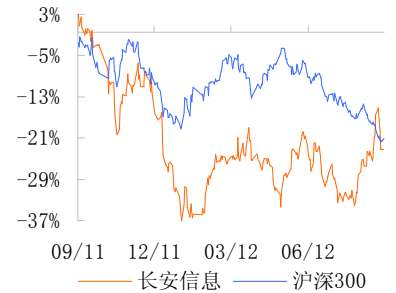
- 陕西省文化旅游资源整合平台
- 注入资产涵盖完成旅游产业链，景区管理业务内生增长空间大
- 大集团小上市公司，外延扩张值得期待

### 报告摘要:

- 公司定位于陕西省文化旅游资源的整合平台。通过将旗下旅游相关业务整体打包注入ST长信(现更名为长安信息)，曲江文旅成功登陆资本市场。作为总资产170亿元的西安曲江文化产业投资集团旗下第一家上市公司，曲江文旅有望成为陕西省文化旅游资源整合平台。
- 注入资产涵盖完整旅游产业链，景区业务内生增长空间大。注入资产涵盖完整旅游产业链，包括景区经营管理、餐饮酒店、旅行社服务、管理策划输出。其中，景区经营管理业务包括：位于西安旅游北线的大明宫国家遗址公园、位于西安旅游西线的楼观台道文化展示区、位于西安旅游南线的大雁塔·大唐芙蓉园景区以及以曲江池核心的曲江池遗址公园、唐城墙遗址公园、曲江寒窑遗址公园和秦二世遗址公园等，囊括了西安绝大部分文化旅游景点。目前，公司旗下各景区人均消费水平低，内生增长空间大。
- 大集团小上市公司，外延扩张值得期待。本次重组完成后，曲江文化旅游集团将成为上市公司控股股东，持有上市公司51.35%的股权。目前，曲江文旅集团旗下已完工景区的经营管理权通过此次资产重组全部进入上市公司，但曲江文旅集团控股股东——西安曲江文化产业投资集团参与建设和规划建设的景区仍具有庞大体量，这些景区运营管理权未来交付上市公司经营值得期待。
- 业绩承诺提供股价安全边际，给予长期“买入-A”评级，6个月目标价16.5元。预计公司2012~2014年EPS分别为0.44、0.55、0.65元。重组完成后，公司经营性资产质量优良、营收规模大，且存在业绩承诺，综合考虑未来集团旅游类经营资产交付公司管理可能性，公司内生外延均存在较大空间，给予长期“买入-A”评级，6个月目标价16.5元。
- 风险提示：景区建设进度低于预期

总市值(百万元)	2,229.51
流通市值(百万元)	1,055.92
总股本(百万股)	179.51
流通股本(百万股)	85.02
12个月最低/最高	9.84/16.94元
十大流通股东(%)	40.29%
股东户数	6,421

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	12.34	12.31	(2.23)
绝对收益	7.01	(0.61)	(22.75)

董云翔  
021-68762890  
执业证书编号

行业分析师  
dongyx2@essence.com.cn  
S1450512060003

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	28.9	-	989.1	1,144.9	1,270.6
Growth(%)	-80.7%	-100.0%	1167944.9%	15.7%	11.0%
净利润	2.7	-21.9	78.9	98.8	116.3
Growth(%)	-103.0%	-899.1%	-460.6%	25.3%	17.7%
毛利率(%)	21.2%	24.1%	34.9%	35.3%	36.0%
净利润率(%)	9.5%	-258352.3%	8.0%	8.6%	9.2%
每股收益(元)	0.02	0.12	0.44	0.55	0.65
每股净资产(元)	0.35	0.47	4.18	4.62	5.14
市盈率	814.3	-101.9	28.3	22.6	19.2
市净率	-35.7	-26.4	3.0	2.7	2.4
净资产收益率(%)	17.1%	28.3%	10.5%	11.9%	12.6%
ROIC(%)	-13.1%	34.6%	-131.2%	10.1%	10.7%
EV/EBITDA	-424.3	-47.6	21.5	17.9	14.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	0.9%	1.0%

### 前期研究成果

## 目录

1. 核心观点: 陕西文化旅游整合平台, 内生外延皆有看点.....	3
2. 上市公司有望成为陕西省文化旅游资源整合平台.....	5
2.1. 曲江文旅历史沿革.....	5
2.1.1. 曲江新区发展历程.....	5
2.1.2. 曲江文旅发展历程.....	6
2.2. 曲江文旅拥有完整旅游产业链.....	7
2.2.1. 景区运营管理业务: 采用托管模式, 轻资产运营.....	7
2.2.2. 餐饮酒店业务: 云集南线, 定位高端, 主题鲜明.....	8
2.2.3. 旅行社业务: 依托旅行社联盟开展特色推广活动.....	8
2.2.4. 景区管理策划输出: “曲江模式” 异地复制.....	9
2.3. 景区运营管理业务: 涵盖西安重点文化旅游景区.....	9
2.3.1. 核心景区: 涵盖西安南、北、西旅游线, 均为经营性景区.....	10
2.3.2. 开放式景区云集南线, 构筑曲江核心景区矩阵.....	12
3. 大集团小上市公司, 外延扩张空间巨大.....	14
3.1. 控股股东曲江文投资产庞大, 尚有未注入旅游资产.....	14
3.2. 关联关系人陕西文投旅游资源遍布陕西.....	15
3.3. 曲江二期建设展开, 配套众多文化旅游项目.....	17
4. 内部资源整合, 治理结构趋于完善.....	18
4.1. 调整组织结构, 完善公司治理.....	18
4.2. “大唐新干线” 打通南线核心景区, 实现景区联动.....	18
5. 盈利预测与假设.....	19
6. 附录.....	20
6.1. 公司概况.....	20
6.2. 管理层简介.....	21

## 1. 核心观点:陕西文化旅游整合平台，内生外延皆有看点

公司有望成为陕西省文化旅游资源的整合平台。通过将旗下旅游业务整体打包注入 ST 长信，曲江文旅成功登陆资本市场。作为总资产 170 亿元的西安曲江文化产业投资集团（曲江文旅控股股东）旗下第一家上市公司，曲江文旅有望成为陕西省文化旅游资源的整合平台。

注入资产涵盖完整旅游产业链，景区管理业务内生增长空间大。本次曲江文旅借壳上市注入资产涵盖完整旅游产业链，包括景区策划、运营管理、餐饮酒店、旅行社服务、旅游商品销售等。其中，景区运营管理业务是公司最重要的利润来源和增长点，包括：位于西安旅游北线的大明宫国家遗址公园、位于西安旅游西线的楼观台道文化展示区、位于西安旅游南线的大雁塔·大唐芙蓉园景区以及以曲江池核心的曲江池遗址公园、唐城墙遗址公园、曲江寒窑遗址公园和秦二世遗址公园等，囊括了西安主要文化旅游景点。

目前，景区管理业务收入构成以门票和固定管理费为主。据曲江区政府网站介绍，仅 2011 年十一黄金周期间，曲江旗下各主要景区游客接待量即达到 240 万人次。现有景区庞大的游客接待基数意味着一旦景区引入恰当的经营性项目，人均消费存在较大提升空间。

图 1 公司旗下旅游资源地理分布（蓝色部分）



数据来源：互联网、安信证券研究中心

大集团小上市公司，外延扩张值得期待。本次重组完成后，曲江文化旅游集团将成为上市公司控股股东，持有上市公司 51.35% 的股权。目前，曲江文旅集团旗下已完工景区的经营管理权通过此次资产重组全部进入上市公司，但曲江文旅母公司曲江文化产业投资集团参与建设和规划建设的景区仍具有庞大的体量，这些景区运营管理权未来交付上市公司经营值得期待。包括：临潼国家级旅游度假区；曲江新区二期项目规划中的重点景区杜陵国家遗址公园、曲江欢乐世界主题公园；陕西省文化产业投资集团（曲江文投控股公司）旗下延安红色旅游项目、韩城历史文化景区、照金香山红色景区等。



图 2 曲江文化产业投资集团组织架构



数据来源：公司披露、安信证券研究中心

**积极推进资源整合，现有资产盈利潜力或得以释放。**曲江文旅集团组建于 2004 年 7 月，2010 年之后步入快速发展期。2010 年以前，公司受托管理的景区仅有大唐芙蓉园和大雁塔景区。2010 年之后，新增大明宫国家遗址公园、曲江池遗址公园、寒窑和秦二世遗址公园、楼观台景区、明城墙等景区。托管数量和规模急速扩张对应公司粗放式管理和费用同步膨胀。上市工作开展以来，为提升经营效率，曲江文旅对下属各景区的组织架构展开调整，将原来分属各个景区的中后台部门统一纳入总部管理，通过层级压缩和冗余人员分流等措施控制成本。此外，本次借壳 ST 长信上市使得曲江文旅在曲江文投业务架构中由原来的辅助部门向核心业务部门转变。角色转变和资源整合有助于现有景区经营潜力释放，对推动景区内生长性增长具有重要意义。

**业绩承诺提供安全边际，给予长期“买入-A”投资评级，6 个月目标价 16.5 元。**为保障本次重组的顺利进行，曲江文旅集团承诺注入资产 2011 年、2012 年、2013 年净利润不低于 5636、6337、7485 万元，对应重组后 EPS0.31、0.35、0.42 元。综合考虑曲江新区为支持文化旅游企业发展给予公司的营业税返回，预计公司 2012~2014 年净利润分别为 0.79、0.99、1.16 亿元，对应 EPS0.44、0.55、0.65 元。重组完成后，公司经营性资产质量优良、营收规模大，且存在业绩承诺，综合考虑未来集团旅游类经营资产交付公司管理的可能性，公司内生外延均存在较大空间，给予长期“买入-A”评级，6 个月目标价 16.5 元，对应 2013 年 30XPE。

## 2. 上市公司有望成为陕西省文化旅游资源整合平台

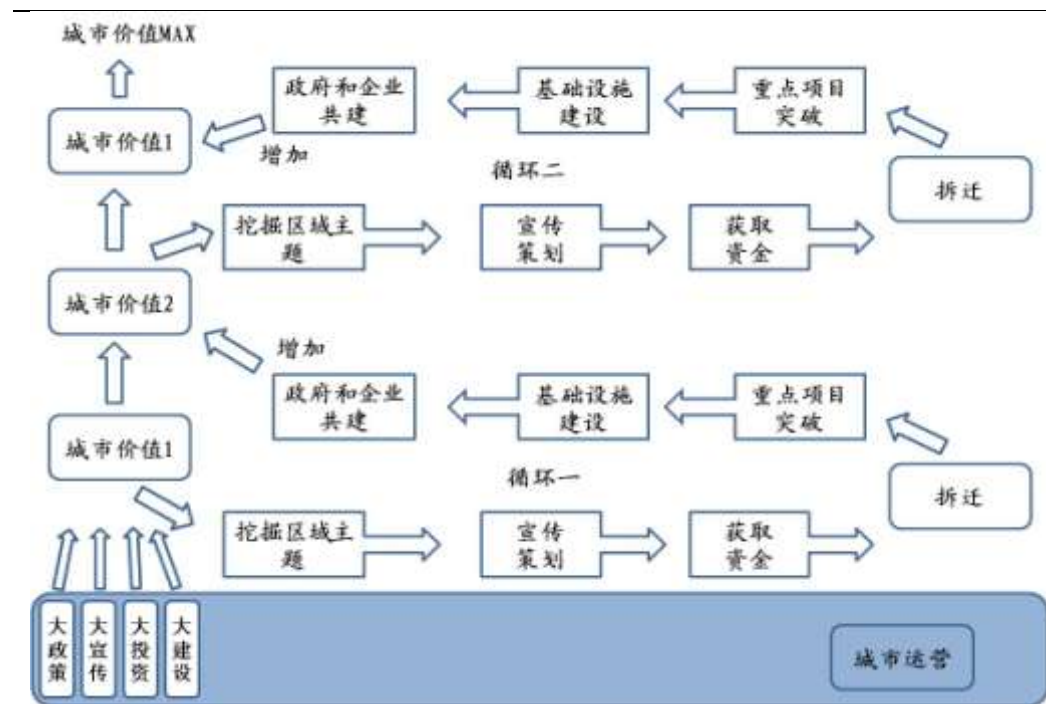
### 2.1. 曲江文旅历史沿革

#### 2.1.1. 曲江新区发展历程

曲江新区是西安市确立的以文化产业和旅游产业为主导的城市发展新区。曲江是中国历史上久负盛名的皇家园林，兴起于秦汉，繁盛于隋唐，被誉为中国古典园林的集大成者，也是盛唐气象的典型代表。西安曲江新区原名西安曲江旅游度假区，是陕西省人民政府于1993年批准设立的省级旅游度假区，2003年7月，经西安市政府批准，更名为“曲江新区”。新区规划选址在西安市东南，以闻名中外的大雁塔和曲江园林遗址为中心，一期规划面积约47平方公里，是西安市确立的以文化产业和旅游产业为主导的城市发展新区。

曲江新区将旅游开发与城市运营相结合，探索出独特的“曲江模式”。城市运营的核心在于土地运营。传统的城市土地运营流程是以政府投入资金启动为始，遵循开发、建设、再开发、再建设，逐步铺开的滚动式发展模式。这一流程最大的局限在于政府先期投资量较小，市政配套通常需要分几期完成，每个阶段对应的开发区域规模小，招商引资力度不足，不利于产业集群的形成和发展。西安曲江新区创新城市运营模式，在国内首次提出“城市经营倒叙法”。通过政府一次性征地、一次性规划、一次性配套完善区域基础设施建设、打造标杆型文化旅游项目，实现区域土地价值提升，最终通过分批次土地拍卖，以更高的土地出让收益反哺文化及旅游产业发展，形成旅游开发和城市运营良性循环。

图 3 西安曲江新区的城市升值循环链



数据来源：安信证券研究中心

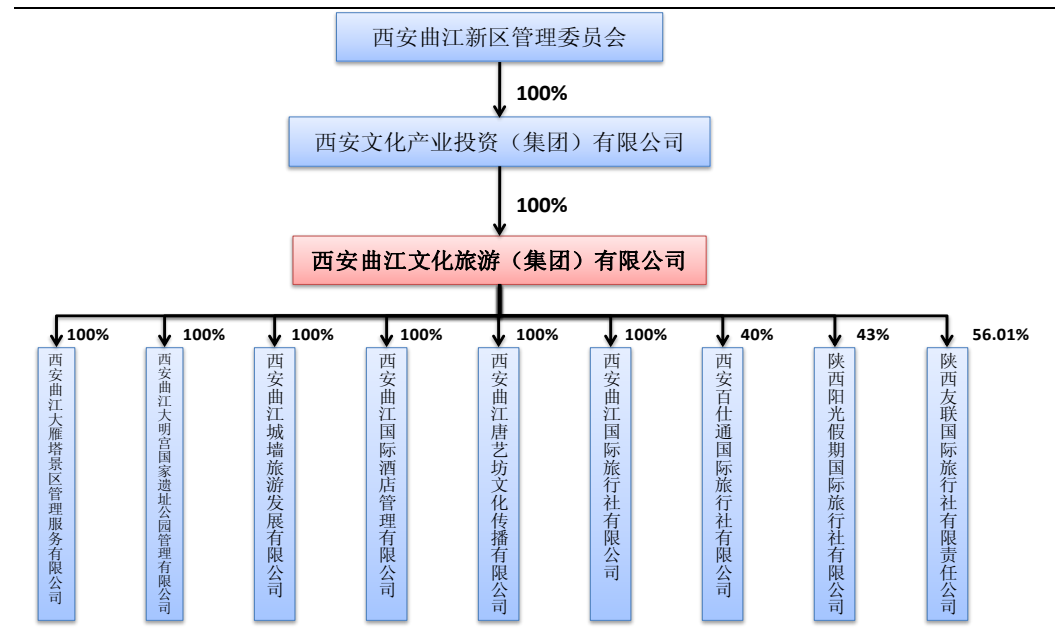
曲江模式推动了曲江新区经济、旅游、文化以及社会民生大发展。“十一五”期间，曲江新区固定资产投资从51.62亿元猛增到251.13亿元，财政一般公共预算收入由9497万元增长到7.12亿元，实际引进内资由51.04亿元增长到104.55亿元，区域基础设施建设实现大跨越。旅游产业发展方面，曲江新区游客接待量由2003年的360万人次，增长至2010年的3000万人次；旅游年综合收入由3亿元，增长至20亿元。2010年，曲江核心景区“大雁塔-大唐芙蓉园”景区被国家旅游局正式批准为国家5A级旅游景区。

### 2.1.2. 曲江文旅发展历程

西安曲江文化产业投资集团是我国最大的文化产业投资类企业之一。2002年之后，曲江新区文化旅游事业步入高速增长，先后组建了西安曲江文化产业投资集团、曲江影视集团、曲江会展集团、曲江演出集团、曲江文化旅游集团、大明宫投资集团等六大产业集团，形成了以文化旅游、会展创意、影视演艺、出版传媒为主导的文化产业体系，一跃成为陕西省文化旅游产业发展的标志性区域。截至目前，曲江文化产业投资集团总资产达160亿元，是我国最大的文化产业投资类企业之一。

曲江文化旅游集团有限公司（下称：曲江文旅）作为曲江系文化旅游资产整合平台，近年来资产规模迅速扩张。2004年7月，曲江文投连同其余两家公司共同设立西安曲江文化旅游（集团）有限公司。2008年8月，经股权转让，曲江文旅成为曲江文投旗下全资子公司。此后，曲江文投一直致力于将曲江文旅打造成为集团旗下文化旅游资产的整合平台。目前，曲江文旅已经形成了涵盖“景区策划、运营管理、餐饮酒店、旅行社服务、旅游商品销售”的完整旅游产业链，旗下所托管理的景点遍布，包括：大明宫国家遗址公园、大唐芙蓉园、曲江大雁塔景区、曲江海洋公园、楼观台景区、曲江池遗址公园、寒窑遗址公园、秦二世遗址公园、城墙遗址公园。

图 4 曲江文旅股权结构



数据来源：公司披露、安信证券研究中心

图 5 曲江文旅发展历程



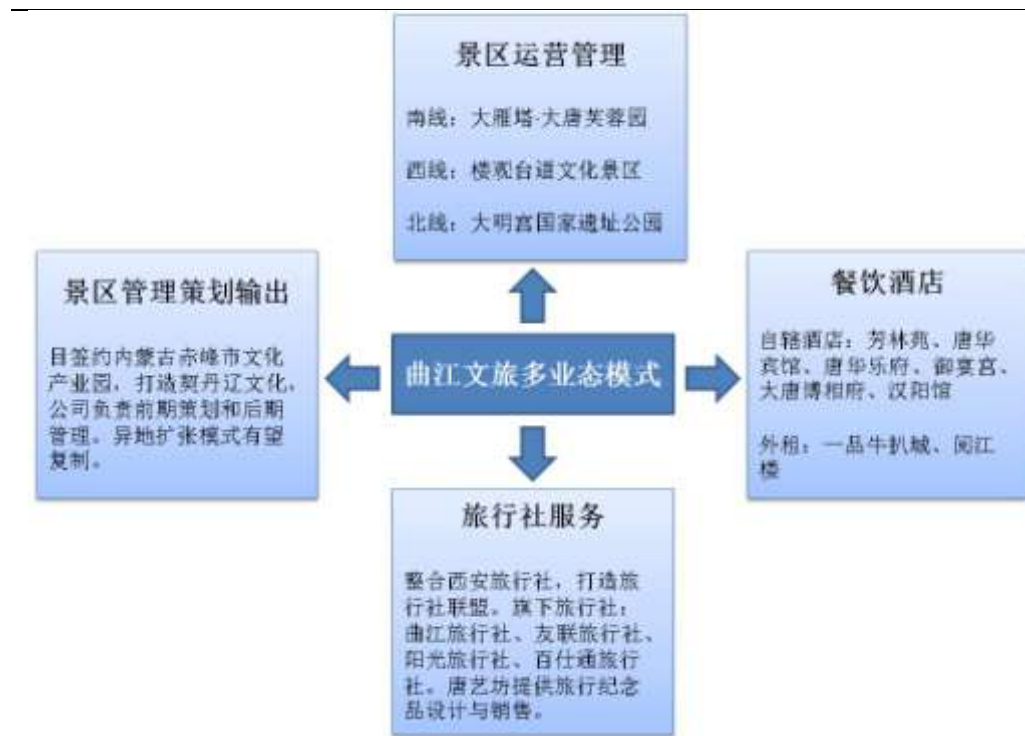
数据来源：曲江文旅网站、安信证券研究中心



## 2.2. 曲江文旅拥有完整旅游产业链

本次重组注入资产包括旅游产业研究、旅游项目策划、景区投资运营管理、餐饮酒店、旅游商品开发、旅行社、旅游管理输出等全链条文化旅游业务。其中，旅游景区运营、餐饮酒店、旅行社服务、旅游管理输出是公司主要收入和利润来源。

图 6 曲江文旅多业态经营，拥有完整旅游产业链



数据来源：公司披露、安信证券研究中心

### 2.2.1. 景区运营管理业务：采用托管模式，轻资产运营

在经营模式上，不同于其他景区类上市公司，曲江文旅景区运营管理业务采用托管模式，即公司并不是景区资产所有者，而是受资产所有方委托对景区进行管理和运营。对于景区门票的收益，双方约定了门票分成的基数和超过基数部分的分成比例。如果未达到基数，由曲江文旅承担风险，超过基数的部分按约定比例分成。

采用托管模式使得公司无需背负上亿元的景区固定资产折旧，但同时也使得公司门票收入业务增长存在瓶颈。因为托管模式的本质是景区资产所有方的转移支付，因此公司不大可能从门票中获取特别明显的超额利润。

但我们并不担心公司缺乏成长性增长动力。因为托管协议虽然对门票收入做出了上限约定，但赋予公司在景区内开展经营性业务的权利。从国外经验来看，景区如果能够创新盈利模式，经营性项目的收入将是相当可观的。对于这一点，曲江的领导层已经有了充分的认识，并将在未来着手实施。随着现有景区资源的深度开发，公司景区运营管理业务的内生性增长值得期待。

表 1 公司各个景区收入来源

景区名称	收入主要来源	收入情况
大唐芙蓉园	门票分成、《梦回大唐》等演出收入	门票收入中 6600 万元作为基本管理费用，超出按比例分成，最高 8316 万元。





联盟，公司开展了一系列推广活动。如“曲江通”一卡通服务，持卡人可凭卡进入景区、就餐住宿、休闲购物。

表 2 旅行社联盟下属旅行社情况

旅行社名称	控股股权	基本情况
曲江旅行社	100%	2010 年 1 月 13 日由曲江文旅以货币出资设立。下设入境欧美部、入境港澳台东南亚部等十个部门，2011 年上半年营业收入 2275 万。净利润-22 万。
西安百仕通国际旅行社	40%	2010 年 4 月通过增资实现控制。经营范围入境旅游业务；国内旅游业务；出境旅游业务。011 年上半年营业收入 1475 万。净利润 50 万。
陕西友联国际旅行社	56%	2010 年 9 月 27 日曲江文旅通过注资实现控制。2011 年上半年营业收入 1035 万，净利润 7 万。
陕西阳光假期国际旅行社	43%	2010 年 9 月曲江文旅通过增资实现控制。主要服务于中国公民国内旅游业务，出入境旅游业务，并承办大中企业会议。2011 年营业收入 631 万，净利润-2 万。

数据来源：互联网、安信证券研究中心

### 2.2.4. 景区管理策划输出：“曲江模式”异地复制

目前，公司和赤峰政府合作开发赤峰契辽文化旅游景区，公司负责前期策划和后期运营管理，“曲江模式”首次实现跨省复制。目前，景区策划管理输出占公司业务收入的比重还非常小，未来公司考虑成立专业化景区孵化团队，在全国范围内推动曲江模式的复制。

### 2.3. 景区运营管理业务：涵盖西安重点文化旅游景区

从地域上看，曲江文旅旗下旅游资源众多，遍布西安旅游南线、北线、西线三线。其中，核心景区主要包括西安旅游南线的大唐芙蓉园·大雁塔国家 5A 级景区、曲江海洋公园；西安旅游北线的大明宫国家遗址公园以及西安旅游西线的楼观台道文化展示区。此外，地处曲江核心区的西安旅游南线上，公司拥有多处开放式景区（不收门票），包括大雁塔景区、城墙遗址公园、曲江池遗址公园、寒窑遗址公园和秦二世公园，这些景区依托大唐芙蓉园·大雁塔国家 5A 级景区，共同构筑曲江核心区文化旅游景区矩阵。

图 8 曲江文旅旗下旅游资源的地理分布（蓝色部分）



数据来源：公司披露、安信证券研究中心

### 2.3.1. 核心景区：涵盖西安南、北、西旅游线，均为经营性景区

曲江文旅旗下核心景区主要包括西安旅游南线的大唐芙蓉园·大雁塔国家 5A 级景区、曲江海洋公园；西安旅游北线的大明宫国家遗址公园以及西安旅游西线的楼观台道文化展示区。以上核心景区均为经营性景区，游客需购买门票，是公司景区业务收入的主要来源。

**大唐芙蓉园为西安旅游南线核心景区。**大唐芙蓉园地处西安曲江新区，建于原唐代芙蓉园遗址之上，是中国第一个全方位展示盛唐历史风貌的国家、5A 级遗址景区。园区占地达 1000 余亩，其中水面 300 亩。景点包括有紫云楼、仕女馆、御宴宫、芳林苑、凤鸣九天剧院、杏园、陆羽茶社、唐市。院内含有水幕电影《齐天大圣》、特色文化遗产《东仓鼓乐》等附属表演。

大唐芙蓉园区内主轴线上凤鸣九天剧院提供单独的收费文化演艺《梦回大唐》，门票价格 150 元/人。《梦回大唐》一场全长约 70 分钟，全剧由序“游园惊梦”和“梦幻霓裳、梦浴华清、梦邀秦王、梦萦西域、梦游曲江、梦回大唐”六幕组成。目前每天《梦回大唐》17 点演出一场，国庆等旺季时期每天演出两场，演出收入全部归公司所有。

图 9 大唐芙蓉园全景



图 10 《梦回大唐》剧照



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

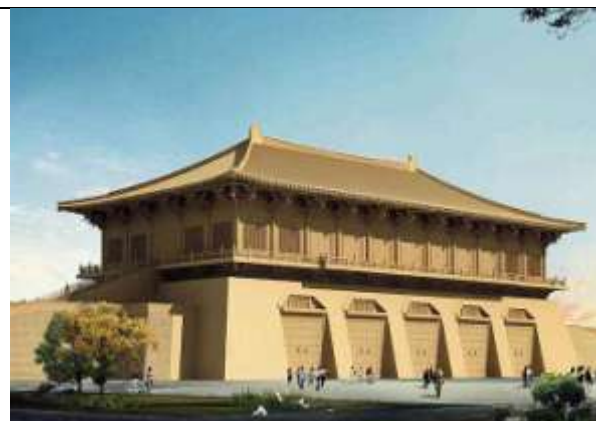
数据来源：公司网站、安信证券研究中心

**曲江海洋公园是公司唯一门票收入完全自有的景区。**曲江海洋公园毗邻芙蓉园景区，是西北地区唯一一家海洋主题公园。园区内含有海洋馆、海韵广场、海洋商务会所三部分以及十大馆内主题，相关配套表演包括美人鱼表演、人鲨共舞、海豚、海狮表演，潜水体验等。目前，曲江海洋公园在西安本地推广较好，门票价格为 100 元/人，西安许多企事业单位均优惠团购年票。目前海洋公园二期极地馆项目已于 2010 年 7 月 1 日正式开工建设，预计 2012 年底对外营业。

**大明宫国家遗址公园为西安旅游北线核心景区。**大明宫国家遗址公园是在全国第一批重点文物保护单位盛唐时期皇宫宫殿群—大明宫文物遗址基础上建设的国家遗址公园。地西安市区以北，占地面积 3.5 平方公里。其中，中心遗址较为密集的区域被划分为收费区，门票价格 60 元，其余区域均免费。公园基本还原了唐代大明宫的历史风貌，园区内部修建了各项微缩景观并配套 IMAX3D 电影《大明宫传奇》，给游客带来良好的出游体验。



图 11 大明宫复原图



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

图 12 大明宫景区内微缩景观



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

楼观台道文化展示区为西安旅游西线核心景区。楼观台景区包括四大文化区：财神文化区、道教文化区、道家文化区、现代观光农业示范区。公司目前重点推广 2011 年 7 月新开放的赵明公财神文化区。财神文化区总占地 531 亩，核心区域 331 亩。规划布局以洒水归堂，五路财神为概念，以三进财神殿为核心的建筑院落，形成了民俗吉祥福神的综合展示园区。文化区内通过封神台、善财童子、招财八宝、转运金轮、摇钱树阵等景观营造了大气磅礴的财富文化氛围。

图 13 财神文化区全景图



数据来源：公司披露、安信证券研究中心



图 14 财神殿



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

图 15 问道阁



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

在交通规划上，楼观台景区与西安公交公司达成协议，开通了大雁塔北广场到楼观台的西安环山旅游公交一号线，每天从大雁塔 8:30 发车，1 个半小时即可到财神庙。随着道教文化区、道家文化区、和观光农业区的逐渐培育成型，楼观台景区有望短期达到 1 日游，中期达到 2 日游的游览长度。

### 2.3.2. 开放式景区云集南线，构筑曲江核心景区矩阵

所谓开放式景区是指游客无需门票即可游览的景区，承担着所在区域社会公益责任。公司旗下开放式景区包括大雁塔景区、城墙遗址公园、曲江池遗址公园、寒窑遗址公园和秦二世公园。所有开放式景区均处于大雁塔·大唐芙蓉园一带，构筑曲江核心景区矩阵。

图 16 公司旗下开放式景区地理分布



数据来源：公司披露、安信证券研究中心

大雁塔景区为公司最富盛名旅游资源。包括大雁塔景区、大唐不夜城、唐大慈恩寺遗

址公园。其中大雁塔位于大慈恩寺内，塔身七层，通高 64.5 米，在中国佛教历史上具有十分突出的地位；大慈恩寺遗址公园坐落在大慈恩寺遗址上；大唐不夜城以盛唐风格为主线，内部含有玄奘广场、贞观文化广场、开元庆典广场三个主题广场，六个仿唐街区和西安音乐厅、西安大剧院、曲江电影城、陕西艺术家画廊四大文化建筑。

图 17 大雁塔景区



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

图 18 大雁塔北广场音乐喷泉



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

其余景区各具特色，环曲江池形成景区矩阵。城墙遗址公园是我国现存规模最大而又保存完整的古代城池建筑，东西绵延 3.8 公里，宽 100 米，占地近千亩。城墙景区内包括城门四座：东长乐门、西安定门、南永宁门、北安元门。曲江池位于唐长安城东南隅，占地面积 1500 多亩，其中水域面积 700 亩。整个项目由中国建筑设计大师张锦秋院士担纲规划设计。公园内分为唐城曲池、疏林人家、江滩跌水、柳堤春晓、湖心仙岛、江上居肆、畅观茶院等景区。

图 19 唐城墙遗址公园



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

图 20 曲江池遗址公园



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

寒窑遗址公园和秦二世遗址公园为公司新近完工的两大文化主题公园。寒窑遗址公园主打幸福婚庆产业，布局分为遗址区、婚庆区、商业区。其中，遗址保护区包括原有景点王宝钏窑洞、三姐泉、思夫亭、柳林古寺大雄宝殿、文昌阁、妖马洞；婚庆区以金源阁婚庆酒店为重要载体，也是婚庆服务体验的中心所在。秦二世公园则是以秦二世胡亥的墓地为基础扩建而成的，占地面积约 70 亩，其中建筑面积 4714 平方米。园区分为展览区和遗址区两部分。遗址区分为山门、陈列展示厅、墓冢三部分。



图 21 寒窑遗址公园一景



图 22 秦二世遗址公园



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

数据来源：公司网站、安信证券研究中心

### 3. 大集团小上市公司，外延扩张空间巨大

#### 3.1. 控股股东曲江文投资产庞大，尚有未注入旅游资产

公司控股股东曲江文投旗下拥有众多文化旅游资源。集团旗下拥有全资子公司 11 个，控股参股公司 12 个，产业覆盖旅游、影视投资、文化演出、会展投资等多个领域。曲江文投立足于将曲江文旅打造成集团在文化旅游领域的标杆。截止目前，除陕西宝鸡法门寺文化旅游景区部分股权外，曲江文投旗下已完工旅游资产已悉数以经营管理权的方式归入上市公司。

图 23 曲江文投旗下资源概况



数据来源：公司披露、安信证券研究中心



临潼国家级旅游度假区项目浩大，2014 年即可建成。该旅游度假区占地 28.78 平方公里、总投资达到 930 亿元。其中包括企业投资 670 亿元和政府主导投资约 260 亿元。在具体项目建设上，临潼旅游度假区共包括十大景区。目前均已启动。最引人注目的一处景区是骊山华清池景区，该景区将全面整合骊山现有的朝元阁、望京阁、烽火台、长生殿等景点，依托华清池盛名，打造集历史、人文、生态、旅游为一体的温泉度假区。

法门寺文化景区，西线旅游又一重要景区。法门寺文化景区位于陕西省扶风县城北 10 公里处的法门镇，东距西安市 110 公里，西距宝鸡市 90 公里。该景区占地面积约 1300 亩，是依托法门古寺而建，2009 年 5 月 9 日正式对外开放。法门寺文化景区由山门广场、佛光大道、法门寺寺院、合十舍利塔，以及众多艺术佛像、园林雕塑小品等组成。该景区与楼观台道家文化区同处西安西线旅游地带，位于楼观台景区以北 80 公里路程，驱车约 1.5 个小时。

图 24 临潼骊山华清池景区效果图



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

图 25 法门寺



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

### 3.2. 关联关系人陕西文投旅游资源遍布陕西

陕西文投为曲江文投控股企业。陕西文化产业投资控股（集团）有限公司为曲江文投旗下控股公司之一。该公司是经陕西省委、省政府批准成立的省属国有大型文化企业。集团注册资本 22 亿元。公司主要经营范围包括影视剧、书画艺术品、文物复制品、文化演艺、文化园区、广告传媒、特色文化产业项目投资及文化园区基础设施建设等。公司包含 6 家全资企业、7 家控股企业和 3 家参股企业。

图 26 陕西文投旗下资源概况



数据来源: 公司资料、安信证券研究中心

陕西文投旗下资源丰富, 遍布陕西 6 市。陕西文投旗下拥有多种文化产业资源, 其项目遍布陕西 6 市。其中文化园区项目包括: 西安文艺路演艺基地、延安红色旅游板块、韩城历史文化景区、照金香山红色景区、黄帝文化园区、陕西文化艺术园区、帝王陵探秘主题公园。

图 27 陕西文投主要项目分布情况



数据来源: 公司披露、安信证券研究中心

### 3.3. 曲江二期建设展开，配套众多文化旅游项目

**曲江二期配套众多文化旅游项目。**曲江二期建设于 2009 年全面展开。扩区后曲江新区总用地面积达到 51.82 平方公里，其中一期面积为 20.57 平方公里，二期面积为 20.40 平方公里。曲江二期将重点在原有曲江新区的基础上，打造文化产业相关九大园区。具体项目上，曲江二期项目主要包括曲江创意谷、杜陵遗址核心保护区、杜陵遗址公园、博物馆群、雁梦湖湿地公园等。此外，围绕旅游景区，将在周边进行综合开发，包括雁梦湖周边 3 座超五星精品酒店；湿地公园周边两座超五星生态假日酒店；以及景区周边餐饮、会议以及配套服务设施情况。

图 28 曲江新区规划图



数据来源：公司披露、安信证券研究中心

**杜陵国家遗址公园进一步丰富南线旅游，是曲江二期代表作。**杜陵是西汉后期宣帝刘询的陵墓。曲江二期将围绕杜陵，打造杜陵国家遗址公园项目。该项目以杜陵遗址为核心保护区，同时开发核心文化展示区、杜陵汉代文化综合体验区、明十三陵（明秦王）遗址公园三大板块。其中杜陵遗址保护区包括杜陵及王皇后陵封土遗址、寝殿。三大板块中文化展示区包括杜陵陵墓展示博物馆、陪葬墓展示区、汉代文化主题雕塑展示区、司马道及东司马道广场；综合体验区包括中国碑石文化林、中华传统节日博览区、汉代民俗文化体验区、杜陵塬台塬公园、林荫创意雕塑区、杜陵生态休闲园；明十三陵遗址公园包括明秦王陵遗址公园、明秦王陵博物馆。

**曲江欢乐世界主题公园，是西部最大游乐主题公园。**曲江欢乐世界主题公园式曲江新区“十一五”期间重点规划项目，后由于拆迁问题搁置。随着曲江二期施工的展开，该项目有望重新纳入建设进程。曲江欢乐世界主题公园位于杜陵塬南侧，占地 1700 亩，其中主题公园占地 850 亩。该项目总投资达 30 亿元，公园包括欢乐家庭、科幻世界、极限天地、激情体验、亲水世界五大部分以及演艺广场、中心广场和休息剧场等辅助景区。整个主题公园园区将按地域、文化、人文的不同展现出非洲、拉丁美洲、欧洲、北美洲、澳洲等不同地域建筑文化、民俗文化的传统风貌，使游客在游玩的过程中更能享受异国情调。



图 29 杜陵遗址示意图



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

图 30 曲江欢乐世界主题公园示意图



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

## 4. 内部资源整合，治理结构趋于完善

### 4.1. 调整组织结构，完善公司治理

**组织结构调整有助于提升经营效率，释放利润。**鉴于公司刚刚实现借壳上市，现阶段国有决策体制依然浓厚。目前，公司共有员工 3000 多人，部分业务员工冗余，运营效率存在较大提升空间。上市工作开展之后，公司管理层即确定了由粗放式经营向集约式经营转变的战略方针。目前，公司旗下各景区基本独立运营、各部门配置齐全。未来，公司计划将景区分为免费开放式景区和收费式景区两大部门，设立两个综合管理机构，在采购、后勤、管理等方面实行各景区统筹规划，通过削减重复部门、分流冗余人员到新开业景区的方式提高运营效率。组织结构调整和人员压缩有助于上市公司维持费用稳定，盈利能力也有望出现显著改善。

### 4.2. “大唐新干线”打通南线核心景区，实现景区联动

**“大唐新干线”轻轨一期项目预计今年十一前开通，由公司负责经营，覆盖曲江一期已建成文化旅游景区，形成环线。**曲江新区于 2011 年 4 月 7 日投资 4.5 亿元修建轻轨，命名为“大唐新干线”。“大唐新干线”全长 9.5 千米，沿大雁塔北广场东侧至大唐不夜城、唐城墙遗址公园，绕南湖一周后，进入大唐芙蓉园，最后由大唐芙蓉园与北广场对接形成环网。“大唐新干线”采用瑞士 INTAMIN 公司观光单轨车系统，该系统具有多年的实际运营经验，技术成熟。一期全线共设 13 个车站、3 辆列车、每列列车由三节车厢组成。为配合景区特色，轻轨包括立柱、车厢在内全部设置为仿唐造型。其中列车均为全密封式子弹头列车，采用电力驱动，橡胶轮运行，运行无噪音，零污染。运载上，轻轨设置运行速度为 10-15 公里/小时，运载能力设置为每列车 40 人左右。

轻轨二期将覆盖曲江新区二期规划中的各大文化旅游景点。随着曲江二期的建设，“大唐新干线”将在原规划的基础自阅江楼和东曲江池之间延伸到二期。二期线路组织仍将以重要景点及发展中心为主，包括杜陵邑、杜陵、欢乐世界、以及创意社区等。届时观光轻轨总长将达到 21 公里（延长 11.7 公里），共 21 站（增加 9 个站），打通大雁塔-大唐芙蓉园-曲江池-杜陵国家遗址公园的南区核心景区线。

图 31 轻轨运营路线图（包括一期、二期）(蓝色部分)

图 32 “大唐新干线”轻轨示意图



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

数据来源：公司网站、安信证券研究中心

## 5. 盈利预测与假设

根据我们的盈利预测模型，预计公司 2012~2014 年分别实现收入 9.9、11.4、12.7 亿元，实现净利润 0.79、0.99、1.16 亿元，对应 EPS 分别为 0.44、0.55、0.65 元。本次重大资产注入完成后，公司经营性资产质量优良、营收规模大，且存在业绩承诺。综合考虑未来集团旅游类经营资产交付公司管理可能性，公司内生外延均存在较大空间，给予长期“买入-A”评级，6 个月目标价 16.5 元

表 3 按业务类型分类的收入预测明细

人民币万	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>按业务分类的收入明细</b>							
<b>景区运营管理</b>		<b>210</b>	<b>278</b>	<b>506</b>	<b>596</b>	<b>701</b>	<b>771</b>
-大唐芙蓉园		90	91	96	105	112	115
-大明宫国家遗址公园			20	193	195	196	196
-曲江海洋公园		48	40	50	60	138	152
-楼观台			1	20	64	96	145
-大雁塔景区	63	73	79	66	66	61	63
-曲江池及唐城墙遗址公园			47	60	62	55	56
-寒窑及秦二世遗址公园				19	40	40	40
-明城墙景区			1	3	4	5	6
<b>酒店餐饮</b>		<b>103</b>	<b>158</b>	<b>196</b>	<b>204</b>	<b>227</b>	<b>237</b>
-芳林苑							
-唐华宾馆							
-博相府							
-御宴宫							
<b>旅行社</b>			98	98	98	117	141
<b>旅游纪念品</b>	6	12	18	28	35	44	55
<b>园林绿化</b>		18	28	36	47	56	68
<b>其他业务收入</b>			0				
<b>管理策划输出</b>					10	0	0
<b>合计</b>		<b>343</b>	<b>580</b>	<b>865</b>	<b>989</b>	<b>1,145</b>	<b>1,271</b>

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 4 按业务类型分类的净利润预测明细

人民币万	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>按业务分类的净利润明细</b>							
<b>景区运营管理</b>			<b>60</b>	<b>75</b>	<b>86</b>	<b>112</b>	<b>137</b>
-大唐芙蓉园			23	25	25	27	33
-大明宫国家遗址公园			0	7	10	12	16
-曲江海洋公园			3	6	6	20	24
-楼观台				(3)	1	15	22
-大雁塔景区	9	10	16	17	17	14	15
-曲江池及唐城墙遗址公园			18	20	20	16	17
-寒窑及秦二世遗址公园				3	7	8	9
-明城墙景区				0	0	0	1
<b>酒店餐饮收入</b>			<b>17</b>	<b>24</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>27</b>
-芳林苑							
-唐华宾馆							
-博相府							
-御宴宫							
<b>旅行社及旅游纪念品</b>			<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
-旅行社收入			0	0	0	0	0
-唐艺坊			2	3	3	4	5
<b>管理策划输出</b>					<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>各业务利润合计</b>			<b>79</b>	<b>101</b>	<b>118</b>	<b>142</b>	<b>169</b>
<b>本部费用</b>					<b>24</b>	<b>25</b>	<b>34</b>
<b>财政补贴</b>					<b>15</b>	<b>19</b>	<b>19</b>
<b>公司净利润</b>				<b>67</b>	<b>79</b>	<b>99</b>	<b>116</b>
<b>EPS</b>				<b>0.37</b>	<b>0.44</b>	<b>0.55</b>	<b>0.65</b>

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 5 相对估值样表

公司简介	代码	股价	EPS				市盈率(X)			
		2012/9/3	2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E
长安信息	600706.SH	12.42	-0.25	0.44	0.55	0.65	-49.5	28.2	22.6	19.1
峨眉山A	000888.SZ	22.08	0.62	0.76	0.95	1.15	35.8	28.9	23.3	19.2
黄山旅游	600054.SH	13.41	0.54	0.60	0.69	0.78	24.8	22.5	19.4	17.2
丽江旅游	002033.SZ	22.27	0.71	0.87	1.03	1.23	31.4	25.7	21.7	18.2
张家界	000430.SZ	9.73	0.28	0.36	0.45	0.57	34.8	27.4	21.5	17.0
三特索道	002159.SZ	11.63	0.33	0.47	0.50	0.60	35.2	24.5	23.3	19.4
西藏旅游	600749.SH	9.71	0.06	0.10	0.15	0.22	164.9	96.6	65.6	44.5
桂林旅游	000978.SZ	7.01	0.19	0.25	0.31	0.36	36.9	28.5	22.3	19.6
中青旅	600138.SH	17.40	0.64	0.81	0.90	1.03	27.2	21.6	19.3	16.9
宋城股份	300144.SZ	13.30	0.60	0.52	0.66	0.85	22.2	25.5	20.2	15.7
中国国旅	601888.SH	27.41	0.78	1.12	1.40	1.72	35.1	24.5	19.6	16.0
合计							49.8	33.1	25.3	19.5

数据来源：wind、安信证券研究中心

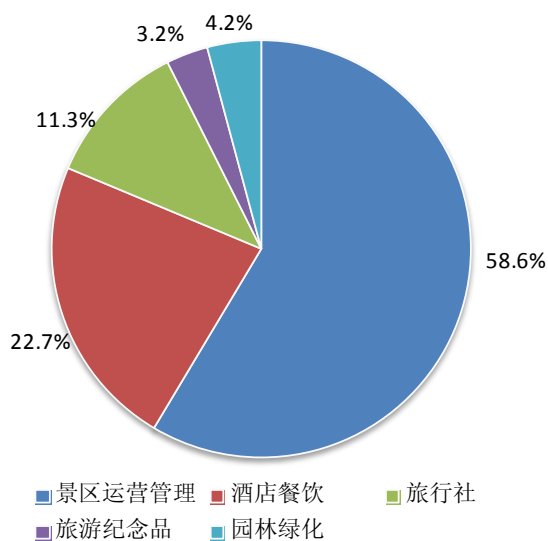
## 6. 附录

### 6.1. 公司概况

作为陕西省文化旅游整合平台，公司垄断了西安市主要旅游资源，主营业务包括景区运营、酒店餐饮、旅行社、旅游纪念品等，均依托西安旅游市场，其中景区运营管理和酒店餐饮是公司的两大业务板块。2011年，景区运营和酒店餐饮分别实现营业收入5.07、1.96亿元，两者分别以58.6%、22.7%的营业收入贡献了65.8%、25.4%的毛利。

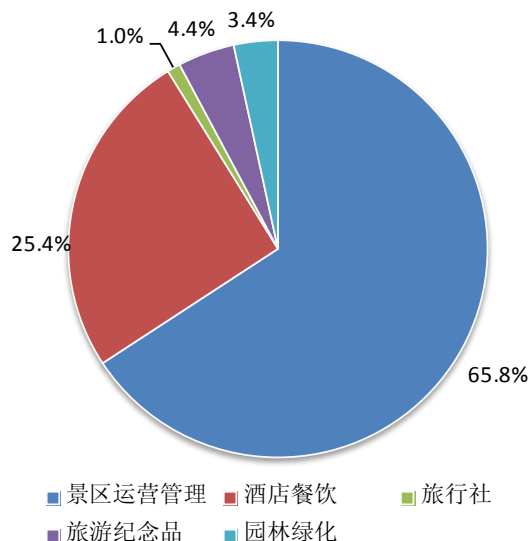


图 33 2011 年曲江文旅主营业务收入结构



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

图 34 2011 年曲江文旅主营业务毛利结构



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

## 6.2. 管理层简介

- 贾涛（董事长，法定代表人），39 岁，MBA 硕士学历，中共党员。曾任深圳锦绣中华旅游发展有限公司餐饮部、场务部经理，西安大唐芙蓉园旅游发展有限公司常务副总经理、总经理，西安唐华宾馆有限公司董事长，西安曲江文化产业投资（集团）有限公司总经理助理，西安曲江文化旅游（集团）有限公司总经理等职；现任曲江新区管委会大雁塔广场管理处处长，西安曲江文化产业投资（集团）有限公司副总经理，西安曲江文化旅游（集团）有限公司董事长兼总经理。
- 柳三洋（董事，总经理），43 岁，大学本科，经济师，中共党员。曾任西安华山机械工业有限公司劳资教育处劳资主管、审计处审计主管，西安高科（集团）公司财务部财务主管，西安高科实业股份公司副总经理、董事会秘书，西安高新技术产业开发区房地产开发公司财务总监，西安曲江文化旅游（集团）有限公司副总经理。
- 杨涛（董事，副总经理），31 岁，研究生学历，博士学位，中共党员。曾任西安大唐芙蓉园旅游发展有限公司文化艺术发展部主管，宣传策划部经理，西安曲江文化旅游（集团）有限公司总经理助理，总经办部门总经理，副总经理等职。
- 庄莹（副总经理），34 岁，大学本科，中共党员。曾任西安国旅中国公民旅游分公司国内销售部经理、西安旅游超市门市部经理、西安旅游超市出境部出境外联、领队，西安曲江新区大雁塔广场管理处部长、大雁塔景区管理服务服务有限公司副总经理，西安曲江文化旅游（集团）有限公司经营策划部部门总经理、文化旅游研究院项目部总经理、副总经理等职。
- 王文胜（副总经理），43 岁，大学本科，中共党员。曾任合肥索菲特明珠国际大酒店房务总监，西安巴西餐厅有限责任公司董事、总经理，安徽万佛湖金水湾度假村驻店经理，西安大唐芙蓉园芳林苑酒店总经理，西安大唐芙蓉园旅游发展有限公司副总经理，陕西法门寺文化景区旅游发展有限公司总经理等职；现任西安曲江大明宫国家遗址公园管理有限公司总经理。
- 鬲永奇（副总经理），41 岁，研究生学历，中共党员。曾任陕西人文旅游公司办

公室秘书，中国康辉西安旅行社总经理助理，西旅集团西安中旅国际旅行社副总经理，西旅集团西安海外旅游有限公司常务副总经理，西安曲江文化旅游(集团)有限公司副总经理等职。

- 李迎春(副总经理)，41岁，大学本科，在读研究生，中共党员。曾任深圳世界之窗有限公司市场部营销室主任助理、营销室主任、市场部经理助理、总经理办公室主任、行政支部书记，西安曲江文化旅游(集团)有限公司大唐芙蓉园景区管理分公司总经理助理、副总经理等职；现任西安曲江文化旅游(集团)有限公司曲江池遗址公园景区分公司总经理，西安曲江楼观道文化景区管理有限公司总经理等职。
- 周德嘉(监事会主席)，49岁，大学本科，高级工程师。曾历任电子工业部国营877厂技术员、车间主任、一分厂厂长、厂团委书记、研究所所长，西安高科(集团)新西部实业发展公司常务副总经理，高新区长安科技产业园管理办常务副主任，高新区电子工业园管理办公室主任，西安高新技术产业开发区高科集团公司副总经理等职；现任西安曲江文化产业投资(集团)公司副总经理。

财务报表预测和估值数据汇总					单位	百万元	模型更新时间	2012-09-04			
					财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
<b>利润表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>成长性</b>					
营业收入	28.9	-	989.1	1,144.9	1,270.6	营业收入增长率	-80.7%	-100.0%	11679444.9%	15.7%	11.0%
减: 营业成本	22.8	-	644.3	740.5	812.8	营业利润增长率	-86.6%	36.0%	-493.6%	25.9%	23.1%
营业税费	-	-	49.5	57.2	63.5	净利润增长率	-103.0%	-899.1%	-460.6%	25.3%	17.7%
销售费用	3.5	0.1	59.3	74.4	82.6	EBITDA 增长率	-95.0%	414.4%	-705.8%	20.6%	19.5%
管理费用	29.9	17.9	115.7	131.7	146.1	EBIT 增长率	-90.4%	110.3%	-675.8%	17.0%	17.5%
财务费用	6.5	1.4	32.4	30.2	29.2	NOPLAT 增长率	-97.2%	554.1%	-596.5%	17.7%	13.9%
资产减值损失	25.3	1.1	-	0.3	0.1	投资资本增长率	-348.3%	30.9%	-1634.0%	6.9%	4.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	14.8%	39.5%	-1059.1%	10.5%	11.2%
投资和汇兑收益	42.7	-1.8	-	-	-						
<b>营业利润</b>	<b>-16.4</b>	<b>-22.3</b>	<b>87.9</b>	<b>110.7</b>	<b>136.2</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	7.0	-	18.0	22.0	20.0	毛利率	21.2%	24.1%	34.9%	35.3%	36.0%
<b>利润总额</b>	<b>-9.4</b>	<b>-22.3</b>	<b>105.9</b>	<b>132.7</b>	<b>156.2</b>	营业利润率	-56.8%	-263796.1%	8.9%	9.7%	10.7%
减: 所得税	0.3	-	26.5	33.2	39.1	净利润率	9.5%	-258352.3%	8.0%	8.6%	9.2%
<b>净利润</b>	<b>2.7</b>	<b>-21.9</b>	<b>78.9</b>	<b>98.8</b>	<b>116.3</b>	EBITDA/营业收入	-13.9%	-243743.4%	12.6%	13.2%	14.2%
<b>资产负债表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	EBIT/营业收入	-34.4%	-246840.6%	12.2%	12.3%	13.0%
货币资金	19.4	1.2	247.7	263.7	316.8	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	394	98,919	204	363	346
应收帐款	0.8	0.7	21.7	25.1	27.8	流动营业资本周转天数	-810	-3,448,956	-5	19	18
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	440	504,181	53	94	96
预付帐款	1.1	0.1	0.1	0.1	0.1	应收帐款周转天数	67	2,491	2	5	5
存货	0.5	-	17.7	20.3	22.3	存货周转天数	147	20,314	3	6	6
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,050	1,103,587	265	470	454
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	-224	-2,964,844	206	395	375
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	10.0	8.2	7.8	7.8	7.8	ROE	17.1%	28.3%	10.5%	11.9%	12.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	-26.2%	-149.5%	5.5%	6.4%	7.1%
固定资产	2.3	2.3	1,117.3	1,190.2	1,250.5	ROIC	-13.1%	34.6%	-131.2%	10.1%	10.7%
在建工程	-	-	28.0	34.9	29.6	<b>费用率</b>					
无形资产	-	-	0.1	0.2	0.3	销售费用率	12.0%	1103.7%	6.0%	6.5%	6.5%
其他非流动资产	2.9	2.5	2.5	2.5	2.5	管理费用率	103.4%	211499.9%	11.7%	11.5%	11.5%
<b>资产总额</b>	<b>37.0</b>	<b>14.9</b>	<b>1,442.8</b>	<b>1,544.7</b>	<b>1,657.6</b>	财务费用率	22.4%	16955.5%	3.3%	2.6%	2.3%
短期债务	14.7	-	389.1	388.2	387.0	三费/营业收入	137.8%	229559.2%	21.0%	20.6%	20.3%
应付帐款	78.8	89.9	100.6	115.6	126.9	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	252.9%	628.1%	47.6%	45.9%	43.9%
其他流动负债	-	0.5	7.4	15.4	24.3	负债权益比	-165.4%	-118.9%	90.7%	84.7%	78.2%
长期借款	-	3.5	189.0	189.0	189.0	流动比率	0.23	0.02	0.58	0.60	0.68
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.23	0.02	0.54	0.56	0.64
<b>负债总额</b>	<b>93.5</b>	<b>93.8</b>	<b>686.1</b>	<b>708.3</b>	<b>727.3</b>	利息保障倍数	1.53	14.56	3.71	4.67	5.66
<b>少数股东权益</b>	<b>6.0</b>	<b>5.5</b>	<b>6.1</b>	<b>6.8</b>	<b>7.6</b>	<b>分红指标</b>					
股本	87.3	87.3	179.5	179.5	179.5	DPS(元)	-	-	0.09	0.11	0.13
留存收益	-149.9	-171.7	571.1	650.2	743.2	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>股东权益</b>	<b>-56.6</b>	<b>-78.9</b>	<b>756.7</b>	<b>836.4</b>	<b>930.3</b>	股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	0.9%	1.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
净利润	-9.7	-22.3	78.9	98.8	116.3	EPS(元)	0.02	0.12	0.44	0.55	0.65
加: 折旧和摊销	6.6	0.9	4.7	9.9	14.7	BVPS(元)	0.35	0.47	4.18	4.62	5.14
资产减值准备	25.3	1.1	-	0.3	0.1	PE(X)	814.3	-101.9	28.3	22.6	19.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-35.7	-26.4	3.0	2.7	2.4
财务费用	6.5	1.4	32.4	30.2	29.2	P/FCF	49.5	-154.8	-3.5	150.7	37.6
投资收益	-42.7	1.8	-	-	-	P/S	77.1	263,253.6	2.3	1.9	1.8
少数股东损益	-12.4	-0.5	0.6	0.7	0.8	EV/EBITDA	-424.3	-47.6	21.5	17.9	14.8
营运资金的变动	12.5	2.2	-20.6	17.0	15.5	CAGR(%)	-317.4%	-273.7%	18.5%	15.2%	12.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>3.8</b>	<b>-14.9</b>	<b>96.0</b>	<b>156.9</b>	<b>176.6</b>	PEG	-2.6	0.4	1.5	1.5	1.5
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>15.0</b>	<b>-0.2</b>	<b>-100.1</b>	<b>-90.1</b>	<b>-70.1</b>	ROIC/WACC	-1.3	3.3	-12.5	1.0	1.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-2.5</b>	<b>-3.1</b>	<b>834.4</b>	<b>-50.8</b>	<b>-53.7</b>	REP	22.5	-3.8	-0.2	2.2	1.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯



## 分析师简介

董云翔，旅游餐饮行业分析师，管理学硕士，2010年6月加盟安信证券研究中心。

## 分析师声明

董云翔声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034