

医疗服务

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人: 刘越男

S0960112070084

0755-82026744

liuyuanan@china-invs.cn

曲江文旅

600706

推荐

轻资产的历史文化景区集成商，外延空间广阔

资产重组后，公司成为曲江系历史文化景区集成商。轻资产模式下内生收入稳定。但作为“曲江模式”的主要运营者——曲江文投旗下唯一的上市公司，有望成为集团的融资平台，外延扩张潜力大，建议持续关注。

投资要点:

- **大背景、轻资产的历史文化景区集成商。**以托管方式注入资产后，公司成为曲江系历史文化景区集成商，现有业务囊括了曲江新区管委会开发完成的所有优质景区，资源优势突出。而控股人曲江文投是“曲江模式”的主要运营商，在景区资源、文化产业、地产开发等方面实力强劲，公司作为旗下唯一的上市公司，有较大的外延拓展空间。
- **“曲江模式”支撑旅游业快速成长。**旅游业是曲江新区发展的动力之源，政策支持力度大，拓展版图能力强。配合西安旅游区域和产品结构发展更加明确、交通网络持续完善等利好，曲江旅游业规模有望实现年均复合 20% 的增长。
- **轻资产模式内生增长空间有限。**公司“基本酬金+收入分成+经营性收入”的盈利模式可避免景区历史性的巨额折旧摊销成本，且风险极低。但由于收入分成天花板不高且经营性收入市场仍待时间培育，内生增长动力不足。
- **实际控制人背景强势，外延扩张空间大。**公司实际控制人曲江文投政府背景强大，旅游资源丰富，未来“大唐新干线”、“曲江二期”、“临潼国家旅游休闲度假区”、“汉长安城未央宫遗址”等资产有望注入。并且，作为融资窗口，不排除公司获得地产项目的可能。
- **推荐评级：**我们预测公司 12-14 年 EPS 为 0.47、0.51、0.56 元，考虑到资产注入空间较大，给予公司推荐的投资评级。

风险提示:

- 资产注入存在不确定性；应收账款发生大规模坏账；旅游业政策发生重大变化。

6-12 个月目标价: 13.00 元

当前股价: 11.21 元

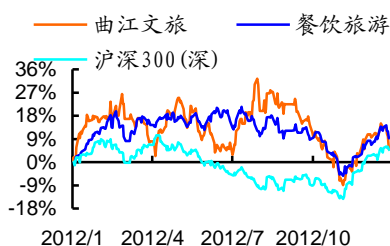
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2346.51
总股本(百万)	180
流通股本(百万)	85
流通市值(亿)	10
EPS	0.36
每股净资产(元)	3.70
资产负债率	59.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
曲江文旅	-0.44%	-5.48%	0.63%
医药生物	13.48%	11.83%	13.28%
沪深 300	6.93%	17.97%	12.89%



相关报告

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	0	1176	1245	1335
收入同比(%)	-100%	-	6%	7%
归属母公司净利润	-22	85	92	100
净利润同比(%)	-899%	290%	8%	9%
毛利率(%)	24.1%	31.0%	31.0%	31.3%
ROE(%)	25.9%	91.7%	52.2%	37.4%
每股收益(元)	-0.12	0.47	0.51	0.56
P/E	-96.89	24.86	23.00	21.16
P/B	-25.11	22.79	12.00	7.92
EV/EBITDA	-106	19	17	15

资料来源: 中投证券研究所

## 目 录

一、公司简介：轻资产模式的历史文化景区集成商，强势政府背景带来外延空间 .....	4
二、区域分析：外围环境利好，曲江模式支撑旅游业快速成长 .....	5
2.1 郑徐、西成线开通完善西安旅游条件 .....	5
2.2 旅游兴区，政策扶持成就曲江 .....	7
三、内生增长稳健，外延空间广阔 .....	8
3.1 景区业务：轻资产模式，内生增长空间有限 .....	8
3.1.1 景区业务简介 .....	8
3.1.2 轻资产托管模式，收入稳定 .....	11
3.2 实际控制人资源丰富，资产注入空间大 .....	13
3.2.1 大唐新干线 .....	13
3.2.2 曲江二期 .....	13
3.2.3 临潼华清城 .....	14
3.2.4 汉长安城未央宫遗址项目 .....	14
3.2.5 或成为地产项目融资窗口 .....	15
3.3 其他业务：产业链补充，战略意义大于盈利目的 .....	15
3.3.1 酒店及餐饮：依附景区，定位高端 .....	15
3.3.2 边缘业务：微利或亏损，未来产业拓展基础 .....	16
3.4 其他有可能对公司业绩产生影响的因素 .....	16
3.4.1 应收账款 .....	16
3.4.2 政府补助 .....	17
四、投资建议：推荐 .....	17

## 表目录

表 1 西安旅游产业重点工程 .....	5
表 2 西安交通情况 .....	6
表 3 曲江新区文化产业扶持政策 .....	7
表 4 曲江旅游规划 .....	8
表 5 曲江文旅景区收费方式 .....	12
表 6 汉长安城遗址一览 .....	14
表 7 曲江文旅餐饮酒店业务概览 .....	15
表 8 应收账款坏账计提标准比较 .....	16
表 9 应收账款主要来自地方政府 .....	16
表 10 核心业务收入成本预测 .....	17

## 图目录

图 1 曲江文投产业链及股权结构 .....	4
图 2 曲江文旅收入构成 .....	4
图 3 曲江文旅营业利润构成 .....	4
图 4 西安市入境游客及外汇旅游收入 .....	5
图 5 西安市国内游客及国内旅游收入 .....	5
图 6 西安是四纵四横高铁网络重要节点 .....	6
图 7 曲江新区管委会所辖景区分布 .....	7
图 8 曲江文旅业务结构 .....	9
图 9 曲江文旅景点分布 .....	9
图 10 大唐芙蓉园 .....	10
图 11 《梦回大唐》 .....	10
图 12 大雁塔 .....	10
图 13 大慈恩寺 .....	10
图 14 大明宫遗址公园之微缩景观 .....	10
图 15 含元殿遗址 .....	11
图 16 楼观台景区 .....	11
图 17 杜陵国家遗址公园与已开发景区分布图 .....	14
图 18 曲江二期规划图 .....	14

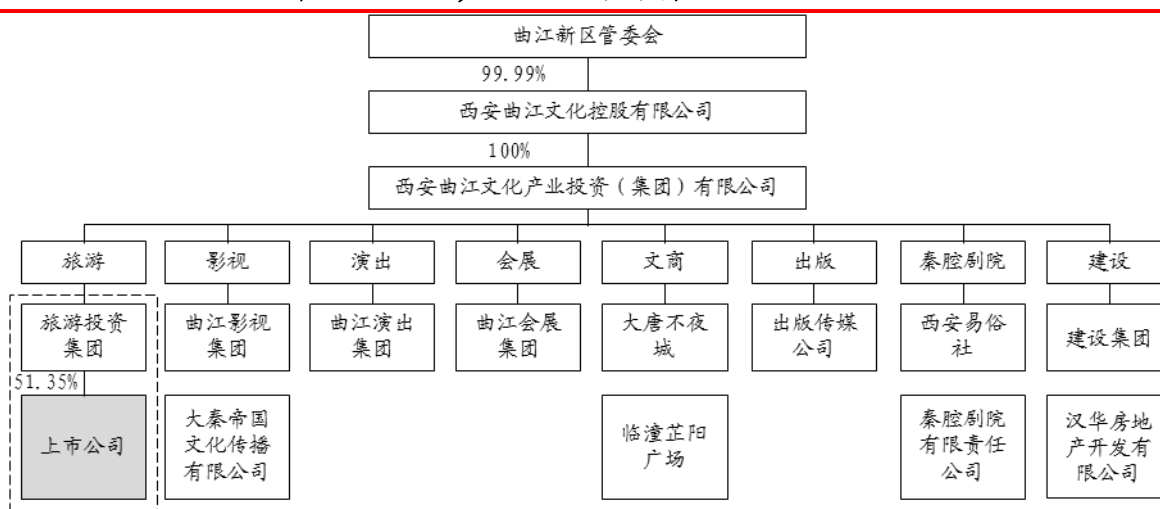
## 一、公司简介：轻资产模式的历史文化景区集成商，

### 强势政府背景带来外延空间

西安曲江文化旅游股份有限公司是西安曲江旅游投资(集团)有限公司(原名曲江文化旅游集团)将旗下旅游资产以托管方式注入长安信息(ST 长信)后借壳上市的公司。

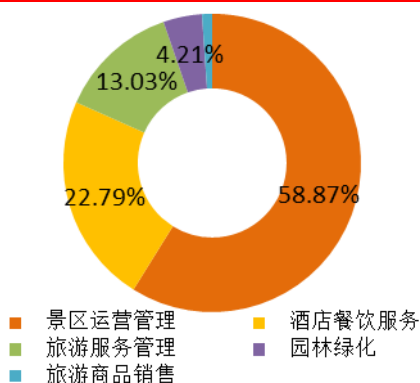
控股股东西安曲江旅游投资(集团)有限公司是曲江文化产业投资(集团)有限公司的全资子公司,实际控制人是曲江新区管理委员会。公司是管委会庞大产业链中唯一的上市公司,有望成为集团融资平台。

图 1 曲江文投产业链及股权结构



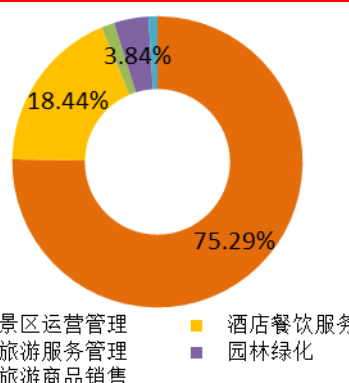
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 曲江文旅收入构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 曲江文旅营业利润构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司现有 5 块业务,景区运营管理是主要的收入和利润来源,业务涵盖曲江新区内所有景点、大明宫遗址公园和楼观台景区。公司作为景区的托管者,有四个特点:

第一,内生增长动力相对不足。公司景区业务盈利方式是“基本管理费+收入分成+经营性收入(景区内除门票以外的收入)”。基础酬金一般三年一提,涨幅不大;收入分成存在天花板;经营性收入仍待培育。

第二，景区管理输出空间大。曲江新区管理委员会旗下的临潼文化休闲度假旅游区、曲江二期尚未托管给公司，考虑到公司管理经验丰富，不排除后续资产注入的可能。

第三，轻资产模式避免了历史性的摊销、折旧等成本。

第四，风险非常低：基础酬金门槛不高，几乎没有惩罚机制；也避免了景区上市及门票经济的诸多限制。

## 二、区域分析：外围环境利好，曲江模式支撑旅游业

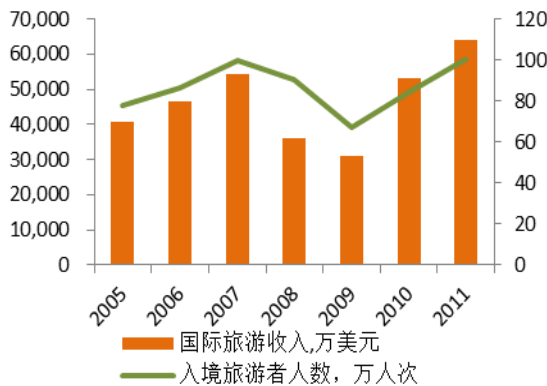
### 快速成长

#### 2.1 郑徐、西成线开通完善西安旅游条件

西安是世界四大文明古都之一，重要的旅游城市。2006-2011年游客数量和旅游收入年均复合增速达到18.32%和24.09%，而根据西安市旅游“十二五”规划，截至2015年，西安市游客数量和旅游收入将可以实现年均复合10.72%和17.19%的增长。

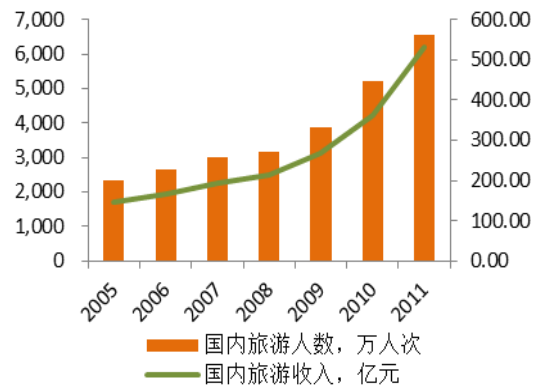
除了在区域结构和产品结构上划分明确、支持力度较大外，郑徐客运专线和西成高铁的开通将为西安旅游业注入新的动力。

图 4 西安市入境游客及外汇旅游收入



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 西安市国内游客及国内旅游收入



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 西安旅游产业重点工程

重点工程	涉及项目
大遗址保护与改造	大明宫国家遗址、汉长安城遗址、阿房宫遗址、昆明池遗址、杜陵遗址、青龙寺遗址
皇城区建设	保护及恢复历史街区
秦文化旅游景区	临潼兵马俑、秦始皇陵
绿色生态旅游	秦岭国家植物园、洋渭三角洲湿地公园、浐灞国家湿地公园
临潼国家旅游休闲度假区	华清池-烽火台景区、温泉疗养教育区、半山养生度假区、国际旅游休闲区
宗教旅游区	万寿八仙宫、城隍庙、大兴善寺、兴教寺、香积寺、净业寺、华严寺、

资料来源：西安市旅游“十二五”规划，中投证券研究所

西安地处中国陆地版图中心，是全国交通网络上最大的节点城市之一、中国六大航空枢纽之一、六大通讯枢纽之一。西安一日交通圈覆盖范围已扩大到全国。

表 2 西安交通情况

到达城市	陆路交通方式	所需时间	航空所需时间
北京	高铁	5.5 小时	2 小时
上海	动车	11 小时	2 小时
广州	高铁	8 小时	2.5 小时
深圳	高铁	9.5 小时	2.5 小时
成都	铁路	13 小时	1.5 小时
重庆	铁路	11 小时	1.5 小时

资料来源：中投证券研究所

**郑徐客运专线通车将拉近上海至 5 小时经济圈。**郑徐客运专线是国家“四纵四横”铁路客运专线网中徐州至兰州客运专线的组成部分，设计时速为 350 公里，于 2012 年 12 月正式开工建设，计划 2015 年建成，通车后徐州到郑州仅需 1 小时左右。而由高铁从郑州至西安高铁只需 2.5 小时；通过京沪高铁从徐州到上海只需 2 个小时。

**西成高铁打通郑州至成都 3 小时线路。**西成高铁由西安至江油客运专线与成绵乐城际铁路组成。线路自西安北站引出，向西南方向途经汉中、广元、绵阳、德阳接入成都东站。西安至成都客运专线建成后，将与徐兰、大西、成渝、成贵等客运专线相衔接，设计时速为 250 公里，并预留提速条件。2012 年 10 月 27 日正式开工，建设工期 5 年。建成后西安至成都火车运行时间将由现在的 14 小时缩短到 3 小时以内。

图 6 西安是四纵四横高铁网络重要节点



资料来源：政府网站、中投证券研究所

## 2.2 旅游兴区，政策扶持成就曲江

曲江位于西安市南部，是 2002 年起步的唐文化产业新区，未来西安发展的重点区域。曲江新区管委会除负责管理位于曲江新区内的景区（秦二世陵、汉宣帝杜陵、唐城墙遗址、大慈恩寺、大雁塔、曲江寒窑等文物古迹；大雁塔北广场、大唐芙蓉园、曲江海洋馆等）外，还拥有大明宫遗址公园、楼观台景区和临潼旅游休闲度假区（部分）的开发权。

图 7 曲江新区管委会所辖景区分布



资料来源：曲江政府网站、中投证券研究所

2011 年，西安市全年共接待国内游客 6553 万人次。我们测算，曲江新区管委会辖下景点接待游客数量占比 60%左右；其中，曲江新区内景区游客占比约为 30%。判断未来曲江在西安市旅游业中的地位将有较大的提高，预计至 2015 年，游客数量年均增速 20%。逻辑如下：

其一，战略地位更重要，政策扶持力度最大。旅游业是西安市的重点产业，对于曲江来说则是兴区之源：

曲江模式是西湖模式与华侨城模式的综合升级版：**以旅游为发展动力，房地产为支柱**。（1）将排他性或吸引力相对弱的景点免费开放，配合大唐芙蓉园、大雁塔等核心景区，有效的提升了游客数量。（2）建设大雁塔北广场、开元广场、大唐不夜城，逐步完善基础设施建设，引进酒店、旅游服务业、餐饮业、旅游商品业、娱乐业、体育等产业，进一步提升人气。（3）景区和基础设施完善带动土地价值提升，通过土地出让、商业租金和高档住宅回笼资金并进行后续开发。

曲江在土地、融资、税收、人才引进等多方面均有较大程度的优惠。

表 3 曲江新区文化产业扶持政策

曲江产业扶持政策	发布年份
西安市鼓励外商投资优惠政策	2006

曲江产业扶持政策	发布年份
西安曲江新区鼓励和扶持影视产业优惠政策	2006
西安曲江新区促进会展产业发展优惠政策	2007
西安曲江新区入区文化企业营业税补贴暂行办法	2010
西安曲江新区入区文化企业房租补贴暂行办法	2010
西安曲江新区入区文化企业贷款担保管理暂行办法	2010
西安曲江新区吸引文化产业高级人才暂行办法	2010
关于印发《西安曲江新区优秀影视作品奖励暂行办法》的通知	2011
关于印发西安曲江新区文化产业发展专项资金管理办法的通知	2011

资料来源：曲江新区管理委员会，中投证券研究所

其二，规划更加完整，版图扩展空间大。目前曲江旅游的核心是大唐芙蓉园-大慈恩寺一带，未来将重点打造文化旅游（唐城墙、大明宫遗址）、宗教旅游（楼观台景区）、休闲旅游（临潼华清城）三大旅游区及西安周边五大辐射区。

**表 4 曲江旅游规划**

地位	定位	景区
<b>核心</b>	“唐城—汉苑”	曲江一期及二期
	遗址文化旅游	西安城墙景区、大明宫国家遗址公园以及可辐射的汉长安城遗址
<b>三区</b>	宗教文化旅游	楼观道源仙都、道家祖庭、财神故里
	度假休闲旅游	临潼国家旅游休闲度假区为重点，联动骊山、华清池等著名景区以及辐射的秦岭北麓等区域
<b>五大辐射区</b>		以关中西部的宝鸡地区为主，重点辐射区为周原遗址、太白山等 以关中东部的渭南地区为主，重点辐射区为韩城党家村、华山等 以陕北的延安地区为主，重点辐射区为红色景区、白云山等 以陕南的汉中地区为主，重点辐射区为汉文化、三国文化景区等 以陕西省之外的周边地区为主，重点辐射区为天水、平遥等地

资料来源：曲江新区管理委员会，中投证券研究所

其三，其辖下景区多为新兴景区，正逐渐为游客所认可。容纳能力强，拓展空间大。

## 三、内生增长稳健，外延空间广阔

### 3.1 景区业务：轻资产模式，内生增长空间有限

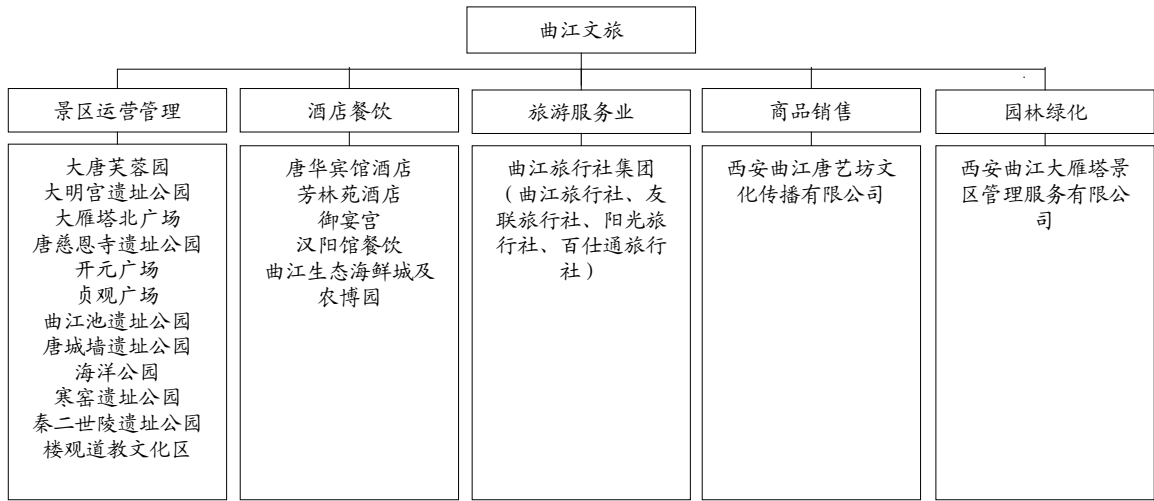
#### 3.1.1 景区业务简介

公司现有 5 块业务，景区运营管理是主要的收入和利润来源。

目前经营的景区包括南线的大唐芙蓉园-大雁塔景区群（含曲江海洋公园、唐城墙、开元广场、贞观广场、曲江池遗址、寒窑遗址、海洋公园、秦二世陵）；北线的大明宫国家遗址公园以及西线的楼观台道文化展示区。

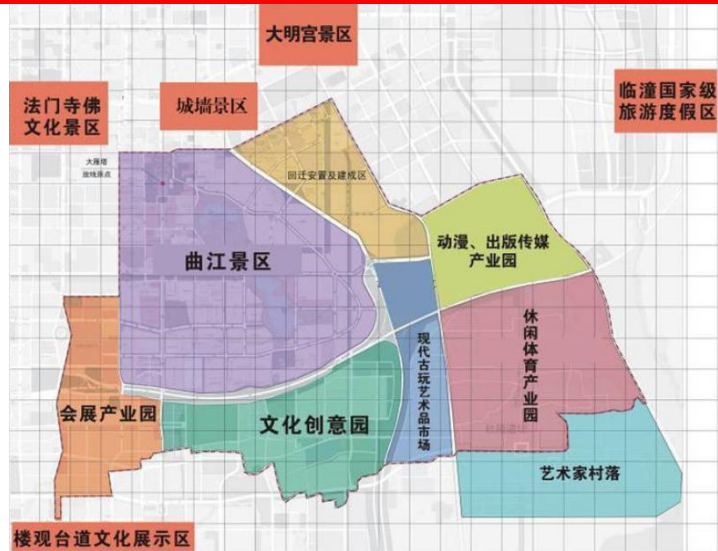


图 8 曲江文旅业务结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 9 曲江文旅景点分布



资料来源：百度图片、中投证券研究所

**南线景区：**

**大唐芙蓉园：**曲江的名片，国家 5A 级旅游景区。占地 1000 亩，其中水面 300 亩，总投资 13 亿元。位于古都西安大雁塔东侧，是中国第一个全方位展示盛唐风貌的大型皇家园林式文化主题公园。拥有全球最大最先进的水火景观表演，国内最长唐文化长廊，大型歌舞《梦回大唐》。

**大雁塔景区：**是西安市著名的旅游景点，又名大慈恩寺塔，位于大慈恩寺内，是中国唐朝佛教建筑艺术杰作、在宗教史上地位很高。

**寒窑遗址公园：**是第一个大型婚俗婚礼婚仪体验式主题公园，位于西安曲江新区东南隅，紧临曲江池遗址公园，与大雁塔、大唐芙蓉园和大唐不夜城隔水相望。

**秦二世陵：**位于曲江新区内曲江池遗址公园南岸。整个陵墓呈半圆形。现封土堆直径 25 米，高 5 米。远眺右手是其父秦始皇堪称“世界八大奇迹”的兵马俑，左手是覆压三百余里的阿房宫。

图 10 大唐芙蓉园



资料来源：西安旅游局、中投证券研究所

图 11 《梦回大唐》



资料来源：西安旅游局、中投证券研究所

图 12 大雁塔



资料来源：西安旅游局、中投证券研究所

图 13 大慈恩寺



资料来源：西安旅游局、中投证券研究所

#### 大明宫遗址公园：

唐大明宫是唐代长安城禁苑，位于城东北部的龙首原。唐朝 21 位皇帝中，有 17 位在此主政。规模是明清故宫的 4.5 倍，是世界上规模最大、最辉煌的宫殿群之一。建筑已毁于战火，遗址公园内是仿唐建筑。其中三分之二区域免费，收费区主要为文物保护及文物展示区域。

图 14 大明宫遗址公园之微缩景观



资料来源：新闻网、中投证券研究所

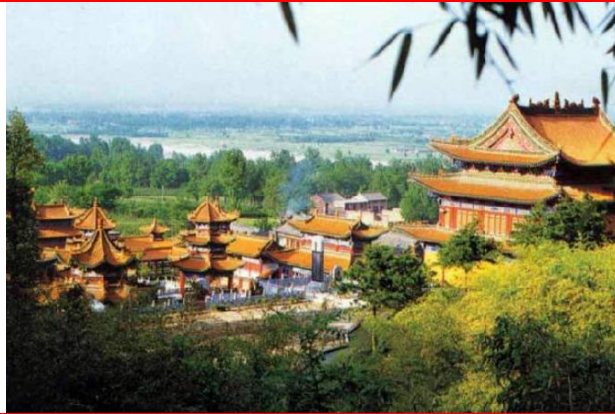
图 15 含元殿遗址



资料来源：新闻网、中投证券研究所

**楼观台景区：**号称“天下第一福地”、道教胜迹，位于西安市周至县东南 15 公里的终南山北麓。楼观台古迹主要有老子说经台、尹喜观星楼、秦始皇清庙、汉武帝望仙宫、大秦寺塔以及炼丹炉、吕祖洞、上善池等 60 余处，其中老子墓、大秦寺塔为省级重点文物保护单位。自然风光以森林见长，这里山岭倚山背水，茂林修竹，融自然人文于一体，是避暑度假的理想之地。古籍赞：“关中河山百二，以终南为最胜；终南千峰耸翠，以楼观为最名。”

图 16 楼观台景区



资料来源：百度图片、中投证券研究所

### 3.1.2 轻资产托管模式，收入稳定

公司的盈利模式是“基本管理费+收入分成+经营性收入”。这种模式收入相对确定。

其一，基本管理费用增长缓慢，大唐芙蓉园、明城墙景区、曲江大明宫遗址公园、楼观台景区、曲江寒窑遗址公园景区均为三年一调，幅度为 5%-10% 左右。

其二，收入分成天花板限制。只有大唐芙蓉园、楼观台景区和寒窑遗址公园景区有收入分成。且大唐芙蓉园和寒窑遗址分成上限不高。

- 较晚并入公司的楼观台景区收入分成无上限，究其原因，主要是观台是新兴景区，因而对公司采取更加丰厚的激励措施
- 但受已签协议影响，其他景区（尤其是成熟景区）效仿的可能性不高。

其三，经营性收入（门票以外收入）空间大，但市场仍待培育，短期内难以拉动业绩。经营性收入基本全部归属上市公司，2010 年，公司经营性收入

占景区收入比例为 14%；根据迪士尼的经验，这一比例可以拓展到 50%左右。公司在文艺演出、影视制作等方面实力强大，具备拓展经营性收入产业链的能力，但商业化还未起步，市场需要较长时间培育。

其四，公司的成本主要是人力及园区内设备，成本相对稳定，存在一定的规模效应；但由于收入增长空间有限，利润率变动幅度不大。

**表 5 曲江文旅景区收费方式**

景区	所属于公司	期限	基本管理费	收入分成	经营性收入	门票价格
大唐芙蓉园	大唐芙蓉园分公司	2011.1.1 - 2030.1.231	前三个年度 2011-2013, 基本酬金= min (6600 万元, 当年门票收入), 此后每三个年度为周期调增基本酬金。	门票收入超过基本酬金 10% 以内部分, 无分成酬金; 门票收入超过基本酬金 10% 至 20% 之间部分, 其中 50% 作为分成酬金; 门票收入超过基本酬金 20% 至 30% 之间部分, 其中 60% 作为分成酬金; 门票收入超过基本酬金 30% 至 40% 之间部分, 其 70% 作为分成酬金; 门票收入超过基本酬金 40% 至 50% 之间部分, 其中 80% 作为分成酬金; 门票收入超过基本酬金 50% 以上部分, 无分成酬金。	100% 归曲江文旅所有。	门票价格 120 元/
明城墙景区	城墙公司		2010 年 7-12 月, 管理酬金为 60 万元/月, 2011 年管理酬金 70 万元/月, 2012-2013 年每月管理酬金上浮 10%, 2014-2015 年月管理酬金依次上浮 5%。		门票以外的收入归城墙公司拥有。	40 元/人。
曲江大明宫遗址公园	大明宫管理公司		2010.10-12, 酬金 952.50 万元/月; 2011.1.1-2030.9.30, 酬金为 1587.50 万元/月。每三年可调整管理酬金。		经营活动收入归大明宫管理公司所有。	收费景区仅限小部分, 60 元/人
曲江池遗址公园和唐城墙遗址公园	曲江池分公司	2010.1.1-2030.01.031	3080.22 万元/年		1-5 年, 100% 归曲江文旅所有; 6-10 年, 92% 归曲江文旅所有; 11-15 年, 90% 归曲江文旅所有; 16-20 年, 88% 归曲江文旅所有。	免费
大雁塔景区、大唐不夜城、开元广场、唐大慈恩寺	大雁塔管理公司	2010.1.1-2030.01.031	2989.79 万元/年		1-5 年, 100% 归曲江文旅所有; 6-10 年, 92% 归曲江文旅所有; 11-15 年, 90% 归曲江文旅所有; 16-20 年, 88% 归曲江文旅所有。	大慈恩寺大雁塔收费: 淡季 30 元/人, 登塔 20 元/人; 旺季 50 元/人, 登塔 30 元/人, 休闲文化区免费
曲江寒窑遗址公园公共开放区域	母公司	2011.7.7-2030.4.30	196.83 万元/年			免费
曲江秦二世陵遗址公园	母公司	2011.7.1-2030.9.27	管理酬金为 543.5161 万元。			20 元
楼观台景区	楼观道公司	过渡期协议: 2011.7.19-2013.12.31	基本酬金= min (2150.36 万元, 当年门票收入)。此后每三个年度为周期调增基本酬金, 基本酬金每次调增的增幅不低于上一基本酬金的 10%	根据门票收入所在基础酬金范围确定分成酬金: 1—1.1 倍基本酬金, 20% 为分成酬金; 1.1-1.2 倍基本酬金之间部分, 30% 为分成酬金; 1.2-1.3 倍基本酬金之间部分, 40% 为分成酬金; 1.3-1.4 倍基本酬金之间部分, 50% 为分成酬金; 1.4-1.5 倍基本酬金之间部分, 80% 为分成酬金; >1.5 基本酬金 50% 以上部分, 全为分成酬金。《楼观台景区管理协议》一旦生效, 过渡期安排协议终止。		淡季 35 元, 旺季 55 元

景区	所属子公司	期限	基本管理费	收入分成	经营性收入	门票价格
曲江寒窑遗址公园收费区域	母公司	过渡期协议： 2011.8.1-2013.12.31	基本酬金=min(608.90万元，当年门票收入)。此后每三个年度为周期调增基本酬金，基本酬金每次调增的增幅不低于上一基本酬金的10%。	门票收入超过基本酬金10%以内部分，无分成酬金；门票收入超过基本酬金10%至20%之间部分，其中50%作为分成酬金；门票收入超过基本酬金20%至30%之间部分，其中60%作为分成酬金；门票收入超过基本酬金30%至40%之间部分，其中70%作为分成酬金；门票收入超过基本酬金40%至50%之间部分，其中80%作为分成酬金；门票收入超过基本酬金50%以上部分，无分成酬金		平时60元，节假日100元
海洋公园	海洋馆分公司	-	-	全部收入归公司所有	全部收入归海洋馆分公司所有。	100元/人，年票350元/人

资料来源：公司公告、西安市旅游局、中投证券研究所

## 3.2 实际控制人资源丰富，资产注入空间大

### 3.2.1 大唐新干线

“大唐新干线”以旅游观光为主、兼顾交通功能。作为由曲江文投集团建设的文化旅游项目，不排除交由上市公司经营的可能。

该线路将曲江景区连成一体，有助于发挥景区的集群效应和整体竞争力。线路经过雁塔北广场、雁塔东苑、亮宝楼、大唐芙蓉园、海洋科普世界、唐大慈恩寺遗址公园、曲江池遗址公园、寒窑、唐城墙遗址公园、西安广电中心、大唐不夜城、慈恩寺等曲江新区重要的人文景观、旅游景点和商业中心。未来可能延伸至曲江二期。

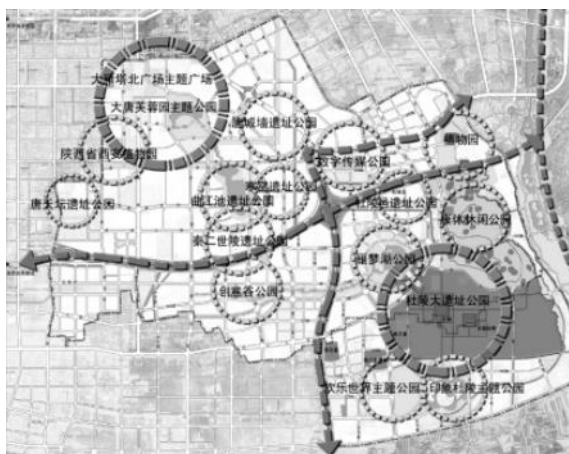
### 3.2.2 曲江二期

曲江二期是陕西省西安市曲江新区国家文化产业示范区战略发展的第二次腾飞，2009年开始建设，占地一万余亩。由曲江新区管委会开发，未来很有可能委托上市公司管理。项目包括曲江创意谷、杜陵遗址公园、关中风情园、博物馆群等。

其核心杜陵国家遗址公园位于曲江新区的东南，面积1200余亩，距大雁塔景区只有十分钟车程，联动效应明显。参照大明宫遗址公园先例，杜陵遗址公园很可能采取半开放或者免费的模式，预计年均接待购票游客100万人左右。

- 从知名度和历史价值来看，杜陵远逊于大明宫；
- 大明宫遗址公园在市中心，杜陵所在的曲江二期相对偏僻；
- 大明宫原建筑已毁于战乱，开放区域几乎已被夷为平地，而杜陵保存相对完好；
- 大明宫遗址公园开发前脏乱差，而曲江一期的成功为曲江二期提供先例，区域整体环境更好。

图 17 杜陵国家遗址公园与已开发景区分布图



资料来源：百度图片、中投证券研究所

图 18 曲江二期规划图



资料来源：百度图片、中投证券研究所

### 3.2.3 临潼华清城

曲江管委会开发的大唐华清城是临潼国家旅游休闲度假区 2012 年重大文化旅游项目，是集旅游接待、商业购物、特色餐饮、娱乐休闲为一体的文化旅游综合体。未来有可能交由上市公司管理。

华清城依托骊山、华清宫、唐昭应城墙遗址等文化资源和文化遗存，形成“三轴一心一带两翼”的总体格局。其中“三轴”指以唐华清宫宫殿群相对应轴线形成的春寒赐浴、霓裳羽衣、温泉铭三个文化主题广场；“一心”指以长恨歌大型主题雕塑为核心的下沉式演艺广场；“一带”指东西横亘，东西长约 843 米，南北宽约 232 米的唐昭应城遗址保护景观带；“两翼”指与地下 6 万平方米商业群连为一体的地上东西两大商业街区。

### 3.2.4 汉长安城未央宫遗址项目

汉长安城未央宫遗址由汉长安城遗址保护特区管理委员会负责开发和保护，管委会已获得市级开发授权。现存遗址众多，是“丝绸之路”跨国联合申报世界文化遗产重点项目、国家文物局大遗址专项保护工程。

根据《汉长安城遗址环城景观带建设规划》，将构建集历史民俗文化区、公园文化展示区、旅游服务区等为一体的环城景观带。规划面积 7.14 平方公里，预计前期启动投资 75 亿元。工程正在实施。从中长期来看，不排除公司参与该遗址公园经营管理的可能。

表 6 汉长安城遗址一览

现存遗址	规模
城墙	周长 25700 米，基宽 12~16 米，最高处残高近 10 米
未央宫前殿遗址	东西 200 米，南北 350 米
椒房殿遗址	东西 150 米，南北 200 米
官署遗址	东西 150 米，南北 70 米
少府遗址	东西 210 米，南北 80 米
天禄阁遗址	边长 20 米，高 10 米

现存遗址	规模
石渠阁遗址	东西 80 米，南北 90 米，高 8 米
武库遗址	东西 70 米，南北 350 米
桂宫鸿宁殿遗址	边长 50 米，高 7 米
罗寨遗址	东西 400 米，南北 500 米
樊寨遗址	东西 100 米，南北 100 米
讲武殿遗址	边长 25 米，高 17 米
楼阁遗址	东西 700 米，南北 190 米
未央宫夯台遗址	东西 10 米，南北 25 米，高 9 米

资料来源：汉长安城遗址保护特区管理委员会、中投证券研究所

### 3.2.5 或成为地产项目融资窗口

曲江模式下前期投资巨大，2011 年曲江文化产业投资集团资产负债率为 66%，曲江旅游投资集团资产负债率（2011 年三季度）达到 85%，主要投资项目是商业和住宅地产。而公司作为曲江县唯一的上市融资平台。不排除待房地产企业融资政策放宽后，以注入地产项目的方式进行融资的可能。

### 3.3 其他业务：产业链补充，战略意义大于盈利目的

#### 3.3.1 酒店及餐饮：依附景区，定位高端

公司酒店及餐饮大多分布在主题公园旁边，地理位置优越，环境非常好；主题特色鲜明；定位较高。

2012 年以前开业的酒店及餐饮在西安口碑好，唐华宾馆、芳林苑等常常爆满，未来增长将主要来自于改建后规模的扩大。2012 年开业的酒店和餐厅在市场培育期，在 2012-2013 年可能有较快的增长，但整体增长空间有限。

表 7 曲江文旅餐饮酒店业务概览

酒店名称	特色	平均房价	人均消费 (餐饮)	住房规模	餐厅规模	开业时间	位置
唐华宾馆	仿唐园林酒店	500	-	288 间	-	1988 年	大唐芙蓉园以西，大雁塔以东
芳林苑酒店	仿唐建筑	1000+	200	55 间	-	2005 年	大唐芙蓉园东部，芙蓉湖畔
御宴宫	仿唐	-	200	-	包房 21 间	-	大唐芙蓉园西部，靠近西大门
金缘阁	婚庆酒店	-	170	-	可同时容纳 1000 人	-	曲江寒窑遗址公园旁
唐华乐府	西安首席艺术餐厅	-	260	-	-	-	大雁塔东侧，唐华宾馆西侧
曲江生态海鲜城	生态养生	-	180	-	-	2012 年	雁翔路主干道
楼观·道温泉酒店	温泉酒店	1000	温泉门票 100 元	170 间客房，20 余座生态露天汤池，两栋 VIP 温泉别墅	170 余人同时进餐	-	秦岭山麓，楼观台景区
汉阳馆	韩国料理	-	100	-	-	-	大唐不夜城/大唐

酒店名称	特色	平均房价	人均消费(餐饮)	住房规模	餐厅规模	开业时间	位置
楼观驿站	-				54间客房		通易坊
大唐博相府	唐文化酒店	800	100	48间		2009年	

资料来源：公司公告、曲江文化产业集团网站、携程网、中投证券研究所

### 3.3.2 边缘业务：微利或亏损，未来产业拓展基础

旅游服务业务（旅行社）：主要包括曲江、阳光、友联和百仕通四家旅行社。

文化旅游演出业务：公司结合盛唐文化、地域文化特色，打造的文化旅游演出包括《梦回大唐》、《水幕电影》、《道梦空间》等。舞台效果不逊于《宋城千古情》，但市场还待培育。

旅游教育业务：以旅游学院为平台，加大与旅游专业培训机构合作，通过引进师资顾问等形式，开展旅游相关的职业、培训教育，基本无盈利。

旅游商品销售业务：公司下属子公司西安曲江唐艺坊文化传播有限公司负责运营，涵盖旅游商品的策划、设计、销售。

园林绿化业务：由子公司西安曲江大雁塔景区管理服务有限公司负责运营，主要承接政府、企事业单位的园林绿化业务，拥有园林绿化二级业务资质。

## 3.4 其他有可能对公司业绩产生影响的因素

### 3.4.1 应收账款

公司应收账款占收入比 30%（2012 年 3 季度数据），客户主要是地方政府，不排除拖欠的可能，未来可能会对公司业绩形成一定的影响。

表 8 应收账款坏账计提标准比较

	1年以内	1-2年	2-3年	3-4年	4-5年	5年以上
曲江文旅	1%	5%	20%	50%	70%	100%
宋城股份	5%	20%	30%	50%	80%	100%
华侨城	3%	36%	17%	25%	10%	25%
公司账面余额,百万元	152.26	8.27	1.08	0.03	-	-

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 9 应收账款主要来自地方政府

	与本公司关系	年限	占应收账款总额的比例(%)
西安曲江大明宫遗址区保护改造办公室	非关联方	1年以内	26.80
西安曲江新区土地储备中心	非关联方	1年以内	11.25
西安曲江新区社会事业管理服务中心	非关联方	1年以内	13.62
西安曲江大明宫投资(集团)有限公司	非关联方	1年以内	5.82
西安曲江新区管理委员会	非关联方	1年以内	3.56

资料来源：公司公告、中投证券研究所



### 3.4.2 政府补助

曲江新区管委会对包括公司在内的文化企业有税收返还政策：对于 2006 年以后在曲江新区工商、税务注册的文化企业，可以享受 5 年的营业税补贴（前 3 年按其缴纳年营业税的 100% 给予补贴，后 2 年按其缴纳年营业税的 28%）。

大明宫、寒窑遗址公园、秦二世遗址公园均为 2010 年开业，楼观台景区中部分在 2011 年下半年开业。2012 年上半年公司收到 2011 年 2-4 季度的营业税返还 1249 万元（占利润比 36.41%）。如果政策支持不再继续，可能对公司业绩造成一定影响。

## 四、投资建议：推荐

#### 核心假设：

- 暂不考虑后续资产注入、会计政策变更、政府政策改变的影响；
- 景区管理协议内容无重要变更；
- 无重大自然灾害或天气异常。

表 10 核心业务收入成本预测

		2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
景区	收入, 百万元	637.25	686.71	740.51	799.01	846.42
	成本, 百万元	375.98	405.16	436.90	471.41	499.39
	毛利润率	41.00%	41.00%	41.00%	41.00%	41.00%
酒店	收入, 百万元	298.83	313.77	329.46	345.93	363.23
	成本, 百万元	221.94	233.04	244.69	256.92	269.77
	毛利润率	25.73%	25.73%	25.73%	25.73%	25.73%
园林绿化	收入, 百万元	55.24	58.00	60.90	63.95	67.15
	成本, 百万元	39.24	41.20	43.26	45.42	47.69
	毛利润率	28.97%	28.97%	28.97%	28.97%	28.97%
旅行社	收入, 百万元	170.79	179.33	188.30	197.71	207.60
	成本, 百万元	164.75	172.98	181.63	190.72	200.25
	毛利润率	3.54%	3.54%	3.54%	3.54%	3.54%
旅游产品销售	收入, 百万元	14.37	15.09	15.84	16.64	17.47
	成本, 百万元	10.27	10.78	11.32	11.89	12.48
	毛利润率	28.56%	28.56%	28.56%	28.56%	28.56%

资料来源：中投证券研究所

#### 投资建议：

我们预测公司 12-14 年 EPS 为 0.47、0.51、0.56 元，考虑到资产注入的空间较大，给予公司推荐的投资评级。

**风险提示:**

- 资产注入存在不确定性;
- 应收账款发生大规模坏账;
- 旅游业政策发生重大变化。

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	2	1130	1351	1589	<b>营业收入</b>	0	1176	1245	1335
现金	1	573	762	957	营业成本	0	812	858	918
应收账款	0	353	373	401	营业税金及附加	0	53	56	60
其它应收款	1	24	25	27	营业费用	0	64	67	70
预付账款	0	107	113	121	管理费用	18	135	140	146
存货	0	74	78	83	财务费用	1	12	20	28
其他	0	0	0	0	资产减值损失	1	2	0	0
<b>非流动资产</b>	13	21	20	20	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	8	0	0	0	投资净收益	-2	0	0	0
固定资产	2	2	1	1	<b>营业利润</b>	-22	99	103	113
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	0	12	17	17
其他	2	19	19	19	营业外支出	0	4	4	4
<b>资产总计</b>	15	1151	1371	1608	<b>利润总额</b>	-22	107	116	126
<b>流动负债</b>	90	1021	1051	1089	所得税	0	21	23	25
短期借款	0	96	96	96	<b>净利润</b>	-22	86	93	101
应付账款	4	482	509	544	少数股东损益	-0	1	1	1
其他	87	444	447	450	<b>归属母公司净利润</b>	-22	85	92	100
<b>非流动负债</b>	4	126	233	339	EBITDA	-20	111	124	142
长期借款	4	110	217	324	EPS (元)	-0.25	0.47	0.51	0.56
其他	0	16	16	16					
<b>负债合计</b>	94	1147	1283	1429	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	6	6	7	8	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	87	180	180	180	<b>成长能力</b>				
资本公积	54	54	54	54	营业收入	-100.0	#####	5.8%	7.3%
留存收益	-226	-141	-57	34	营业利润	-236.0	342.1%	4.6%	9.8%
归属母公司股东权益	-84	93	177	268	归属于母公司净利润	-899.1	289.7%	8.1%	8.7%
<b>负债和股东权益</b>	15	1246	1467	1704	<b>获利能力</b>				
					毛利率	24.1%	31.0%	31.0%	31.3%
					净利率	#####	7.2%	7.4%	7.5%
					ROE	25.9%	91.7%	52.2%	37.4%
					ROIC	25.4%	-29.1%	-32.7%	-38.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	628.1	92.0%	87.5%	83.8%
					净负债比率	3.73%	22.33%	28.27	32.86%
					流动比率	0.02	1.11	1.29	1.46
					速动比率	0.02	1.03	1.21	1.38
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.00	2.02	0.99	0.90
					应收账款周转率	0	7	3	3
					应付账款周转率	0.00	3.35	1.73	1.74
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	-0.12	0.47	0.51	0.56
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.08	1.87	0.62	0.70
					每股净资产(最新摊薄)	-0.47	0.52	0.98	1.49
					<b>估值比率</b>				
					P/E	-96.89	24.86	23.00	21.16
					P/B	-25.11	22.79	12.00	7.92
					EV/EBITDA	-106	19	17	15

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

刘越男,中投证券研究所餐饮旅游行业分析师,北京大学管理学硕士,香港大学金融学硕士

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434