

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

liuyuenan@china-invs.cn

曲江文旅

600706

推荐

资产管理权注入预期增强，外延空间广阔

事件: 3月9日, 公司发布公告, 将租赁银座商务酒店。此举对利润增厚意义不大, 但实际意义是大股东将酒店交由上市公司托管, 将增强大股东注入资产管理权预期。

投资要点:

- **本次托管资产利润增厚空间有限。**银座酒店紧邻曲江国际展览中心, 处于曲江行政商务核心区域, 交通便利。公司承租资产包括第一层接待大厅, 第12层——拥有160个餐位的餐饮区, 第13-27层客房区, 房间数285间。西安市四星级酒店平均房价为342元/夜, 入住率为58.06%。预计2013年收入2000万元左右, 14年有望达到3000万元。租金取保底价与GOP分成较高者: 第1年保底租金120万; GOP500万以内, 分成为0.8; 超过500万至700万部分, 分成为0.75; 超过700万元以上部分, 分成为0.7。2013/14/15年可实现净利润94/264/319万元。
- **大股东资产管理权注入预期或增强。其一, 意愿更明确,**本次托管并未涉及融资, 因而此前担心的曲江文投通过其他途径融资以致失去资产注入动力的问题在一定程度上得以解决, 而不以增发为条件实现资产托管, 对利润摊薄的担心也将有所缓解。**其二, 注入资产业绩弹性更大,**公司以往托管协议都采用“基本租金+收入分成上限”的方式, 而此次“利润扣除租金”模式在盈利上无天花板;**其三, 在注入资产的范围上,**银座酒店至少反映了曲江文投将酒店资产交由上市公司管理的倾向, 而上市公司在景区、餐饮等产业经营经验也很丰富, 资产注入空间很大;**其四, 注入时间或比预期提前,**银座酒店作为新产业, 一经建成即交给上市公司, 打消了市场关于新资产需要至少运营一年才交给上市公司的担忧。在众多资产中, 大唐新干线已经试运营, 值得期待。
- **投资评级:**我们预测公司12-14年EPS为0.47、0.52、0.59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。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	0	1176	1304	1407
收入同比(%)	-100%	-	11%	8%
归属母公司净利润	-22	85	94	106
净利润同比(%)	-899%	290%	10%	13%
毛利率(%)	24.1%	31.0%	33.6%	33.9%
ROE(%)	25.9%	91.7%	52.6%	38.5%
每股收益(元)	-0.12	0.47	0.52	0.59
P/E	-96.89	24.86	22.61	20.06
P/B	-25.11	22.79	11.89	7.72
EV/EBITDA	-106	19	17	14

资料来源: 中投证券研究所

6-12个月目标价: 15.00元

当前股价: 12.27元

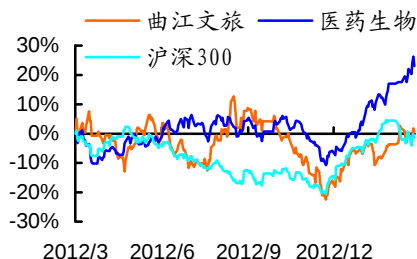
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2324.29
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	5.41%	21.61%	-6.48%
医药生物	7.47%	31.27%	18.16%
沪深300	-5.09%	16.59%	13.05%



相关报告

《轻资产的历史文化景区集成商, 外延空间广阔》2013-1-29

目 录

一、可能注入的旅游资产	3
1 大唐新干线	3
2 曲江二期	3
3 临潼华清城	3
4 汉长安城未央宫遗址项目	4

一、可能注入的旅游资产

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。

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。

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。

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。

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
流动资产	2	1130	1360	1605	营业收入	0	1176	1304	1407
现金	1	573	750	948	营业成本	0	812	867	930
应收账款	0	353	391	422	营业税金及附加	0	53	59	63
其它应收款	1	24	26	28	营业费用	0	64	88	92
预付账款	0	107	114	123	管理费用	18	135	166	173
存货	0	74	79	84	财务费用	1	12	20	28
其他	0	0	0	0	资产减值损失	1	2	0	0
非流动资产	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	营业利润	-22	99	105	120
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
资产总计	15	1151	1380	1625	利润总额	-22	107	118	133
流动负债	90	1021	1058	1099	所得税	0	21	24	27
短期借款	0	96	96	96	净利润	-22	86	94	106
应付账款	4	482	514	551	少数股东损益	-0	1	1	1
其他	87	444	449	452	归属母公司净利润	-22	85	94	106
非流动负债	4	126	233	339	EBITDA	-20	111	126	149
长期借款	4	110	217	324	EPS (元)	-0.25	0.47	0.52	0.59
其他	0	16	16	16	主要财务比率				
负债合计	94	1147	1291	1438	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	6	6	7	8	成长能力				
股本	87	180	180	180	营业收入	-100.0	#####	10.9%	7.9%
资本公积	54	54	54	54	营业利润	-236.0	342.1%	6.6%	14.2%
留存收益	-226	-141	-55	41	归属于母公司净利润	-899.1	289.7%	10.0%	12.7%
归属母公司股东权益	-84	93	178	275	获利能力				
负债和股东权益	15	1246	1476	1721	毛利率	24.1%	31.0%	33.6%	33.9%
现金流量表					净利率	#####	7.2%	7.2%	7.5%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROE	25.9%	91.7%	52.6%	38.5%
经营活动现金流	-15	336	99	130	ROIC	25.4%	-29.1%	-34.9%	-42.2%
净利润	-22	86	94	106	偿债能力				
折旧摊销	1	1	1	1	资产负债率	628.1	92.0%	87.5%	83.6%
财务费用	1	12	20	28	净负债比率	3.73%	22.33%	28.11	32.64%
投资损失	2	0	0	0	流动比率	0.02	1.11	1.29	1.46
营运资金变动	2	254	-16	-6	速动比率	0.02	1.03	1.21	1.38
其它	1	-16	0	0	营运能力				
投资活动现金流	-0	-2	0	0	总资产周转率	0.00	2.02	1.03	0.94
资本支出	0	10	0	0	应收账款周转率	0	7	4	3
长期投资	0	-8	0	0	应付账款周转率	0.00	3.35	1.74	1.75
其他	0	-1	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-3	238	78	69	每股收益(最新摊薄)	-0.12	0.47	0.52	0.59
短期借款	-15	96	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.08	1.87	0.55	0.72
长期借款	4	107	107	107	每股净资产(最新摊薄)	-0.47	0.52	0.99	1.53
普通股增加	0	92	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	-96.89	24.86	22.61	20.06
其他	8	-57	-29	-38	P/B	-25.11	22.79	11.89	7.72
现金净增加额	-18	571	177	199	EV/EBITDA	-106	19	17	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2013-1-29	《轻资产的历史文化景区集成商，外延空间广阔》

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