

2013年04月24日

曲江文旅 (600706.SH)

重组上市元年，厚积薄发可期

2012 年年报点评

■ **每股收益 0.39 元，同比增长 8.6%，略低于预期。**公司 2012 年度实现营业收入 11.4 亿元，同比增长 32%；净利润 7075 万元，同比增长 8.6%，每股收益 0.39 元；扣除非经常性损益后净利润 6489 万元，同比增长 23.4%，略低于预期。其中，四季度单季实现营业收入 3.2 亿元；实现净利润 680 万元。业绩低于预期主要是新托管景区的运营维护成本及管理费用超出我们先前的测算。

■ **积极拓展新项目，为可持续增长奠定基础。**2012 年是公司借壳上市后的第一个完整财务年度。报告期内，公司完成管理层换届及治理结构优化，致力于提升存量景区经营绩效，取得了一定效果。与此同时，公司积极拓展新的文化旅游项目：楼观道文化展示区（终南山古楼观景区、延生观景区、化女泉景区）2012 年 3 月对外营业；西安曲江海洋公园二期海洋极地馆 2013 年 2 月 5 日开业；2013 年 3 月 8 日与控股股东签约受托管理集团旗下银座商业酒店。新项目的持续拓展为公司后续可持续增长奠定基础。

■ **西安政府致力于推动区域旅游大发展，上市公司外部经营环境趋好。**西安政府 2013 年推出多个组合拳以推动西安旅游业发展，具体措施包括：由旅游局牵头，组织旅游企业、旅行社到西京、西广、西郑等高铁沿线城市推广西安旅游；给予自驾游游客燃油补助和门票减半的优惠政策；发放旅游优惠券；开通机场至主要景区免费旅游巴士；对旅游企业给予奖励和补贴。我们预计上述措施将显著促进西安旅游市场客流增长，并对上市公司经营构成利好。

■ **维持“买入-A”投资评级，6 个月目标价 13 元。**根据公司项目进度，我们下调 2013~2015 年 EPS 分别为 0.51 元、0.61 元、0.71 元，当前股价对应动态市盈率 20x、17x、14x，估值位于行业低端。作为曲江文化产业投资集团旗下唯一旅游资产整合平台，公司内生外延增长均存在较大空间。存量景区业绩改善及持续受托管理控股股东旅游资产将推动公司价值创造能力不断增强。

■ **风险提示：**限制三公消费对公司旗下餐饮业务影响超出预期、有关部门未能及时支付景区管理酬金

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	-	1,140.0	1,276.8	1,442.8	1,630.4
净利润	-21.9	70.8	92.1	108.7	127.8
每股收益(元)	-0.12	0.39	0.51	0.61	0.71
每股净资产(元)	-0.47	3.74	4.25	4.86	5.57
盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	-83.3	25.7	19.8	16.8	14.3
市净率(倍)	-21.6	2.7	2.4	2.1	1.8
净利润率	-258,352.3	6.2%	7.2%	7.5%	7.8%
净资产收益率	28.3%	10.4%	11.9%	12.3%	12.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	32.6%	-101.2%	12.6%	10.6%	20.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

景区

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

13.00 元

股价 (2013-04-23)

10.15 元

交易数据

总市值 (百万元)	1,822.02
流通市值 (百万元)	862.93
总股本 (百万股)	179.51
流通股本 (百万股)	85.02
12 个月价格区间	9.44/13.72 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-6.72	-4.83	-8.34
绝对收益	-13.17	-10.89	-14.35

董云翔

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512060003
dongyx2@essence.com.cn
021-68762890

相关报告

曲江文旅：景区业务三季度 2012-10-26
继续保持高增长：2012 年三季报点评
长安信息：陕西文化旅游整合平台，内生外延皆有看点 2012-09-05

财务报表预测和估值数据汇总(2013年04月23日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	-	1,140.0	1,276.8	1,442.8	1,630.4	成长性					
减:营业成本	-	774.9	868.2	981.1	1,092.3	营业收入增长率	-100.0%	13,460.7	12.0%	13.0%	13.0%
营业税费	-	50.2	56.2	63.5	71.7	营业利润增长率	36.0%	-390.8%	35.3%	24.4%	44.4%
销售费用	0.1	70.0	77.9	88.0	99.5	净利润增长率	-899.1%	-423.4%	30.2%	18.0%	17.6%
管理费用	17.9	156.9	174.9	197.7	211.9	EBITDA 增长率	414.4%	-778.7%	-17.1%	11.2%	32.8%
财务费用	1.4	17.0	11.7	3.2	-3.0	EBIT 增长率	110.3%	-491.9%	21.6%	13.0%	37.6%
资产减值损失	1.1	5.9	-	-	-	NOPLAT 增长率	104.7%	-483.0%	8.2%	1.3%	37.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	23.2%	-967.4%	20.2%	-26.9%	25.6%
投资和汇兑收益	-1.8	-	-	-	-	净资产增长率	39.5%	-963.4%	13.5%	14.1%	14.5%
营业利润	-22.3	65.0	87.9	109.3	157.9	利润率					
加:营业外净收支	-	7.2	18.0	30.0	6.0	毛利率	24.1%	32.0%	32.0%	32.0%	33.0%
利润总额	-22.3	72.2	105.9	139.3	163.9	营业利润率	-263,796	5.7%	6.9%	7.6%	9.7%
减:所得税	-	1.6	13.8	30.7	36.1	净利润率	-258,352	6.2%	7.2%	7.5%	7.8%
净利润	-21.9	70.8	92.1	108.7	127.8	EBITDA/营业收入	-243,743	12.3%	9.1%	8.9%	10.5%
						EBIT/营业收入	-246,840	7.2%	7.8%	7.8%	9.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	98,919	88	157	138	122
						流动营业资本周转天数	-3,528.9	-95	-123	-115	-106
						流动资产周转天数	504,181	74	86	96	110
						应收账款周转天数	30,386	29	28	28	28
						存货周转天数	11,047	8	7	7	7
						总资产周转天数	1,103.58	279	441	400	374
						投资资本周转天数	-3,044.7	96	213	178	150
						投资回报率					
						ROE	28.3%	10.4%	11.9%	12.3%	12.7%
						ROA	-149.5%	4.0%	6.7%	5.9%	8.2%
						ROIC	32.6%	-101.2%	12.6%	10.6%	20.0%
						费用率					
						销售费用率	1,103.7	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
						管理费用率	211,499.	13.8%	13.7%	13.7%	13.0%
						财务费用率	16,955.5	1.5%	0.9%	0.2%	-0.2%
						三费/营业收入	229,559.	21.4%	20.7%	20.0%	18.9%
						偿债能力					
						资产负债率	628.1%	61.2%	43.7%	51.9%	35.0%
						负债权益比	-118.9%	157.6%	77.5%	107.8%	53.9%
						流动比率	0.02	0.49	0.25	0.67	0.70
						速动比率	0.02	0.43	0.24	0.61	0.68
						利息保障倍数	-14.56	4.83	8.51	35.21	-51.70
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	-22.3	70.5	92.1	108.7	127.8	EPS(元)	-0.12	0.39	0.51	0.61	0.71
加:折旧和摊销	0.9	79.4	16.5	16.5	16.5	BVPS(元)	-0.47	3.74	4.25	4.86	5.57
资产减值准备	1.1	5.9	-	-	-	PE(X)	-83.3	25.7	19.8	16.8	14.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-21.6	2.7	2.4	2.1	1.8
财务费用	1.4	15.3	11.7	3.2	-3.0	P/FCF	-100.3	-4.2	-14.7	9.2	-71.3
投资损失	1.8	-	-	-	-	P/S	215,138.	1.6	1.4	1.3	1.1
少数股东损益	-0.5	-0.2	-	-	-	EV/EBITDA	-47.6	14.8	16.2	12.0	9.2
营运资金的变动	2.6	-44.3	-114.3	216.8	-170.9	CAGR(%)	-269.4%	21.9%	-311.9%	-269.4%	21.9%
经营活动产生现金流量	-14.9	91.1	6.0	345.2	-29.5	PEG	0.3	1.2	-0.1	-0.1	0.7
投资活动产生现金流量	-0.2	-71.4	-	-	-	ROIC/WACC	3.4	-10.6	1.3	1.1	2.1
融资活动产生现金流量	-3.1	72.7	-89.6	-134.9	4.0	REP	-3.6	-0.3	1.7	2.3	1.0

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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;

■ 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。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	黄方祥	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
北京联系人	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：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

上海市

地址：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

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

