



拥有稀缺文化旅游资源，未来想象空间巨大

投资要点

- **事件:** 日前，我们与曲江文旅董秘就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **唯一上市平台，背靠庞大文旅产业。**曲江文旅是在西安曲江新区管委会领导下，由西安曲江文化产业投资(集团)有限公司投资设立的大型文化旅游企业集团。母公司旗下拥有旅游、影视、演出、会展、文商、出版、秦腔剧院、建设和文化体育等庞大的文旅产业，资源涉猎广，与文化旅游定位契合度高，协同性强，曲江文旅是曲江集团唯一的上市平台。公司2014年净利润2908万元，总资产17.4亿元，净资产7.9亿元。是典型的大股东，小市值公司结构。可注入想象空间巨大。
- **主营业务稳健，未来可期。**2015年前三季度净利润4975万元，超过2014年全年。2014年曲江实现营收10.8亿元，其中景区运营管理贡献营收62%，酒店餐饮服务贡献23%，旅游服务管理贡献10%，园林绿化贡献5%。**轻资产景区管理，收入和利润的支撑。**公司主要托管多个曲江管委会旗下景区，资源丰富，具有稀缺性。景区托管业务属于轻资产业务，景区资产未注入公司，不承担初期巨额投资及后期折旧，盈利模式是“基本管理费+收入分成+经营性收入”，这种模式收入相对稳定，成本低，毛利率较高。利润增长来源是门票分成和经营收入，未来空间在新管理业务。**餐饮酒店服务旅游景点，丰富景区旅游业务。**酒店多分布在景区周边，直接受益于景区客流量增长，享受景区口碑和曲江品牌效应。酒店定价较高，平均价格在500元/晚以上，公司紧跟市场需求变化，转向中低档市场，寻求走大众餐饮之路，以小成本获取大收益大影响。**旅游周边产品和服务，完善景区旅游业务。**旅行社服务和旅游演出体量较小，主要为景区旅游产品服务，发挥协同作用。
- **估值与评级:** 基于公司坐拥稀缺旅游资源，现有业务稳健，有国企改革和外延扩张预期，且出游市场热情不减，我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.26元、0.29元、0.33元，给予公司2016年91倍估值，对应目标价26.11元，给予“增持”评级。
- **风险提示:** 国企改革或不达预期；自然灾害不可抗力风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1082.23	1140.97	1217.15	1307.95
增长率	-16.60%	5.43%	6.68%	7.46%
归属母公司净利润(百万元)	29.08	46.75	51.52	59.00
增长率	-65.69%	60.77%	10.21%	14.52%
每股收益EPS(元)	0.16	0.26	0.29	0.33
净资产收益率ROE	3.40%	5.35%	5.59%	6.05%
PE	99	61	56	49
PB	3.66	3.46	3.27	3.07

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉

执业证号: S1250514080002

电话: 023-63786278

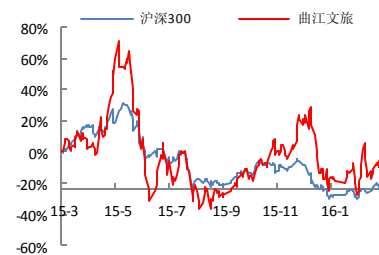
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 孙衡迟

电话: 021-68415523

邮箱: shc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	1.8
流通A股(亿股)	1.78
52周内股价区间(元)	12.11-33.9
总市值(亿元)	32.20
总资产(亿元)	18.08
每股净资产(元)	4.65

相关研究

目 录

1. 唯一上市平台，背靠庞大文旅产业.....	1
2. 主营业务稳健，未来可期.....	3
2.1 轻资产景区管理，收入和利润的支撑.....	3
2.2 餐饮酒店服务旅游景点，丰富景区旅游业务.....	4
2.3 旅游周边产品和服务，完善景区旅游业务.....	4
3. 盈利预测与投资建议.....	5

图 目 录

图 1: 股权结构.....	1
图 2: 公司 2015 年 H1 主营业务结构情况.....	1
图 3: 公司 2015 年 H1 主营业务毛利情况.....	1
图 4: 公司 2012-2015 年 (Q1-Q3) 营业收入及增速.....	2
图 5: 公司 2012-2015 年 (Q1-Q3) 净利润及增速.....	2
图 6: 公司 2012-2015 年(Q1-Q3)资产负债率.....	2
图 7: 公司与可比公司资产负债率对比.....	2
图 8: 公司 2012-2015 年 H1 景区运营收入及增速.....	3
图 9: 公司 2012-2015 年 H1 景区运营毛利及毛利率.....	3
图 10: 公司 2012-2015 年 H1 酒店餐饮收入及增速.....	4
图 11: 公司 2012-2015 年 H1 酒店餐饮毛利及毛利率.....	4

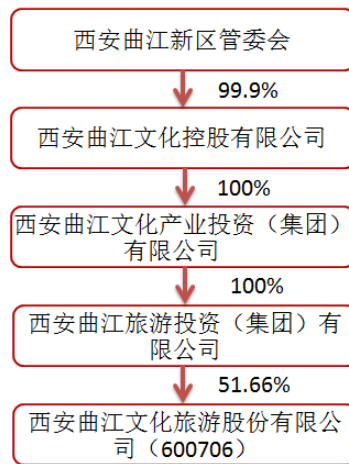
表 目 录

表 1: 分业务收入及毛利率.....	5
表 2: 同业估值比较.....	5
附表: 财务预测与估值.....	6

1. 唯一上市平台，背靠庞大文旅产业

曲江文旅是在西安曲江新区管委会领导下，由西安曲江文化产业投资（集团）有限公司投资设立的大型文化旅游企业集团。母公司旗下拥有旅游、影视、演出、会展、文商、出版、秦腔剧院、建设和文化体育等庞大的文旅产业，资源涉猎广，与文化旅游定位契合度高，协同性强。西安作为历史文化城市，拥有得天独厚的先天优势。公司有独特的地理位置优势和历史文化资源的传承，拥有曲江稀缺的旅游资源和“周秦汉唐”历史文化资源。曲江文旅是曲江集团唯一的上市平台，可注入想象空间巨大。

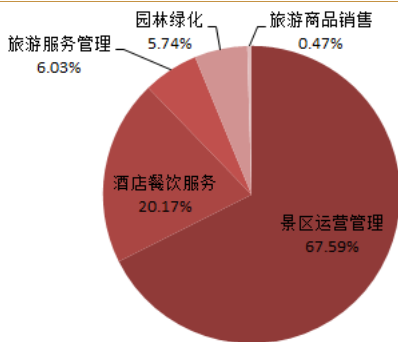
图 1: 股权结构



数据来源: Wind, 西南证券

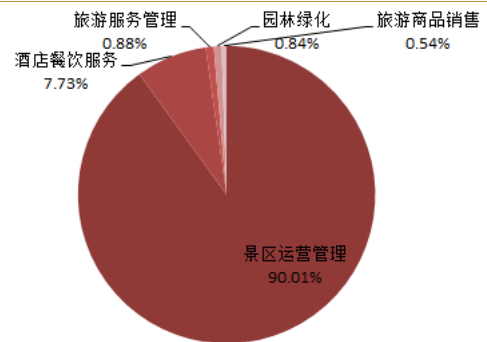
公司主营业务结构: 公司收入主要来自**景区运营管理**，2014年曲江实现10.8亿元，其中景区运营管理贡献营收62%，酒店餐饮服务贡献23%，旅游服务管理贡献10%，园林绿化贡献5%。毛利占比分别为84%、12%、3%和1%。旅游商品销售占比较小。2015年中报显示，公司景区运营管理营收占比有所提升，由62%上升至67.6%，毛利贡献度达到90%。

图 2: 公司 2015 年 H1 主营业务结构情况



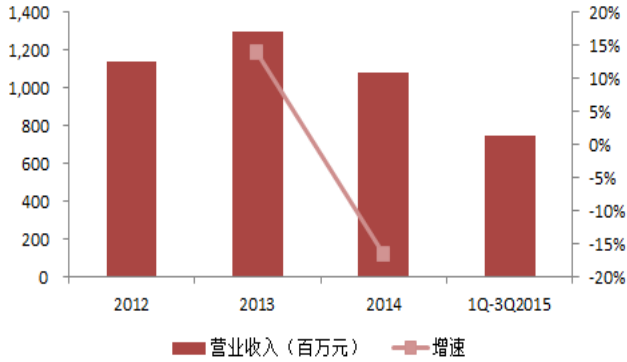
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 3: 公司 2015 年 H1 主营业务毛利情况

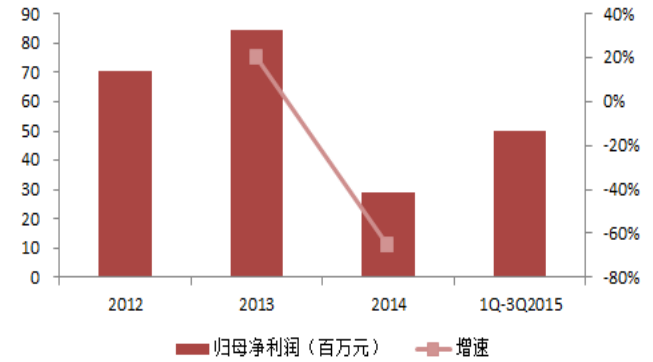


数据来源: 公司公告, 西南证券

公司业绩状况: 公司 2014 年净利润 2908 万元, 总资产 17.4 亿元, 净资产 7.9 亿元。是典型的大股东, 小市值公司结构。 2015 年前三季度净利润 4975 万元, 超过 2014 年全年, 主要是大唐芙蓉园和海洋公园客流量增长较快, 贡献较高营收, 同时经营成本保持稳定。

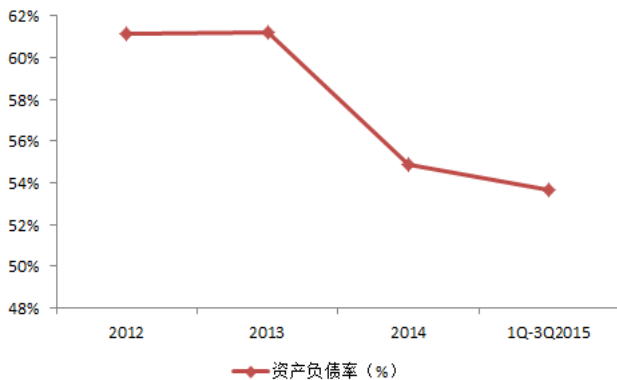
图 4: 公司 2012-2015 年 (Q1-Q3) 营业收入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券

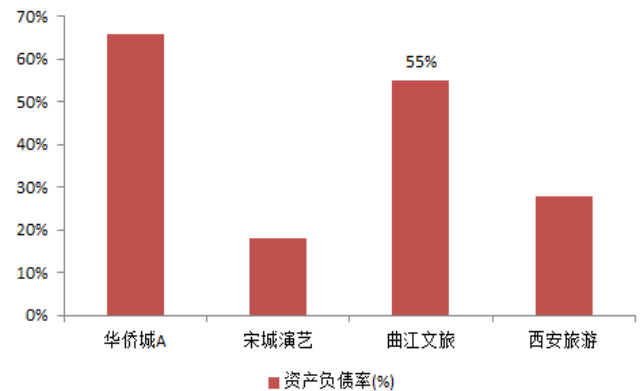
图 5: 公司 2012-2015 年 (Q1-Q3) 净利润及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券

公司财务状况: 公司 2014 资产负债率 55%, 较 2012、2013 有所改善。与可比公司对比, 略高于平均水平。2015 年前三季度资产负债率保持平稳, 小幅下降, 预计 15 年全年会保持健康水平。

图 6: 公司 2012-2015 年(Q1-Q3)资产负债率


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 7: 公司与可比公司资产负债率对比


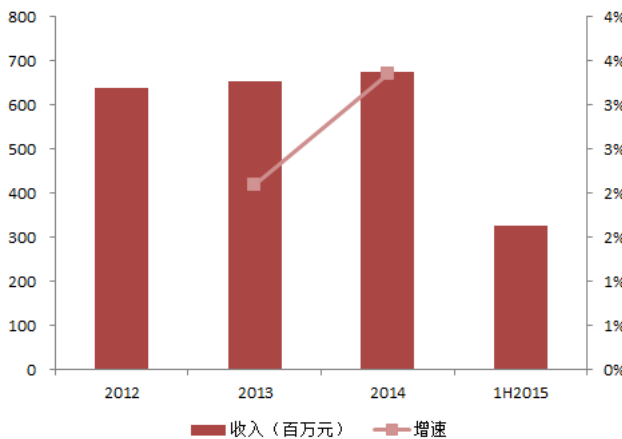
数据来源: 公司公告, 西南证券

2. 主营业务稳健，未来可期

2.1 轻资产景区管理，收入和利润的支撑

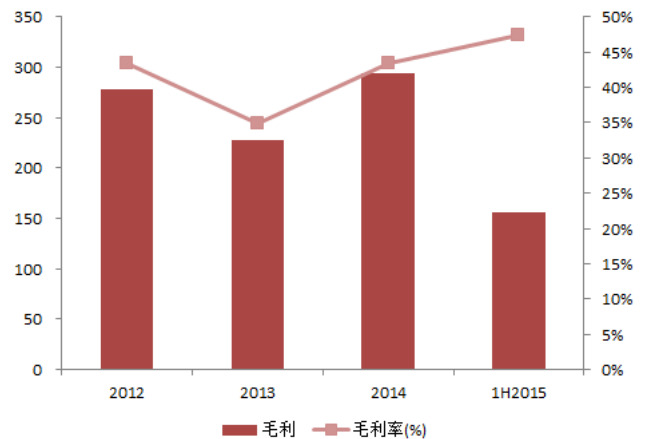
公司主要托管多个曲江管委会旗下景区，包括“西安曲江大雁塔·大唐芙蓉园”国家 5A 级景区、曲江海洋极地公园、西安城墙、楼观道文化展示区、大明宫国家遗址公园等数个国家 4A 级景区，以及寒窑遗址公园、曲江池遗址公园、唐城墙遗址公园、唐慈恩寺遗址公园、秦二世陵遗址公园等多个文化旅游景区。**资源丰富，具有稀缺性。**

图 8: 公司 2012-2015 年 H1 景区运营收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 9: 公司 2012-2015 年 H1 景区运营毛利及毛利率



数据来源: 公司公告, 西南证券

景区托管业务属于轻资产业务，景区资产未注入公司，不承担初期巨额投资及后期折旧，盈利模式是“基本管理费+收入分成+经营性收入”。门票收入直接由公司获取，然后按照管理酬金的方式将超额部分交付曲江，这种模式收入相对稳定，成本低，毛利率较高，维持在 40% 左右。公司景区管理收入增长缓慢，以低单位数小幅增长，因为轻资产管理模式在已经签约确定收入的存量上难以录得爆发性增长。利润增长来源是门票分成和经营收入，未来空间在新管理业务。

2.1.1 门票分成

门票分成增长主要依赖客流量增长。公司通过加强管理，增加景点趣味性和多样性，吸引更多游客并提高门票收入。公司在 2015 年推出的大唐芙蓉园的灯会，大幅刺激客流量增加。丰富海洋公园产品内容，增强二期场馆推广力度。2015 年大唐芙蓉园和海洋极地公园录得优异成绩。

2.1.2 经营性收入

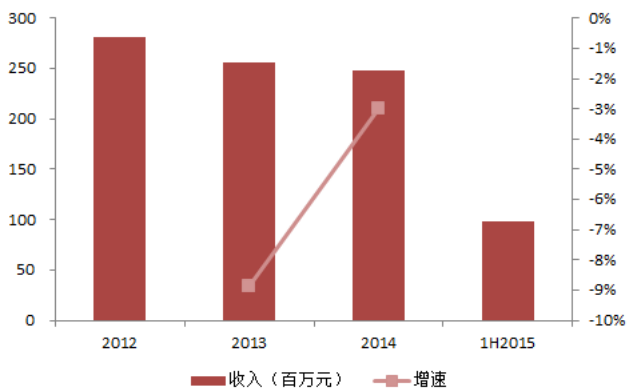
景区经营性收入是门票以外的收入，主要是租赁收入（房屋、场地、广告等）、导游收入、停车场收入、专项活动运营等。目前经营性收入占总景区收入较小，鉴于公司在文艺演出、影视制作等方面实力较强，且母公司在演艺演出和影视制作上拥有雄厚资源和丰富经验，我们认为公司具备拓展产业链的能力，未来成长空间巨大。

公司在拓展省内外新业务，比如山西大峡谷。公司拥有轻资产景区管理的丰富经验，洽谈项目较多，绝对金额较小，在推进外拓的进程，在管理合作的基础上，发现好的标的可以加深到股权合作。

2.2 餐饮酒店服务旅游景点，丰富景区旅游业务

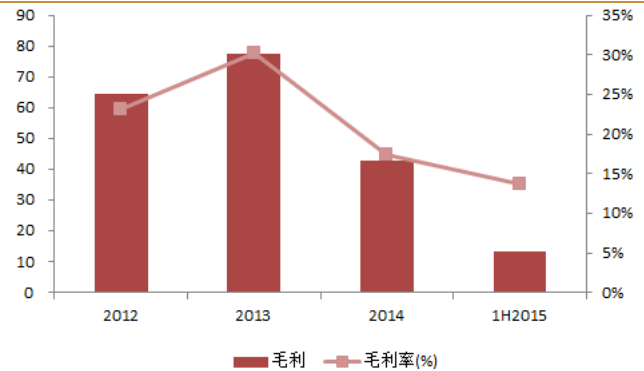
公司餐饮酒店业务主要包括唐华宾馆酒店（四星级）、芳林苑酒店（五星级）、御宴宫（仿唐御宴）、金缘阁（婚庆主题酒店）、汉阳馆餐饮（韩国料理）、银座商务酒店、曲江生态海鲜城及农博园等，是文化旅游的重要组成部分，丰富和完善文化旅游业态结构。餐饮酒店业务的盈利模式是转租、托管或者合作经营。酒店多分布在景区周边，直接受益于景区客流量增长，享受景区口碑和曲江品牌效应。酒店定价较高，平均价格在 500 元/晚以上，受到整体宏观市场的影响，2014 年毛利率从 2013 年 30% 下降至 17%。公司紧跟市场需求变化，转向中低档市场，寻求走大众餐饮之路，以小成本获取大收益大影响。

图 10：公司 2012-2015 年 H1 酒店餐饮收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券

图 11：公司 2012-2015 年 H1 酒店餐饮毛利及毛利率



数据来源：公司公告，西南证券

2.3 旅游周边产品和服务，完善景区旅游业务

2.3.1 旅游服务业务

公司拥有曲江、阳光、友联三家旅行社，以全资、控股、战略合作、连锁加盟为主要形式，目标打造曲江旅行社集团。形成规模化的市场销售渠道，为公司历史文化景区旅游产品做载体。目前体量较小，营收大约 1 个亿，毛利率高单位数。

2.3.2 旅游演出业务

演出业务主要将公司研究形成的历史文化资源和文化元素商品化，走出单一景区盈利模式，实现更大市场范围的扩张和收益。文化旅游演出包括芙蓉园内“梦回大唐”“水韵唐朝”、水幕电影“齐天大圣”、“盗梦空间”和海洋公园动物表演。单独体量较小，主要与景区形成协同作用，丰富景区内娱乐项目，吸引游客增加客流量，提高门票收入，同时增加游客在景区内停留时间从而刺激经营性收入。

3. 盈利预测与投资建议

假设：景区运营管理稳健增长，预计 2015-2017 年增速分别为 6%/6%/7%；酒店餐饮受益于景区客流量，预计 2015-2017 年增速分别为 5%/7%/8%；旅游服务、园林绿化和旅游商品均保持小幅稳定增长。预计 2015-2017 年，公司毛利率保持稳定。

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2014A	2015E	2016E	2017E
景区运营管理	收入	675.1	715.61	758.54	811.64
	增速	3.35%	6.00%	6.00%	7.00%
	毛利率	43.50%	40.00%	40.00%	40.00%
酒店餐饮	收入	248.0	260.40	278.63	300.92
	增速	-3.01%	5.00%	7.00%	8.00%
	毛利率	17.34%	20.00%	20.00%	20.00%
旅游服务	收入	103.7	105.77	107.89	110.05
	增速	-24.91%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	9.06%	8.00%	8.00%	9.00%
园林绿化	收入	49.4	52.86	57.09	61.65
	增速	6.47%	7.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	7.89%	9.00%	9.00%	9.00%
旅游商品	收入	6.0	6.30	6.62	6.95
	增速	-58.90%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	18.33%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	1,082.2	1,140.9	1,210.0	1,292.6
	增速	-16.61%	5.43%	6.05%	6.83%
	毛利率	32.44%	30.92%	30.97%	31.12%

数据来源: 公司公告, 西南证券

基于公司坐拥稀缺旅游资源，现有业务稳健，有国企改革和外延扩张预期，且出游市场热情不减，我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.26 元、0.29 元、0.33 元。目前公司市值 32 亿元，在公司政府背景和资产支撑下，看好市值 40 亿以上。给予公司 2016 年 91 倍估值，对应目标价 26.11 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2: 同业估值比较

代码	简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
				14A	15E	16E	14A	15E	16E
300144	宋城演艺	27.36	397	0.43	0.61	0.78	63.6	44.9	35.1
000069	华侨城 A	6.93	568	0.64	0.73	0.81	10.8	9.5	8.6
000610	西安旅游	12.36	29	-0.11	0.05	0.04	-	247.2	309.0
000721	西安饮食	6.63	33	0.02	-0.06	0.02	331.5	-	331.5
002059	云南旅游	8.93	65	0.18	0.21	0.18	49.6	42.5	49.6
	平均值						108.8	90.7	148.7

数据来源: wind, 西证证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1082.23	1140.97	1217.15	1307.95	净利润	26.75	44.42	49.19	56.67
营业成本	731.06	788.16	839.50	899.50	折旧与摊销	91.56	123.10	126.99	130.82
营业税金及附加	48.87	60.06	64.18	67.28	财务费用	38.01	18.02	17.62	17.29
销售费用	75.62	71.42	77.05	83.92	资产减值损失	12.75	6.00	5.00	4.00
管理费用	160.47	160.59	172.39	186.32	经营营运资本变动	-263.49	131.31	-36.19	16.06
财务费用	38.01	18.02	17.62	17.29	其他	79.96	-6.00	-5.00	-4.00
资产减值损失	12.75	6.00	5.00	4.00	经营活动现金流净额	-14.46	316.85	157.61	220.84
投资收益	0.06	0.00	0.00	0.00	资本支出	130.71	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-197.27	-1.16	-1.90	-2.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-66.56	-41.16	-41.90	-42.16
营业利润	15.51	36.72	41.41	49.65	短期借款	-213.00	-1.00	0.00	0.00
其他非经营损益	13.96	12.23	12.79	12.80	长期借款	-39.20	-20.00	-30.00	-30.00
利润总额	29.48	48.95	54.21	62.45	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	2.73	4.53	5.01	5.77	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	26.75	44.42	49.19	56.67	其他	94.58	-104.45	-0.20	3.29
少数股东损益	-2.33	-2.33	-2.33	-2.33	筹资活动现金流净额	-157.62	-125.45	-30.20	-26.71
归属母公司股东净利润	29.08	46.75	51.52	59.00	现金流量净额	-238.64	150.25	85.51	151.97
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	118.51	268.76	354.27	506.23	成长能力				
应收和预付款项	384.98	339.79	384.01	405.97	销售收入增长率	-16.60%	5.43%	6.68%	7.46%
存货	52.46	52.82	56.53	61.14	营业利润增长率	-82.88%	136.67%	12.79%	19.89%
其他流动资产	16.18	15.56	15.48	15.75	净利润增长率	-67.99%	66.05%	10.74%	15.21%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-33.00%	22.57%	4.60%	6.31%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	942.05	865.90	785.86	701.99	毛利率	32.45%	30.92%	31.03%	31.23%
无形资产和开发支出	167.84	163.69	159.54	155.39	三费率	25.33%	21.91%	21.94%	21.98%
其他非流动资产	60.13	59.12	58.31	57.40	净利率	2.47%	3.89%	4.04%	4.33%
资产总计	1742.14	1765.63	1813.98	1903.88	ROE	3.40%	5.35%	5.59%	6.05%
短期借款	151.00	150.00	150.00	150.00	ROA	1.54%	2.52%	2.71%	2.98%
应付和预收款项	381.40	429.12	454.50	485.88	ROIC	4.19%	4.46%	5.42%	6.60%
长期借款	148.00	128.00	98.00	68.00	EBITDA/销售收入	13.41%	15.59%	15.28%	15.12%
其他负债	275.52	227.87	231.64	263.48	营运能力				
负债合计	955.92	934.99	934.14	967.36	总资产周转率	0.59	0.65	0.68	0.70
股本	179.51	179.51	179.51	179.51	固定资产周转率	1.09	1.27	1.48	1.77
资本公积	448.48	448.48	448.48	448.48	应收账款周转率	4.01	3.56	3.81	3.74
留存收益	156.76	203.50	255.02	314.02	存货周转率	14.26	14.97	15.35	15.29
归属母公司股东权益	784.75	831.50	883.02	942.02	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	82.49%	—	—	—
少数股东权益	1.48	-0.85	-3.18	-5.50	资本结构				
股东权益合计	786.22	830.65	879.84	936.51	资产负债率	54.87%	52.95%	51.50%	50.81%
负债和股东权益合计	1742.14	1765.63	1813.98	1903.88	带息债务/总负债	31.28%	29.73%	26.55%	22.54%
					流动比率	0.72	0.86	0.99	1.13
					速动比率	0.66	0.79	0.92	1.06
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	145.08	177.84	186.02	197.75	每股收益	0.16	0.26	0.29	0.33
PE	98.84	61.48	55.78	48.71	每股净资产	4.38	4.63	4.90	5.22
PB	3.66	3.46	3.27	3.07	每股经营现金	-0.08	1.77	0.88	1.23
PS	2.66	2.52	2.36	2.20	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	22.16	16.60	15.33	13.58					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn