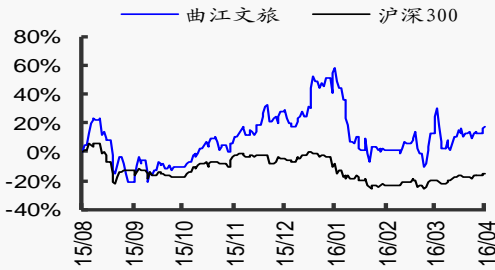


研究所
证券分析师：周玉华 S0350513110001
0755-83716906 zhoyuh@ghzq.com.cn

地方国企改革提速有望为公司带来新的机遇

——曲江文旅（600706）点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
曲江文旅	4.2	-25.7	-6.7
沪深300	5.3	9.9	-25.0

市场数据

2016/4/6

当前价格(元)	18.66
52周价格区间(元)	12.11-33.9
总市值(百万)	3349.65
流通市值(百万)	3319.78
总股本(万股)	17950.97
流通股(万股)	17790.87
日均成交额(百万)	128.49
近一月换手(%)	148.68

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

事项:

①据经济参考报等媒体报道，目前已有上海、广东、山东、江西、四川等多个省市制定并出台了国企改革相关细化方案和试点计划；②旅游板块地方国企代表岭南控股停牌筹划资产重组；③公司实际控制人为曲江新区管委会，属典型的地方性国有企业。

主要观点:

■ 2012年借壳上市，景区运营是主业。公司于2012年借壳ST长信上市。ST长信原名长安信息，主营业务为医疗器械类。目前公司控股股东为曲江旅游投资公司，持股51.7%，实际控制人为曲江文投。公司当前主要业务范围包括：景区运营管理、历史文化主题酒店管理(含餐饮管理)、旅行社、演出演艺、文化旅游商品务、园林绿化、旅游商业地产业务及其他新型旅游业务等。

■ 景区运营管理板块是公司核心业务，贡献公司2014年62%的营业收入和84%的毛利。公司运营管理的文化旅游景区主要包含“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。景区盈利模式是倾向于轻资产的管理费加收入分成的模式。

公司酒店餐饮板块主要包含唐华宾馆酒店(首家唐文化体验式酒店)、芳林苑酒店、银座商务酒店、御宴宫(仿唐御宴)、金缘阁(婚庆主题酒店)、农博园、汉阳馆餐饮(韩国料理)等的经营。公司的业务还包括旅行社、文化旅游演出、旅游商品销售业务和园林绿化业务等。文化旅游演出包括“梦回大唐”、水幕电影“齐天大圣”、“道梦空间”等。

■ 公司资质较优，业绩相对稳定。西安本身为旅游大市，具备较强的客流基数。而曲江地区相对具备浓厚的人文历史氛围。相比其他景区经营，公司的优势是倾向于景区管理的轻资产模式。公司2012和2013年净利润分别达到7000和8500万元。2014年业绩出现较大幅度下滑，实现净利润2908万元。原因之一是2014年公司未实现旅游商业地产业务收入(2013年同期旅游商业地产收入1.90亿元)；二是公司酒店餐饮及旅游服务收入较2013年分别下降3%和24.86%。公司业绩预告2015年归母净利润同比增50%~70%，在4362万元~4943万元之间。业绩同比增幅较大主要源于公司下属大唐芙蓉园景区和海洋极地公园业绩增速较高。可见随着旅游商业地产影响消除，公司业绩有望逐渐恢复正轨。

■ **公司实际控制人具备丰富的文旅产业资源，为公司长期发展提供支撑。**公司实际控制人曲江文化投资集团产业链相对丰富，除旅游板块外，还包括影视、演出、会展及出版等领域，能够为公司未来发展提供广泛的发展空间。

■ **地方政策为公司未来发展提供支持保障。**陕西省及西安市多次提出国企改革规划及方案，并审议了《关于进一步深化国资国企改革的意见》及《关于推进混合所有制经济发展的实施意见（试行）》等政策文件。公司作为地方国企，有望通过国企改革激发活力。此外，西安亦是一带一路的重要节点，亦有可能在近期获得第三批自贸区资格。重要政策支持，亦对公司形成中长期利好。

■ **投资建议与盈利预测：**公司目前总市值约 33 亿元，年经营现金流超过 10 亿元。近期地方国企改革正在提速。除政策层面支持，旅游板块地方国企代表岭南控股于上周日停牌宣布进行重大资产重组，拟收购大股东旗下的优质旅游资产。我们认为在当前国企改革和行业资本加速运作，及大股东具备较优的文旅资产条件下，公司亦有望获得支持。预计公司 2015、2016 和 2017 年 EPS 分别为 0.25 元、0.29 元和 0.35 元，对应的 PE 分别为 74 倍、64 倍和 54 倍，首次给予“增持”评级。

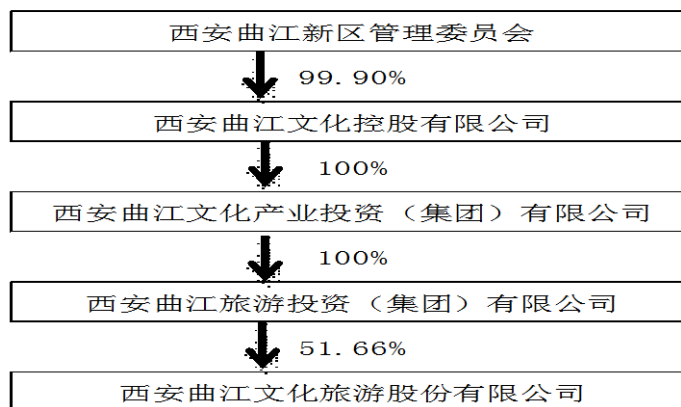
■ **风险提示：**1) 经济低迷；2) 经营风险；3) 重大疫情或突发事件；4) 国企改革低于预期

图表 1 公司盈利预测主要指标

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	1082	1061	1167	1295
增长率(%)	-17%	-2%	10%	11%
净利润（百万元）	29	45	53	62
增长率(%)	-66%	56%	16%	18%
摊薄每股收益（元）	0.16	0.25	0.29	0.35
ROE(%)	3.70%	5.52%	6.08%	6.77%

资料来源：公司数据，国海证券研究所

图表 2 公司实际控制人为曲江新区管委会



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表 3 公司业务板块集中在景区、酒店及旅行社经营

景区运营板块	酒店餐饮板块	旅行社板块	旅游演出、旅游商品销售及园林绿化等
“西安曲江大雁塔·大唐芙蓉园”	唐华宾馆酒店（唐文化体验式）	曲江旅行社（100%）	“梦回大唐”
曲江海洋极地公园	芳林苑酒店	友联旅行社（56.01%）	旅游演出 水幕电影“齐天大圣”
西安城墙	银座商务酒店	阳光旅行社（43%）	“道梦空间”
楼观道文化展示区	御宴宫（仿唐御宴）		旅游商品销售 子公司唐艺坊负责运营
大明宫国家遗址公园	金缘阁（婚庆主题酒店）		园林绿化业务 子公司大雁塔景区管理服务有限责任公司负责运营
寒窑遗址公园	农博园		
曲江池遗址公园	汉阳馆餐饮（韩国料理）		
唐城墙遗址公园			
唐慈恩寺遗址公园			
秦二世陵遗址公园			

资料来源：公司公告，国海证券研究所

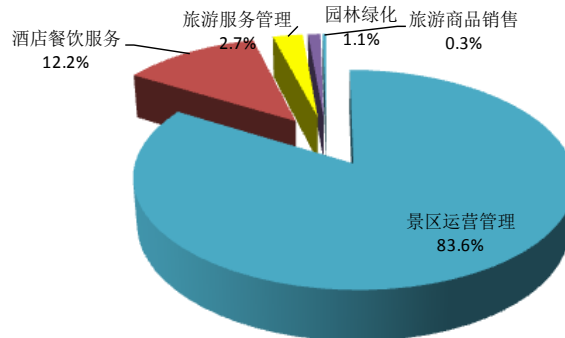
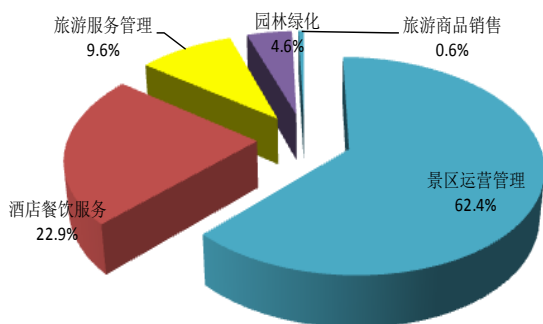
图表 4 公司控股股东具备丰富的文旅产业资源



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表 5 景区贡献公司 2014 年营收 62%比重

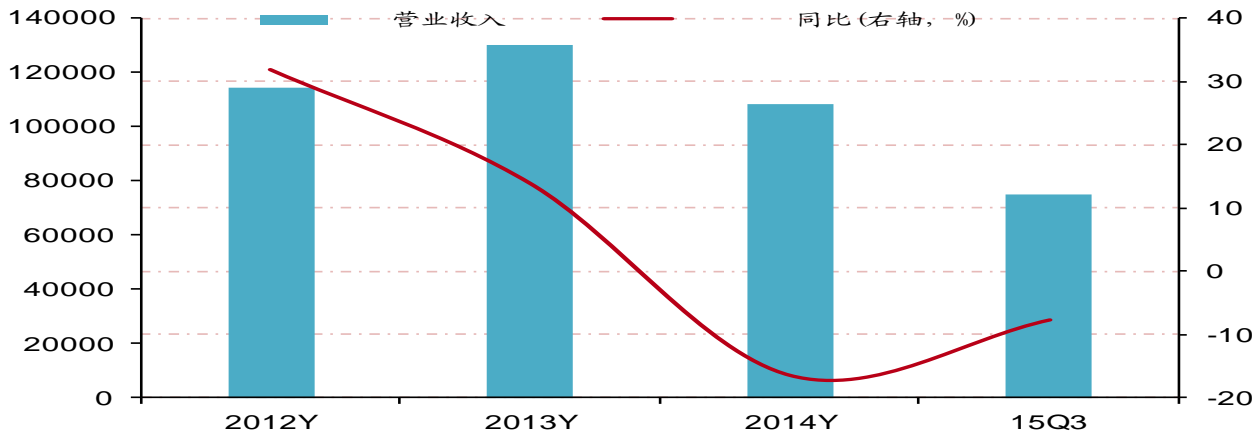
图表 6 景区贡献公司 2014 年毛利 84%比重



资料来源：公司年报，国海证券研究所

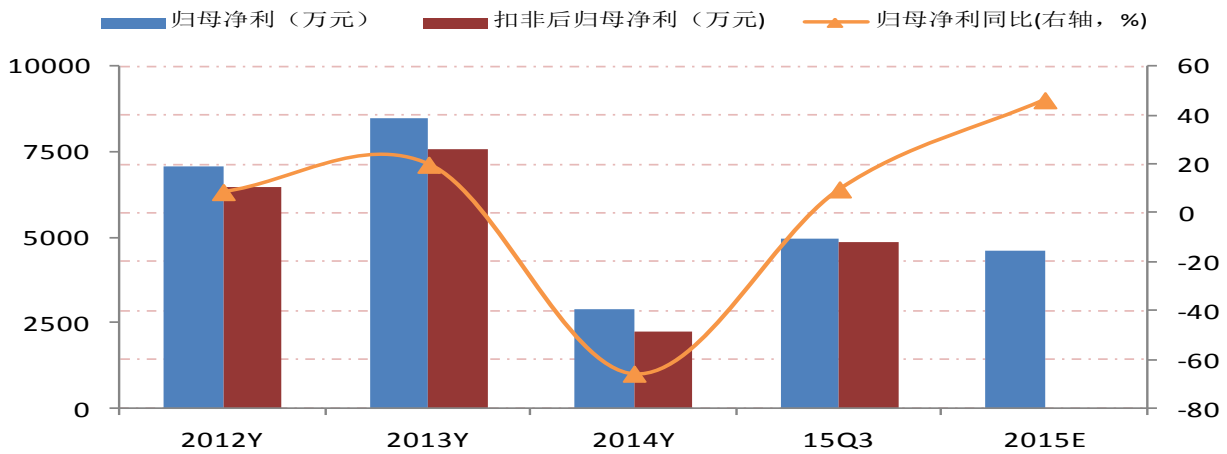
资料来源：公司年报，国海证券研究所

图表 7 公司 2014 年收入受到旅游地产影响而下滑



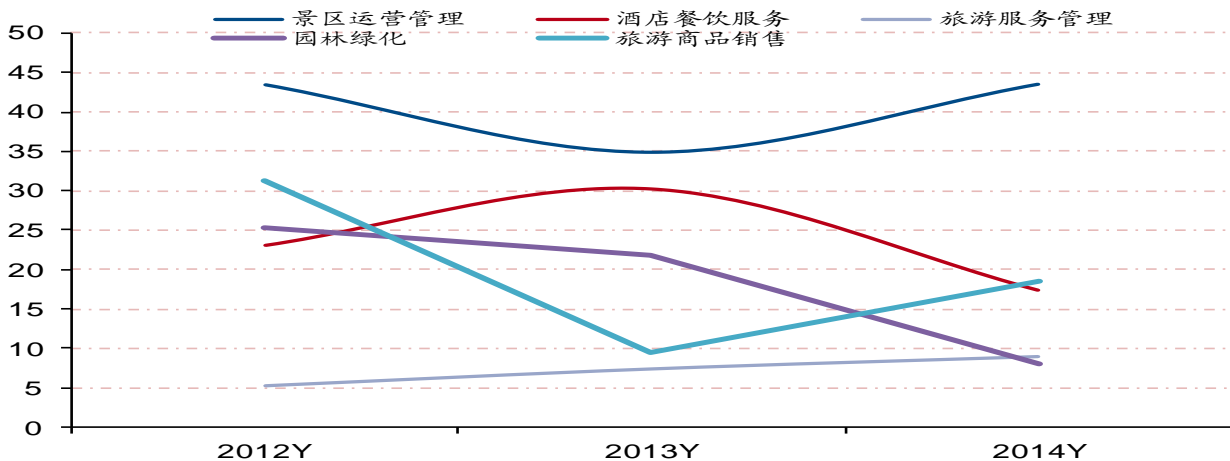
资料来源: wind, 国海证券研究所

图表 8 公司净利润及同比增速



资料来源: wind, 国海证券研究所

图表 9 公司各个业务板块毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图表 10 公司各参控股子公司经营情况

序号	被参控公司	持股比例	2014营业收入	2014净利润	主营业务
1	西安曲江大明宫国家遗址公园管理有限公司	100.00	18,392.27	901.08	大明宫国家遗址公园的管理与经营；旅游项目的开发和经营；旅游产品的开发与销售；物业管理；酒店管理等
2	西安曲江大雁塔景区管理服务有限公司	100.00	16,111.51	1,828.24	景区的运营管理服务,景区游览服务；旅游项目的建设开发和经营；房屋,娱乐设施,舞台,灯光,音响设备的租赁等
3	西安曲江城墙旅游发展有限公司	100.00	3,959.72	34.87	旅游项目的开发,建设,经营,管理；旅游纪念品的开发与销售
4	西安曲江楼观道文化景区管理有限公司		8,540.06	914.41	景区的运营管理服务,景区游览服务；旅游项目的建设开发和经营；房屋,娱乐设施,舞台,灯光等
5	西安曲江唐艺坊文化传播有限公司	100.00	246.68	-213.53	各类大型文化艺术交流活动的组织,策划；旅游纪念品,工艺礼品,家庭装饰品的设计,开发,加工等
6	西安曲江国际酒店管理有限公司	100.00	6,349.96	-812.85	预包装食品的批发兼零售；葡萄酒相关知识咨询服务,货物与技术进出口经营,
7	西安曲江柏伽斯酒业有限公司	50.00	820.06	-422.47	预包装食品的批发兼零售；葡萄酒相关知识咨询服务,货物与技术进出口经营,
8	陕西友联国际旅行社有限责任公司	56.01	4,463.43	-37.10	入境旅游业务,国内旅游业务,出境旅游业务(凭旅行社业务经营许可证经营)；旅游信息咨询；承办会议及展览等
9	西安曲江国际旅行社有限公司	100.00	4,072.98	-88.01	入境旅游业务,国内旅游业务(在许可期限内经营)；一般经营项目：旅游艺术品销售,旅游景点门票的销售,火车等
10	陕西阳光假期国际旅行社有限责任公司	43.00	2,011.07	-25.15	承办中国公民国内旅游业务,入境旅游业务；中国公民出境旅游咨询业务；承办大中企业会议等
11	西安曲江旅阳餐饮管理有限公司		1,180.50	19.00	餐饮管理及咨询服务
12	西安曲江如华物业管理有限公司				

资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表 11 曲江文旅 (600706) 盈利预测

证券代码:		600706.sh		股票价格:		18.66		投资评级:		增持		日期:		2016/4/6	
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E						
盈利能力					每股指标										
ROE	4%	6%	6%	7%	EPS	0.16	0.25	0.29	0.35						
毛利率	32%	34%	34%	34%	BVPS	4.37	4.60	4.86	5.17						
期间费率	30%	28%	29%	29%	估值										
销售净利率	3%	4%	5%	5%	P/E	115.20	73.70	63.63	53.92						
成长能力					P/B	4.27	4.06	3.84	3.61						
收入增长率	-17%	-2%	10%	11%	P/S	3.10	3.16	2.87	2.59						
利润增长率	-66%	56%	16%	18%											
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E						
总资产周转率	0.62	0.59	0.62	0.66	营业收入	1082	1061	1167	1295						
应收账款周转率	2.90	2.88	2.90	2.88	营业成本	731	699	770	855						
存货周转率	13.94	13.42	13.94	14.49	营业税金及附加	49	51	56	62						
偿债能力					销售费用	76	79	87	97						
资产负债率	55%	54%	54%	54%	管理费用	160	162	178	198						
流动比	0.72	0.85	1.00	1.13	财务费用	38	20	18	16						
速动比	0.66	0.78	0.93	1.06	其他费用/(-收入)	(13)	(12)	(12)	(12)						
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	16	37	45	55						
现金及现金等价物	119	262	398	528	营业外净收支	14	11	11	11						
应收款项	373	368	402	449	利润总额	29	48	56	66						
存货净额	52	56	59	63	所得税费用	3	6	7	9						
其他流动资产	29	30	34	38	净利润	27	42	48	57						
流动资产合计	572	699	875	1059	少数股东损益	(2)	(4)	(4)	(5)						
固定资产	936	852	778	711	归属于母公司净利润	29	45	53	62						
在建工程	6	7	7	7	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E						
无形资产及其他	167	167	152	138	经营活动现金流	(14)	174	158	152						
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	27	42	48	57						
资产总计	1742	1786	1872	1976	少数股东权益	(2)	(4)	(4)	(5)						
短期借款	151	153	155	157	折旧摊销	74	110	102	93						
应付款项	312	340	386	441	公允价值变动	0	0	0	0						
预收帐款	22	18	23	29	营运资金变动	(113)	(25)	(90)	(116)						
其他流动负债	309	309	309	309	投资活动现金流	(67)	82	73	66						
流动负债合计	793	821	873	937	资本支出	115	83	74	67						
长期借款及应付债券	148	128	118	108	长期投资	4	0	0	0						
其他长期负债	15	15	15	15	其他	(186)	(1)	(1)	(1)						
长期负债合计	163	143	133	123	筹资活动现金流	224	(23)	(13)	(14)						
负债合计	956	963	1006	1059	债务融资	(252)	(18)	(8)	(8)						
股本	180	180	180	180	权益融资	0	0	0	0						
股东权益	786	823	866	917	其它	477	(5)	(5)	(6)						
负债和股东权益总计	1742	1786	1872	1976	现金净增加额	143	233	217	203						

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

周玉华，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。