

2015 财年业绩符合预期, 历史文化景区集成管理的先行者

核心观点:

1. 事件摘要

公司于 4 月 18 日发布 2015 年年度业绩报告, 2015 年全年公司实现主营业务收入 9.89 亿元, 较 2014 年同期下降 8.58%; 归属于上市公司股东的净利润 0.48 亿元, 较 2014 年同期增长 64.81%, 扣除非经常性损益后净利润 0.36 亿元, 同比增长 61.08%。

2. 我们的分析与判断

(一) 区域历史、文化主题景区核心竞争力明显

2015 年, 陕西省旅游业逆势扬帆, 全年共接待境内外游客 38567.1 万人次, 同比增长 16.10%, 旅游总收入 3005.8 亿元, 同比增长 19.2%。“十二五”期间共接待游客 14.14 亿人次。旅游总收入 1.07 万亿元, 分别比“十一五”期间增长 180%和 226%, 年均分别增长 21%和 25%, 陕西从旅游资源大省向旅游强省迈出新步伐, 这为公司的发展提供了强劲的动力。公司的核心竞争力主要体现在面向历史、文化主题景区的全面运营管理集成能力, 陕西和西安的历史文化资源具有得天独厚的先天优势, 这种独特的地理位置和历史文化资源传承带来的先天优势, 以及目前表现出的一定先行者优势, 已经构成公司资产和业务发展历史文化景区非常独特、难以模仿、不易转移的核心竞争优势。

(二) 景区运营业绩贡献明显, 费用控制同比见成效

公司 2015 年营业收入较上年同期-8.58%, 营业利润较上年同期-200.19%, 归属于母公司所有者的净利润为较上年同期+64.81%。净利润能够在营收同比下降的情况下维持增长主要来源于: ① 核心业务景区运营利润同比放大, 大唐芙蓉园和海洋极地公园创收明显 ② 2015 财年费用控制同比见成效, 营业成本较上期降低 11.22%, 其中销售费用较上期降低 21.08%, 管理费用较上期降低 5.3%, 财务费用较上期降低 11.35%。

(三) 聚力品牌建设, 走出去取得新的突破

在 2015 年, 公司各景区共举办芙蓉园新春灯会、海洋公园恐龙节、寒窑泼水节等近百场文化主题活动异彩纷呈, 这些极具成长性的项目和活动提升公司收益和品牌知名度。而且公司继续实施“走出去”战略, 相继开展了河南神农山景区托管及策划规划咨询服务, 洋县华阳景区托管服务, 山西三多堂文化旅游景区及寿阳农业公园项目旅游策划规划, 邯郸文旅管理咨询服务, 四川成都安仁镇、山海关旅游规划服务咨询等外拓智力服务项目, 这为公司的业务打开了一扇大门。2016 年, 我们对公司能够在稳定发展的基础上实现进一步突破寄予希望。

曲江文旅(600706)

推荐 维持评级

分析师

周颖

电话: 010-83571301

邮箱: zhouying_yj@ChinaStock.com.cn

职业资格证书编号: S0130511090001

联系人: 李昂

电话: 010-83574538

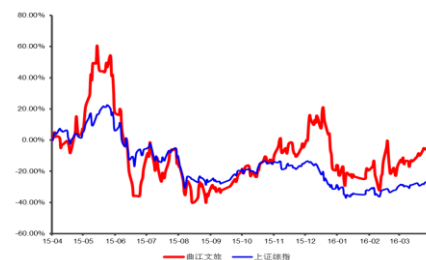
邮箱: liang_zb@ChinaStock.com.cn

市场数据

2016-04-19

A 股收盘价(元)	18.98
A 股一年内最高价(元)	33.90
A 股一年内最低价(元)	12.11
上证指数	3042.82
市盈率	70.9
总股本(亿股)	1.80
实际流通 A 股(亿股)	1.78
限售的流通 A 股(亿股)	0.02
流通 A 股市值(亿元)	33.96

相对上证指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

1. 社会服务行业周报 20150406——“一带一路”旅游愿景为行业增新机
2. 社会服务行业周报 20150329——中国或超美国成世界最大商务旅游市场
3. 社会服务行业周报 20150322——中国成世界第一大旅游客源地
4. 社会服务行业周报 20150315——2020 年中国旅游市场规模超过 60 亿人次

3. 投资建议

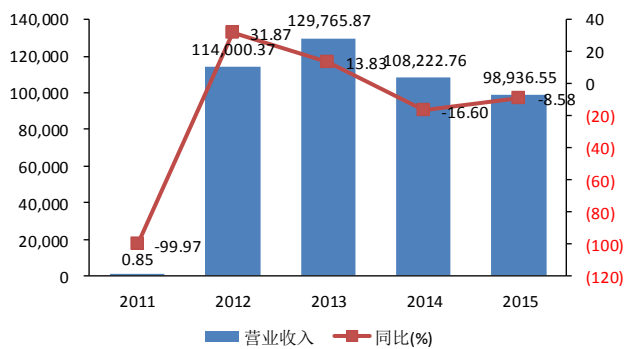
我们认为，公司核心竞争力并没有得到改变，景区 2015 全年能够交出这样的成绩单，随着旅游行业的发展，保守预计 2016 年公司归属净利润 7000 万，相应 EPS 为 0.28 元，对应 67.6 倍 PE。2015 年 EPS 为 0.27 元。

4. 风险提示

公司经营不达预期，或出现影响旅游业的系统性风险等。

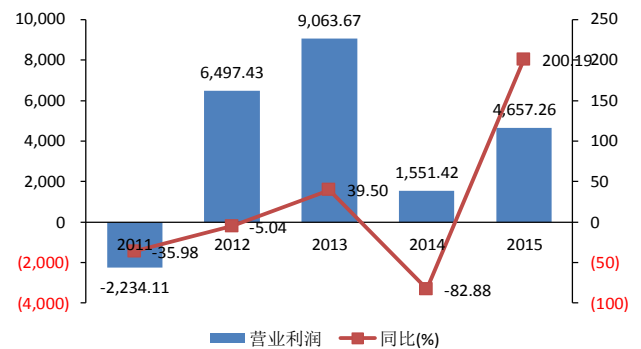
附：1. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1. 曲江文旅 2011-2015 年度营业收入（万元）及同比%



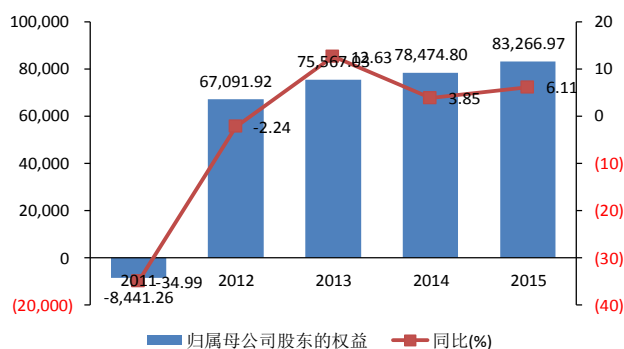
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 2. 曲江文旅 2011-2015 年度营业利润（万元）及同比%



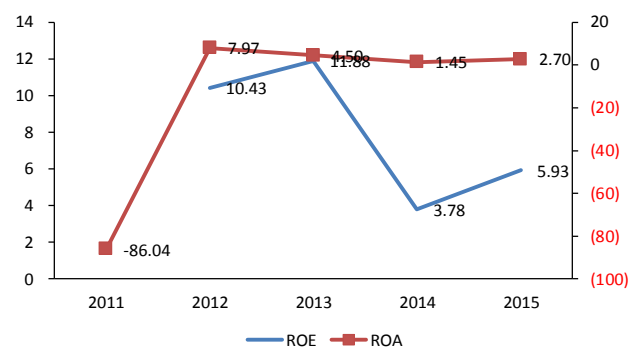
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 3. 曲江文旅 2011-2015 年度归母净利润（万元）及同比%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

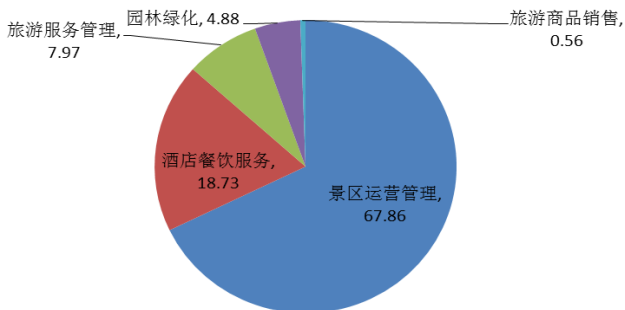
图 4. 曲江文旅 2011-2015 年度 ROE&ROIC 变动情况 (%)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

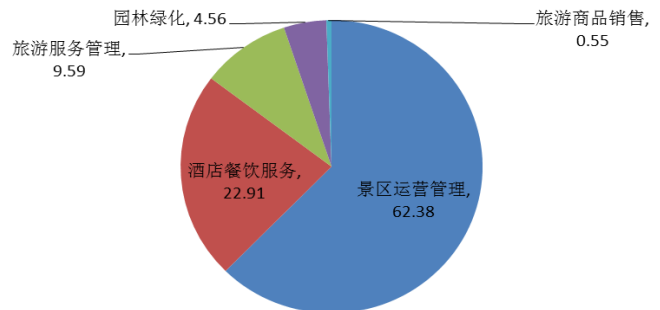
2. 公司主营业务收入结构比较跟踪

图 1. 曲江文旅 2015 年度主营业务收入占比%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 2. 曲江文旅 2014 年度主营业务收入占比%



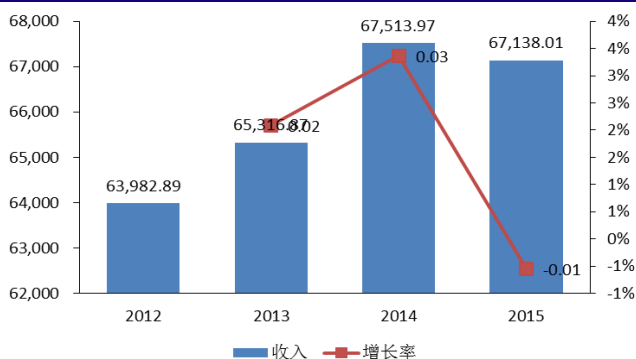
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

一句话判断总结：从公司业务结构来看，公司核心五大业务{景区运营管理+酒店餐饮服务+旅游服务管理+园林绿化+旅游商品管理}没有发生变化，其中景区运营管理 2014 年占比为 62.38%，2015 年中期占比达到 67.86%，增长了 5.48%，在主营业务中仍然占有主导地位；相对第二大主要业务收入占比减少 4.18%。其核心业务保持结构性的稳定，总体来说，我们认为公司核心竞争力并未改变。

3. 分拆主营业务运行情况跟踪

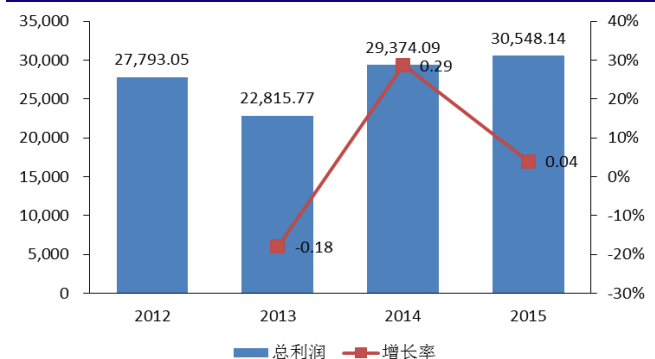
3.1 景区运营管理

图 1. 景区运营管理 2012-2015 年度总收入 (万元) 及增长率%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 2. 景区运营管理 2012-2015 年度营业利润 (万元) 及增长率%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 1. 景区运营管理 2012-2015 年度利润率%

景区运营管理年度	2012	2013	2014	2015
利润率 (%)	43.44	34.93	43.51	45.50

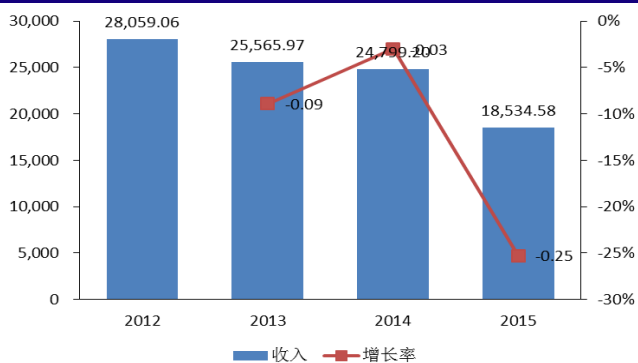
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

2015 全年，景区运营管理业务线实现收入 6.71 亿元，同比降低 1%，实现总利润 3.05 亿元，同比增长 4%，但利润率保持较为稳定，达到 45.5%。

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等多个文化旅游景区。景区运营管理模式主要分为收费式景区管理、开放式景区管理、自有旅游资产运营管理。景区运营管理收入是公司主营业务收入的主要组成部分，目前该业务营收与利润水平保持稳定态势，在不考虑业绩新增长极出现的情况下，2016 年该业务势必依旧是公司主要业绩来源。

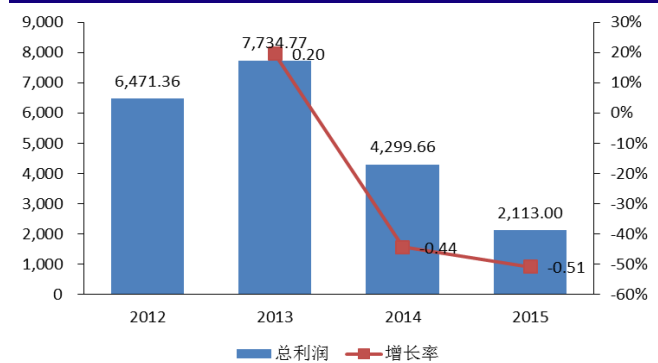
3.2 酒店餐饮服务

图 3. 酒店餐饮服务 2012-2015 年度总收入(万元)及增长率%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 4. 酒店餐饮服务 2012-2015 年度营业利润(万元)及增长率%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 2. 酒店餐饮服务 2012-2015 年度利润率%

酒店餐饮服务年度	2012	2013	2014	2015
利润率 (%)	23.06	30.25	17.34	11.40

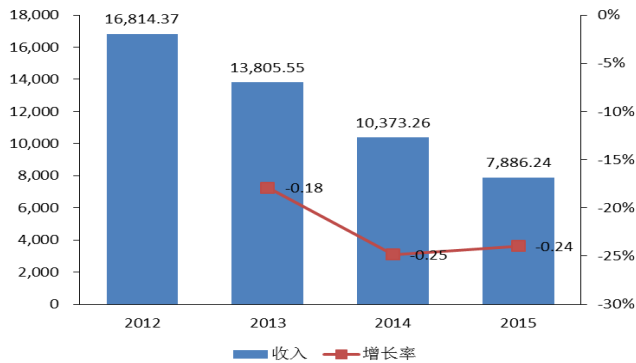
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

2015 全年，公司酒店餐饮服务业务线实现收入 1.85 亿元，同比下滑 25%，实现总利润 0.21 亿元，同比减少 51%，利润率也有所下降为 11.4%，主要是本期唐华宾馆改造停业及海鲜城停业所致。

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，形成了文化旅游景区的主要组成部分，丰富和完善了文化旅游的生态结构。餐饮酒店多分布在景区周边，受益于景区客流量增长，享受景区口碑和公司品牌效应。但受宏观经济等因素制约，酒店行业复苏进程缓慢，经济型及高端连锁酒店整体处于供大于求的状态，而中端酒店在此前市场竞争相对较弱，未来在居民收入增长、本土商务出行旺盛及中等阶层需求等因素的影响下，精准定位的中端酒店将有很大的发展空间。

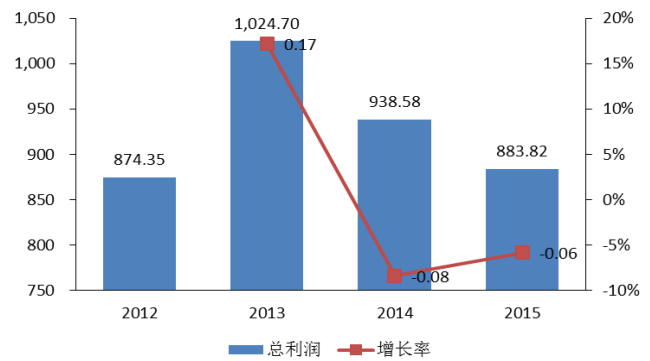
3.3 旅游服务管理

图 5. 旅游服务管理 2012-2015 年度总收入(万元)及增长率%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 6. 旅游服务管理 2012-2015 年度营业利润(万元)及增长率%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 3. 旅游服务管理 2012-2015 年度利润率%

旅游服务管理年度毛利率 (%)	2012	2013	2014	2015
	5.20	7.42	9.05	11.21

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

2015 全年，公司旅游服务管理业务线实现收入 0.79 亿元，同比降低 24%，实现总利润 0.09 亿元，同比降低 6%，但利润率有所上升，创最近四年内的新高，达到 11.21%，主要源于旅游接待成本较去年同期下降 25.78%。

公司旅游服务业务主要包括出境业务、入境业务、商务旅游、传统旅游产品、会议策划接待、特色旅游线路等，以全资、控股、战略合作、连锁加盟为主要形式，逐步打造“曲江旅行社集团。旅游周边产品和服务（旅行社）及旅游演出目前主要为完善景区旅游产品服务业务，发挥协同作用。旅游接待成本较去年同期下降 25.78% 是公司利润率提升的主要原因。

3.4 园林绿化

图 11. 园林绿化 2011-2015 年度总收入(万元)及增长率%

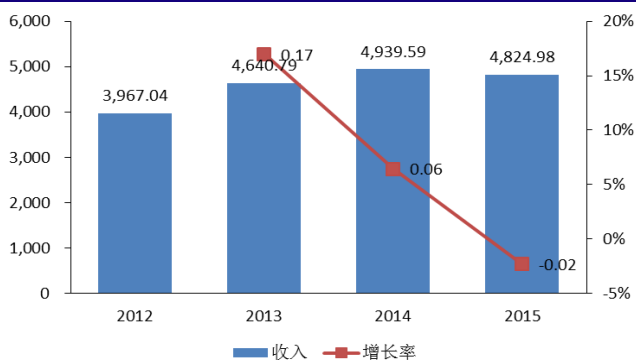
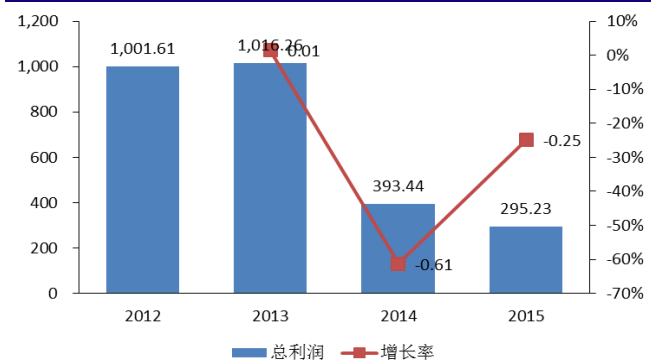


图 12. 园林绿化 2011-2015 年度营业利润总额(万元)及增长率%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 6. 园林绿化 2012-2015 年度利润率%

园林绿化业务年度	2012	2013	2014	2015
毛利率 (%)	25.25	21.90	7.97	6.12

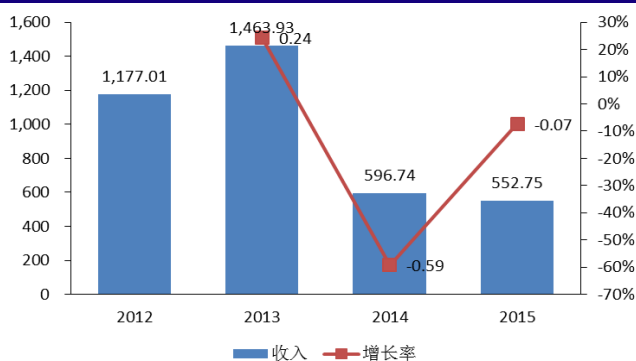
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

2015 全年，公司园林绿化业务线实现收入 0.48 亿元，同比下滑 0.2%，实现总利润 0.03 亿元，同比下降 25%，利润率也有所下降，为 6.12%。

公司下属子公司西安曲江大雁塔景区管理服务有限公司主要负责园林绿化业务，主要承接政府、企事业单位的园林绿化业务，目前拥有园林绿化二级业务资质。该业务营业收入占公司总收入的 5% 左右，对公司业绩贡献不明显，2015 年园林绿化人工成本同比下降 18.6%，工程及养护成本上涨 1.96%。

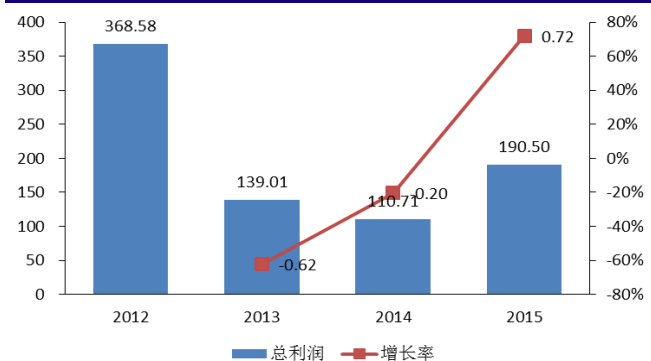
3.5 旅游商品销售

图 13. 旅行商品销售 2012-2015 年度总收入(万元)及增长率%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 14. 旅行商品销售 2012-2015 中期毛利总额(万元)及增长率%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 7. 旅行商品销售 2012-2015 年度利润率%

旅行商品销售年度	2012	2013	2014	2015
毛利率 (%)	31.31	9.50	18.55	34.46

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

2015 全年，公司旅行商品销售业务线实现收入 0.55 亿元，同比下滑 7%，实现总利润 0.19 亿元，同比增长 72%，利润率也有所上升，达到 34.46%，是公司 4 年内的最高水平，但营收并未大幅改善的情况下，商品成本同比下降 25.78% 成为毛利改善的重要原因。

公司下属子公司西安曲江唐艺坊文化传播有限公司负责公司的旅游商品销售业务，经营旅游商品的策划、设计、销售，文化旅游区商品销售的整合运营。随着我国旅游业的发展，旅游商品的消费也会成为一项前景良好的业务。

4. 曲江文旅大股东概况

表 8. 曲江文旅前十大股东最新情况 (2015 年年报)

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	持股数量变动 (股)	占总股本比例 (%)	持股比例变动 (%)	股本性质
1	西安曲江旅游投资(集团)有限公司	增持	92,483,934	83,000	51.5200	0.0500	A 股流通股
2	青岛齐能化工有限公司	-	4,370,178	0	2.4300	0.0000	A 股流通股
3	华夏银行股份有限公司-华商大盘量化精选灵活配置混合型证券投资基金	减持	2,792,431	-3,283,770	1.5600	-1.8200	A 股流通股
4	高芸	新进	2,284,579		1.27		A 股流通股
5	中国工商银行-华安中小盘成长混合型证券投资基金	减持	1,600,000	-1,400,230	0.89	-0.78	A 股流通股
6	柯国联	新进	1,429,969		0.8		A 股流通股
7	中国农业银行-华夏平稳增长混合型证券投资基金	-	1,399,976	0	0.78	0	A 股流通股
8	中国建设银行股份有限公司-华宝兴业事件驱动混合型证券投资基金	减持	1,339,982	-1,964,400	0.75	-1.09	A 股流通股
9	西安市商业银行股份有限公司	新进	1,107,174		0.62		A 股流通股
10	中国农业银行股份有限公司-交银施罗德成长混合型证券投资基金	新进	1,025,832		0.57		A 股流通股
	合计	-	109,834,055		61.19		

资料来源：中国银河证券研究部整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

周颖，行业证券分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn