

曲江文旅 (600706)

核心景区经营稳健，轻资产管理输出践行者

16H1归母净利同比增长57.99%

公司16H1实现营收4.76亿/-1.75%；归母净利润4254.57万/+56.50%；扣非后归母净利润4044.58万/+57.99%；EPS为0.24元/+60%；业绩增长主要系报告期内公司下属大唐芙蓉园景区管理分公司业绩较去年同期增加。

毛利率微降，费用管控合理

公司16H1综合毛利率35.36%(-0.23 pct)，主要系唐华宾馆装修及大明宫遗址公园公司管理酬金调整所致；期间费用率为20.86%(-3.39 pct)；其中销售费用率为4.79%(-2.23 pct)，主要系本期销售费用投入减少所致；管理费用率为13.3%(-0.28 pct)；财务费用率为2.76%(-0.89 pct)，主要系在加强资金统筹管理的前提下，合理调整债务结构，有效降低资金成本所致。

核心景区现支撑，费用控制大幅改善

上半年公司核心景区继续贡献稳定收益，对业绩形成有力支撑，近年公司费用控制成效明显，报告期各项费用均有不同程度降低，公司利润空间得到进一步释放，全年有望实现30%以上的预期增速。

聚力品牌建设，轻资产输出增添新动力

景区运营管理占到总营收的60%以上，一方面公司不断在核心景区推出创新型文化主题活动，丰富公司产品矩阵，提升公司收益及品牌知名度，同时加强轻资产输出，相继开展多个景区的托管及策划咨询服务，有望成为新利润增长点；另一方面，公司不断推进相关景区智慧旅游建设，加快实现景区内的提质增效，确保长期盈利能力的提升。

国企改革有望率先受益

公司实际控制人曲江文化投资集团旗下拥有丰富的储备资源，涉及景区、演出、影视、会展等多个领域，存在一定的资产注入预期；此外，陕西省及西安市多次提出国企改革规划及方案，公司作为地方国企或将率先受益国企改革，解除公司中长期发展的枷锁。同时，西安作为一带一路的重要节点将有望获得第三批自贸区资格，地方政策为公司带来长期利好。

首次覆盖，给予“增持”评级

陕西作为传统旅游资源大省，其地理位置和历史文化资源传承为公司发展创造了良好的先天优势。公司现有主业经营状况稳健，持续看好公司轻资产管理输出模式以及国企改革带来机制上的长效改善，业绩增长可期。我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.32、0.37、0.46，对应PE为58倍、51倍、41倍，给予“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧，政策不及预期。

行业名称:	休闲服务
投资建议:	增持(首次覆盖)
当前价格:	18.71元
目标价格:	22.45元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	180/178
流通A股市值(百万元)	3,329
每股净资产(元)	4.88
资产负债率(%)	49.42
一年内最高/最低(元)	25.76/12.11

一年内股价相对走势



刘章明 分析师
 执业证书编号: s1110516060001
 电话:
 邮箱: liuzm@sh.tfzq.com

孙海洋 联系人
 电话:
 邮箱: sunhy@sh.tfzq.com

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,082.23	989.37	1,020.94	1,096.60	1,216.24
增长率(%)	-16.60%	-8.58%	3.19%	7.41%	10.91%
EBITDA(百万元)	127.35	149.07	150.05	168.87	197.56
净利润(百万元)	29.08	47.92	57.97	70.98	88.79
增长率(%)	-65.69%	64.81%	20.97%	22.45%	25.09%
EPS(元/股)	0.16	0.27	0.32	0.37	0.46
市盈率(P/E)	115.50	70.09	57.94	51.17	40.91
市净率(P/B)	4.28	4.03	3.77	3.72	3.41
EV/EBITDA	24.78	30.70	21.30	22.78	16.73

数据来源:公司公告,天风证券研究所



报告信息

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	118.51	160.79	263.03	87.73	432.36	营业收入	1,082.23	989.37	1,020.94	1,096.60	1,216.24
应收账款	372.64	400.77	153.33	468.10	221.12	营业成本	731.06	649.06	654.20	687.10	749.89
预付账款	12.34	9.53	21.20	7.31	23.23	营业税金及附加	48.87	38.13	51.67	49.09	54.29
存货	52.46	48.41	41.38	57.28	46.60	营业费用	75.62	59.67	61.26	65.80	72.97
其他	16.18	13.86	15.19	15.08	14.71	管理费用	160.47	151.97	153.14	175.46	194.60
流动资产合计	572.13	633.37	494.13	635.49	738.03	财务费用	38.01	33.69	33.00	34.00	35.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	12.75	10.39	8.13	10.42	9.65
固定资产	952.79	875.50	860.64	861.34	858.38	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	6.39	26.25	51.75	79.05	77.43	投资净收益	0.06	0.12	0.07	0.07	0.07
无形资产	167.49	162.35	154.28	146.21	138.14	其他	-0.12	-0.24	-0.14	-0.14	-0.14
其他	43.35	35.08	17.42	15.27	15.24	营业利润	15.51	46.57	59.61	74.80	99.91
非流动资产合计	1,170.02	1,099.19	1,084.09	1,101.87	1,089.18	营业外收入	22.72	19.41	21.02	21.05	20.49
资产总计	1,742.14	1,732.55	1,578.22	1,737.36	1,827.21	营业外支出	8.76	4.39	7.31	6.82	6.17
短期借款	151.00	75.00	0.00	143.84	0.00	利润总额	29.48	61.60	73.32	89.03	114.23
应付账款	379.41	333.07	455.34	332.17	529.95	所得税	2.73	14.61	17.60	21.37	28.56
其他	262.93	210.07	216.15	235.68	222.69	净利润	26.75	46.99	55.73	67.67	85.68
流动负债合计	793.34	618.14	671.49	711.68	752.63	少数股东损益	-2.33	-0.93	-2.25	-3.32	-3.12
长期借款	148.00	264.00	0.00	36.87	0.00	归属于母公司净利润	29.08	47.92	57.97	70.98	88.79
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.16	0.27	0.32	0.37	0.46
其他	14.58	14.45	14.93	14.65	14.68						
非流动负债合计	162.58	278.45	14.93	51.52	14.68	主要财务比率					
负债合计	955.92	896.59	686.42	763.21	767.31	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
少数股东权益	1.48	3.30	1.16	-2.10	-5.15	成长能力					
股本	179.51	179.51	179.51	194.14	194.14	营业收入	-16.60%	-8.58%	3.19%	7.41%	10.91%
资本公积	448.48	448.48	448.48	448.48	448.48	营业利润	-82.88%	200.19%	28.00%	25.48%	33.57%
留存收益	605.24	653.16	711.13	782.11	870.91	归属于母公司净利润	-65.69%	64.81%	20.97%	22.45%	25.09%
其他	-448.48	-448.48	-448.48	-448.48	-448.48	获利能力					
股东权益合计	786.22	835.96	891.80	974.15	1,059.90	毛利率	32.45%	34.40%	35.92%	37.34%	38.34%
负债和股东权益总计	1,742.14	1,732.55	1,578.22	1,737.36	1,827.21	净利率	2.69%	4.84%	5.68%	6.47%	7.30%
						ROE	3.71%	5.76%	6.51%	7.27%	8.34%
						ROIC	5.09%	5.56%	6.38%	11.36%	8.50%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	54.87%	51.75%	43.49%	43.93%	41.99%
净利润	26.75	46.99	57.97	70.98	88.79	净负债率	28.97%	41.27%	29.22%	30.08%	32.21%
折旧摊销	91.56	87.84	57.44	60.07	62.65	流动比率	0.72	1.02	0.74	0.89	0.98
财务费用	37.22	32.77	33.00	34.00	35.00	速动比率	0.66	0.95	0.67	0.81	0.92
投资损失	-0.06	-0.12	-0.07	-0.07	-0.07	营运能力					
营运资金变动	-227.17	-54.79	395.40	-441.40	439.78	应收账款周转率	3.69	2.56	3.69	3.53	3.53
其它	57.24	13.13	-2.25	-3.32	-3.12	存货周转率	21.44	19.62	22.74	22.23	23.42
经营活动现金流	-14.46	125.83	541.49	-279.74	623.03	总资产周转率	0.59	0.57	0.62	0.66	0.68
资本支出	-54.03	6.37	59.52	80.27	49.98	每股指标(元)					
长期投资	-4.04	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.16	0.27	0.32	0.37	0.46
其他	-8.49	-42.69	-121.05	-160.19	-99.38	每股经营现金流	-0.08	0.70	3.02	-1.56	3.47
投资活动现金流	-66.56	-36.32	-61.53	-79.92	-49.41	每股净资产	4.37	4.64	4.96	5.03	5.49
债权融资	492.44	475.24	130.41	334.07	140.01	估值比率					
股权融资	-38.01	-33.69	-33.00	-19.37	-35.00	市盈率	115.50	70.09	57.94	51.17	40.91
其他	-612.05	-488.77	-475.13	-130.35	-334.00	市净率	4.28	4.03	3.77	3.72	3.41
筹资活动现金流	-157.62	-47.22	-377.72	184.35	-229.00	EV/EBITDA	24.78	30.70	21.30	22.78	16.73
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	58.97	57.02	34.51	35.36	24.50
现金净增加额	-238.64	42.28	102.24	-175.31	344.63						

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)