

谨慎推荐（首次）

曲江文旅（600706）深度报告

风险评级：一般风险

“一带一路”带来利好，关注公司国改进展

2017年4月5日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22110925

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理

卢立亭

S0340116030094

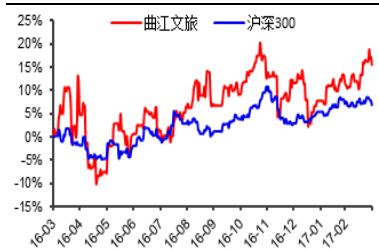
电话：0769-22110925

邮箱：luliting@dgzq.com.cn

主要数据 2017年3月31日

收盘价(元)	19.34
总市值(亿元)	34.72
总股本(亿股)	1.80
流通股本(亿股)	1.78
ROE(TTM)	7.15%
12月最高价(元)	21.39
12月最低价(元)	15.82

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

■ **轻资产运营模式，成长性相对平稳。**公司的景区运营管理业务风险较小，取得收入的波动性不大。一方面，该模式避免了一般景区开发类公司初始大量资金和重资产的投入，轻资产的运营管理模式使得公司的资金压力小。另一方面，公司不需要面临早期客流培育不及预期带来的经济损失，收入稳定。但是，公司景区运营管理业务的这种轻资产模式也使公司的收入弹性小，难以获得客流快速增长或爆发带来的经济红利，故公司的景区运营管理业务业绩成长性表现平稳，增速相对缓慢。在居民消费升级、旅游消费需求日益提高、交通改善、政府支持旅游业发展的背景下，西安市旅游市场有望保持快速增长的态势，利好公司运营管理的景区客流提升，并有利于公司提高分成门票收入和经营性收入。因此，预计公司景区运营管理业务的业绩仍能实现平稳增长。

■ **建设丝绸之路经济带，西安市打造文化旅游中心。**西安市被确定为丝绸之路经济带上的内陆型改革开放新高地，并将积极建成金融商业物流中心、机械制造业中心、能源储运交易中心、文化旅游中心、科技研发中心、高端人才培养中心的六大中心。在贯彻落实丝绸之路经济带“一高地六中心”的建设过程中，西安市首先打造文化旅游中心具有可行性和必要性，看好西安市在文化旅游中心建设上的前景。

■ **控股股东旅游资源丰富，公司存在注入资产可能性。**公司的控股股东曲江文化产业投资（集团）有限公司旗下具有丰富的旅游资源，公司作为其控股股东旗下唯一的上市平台，符合“小公司大集团”的特点，若陕西省、西安市的国企改革加快推进，旅游行业凭借其竞争性特点有望走在国企改革的前沿，公司存在注入控股股东集团资产的可能性。

■ **投资建议。**预计公司在2016、2017年的EPS为0.34元、0.37元，对应PE分别为58倍和53倍，首次覆盖给予谨慎推荐评级。

■ **风险提示。**景区游客增长不及预期；酒店餐饮市场竞争激烈，经营业绩不及预期；丝绸之路经济带文化旅游中心的建设低于预期；国企改革推进缓慢等。

主要财务指标预测表

单位（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	989	994	1,055	1,108
YOY (%)	-8.58%	0.46%	6.10%	5.06%
归母公司净利润(百万)	48	60	66	70
YOY (%)	64.81%	25.51%	9.13%	7.25%
毛利率 (%)	34.40%	33.60%	33.80%	33.90%
ROE (%)	5.62%	6.55%	6.67%	6.68%
每股收益(元)	0.27	0.34	0.37	0.39
市盈率(倍)	72.45	57.72	52.89	49.32

资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

目 录

1.景区运营管理业务是业绩主要贡献点.....	3
2.轻资产运营模式，成长性相对平稳.....	6
3.毛利率下滑严重，酒店餐饮业务急需提高效益.....	9
4.建设丝绸之路经济带，西安市打造文化旅游中心.....	10
5.控股股东旅游资源丰富，公司存在注入资产可能性.....	11
6.投资建议：给予谨慎推荐评级.....	12
7.风险提示.....	13

插图目录

图 1：公司的股权结构图.....	3
图 2：2012-2015 年公司营业总收入增长情况.....	4
图 3：2012-2015 年公司归母净利润增长情况.....	4
图 4：2012-2015 年公司期间费用率情况.....	4
图 5：2012-2015 年公司毛利率和净利率情况.....	4
图 6：2012-2015 年公司资产负债率变化情况.....	5
图 7：2012-2015 年公司各业务收入占营业总收入的比例情况.....	5
图 8：2012-2015 年公司各业务毛利润占公司综合毛利润的比例情况.....	5
图 9：2012-2015 年公司主要业务毛利率变动情况（单位：%）.....	5
图 10：大唐芙蓉园.....	7
图 11：曲江海洋极地公园.....	7
图 12：楼观台.....	7
图 13：大明宫国家遗址公园.....	7
图 14：公司各景区收入构成.....	8
图 15：2010-2014 年西安入境游客数情况.....	8
图 16：2010-2014 年西安国内游客数情况.....	8
图 17：唐华宾馆.....	9
图 18：大唐博相府.....	9
图 19：秦始皇陵.....	11
图 20：大雁塔.....	11
图 21：华清池.....	11
图 22：西安市高铁规划图.....	11
图 23：曲江文化产业投资（集团）有限公司旗下的资源.....	12

表格目录

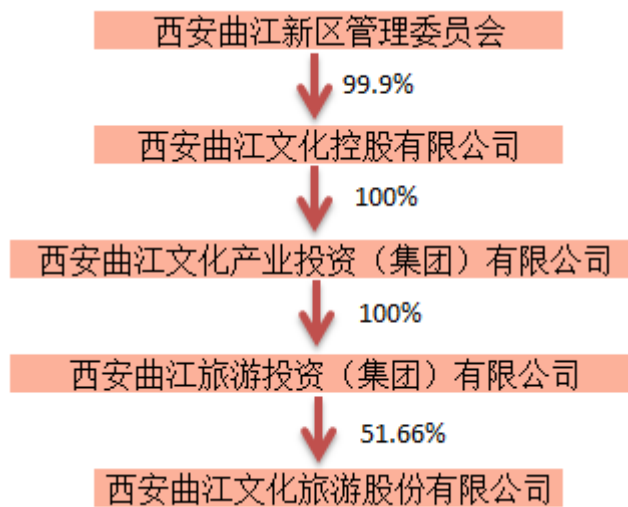
表 1：公司运营管理的部分景点情况介绍.....	6
表 2：公司所有酒店的基本情况.....	9
表 3：公司盈利预测简表.....	14

1. 景区运营管理业务是业绩主要贡献点

公司的全称是西安曲江文化旅游股份有限公司，前身是成立于 1984 年的陕西省计算机生产技术服务公司。该公司于 1996 年 5 月在上海证券交易所上市（即长安信息、ST 长信），并于 2010 年 11 月，与陕西华汉实业集团有限公司（以下简称“华汉实业”）、西安曲江旅游投资集团有限公司（以下简称“曲江旅游投资集团”）签署了《债务重组及资产出售协议》及补充协议约定、《发行股份购买资产协议》及补充协议。协议规定，公司向华汉实业出售全部资产和负债（除公司对华汉实业的债务外），置出资产 3896 万元；曲江旅游投资集团承接截至 2010 年 12 月 31 日公司对华汉实业的全部债务总额 9881 万元；本公司向曲江旅游投资集团发行股份作为对价，购买曲江旅游投资集团合法持有的文化旅游类资产 9.15 亿元，此次发行的股份价格为 9.93 元/股，向曲江旅游投资集团发行的股份数量为 9218 万股。2012 年 5 月 31 日，本公司与曲江旅游投资集团签署了《发行股份购买资产之交割协议》，各方约定 2011 年 12 月 31 日为交割审计基准日，以 2012 年 5 月 31 日为交割日。2012 年 9 月 28 日公司名称由“长安信息产业（集团）股份有限公司”变更为“西安曲江文化旅游股份有限公司”。

资产重组后，曲江文旅的第一大股东是西安曲江旅游投资（集团）有限公司，持有公司 51.66% 的股权。公司的实际控制人是西安曲江新区管理委员会。公司有食、宿、行、游、购、娱六大业务板块，涵盖餐饮、酒店、旅行社、商业、景区及其它业务。自成立以来，公司先后在文化旅游景区、餐饮酒店、旅行社等业务领域进行战略投资拓展，形成了涵盖景区运营管理、餐饮酒店运营管理、旅游商品开发、旅行社、旅游管理输出等全链条的文化旅游产业。

图 1：公司的股权结构图

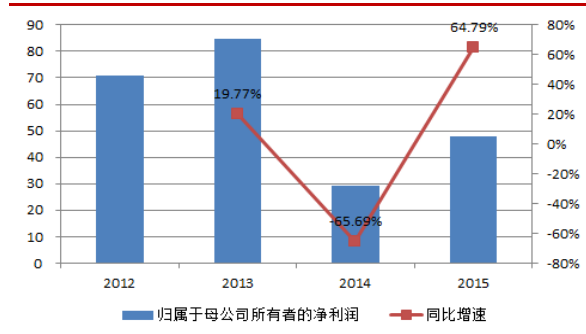


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司 2014 年业绩出现较大幅度的下跌，营业收入同比下滑 16.6%，归母净利润同比下滑 65.69%。业绩大幅下降的主要原因是，相比于 2013 年，公司 2014 年没有实现房地产收入和盈利。若剔除房地产业务，公司 2014 年的收入同比略微下降 2% 左右。2015 年，公司实现营业收入 9.89 亿元，同比下降 8.58%；实现归母净利润 4792 万元，同比高速增长 64.79%。归母净利润在营业收入下滑的情况下仍能实现高速增长，主要原因是公司的成本、费用控制效果显著。2015 年，公司的景区运营管理业务在营收中的比重同比提升 5.48 个百分点，且毛利率同比提升 1.99 个百分点，是公司 2015 年综合毛利率提升 1.95 个百分点的主要原因。同时，公司销售费用率和财务费用率的下滑带动期间费用率下降 0.53 个百分点。2016 年前三季度，公司实现营业收入 7.26 亿元，同比下降 2.73%；实现归母净利润 6609 万元，同比增长 32.85%；实现扣非净利润 5692 万元，同比增长 17.36%。去年前三季度营收下滑主要是受唐华宾馆装修及大明宫遗址公园管理报酬金调整带来的消极影响。而归母净利润快速增长则是得益于期间费用率的下降和政府补助推动的营业外收入的提升。公司 2016 年全年归母净利润预增 10%-30%，业绩符合预期。

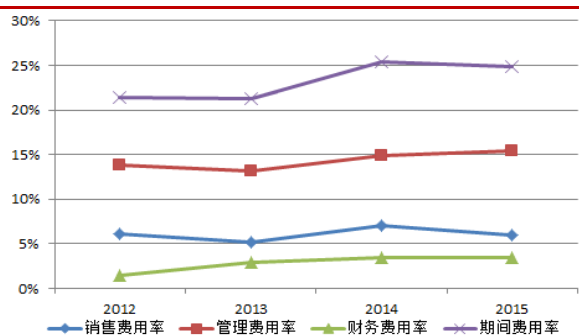
图 2：2012-2015 年公司营业总收入增长情况


数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

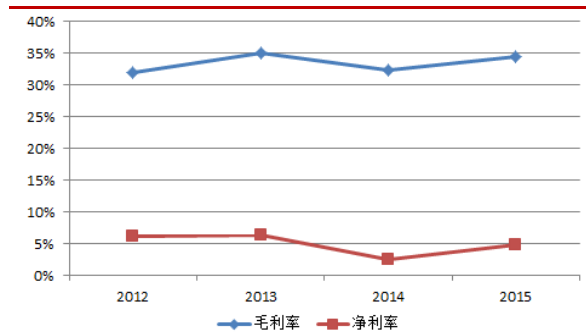
图 3：2012-2015 年公司归母净利润增长情况


数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

在盈利能力方面，2012-2015 年，公司的综合毛利率大致围绕 33% 波动，净利率大致围绕 5% 波动。其中，2014 年，公司的毛利率略有下滑，加上销售费用率、管理费用率和财务费用率共同带动公司的期间费用率同比提升 4.1 个百分点，导致公司的净利率同比下滑 3.97 个百分点至 2.47%。在资本结构方面，2014-2015 年，公司的资产负债率明显下降，但仍高于行业整体水平。在偿债能力方面，2012-2015 年，公司的流动比率和速动比率随着资产负债率的下降逐年上升，但仍低于同期行业的整体水平。

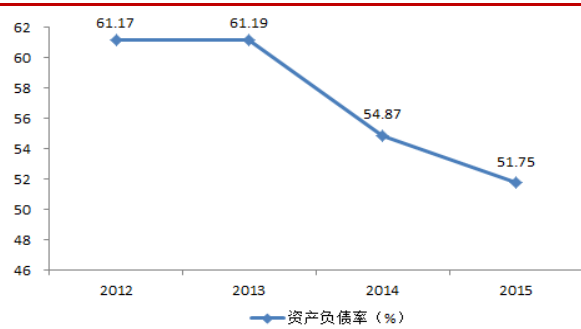
图 4：2012-2015 年公司期间费用率情况


数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 5：2012-2015 年公司毛利率和净利率情况


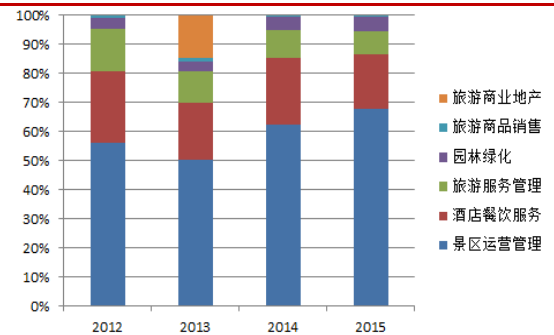
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 6：2012-2015 年公司资产负债率变化情况



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

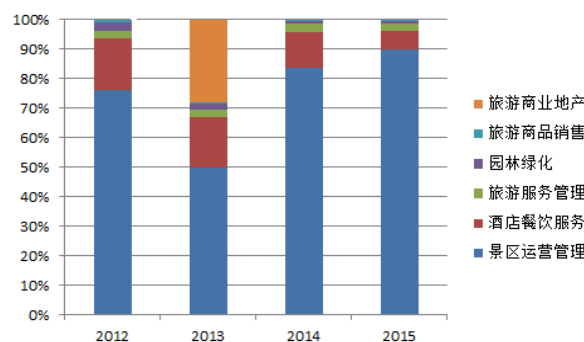
图 7：2012-2015 年公司各业务收入占营业总收入的比例情况



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

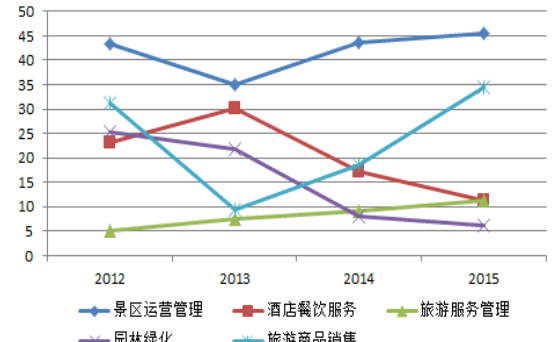
分业务来看，2012-2015 年，公司的景区运营管理业务在营收中的占比大致呈上升趋势，从 2012 年的 56.13% 提升至 2015 年的 67.86%，是公司营收占比最大的业务。营收贡献度排名第二的是酒店餐饮业务，在营收中的占比大致呈下滑趋势，从 2012 年的 24.61% 下滑至 2015 年的 18.73%。其次是旅游服务管理和园林绿化业务，2015 年，二者在营业收入中的占比分别是 7.97% 和 4.88%。在毛利润构成方面，景区运营管理业务对公司综合毛利润的贡献最大，从 2012 年的 76.13% 上升至 2015 年的 89.77%。毛利润贡献度仅次于景区运营管理的是酒店餐饮业务，2015 年的贡献度从 2012 年的 17.72% 大幅下滑至 6.21%。在毛利率方面，公司景区运营管理业务的毛利率最高，且 2012-2015 年来大致呈上升趋势，2015 年是 45.5%。毛利率呈上升趋势的还有旅游服务管理业务，从 2012 年的 5.2% 提升至 2015 年的 11.21%。相反，公司的酒店餐饮业务和园林绿化业务的毛利率均呈下降趋势。

图 8：2012-2015 年公司各业务毛利润占公司综合毛利润的比例情况



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 9：2012-2015 年公司主要业务毛利率变动情况（单位：%）



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

2.轻资产运营模式，成长性相对平稳

曲江文旅拥有“西安曲江大雁塔·大唐芙蓉园”1个国家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4个国家4A级景区，以及寒窑遗址公园、秦二世陵遗址公园等多个文化旅游景区。其中，大唐芙蓉园位于西安城南的曲江开发区，大雁塔的东南侧，是仿照唐代皇家园林样式建造的大型皇家园林式文化主题公园。大唐芙蓉园占地1000亩左右，园区内拥有帝王文化区、水秀表演区、歌舞文化区等多个主题功能分区，建有紫云楼、仕女馆、御宴宫等仿古建筑。2005年对外开放的大唐芙蓉园于2011年被国家旅游局评为5A级旅游景区。此外，占地70亩的曲江海洋极地公园是集海洋极地文化体验、休闲娱乐、科普教育、广场文化等诸多功能于一体的国家4A级旅游景区和全国海洋科普教育基地。而又称西安明城墙的西安城墙是我国第一批全国重点文物保护单位，是国家4A级景区。另外，楼观道文化展示区包括以道文化为核心的历史文化旅游景区和以大地景观、生态高效农业为核心的观光农业示范区。而大明宫是唐帝国最宏伟壮丽的宫殿建筑群，其初建于唐太宗贞观八年，毁于唐末。如今，大明宫遗址是世界文化遗产和全国重点文物保护单位。

表 1：公司运营管理的部分景点情况介绍

景点	景点简介	景点级别
大唐芙蓉园	大唐芙蓉园是仿照唐代皇家园林样式建造的大型皇家园林式文化主题公园。园区内拥有帝王文化区、水秀表演区、歌舞文化区等多个主题功能分区，建有紫云楼、仕女馆、御宴宫等仿古建筑。	国家 5A 级景区
曲江海洋极地公园	占地 70 亩的曲江海洋极地公园是集海洋极地文化体验、休闲娱乐、科普教育、广场文化等诸多功能于一体的国家 4A 级旅游景区和全国海洋科普教育基地。	国家 4A 级景区
西安城墙	又称西安明城墙的西安城墙是我国第一批全国重点文物保护单位，是国家 4A 级景区。	国家 4A 级景区
楼观道文化展示区	楼观道文化展示区包括以道文化为核心的历史文化旅游景区和以大地景观、生态高效农业为核心的观光农业示范区。	国家 4A 级景区
大明宫国家遗址公园	大明宫是唐帝国最宏伟壮丽的宫殿建筑群，其初建于唐太宗贞观八年，毁于唐末。如今，大明宫遗址是世界文化遗产和全国重点文物保护单位。	国家 4A 级景区
寒窑遗址公园	寒窑遗址位于西安曲江新区东南隅，是我国第一个大型婚俗婚礼婚仪体验式主题公园。	
秦二世陵遗址公园	秦二世陵遗址公园位于曲江池遗址公园南岸，是以围绕秦二世胡亥陵墓为主题的遗址公园，园区整体风格极具秦风特色。	

数据来源：公司官网，百度百科，东莞证券研究所

图 10：大唐芙蓉园



数据来源：百度百科，东莞证券研究所

图 11：曲江海洋极地公园



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

图 12：楼观台



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 13：大明宫国家遗址公园



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

公司的景区运营管理业务和普通景区类公司的景区业务有所不同，公司管理的各个景区的资产并未注入上市公司当中。公司该项业务的收入来源主要包括基本门票酬金、分成门票酬金和经营性收入三部分。其中，基本门票酬金是根据协议，公司从景区门票收入中获得的定额的酬金。这部分酬金基本固定，不会随着游客量的变化而变化。而分成门票酬金或经营性收入分成则是按照一定基数的一定比例获得。比如，大唐芙蓉园的分成门票酬金是按照超率累进方式获得，具体来说，门票收入超过基本酬金 10% 以内部分，无分成酬金；门票收入超过基本酬金 10% 至 20% 之间部分，其中 50% 作为分成酬金；门票收入超过基本酬金 20% 至 30% 之间部分，其中 60% 作为分成酬金；门票收入超过基本酬金 30% 至 40% 之间部分，其 70% 作为分成酬金；门票收入超过基本酬金 40% 至 50% 之间部分，其中 80% 作为分成酬金；门票收入超过基本酬金 50% 以上部分，无分成酬金。因此，公司的景区运营管理业务风险较小，取得收入的波动性不大。一方面，该模式避免了一般景区开发类公司初始大量资金和重资产的投入，轻资产的运营管理模式使得公司的资金压力小。另一方面，公司不需要面临早期客流培育不及预期带来的经济损失，收入稳定。但是，公司景区运营管理业务的这种轻资产模式也使的公司的收入弹性小，难以获得客流快速增长或爆发带来的经济红利，故公司的景区运营管理业务业绩成长性表现平稳，增速相对缓慢。2017 年，公司运营管理的大唐芙蓉园将迎来基本门票酬金的调增，参考 2014 年相比于 2013 年 10% 的调增比例，2017 年的基本门票酬金也有望调增

10%，或将达到 7986 万元。

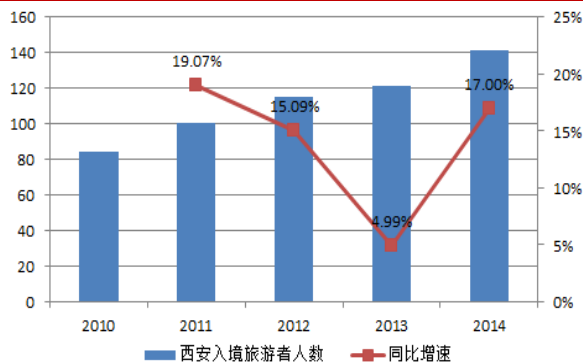
图 14：公司各景区收入构成

运营管理景区的公司	景区	基本门票酬金	分成门票酬金	经营性收入
西安曲江文化旅游股份有限公司	大唐芙蓉园	7260万元，如门票收入不足7260万元，以门票实际收入作为基本酬金，此后每三个年度为周期调增基本酬金。	分成酬金采用超率累进方式。具体确定方式为：门票收入超过基本酬金10%以内部分，无分成酬金；门票收入超过基本酬金10%至20%之间部分，其中50%作为分成酬金；门票收入超过基本酬金20%至30%之间部分，其中60%作为分成酬金；门票收入超过基本酬金30%至40%之间部分，其中70%作为分成酬金；门票收入超过基本酬金40%至50%之间部分，其中80%作为分成酬金；门票收入超过基本酬金50%以上部分，无分成酬金。	公司可以在该景区进行经营性活动，经营性收入归公司所有。
西安曲江大雁塔景区管理服务股份有限公司	曲江池遗址公园和唐城墙遗址公园	3483.44万元		第一至五年期间，景区的经营性收入100%归大雁塔景区管理公司所有；第六至十年期间，景区的经营性收入92%归大雁塔景区管理公司所有；第十一至十五年期间，景区的经营性收入90%归大雁塔景区管理公司所有；第十六至二十年期间，景区的经营性收入88%归大雁塔景区管理公司所有。
西安曲江大雁塔景区管理服务股份有限公司	大雁塔景区、大唐不夜城景区（含开元广场、银泰广场等）和唐慈恩寺遗址公园	3535.54万元		
西安曲江大明宫国家遗址公园管理有限公司	曲江大明宫遗址公园	12810万元（2014年是17350万元）		大明宫遗址公园公司可在景区内开展经营性活动，经营活动收入归大明宫遗址公园公司所有。

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

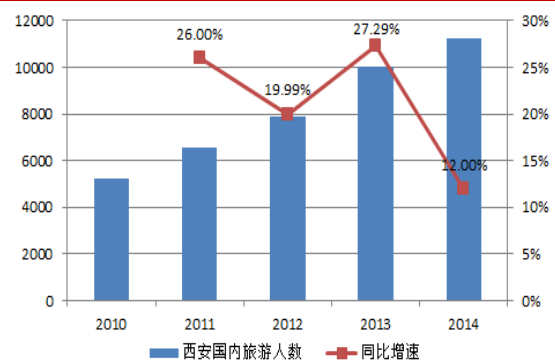
近年来，西安市的游客数保持快速增长的势头。2011-2014年，西安市入境旅游人数的年均增速是 12.23%，国内游客人数的年均增速是 19.6%。2015年，西安市接待国内外游客数 1.36 亿人次，同比快速增长 13.34%；实现旅游业总收入 1073.69 亿元，同比快速增长 13.02%。在居民消费升级、旅游消费需求日益提高、交通改善、政府支持旅游业发展的背景下，西安市旅游市场有望保持快速增长的态势，利好公司运营管理的景区客流提升，并有利于公司提高分成门票收入和经营性收入。因此，预计公司景区运营管理业务的业绩仍能实现平稳增长。

图 15：2010-2014 年西安入境游客数情况



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 16：2010-2014 年西安国内游客数情况



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

3.毛利率下滑严重，酒店餐饮业务急需提高效益

作为公司业务的重要组成部分，公司的酒店餐饮业务近年来的毛利率呈现明显下滑趋势，从 2013 年的 30.25% 下滑至 2015 年的 11.4%。下滑原因或许和 2013 年我国限制三公消费导致中高端酒店、餐饮业绩下滑有关。此外，景区周边酒店数量增加或对公司形成激烈的竞争，拖累其毛利率下滑。

公司目前经营有唐华宾馆、芳林苑酒店、金缘阁酒店、道温泉酒店等多家文化主题酒店，御宴宫、阅江楼、汉阳馆、唐华乐府、曲江生态海鲜城等多个主题餐厅。其中，唐华宾馆和芳林苑酒店分别是四星级和五星级酒店；御宴宫和汉阳馆分别是仿唐御宴和韩国料理餐厅。若公司在管理机制、效益改善等方面改革力度欠佳，则公司的酒店餐饮业务的发展仍不容乐观。

表 2：公司所有酒店的基本情况

酒店	规模	星级	位置
唐华宾馆	292 间客房	四星级	大唐芙蓉园以西、大雁塔以东
芳林苑酒店	55 间客房	五星级	大唐芙蓉园东部，芙蓉湖畔
银座商务酒店			紧邻曲江国际会议中心
大唐博相府	55 间客房	准五星级	东邻唐大慈恩寺遗址公园
道温泉酒店	170 间客房		楼观台景区
御宴宫	21 间包房		大唐芙蓉园西部
金缘阁	可同时容纳 1000 人		曲江寒窑遗址公园旁
汉阳馆			大唐不夜城

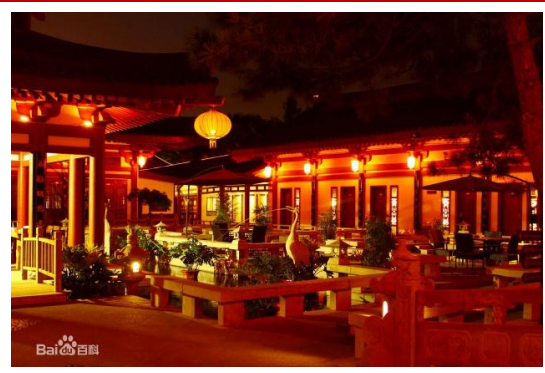
数据来源：公司官网，百度百科，东莞证券研究所

图 17：唐华宾馆



数据来源：百度百科，东莞证券研究所

图 18：大唐博相府



数据来源：百度百科，东莞证券研究所

4.建设丝绸之路经济带，西安市打造文化旅游中心

早在 2013 年 9 月，国家主席习近平提出建设“丝绸之路经济带”。根据中国科学院地理所，丝绸之路可划分为北、中、南三部分，北部是亚欧大陆桥线路，中部是石油天然气管道线路，南部是跨国公路线路。该经济带在我国国内的覆盖范围包括西北五省（陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆）、重庆、四川和内蒙古等。丝绸之路经济带的建设具有重要的意义。丝绸之路经济带覆盖的地域范围广、人口数量多，该经济带的建设有利于带动覆盖区域内的货物、服务贸易的发展，有利于加快区域城镇化进程，有利于我国部分重点枢纽型城市经济增长。西安市作为丝绸之路经济带西北五省中陕西省的省会城市，将在经济带建设过程中发挥重要积极作用。2015 年 3 月，我国发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，在该文件中，西安市被确定为丝绸之路经济带上的内陆型改革开放新高地，并将积极建成金融商业物流中心、机械制造业中心、能源储运交易中心、文化旅游中心、科技研发中心、高端人才培养中心的六大中心。由此可见，西安市的文化旅游地位在丝绸之路建设上被提到重要的高度。更有专家提出，西安市应首先考虑建设文化旅游中心，并以此作为战略突破口打造成“一高地六中心”。

我们认为，西安市打造文化旅游中心具有必要性。首先，旅游业涵盖吃、住、行、游、娱、购等多个方面，对多个行业的带动效应强，能迅速的提升西安市的人气。其次，多业态的发展需求将倒逼城市各项基础设施的建设，提高城市服务各业态发展的能力。再者，在人均 GDP、居民可支配收入稳步提升、居民消费升级、旅游需求日益提高、交通改善和政府大力支持的背景下，旅游业在未来相当长的时间内将保持较快的增长水平，能为西安市的长期发展带来持久的动力。

同时，西安市具备打造文化旅游中心的可行性。首先，西安市旅游资源丰富，具有打造文化旅游中心的坚实基础。西安市是我国的历史文化名城，我国的四大古都之一，拥有 5000 多年的文明史。西安市的秦始皇陵及兵马俑、大雁塔、小雁塔、唐长安城大明宫遗址、汉长安城未央宫遗址、兴教寺塔共六处风景名胜被列入《世界遗产名录》。目前，西安市拥有 5A 级景区 3 家，4A 级景区 19 家，优质旅游资源众多。

其次，西安市陆空交通便利，有利于吸引游客前往。高铁方面，西安市是我国高铁线路重要的枢纽，高铁线路呈米字形汇聚于西安。西安往东，目前已投入运行的高铁包括西安-渭南线、西安-郑州线、西安-北京线、西安到徐州线；西安往南，已投入运行的高铁包括西安-武汉线、西安-长沙线、西安-广州线、西安-深圳线，另有到成都、重庆和海口的三条线路正在规划或建设中；西安往西，目前已投入运行的有西安-宝鸡线，另外西安-银川、西安-兰州将分别在 2020 年和 2017 年通车；西安往北，到铜川、延安、包头的线路正在规划或建设当中。由此可见，西安市作为我国中西部重要的高铁交通枢纽，高铁路线发达，且将继续不断完善，有利于周边居民赴西安进行旅游消费。在机场方面，西安咸阳国际机场是我国西北地区最大的空中综合交通枢纽，是我国面积第五大、2015 年旅客吞吐量第八大的机场。西安咸阳国际机场 1 小时的航程可覆盖成都、重庆、武汉、郑州等中西部城市，2 小时航程可覆盖我国 70% 的领土范围，3 小时航程可覆盖我国全部的省会城市。西安航空交通的便利有利于其旅游业的发展。

综合来看，在贯彻落实丝绸之路经济带“一高地六中心”的建设过程中，西安市首先打造文化旅游中心具有可行性和必要性，看好西安市在文化旅游中心建设上的前景。

图 19：秦始皇陵



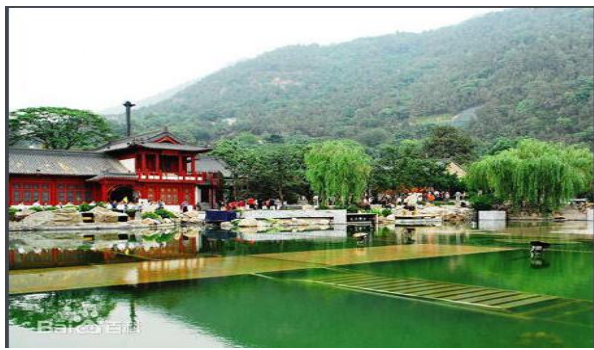
数据来源：360图片，东莞证券研究所

图 20：大雁塔



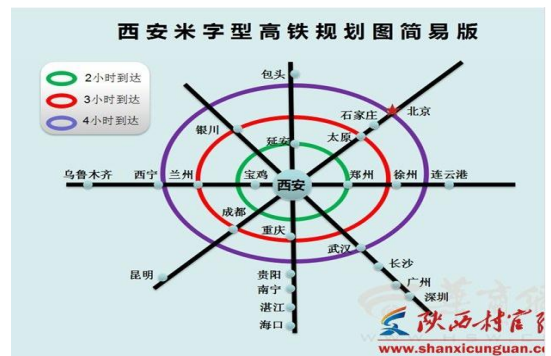
数据来源：百度百科，东莞证券研究所

图 21：华清池



数据来源：百度百科，东莞证券研究所

图 22：西安市高铁规划图

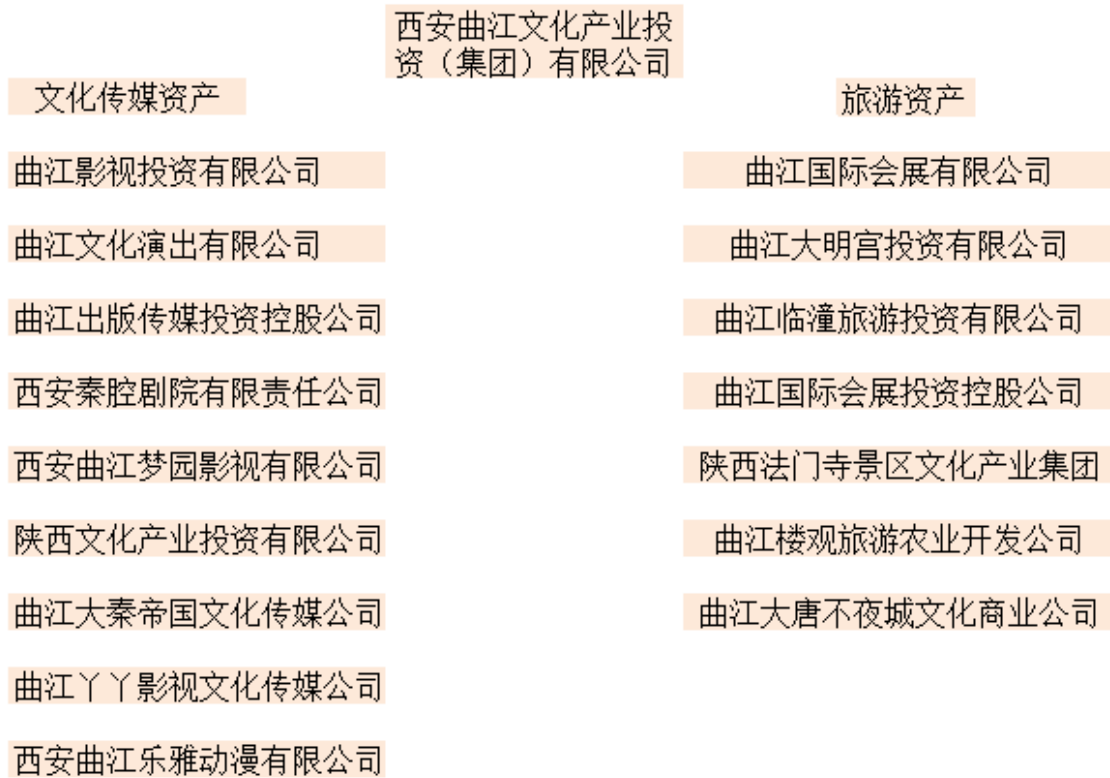


数据来源：陕西村官网，东莞证券研究所

5. 控股股东旅游资源丰富，公司存在注入资产可能性

公司的控股股东曲江文化产业投资（集团）有限公司旗下具有丰富的旅游资源，包括曲江影视投资有限公司、曲江文化演出有限公司等传媒类资产和曲江国际会展有限公司、曲江大明宫投资有限公司等旅游类资产。公司作为其控股股东旗下唯一的上市平台，符合“小公司大集团”的特点，若陕西省、西安市的国企改革加快推进，旅游行业凭借其竞争性特点有望走在国企改革的前沿，公司存在注入控股股东集团资产的可能性。

图 23：曲江文化产业投资（集团）有限公司旗下的资源



数据来源：西安曲江旅游投资集团官网，东莞证券研究所

6.投资建议：给予谨慎推荐评级

首先，公司的景区运营管理业务风险较小，取得收入的波动性不大。一方面，该模式避免了一般景区开发类公司初始大量资金和重资产的投入，轻资产的运营管理模式使得公司的资金压力小。另一方面，公司不需要面临早期客流培育不及预期带来的经济损失，收入稳定。但是，公司景区运营管理业务的这种轻资产模式也使的公司的收入弹性小，难以获得客流快速增长或爆发带来的经济红利，故公司的景区运营管理业务业绩成长性表现平稳，增速相对缓慢。在居民消费升级、旅游消费需求日益提高、交通改善、政府支持旅游业发展的背景下，西安市旅游市场有望保持快速增长的态势，利好公司运营管理的景区客流提升，并有利于公司提高分成门票收入和经营性收入。因此，预计公司景区运营管理业务的业绩仍能实现平稳增长。**其次**，作为公司业务的重要组成部分，公司的酒店餐饮业务近年来的毛利率呈现明显下滑趋势，从 2013 年的 30.25% 下滑至 2015 年的 11.4%。若公司在管理机制、效益改善等方面改革力度欠佳，则公司的酒店餐饮业务的发展仍不容乐观。**再者**，西安市被确定为丝绸之路经济带上的内陆型改革开放新高地，并将积极建成金融商业物流中心、机械制造业中心、能源储运交易中心、文化旅游中心、科技研发中心、高端人才培养中心的六大中心。在贯彻落实丝绸之路经济带“一高地六中心”的建设过程中，西安市首先打造文化旅游中心具有可行性和必要性，看好西安市在文化旅游中心建设上的前景。**最后**，公司的控股股东曲江文化产业投资（集团）

有限公司旗下具有丰富的旅游资源，公司作为其控股股东旗下唯一的上市平台，符合“小公司大集团”的特点，若陕西省、西安市的国企改革加快推进，旅游行业凭借其竞争性特点有望走在国企改革的前沿，公司存在注入控股股东集团资产的可能性。预计公司在2016、2017年的EPS为0.34元、0.37元，对应PE分别为58倍和53倍，首次覆盖给予谨慎推荐评级。

7.风险提示

景区游客增长不及预期；酒店餐饮市场竞争激烈，经营业绩不及预期；丝绸之路经济带文化旅游中心的建设低于预期；国企改革推进缓慢等。

表 3：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	989	994	1,055	1,108
营业总成本	943	930	983	1,030
营业成本	649	660	698	732
营业税金及附加	38	20	21	22
销售费用	60	60	63	66
管理费用	152	149	158	166
财务费用	34	31	31	31
其他经营收益	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	47	64	72	78
加 营业外收入	19	20	20	20
减 营业外支出	4	7	8	8
利润总额	62	77	84	90
减 所得税	15	19	20	22
净利润	47	59	64	69
减 少数股东损益	(1)	(2)	(2)	(2)
归母公司所有者的净利润	48	60	66	70
基本每股收益(元)	0.27	0.34	0.37	0.39
PE（倍）	72	58	53	49

数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn