

曲江文旅 (600706)

证券研究报告

2017年04月19日

景区业务驱动业绩增 11.43%，借区域优势迎发展良机

营收上升 5.97%YOY，归母净利上升 11.43%YOY。

公司公布 2016 年度报告，实现营业收入 10.48 亿元，同比上升 5.97%；实现归母净利 0.53 亿元，同比上升 11.43%，EPS0.3。分季度看，Q1-Q4 分别实现收入 2.2 亿 (-3.4%)、2.56 亿(-0.27%)、2.5 亿 (-4.55%) 和 3.23 亿 (+32.65%)；Q1-Q4 分别贡献归母净利 0.14 亿 (+156.93%)、0.29 亿 (+32.13%)、0.24 亿 (4.35%) 和-0.13 亿 (-595.01%)。**报告期内收入上升主要因为：**(1) 公司曲江海洋季度公园提升改造工程取得阶段性成果，360 度球幕飞行影院投入运营，较大提升了公司所辖旅游品质。(2) 报告期内景区主办和协办多项元宵晚会、中秋晚会、萤火虫帐篷节等晚会和文化主题活动，对入园人次有一定拉动。其中芙蓉园春节灯会 40 天累计入园游客创历史新高达 75 万人次，同比增长 45%。(3) 2016 年央视春晚及元宵晚会在大唐芙蓉园举办，极高提高了景区的知名度和影响力。**归母净利润上升主要由于：**公司下属大唐芙蓉园景区管理分公司等业绩较上年同期有所增加及公司期间费用较上年同期有所下降。

毛利率同比下降 6.27%，期间费用率同比下降 3.93%。

报告期内毛利率为 29.4%，同比下降 5 个百分点，毛利率下降主要由于对收入贡献最大的景区业务板块毛利率由 45.5%下降 6.27%至 39.23%所致。期间费用 20.87%，同比下降 3.93 个百分点，主要由于三费率下降幅度较大所致。其中销售费用率 5.23%，同比下降 0.8 个百分点，主要由于本期广告宣传费较去年下降 400 万以及其他费用下降 330 万所致；管理费用率为 13.25%，同比下降 2.11 个百分点，主要由于“营改增”政策影响本期计入管理费用的税费较上年同期减少约 150%所致；财务费用率 2.39%，同比下降 1.02 百分比，主要由于本期利息支出减少 846 万带来的财务费用支出减少 25.64%所致。

维持盈利预测，维持“增持”评级。

公司业务涵盖景区管理、餐饮酒店和旅行社等，形成“景区+酒店”经营模式，加上旅行社业务使文化旅游业态进一步丰富和完善，各业务间协同性较强。公司位于“一带一路”战略发展重点区域有望长期受益政策红利；同时，公司率先受益国企改革，集团相关资产有望快速注入上市公司平台。预计公司 17-18 年净利润 6591 万元、7561 万元，EPS 为 0.37/0.42 元，对应 PE 分别为 50x/45x，维持“增持”评级。

风险提示：极端天气影响

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	989.37	1,048.40	1,121.78	1,211.53	1,320.56
增长率(%)	(8.58)	5.97	7.00	8.00	9.00
EBITDA(百万元)	149.07	135.09	134.46	140.94	151.41
净利润(百万元)	47.92	53.40	65.91	75.61	83.03
增长率(%)	64.81	11.43	23.43	14.71	9.82
EPS(元/股)	0.27	0.30	0.37	0.42	0.46
市盈率(P/E)	70.76	63.50	51.45	44.85	40.84
市净率(P/B)	4.07	3.83	3.56	3.30	3.05
市销率(P/S)	3.43	3.23	3.02	2.80	2.57
EV/EBITDA	30.70	27.78	24.97	24.73	21.46

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	休闲服务/旅游综合
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	18.89 元
目标价格	22.45 元
上次目标价	22.45 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	179.51
流通 A 股股本(百万股)	177.91
A 股总市值(百万元)	3,390.94
流通 A 股市值(百万元)	3,360.69
每股净资产(元)	4.94
资产负债率(%)	50.14
一年内最高/最低(元)	22.20/15.82

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
李昕悦	联系人
lixinyue@tfzq.com	

股价走势



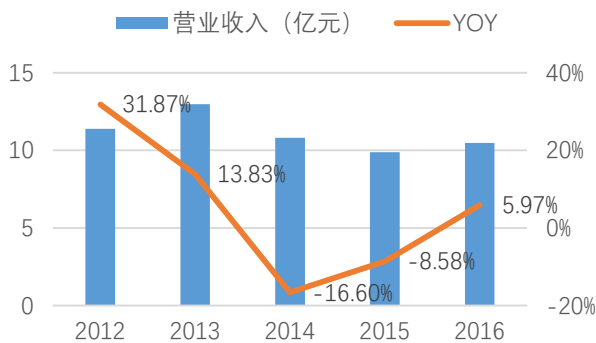
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《曲江文旅-半年报点评:核心景区经营稳健，轻资产管理输出践行者》
2016-08-29

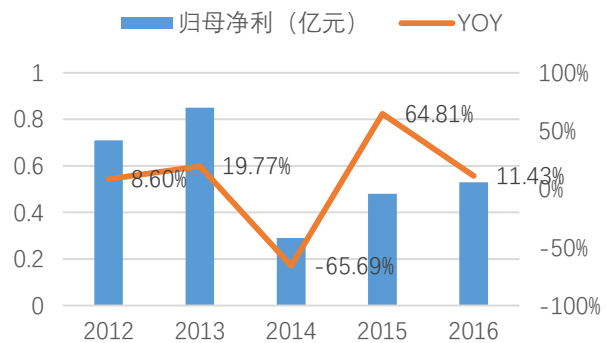
营收上升 5.97%YOY，归母净利上升 11.43%YOY。公司公布 2016 年度报告，实现营业收入 10.48 亿元，同比上升 5.97%；实现归母净利 0.53 亿元，同比上升 11.43%，EPS0.3。分季度看，Q1-Q4 分别实现收入 2.2 亿(-3.4%)、2.56 亿(-0.27%)、2.5 亿(-4.55%)和 3.23 亿(+32.65%)；Q1-Q4 分别贡献归母净利 0.14 亿(+156.93%)、0.29 亿(+32.13%)、0.24 亿(4.35%)和 -0.13 亿(-595.01%)。报告期内**收入上升主要因为**：(1) 公司曲江海洋季度公园提升改造工程取得阶段性成果，260 度球幕飞行影院投入运营，较大提升了公司所辖旅游品质。(2) 报告期内景区主办和协办多项元宵晚会、中秋晚会、萤火虫帐篷节等晚会和文化主题活动，对入园人次有一定拉动。其中芙蓉园春节灯会 40 天累计入园游客创历史新高达 75 万人次，同比增长 45%。(3) 2016 年央视春晚及元宵晚会在大唐芙蓉园举办，极高的提高了景区的知名度和影响力。**归母净利润上升主要由于**：公司下属大唐芙蓉园景区管理分公司等业绩较上年同期有所增加及公司期间费用较上年同期有所下降。

图 1：2012-2016 公司营业收入及变动



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2012-2016 公司归母净利及变动

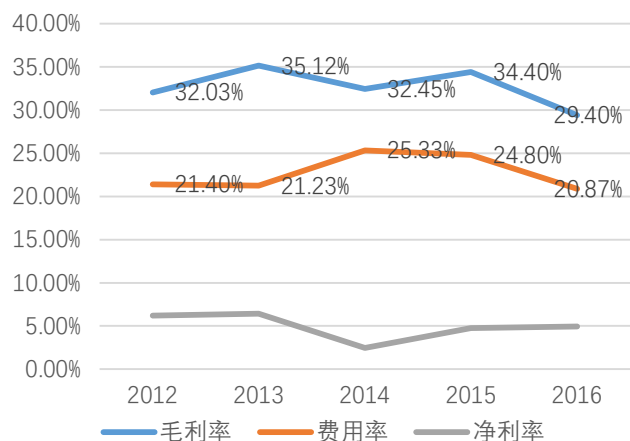


资料来源：公司公告，天风证券研究所

景区业务占比超六成，轻资产输出提供稳定收入。分行业务板块看，景区板块实现收入 7 亿元，同比增长 4.26%，占总收入 66.77%，占比下降 1.09%，该业务主要为轻资产运营，通过品牌输出实现产业链扩张，盈利模式倾向于轻资产的管理费加收入分成，因此不必承担初期投资等费用，为业绩稳定提升增添动力；酒店餐饮板块实现收入 1.73 亿元，同比下降 6.51%，占总收入 16.53%，占比下降 2.2 个百分点；旅游商品销售实现收入 0.064 亿元，同比增长 16.46%，占总收入 0.61%，占比上升 0.05 个百分点；旅行社实现收入 1.41 亿元，同比增长 78.59%，占总收入 13.43%，占比上升 5.46%；园林绿化板块实现收入 0.28 亿元，同比下降 42.3%，占总收入 2.66%，占比较去年同期下降 2.22%。分地区看，公司业务全国布局，主要集中在陕西省，全省贡献收入 10.37 亿元，占总收入 99%。

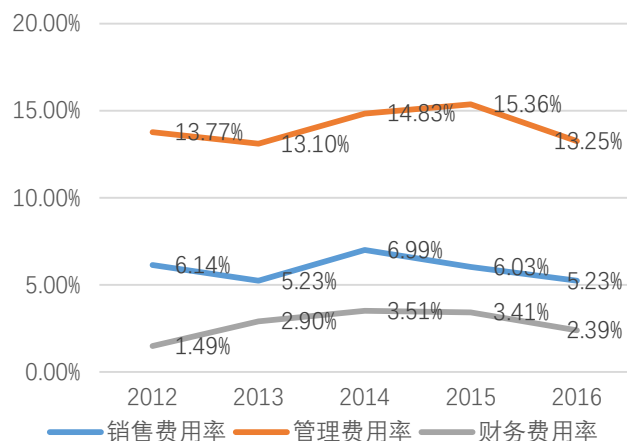
毛利率同比下降 6.27%，期间费用率同比下降 3.93%。报告期内毛利率为 29.4%，同比下降 5 个百分点，**毛利率下降主要由于对收入贡献最大的景区业务板块毛利率由 45.5%下降 6.27%至 39.23%所致。**期间费用 20.87%，同比下降 3.93 个百分点，主要由于三费率下降幅度较大所致。其中销售费用率 5.23%，同比下降 0.8 个百分点，主要由于本期广告宣传费较去年下降 400 万以及其他费用下降 330 万所致；管理费用率为 13.25%，同比下降 2.11 个百分点，主要由于“营改增”政策影响本期计入管理费用的税费较上年同期减少约 150 万所致；财务费用率 2.39%，同比下降 1.02 百分比，主要由于本期利息支出减少 846 万带来的财务费用支出减少 25.64%所致。

图 3： 2012-2016 公司毛利率、费用率、净利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4： 2012-2016 三费率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

轻资产输出为主要看点，借区域优势迎来发展良机。内生方面，在乡村旅游、红色旅游等概念利好下，2016 年西安市游客接待数再创新高，全年共接待国内外游客 1.5 亿人次，同比增长 10.29%；旅游总收入 1200 亿元，同比增长 11.83%。受益当地旅游快速增长，作为占公司营收 66.77%的景区运营管理再为公司业绩做出较大贡献，同时近两年公司加大成本管控，业绩稳步提升。**外延方面**，公司坚持“走出去”战略，曾先后开展多个景区托管、景区策划管理咨询服务，未来有望打开增长瓶颈；同时公司背靠西安曲江文投集团，集团旗下涉猎旅游、影视、演出、会展等资源，公司作为旗下唯一上市平台，资产注入想象空间大。同时，4 月 1 日陕西自贸区挂牌，西安占整个陕西自贸区面积 95%以上，是自贸区建设的中心区域，西安承载着汉唐盛世厚重的文化底蕴，在“一带一路”战略下被赋予打造文化旅游中心的重任，公司背靠众多稀缺历史文化资源，在区域内具有先天优势。

维持盈利预测，维持“增持”评级。公司业务涵盖景区管理、餐饮酒店和旅行社等，形成“景区+酒店”经营模式，加上旅行社业务使文化旅游业态进一步丰富和完善，各业务间协同性较强。公司位于“一带一路”战略发展重点区域有望长期受益政策红利；同时，公司率先受益国企改革，集团相关资产有望快速注入上市公司平台。预计公司 17-18 年净利润 6591 万元、7561 万元，EPS 为 0.37/0.42 元，对应 PE 分别为 50x/45x，维持“增持”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	160.79	195.96	125.60	96.92	198.02
应收账款	400.77	439.16	355.49	502.50	432.71
预付账款	9.53	16.25	13.15	16.60	16.09
存货	48.41	39.91	68.15	47.59	77.77
其他	13.86	40.22	23.42	25.84	29.83
流动资产合计	633.37	731.51	585.81	689.45	754.42
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	875.50	834.65	826.63	832.82	834.55
在建工程	26.25	34.09	56.46	81.87	79.12
无形资产	162.35	152.99	144.41	135.83	127.25
其他	35.08	26.44	17.91	14.62	14.02
非流动资产合计	1,099.19	1,048.17	1,045.40	1,065.15	1,054.94
资产总计	1,732.55	1,779.69	1,631.22	1,754.60	1,809.36
短期借款	75.00	78.00	0.00	102.15	0.00
应付账款	333.07	373.76	460.75	413.65	514.60
其他	210.07	120.39	204.54	180.49	174.70
流动负债合计	618.14	572.15	665.29	696.28	689.30
长期借款	264.00	303.00	0.00	18.84	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.45	17.18	15.41	15.68	16.09
非流动负债合计	278.45	320.18	15.41	34.52	16.09
负债合计	896.59	892.33	680.70	730.80	705.39
少数股东权益	3.30	1.29	(1.46)	(3.79)	(6.64)
股本	179.51	179.51	179.51	179.51	179.51
资本公积	448.48	448.48	448.48	448.48	448.48
留存收益	653.16	706.56	772.47	848.08	931.11
其他	(448.48)	(448.48)	(448.48)	(448.48)	(448.48)
股东权益合计	835.96	887.36	950.52	1,023.80	1,103.97
负债和股东权益总	1,732.55	1,779.69	1,631.22	1,754.60	1,809.36

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	46.99	51.79	65.91	75.61	83.03
折旧摊销	87.84	75.27	54.24	56.97	59.60
财务费用	32.77	24.31	12.11	3.56	3.39
投资损失	(0.12)	(0.37)	(0.19)	(0.23)	(0.26)
营运资金变动	(54.79)	(14.36)	174.23	(177.74)	143.86
其它	13.13	37.04	(2.90)	(2.36)	(2.92)
经营活动现金流	125.83	173.67	303.40	(44.19)	286.70
资本支出	6.37	17.58	61.78	79.73	49.59
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(42.69)	(77.62)	(124.99)	(158.41)	(98.92)
投资活动现金流	(36.32)	(60.04)	(63.22)	(78.68)	(49.33)
债权融资	475.24	422.22	123.63	221.35	88.40
股权融资	(33.69)	(25.05)	(12.11)	(3.56)	(3.39)
其他	(488.77)	(475.62)	(422.07)	(123.60)	(221.28)
筹资活动现金流	(47.22)	(78.46)	(310.54)	94.19	(136.27)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	42.28	35.17	(70.36)	(28.68)	101.10

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	989.37	1,048.40	1,121.78	1,211.53	1,320.56
营业成本	649.06	740.17	785.25	842.01	911.19
营业税金及附加	38.13	26.33	30.29	35.13	40.94
营业费用	59.67	54.87	60.58	67.85	75.27
管理费用	151.97	138.91	152.56	169.61	187.52
财务费用	33.69	25.05	12.11	3.56	3.39
资产减值损失	10.39	16.07	13.07	13.18	14.11
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.12	0.37	0.19	0.23	0.26
其他	(0.24)	(0.75)	(0.37)	(0.45)	(0.52)
营业利润	46.57	47.36	68.12	80.41	88.41
营业外收入	19.41	24.78	21.02	21.74	22.51
营业外支出	4.39	3.53	5.56	4.49	4.53
利润总额	61.60	68.62	83.58	97.66	106.40
所得税	14.61	16.83	20.56	24.41	26.29
净利润	46.99	51.79	63.02	73.24	80.11
少数股东损益	(0.93)	(1.61)	(2.90)	(2.36)	(2.92)
归属于母公司净利润	47.92	53.40	65.91	75.61	83.03
每股收益(元)	0.27	0.30	0.37	0.42	0.46

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-8.58%	5.97%	7.00%	8.00%	9.00%
营业利润	200.19%	1.69%	43.82%	18.05%	9.95%
归属于母公司净利润	64.81%	11.43%	23.43%	14.71%	9.82%
获利能力					
毛利率	34.40%	29.40%	30.00%	30.50%	31.00%
净利率	4.84%	5.09%	5.88%	6.24%	6.29%
ROE	5.76%	6.03%	6.92%	7.36%	7.48%
ROIC	5.56%	4.96%	5.61%	6.86%	6.16%
偿债能力					
资产负债率	51.75%	50.14%	41.73%	41.65%	38.99%
净负债率	41.27%	29.36%	28.84%	42.14%	37.37%
流动比率	1.02	1.28	0.88	0.99	1.09
速动比率	0.95	1.21	0.78	0.92	0.98
营运能力					
应收账款周转率	2.56	2.50	2.82	2.82	2.82
存货周转率	19.62	23.74	20.76	20.94	21.07
总资产周转率	0.57	0.60	0.66	0.72	0.74
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.30	0.37	0.42	0.46
每股经营现金流	0.70	0.97	1.69	-0.25	1.60
每股净资产	4.64	4.94	5.30	5.72	6.19
估值比率					
市盈率	70.76	63.50	51.45	44.85	40.84
市净率	4.07	3.83	3.56	3.30	3.05
EV/EBITDA	30.70	27.78	24.97	24.73	21.46
EV/EBIT	57.02	51.83	41.85	41.51	35.40

资料来源：公司公告，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。

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门、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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com