

曲江文旅 (600706) \ 休闲服务

——新环境古文化，稳中有进

投资建议:

推荐
 首次覆盖

当前价格:

19.93元

事件:

报告期内公司实现营业收入4.996亿元，较上年同期增加4.91%；营业利润5809.85万元，较上年同期增加15.32%，归属于母公司所有者的净利润为5069.55万元，较上年同期增加19.16%。

投资要点:

- **业绩增长稳健，盈利能力提升。**报告期内公司营收增长较为稳健，但盈利能力较2016年快速提升，毛利率较去年提高了3个点，净利率较去年均提高了5个点。
- **酒店、餐饮扭亏为盈，楼观管理公司利润贡献较大。**上半年公司各景区主题活动推出不断，市场反应较好；楼观管理公司净利润同比增长87.5%，贡献占比远超10%；受益于景区客流增加以及体制改革的影响，酒店和餐饮业务实现扭亏为盈。
- **华侨城入主，实际控制人变更为国资委。**华侨城通过对曲江文投进行增资并取得曲江文投51%的股份而间接持有上市公司51.66%的股权，从而国资委成为公司的实际控制人。
- **多家巨头齐聚西安，文旅项目争先落地。**万达、宋城演艺、华侨城、华强方特等先后试水西安文化旅游市场。近期的西洽会签约文化旅游项目42个，投资额约726.2亿元。
- **立体交通规划出台，打造国际文化、古都文化。**大西安立体综合交通发展战略规划出台，未来将形成国际文化交流轴、古都文化传承轴、科技创新引领轴三大南北纵轴，沿线串联多个景点，交通辐射周边城市。
- **给予“推荐”评级。**从公司层面上看：业绩增长稳健，盈利能力提升，加上华侨城入主，后续可能存在资源整合的预期；从宏观层面来看：行业龙头纷纷布局，项目投资争先落地，交通枢纽逐步确立，西安旅游发展正处于黄金阶段。我们预计公司2017年至2019年EPS分别为0.36、0.45和0.55，对应当前股价PE分别为54.9倍、44.7倍和36.1倍。
- **风险提示：**景区客流量不达预期的风险、项目推进缓慢的风险。

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)	3,546
每股净资产 (元)	5.22
资产负债率 (%)	45.01
一年内最高/最低 (元)	23.52/17.45

一年内股价相对走势



徐艺 分析师

执业证书编号: S0590515090003

电话: 85607875

邮箱: xuyi@glsc.com.cn

江甜丽

电话: 0510-82832787

邮箱: jiangtl@glsc.com.cn

相关报告

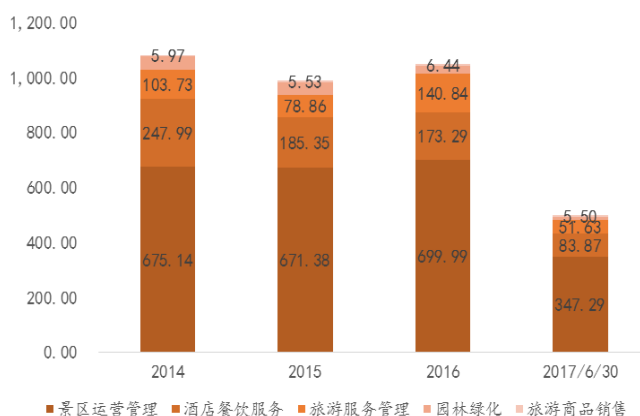
财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	989.37	1,048.40	1,108.50	1,190.90	1,305.30
增长率 (%)	-8.58%	5.97%	5.73%	7.43%	9.61%
EBITDA (百万元)	181.02	167.36	149.15	163.20	182.22
净利润 (百万元)	47.92	53.40	65.24	80.08	99.17
增长率 (%)	64.81%	11.43%	22.17%	22.74%	23.84%
EPS (元/股)	0.27	0.30	0.36	0.45	0.55
市盈率 (P/E)	74.69	67.03	54.86	44.70	36.10
市净率 (P/B)	4.30	4.04	3.76	3.47	3.17
EV/EBITDA	21.57	23.45	24.23	21.97	18.13

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

1. 业绩增长稳健，盈利能力提升

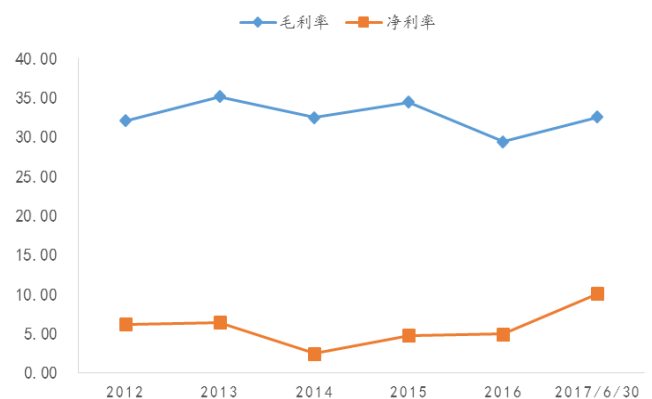
报告期内公司营收增长较为稳健，但盈利能力较 2016 年快速提升，实现归母净利润 5069.55 万元，较上年同期增加 19.16%，毛利率较去年提高了 3 个点，净利率较去年均提高了 5 个点。上半年公司旗下各景区举办踏春、海洋、相亲、民俗等各种主题活动，游客满意度明显提升，市场影响力进一步提高，其中，大唐芙蓉园 2017 年新春灯会期间入园人数创新高。此外公司进一步深化内部管理，提高效率，在体制改革、结构调整、大项目建设、创新工作、“走出去”等方面都取得了新突破、新进展。

图表 1：上市公司主营收入构成



来源：WIND 国联证券研究所

图表 2：公司毛利率和净利率提高



来源：WIND 国联证券研究所

从主要子公司和参股公司的净利润来看，大雁塔景区管理公司以及大明宫国家遗址管理公司的净利润出现下滑，增长不达预期；曲江智造报告期内申请挂牌新三板，但是业绩也出现大幅下降；旅行社业务亏损 200 多万，下半年旅游旺季，景区管理和旅行社业务有望好转。报告期内公司酒店和餐饮经营状况改善，实现扭亏为盈，酒店管理公司实现净利润 123 万，去年同期亏损 238 万；柏伽斯酒业、唐艺坊亏损幅度减少。如华物业和楼观管理公司经营状况良好，楼观管理公司净利润同比增长 87.5%，贡献占比远超 10%，如华物业管理公司上半年净利润已经达到去年全年的水平。

图表 3：主要子公司、参股公司净利润情况 (万元)

子公司、参股公司	2017/6	2016	2016/6
西安曲江大雁塔景区管理服务有限公司	1160.24	2507.9	1340.33
西安曲江大明宫国家遗址公园管理有限公司	206.28	524.37	386.72
西安曲江智造文化旅游产业股份有限公司	16.43	249.12	86.69
西安曲江如华物业管理有限公司	231.27	228.81	
西安曲江楼观道文化景区管理有限公司	570.04	60.34	304.94
陕西友联国际旅行社有限责任公司	-19.74	50.11	43.35
西安曲江城墙旅游发展有限公司	18.69	48.85	18.53
陕西阳光假期国际旅行社有限责任公司	-41.42	8.49	-46.65
西安曲江国际旅行社有限公司	-179.23	-62.39	-23.48
西安曲江旅阳餐饮管理有限公司	11.95	-118.51	-44.37
西安曲江唐艺坊文化传播有限公司	-12.8	-152.51	-25.48

西安曲江柏伽斯酒业有限公司	-27.29	-533.58	-52.32
西安曲江国际酒店管理有限公司	123.7	-611.57	-238.01

来源：公司公告 国联证券研究所

2. 控制人变更为国资委，资源整合有望加速

华侨城通过对曲江文投增资，取得曲江文投 51% 的股份，从而间接持有上市公司 51.66% 的股权，最终国资委变成了公司的实际控制人。目前曲江文投在文化旅游产业借助曲江文旅的平台，以曲江文旅研究院为载体，受托管理省内外 16 家旅游景区。曲江智造文化旅游有限公司即为曲江文化旅游研究院体制改造后的平台。目前通过品牌管理输出和项目投资，上市公司已经实现了跨区域的发展。

华侨城千亿入股西安，打造“文化+旅游+城镇化”，计划以“周、秦、汉、唐”为文化载体，投资 2000 亿元建设沣东华侨城大型文化旅游综合项目、秦岭国家级旅游度假区项目、汉城湖主题文化综合项目、碑林兴庆宫文化复兴综合项目以及其他区域合作项目，助力西安打造历史文化旅游新高地。公司有望借助其优秀的管理经验以及强大的资金优势打开新的成长空间，加速整合曲江文投旗下的旅游资源，同时借助华侨城的平台加快轻资产输出模式的扩张。

图表 4：沣滨水镇效果图



来源：大秦网 国联证券研究所

图表 5：大雁塔北广场



来源：公司官网 国联证券研究所

3. 资金、项目争先入主，打造西安文旅蓝图

作为十三朝古都，西安拥有秦始皇陵、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、兴教寺塔等世界文化遗产和众多全国重点文物，前世遗留下的众多历史文化遗产成为陕西旅游的最大特色。2016 年全省接待境内外游客 44912.92 万人次，同比增长 16.45%，旅游总收入 3813.43 亿元，同比增长 26.87%。

如此巨大的文化旅游市场吸引了众多投资者，万达、宋城演艺、华侨城、华强方特等先后试水西安文化旅游市场。万达早在去年 11 月份就已经开始布局，计划投资 660 亿元在古城西安建设一座万达城，同时，还将在宝鸡、咸阳等 10 个市新建 19 座

万达广场，使万达广场全面覆盖陕西；今年4月份，宋城演艺拟出资1亿元投资设立全资子公司西安千古情演艺发展有限公司，计划在西安曲江大明宫国家遗址公园西侧打造“西安千古情景区”项目，总投资约7亿元；6月华侨城集团公司与西安市等相关人民政府签订了战略合作协议，以“大遗址、大秦岭”的定位，“周、秦、汉、唐+现代化、国际化大都市”的思路，未来5年，预计总投资约为2380亿元打造丝绸之路文化等项目；华夏文旅投资28亿元建设西安度假区；今年的西洽会签约文化旅游项目42个，投资额726.2亿元。未来五年，西安将大力实施“文化强市战略”，加快建设以“曲江新区+楼观道文化展示区+白鹿原+临潼景区”等区域为依托的文化产业大走廊，推动文化产业大发展大跃升。

图表 6: 汉陂湖项目



来源：曲江文投官网 国联证券研究所

图表 7: 秦岭国家旅游度假区项目



来源：国联证券研究所

5月底，大西安立体综合交通发展战略规划出台，将加快形成大西安立体综合交通体系，加快建设国家综合交通枢纽。未来将形成国际文化交流轴、古都文化传承轴、科技创新引领轴三大南北纵轴，沿线串联多个景点，交通辐射周边城市。

图表 8: 345 立体综合交通发展战略



来源：今日头条 国联证券研究所

图表 9: 西安立体综合交通规划图



来源：今日头条 国联证券研究所

给予“推荐”评级。从公司层面上看：业绩增长稳健，盈利能力提升，酒店扭亏为盈，加上华侨城入主，带来强大的资金优势以及后续可能存在的资源整合的预期；从宏观层面来看：西安旅游发展正处于黄金时期，行业龙头纷纷布局，项目投资争先落地，交通枢纽逐步确立，未来将打造文化产业大走廊，西安文化旅游产业将迎来快速发展阶段。我们预计公司 2017 年至 2019 年 EPS 分别为 0.36、0.45 和 0.55，对应当前股价 PE 分别为 54.9 倍、44.7 倍和 36.1 倍。

风险提示：1) 景区客流量不达预期的风险；
2) 项目推进缓慢的风险。

图表 10: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	115.45	140.26	378.40	414.02	705.80	营业收入	989.3	1,048.4	1,108.5	1,190.9	1,305.3
应收账款+票据	400.77	439.16	321.12	495.68	399.59	营业成本	649.0	740.17	759.32	809.81	883.69
预付账款	9.53	16.25	11.80	18.12	14.53	营业税金及附加	38.13	26.33	40.21	43.19	47.34
存货	48.41	39.91	37.00	41.00	43.00	营业费用	59.67	54.87	68.73	75.03	78.32
其他	13.74	40.06	10.00	15.00	20.00	管理费用	151.9	138.91	151.86	164.34	180.13
流动资产合计	587.90	675.65	758.32	983.81	1,182.9	财务费用	33.69	25.05	14.80	10.49	7.33
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	10.39	16.07	16.00	15.00	14.00
固定资产	875.50	834.65	769.38	737.79	678.85	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	26.25	34.09	40.09	6.00	0.00	投资净收益	0.12	0.37	0.00	0.00	0.00
无形资产	162.35	152.99	145.87	138.75	131.63	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	20.19	15.72	11.12	6.51	1.90	营业利润	46.57	47.36	57.58	73.03	94.49
非流动资产合计	1,084.3	1,037.4	966.46	889.05	812.39	营业外净收益	15.02	21.26	18.00	20.00	21.00
资产总计	1,672.2	1,713.1	1,724.7	1,872.8	1,995.3	利润总额	61.60	68.62	75.58	93.03	115.49
短期借款	75.00	78.00	0.00	0.00	0.00	所得税	14.61	16.83	11.34	13.95	17.32
应付账款+票据	268.34	295.47	282.92	333.92	339.20	净利润	46.99	51.79	64.24	79.08	98.17
其他	226.80	143.02	181.00	199.00	218.00	少数股东损益	-0.93	-1.61	-1.00	-1.00	-1.00
流动负债合计	570.13	516.49	463.92	532.92	557.20	归属于母公司净利润	47.92	53.40	65.24	80.08	99.17
长期带息负债	264.00	303.00	303.00	303.00	303.00						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	2.10	6.26	6.26	6.26	6.26						
非流动负债合计	266.10	309.26	309.26	309.26	309.26						
负债合计	836.23	825.75	773.19	842.19	866.46						
少数股东权益	3.30	1.29	0.29	-0.71	-1.71						
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	204.68	258.08	323.32	403.40	502.56						
股东权益合计	835.96	887.36	951.60	1,030.6	1,128.8						
负债和股东权益总	1,672.2	1,713.1	1,724.7	1,872.8	1,995.3						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	48.70	52.52	48.94	62.08	80.32
折旧摊销	87.84	75.27	60.99	62.41	62.66
财务费用	32.77	24.31	12.58	7.75	4.07
存货减少	4.05	8.50	2.91	-4.00	-2.00
营运资金变动	-56.88	-7.17	177.99	-116.88	118.96
其它	11.46	21.82	16.00	15.00	14.00
经营活动现金流	127.94	175.26	319.42	26.36	278.00
资本支出	37.49	40.42	6.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	80.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.17	60.38	15.30	17.00	17.85
投资活动现金流	-60.04	-60.04	9.30	17.00	17.85
债权融资	-17.20	-53.00	-78.00	0.00	0.00
股权融资	2.75	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-32.77	-25.46	-12.58	-7.75	-4.07
筹资活动现金流	-78.46	-78.46	-90.58	-7.75	-4.07
现金净增加额	44.40	36.75	238.14	35.61	291.78

主要财务比率					
	2015	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-8.6%	5.97%	5.73%	7.43%	9.61%
EBIT	42.07	-1.17%	-4.26%	14.31%	18.63%
EBITDA	15.19	-7.54%	-10.88%	9.41%	11.66%
归属于母公司净利润	64.81	11.43%	22.17%	22.74%	23.84%
获利能力					
毛利率	34.40	29.40%	31.50%	32.00%	32.30%
净利率	4.75%	4.94%	5.80%	6.64%	7.52%
ROE	5.76%	6.03%	6.86%	7.76%	8.77%
ROIC	5.48%	4.64%	4.84%	6.97%	8.07%
偿债能力					
资产负债	50.01	48.20%	44.83%	44.97%	43.42%
流动比率	1.03	1.31	1.63	1.85	2.12
速动比率	0.92	1.15	1.53	1.74	2.01
营运能力					
应收账款周转率	2.67	2.53	3.83	2.55	3.60
存货周转率	13.41	18.54	20.52	19.75	20.55
总资产周转率	0.59	0.61	0.64	0.64	0.65
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.30	0.36	0.45	0.55
每股经营现金流	0.71	0.98	1.78	0.15	1.55
每股净资产	4.64	4.94	5.30	5.75	6.30
估值比率					
市盈率	74.69	67.03	54.86	44.70	36.10
市净率	4.30	4.04	3.76	3.47	3.17
EV/EBITDA	21.57	23.45	24.23	21.97	18.13
EV/EBIT	41.90	42.62	40.99	35.58	27.64

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

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	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064