

曲江文旅 (600706)

证券研究报告

2018年03月28日

华侨城入主尚处政府审批阶段，积极关注后续进展！

事件：公司公告收到曲江文投与曲江新区管委会、华侨城集团、华侨城西部投资、曲江文化控股签订的《西安曲江文化产业投资（集团）有限公司之增资扩股协议补充协议》，因原协议尚在上报相关政府部门审批阶段，延长原协议生效期限至十二个月。目前尚处陕西省政府审批阶段，我们认为近期有望得到批复，建议积极关注后续审批进程。

公司实际控制人将变更为国务院国资委。17年6月，华侨城通过子公司华侨城西部投资拟对曲江文投进行增资扩股取得其51%的股份，增资对价113.58亿元，曲江文投全资子公司西安曲江旅游集团为公司控股股东，持有已发行股份的51.66%，增资完成后，华侨城西部投资通过曲江文投、曲江旅游集团间接拥有公司股份超过30%，同时触发全面要约收购义务。华侨城西部投资拟以19.85元/股价格，总金额不超过16亿元收购本次间接收购取得股份以外其他已上市流通普通股，占总股本44.91%。公司目前市值32.37亿，以3月28日收盘价18.03元/股计算，倒挂幅度达9.17%。

引入战投华侨城集团，迎公司新发展机遇。华侨城集团对西安市斥资2380亿重点布局“文化+旅游+城镇化”战略，看中西安厚重的文化底蕴及旅游资源，顺应国家“一带一路”发展战略，公司坚持“走出去”战略，先后开展多个景区托管、景区策划管理咨询服务，华侨城入股后有望借助其资本优势、管理经验以及央企地位打开增长瓶颈。

公司位于陕西自贸区核心区域，在“一带一路”战略下肩负打造文化旅游中心重任，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，有望受益其丰富文旅资源。

华侨城集团主要负责人之一段先念先生是西安人，曾在西安市副市长、曲江新区党工委书记，在西安工作32年，具有极大影响力，我们认为此次华侨城入主有望顺利推进，建议积极关注后续推进进程。

维持盈利预测，维持“增持”评级：我们预计公司18-19年EPS为0.42/0.46元，对应PE为43X/39X，维持“增持”评级。

风险提示：审批进程不及预期，客流增长不及预期

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	18.03元
目标价格	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)	3,236.56
流通A股市值(百万元)	3,207.69
每股净资产(元)	5.38
资产负债率(%)	46.82
一年内最高/最低(元)	23.52/16.59

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《曲江文旅-公司点评:引入战投华侨城集团，实际控制人变更为国务院国资委》2017-07-04
- 《曲江文旅-年报点评报告:景区业务驱动业绩增11.43%，借区域优势迎发展良机》2017-04-19
- 《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

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)	67.54	60.61	49.10	42.81	38.98
市净率(P/B)	3.89	3.65	3.40	3.15	2.91
市销率(P/S)	3.27	3.09	2.89	2.67	2.45
EV/EBITDA	30.70	27.78	23.82	23.64	20.44

资料来源：wind，天风证券研究所



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

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	67.54	60.61	49.10	42.81	38.98
市净率	3.89	3.65	3.40	3.15	2.91
EV/EBITDA	30.70	27.78	23.82	23.64	20.44
EV/EBIT	57.02	51.83	39.92	39.67	33.72

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com