业绩符合预期，华侨城拟入主带来全面发展机遇

■**17 年报数据：**公司实现营收 11.32 亿元/+7.99%，归母净利润 0.62 亿元/+16.91%，扣非后归母净利润 0.54 亿元/+51.13%，EPS 0.35 元/股，同比增长 16.67%。

■**细分业务：**①景区运营管理实现营收 7.48 亿元/+6.86%，主要系景区客流量增长所致；②酒店餐饮服务实现营收 1.76 亿元/+1.73%，增长主要受益景区客流增长，以及景区口碑和公司品牌效应所致；③旅游服务管理实现营收 1.60 亿元/+13.48%；④园林绿化实现营收 0.40 亿元/+42.86%，主要系绿化工程业务增加所致；⑤旅游商品收入 0.08 亿元/+33.33%。

■**整体费用率下降：**①公司 17 年的管理费用率为 12.04%。同比下降 1.21 pct，主要受益租赁费、税费、以及折旧摊销减少推动；②公司 17 年销售费用率为 5.41%，同比略微上升 0.18 pct，主要系职工应酬、广告宣传费等增长所致；③17 年财务费用率 1.51%，同比下降 0.88 pct，主要系融资规模减少，使得利息支出下降 783 万元所致。

■**华侨城有望大手笔布局西安文旅产业+华侨城西部投资拟间接成为公司控股股东，为有望公司带来全面发展机遇。**根据公告，华侨城西部投资在 2017 年 6 月拟对曲江文投进行增资扩股取得其 51%的股份，对价约 113.58 亿元；增资完成后，华侨城拟间接拥有上市公司超过 30%股份，并触发全面要约收购义务。根据公告，华侨城西部投资的确定要约价格为 19.85 元/股，拟不超过 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，约占总股本 44.91%，有望间接成为公司的控股股东。此外，考虑到华侨城集团宣布在西安投资 2380 亿元，拟将“文化+旅游+城镇化”的战略布局在西安继续实施。本次华侨城的大手笔布局西安+华侨城西部投资有望间接控股上市公司，预计将有望利好西安的文化旅游产业及公司的未来全面发展。

■**公司体制改革卓有成效，“走出去”战略拟持续推进，18 年发展有望加速。**公司在 17 年实施了“三项革命”工作，建立环境质量长效机制，推动了景区品质、口碑和公司品牌影响力的持续提升。公司 18 年计划坚定“走出去”步伐，加快推进唐华宾馆改扩建工程进度，并继续做好大唐芙蓉园景区新春灯会、风铃节等主题文化活动，有望持续推进景区口碑，为客流持续增长打下坚实基础。此外，在公司对曲江海洋

投资评级	买入-A
	首次评级
6 个月目标价：	22.60 元
股价（2018-04-19）	18.45 元

交易数据

总市值（百万元）	3,311.95
流通市值(百万元)	3,282.42
总股本（百万股）	179.51
流通股本(百万股)	177.91
12 个月价格区间	16.82/22.68 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.89	7.88	0.61
绝对收益	2.96	-2.74	-1.07

黄守宏 分析师
SAC 执业证书编号：S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
021-35082092

相关报告

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

极地公园的二次提升建设已取得阶段性成果，建成后馆内的产品、游客参与度、互动性等有望进一步提升，继续增强海洋极地公园的盈利能力。根据公司的 18 年经营计划，公司 18 年的收入目标为 12.5 亿元，有望同比增长 10.6%，控制成本 9 亿元左右，控制期间费用 2.6 亿元左右，发展有望实现加速。

■**投资建议：**买入-A 投资评级。考虑到华侨城公司公告西部投资拟入主，叠加华侨城集团拟 2380 亿元投资西安文化旅游等产业，有望为公司带来协同优势，打开公司的中长期成长空间，我们预计公司 2018-2020 年的归母净利润分别为 0.78 亿元/0.91 亿元/1.03 亿元，EPS 为 0.43/0.51/0.58 元/股，对应 PE 分别为 43x/36x/32x，首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 22.60 元。

■**风险提示：景区客流不达预期、国企改革进度不及预期、项目推进不及预期。**

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	1,048.4	1,132.2	1,247.2	1,368.9	1,489.9
净利润	53.4	62.4	77.6	91.1	103.4
每股收益(元)	0.30	0.35	0.43	0.51	0.58
每股净资产(元)	4.94	5.28	5.72	6.23	6.80

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	62.0	53.1	42.7	36.3	32.0
市净率(倍)	3.7	3.5	3.2	3.0	2.7
净利润率	5.1%	5.5%	6.2%	6.7%	6.9%
净资产收益率	6.0%	6.6%	7.6%	8.2%	8.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	5.0%	7.0%	7.3%	7.2%	7.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,048.4	1,132.2	1,247.2	1,368.9	1,489.9
减:营业成本	740.2	815.7	900.0	981.1	1,060.5
营业税费	26.3	16.3	20.0	21.9	23.8
销售费用	54.9	61.2	67.3	73.2	79.6
管理费用	138.9	136.4	147.8	160.2	173.6
财务费用	25.1	17.1	17.3	21.4	18.8
资产减值损失	16.1	11.7	12.7	11.8	12.1
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	0.4	0.7	0.4	0.5	0.5
营业利润	47.4	74.5	82.5	99.8	122.0
加:营业外净收支	21.3	1.6	12.6	11.8	8.7
利润总额	68.6	76.1	95.1	111.7	130.8
减:所得税	16.8	13.0	16.6	19.5	26.2
净利润	53.4	62.4	77.6	91.1	103.4

财务指标

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长性					
营业收入增长率	6.0%	8.0%	10.2%	9.8%	8.8%
营业利润增长率	1.7%	57.3%	10.7%	21.1%	22.2%
净利润增长率	11.4%	16.9%	24.3%	17.4%	13.5%
EBITDA 增长率	-9.4%	10.8%	21.9%	18.4%	9.1%
EBIT 增长率	-9.8%	26.4%	8.9%	21.5%	16.2%
NOPLAT 增长率	-10.7%	38.9%	8.4%	21.5%	12.7%
投资资本增长率	-2.2%	4.2%	23.3%	10.6%	-4.9%
净资产增长率	6.1%	7.1%	8.3%	8.9%	9.3%
利润率					
毛利率	29.4%	28.0%	27.8%	28.3%	28.8%
营业利润率	4.5%	6.6%	6.6%	7.3%	8.2%
净利润率	5.1%	5.5%	6.2%	6.7%	6.9%
EBITDA/营业收入	12.9%	13.2%	14.6%	15.8%	15.8%
EBIT/营业收入	6.9%	8.1%	8.0%	8.9%	9.5%
运营效率					
固定资产周转天数	294	265	288	323	300
流动营业资本周转天数	22	15	14	18	18
流动资产周转天数	234	231	209	201	201
应收帐款周转天数	144	150	145	146	147
存货周转天数	15	12	16	14	14
总资产周转天数	603	583	575	580	553
投资资本周转天数	374	350	362	384	361
投资回报率					
ROE	6.0%	6.6%	7.6%	8.2%	8.5%
ROA	2.9%	3.3%	3.7%	4.0%	4.6%
ROIC	5.0%	7.0%	7.3%	7.2%	7.4%
费用率					
销售费用率	5.2%	5.4%	5.4%	5.4%	5.3%
管理费用率	13.2%	12.0%	11.9%	11.7%	11.7%
财务费用率	2.4%	1.5%	1.4%	1.6%	1.3%
三费/营业收入	20.9%	19.0%	18.6%	18.6%	18.3%
偿债能力					
资产负债率	50.1%	49.6%	50.8%	51.6%	45.8%
负债权益比	100.6%	98.5%	103.4%	106.5%	84.7%
流动比率	1.28	1.13	1.03	1.00	1.01
速动比率	1.21	1.07	0.92	0.95	0.92
利息保障倍数	2.89	5.37	5.78	5.67	7.49
分红指标					
DPS(元)	-	-	-	-	-
分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	196.0	139.6	99.8	109.5	119.2
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	439.2	503.8	500.5	612.5	604.8
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	16.3	7.3	21.9	9.5	23.5
存货	39.9	37.3	73.5	36.7	80.0
其他流动资产	40.2	36.1	30.1	35.5	33.9
可供出售金融资产	1.2	0.8	1.1	1.0	0.9
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	834.6	829.8	1,168.4	1,285.7	1,199.1
在建工程	34.1	144.7	21.7	67.9	67.9
无形资产	153.0	144.9	136.6	128.3	120.1
其他非流动资产	25.2	42.7	40.2	29.2	14.4
资产总额	1,779.7	1,886.9	2,093.8	2,315.9	2,263.8
短期债务	78.0	60.0	96.2	141.2	159.9
应付帐款	373.8	476.9	451.8	539.1	551.3
应付票据	-	1.8	0.3	0.6	0.8
其他流动负债	120.4	104.3	157.5	124.7	141.4
长期借款	303.0	277.0	342.8	372.5	168.2
其他非流动负债	17.2	16.3	16.0	16.5	16.3
负债总额	892.3	936.4	1,064.5	1,194.6	1,037.9
少数股东权益	1.3	2.0	2.9	3.9	5.0
股本	179.5	179.5	179.5	179.5	179.5
留存收益	706.6	769.0	846.9	938.0	1,041.4
股东权益	887.4	950.5	1,029.3	1,121.3	1,225.9

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	51.8	63.1	77.6	91.1	103.4
加:折旧和摊销	75.3	70.5	82.6	94.8	94.8
资产减值准备	16.1	9.6	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	24.3	16.5	17.3	21.4	18.8
投资损失	-0.4	-0.7	-0.4	-0.5	-0.5
少数股东损益	-1.6	0.7	0.9	1.0	1.2
营运资金的变动	-14.4	-28.9	-52.0	19.9	-5.6
经营活动产生现金流量	173.7	130.6	125.9	227.7	212.1
投资活动产生现金流量	-60.0	-102.4	-297.4	-247.6	1.8
融资活动产生现金流量	-78.5	-84.5	131.6	29.7	-204.2

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.30	0.35	0.43	0.51	0.58
BVPS(元)	4.94	5.28	5.72	6.23	6.80
PE(X)	62.0	53.1	42.7	36.3	32.0
PB(X)	3.7	3.5	3.2	3.0	2.7
P/FCF	132.4	-67.3	-92.6	-818.5	-436.0
P/S	3.2	2.9	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	27.8	24.1	20.1	17.2	15.1
CAGR(%)	21.2%	18.3%	18.6%	21.2%	18.3%
PEG	2.9	2.9	2.3	1.7	1.7
ROIC/WACC	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8
REP	6.8	4.4	3.5	3.2	3.2

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	高思雨	021-35082350	gaosy@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。