

曲江文旅 (600706)

业绩符合预期 轻资产模式有望打开盈利空间

——曲江文旅2016年三季报点评

刘越男 (分析师)	王毅成 (研究助理)	刘文正 (研究助理)
021-38677706	021-38676720	021-38032025
liuyuenan@gtjas.com	wangyicheng@gtjas.com	liuwenzheng1126@163.com
证书编号 S0880516030003	S0880115060031	S0880116090237

本报告导读:

公司前三季度业绩符合预期,营改增、期间费用率、营业外收支多重因素提升净利率;公司仍有集团资产注入预期,以轻资产管理输出异地扩张将提升盈利能力。

投资要点:

- **业绩符合预期,维持增持评级。**①大唐芙蓉园景区管理业绩向好贡献主要净利;公司加强期间费用控制,净利率显著提升;②集团拥有优质的文旅相关资源,国企改革背景下资产整合注入可期;③公司轻资产运营经验丰富,管理和资产输出的新业务模式将不断开拓。维持2016-17年EPS为0.34/0.37元,维持目标价24.90元,增持。
- **业绩简述:**公司2016年前三季度营收7.26亿元/-2.73%,实现归母净利润6609万元/+32.85%,扣非净利5692万/+17.36%,EPS为0.37元/+32.14%;其中三季度实现营收2.50亿元/-4.55%,归母净利润2354万。
- **公司加强控制期间费用及非经常性项目调整提升净利润率。**①受唐华宾馆装修及大明宫遗址公园公司管理酬金调整影响公司前三季度营收增速微降,综合毛利率(33.78%/-2.83pct)有所下降;②公司加强费用控制,期间费用率(21.16%/-2.80pct)有所下降,其中销售费用率5.02%/-2.32pct,主要由于销售费用投入减少,财务费用率2.64%/-0.82pct;③非经常性损益项目贡献净利:营业外收入(1168万元/+204.5%)大幅增长,主要是政府补助增加,进一步提升净利率。
- **集团资产注入预期仍存,轻资产异地管理输出有望提升盈利能力。**①得益于公司强大的政府背景,预计随着国企改革持续推进,集团资产注入未来成为突破点;②公司对外以智力、资本、管理输出为引擎,大力外拓市场,有望提升盈利能力
- **风险提示:**国企改革进程不达预期,重大自然灾害等不可抗力风险。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,082	989	1,072	1,132	1,189
(+/-)%	-17%	-9%	8%	6%	5%
经营利润 (EBIT)	66	91	88	93	95
(+/-)%	-49%	37%	-3%	6%	2%
净利润	29	48	62	67	72
(+/-)%	-66%	65%	29%	9%	7%
每股净收益 (元)	0.16	0.27	0.34	0.37	0.40
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	6.1%	9.2%	8.2%	8.2%	8.0%
净资产收益率 (%)	3.7%	5.8%	7.2%	7.5%	7.8%
投入资本回报率 (%)	5.2%	6.0%	8.7%	8.4%	11.5%
EV/EBITDA	25.0	21.7	24.9	25.2	24.1
市盈率	122.6	74.4	57.8	53.2	49.6
股息率 (%)	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	24.90
上次预测:	24.90
当前价格:	19.86
	2016.10.27

交易数据

52周内股价区间 (元)	13.89-25.76
总市值 (百万元)	3,565
总股本/流通A股 (百万股)	180/178
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	413.66
日均成交值 (百万元)	79.21

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	875
每股净资产	4.88
市净率	4.1
净负债率	38.60%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.03	0.08
Q2	0.12	0.16
Q3	0.13	0.13
Q4	-0.01	-0.03
全年	0.27	0.34

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	3%	5%	24%
相对指数	-2%	3%	32%

相关报告

- 《业绩符合预期 国企改革预期仍存》 2016.08.28
- 《业绩符合预期 国企改革预期升温》 2016.04.19
- 《业绩好于市场预期 新业务模式带来新看点》 2016.01.28
- 《新模式将破成长瓶颈 期待国企改革落地》 2015.11.20

模型更新时间: 2016.10.27

股票研究

必需消费
医药

曲江文旅 (600706)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 24.90

上次预测: 24.90

当前价格: 19.86

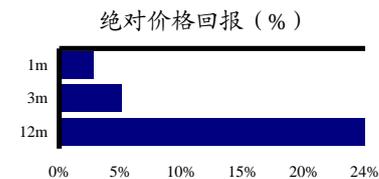
公司网址

www.qjtourism.com

公司简介

公司是在西安曲江新区管委会领导下,由西安曲江文化产业投资(集团)有限公司投资设立的大型文化旅游企业集团。

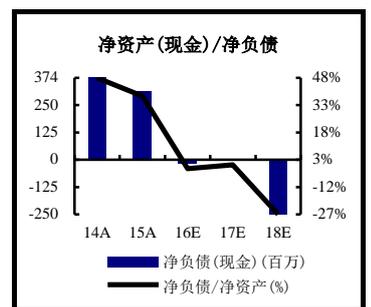
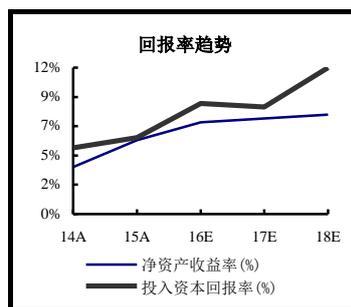
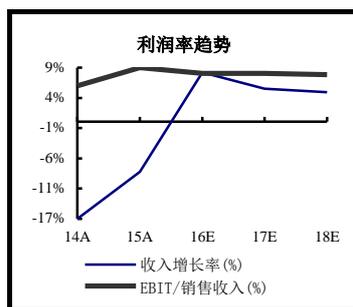
运营有大唐芙蓉园、曲江海洋公园、大雁塔景区、唐大慈恩寺遗址公园、曲江池遗址公园、唐城墙遗址公园、寒窑遗址公园、秦二世陵遗址公园等一批主题性公园,拥有大唐芙蓉园?大雁塔国家5A级景区。



52 周价格范围 13.89-25.76
市值 (百万) 3,565

财务预测 (单位: 百万元)

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
损益表					
营业总收入	1,082	989	1,072	1,132	1,189
营业成本	731	649	721	756	789
税金及附加	49	38	45	46	49
销售费用	76	60	65	69	74
管理费用	160	152	154	168	182
EBIT	66	91	88	93	95
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	38	34	29	25	23
营业利润	16	47	59	68	72
所得税	3	15	12	17	16
少数股东损益	-2	-1	-1	-1	-1
净利润	29	48	62	67	72
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	119	161	637	642	794
其他流动资产	16	14	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	1
固定资产合计	959	902	769	683	597
无形及其他资产	196	181	176	171	165
资产合计	1,742	1,733	2,070	2,017	2,097
流动负债	793	618	945	860	902
非流动负债	163	278	265	267	270
股东权益	785	833	858	890	926
投入资本(IC)	1,159	1,149	843	890	674
现金流量表					
NOPLAT	60	69	74	74	78
折旧与摊销	92	88	54	48	42
流动资金增量	-275	-63	118	-138	125
资本支出	-69	-36	98	57	63
自由现金流	-193	57	343	42	308
经营现金流	-14	126	277	-1	259
投资现金流	-67	-36	98	57	63
融资现金流	-158	-47	102	-52	-170
现金流净增加额	-239	42	477	5	152
财务指标					
成长性					
收入增长率	-16.6%	-8.6%	8.4%	5.6%	5.0%
EBIT 增长率	-48.9%	36.7%	-2.8%	5.8%	2.0%
净利润增长率	-65.7%	64.8%	28.7%	8.6%	7.4%
利润率					
毛利率	32.4%	34.4%	32.7%	33.2%	33.6%
EBIT 率	6.1%	9.2%	8.2%	8.2%	8.0%
净利润率	2.7%	4.8%	5.8%	5.9%	6.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	3.7%	5.8%	7.2%	7.5%	7.8%
总资产收益率(ROA)	1.7%	2.8%	3.0%	3.3%	3.4%
投入资本回报率(ROIC)	5.2%	6.0%	8.7%	8.4%	11.5%
运营能力					
存货周转天数	25	28	25	26	27
应收账款周转天数	91	132	132	132	132
总资产周转天数	624	641	647	659	631
净利润现金含量	-0.50	2.63	4.49	-0.01	3.60
资本支出/收入	6%	4%	-9%	-5%	-5%
偿债能力					
资产负债率	54.9%	51.7%	58.4%	55.9%	55.9%
净负债率	47.7%	37.8%	-1.9%	0.1%	-27.0%
估值比率					
PE	122.6	74.4	57.8	53.2	49.6
PB	4.5	4.3	4.2	4.0	3.9
EV/EBITDA	25.0	21.7	24.9	25.2	24.1
P/S	3.3	3.6	3.3	3.1	3.0
股息率	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		