

长白山 (603099)

客流稳步增长，温泉酒店开业促公司业态多元化

营收下降 3.65%，新增温泉酒店前期筹备影响致归母净利润下降 29.28%。公司发布 16 年年报，实现营收 3.07 亿元，同比下降 3.65%；归母净利润 0.71 亿元，同比下降 29.28%；EPS 为 0.27，同比下降 28.95%；景区客流再创新高，实现接待游客 220 万人次，同比增长 2.3%。公司业绩下滑主要系 1) 年底温泉酒店开业前期筹备及酒店委托美国洲际管理团队 7 月到位等致使费用增长；2) 公司报告期购买长白山池西区游客服务中心部分资产尚处游客培育期。**同时，公司董事会决议，每 10 股派发现金红利 0.80 元。**

毛利率同比下降 4.48%，新增项目致全年费用上升。公司全年毛利率 51.41%，同比下降 4.48%；其中游客运营行业毛利率 53.17%，同比下降 9.23%，主要系人工成本、运营成本增加所致；旅行社毛利率 46.16%，同比上升 16.41%，主要系公司加大营销，游客人数稳步上升所致。**公司全年费用率上升**，期间费用率为 15.61%，同比上升 6.71 个百分点；其中销售费用率为 2.34%，同比上升 0.16 个百分点，主要系公司扩大宣传所致；管理费用率为 14.02%，同比上升 4.26 个百分点，主要系公司新增项目温泉酒店开业筹备所致；财务费用率为 -0.75%，同比上升 2.29 个百分点，主要系募投项目及主要在建工程使用存量资金，利息收入减少所致。

外部交通持续改善，冰雪游仍为最大看点。吉珲高铁、营松高铁以及鹤大高速陆续通车，东三省自驾游客或将迎来进一步提升空间；报告期内公司加大营销力度，利用互联网和自身微信公众平台等手段，推行景区门票+车票在线预定，散客比例有望进一步提高；目前游客运营业务仍为公司支柱业务，营收贡献率高达 90%以上，旅行社业务逐步回暖，冰雪游仍为最大看点。**温泉酒店投入运营，多元化业态加速产业转型升级。**公司拥有温泉独家开采资质，同时委托美国洲际集团管理的温泉皇冠假日酒店已于年底正式投入运营，其致力于打造集冰雪、会议、温泉养生等功能为一体的旅游特色品牌，促进观光型景区向休闲度假性质转变，将彻底改变公司以旅游客运为主的单一化现状，进一步拓展公司效益增长点。**收购游客服务中心，积极拓展旅游项目。**为满足长白山景区旅游人数逐年增长的接待需求，公司于报告期内斥资 6500 万购买长白山西区游客服务中心部分资产，占据池西区交通枢纽的有利地位，目前，游客服务中心所在地区已成为长白山旅游项目发展的热点，未来将进一步拓展公司业务的市场空间与商业模式。

维持盈利预测，维持“增持”评级。上市公司拥有长白山景区内主要客运交通 30 年独家经营资质，形成以景区运营为引擎，旅行社+酒店管理为两翼，以温泉水开发利用为重要配套的综合性旅游服务供应商。公司背靠 5A 级景区资源，核心业务具备一定的垄断性竞争优势，年底温泉酒店已正式运营，收入结构将得到优化；同时冰雪游的持续升温也将弱化景区淡季特征，对游客接待量形成有力支撑。根据公司 2017 年经营目标营收 4.40 亿，净利润 0.84 亿，我们给予公司 17-18 年 EPS 为 0.43 元、0.64 元，对应 PE 为 43 倍、29 倍，维持“增持”评级。

风险提示：客流不及预期；温泉酒店营业不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	318.53	306.89	437.41	623.45	751.42
增长率(%)	9.00	(4.00)	43.00	43.00	21.00
EBITDA(百万元)	154.86	124.16	154.48	231.97	299.12
净利润(百万元)	100.56	71.11	113.48	169.54	217.94
增长率(%)	26.00	(29.00)	60.00	49.00	29.00
EPS(元/股)	0.38	0.27	0.43	0.64	0.82
市盈率(P/E)	48.82	69.04	43.26	28.96	22.53
市净率(P/B)	5.71	5.45	4.99	4.37	3.73
市销率(P/S)	15.40	16.00	11.20	7.90	6.50
EV/EBITDA	37.63	40.38	30.87	19.89	14.87

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	休闲服务/景点
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	18.41 元
目标价格	22 元
上次目标价	20.98 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	266.67
流通 A 股股本(百万股)	102.67
A 股总市值(百万元)	4,909.39
流通 A 股市值(百万元)	1,890.15
每股净资产(元)	3.38
资产负债率(%)	19.18
一年内最高/最低(元)	23.99/16.50

作者

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

股价走势



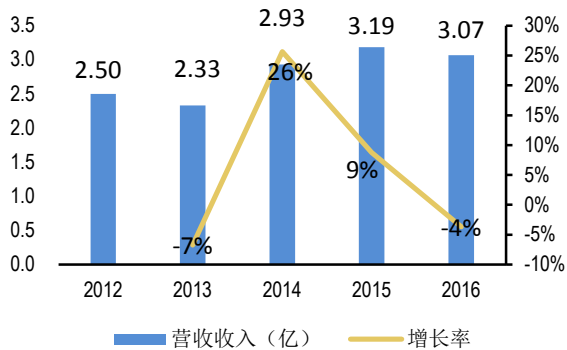
资料来源：贝格数据

相关报告

1 《长白山-半年报点评:挖掘冰雪资源价值，静待温泉度假区开业》
2016-08-12

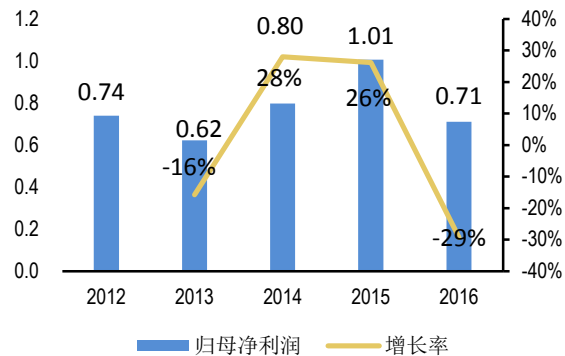
营收下降 3.65%，新增温泉酒店前期筹备影响致归母净利润下降 29.28%。公司发布 16 年年报，实现营收 3.07 亿元，同比下降 3.65%；归母净利润 0.71 亿元，同比下降 29.28%；EPS 为 0.27，同比下降 28.95%。其中 16Q4 实现营收 0.36 亿元，同比上升 24.82%（Q1-Q3 同比增速分别为-8.17%，7.34%，-8.81%）；16Q4 归母净利润-1902.51 万元，同比下降 24.13%（Q1-Q3 同比增速分别为-58.85%，89.45%，-20.85%）；景区客流再创新高，实现接待游客 220 万人次，同比增长 2.3%。公司业绩下滑主要系 1）年底温泉酒店开业前期筹备及酒店委托美国国际管理团队 7 月到位等致使费用增长；2）公司报告期购买长白山池西区游客服务中心部分资产尚处游客培育期。同时，公司董事会决议，每 10 股派发现金红利 0.80 元。

图 1：公司近五年营收情况



资料来源：wind，天风证券研究所

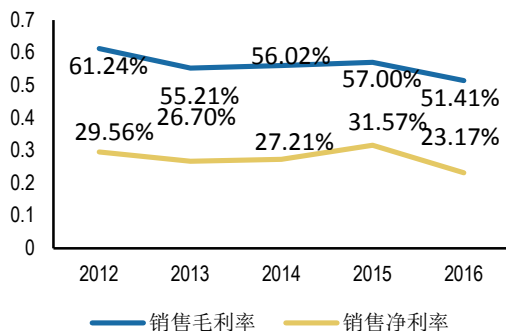
图 2：公司近五年归母净利润情况



资料来源：wind，天风证券研究所

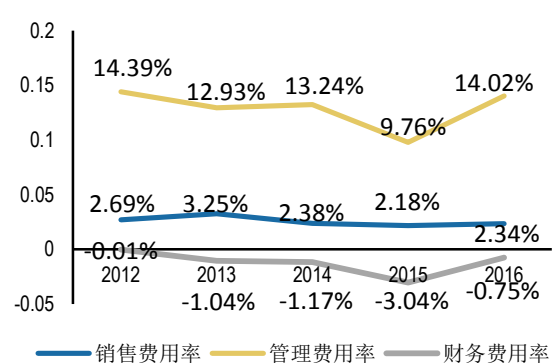
毛利率同比下降 4.48%，新增项目致全年费用上升。公司全年毛利率 51.41%，同比下降 4.48%；其中游客运营行业实现营收 2.90 亿元，同比下降 5.06%，毛利率 53.17%，同比下降 9.23%，主要系人工成本、运营成本增加所致；旅行社实现营收 511.10 万元，同比增加 19.92%，毛利率 46.16%，同比上升 16.41%，主要系公司加大营销，游客人数稳步上升所致。公司全年费用率上升，期间费用率为 15.61%，同比上升 6.71 个百分点，主要系公司募投项目筹备及加大营销投入所致；其中销售费用率为 2.34%，同比上升 0.16 个百分点，主要系公司扩大宣传所致；管理费用率为 14.02%，同比上升 4.26 个百分点，主要系公司新增项目温泉酒店开业筹备所致；财务费用率为-0.75%，同比上升 2.29 个百分点，主要系募投项目及主要在建工程使用存量资金，利息收入减少所致。

图 3：公司毛利率下降



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司各项费用率提升



资料来源：wind，天风证券研究所

外部交通持续改善，冰雪游仍为最大看点。吉珲高铁、营松高铁以及鹤大高速陆续通车，东三省自驾游客或将迎来进一步提升空间；报告期内公司加大营销力度，利用互联网和自身微信公众平台等手段，推行景区门票+车票在线预定，散客比例有望进一步提高；目前游客运营业务仍为公司支柱业务，营收贡献率高达 90%以上，旅行社业务逐步回暖，冰雪游仍为最大看点。**温泉酒店投入运营，多元化业态加速产业转型升级。**公司拥有温泉独家开采资质，同时委托美国洲际集团管理的温泉皇冠假日酒店已于年底正式投入运营，其致力于打造集冰雪、会议、温泉养生等功能为一体的旅游特色品牌，促进观光型景区向休闲度假性质转变，将彻底改变公司以旅游客运为主的单一化现状，进一步拓展公司效益增长点。**收购游客服务中心，积极拓展旅游项目。**为满足长白山景区旅游人数逐年增长的接待需求，公司于报告期内斥资 6500 万购买长白山西区游客服务中心部分资产，占据池西区交通枢纽的有利地位，目前，游客服务中心所在地区已成为长白山旅游项目发展的热点，未来将进一步拓展公司业务的市场空间与商业模式。

维持盈利预测，维持“增持”评级。上市公司拥有长白山景区内主要客运交通 30 年独家经营资质，形成以景区运营为引擎，旅行社+酒店管理为两翼，以温泉水开发利用为重要配套的综合性旅游服务供应商。公司背靠 5A 级景区资源，核心业务具备一定的垄断性竞争优势，年底温泉酒店已正式运营，收入结构将得到优化；同时冰雪游的持续升温也将弱化景区淡旺季特征，对游客接待量形成有力支撑。根据公司 2017 年经营目标营收 4.40 亿，净利润 0.84 亿，我们给予公司 17-18 年 EPS 为 0.43 元、0.64 元，对应 PE 为 43 倍、29 倍，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	427.79	211.46	127.85	283.93	450.79
应收账款	4.62	18.35	7.23	(4.45)	(5.36)
预付账款	9.73	2.31	14.82	12.40	16.42
存货	7.70	10.54	11.62	21.39	14.61
其他	8.00	10.01	7.15	8.39	8.51
流动资产合计	457.84	252.67	168.66	321.66	484.97
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	185.46	732.89	753.18	790.48	825.00
在建工程	157.20	17.78	46.67	76.00	75.60
无形资产	93.12	98.85	96.01	93.17	90.32
其他	11.79	12.83	12.41	12.17	12.08
非流动资产合计	447.57	862.35	908.27	971.81	1,003.01
资产总计	905.42	1,115.02	1,076.93	1,293.48	1,487.98
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	6.88	160.33	48.17	123.11	123.42
其他	33.26	48.81	40.03	40.92	44.23
流动负债合计	40.14	209.14	88.20	164.03	167.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.39	4.70	5.31	5.13	5.05
非流动负债合计	5.39	4.70	5.31	5.13	5.05
负债合计	45.53	213.83	93.51	169.17	172.69
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	266.67	266.67	266.67	266.67	266.67
资本公积	285.56	285.56	285.56	285.56	285.56
留存收益	585.76	626.20	716.76	857.64	1,048.62
其他	(278.10)	(277.24)	(285.56)	(285.56)	(285.56)
股东权益合计	859.89	901.19	983.43	1,124.31	1,315.29
负债和股东权益总	905.42	1,115.02	1,076.93	1,293.48	1,487.98

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	100.56	71.11	113.48	169.54	217.94
折旧摊销	29.29	22.55	13.67	16.21	18.73
财务费用	(0.01)	(0.01)	(9.00)	(9.00)	(9.00)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(31.82)	46.03	(119.51)	78.99	7.15
其它	11.96	(10.20)	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	109.97	129.49	(1.36)	255.73	234.81
资本支出	120.44	436.85	59.39	80.18	50.09
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(242.20)	(752.02)	(119.39)	(160.18)	(100.09)
投资活动现金流	(121.76)	(315.17)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	4.64	3.16	0.68	9.00	9.00
其他	(28.64)	(33.83)	(22.93)	(28.65)	(26.96)
筹资活动现金流	(24.00)	(30.67)	(22.25)	(19.65)	(17.96)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(35.78)	(216.34)	(83.60)	156.08	166.86

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	318.53	306.89	437.41	623.45	751.42
营业成本	136.98	149.13	216.63	308.76	348.74
营业税金及附加	17.76	4.90	18.40	23.65	24.04
营业费用	6.95	7.18	17.50	18.70	30.06
管理费用	31.10	43.04	43.74	56.11	67.63
财务费用	(9.70)	(2.30)	(9.00)	(9.00)	(9.00)
资产减值损失	0.15	0.90	0.33	0.46	0.56
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	135.29	104.04	149.81	224.76	289.39
营业外收入	1.62	2.53	2.13	2.09	2.25
营业外支出	0.05	1.75	0.62	0.81	1.06
利润总额	136.86	104.83	151.31	226.05	290.58
所得税	36.30	33.71	37.83	56.51	72.65
净利润	100.56	71.11	113.48	169.54	217.94
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	100.56	71.11	113.48	169.54	217.94
每股收益（元）	0.38	0.27	0.43	0.64	0.82

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	8.75%	-3.65%	42.53%	42.53%	20.53%
营业利润	27.80%	-23.09%	43.99%	50.03%	28.75%
归属于母公司净利润	26.18%	-29.28%	59.58%	49.39%	28.55%
获利能力					
毛利率	57.00%	51.41%	50.47%	50.47%	53.59%
净利率	31.57%	23.17%	25.94%	27.19%	29.00%
ROE	11.69%	7.89%	11.54%	15.08%	16.57%
ROIC	29.71%	16.42%	15.60%	19.19%	25.39%
偿债能力					
资产负债率	5.03%	19.18%	8.68%	13.08%	11.61%
净负债率	-48.27%	-42.42%	0.24%	-3.05%	-8.73%
流动比率	11.41	1.21	1.91	1.96	2.89
速动比率	11.21	1.16	1.78	1.83	2.81
营运能力					
应收账款周转率	125.57	26.72	34.20	448.46	-153.15
存货周转率	48.38	33.65	39.46	37.77	41.74
总资产周转率	0.37	0.30	0.40	0.53	0.54
每股指标（元）					
每股收益	0.38	0.27	0.43	0.64	0.82
每股经营现金流	0.41	0.49	-0.01	0.96	0.88
每股净资产	3.22	3.38	3.69	4.22	4.93
估值比率					
市盈率	48.82	69.04	43.26	28.96	22.53
市净率	5.71	5.45	4.99	4.37	3.73
EV/EBITDA	37.63	40.38	30.87	19.89	14.87
EV/EBIT	46.40	49.27	33.87	21.38	15.86

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 3 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