

长白山 (603099.SH)

客流增长稳健，交通改善和温泉项目为长期看点

- **盈利：16 年盈利 0.71 亿元，17 年收入净利有望回升**
16 年公司实现营业收入和归母净利润分别为 3.07 和 0.71 亿元，同比分别下滑 3.7% 和 29.3%，主要由于酒店项目投入费用增加以及景区运营成本提升。而 17 年 1 季度公司营业收入为 2580 万元，同比增长 22.5%，实现归母净利润亏损 2809 万元，较 16 年 1 季度增亏 1615 万元，单季度业绩亏损加剧系期员工人数增多带来人工成本增加，以及酒店转固导致的折旧费增加所致。根据年报披露 17 年公司计划实现营业收入 4.37 亿元，净利润 8378 万元，预期同比增速分别达到 42% 和 18%。
- **景区：景区客流有望稳步增长，1-5 月增速高达 17%**
2016 年长白山景区全年接待旅游人数 220 万人次，同比增长 2.3%，客流增长不及预期主要由于景区旺季受到超强台风“狮子山”影响，16 年 8 月 29 日至 31 日东北地区强降雨造成长白山景区关闭。根据长白山管委会工作会议报告，2017 年长白山景区旅游人数预期目标 253 万人次，同比增长 15%；景区收入预期实现 7 亿元，同比增长 20%。2017 年以来长白山景区客流保持稳健增长，根据长白山管委会 1-5 月长白山景区累计接待游客 30.1 万人次，同比增长 17%，其中 5 月份单月接待游客 10.5 万人次，同比增长 20.1%。
- **未来看点：逐步打造温泉度假主题公园，交通改善带来长期增长**
温泉酒店：以温泉水开发为主题的长白山火山温泉部落一期已于 16 年 12 月末投入运营，总建筑面积 4.2 万平方米，地理位置优越，紧邻长白山北门，是游客集散中心。根据年报公司 2017 年将全力推进二期项目建设，将长白山火山温泉部落打造形成国内顶级的温泉度假主题公园。未来有望通过温泉板块的产品创新和品质提升拉动酒店板块消费以及入区游客数量，提升酒店业绩，并改善公司业务单一状况，缓解长白山景区季节性特征。
交通改善：1) **鹤大高速：**继长白山至长春高速公路通车后，16 年 10 月 27 日鹤岗至大连高速公路已全线贯通，从长春可自驾直达长白山北坡。2) **敦白高铁：**根据吉林省发改委报道，敦白高铁预期于 17 年建设开工，有望于 2019 建成，通车后长春直达长白山仅 2 小时。3) **机场扩建：**长白山机场目前已开通直达北京、上海、广州、济南、青岛、沈阳、哈尔滨、长春等主要城市的航线，预期 17 年将相继开通更多航线。
- **客流有望恢复增长，温泉酒店助力业态升级，维持“谨慎增持”评级**
16 年公司业绩下滑主要受温泉酒店项目初始筹备管理费用大幅增加以及客流增速放缓所致。17 年长景区客流量增速有望回升，客运业务预期将维持稳健增长。随着皇冠假日温泉酒店开业运营，酒店板块今年将贡献部分营收，未来随着温泉部落二期项目的开工建设落成，公司将形成完整的温泉度假主题公园，实现产品多元化和业态升级。预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.34、0.37 和 0.41 元，对应 17、18 年 PE 分别为 46 和 42 倍，维持“谨慎增持”评级。
- **风险提示：**酒店项目盈利不达预期，灾害天气影响景区客流量。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	318.53	306.89	429.20	481.56	533.84
增长率(%)	8.75%	-3.65%	39.86%	12.20%	10.86%
EBITDA(百万元)	155.03	125.19	167.54	190.56	208.22
净利润(百万元)	100.56	71.11	90.19	99.09	108.25
增长率(%)	26.18%	-29.28%	26.83%	9.86%	9.25%
EPS(元/股)	0.377	0.267	0.338	0.372	0.406
市盈率(P/E)	62.32	73.65	45.74	41.63	38.11
市净率(P/B)	7.35	5.87	4.20	3.81	3.47
EV/EBITDA	37.66	40.15	24.09	21.12	18.38

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

谨慎增持

当前价格

15.47 元

前次评级

谨慎增持

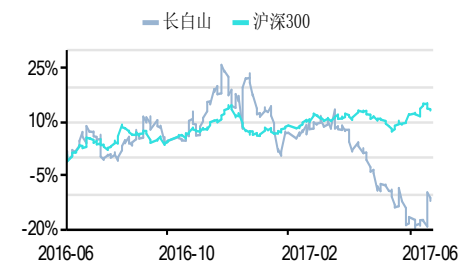
报告日期

2017-06-20

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	267/103
流通 A 股市值(百万元)	4,125
每股净资产(元)	3.38
资产负债率(%)	19.18
一年内最高/最低(元)	22.19/14.13

相对市场表现



分析师：安 鹏 S0260512030008
021-60750610
anpeng@gf.com.cn
分析师：沈 涛 S0260512030003
010-59136693
shentao@gf.com.cn

相关研究：

长白山 (603099.SH)：业绩 2017-03-29
有所下滑，温泉酒店开业带来
费用提升
长白山 (603099.SH)：前 3 2016-10-26
季度盈利下滑 22%，温泉酒店
开业在即
联系人：张雨露 021-60750610
zhangyulu@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

盈利：16 年盈利 0.71 亿元，17 年收入净利有望回升	4
景区：景区客流有望稳步增长，1-5 月增速高达长 17%.....	5
温泉酒店：培育期酒店业绩压力较大，温泉项目前景广阔.....	6
交通改善：建设立体通达体系，大高铁时代带来客流增长预期	7
客流有望恢复增长，温泉酒店助力业态升级，维持“谨慎增持”评级	8
风险提示	8

图表索引

图 1: 16 年实现营收 3.1 亿元, 同比下滑 3.7%.....	4
图 2: 16 年实现归母净利润 7111 万元, 同比下滑 29%.....	4
图 3: 16 全年实现毛利率 51.4%, 净利率 23.2%.....	4
图 4: 16 年期间费用率 15.6%同比上升 6.7 个百分点	4
图 5: 2016 年长白山景区接待人数 220 万人次, 同比上升 2.3%.....	5
图 6: 17 年 1-5 月长白山景区累计接待 30.1 万人次, 同比增长 17%.....	6
图 7: 长白山机场 16 年接待 54 万人次, 增长 6.8%	7
图 8: 长白山机场 08 年建成以来客流达到饱和	7
 表 1: 可比上市景区公司估值对比表	 8

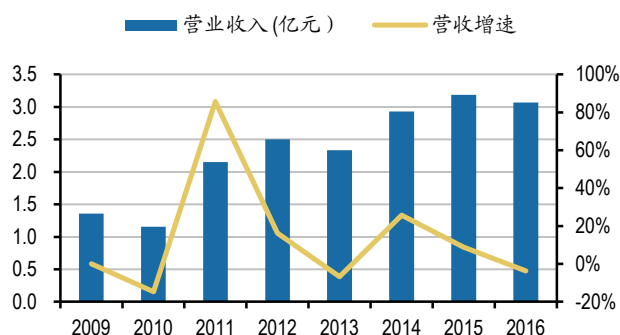
盈利：16 年盈利 0.71 亿元，17 年收入净利有望回升

2016年公司实现营业收入和归母净利润分别为3.07和0.71亿元，同比分别下滑3.7%和29.3%。16年业绩下滑幅度较大，主要由于：（1）16年长白山客流量增速显著放缓；（2）温泉酒店项目开业筹备大致管理费用同比增加约1200万；（3）为增加景区安全性，并提供优质旅游服务，公司增加购置车辆，导致运营成本增加；（4）酒店等工程项目导致利息收入减少约739万。公司16年实现毛利率和净利率分别为51.4%和23.2%，同比分别下降5.6和8.4个百分点，而期间费用率为15.6%，同比上升6.7个百分点。

2017年1季度公司实现营业收入为2579.5万元，同比增长22.5%，实现归母净利润亏损2809万元，较16年1季度增亏1615万元，单季度业绩亏损加剧系期员工人数增多带来人工成本增加，以及酒店转固导致的折旧费增加所致。1季度公司期间费用率同比增加9.5个百分点至44%，主要由于酒店运营及宣传力度增加导致的管理费用和销售费用提高。

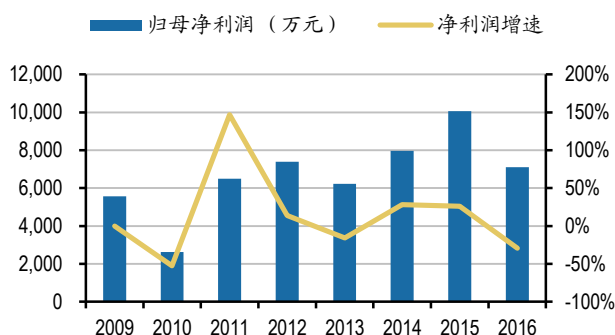
根据公司年报经营计划，2017年公司计划实现营业收入4.37亿元，净利润8378万元，预期同比增速分别达到42%和18%。

图1：16年实现营收3.1亿元，同比下滑3.7%



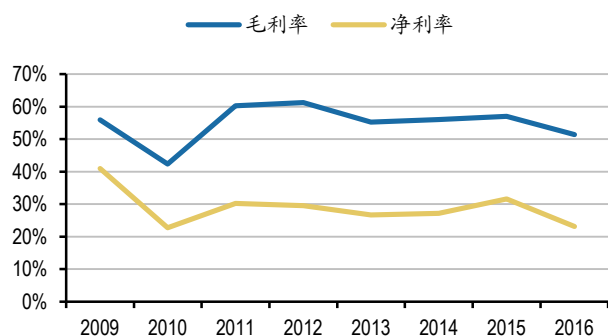
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：16年实现归母净利润7111万元，同比下滑29%



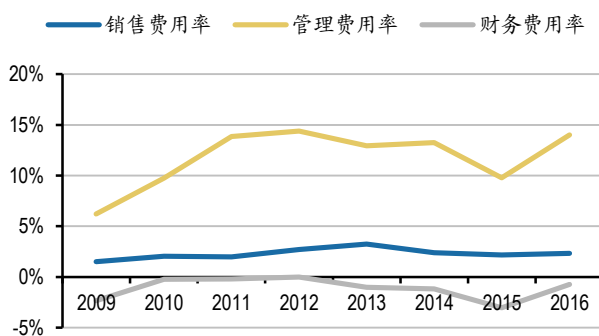
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：16全年实现毛利率51.4%，净利率23.2%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：16年期间费用率15.6%同比上升6.7个百分点



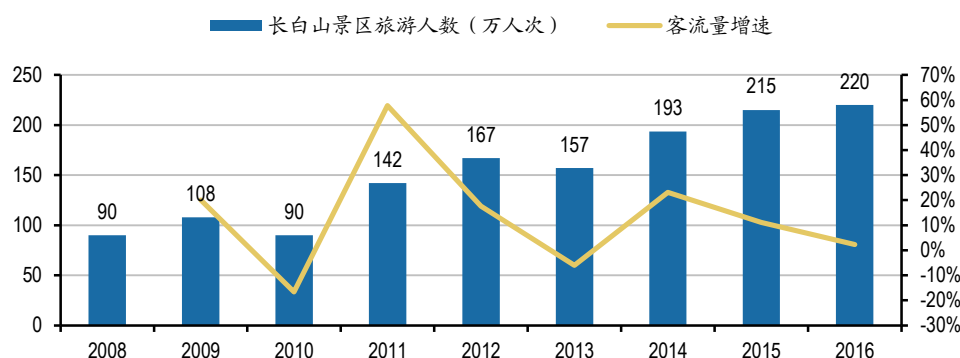
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

景区：景区客流有望稳步增长，1-5月增速高达长17%

2006年长白山管委会成立以来，长白山景区客流量保持稳步增长，08-16年景区客流量年复合增长率为11.8%。2016年长白山景区全年接待旅游人数220万人次，同比增长2.3%，增速较15年11%的增速有所放缓，未达到预期全年230万的客流量目标，主要由于16年旺季受台风天气影响。16年景区实现旅游收入5.9亿元，同比增长2.1%。2016年长白山保护开发区全区旅游总人数达355万人次，同比增长13.4%，旅游总收入实现32.8亿元，同比增长10.2%。

根据长白山管委会发布的2017年全区工作会议报告，2017年主要预期指标包括全区旅游总人数预期目标408万人次，同比增长15%以上；旅游总收入预期实现39亿元，同比增长20%以上。其中，17年长白山景区旅游人数预期目标253万人次，同比增长15%；预期景区收入预期实现7亿元，同比增长20%。

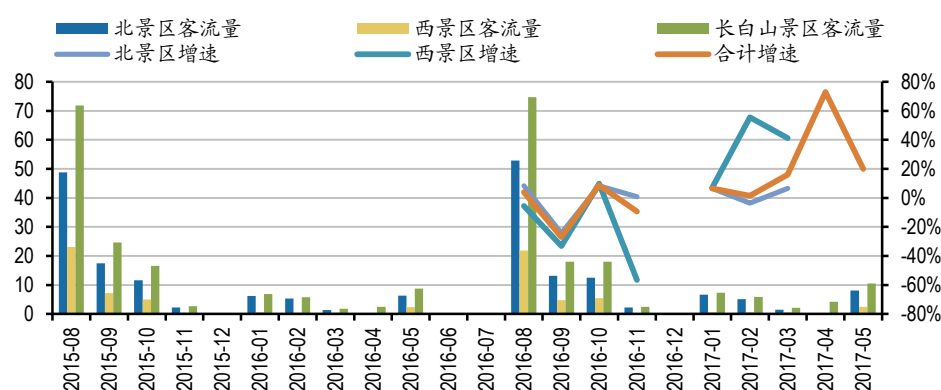
图5：2016年长白山景区接待人数220万人次，同比上升2.3%



数据来源：长白山管委会、广发证券发展研究中心

2017年以来长白山景区客流保持稳健增长，根据长白山管委会官网数据1-5月长白山景区累计接待游客30.1万人次，同比增长17%，其中5月份单月接待游客10.5万人次，同比增长20.1%，5月北景区接待8.1万人次，同比增长26.1%，西景区接待2.4万人次，同比增长3.6%。1-3月长白山景区共接待游客15.39万人次，同比增长5.8%，其中3月份接待游客2.14万人次，同比增长16%，3月北景区接待游客1.43万人次，同比增长6.6%；西景区接待游客7087人次，同比增长41.1%，2-3月西景区客流量快速增长（2月接待7594万人次，同比增长56%），主要由于滑雪、雪地摩托等游乐项目的开放大幅提升西景区吸引力。

图6: 17年1-5月长白山景区累计接待30.1万人次, 同比增长17%



数据来源: 长白山管委会、广发证券发展研究中心

温泉酒店: 培育期酒店业绩压力较大, 温泉项目前景广阔

公司募投建设长白山国际温泉度假区项目, 委托洲际酒店管理集团管理, 使用“皇冠假日”品牌。温泉酒店地理位置优越, 位于长白山景区山门区北侧500m处, 紧邻长白山游客集散中心北门。酒店接待规模为300余个各式客房, 床位500余张, 并建设配套餐饮、健身、会议中心等, 以及大型室内外温泉水疗功能中心, 长白山核心区聚龙温泉水通过管道接入实现24小时火山温泉供给。项目建设总投资概算近6亿元, 打造集“冰雪—温泉、养生—温泉、医疗—温泉、会议—温泉”为一体的国际性度假酒店。

长白山拥有世界级温泉资源, 温泉品质优良, 公司全资子公司温泉公司是长白山保护开发区内独家拥有聚龙泉温泉水开采资质且以温泉水销售为主营业务的企业, 生产规模为18万立方米/年, 目前单日温泉涌量约为6500吨, 日采集量约为2000吨, 日承载量达到1万人, 2017年五一假期期间日客流量约1千人, 五一期间非住店客人占比达到4/5。

温泉酒店于2016年12月末投入运营, 总建筑面积达4.2万平方米, 以温泉水开发为主题的长白山火山温泉部落一期已经投入使用, 主打休闲养生。目前酒店项目尚处于培育期, 折旧费用和运营成本较高, 对公司17年业绩带来一定压力。根据公司年报, 2017年公司将全力推进二期项目建设, 通过温泉板块的产品创新和品质提升拉动酒店板块消费以及入区游客数量, 提升酒店板块业绩。公司目标将长白山火山温泉部落打造形成国内顶级的温泉度假主题公园。

交通改善：建设立体通达体系，大高铁时代带来客流增长预期

敦白高铁：根据吉林省发改委报道，敦化-白河铁路客运专线预计将于2017年开工建设，预期19年建成通车。该客运专线北起吉林省敦化市，南至安图县二道白河镇，全长111.4公里，总投资133.7亿元，建成通车后，游客可从长春乘坐长珲城际铁路-敦白高铁直达二道白河，届时长春直达长白山仅需2小时（池北区）。

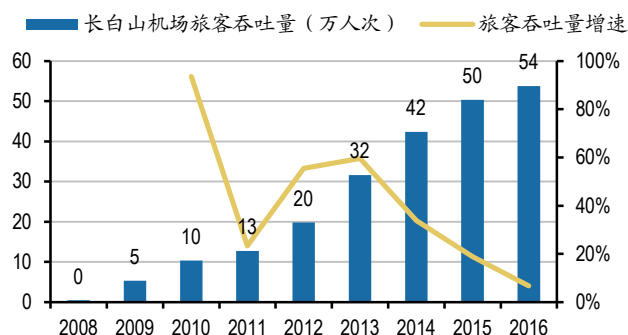
沈白客专：沈白客运专线项目起于沈阳市，拟经辽宁省抚顺市、吉林省通化市、白山市，终点到达安图县二道白河镇（长白山北坡），设计时速拟定为350公里，线路全长约436.5公里，投资约621亿元，2017年初，中国铁路总公司将沈白客专项目列为2017年新开工储备项目，目前项目处于可研审查阶段。

轻轨项目：长白山管委会规划白河站至北坡山门段旅游轨道交通示范线工程。项目目前仍处于规划阶段，实施长白山旅游轨道交通示范线项目，有望破解外部通达、内部循环的交通瓶颈制约。

机场扩建：根据长白山管委会官网介绍，长白山机场于2006年开工建设，2008年8月建成通航，2016年长白山机场吞吐量达到54万人次。目前，长白山机场扩建工程建设项目已列入国家民航局十三五规划改扩建序列，并且纳入到省委省政府“十三五”规划，中国民航总局和东北地区管理局已经将长白山机场开辟国际航线列入远期规划，计划将长白山机场建设成为国际空港，未来有望吸引韩国日本俄罗斯游客。

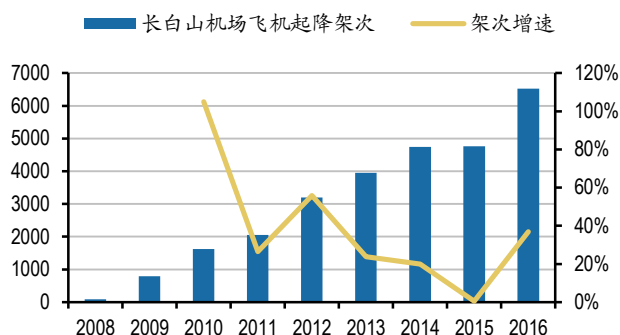
未来随着高铁时代的到来、机场的扩建及高速公路连接线的改造（长延高速松江至长白山联络线、抚长高速天北线改扩建、鹤大高速二露线改扩建），长白山地区旅游交通环境有望得到大幅改善，景区客流量有望得到持续提升。

图7：长白山机场16年接待54万人次，增长6.8%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图8：长白山机场08年建成以来客流达到饱和



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

客流有望恢复增长，温泉酒店助力业态升级，维持“谨慎增持”评级

16年公司业绩下滑主要受温泉酒店项目初始筹备管理费用大幅增加以及客流增速放缓所致。17年长景区客流量增速有望回升，客运业务预期将维持稳健增长。随着皇冠假日温泉酒店开业运营，酒店板块将贡献部分营收，未来随着温泉部落二期项目的开工建设落成，公司将形成完整的温泉度假主题公园，实现产品多元化和业态升级。预计公司17-19年EPS分别为0.34、0.37和0.41元，对应17、18年PE分别为46和42倍，维持“谨慎增持”评级。

表1：可比上市景区公司估值对比表

证券简称	市值 (亿元)	2016 年净利润 (万元)	市盈率				P/B
			2016A	2017E	2018E	2019E	
黄山旅游	113.6	35,211	34.1	29.8	24.0	19.8	3.1
峨眉山 A	65.1	19,120	35.6	31.1	27.8	26.3	3.2
丽江旅游	56.1	22,382	27.0	24.1	21.4	18.8	2.6
长白山	41.3	7,111	73.6	45.7	41.6	38.1	4.7
张家界	34.6	6,116	57.1	63.8	53.6	47.4	5.3
桂林旅游	33.2	739	509.8	66.6	52.3	39.9	2.3

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

风险提示

酒店项目盈利不达预期，灾害天气影响景区客流量。

资产负债表	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017	2018	2019
流动资产	458	253	117	134	335
货币资金	428	211	90	100	298
应收及预付	14	21	16	21	22
存货	8	11	11	13	15
其他流动资产	8	10	0	0	0
非流动资产	448	862	1083	1180	1124
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	185	733	891	991	937
在建工程	157	18	88	88	88
无形资产	94	100	96	93	91
其他长期资产	11	12	8	8	8
资产总计	905	1115	1201	1315	1459
流动负债	40	209	209	224	260
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	40	209	209	224	260
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	5	5	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	5	0	0	0
负债合计	46	214	209	224	260
股本	267	267	267	267	267
资本公积	286	286	286	286	286
留存收益	300	341	431	530	638
归属母公司股东权	852	893	983	1082	1190
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	905	1115	1201	1315	1459

利润表	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	319	307	429	482	534
营业成本	137	149	222	250	278
营业税金及附加	18	5	7	8	9
销售费用	7	7	13	14	16
管理费用	31	43	64	72	80
财务费用	-10	-2	-1	-1	-2
资产减值损失	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	135	104	124	138	153
营业外收入	2	3	2	2	2
营业外支出	0	2	1	1	1
利润总额	137	105	126	140	154
所得税	36	34	36	40	46
净利润	101	71	90	99	108
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	101	71	90	99	108
EBITDA	155	125	168	191	208
EPS (元)	0.38	0.27	0.34	0.37	0.41

现金流量表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	110	129	150	159	196
净利润	101	71	90	99	108
折旧摊销	29	23	44	53	57
营运资金变动	-21	36	14	8	32
其它	1	-1	2	-1	-1
投资活动现金流	-122	-315	-267	-149	1
资本支出	-124	-315	-267	-149	1
投资变动	0	0	0	0	0
其他	2	0	0	0	0
筹资活动现金流	-24	-31	-5	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	-5	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-24	-31	0	0	0
现金净增加额	-36	-216	-122	10	197
期初现金余额	464	428	211	90	100
期末现金余额	428	211	90	100	298

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	8.8	-3.7	39.9	12.2	10.9
营业利润增长	27.8	-23.1	19.5	11.2	10.7
归属母公司净利润增长	26.2	-29.3	26.8	9.9	9.2
获利能力(%)					
毛利率	57.0	51.4	48.3	48.2	48.0
净利率	31.6	23.2	21.0	20.6	20.3
ROE	11.8	8.0	9.2	9.2	9.1
ROIC	22.2	10.3	10.0	10.0	12.0
偿债能力					
资产负债率(%)	5.1	19.3	17.6	17.2	17.9
净负债比率	-0.5	-0.2	-0.1	-0.1	-0.3
流动比率	11.41	1.21	0.56	0.60	1.29
速动比率	10.97	1.15	0.46	0.49	1.19
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.30	0.37	0.38	0.38
应收账款周转率	859.16	474.22	576.41	599.10	544.19
存货周转率	20.81	16.35	19.54	18.70	18.09
每股指标(元)					
每股收益	0.38	0.27	0.34	0.37	0.41
每股经营现金流	0.41	0.49	0.56	0.60	0.74
每股净资产	3.20	3.35	3.69	4.06	4.46
估值比率					
P/E	62.3	73.6	45.7	41.6	38.1
P/B	7.4	5.9	4.2	3.8	3.5
EV/EBITDA	37.7	40.1	24.1	21.1	18.4

广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016 年社会服务行业新财富、水晶球第五名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016 年社会服务行业新财富、水晶球第五名。
- 姚遥：研究助理，美国普林斯顿大学工学博士，2015 年进入广发证券发展研究中心，2016 年社会服务行业新财富、水晶球第五名（团队）。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。