

业绩稳定增长，经营改善持续

长白山(603099)

事件

公司发布三季报，前三季度实现营收 3.85 亿元，同比增长 0.40%，实现归母净利润 8213.92 万元，同比增长 6.59%。

简评

业绩稳定增长，经营保持平稳

公司前三季度实现归母净利润 8213.92 万元，同比增长 6.59%，实现扣非归母净利润 8127 万元，同比增长 5.74%，业绩仍然维持稳定增长态势。前三季度毛利率为 41.02%，同比+0.32pct。其中 Q3 毛利率 59.35%，同比-1.63pct，总体上保持平稳。费用端，前三季度公司销售费用率 2.86%，同比-0.04pct，管理费用率 7.86%，同比-0.96pct，财务费用率 0.46%，同比+0.05pct。费用端销售费用率微降，管理费用率下降近一个百分点，也反映出公司控费措施的成效，财务费用率微增。本期购建固定、无形资产和其他长期资产支付的现金较期初降 50.58%，主要系投资在建各类工程款减少，投资支付现金较期初降 67.84%，银行贷款降 70.8%。总体看，公司经营保持平稳，旺季整体趋平，控费取得一定成效。

上半年子公司经营改善，文旅项目延伸发展

上半年公司主要子公司普遍出现经营向好趋势。天池酒店目前业务由“皇冠假日酒店”和火山温泉宾馆两部分组成，上半年营收 1647.62 万元，净利润-311.29 万元，整体减亏 46.65%，主要系严格控费所致；蓝景温泉实现净利润-144.75 万元，主要受温泉管道维护大修的影响；天池国旅实现营收 514.92 万元，同比增长 104.03%；天池咨询实现营收 2393.88 万元，净利润实现盈亏平衡，主要系大股东对公司相关管理业务实行成本覆盖法，给予较大的支持力度，有助于天池咨询在管理业务上实现较好的发展和过渡。今年 6 月，公司发布公开发行可转债预案的公告，拟发行资金总额不超过 3.75 亿元，预计主要用于长白山森林康养度假小镇——松鼠部落项目的建设。另外公司也在文化领域进行相关投资，未来有望提升文旅项目的综合布局。

优质冰雪旅游禀赋，核心改善助力增长

公司拥有国内较优质的冰雪旅游资源和禀赋，契合 2022 年北京冬奥会的发展契机和趋势，未来我国冰雪运动和旅游的渗透率提

维持
买入
贺燕青

heyanying@csc.com.cn

010-85159268

执业证书编号：S1440518070003

李铁生

litieshengzgs@csc.com.cn

执业证书编号：S1440519010001

陈语匆

chenyucong@csc.com.cn

执业证书编号：S1440518100010

研究助理 陈如练

chenrulian@csc.com.cn

发布日期：2019 年 10 月 25 日

当前股价：9.56 元

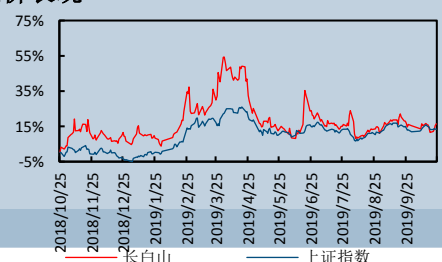
目标价格 6 个月：14 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-1.14/0.35	1.38/0.78	15.96/2.99
12 月最高/最低价 (元)			13.79/7.44
总股本 (万股)			26,667.0
流通 A 股 (万股)			26,667.0
总市值 (亿元)			25.49
流通市值 (亿元)			25.49
近 3 月日均成交量 (万)			160.18
主要股东			
吉林省长白山开发建设(集团)有 限责任公司			59.45%

股价表现



升潜力较大，公司将深度受益行业的增长。公司内外部改善的逻辑仍然成立，内部控费、子公司经营改善，各项目稳步培育推进已逐渐得到验证，并且大股东对于公司提供充足支持。景区门票部分注入上市公司体内后，经过近两年的培育，未来业绩兑现的逻辑仍然成立。近两年外部交通因素的改变，也或将成为助力公司快速增长的核心因素，机场扩容、高铁开通，大幅缩短国内主要城市至景区的路程时间，预计将为公司客流带来较大提升。长白山景区本身游客容纳能力较强，目前客流尚有较大提升空间和潜力，叠加长白山景区优质的旅游资源，以及休闲度假属性较强的优势，未来多因素利好释放后，望迎来更好的发展。

投资建议：我们认为公司利润端维持稳定增势，经营状况改善持续，各项业务及子公司持续优化，大股东大力支持，后期公司将受益管理输出业务持续推进及交通状况大幅改善，内外部形势向好趋势持续，且长期受益政策及冰雪旅游等的发展。

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.33、0.44、0.52 元，目前股价对应 PE 分别为 29X、22X、18X，维持“买入”评级。

风险提示：温泉项目建设不及预期；酒店经营业绩不及预期；周边交通建设发展不及预期；东北亚局势变化或政策因素变化。

盈利预测

表 1：盈利预测

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	464.1	534.3	641.1	769.4
变化率	19.4%	15.1%	20.0%	20.0%
归母净利润	67.6	87.8	117.7	139.0
变化率	-4.5%	29.8%	34.1%	18.1%
EPS (元)	0.25	0.33	0.44	0.52
P/E	46.0	29.0	21.7	18.4

资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

表 2：长白山财务报表预测

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	464.1	534.3	641.1	769.4	经营活动现金流	100.1	213.9	242.3	276.2
减：营业成本	304.4	342.0	397.5	477.0	净利润	67.6	87.8	117.7	139.0
营业税金及附加	9.0	10.0	12.5	14.8	折旧摊销	54.2	55.0	55.7	60.9
营业费用	14.5	13.8	17.1	21.5	财务费用	2.1	1.2	-1.0	-2.7
管理费用	42.5	53.4	61.2	76.9	投资损失	-0.3	-0.1	-0.1	-0.2
财务费用	1.1	1.2	-1.0	-2.7	营运资金变动	-28.2	69.9	70.0	79.3
资产减值损失	2.2	1.3	1.4	1.6	其它	4.6	-	-	-
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	投资活动现金流	-123.8	-79.9	-59.9	-49.8
投资收益	0.3	0.1	0.1	0.2	可供出售金融资产	-	-	-	-
营业利润	91.0	112.7	152.5	180.4	长期股权投资	-	-	-	-
营业外收入	1.0	5.5	6.0	6.0	其他	-123.8	-79.9	-59.9	-49.8
营业外支出	0.5	1.2	1.6	1.1	筹资活动现金流	82.9	-117.6	-13.6	-15.5
利润总额	91.5	117.0	156.9	185.3	短期借款	-	-	-	-
减：所得税	23.9	29.3	39.2	46.3	长期借款	93.3	-93.3	-	-
净利润	67.6	87.8	117.7	139.0	其他	-10.4	-24.3	-13.6	-15.5
少数股东损益	-	-	-	-	现金净增加额	59.1	16.4	168.8	210.9
归属母公司净利润	67.6	87.8	117.7	139.0					
EBITDA	144.4	169.0	207.2	238.6					
EPS（摊薄）	0.25	0.33	0.44	0.52					
资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	253.8	364.1	494.6	790.2	营业收入增长率	19.4%	15.1%	20.0%	20.0%
货币资金	171.7	188.1	356.9	567.7	净利润增长率	-4.5%	29.8%	34.1%	18.1%
应收账款	25.7	39.6	48.9	54.1	EBITDA 增长率	1.6%	17.0%	22.6%	15.1%
预付账款	4.7	98.3	50.7	115.2	ROE	6.7%	8.2%	10.0%	10.7%
存货	15.0	20.8	18.5	28.6	ROIC	8.3%	9.3%	13.0%	16.5%
非流动资产	1,012.1	1,035.3	1,037.7	1,024.6	EPS	0.25	0.33	0.44	0.52
长期股权投资	-	-	-	-	PE	46.0	29.0	21.7	18.4
固定资产	714.6	674.2	633.0	652.5	PB	3.1	2.3	2.1	1.9
资产总计	1,265.9	1,399.4	1,532.3	1,814.9	总负债 / 总资产	20.1%	23.1%	13.2%	22.1%
流动负债	157.8	319.4	175.5	363.9	流动比率	1.61	1.14	2.82	2.17
短期借款	-	-	-	-	速动比率	1.51	1.07	2.71	2.09
应付账款	74.4	185.3	102.0	216.5					
非流动负债	97.0	4.2	4.1	4.0					
负债合计	254.9	323.6	179.6	367.9					
少数股东权益	-	-	-	-					
归属母公司股东权益	1,011.1	1,075.8	1,178.8	1,299.5					

资料来源：中信建投证券研究发展部

分析师介绍

贺燕青：中信建投证券研究发展部社会服务行业首席分析师，武汉大学会计学本科、经济法研究生，7 年证券从业经验。

李铁生：中信建投证券研究发展部社会服务行业分析师，西安交通大学数量经济与金融硕士，6 年证券从业经历。

陈语匆：中信建投研究发展部社会服务行业分析师，3 年证券从业经验。

研究助理 陈如练：上海财经大学国际商务硕士，2018 年 6 月加入中信建投社服团队。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
章政 zhangzheng@csc.com.cn
李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859