

长白山（603099）：业绩符合预期，静待转型成功时

审慎推荐（首次）

休闲服务

当前股价：14.36 元

报告日期：2017 年 8 月 28 日

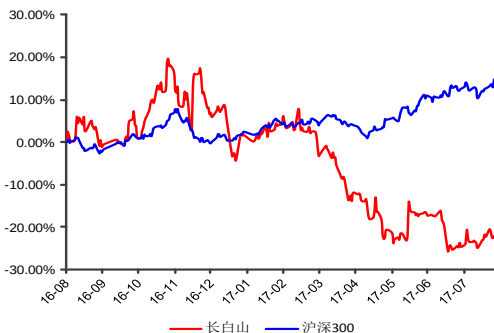
主要财务指标（单位：亿元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3.07	3.70	4.08	4.42
(+/-)	-4%	21%	10%	8%
营业利润	1.04	0.80	0.96	1.20
(+/-)	-23%	-23%	20%	25%
归母净利润	0.71	0.56	0.71	0.90
(+/-)	-29%	-21%	25%	28%
EPS（元）	0.27	0.21	0.26	0.34
市盈率	53.85	67.88	54.31	42.45

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	26667/26667
流通市值（亿元）	38.3
每股净资产（元）	3.16
资产负债率（%）	16.5

股价表现（最近一年）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：汤 峰

执业证书编号：S1050513090001

电话：021-54967580

邮箱：tangfeng@cfsc.com.cn

公司公布2017年上半年业绩，报告期内公司实现营业收入7625.65万元，同比增长17.96%；归属于上市公司股东的净利润为-3781.49万元，同比增亏766%；扣非后净利润-2559.06万元，同比增亏657%，每股收益-0.14元。

● **业绩符合预期：**报告期内根据长白山管委会公布的长白山景区游客数量为47.2万人次，同比微增0.9%，公司作为景区内具有垄断优势的客运板块业务业绩保持稳定增长；随着公司募投项目之一的皇冠假日温泉酒店于16年12月末投入运营，助推公司营收同比增长17.96%，但因酒店尚处培育期，新增的成本支出及折旧拖累了公司当期业绩增长，公司实现利润总额-3790.84万元，较公司预算-3760.91万元，增亏0.80%。

● **营业成本、期间费用率大幅上升：**受公司温泉酒店业务新开业及其尚处培育期等因素影响，报告期内新增固定资产、新增人员，使得折旧费、人工成本增加，带动营业成本同比上升58.36%，其增速高于营业收入增速，拖累了公司当期业绩。期间费用率也因酒店的营运较去年同期上升11.04个百分点，其中销售费用因公司加大对长白山宣传力度，广告投放资金，费用同比上升42.33%，带动销售费用率较去年同期上升1.22个百分点；管理费用因酒店营运，使其同比上升95.62%，导致管理费用率较去年同期大幅上升11.58个百分点，这也是导致本期期间费用率大幅上升的主要原因；财务费用率因本期利息收入增加，下降1.75个百分点。

● **公司未来看点：**1) 随着的温泉酒店的开业，公司逐步形成以景区客运为引擎，以酒店管理和旅行社为两翼，以温泉水开发利用的业务布局，也为公司盈利从明显季节性特征向全季运营发展。2) 随着周边交通的改善，长白山地区客流增速有望保持稳步增长，从而带动公司业绩。3) 公司全资子公司天池公司与集团公司及景区公司签订了委托合同，内容涉及了景区服务运营及资产经营管理委托，使公司接触到门票收入板块，彰显控股股东对公司的扶持力度，为公司后续发展奠定了基础。

● **盈利预测：**我们预计公司17-19年营业收入分别为3.70、4.08



和4.42亿元，归属母公司所有者净利润分别为0.56、0.71和0.90亿元，折合EPS分别为0.21、0.26和0.34元，对应于8月25日收盘价14.36元计算，市盈率分别为67.88、54.31和42.45倍，鉴于其目前估值在板块中没有优势，但公司背靠丰富资源的大股东且其给予公司大力支持，公司也正积极谋求转型升级，因此我们首次给予“审慎推荐”评级。

- **风险提示：**不可抗力风险、客流增速不及预期等。



图表 1：公司盈利预测表（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产：					营业收入	307	370	408	442
货币资金	211	61	-23	-115	营业成本	149	197	219	233
应收款	18	14	20	19	营业税金及附加	5	6	7	7
存货	11	12	15	15	销售费用	7	11	11	11
其他流动资产	12	12	12	12	管理费用	43	76	73	68
流动资产合计	253	100	24	-69	财务费用	-2	-1	0	0
非流动资产：					费用合计	48	86	85	80
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	1	1	1
固定资产+在建工程	751	917	1,120	1,287	公允价值变动	0	0	0	1
无形资产+商誉	99	99	99	99	投资收益	0	0	0	0
其他非流动资产	13	13	13	13	营业利润	104	80	96	120
非流动资产合计	862	1,029	1,231	1,399	加：营业外收入	3	3	3	3
资产总计	1,115	1,129	1,256	1,330	减：营业外支出	2	1	1	1
流动负债：					利润总额	105	82	98	122
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	34	25	27	32
应付账款、票据	128	86	142	126	所得税率（%）	32.16%	31.00%	28.00%	26.00%
其他流动负债	81	81	81	81	净利润	71	56	71	90
流动负债合计	209	166	223	207	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债：					归母净利润	71	56	71	90
长期借款	0	0	0	0	总股本	267	267	267	267
其他非流动负债	5	5	5	5	每股收益(元)	0.27	0.21	0.26	0.34
非流动负债合计	5	5	5	5					
负债合计	214	171	227	212	财务分析	2016A	2017E	2018E	2019E
所有者权益					成长性				
实收资本(或股本)	267	267	267	267	营业收入增长率	4.8%	20.6%	10.2%	8.3%
资本公积金	286	286	286	286	营业利润增长率	-1.7%	-23.0%	20.2%	24.9%
盈余公积金	47	52	60	69	利润增长率	-2.9%	-22.0%	19.8%	24.5%
未分配利润	294	345	408	489	净利润增长率	-10.8%	-20.7%	25.0%	27.9%
少数股东权益	0	0	0	0	归母净利润增长率	-10.8%	-20.7%	25.0%	27.9%
其他	8	8	8	8	盈利能力				
所有者权益合计	901	958	1,028	1,118	毛利率	51.4%	46.9%	46.3%	47.1%
负债和所有者权益	1,115	1,129	1,256	1,330	营业利润率	33.9%	21.7%	23.6%	27.2%
现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E	净利率	23.2%	15.2%	17.3%	20.4%
净利润	71	56	71	90	ROE	7.9%	5.9%	6.9%	8.1%
折旧	20	54	66	77	销售净利润率	23.2%	15.2%	17.3%	20.4%
摊销	3	0	0	0	财务杠杆	1.24	1.18	1.22	1.19
财务费用	0	-1	0	0	营运能力				
存货的减少	-3	-2	-2	-1	总资产周转率	27.5%	32.8%	32.5%	33.2%
营运资本变化	37	-38	50	-15	资产结构				
其他非现金部分	2	0	0	0	资产负债率	19.2%	15.2%	18.1%	15.9%
经营活动现金流量	129	69	185	153	Net Debt/Equity	-23.5%	-6.4%	2.2%	10.3%
投资活动现金流量	-315	-220	-269	-245	现金流量				
筹资活动现金流量	-31	1	0	0	经营性现金流/净利润	1.82	1.23	2.62	1.69
汇率变动影响	0	0	0	0	每股数据（元/股）				
现金增加额	-216	-150	-84	-92	每股收益	0.27	0.21	0.26	0.34
期初现金余额	428	211	61	-23	每股净资产	3.38	3.59	3.86	4.19
期末现金余额	211	61	-23	-115					
期末货币资金	211	61	-23	-115					

资料来源：Wind，华鑫证券研发部



研究员简介

汤 峰：英国伦敦大学伯贝克学院，金融学硕士，主要研究和跟踪大消费行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>