

长白山(603099.SH)

旅游景点行业

评级：增持 首次评级

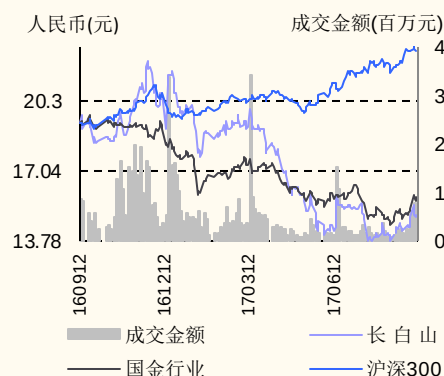
公司深度研究

市场价格(人民币)：15.01元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	266.67
总市值(百万元)	4,002.72
年内股价最高最低(元)	22.19/13.78
沪深300指数	3825.99
上证指数	3365.24



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.377	0.267	0.300	0.321	0.344
每股净资产(元)	3.22	3.38	3.65	3.97	4.31
每股经营性现金流(元)	0.41	0.49	0.09	0.20	0.67
市盈率(倍)	62.32	73.65	50.07	46.73	43.58
行业优化市盈率(倍)	32.00	32.00	32.00	32.00	32.00
净利润增长率(%)	26.18%	-29.28%	12.42%	7.14%	7.23%
净资产收益率(%)	11.69%	7.89%	8.22%	8.09%	7.98%
总股本(百万股)	266.67	266.67	266.67	266.67	266.67

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **拥有景区优质资源，内生业绩维持增长：**公司营收主要来源于长白山北景区和西景区的客运业务，长白山景区是国内 5A 级风景区，有丰富的动植物资源和优美的自然生态景观，2016 年长白山景区旅游人数为 220 万人次，增速为 2.3%，公司的景区客运业务能够辐射景区 85% 以上的游客人次，客运经营权独家垄断，公司的内生业绩增长将依托于景区的高景气度。
- **打造温泉度假酒店，升级休闲度假：**募集资金投资项目长白山国际温泉度假区总投资 5.99 亿元，皇冠度假酒店于 2016 年 12 月 28 日开业，充分利用公司的聚龙泉温泉独家开采权。酒店开业后公司提供的旅游服务从单一的观光运输服务向休闲度假服务升级，丰富公司的盈利增长点。同时由于公司的旅游运输业务具有明显的季节性，打造温泉度假区能够缓解季节性对公司经营的影响。
- **长白山保护开发区旅游资源丰富，未来存在资源整合预期：**公司为长白山保护开发区的唯一一家上市公司，开发区拥有 5A 级景区 1 家、3A 级景区 1 家。周边还有 4A 级景区 5 家，3A 级景区 3 家。在长白山管委会的旅游规划和项目开发理念下未来存在将周边旅游资源的整合的预期，公司作为唯一的上市平台，有望受益于资源的整合。
- **长白山签订天池景区的经营管理实现景区一体化发展：**公司全资子公司吉林省天池企业管理咨询有限公司将与公司控股股东吉林省长白山开发建设(集团)有限责任公司及吉林省长白山景区管理有限公司就长白山景区运营(景区服务运营管理及景区资产经营管理)签订委托合同，合同期限为三年，合同期内预计累计交易金额约为 1.65 亿元。长白山公司主要经营长白山景区的客运服务，通过管理输出的方式来进行进一步将景区的交通和管理实现统一化，受限于风景名胜区的门票收入不能装入上市公司体内，以新的模式来实现资产注入。

投资建议

- 测算 2017E/2018E/2019E 的业绩为 0.80 / 0.86 / 0.92 亿元，增长幅度为 12% / 7% / 7%，EPS 为 0.30 / 0.32 / 0.34 元，目前股价对应 PE 为 50 / 47 / 44 倍，首次推荐给予增持评级。

风险提示

魏立 分析师 SAC 执业编号：S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

楼枫桦 联系人
(8621)60933978
loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟 联系人
bianlijuan@gjzq.com.cn

- 因恶劣天气导致长白山景区的游客人次下降
- 酒店项目业绩不及预期
- 景区客运安全问题

内容目录

1. 投资建议及盈利预测.....	5
1.1 投资逻辑.....	5
1.2 投资建议.....	5
1.3 风险提示.....	5
2. 公司以旅游客运为主体，打造长白山温泉度假区.....	6
2.1 公司实际控制人为长白山管委会，以旅游客运为核心业务.....	6
2.2 凭借景区的独有客运资源多年来维持财务状况良好.....	6
2.3 2017 年上半年因酒店开业折旧摊销费用导致业绩为负.....	8
3. 长白山景区——造物神奇，得天独厚.....	11
4. 长白山保护开发区——直属吉林省，资源丰富.....	13
4.1 长白山景区归管委会直接管理，周边旅游资源丰富.....	13
4.2 长白山管委会 2005 年起设立，对长白山区域的经济影响较大.....	14
4.3 招商力度较大，旅游项目大而全.....	15
5. 募资投资温泉度假区，打造“冰雪+温泉”产业.....	17
5.1 公司拥有优质温泉资源，打造长白山国际温泉度假区.....	17
5.2 购买池西游客服务区，布局长白山西景区.....	17
5.3 长白山签订天池景区的经营管理实现景区一体化发展.....	17

图表目录

图表 1：公司股权结构及旗下业务板块分布.....	6
图表 2：2009-2016 年公司营业收入及增速情况.....	7
图表 3：2013-2015 年天池国旅及旅游客运收入情况.....	7
图表 4：2013-2015 年公司季度收入结构占比（百万元）.....	7
图表 5：2009-2016 年公司的净利率及毛利率情况.....	8
图表 6：2009-2016 年公司费用率及资产负债率情况（%）.....	8
图表 7：2017 年上半年因酒店运营投入实现营收高增长.....	9
图表 8：2017 年归母净利润的业绩增亏因酒店投入的折旧费用增加而.....	9
图表 9：2013H-2017H 销售、管理及财务费用%.....	10
图表 10：2013H1-2017H 的公司毛利率%.....	10
图表 11：长白山景区幅员辽阔，以天池闻名.....	11
图表 12：以长白山景区为中心分布着多个优质旅游资源.....	12
图表 13：2012-2016 年长白山保护开发区旅游人数情况.....	13
图表 14：2012-2016 年长白山保护开发区旅游收入情况.....	13
图表 15：长白山旅游资源丰富.....	13
图表 16：长白山开发区内的自然保护区、规划管理区及规划指导区的地理范围.....	14
图表 17：长白山保护开发区 2008-2015 年地区生产总值及其增长速度.....	15

图表 18: 长白山保护开发区 2008-2015 年三大产业占比%.....	15
图表 19: 长白山 2017 年旅游产业重大项目招商情况 一览.....	16
图表 20: 长白山国际温泉度假区介绍.....	17
图表 21: 长白山景区运营的委托业务的收费标准.....	18

1. 投资建议及盈利预测

1.1 投资逻辑

- **拥有景区优质资源，内生业绩维持增长：**公司营收主要来源于长白山北景区和西景区的客运业务，长白山景区是国内 5A 级风景区，有丰富的动植物资源和优美的自然生态景观，2016 年长白山景区旅游人数为 220 万人次，增速为 2.3%，公司的景区客运业务能够辐射景区 85% 以上的游客人次，客运经营权独家垄断，公司的内生业绩增长将依托于景区的高景气度。
- **打造温泉度假酒店，升级休闲度假：**募集资金投资项目长白山国际温泉度假区总投资 5.99 亿元，皇冠度假酒店于 2016 年 12 月 28 日开业，充分利用公司的聚龙泉温泉独家开采权。酒店开业后公司提供的旅游服务从单一的观光运输服务向休闲度假服务升级，丰富公司的盈利增长点。同时由于公司的旅游运输业务具有明显的季节性，打造温泉度假区能够缓解季节性对公司经营的影响。
- **长白山保护开发区旅游资源丰富，未来存在资源整合预期：**公司为长白山保护开发区的唯一一家上市公司，开发区拥有 5A 级景区 1 家、3A 级景区 1 家。周边还有 4A 景区 5 家，3A 景区 3 家。在长白山管委会的旅游规划和项目开发理念下未来存在将周边旅游资源的整合的预期，公司作为唯一的上市平台，有望受益于资源的整合。
- **长白山签订天池景区的经营管理实现景区一体化发展：**公司全资子公司吉林省天池企业管理咨询有限公司将与公司控股股东吉林省长白山开发建设(集团)有限责任公司及吉林省长白山景区管理有限公司就长白山景区运营(景区服务运营管理及景区资产经营管理)签订委托合同，合同期限为三年，合同期内预计累计交易金额约为 1.65 亿元。长白山公司主要经营长白山景区的客运服务，通过管理输出的方式来进一步将景区的交通和管理实现统一化，受限于风景名胜区的门票收入不能装入上市公司体内，以新的模式来实现资产注入。

1.2 投资建议

- 测算 2017E/2018E/2019E 的业绩为 0.80 /0.86/0.92 亿元，增长幅度为 12%/7%/7%，EPS 为 0.30/0.32/0.34 元，目前股价对应 PE 为 50/47/44 倍，首次推荐给予增持评级。

1.3 风险提示

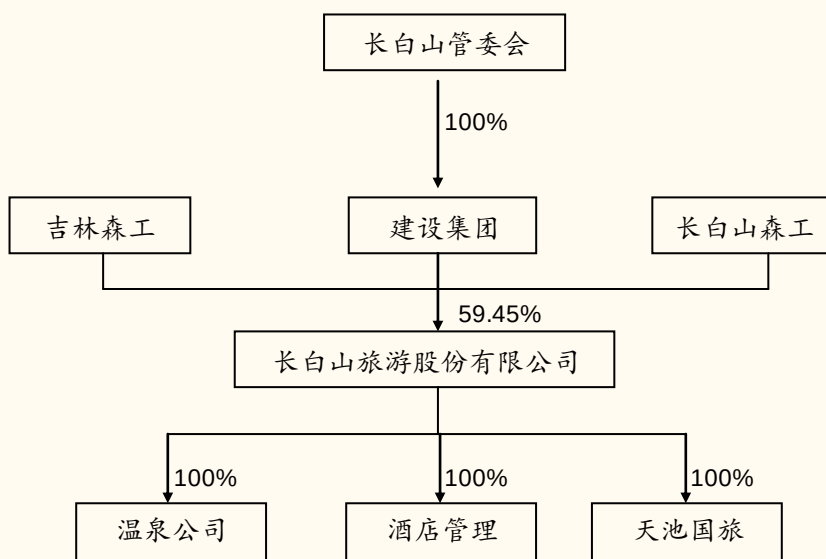
- 因恶劣天气导致长白山景区的游客人次下降
- 酒店项目业绩不及预期
- 景区客运安全问题

2. 公司以旅游客运为主体，打造长白山温泉度假区

2.1 公司实际控制人为长白山管委会，以旅游客运为核心业务

- **以旅游客运为核心，打造“冰雪+温泉”的长白山旅游特色品牌：**2014 年成功上市，作为长白山景区内拥有独家经营权的旅游客运公司，形成以旅游客运为主，旅行社及温泉水的开发利用为辅的业务格局。旅游客运主要集中在长白山景区内，独家拥有长白山景区内环保车、倒站车的经营许可及收费权。在主业经营相对稳定的情况下，利用其温泉水的独家开采资质为优势规划建设长白山国际温泉度假区项目，打造集“冰雪+温泉”的长白山特色旅游品牌。从以旅游客运业务为主体转变为休闲度假型业务的综合，拓展公司业绩增长点。

图表 1：公司股权结构及旗下业务板块分布



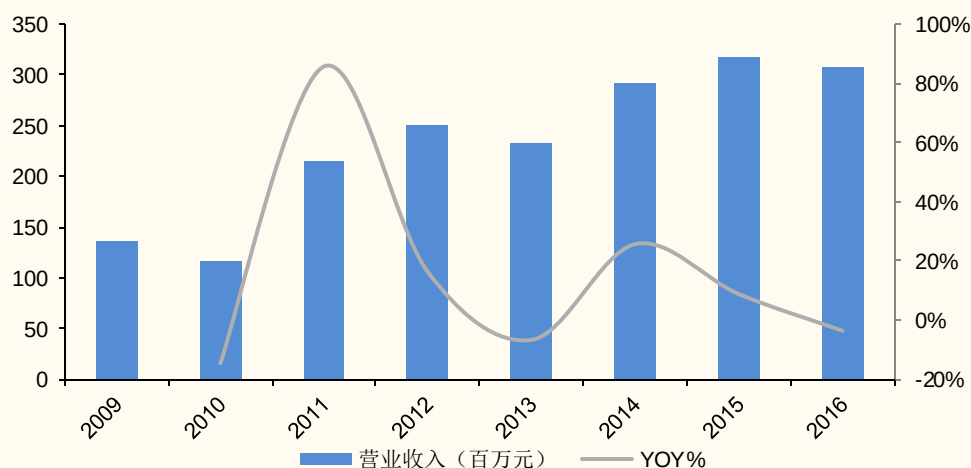
来源：公司年报，国金证券研究所

- **实际控制人是长白山管委会，长白山管委会旗下的唯一一家上市公司：**公司前身为吉林省长白山旅游交通运输公司，2010 年整体变更为股份有限公司，2014 年 8 月 22 日上交所完成上市首发。控股股东为建设集团，持有公司 59.45% 股权，长白山管委会持有建设集团 100% 股权，是公司实际控制人。

2.2 凭借景区的独有客运资源多年来维持财务状况良好

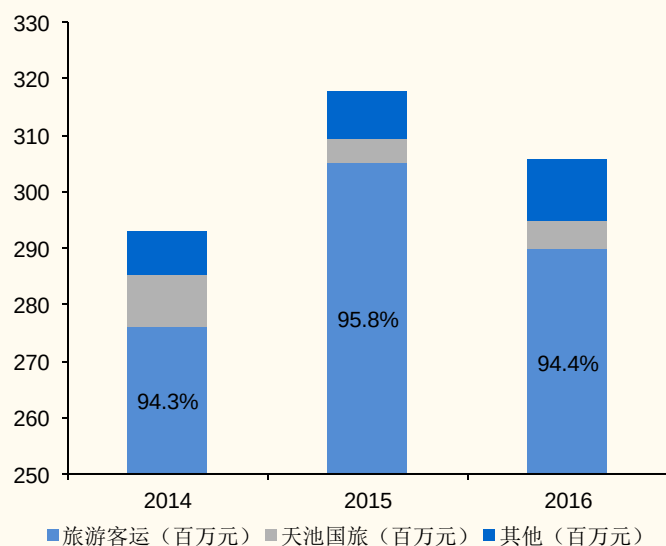
- **围绕长白山景区开展，淡旺季明显：**公司 2014 年 8 月 22 日在上交所完成上市首发，所开展的旅游客运业务、温泉业务均围绕长白山景区开展。2016 年实现营业收入 3.07 亿元，同比下降 3.658%，2009-2016 年营业收入的复合增长率达到 12%。其中旅游客运收入 2.90 亿元，同比下降 5.06%，占公司整体收入的 94%；天池国旅实现营业收入 511 万元，同比上升 19.92%，旅行社市场竞争相对激烈。占比整体收入的 94% 的旅游客运收入主要依托长白山的人流红利持续增长。受到长白山地区气候条件影响，冬天寒冷且持续时间长，旅游旺季集中在第三季度，从公司 2014-2016 年各季度收入的结构占比可以明显看出第三季度的收入占到全年收入的 65% 以上，淡旺季明显。

图表 2：2009-2016 年公司营业收入及增速情况



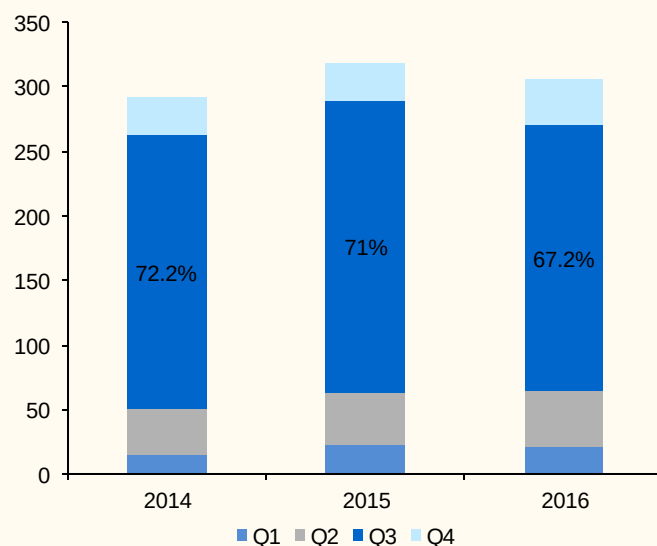
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 3：2013-2015 年天池国旅及旅游客运收入情况



来源：公司年报，国金证券研究所

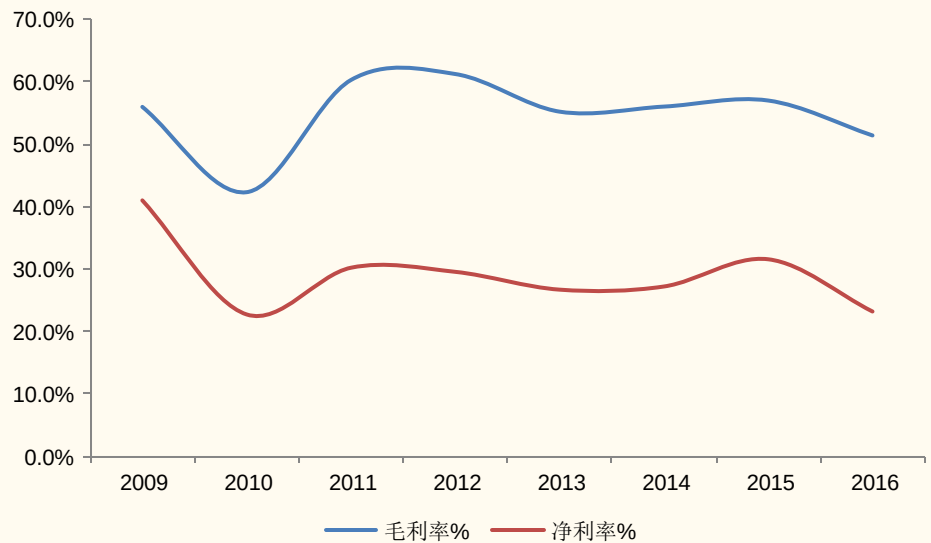
图表 4：2013-2015 年公司季度收入结构占比 (百万元)



来源：公司年报，国金证券研究所

- **凭借垄断资源发家致富，毛利率及净利率较高：**公司依靠长白山景区的知名度及独有的客运经营权实现公司业绩的增长。由于长白山山势险峻，幅员辽阔，无法徒步游览景区，绝大部分需要乘坐环保车游览，同时选择观看天池的需要乘坐倒站车抵达，公司拥有长白山景区旅游客运的独家经营权。2016 年公司整体收入毛利率为 51.4%，其中旅游客运业务毛利率为 53.17%，较去年同期下降 9.23pct；旅行社业务的毛利率为 46.16%，较上年同期上升 16.41pct。公司旅游客运在长白山景区的垄断性经营是公司毛利率维持高位的根本原因。2016 年净利率为 23.2%，其中天池酒店 2016 年 12 月 28 日试营业，2016 年实现净利润-1237.38 万元；天池国旅公司亏损 185.91 万元；温泉开发实现净利润 29.77 万元；旅游客运贡献业绩约为 0.85 亿元，净利率约为 30%。公司主要的利润来源为旅游客运业务，独家资源是其利润的保障。

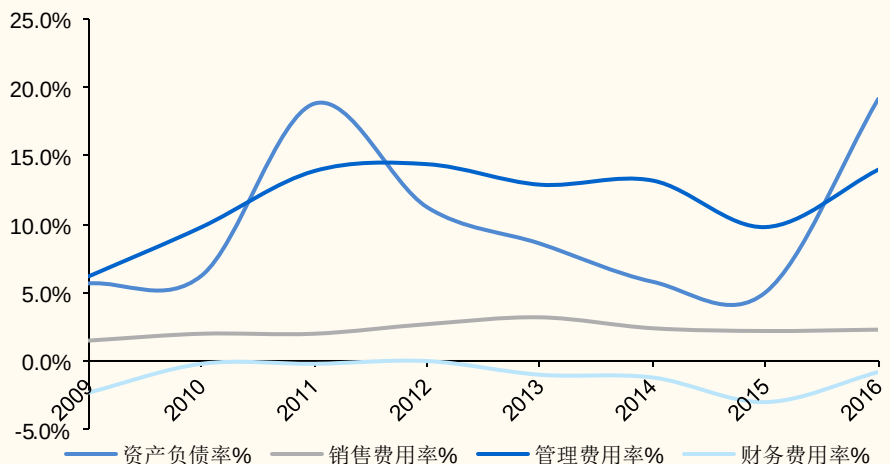
图表 5：2009-2016 年公司的净利率及毛利率情况



来源：公司年报，国金证券研究所

- **资源得天独厚，销售费用率较低，资金相对充足：**2016 年公司费用率为 15.6%，其中销售费用率为 2.3%/+0.1%；管理费用率为 14%/+4.2pct（由于温泉酒店开业筹备所致），财务费用率为-0.8%。景区内的垄断式经营客运使得公司可以凭借景区的人流增长而实现增长，销售费用消耗较少；管理费用率较 2015 年上升 4.2pct，主要是由于 2016 年 12 月 28 日温泉酒店开业筹备所致；财务费用为负。资产负债率有所提高，2016 年资产负债率为 19.18%，主要是由于工程预转固应付账款有所提高。

图表 6：2009-2016 公司费用率及资产负债率情况 (%)

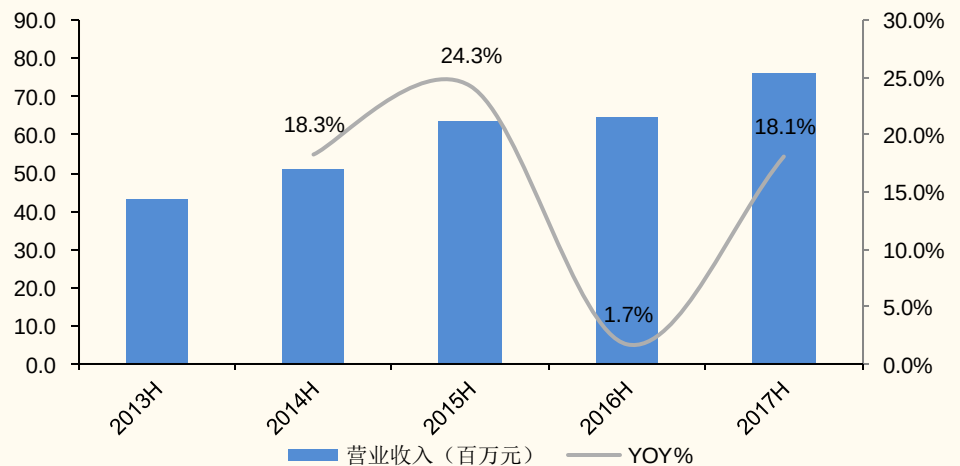


来源：公司年报，国金证券研究所

2.3 2017 年上半年因酒店开业折旧摊销费用导致业绩为负

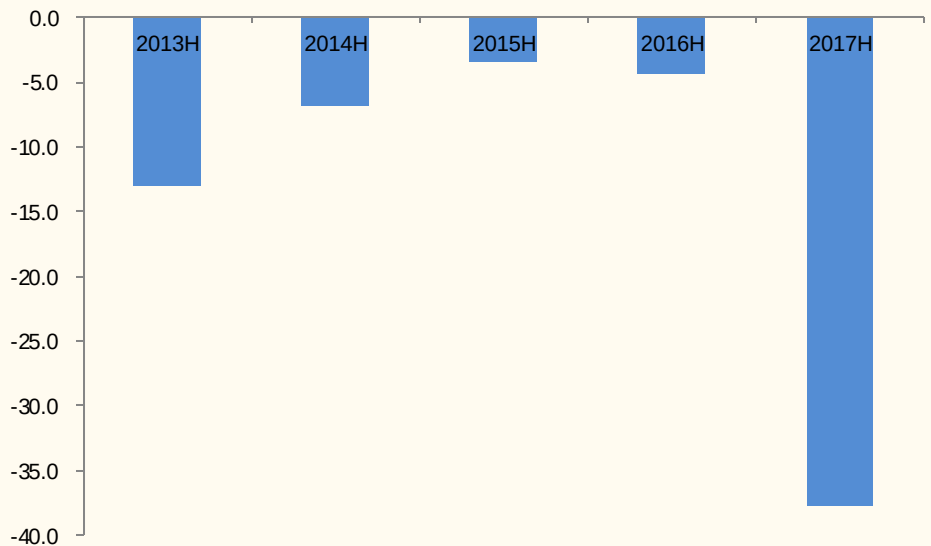
- **上半年营收增速 17.96%，归母净利润为 -3781 万元：**2017 年上半年实现营业收入 7625.65 万元，同比增长 17.96%，归母净利润为-3781.49 万元。其中温泉开发公司净利润为-42.32 万元，皇冠假日酒店净利润为-1141.35 万元。公司的景区客运业务实现营业收入 6514.3 万元/+4%，净利润为-2530.81 万元。公司的净利润亏损一方面是由于长白山处于淡季，另一方面是皇冠假日酒店于 2016 年 12 月末投入运营，由于酒店投入运营折旧费和人工成本增加。

图表 7：2017 年上半年因酒店运营投入实现营收高增长



来源：公司年报，国金证券研究所

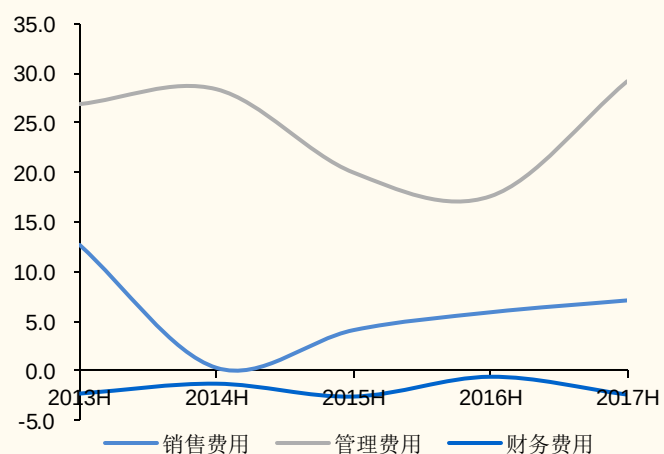
图表 8：2017 年归母净利润的业绩增亏因酒店投入的折旧费用增加而



来源：公司公告，国金证券研究所

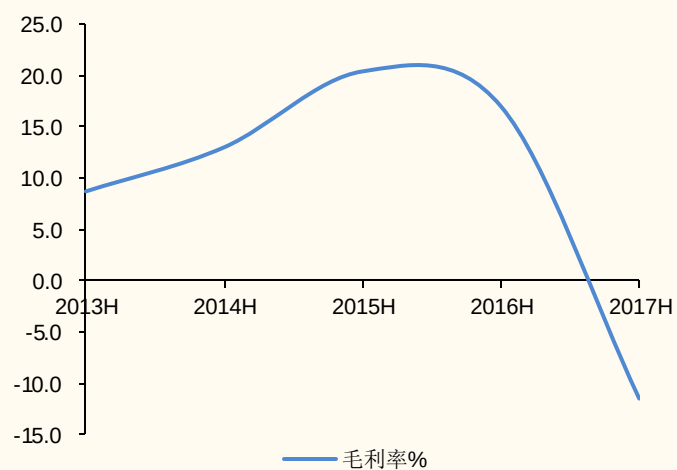
- **毛利率为负，费用率上升 11pct：**因酒店 2016 年 12 月投入运营，新增固定资产、人员使得折旧费用和人工成本增加，毛利率出现负值（2017 年上半年毛利率为 11.5%，下降 28.5pct）。费用率有所下降（2017 年上半年 33.9%，上升 11pct），其中管理费用率为 29.2%，上升 11.6pct，主要是由于酒店运营产生相关费用，财务费用率为-2.4%，下降 1.8pct，销费用率为 7.1%，上升 1.5pct。

图表 9：2013H-2017H 销售、管理及财务费用%



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 10：2013H1-2017H 的公司毛利率%



来源：公司年报，国金证券研究所

3. 长白山景区——造物神奇，得天独厚

- 长白山景区位于东南部，幅员辽阔：国家级 5A 景区，中国十大名山之一，区域面积 52.42 平方公里，海波 2189 米。中国境内有北坡、西坡和南坡三个区域，分别坐落在延边市安图县二道白河镇池北区、白山市抚松县和朝鲜族自治县，由长白山管委会统管，三个景区可以不同的角度来观赏天池，其中北景区是开发最早的，游客人次占比较高。长白山景区的景点有天池、长白山瀑布、大峡谷等，其中以天池闻名。以长白山景区为中心的吉林省分布着优质的旅游资源，以长白山景区为主的点与点之间的串联成旅游线路是目前旅行社比较常见的产品之一。

图表 11：长白山景区幅员辽阔，以天池闻名



来源：长白山景区官网，国金证券研究所

图表 12：以长白山景区为中心分布着多个优质旅游资源



来源：百度图片，国金证券研究所

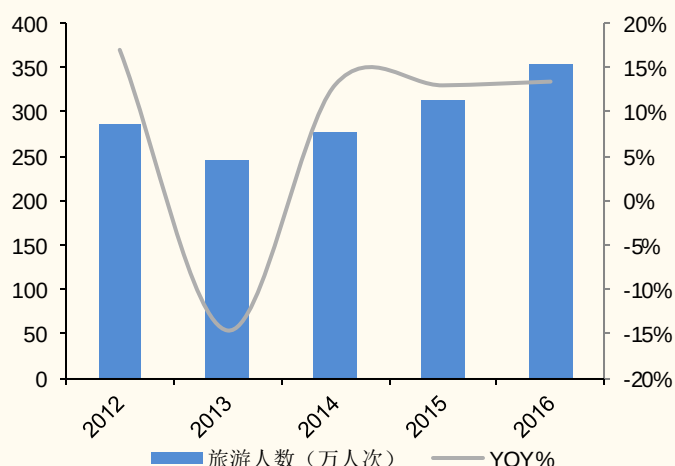
- **北坡是最早开发的景区，是长白山主要的人流承载点：**坐落在二道白河镇，开发较早，基础设施、服务设施相对完善，70%左右的游客通过北景区游览天池。景区内有多处天池、长白瀑布、乘槎河、绿渊潭、瀑布温泉、小天池、地下森林、高山滑雪场等代表性景观。北景区以景点多、设施完善等特点成为游客心中的长白山景区第一站。
- **西景区完整保留了长白山的原始风貌，可开发潜力大：**西坡景区相对于北坡来说开发相对较晚，其基础设施和服务均处于相对空白状态。西景区的景点有高山公园、梯子河、锦江大峡谷，同时西区的景点观赏效果极佳。
- **南坡目前处于封山状态，未来将以打造高端旅游为主：**2008年8月6日正式对外开放，是鸭绿江源头所在地，区域内的望天鹤火山也是中国东北的第二高峰群。主景区内实行“定时、定点、定线、定量”的开放方式，力争把旅游对生态环境的影响降低到最小的程度。此外，景区外还有中朝界河鸭绿江景观带、望天鹤风景区等幽美的景色。其后由于生态保护、道路安全等原因关闭。2015年重新开放，开放后的长白山南景区将倡导无烟无车的旅行方式，不向社会散客开放，实行限量预约旅游。根据南景区的开放情况和景观资源特点，该景区被打造成科普旅游、高端定制和主题旅游等旅游产品。其中，高端定制主要有骑行、徒步、穿越等内容，主题旅游主要包括观日出日落、观星星、摄影采风、婚纱摄影等内容。

4. 长白山保护开发区——直属吉林省，资源丰富

4.1 长白山景区归管委会直接管理，周边旅游资源丰富

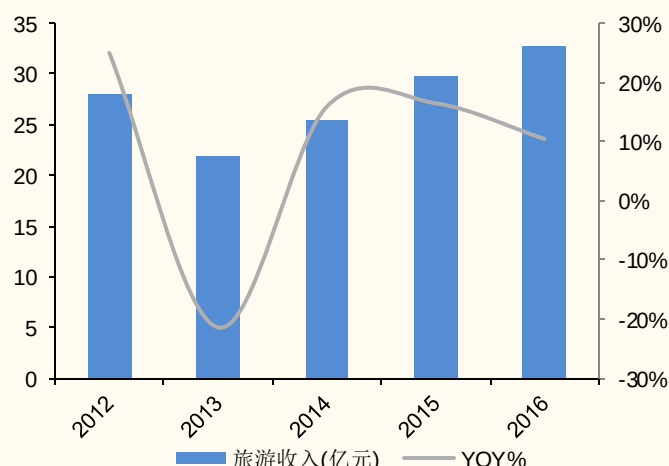
- **长白山景区隶属于管委会：**为了实现对长白山的科学保护、开发和管理，吉林省委、省政府于 2005 年 6 月决定建立长白山保护开发区，正厅级级别，具有相当于市（州）政府的行政管理职权。管委会下设池北、池西、池南三个旅游经济区，具有相当于县级政府的行政管理职权。2016 年长白山保护开发区全区旅游总人数达到 355 万人次，同比增长 13.4%，旅游总收入实现 32.8 亿元，同比增长 10.2%。其中长白山景区旅游人数达到 220 万人次，同比增长 2.3%；景区旅游收入实现 5.9 亿元，同比增长 2.1%。5A 景区 1 家，3A 级景区 1 家，周边还有 4A 级景区 5 家，3A 级景区 3 家。

图表 13：2012-2016 年长白山保护开发区旅游人数情况



来源：长白山保护开发区管委会官网，国金证券研究所

图表 14：2012-2016 年长白山保护开发区旅游收入情况



来源：长白山保护开发区管委会官网，国金证券研究所

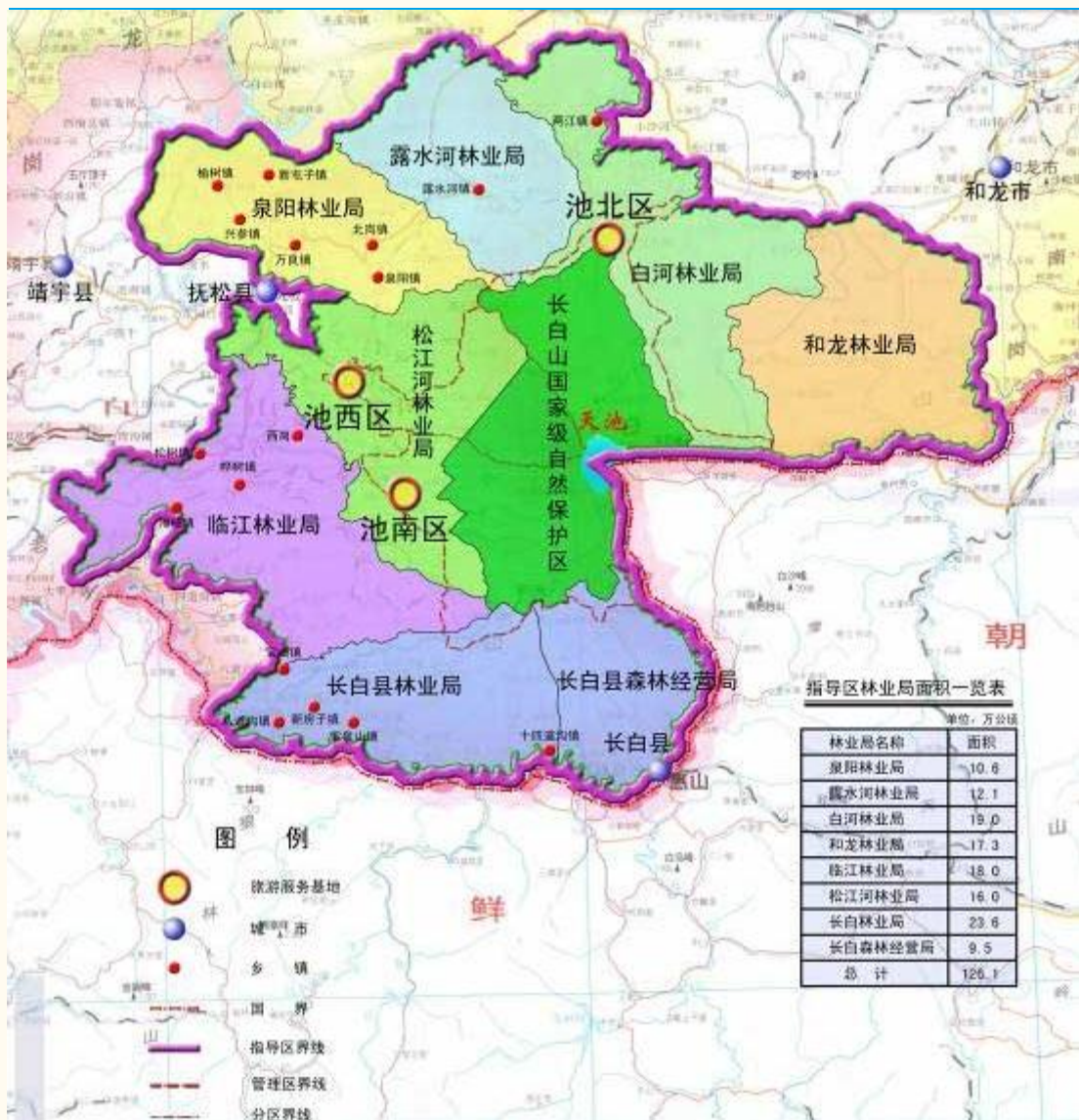
图表 15：长白山旅游资源丰富

类型	旅游资源
地文景观	长白山北坡、长白山西坡、锦江大峡谷、长白山南坡、鸭绿江大峡谷、望天鹅、炭化木生成带
水文景观	天池、王池、圆池、小天池、鸳鸯湖、长白山瀑布、隐流瀑布、锦江瀑布、梯子河、南北锦江、三江之源
生物景观	长白山森林生态景观、野生动植物栖息地、万亩高山大花园、地下森林
天象与气候景观	云雾景观
遗址遗迹	八卦庙、女真祭台
建筑与设施	虎林园、露水河长白山（国际）狩猎场
人文活动	满族、朝鲜族民俗风情、四号界碑、五号界碑、六号界碑

来源：网路公开信息，国金证券研究所

- **长白山保护开发区规划范围总面积为 13478.78 平方公里，分别是规划指导区、规划管理区和自然保护区：**其中自然保护区即长白山自然保护区，为控制区，面积为 1964.65 平方公里；规划管理区为直管区，面积约为 3278 平方公里，分为池北经济管理区、池西经济管理区、池南经济管理区，池北经济管理区总面积约为 1162 平方公里，池西经济管理区总面积约为 739 平方公里，池南经济管理区总面积约为 1377 平方公里；规划指导区即为协调区，面积约为 13478 平方公里（包括：和龙、白河、露水河、泉阳、松江河、临江、长白县林业局，长白森经局和自然保护区）。

图表 16：长白山开发区内的自然保护区、规划管理区及规划指导区的地理范围

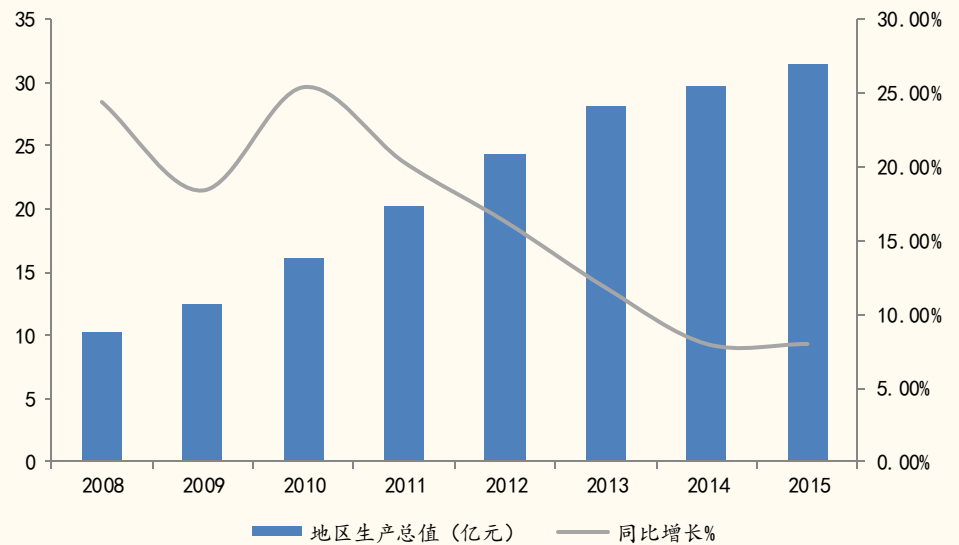


来源：长白山管委会官网，国金证券研究所

4.2 长白山管委会 2005 年起设立，对长白山区域的经济影响较大

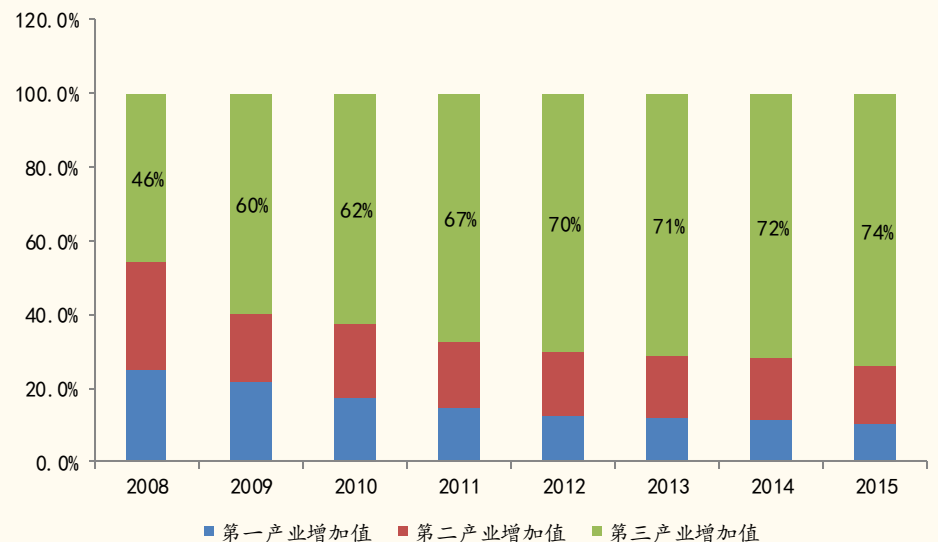
- 为了便于统一管理长白山景区及其周边景区资源成立管委会：长白山景区在未成立管委会之前分属于各个地区管理，为了能够实现对长白山的“统一规划、统一保护、统一开发、统一管理”于 2005 年 6 月成立长白山管委会。管委会直属吉林省管理，相当于长白山景区的管理权直接从地区分管划转为省直属。设立管委会这个政策以来对于长白山保护开发区的影响较大。从经济总量、工业经济发展、项目投资及旅游业的角度来看均得到较快的发展。
- 从经济角度来看，管委会自 2005 年成立以来，2008 到 2015 年地区生产总值从 10.2 亿元增长到 31.4 亿元，复合增长率为 17.4%。其中第三产业的占比逐年攀升，2015 年第三产业增加值为 23.3 亿元，同比增长 9.5%，占地区生产总值的 74%。长白山的旅游资源至关重要，而且在经济发展中起到引领作用，带动了总体经济和第一、第二产业的发展。

图表 17：长白山保护开发区 2008-2015 年地区生产总值及其增长速度



来源：长白山管委会官网，国金证券研究所

图表 18：长白山保护开发区 2008-2015 年三大产业占比%



来源：长白山管委会官网，国金证券研究所

4.3 招商力度较大，旅游项目大而全

- **管委会重视景区开发，多个大型项目建设：**长白山管委会成立以来审核确定重点项目规划 230 余项，规划理念以及规划思路清晰，规划了“1+3+X”即一个长白山主景区+池北、池西、池南三个经济管理区+多个主题功能区和周边特色小镇的总体发展布局。2017 年 2 月 16 日在长白山举办“重大项目信息发布会”，向全球发布长白山重大项目信息。会议主要内容为：发布重大招商引资项目、基础设施建设项目（含 PPP 项目）及交通建设项目信息；发布长白山宣传片拍摄项目、发布高端人才引进项目；发布《“让游放心”长白山全域诚信旅游安全宣言》等。

图表 19：长白山 2017 年旅游产业重大项目招商情况一览

项目	占地面积	总投资	区位优势	主要内容
冰雪奇缘项目	130 公顷	30 亿元	长白山和平主题功能区内，距离二道白河镇约 20 公里，距离长白山北景区山门约 6 公里，项目距离二天公路 3 公里。	商业建设用地 9 公顷、工业用地 3 公顷、观赏林地约 100 公顷，建成的长白山和平滑雪场、戏冬景区约 20 公顷。
池西区商业项目	14.47 公顷	—	位于池西区政府对面，毗邻松江河镇市区，距离万达长白山国际度假 20 分钟车程，距离长白山西景区 30 公里、长白山机场 17 公里、东北东部铁路环线 5 公里、高速公路 3 公里	—
健康温泉休闲区	11.8 公顷	16 亿元	二道白河镇核心区，位于瑞香路以南，白山大街以东，长白山大街以西，杜香路以北。	温泉体验及戏水的温泉中心、高档酒店群，餐饮及零售的商业中心，文化交流及会议功能的室内演艺中心等复合型业态
池北冰雪小镇	3.04 平方公里	—	基地位于二道白河镇镇区西侧，规划范围北至长白山大街，西至松花江大街，东、南两侧为森林。	集冰雪运动、冰雪娱乐、冰雪旅游、山地户外运动、温泉养生、文化体验、旅游集散等功能为一体的冰雪特色小镇。
林海温泉部落项目	1200 公顷	120 亿	池北区山门口区域	以温泉酒店服务为核心的集居住、餐饮、休闲、度假为一体的国家旅游度假区
池南温泉小镇	30 公顷	19.3 亿元	距离鲁能滑雪基地 10 公里，距离万达国际旅游度假区 23 公里，距离长白山机场 30 公里。	以长白山森林温泉度假产品，以温泉养生 + 民俗文化 + 健康疗养为核心，以服务差异化为导向，形成多家各具品牌内涵的精品优质温泉度假产品组合。
蓝调庄园综合开发项目	18.3 公顷	4.01 亿元	长白山保护开发区管理委员会池西经济管理区	创造出世界顶级“集香料生产、观光旅游、文化休闲”于一体的具有长白山特色的香料庄园。
寒葱沟冰雪乐园	—	—	地处长白山保护开发区池北区，是二道白河的支流之一，在镇区西部与二道白河汇合，寒葱沟总长 6.2 公里。	寒葱沟冰雪度假公园、寒葱沟冰雪嘉年华游乐园、寒葱沟冰雪体育运动公园。
长松雪村	—	10.5 亿元	长白山保护开发区管理委员会池南经济管理区、漫江镇长松村。	雪乡风情街、长松养生堂、七彩农乐园、锦江水世界、长松矿泉园

来源：长白山保护开发区管委会，国金证券研究所

5. 募资投资温泉度假区，打造“冰雪+温泉”产业

5.1 公司拥有优质温泉资源，打造长白山国际温泉度假区

- **2014 年上市募集资金投资温泉度假区项目，2016 年 12 月 28 日皇冠假日酒店开业：**公司上市前体内的业务主要为旅游客运项目、旅行社项目以及温泉公司，真正的旅游项目空白，为了适应长白山的发展规划，利用公司现有的客运资源以及温泉资源打造出长白山国际温泉度假区。项目总投资 6 亿元，一期皇冠假日酒店项目 2016 年 12 月 28 日开业，2017 年开启二期项目建设，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，带动长白山旅游由观光游向休闲度假游的转变，拓展公司效益增长点。

图表 20：长白山国际温泉度假区介绍

长白山皇冠假日温泉酒店	
地理位置	长白山北景区山门北侧 500m 处
投资额	5.997 亿元
主要项目	长白山温泉皇冠假日酒店（皇冠假日十年的管理协议）
开业时间	2016 年 12 月 28 日
资源优势	聚龙泉温泉独家开采权
占地面积	3.5 万平方米
客房数	297 间
配套设施	包含客房、餐厅、SPA 及会议区等，采用管道直引方式直接将天然火山自溢温泉引至酒店，24 小时温泉水供应，是长白山区域最具代表性的养生度假型温泉酒店。
经营情况	由于酒店 2016 年 12 月 28 日试营业，筹备期间没有收入，且人力成本、开办费用、用品摊销较大，导致 2016 年亏损-1,237.38 万元。
经营分析	酒店开业后公司提供的旅游服务从单一的观光运输服务向休闲度假服务升级，丰富公司的盈利增长点。同时由于公司的旅游运输业务具有明显的季节性，打造温泉度假区能够缓解季节性对公司经营的影响。公司的独家温泉开采资源为度假区创造了良好条件。

来源：网络公开信息，国金证券研究所

5.2 购买池西游客服务区，布局长白山西景区

- **公司业务主要集中在长白山北景区，西景区业务相对较少：**长白山三个景区由于环境问题和开发时间的先后不同，景区的景气度以及游客人次情况有所不同。北景区的游客人次占比较高（70%左右），西景区仍处于开发阶段，南景区还未正式开放。公司的业务主要集中在北景区的环保车和倒站车（占总营收的 70%以上）。西景区由于交通优势（距离长白山机场 15 公里）以及景区资源优势，其景气度在不断提升，长远角度来看，长白山旅游的节点和集散在长白山池西区。公司拟出资人民币 6500 万元购买长白山保护开发区强恩房地产开发有限责任公司开发的长白山池西区游客服务中心部分资产，包括：换乘中心、地下停车场、地上停车场、商业房产。购买池西区游客服务中心资产将能够协助公司对空白市场的布局。

5.3 长白山签订天池景区的经营管理实现景区一体化发展：

- **公司全资子公司吉林省天池企业管理咨询有限公司将与公司控股股东吉林省长白山开发建设（集团）有限责任公司及吉林省长白山景区管理有限公司就长白山景区运营（景区服务运营管理及景区资产经营管理）签订委托合同，合同期限为三年，合同期内预计累计交易金额约为 1.65 亿元。**长白山公司主要经营长白山景区的客运服务，通过管理输出的方式来进行进一步将景区的交通和管理实现统一化，受限于风景名胜区的门票收入不能装入上市公司体内，以新的模式来实现资产注入。

图表 21：长白山景区运营的委托业务的收费标准

天池公司提供景区服务运营管理的对价（2018 年 1 月 1 日到合同截止日）	
门票收入≤3 亿	管理收入=收入*22%
3 亿<门票收入≤5 亿	管理收入=3*22%+超出 3 亿收入*27%
门票收入>5 亿	管理收入=3*22%+2*27%+超出 5 亿收入*32%
注：合同日到 2017 年 12 月 31 日管理收入为景区门票收入的 45%	
景区内托管资产的经营管理费	
托管资产的经营收入≤1200 万元	管理收入=毛收入*40%
托管资产的经营收入>1200 万元	管理收入=1200*40%+超出 1200 万元部分的毛收入*40%

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	293	319	307	382	415	444
增长率		8.8%	-3.7%	24.4%	8.6%	7.0%
主营业务成本	-129	-137	-149	-192	-208	-225
%销售收入	44.0%	43.0%	48.6%	50.2%	50.1%	50.7%
毛利	164	182	158	190	207	219
%销售收入	56.0%	57.0%	51.4%	49.8%	49.9%	49.3%
营业税金及附加	-16	-18	-5	-4	-4	-4
%销售收入	5.5%	5.6%	1.6%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-7	-7	-7	-11	-12	-13
%销售收入	2.4%	2.2%	2.3%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-39	-31	-43	-61	-66	-71
%销售收入	13.2%	9.8%	14.0%	16.0%	16.0%	16.0%
息税前利润 (EBIT)	102	126	103	114	124	130
%销售收入	35.0%	39.5%	33.4%	29.8%	29.9%	29.3%
财务费用	3	10	2	3	1	4
%销售收入	-1.2%	-3.0%	-0.8%	-0.7%	-0.3%	-0.9%
资产减值损失	0	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	106	135	104	117	125	134
营业利润率	36.1%	42.5%	33.9%	30.5%	30.1%	30.2%
营业外收支	2	2	1	1	1	1
税前利润	108	137	105	118	126	135
利润率	36.9%	43.0%	34.2%	30.8%	30.4%	30.4%
所得税	-28	-36	-34	-38	-40	-43
所得税率	26.2%	26.5%	32.2%	32.0%	32.0%	32.0%
净利润	80	101	71	80	86	92
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	80	101	71	80	86	92
净利率	27.2%	31.6%	23.2%	20.9%	20.7%	20.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	80	101	71	80	86	92
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	28	29	23	1	2	2
非经营收益	0	1	-1	1	3	1
营运资金变动	16	-21	36	-57	-37	84
经营活动现金净流	123	110	129	25	54	179
资本开支	-81	-124	-315	-29	-29	-29
投资	0	0	0	-11	0	0
其他	1	2	0	0	0	0
投资活动现金净流	-81	-122	-315	-40	-29	-29
股权募资	282	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	53	9	-67
其他	-16	-24	-31	-10	-4	-2
筹资活动现金净流	266	-24	-31	43	5	-70
现金净流量	309	-36	-216	29	30	80

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	464	428	211	240	270	350
应收账款	0	5	18	3	3	4
存货	5	8	11	11	11	12
其他流动资产	8	18	12	4	4	5
流动资产	478	458	253	257	289	371
%总资产	57.2%	50.6%	22.7%	22.2%	23.7%	27.9%
长期投资	9	9	8	19	19	19
固定资产	261	343	751	771	791	811
%总资产	31.3%	37.8%	67.3%	66.5%	64.9%	61.0%
无形资产	84	94	100	108	117	125
非流动资产	358	448	862	901	930	958
%总资产	42.8%	49.4%	77.3%	77.8%	76.3%	72.1%
资产总计	835	905	1,115	1,158	1,218	1,328
短期借款	0	0	0	58	67	0
应付款项	7	7	161	66	26	28
其他流动负债	35	33	48	61	67	150
流动负债	43	40	209	185	160	178
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	5	5	0	0	0
负债	48	46	214	185	160	178
普通股股东权益	787	860	901	973	1,058	1,150
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	835	905	1,115	1,158	1,218	1,328

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.299	0.377	0.267	0.300	0.321	0.344
每股净资产	2.950	3.225	3.379	3.648	3.969	4.314
每股经营现金净流	0.463	0.412	0.485	0.095	0.201	0.670
每股股利	0.090	0.120	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.13%	11.69%	7.89%	8.22%	8.09%	7.98%
总资产收益率	9.54%	11.11%	6.38%	6.90%	7.03%	6.91%
投入资本收益率	9.60%	10.74%	7.73%	7.51%	7.48%	7.68%
增长率						
主营业务收入增长率	25.63%	8.75%	-3.65%	24.42%	8.60%	7.02%
EBIT增长率	30.92%	22.80%	-18.37%	10.88%	8.79%	4.89%
净利润增长率	28.01%	26.18%	-29.28%	12.42%	7.14%	7.23%
总资产增长率	74.28%	8.43%	23.15%	3.87%	5.20%	9.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.7	0.4	0.8	0.4	0.4	0.4
存货周转天数	16.2	17.5	22.3	20.0	20.0	20.0
应付账款周转天数	10.6	5.2	158.6	100.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	224.0	212.5	871.7	710.2	662.7	627.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-58.94%	-49.75%	-23.46%	-18.71%	-19.15%	-30.46%
EBIT利息保障倍数	-29.9	-13.0	-44.6	-41.1	-106.7	-30.9
资产负债率	5.80%	5.03%	19.18%	16.01%	13.13%	13.41%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	4	4	5
增持	3	8	9	9	10
中性	0	2	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.86	1.87	1.87	1.82

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD