

长白山(603099.SH)

旅游景点行业

评级：增持 维持评级

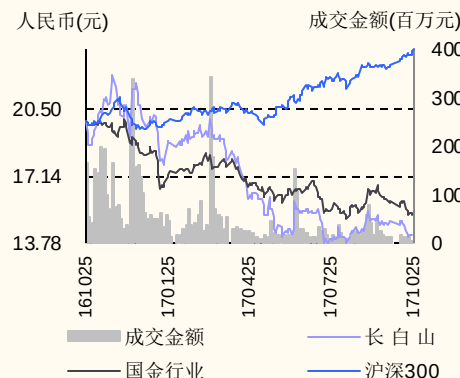
公司点评

市场价格(人民币): 14.26 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)	3,802.71
年内股价最高最低(元)	22.19/13.78
沪深 300 指数	3976.95
上证指数	3396.90



相关报告

1. 《长白山公司深度报告-拥有垄断景区资源, 深挖冰雪旅游产业》, 2017.9.11

楼枫桦 分析师 SAC 执业编号: S1130517090005
(8621)60933978
loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟 联系人
bianlijuan@gjzq.com.cn

新开酒店尚处培育期, 拖累业绩有所下滑

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	47.57	44.40	41.40
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

业绩简评

■ 2017 年前三季度公司实现营业收入 3.17 亿元, 同比上升 16.99%; 实现归属于上市公司股东的净利润 0.73 亿元, 同比下降 19.11%; 实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 0.72 亿元, 同比下降 18.72%。

经营分析

- 营收高增长, 景区委托管理及酒店业务为主因: 公司前三季度实现营收 3.17 亿元, 增长 16.99%。公司的景区业务营收增速与长白山景区的游客人次增速相关性较强。2017 年 9 月, 长白山景区共接待游客 22.54 万人次, 同比增长 24.9%。其中, 北景区接待游客 16.6 万人次, 同比增长 25.7%; 西景区接待游客 5.94 万人次, 同比增长 22.7%。1-9 月长白山景区共接待游客 191.4 万人次, 同比减少 0.8%。前三季度的营业收入增速能够达到 16.99%, 主要是由于委托管理长白山景区业务以及酒店业务收入贡献, 剔除委托管理收入后, 酒店业务收入约为 0.3 亿元, 按照 600 元/间的平均房价来测算入住率约为 62%。
- 净利润下滑 19.11%, 酒店开业导致毛利率下降、费用率上升: 收入端的上涨和净利润端下滑主要是由于成本费用相对较高, 公司 2016 年 12 月末开业皇冠假日酒店, 折旧摊销成本和人工成本等导致毛利率下降, 前三季度的毛利率较上年同期下滑 9.5pct。同时由于酒店开业初期相关的销售费用率及管理费用率均有所上升, 其中销售费用率上升 0.3pct, 管理费用率上升 2.1pct。
- 公司的看点在于内生业绩增长以及旅游资源整合预期: 公司的景区客运以及委托管理业务跟景区游客人次基本相关, 冬季冰雪旅游市场带动长白山的旅游景气度。酒店板块由于紧靠长白山景区山门口, 凭借其温泉资源和地理位置能够实现开业初期较高的入住率和平均房价, 但由于折旧摊销费用和前期推广费用较高, 业绩增厚较弱。同时长白山保护开发区旅游资源丰富, 未来存在资源整合预期, 公司作为长白山区域的唯一上市公司, 有望有益于资源整合。

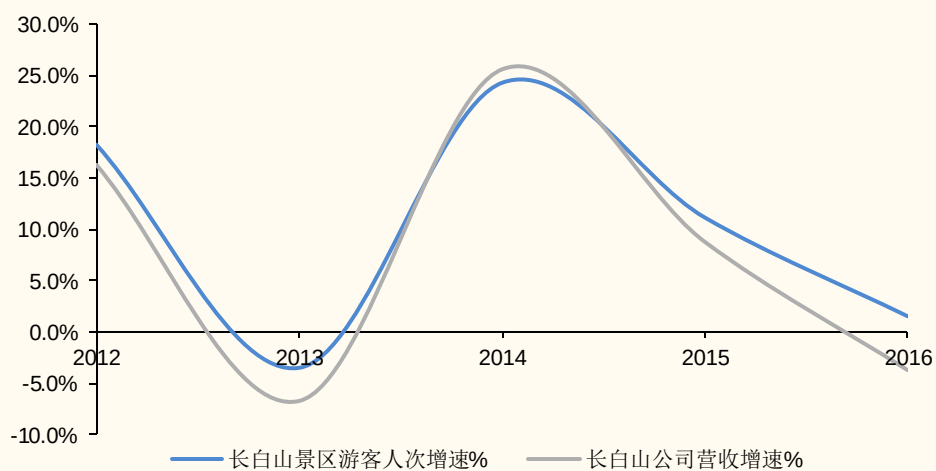
盈利预测及投资建议

- 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 48/44/41 倍, 维持增持评级。

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

图表 1：公司营收增速与长白山景区游客人次增速之间的正相关性



来源：wind，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	1	2	6	6
增持	0	2	9	12	13
中性	0	1	2	3	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	2.00	1.86	1.86

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-09-11	增持	14.99	15.50~16.00

来源：国金证券研究所

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。

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 7GH