

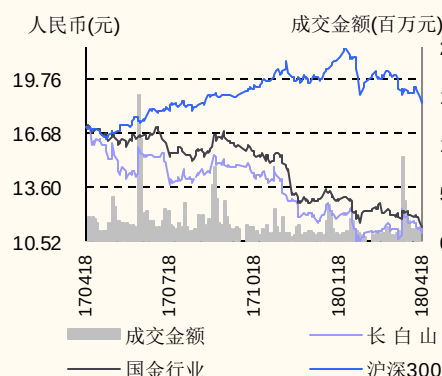
长白山(603099.SH) 增持(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 11.36 元

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)	3,029.37
年内股价最高最低(元)	17.03/10.52
沪深 300 指数	3766.28
上证指数	3091.40



相关报告

- 1.《长白山三季报点评-新开酒店尚处培育期,拖累业绩有所下滑》, 2017.10.26
- 2.《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

17 年业绩受酒店拖累, 酒店培育逐步成熟

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.267	0.261	0.304	0.354	0.413
每股净资产(元)	3.38	3.56	3.87	4.22	4.63
每股经营性现金流(元)	0.49	0.42	0.69	0.37	0.71
市盈率(倍)	73.65	45.97	37.42	32.07	27.53
行业优化市盈率(倍)	32.00	32.00	32.00	32.00	32.00
净利润增长率(%)	-29.28%	-2.19%	16.40%	16.66%	16.51%
净资产收益率(%)	7.89%	7.32%	7.85%	8.39%	8.90%
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

业绩概述

- 2017 年公司实现总营收 3.89 亿元/+26.62%, 归母净利润 0.71 亿元/-0.45%, 扣非净利润 0.68 亿元/-3.42%;

经营分析

- **新增酒店收入及委托管理收入贡献营收高增长, 剔除酒店净利润外公司的归母净利润增长 3%:** 2017 年公司营收 3.89 亿元/+26.62%, 其中新增酒店收入及委托管理收入 0.61 亿元, 剔除新增收入外公司的内生业绩增长 7%。公司的客运业务(3 亿元/+3.51%)与景区的游客人次增速相一致(2017 年长白山景区接待游客 223 万人次/+2.1%), 值得关注的是公司的旅行社聚焦高端业务, 营收增长 167.3%, 毛利率提升 35pct, 实现扭亏为盈。净利润出现略微下滑, 主要由于部分酒店的开办费用在 17 年计提导致酒店亏损 774.86 万元, 同时公司与长白山景区管委会签署了委托管理协议, 17 年产生管理收入 0.24 亿元, 净利润贡献 328.02 万元, 剔除新增酒店和委托管理业务净利润, 公司内生业绩增长 3%。
- **还原酒店的经营成本, 酒店有望在 18 年扭亏为盈:** 酒店业务收入为 0.38 亿元, 皇冠假日酒店(2016 年底开业)实现收入 0.32 亿元, 火山温泉会馆实现收入 984.89 万元; 净利润亏损 774.86 万元, 其中皇冠假日酒店亏损 783.58 万元, 火山温泉会馆盈利 8.72 万元。2017 年皇冠假日酒店尚处在培育期的调试阶段, 酒店客房、餐饮、以及会议区 2017 年 6 月正式投入使用。同时 2016 年摊销的开办费由于备品到货时间原因, 部分摊销在 2017 年实现。酒店投资额 5.9 亿元, 按照 20 年折旧约 3000 万, 300 间房按照 0.3 人房比来看人工成本约为 540 万元, 预计 18 年公司酒店业务有望扭亏为盈。2018 年公司将全力推进长白山火山温泉部落二期项目建设(5.5 亿元)。
- **公司的看点在于长白山景区在冰雪旅游推广下景气度提升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较高的入住率和平均房价。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。

盈利调整及投资建议

- 18E-20E 净利润为 0.81/0.94/1.1 亿元, 增速为 16%/17%/17%。EPS 分别为 0.3/0.35/0.41 元, PE 分别 37/32/28 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; 皇冠假日酒店项目业绩不及预期; 景区客运发生安全问题。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	319	307	389	442	470	497
增长率		-3.7%	26.6%	13.7%	6.3%	5.9%
主营业务成本	-137	-149	-239	-267	-273	-277
%销售收入	43.0%	48.6%	61.5%	60.4%	58.2%	55.7%
毛利	182	158	149	175	196	220
%销售收入	57.0%	51.4%	38.5%	39.6%	41.8%	44.3%
营业税金及附加	-18	-5	-8	-9	-9	-10
%销售收入	5.6%	1.6%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	-7	-7	-9	-10	-11	-11
%销售收入	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用	-31	-43	-41	-47	-51	-55
%销售收入	9.8%	14.0%	10.5%	10.7%	10.9%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	126	103	92	109	125	144
%销售收入	39.5%	33.4%	23.6%	24.6%	26.6%	29.0%
财务费用	10	2	2	4	6	9
%销售收入	-3.0%	-0.8%	-0.6%	-0.9%	-1.3%	-1.7%
资产减值损失	0	-1	-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	135	104	94	112	131	153
营业利润率	42.5%	33.9%	24.1%	25.5%	27.9%	30.7%
营业外收支	2	1	2	0	0	0
税前利润	137	105	96	112	131	153
利润率	43.0%	34.2%	24.7%	25.5%	27.9%	30.7%
所得税	-36	-34	-26	-31	-37	-43
所得税率	26.5%	32.2%	27.5%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润	101	71	70	81	94	110
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	101	71	70	81	94	110
净利率	31.6%	23.2%	17.9%	18.3%	20.1%	22.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	101	71	71	81	94	110
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	29	23	52	2	2	2
非经营收益	1	-1	-2	1	0	0
营运资金变动	-21	36	-8	100	2	78
经营活动现金净流	110	129	112	184	98	190
资本开支	-124	-315	-192	-29	-29	-29
投资	0	0	0	0	0	0
其他	2	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-122	-315	-192	-29	-29	-29
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-24	-31	-21	0	0	0
筹资活动现金净流	-24	-31	-21	0	0	0
现金净流量	-36	-216	-101	155	69	161

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	428	211	112	267	335	496
应收款项	5	18	40	41	44	46
存货	8	11	13	15	15	15
其他流动资产	18	12	112	10	10	11
流动资产	458	253	277	333	405	568
%总资产	50.6%	22.7%	24.7%	27.6%	31.0%	38.0%
长期投资	9	8	5	5	5	5
固定资产	343	751	737	757	777	797
%总资产	37.8%	67.3%	65.5%	62.7%	59.5%	53.3%
无形资产	94	100	101	109	116	124
非流动资产	448	862	847	873	901	929
%总资产	49.4%	77.3%	75.3%	72.4%	69.0%	62.0%
资产总计	905	1,115	1,124	1,206	1,306	1,497
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	7	161	120	113	116	118
其他流动负债	33	48	50	58	59	138
流动负债	40	209	170	171	176	257
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	5	4	4	4	4
负债	46	214	174	175	180	261
普通股股东权益	860	901	950	1,031	1,126	1,236
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	905	1,115	1,124	1,206	1,306	1,497

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.377	0.267	0.261	0.304	0.354	0.413
每股净资产	3.225	3.379	3.563	3.867	4.221	4.634
每股经营现金净流	0.412	0.485	0.421	0.690	0.366	0.712
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	11.69%	7.89%	7.32%	7.85%	8.39%	8.90%
总资产收益率	11.11%	6.38%	6.19%	6.71%	7.23%	7.35%
投入资本收益率	10.74%	7.73%	7.01%	7.58%	7.99%	8.40%
增长率						
主营业务收入增长率	8.75%	-3.65%	26.62%	13.66%	6.32%	5.86%
EBIT 增长率	22.80%	-18.37%	-10.55%	18.26%	15.08%	15.43%
净利润增长率	26.18%	-29.28%	-2.19%	16.40%	16.66%	16.51%
总资产增长率	8.43%	23.15%	0.85%	7.29%	8.22%	14.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.4	0.8	4.2	4.0	4.0	4.0
存货周转天数	17.5	22.3	18.1	20.0	20.0	20.0
应付账款周转天数	5.2	158.6	162.2	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	212.5	871.7	686.5	612.2	583.6	558.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.75%	-23.46%	-11.80%	-25.89%	-29.80%	-40.14%
EBIT 利息保障倍数	-13.0	-44.6	-37.2	-27.7	-20.0	-16.8
资产负债率	5.03%	19.18%	15.49%	14.52%	13.77%	17.43%

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
	0	1	2	3	9
	1	1	1	1	6
	0	0	0	0	2
	0	0	0	0	0
	2.00	1.50	1.33	1.25	1.59

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
2	2017-10-26	增持	14.26	N/A

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


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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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 7GH