

业绩稳健增长，南景区开放贡献增量

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年三季度报, 2018 前三季度实现营业收入 3.8 亿元, 同比增长 21.2%。归母净利润 7706.1 万元, 同比增长 5.7%, 扣非净利润 7686 万元, 同比增长 6.8%, 其中 Q3 单季度实现营收 2.7 亿元, 同比增长 14.4%, 归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 7.4%。
- **新增业务板块贡献收入, 运营成本提升拖累盈利水平。** 1) 长白山景区 2018H1 接待游客数约 56.2 万人, 同比增长 19.2%, 景区游客稳健增长支撑公司旅游客运业务稳健增长, 对应营收占比约 60% 以上; 全资子公司天池管理及岳桦生态在 2017H2 投入运营贡献营收增量, 此外酒店业务与温泉景区实现有效协同增长迅速。业务范围拓展使得相关运营成本提升, 毛利率同比下滑 4.6pp 至 40.7%。2) 公司温泉二期项目投入建设, 贷款及贷款利息增加导致财务费用率同比微升; 销售费用中广告宣传费占比保持 55% 以上高位, Q3 广告宣传增加拉动销售费用率同比增长 0.7pp, 同时通过合理控费带动管理费用率同比下降 1.9pp, 整体三费率同比改善 0.2pp, 受毛利率下滑拖累公司 Q3 净利率同比下降 2.9pp 至 20.1%。
- **掌握长白山景区“一冷一热”资源, 市场空间广阔。** 公司对长白山景区旅游客运业务独家经营权有效期至 2030 年, 长白山南景区于 2018 年 6 月开放, 单月游客数约 1.5 万人左右, 客户端需求旺盛; 此外公司拥有长白山北景区聚龙温泉独家采矿权, 年产温泉水 18 万立方米, 以温泉开发为主题的长白山火山温泉部落一期 2018H1 基本实现盈亏平衡, 2018 年公司开始全力推进长白山火山温泉部落二期项目建设, 2018Q3 在建工程同比大幅增长 822%; 公司旗下长白山温泉皇冠假日酒店于 2016 年 12 月末投入运营, 业务覆盖住宿服务、餐饮服务、会议服务、旅游信息咨询等, 是长白山地区第一家国际标准五星级酒店, 已成为景区标志性酒店; 随着周边短途游持续火爆, 公司温泉业务与酒店业务有望协同放量, 市场空间广阔。
- **季节性特征显著, 游客量有望持续增长支撑业绩。** 公司盈利具有明显的季节性特征, 旅游旺季主要集中在三季度, 游客数量及由此产生的旅游收入占全年 60% 以上, 2015、2016、2017 年 Q3 营收占比分别为 70.1%、67.2%、61.9%, 2018 十一黄金周长白山景区共接待 19.7 万人 (YOY+12.3%), 半岛局势稳定+长白山知名度提升或持续推动客流增长, 有望继续支撑公司业绩增长。
- **盈利预测与评级。** 公司掌握长白山景区核心资源, 景区游客数增长良好, 南景区继续开放提供游客增量。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.33 元、0.42 元、0.51 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 边境政治不稳定风险、自然灾害风险、游客数增长不及预期风险。

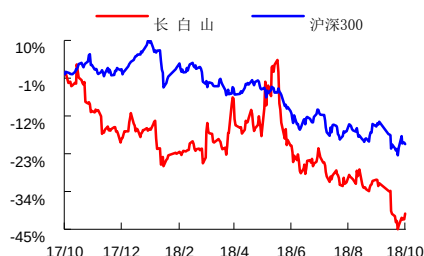
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	388.58	482.68	556.33	632.65
增长率	26.62%	24.22%	15.26%	13.72%
归属母公司净利润 (百万元)	70.79	88.84	111.55	134.76
增长率	-0.45%	25.50%	25.56%	20.81%
每股收益 EPS (元)	0.27	0.33	0.42	0.51
净资产收益率 ROE	7.45%	8.74%	10.04%	11.02%
PE	32	25	20	17
PB	2.38	2.23	2.04	1.85

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
 执业证号: S1250517070001
 电话: 010-57758600
 邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

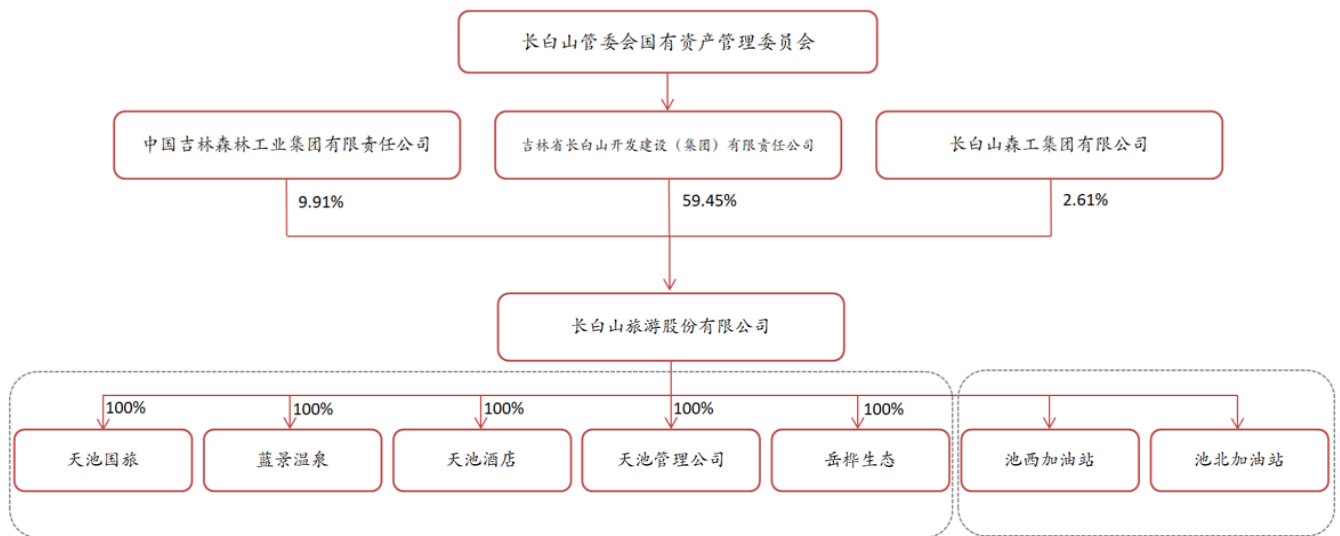
总股本(亿股)	2.67
流通 A 股(亿股)	2.67
52 周内股价区间(元)	7.83-15.01
总市值(亿元)	22.64
总资产(亿元)	13.24
每股净资产(元)	3.83

相关研究

1 公司分析：掌握景区核心资源，多元化布局逐步落地

公司是吉林省旅游产业的龙头企业，长白山保护开发区 A 级纳税企业，主营业务为旅游服务业，业务包括旅游客运、旅行社及温泉水开发、利用业务，旅游客运是公司目前的核心业务。公司大股东为长白山开发建设（集团）有限责任公司，持股比例 59.5%，股权较为集中。

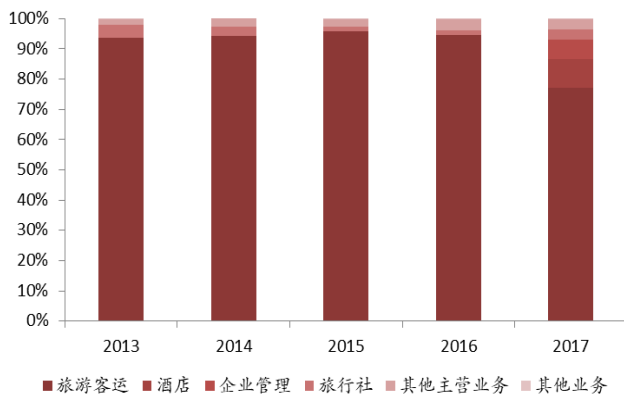
图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

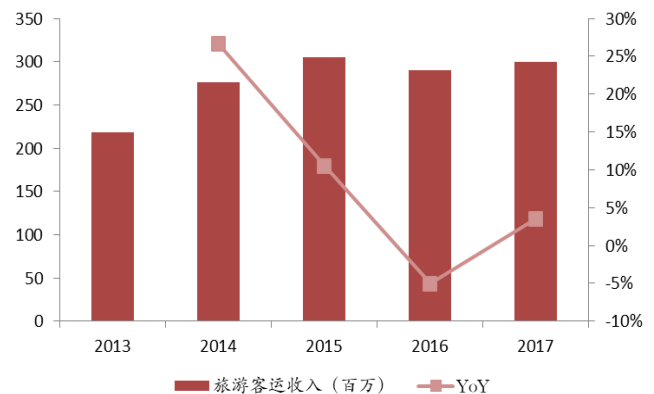
旅游客运业务为主，业务发展逐渐多元化。公司拥有长白山景区独家旅游客运经营权至 2030 年，旅游客运为公司目前最主要业务，营收贡献占比在 2016 年及以前占比超过 90%。近年来公司旅游客运业务稳健发展，2017 年实现旅游客运营收 3 亿元，同比增长 3.5%，2013-2017 年营收 CAGR 8%。2017 年公司景区业务多元化发展逐步落地，新业务板块逐渐发力，公司旅游客运营收占比下降至 77%。

图 2：公司 2013 年以来营收结构



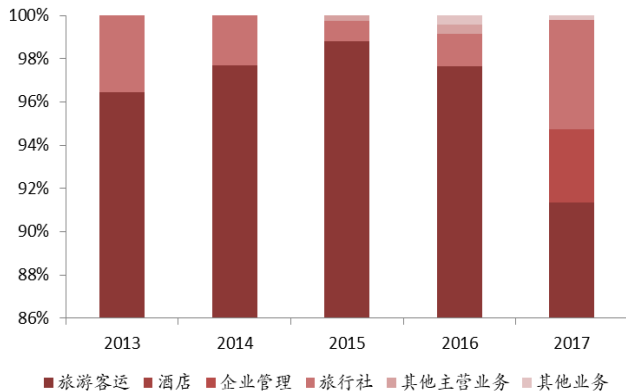
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司 2013 年以来旅游客运及增速

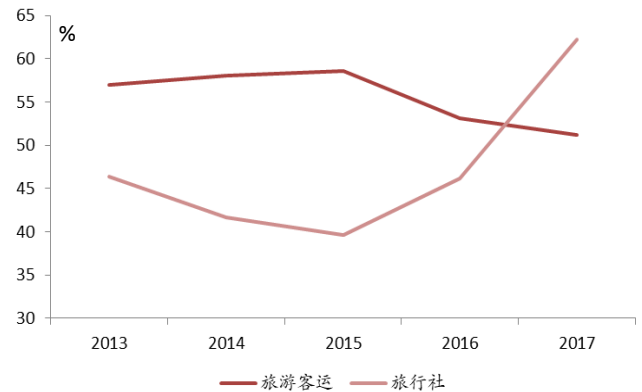


数据来源：公司公告，西南证券整理

旅游客运毛利贡献呈减少趋势，新兴业务盈利逐渐改善。由于景区地势原因必须乘坐环保车，目前游客乘车率超过 90%，毛利率水平保持 50% 以上；旅行社业务盈利预测有所改善，近三年毛利率逐年提升，2017 年毛利率上升至 62.3%。

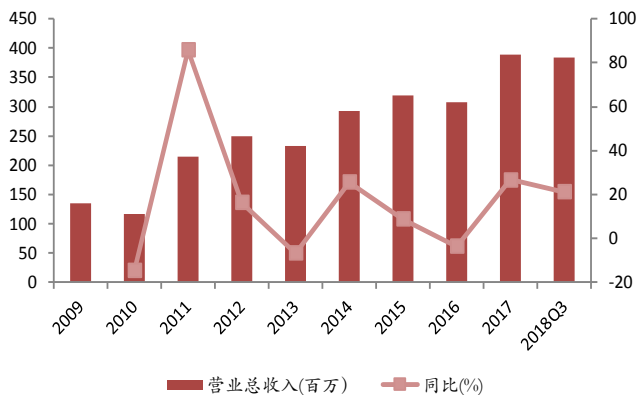
图 4：公司 2013 年至今毛利结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

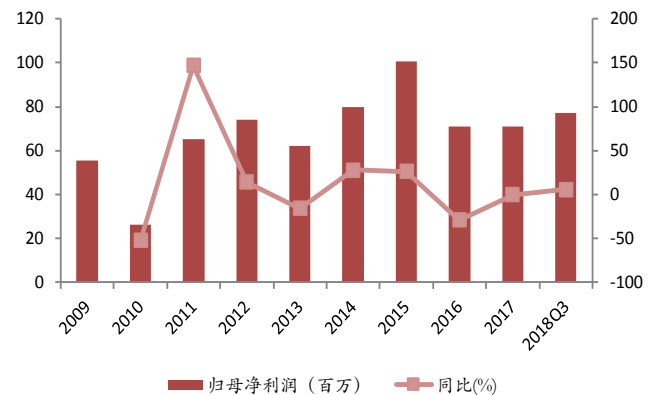
图 5：公司旅游客运及旅行社业务毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

整体业绩表现平稳。公司 2017 年实现营收 3.9 亿元，同比增长 26.6%，2018H1 实现营收 1.1 亿元，同比增长 43.4%；同时 2017 年公司实现归母净利润 7079 万元，同比小幅下滑 0.5%，由于季节性分布原因公司 2018H1 归母净利润亏损 4186 万元，同比减亏 10.7%。

图 6：公司 2009 年以来营收及增速


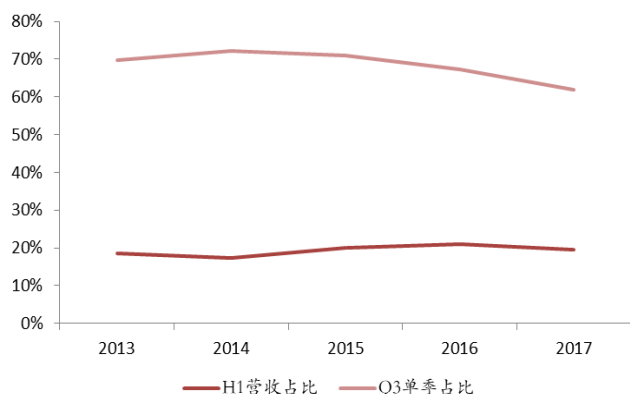
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2009 年以来归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

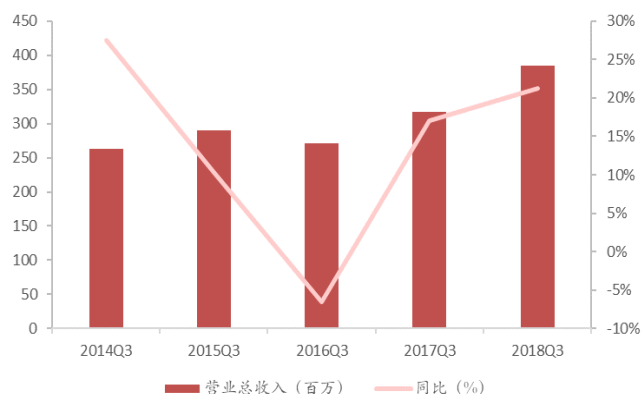
旅游淡旺季特征明显，公司业绩呈现季节性分布。由于长白山景区旅游季节性特征特征明显，旅游旺季集中在三季度，因此公司业绩集中在 Q3 放量，Q3 营收占比和游客数占比始终保持 60% 以上，而上半年营收占比基本保持在 20% 左右。

图 8：公司 H1、Q3 单季占营收比例



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司 2013-2017 年 Q3 营收及增速



数据来源：政府官网，西南证券整理

多元业务板块稳健开拓，业务协同性强。公司目前共有 5 家全资子公司，池酒店、蓝景温泉、天池国旅、岳桦生态、天池咨询，分别经营酒店管理，温泉水开发及利用、旅行社业务、农产品种植加工、企业管理咨询等。其中**岳桦生态**和**天池咨询**分别于 2017 年 5 月、2017 年 6 月设立，目的在于推进景区一体化建设、实现多元化休闲景区布局。

岳桦生态初期重点完成酒店产业绿色生态食品供应，根据产能情况逐步开展外销业务，同时借助成立的子公司平台，公司将逐步建立物资采购中心，大宗物资将全部实行集中采购，与物资的原产地对接，提高对外的议价能力，降低经营成本，提高企业效益。

成立**天池咨询公司**的核心目的是以此公司为平台，不断开展景区整合及管理输出，公司在 2017 年 9 月接受集团公司、景区公司的劳务委托，完成长白山景区一体化进程。当前公司已经完成多个项目的探讨论证，2018 年公司将以轻资产的方式参与运营。进一步拓宽业务范围，打造公司业务新的增长点。

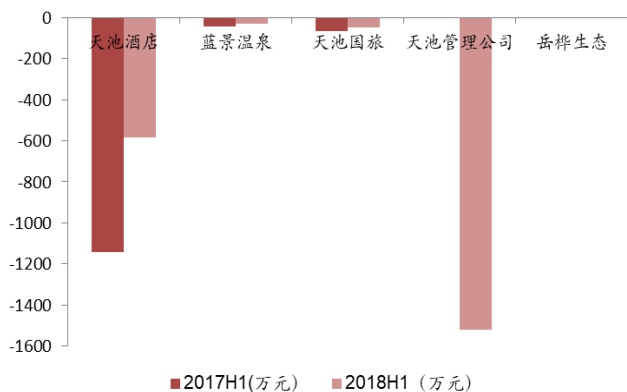
表 1：公司全资子公司情况

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例(%)	取得方式
蓝景温泉公司	长白山保护开发区	温泉水开采销售	100	设立
天池国旅公司	长白山保护开发区	旅游服务	100	同一控制下企业合并
天池酒店公司	长白山保护开发区	酒店管理	100	设立
岳桦生态公司	长白山保护开发区	农业生产	100	设立
天池咨询公司	长白山保护开发区	商务服务	100	设立

数据来源：公司公告，西南证券整理

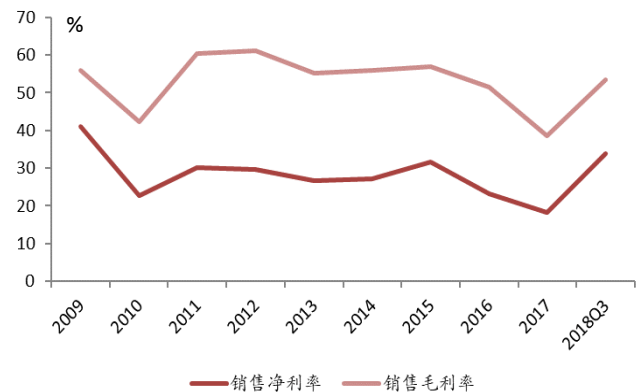
新业务板块处于爬坡期，酒店业务减亏成效显著。长白山温泉皇冠假日酒店于 2016 年 12 月末投入运营，业务覆盖住宿服务、餐饮服务、会议服务、旅游信息咨询等，是长白山地区第一家国际标准五星级酒店，已成为景区标志性酒店。2018 上半年旅游淡季下，公司酒店入住率超过 30%，平均房价约 700 元，未来随游客数量增长酒店业务盈利水平有望显著继续改善。

图 10：子公司 2017H1、2018H1 净利润对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

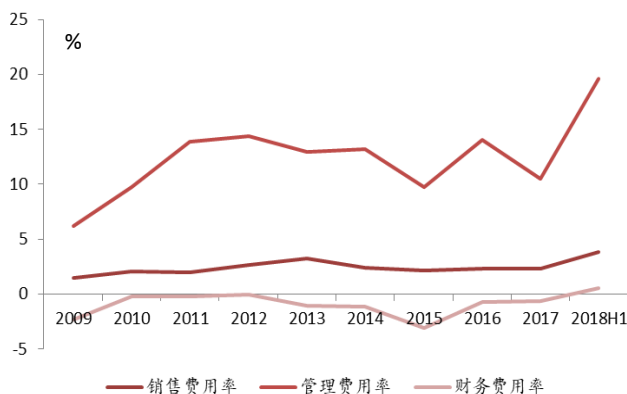
图 11：公司 2009 年至今毛利率、净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

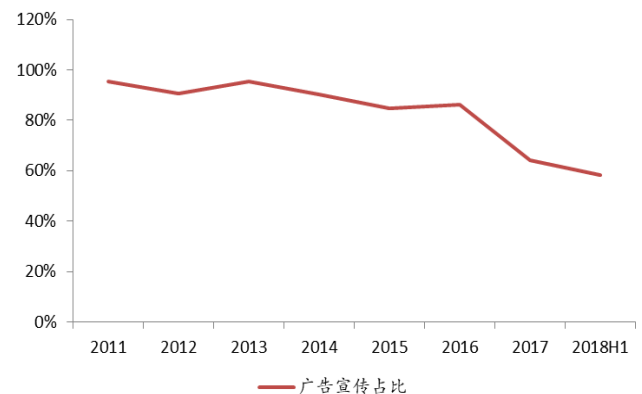
经营管理能力逐渐提升，费用管控有所加强。公司管理费用率始终保持相对稳定趋势，财务费用率随公司项目投资情况变化。由于温泉二期项目投入建设贷款及贷款利息增加，2018Q3 在建工程同比大幅增长 822%，导致财务费用率同比微升；销售费用中广告宣传费占比保持 55%以上高位，广告宣传增加拉动 2018Q3 销售费用率同比增长 0.7pp，通过合理管控费用支出带动管理费用率同比下降 1.9pp，整体三费率同比改善 0.2pp。

图 12：2009-2017 年三费率



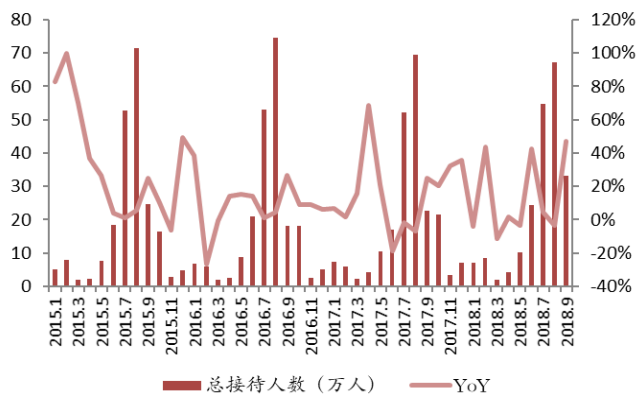
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：销售费用中广告宣传费占比

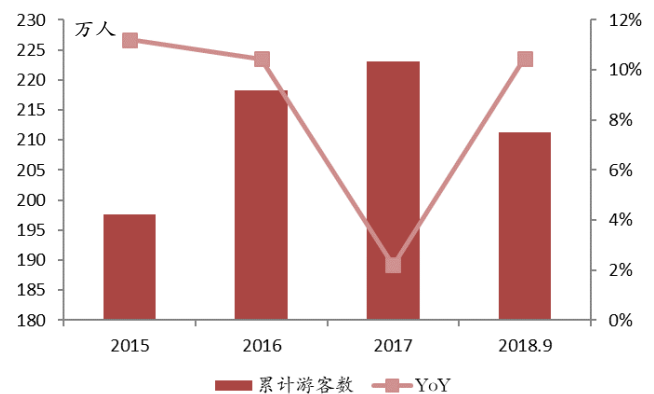


数据来源：公司公告，西南证券整理

南景区开放预计可贡献游客增量。公司历年游客数呈现稳定增长态势，2017 年接待游客数 223 万人，同比小幅增长 2.2%。从月度数据可以看出公司游客分布呈现明显季节性特征，7 月、8 月为游客接待量达到年内最高值。2018 年 6 月长白山南景区开放，单月接待游客约 1.5 万人，目前每日游客容量限制在 1500 人左右，2018 年十一黄金周期间游客量增长显著，共接待游客 19.7 万人，录得同比 12.3% 的提速增长。受益于中朝边境游兴起，需求量远大于供给量，预计南景区可为长白山景区提供可观客流增量。

图 14: 景区累计接待人数


数据来源：长白山管委会，西南证券整理

图 15: 年度累计接待人数


数据来源：长白山管委会，西南证券整理

2 盈利预测与假设

关键假设:

假设 1: 长白山景区门票收入不在上市公司体内，门票降价政策对公司业绩影响有限，且门票下降有望推动游客数增长并为公司旅游客运业务提供业绩增量，同时南景区开放，日接待量控制在 1500 人，目前处于供不应求态势，多重因素可支撑公司客流量增长，假设 2018、2019、2020 游客数同比增长 15%、14%、13%；

假设 2: 公司历年游客乘车率超过 90%，假设 2018-2020 年游客乘车率保持 92% 左右。

假设 3: 上半年酒店入住率约 30% 左右，平均房价 700 左右，由于三季度为主要旺季，假设酒店入住率全年达 50%，均价 900 左右，随着酒店开业爬坡期后，假设 2019-2020 入住率分别提升至 55%、60%。

假设 4: 企业管理业务与公司其他景区相关业务协同性显著，托管业务人员稳定后员工成本增亏减少，逐渐实现减亏。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 2: 分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
旅游客运	收入	299.97	349.1051	397.9798	449.7172
	增速	3.5%	16.4%	14.0%	13.0%
	毛利率	51.2%	48.5%	48.5%	48.0%
酒店	收入	36.76	68.4	79.42	91.2
	增速	-	86.1%	16.1%	14.8%
	毛利率	-	5.0%	20.0%	35.0%
企业管理	收入	24.2	26.6	29.2	32.1
	增速	-	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	23.4%	18.0%	18.0%	18.0%

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
旅行社	收入	13.66	20.49	26.637	30.63255
	增速	167.3%	50.0%	30.0%	15.0%
	毛利率	62.3%	50.0%	48.0%	46.0%
其他主营业务	收入	13.43	17.459	22.34752	28.15788
	增速	21.3%	30.0%	28.0%	26.0%
	毛利率	0.0%	3.0%	3.0%	3.0%
其他	收入	0.6	0.7	0.7	0.8
	增速	-33.3%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	60.1%	55.0%	55.0%	55.0%
合计	收入	388.6	482.7	556.3	632.6
	增速	26.6%	24.2%	15.3%	13.7%
	毛利率	38.5%	39.1%	41.0%	42.5%

数据来源：Wind，西南证券

表 3：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	EPS（元）			PE		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
000430.SZ	张家界	0.11	0.14	0.17	47	37	29
000888.SZ	峨眉山 A	0.44	0.49	0.54	13	12	11
000978.SZ	桂林旅游	0.21	0.27	0.29	25	20	18
600054.SH	黄山旅游	0.57	0.64	0.71	15	14	12
603136.SH	天目湖	1.25	1.44	1.71	20	17	15
603199.SH	九华旅游	0.82	0.91	1.01	23	21	19
平均值					29	20	17

数据来源：Wind，西南证券整理

公司掌握长白山景区核心资源，景区游客数增长良好，南景区继续开放提供游客增量。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.33 元、0.42 元、0.51 元，对应 PE25X、20X、17X，首次覆盖，给予“增持”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	388.58	482.68	556.33	632.65	净利润	70.79	88.84	111.55	134.76
营业成本	239.09	294.03	328.31	363.70	折旧与摊销	51.61	73.27	75.19	77.20
营业税金及附加	7.98	14.29	14.89	16.00	财务费用	-2.47	-0.51	-1.03	-1.57
销售费用	8.97	12.07	14.46	17.08	资产减值损失	0.73	0.00	0.00	0.00
管理费用	40.74	41.03	46.18	51.24	经营营运资本变动	-167.12	99.18	-0.31	1.84
财务费用	-2.47	-0.51	-1.03	-1.57	其他	159.34	-0.01	1.66	-1.23
资产减值损失	0.73	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	112.89	260.76	187.06	210.99
投资收益	0.00	0.00	0.27	0.27	资本支出	5.23	-60.00	-40.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-197.29	0.00	0.27	0.27
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-192.07	-60.00	-39.73	-29.73
营业利润	94.78	121.77	153.79	186.46	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.33	2.33	2.40	2.26	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	97.11	124.11	156.19	188.72	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	26.32	35.27	44.64	53.97	支付股利	-21.33	-14.16	-17.77	-22.31
净利润	70.79	88.84	111.55	134.76	其他	0.00	-7.41	1.03	1.57
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-21.33	-21.57	-16.74	-20.74
归属母公司股东净利润	70.79	88.84	111.55	134.76	现金流量净额	-100.51	179.20	130.59	160.52
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	112.13	291.32	421.92	582.44	成长能力				
应收和预付款项	146.85	126.31	162.39	175.36	销售收入增长率	26.62%	24.22%	15.26%	13.72%
存货	13.20	16.26	16.23	19.16	营业利润增长率	-8.90%	28.48%	26.29%	21.25%
其他流动资产	5.26	6.53	7.53	8.56	净利润增长率	-0.45%	25.50%	25.56%	20.81%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	15.80%	35.16%	17.18%	14.97%
投资性房地产	4.87	4.87	4.87	4.87	获利能力				
固定资产和在建工程	736.96	734.92	710.96	675.00	毛利率	38.47%	39.08%	40.99%	42.51%
无形资产和开发支出	96.07	85.34	74.61	63.88	三费率	12.16%	10.89%	10.71%	10.55%
其他非流动资产	9.12	8.62	8.12	7.62	净利率	18.22%	18.41%	20.05%	21.30%
资产总计	1124.45	1274.18	1406.63	1536.89	ROE	7.45%	8.74%	10.04%	11.02%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.30%	6.97%	7.93%	8.77%
应付和预收款项	134.99	209.91	243.57	256.20	ROIC	8.54%	10.63%	14.53%	18.42%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	37.04%	40.30%	40.97%	41.43%
其他负债	39.21	47.26	52.27	57.45	营运能力				
负债合计	174.21	257.17	295.84	313.65	总资产周转率	0.35	0.40	0.42	0.43
股本	266.67	266.67	266.67	266.67	固定资产周转率	0.53	0.68	0.81	0.97
资本公积	285.56	285.56	285.56	285.56	应收账款周转率	87.63	64.37	68.38	65.62
留存收益	390.10	464.78	558.56	671.01	存货周转率	20.00	19.86	19.00	18.93
归属母公司股东权益	950.25	1017.01	1110.79	1223.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.23%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	950.25	1017.01	1110.79	1223.24	资产负债率	15.49%	20.18%	21.03%	20.41%
负债和股东权益合计	1124.45	1274.18	1406.63	1536.89	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.63	1.74	2.09	2.54
					速动比率	1.55	1.68	2.03	2.48
					股利支付率	30.14%	15.94%	15.93%	16.56%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	143.93	194.54	227.95	262.09	每股收益	0.27	0.33	0.42	0.51
PE	31.98	25.48	20.30	16.80	每股净资产	3.56	3.81	4.17	4.59
PB	2.38	2.23	2.04	1.85	每股经营现金	0.42	0.98	0.70	0.79
PS	5.83	4.69	4.07	3.58	每股股利	0.08	0.05	0.07	0.08
EV/EBITDA	14.82	10.04	8.00	6.34					
股息率	0.94%	0.63%	0.78%	0.99%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn