

客流增长亮眼，多元化成长可期

投资要点

- **事件:** 公司 2018 年实现营业收入 4.64 亿元, 同比增长 19.45%, 归母净利润 6763 万元, 同比下滑 4.47%, 扣非净利润 6677 万元, 同比下滑 1.67%; 其中 Q4 单季度实现营收 0.8 亿元, 同比增长 11.7%, 归母净利润亏损 943 万元。2019 年公司经营目标为: 主营业收入 4.95 亿元、净利润 5505 万元。
- **客流增长亮眼贡献收入, 毛利率受整体成本增加拖累。** 1) 2018 年长白山景区共接待游客 250.9 万人次 (yoy+12.4%), 11 月 1 日免门票政策拉动 Q4 接待游客达到 39.6 万人 (24.3%)。分业务看: 山门下移+网约车开放+客流量稳定增长亮眼推动旅游客运业务收入同比增长 7.6% 至 3.2 亿元, 受原油价格波动及人工成本变动影响毛利率小幅下滑 1.6pp 至 49.6%; 2017H2 投入运营的天池管理全年创收 5642 万元 (yoy+133.6%), 由于 2018 全年成本核算拖累毛利率降至 4.5% (yoy-18.9pp); 酒店业务实现营收 4626 万元 (yoy+25.8%), 全年入住率 30%+, 房间均价提升 60%+, 同时成本管控提升拉动毛利率翻正至 2.4%; 定制产品+特色项目客流激增推动旅社收入同比大幅提升 86% 至 2541 万。整体成本水平提高导致毛利率同比下降 4.1pp 至 34.4%, 公司目前以成本覆盖托管景区门票业务, 因此今后景区门票价格下降可在不影响盈利的情况下享受客流增长, 未来整体毛利水平有望提升。
- **三费率稳中微升, 多元化业务具备成长弹性。** 网络销售费用增加、新增借款的利息费用分别导致销售/财务费用率同比提升 0.8pp/0.9pp, 数字化运营等推动景区管理效率显著提升, 管理费用率同比下降 1.3pp 至 9.2%, 全年整体三费率稳中微升至 12.53% (yoy+0.4pp)。公司整体毛利率降低和三费率微升下净利率同比下降 3.7pp 至 14.6%。报告期内运营第二年的酒店子公司实现扭亏小幅增盈 324.4 万元, 而温泉子公司、天池管理咨询以及岳桦生态等新业务子公司仍处于爬坡期, 业绩仍处于亏损状态, 酒店子公司运营状况验证公司经营管理水平, 未来多元化业务成长弹性可期。
- **持续优化旅游产品及业务结构, 交通改善+政治环境向好有望推动客流持续增长。** 1) 旅社板块加快培育观望星空徒步骑行等特种旅游产品及高端定制业务; 长白山火山温泉二期项目优化调整, 精准对焦家庭度假, 增加经济型家庭房数量, 温泉部落项目在建工程同比大幅增长 1246%; 露水河狩猎场托管项目顺利落地, 公司加快“轻资产化”运营, 管理输出未来有望贡献业绩新亮点。2) 长白山机场二期扩建工程顺利推进, 年旅客吞吐量将由目前的 70 万提高至 100 万, 预计 2025 年将达到 200 万, 敦白高铁、沈白高铁预计 2020-2021 年投入运营, 周边交通规划+中朝关系缓和和边境游兴起, 未来或持续推动游客数增长。
- **盈利预测与评级。** 公司掌握长白山景区核心资源, 景区游客数增长加速, 南景区继续开放提供游客增量。根据公司给出的指引我们对盈利预测做出调整, 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.28 元、0.30 元、0.33 元, 维持“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。

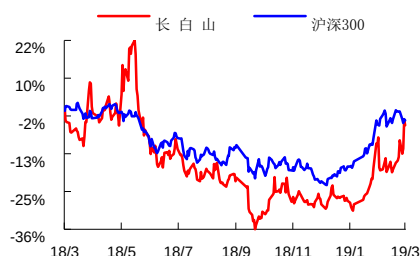
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	464.14	526.57	561.93	598.58
增长率	19.45%	13.45%	6.71%	6.52%
归属母公司净利润 (百万元)	67.63	73.46	79.43	86.90
增长率	-4.47%	8.62%	8.12%	9.41%
每股收益 EPS (元)	0.25	0.28	0.30	0.33
净资产收益率 ROE	6.69%	6.91%	7.04%	7.25%
PE	47	43	40	37
PB	3.16	3.00	2.83	2.66

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)	31.39
总资产(亿元)	12.66
每股净资产(元)	3.79

相关研究

1. 长白山 (603099): 业绩稳健增长, 南景区开放贡献增量 (2018-10-28)

关键假设：

假设 1：冬季免票+南景区开放，多重因素可支撑公司客流增长，假设 2019、2020、2021 游客数同比增长 10%、9%、8%；

假设 2：假设 2019-2021 年游客乘车率保持 92%左右；

假设 3：全年酒店入住率约 30%左右，平均房价 1000 左右，假设 2019-2021 入住率分别提升至 50%；

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 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
旅游客运	收入	322.69	351.7	375.7	401.7
	增速	7.6%	9.0%	6.8%	6.9%
	毛利率	49.6%	45.0%	43.5%	43.0%
酒店	收入	68.4	70.5	72.7	74.9
	增速	86.1%	3.1%	3.1%	3.0%
	毛利率	2.4%	8.0%	14.0%	18.0%
企业管理	收入	56.4	62.1	67.6	73.1
	增速	133.6%	10.0%	9.0%	8.0%
	毛利率	4.5%	10.0%	12.0%	14.0%
旅行社	收入	25.1	27.7	30.1	32.6
	增速	84.0%	10.0%	9.0%	8.0%
	毛利率	56.2%	45.0%	44.0%	42.0%
其他主营业务	收入	11.8	12.9	14.0	14.5
	增速	-12.4%	10.0%	8.0%	4.0%
	毛利率	-	1.0%	2.0%	5.0%
其他	收入	1.6	1.7	1.8	1.9
	增速	166.7%	6.0%	5.0%	4.0%
	毛利率	59.8%	40.0%	40.0%	40.0%
合计	收入	464.1	526.6	561.9	598.6
	增速	19.4%	13.5%	6.7%	6.5%
	毛利率	34.4%	34.8%	34.9%	35.3%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	464.14	526.57	561.93	598.58	净利润	67.63	73.46	79.43	86.90
营业成本	304.39	343.21	365.96	387.01	折旧与摊销	54.25	64.43	67.95	70.84
营业税金及附加	9.01	11.95	11.58	12.56	财务费用	1.13	0.72	0.82	1.02
销售费用	14.48	18.96	20.23	21.55	资产减值损失	2.24	0.00	0.00	0.00
管理费用	42.55	51.08	54.51	58.06	经营营运资本变动	67.84	22.71	-1.34	1.31
财务费用	1.13	0.72	0.82	1.02	其他	-93.00	0.04	1.69	-1.26
资产减值损失	2.24	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	100.09	161.36	148.54	158.82
投资收益	0.31	0.00	0.27	0.27	资本支出	-60.76	-60.00	-40.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-63.08	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	-123.85	-60.00	-39.73	-29.73
营业利润	91.04	100.66	109.11	118.64	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.45	0.87	0.47	0.77	长期借款	93.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	91.49	101.53	109.58	119.41	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	23.86	28.07	30.16	32.51	支付股利	0.00	-13.53	-14.69	-15.89
净利润	67.63	73.46	79.43	86.90	其他	-10.41	-9.02	-0.82	-1.02
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	82.86	-22.55	-15.51	-16.91
归属母公司股东净利润	67.63	73.46	79.43	86.90	现金流量净额	59.10	78.81	93.31	112.18
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	171.67	250.48	343.78	455.96	成长能力				
应收和预付款项	57.67	112.63	104.87	116.00	销售收入增长率	19.45%	13.45%	6.71%	6.52%
存货	14.99	16.86	16.02	18.04	营业利润增长率	-3.95%	10.57%	8.39%	8.74%
其他流动资产	9.47	10.74	11.47	12.21	净利润增长率	-4.47%	8.62%	8.12%	9.41%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	1.73%	13.24%	7.28%	7.10%
投资性房地产	5.30	5.30	5.30	5.30	获利能力				
固定资产和在建工程	797.35	812.55	804.22	783.00	毛利率	34.42%	34.82%	34.87%	35.35%
无形资产和开发支出	197.84	179.05	160.25	141.46	三费率	12.53%	13.44%	13.45%	13.47%
其他非流动资产	11.63	10.80	9.97	9.14	净利率	14.57%	13.95%	14.13%	14.52%
资产总计	1265.93	1398.41	1455.88	1541.13	ROE	6.69%	6.91%	7.04%	7.25%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.34%	5.25%	5.46%	5.64%
应付和预收款项	125.32	202.03	192.34	204.32	ROIC	7.41%	7.64%	8.49%	9.59%
长期借款	93.27	93.27	93.27	93.27	EBITDA/销售收入	31.55%	31.49%	31.66%	31.83%
其他负债	36.27	40.42	42.85	45.10	营运能力				
负债合计	254.86	335.71	328.46	342.68	总资产周转率	0.39	0.40	0.39	0.40
股本	266.67	266.67	266.67	266.67	固定资产周转率	0.64	0.73	0.76	0.81
资本公积	285.56	285.56	285.56	285.56	应收账款周转率	27.59	21.60	22.57	21.97
留存收益	450.53	510.47	575.20	646.22	存货周转率	21.54	21.53	20.96	20.88
归属母公司股东权益	1011.07	1062.70	1127.43	1198.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.94%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1011.07	1062.70	1127.43	1198.44	资产负债率	20.13%	24.01%	22.56%	22.24%
负债和股东权益合计	1265.93	1398.41	1455.88	1541.13	带息债务/总负债	36.60%	27.78%	28.40%	27.22%
					流动比率	1.61	1.64	2.06	2.45
					速动比率	1.51	1.57	1.99	2.38
					股利支付率	0.00%	18.41%	18.50%	18.28%
					每股指标				
					每股收益	0.25	0.28	0.30	0.33
					每股净资产	3.79	3.99	4.23	4.49
					每股经营现金	0.38	0.61	0.56	0.60
					每股股利	0.00	0.05	0.06	0.06
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	146.42	165.80	177.88	190.51					
PE	47.20	43.45	40.19	36.73					
PB	3.16	3.00	2.83	2.66					
PS	6.88	6.06	5.68	5.33					
EV/EBITDA	21.13	18.19	16.43	14.75					
股息率	0.00%	0.42%	0.46%	0.50%					

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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@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
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn