

审慎增持 (维持)

天目湖

603136

周边游率先复苏带动 Q2 扭亏为盈，本部新项目
及外延布局稳步推进

2020年08月30日

市场数据

市场数据日期	2020-08-28
收盘价(元)	30.41
总股本(百万股)	116.00
流通股本(百万股)	29.00
总市值(百万元)	3528
流通市值(百万元)	882
净资产(百万元)	960
总资产(百万元)	1485
每股净资产	7.69

相关报告

《【兴证社服】天目湖 2019 年报及 2020 一季报点评：19 年控本降费拉动业绩增长，依托周边游有望率先恢复》2020-04-30

《【兴证社服】天目湖 2019 年三季报点评：Q3 收入利润双双大增，明年竹溪谷和外延布局值得期待》2019-10-31

《【兴证社服】天目湖深度报告：厚积薄发，内增外扩齐发展》2019-09-29

分析师：

熊超

xiongchao@xyzq.com.cn
S0190517080005

刘嘉仁

liujr@xyzq.com.cn
S0190518080001

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	503	374	644	753
同比增长(%)	2.8%	-25.7%	72.2%	16.9%
净利润(百万元)	124	71	166	208
同比增长(%)	19.9%	-42.9%	135.3%	25.0%
毛利率(%)	65.3%	62.3%	64.8%	64.9%
净利润率(%)	24.6%	18.9%	25.8%	27.6%
净资产收益率(%)	13.7%	7.3%	14.4%	15.1%
每股收益(元)	1.07	0.61	1.43	1.79
每股经营现金流(元)	1.94	1.46	2.26	2.74

投资要点

事件：公司公告 20 年中报：实现营收 1.01 亿元/-54.22%，归母净利润-1,056 万元/-119.66%，扣非归母净利润-1,669 万元/-132.3%，经营活动净现金流-1,587 万元/-119.73%；其中 20Q1/Q2 营收分别同比下降 76.2%/39.31%，扣非归母净利润分别同比下降 292.83%/67.76%。

点评：

周边游率先复苏，Q2 扭亏为盈现金流转正，极端情形下公司呈现优异表现，下半年旅游市场进一步改善可期，积极挖掘新渠道。随着国内疫情良好控制，公司景区项目于 3 月 20 日恢复营业，作为长三角周边游核心目的地率先复苏，Q2 营收跌幅较 Q1 大幅收窄至 39.31%，业绩扭亏为盈，且经营净现金流转正，而 7 月中旬跨省组团解禁后，组团游和会务市场启动恢复缓慢，研学等细分市场基本处于停滞状态，公司战略区位优势和产品复合一站式度假模式优势显现，短期公司业务受益于短线近郊游迎来机遇，后续国内游市场有望继续改善；在疫情影响下，公司积极开发自由行相关产品和渠道，紧抓自由行市场复苏。

新项目即将投入运营，明年增长可期。天目湖旅游度假区已逐步走向成为以两日游、三日游为主的休闲度假型旅游目的地，且产品对游客的粘性度较高，逐步培养了重复消费的客户群体，摆脱了传统观光游时间短、多次消费少的短板，形成了重复消费的可持续旅游经营模式；在此基础上公司不断丰富本部产品，20 年除了募投项目竹溪谷和索道改造项目将投入运营外，还将丰富水上产品、推出夜游产品、帐篷营地等特色酒店项目等，进一步丰富产品供给，做大本部业绩。

外延布局，外延拓展重点考虑长三角地区，形成合力。公司通过多年对旅游产业链的深耕，积累了丰富的项目经验和运营经验，具备强大的旅游资源设计、开发和管理优势，借助上市平台优势，确定对外扩张战略目标，做大做强决心坚定；除了巩固本部根据地外，未来重点考虑在长三角区域加强旅游产品和服务布局，由点带面，深度满足长三角地区优质客群的旅游休闲需求，通过投资新建、兼并提升、委托管理等方式，打造成为区内最具影响力的旅游品牌，我们认为公司外延项目布局打造非常值得关注，如果取得成功，将成为具备旅游目的地打造能力，是国内非常稀缺的。

盈利预测及投资评级：公司景区运营管理优势显著，民营机制效率高，极端情形下依旧表现优异，同时，公司景区地理位置优越，距离南京、杭州、上海车程均在 3 小时内，主要依托周边游市场，实现率先复苏；核心高管多数为创始股东，激励充分且内部精细化的运营管理良好，具备强大的产品打造能力和对行业发展预判能力，采取滚动开发模式，为客户提供“吃、住、行、游、购、娱”一站式旅游服务体验，现有业务稳步发展叠加募投项目开发运营驱动内生稳健增长，对外扩张战略明确，前期准备工作已经完成，项目落地值得期待；上调 20-22 年盈利预测，预计 20-22 年 EPS 分别为 0.61/1.43/1.79 元/股，8 月 30 日收盘价对应 PE 分别为 50/21/17 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：门票、索道降价风险，同地区类似景区分流，经济下滑抑制消费增长，特许经营许可续期风险，恶劣天气，募投项目进展低于预期，行业系统性风险等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	318	528	671	874
货币资金	294	510	642	842
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	6	5	8	9
其他应收款	1	3	6	7
存货	6	5	7	8
非流动资产	918	1029	939	998
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	15	16	16	16
固定资产	617	690	699	713
在建工程	133	106	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	115	192	198	239
资产总计	1236	1557	1610	1872
流动负债	239	257	196	233
短期借款	85	85	0	14
应付票据	0	0	0	0
应付账款	38	25	41	48
其他	116	147	155	171
非流动负债	6	231	145	136
长期借款	0	0	0	0
其他	6	231	145	136
负债合计	245	488	341	369
股本	116	116	117	118
资本公积	320	320	339	358
未分配利润	405	486	640	825
少数股东权益	88	95	111	128
股东权益合计	991	1069	1269	1503
负债及权益合计	1236	1557	1610	1872

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	124	71	166	208
折旧和摊销	74	72	81	90
资产减值准备	-1	0	0	0
无形资产摊销	5	5	5	5
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-7	-1	-1	-8
投资损失	-1	-2	-2	-2
少数股东损益	18	7	16	17
营运资金的变动	-70	-15	1	-17
经营活动产生现金流	254	169	262	318
投资活动产生现金流	-59	-100	-34	-72
融资活动产生现金流	-61	232	-95	-46
现金净变动	133	301	133	199
现金的期初余额	219	294	510	642
现金的期末余额	352	595	642	842

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	503	374	644	753
营业成本	175	141	227	264
营业税金及附加	8	6	10	12
销售费用	67	61	78	88
管理费用	74	65	88	98
财务费用	-7	-1	-1	-8
资产减值损失	0	-0	-0	-0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	2	2	2
营业利润	189	105	244	301
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	189	104	243	300
所得税	47	26	61	75
净利润	142	78	182	225
少数股东损益	18	7	16	17
归属母公司净利润	124	71	166	208
EPS(元)	1.07	0.61	1.43	1.79

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	2.8%	-25.7%	72.2%	16.9%
营业利润增长率	19.6%	-44.8%	133.4%	23.3%
净利润增长率	19.9%	-42.9%	135.3%	25.0%
盈利能力(%)				
毛利率	65.3%	62.3%	64.8%	64.9%
净利率	24.6%	18.9%	25.8%	27.6%
ROE	13.7%	7.3%	14.4%	15.1%

资产负债率	19.8%	31.0%	23.0%	18.3%
流动比率	1.33	2.05	342.2%	3.75
速动比率	1.30	2.03	338.6%	3.72

资产周转率	42.6%	26.8%	40.7%	43.3%
应收帐款周转率	78.81	67.70	95.32	82.34

每股收益	1.07	0.61	1.43	1.79
每股经营现金	1.94	1.46	2.26	2.74
每股净资产	7.79	8.40	9.98	11.86

PE	28.5	49.9	21.2	17.0
PB	3.9	3.6	3.0	2.6

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn