

证券研究报告—动态报告

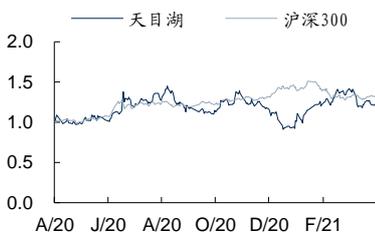
社会服务

景点

天目湖(603136)
买入
2020 年年报及 2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 29 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	123/123
总市值/流通(百万元)	3,417/3,417
上证综指/深圳成指	3,457/14,398
12 个月最高/最低(元)	34.69/20.45

相关研究报告:

 《天目湖-603136-深度报告: 具备复制基因的
 民营休闲度假目的地龙头》——2020-11-09

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809

E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098

E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003

证券分析师: 姜甜

电话: 0755-81981367

E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
周边游高景气复苏下的受益标的, 关注新项目及异地复制
● 2020 年业绩下滑 56%符合预期, 环比改善明显

2020 年, 公司营收 3.74 亿元/-26%, 业绩 5489 万元/-56%, 扣非业绩 2820 万元/-77%, 符合预期; EPS 0.47 元/股。Q4 营收 1.50 亿元/+29%, 扣非业绩 1120 万元/+28%, 剔除竹溪谷估算增 3%, 表现优秀。

● Q4 竹溪谷带来增量贡献, 各业务环比改善明显

2020 年, 公司景区业务收入 2.02 亿元/-32.55%; 其中山水园收入 1.08 亿元/-34.21%; 南山竹海收入 9406 万元/-30.53%。酒店收入 9262 万元/-3.26%, 下滑幅度较小, 主要系竹溪谷项目增量贡献。温泉收入 3753 万元/-29.12%。水世界收入 1249 万元/-20.99%。旅行社收入 924 万元/-27%。2020 年公司毛利率同减 12.72pct, 期间费用率同增 12.34pct, 其中财务/管理/销售费用率增 5.58pct/4.43pct/2.33pct。

● 2021Q1 收入恢复至 19 年同期 8 成, 转债利息拖累业绩

2021Q1, 公司营收 7801 万元/+269%, 相比 2019Q1 下滑 12%; 归母业绩亏损 456 万, 减亏 2184 万元, 除疫情影响外及可转债利息费用影响; 扣非业绩亏损 597 万元, 减亏 2262 万元, EPS -0.04 元/股。其中估算竹溪谷项目带来增量收入 800-900 万, 客单价 2000 元左右。

● 周边游高景气复苏下的受益标的, 新项目及异地复制值得期待

短期建议继续跟踪疫情及客流恢复程度, 4 月公司景区客流及酒店入住率继续回暖, 五一期间竹溪谷等产品预订火爆。展望未来, 20 年 9 月竹溪谷已部分推出, 后续仍有望继续培育成熟以及完善, 再加上南山小寨二期, 成熟期有望分别贡献收入 0.8、1.1 亿元, 御水温泉一期改造也有望贡献新增量。外延角度, 公司异地复制扩张具备合作基因。疫情下挑战与机遇并存, 公司一直积极接触异地项目, 行业因疫情而加速出清, 外延扩张逐渐迎来机会窗口, 公司有望打开新的成长空间。

● 风险提示:

宏观、疫情风险; 门票降价风险; 市场竞争加剧; 新项目不及预期等。

● 短期跟踪客流复苏, 关注新项目及异地复制, 维持“买入”评级

暂不考虑异地项目, 预计公司 21-23 年 EPS 为 1.17/1.36/1.54 元/股, 对应 PE24/20/18。基本面已经迎来良好复苏, 中线新项目逐步落地有望带来增量贡献, 且异地复制扩张也值得期待, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	503.17	374.24	561.95	629.97	688.26
(+/-%)	2.81%	-25.62%	50.16%	12.10%	9.25%
净利润(百万元)	123.71	54.88	143.32	166.99	189.08
(+/-%)	19.86%	-55.63%	161.13%	16.51%	13.23%
摊薄每股收益(元)	1.07	0.45	1.17	1.36	1.54
EBIT Margin	35.58%	17.45%	34.79%	42.49%	44.87%
净资产收益率(ROE)	13.70%	5.77%	14.00%	15.08%	15.73%
市盈率(PE)	26.08	62.25	23.84	20.46	18.07
EV/EBITDA	13.80	29.06	13.44	10.57	9.32
市净率(PB)	3.57	3.59	3.34	3.09	2.84

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2020 年业绩下滑 56%符合预期，环比改善明显

2020 年，公司实现营业收入 3.74 亿元，同比下滑 25.62%；归属于上市公司股东的净利润 5489 万元，同比下滑 55.63%，主要系受新冠肺炎疫情影响；扣非归母净利润为 2820 万元，同比下滑 77%，位于业绩预告的中值附近，符合预期；EPS 0.47 元/股。

Q4，公司实现营业收入 1.50 亿元，同比增长 29%；实现归母净利润 2713 万元，低基数基础上同比增长 209%，主要系委托理财收益 1313 万元；剔除非经损益后的业绩为 1120 万元，同比增长 28%，主要是疫后恢复良好及竹溪谷项目增量贡献，剔除竹溪谷影响（221 万元），扣非业绩同增 3%，疫情大环境下表现优秀。

图 1：公司 2020 年收入业绩、增长情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司 Q4 年业绩收入、增长情况

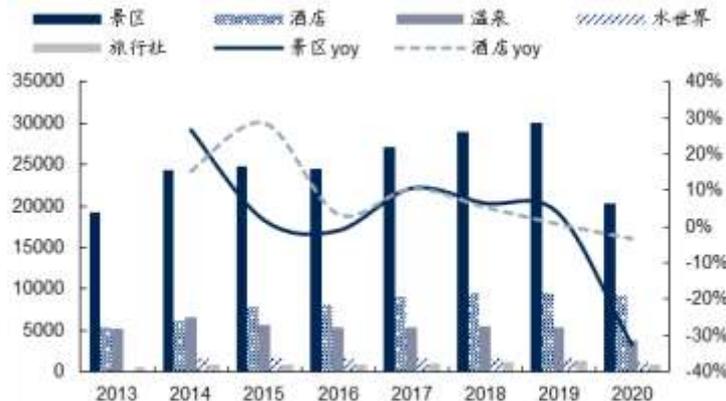


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

Q4 竹溪谷开业带来增量贡献，各业务环比改善明显

2020 年，受疫情影响，Q1 公司业务明显承压，但 Q2 起逐步恢复。具体分业务来看，公司景区业务实现收入 2.02 亿元，同比下滑 32.55%；其中山水园实现收入 1.08 亿元，同比下滑 34.21%；南山竹海实现收入 9406 万元，同比下滑 30.53%。酒店实现收入 9262 万元，同比下滑 3.26%，下滑幅度较小，主要系竹溪谷项目增量贡献（20 年 9 月试运行，11 月整体投运）。温泉实现收入 3753 万元，同比下滑 29.12%。水世界收入 1249 万元，同比下滑 20.99%。旅行社收入 924 万元，同比下滑 27%。分季度来看，Q1-4 收入同比变化分别为 -76%/-39%/-26%/+29%，逐季改善明显。

图 3：公司分业务收入及增长表现

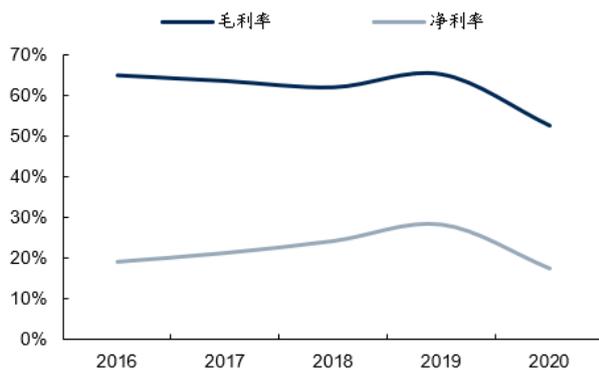


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

疫情影响下毛利率下滑 13pct，期间费用率增 12.34pct

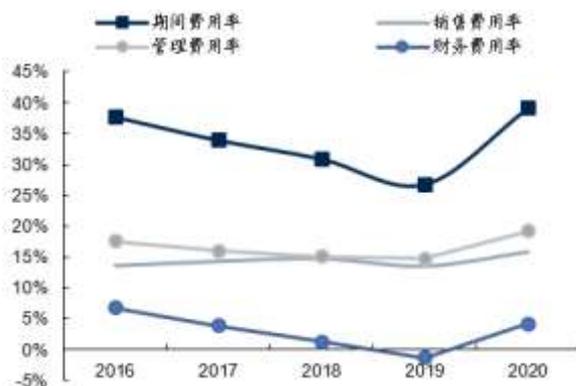
综合来看，公司毛利率同比下降 12.72pct，主要系疫情影响，其中山水园/南山竹海/酒店/温泉/水世界/旅行社的毛利率各下降 11.22/11.70/15.15/19.02/10.71/0.25pct。期间费用率增加 12.34pct，其中管理费用率增加 4.43pct，销售费用率增加 2.33pct，财务费用率增加 5.58pct（可转债利息费用）。

图 4：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 5：公司期间费用率变化趋势

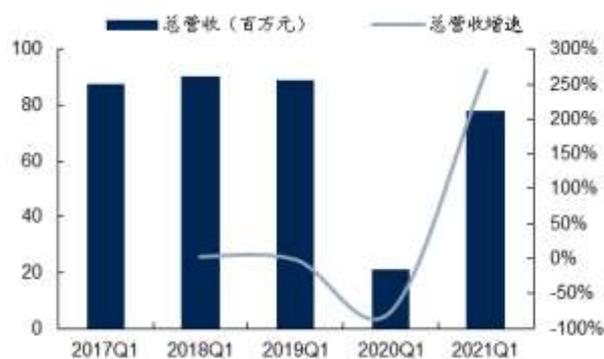


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

2021Q1 收入恢复至 19 年同期 8 成，扣非业绩亏损 597 万

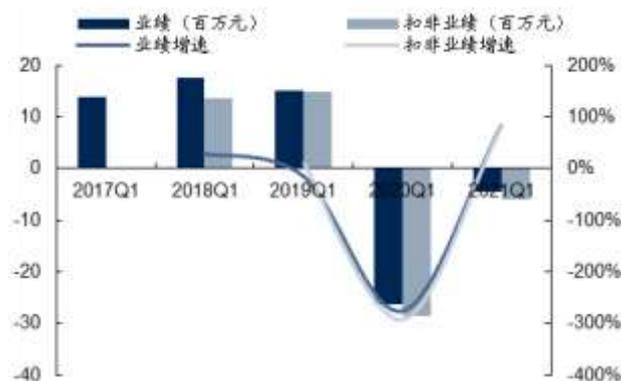
2021Q1，公司实现营收 7801 万元，同增 269%，相比 2019Q1 下滑 12%，主要是受冬季二次疫情拖累；归母业绩亏损 456 万，减亏 2184 万元，除疫情影响外，还受可转债利息费用影响（估算 300-400 万元）；扣非业绩亏损 597 万元，减亏 2262 万元，EPS -0.04 元/股。其中估算竹溪谷项目带来增量收入 800-900 万，客单价 2000 元左右，入住率相对不高。但随着疫情的控制及限流措施进一步放开，4 月入住率预计继续提升。

图 6：公司 2021Q1 营收增长 269%



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

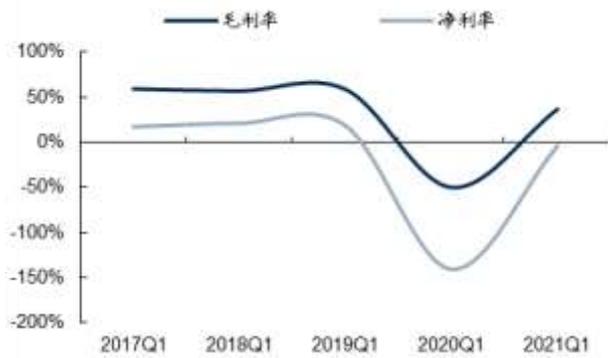
图 7：公司 2021Q1 扣非业绩亏损 597 万元



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

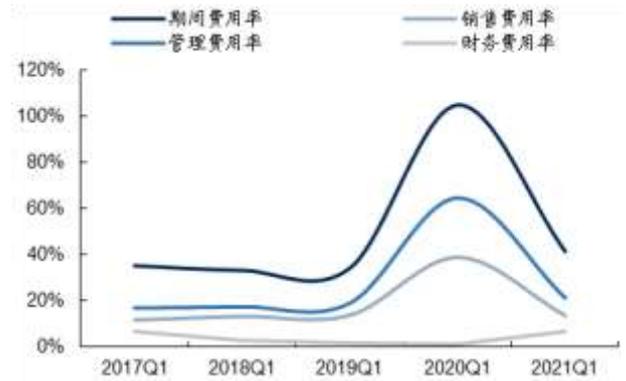
2021Q1，公司旗下各业务较去年同期均有所恢复，但仍有疫情影响，总体来看，毛利率为 36.31%/+86.87pct（相比 19Q1 下滑 21.82pct）；期间费用率为 41.24%/+63.34pct（相比 19Q1 增 7.13pct），其中管理、销售、财务费用率分别 -43.46pct/-25.36pct/+5.49pct，财务费用率增加主要是可转债利息导致。

图 8: 公司一季度毛利率和净利率变化



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 公司一季度期间费用率变化



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

周边游高景气复苏下的受益标的, 新项目及异地复制值得期待

短期建议继续跟踪疫情及客流恢复程度, 公司作为一站式休闲旅游目的地, 有望率先受益于旅游景气度提升。结合我们的跟踪数据, 4 月公司景区客流及酒店入住率较 Q1 已继续回暖, 五一期间竹溪谷等产品预订火爆。展望未来, 20 年 9 月竹溪谷已部分推出, 后续仍有望继续培育成熟以及完善, 再加上南山小寨二期计划建设, 二者有望公司丰富酒店产品, 成熟期有望分别贡献收入 0.8、1.1 亿元, 御水温泉一期改造也有望贡献新的增量。外延角度, 公司资源依赖相对较小, 异地复制扩张具备合作基因。疫情下挑战与机遇并存, 公司一直积极接触异地项目, 行业因疫情而加速出清, 外延扩张逐渐迎来机会窗口, 公司有望打开新的成长空间。

短期跟踪客流复苏, 关注新项目及异地复制, 维持“买入”评级

暂不考虑异地项目, 预计公司 21-23 年 EPS 为 1.17/1.36 /1.54 元/股, 对应 PE24/20/18。基本面已经迎来良好复苏, 中线新项目逐步落地有望带来增量贡献, 且异地复制扩张也值得期待, 维持“买入”评级。

风险提示:

宏观、疫情风险; 门票降价风险; 市场竞争加剧; 新项目不及预期等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	546	409	450	473	营业收入	374	562	630	688
应收款项	15	8	9	9	营业成本	177	211	218	234
存货净额	6	6	6	6	营业税金及附加	1	2	10	11
其他流动资产	16	22	25	28	销售费用	59	76	63	67
流动资产合计	583	445	490	516	管理费用	72	77	71	67
固定资产	850	993	1167	1352	财务费用	16	(1)	3	9
无形资产及其他	114	110	105	100	投资收益	14	0	0	0
投资性房地产	62	62	62	62	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	24	0	0	0
资产总计	1609	1610	1824	2030	营业利润	87	197	265	300
短期借款及交易性金融负债	135	69	172	247	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)
应付款项	70	34	34	34	利润总额	87	196	264	299
其他流动负债	118	123	114	114	所得税费用	22	29	66	75
流动负债合计	324	226	320	394	少数股东损益	10	23	31	35
长期借款及应付债券	224	223	223	223	归属于母公司净利润	55	143	167	189
其他长期负债	15	20	26	27					
长期负债合计	239	243	249	251	现金流量表 (百万元)				
负债合计	563	469	569	645	净利润	55	143	167	189
少数股东权益	94	117	148	183	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	952	1024	1107	1202	折旧摊销	72	94	109	127
负债和股东权益总计	1609	1610	1824	2030	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	16	(1)	3	9
关键财务与估值指标					营运资本变动	21	(26)	(7)	(2)
每股收益	0.45	1.17	1.36	1.54	其它	(6)	23	31	35
每股红利	0.72	0.58	0.68	0.77	经营活动现金流	141	234	300	349
每股净资产	7.75	8.33	9.01	9.78	资本开支	(167)	(232)	(279)	(307)
ROIC	4%	12%	13%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	6%	14%	15%	16%	投资活动现金流	(167)	(232)	(279)	(307)
毛利率	53%	62%	65%	66%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	35%	42%	45%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	37%	51%	60%	63%	支付股利、利息	(89)	(72)	(83)	(95)
收入增长	-26%	50%	12%	9%	其它融资现金流	456	(66)	103	75
净利润增长率	-56%	161%	17%	13%	融资活动现金流	278	(138)	19	(20)
资产负债率	41%	36%	39%	41%	现金净变动	252	(136)	41	23
息率	2.6%	2.1%	2.4%	2.8%	货币资金的期初余额	294	546	409	450
P/E	62.3	23.8	20.5	18.1	货币资金的期末余额	546	409	450	473
P/B	3.6	3.3	3.1	2.8	企业自由现金流	(25)	1	25	50
EV/EBITDA	29.1	13.4	10.6	9.3	权益自由现金流	430	(64)	125	118

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032