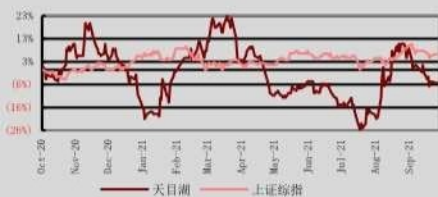


**601336.SH**
**买入**

市场价格：人民币 16.72

板块评级：强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(2.2)	(11.1)	11.5	(8.4)
相对上证指数	(4.7)	(8.8)	9.6	(20.1)

发行股数(百万)	186
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	3,115
3个月日均交易额(人民币 百万)	59
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
孟广才	50

资料来源：公司公告，聚源，中银证券  
以2021年10月8日收市价为标准

**相关研究报告**

《2021年国庆旅游数据点评：国内游恢复与管控并存，离岛免税业绩亮眼》20211010

《社会服务行业周报：海南培育集聚免税经济，双节助力酒旅迎高峰》20211010

《社会服务行业周报：沪上谋布局免税经济，中秋国内游持续复苏》20210926

 中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

**休闲服务**
**证券分析师：包仁诚**

(8621)20328590

rencheng.bao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070002

# 天目湖

## 一站式服务促内生，外延式发展拓空间

疫情对游客旅游需求结构产生中长期影响，需求结构向以观光游为基础、休闲度假游为主导的综合性旅游体验转型，出境游客流转化为境内周边游内需增长，出境消费回流助力境内高端旅游消费提升。天目湖背靠长三角地区，拥有国内旅游市场最大客源市场，充分利用自身优势布局全域旅游产业链，深度挖掘各业务单元潜力，通过创新不断丰富产品供给以切入休闲度假细分市场，实现“一站式”服务，成为一站式旅游目的地。公司有望能承接出境游、长线游的客流转化，并能从中长期受益促进持续业绩增长。首次覆盖，给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- **多业态产品组合，打造“一站式”休闲目的地。**目前公司已形成山水园、南山竹海、御水温泉、水世界的主营产品矩阵，山水园以水上游览为特色；南山竹海主打竹林资源风景区，并设有地轨缆车等网红景点；有效填补冬季天目湖旅游产品空白；水世界夏季开放夜公园，延长游客停留时长。围绕景区配套建设的酒店和客栈覆盖高中低各个档次，除了接待散客外，也承接各种研学、会议、疗休养需求。此外还布局旅游商业，形成多业态产品组合，打造“一站式”旅游目的地。
- **境外消费回流带动境内高端消费发展。**出境游恢复尚待时日，境外游客群的旅游需求有望转化至境内释放，2019年出境游总人数接近1.7亿人，旅游支出2,546亿美元。若该群体旅游需求可充分回流，将为我国高端旅游市场带来强劲动力。
- **产品升级叠加外延，持续布局高端市场。**2020年推出的高端度假项目-御水温泉二期竹溪谷酒店，一经推出迅速获得高端消费者的青睐。轻奢型酒店遇天目湖暑期开业，南山竹海三期项目预计下半年投运。

### 估值

- 当前股本下，我们预计公司2021至2023年每股收益分别为0.55元、0.73元、0.81元，市盈率分别为30.7倍、23.0倍、20.8倍。

### 评级面临的主要风险

- 区域经济恢复的结构性差异、外延项目落地不及预期、国内新冠疫情反复风险。

### 投资摘要

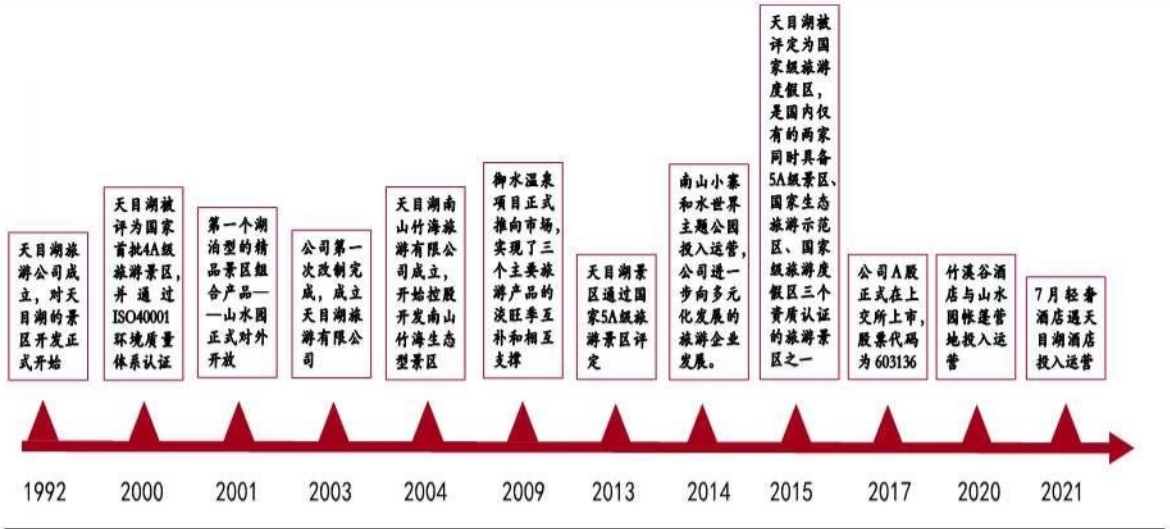
年结日：12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	503	374	476	568	616
变动(%)	3	(26)	27	19	8
净利润(人民币 百万)	124	55	101	135	150
全面摊薄每股收益(人民币)	0.664	0.295	0.545	0.726	0.805
变动(%)	(48.5)	(55.6)	84.9	33.2	11.0
全面摊薄市盈率(倍)	25.2	56.7	30.7	23.0	20.8
价格/每股现金流量(倍)	13.8	19.6	15.4	15.1	11.9
每股现金流量(人民币)	1.21	0.85	1.08	1.10	1.41
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.5	19.8	12.4	9.5	8.2
每股股息(人民币)	0.000	10.483	0.163	0.254	0.322
股息率(%)	n.a.	62.7	1.0	1.5	1.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

## 天目湖：长三角一站式旅游目的地，产品升级叠加外延潜力可期

### 公司历史发展沿革

图表 85. 天目湖发展沿革



资料来源：公司公告，中银证券

**长三角代表性民营休闲景区，产业布局渐完善。**天目湖位于江苏省溧阳市南部，原为1961年地方兴建的沙河水库。1992年，两艘六人快艇拉开了天目湖旅游资源开发的序幕。依托得天独厚的自然资源优势，公司于2001年推出山水园景区并初获成功。2003年公司改制后进一步加大旅游开发力度，南山竹海景区于2004年开门迎客，标志着天目湖旅游发展进入规模化时代。2009年天目湖御水温泉进入市场，与已开业的两大景区形成有效互补，实现了旅游资源的进一步拓展。2014年南山小寨、水世界投入运营，2020年竹溪谷酒店与山水园帐篷营地也相继开张，2021年暑期轻奢酒店遇天目湖酒店正式营业。目前公司已经发展成为涵盖景区、酒店、温泉、旅行社经营的综合性旅游企业，构建了较为完备的旅游产业链。2013年至2015年，公司还分别通过国家5A级旅游景区、国家生态旅游示范区、国家级旅游度假区的评定，是国内仅有的两家获得三个资质认证的旅游景区之一。公司多年来通过丰富的旅游产品与完善的服务在长三角地区树立了良好的品牌形象，是区域内具有较强竞争力的休闲旅游目的地之一。

图表 86. 天目湖股权结构



资料来源：中国旅游研究院，中银证券

图表 87. 拟转让完成后股权结构

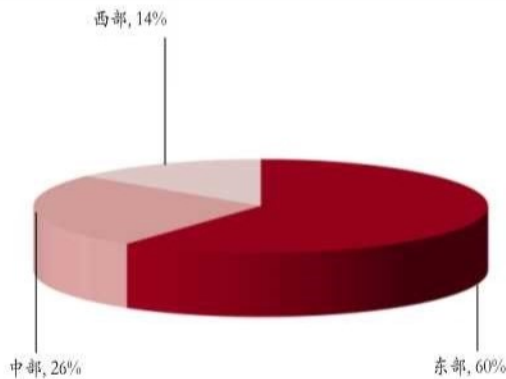


资料来源：文旅部，联合国世界旅游组织，中银证券

**核心股东持股集中，管理团队景区运营经验丰富。**公司最大股东为董事长孟广才，截至 2021 年中报，持股比例 51.21%，数十年来对公司管理保持高度话语权。其余五大自然人股东均为公司现任或离任核心管理层，多数于上世纪 90 年代加入公司，是公司 2003 年改制民营时的创始股东。不仅对天目湖及周边资源的开发有着深刻见解，且持股比例保持稳定，为公司长期战略的有效执行创造了有利条件。自 2020 年底，公司逐渐进入董监高新老交替期，新任管理层成员均为公司内部提拔的骨干力量，在各板块有丰富的的工作经验，且有部分出身于业务一线。长期来看，公司管理层的更替在保证新任高管对公司各项业务了解的基础上，队伍不断年轻化，有助于激发公司的创新潜质，在资源整合的基础上推陈出新，更贴近当代中青年主力消费者的需求。9 月 21 日公司公告，控股股东、实际控制人孟广才先生拟将所持 21,634,700 股股份（占公司股份份额的 11.61%）转让给溧阳市城市建设发展集团有限公司。公司通过与溧阳城发合作，有望优化股东结构，推动资源整合，促进公司可持续性发展。

**多元化产品组合布局旅游市场，打造“一站式”休闲目的地。**公司围绕天目湖的自然资源打造了景区、酒店、温泉、旅行社等多个业务主体，有能力为游客提供多样化的产品，满足不同层次消费者的需求。景区是公司业务的核心，经历近二十年的发展，目前公司已形成山水园、南山竹海、御水温泉、水世界的主营产品矩阵，山水园以水上游览为特色，结合了山水美景与中国传统文化，设有多条水上旅游线路；南山竹海是华东地区最大的竹林资源风景区之一，总面积达万亩，并设有地轨缆车等网红景点；2009 年开业的御水温泉是长三角不可多得的天然矿物质温泉之一，缓解了南山竹海、水世界在气温较低的淡季对游客吸引力下降的矛盾，有效填补了冬季天目湖旅游产品空白；水世界装备了加拿大白水公司的顶级水上游乐设施，并在夏季开放夜公园，有效丰富了天目湖夜间旅游活动，延长了游客的停留时长。公司经营的酒店和客栈覆盖高中低各个档次，除了接待休闲度假的散客外，也有能力承接各种研学、会议、休养需求。最新推出的竹溪谷更是华东地区稀缺的高端野奢度假酒店，一经推出便受到游客热捧。此外，天目湖旅行社作为各景区与休闲项目之间的纽带，在整个度假区与溧阳高铁站内设立了五个游客中心，通过连点成线，为游客提供高质量的导游接待与门票办理等业务，有效提高游客体验与客单价。公司充分利用自身优势布局全域旅游产业链，深度挖掘各业务单元潜力，通过创新不断丰富产品供给以切入细分市场，真正实现食、住、行、游、购、娱的“一站式”服务。

图表 88. 2020 年国内旅游客源市场分布



资料来源：中国旅游研究院，中银证券

图表 89. 2013 至 2019 年我国出境旅游人数及支出



资料来源：文旅部，联合国世界旅游组织，中银证券

**疫情促使周边游发展迎热潮。**得益于强有力的疫情管控措施以及迅速、及时的疫苗接种，现阶段国内新冠疫情相对稳定，病例主要以境外输入为主。考虑到 2021 年上半年以来不同省份仍有散发性本土病例，周边游相比长线旅游以其距离较短，灵活性较高的优势脱颖而出，成为疫情后国内旅游复苏的重要力量。天目湖地处苏浙皖三省交界处，宁杭高铁、长深高速、扬溧高速等为天目湖编织起快速通畅的交通网络，使天目湖成为长三角理想的周边游目的地。根据中国旅游研究院的数据，2020 年国内旅游客源有 60% 来自东部地区。天目湖度假区坐拥广阔的市场腹地，在后疫情时代消费者出游习惯发生显著变化的背景下，所提供的旅游产品具有较强的竞争优势。

**出境消费回流助境内高端旅游消费。**此外，自 2020 年 1 月起，我国出境游已进入停滞状态，受新冠变异病毒的影响，当前海外疫情尚在反复，出境游恢复尚待时日，因此不少境外游客群的旅游需求有望转化至境内释放。根据文旅部统计数据，我国出境旅游人数在 2013 年至 2019 年已连续七年呈现增长态势，2019 年出境游总人数接近 1.7 亿人，旅游支出 2,546 亿美元。若该群体旅游需求可充分回流，将为我国高端旅游市场发展带来强劲动力。且根据国家统计局显示，长三角地区 16 个城市的人均 GDP 和人均收入均已达到中等发达国家水平，对高品质休闲度假需求较旺盛，公司以竹溪谷为代表的天目湖高端度假产品可较好满足高端游客群需求，若公司能抓住机遇进一步巩固品牌口碑，有望能从中长期受益。

**图表 90. 2021 年以来部分媒体对周边游热度报道**

时间	媒体名称	报道标题	主要内容
春节	TechWeb	“就地过年”成春节新趋势，马蜂窝“周边游”搜索热度上涨 71%	马蜂窝旅游大数据显示，今年 1 月以来，关键词“周边游”的旅游搜索热度上涨 71%，众多一线和新一线城市都成为人们关注的周边游热门目的地。今年 1 月 1 日至 14 日，本地游客关注度最高的当地游目的地 TOP10 分别为：重庆、杭州、西安、深圳、成都、北京、广州、苏州、上海、南京。众多一线和新一线城市的当地游和周边游产品备受游客关注。今年清明假期，出游需求集中释放，周边游、跨省游等持续火爆。据交通运输部统计，4 月 3 日至 5 日，全国预计发送旅客 1.45 亿人次，同比去年清明假期增长 142%。其中，民航预计运输旅客 432.8 万人次，同比去年清明假期大幅增长 256.4%。据携程发布《2021 携程春季旅行大数据报告》显示，周边游酒店热度不减。订单量相较于 2019 年增幅超两成，环比 3 月同期亦有近 4 倍增长。周边游酒店订单相较于 2019 年也有 40% 以上增长。
清明	中国商报网	需求持续释放 清明假期消费活跃	长达 5 天的“五一”黄金周假期即将到来，当前正值旅游黄金时节，受国内疫情得到有效防控、高速公路小客车免费通行等众多利好因素影响，假期出游出行需求将集中释放。数据显示，今年五一假期出游，65.5% 消费者选择省内周边游；32.1% 消费者选择省外游；仅有 2.4% 消费者选择境外游。
五一	亿邦动力	客流量超 2.5 亿人次 数读“五一”黄金周消费者旅游趋势	携程今天发布的《2021 端午假期旅行大数据报告》显示，相较五一黄金周长线出行，端午小长假中，周边游成为超半数以上的游客选择。“80 后”“90 后”“00 后”依然是旅游出行主力，而由于端午小长假时间限制，高铁游成为周边出行的热门选择。
端午	新浪财经	超 50% 用户端午选择周边游 高铁 2 小时出行圈大火	

资料来源：万得，中银证券

## 公司经营数据分析

### 天目湖营业收入及净利润分析

**疫情前整体呈现稳步增长，ROE 在自然景区可比上市公司中排名靠前。**疫前公司营收保持平稳增长，从 2013 年 3.18 亿元涨至 2019 年 5.03 亿元，年均复合增速 6.77%；净利润从 0.31 亿元涨至 1.23 亿元，年均复合增速 21.76%。2020 年因受到疫情影响业绩有所下滑，2021 年上半年公司实现营收 2.27 亿元，同比增长 125.90%，同比 19 年增长 3.4%；实现净利润 0.5 亿元，同比增长 540.59%，恢复至 19 年 8 成水平。公司毛利率在 2013 年至 2019 年持续保持在 65% 左右，在保持高毛利的期间，公司不断对期间费用进行优化，使得公司净利率持续上涨，从 2013 年 11.49% 涨至 2019 年 28.15%，公司盈利能力的不断提升。随着净利率持续升高，ROE 持续保持在较高水平，近年来在自然景区可比上市公司中也始终处于前列。

图表 91. 天目湖营业收入及归母净利润变化



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 92. 自然景区可比上市公司 ROE



资料来源: 公司公告, 中银证券

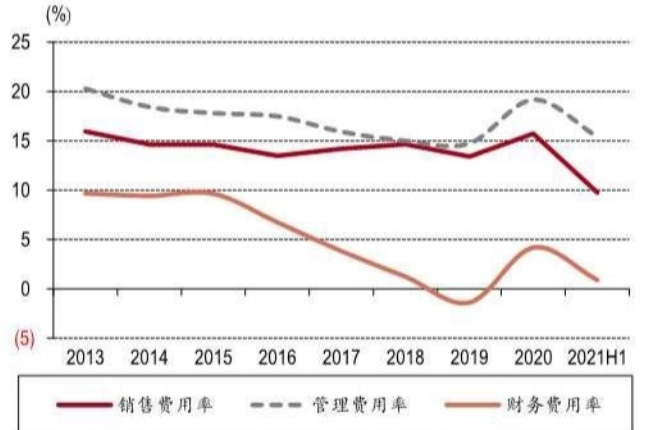
**三费率持续下降, 2020 年财务费用率受可转债计提利息影响。**在三费方面, 在疫情公司三大费用率持续走低, 尤其是管理费用率和财务费用率下降较为明显, 管理费用率下降系公司营收逐年上涨, 管理费用变动幅度较小; 财务费用率持续下降系公司存款利息增加所致。在 2020 年三费率有所上升, 除去因疫情影响导致营收下降外, 财务费用率较大涨幅系当年发行可转债计提利息所致。随着 2021 年上半年公司经营渐恢复正常, 营业收入上涨, 三费率齐齐下降, 销售/管理/财务费用率分别下降至 9.78%/15.42%/0.9%。

图表 93 天目湖毛利率与净利率变化



资料来源: 公司公告, 中银证券

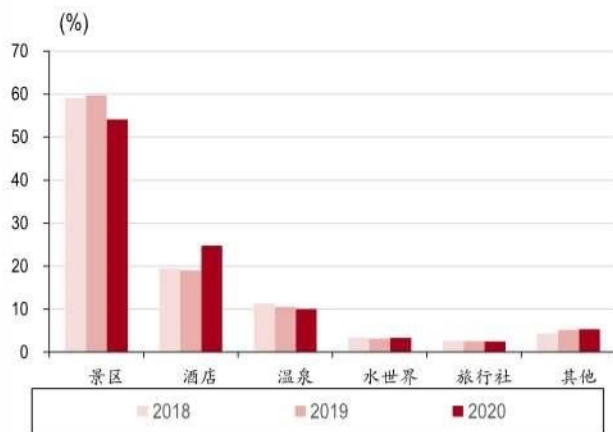
图表 94. 天目湖三大费用率变化



资料来源: 公司公告, 中银证券

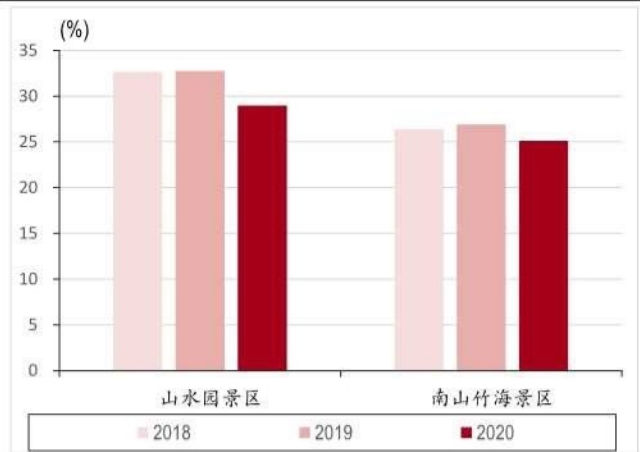
**景区业务是公司业绩主要来源, 保持高毛利发展。**公司主营业务包括景区、酒店、温泉、水世界和旅行社业务, 其营收核心业务为景区、酒店和温泉, 2020 年核心业务营收占比达到 88.89%, 其中景区营收占比一直保持在 59%左右, 2020 年有所下降。景区业务主要是由山水园和南山竹海景区两大核心产品组成, 是公司的主要收入和利润来源。两大景区在疫情前的总营收占比仍有所小幅上涨, 2019 年山水园景区营收 1.65 亿元占比 32.65%, 南山竹海景区实现营收 1.35 亿元占比 26.91%。2020 年有所下降, 山水园实现营收 1.08 亿元, 同比下降 34.21%, 南山竹海实现营收 0.94 亿元, 同比下降 30.53%, 南山竹海受到疫情冲击影响相对较小。除去疫情影响外, 景区业务毛利率均保持在 65%左右, 其中南山竹海景区毛利维持在 68%左右。南山竹海索道二期项目的运营, 提高景区索道运力, 有效解决节假日客流量激增带来的拥堵、排队问题, 同时也带来一定的业绩增量。南山竹海三期项目也将在下半年投运, 主要是对南山竹海一期项目的升级改造, 有望对公司整体营收提升做出贡献。

图表 95. 天目湖主营业务收入构成



资料来源：公司公告，中银证券

图表 96. 天目湖核心景区营收占比



资料来源：公司公告，中银证券

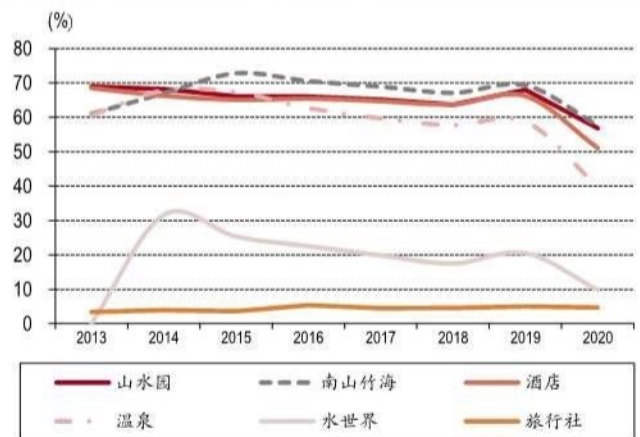
**竹溪谷酒店运营，布局高端消费市场。**公司主要业务产品中，山水园、南山竹海及酒店业务营业收入均保持上涨态势，2020 年山水园与南山竹海受到疫情影响有所下降，但酒店业务在 2020 年依旧保持较好的业绩，仅有小幅下降。目前公司酒店业务包括竹溪谷酒店、御水温泉度假酒店、南山竹海客栈、御水温泉客栈、遇十四涧酒店和暑期开业的遇天目湖酒店。酒店业务覆盖高中低端等级，可以满足各个阶层客群住宿需求，其中御水温泉二期项目-竹溪谷酒店面向高端消费者，对高端休闲度假消费者有较高的吸引力，酒店定位为中国野奢酒店标杆，50 套独栋别墅，依托御水温泉资源打造温泉入户体验，可使游客足不出户享受温泉。竹溪谷酒店有望承接部分高端消费者，缓解节假日住房紧张情况，提升景区接待能力，开拓多日游市场，提升公司业绩。除此之外，暑期开业的遇天目湖酒店定位轻奢型酒店，有众多主题房型可选，配套年轻化和亲子家庭出游的旅游休闲度假场所，有望在疫后迎来业绩提升。

图表 97. 天目湖主要业务产品营业收入



资料来源：公司公告，中银证券

图表 98. 天目湖主要业务产品毛利率



资料来源：公司公告，中银证券

**御水温泉业务使淡季不淡。**冬季在对于大部分自然景区来说是淡季，公司 2009 年开业的御水温泉项目则有效缓解景区在淡季对游客的吸引力下降的问题，同时也保障公司项目互补，形成旅游四季皆宜的景区，并且通过单个项目产品吸引来的流量，以点带面提升其他产品客流。御水温泉是稀缺性养生温泉，是华东区域质地优异的碳酸氢钙型真温泉，富含多种矿物质等微量元素，2020 年实现营业收入 0.38 亿元，营收占比 10.03%，在疫情前毛利率均在 58% 左右。

图表 99. 天目湖御水温泉



资料来源：公司官网，中银证券

图表 100. 天目湖水世界项目



资料来源：公司官网，中银证券

**其他业务产品完善一站式旅游服务。**水世界主题公园这一季节性休闲度假产品，与温泉项目形成良好的季节性互补，使景区能在淡旺季平稳过渡，平滑季节性收入。同时水世界中开设的夜公园，有效延长游客停留时间，带动公司其他业务增长，提升公司整体业绩。旅行社业务虽然营收和毛利率相对较低，2020 年营业收入 900 万元，但在完善整体运营方面起到良好作用，例如吸引客流、均衡客流、完善销售渠道等。2021 年上半年公司疗休养业务落地，并将此业务纳入旅行社业务，使得旅行社业务有望获得较高增长。

## 盈利预测、相对估值及投资建议

图表 101. 天目湖营业收入与毛利率预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>景区业务</b>					
收入 (百万元)	300.21	202.50	279.15	326.45	348.98
Yoy(%)	3.80	(32.55)	37.85	16.94	6.90
成本 (百万元)	94.21	86.68	93.25	96.66	102.46
Yoy(%)	(6.34)	(7.99)	7.50	3.70	6.00
毛利率(%)	68.62	57.20	66.59	70.39	70.64
<b>酒店业务</b>					
收入 (百万元)	95.74	92.62	126.30	142.46	154.71
Yoy(%)	0.75	(3.26)	36.36	12.80	8.60
成本 (百万元)	32.33	45.31	58.00	59.64	60.72
Yoy(%)	(5.99)	40.15	28.00	2.84	1.80
毛利率(%)	66.23	51.08	54.08	58.13	60.76
<b>温泉业务</b>					
收入 (百万元)	52.94	37.53	43.46	52.45	56.37
Yoy(%)	(4.25)	(29.11)	15.80	20.68	7.48
成本 (百万元)	21.81	22.60	23.54	23.94	23.49
Yoy(%)	(6.72)	3.62	4.18	1.68	(1.88)
毛利率(%)	58.80	39.78	45.82	54.35	58.33
<b>水世界业务</b>					
收入 (百万元)	15.81	12.49	1.25	12.25	16.99
Yoy(%)	(4.53)	(21.00)	(90.00)	880.65	38.73
成本 (百万元)	12.56	11.26	1.34	9.66	13.41
Yoy(%)	(7.99)	(10.35)	(88.07)	618.76	38.89
毛利率(%)	20.55	9.84	(7.55)	21.17	21.08
<b>旅行社业务</b>					
收入 (百万元)	12.71	9.24	4.62	10.56	12.54
Yoy(%)	2.67	(27.30)	(50.02)	128.73	18.76
成本 (百万元)	12.07	8.80	4.40	10.02	11.90
Yoy(%)	2.20	(27.09)	(49.98)	127.58	18.78
毛利率(%)	5.02	4.77	4.69	5.16	5.15
<b>其他业务</b>					
收入 (百万元)	25.76	19.87	21.46	23.61	26.20
Yoy(%)	22.96	(22.86)	8.00	10.00	11.00
成本 (百万元)	1.54	2.76	2.02	1.69	1.59
Yoy(%)	(6.67)	79.22	(26.68)	(16.48)	(5.87)
毛利率(%)	94.04	86.10	90.57	92.84	93.93
<b>营业收入合计</b>					
(百万元)	518.98	374.25	476.23	567.77	615.81
Yoy(%)	2.81	(25.62)	27.25	19.22	8.46
<b>综合毛利率(%)</b>					
	65.32	52.60	61.67	64.49	65.32

资料来源: 公司公告, 中银证券

### 盈利预测与相对估值

我们预计天目湖 2021 年至 2023 年营收分别为 4.76 亿元、5.68 亿元、6.16 亿元, 分别同比变化 27.25%、19.22%、8.46%; 归母净利润在 2021 年至 2023 年预计盈利 1.02 亿元、1.35 亿元、1.50 亿元, 分别同比变化 85.79%、32.35%、11.11%; 当前股本下, 预计每股收益分别为 0.55 元、0.73 元、0.81 元, 市盈率分别为 30.7 倍、23.0 倍、20.8 倍。



图表 102. 天目湖可比上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300144.SZ	宋城演艺	买入	14.87	388.81	0.31	0.54	0.73	47.5	27.5	20.4
603136.SH	天目湖	买入	16.72	31.15	0.55	0.73	0.81	30.7	23.0	20.8
600138.SH	中青旅	买入	10.14	73.40	0.44	0.67	0.78	24.0	15.9	13.7
002033.SZ	丽江股份	增持	5.87	32.26	0.14	0.35	0.45	41.6	16.7	13.1
600054.SH	黄山旅游	未有评级	9.28	47.63	0.35	0.49	0.56	26.39	18.82	16.48
000888.SZ	峨眉山 A	未有评级	6.37	33.56	0.27	0.38	0.44	23.76	16.79	14.32
600749.SH	西藏旅游	未有评级	10.46	23.74	0.11	0.15	0.19	95.96	70.77	53.70
	可比公司均值							41.42	27.07	21.79
<b>603136.SH</b>	<b>天目湖</b>	<b>买入</b>	<b>16.72</b>	<b>31.15</b>	<b>0.55</b>	<b>0.73</b>	<b>0.81</b>	<b>30.7</b>	<b>23.0</b>	<b>20.8</b>

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 10 月 08 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 投资建议

疫情对游客旅游需求结构产生中长期影响，需求结构从出境游、长线游向周边游调整，从单一观光游向以观光游为基础、休闲度假游为主导的综合性旅游体验转型。出境游客流转化为境内周边游内需增长，出境消费回流助力境内高端旅游消费提升。天目湖背靠长三角地区，拥有国内旅游市场最大客源市场，充分利用自身优势布局全域旅游产业链，深度挖掘各业务单元潜力，通过创新不断丰富产品供给以切入休闲度假细分市场，实现食、住、行、游、购、娱的“一站式”服务，成为能全方位服务游客的旅游目的地。此外，以竹溪谷为代表的天目湖高端度假产品或可满足出境游客群需求，若公司能抓住机遇进一步巩固品牌口碑，有望能承接出境游、长线游的客流转化，并能从中长期受益促进持续业绩增长。首次覆盖，给予**买入**评级。

## 风险提示

### 区域经济恢复的结构性差异

因受疫情影响，可能不同区域经济受到疫情影响程度不同，进而恢复程度也会有不同。

### 外延项目开发不及预期

公司虽已相继成功开发山水园景区、南山竹海景区、御水温泉等旅游产品，但在后续项目开发上随着客户需求和市场热点不断变动仍可能面临开发风险。

### 国内新冠疫情反复风险

国内疫情防控常态化，疫苗接种普及率高，但仍要注意像 7 月南京这样局部散发病例和变异病毒造成疫情的反复。

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	503	374	476	568	616
销售成本	(182)	(178)	(189)	(210)	(222)
经营费用	(68)	(59)	(75)	(90)	(100)
息税折旧前利润	253	137	212	268	293
折旧及摊销	(74)	(72)	(66)	(71)	(75)
经营利润(息税前利润)	180	65	146	197	218
净利息收入/(费用)	19	(14)	(1)	0	1
其他收益/(损失)	3	38	14	14	14
税前利润	189	87	156	208	231
所得税	(47)	(22)	(39)	(52)	(57)
少数股东权益	18	10	16	21	23
净利润	124	55	101	135	150
核心净利润	124	55	101	135	150
每股收益(人民币)	0.664	0.295	0.545	0.726	0.805
核心每股收益(人民币)	0.663	0.294	0.544	0.725	0.805
每股股息(人民币)	0.000	10.483	0.163	0.254	0.322
收入增长(%)	3	(26)	27	19	8
息税前利润增长(%)	19	(64)	126	35	11
息税折旧前利润增长(%)	13	(46)	55	26	9
每股收益增长(%)	(49)	(56)	85	33	11
核心每股收益增长(%)	(48)	(56)	85	33	11

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	189	87	156	208	231
折旧与摊销	74	72	66	71	75
净利息费用	(7)	16	4	2	2
运营资本变动	6	22	19	(10)	24
税金	(29)	(12)	(39)	(52)	(57)
其他经营现金流	(7)	(26)	(4)	(14)	(12)
经营活动产生的现金流	225	159	202	206	262
购买固定资产净值	63	98	83	72	67
投资减少/增加	1	14	2	3	5
其他投资现金流	(137)	(271)	(166)	(146)	(133)
投资活动产生的现金流	(73)	(158)	(81)	(71)	(61)
净增权益	0	(1,953)	(30)	(47)	(60)
净增债务	(8)	50	(38)	11	(9)
支付股息	0	1,953	30	47	60
其他融资现金流	(68)	201	(54)	(50)	(62)
融资活动产生的现金流	(77)	251	(92)	(39)	(71)
现金变动	75	252	29	96	129
期初现金	219	294	546	574	670
公司自由现金流	152	1	120	134	200
权益自由现金流	137	67	86	148	193

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	294	546	574	670	800
应收帐款	6	13	8	8	8
库存	6	6	6	8	7
其他流动资产	5	9	5	9	5
流动资产总计	318	583	604	705	833
固定资产	750	850	873	882	877
无形资产	115	114	108	101	99
其他长期资产	52	62	48	50	51
长期资产总计	918	1,026	1,029	1,034	1,027
总资产	1,236	1,609	1,633	1,739	1,861
应付帐款	38	70	19	58	34
短期债务	85	135	90	101	92
其他流动负债	116	118	173	120	161
流动负债总计	239	324	282	279	287
长期借款	0	224	0	0	0
其他长期负债	6	15	14	14	14
股本	186	186	186	186	186
储备	773	759	1,041	1,129	1,219
股东权益	960	946	1,227	1,315	1,405
少数股东权益	88	94	110	131	155
总负债及权益	1,236	1,609	1,633	1,739	1,861
每股帐面价值(人民币)	5.15	5.08	6.59	7.06	7.54
每股有形资产(人民币)	4.53	4.46	6.01	6.52	7.01
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.12)	(2.20)	(2.60)	(3.06)	(3.80)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	50.3	36.5	44.6	47.2	47.6
息税前利润率(%)	35.7	17.3	30.7	34.7	35.5
税前利润率(%)	37.5	23.2	32.8	36.7	37.4
净利率(%)	24.6	14.7	21.3	23.8	24.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.3	1.8	2.1	2.5	2.9
利息覆盖率(倍)	36.7	3.8	24.1	38.2	41.9
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.3	1.8	2.1	2.5	2.9
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	25.2	56.7	30.7	23.0	20.8
核心业务市盈率(倍)	25.2	56.9	30.7	23.1	20.8
市净率(倍)	3.2	3.3	2.5	2.4	2.2
价格/现金流(倍)	13.8	19.6	15.4	15.1	11.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.5	19.8	12.4	9.5	8.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	12.0	12.5	12.3	12.3	12.5
应收帐款周转天数	4.3	9.3	8.3	5.2	4.9
应付帐款周转天数	25.7	52.6	34.2	24.7	27.1
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	3,557.4	30.0	35.0	40.0
净资产收益率(%)	13.9	5.8	9.3	10.6	11.0
资产收益率(%)	11.4	3.4	6.8	8.8	9.1
已运用资本收益率(%)	3.0	1.1	1.8	2.3	2.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测