

国资增持优化股权结构，管理体制完善赋能长期发展

2022 年 03 月 29 日

➤ **事件：**3 月 28 日，公司发布公告称控股股东孟广才先生拟以 19.98 元/股的价格向溧阳市城市建设发展集团有限公司转让其持有的 1622.6 万股股份(约占公司总股本的 8.71%)，转让价款共计约 3.24 亿元，本次转让不会导致公司控股股东和实控人发生变化。转让完成后孟广才持股由 34.84%下降至 26.13%；溧阳城发持股由 11.61%上升至 20.32%。

➤ 公司运营能力和业绩表现受到市场认可

公司自 2003 年改制后作为民营公司运营效率和管理能力受到业内瞩目，既是华东地区休闲旅游龙头企业，也是国内领先的一站式休闲度假目的地。公司上市后截至 2019 年毛利率始终高于 60%，在疫情后旅游大盘整体持续承压的背景下依靠优质产品和优秀运营能力实现了业绩有序复苏，疫情后至今 7 个季度中有 5 个季度实现归母净利润盈利，2020 年和 2021 前三季度毛利率保持 50%+。旅游业作为溧阳市支柱产业之一，溧阳城发增持公司股权也是认可公司深耕文旅行业多年积累的运营经验，“让专业的人做专业的事”，未来公司有望在溧阳当地打造全域旅游的进程中获得更多资源扶持，进而带动当地经济发展。

➤ 定位清晰战略明确，内生外延打开成长空间

公司始终定位于全国性一站式休闲度假旅游目的地，不拘泥于单一景区产品或风格，成功打造了南山竹海、山水园、御水温泉、水世界等多个优质项目。公司在成立 30 周年之际提出“巩固根据地、扎根长三角、关注城市群、专业化发展”的战略，旨在稳扎稳打的基础上探索省内外的外延扩张，打开长期成长空间。目前温泉一期改造已投入运营，2021 年 8 月 16 日公司公告，南山小寨二期预计完成期推迟一年至 2023 年 9 月，按施工进度推测，预计该项目将于 2022H2 开工，按照公司“储备一代、策划一代、落地一代”的开发策略，当前公司项目储备充足，待全国疫情稳定后将预期未来将在全国布局数个优质休闲度假产品。

➤ 公司治理体系完善，管理层经验丰富

公司采用现代企业治理机制，实控人和原始股东的直系亲属都不在公司任职，所有员工均通过内部培养和外部招聘。目前仍在公司任职的原始股东均为专业化发展，深耕各自专业，董事长孟广才负责公司整体战略发展，其他原始股东如陈东海作为投资部领导负责项目投资决策，陶平作为项目建设部领导负责文旅项目建设，史耀锋负责公司整体营销业务和子公司运营。公司现任总裁则是在公司体系内扎根多年、完全由公司自主培养的管理层，属于非原始股东出身但对公司及文旅行业有丰富的理解。董事会与高管层分离也彰显公司治理体系的完善和到位。

➤ **投资建议：**公司背靠长三角区域优势，凭借自身运营能力内生外延不断开发新项目，短期业绩虽因疫情时有反复承压，但中长期受益于周边游/休闲游/亲子游渗透率提高，并且引入当地国资后资源地位更加稳固，我们看好疫情后公司经营修复带来的业绩弹性。预计公司 2021-23 年归母净利润分别为 0.60/1.19/1.49 亿元，对应 PE 为 60x/30x/24x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济波动风险；疫情反复超预期风险；行业竞争加剧风险；新项目落地不及预期风险；景区卫生安全风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	374	460	598	681
增长率(%)	-25.6	23.0	29.8	13.9
归属母公司股东净利润(百万元)	55	60	119	149
增长率(%)	-55.6	9.3	98.3	25.3
每股收益(元)	0.47	0.32	0.64	0.80
PE	41	60	30	24
PB	2.4	3.5	3.5	3.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 03 月 28 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

19.35 元


分析师：刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

研究助理：饶临风

执业证号：S0100121100024

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

研究助理：童嘉伟

执业证号：S0100122010007

电话：18895665750

邮箱：tongjiawei@mszq.com

相关研究

- 1.天目湖(603136):Q3 业绩承压明显，四季度经营有望回暖
- 2.天目湖(603136):国内游受益标的，新项目投运有望增厚业绩
- 3.天目湖(603136):优质民营景区运营商，疫情不改成长属性

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	374	460	598	681
营业成本	177	210	237	256
营业税金及附加	1	8	10	12
销售费用	59	69	78	82
管理费用	72	76	90	95
研发费用	0	0	0	0
EBIT	65	98	183	237
财务费用	16	(1)	(1)	(2)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	14	6	2	2
营业利润	87	102	194	250
营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
利润总额	87	101	193	248
所得税	22	25	48	62
净利润	65	76	145	186
归属于母公司净利润	55	60	119	149
EBITDA	137	186	278	341

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	546	487	556	631
应收账款及票据	13	11	15	18
预付款项	9	8	10	11
存货	6	8	8	10
其他流动资产	7	7	7	7
流动资产合计	583	664	739	821
长期股权投资	0	2	4	5
固定资产	811	880	970	1070
无形资产	114	110	106	103
非流动资产合计	1026	1005	990	966
资产合计	1609	1670	1729	1787
短期借款	135	80	80	80
应付账款及票据	70	63	75	83
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	324	295	323	339
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	238	238	238	238
非流动负债合计	239	239	239	239
负债合计	563	534	562	578
股本	117	186	186	186
少数股东权益	94	110	136	174
股东权益合计	1046	1136	1166	1208
负债和股东权益合计	1609	1670	1729	1787

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-25.6%	23.0%	29.8%	13.9%
EBIT 增长率	-63.5%	50.1%	86.7%	29.4%
净利润增长率	-55.6%	9.3%	98.3%	25.3%
盈利能力 (%)				
毛利率	52.6%	54.5%	60.3%	62.5%
净利润率	14.7%	13.0%	19.9%	21.9%
总资产收益率 ROA	3.4%	3.6%	6.9%	8.3%
净资产收益率 ROE	5.8%	5.8%	11.6%	14.4%
偿债能力				
流动比率	1.8	2.3	2.3	2.4
速动比率	1.8	2.2	2.3	2.4
现金比率	1.7	1.7	1.7	1.9
资产负债率 (%)	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	9.2	6.9	7.2	7.4
存货周转天数	12.3	12.5	12.4	12.4
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.47	0.32	0.64	0.80
每股净资产	8.2	5.5	5.5	5.6
每股经营现金流	1.4	1.0	1.4	1.6
每股股利	1.0	0.3	0.6	0.8
估值分析				
PE	41	60	30	24
PB	2.4	3.5	3.5	3.5
EV/EBITDA	24.9	18.4	12.0	9.6
股息收益率 (%)	5.2%	1.6%	3.2%	4.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	65	76	145	186
折旧和摊销	71	88	95	104
营运资金变动	21	26	23	9
经营活动现金流	158	189	262	299
资本开支	172	64	77	77
投资	0	(72)	(2)	(2)
投资活动现金流	(158)	(134)	(77)	(77)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	342	0	0	0
筹资活动现金流	251	(114)	(117)	(146)
现金净流量	251	(59)	69	76

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001