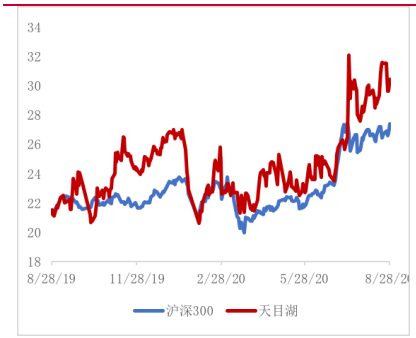
社服/自然景区 天目湖（603136.SH） 维持评级

报告原因：业绩公告 Q2 业绩扭亏为盈，短期看好休闲景区项目升级改造 增持

2020 年 8 月 30 日 公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 28 日

收盘价(元)：	30.41
年内最高/最低（元）：	32.05/20.59
流通 A 股/总股本（亿）：	0.29/1.16
流通 A 股市值（亿）：	8.82
总市值（亿）：	35.28

基础数据：2020 年 6 月 30 日

基本每股收益：	-0.09
每股净资产(元)：	6.90
净资产收益率：	-1.12%

分析师：刘小勇

执业登记编码： S0760511010019

电话：010-83496387

邮箱：liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：张晓霖

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

相关报告：

【山证社服】天目湖（603136.SH）2020 年报一季报点评：费用把控能力提升增厚业绩，短期或受益于长三角周边游

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层 山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件点评

- **公司发布 2020 年中期财务报告，期内实现营收 1.01 亿元（-54.22%），归母业绩亏损 1056.27 万元（-119.66%）**，扣非归母业绩亏损 1669.36 万元（-132.20%），EPS-0.09 元。Q2 业绩环比 Q1 大幅提升，营收恢复至去年同期六成水平。Q2 实现营收 7949.54 万元（-39.31%），环比 Q1 增加 5835.07 万元；归母净利润 1583.61 万元，环比 Q1 增加 4223.49 万元扭亏为盈；扣非归母净利润 1188.79 万元，环比 Q1 增加 4046 万元。
- **疫情影响一季度拖累上半年业绩，二季度实现扭亏为盈。**受疫情影响一季度业绩亏损严重，Q1 实现营收 2114 万元（-76.20%）、归母业绩亏损 2639 万元（-275.98%）；四月份疫情基本在国内得到有效控制，国内游、周边游率先复苏，长三角通往景区高铁便捷，Q2 实现营收 7949.54 万元（-339.31%），归母业绩 1583.61 万元（-59.09%）扭亏为盈。七月中旬文旅部下发通知提高景区客流最大承载量至 50%，公司业绩有望在下半年持续复苏。
- **期内毛利率 33.28%（+32.38pct），整体费用率 53.22%（+26.07pct）。其中**销售费用 2373 万元（-18.75%）、管理费用 2933 万元（-11.34%）、财务费用 50.27 万元；投资活动产生现金流净额同比下降 955.94%系本期支付南山小寨工程款增加以及及去年同期理财产品赎回所致。
- **投资建议：**随着景区业务全面复工，以及年内游客出游需求将落实在国内，预计公司业绩持续向好。作为国内民营经营休闲景区龙头、占据长三角有利客源地，看好公司长期发展。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.37\1.20\1.44，对应公司 8 月 28 日收盘价 30.41 元，2020-2022 年 PE 分别为 86.41\25.29\21.09，维持评级给予“增持”评级。

存在风险

- 景区客流下降风险；疫情对旅游行业影响超预期风险；极端天气风险。

盈利预测和财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	503	342	575	655
收入同比	3%	-32%	68%	14%
归母净利润（百万元）	124	43	139	167
净利润同比	20%	-65%	226%	20%
毛利率	65.3%	58.0%	64.0%	65.0%
ROE	14.3%	5.0%	12.7%	11.3%
EPS（元）	1.07	0.37	1.20	1.44
P/E	28.51	82.41	25.29	21.09
P/B	3.91	4.41	2.91	2.19
EV/EBITDA	12	19	9	6

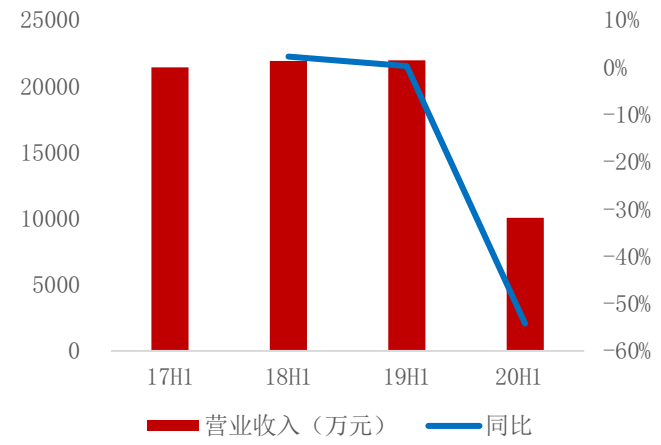
资料来源：wind，山西证券研究所

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

1. 公司半年报业绩表现

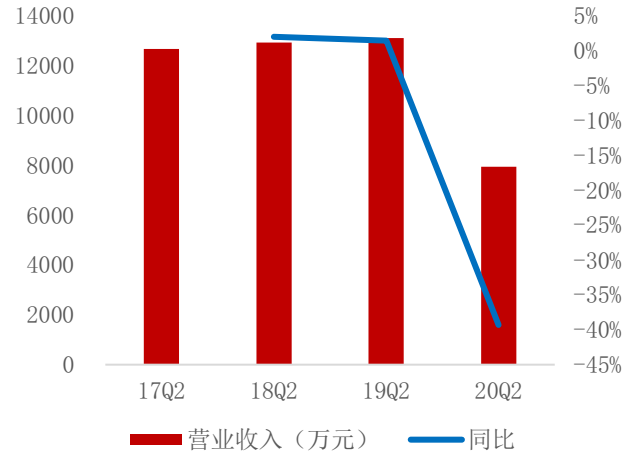
公司发布 2020 年中期财务报告，期内实现营收 1.01 亿元(-54.22%)，归母业绩亏损 1056.27 万元(-119.66%)，扣非归母业绩亏损 1669.36 万元（-132.20%），EPS-0.09 元。业绩亏损主要来自 Q1 疫情影响公司暂停营业所致，Q2 业绩环比 Q1 大幅提升，营收恢复至去年同期六成水平。Q2 实现营收 7949.54 万元（-39.31%），环比 Q1 增加 5835.07 万元；归母净利润 1583.61 万元，环比 Q1 增加 4223.49 万元扭亏为盈；扣非归母净利润 1188.79 万元，环比 Q1 增加 4046 万元。

图 1：天目湖 H1 营收情况及增速



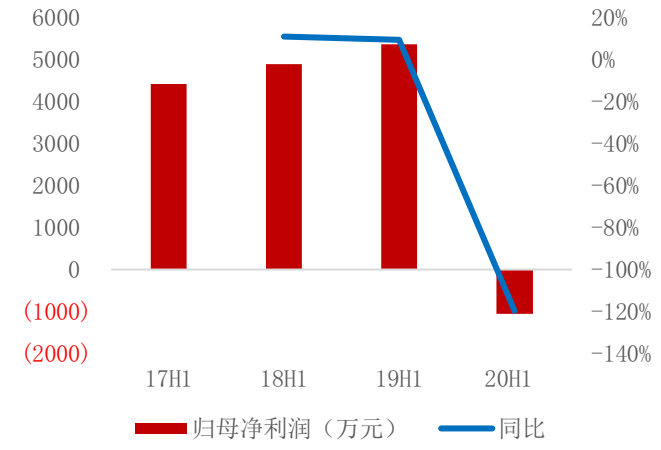
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：天目湖 Q2 营收情况及增速



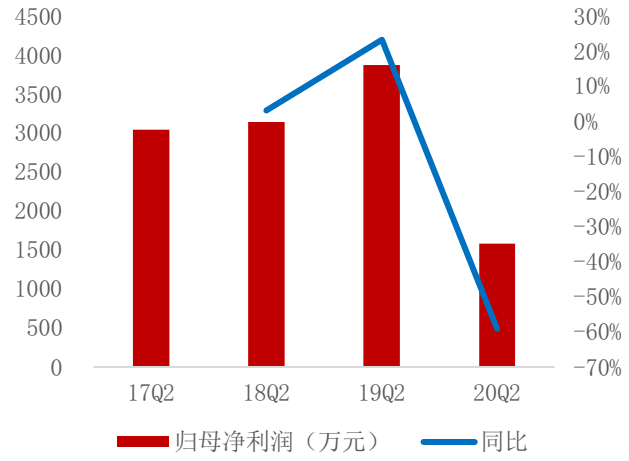
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：天目湖 H1 归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：天目湖 Q2 归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

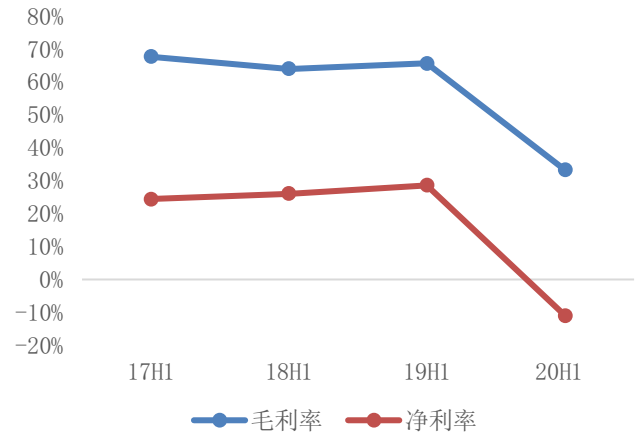
1.1 收入端

疫情影响一季度拖累上半年业绩，二季度实现扭亏为盈。公司自 1 月 24 日停止运营，于 3 月 20 日恢复营业。受疫情影响一季度业绩亏损严重，Q1 实现营收 2114 万元(-76.20%)、归母业绩亏损 2639 万元(-275.98%)；受益于四月份疫情基本在国内得到有效控制，国内游、周边游率先复苏，长三角通往景区高铁便捷，Q2 实现营收 7949.54 万元（-339.31%），归母业绩 1583.61 万元（-59.09%）扭亏为盈。二季度末景区客流接待量仍是最大承载量 30%，七月中旬文旅部下发通知提高景区客流最大承载量至 50%，公司业绩有望在下半年持续复苏。

1.2 费用端

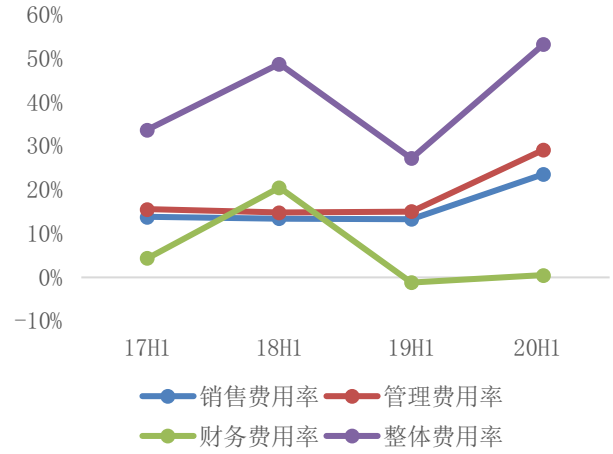
期内公司毛利率大幅下滑 32.38 个百分点至 33.28%，整体费用率上升 26.07 个百分点至 53.22%。其中销售费用 2373 万元（-18.75%），管理费用 2933 万元（-11.34%）系疫情期公司削减费用，营销推广、人工成本减少所致；财务费用 50.27 万元系计提可转债利息所致；经营活动产生现金流净额同比下降 119.73%系疫情影响，业务收入下降所致；投资活动产生现金流净额同比下降 955.94%系本期支付南山小寨工程款增加以及去年同期理财产品赎回所致。

图 5：天目湖 H1 毛利率和净利率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：天目湖 H1 各项费用率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

2. 投资建议及盈利预测

疫情对公司上半年业绩影响较大，下半年随着景区业务全面复工，以及年内游客出游需求将落实在国内，业绩预计持续向好。公司 3 亿元可转债将全部用于南山小寨二期项目以及御水温泉一期项目装修改造，索道及温泉项目有望于年内、明年推出，南山小寨改造工程预计 2022 年完工。作为国内民营经营休闲景区龙头、费用管理能力较强、占据长三角有利客源地，看好公司长期发展。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.37\1.20\1.44，对应公司 8 月 28 日收盘价 30.41 元，2020-2022 年 PE 分别为 86.41\25.29\21.09，维持评级给予“增持”评级。

3. 风险提示

同行竞争风险；景区客流下降风险；疫情对旅游行业影响超预期风险；居民消费需求不及预期风险；极端天气风险。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	318	456	534	581
现金	294	382	458	504
应收账款	7	7	8	10
其他应收款	1	0	0	0
预付账款	5	6	6	6
存货	6	6	6	6
其他流动资	4	56	56	56
非流动资产	918	1,061	1,050	1,404
长期投资	0	0	0	0
固定资产	739	813	829	854
无形资产	115	116	89	119
其他非流动	64	132	132	432
资产总计	1,236	1,517	1,583	1,986
流动负债	239	361	363	368
短期借款	85	87	88	90
应付账款	38	155	155	155
其他流动负	116	120	120	123
非流动负债	6	6	6	6
长期借款	0	66	68	72
其他非流动	6	(60)	(62)	(66)
负债合计	245	367	369	374
少数股东权益	88	350	350	350
股本	116	116	116	116
资本公积	320	437	437	437
留存收益	454	473	582	569
归属母公司股东	903	800	1,214	1,612
负债和股东权	1,236	1,517	1,583	1,986

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	225	237	282	278
净利润	124	43	139	167
折旧摊销	74	105	105	105
财务费用	5	(6)	(10)	(10)
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(36)	81	34	2
其他经营现	60	15	15	15
投资活动现金	(73)	(1,433)	(1,149	(1,149
资本支出	0	(900)	(900)	(900)
长期投资	0	(250)	(250)	(250)
其他投资现	(73)	(283)	1	1
筹资活动现金	(77)	(389)	(440)	(440)
短期借款	85	(430)	(430)	(430)
长期借款	(66)	40	40	40
普通股增加	36	0	0	0
资本公积增	0	0	(50)	(50)
其他筹资现	(132)	1	0	0
现金净增加额	75	(1,585)	(1,306	(1,310

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	503	342	575	655
营业成本	175	144	207	229
营业税金及附加	8	1	2	2
销售费用	67	55	78	86
管理费用	74	68	86	98
财务费用	(7)	(1)	(2)	(2)
资产减值损失	0	(1)	(1)	(1)
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
营业利润	189	78	206	244
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	189	77	206	243
所得税	47	19	51	61
净利润	142	58	154	182
少数股东损益	18	15	15	15
归属母公司净利润	124	43	139	167
EBITDA	253	131	259	295
EPS（元）	1.07	0.37	1.20	1.44

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	2.81%	-32.00%	68.00%	14.00
营业利润	19.58	-59.03%	166.15%	17.96
归属于母公司净利	19.86	-65.40%	225.82%	19.94
获利能力				
毛利率(%)	65.32	58.00%	64.00%	65.00
净利率(%)	24.59	12.51%	24.26%	25.53
ROE(%)	14.29	5.03%	12.72%	11.31
ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
偿债能力				
资产负债率(%)	19.81	13.00%	15.00%	16.00
净负债比率(%)	19.00	11.00%	12.00%	14.00
流动比率	1.33	1.12	1.29	1.31
速动比率	1.30	0.85	0.87	0.89
营运能力				
总资产周转率	0.43	1.10	1.10	1.10
应收账款周转率	10.80	10.30	10.30	10.30
应付账款周转率	14.19	3.55	3.71	4.23
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.07	0.37	1.20	1.44
每股经营现金流(最新摊	1.94	2.04	2.43	2.40
每股净资产(最新摊薄)	7.79	6.90	10.47	13.90
估值比率				
P/E	28.5	82.4	25.3	21.1
P/B	3.9	4.4	2.9	2.2
EV/EBITDA	11.52	18.51	8.99	6.30

分析师承诺：

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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336