

审慎推荐-A (首次)

凯撒旅游 000796.SZ

目标估值: 16 元
当前股价: 14.64 元
2017 年 04 月 25 日

渠道拓展驱动出境游业务增长, 成本费用改善有望释放盈利空间

基础数据

上证综指	3130
总股本(万股)	80300
已上市流通股(万股)	24600
总市值(亿元)	118
流通市值(亿元)	36
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	11.3
资产负债率	61.8%
主要股东	海航旅游集团有限公
主要股东持股比例	31.79%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-19	-47
相对表现	-8	-21	-55



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

董广阳

021-68407471
donggy1@cmschina.com.cn
S1090512070001

研究助理

梅林

meilin@cmschina.com.cn

事件:

4月25日,凯撒旅游发布2016年年度报告,2016年公司实现营业收入66.36亿元,同比增长34.48%;归属净利润2.13亿元,同比增长3.30%;扣非后归属净利润2.17亿元,同比增长200.85%,每股收益0.2647元,同比减少10.00%。第四季度,公司实现营业收入16.06亿元,同比增长32.79%;归属净利润-2306万元,上年同期为3879万元;扣非后归属净利润-2487万元,上年同期为5329万元。

评论:

1、渠道持续拓展,带动出境游零售业务实现较快增长。

2016年,面对复杂的国际环境,出境旅游整体增速有所放缓,公司出境游业务仍实现较快增长,旅游服务收入57.91亿元/增长36%,净利润2.07亿元/增长24%。其中零售和会奖业务表现优异,出境游零售人数达63.77万人/增长94.84%,零售收入39.48亿元/增长32.17%,其中西南地区与华东地区增长较快,收入增长106.1%和66.5%。这主要受益于公司对全国销售网络的拓展,全年新开设体验中心82家,总量达282家,已基本完成一二线城市布局,未来将继续向三四线城市渗透。

2、会奖业务快速增长,批发业务保持平稳,出境游整体毛利率下行。

公司进军企业会奖旅游市场并取得快速增长,年内成功承接世界互联网医疗大会、沃尔沃全国节油大赛、用友互联网大会、B20峰会等大型项目,会奖收入达9.6亿元/增长101.1%,年内新设差旅业务板块,2017年前景可期。2016年公司出境游批发表现平稳,收入8.86亿元/增长11.31%。从盈利能力来看,行业整体增速的放缓加剧了价格竞争,公司零售/批发/会奖毛利率分别下降了0.97/0.85/1.43pct,也由此导致了旅游业务利润增速不及收入增速。

3、持续拓展新线路,航空、铁路配餐业务增长较好。

航空食品方面,公司成为全国首家拥有生产航空犹太餐食品资质的配餐公司,新增北京-罗马、三亚-新西伯利亚等多条国际航线业务,2016年实现航空配餐收入6.51亿元/增长22%;铁路配餐方面,新增郑州-福州、西安-北京等20余条线路的配餐业务,2016年实现收入1.26亿元/增长46%。

4、出境游市场承压、配餐业务拓展、财务费用增长，Q4 净利润亏损拖累全年业绩增长。

公司全年收入增长 34.48%，净利润仅增长 3.30%，主要是因为第四季度出现亏损。分拆开看，Q4 出境游市场整体景气度较弱，同时公司铁路配餐新承接线路增加导致相关成本增长，公司整体毛利率大幅下降 3.67pct，销售费用率增长 0.84pct，此外，公司报告期对外投资并购较多，财务费用大幅增加，财务费用率增加 0.7pct，最终导致 Q4 净利率下降 4.7pct，亏损 2306 万元（上年盈利 3879 万元）。

5、公布 2017 年经营计划，利润目标增长 67%。

公司在年报中公布了 2017 年经营计划，计划实现总营业收入 84.21 亿元/增长 27%，净利润 3.55 亿元/增长 67%。其中旅游业务计划实现收入不低于 75.34 亿元，净利润不低于 2.6 亿元/增长 26%；航空食品业务计划实现收入不低于 8.86 亿元、净利润不低于 0.85 亿元。

6、投资建议：国内出境游市场空间广阔，短期市场景气度虽有波动，但长期成长趋势确定，公司作为龙头企业未来将持续受益于行业扩张，对出境游全产业链的整合也有望带来盈利能力的提升，同时配餐业务增长稳健。暂不考虑最新一期增发的摊薄，我们预计 17-19 年的每股收益预测为 0.39/0.51/0.63 元，同比增长 46%/32%/24%，PE 估值为 38x/29x/23x，给予 18 年 32 倍估值，目标价 16 元，给予“审慎推荐-A”投资评级。

7、风险因素：国内出境游市场不达预期；汇率波动；国外旅游目的地环境恶化。

表 1：公司主营业务收入和毛利率分拆（单位：亿元）

	营业收入			毛利率		
	2015	2016	同比增减 (%)	2015	2016	同比增减 (百分比)
营业收入	49.35	66.36	34.48	19.36	18.14	-1.22
旅游服务	42.59	57.91	35.97	14.86	14.11	-0.75
——旅游服务（公民零售）	29.87	39.48	32.17	16.75	15.78	-0.97
——旅游服务（公民批发）	7.96	8.86	11.31	7.21	6.36	-0.85
——旅游服务（企业会奖）	4.76	9.57	101.08	15.84	14.41	-1.43
配餐销售及配餐	6.19	7.77	25.51	44.27	44.75	0.48
——航空配餐及服务	5.33	6.51	22.22	42.23	42.76	0.53
——铁路配餐及服务	0.87	1.26	45.74	56.82	55.03	-1.79

资料来源：公司公告、招商证券

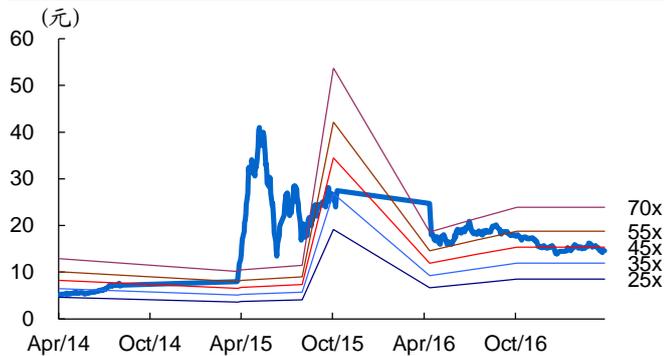
表 2：公司业绩摘要（单位：百万人民币）

	2015 年	2016 年	同比增减	2015Q4	2016 Q4	同比增减
营业收入	4934.50	6636.01	34.48%	1209.23	1605.80	32.79%
营业成本	3979.33	5432.27	36.51%	962.65	1337.30	38.92%
毛利润	955.17	1203.74	26.02%	246.59	268.50	8.89%
营业税金及附加	43.70	25.58	-41.47%	11.99	6.21	-48.22%
管理费用	232.79	286.36	23.01%	67.99	91.82	35.06%
销售费用	369.39	527.96	42.93%	110.66	160.47	45.01%
经营利润	309.30	363.84	17.63%	55.95	10.00	-82.12%
资产减值	1.50	9.51	533.85%	0.35	9.38	2547.83%
财务费用	17.08	47.60	178.69%	-3.54	6.60	286.34%
投资收益	2.91	2.73	-6.16%	-2.54	-1.00	60.61%

	2015 年	2016 年	同比增减	2015Q4	2016 Q4	同比增减
营业外收入	2.58	6.63	157.27%	0.86	4.88	468.45%
营业外支出	1.03	1.78	73.18%	0.60	1.28	114.31%
利润总额	295.19	314.33	6.48%	56.86	-3.42	-106.01%
所得税	66.46	73.71	10.91%	13.33	14.28	7.12%
少数股东权益	22.94	28.03	22.23%	4.74	5.36	13.05%
归属于母公司股东的净	205.80	212.59	3.30%	38.79	-23.06	-159.44%
扣非后归属于母公司股	71.97	216.54	200.85%	53.29	-24.87	-146.67%
基本每股收益	0.2941	0.2647	-10.00%			
毛利率	19.36%	18.14%	减少 1.21 个百分点	20.39%	16.72%	减少 3.67 个百分点
净利率	4.64%	3.63%	减少 1 个百分点	3.60%	-1.10%	减少 4.7 个百分点
销售费用率	7.49%	7.96%	增加 0.47 个百分点	9.15%	9.99%	增加 0.84 个百分点
管理费用率	4.72%	4.32%	减少 0.4 个百分点	5.62%	5.72%	增加 0.09 个百分点
财务费用率	0.35%	0.72%	增加 0.37 个百分点	-0.29%	0.41%	增加 0.7 个百分点

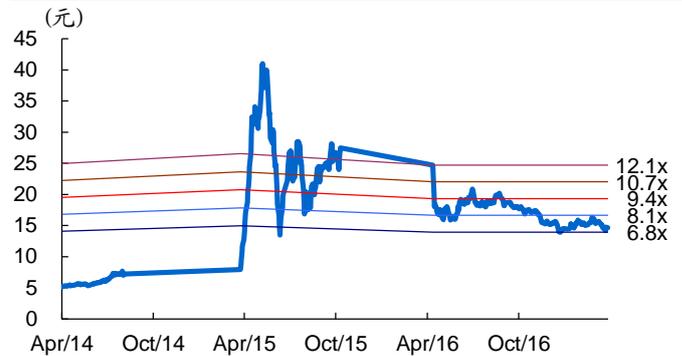
资料来源: wind、招商证券

图 1: 凯撒旅游历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 凯撒旅游历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2924	3251	3568	4185	4935
现金	1941	1470	1198	1358	1641
交易性投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	361	649	789	926	1053
其它应收款	134	305	538	622	719
存货	15	15	18	20	22
其他	473	812	1025	1259	1499
非流动资产	613	2150	2169	2183	2195
长期股权投资	8	17	18	20	22
固定资产	220	240	250	257	262
无形资产	82	89	89	88	87
其他	303	1804	1811	1818	1824
资产总计	3537	5401	5737	6368	7130
流动负债	1771	3332	3468	3821	4246
短期借款	678	1492	992	692	492
应付账款	386	711	908	1116	1328
预收账款	430	584	746	917	1091
其他	277	546	822	1097	1334
长期负债	4	5	5	5	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4	5	5	5	0
负债合计	1775	3337	3472	3826	4246
股本	803	803	803	803	803
资本公积金	622	639	626	626	625
留存收益	221	431	624	879	1196
少数股东权益	116	191	211	235	260
归属于母公司所有者权益	1646	1873	2053	2307	2624
负债及权益合计	3537	5401	5737	6368	7130

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	288	323	354	605	697
净利润	229	241	343	448	552
折旧摊销	42	48	44	48	51
财务费用	35	45	56	40	28
投资收益	(3)	(3)	(3)	(3)	(4)
营运资金变动	(14)	(21)	(91)	68	70
其它	(0)	13	5	5	(0)
投资活动现金流	(147)	(1508)	(60)	(59)	(59)
资本支出	(82)	(92)	(63)	(62)	(63)
其他投资	(65)	(1416)	3	3	4
筹资活动现金流	978	663	(566)	(387)	(354)
借款变动	244	707	(500)	(300)	(200)
普通股增加	556	0	0	0	0
资本公积增加	230	17	(13)	(1)	(1)
股利分配	(34)	4	3	(46)	(126)
其他	(19)	(65)	(56)	(40)	(28)
现金净增加额	1118	(522)	(272)	159	284

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4935	6636	8478	10423	12408
营业成本	3979	5432	6942	8531	10154
营业税金及附加	44	26	17	21	25
营业费用	369	528	658	807	960
管理费用	233	286	357	438	521
财务费用	17	48	56	40	28
资产减值损失	2	10	5	5	5
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	3	3	3	3	4
营业利润	294	309	447	585	720
营业外收入	3	7	2	2	2
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	295	314	448	586	721
所得税	66	74	105	137	169
净利润	229	241	343	448	552
少数股东损益	23	28	34	39	43
归属于母公司净利润	206	213	309	410	509
EPS (元)	0.29	0.26	0.39	0.51	0.63

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	731%	34%	28%	23%	19%
营业利润	403%	5%	44%	31%	23%
净利润	475%	3%	46%	32%	24%
获利能力					
毛利率	19.4%	18.1%	18.1%	18.2%	18.2%
净利率	4.6%	3.6%	4.0%	4.3%	4.4%
ROE	18.9%	12.6%	15.8%	18.7%	20.3%
ROIC	14.3%	8.3%	11.2%	14.6%	17.2%
偿债能力					
资产负债率	50.2%	61.8%	60.5%	60.1%	59.5%
净负债比率	19.2%	27.6%	17.3%	10.9%	6.9%
流动比率	1.7	1.0	1.0	1.1	1.2
速动比率	1.6	1.0	1.0	1.1	1.2
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	83.5	89.5	106.5	114.2	122.0
应收帐款周转率	4.6	3.2	2.8	2.9	3.0
应付帐款周转率	4.2	2.5	2.1	2.1	2.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.29	0.26	0.39	0.51	0.63
每股经营现金	0.36	0.40	0.44	0.75	0.87
每股净资产	2.19	2.57	2.82	3.17	3.59
每股股利	0.00	0.10	0.15	0.19	0.24
估值比率					
PE	49.8	55.3	38.0	28.7	23.1
PB	6.7	5.7	5.2	4.6	4.1
EV/EBITDA	34.7	32.7	22.4	18.2	15.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董广阳：食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，9 年食品饮料研究经验。

梅林：社会服务业分析师，南京大学/上海交通大学管理学学士/硕士，2015-2017 年在中银国际证券从事社会服务业研究，作为核心成员，所在团队获得 2015、2016 年新财富最佳分析师第三、第四名，2017 年 3 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。