

公司研究/中报点评

2017年08月24日

社会服务/旅游综合 II

投资评级: 买入 (维持评级)

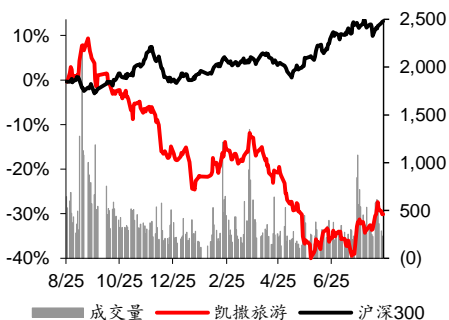
当前价格(元): 12.81
合理价格区间(元): 16.17~17.15

梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

相关研究

- 1 《凯撒旅游(000796):Q3 增速放缓, 投资易生金服完善生态》 2016.10
- 2 《凯撒旅游(000796):公司业绩表现抢眼, 长期看好其成长性》 2016.08
- 3 《凯撒旅游(000796):出境龙头维持高增长, 长期看好成长性》 2016.07

股价走势图



资料来源: Wind

业绩高增长, 龙头地位持续提升

凯撒旅游(000796)

出境游行业结构性复苏, 龙头收入和利润双双高增长

上市公司发布 2017 年半年报, 符合我们预期: 上半年实现营业收入 34.05 亿元(同比+30.84%), 归属于上市公司股东净利润 1.34 亿元(+136.11%), 主要原因是转让嘉兴股权份获得一次性收益 0.58 亿元; 扣除非经常性损益后净利润为 0.74 亿元(+20.74%)。公司收入和业绩增长主要原因是出境游行业结构性复苏, 上市公司通过促销、拓展批发等业务驱动收入快速增长。

旅游业务收入均高增长, 毛利率基本保持稳定

1) 旅游业务: 批发收入 5.76 亿元(同比+73.49%), 毛利率同比提高 0.27pct 至 5.84%; 零售收入 19.64 亿元(同比+18.97%), 毛利率同比提高 0.58pct 至 16.33%; 企业会奖业务收入 3.81 亿元(同比+62.52%), 毛利率同比下降 3.19pct 至 13.17%; 极地邮轮业务约占全国份额 31.86%。2) 配餐业务: 航空配餐及服务收入 4 亿元(同比+22.97%), 毛利率同比下降 3.91pct 至 41.38%; 铁路配餐及服务收入 0.76 亿元(同比+46.57%), 毛利率同比提高 4.31pct 至 57.55%。销售费用率和管理费用率分别同比下降了 0.58pct 和 0.59pct, 财务费用率同比提高了 0.38pct, 主要是因为财务成本提升。

出境游龙头, 背靠集团资源, 产业地位持续提升

旅行社组织出境游行业受益于消费升级, 居民首次出境参团渗透率提升, 长期高景气。短期受地缘政治影响, 呈现出结构性复苏, 上半年欧洲在低基数上恢复性增长, 根据各国旅游局数据, 欧洲客流增长约为 30%左右; 日本、泰国在高基数上客流保持个位数小幅增长。出境游结构性发展过程中, 目的地综合布局的龙头企业受益, 市场份额有望加速提升。上市公司背靠大股东海航海内外航空等资源, 积极拓展业务条线, “一带一路”产品, 加大新奇特产品和家庭游产品研发力度, 拓展全系列邮轮产品, 市占率有望进一步扩大。

出境游空间广阔, 公司资源、零售优势突出, 维持“买入”评级

凯撒旅游出境游零售业务具有较强品牌美誉度, 登陆资本市场加快产业链布局, 背靠大股东海航集团海内外丰富的航空、酒店、金融、线上渠道等资源, 产业地位日益提升。定增尚未过会, 不考虑摊薄影响, 预计 17/18/19 年 EPS 为 0.42/0.49/0.61 元/股, 对应 PE 分别为 30.51/26.10/21.04 倍。考虑出境游行业整体处于高成长周期, 公司业绩将呈现确定性高增长, 长期看好公司和集团在旅游产业布局。考虑到当前旅行社(中信)行业平均 PE 32.76 倍, 公司作为行业龙头给予 2018 年目标 PE 33-35 倍, 下调目标价至 16.17-17.15 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 国外安全事故风险; 政策风险。

公司基本资料

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(百万股) | 803.00 |
| 流通 A 股(百万股) | 246.04 |
| 52 周内股价区间(元) | 11.10-20.18 |
| 总市值(百万元) | 10,286 |
| 总资产(百万元) | 5,853 |
| 每股净资产(元) | 2.40 |

资料来源: 公司公告

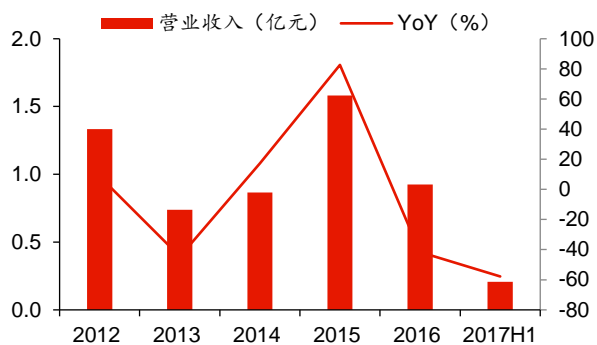
经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4,935 | 6,636 | 8,731 | 10,977 | 13,858 |
| +/-% | 51.92 | 34.48 | 31.56 | 25.73 | 26.24 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 205.80 | 212.59 | 337.12 | 394.10 | 488.86 |
| +/-% | 129.72 | 3.30 | 58.58 | 16.90 | 24.04 |
| EPS(元, 最新摊薄) | 0.26 | 0.26 | 0.42 | 0.49 | 0.61 |
| PE(倍) | 49.98 | 48.39 | 30.51 | 26.10 | 21.04 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

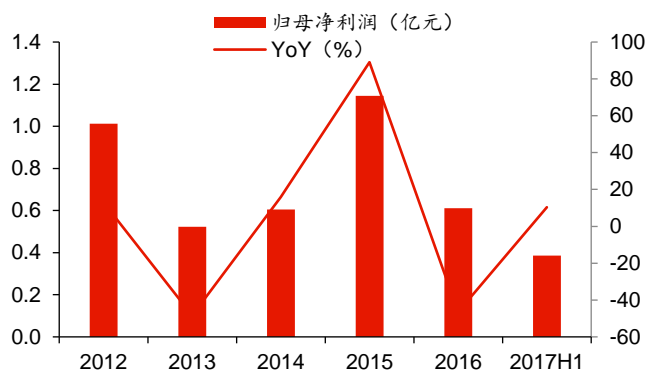
出境游行业结构性复苏，龙头收入和利润双双高增长。上市公司发布2017年半年报，符合我们预期：上半年实现营业收入34.05亿元（同比+30.84%），归属于上市公司股东净利润1.34亿元（+136.11%），主要原因是转让嘉兴股权份额获得一次性收益0.58亿元；扣除非经常性损益后净利润为0.74亿元（+20.74%）。公司收入和业绩增长主要原因是出境游行业结构性复苏，上市公司通过促销、拓展批发等业务驱动收入快速增长。

图表1：凯撒旅游近年来营收及增速（左：营收；右：YoY）



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

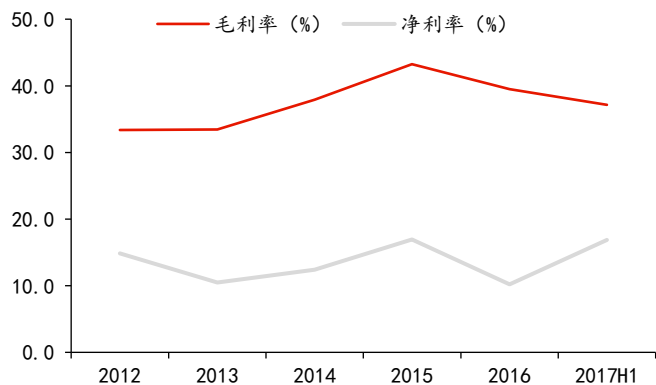
图表2：凯撒旅游近年来归母净利润及增速（左：归母净利润；右：YoY）



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

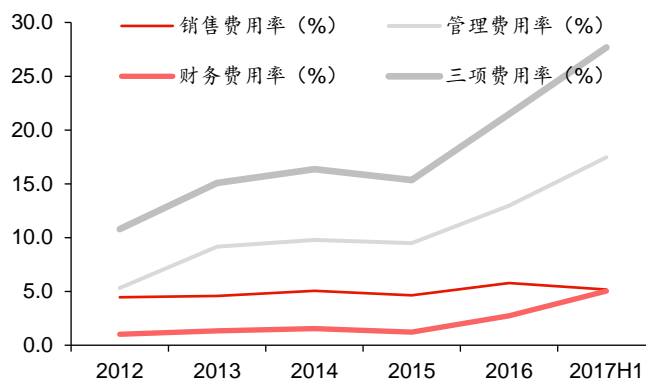
旅游业务收入均高增长，毛利率基本保持稳定。1) 旅游业务：批发收入5.76亿元（同比+73.49%），毛利率同比提高0.27pct至5.84%；零售收入19.64亿元（同比+18.97%），毛利率同比提高0.58pct至16.33%；企业会奖业务收入3.81亿元（同比+62.52%），毛利率同比下降3.19pct至13.17%；极地邮轮业务约占全国份额31.86%。2) 配餐业务：航空配餐及服务收入4亿元（同比+22.97%），毛利率同比下降3.91pct至41.38%；铁路配餐及服务收入0.76亿元（同比+46.57%），毛利率同比提高4.31pct至57.55%。销售费用率和管理费用率分别同比下降了0.58pct和0.59pct，财务费用率同比提高了0.38pct，主要是因为财务成本提升。

图表3：凯撒旅游近年来毛利率与净利率



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表4：凯撒旅游期间费用率



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

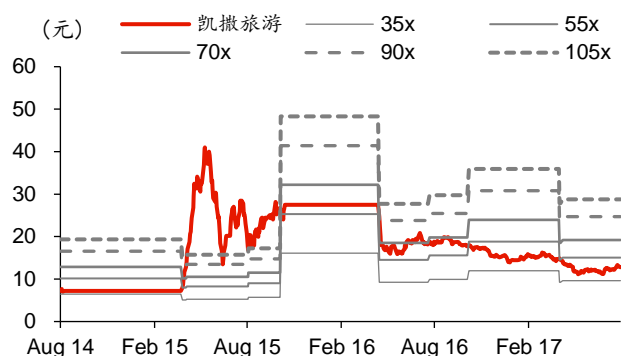
出境游龙头，背靠集团资源，产业地位持续提升。旅行社组织出境游行业受益于消费升级，居民首次出境参团渗透率提升，长期高景气。短期受地缘政治影响，呈现出结构性复苏，上半年欧洲在低基数上恢复性增长，根据各国旅游局数据，欧洲客流增长约为30%左右；日本、泰国在高基数上客流保持个位数小幅增长。出境游结构性发展过程中，目的地综合布局的龙头公司受益，市场份额有望加速提升。上市公司背靠大股东海航海内外航空等资源，积极拓展业务条线，“一带一路”产品，加大新奇特产品和家庭游产品研发力度，拓展全系列邮轮产品，市占率有望进一步扩大。

出境游空间广阔，公司资源、零售优势突出，维持“买入”评级。凯撒旅游出境游零售业务具有较强品牌美誉度，登陆资本市场加快产业链布局，背靠大股东海航集团海内外丰富的航空、酒店、金融、线上渠道等资源，产业地位日益提升。定增尚未过会，不考虑摊薄影响，预计17/18/19年EPS为0.42/0.49/0.61元/股，对应PE分别为30.51/26.10/21.04倍。考虑出境游行业整体处于高成长周期，公司业绩将呈现确定性高增长，长期看好公司和集团在旅游产业布局。考虑到旅行社（中信）行业平均PE 32.76倍，公司作为行业龙头给予2018年目标PE 33-35倍，下调目标价至16.17-17.15元，维持“买入”评级。

风险提示：国外安全事故风险；政策风险。

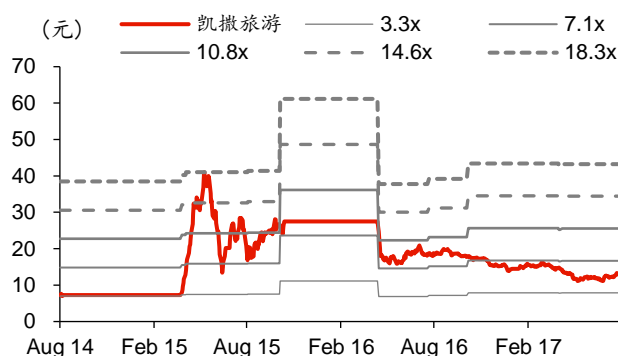
PE/PB - Bands

图表5：凯撒旅游历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：凯撒旅游历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 2,924 | 3,251 | 3,945 | 4,775 | 5,493 |
| 现金 | 1,941 | 1,470 | 1,415 | 1,608 | 1,498 |
| 应收账款 | 360.51 | 648.91 | 862.30 | 1,079 | 1,365 |
| 其他应收账款 | 134.03 | 304.72 | 591.90 | 744.20 | 939.51 |
| 预付账款 | 446.21 | 771.63 | 1,015 | 1,278 | 1,618 |
| 存货 | 15.27 | 15.07 | 19.83 | 24.96 | 31.61 |
| 其他流动资产 | 27.18 | 40.81 | 40.81 | 40.81 | 40.81 |
| 非流动资产 | 612.77 | 2,150 | 2,111 | 2,079 | 2,048 |
| 长期投资 | 7.66 | 16.79 | 16.79 | 16.79 | 16.79 |
| 固定投资 | 220.13 | 240.38 | 215.64 | 190.89 | 166.12 |
| 无形资产 | 81.66 | 88.76 | 81.76 | 73.84 | 66.38 |
| 其他非流动资产 | 303.32 | 1,804 | 1,797 | 1,798 | 1,799 |
| 资产总计 | 3,537 | 5,401 | 6,056 | 6,855 | 7,541 |
| 流动负债 | 1,771 | 3,332 | 2,877 | 3,083 | 3,369 |
| 短期借款 | 678.09 | 1,492 | 1,119 | 839.25 | 629.44 |
| 应付账款 | 386.32 | 710.59 | 814.53 | 1,101 | 1,346 |
| 其他流动负债 | 706.76 | 1,130 | 943.47 | 1,142 | 1,394 |
| 非流动负债 | 3.80 | 4.63 | 3.27 | 3.90 | 3.93 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 3.80 | 4.63 | 3.27 | 3.90 | 3.93 |
| 负债合计 | 1,775 | 3,337 | 2,880 | 3,087 | 3,373 |
| 少数股东权益 | 115.77 | 190.84 | 235.29 | 287.26 | 351.73 |
| 股本 | 803.00 | 803.00 | 803.00 | 803.00 | 803.00 |
| 资本公积 | 622.54 | 634.14 | 634.14 | 634.14 | 634.14 |
| 留存公积 | 220.59 | 431.40 | 693.06 | 1,087 | 1,576 |
| 归属母公司股 | 1,646 | 1,873 | 2,130 | 2,524 | 3,013 |
| 负债和股东权益 | 3,537 | 5,401 | 5,246 | 5,898 | 6,738 |

现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | 287.92 | 323.05 | (434.45) | 335.03 | 240.34 |
| 净利润 | 228.73 | 240.62 | 381.57 | 446.07 | 553.32 |
| 折旧摊销 | 41.85 | 48.29 | 31.77 | 32.69 | 32.24 |
| 财务费用 | 17.08 | 47.60 | 37.82 | 10.57 | (9.43) |
| 投资损失 | (2.91) | (2.73) | (60.00) | (2.80) | (2.90) |
| 营运资金变动 | (14.42) | (20.56) | (685.01) | (161.92) | (337.36) |
| 其他经营现金 | 17.59 | 9.83 | (140.60) | 10.41 | 4.47 |
| 投资活动现金 | (147.29) | (1,508) | 60.00 | 2.80 | 2.90 |
| 资本支出 | 82.11 | 92.41 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 0.00 | 1,415 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金 | (65.17) | (0.15) | 60.00 | 2.80 | 2.90 |
| 筹资活动现金 | 977.73 | 662.80 | (491.20) | (290.32) | (200.38) |
| 短期借款 | 315.09 | 813.91 | (373.00) | (279.75) | (209.81) |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 556.46 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 280.02 | 11.60 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (173.84) | (162.72) | (118.20) | (10.57) | 9.43 |
| 现金净增加额 | 1,119 | (511.98) | (865.65) | 47.51 | 42.86 |

利润表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 4,935 | 6,636 | 8,731 | 10,977 | 13,858 |
| 营业成本 | 3,979 | 5,432 | 7,148 | 8,997 | 11,392 |
| 营业税金及附加 | 43.70 | 25.58 | 33.65 | 42.31 | 53.42 |
| 营业费用 | 369.39 | 527.96 | 694.61 | 873.33 | 1,103 |
| 管理费用 | 232.79 | 286.36 | 376.75 | 473.69 | 598.00 |
| 财务费用 | 17.08 | 47.60 | 37.82 | 10.57 | (9.43) |
| 资产减值损失 | 1.50 | 9.51 | 4.20 | 4.19 | 4.85 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 2.91 | 2.73 | 60.00 | 2.80 | 2.90 |
| 营业利润 | 293.64 | 309.47 | 495.16 | 578.55 | 719.09 |
| 营业外收入 | 2.58 | 6.63 | 4.61 | 5.62 | 5.11 |
| 营业外支出 | 1.03 | 1.78 | 1.32 | 1.46 | 1.40 |
| 利润总额 | 295.19 | 314.33 | 498.45 | 582.71 | 722.81 |
| 所得税 | 66.46 | 73.71 | 116.88 | 136.64 | 169.49 |
| 净利润 | 228.73 | 240.62 | 381.57 | 446.07 | 553.32 |
| 少数股东损益 | 22.94 | 28.03 | 44.46 | 51.97 | 64.47 |
| 归属母公司净利润 | 205.80 | 212.59 | 337.12 | 394.10 | 488.86 |
| EBITDA | 352.56 | 405.36 | 564.75 | 621.82 | 741.90 |
| EPS (元) | 0.26 | 0.26 | 0.42 | 0.49 | 0.61 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 51.92 | 34.48 | 31.56 | 25.73 | 26.24 |
| 营业利润 | 53.38 | 5.39 | 60.00 | 16.84 | 24.29 |
| 归属母公司净利润 | 129.72 | 3.30 | 58.58 | 16.90 | 24.04 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 19.36 | 18.14 | 18.12 | 18.04 | 17.79 |
| 净利率 | 4.17 | 3.20 | 3.86 | 3.59 | 3.53 |
| ROE | 12.50 | 11.35 | 15.83 | 15.61 | 16.22 |
| ROIC | 65.57 | 49.62 | 30.21 | 30.70 | 30.71 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 50.19 | 61.78 | 54.91 | 52.33 | 50.06 |
| 净负债比率 (%) | 38.20 | 44.72 | 38.85 | 27.19 | 18.66 |
| 流动比率 | 1.65 | 0.98 | 1.37 | 1.55 | 1.63 |
| 速动比率 | 1.64 | 0.97 | 1.36 | 1.54 | 1.62 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.75 | 1.49 | 1.52 | 1.70 | 1.93 |
| 应收账款周转率 | 15.83 | 12.79 | 11.23 | 11.00 | 11.02 |
| 应付账款周转率 | 13.37 | 9.90 | 9.37 | 9.39 | 9.31 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.26 | 0.26 | 0.42 | 0.49 | 0.61 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.36 | 0.40 | (0.54) | 0.42 | 0.30 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.05 | 2.33 | 2.65 | 3.14 | 3.75 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 49.98 | 48.39 | 30.51 | 26.10 | 21.04 |
| PB (倍) | 6.25 | 5.49 | 4.83 | 4.08 | 3.41 |
| EV_EBITDA (倍) | 25.39 | 22.09 | 15.85 | 14.40 | 12.07 |

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com