

证券研究报告—动态报告

社会服务

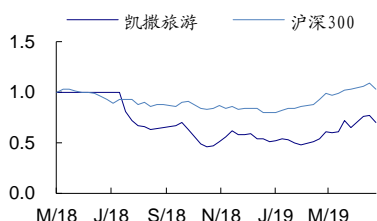
旅游综合 II

凯撒旅游(000796)
买入

2018 年年报及 2019 年一季报点评

(维持评级)

2019 年 04 月 30 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	803/803
总市值/流通(百万元)	7,267/7,263
上证综指/深圳成指	3,086/9,781
12 个月最高/最低(元)	12.90/0.00

相关研究报告:

《凯撒旅游-000796-2017 年三季报点评: Q3 旅游主业表现稳定, 着眼明年积极布局》——2017-10-31

《凯撒旅游-000796-2017 年半年报点评: 业绩表现持续靓丽, 内外兼修凸显龙头优势》——2017-08-24

《凯撒旅游-000796-2016 年年报点评: 主业比较优势仍显著, 17 年业绩弹性较大》——2017-04-25

《凯撒旅游-000796-2016 年三季报点评: 全产业链模式优势凸显, 内生外延有望齐发力》——2016-10-30

《凯撒旅游-000796-重大事件快评: 参股易生金服推进“旅游+金融”战略, 收购天天商旅强化华东市场》——2016-09-30

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098
E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

联系人: 姜甜

电话: 0755-81981367
E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
18 年业绩平稳, 关注控股权博弈
● 2018 年扣非业绩增长 14%, 基本符合预期

2018 年, 公司实现营收 81.80 亿元, 同比增长 1.67%, 实现归母业绩 1.94 亿元, 同比下降 12.03%, (扣非后业绩增长 13.68%), EPS0.24 元, 符合预期。Q4 公司收入降 30.64%, 但因 17Q4 资产减值损失低基数影响, 业绩基本持平。

● 旅游主业有所承压, 航食收入稳定增长, 资产减值损失近两年扰动

2018 年, 受外围经济环境以及东南亚游承压等放缓, 公司全年旅游收入持平, 其中出境游零售/批发/会奖业务各+1.32%/-2.28%/-1.50%, 相应毛利率降 0.61%, 净利率从 3.45%降至 2.03%下滑显著, 导致旅游主业业绩下滑约 41%, 未达年初计划目标。受铁路配餐等推动, 航食业务收入增 12%, 因毛利率降 4.31pct 等, 业绩基本平稳。2018 年, 公司计提资产减值损失 0.83 亿元(航食及旅游应收款坏账准备, 航食为主), 同比减少 59% (17 年 2 亿元, 主要系投资乐视体育计提 1 亿元减值及其他商誉减值、坏账损失等)。公司毛利率微增 0.10pct (收入结构影响)。期间费率+0.87pct, 其中销售/财务费率各+1.10/0.21pct, 而管理/研发费率各降 0.39/0.04pct。

● 2019Q1: 扣非主业承压, 预计系宏观经济欠佳及高基数影响

2019Q1, 公司实现营收 18.06 亿元/+0.41%; 业绩 3023 万元/+8.41%, 扣非亏损 1075 万元, 由盈转亏; EPS0.04 元。一季度扣非主业承压, 预计主要系宏观经济欠佳及去年同期高基数影响, 市场竞争激烈下收入持平下毛利率下降 3.11pct, 期间费用率减 0.18pct。

● 关注公司控股权博弈, 兼顾出境游行业复苏的业绩成长

公司系国内出境游龙头, 此前因行业承压及大股东海航问题估值持续承压。今年以来, 受益出境游行业低基数下反弹预期和股权结构变化助力估值修复。今年 4 月, 海航旅游及一致行动人将所持 5.5% 转让给独立第三方。目前海航系持股 30.28%, 而目前凯撒世嘉系(创始人陈小兵一方, 目前是上市公司总裁)持有 29.97%, 相差处于历史最接近状态, 控股权博弈情况引发关注。

● 风险提示: 系统性风险, 汇率贬值风险, 收购标的低于预期, 海航问题。
● 投资建议: 出境游龙头, 关注控股权落定后的新成长, 维持“增持”

预计 19-21 年 EPS 0.36/0.42/0.50 元, 对应估值 24/20/17 倍。公司出境游产业链一体化模式优势突出, 关注行业复苏及控股权落定后的新成长, 维持增持。

盈利预测和财务指标

	2016	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,045	8,180	9,162	10,148	11,080
(+/-%)	21.2%	1.7%	12.0%	10.8%	9.2%
净利润(百万元)	221	194	288.66	335.84	398.06
(+/-%)	3.8%	-12.0%	48.7%	16.3%	18.5%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.24	0.36	0.42	0.50
EBIT Margin	6.3%	6.0%	4.4%	5.0%	5.2%
净资产收益率(ROE)	11.0%	8.8%	12.2%	13.3%	14.6%
市盈率(PE)	30.7	35.0	23.5	20.2	17.0
EV/EBITDA	19.1	19.5	26.8	21.9	19.9
市净率(PB)	3.37	3.06	2.87	2.68	2.49

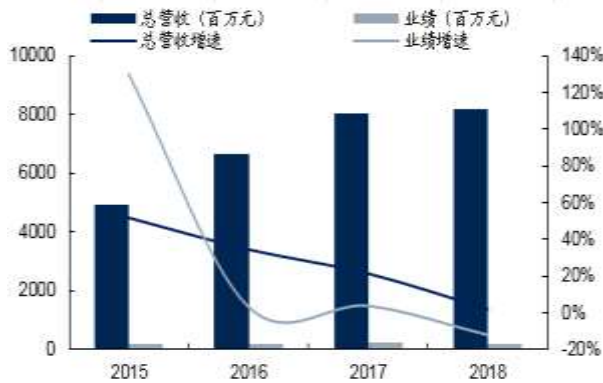
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2018 年扣非业绩增长 14%，基本符合预期

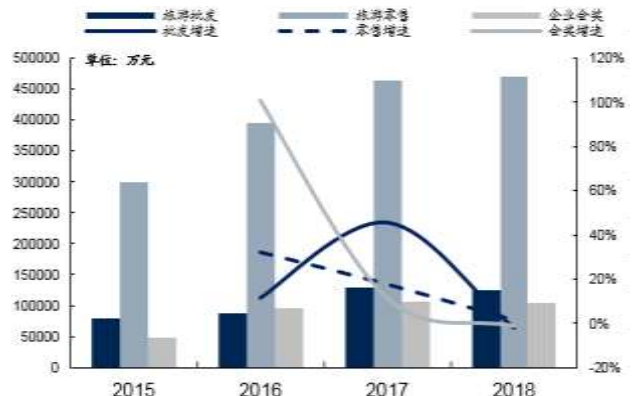
2018 年，公司实现营收 81.80 亿元，同比增长 1.67%，实现归母业绩 1.94 亿元，同比下降 12.03%，（扣非后业绩增长 13.68%），EPS0.24 元，符合预期。Q4 公司收入降 30.64%，但因 17Q4 资产减值损失低基数影响，单季业绩基本持平，扣非后略增亏。

图 1：凯撒旅游收入和业绩增长情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：凯撒旅游分业务增长情况

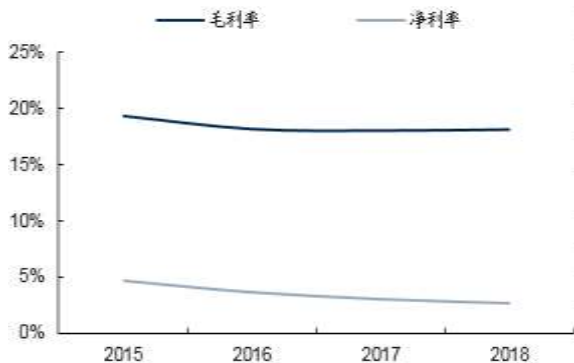


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

旅游主业有所承压，航食收入稳定增长，资产减值损失近两年扰动

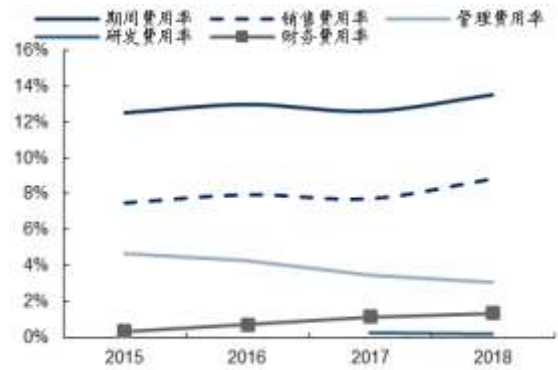
2018 年，受外围经济环境以及东南亚游承压等放缓，公司全年旅游服务人次下滑 6.79%，但依托客单价提升，整体旅游收入持平。分拆来看，出境游零售/批发业务服务人次分别下降 10.29%/8.18%，但客单价提升下相应收入 +1.32%/-2.28%，仅商务会奖业务人次增加 6.99%，但客单价有所下降，综合会奖收入仍下降 1.50%。2018 年，受大环境承压影响，公司旅游业务毛利率降 0.61%，净利率从 3.45%降至 2.03%下滑显著，导致旅游主业业绩下滑约 41%，未达 2018 年初计划目标。受铁路配餐等推动，航食业务收入增 12%，因毛利率降 4.31pct 等，业绩基本平稳。2018 年，公司计提资产减值损失 0.83 亿元（航食及旅游应收款坏账准备，航食为主），同比减少 59%（17 年 2 亿元，主要系投资乐视体育计提 1 亿元减值及其他商誉减值、坏账损失等）。

图 3：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司期间费率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

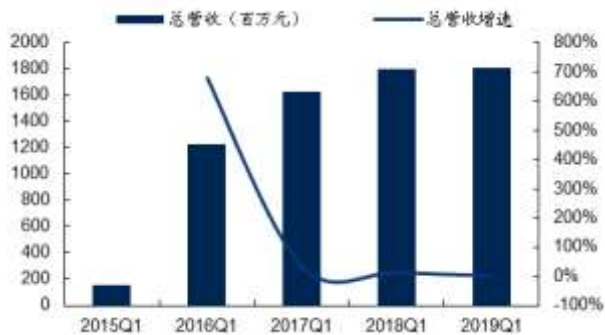
全年来看，公司毛利率微增 0.10pct（虽然旅游和航食业务的毛利率均下降，但因为收入结构影响，毛利率相对更高的航食业务 18 年占比有所提升，所以整体毛利率提升），期间费用率 +0.87pct，其中销售/财务费率各 +1.10/0.21pct（销售费用率增加主要来自旅游行业竞争压力下销售费用增加），而管理/研发费率

各降 0.39/0.04pct。

2019Q1：扣非主业承压，预计系宏观经济欠佳及高基数影响

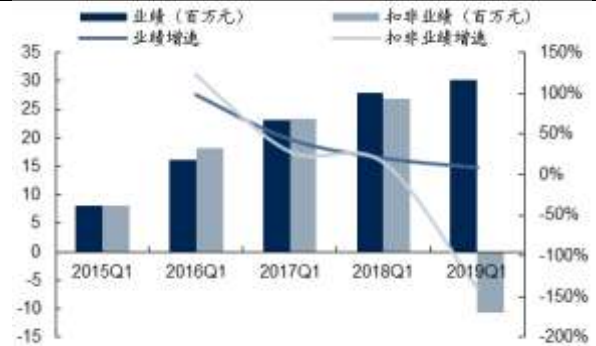
2019Q1，公司实现营收 18.06 亿元/+0.41%；业绩 3023 万元/+8.41%，扣非亏损 1075 万元，由盈转亏；EPS0.04 元。一季度扣非主业承压，预计主要系宏观经济欠佳及去年同期高基数影响，市场竞争激烈下收入持平下毛利率下降 3.11pct，期间费用率减 0.18pct。

图 5：凯撒旅游 2019Q1 收入增长情况



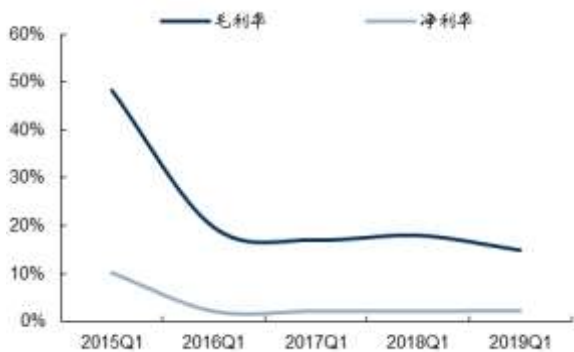
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：凯撒旅游 2019Q1 业绩增长情况



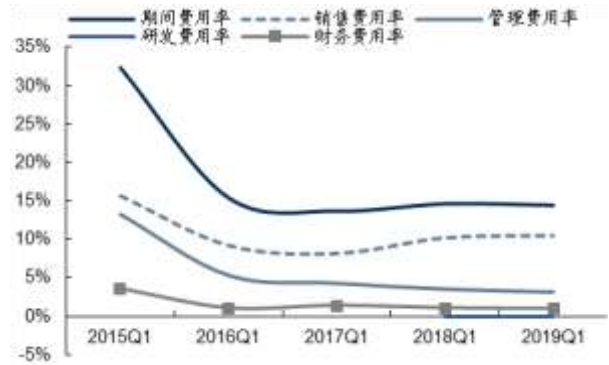
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司期间费用率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

关注公司控股权博弈，兼顾出境游行业复苏的业绩成长

公司系国内出境游龙头，此前因行业承压及大股东海航问题估值持续承压。今年以来，受益出境游行业低基数下反弹预期和股权结构变化助力估值修复。今年 4 月，海航旅游及一致行动人将所持 5.5% 转让给独立第三方。目前海航系持股 30.28%，而目前凯撒世嘉系（创始人陈小兵一方，目前是上市公司总裁）持有 29.97%，相差处于历史最接近状态，未来控股权博弈引发关注。

风险提示： 系统性风险，汇率贬值风险，收购标的低于预期，海航问题。

投资建议： 出境游龙头，关注控股权落定后的新成长，维持“增持”

预计 19-21 年 EPS 0.36/0.42/0.50 元，对应估值 24/20/17 倍。公司系国内出境游龙头，地接+批发+零售产业链一体化模式优势突出，建议关注出境游行业复苏及控股权落定后的新成长，维持公司“增持”评级。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 19-4-29	EPS			PE			PB
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017
601888	中国国旅	买入	79.98	1.29	1.61	2.31	62.00	49.62	34.62	6.04
600258	首旅酒店	买入	20.40	0.64	0.88	0.93	31.88	23.30	21.84	3.00
600754	锦江股份	买入	26.15	0.92	1.13	1.18	28.42	23.14	22.10	2.38
300144	宋城演艺	买入	22.54	0.73	0.89	0.88	30.67	25.44	25.47	3.70
600138	中青旅	买入	14.15	0.79	0.83	0.90	17.92	17.14	15.64	2.70
300662	科锐国际	买入	34.59	0.47	0.65	0.90	73.60	52.91	38.53	7.14
002707	众信旅游	增持	6.44	0.26	0.04	0.30	24.77	157.07	21.47	4.14
000796	凯撒旅游	增持	8.45	0.27	0.24	0.36	31.30	34.95	23.51	5.61
603043	广州酒家	买入	29.10	0.90	0.95	1.10	32.33	30.63	26.45	4.64
002159	三特索道	买入	19.37	0.04	0.97	0.28	484.25	19.94	68.18	3.16
603136	天目湖	增持	22.72	1.06	1.29	1.46	21.43	17.61	15.56	4.48
600054	黄山旅游	增持	10.10	0.55	0.78	0.51	18.36	12.96	19.84	2.58
000888	峨眉山A	增持	6.69	0.37	0.40	0.39	18.08	16.85	17.00	2.57
000978	桂林旅游	增持	6.17	0.15	0.22	0.28	41.13	27.63	22.40	1.97
002033	丽江旅游	增持	6.40	0.37	0.35	0.24	17.30	18.35	26.39	2.15

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1527	4217	4405	5160	营业收入	8180	9162	10148	11080
应收款项	1189	753	834	911	营业成本	6699	7513	8321	9085
存货净额	13	411	455	497	营业税金及附加	19	22	24	27
其他流动资产	1852	797	883	554	销售费用	722	916	974	1053
流动资产合计	4581	6178	6577	7121	管理费用	252	308	320	338
固定资产	257	245	237	231	财务费用	112	(72)	(40)	(55)
无形资产及其他	135	130	124	119	投资收益	15	10	10	10
投资性房地产	1103	1103	1103	1103	资产减值及公允价值变动	(83)	(50)	(50)	(40)
长期股权投资	23	29	34	40	其他收入	(5)	0	0	0
资产总计	6100	7684	8075	8614	营业利润	302	435	508	602
短期借款及交易性金融负债	760	1041	891	897	营业外净收支	(2)	11	11	11
应付款项	828	1336	1456	1590	利润总额	301	446	519	614
其他流动负债	1313	1918	2111	2300	所得税费用	82	121	141	166
流动负债合计	2901	4295	4458	4787	少数股东损益	24	36	42	50
长期借款及应付债券	697	697	697	697	归属于母公司净利润	194	289	336	398
其他长期负债	117	155	205	206					
长期负债合计	814	851	901	903	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3714	5146	5360	5690	净利润	194	289	336	398
少数股东权益	169	177	187	196	资产减值准备	(121)	(5)	(7)	(3)
股东权益	2217	2361	2529	2728	折旧摊销	51	41	45	50
负债和股东权益总计	6100	7684	8075	8614	公允价值变动损失	83	50	50	40
					财务费用	112	(72)	(40)	(55)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1078)	2237	146	531
每股收益	0.24	0.36	0.42	0.50	其它	133	14	16	13
每股红利	0.13	0.18	0.21	0.25	经营活动现金流	(739)	2625	587	1028
每股净资产	2.76	2.94	3.15	3.40	资本开支	177	(68)	(75)	(75)
ROIC	10%	11%	21%	30%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	9%	12%	13%	15%	投资活动现金流	171	(73)	(81)	(81)
毛利率	18%	18%	18%	18%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	4%	5%	5%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	5%	5%	6%	支付股利、利息	(103)	(144)	(168)	(199)
收入增长	2%	12%	11%	9%	其它融资现金流	(117)	281	(150)	6
净利润增长率	-12%	49%	16%	19%	融资活动现金流	(324)	137	(318)	(193)
资产负债率	64%	69%	69%	68%	现金净变动	(891)	2689	188	755
息率	1.5%	2.1%	2.5%	2.9%	货币资金的期初余额	2419	1527	4217	4405
P/E	35.0	23.5	20.2	17.0	货币资金的期末余额	1527	4217	4405	5160
P/B	3.1	2.9	2.7	2.5	企业自由现金流	(496)	2504	486	927
EV/EBITDA	19.5	26.8	21.9	19.9	权益自由现金流	(614)	2838	365	974

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032