证券研究报告—动态报告/公司快评

餐饮旅游	凯撒旅游（000796）	买入
旅游综合 II	重大事件快评	（维持评级）

2016 年 05 月 09 日

终止收购首航无碍长期战略发展，定增项目深化全产业链布局

证券分析师： 曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003
证券分析师： 钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100003
联系人： 张峻豪 0755-22940141 zhangjh@guosen.com.cn

事项：

凯撒旅游 5 月 8 日晚发布公告：由于未能如期完成重组事项有关部门审批程序，公司决定终止本次重大资产重组事项并于 9 号复牌；公司同时发布非公开发行预案，拟向包括海航旅游、宁波凯撒二期、宁波凯撒五期在内的不超过十名特定对象共募资资金 80 亿元。

评论：

■ **终止重组收购首都航空，增发募资打造出境游全产业链项目**

首先，公司于 2015 年 11 月 9 日开市起停牌拟进行重大资产重组，后经披露，公司原计划通过发行股份并支付现金方式收购北京首都航空有限公司与北京首都航空控股有限公司的控股权，此举将有效整合上下游旅游资源，打造航旅一体化模式。但由于未能如期完成有关部门审批程序，收购最终宣告终止，并且公司承诺自复牌之日起 6 个月内不再筹划重大资产重组。我们预计此次收购失败主要由政府部门审批未能及时完成等不确定性因素所导致，公司战略方向并没有发生太大变化，**长期来看，航旅一体化以及全产业链布局仍将是公司主要发展方向。**

同时，公司拟向包括海航旅游、宁波凯撒二期、宁波凯撒五期在内的不超过十名特定对象发行非公开发行股票募集资金 80 亿元，用于建设国内营销总部二期项目、公民海外即时服务保障系统项目、凯撒邮轮销售平台项目和凯撒国际航旅通项目。其中，海航旅游认购金额不低于人民币 20.0 亿元，宁波凯撒二期认购金额不低于人民币 8 亿元，宁波凯撒五期认购金额不低于人民币 7 亿元，其中宁波凯撒二期、宁波凯撒五期的实际控制人为公司持股股东凯撒同盛董事长陈小兵，此外，**三者认购的本次发行股票自发行结束之日起三十六个月内不得转让，限售期相对较长。公司控股股东及管理层参与此次认购一方面将有利于管理层与上市公司利益的长期绑定，同时，也表明公司大股东对公司未来长期良好发展的坚定信心。**且本次发行不会导致公司控股股东和实际控制人发生变化，海航旅游仍将为公司控股股东，慈航基金会仍将为公司实际控制人。

最后，本次发行的定价基准日为**公司审议本次非公开发行的股东大会决议公告日**，发行价格将不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的 90%。因此，**本次公司非公开发行定价相对灵活，将有利于公司后续定增的顺利展开。**但需要提醒的是，由于后市不确定性以及公司停牌前股价处于相对高位所带来的一定补跌可能性，公司的最终增发股份数必将随股价波动而具有不确定性，也带来增发股份摊薄效应的一定不确定性。

■ **募投项目分析：募资 80 亿，深耕出境游全产业链**

本次非公开发行募集资金将用于建设国内营销总部二期项目、公民海外即时服务保障系统项目、凯撒邮轮销售平台项目和凯撒国际航旅通项目。募集资金所投资项目主要涉及公司线下门店开发，出境目的地服务，以及邮轮、包机等上游要素，既是对公司现有业务的优化升级，也是对公司全产业链战略计划的全面落地。

表 1: 募投项目

项目名称	项目投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）
国内营销总部二期项目	124816	124816
公民海外即时服务保障系统项目	105865	105865
凯撒邮轮销售平台	349020	273117
凯撒国际航旅通项目	296202	296202
合计	875903	800000

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1、国内营销总部二期项目：大力推进线下零售网络布局，有效完善 O2O 布局

国内营销总部二期项目主要以“门店营销网络+全网营销及客户关系管理” 相结合的模式构建凯撒旅游国内营销总部。门店营销网络由凯撒旅游体验店、升级版体验店、凯撒到家店和凯撒 mall 组成。一方面，项目将依托凯撒旅游的区域优势，进一步加快凯撒旅游体验店的全国布局，逐年建设覆盖多个城市 **150 家“凯撒旅游体验店（二代店）”。同时，新建 28 家“升级版体验店（三代店）”、1000 家“凯撒到家店（四代店）”和 5 家“凯撒 mall”**，最终实现包含多种店型且能覆盖全国的凯撒旅游线下零售网络。

未来这一系列新建门店有望成为凯撒旅游核心服务主体，其中，“凯撒到家”是公司于 2015 年 12 月联合北青社区传媒打造的主要定位为社区旅游综合服务平台，平台将以社区网点以及线上平台为载体，面向社区，打造出境旅游“最后一公里”的服务体验。在此平台下，居民从传统的参团旅游，转为以社交出游为特色、享受便利服务为特点的社区旅游，，而合作方北青社区也将逐步开放北青旗下遍布京城高档社区的 150 家社区驿站，未来有望形成“丰富产品+零距离服务+线下社交+基于同一场景的关联服务”的当下解决旅游服务入口的完整方案。

图 1: 凯撒旅游线下体验店

资料来源：易观智库、国信证券经济研究所整理

图 2: VR 旅游体验示意图

资料来源：易观智库、国信证券经济研究所整理

此外，我们发现公司将使用 7,138 万元用于采购 VR 头盔、VR 体验舱（单/双人）、话题型道具等，用于升级线下体验店，未来凯撒线下体验店有望利用旅游与 VR 的结合，增强旅游产品的预体验效果，加强服务水平，并有望有效提升产品的销售能力，增强线下门店效率。

综合来看，该项目的实施一方面将使得公司旅游服务人群不断扩大，营业收入不断扩大；另一方面，全国范围内的千店布局将帮助公司实现规模经济效应，使得公司具有更强的议价能力。**并且，通过与关联公司的在线度假分销龙头——途牛的合作，搭建线上度假业务平台，提升 O2O 水平。**

2、公民海外即时服务保障系统项目：打造领先的出行旅游服务平台，推进自由行布局

公民海外即时服务保障系统项目主要通过线上旅游网站、APP/移动端网站、实体门店、联络中心等多种载体为客户提供全球范围内综合旅游信息查询与预订和全程式旅游场景服务体系。具体服务内容主要包括:建立在全球 7*24 小时联络中心的基础上，提供全球出行服务支持，基于 LBS 与 POI 信息库的出行场景信息服务、基于语音/文字/AR 等形式的智能旅游服务助手，全球应急支持和保障服务等。

借助这一平台的打造，公司有望顺势切入自由行市场。当前出境游市场已有越来越多的游客选择自由程度更高、个性化

程度更高的自由行。而凯撒旅游在未来的自由行布局中，一方面，将依托大股东旗下丰富的上游资源优势，为游客在境外提供“火锅”式的自助游服务选择，有效保障自由行旅客多元化服务要求；另一方面，通过 24 小时多媒体服务、境外当地服务网络服务和全球问答服务、旅游综合查询与预订（机票预定、酒店查询、餐饮服务、租车服务、签证服务、门票服务和城际游等），充分满足自由行客户的需求，推进凯撒旅游度假自由行市场业务发展。

图 3：海航旅游丰富的资源保障

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

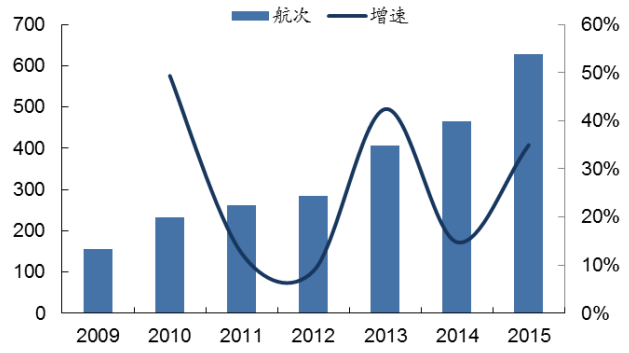
目前，针对中国游客的全球境外出行旅游服务平台还十分稀有，因此凯撒旅游的全球综合服务与保障平台的构建对华人游客尤其是中国游客的出境旅游服务体系的开拓具有划时代的意义。

3、凯撒邮轮销售平台：大力开拓邮轮蓝海市场，打造中国邮轮第一品牌

邮轮项目拟依托凯撒旅游与全球各大邮轮公司建立的深度合作关系，特别是与 MSC 邮轮达成全球顶级战略合作伙伴关系，建设线上的数字化邮轮体验中心和线下的邮轮体验中心，全面覆盖天津、上海、香港、厦门等母港口岸，通过在全国主要城市建立 60 个“邮轮体验中心”为消费者提供一体化的邮轮服务。

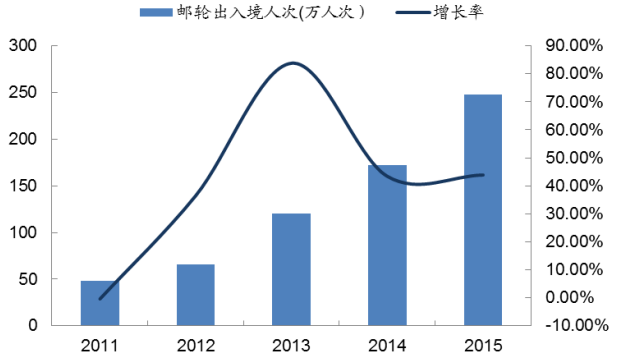
邮轮产业进入爆发式增长期，资本化布局抢占先发优势，在过去五年时间内，我国邮轮行业呈现出 45%以上的爆发式增长，根据中国交通运输协会邮轮游艇分会（CCYIA）提供的数据显示，2015 年中国大陆邮轮预计运营 629 航次，增长 34.98%，预计全年出入境邮轮旅客 248.05 万人次，增速达到 43.89%。考虑到我国邮轮旅游渗透率仍只有不到 0.02%，未来，受益于消费升级、人口结构变迁以及政策推动等因素影响，我国邮轮市场仍有着极为广阔的发展空间。我们预计未来 5 年我国邮轮市场有望保持 30%以上的增速，并在 2020 年接待邮轮游客达到 900 万人次以上。

图 4：近年中国接待邮轮情况（航次）



资料来源：CCYIA，国信证券经济研究所整理

图 5：近 5 年中国邮轮出入境游客数量变化情况



资料来源：CCYIA，国信证券经济研究所整理

目前，凯撒旅游已经正式成立了自己的邮轮品牌——凯撒邮轮，并计划在未来三年将累计投入不少于 50 亿元用于采购优质邮轮资源，搭建全国性的、线上线下一体化的邮轮体验中心，力争打造全国最大的线上线下一体化的邮轮销售平台，

并依托于凯撒旅游全国性的网络布局，**全面覆盖天津、上海、香港、厦门等母港口岸，在全国主要城市建立 60 个“邮轮体验中心”，未来有望占有中国邮轮市场不低于 25%的市场份额。**

今年 5 月 1 日，MSC 抒情号已于上海邮轮母港开启了连续不间断航行 245 天，预计共运营 54 个航次的中国之行，本次战略合作也将是迄今为止中国邮轮史上邮轮公司与旅行社达成的时限最长、规模最大的合作。同时，有别于普通意义上旅行社与邮轮公司的包船合作，双方将在人才培训、设施改造、服务设计、服务运营保障、船上商品等诸多方面展开深度合作。同时，借助大股东海航旅游旗下海航邮轮（曾运营本土首艘邮轮“海娜号”）的丰富邮轮服务及运营经验，公司有望树立本土邮轮运营品牌先发优势。

图 6: 凯撒旅游线上邮轮产品

资料来源：易观智库、国信证券经济研究所整理

图 7: MSC“抒情号”

资料来源：易观智库、国信证券经济研究所整理

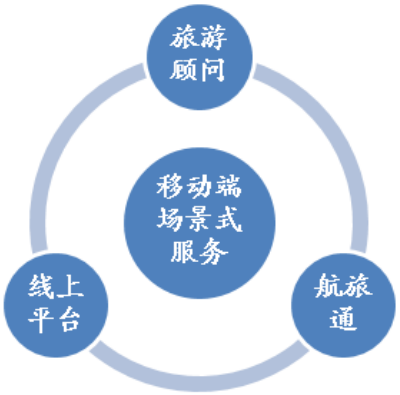
目前，凯撒旅游的邮轮业务已经处于行业领军企业的位置，其市场占用率和产品研发能力、服务水平均为行业领先水平。与此同时，凯撒旅游与全球各大邮轮公司建立的深度合作关系，除与 MSC 邮轮的全球顶级战略合作伙伴关系以外，还与众多知名邮轮公司（（MSC 邮轮公司、皇家加勒比邮轮公司、歌诗达邮轮公司、公主邮轮公司、庞洛邮轮，Ocean wide，北冕号等）等）有着深度合作，这都将为未来公司逐步扩大凯撒旅游在中国邮轮市场的影响，不断提高市场占有率，并努力将凯撒邮轮打造成为中国第一邮轮品牌带来保障。

4、国际航旅通项目：加速打造航旅一体化，深化全产业链布局

凯撒国际航旅通业务主要依托与航空公司合作包机构建的线下航旅通业务中心和线上航旅通管理平台开展。项目旨在拓展凯撒旅游国际航旅业务、深化凯撒航旅服务产业链、降低游客出境旅游成本、提高凯撒旅游综合竞争力，进一步深化凯撒旅游全产业链布局。其中，线下航旅通业务中心主要通过与航空公司合作包机、优化调整旅游航线、提升客机利用率实现降低运营成本，并达到以低票价刺激旅行市场，拓展国际旅游市场的潜在消费力。而线上航旅通管理平台是凯撒国际航旅通项目的信息化管理平台，主要包括包机航线管理，票务政策管理、收益管理、机票订单管理、客户管理和财务管理等功能。国际航旅通项目不仅将发挥凯撒旅游产品既有优势，并有望进一步融合旅游、航空和互联网等关键要素。

此前，公司**参与收购的航班管家目前与 7 大空管局签有合作协议**，拥有较为准确的航班信息，并且在流量变现能力上，公司通过嵌套在航班管家及高铁管家内的“虚拟商城”实现 B2C 用户消费，并获取的用户消费数据，根据用户需求，发展 C2C 伙力平台（伙力食、伙力接送机），实现基于场景化的精准服务。未来，还有望连通上市公司旗下各大业务，打造出用户消费闭环。对于开拓线上市场、以移动端为入口获取 C 端客户、实现旅游资源的重组再分配都具有积极意义。

图 8: 借助航班管家移动互联场景服务打造消费闭环



资料来源：国信证券经济研究所整理

因此，未来借助国际航旅通项目所汇集的上游包机资源，以及航班管家在渠道端流量导入，公司有望打通航旅消费闭环，并且在门店网络和邮轮平台的基础上通过航旅平台不断完善凯撒旅游全产业链商业模式，并以此有效提升凯撒旅游整体毛利率水平。

■ **终止收购首航无碍长期战略发展，定增项目有望深化全产业链布局，维持中长线"买入"评级**

假设按公司停牌前收盘价计算，预计本次定增将发行股份 2.91 亿股。考虑股份全面摊薄影响，预计公司 16-18 年 EPS0.26/0.33/0.41 元，对应 PE105/84/67 倍。虽然，本次收购由于未能如期完成有关部门审批程序，宣告终止，但公司整体战略方向并没有发生太大变化，长期来看，公司仍有望围绕全产业链布局加快资本运作和布局。同时，本次增发 80 亿定增项目有望深化公司全产业链布局：通过国内营销总部项目大力推进线下零售网络布局（共计建设 1183 家不同类型的线下零售门店），并可通过与关联公司途牛合作，搭建线上度假业务平台，提升 O2O 水平；通过国际航旅通项目将继续加速航旅一体化的进程（参股航班管家），提升盈利水平；通过凯撒邮轮项目则有望加快打造国内邮轮第一品牌；而公民海外即时服务保障系统项目，则有效帮助打造领先的出行旅游服务平台，推进自由行布局。

公司停牌期间，深证成指下跌 17.71%，中小盘指下跌 20.59%，申万休闲指数下跌 12.48%，同时，对标公司众信旅游停牌前股价对应 16 年摊薄后 PE82.4 倍，因此预计公司复牌后有可能将面临一定程度补跌。但从公司一季报表现来看，公司业绩增长 64.24%，表现亮眼，预计今年以来出境游的诸多影响因素（恐怖袭击，指纹签证等）好于市场悲观预期。同时，中长期来看，我国出境游渗透率依然较低，特别是出国游依然空间巨大，公司作为民营的全产业链出境游龙头企业，有望持续分享行业高增长。综合来看，我们认为公司出境游全产业链模式仍将为公司带来持续看点，短期或有补跌将带来中长线买入机会，维持"买入"评级，建议待股价企稳后积极布局。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1941	2257	2178	2372
应收款项	495	230	291	368
存货净额	15	440	575	730
其他流动资产	464	39	50	64
流动资产合计	**2924**	**2975**	**3103**	**3543**
固定资产	227	591	933	1008
无形资产及其他	82	79	77	75
投资性房地产	296	296	296	296
长期股权投资	8	8	8	8
资产总计	**3537**	**3949**	**4417**	**4929**
短期借款及交易性金融负债	678	400	400	350
应付款项	386	182	238	302
其他流动负债	707	619	804	1017
流动负债合计	**1771**	**1201**	**1442**	**1669**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	4	4	4	4
长期负债合计	**4**	**4**	**4**	**4**
负债合计	**1775**	**1205**	**1446**	**1673**
少数股东权益	116	98	75	46
股东权益	1646	2647	2896	3211
负债和股东权益总计	**3537**	**3949**	**4417**	**4929**

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.26	0.26	0.33	0.41
每股红利	0.07	0.08	0.10	0.12
每股净资产	2.05	2.42	2.65	2.93
ROIC	14%	15%	24%	27%
ROE	13%	11%	12%	14%
毛利率	19%	19%	18%	18%
EBIT Margin	6%	5%	5%	5%
EBITDA Margin	7%	6%	5%	5%
收入增长	731%	33%	30%	26%
净利润增长率	476%	39%	24%	26%
资产负债率	53%	33%	34%	35%
息率	0%	0%	0%	1%
P/E	107.1	104.7	84.2	66.9
P/B	13.4	11.4	10.4	9.4
EV/EBITDA	70.6	86.2	70.0	55.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**4935**	**6555**	**8494**	**10740**
营业成本	3979	5324	6959	8848
营业税金及附加	44	68	89	113
销售费用	369	519	661	795
管理费用	233	319	395	491
财务费用	17	6	(9)	(12)
投资收益	3	6	5	5
资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	294	325	405	510
营业外净收支	2	0	0	0
利润总额	**295**	**325**	**405**	**510**
所得税费用	66	64	81	102
少数股东损益	23	(26)	(32)	(41)
归属于母公司净利润	**206**	**287**	**357**	**449**

现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	**206**	**287**	**357**	**449**
资产减值准备	0	2	2	1
折旧摊销	28	37	60	78
公允价值变动损失	2	0	0	0
财务费用	17	6	(9)	(12)
营运资本变动	(27)	(24)	36	32
其它	17	(20)	(25)	(30)
经营活动现金流	**225**	**281**	**429**	**530**
资本开支	(54)	(401)	(401)	(151)
其它投资现金流	(9)	0	0	0
投资活动现金流	**(60)**	**(401)**	**(401)**	**(151)**
权益性融资	786	800	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(53)	(86)	(107)	(135)
其它融资现金流	493	(278)	0	(50)
融资活动现金流	**1174**	**436**	**(107)**	**(185)**
现金净变动	**1340**	**316**	**(79)**	**194**
货币资金的期初余额	601	1941	2257	2178
货币资金的期末余额	1941	2257	2178	2372
企业自由现金流	187	(128)	7	353
权益自由现金流	680	(411)	15	313

相关研究报告:

《凯撒旅游-000796-重大事件快评：打通移动互联场景，航旅布局持续完善》 ——2016-03-25
《凯撒旅游-000796-重大事件快评：战投乐视体育，分享体育行业高成长，打造体育旅游领跑者》——2016-03-16
《凯撒旅游-000796-2015 年年报点评：业绩高增长，航旅结合及全产业链模式带来核心竞争力》——2016-03-07
《凯撒旅游-000796-2015 年三季报点评：行业高景气带来业绩高增长，资本运作进程有望加快》——2015-10-29
《易食股份-000796-背靠海航，全产业链扩张，大有可为》 ——2015-06-18

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 ±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 ±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

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。