

**证券研究报告—动态报告公司快评**
**餐饮旅游**
**旅游综合 II**
**凯撒旅游 (000796)**
**重大事件快评**
**买入**

(维持评级)

2016年09月30日

## 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

**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：

公司9月29日晚间公告：1、公司拟与大鹏旅信、首都航空、海南航空等9名关联方共同增资易生金服。其中，公司出资5.5亿元，占7.9385%股权。2、公司拟人民币14859万元通过股权购买+增资的方式对浙江天天商旅进行投资，交易完成后，公司持有浙江天天商旅60%股权，成为控股股东。

### 评论：

#### ■ 布局旅游金融“独角兽”——易生金服，加速业务布局

上市公司此次投资易生金服主要通过与大鹏旅信、首都航空、海南航空等9名关联方共同完成，其中，公司出资5.5亿元，占7.9385%股权，投资完成后公司将成为易生金服第二大股东，易生金服本轮投后整体估值达到69.28亿元。本次投资也将有利于公司完善在旅游金融业务方面的产业布局，推进旅游业务与货币兑换、支付、小额贷款等旅游金融业务的融合，为用户带来全新、便捷的出行及消费体验，同时能够为公司增加新的盈利增长点。

**表 1：易生金服股权结构一览**

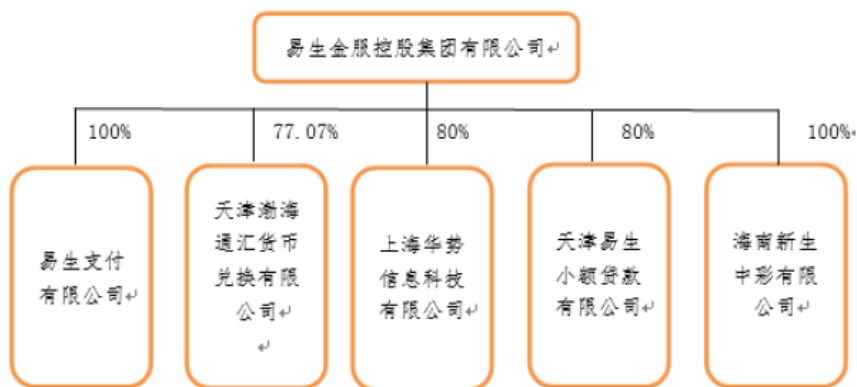
股权名称	增资前		本次增资认购 金额(万元)	增资后	
	出资金额 (万元)	持股比例 (%)		出资金额 (万元)	持股比例 (%)
海航旅游集团有限公司	67,915	87.76%	-	67,915	35.1913
北京旅游发展基金(有限合伙)	9,474	12.24%	-	9,474	4.9091
海航凯撒旅游集团股份有限公司	-	-	55000	15,320.33	7.9385
宁波杭州湾新区凯撒世嘉三期投资管理合伙企业(有限合伙)	-	-	20000	5,571.03	2.8867
宁波杭州湾新区凯撒世嘉四期股权投资管理合伙企业(有限合伙)	-	-	50000	13,927.58	7.2168
北京蓝泓投资中心(有限合伙)	-	-	40000	11,142.06	5.7735
宁波建蓝投资管理合伙企业(有限合伙)	-	-	40000	11,142.06	5.7735
大鹏航旅信息有限公司	-	-	50000	13,927.58	7.2168
北京首都航空有限公司	-	-	50000	13,927.58	7.2168
海南航空股份有限公司	-	-	50000	13,927.58	7.2168
上海商驿国际贸易合伙企业(有限合伙)	-	-	30000	8,356.55	4.3301
宁波高新区新湃天清股权投资合伙企业(有限合伙)	-	-	30000	8,356.55	4.3301
合计	77,389	100	415,000	192987.89	100

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司本次增资的易生金服控股有限公司总部位于北京，旗下各品牌为旅游及零售企业打造三大业务板块：**旅游支付**（预付卡发行与受理、银行卡受理、互联网支付、电子旅支卡、移动支付等），**旅游金融**（旅游分期、信贷、理财、保险、供

应链金融等)，**旅游增值服务**（个人本外币兑换、退税、商户优惠、贵宾服务、积分服务、商城、租车等）。公司业务主要由旗下 5 家子公司展开，分别为易生支付有限公司、天津渤海通汇货币兑换有限公司、上海华势信息科技有限公司、海南新生中彩科技有限公司和天津易生小额贷款有限公司 5 家控股子公司：

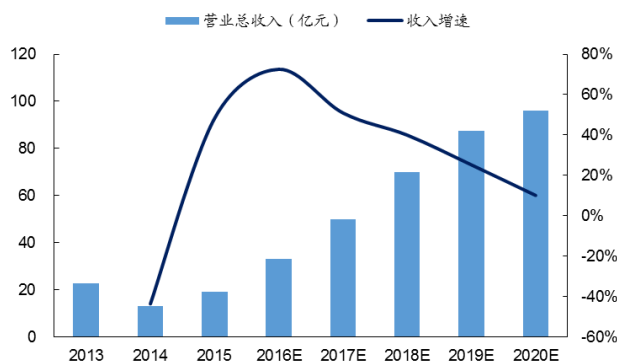
图 1：互联网旅游金融产业链



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

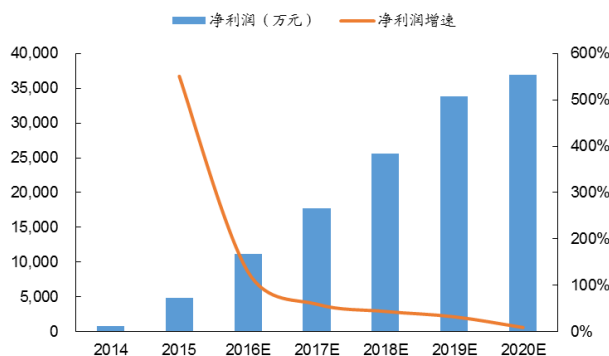
公司目前已经形成了较为成熟的商业模式，借助大股东海航的资源优势，与航空、酒店、旅行社、景区、商户等旅游业态形成了有效的融合，目前已连续两年实现盈利，**2015 年公司取得营收 19.14 亿元，净利润 4869.74 万元**。此外，从营收占比的角度来看，目前公司主营业务中货币兑换业务占据核心地位，**今年一季度，公司主营业务收入为 9.37 亿元，其中货币兑换业务收入 8.44 亿元，占比 90.04%**。公司此前还于 4 月全资收购全球最大的货币兑换店之一——英国 ICE，进一步加强了货币兑换业务领域的优势地位。

图 2：易生金服营收情况



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

图 3：易生金服净利润情况



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

早在今年年初，易生金服便与包括凯撒旅游、途牛等多家旅游机构签署战略合作协议，将在境内外旅游金融与旅游支付开展深度合作，推进“旅游+金融”的合作模式。目前，根据媒体报道，凯撒旅游已与易生金服旗下**易生支付**合作，打通网关接口，降低成本费率，并且合作发行预付费联名卡，增加会员权益；与**华势科技**围绕收单业务进行智慧型终端的铺设，并将拓展到全部凯撒旅游门店；**通汇货币**也将服务网点与凯撒旅游门店进行结合，为游客提供货币兑换、消费退税等系列服务，并合作发行电子旅支联名卡，基于万事达卡全球网络，为境外支付提供便利，并享受增值服务。此外，凯撒旅游与**易生小贷**推出围绕出境游及出境服务的消费分期等产品及服务。**通过这些先期布局，双方已在旅游+金融的核心业务层面开展的有效尝试，为后续业务的进一步快速发展顺利实施打下了坚实的基础。**

■ **旅游金融市场大有可为，有望成旅企利润重要增长点**

旅游行业具有大量的现金预收预付业务，业内支付频繁，尤其是在线旅游因资金沉淀、消费等属性突出，成了互联网金

融的绝佳载体。换言之，旅游与金融的有效结合，通过产业链条内资金的合理二次调配可以显著提升生产效率。旅游金融以旅游业中游大型零售商、批发商为中心，向产业链上下游辐射。从服务的对象上来划分，可以分为面向分销商上游供应商及资源的 2B 端供应链金融和面向下游游客的 2C 端的消费金融。

图 4：互联网旅游金融产业链



资料来源：易观智库、国信证券经济研究所整理

从上游来看，上游供应商在运营过程中往往需要对旅游资源预付保证金，而分销商在结算时往往会等到游客游玩回来后，因此存在账期，对于供应商而言，短期资金周转一直是痛点。从下游来看，消费者在旅游前、支付、旅游后环节均有不同层面的需求。因此，从凯撒旅游等旅游零售商和批发商角度来看，作为中间环节，可以为消费者提供理财、支付、贷款、保险等旅游金融服务，创造旅游需求；也为上游旅游供应商，包括住宿(酒店、民宿)、交通(飞机、火车、汽车)、线路(景观、邮轮)、娱乐等，提供保理、预付款理财等金融产品，打通旅游产业链资金，加速整个产业链资金周转，增厚旅游行业利润。且对于旅游企业自身而言，涉足互联网金融，并结合旅行业务能够为用户提供更多的增值服务，提高用户粘性。

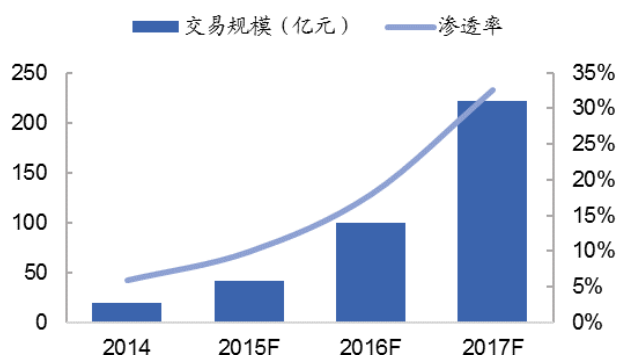
图 5：消费者旅游需求示意图



资料来源：盈灿咨询、国信证券经济研究所整理

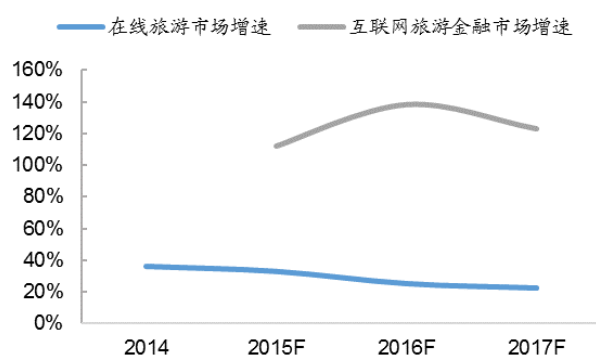
根据易观数据显示，2014 年中国互联网旅游金融市场的交易规模为 19.7 亿元人民币，渗透率为 5.9%。预计到 2017 年，整体渗透率将超过 30%，市场交易规模将达到 221.9 亿元人民币，互联网旅游金融服务将成为带动在线旅游市场增长的主要力量。

图 6: 中国互联网旅游金融市场交易规模预测



资料来源: 易观智库、国信证券经济研究所整理

图 7: 中国在线旅游与互联网旅游金融市场预测增速对比



资料来源: 易观智库、国信证券经济研究所整理

正因为旅游金融市场的巨大发展空间以及增长速度, 国内旅游机构纷纷参与其中, 而经过多家企业的阐释以及探索, 旅游今日的业务模式也越发成熟。从凯撒旅游的情况来看, 目前在旅游金融方面的布局主要集中在消费金融方面, 包括个人理财、分期付款、保险等, 未来在完成对易生金服的投资之后。借助其旗下的货币汇兑、第三方支付、小额贷等牌照, 有望在晚上消费金融布局的基础上, 进一步介入到供应链金融领域。

表 2: 旅游金融企业的布局情况

旅游机构类别	企业名称	消费金融	供应链金融
线下旅游社	腾邦国际	个人理财 支付工具-腾付通 保险经纪 征信牌照申请中 出境金融-货币兑换	第三方支付-腾付通 小额贷-融易行: 解决下游代理商融资需求 P2P-腾邦创投
	众信旅游	保险经纪 旅游分期 旅游分期	小额贷-广州优贷 与玖富金融合资成立出境互联网金融公司
	凯撒旅游	个人理财-预付卡世嘉 A 卡等 保险代销 旅游信托-“海岛游”消费信托	易生小贷、易生支付以及货币兑换等业务
OTA	途牛	个人理财-途牛宝、牛稳赚等 出境金融-牛担保、第三方保证金、资产证明、购物退税、牛对兑(外币兑换)等 基金代销-基金超市 旅游分期-首付出发	对公理财 供应链融资 商业保理
	携程	保险经纪-旅行险、意外险、健康险等 个人理财-程涨宝、携程宝 出境金融-外币兑换、存款证明	
	去哪儿	保险经纪-旅游保险、意外险、健康险、个人财产保险 互联网保险平台-与去哪儿联手推出 个人理财-趣游宝 旅游分期-拿去花, 接入百度有钱 出境金融-存款证明	
	驴妈妈	保险经纪-旅行险、车险、健康险、趣味险等 旅游分期-小驴白条、小驴分期、小额分期贷 出境金融-外币兑换、保证金、存款证明 保险经纪-景区门票电子意外保险 与银行合作-万里通积分	
	同程网	个人理财-同同宝 旅游分期-程程白条	众筹项目方式解决供应链融资问题 商业保理

资料来源: 易观智库, 各 OTA 官网, 盈灿咨询, 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

### ■ 控股浙江天天商旅，强化跨区域及目的地产品布局，外延收购扩张有望提速

公司公告其全资子公司凯撒同盛拟以人民币 14859 万元通过股权购买+增资的方式对浙江天天商旅国际旅行社有限公司进行投资，获得其 60%的股权，成为浙江天天商旅的控股股东（凯撒同盛以 9144 万元购买浙江天天商旅 48%的股权，再同时以 5715 万元增资浙江天天商旅）。

**互补协同效应相对显著，强化凯撒旅游跨区域及目的地产品布局。**结合公司本次公告披露的情况以及品橙旅游、劲旅网等的报道，天天商旅是华东地区日韩及东南亚出境游旅行社龙头（2015 年输送出境旅客 17 万人次，华东始发的日韩包机业务是其重要核心产品），其游客结构以散拼团为主（散拼团占比约 70%，单团游约 20%，自由行约 10%）。我们认为，本次收购一可提升凯撒在华东市场的影响力和市场份额；二是可以有效丰富其日韩、东南亚等产品布局，综合双方渠道和旅游资源优势提升日韩线路的产品研发能力、游客接待能力以及综合议价能力（2016 年中报交流时表示目前公司欧洲线占比已经低于 50%，亚洲占比超 50%，本次收购有助于进一步提升凯撒旅游亚洲线产品综合议价能力），提高综合抗风险能力；三是在一定程度为凯撒邮轮的市场战略布局提供有力支持（天天商旅在华东区域的收客优势显著，上海又系国内目前重要的邮轮母港）。综合来看，本次收购互补协同效应相对显著，尤其考虑到目前日韩、东南亚已经成为国内居民重要也是高频出游的短途出境游目的地，本次收购对公司未来业务持续丰富和优化具有战略意义。

**本次收购是凯撒旅游借壳上市后出境游横向收购扩张的重要一单，彰显公司外延收购扩张有望加速。**本次交易系凯撒旅游 2015 年借壳易食股份上市后，出境游横向收购扩张同时也是海航凯撒体系外收购的重要一步，从一定程度上预示凯撒旅游除了在原有海航凯撒系的资源整合、凯撒旅游自身跨区域和多产品扩张的基础上，后续外延收购扩张也有望提速，进而有望多元化驱动公司成长。

**收购 PE 相对较低，业绩承诺形成支撑。**本次股权投资和增资完成后，天天商旅估值 24765 万元，参考其 2015 年审计后净利润 2155 万，本次收购对应标的 2015 年 PE 约 11.5 倍，显著低于目前出境游旅行社如众信旅游、凯撒旅游的估值水平，也低于岭南控股注入广之旅时的估值水平（对应 2015 年业绩 PE22 倍），虽有其盈利规模相对较小等因素，但整体收购估值仍相对较低。并且，天天商旅股东及实际控制人承诺其 2016-2018 年业绩平均增速不低于 30%，即 2016-2018 年承诺利润下限不低于 11057.84 万元（未完成则需在支付股权转让款时扣除或现金补偿，形成约束），形成一定支撑。参考收购标的 2015 年权益利润，较凯撒旅游 2015 年业绩增厚约 6%。

### ■ 投资建议：布局旅游金融独角兽，外延收购扩张有望提速，再融资推进带来诉求强化，维持中长期“买入”

假设天天商旅 2016 年年底并表，参考最新增发方案修正稿的发行规模和增发底价，我们预计公司 16-18 年全面摊薄后 EPS0.23/0.32/0.40 元，对应 PE79/57/45 倍，估值相对不低。我们认为，通过对易生金服投资，公司有望深化旅游金融业务的布局，一方面，通过推进旅游业务与货币兑换、支付、小额贷款等旅游金融业务的融合，进一步完善用户出行消费体验，提升公司的服务能力，提高用户粘性，另一方面，旅游金融业务未来也有望为公司新的盈利增长点。同时，通过控股天天商旅带来的渠道资源协同，公司有望强化在华东区域的影响力和市场份额，强化其短途亚洲线（日韩+东南亚）产品的综合竞争力，提升抗风险能力，并从一定层面彰显公司外延收购扩张有望提速。综合来看，公司作为海航集团偏轻资源整合平台，通过出境游全产业链业务模式的持续优化、内生外延齐发力及与海航各种资源不断纵深合作有望助推其业绩持续较快增长，再融资推进带来诉求强化，维持中长期“买入”评级。

### ■ 风险提示

自然灾害等重大突发事件；OTA 价格战冲击；收购扩张及后续整合低于预期。

## 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	2301	2283	2559
应收款项	495	254	348	442
存货净额	15	486	687	877
其他流动资产	464	43	60	77
<b>流动资产合计</b>	<b>2924</b>	<b>3093</b>	<b>3387</b>	<b>3964</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>3537</b>	<b>4067</b>	<b>4701</b>	<b>5351</b>
短期借款及交易性金融负债	678	400	400	350
应付款项	386	201	284	363
其他流动负债	707	681	957	1217
<b>流动负债合计</b>	<b>1771</b>	<b>1281</b>	<b>1641</b>	<b>1930</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	4	4	4	4
<b>长期负债合计</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
<b>负债合计</b>	<b>1775</b>	<b>1285</b>	<b>1645</b>	<b>1934</b>
少数股东权益	116	138	168	206
股东权益	1646	9049	9333	9688
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3537</b>	<b>10472</b>	<b>11145</b>	<b>11828</b>

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.16	0.23	0.32	0.40
每股红利	0.04	0.07	0.10	0.12
每股净资产	1.30	7.16	7.39	7.67
ROIC	14%	18%	31%	34%
ROE	13%	3%	4%	5%
毛利率	19%	19%	18%	17%
EBIT Margin	6%	6%	5%	5%
EBITDA Margin	7%	6%	6%	6%
收入增长	731%	47%	40%	27%
净利润增长率	476%	41%	40%	25%
资产负债率	53%	14%	16%	18%
息率	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%
P/E	111.6	79.1	56.7	45.3
P/B	14.0	2.5	2.5	2.4
EV/EBITDA	73.3	55.4	41.4	33.4

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
<b>营业收入</b>	<b>4935</b>	<b>7245</b>	<b>10162</b>	<b>12919</b>
营业成本	3979	5874	8345	10658
营业税金及附加	44	70	71	90
销售费用	369	558	740	917
管理费用	233	342	471	585
财务费用	17	6	(10)	(14)
投资收益	3	6	14	20
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	401	560	703
营业外净收支	2	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>295</b>	<b>401</b>	<b>560</b>	<b>703</b>
所得税费用	66	79	111	141
少数股东损益	23	31	44	55
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>206</b>	<b>290</b>	<b>405</b>	<b>507</b>

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>净利润</b>	<b>206</b>	<b>290</b>	<b>405</b>	<b>507</b>
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	(10)	(14)
营运资本变动	(27)	(18)	48	39
其它	17	20	29	37
<b>经营活动现金流</b>	<b>225</b>	<b>331</b>	<b>544</b>	<b>662</b>
资本开支	(54)	(401)	(401)	(151)
其它投资现金流	(9)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(60)</b>	<b>(401)</b>	<b>(401)</b>	<b>(151)</b>
权益性融资	786	7200	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(53)	(87)	(122)	(152)
其它融资现金流	493	(278)	0	(50)
<b>融资活动现金流</b>	<b>1174</b>	<b>6835</b>	<b>(122)</b>	<b>(202)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>1340</b>	<b>6765</b>	<b>21</b>	<b>309</b>
货币资金的期初余额	601	1941	2301	2283
货币资金的期末余额	1941	8706	2322	2592
企业自由现金流	187	(61)	136	500
权益自由现金流	680	(349)	102	429

## 相关研究报告

《凯撒旅游-000796-重大事件快评：海航全球化轻资产资源整合平台，多元化布局持续推动高成长》 —— 2016-08-22

《凯撒旅游-000796-2016年半年报点评：业绩逆势超预期增长，全产业链模式持续深化》 —— 2016-08-15

《凯撒旅游-000796-重大事件快评：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》 —— 2016-05-09

《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

## 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

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。