



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩受益欧洲游回暖，持续推进目的地资源整合

——凯撒旅游（000796）2017 年半年报点评

2017 年 08 月 24 日

强烈推荐/维持

凯撒旅游

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003	
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017	
张凯琳	联系人		
	zhangkl@dxzq.net.cn	010-66554087	

事件：

公司发布 2017 年半年报：2017 年上半年实现营业收入 34.05 亿元，同比增长 30.84%；归属于上市公司股东的净利润 1.34 亿元，同比增长 136.11%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 0.74 亿元，同比增长 20.74%；每股收益 0.17 元，同比增长 136.11%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	1209.23	1229.37	1372.76	2428.08	1605.8	1620.12	1784.54
增长率（%）	61.24%	56.88%	39.39%	24.08%	32.79%	31.78%	30.00%
毛利率（%）	20.39%	19.63%	18.82%	17.94%	16.72%	16.99%	19.41%
期间费用率（%）	14.48%	15.46%	14.56%	8.77%	16.12%	13.75%	14.60%
营业利润率（%）	4.68%	3.15%	4.24%	9.04%	-0.44%	3.01%	7.88%
净利润（百万元）	43.53	25.47	45.91	186.94	-17.70	34.76	121.63
增长率（%）	-25.03%	46.66%	49.07%	36.41%	-140.67%	36.48%	164.95%
每股盈利（季度，元）	0.05	0.02	0.05	0.22	-0.03	0.03	0.14
资产负债率（%）	50.19%	52.74%	54.69%	50.47%	61.78%	59.55%	63.53%
净资产收益率（%）	2.47%	1.42%	2.46%	9.09%	-0.86%	1.66%	5.70%
总资产收益率（%）	1.23%	0.67%	1.11%	4.50%	-0.33%	0.67%	2.08%

观点：

➤ 受益欧洲游复苏，出境游业务表现亮眼，配餐业务亦快速增长

2017年上半年公司旅行社业务产品总量达1万余种，实现收入29.20亿元（+31.71%），净利润0.69亿元（+91.67%）。其中出境游批发贡献收入5.76亿元（+73.49%），出境游零售19.64亿元（+18.97%），企业会奖3.81亿元（+62.52%）。欧洲游复苏是业绩亮眼的重要原因，上半年我国赴欧游客数量同比增长65%，其中跟团游增长81%。报告期内航空铁路配餐业务实现收入4.76亿元（+26.19%），公司新承接了北京-西雅图等多条航空线路以及我国西北地区多条动车线路，共计服务航司66家和动车52条。

报告期内公司销售、管理和财务费用率分别为8.61%（-0.58pct）、4.26%（-0.59pct）和1.33%（+0.38pct），

销售和管理费用水平有所压缩，财务费用增加主要系融资成本增长所致。公司归母净利增长幅度远超营收，主要系报告期内公司向关联方转让嘉兴永文明体投资合伙企业5亿元份额，获得投资收益0.59亿元，剔除该投资收益则归母净利同比增长33.04%。

➤ **多角度延伸产业链，增强目的地资源整合，资本运作提供资金支持**

（1）邮轮业务市场份额继续扩大，上半年极地邮轮业务约占国内市场份额的31.86%；加大新、奇、特、高旅游产品和私人订制产品的研发力度，降低库存并提高收入；依托海航背景切入国内游，积极布局海南、三沙等旅游资源。（2）与马耳他政府、北欧旅游局和汉堡旅游局签订合作协议，深度挖掘欧洲优质旅游资源；成为2018年韩国平昌冬季奥运会中国大陆地区独家票务代理，以及“超级碗”中国大陆地区贵宾款待类票务代理，拓展体育赛事资源布局。（3）2016-17年公司先后披露定增及公司债预案，拟定增募集72亿元用于营销总部、公民海外即时保障、邮轮销售和国际航旅通四个项目（目前正在等待核准批文），拟发行7亿元公司债偿还贷款及补充流动资金（已发行完成，票面利率7.2%，评级AA），资金上的支持将成为公司继续深耕出境游的坚实基础。

结论：

受益欧洲游复苏，公司2017年上半年出境游业务表现良好，持续推进目的地资源整合及出境游全产业链布局。背靠海航大船，与海航旗下航空、旅游等优质资源产生协同效应，资本运作确保资金支持，出境游龙头地位保持稳固。目前公司估值正处历史底部。我们预计公司2017-2019年营业收入分别为89.08、114.91和143.96亿元，归属上市公司净利润分别为3.45、4.42和5.73亿元，不考虑增发摊薄的EPS分别为0.39、0.50和0.66元，对应PE分别为33.24、25.59和19.37倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：突发性事件影响，定增项目推进不达预期，市场竞争加剧

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2924	3251	4156	5685	7406	营业收入	4935	6636	8908	11491	14396
货币资金	1941	1470	1782	2298	2879	营业成本	3979	5432	7323	9404	11704
应收账款	361	649	635	819	1025	营业税金及附加	44	26	36	46	58
其他应收款	134	305	409	528	661	营业费用	369	528	664	850	1087
预付款项	446	772	1200	1922	2684	管理费用	233	286	392	575	741
存货	15	15	81	56	77	财务费用	17	48	50	43	63
其他流动资产	18	30	39	52	67	资产减值损失	1.50	9.51	4.10	5.03	3.00
非流动资产合计	613	2150	1608	1573	1537	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	8	17	18	18	18	投资净收益	2.91	2.73	5.00	3.00	0.00
固定资产	220.1	240.4	209.3	179.3	150.4	营业利润	294	309	445	570	740
无形资产	82	89	80	71	62	营业外收入	2.58	6.63	6.00	6.00	6.00
其他非流动资产	2	3	3	3	3	营业外支出	1.03	1.78	2.00	2.00	2.00
资产总计	3537	5401	5764	7258	8942	利润总额	295	314	449	574	744
流动负债合计	1771	3332	3424	4574	5814	所得税	66	74	103	132	171
短期借款	678	1492	784	1342	1613	净利润	229	241	345	442	573
应付账款	386	711	1219	1226	1661	少数股东损益	23	28	36	40	42
预收款项	430	584	922	1488	2018	归属母公司净利润	206	213	309	402	531
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	415	471	532	650	840
非流动负债合计	4	5	6	9	13	BPS (元)	0.29	0.26	0.39	0.50	0.66
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	1775	3337	3430	4583	5827	成长能力					
少数股东权益	116	191	227	267	309	营业收入增长	730.83	34.48%	34.24%	28.99%	25.28%
实收资本(或股本)	803	803	803	803	803	营业利润增长	403.17	5.39%	43.67%	28.20%	29.88%
资本公积	623	634	634	634	634	归属于母公司净利润	45.56%	29.91%	45.56%	29.91%	32.13%
未分配利润	167	367	522	723	989	获利能力					
归属母公司股东权	1646	1873	2101	2402	2800	毛利率(%)	19.36%	18.14%	17.79%	18.16%	18.70%
负债和所有者权益	3537	5401	5758	7252	8936	净利率(%)	4.64%	3.63%	3.88%	3.85%	3.98%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	5.82%	3.94%	5.37%	5.54%	5.94%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	12.50%	11.35%	14.73%	16.73%	18.97%
经营活动现金流	288	323	658	100	505	偿债能力					
净利润	229	241	345	442	573	资产负债率(%)	50%	62%	60%	63%	
折旧摊销	104.77	114.17	0.00	36.83	36.77	流动比率	1.65	0.98	1.21	1.24	1.27
财务费用	17	48	50	43	63	速动比率	1.64	0.97	1.19	1.23	1.26
应收账款减少	0	0	14	-184	-207	营运能力					
预收帐款增加	0	0	338	566	530	总资产周转率	2.05	1.48	1.60	1.77	1.78
投资活动现金流	-147	-1508	498	-2	-4	应收账款周转率	19	13	14	16	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	20.76	12.10	9.23	9.40	9.97
长期股权投资减少	0	0	497	0	-1	每股指标(元)					
投资收益	3	3	5	3	0	每股收益(最新摊薄)	0.29	0.26	0.39	0.50	0.66
筹资活动现金流	978	663	-844	419	80	每股净现金流(最新)	1.39	-0.65	0.39	0.64	0.72
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.05	2.33	2.62	2.99	3.49
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	556	0	0	0	0	P/E	43.56	48.39	33.24	25.59	19.37
资本公积增加	288	12	0	0	0	P/B	6.25	5.49	4.90	4.28	3.67
现金净增加额	1118	-522	312	516	581	EV/EBITDA	21.72	21.88	17.47	14.35	10.74

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，9 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于餐饮旅游领域研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。