

消费升级与娱乐研究中心

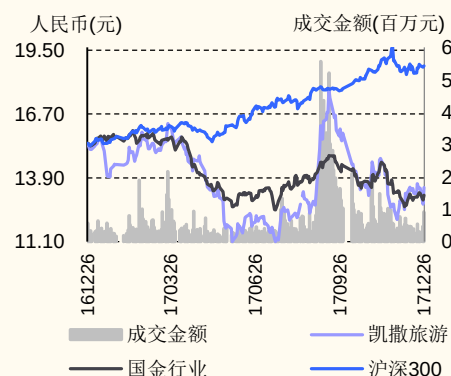
凯撒旅游 (000796.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 13.48 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	246.04
总市值(百万元)	10,824.44
年内股价最高最低(元)	17.80/11.10
沪深 300 指数	4053.62
深证成指	11021.83



相关报告

1. 《凯撒旅游公司深度研究报告-行业复苏龙头受益, 资源+渠道纵向产...》, 2017.12.4

楼枫桦

分析师 SAC 执业编号: S1130517090005
(8621)60933978
loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟

联系人
bianlijuan@gjzq.com.cn

非公开募资额度下调, 布局资源+服务战略方向不变

公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.256	0.265	0.423	0.474	0.620
每股净资产(元)	2.05	2.33	2.76	3.23	3.85
每股经营性现金流(元)	0.34	0.38	0.46	0.67	0.91
市盈率(倍)	107.15	57.23	31.83	28.46	21.74
行业优化市盈率(倍)	27.87	27.87	27.87	27.87	27.87
净利润增长率(%)	475.51%	3.30%	59.94%	11.86%	30.91%
净资产收益率(%)	12.50%	11.35%	15.36%	14.66%	16.10%
总股本(百万股)	803.00	803.00	803.00	803.00	803.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件概述

- 公司非公开发行方案作出调整, 具体内容为: 1、发行价格不低于 15.65 元/股改为 11.86 元/股。2、计划募集资金不超过 720,000 万元改为不超过 308,896 万元。其中海航旅游承诺以不低于人民币 85,804 万元、世嘉投资承诺以不低于人民币 30,031 万元的认购资金认购本次发行的股份。3、募投项目的投入金额发生更改: 国内营销总部二期项目的募集资金投入由 10.27 亿元改为 1.66 亿元; 公民海外即时服务保障系统项目的募集资金投入由 8.5 亿元调整为 6.1 亿元; 凯撒邮轮销售平台项目的募集资金投入由 27.3 亿元调整为 12.4 亿元; 凯撒国际航旅通项目的募集资金投入由 26 亿元调整为 10.7 亿元。4、有效期由 2018 年 6 月 5 日调整为股东大会审议通过本次发行方案调整相关事项之日起 12 个月。

经营分析

- 下调募资金额符合预期, 现阶段的定增金额按照市值来算仍高于新规要求: 公司的非公开发行资金从 72 亿元下降到 30.89 亿元, 募集规模的下降基本上符合市场对公司的预期, 30.89 亿元的募资金额按照 12 月 26 日的收盘市值 108 亿元来看仍超过了新规的规定, 其中海航旅游和世嘉投资参与 11.6 亿元。在定增方案修改后存在两种可能: 第一是进一步根据新规调整募集资金规模, 但是这样假设下此次修改没有一步到位较为不合理; 第二是定增阶段公司对市值有诉求, 在行业复苏情形下会积极提升经营效率做业绩, 通过市值的提升来完成定增额度, 同时能够将股权的稀释性能降到最低。
- 各项募投方案总投资额均出现下调, 其中线下门店和邮轮项目的下调幅度最大, 门店扩张放缓, 邮轮仍是公司的重点发展项目: 公司的募投资金主要用于线下门店、邮轮、海外即时服务保障以及航旅通项目, 其中线下门店的总投资金额由 12.5 亿元下降到 4.4 亿元, 从资金投入量来看线下门店的布局速度将有所放缓; 邮轮项目由 35 亿元调整为 14 亿元, 邮轮为市场相对高端的旅游产品, 布局较为重资产, 投资额的下降并不代表公司对于邮轮项目的轻视, 相反从公司整体的投资情况和邮轮的比重来看邮轮旅游仍是公司的重要发展项目。
- 从投资逻辑来看自行业复苏到公司 C 端和上游资源优势再到估值底部构成

了完整的推荐流程，如今定增的修改对于公司来看利大于弊，继续维持买入评级：公司将受益于行业复苏、纵向产业链的布局以及估值安全边际。1) 2018 年中欧中加旅游年以及亚洲低基数影响下出境游市场预期能够出现结构性机会，公司对接零售端能够直接受益；2) 线上线下布局出境游旅行社零售业务，盈利能力相对较强。对比众信旅游和凯撒旅游来看，由于商业模式的不同，零售端直接面向 C 端用户，毛利率及净利率相对较高，在市场充分竞争的情况下，公司能够受益于细分行业的复苏和市占率的提高。3) 上游资源端能够借力海航旅游，产品的灵活性相对较高。同时上游资源相对重资产，对于财务压力相对较大，以海航为背景进行重资产布局能够优化公司的资本结构。4) 对标海外成熟的旅行社的发展路径来看目前 C 端的资源获取和上游资源端的把控是旅行社的重要战略，凯撒在全产业链布局、批零一体化、提升直销比例方面步伐较快。

盈利预测及投资建议

- 预计 2017E-2019E 的业绩分别为 3.4/3.8/4.98 亿元，增速分别为 60%/12%/31%，由于 2017 年存在约 6500 万元的投资收益，剔除这部分的投资收益后 2017E-2019E 的业绩分别为 2.75/3.8/4.98 亿元，增速分别为 29%/38%/31%。EPS 分别为 0.42/0.47/0.62 元，目前股价对应的 PE 分别为 32/28/22 倍，维持买入评级。假设考虑现阶段的定增规模来看 PE 分别为 40/36/28 倍。

风险提示

- 安全和政策因素影响较大；
- 人民币贬值风险导致国内出境游实际消费水平下降；
- 国内经济放缓导致出境游市场持续低速增长；
- 线下门店的布局拖累公司业绩；
- 非公开发行存在过会失败或者修改募资方案的可能。

图表 1：公司定增方案调整后的项目投资变动表

单位：万元	项目名称	调整前		调整后	
		项目投资总额	拟使用募集资金	项目投资总额	拟使用募集资金
1	国内营销总部二期项目	124,816.00	102,723.00	43,682	16,648
2	公民海外即时服务保障系统项目	105,865.00	84,689.00	100,420	60,908
3	凯撒邮轮销售平台项目	349,020.00	273,117.00	139,014	124,290
4	凯撒国际航旅通项目	296,202.00	259,471.00	117,726	107,050
合计		875,903.00	720,000.00	400,842	308,896

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	594	4,935	6,636	8,926	11,816	14,858
增长率		730.8%	34.5%	34.5%	32.4%	25.7%
主营业务成本	-320	-3,979	-5,432	-7,349	-9,768	-12,292
%销售收入	53.9%	80.6%	81.9%	82.3%	82.7%	82.7%
毛利	274	955	1,204	1,577	2,047	2,566
%销售收入	46.1%	19.4%	18.1%	17.7%	17.3%	17.3%
营业税金及附加	-12	-44	-26	-9	-12	-15
%销售收入	2.1%	0.9%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-89	-369	-528	-714	-945	-1,189
%销售收入	14.9%	7.5%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
管理费用	-84	-233	-286	-357	-473	-594
%销售收入	14.2%	4.7%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	89	309	364	497	618	768
%销售收入	14.9%	6.3%	5.5%	5.6%	5.2%	5.2%
财务费用	-35	-17	-48	-73	-65	-50
%销售收入	5.9%	0.3%	0.7%	0.8%	0.5%	0.3%
资产减值损失	-1	-2	-10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	3	3	65	3	3
%税前利润	9.0%	1.0%	0.9%	13.2%	0.5%	0.4%
营业利润	58	294	309	489	556	722
营业利润率	9.8%	6.0%	4.7%	5.5%	4.7%	4.9%
营业外收支	6	2	5	5	3	3
税前利润	64	295	314	494	559	725
利润率	10.8%	6.0%	4.7%	5.5%	4.7%	4.9%
所得税	-6	-66	-74	-114	-129	-167
所得税率	9.2%	22.5%	23.4%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	58	229	241	380	430	558
少数股东损益	22	23	28	40	50	60
归属于母公司的净利润	36	206	213	340	380	498
净利率	6.0%	4.2%	3.2%	3.8%	3.2%	3.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	58	229	241	380	430	558
非现金支出	20	30	44	33	33	34
非经营收益	18	30	45	26	88	81
营运资金变动	64	-14	-21	-72	-17	60
经营活动现金净流	161	274	309	366	535	732
资本开支	-26	-82	-92	-36	-37	-38
投资	18	-2	-1,428	0	0	0
其他	-12	-63	13	65	3	3
投资活动现金净流	-20	-147	-1,508	29	-34	-35
股权募资	0	786	17	0	0	0
债权募资	-37	225	707	-67	-106	-111
其他	-55	-32	-51	-98	-94	-87
筹资活动现金净流	-92	979	673	-165	-200	-198
现金净流量	48	1,106	-526	230	300	500

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	601	1,941	1,470	1,700	2,000	2,500
应收账款	236	495	954	1,174	1,554	1,954
存货	9	15	15	20	27	34
其他流动资产	2	473	812	1,102	1,465	1,844
流动资产	847	2,924	3,251	3,996	5,046	6,331
%总资产	66.9%	82.7%	60.2%	64.9%	70.0%	74.4%
长期投资	166	151	1,556	1,556	1,556	1,556
固定资产	195	227	240	246	251	256
%总资产	15.4%	6.4%	4.5%	4.0%	3.5%	3.0%
无形资产	40	214	326	330	332	334
非流动资产	419	613	2,150	2,160	2,167	2,174
%总资产	33.1%	17.3%	39.8%	35.1%	30.0%	25.6%
资产总计	1,267	3,537	5,401	6,156	7,213	8,505
短期借款	244	678	1,492	726	620	509
应付款项	181	964	1,661	2,054	2,725	3,428
其他流动负债	91	129	179	228	290	432
流动负债	517	1,771	3,332	3,008	3,634	4,369
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	91	4	5	704	704	704
负债	608	1,775	3,337	3,712	4,338	5,073
普通股股东权益	542	1,646	1,873	2,213	2,594	3,092
少数股东权益	117	116	191	231	281	341
负债股东权益合计	1,267	3,537	5,401	6,156	7,213	8,505

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.145	0.256	0.265	0.423	0.474	0.620
每股净资产	2.200	2.050	2.333	2.756	3.230	3.850
每股经营现金净流	0.651	0.342	0.385	0.456	0.666	0.912
每股股利	0.150	0.200	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.59%	12.50%	11.35%	15.36%	14.66%	16.10%
总资产收益率	2.82%	5.82%	3.94%	5.52%	5.27%	5.85%
投入资本收益率	8.12%	9.82%	7.83%	9.89%	11.34%	12.74%
增长率						
主营业务收入增长率	-8.17%	730.83%	34.48%	34.51%	32.37%	25.75%
EBIT 增长率	-12.75%	248.57%	17.63%	36.60%	24.29%	24.34%
净利润增长率	-22.72%	475.51%	3.30%	59.94%	11.86%	30.91%
总资产增长率	-1.07%	179.18%	52.72%	13.98%	17.16%	17.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	106.3	19.4	27.8	28.0	28.0	28.0
存货周转天数	9.7	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
应付账款周转天数	99.3	21.8	36.9	37.0	37.0	37.0
固定资产周转天数	115.0	16.3	13.2	10.0	7.6	6.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-40.65%	-71.67%	1.07%	-11.20%	-23.66%	-37.61%
EBIT 利息保障倍数	2.5	18.1	7.6	6.8	9.5	15.5
资产负债率	47.97%	50.19%	61.78%	60.30%	60.15%	59.64%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
	1	2	14	14	29
	0	3	7	7	24
	0	0	1	1	4
	0	0	1	1	1
	1.00	1.60	1.52	1.52	1.60

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-12-04	买入	12.81	16.00~17.00

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH