

2017年12月27日

凯撒旅游 (000796.SZ)

## 定增募集资金大幅下调 公司有望轻装前行 (更新版)

■事件：公司12月26日晚发布公告调整非公开发行方案，调整后公司拟非公开发行募集资金30.89亿元（减少41.11亿元），每股价格不低于11.86元（调整前15.56元）；海航旅游、世嘉投资（分别为公司大股东、二股东）分别承诺以不低于8.58亿、3亿（调整前20亿、7亿）认购此次发行的股份。

■点评：①市场此前认为公司定增金额较大，致短期股东即期回报摊薄，对估值形成一定压力，此次方案减少募资一半以上，好于市场预期。②此次募集资金30.89亿元，新增股本数将不超过2.62亿股，增幅32.5%；而此前募集资金72亿，新增不超过4.62亿股本，增幅57.5%，此次调整方案将大幅降低利润摊薄比例；③同时我们认为在非公开发行监管政策趋严的背景下，此次募资降低更有利于方案顺利通过，有望轻装前行；④公司定增募集资金主要用于国内营销总部二期项目（1.66亿元）、公民海外即时服务保障系统（6.09亿元）、凯撒游轮销售平台项目（12.43亿元）、凯撒国际航旅通项目（10.71亿元），此次募资减少预计不会影响公司主业，定增落地后将助推旅游营销及综合服务体系建立，加速线下门店铺广。

■2018年行业有望回暖，公司“品牌+资源+渠道”优势突出，业绩增速或将超过行业。①凯撒旅游由于强大的品牌效应，客单价高、客户粘性强，发力零售端，相对受行业负面因素影响较小；②通过强大的门店铺设和管理能力，抢占机制不佳的国企零售门店的份额，依靠海航获得线上流量入口；③凭借海航的支持强化目的地资源控制，增强与上游资源供应商的议价能力。

■前两大股东参与定增+增持彰显对公司发展信心。①大股东与二股东参与定增，每股价格不低于11.86元；②2016年起，大股东与二股东持续增持，增持价格区间在12-15元之间，彰显对公司长期发展信心。

■投资建议：预计公司2017年-2019年的收入增速分别为28.5%、25.6%、21.3%，净利润分别为3.10/4.29/5.46亿元，如果此次定增顺利通过，对应2018年PE为32倍；考虑到出境游行业复苏，公司市场占有率持续提升，品牌优势突出+大股东资源优厚+渠道不断下沉，不考虑定增影响，给予一定估值溢价2018年PE为33倍，对应6个月目标价17.49元，给予买入-A评级。

公司快报

证券研究报告

其他食品

投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**17.49元**  
股价(2017-12-27) **13.27元**

### 交易数据

总市值(百万元)	10,655.81
流通市值(百万元)	3,264.98
总股本(百万股)	803.00
流通股本(百万股)	246.04
12个月价格区间	11.10/17.80元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.23	-10.6	-8.15
绝对收益	9.94	-14.94	-13.18

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030

zhanglong@essence.com.cn

021-35082939

### 相关报告

凯撒旅游：乘势行业倚集团，定位高端拓蓝海/张龙

2017-12-24

■风险提示：突发事件（自然灾害、战争、流行病、政治）影响出境游客流量，人民币大幅贬值降低出境游需求。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	4,934.5	6,636.0	8,527.3	10,710.3	12,991.5
净利润	205.8	212.6	310.1	428.5	545.6
每股收益(元)	0.26	0.26	0.39	0.53	0.68
每股净资产(元)	2.05	2.33	2.57	2.90	3.32
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	52.6	50.9	34.9	25.3	19.8
市净率(倍)	6.6	5.8	5.3	4.6	4.1
净利润率	4.2%	3.2%	3.6%	4.0%	4.2%
净资产收益率	12.5%	11.3%	15.0%	18.4%	20.5%
股息收益率	0.0%	0.7%	1.1%	1.5%	1.9%
ROIC	111.1%	86.4%	75.0%	116.5%	129.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,934.5	6,636.0	8,527.3	10,710.3	12,991.5	成长性					
减:营业成本	3,979.3	5,432.3	6,928.6	8,675.3	10,503.7	营业收入增长率	730.8%	34.5%	28.5%	25.6%	21.3%
营业税费	43.7	25.6	54.2	68.1	71.7	营业利润增长率	403.2%	5.4%	50.2%	38.5%	27.4%
销售费用	369.4	528.0	658.4	826.9	1,013.2	净利润增长率	475.5%	3.3%	45.9%	38.2%	27.3%
管理费用	232.8	286.4	385.1	483.7	578.0	EBITDA 增长率	202.6%	15.4%	35.9%	29.2%	24.3%
财务费用	17.1	47.6	33.6	10.1	1.2	EBIT 增长率	233.4%	14.9%	39.6%	31.1%	25.6%
资产减值损失	1.5	9.5	5.5	5.5	6.8	NOPLAT 增长率	184.6%	13.5%	36.7%	31.1%	25.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	46.0%	57.6%	-15.6%	13.3%	-21.5%
投资和汇兑收益	2.9	2.7	2.8	2.8	2.8	净资产增长率	167.3%	17.2%	11.1%	14.1%	15.7%
营业利润	293.6	309.5	464.7	643.5	819.6	利润率					
加:营业外净收支	1.6	4.9	3.2	3.2	3.8	毛利率	19.4%	18.1%	18.7%	19.0%	19.2%
利润总额	295.2	314.3	467.9	646.7	823.4	营业利润率	6.0%	4.7%	5.5%	6.0%	6.3%
减:所得税	66.5	73.7	117.0	161.7	205.8	净利润率	4.2%	3.2%	3.6%	4.0%	4.2%
净利润	205.8	212.6	310.1	428.5	545.6	EBITDA/营业收入	6.9%	5.9%	6.2%	6.4%	6.6%
						EBIT/营业收入	6.3%	5.4%	5.8%	6.1%	6.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	15	12	10	7	5
						流动营业资本周转天数	-5	-5	-4	-2	-2
						流动资产周转天数	138	167	105	85	91
						应收账款周转天数	24	39	32	32	34
						存货周转天数	1	1	1	1	1
						总资产周转天数	175	242	195	155	148
						投资资本周转天数	19	22	19	15	12
						投资回报率					
						ROE	12.5%	11.3%	15.0%	18.4%	20.5%
						ROA	6.5%	4.5%	9.1%	9.0%	11.7%
						ROIC	111.1%	86.4%	75.0%	116.5%	129.1%
						费用率					
						销售费用率	7.5%	8.0%	7.7%	7.7%	7.8%
						管理费用率	4.7%	4.3%	4.5%	4.5%	4.4%
						财务费用率	0.3%	0.7%	0.4%	0.1%	0.0%
						三费/营业收入	12.5%	13.0%	12.6%	12.3%	12.3%
						偿债能力					
						资产负债率	50.2%	61.8%	40.3%	51.6%	42.5%
						负债权益比	100.8%	161.7%	67.6%	106.4%	73.8%
						流动比率	1.65	0.98	1.13	1.20	1.45
						速动比率	1.64	0.97	1.11	1.19	1.43
						利息保障倍数	18.19	7.50	14.83	64.86	672.39
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.10	0.15	0.20	0.26
						分红比率	0.0%	37.8%	37.8%	37.8%	37.8%
						股息收益率	0.0%	0.7%	1.1%	1.5%	1.9%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	228.7	240.6	310.1	428.5	545.6	EPS(元)	0.26	0.26	0.39	0.53	0.68
加:折旧和摊销	41.8	48.3	33.5	33.5	33.5	BVPS(元)	2.05	2.33	2.57	2.90	3.32
资产减值准备	1.5	9.5	-	-	-	PE(X)	52.6	50.9	34.9	25.3	19.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.6	5.8	5.3	4.6	4.1
财务费用	34.8	44.9	33.6	10.1	1.2	P/FCF	24.0	12.8	-14.9	38.7	30.0
投资损失	-2.9	-2.7	-2.8	-2.8	-2.8	P/S	2.2	1.6	1.3	1.0	0.8
少数股东损益	22.9	28.0	40.9	56.5	71.9	EV/EBITDA	61.1	27.6	17.3	13.1	10.0
营运资金的变动	-3.1	11.5	62.2	-89.5	67.7	CAGR(%)	28.5%	36.9%	82.3%	28.5%	36.9%
经营活动产生现金流量	287.9	323.1	477.5	436.3	717.2	PEG	1.8	1.4	0.4	0.9	0.5
投资活动产生现金流量	-147.3	-1,508.0	3.6	2.8	2.5	ROIC/WACC	10.8	8.4	7.3	11.4	12.6
融资活动产生现金流量	977.7	662.8	-1,268.9	-264.4	-494.0	REP	6.0	2.6	3.0	1.7	1.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

张龙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034