

2018年04月26日

凯撒旅游 (000796.SZ)

## 收入稳健增长，一次性减值拖累业绩

■**业绩简述**：2017年实现营业收入80.45亿元/+21.24%；归属于上市公司股东的净利润2.21亿元/+3.82%；扣非净利润为1.51亿元/-30.05%。EPS0.2748/+3.82%。2017年度不分红。2017Q4单季营收18.05亿元/+12.42%，归母净利-1.19亿元，主要系多项一次性减值于第四季度计提。

■**旅游服务中批发业务高速增长，零售及会奖业务稳健提升**。旅游服务实现收入69.99亿元/+20.83%，其中批发业务高速增长，零售及会奖业务稳健提升。①**公民批发增速大幅提升，客单价降低系公司低价抢占出境游批发市场、并开拓国内游市场**：营业收入1.29亿元/+45.5%，接待38万人次/+89.5%，客单价3374元/人次，同降23.22%。批发业务高速增长，客单价同比下降，毛利率也有所降低，我们认为系1)公司以低价战略抢占出境游批发市场，加速布局华南、西南区域（华南增速72%，西南增速65%），2)2017年起公司发力国内游、入境游业务，与出境游相比国内游客客单价较低、毛利率较低，2017年收入中国内游收入占比提升，导致增速提高、客单价降低。②**公民零售稳健增速，客单价提升，体现公司强大品牌优势**：营收4.6亿元/+17.6%，接待70万人次/+9.8%，客单价6632元/人次，同增7.11%。零售业务稳健增长，客单价同比提升，公司品牌优势显著。③**企业会奖稳定增长**：营收10.6亿元/+11.2%，接待16.8万人次/+46.2%，客单价6333元/人次，同降23.95%。

■**航食配餐高速增长，点餐信息化推动铁餐量价齐升**。营收10.3亿元/+32%，其中①**航空配餐**营收8.4亿元/+29%，3,641.14万份/+16%，每份均价23元/+10.96%；②**铁路配餐**营收1.9亿元/+53%，252.97万份/+25%，每份均价76元/+22.46%。铁路配餐营收与配餐量均有了大幅提升，主要系报告期内公司改进完善铁餐信息化系统所致，报告期内公司已完成系统的一期开发，配合微信开展线上点餐服务。

■**毛利率略有降低，主要系批发业务毛利率降低；经营效率提高，期间费用率有所降低**。毛利率18.00%/-0.14pct，其中：零售业务毛利率进一步提高0.68pct至16.46%，批发业务毛利率下降0.79pct至5.57%，会奖业务毛利率下降1.27pct至13.14%。期间费用率12.62%/-0.37pct，其中：销售费用率7.73%/-0.23pct，管理费用率3.73%/-0.59pct，财务费用1.16%/YOY+0.45pct，主要系2017年6月发行7亿元债券产生较多利息支出。

■**净利润大幅下滑主要受大额资产减值影响，一次性减值不影响公司长期经营**。①公司对嘉兴基金乐视体育项目出资1亿元可供出售金融资产计提了减值准备；②由于经政府政策调控，对“双桥”应收账款1249.53万元全额计提坏账准备（但公司已启动相关法律程序，尽可能

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：**16.80元**  
股价(2018-01-18) **12.90元**

交易数据

总市值(百万元)	10,358.70
流通市值(百万元)	3,173.94
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	-2.41	7.4	-7.16
绝对收益	0.0	0.0	-11.1

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024  
huangsh@essence.com.cn  
021-35082092

杜一帆

报告联系人

duyf1@essence.com.cn  
021-35082088

相关报告

- 凯撒旅游：定增募集资金大幅下调 公司有望轻装前行(更新版)/张龙 2017-12-27
- 凯撒旅游：定增募集资金大幅下调，公司有望轻装前行/张龙 2017-12-27

减少公司损失);③受韩国“萨德”事件影响,日韩游旅游社天天商旅未达业绩承诺,基于补充协议,公司免于支付原账面已计提的股权投资或有对价 6908 万元,作为金融负债的变化计入当期公允价值变动损益并转入投资收益,同时列示商誉减值准备 6110.95 万元,对当期损益影响为 797 万元(列入非经常性损益)。

■**未来看点:**①**出境游复苏趋势确立,韩国游利空出尽增速回升,2018 年出境游增速有望达 20%以上:**2018 年 3 月韩国数据扭正(40.34 万人次/+11.8%);2018Q1 亚洲主要出境目的地大陆游客接待持续实现高增长,日本 194.36 万人次/+17.9%,泰国 317.45 万人次/+30%,越南 135.64 万人次/+42.9%;2018 年 1-2 月份,香港 851.29 万人次/+13.6%,澳门 421.46 万人次/+15.1%,台湾 50.84 万人次/+11%,新西兰 10.62 万人次/+20.96%;四大航司(国航/东航/南航/海航)国际运量增长 10.57%,3 月份明显提速。②**“品牌+资源+渠道”优势突出,业绩增速将超过行业增幅;**③**公司目前停牌,拟进一步整合上下游资源,进一步加强公司对出境游产业链核心资源的掌控,若重组完成,公司对核心资源掌控力将进一步增强,利润空间有望大幅提升。**拟重组标的资产包括香港快运航空有限公司、非洲世界航空有限公司、康泰旅行社有限公司、新华旅游有限公司、Zuji Travel Pte. Ltd(新加坡 OTA)、重庆同盛假期国际旅行社有限公司、海航思福租赁股份有限公司、福建九天达信息科技股份有限公司、易生金服控股集团有限公司、海南海航饮品股份有限公司等。

■**投资建议:**考虑出境游行业复苏,公司“品牌+资源+渠道”优势突出,预计公司 2018 年-2020 年的收入增速分别为 24.3%/22.7%/17.6%,对应 EPS 分别为 0.48/0.71/0.83,给予估值溢价 2018 年 PE 为 35 倍,对应 2018 年目标价 16.80 元。

■**风险提示:**宏观经济增速明显下行风险、长期股权投资出现亏损、出境游增速不及预期、公司业务整合不及预期等。

摘要(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	6,636.0	8,045.3	9,999.1	12,265.8	14,427.7
净利润	212.6	220.7	392.3	585.8	693.5
每股收益(元)	0.26	0.27	0.48	0.71	0.83
每股净资产(元)	2.33	2.51	2.99	3.70	4.53

  

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	48.7	46.9	27.0	18.2	15.5
市净率(倍)	5.5	5.1	4.3	3.5	2.8
净利率	3.2%	2.7%	3.8%	4.6%	4.6%
净资产收益率	11.3%	11.0%	16.0%	19.1%	18.3%
股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	86.4%	61.8%	125.6%	169.0%	202.7%

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	6,636.0	8,045.3	9,999.1	12,265.8	14,427.7	<b>成长性</b>					
减:营业成本	5,432.3	6,597.4	8,199.9	9,966.9	11,723.8	营业收入增长率	34.5%	21.2%	24.3%	22.7%	17.6%
营业税费	25.6	17.4	30.1	31.7	40.4	营业利润增长率	5.4%	11.0%	63.7%	48.1%	17.5%
销售费用	528.0	622.0	784.3	961.6	1,131.4	净利润增长率	3.3%	3.8%	74.1%	47.8%	17.4%
管理费用	286.4	299.9	402.1	484.5	569.9	EBITDA 增长率	15.4%	24.5%	30.1%	37.6%	16.2%
财务费用	47.6	93.7	20.5	-11.6	-16.3	EBIT 增长率	14.9%	22.4%	33.4%	40.9%	17.2%
资产减值损失	9.5	204.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	13.5%	12.6%	42.0%	40.9%	17.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	57.6%	-30.2%	4.7%	-2.3%	-17.3%
投资和汇兑收益	2.7	132.7	-	-	-	净资产增长率	17.2%	6.1%	19.6%	24.0%	22.7%
<b>营业利润</b>	309.5	343.4	562.3	832.7	978.6	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	4.9	2.9	3.9	3.9	3.5	毛利率	18.1%	18.0%	18.0%	18.7%	18.7%
<b>利润总额</b>	314.3	346.3	566.1	836.6	982.1	营业利润率	4.7%	4.3%	5.6%	6.8%	6.8%
减:所得税	73.7	102.4	141.5	209.1	245.5	净利润率	3.2%	2.7%	3.8%	4.6%	4.6%
<b>净利润</b>	212.6	220.7	384.3	567.9	666.7	EBITDA/营业收入	5.9%	6.1%	6.3%	7.1%	7.0%
						EBIT/营业收入	5.4%	5.4%	5.8%	6.7%	6.7%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	固定资产周转天数	12	11	9	6	5
货币资金	1,470.0	2,418.7	1,624.8	2,260.6	3,177.7	流动营业资本周转天数	-5	-4	-4	-2	-1
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	167	174	153	137	150
应收账款	953.6	1,428.1	1,143.0	2,010.9	1,886.0	应收账款周转天数	39	53	46	46	49
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	1	1	1	1	1
预付账款	771.6	637.0	1,157.5	1,023.7	1,521.2	总资产周转天数	242	257	208	180	185
存货	15.1	10.8	28.2	19.2	33.3	投资资本周转天数	22	19	13	11	8
其他流动资产	40.8	31.5	36.1	36.1	34.6	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	1,454.4	854.4	854.4	854.4	854.4	ROE	11.3%	11.0%	16.0%	19.1%	18.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.5%	4.0%	7.8%	9.2%	9.2%
长期股权投资	16.8	17.4	17.4	17.4	17.4	ROIC	86.4%	61.8%	125.6%	169.0%	202.7%
投资性房地产	72.6	81.6	81.6	81.6	81.6	<b>费用率</b>					
固定资产	240.4	260.3	228.5	196.6	164.7	销售费用率	8.0%	7.7%	7.8%	7.8%	7.8%
在建工程	0.1	2.3	2.3	2.3	2.3	管理费用率	4.3%	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%
无形资产	88.8	116.6	97.1	77.6	58.1	财务费用率	0.7%	1.2%	0.2%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	276.9	219.5	204.1	204.1	204.0	三费/营业收入	13.0%	12.6%	12.1%	11.7%	11.7%
<b>资产总额</b>	5,401.1	6,078.2	5,475.0	6,784.6	8,035.2	<b>偿债能力</b>					
短期债务	1,492.0	864.3	-	-	-	资产负债率	61.8%	64.0%	52.2%	52.2%	50.4%
应付账款	1,077.5	1,314.2	1,388.2	1,896.6	2,096.0	负债权益比	161.7%	177.6%	109.2%	109.1%	101.8%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	0.98	1.46	1.62	1.70	1.89
其他流动负债	762.8	917.0	1,070.3	1,244.1	1,427.3	速动比率	0.97	1.46	1.61	1.70	1.88
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	7.50	4.66	28.49	-70.66	-59.17
其他非流动负债	4.6	793.3	399.0	399.0	530.4	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	3,336.9	3,888.9	2,857.5	3,539.7	4,053.7	DPS(元)	0.10	-	-	-	-
少数股东权益	190.8	174.8	215.1	274.6	344.5	分红比率	37.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	803.0	803.0	803.0	803.0	803.0	股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,065.5	1,215.1	1,599.4	2,167.3	2,834.0						
<b>股东权益</b>	2,064.2	2,189.3	2,617.5	3,244.9	3,981.5						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EPS(元)	0.26	0.27	0.48	0.71	0.83
净利润	240.6	243.8	384.3	567.9	666.7	BVPS(元)	2.33	2.51	2.99	3.70	4.53
加:折旧和摊销	48.3	63.9	51.4	51.4	51.4	PE(X)	48.7	46.9	27.0	18.2	15.5
资产减值准备	9.5	204.4	-	-	-	PB(X)	5.5	5.1	4.3	3.5	2.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	12.3	23.2	-12.2	18.0	12.3
财务费用	44.9	89.0	20.5	-11.6	-16.3	P/S	1.6	1.3	1.0	0.8	0.7
投资损失	-2.7	-132.7	-	-	-	EV/EBITDA	27.6	19.8	13.1	8.9	6.9
少数股东损益	28.0	23.1	40.3	59.6	69.9	CAGR(%)	37.6%	44.6%	22.9%	37.6%	44.6%
营运资金的变动	11.5	136.7	-42.7	-43.0	6.9	PEG	1.3	1.1	1.2	0.5	0.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	323.1	497.6	453.8	624.2	778.7	ROIC/WACC	8.4	6.0	12.1	16.3	19.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,508.0	445.0	-5.2	-	1.7	REP	2.6	4.6	1.9	1.3	1.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	662.8	23.5	-1,242.5	11.6	136.7						

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

黄守宏声明，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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

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	
	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	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

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