

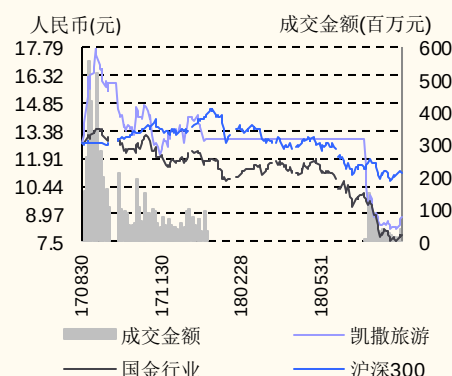
凯撒旅游 (000796.SZ) 增持 (下调评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.79 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	246.14
总市值 (百万元)	7,058.37
年内股价最高最低 (元)	17.80/8.17
沪深 300 指数	3351.09
深证成指	8552.80



相关报告

- 1.《凯撒旅游年报点评-批发业务高增长, 资产减值拖累公司业绩》, 2018.4.26
- 2.《凯撒旅游公司点评-非公开募资额度下调, 布局资源+服务战略方...》, 2017.12.27
- 3.《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 分析师 SAC 执业编号: S1130518080001
bianlijuan@gjzq.com.cn

旅游服务利润增长 10%, 行业复苏下公司获益

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.265	0.275	0.373	0.487	0.612
每股净资产 (元)	2.33	2.51	2.88	3.37	3.98
每股经营性现金流 (元)	0.38	0.60	0.72	0.70	0.91
市盈率 (倍)	57.23	51.27	23.59	18.07	14.35
净利润增长率 (%)	3.30%	3.74%	35.65%	30.60%	25.88%
净资产收益率 (%)	11.35%	10.95%	12.93%	14.45%	15.39%
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

业绩简评

- 2018 年上半年公司实现营业收入 37.67 亿元/+10.66%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 0.75 亿元/+2.2%。

经营分析

- 旅行服务收入实现 31.99 亿元/+9.54%, 收入体量较大的北京区域增速较快: 公司上半年收入增速达到 10.66%, 其中旅游服务收入为 31.99 亿元/+9.54%, 配餐业务为 5.6 亿元/+17.68%。细分来看旅游服务中公司零售端增速平稳, 实现收入 21.8 亿元/+10.97%, 批发业务 5.27 亿元/-8.46%, 目前批发业务达到公司旅游服务业务的 16%。毛利率方面旅游服务毛利率下滑 0.49pct, 零售及批发业务毛利率均有所下滑, 配餐业务毛利率提升 1.5pct。地区表现来看收入体量较大的北京、东北、西南区域收入增速较高。
- 旅游服务利润增速约为 10%, 受到去年同期投资收益影响下公司整体归母净利润下滑 43%, 扣非后增速约为 2.2%: 上半年凯撒同盛实现净利润 0.76 亿元/+10%, 收入及利润增速相一致。公司整体归母净利润下滑 43%主要是由于去年上半年转让嘉兴股权实现投资收益 0.59 亿元, 扣非后净利润增速约为 2.2%。公司扣非后利润增速较低的原因在于销售费用的增加, 上半年销售费用率为 9.3%/+0.7pct, 其中费用段占 50%以上的人工费用增加较多, 毛销率 (毛利率-销售费用率) 下降。
- 整体 18 年出国游市场将维持复苏态势, 公司将受益于龙头份额提升及线上运营的策略: 今年上半年出境游人次达到 7131 万/+15%。剔除港澳台的出境游人次来看出国游人次为 3462.43 万人次/+17.2%, 相较于 2017 年出国游增速有所复苏。由于 17 年地缘政治影响下出国游低基数, 18 年日韩泰等权重目的地增速均实现一定的反转, 韩国自 4 月起内地游客增长 40%以上, 1-7 月内地赴日本游客人次 493.56 万人/+21.5%, 赴越南游客人次 297.33 万人/+34%, 赴泰国游客人次 686.09 万人/21.4%, 内地赴欧洲游客人次增速约为 15%水平。公司作为旅行社零售业务的龙头能够受益于行业复苏, 同时布局“旅游+”, 打造定制游、体育有、凯撒名宿等创新产品。

盈利调整及投资建议

- 预计 18E-20E 业绩分别为 3/3.9/4.9 亿元, 增速分别为 36%/31%/26%, EPS 分别为 0.37/0.49/0.61 元, PE 分别为 24/18/14X, 下调为增持评级。

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低速增长; 线下门店的布局和线上化推广拖累公司业绩; 泰国及印尼事件对于出国游数据的拖累。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	4,935	6,636	8,045	9,096	10,539	12,195
增长率		34.5%	21.2%	13.1%	15.9%	15.7%
主营业务成本	-3,979	-5,432	-6,597	-7,445	-8,598	-9,932
%销售收入	80.6%	81.9%	82.0%	81.9%	81.6%	81.4%
毛利	955	1,204	1,448	1,651	1,941	2,263
%销售收入	19.4%	18.1%	18.0%	18.1%	18.4%	18.6%
营业税金及附加	-44	-26	-17	-18	-21	-24
%销售收入	0.9%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-369	-528	-622	-764	-875	-1,000
%销售收入	7.5%	8.0%	7.7%	8.4%	8.3%	8.2%
管理费用	-233	-286	-300	-346	-403	-470
%销售收入	4.7%	4.3%	3.7%	3.8%	3.8%	3.9%
息税前利润 (EBIT)	309	364	509	523	643	769
%销售收入	6.3%	5.5%	6.3%	5.7%	6.1%	6.3%
财务费用	-17	-48	-94	-63	-49	-28
%销售收入	0.3%	0.7%	1.2%	0.7%	0.5%	0.2%
资产减值损失	-2	-10	-204	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	3	133	0	0	0
%税前利润	1.0%	0.9%	38.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	294	309	343	460	594	741
营业利润率	6.0%	4.7%	4.3%	5.1%	5.6%	6.1%
营业外收支	2	5	3	3	3	3
税前利润	295	314	346	463	597	744
利润率	6.0%	4.7%	4.3%	5.1%	5.7%	6.1%
所得税	-66	-74	-102	-139	-179	-223
所得税率	22.5%	23.4%	29.6%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润	229	241	244	324	418	521
少数股东损益	23	28	23	25	27	29
归属于母公司的净利润	206	213	221	299	391	492
净利率	4.2%	3.2%	2.7%	3.3%	3.7%	4.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	229	241	244	324	418	521
非现金支出	30	44	255	40	40	40
非经营收益	30	45	-35	80	77	59
营运资金变动	-14	-21	21	131	29	112
经营活动现金净流	274	309	484	575	564	732
资本开支	-82	-92	-126	-17	-37	-37
投资	-2	-1,428	559	0	0	0
其他	-63	13	12	0	0	0
投资活动现金净流	-147	-1,508	445	-17	-37	-37
股权募资	786	17	2	0	0	0
债权募资	225	707	72	-265	-247	-433
其他	-32	-51	-68	-112	-80	-62
筹资活动现金净流	979	673	6	-377	-327	-495
现金净流量	1,106	-526	935	181	200	200

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,941	1,470	2,419	2,600	2,800	3,000
应收账款	495	954	1,428	1,420	1,646	1,904
存货	15	15	11	14	16	19
其他流动资产	473	812	668	779	895	1,028
流动资产	2,924	3,251	4,526	4,814	5,357	5,952
%总资产	82.7%	60.2%	74.5%	75.8%	77.7%	79.4%
长期投资	151	1,556	953	953	953	953
固定资产	227	240	263	266	269	272
%总资产	6.4%	4.5%	4.3%	4.2%	3.9%	3.6%
无形资产	214	326	298	293	290	287
非流动资产	613	2,150	1,552	1,541	1,540	1,541
%总资产	17.3%	39.8%	25.5%	24.2%	22.3%	20.6%
资产总计	3,537	5,401	6,078	6,355	6,898	7,492
短期借款	678	1,492	872	700	454	21
应付款项	964	1,661	2,002	2,205	2,549	2,947
其他流动负债	129	179	222	236	264	373
流动负债	1,771	3,332	3,096	3,142	3,267	3,341
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	5	793	700	700	700
负债	1,775	3,337	3,889	3,841	3,966	4,040
普通股股东权益	1,646	1,873	2,015	2,314	2,704	3,196
少数股东权益	116	191	175	200	227	256
负债股东权益合计	3,537	5,401	6,078	6,355	6,898	7,492

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.256	0.265	0.275	0.373	0.487	0.612
每股净资产	2.050	2.333	2.509	2.881	3.368	3.980
每股经营现金净流	0.342	0.385	0.603	0.716	0.702	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	12.50%	11.35%	10.95%	12.93%	14.45%	15.39%
总资产收益率	5.82%	3.94%	3.63%	4.71%	5.66%	6.56%
投入资本收益率	9.82%	7.83%	9.53%	9.36%	11.02%	12.91%
增长率						
主营业务收入增长率	730.83%	34.48%	21.24%	13.05%	15.87%	15.71%
EBIT增长率	248.57%	17.63%	39.81%	2.78%	22.90%	19.66%
净利润增长率	475.51%	3.30%	3.74%	35.65%	30.60%	25.88%
总资产增长率	179.18%	52.72%	12.54%	4.55%	8.54%	8.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	19.4	27.8	38.7	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	1.1	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7
应付账款周转天数	21.8	36.9	46.0	47.0	47.0	47.0
固定资产周转天数	16.3	13.2	11.8	10.5	9.1	7.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-71.67%	1.07%	-38.88%	-47.90%	-56.32%	-66.15%
EBIT利息保障倍数	18.1	7.6	5.4	8.3	13.2	27.7
资产负债率	50.19%	61.78%	63.98%	60.45%	57.50%	53.93%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	4	5	15
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.12

来源：朝阳永续

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
2	2017-12-27	买入	13.48	N/A
3	2018-04-26	买入	12.90	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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