

2018年09月02日

凯撒旅游 (000796.SZ)

投资收益波动影响业绩，主业稳健增长

■**业绩简述：**根据中报，2018H1 实现营收 37.67 亿元/+10.66%，归母净利润 0.77 亿元/-42.99%，归母扣非净利 0.75 亿元/+2.2%，基本 EPS 0.0955/-42.99%。归母净利降幅较大主要系投资收益减少，2017H1 公司投资收益为 5906 万元，主要来源于可供出售金融资产转让收益；2018H1 投资收益为-557 万元，同比下降 109%，影响净利润-6463 万元。2018Q2 单季实现营收 19.69 亿元/+10.33%，归母净利润 0.49 亿元/-56.16%，归母扣非净利 0.48 亿元/-3.81%。

■**旅游服务稳健增长，行业竞争加剧盈利能力有所下滑。**公司旅游服务实现收入 31.99 亿元/+9.54%，毛利率 13.36%，降低 0.49pct，其中：
①公民零售营收 21.79 亿元/+10.97%，毛利率 15.86%，同降 0.47pct；
②公民批发营收 5.27 亿元/-8.46%，毛利率 4.30%，同降 1.54pct；
③企业会奖营收 4.93 亿元/+29.38%，毛利率 11.94%，同降 1.23pct。2018H1，公司不断优化零售渠道布局，提升线上运营能力；定制服务不断升级，创新定制旅游新模式；夯实体育旅游细分市场，持续布局热门体育 IP；布局国内旅游市场，致力并行打造入境游及国内游的高端品牌；助力“中欧旅游年”，全线升级欧洲游产品；实现旅游服务业务稳健增长，但是由于行业竞争加剧，零售及批发业务盈利能力均有所下滑。

■**配餐业务高速增长，不断开拓新市场。**配餐业务实现营收 5.60 亿元/+17.68%，毛利率 45.45%，提升 1.50pct，其中：①航空配餐及服务营收 4.40 亿元/+10.02%，毛利率 42.11%，提升 0.73pct；②铁路配餐及服务营收 1.20 亿元/+58.24%，毛利率 57.76%，提升 0.21pct。根据公告，公司持续巩固航食及铁路配餐原有市场份额的同时，不断拓展新的服务航线及铁路路线，其中航食业务新增包头-广州、鄂尔多斯-西安、鄂尔多斯-长春、三亚-乌鲁木齐等 29 条服务航线；铁路配餐业务新承接昆明-西安、兰州-西安—张掖、兰州-北京线、兰州-广州、厦门-上海、厦门-郑州、厦门-南京等 22 条铁路各站服务标的。公司食品业务始终坚持强化食品安全管理，并顺应产业发展趋势，持续进行技术改造和创新，完善优化铁餐信息化系统，实现对经营数据及时进行多维度有效管理分析。

■**三费率总体降低，经营管理效率提升。**销售费用率 9.29%，同增 0.68pct，销售费用中人工费用有较大增长，主要系公司不断提升优化零售端服务体验，导致人工费用有所增长；管理费用率 3.24%，同降 1.02pct，管理效率大幅提升；财务费用率 1.55%，同增 0.22pct，主要系本期增加了 7 亿元公司债券财务利息费用。净利率 2.03%，同降 1.91pct，主要系投资收益减少所致。

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：**10.53 元**
股价 (2018-08-31) **8.39 元**

交易数据

总市值 (百万元)	6,737.17
流通市值 (百万元)	2,063.91
总股本 (百万股)	803.00
流通股本 (百万股)	246.00
12 个月价格区间	8.17/17.80 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.36	-17.07	-8.59
绝对收益	-6.57	-34.96	-33.99

杜一帆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518080002

duyf1@essence.com.cn

021-35082088

相关报告

凯撒旅游：凯撒旅游 2017 年报点评/杜一帆	2018-04-26
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

■行业强势回暖，公司“品牌+资源+渠道”优势突出、基本面扎实，业绩波动属于短期影响。①2018H1 出境游复苏明显，短线目的地方面：香港接待大陆游客2368.89万/+13%、澳门1170.52万/+13%、台湾131.34万/+4%；相对长线的目的地中：日本接待大陆游客405.65万/+24%、泰国593.12万/+26%、新加坡173.04万/+12%，而韩国3-6月（2017/03萨德事件发酵）接待大陆游客152.01万/+38.59%；新西兰接待24.56万/+15%、澳大利亚66.67万/+11%（前五个月）；六大上市航司（国航/东航/南航/海航/春秋/吉祥）2018H1累计完成2944.53万人/+15.15%（数据来源：CEIC）。②“品牌+资源+渠道”优势突出：凯撒旅游由于强大的品牌效应，客单价高、客户粘性强；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；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。公司注重拓展小众旅游目的地，丰富收入来源；发力高端定制旅游服务，迎合消费升级需求；关注养老旅游市场，符合中国人口老龄化趋势。

■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12.9%/15.7%/15.8%，对应EPS分别为0.39/0.52/0.59，给予买入-A的投资评级，2018年PE为27倍，对应2018年目标价10.53元。

■风险提示：宏观经济增速明显下行风险；人民币贬值幅度较大；出境游增速不及预期等。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	6,636.0	8,045.3	9,079.4	10,502.3	12,158.1
净利润	212.6	220.7	327.5	410.4	464.8
每股收益(元)	0.26	0.27	0.39	0.52	0.59
每股净资产(元)	2.33	2.51	2.90	3.42	4.01

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	31.7	30.5	21.5	16.1	14.2
市净率(倍)	3.6	3.3	2.9	2.5	2.1
净利润率	3.2%	2.7%	3.5%	4.0%	3.9%
净资产收益率	11.3%	11.0%	13.4%	15.2%	14.7%
股息收益率	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	86.4%	61.8%	103.1%	128.5%	154.2%

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
营业收入	6,636.0	8,045.3	9,079.4	10,502.3	12,158.1	成长性					
减:营业成本	5,432.3	6,597.4	7,445.7	8,636.2	9,975.5	营业收入增长率	34.5%	21.2%	12.9%	15.7%	15.8%
营业税费	25.6	17.4	27.3	27.2	34.0	营业利润增长率	5.4%	11.0%	33.4%	33.5%	13.7%
销售费用	528.0	622.0	762.7	823.4	987.2	净利润增长率	3.3%	3.8%	42.0%	33.3%	13.6%
管理费用	286.4	299.9	365.1	414.8	480.2	EBITDA 增长率	15.4%	24.5%	8.8%	23.0%	12.3%
财务费用	47.6	93.7	20.6	-10.8	-14.3	EBIT 增长率	14.9%	22.4%	9.5%	25.5%	13.4%
资产减值损失	9.5	204.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	13.5%	12.6%	16.6%	25.5%	13.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	57.6%	-30.2%	0.8%	-5.6%	-18.8%
投资和汇兑收益	2.7	132.7	-	-	-	净资产增长率	17.2%	6.1%	16.0%	18.2%	17.5%
营业利润	309.5	343.4	457.9	611.5	695.5	利润率					
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%	17.8%	18.0%
利润总额	314.3	346.3	461.8	615.4	699.0	营业利润率	4.7%	4.3%	5.0%	5.8%	5.7%
减:所得税	73.7	102.4	115.5	153.8	174.8	净利润率	3.2%	2.7%	3.5%	4.0%	3.9%
净利润	212.6	220.7	313.5	417.7	474.5	EBITDA/营业收入	5.9%	6.1%	5.8%	6.2%	6.0%
						EBIT/营业收入	5.4%	5.4%	5.3%	5.7%	5.6%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	12	11	10	7	5
货币资金	1,470.0	2,418.7	1,560.2	2,041.2	2,746.8	流动营业资本周转天数	-5	-4	-4	-3	-2
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	167	174	160	142	153
应收账款	953.6	1,428.1	906.5	1,794.0	1,489.9	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	992.5	897.5	1,267.8	总资产周转天数	242	257	220	192	195
存货	15.1	10.8	24.6	16.5	28.2	投资资本周转天数	22	19	14	12	9
其他流动资产	40.8	31.5	36.1	36.1	34.6	投资回报率					
可供出售金融资产	1,454.4	854.4	854.4	854.4	854.4	ROE	11.3%	11.0%	13.4%	15.2%	14.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.5%	4.0%	6.9%	7.4%	7.5%
长期股权投资	16.8	17.4	17.4	17.4	17.4	ROIC	86.4%	61.8%	103.1%	128.5%	154.2%
投资性房地产	72.6	81.6	81.6	81.6	81.6	费用率					
固定资产	240.4	260.3	228.5	196.6	164.7	销售费用率	8.0%	7.7%	8.4%	7.8%	8.1%
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%	12.6%	11.7%	12.0%
资产总额	5,401.1	6,078.2	5,005.3	6,219.4	6,949.8	偿债能力					
短期债务	1,492.0	864.3	-	-	-	资产负债率	61.8%	64.0%	49.3%	51.8%	49.3%
应付账款	1,077.5	1,314.2	1,139.6	1,706.6	1,690.6	负债权益比	161.7%	177.6%	97.1%	107.3%	97.2%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	0.98	1.46	1.70	1.70	1.92
其他流动负债	762.8	917.0	927.4	1,113.0	1,203.7	速动比率	0.97	1.46	1.69	1.69	1.91
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	7.50	4.66	23.18	-55.77	-47.57
其他非流动负债	4.6	793.3	399.0	399.0	530.4	分红指标					
负债总额	3,336.9	3,888.9	2,466.0	3,218.6	3,424.7	DPS(元)	0.10	-	-	-	-
少数股东权益	190.8	174.8	207.6	251.4	301.2	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	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,065.5	1,215.1	1,528.6	1,946.3	2,420.8						
股东权益	2,064.2	2,189.3	2,539.2	3,000.8	3,525.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.26	0.27	0.39	0.52	0.59
净利润	240.6	243.8	313.5	417.7	474.5	BVPS(元)	2.33	2.51	2.90	3.42	4.01
加:折旧和摊销	48.3	63.9	51.4	51.4	51.4	PE(X)	31.7	30.5	21.5	16.1	14.2
资产减值准备	9.5	204.4	-	-	-	PB(X)	3.6	3.3	2.9	2.5	2.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	8.0	15.1	-7.4	15.4	10.3
财务费用	44.9	89.0	20.6	-10.8	-14.3	P/S	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
投资损失	-2.7	-132.7	-	-	-	EV/EBITDA	27.6	19.8	9.0	6.6	5.2
少数股东损益	28.0	23.1	32.9	43.8	49.8	CAGR(%)	24.2%	29.1%	14.8%	24.2%	29.1%
营运资金的变动	11.5	136.7	-29.0	-31.9	7.7	PEG	1.3	1.1	1.4	0.7	0.5
经营活动产生现金流量	323.1	497.6	389.4	470.3	569.1	ROIC/WACC	8.4	6.0	10.1	12.5	15.0
投资活动产生现金流量	-1,508.0	445.0	-5.2	-	1.7	REP	2.6	4.6	1.3	1.0	0.9
融资活动产生现金流量	662.8	23.5	-1,242.7	10.8	134.7						

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

杜一帆声明, 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	朱贤	021-35082852	zhuxian@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
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	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
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@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