

证券研究报告—动态报告/公司快评
社会服务
旅游综合 II
凯撒旅游 (000796)
重大事件快评
增持

(调低评级)

2019年06月14日

参股海航酒店完善资产布局，聚焦主业发展

证券分析师： 曾光 证券分析师： 钟潇 联系人： 姜甜	0755-82150809 0755-82132098 0755-81981367	zengguang@guosen.com.cn zhongxiao@guosen.com.cn jiangtian@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100003
--	---	---	--

事项：

凯撒旅游6月12日晚发布公告：公司拟购买海航酒店10.09%的股权，并与其签署战略合作协议；出售宝鸡国贸大酒店及陕西国茂实业100%股权。此前，根据天眼查显示，公司与中国出国人员服务有限公司成立天津中服免税品有限公司。

国信社服观点：1) 公司参股海航酒店并拟战略合作，有望彼此导流发挥协同效应；2) 公司剥离国贸大酒店及国茂实业非核心亏损资产，有望改善公司资本负债结构，提升公司盈利能力；3) 与中出服合作成立免税品合资公司，试水免税店业务。综合来看，我们预计公司2019-2021年EPS0.36/0.42/0.50元，对应估值20/17/14倍。公司出境游产业链一体化模式优势突出，此前主要受制于海航问题和出境游行业此前压力。建议跟踪出境游行业趋势及公司未来控股权落实后的新成长，维持“增持”评级。

评论：

■ 参股海航酒店并拟战略合作，相互导流发挥协同效应

公司拟出资7.85亿元购买北京海鸿源持有的海航酒店10.09%的股权。海航酒店业务主要为酒店及租赁，其中酒店业务方面，海航酒店在北京、广州等一线城市以及苏州、杭州、三亚等国内旅游、商贸业较发达城市拥有多家高星级酒店且下属酒店产权均为酒店控股及其下属子公司所有，均为自建形成；租赁业务方面，酒店控股对外出租项目出租率基本均在90%以上，发展情况良好。2018年，海航酒店收入为91.63亿元，净利润为8,776万元。按2018年净利润计，2018年PE为89倍；2017年净利润为3.37亿元，若按2017年净利润计，2017年PE为23倍。整体来看，此次交易PE估值相对不低，但考虑到海航酒店有旗下拥有较多酒店资产，净资产估值为77.81亿元，故本次交易主要以净资产为定价依据。

同时，上市公司与海航酒店签署战略合作协议，通过发挥二者各自优势，实现协同作用。合作内容主要涉及团队游业务资源对接合作、自由行资源平台对接合作、旅游产品联合营销合作、康养旅游项目合作、会员体系互通合作。

我们认为：参股海航酒店并战略合作，首先有助于相互导流，一方面，在团队游、自由行及康养旅游方面，海航酒店可以为凯撒旅游的产品提供酒店资源和一定客源支撑，凯撒旅游凭借自身经验、资源等为酒店导流；此外，联合营销方面，二者在彼此的场所或产品中为对方宣传；会员方面，打通会员权益体系，落实积分互换等政策。因此，凯撒旅游与海航酒店之间有望进一步形成稳固长期合作关系，彼此导流，协同发展。

图 1：海航酒店旗下酒店品牌



资料来源：海航酒店官网，国信证券经济研究所整理

图 2：交易完成后海航酒店股权结构图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

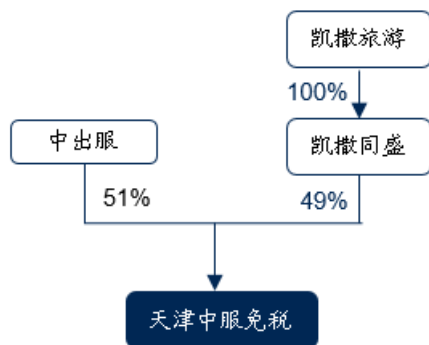
■ 剥离部分非核心资产，聚焦主业发展

公司拟将持有的宝鸡国贸大酒店及陕西国茂实业 100%股权一并转让给陕西时代酒店管理有限公司，转让价格分别为 3,931.28 万元、2,365.78 万元。2018 年，国贸大酒店实现收入 30.75 亿元，净利润-436.87 万元；国茂实业实现收入 0 万元，净利润-135.51 万元。此次转让完成后，有望进一步剥离非核心资产，优化公司产业结构，提升资产运营效率，集中优势资源发展主营业务。

■ 与中出服合作成立合资公司，试水免税店探索新合作

根据天眼查显示，公司旗下凯撒同盛旅行社（集团）有限公司与中国出国人员服务有限公司成立合资公司天津中服免税品有限公司，注册资本 1200 万人民币，其中凯撒同盛持股 49%，中出服持股 51%。中出服拥有免税店牌照，可以为出国归国人员持护照在 180 天内提供一定金额的免税品，在全国包括北京、上海、大连、青岛、合肥、浙江等地有 10 余家门店，最主要市内免税店位于上海静安区。由于政策及经营因素，中出服目前体量相对不大。此次合作，中出服有望借助凯撒旅游的导流能力，预计对双方而言是一个试水的探索。

图 3：天津中服免税品有限公司股权结构



资料来源：天眼查，国信证券经济研究所整理

■ 投资建议：跟踪出境游行业趋势，关注公司控股权落定后新成长，暂维持“增持”评级

暂维持公司 19-21 年 EPS0.36/0.42/0.50 元，对应估值 20/17/14 倍。公司出境游产业链一体化模式优势突出，此前主要受制于海航问题和出境游行业此前压力。目前来看，今年 4 月，海航旅游及一致行动人将所持 5.5%转让给独立第三方。目前海航系持股 30.28%，而目前凯撒世嘉系（创始人陈小兵一方，目前是上市公司总裁）持有 29.97%，相差处于历史最接近状态，控股权博弈情况引发关注。我们建议跟踪出境游行业趋势及公司未来控股权落定后的新成长，维持增持评级。

■ 风险提示

宏观系统性风险，汇率贬值风险，收购标的低于预期，海航等问题。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 19-6-4	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
300144	宋城演艺	买入	20.74	0.89	0.88	1.04	23.41	23.44	19.89	3.66
600258	首旅酒店	买入	16.25	0.88	0.93	1.13	18.56	17.39	14.37	1.91
600754	锦江股份	买入	24.00	1.13	1.18	1.34	21.24	20.29	17.91	1.62
300662	科锐国际	买入	33.60	0.65	0.90	1.17	51.40	37.43	28.69	6.58
002607	中公教育	增持	12.95	0.19	0.26	0.35	69.28	50.03	36.85	2.00
002707	众信旅游	增持	5.98	0.04	0.30	0.36	145.85	19.93	16.61	2.36
000796	凯撒旅游	增持	7.09	0.24	0.36	0.42	29.33	19.72	16.95	2.41
603043	广州酒家	买入	30.00	0.95	1.10	1.33	31.58	27.27	22.56	5.61
600138	中青旅	买入	12.87	0.83	0.90	1.05	15.59	14.22	12.27	1.52
002159	三特索道	买入	16.33	0.97	0.28	0.54	16.81	57.48	30.22	2.54
603136	天目湖	增持	20.59	1.29	1.46	1.76	15.96	14.10	11.70	2.84
600054	黄山旅游	增持	9.17	0.78	0.51	0.55	11.76	18.02	16.68	1.72
000888	峨眉山 A	增持	6.09	0.40	0.39	0.42	15.34	15.48	14.41	1.26
000978	桂林旅游	增持	5.61	0.22	0.28	0.33	25.13	20.36	17.13	1.20
002033	丽江旅游	增持	5.90	0.35	0.24	0.26	16.92	24.33	22.34	1.28

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1527	4217	4405	5160
应收款项	1189	753	834	911
存货净额	13	411	455	497
其他流动资产	1852	797	883	554
流动资产合计	4581	6178	6577	7121
固定资产	257	245	237	231
无形资产及其他	135	130	124	119
投资性房地产	1103	1103	1103	1103
长期股权投资	23	29	34	40
资产总计	6100	7684	8075	8614
短期借款及交易性金融负债	760	1041	891	897
应付款项	828	1336	1456	1590
其他流动负债	1313	1918	2111	2300
流动负债合计	2901	4295	4458	4787
长期借款及应付债券	697	697	697	697
其他长期负债	117	155	205	206
长期负债合计	814	851	901	903
负债合计	3714	5146	5360	5690
少数股东权益	169	177	187	196
股东权益	2217	2361	2529	2728
负债和股东权益总计	6100	7684	8075	8614

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.24	0.36	0.42	0.50
每股红利	0.13	0.18	0.21	0.25
每股净资产	2.76	2.94	3.15	3.40
ROIC	10%	11%	21%	30%
ROE	9%	12%	13%	15%
毛利率	18%	18%	18%	18%
EBIT Margin	6%	4%	5%	5%
EBITDA Margin	7%	5%	5%	6%
收入增长	2%	12%	11%	9%
净利润增长率	-12%	49%	16%	19%
资产负债率	64%	69%	69%	68%
息率	1.8%	2.5%	2.9%	3.5%
P/E	29.3	19.7	17.0	14.3
P/B	2.6	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	17.5	24.4	20.0	18.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8180	9162	10148	11080
营业成本	6699	7513	8321	9085
营业税金及附加	19	22	24	27
销售费用	722	916	974	1053
管理费用	252	308	320	338
财务费用	112	(72)	(40)	(55)
投资收益	15	10	10	10
资产减值及公允价值变动	(83)	(50)	(50)	(40)
其他收入	(5)	0	0	0
营业利润	302	435	508	602
营业外净收支	(2)	11	11	11
利润总额	301	446	519	614
所得税费用	82	121	141	166
少数股东损益	24	36	42	50
归属于母公司净利润	194	289	336	398

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	194	289	336	398
资产减值准备	(121)	(5)	(7)	(3)
折旧摊销	51	41	45	50
公允价值变动损失	83	50	50	40
财务费用	112	(72)	(40)	(55)
营运资本变动	(1078)	2237	146	531
其它	133	14	16	13
经营活动现金流	(739)	2625	587	1028
资本开支	177	(68)	(75)	(75)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	171	(73)	(81)	(81)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(103)	(144)	(168)	(199)
其它融资现金流	(117)	281	(150)	6
融资活动现金流	(324)	137	(318)	(193)
现金净变动	(891)	2689	188	755
货币资金的期初余额	2419	1527	4217	4405
货币资金的期末余额	1527	4217	4405	5160
企业自由现金流	(496)	2504	486	927
权益自由现金流	(614)	2838	365	974

相关研究报告

- 《凯撒旅游-000796-2018 年年报及 2019 年一季报点评：18 年业绩平稳，关注控股权博弈》 ——2019-04-30
- 《凯撒旅游-000796-2017 年三季报点评：Q3 旅游主业表现稳定，着眼明年积极布局》 ——2017-10-31
- 《凯撒旅游-000796-2017 年半年报点评：业绩表现持续靓丽，内外兼修凸显龙头优势》 ——2017-08-24
- 《凯撒旅游-000796-2016 年年报点评：主业比较优势仍显著，17 年业绩弹性较大》 ——2017-04-25
- 《凯撒旅游-000796-2016 年三季报点评：全产业链模式优势凸显，内生外延有望齐发力》 ——2016-10-30

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032