

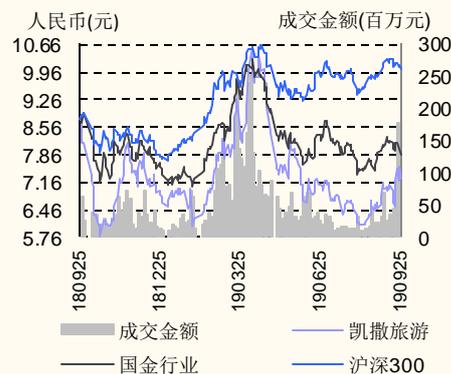
凯撒旅游 (000796.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 7.27 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	802.53
总市值 (百万元)	5,837.81
年内股价最高最低 (元)	7.56/6.45
沪深 300 指数	3870.98
深证成指	9671.06



相关报告

1. 《凯撒旅游公司点评-业绩符合预期, 行业回暖带动业绩提升》, 2019.4.29

大股东变更为凯撒系, 聚焦主业有望估值修复

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.28	0.24	0.23	0.27	0.33
每股净资产(元)	2.51	2.76	2.99	3.27	3.59
每股经营性现金流(元)	0.62	0.28	0.63	0.50	0.55
市盈率(倍)	51	27	31	27	22
净利润增长率(%)	3.82%	-12.03%	-3.22%	16.92%	19.16%
净资产收益率(%)	10.96%	8.76%	7.81%	8.37%	9.07%
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

事件概述

- 2019年9月24日公司发布公告, 海航旅游由于质押于宏信证券有限责任公司的上市公司股票因涉及违约被采取违约处置, 共被动减持 1.550% 公司股份。本次减持后, 公司的第一大股东由海航旅游及其一致行动人 (28.73%) 变更为凯撒世嘉及其一致行动人 (28.98%)。

经营分析

- 公司第一大股东变动为凯撒世嘉及其一致行动人, 随着董事会相关工作的完成, 凯撒系管理层有望主导公司经营, 聚焦出境游业务实现全面发展: 此次海航旅游被动减持对于公司第一大股东的变更对于公司的经营影响偏正面, 凯撒世嘉及其一致行动人成为公司第一大股东, 能够降低公司二级市场估值风险, 同时发挥公司出境旅行社业务的主动性。公司董事会已于 19 年 2 月到期, 目前发布了 2 次延期换届公告, 第一大股东更替将加速进程, 凯撒系管理层有望主导公司实际经营, 专注于出境游业务。海航系退至第二大股东能够缓解公司估值压制, 凯撒系管理层有望获得公司经营主导权将带动公司出境游主业经营回归增长, 提升公司 EPS。
- 从行业角度来看除了海航系对于公司估值的压制外, 行业的低迷表现亦是公司估值承压的关键。从目的地旅游局所跟踪的数据来看越南 1-8 月接待内地游客 337.2 万人次/-0.9%, 泰国接待 662.23 万人次/-3.5% (1-7 月), 日本增幅 13.6%, 韩国增幅 34.7%, 欧洲接待客流维持在两位数增长, 东南亚目的地受不安全事故和宏观经济影响下 19 年的出国游表现较为疲软。预计 2020 年受益于低基数及负面影响减弱等影响东南亚有望增速回升, 日韩目的地是内地游客重要的旅游目的地, 在签证便利性和东京奥运会节事带动下能够实现较高增长。

投资逻辑

- 1) 凯撒旅游为我国老牌出境游龙头, 零售端优势强, 品牌和服务形成竞争壁垒。2) 股东变更后将聚焦出境游主业, 契合我国出境旅游快速发展的战略契机, 提升出境游行业渗透率, 构造业绩拐点。3) 公司与中出服合作拓展进境免税店业务, 公司出境客群流量能够与免税业务形成较好协同。

盈利调整及投资建议

- 19-21E 净利润为 1.88/2.2/2.6 亿元 (考虑到 19 年较为低迷的出境游环境下调公司盈利, 幅度分别为 28%/31%/35%), 增速为 -3.22%/16.92%/19.16%, 对应 EPS 0.23/0.27/0.33 元, PE 31/27/22X, 维持增持评级。

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; 线下门店布局和线上化推广拖累。

卞丽娟 分析师 SAC 执业编号: S1130518080001
bianlijuan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	6,636	8,045	8,180	7,888	8,656	9,597	货币资金	1,470	2,419	1,527	1,817	1,988	2,206
增长率		21.2%	1.7%	-3.6%	9.7%	10.9%	应收账款	954	1,428	1,189	1,210	1,328	1,472
主营业务成本	-5,432	-6,597	-6,699	-6,565	-7,176	-7,956	存货	15	11	13	9	10	11
%销售收入	81.9%	82.0%	81.9%	83.2%	82.9%	82.9%	其他流动资产	812	668	1,852	1,757	1,818	1,896
毛利	1,204	1,448	1,480	1,322	1,481	1,641	流动资产	3,251	4,526	4,581	4,792	5,143	5,585
%销售收入	18.1%	18.0%	18.1%	16.8%	17.1%	17.1%	%总资产	60.2%	74.5%	75.1%	76.1%	77.5%	79.0%
营业税金及附加	-26	-17	-19	-19	-21	-23	长期投资	1,556	953	952	952	952	952
%销售收入	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	240	263	257	243	226	209
营业费用	-528	-622	-722	-702	-770	-854	%总资产	4.5%	4.3%	4.2%	3.9%	3.4%	2.9%
%销售收入	8.0%	7.7%	8.8%	8.9%	8.9%	8.9%	无形资产	326	298	275	277	278	288
管理费用	-286	-300	-269	-252	-277	-307	非流动资产	2,150	1,552	1,519	1,507	1,491	1,484
%销售收入	4.3%	3.7%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	%总资产	39.8%	25.5%	24.9%	23.9%	22.5%	21.0%
息税前利润 (EBIT)	364	509	469	349	412	456	资产总计	5,401	6,078	6,100	6,300	6,635	7,069
%销售收入	5.5%	6.3%	5.7%	4.4%	4.8%	4.8%	短期借款	1,492	872	760	809	709	617
财务费用	-48	-94	-112	-110	-105	-92	应付账款	1,661	2,002	1,772	1,861	2,037	2,259
%销售收入	0.7%	1.2%	1.4%	1.4%	1.2%	1.0%	其他流动负债	179	222	369	330	344	362
资产减值损失	-10	-204	-83	0	0	0	流动负债	3,332	3,096	2,901	2,999	3,090	3,238
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	133	15	50	25	25	其他长期负债	5	793	814	702	702	702
%税前利润	0.9%	38.3%	5.1%	17.1%	7.5%	6.4%	负债	3,337	3,889	3,714	3,701	3,792	3,940
营业利润	309	343	302	289	332	390	普通股股东权益	1,873	2,015	2,217	2,405	2,624	2,886
营业利润率	4.7%	4.3%	3.7%	3.7%	3.8%	4.1%	少数股东权益	191	175	169	194	219	244
营业外收支	5	3	-2	3	3	3	负债股东权益合计	5,401	6,078	6,100	6,300	6,635	7,069
税前利润	314	346	301	292	335	393	比率分析						
利润率	4.7%	4.3%	3.7%	3.7%	3.9%	4.1%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-74	-102	-82	-79	-90	-106	每股指标						
所得税率	23.4%	29.6%	27.3%	27.0%	27.0%	27.0%	每股收益	0.265	0.275	0.242	0.234	0.274	0.326
净利润	241	244	219	213	245	287	每股净资产	2.333	2.509	2.761	2.995	3.268	3.594
少数股东损益	28	23	24	25	25	25	每股经营现金净流	0.402	0.620	0.282	0.633	0.501	0.553
归属于母公司的净利润	213	221	194	188	220	262	每股股利	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	3.2%	2.7%	2.4%	2.4%	2.5%	2.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	11.35%	10.96%	8.76%	7.81%	8.37%	9.07%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	3.94%	3.63%	3.18%	2.98%	3.31%	3.70%
净利润	241	244	219	213	245	287	投入资本收益率	7.83%	9.53%	8.88%	6.21%	7.09%	7.50%
少数股东损益	28	23	24	25	25	25	增长率						
非现金支出	58	268	144	48	51	54	主营业务收入增长率	34.48%	21.24%	1.67%	-3.57%	9.74%	10.87%
非经营收益	45	-35	101	70	97	87	EBIT增长率	17.63%	39.81%	-7.77%	-25.60%	18.15%	10.67%
营运资金变动	-21	21	-238	177	11	17	净利润增长率	3.30%	3.82%	-12.03%	-3.22%	16.92%	19.16%
经营活动现金净流	323	498	226	508	403	444	总资产增长率	52.72%	12.54%	0.36%	3.27%	5.32%	6.55%
资本开支	-92	-126	-62	-32	-32	-44	资产管理能力						
投资	-1,428	559	-10	18	0	0	应收账款周转天数	27.8	38.7	45.9	46.0	46.0	46.0
其他	13	12	-898	50	25	25	存货周转天数	1.0	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
投资活动现金净流	-1,508	445	-970	36	-7	-19	应付账款周转天数	36.9	46.0	48.5	50.0	50.0	50.0
股权募资	17	2	0	0	0	0	固定资产周转天数	13.2	11.8	11.3	11.1	9.4	7.8
债权募资	707	72	-85	-63	-100	-92	偿债能力						
其他	-51	-68	-62	-192	-125	-115	净负债/股东权益	1.07%	-38.88%	-2.98%	-11.99%	-20.49%	-28.53%
筹资活动现金净流	673	6	-147	-255	-224	-207	EBIT利息保障倍数	7.6	5.4	4.2	3.2	3.9	5.0
现金净流量	-512	949	-890	289	171	218	资产负债率	61.78%	63.98%	60.89%	58.75%	57.15%	55.73%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	1	14
增持	1	1	1	1	6
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	1.50	1.38

来源：朝阳永续

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

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
4	2018-08-31	增持	8.79	N/A
5	2019-04-29	增持	9.05	N/A

来源：国金证券研究所



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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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，不作为或被视作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	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH