

凯撒旅游 (000796)

证券研究报告

2019年12月05日

海南免税集团公司顺利落成，深耕免税行业发展红利

事件:公司此前以自有资金设立子公司海南同盛世嘉免税集团有限公司(海南免税集团公司),注册资本2亿元,目前已完成设立登记手续取得营业执照,将成为公司的免税业务管理平台,同时已与北京寺库签署《股权转让协议》,收购北京寺库持有的江苏中服免税20%股权,交易对价1200万元。

公司此前已与中出服合作布局免税产业发展。**第一、合作建设天津国际邮轮母港进境免税店。**19年6月,公司(持股49%)与中出服(持股51%)共同设立天津中服免税品有限公司,负责运营天津国际邮轮母港进境免税店,已于10月10日正式开业。天津国际邮轮母港为北方最大的邮轮旅客枢纽,2010年开港运营以来累计接待国际邮轮游客350万人次。**第二、收购江苏中服20%股权布局南京市内免税店。**江苏中服免税股东变更为中出服(持股70%)、凯撒旅游(持股20%)、南京冠晴(持股10%)。旗下主要运营南京市内免税店,已于9月28日试营业。南京市内店分为“美妆荟”、“时尚坊”、“生活屋”三部分,商品涵盖化妆品、香水、箱包、首饰、太阳镜、日化用品、工艺品、健康食品等多个品类。

此次海南免税集团顺利设立,标志着公司携手中出服布局离岛免税决心。12月3日,中出服大股东国药集团董事长、党委书记刘敬桢会见海南省国资委,有望共同拓展在进出口贸易、离岛免税、医疗服务、医养结合等广阔范围内的合作机遇,未来公司有望携手中出服一同深耕海南离岛免税,共享离岛免税发展红利。

海南离岛免税政策日益完善。18年市场增速达25.9%。海南离岛免税政策逐步放开对于免税对象、免税商品、免税限额、免税次数等的限制,离岛免税体系日益完善;与此同时,当地政府不断加大对免税购物的宣传力度,消费者认知度与购物倾向均得到提升,以三亚海棠湾离岛免税店为例,15-18年游客购买率由20.7%提升至28.5%。政策支持叠加消费引导,海南免税市场增长亮眼,18年海南免税销售额达到101亿元,同比增长25.9%,占我国免税市场的比重达到25.6%。

投资建议:公司实控人变更背景下,内部管理理顺迎发展新篇章;聚焦主业发展,同时开辟免税新业态多元发展,双轮驱动后续有望迎高速发展。因过去公司每年Q4大额资产减值一定程度拖累公司业绩稳健发展,其中2017年因计提乐视体育减值准备1亿元及“双桥”应收账款坏账准备致Q4资产减值损失2.04亿,2018年因航食及旅游业务坏账损失致Q4资产减值8298.12万,今年公司已基本理顺轻装上阵,截至前三季度实现归母净利润2.16亿,我们将公司19-20年eps从0.24/0.29元/股调整至0.35/0.42元/股,对应PE为22X/18X,建议重点关注。

风险提示:渠道拓展不及预期、宏观经济下行、目的地突发事件影响

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,045.32	8,179.62	7,244.85	7,972.42	8,686.72
增长率(%)	21.24	1.67	(11.43)	10.04	8.96
EBITDA(百万元)	507.84	470.09	532.81	604.76	680.18
净利润(百万元)	220.70	194.14	278.44	338.98	392.66
增长率(%)	3.82	(12.03)	43.42	21.74	15.84
EPS(元/股)	0.27	0.24	0.35	0.42	0.49
市盈率(P/E)	28.31	32.18	22.44	18.43	15.91
市净率(P/B)	3.10	2.82	2.51	2.21	1.94
市销率(P/S)	0.78	0.76	0.86	0.78	0.72
EV/EBITDA	18.98	9.47	8.52	7.01	6.01

资料来源:wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	休闲服务/旅游综合
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	7.78元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	803.00
流通A股股本(百万股)	802.53
A股总市值(百万元)	6,247.34
流通A股市值(百万元)	6,243.65
每股净资产(元)	3.03
资产负债率(%)	56.21
一年内最高/最低(元)	10.99/5.85

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

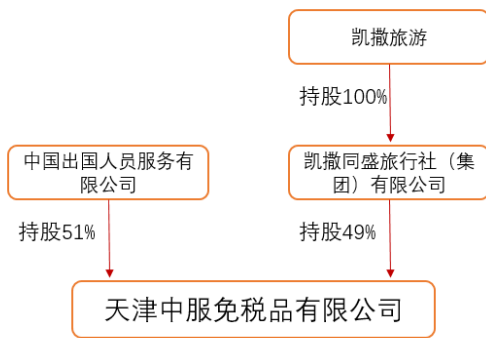
相关报告

- 《凯撒旅游-首次覆盖报告:实控人变更迎发展新篇章,聚焦主业分享免税发展红利》2019-11-13
- 《凯撒旅游-半年报点评:深化全产业链布局,抢占邮轮+体育旅游先机》2016-08-19

事件：公司此前以自有资金设立子公司海南同盛世嘉免税集团有限公司（海南免税集团公司），注册资本 2 亿元，目前已完成设立登记手续取得营业执照，将成为公司的免税业务管理平台，同时已与北京寺库签署《股权转让协议》，收购北京寺库持有的江苏中服免税 20% 股权，交易对价 1200 万元。

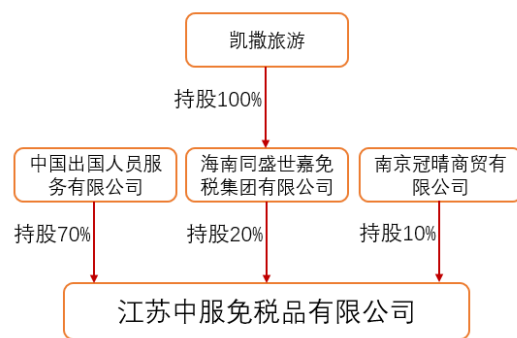
公司此前已与中出服合作布局免税产业发展。第一、合作建设天津国际邮轮母港进境免税店。19 年 6 月，公司（持股 49%）与中出服（持股 51%）共同设立天津中服免税品有限公司，负责运营天津国际邮轮母港进境免税店，已于 10 月 10 日正式开业。天津国际邮轮母港为北方最大的邮轮旅客枢纽，2010 年开港运营以来累计接待国际邮轮游客 350 万人次。**第二、收购江苏中服 20% 股权布局南京市内免税店。**江苏中服免税股东变更为中出服（持股 70%）、凯撒旅游（持股 20%）、南京冠晴（持股 10%）。旗下主要运营南京市内免税店，已于 9 月 28 日试营业。南京市内店分为“美妆荟”、“时尚坊”、“生活屋”三部分，商品涵盖化妆品、香水、箱包、首饰、太阳镜、日化用品、工艺品、健康食品等多个品类。

图 1：天津中服免税股权结构



资料来源：企查查，天风证券研究所

图 2：江苏中服免税股权结构

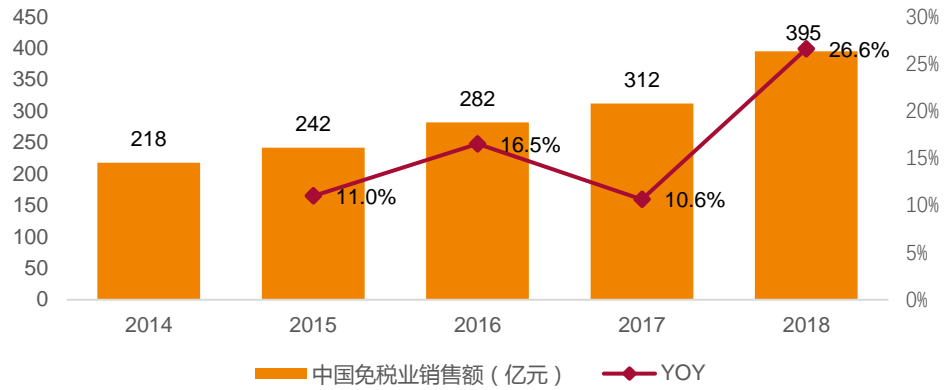


资料来源：公司公告，天风证券研究所

此次海南免税集团顺利设立，标志着公司携手中出服布局离岛免税决心。12 月 3 日，中出服大股东国药集团董事长、党委书记刘敬桢会见海南省国资委，有望共同拓展在进出口贸易、离岛免税、医疗服务、医养结合等广阔范围内的合作机遇，未来公司有望携手中出服一同深耕海南离岛免税，共享离岛免税发展红利。

免税行业肩负国家消费回流重任，为快速增长的优质赛道。我国居民奢侈品消费需求旺盛，2018 年奢侈品消费市场规模达 1700 亿元，同比增长 20.0%，占全球的奢侈品市场的 33%。奢侈品消费为免税销售额增长提供有力支撑，2018 年我国免税销售额为 395 亿元，同比增长 26.6%。

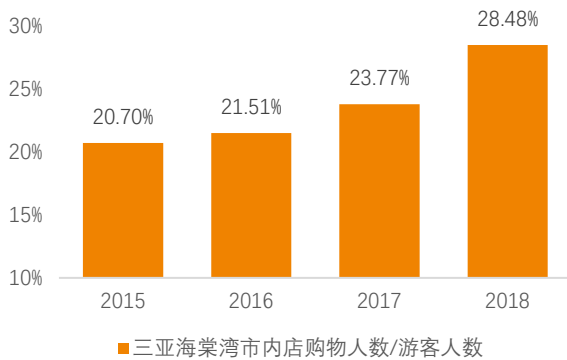
图 3：免税行业肩负国家消费回流重任，为快速增长的优质赛道



资料来源：华经情报网，天风证券研究所

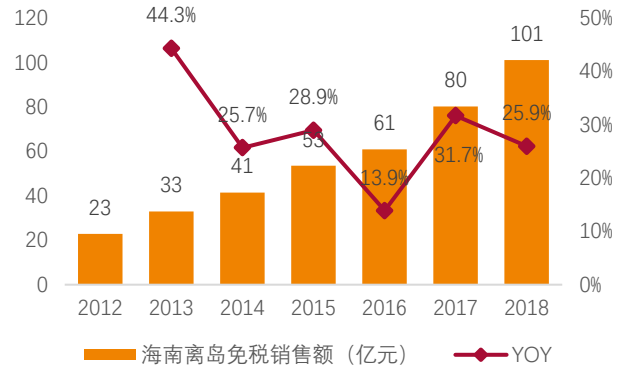
海南离岛免税政策日益完善。18 年市场增速达 25.9%。海南离岛免税政策逐步放开对于免税对象、免税商品、免税限额、免税次数等的限制，离岛免税体系日益完善；与此同时，当地政府不断加大对免税购物的宣传力度，消费者认知度与购物倾向均得到提升，以三亚海棠湾离岛免税店为例，15-18 年游客购买率由 20.7% 提升至 28.5%。政策支持叠加消费引导，海南免税市场增长亮眼，18 年海南免税销售额达到 101 亿元，同比增长 25.9%，占我国免税市场的比重达到 25.6%。

图 4：消费者认知度提高，三亚海棠湾游客购买率不断提升



资料来源：中国国旅年报，天风证券研究所

图 5：18 年海南免税销售额 101 亿元，同比增长 25.9%



资料来源：中国产业信息网，新浪财经，天风证券研究所

投资建议：公司实控人变更背景下，内部管理理顺迎发展新篇章；聚焦主业发展，同时开辟免税新业态多元发展，双轮驱动后续有望迎高速发展。因过去公司每年 Q4 大额资产减值一定程度拖累公司业绩稳健发展，其中 2017 年因计提乐视体育减值准备 1 亿元及“双桥”应收账款坏账准备致 Q4 资产减值损失 2.04 亿，2018 年因航食及旅游业务坏账损失致 Q4 资产减值 8298.12 万，今年公司已基本理顺轻装上阵，截至前三季度实现归母净利润 2.16 亿，我们将公司 19-20 年 eps 从 0.24/0.29 元/股调整至 0.35/0.42 元/股，对应 PE 为 22X/18X，建议重点关注。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,418.72	1,527.40	1,981.29	2,463.01	2,584.26
应收票据及应收账款	1,055.44	1,004.31	686.16	1,174.07	852.83
预付账款	636.98	726.42	496.50	846.02	617.15
存货	10.84	13.24	13.01	13.14	17.69
其他	404.10	1,309.86	738.20	773.10	1,049.08
流动资产合计	4,526.09	4,581.24	3,915.17	5,269.34	5,121.02
长期股权投资	17.41	23.40	23.40	23.40	23.40
固定资产	260.34	253.54	264.73	295.36	324.66
在建工程	2.26	3.70	38.22	70.93	72.56
无形资产	116.57	135.24	115.46	95.67	75.89
其他	1,155.53	1,102.84	1,096.84	1,091.69	1,091.00
非流动资产合计	1,552.11	1,518.73	1,538.65	1,577.05	1,587.50
资产总计	6,078.20	6,099.96	5,457.31	6,847.55	6,710.07
短期借款	864.33	715.34	565.34	535.34	480.34
应付票据及应付账款	954.04	827.68	614.87	1,052.62	765.84
其他	1,277.17	1,357.71	1,049.28	1,475.56	1,265.76
流动负债合计	3,095.54	2,900.73	2,229.49	3,063.52	2,511.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	695.66	696.64	464.10	618.80	593.18
其他	97.69	117.04	73.12	95.95	95.37
非流动负债合计	793.35	813.67	537.22	714.75	688.55
负债合计	3,888.89	3,714.40	2,766.71	3,778.26	3,200.49
少数股东权益	174.76	168.81	202.45	242.16	289.79
股本	803.00	803.00	803.00	803.00	803.00
资本公积	645.61	645.61	645.61	645.61	645.61
留存收益	1,215.12	1,406.71	1,685.15	2,024.13	2,416.79
其他	(649.17)	(638.58)	(645.61)	(645.61)	(645.61)
股东权益合计	2,189.32	2,385.56	2,690.60	3,069.29	3,509.58
负债和股东权益总	6,078.20	6,099.96	5,457.31	6,847.55	6,710.07

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	243.84	218.61	278.44	338.98	392.66
折旧摊销	63.86	60.91	34.08	36.44	38.86
财务费用	88.96	127.44	71.72	48.77	36.48
投资损失	(132.72)	(15.46)	(110.00)	(130.00)	(180.00)
营运资金变动	115.28	(1,155.73)	587.86	13.80	(232.07)
其它	118.34	990.38	33.64	39.71	47.63
经营活动现金流	497.57	226.15	895.73	347.71	103.56
资本支出	(53.19)	11.50	103.92	57.17	50.58
长期投资	0.62	5.98	0.00	0.00	0.00
其他	497.58	(987.18)	(57.41)	(4.84)	79.03
投资活动现金流	445.01	(969.69)	46.51	52.33	129.61
债权融资	1,567.52	1,456.36	1,046.77	1,177.22	1,101.79
股权融资	(70.02)	(80.87)	(58.13)	(28.15)	(15.86)
其他	(1,474.04)	(1,524.92)	(1,476.99)	(1,067.40)	(1,197.85)
筹资活动现金流	23.46	(149.43)	(488.34)	81.68	(111.92)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	966.04	(892.97)	453.90	481.71	121.26

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,045.32	8,179.62	7,244.85	7,972.42	8,686.72
营业成本	6,597.38	6,699.22	6,008.94	6,596.58	7,189.43
营业税金及附加	17.41	19.36	17.15	18.87	20.56
营业费用	621.96	722.46	592.12	657.36	731.16
管理费用	279.41	251.85	217.35	239.17	260.60
研发费用	20.49	17.56	15.56	17.12	18.65
财务费用	93.72	112.09	71.72	48.77	36.48
资产减值损失	204.45	82.98	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	132.72	15.46	110.00	130.00	180.00
其他	(265.61)	(43.63)	(220.00)	(260.00)	(360.00)
营业利润	343.40	302.27	427.02	519.55	604.84
营业外收入	4.34	1.15	4.04	3.18	2.79
营业外支出	1.48	2.90	2.05	2.14	2.36
利润总额	346.27	300.51	429.01	520.58	605.26
所得税	102.43	81.91	116.93	141.89	164.97
净利润	243.84	218.61	312.08	378.69	440.29
少数股东损益	23.15	24.46	33.64	39.71	47.63
归属于母公司净利润	220.70	194.14	278.44	338.98	392.66
每股收益(元)	0.27	0.24	0.35	0.42	0.49

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	21.24%	1.67%	-11.43%	10.04%	8.96%
营业利润	10.97%	-11.98%	41.27%	21.67%	16.42%
归属于母公司净利润	3.82%	-12.03%	43.42%	21.74%	15.84%
获利能力					
毛利率	18.00%	18.10%	17.06%	17.26%	17.24%
净利率	2.74%	2.37%	3.84%	4.25%	4.52%
ROE	10.96%	8.76%	11.19%	11.99%	12.20%
ROIC	61.76%	86.60%	27.12%	52.87%	57.12%
偿债能力					
资产负债率	63.98%	60.89%	50.70%	55.18%	47.70%
净负债率	-38.88%	-2.98%	-34.73%	-41.89%	-42.24%
流动比率	1.46	1.58	1.76	1.72	2.04
速动比率	1.46	1.57	1.75	1.72	2.03
营运能力					
应收账款周转率	9.44	7.94	8.57	8.57	8.57
存货周转率	620.88	679.19	551.85	609.71	563.49
总资产周转率	1.40	1.34	1.25	1.30	1.28
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.24	0.35	0.42	0.49
每股经营现金流	0.62	0.28	1.12	0.43	0.13
每股净资产	2.51	2.76	3.10	3.52	4.01
估值比率					
市盈率	28.31	32.18	22.44	18.43	15.91
市净率	3.10	2.82	2.51	2.21	1.94
EV/EBITDA	18.98	9.47	8.52	7.01	6.01
EV/EBIT	21.07	10.62	9.11	7.46	6.37

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com