



买入

20% ↑

目标价格:人民币 33.00

原目标价格:人民币 25.00

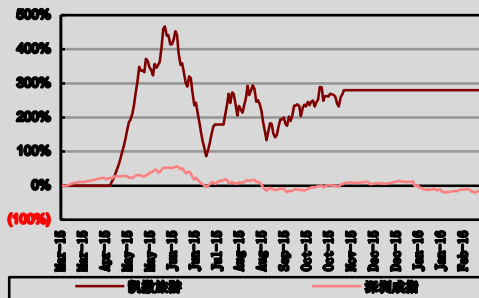
000796.CH

价格:人民币 27.46

目标价格基础:92倍 16年市盈率

板块评级:增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.0	0.0	0.0	279.8
相对深证成指	27.5	2.6	22.7	298.0

发行股数(百万)	803
流通股(%)	31
流通股市值(人民币 百万)	6,770
3个月日均交易额(人民币 百万)	0
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
海航旅游集团有限公司	32

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2016年3月4日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 食品加工

旷实*

(8610)66229343

shi.kuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001

*范欣悦为本报告重要贡献者

凯撒旅游

研究报告 服务商

凯撒同盛收入增速超60%, 打造出境游全产业链

凯撒旅游公布年报, 2015年, 公司实现营业收入49.3亿元, 同比增长51.92%; 实现归母净利润2.1亿元, 同比增长129.72%; 实现扣非后净利润7197.5万元, 同比增长9.74%, 扣非后净利润与归母净利润相差较大主要是收购凯撒同盛造成非经常性损益所致; 实现每股收益0.2941元, 同比增长53.34%。我们将目标价格上调至33.00元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 凯撒同盛完成业绩承诺, 净利率略有下滑。2015年9月25日, 凯撒同盛成为公司全资子公司, 承诺2015-2017年扣非后净利润分别为16,180万元、20,840万元、25,370万元。2015年凯撒同盛实现扣非后净利润17,495.8万元, 顺利完成业绩承诺。
- 食品业务稳定增长, 承接多条铁路餐饮服务。2015年实现食品业务收入6.19亿元, 同比增长13.35%。其中, 航空食品业务2015全年配餐量达到2,616.2万份, 同比增长2%; 实现收入5.33亿元, 同比增长8.28%。铁路配餐业务配餐量达到96.32万份, 同比增长53%; 实现销售收入0.87亿元, 同比增长59%。
- 公司期间费用控制良好, 净利率提升明显。2015年, 公司整体毛利率为19.4%, 同比减少0.8个百分点, 净利率为4.2%, 同比增加1.4个百分点。公司期间费用控制良好, 管理费用率(-0.66个百分点)、财务费用率(-0.68个百分点)降低, 销售费用率(+0.51个百分点)略有提升。

评级面临的主要风险

- 旅游业系统性风险, 出境游增速不达预期。

估值

- 公司2015年业绩超预期, 内生增长强劲。上游资源端, 公司拟收购首都航空股权进一步加强对旅游资源的掌控; 下游端, 不断强化线上线下渠道布局; 产品设计方面, 迎合差异化需求, 打造高端线路。看好公司背靠海航集团, 在境外旅游资源整合和零售端业务上的竞争优势, 以及产业链扩张的动力和布局。预计2016-2018年每股收益为0.37、0.46、0.58元, 维持买入评级, 目标价格由25.00元上调至33.00元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	3,248	4,935	7,072	9,570	12,468
变动(%)	16	52	43	35	30
净利润(人民币 百万)	90	206	293	373	466
全面摊薄每股收益(人民币)	0.192	0.294	0.365	0.464	0.580
变动(%)	(49.5)	53.4	23.9	27.4	24.9
全面摊薄市盈率(倍)	143.2	93.4	75.3	59.1	47.3
价格/每股现金流量(倍)	43.2	76.6	76.8	42.8	38.0
每股现金流量(人民币)	0.64	0.36	0.36	0.64	0.72
企业价值/息税折旧前利润(倍)	85.6	59.2	40.5	31.3	24.7
每股股息(人民币)	0.055	0.038	0.055	0.070	0.087
股息率(%)	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

事件:

凯撒旅游公布年报, 2015年, 公司实现营业收入49.3亿元, 同比增长51.92%; 实现归母净利润2.1亿元, 同比增长129.72%; 实现扣非后净利润7,197.5万元, 同比增长9.74%, 扣非后净利润与归母净利润相差较大主要是收购凯撒同盛造成非经常性损益所致; 实现每股收益0.2941元, 同比增长53.34%。

点评:

1. 2015年9月25日, 凯撒同盛成为公司全资子公司, 承诺2015-2017年扣非后净利润分别为16,180万元、20,840万元、25,370万元。2015年凯撒同盛实现扣非后净利润17,495.8万元, 顺利完成业绩承诺。**2015年, 凯撒同盛实现营业收入42.6亿元, 同比增长61%, 其中零售业务收入29.9亿元, 占比70%, 批发业务8亿元, 占比19%, 会展业务4.8亿元, 占比11%, 与2014年相比零售业务占比略有提升, 批发业务占比略有下降; 实现净利润16,352万元, 同比增长54.4%; 毛利率14.9%, 同比增加0.8个百分点; 净利率3.8%, 同比减少0.2个百分点。**

图表 1. 2012-2015 年凯撒同盛财务数据

(万元)	2012	2013	2014	2015
营业收入	169,607.70	213,958.88	264,540.19	425,928.31
净利润	1,153.10	4,759.79	10,592.19	16,352.01
毛利率(%)	11.2	11.9	14.1	14.9
净利率(%)	0.7	2.2	4.0	3.8

资料来源: 公司公告, 中银证券

2. 凯撒同盛致力于打造出境游全产业链运营模式:

(1) 增强上游资源掌控能力: 目的地服务方面, 2014年底完成德国凯撒收购, 整合境外碎片化旅游资源的整合, 推出了境外城际游、境外租车、境外景点门票的线上分销业务, 在汉堡、慕尼黑、法兰克福、巴黎、伦敦、洛杉矶等地建立目的地旅游服务及管理公司。机票+酒店+邮轮方面: **已与约60家航空公司建立了密切合作关系, 2015年开通29条国际旅游航线, 并与邮轮公司、国际酒店集团建立了合作关系。**

(2) 线上线下渠道融合: 线下渠道方面, 门店扩张+升级, 在11个省份新开分公司17家, 全国新开门店92家, **截至2015年底, 全国分公司达到39家, 门店达到175家;** 推出二代体验店, 研发三代(在北京落地)、四代店(2016年实施)。线上渠道方面, 有望借助海航旅游投资途牛的契机, 为公司导流并完善线上渠道。

(3) 旅游产品研发: 推出以户外、游学、婚礼、美食、体育等为主题的特色产品, 推出滑雪旅游的子品牌“滑遍天下”、邮轮旅游子品牌“凯撒邮轮”。公司还开发欧洲、南美等区域的高端旅游产品, 高端海岛旅游产品。

3. 食品业务稳定增长, 承接多条铁路餐饮服务。 公司拓展航空食品、铁路餐饮服务业务, 搭建食品业务管控平台公司——易食控股有限公司, 成功承接广州东-潮汕线等共14条线路的餐饮服务业务, 成功竞标海南西环沿线各站餐饮服务标的。2015年实现食品业务收入6.19亿元, 同比增长13.35%。其中, 航空食品业务2015全年配餐量达到2,616.2万份, 同比增长2%; 实现收入5.33亿元, 同比增长8.28%。铁路配餐业务配餐量达到96.32万份, 同比增长53%; 实现销售收入0.87亿元, 同比增长59%。

4.公司期间费用控制良好,净利率提升明显。2015年,公司整体毛利率为19.4%,同比减少0.8个百分点,净利率为4.2%,同比增加1.4个百分点。公司期间费用控制良好,管理费用率(-0.66个百分点)、财务费用率(-0.68个百分点)降低,销售费用率(+0.51个百分点)略有提升。

图表 2. 2015 年公司营业收入拆分及毛利率

(万元)	营业收入	营收同比增速(%)	毛利率(%)	毛利率同比增减(百分点)
航空配餐及服务	53,281.21	8.28	42.23	1.41
铁路配餐及服务	8,665.93	59.11		
旅游服务(公民批发)	79,618.89	43.76	7.21	1.02
旅游服务(公民零售)	298,730.02	67.42	16.75	0.44
旅游服务(企业会奖)	47,579.40	54.84	16.05	0.80
物业租赁业务及其他	5,574.71	(0.85)		

资料来源：公司公告，中银证券

5.展望 2016 年,公司在出境游领域将致力于: (1) 开发国际旅游航线、旅游目的地: 预计 2016 年包机航线运营人数增长将超过 100%。(2) 线下渠道: 优化完善线下零售门店布局。(3) 在线旅游+信息化: 已出资设立易启行网络技术有限公司, 打造出境游业务信息化管理和服务平台; 搭建度假自由行业务平台。(4) 特色旅游产品研发: 开发差异化的特色主题旅游产品; 加强旗下子品牌的筹备和建设, 凯撒邮轮将计划开设国内首家邮轮体验中心, 同时积极发展凯撒体育、凯撒户外等子品牌, 在开发丰富的体育、户外产品的同时, 积极参与国内外赛事, 组织以参与和体验为主题的旅游产品。以 2016 年里约奥运会为契机, 推出“门票+酒店”的观赛套餐、“门票+酒店+旅游”的旅游套餐以及自由行的观赛之旅, 其产品涉及奥运会开闭幕式, 田径、游泳、篮球、高尔夫等观赏性极高的项目, 以及射击、举重、跳水、体操、乒羽等中国队有望冲击奖牌的比赛场次。

6.投资建议: 公司 2015 年业绩超预期, 内生增长强劲。上游资源端, 公司拟收购首都航空股权进一步加强对旅游资源的掌控; 下游端, 不断强化线上线下游渠道布局; 产品设计方面, 迎合差异化需求, 打造高端线路。看好公司背靠海航集团, 在境外旅游资源整合和零售端业务上的竞争优势, 以及产业链扩张的动力和布局。预计 2016-2018 年每股收益为 0.36、0.46、0.58 元, 维持买入评级。

图表 3. 2015 年公司财务数据及同比增速

(人民币, 百万)	2014	2015	同比(%)
营业收入	3,248.15	4,934.50	51.92
营业成本	2,593.45	3,979.33	53.44
毛利润	654.71	955.17	45.89
营业税金及附加	33.93	43.70	28.80
管理费用	174.75	232.79	33.21
销售费用	226.63	369.39	62.99
经营利润	219.40	309.30	40.98
资产减值	1.54	1.50	(2.45)
财务费用	33.23	17.08	(48.60)
公允价值变动损益			
投资收益	6.81	2.91	(57.22)
营业外收入	14.50	2.58	(82.21)
营业外支出	1.74	1.03	(40.94)
税前利润	204.20	295.19	44.56
所得税	40.32	66.46	64.84
少数股东损益	74.30	22.94	(69.13)
归属于母公司的净利润	89.59	205.80	129.72
基本每股收益(元)	0.19	0.29	53.34
毛利率(%)	20.16	19.36	减少 0.80 个百分点
净利率(%)	2.76	4.17	增加 1.41 个百分点
扣非后归属于母公司的净利润	65.59	71.97	9.74
销售费用率(%)	6.98	7.49	增加 0.51 个百分点
管理费用率(%)	5.38	4.72	减少 0.66 个百分点
财务费用率(%)	1.02	0.35	减少 0.68 个百分点

资料来源：公司公告，中银证券



损益表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	3,248	4,935	7,072	9,570	12,468
销售成本	(2,593)	(3,979)	(5,751)	(7,815)	(10,209)
经营费用	(403)	(604)	(811)	(1,108)	(1,455)
息税折旧前利润	252	351	509	647	804
折旧及摊销	(33)	(42)	(44)	(49)	(52)
经营利润(息税前利润)	219	309	465	598	752
净利息收入/(费用)	(28)	1	(14)	(29)	(46)
其他收益/(损失)	18	3	1	0	(1)
税前利润	204	295	442	565	708
所得税	(40)	(66)	(100)	(130)	(164)
少数股东权益	(74)	(23)	(49)	(62)	(78)
净利润	90	206	293	373	466
核心净利润	89	206	293	373	466
每股收益(人民币)	0.192	0.294	0.365	0.464	0.580
核心每股收益(人民币)	0.192	0.294	0.365	0.464	0.580
每股股息(人民币)	0.055	0.038	0.055	0.070	0.087
收入增长(%)	16	52	43	35	30
息税前利润增长(%)	26	41	50	28	26
息税折旧前利润增长(%)	30	39	45	27	24
每股收益增长(%)	(49)	53	24	27	25
核心每股收益增长(%)	(50)	53	24	27	25

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	204	295	442	565	708
折旧与摊销	33	42	44	49	52
净利息费用	33	17	24	33	43
运营资本变动	(61)	(14)	(151)	(7)	(57)
税金	(36)	(60)	(90)	(117)	(148)
其他经营现金流	(16)	8	19	(8)	(19)
经营活动产生的现金流	157	288	287	515	580
购买固定资产净值	(45)	(82)	(58)	(66)	(64)
投资减少/增加	328	2	3	3	3
其他投资现金流	(258)	(67)	(67)	(67)	(67)
投资活动产生的现金流	25	(147)	(122)	(130)	(129)
净增权益	0	786	3	3	4
净增债务	19	225	50	50	50
支付股息	0	0	(41)	(59)	(75)
其他融资现金流	(102)	(33)	96	8	2
融资活动产生的现金流	(84)	978	108	3	(19)
现金变动	98	1,118	273	388	432
期初现金	686	784	1,903	2,178	2,567
公司自由现金流	182	141	165	384	451
权益自由现金流	115	312	180	397	461

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	833	1,941	2,178	2,567	3,001
应收帐款	254	361	517	699	911
库存	12	15	15	15	15
其他流动资产	426	607	864	1,163	1,511
流动资产总计	1,525	2,924	3,574	4,445	5,437
固定资产	286	302	297	291	284
无形资产	177	204	219	232	244
其他长期资产	101	87	91	102	110
长期资产总计	580	613	607	625	638
总资产	2,105	3,537	4,181	5,070	6,076
应付帐款	209	386	558	759	991
短期债务	364	678	728	778	828
其他流动负债	674	707	796	1,071	1,341
流动负债总计	1,247	1,771	2,083	2,608	3,160
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	91	4	50	50	50
股本	247	803	803	803	803
储备	348	843	1,081	1,382	1,759
股东权益	594	1,646	1,884	2,185	2,562
少数股东权益	173	116	164	226	304
总负债及权益	2,105	3,537	4,181	5,070	6,076
每股帐面价值(人民币)	2.41	2.05	2.35	2.72	3.19
每股有形资产(人民币)	1.69	1.80	2.07	2.43	2.89
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.90)	(1.57)	(1.81)	(2.23)	(2.71)

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日：12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.8	7.1	7.2	6.8	6.4
息税前利润率(%)	6.8	6.3	6.6	6.2	6.0
税前利润率(%)	6.3	6.0	6.2	5.9	5.7
净利率(%)	2.8	4.2	4.1	3.9	3.7
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.7	1.7	1.7	1.7
利息覆盖率(倍)	5.7	8.9	13.2	15.9	18.7
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	1.6	1.7	1.7	1.7
估值					
市盈率(倍)	143.2	93.4	75.3	59.1	47.3
核心业务市盈率(倍)	143.2	93.4	75.3	59.1	47.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	172.1	112.2	90.5	71.0	56.9
市净率(倍)	11.4	13.4	11.7	10.1	8.6
价格/现金流(倍)	43.2	76.6	76.8	42.8	38.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	85.6	59.2	40.5	31.3	24.7
周转率					
存货周转天数	1.5	1.3	1.0	0.7	0.5
应收帐款周转天数	28.5	26.7	26.7	26.7	26.7
应付帐款周转天数	23.5	28.6	28.8	28.9	29.0
回报率					
股息支付率(%)	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	15.3	18.4	16.6	18.3	19.6
资产收益率(%)	8.8	8.5	9.3	10.0	10.4
已运用资本收益率(%)	21.3	18.3	18.3	20.2	21.8

资料来源：公司数据及中银证券预测

披露声明

www.jztzw.net

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371