



信用等级通知书

信评委函字[2017]G023-1号

海航凯撒旅游集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“海航凯撒旅游集团股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年六月二日

海航凯撒旅游集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	海航凯撒旅游集团股份有限公司
发行规模	不超过人民币 7 亿元
债券期限	不超过 10 年
债券利率	本次发行公司债券的票面利率及其支付方式由公司和主承销商通过市场询价协商确定，并将不超过国务院或其他有权机构限定的利率水平。
偿还方式	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

概况数据

凯撒旅游	2014	2015	2016	2017.3
所有者权益（亿元）	7.67	17.62	20.64	21.00
总资产（亿元）	21.05	35.37	54.01	51.92
总债务（亿元）	4.53	6.78	14.92	13.64
营业总收入（亿元）	32.48	49.35	66.36	16.20
营业毛利率（%）	20.16	19.36	18.14	16.99
EBITDA（亿元）	2.76	3.72	4.08	-
所有者权益收益率（%）	21.37	12.98	11.66	6.64
资产负债率（%）	63.56	50.19	61.78	59.55
总债务/EBITDA（X）	1.64	1.82	3.66	-
EBITDA 利息倍数（X）	7.11	10.69	9.05	-

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2.2017 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

分析师

张 和 hzhang@ccxr.com.cn

张昕雅 xyzhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 6 月 2 日

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“海航凯撒旅游集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券”信用等级为 **AA**，该级别反映了本次债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定海航凯撒旅游集团股份有限公司（以下简称“凯撒旅游”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，该级别反映了凯撒旅游偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了海航集团的有力支持、出境游业务专业运作优势、旅游服务业务发展较快、获现能力较好等正面因素对公司业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时，中诚信证评也关注到市场竞争较为激烈、债务期限结构不合理等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 海航集团的有力支持。公司控股股东海航旅游集团有限公司（以下简称“海航旅游”）系海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）的全资子公司，海航集团在航空、实业、金融、旅游和物流等多个板块均具有较强的竞争力，在酒店、航线、资金等方面给予公司有力支持。
- 出境游业务专业运作优势。子公司凯撒同盛（北京）投资有限公司（以下简称“凯撒同盛”）深耕出境旅游业务多年，通过高效的业务管理运作，不断创新服务及管理模式，在出境游全产业链形成了较强的专业运作优势。
- 旅游服务业务发展较快。公司 2014~2016 及 2017 年 1~3 月分别实现收入为 32.48 亿元、49.35 亿元、66.36 亿元和 16.20 亿元，其中旅游服务收入占比分别为 81.44%、86.32%、87.28%和 85.25%，公司旅游服务业务增长较快。

- 公司获现能力较好。2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 2.76 亿元、3.72 亿元和 4.08 亿元；经营活动净现金流分别为 1.57 亿元、2.88 亿元和 3.23 亿元，经营获现能力较好。

关 注

- 市场竞争较为激烈。公司主要从事出境游业务及航空、铁路配餐业务，随着旅游行业不断发展，同质化产品已成为行业发展的瓶颈，公司亦面临较为激烈的市场竞争。
- 债务期限结构不合理。截至 2017 年 3 月末，公司总债务为 13.64 亿元，全部为短期债务，债务期限结构有待改善。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

概 况

发债主体概况

公司系由宝鸡商场（集团）股份有限公司（以下简称“宝商集团”，1993 年成立，于 1997 年在深交所上市，股票简称“宝商集团”，证券代码“000796”）更名而来。2006 年 3 月，海航集团收购宝商集团 22.27% 的股权，成为宝商集团的第一大股东。2008 年 4 月，海航集团以其所持宝商集团 4,284.80 万股的股份向海航商业控股有限公司（以下简称“商业控股”）增资，商业控股持有宝商集团 17.38% 的股权，成为宝商集团第一大股东。2010 年 9 月，宝商集团名称变更为“易食集团股份有限公司”（以下简称“易食集团”），同月，商业控股将其所持有的易食集团全部转让给海航易控股有限公司（以下简称“海航易控股”），海航易控股成为易食集团第一大股东。2015 年 9 月，易食集团向海航旅游、凯撒世嘉旅游管理顾问股份有限公司定向增发 43,243.24 万股购买凯撒同盛 100% 股权，同时向 9 家企业定向增发募集配套资金。同年 10 月，公司名称更名为凯撒旅游。截至 2017 年 3 月末，公司总股本 80,300.03 万股，其中海航旅游持股比例为 31.79%，为公司第一大股东，海航集团持有海航旅游 100% 股权，海南省慈航公益基金会（以下简称“慈航基金会”）实际控制海航旅游，为公司实际控制人。

公司主要从事航空、铁路配餐及服务业务、旅游服务业务等，其中旅游服务业务是公司收入的主要来源。截至 2017 年 3 月末，公司拥有凯撒同盛等 10 家子公司。

截至 2016 年末，公司总资产为 54.01 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 20.64 亿元，资产负债率为 61.78%；2015 年，公司实现营业收入 66.36 亿元，净利润 2.41 亿元，经营活动净现金流 3.23 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司总资产为 54.01 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 20.64 亿元，资产负债率为 59.55%；2017 年一季度，公司实现营业收入 16.20 亿元，净利润 0.35 亿元，经营活动

净现金流-1.67 亿元。

本次债券概况

表 1：本次公司债基本条款

基本条款	
债券名称	海航凯撒旅游集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券
发行总额	不超过人民币 7 亿元
债券期限	不超过 10 年
债券利率	本次发行公司债券的票面利率及其支付方式由公司和主承销商通过市场询价协商确定，并将不超过国务院或其他有权机构限定的利率水平。
偿还方式	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	用于偿还金融机构借款及（或）补充流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

旅游行业概况

旅游行业作为一项可选消费品，其长期可持续发展的核心驱动力主要来自于区域经济增长以及居民可支配收入的增加。2006~2011 年，尽管受到全球经济危机冲击的影响，我国经济整体仍保持平稳快速增长，城乡居民可支配收入呈逐年上升趋势。但自 2012 年以来，随着经济增速的回落，城乡居民收入增速均呈现出放缓的态势。2006~2014 年，我国城镇居民人均可支配收入由 1.18 万元增长至 2.88 万元，年均复合增长率为 11.87%；同期，我国农村居民人均纯收入从 3,587 元增长至 9,892 元，年均复合增长率为 13.52%。2015 年，我国经济处于 L 型底部震荡态势中，经济增长延续了近几年下滑态势，国内生产总值同比仅增长 6.9%，自 1990 年以来首次跌破 7% 增长率。同期受益于政府加大惠民力度，出台一系列促进收入增长政策措施，我国城乡居民收入保持稳步增长，全年我国城镇居民人均可支配收入为 3.12 万元，同比增长 8.15%；农村居民人均纯收入 1.08 万元，同比增长 8.90%。2016 年，我国城镇居民人均可支配收入和农村居民人均可支配收入分别同比增长 7.80% 和 8.20%。在居民可支配收入持续增长的推动下，我国旅游行业进入快速发展时期，目前我国已成为世界第三大入境旅游接待国和出境旅游消费国，并形

成全球最大的国内旅游市场，旅游业已基本进入大众化、产业化发展阶段。

我国人均可支配收入持续提高，特别是中等收入人群占比的上升，直接推动了国内旅游市场需求的增长，具体体现在我国居民出游率保持稳步上升趋势。1993 年国内居民出游率仅为 38.40%，2002 年以来我国居民出游率呈现加速上升，2006 年国内居民出游率首次突破 100%，2015 年该指标已达到 291%。随着居民收入水平的提高和生活方式的改变，我国旅游市场仍具备较大的提升空间，出游次数的增加会在一定程度上缓解旅游人数增幅放缓带来的行业增长压力。

国内游是我国旅游市场重要的组成部分，国内出游人数占总出游人数的比例始终保持在 90%以上。根据国家旅游局历年旅游业发展情况统计，我国国内旅游人次由 2006 年的 13.94 亿人次增长至 2015 年的 40.00 亿人次，年均复合增长率为 12.43%；国内旅游收入由 2006 年的 0.62 万亿元增长至 2015 年的 3.42 万亿元，年均复合增长率为 20.83%。2016 年，国内旅游人次 44.40 亿人次，同比增长 11.00%，国内旅游收入 3.90 万亿，同比增长 13.70%。尽管近几年国内旅游总花费增速受自然灾害、国际国内经济环境等因素影响有所下滑，但随着国民可支配收入的增长，国内旅游在居民日常生活中已逐渐成为不可或缺的消费需求，未来仍具备较强的增长动力。

图 1：2006-2016.6 国内旅游总花费



资料来源：国家旅游局，中诚信证评整理

在国内旅游市场快速发展的同时，我国出境游市场亦增长迅猛，目前中高收入人群数量增长已成为出境游市场发展的主要驱动力。国家旅游局数据显示，我国出境旅游人次由 2006 年的 3,452 万人次

增长至 2015 年的 1.17 亿人次，年均复合增长率为 14.52%，高于同期国内游年均人次增长速度，同时出境旅游消费规模也呈逐年上升趋势。2016 年，我国出境旅游人次为 1.22 亿人次，同比增长 4.3%。

综合来看，受国际经济形势低迷以及中国日渐增长的境外奢侈品消费的影响，欧美政府不断放宽对中国公民签证政策，发达国家对华签证政策的日渐放宽，将吸引更多的中国游客出境旅游。未来出境游市场具备较大的发展空间，并将成为未来我国细分旅游市场中的新兴增长点。

相比于出境游的快速发展，近年来我国入境游整体增速缓慢。国家旅游局历年旅游业发展情况统计，我国入境旅游人次由 2006 年的 1.25 亿人次增长至 2011 年的 1.35 亿人次，年均复合增长率仅为 1.62%，远低于同期国内游和出境游市场的增长速度。其中，受国际金融危机影响，2008-2009 年我国入境旅游人数和收入均呈现负增长态势；伴随着 2010 年国际经济逐渐复苏和上海世博会旅游需求拉动，我国入境游人数和旅游收入迅速回升。但 2011 年以来，全球经济持续低迷使得入境游增长的反弹缺乏可持续性，而我国与部分地区政治关系趋于紧张，加之人民币升值增加了入境游的成本，入境游增长的动力进一步弱化。2013 年，我国各地共计接待入境旅游者 12,907.78 万人次，同比下降 2.51%。2014 年，入境旅游人数 12,849.83 万人次，同比下降 0.45%。2015 年，入境旅游人数 1.34 亿人次，同比增长 4.14%；2016 年，我国入境旅游人次为 1.38 亿人次，同比增长 3.8%。

总的来看，我国旅游市场整体呈现较好的发展态势。其中，国内游目前依然是我国旅游行业中占比最大的市场，短期内在我国旅游细分市场中的支柱地位将不会被动摇；另外，随着我国中高收入人群的扩大，出境游市场未来将具备较大的发展空间；入境游市场虽然增长乏力，但由于其占我国整个旅游市场比例较小，因此需求的波动将不会构成显著影响。

航空食品行业概况

航空食品是指食品生产企业专门为各航空公司生产的供机上旅客食用的各种餐食、调味包、汤

类等，是根据飞机上的空间限制、明火限制以及安全要求等特殊环境，结合旅客对食物的色泽、口感、营养等要求而研制的食物。一般来说，航空餐由公司客舱服务部根据舱位、航程和飞行时段来设计食谱，一般设置早餐、热正餐、点心餐和水果餐四大类，许多航班还会提供当地特色料理，并充分考虑世界各地乘客的用餐习惯，准备素食和清真餐食，并可以单独制作低热能食、儿童餐等。

航空食品在安全方面的要求很高，航食公司供应的飞机餐看上去与普通盒饭差不多，但是航食公司和普通快餐公司的流程和要求都有明显差别，主要体现在温度、时效性和空防安全三个方面。航食公司的生产多通过中央厨房进行，中央厨房使用各类型的大型烹饪设备，以确保生产效率。航空食品经过航食配餐公司的采购管控、厨房制作、冷冻速冻、过渡库，完成安检送上食品车并与机组交接后送入乘客手中，过程中的各个环节均严格控制温度和生产流程，为航空餐提供了必要的质量保证。

我国航空食品业起步于上世纪九十年代，起步较晚，但发展速度较快。2010年前后，在全球航空配餐市场增速仅 2~3% 的情况下，我国航空食品市场增速保持在 10% 左右。目前，全球航空食品企业 700 多家，市场销售总额 160 多亿美元，其中，亚太地区销售额超过 56 亿美元，约占全球市场份额的 35%，欧洲及北美市场占比紧随其后，占比分别约为 30% 和 26%。根据国际航空配餐协会（IFCA）预测，未来全球航空食品市场增长率最快的地区为亚太地区和拉美地区，其中，亚太地区的体量显著高于拉美地区，将成为全球航空食品市场增长的主要动力。目前中国的航空食品市场销售总额接近 5 亿美元，仅占全球份额不到 3%，未来将成为亚太地区的增长龙头。

从行业竞争格局来看，我国航空食品企业的规模和构架相对零散，目前大多数还处于向生产流程化、食品制作标准化方向努力的初级阶段，而国外一些著名的跨国配餐集团已陆续建立整套的全球网络支持系统，包括战略投资、市场营销、生产研发、物流配送等全方位动作系统。目前国内有 100 多家航空配餐公司，基本为航空公司控股或参股，

或归属机场集团，其中又以四大航空集团（中国国航、南方航空、东方航空、海南航空）为主。在我国航空配餐业高速增长的同时，国外知名的航空配餐公司也采取合资、独资的方式大举进入了我国，包括德国汉莎天厨、佳美国际、香港美心集团等。

航空食品服务于民航客运，其发展直接受到民航客运发展的影响。根据民航局公布的数据，2016 年中国民航旅客周转量 8,359.5 亿人公里，同比增长 14.8%，其中国内航线（含港澳台）6,208.0 亿人公里，同比增长 11.5%，国际航线 2,151.6 亿人公里，同比增长 25.3%。根据民航局官网于 2017 年 2 月 20 日发布的《中国民航 2016 年 12 月份主要运输生产指标统计》显示，2016 年全国民航完成旅客运输量 4.88 亿人次，同比增长 11.8%。近年来，随着中国中等收入人群的不断扩大和旅游业的兴起，国内航线、国际航线客运量均不断上升，与此相对应的国内航空食品市场的发展也非常迅速。

总体来看，航食业的发展受航空运输业发展影响较大，我国航食业虽然起步较晚，但发展较为迅速，除国内四大航空集团外，国外航空配餐公司凭借品牌、管理和技术等优势纷纷进入国内市场，是国内航食企业的重要竞争对手。

行业关注

经济下行和人民币贬值背景下旅游的“进口替代”加速显现，公民倾向于用国内游替代出境游，出境游增速放缓

2012 年，我国经济开始迈入调整和转型期，城乡居民收入增速同比下滑，导致当年出境旅游人次增速亦自 2011 年的高点回落。2013 年以来，居民收入增速整体仍呈现放缓态势，2014~2015 年，我国公民出境旅游人次分别为 1.07 亿人次和 1.17 亿人次，均同比增长 9.0% 左右，略低于同期国内旅游人次增速，但较之前 20% 左右的增速已明显放缓。另一方面，2014 年以来，人民币整体处于贬值通道，导致出境游成本提高，亦对出境游的增长产生不利影响，2016 年人民币对美元贬值达到 6.67%。2016 年，我国出境旅游人次为 1.22 亿人次，同比增长 4.3%。

总体来看，受经济下行及人民币贬值等因素影

响,近年来我国公民出境旅游人次增速放缓,随着中国公民旅游热情的高涨及收入的提高,加之近年来多个国家对华签证政策放宽、出境游产品不断丰富和旅游市场的规范,扣除突发事件的影响,预计我国出境游市场规模的增长将保持相对稳定。

竞争优势

海航集团的有力支持

公司控股股东海航旅游是海航集团全资子公司。海航集团于 2000 年 1 月经国家工商行政管理总局批准组建,涉足航空、实业、金融、旅游和物流等五大业务板块,参控股上市公司 12 家,2015 年 7 月,海航集团首次登榜《财富》世界 500 强,以营业收入 256.46 亿美元位列第 464 位;2016 年 7 月,以营业收入 295.60 亿美元位列第 353 位,排名较上年上升 111 位。

公司依托海航集团强大的资源优势,为消费者提供吃、住、行、游、购、娱一体化服务,着力布局、提升出境游为主的全产业链的旅游市场。海航集团以优惠的条件向海航凯撒提供旗下海南航空、首都航空、金鹿公务机、首航直升机等优质航空资源;依托海航集团拥有的航空、机场等资源,有效形成业务关系紧密、资源共享充分、集约效应充分发挥的业务模式。海航旅游与易生金服控股集团有限公司(以下简称“易生金服”)进行战略合作,将“旅游+金融”概念落实到具体业务中,推动了海航集团虚拟经济与实体经济的协同发展,“旅游+金融”的概念落实之后,将会惠及凯撒旅游。海航集团综合实力较强,能在多个领域给予公司优势资源,公司有望持续拓展产业链,实现快速发展。

在出境游业务方面拥有较强的专业运作优势

公司全资子公司凯撒同盛作为中国领先的出境旅游综合运营商,主要面对政府、企业和个人三大类客户群,提供出境游产品的批发、零售、企业会奖业务以及目的地服务,进行出境游产品的全产业链综合运营。凭借凯撒同盛多年经营积累,公司在出境游全产业链如资源采购、产品研发、游客管理、销售渠道、目的地服务等环节具备较强的专业运作优势。凯撒同盛致力于打造全球化的战略布

局,在汉堡、慕尼黑、法兰克福、巴黎、伦敦、洛杉矶等地拥有目的地旅游服务及管理公司,能够充分了解和挖掘当地旅游资源,为消费者提供一流的旅游目的地服务。同时,凯撒同盛拥有丰富的旅游要素资源,与众多航空公司、邮轮公司、国际酒店集团建立了合作关系,提高了公司对上游要素资源的掌控能力。凯撒同盛具备一流的研发实力和专业运作能力,拥有高素质的研发与管理团队,通过对旅游与生活的深入理解,在产品研发与专业运作领域具备较强的原创性。

业务运营

公司原主要经营航空食品、铁路配餐及服务业务,2015 年公司通过定向增发股份的形式收购凯撒同盛全部股权,同年新增出境旅游服务业务。资产重组后,公司新增旅游服务业务。

公司依托海航集团的资源优势,积极拓展航空配餐、铁路配餐及旅游服务业务,推动收入规模增长。2014~2016 年分别实现营业总收入 32.48 亿元、49.35 亿元和 66.35 亿元,年均复合增长率为 42.93%。2017 年 1~3 月实现营业总收入为 16.20 亿元。

表 2: 2014-2016 年及 2017.Q1 公司收入构成情况

	单位: 亿元			
	2014	2015	2016	2017.Q1
旅游服务	26.45	42.59	57.91	13.81
航空配餐及服务	4.92	5.33	6.51	2.00
铁路配餐及服务	0.54	0.87	1.26	0.35
物业租赁及其他	0.56	0.56	0.67	0.04
合计	32.48	49.35	66.35	16.20

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

旅游服务

公司旅游服务业务主要由全资子公司凯撒同盛经营。凯撒同盛主要面对政府、企业和个人三大类客户群,提供出境游产品的零售、批发、企业会奖业务以及目的地旅游资源服务和管理。近年来,顺应国内旅游市场出境游发展势头强劲的态势,凯撒同盛积极探索航旅结合的商业模式、拓展线上线下销售渠道,主推零售业务,收入规模呈现逐年增长,2014~2016 年及 2017 年 1~3 实现旅游服务收入

分别为 26.45 亿元、42.59 亿元、57.91 亿元和 13.81 亿元。

采购模式

凯撒同盛为客户提供旅游产品时，需要对外采购地接服务、邮轮、机票、酒店、门票、大巴等上游旅游要素资源，资源的价格主要受各国家政策、市场供求状况以及市场竞争因素的影响。由于凯撒同盛多年来的专业运作优势，依托与上游旅游资源供应商的长期合作关系、内部高效的管理机制和灵活的采购制度，在采购方面具有主动性和相对较高的议价能力。公司进行机票、轮船和酒店等预定工作会形成一定规模的预付账款，账款结算主要集中在一年期。

凯撒同盛的采购模式主要分为集中采购、包销采购和分散采购。集中采购即根据公司未来三年的经营战略及目标对各种资源需求进行整合，再由指定部门进行统一全球资源采购工作，此种采购方式将有效降低采购运营成本。集中采购具体又分为远期集中采购和分期集中采购。远期集中采购主要是针对航空公司、国际酒店集团等国际供应商的采购，一般签署一个相对长期的采购协议（通常超过一年），以获得优惠的价格。分期集中采购即根据固定时间期限（一般是一年以内），根据公司短期

经营目标的需求整合进行全球资源采购工作，例如某些区域的酒店、景点、地接社等。集中采购过程中不但能够与供应商建立良好的战略合作关系，同时也可有效降低旅游资源的采购价格。包销采购即在固定期限与供应商进行协议签订，完全买断供应商的资源进行独家销售，销售运营过程中如果产生未完成应有销量的情况将完全由采购方来承担，这种采购方式能够最大限度的获得优惠的价格，例如与航空公司的协议包机，与邮轮公司的协议包船，与酒店集团的协议包房等。分散采购即根据不定期的各种资源需求进行的采购工作，例如签证、旅游保险、旅游衍生商品等类型的采购。

目前公司已经与 60 家航空公司建立了密切合作关系，并在包机业务方面积累了大量的运营经验。2016 年公司先后开通了三亚-普吉、三亚-岷港、沈阳-大阪、沈阳-冲绳、杭州-马德里、杭州-芽庄、广州-芽庄、济南-静岡、济南-大阪等共计 29 条国际旅游航线，成为业内航旅结合的新典范。

销售模式

凯撒同盛目前销售模式主要分为零售与批发两种。从业务类别来看，分为公民零售、公民批发和企业会奖。

表 3：公司近两年接待公民零售、公民批发、企业会奖游客人次的变化情况

单位：人，亿元，%

业务类别	2015 年			2016 年			2016 年同比	
	人数	金额	占比	人数	金额	占比	人数	金额
公民零售	327,282	29.87	70.14	637,741	39.48	66.83	94.86	32.17
公民批发	171,371	7.96	18.69	201,673	8.86	21.13	17.68	11.31
企业会奖	36,663	4.76	11.17	114,889	9.57	12.04	213.36	101.05
合计	535,316	42.59	100.00	954,303	57.91	100.00	78.27	35.97

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

零售业务方面，凯撒同盛在全国设立分子公司，零售门店已达到 282 家，开创性地推出凯撒旅游体验店，2015 年研发了三代体验店和四代体验店，目前三代体验店已经在北京地区落地经营，通过视频、图片及旅游顾问的综合讲解为消费者提供全面的旅游产品认知，将传统意义上被动服务的服务理念转变为主动、积极服务，大幅提高了消费者满意度。凯撒同盛线上销售主要借助凯撒旅游网及移动端的 APP 进行，并为国内每家分子公司设置了

分站体系，分站既完整独立又与后台统一的 ERP 系统对接，所有产品实现 ERP 和官网分站同步上线，能够实现实时在线查询、预定和支付。凯撒同盛通过门店、网站、呼叫中心等方式将旅游产品直接销售给终端消费者，受益于门店的全国布局、体验店的不断推出以及线上销售渠道的完善，2016 年零售业务接待人数达到 63.77 万人，同比增长 94.86%，收入达到 39.48 亿元，同比增长 32.17%，占比下降至 66.83%。

批发业务方面，凯撒同盛通过批发销售模式将产品及服务输送到同行旅行社、OTA 等机构，再由同行旅行社、OTA 等机构将产品及服务销售给终端消费者，目前凯撒同盛已与国内 4,000 多家同行旅行社建立了业务合作关系。2016 年凯撒旅游批发业务接待人数达到 20.17 万人，同比增长 17.68%，收入达到 8.86 亿元，同比增长 11.31%，占比上升至 21.13%。

企业会奖方面，即会展及奖励旅游，包括会议、奖励旅游、大会及展览 4 个组成部分，具有消费水平高、活动内容丰富、对服务商的专业度、业务操作能力和资源整合能力要求高等特点。公司加大对企业客户的拓展力度，成功承接了世界互联网医疗大会、沃尔沃全国节油大赛、用友互联网大会等大型项目，会奖收入逐步增长，2016 年企业会奖业务接待人数达到 11.49 万人，同比增长 213.36%；收入达到 9.57 亿元，同比增长 101.05%，占比为 12.04%。

公司积极拓展线上线下销售渠道，携手北青社区文化传媒（北京）有限责任公司共同打造“凯撒到家”社区旅游服务生态圈，旅游服务将深入社区，提高用户粘性。同时公司拥有凯撒旅游网及移动端 APP，结合线上线下服务，提高用户体验，公司销售渠道有望持续拓宽。

表 4：凯撒同盛出境游产品销售模式

销售模式	类别	具体事项
零售模式	线下销售	线下销售主要指通过自有实体销售网络的销售模式。分公司数量达到 50 家，体验及服务中心总数量达到 282 家。
	线上销售	线上销售主要借助凯撒旅游网及移动端的 APP 进行。
	020 模式	020 模式是实行的线上线下互动销售模式。
	电话销售	电话销售主要依托呼叫中心展开。
批发模式	会员数据库营销	会员数据库营销是以多元化的主题沙龙等活动为销售手段，对会员进行持续服务的销售模式。
	传统线下同业销售	传统线下同业销售是通过批发销售模式将产品及服务输送到同行旅行社，目前凯撒同盛已与国内 4000 多家同行旅行社建立了业务合作关系。
	线上 OTA	线上 OTA 是指与大型 OTA 企业建立合作关系，开展销售服务。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司零售模式与批发模式采取一致的会计核算原则和收入确认时点，收入确认时点均为旅游活动结束后。零售模式下，公司将旅游产品销售给终端消费者，收取消费者旅游团费作为预收账款，待旅游活动结束后确认收入。批发模式下，一般情况下，同行旅行社、OTA 等机构将旅游产品及服务销售给终端消费者，在旅行团发团前，收取旅游团费扣减一定的代理费用后将其支付给凯撒同盛，凯撒同盛确认为预收账款，待旅游活动结束后确认为收入。公司企业会奖业务活动的时间一般较短，部分大型活动会在开始前预付一定款项，根据行业惯例以及与合作客户的合作情况会给予部分大客户一定付款账期，等旅游活动结束后在一定期限内付款，确认收入。结算方式上，目前公司与客户采取以现金结算为主、银行转账为辅的结算模式。

旅游产品

凯撒同盛通过不断创新服务及运作模式，已形成了完善的产品体系。按照产品价格档次划分，主要产品包括大众型旅游产品、精选型旅游产品和豪华型旅游产品。其中，大众型旅游产品通常是以参观和游览旅游目的地最具代表性的人文名胜、自然景观的旅游活动，具有游览项目丰富、行程紧凑、价格经济等特点；精选型旅游产品是在大众型旅游产品的基础上，增加更多文化、艺术、美食或娱乐等方面体验的旅游产品，具有团组规模适中、行程舒适、内容丰富等特点；豪华型旅游产品是运用时尚的产品设计理念，并吸取世界顶级度假的旅游元素，为追求奢华享受和非凡品味的消费者群体精心推出的一种高端旅游产品，产品通常是选择世界知名的度假胜地，多采用海岛度假、豪华游轮、豪华列车、国际往返公务舱等旅游方式，使游客在交通、住宿、餐食、旅行内容等方面享有更加尊贵及舒适的体验。

表 5：凯撒同盛出境旅游产品种类情况

分类方式	产品
按组织方式划分	团队旅游、邮轮旅游、度假旅游、自由行、定制旅游等
按旅游目的地划分	欧洲产品、美洲产品、非洲产品等
按产品销售方式划分	出境游批发、出境游零售、企业会奖
按产品价格档次划分	大众型旅游产品、精选型旅游产品、豪华型旅游产品等

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司于 2013 年开始推出邮轮产品，经过近几年的大力发展，目前已涉及天津、上海、香港、大连、青岛五个邮轮母港的 100 多个航次的邮轮产品，合作的邮轮公司有皇家加勒比、公主邮轮、地中海邮轮公司、歌诗达邮轮公司等全世界最著名的邮轮品牌，推出了涉及地中海、阿拉斯加、加勒比海、中东及东南亚地区近百个飞机+邮轮的产品；成功运作了两个极地包船项目，极地邮轮市场占有率达到 28.6%，居中国市场首位。公司作为 MSC 邮轮全球顶级战略合作伙伴，于 2016 年 5 月 1 日在上海宝山港成功启动抒情号在中国母港的运营，正式将抒情号带入中国；于 2016 年 6 月 10 日联合公主邮轮开启天津港连续 15 个航次运营；于 2016 年 12 月 12 日与 MSC 地中海邮轮共同推出国内首条“环中国海”的邮轮航线，全航线为 16 天，途径天津、釜山、长崎、舟山、香港、厦门、那霸、鹿儿岛等多个城市。公司通过与全球知名邮轮公司合作，逐步实现系统对接，除传统邮轮预定外，将引入丰富的体验元素，如商品展销、线上购物等项目；线下构建邮轮为核心的专业实体店铺体验中心。公司丰富的全系列邮轮产品以及与世界著名邮轮品牌的战略合作将使公司邮轮的市场占有率进一步提升。

公司作为里约奥运会中国奥委会票务代理及接待服务供应商合作伙伴，2016 年在中国市场推出了包括开、闭幕式在内的近 26 大类，40 小类 200 多个场次赛事的观赛门票。同时推出了企业奖励旅游产品，巴西一国、巴西加南美多国的观赛团队游产品；门票加酒店、门票加签证、机票加酒店等多个自由行及半自由行产品。未来公司还将继续推进体育旅游业务板块的扩展升级，开设体验中心，建设全球体育赛事票务预订平台与高尔夫球场预订平台以及配套的移动互联网平台，高精准度锁定活

跃用户。公司将不断完善上下游资源的进一步整合，逐步实现全产业链生态圈的产业升级。

此外，公司于 2016 年与大鹏航旅信息有限公司（以下简称“大鹏旅信”）等八家公司共同增资易生金服，其中公司以 5.5 亿元对易生金服进行增资，公司持有易生金服 8.52% 股权。易生金服是海航旅游旗下核心的旅游金融企业，公司与易生金服将进行战略合作打造“旅游+金融”大生态。通过本次增资交易有利于公司完善在旅游金融业务领域的布局，为客户带来全新、便捷的出行及消费体验。

总体来看，随着国内旅游市场出境游的发展，公司积极拓展线上线下业务、不断推出创新产品，旅游服务业务收入大幅增长，未来将布局旅游金融板块，可能成为新的盈利增长点。

航空配餐及服务

目前凯撒旅游的航空配餐及服务业务主要经营机上旅客配餐和服务用具保障业务，保障范围以中国民用航空总局规定的航班配餐时刻为准，业务覆盖全部旅客，与对应航空公司进行结算。

近年来，在航食企业客户数增多、配餐航班新增及客座率提高推动下，航空配餐业务发展形势较好，尤其是犹太餐业务持续增加，公司已成为全国首家拥有生产航空犹太餐食品资质的配餐公司。2014~2016 年及 2017 年 1~3 月，公司分别实现航空配餐及服务收入 4.92 亿元、5.33 亿元、6.51 亿元和 2.00 亿元，公司航空配餐及服务业务收入稳步增长。

凯撒旅游拥有 7 个航食生产基地，分别位于北京、甘肃、内蒙古、海南、湖北及新疆，对应的航食生产企业为北京新华空港航空食品有限公司（以下简称“新华航食”）、甘肃海航汉莎航空食品有限公司（以下简称“甘肃航食”）、内蒙古空港航空食品有限责任公司（以下简称“内蒙航食”）、海南航空食品有限公司（以下简称“海南航食”）、三亚汉莎航空食品有限公司（以下简称“三亚航食”）、宜昌三峡机场航空食品有限公司（以下简称“宜昌航食”）和新疆海航汉莎航空食品有限公司（以下简称“新疆航食”）。各航食生产企业主要依托所在地机场取得业务，经营期间已与多家国内外航空公司建立稳定合作关系，为业务发展奠定了良好基础。

航空配餐由于服务对象特殊和餐食质量标准高，需要更为严格的进货渠道和更为细节化的采购方式。各配餐公司对供应商进行资格审核认证，供应商一般为知名度较高的专业企业，提供的每一批原辅材料必须通过严格的食品卫生检查，并出具相应合格证书。其次，配餐公司的有关人员每月定期对供应商进行一次考评，年终进行一次综合考评，设定相关考评标准，不达标的供应商立即终止供货合同。最后，验货环节，配餐公司可根据自身实际和不同产品分类制定《采购物资验收程序与标准》，按相关标准进行验收，并加大随机抽查力度。

表 6：截至 2017 年 3 月末航食企业及各自合作的航空公司情况

航食公司	保障航空公司
新华航食	海南航空、首都航空、祥鹏航空、天津航空、香港航空、四川航空等
海南航食	海南航空、首都航空、天津航空、祥鹏航空、香港航空、国际航空、东方航空等
新疆航食	海南航空、天津航空、首都航空、祥鹏航空、乌鲁木齐航空、上海航空等
三亚航食	海南航空、首都航空、天津航空、西部航空公司、祥鹏航空、春秋航空等
甘肃航食	海南航空、祥鹏航空、首都航空、天津航空、西部航空、乌鲁木齐航空等
内蒙航食	天津航空、上海航空、海南航空、首都航空、四川航空、西部航空等
宜昌航食	海南航空、北部湾航空、祥鹏航空、东航武汉、上海航空和中国国航等

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

定价方面，各航食企业主要以历史价格为参考，对部分新客户则以产品的直接成本和间接成本再加以目标利润值进行协商定价。回款方面，各航食企业回款以协商标准执行，账期一个月，双方财务核对完相应配餐服务单据后进行结算；少数包机或国外航班会以现金方式付款。

总体来看，公司航食生产企业具备一定的规模优势，且随着航食企业客户数增多、配餐航班新增及客座率提高，航空配餐业务呈现稳定发展态势。

铁路配餐及服务

凯撒旅游旗下铁路餐饮服务企业共有三家，分别为武汉易食铁路餐饮服务有限公司（以下简称“武铁餐饮”）、广州动车组餐饮有限公司（以下简称“广铁餐饮”）和海南易铁动车组餐饮服务有限公司（以下简称“海铁餐饮”）。截至 2017 年 3 月末，公

司共拥有铁路餐饮保障线路 63 条，运营保障里程总计达 24,052.1 公里，年保障铁路配餐总量达 402 万份。

2014~2016 年及 2017 年 1~3 月，公司分别实现铁路配餐及服务收入 0.54 亿元、0.87 亿元、1.26 亿元和 0.35 亿元。2014 年铁路配餐业务因线路调整，全年收入规模同比下降 49.53%。2015 年以来，各铁路配餐企业加大市场拓展力度，并取得一定成效，其中武铁餐饮获取郑州铁路局二条线路（郑州至焦作、郑州至开封）、南昌铁路局三条线路（南昌至福州、济南以及贵阳）、兰州铁路局四条线路（兰州至中川、嘉峪关、西宁及乌鲁木齐）等；广铁餐饮于 2015 年 2 月开始担当广潮线（广州东至潮汕，共 3 个车底）餐饮保障工作，同年 7 月顺利承接长沙至贵阳段、长沙南至厦门北、广州南至合肥南动车线；海铁餐饮于 2015 年 12 月以增加车底形式承接海南西环线动车餐饮服务业务，对铁路配餐业务发展起到积极影响。

武铁餐饮自 2007 年开始筹备运营，2011 年 7 月正式注册成立，注册资金 2,000 万元，其中易食控股有限公司股权占比为 95%，凯撒旅游股权占比为 5%。武铁餐饮主要承担郑州铁路局、西安铁路局、南昌铁路局、兰州铁路局开行的部分高铁动车组及既有线路列车的餐饮服务业务。

表 7: 截至 2017 年 3 月末武铁餐饮情况

基地名称	郑州基地	西安基地	南昌基地	洛阳基地	兰州基地	厦门基地
运营时间	2007 年 8 月	2010 年 2 月	2014 年 9 月	2011 年 5 月	2014 年 12 月	2016 年 12 月
隶属路局	郑州铁路局	西安铁路局	南昌铁路局	郑州铁路局	兰州铁路局	南昌铁路局
保障线路	郑州-北京 郑州-上海 郑州-济南 郑州-西安 郑州-成都 郑州-开封 郑州-焦作	西安-宝鸡 西安-延安 西安-郑州 西安-广州	南昌-北京 南昌-西安 南昌-广州 南昌-深圳 南昌-开封 南昌-福州 南昌-贵阳 南昌-济南	既有线路: 洛阳-上海 洛阳-福州	兰州-西宁 兰州-嘉峪关 兰州-乌鲁木齐 兰州-中川	厦门-杭州 厦门-宁波 厦门-武夷山-深圳 厦门-深圳-福州 厦门-赣州 厦门-昆明 厦门-武夷山-福州 厦门-上海-福州

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

广铁餐饮是中国铁路第一家引进航空化服务模式的专业餐饮公司, 注册资金 500 万元, 2009 年 4 月由广州铁路集团多元经营发展中心与北京新华空港航空食品有限公司合资组建成立, 2014 年北京新华空港航空食品有限公司将所持股权转让予易

食纵横餐饮管理(北京)有限公司, 其中股东广州铁路(集团)公司站车服务中心和易食纵横餐饮管理(北京)有限公司对其持股比例均为 50%。目前, 广铁餐饮主要保障运营广深线、厦深线、长广线、沪昆线、南广线和贵广线高铁动车线路。

表 8: 截至 2017 年 3 月末广铁餐饮情况

基地名称	广州东基地	深圳北基地	长沙南基地	广州南基地
运营时间	2007 年 4 月	2013 年 12 月	2014 年 6 月	2014 年 7 月
隶属路局	广铁集团			
保障线路	动车 广州东-深圳 广州东-潮汕	深圳北-厦门北 深圳北-潮汕 深圳北-温州南 深圳北-福州南	长沙南-怀化 长沙南-南京 长沙南-上海 长沙南-杭州 长沙南-贵阳北 长沙南-厦门北 广州南-合肥南	广州南-贵阳北 广州南-桂林北 广州南-南宁 广州南-北海 广州南-合肥南
	高铁	-	武汉—长沙南—广州南—深圳北	-

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

海铁餐饮由易食纵横餐饮管理(北京)有限公司与海南铁路经济技术开发有限公司共同投资组建, 股权比例各为 50%, 注册资金 500 万元, 主要经营海南东环铁路餐饮服务保障工作, 于 2010 年 12 月 30 日开始运营。

表 9: 截至 2017 年 3 月末海铁餐饮情况

基地名称	海口基地、三亚基地
隶属路局	广铁集团
保障线路	海口东-三亚

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

铁路配餐采用区域性配餐公司生产经营的模式。区域配餐公司负责自己区域内的餐饮制作、配送、销售、回收等业务。公司管理区域相对集中, 会对市场变化做出快速反应。为提高食品质量, 公司参照国家食品安全各项指标的标准, 建立食品安

全手册及管理体系, 成立专门检测小组, 检测食品在采购、生产及销售阶段等各个环节, 以确保食品安全。

运营模式方面, 各铁路配餐企业通过外部供应商采购餐食、预包装食品和饮品等, 物流配送至各基地库房统一管理, 后依据各基地每日保障车次信息将商品配送至列车, 并通过销售人员以优质的服务、有效的销售技巧等达成销售, 同时所有餐车销售均以现金结算, 最终将当日销售营业收入汇总至财务处。定价模式上, 各铁路配餐企业以国家铁路总局要求及市场需求进行定价: 一是遵守铁路局相关定价要求, 以广铁部分线路为例, 列车上需提供 2 元矿泉水和 15 元餐食; 二是考虑采购成本价、税收和运营保障成本等分类给予采购价加价销售。

总体来看,受线路调整影响,2014年公司铁路配餐业务收入下滑,但随着2015年以来新增配餐线路,公司铁路配餐业务收入开始回升,并呈现增长态势,将利于整体业务的发展。

发展规划

公司未来将通过整合出境游资源、发力金融投资、以及搭建互联网服务体系等手段,通过轻重结合、产融结合、虚实结合,实现全产业链布局,打造中国的CHINA途易模式,主要思路如下:

第一,围绕吃住行游购娱业态,收购目标出境游资源:吃,包括中央厨房、团膳、境外旅游餐、净菜加工等食品产业链资源;住,包括旅游目的地的酒店资源;行,包括飞机、邮轮、游轮、旅游巴士等资源;游,包括全球地接社、特色旅游企业等资源;购,包括免税店、折扣店,及退税、兑换、折扣等业务及服务资源;娱,包括彩票、境外博彩酒店等资源。

第二,整合金融资源,发力金融投资:根据现有金融业务及战略布局需要,金融投资涉及支付清算、消费金融、汇兑、电子旅支、银行、投资理财等行业及相关业务。

第三,融入“互联网+”元素,丰富服务内容及体系:主要包括拓展“互联网+重点项目,深化互联网服务,以及运用互联网思维搭建完善的会员体系及大数据建设等。

此外,公司于2016年9月拟非公开发行股票募集资金72亿元,截至2017年3月末尚未发行,此次募集资金将主要用于国内营销总部二期项目、公民海外即时服务保障系统项目、凯撒邮轮销售平台项目和凯撒国际航旅通项目。公司于2016年11月25日收到中国证监会出具的《中国证监会行政许可项目审查反馈意见通知书》,并于2017年1月11日发布《关于非公开发行股票反馈意见回复的公告》。如果此次非公开发行股票事项得以顺利实施,公司资本实力将大大增强。中诚信证评将持续关注后续进展情况。

公司管治

公司治理

公司已按照《公司法》要求建立了由董事会、监事会和经理层组成的经营决策体系。董事会是公司的决策机构,对股东大会负责,负责执行股东大会的决议,决定公司的经营计划和投资方案,董事由股东会选举或更换,任期三年。公司董事会现由11名董事组成,设董事长1人,执行董事长1人,副董事长1人,独立董事4人。公司设立监事会,由3名监事组成,监事会设主席1人、职工代表监事1人,董事、总裁和其他高级管理人员不得兼任监事,监事会对公司财务以及公司董事、高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督。公司设总裁一名,副总裁若干名,财务总监一名,董事会秘书一名,由董事会聘任或解聘。总裁每届任期三年,与每届董事会任期相同,总裁连聘可以连任。总裁主持公司的日常生产经营管理工作,组织实施董事会决议,并向董事会汇报工作,组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

内部管理

公司在组织架构上根据发展战略需要,形成了适合企业特点的资源配置机制、程序机制、治理与监督机制以及授权与决策机制。公司董事会与经营者、母公司与子公司之间建立了明确的“责、权、利”关系。

财务管理方面,公司制定了全面预算管理、预算管理委员会议事规则、现金管理办法等多项财务管理制度,对各项财务收入和支出、资金筹集和运用的全过程进行管理。公司建立了预算管理委员会,是公司预算管理的最高权力机构,公司计划财务部为日常预算管理和执行机构,预算管理委员会负责审批公司年度预算计划及预算执行报告,公司计划财务部负责组织、指导、协调总部各部门及成员公司的预算管理工作。

固定资产管理方面,为明确资产购置、使用、报废、处置流程,落实管理责任,合理规划投资方向,优化资产配置,公司制定了固定资产管理办法,计划财务部是固定资产财务管理部门,负责

公司的固定资产账务核算工作。办公室或综管部是固定资产实物管理部门，负责统筹管理全公司的固定资产，建立公司固定资产实物台账，将资产的管理责任落实到使用人。

部门设置方面，公司设有董事会办公室、证券业务部、计划财务部和人资行政部 4 个职能部门，分别完成经营工作中的各类专业性工作。员工情况方面，截至 2017 年 3 月末，母公司共有员工 40 人，其中，硕士及以上 19 人，本科 21 人；公司并表范围内共有员工 2,456 人。

整体来看，公司董事会、监事会和高级管理层日常运作规范，内部控制体系可较好保障各项业务的顺利开展，日常管理规范有序。

财务分析

2015 年，凯撒同盛全部股权划入公司，其最近一个会计年度所产生的营业收入占公司营业收入的比重达到 50% 以上，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计了公司 2013 年末和 2014 年末的模拟合并资产负债表、2013 年度和 2014 年度模拟合并利润表，出具中审亚太审字（2015）010094 号备考审计报告。以下财务分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的上述备考财务报告、中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年财务报告、经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年财务报告以及 2017 年一季度财务报表。

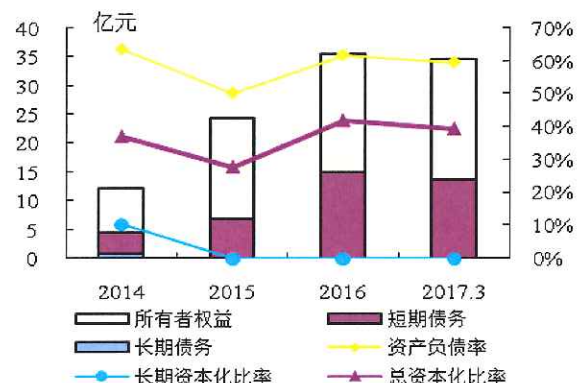
资本结构

2014~2016 年末，公司总资产规模分别为 21.05 亿元、35.37 亿元和 54.01 亿元，受益于旅游服务业务的持续发展以及并购投资，公司 2016 年末资产规模同比大幅增长。随着业务规模的扩大，公司对外融资需求亦增加，同期负债总额分别为 13.38 亿元、17.75 亿元和 33.37 亿元；得益于定向增发及较好的经营积累，公司自有资本实力逐年提升，所有者权益分别为 7.67 亿元、17.62 亿元和 20.64 亿元。截至 2017 年 3 月末，公司总资产、负债总额和所有者权益分别为 51.92 亿元、30.92 亿元和 21.00 亿元。

元。

财务杠杆比率方面，2014~2016 年末，公司资产负债率分别为 63.56%、50.19% 和 61.78%；总资本化比率分别为 37.12%、27.80%、41.96%，2016 年公司加大对外融资，财务杠杆比率大幅提升。截至 2017 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率为 59.55% 和 39.38%，财务杠杆水平适中。

图 2：2014~2017.3 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

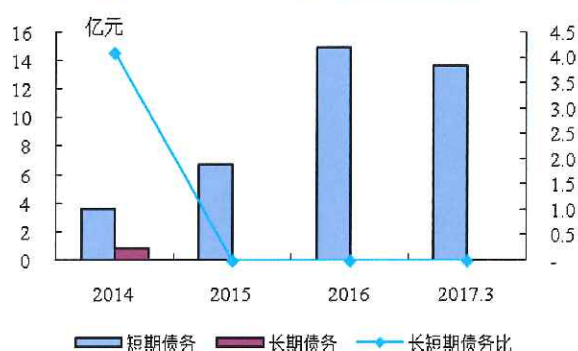
从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2014~2016 年末及 2017 年 3 月末，流动资产分别为 15.25 亿元、29.24 亿元、32.51 亿元和 30.33 亿元，占资产总额的比重分别为 72.46%、82.67%、60.19% 和 58.41%。公司流动资产主要由货币资金、预付账款和应收账款购成，截至 2016 年末余额分别占流动资产的 45.22%、23.73% 和 19.96%。货币资金主要为银行存款，2016 年末余额为 14.70 亿元，同比减少 24.25%；预付款项包括预付机票、邮轮和酒店等款项，一年期以内占比 95.95%；应收账款对象主要系航空配餐业务客户以及部分旅游批发业务大客户和企业会奖客户，账龄以 1 年以内为主，前五大应收账款客户余额占比为 32.78%，集中度较高，但鉴于应收对象主要为航空公司及其他较优质客户，公司应收账款整体回款风险较可控。2014~2016 年末及 2017 年 3 月末，非流动资产分别为 5.80 亿元、6.13 亿元、21.50 亿元和 21.60 亿元，主要由可供出售金融资产、固定资产和商誉构成，2016 年末余额分别占非流动资产的 67.65%、11.18% 和 10.54%。可供出售金融资产主要为 2016 年公司对嘉兴永文明体投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“嘉兴基金”）、深圳市活力天汇科技有限公司、易

生金服控股集团有限公司、上海丽途国际旅行社有限公司和 MalvaConAG 的股权投资，持股比例分别为 50.00%、8.52%、11.58%、1.00% 和 0.40%；固定资产主要包括房屋建筑物、机器设备及运输设备等；商誉主要为并购所形成。

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，2014~2016 年末及 2017 年 3 月末，流动负债分别为 12.47 亿元、17.71 亿元、33.32 亿元和 30.88 亿元，占负债总额的比重分别为 93.19%、99.79%、99.86% 和 99.87%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款和预收款项构成，2016 年末余额分别占流动负债的 29.11%、23.20% 和 16.76%。应付账款主要系应付工程款及原料采购款，主要集中在一年期；预收款项主要包括旅游团费、包机款和世嘉卡发行预收款。

从债务期限结构来看，2014~2016 年末，公司总债务分别为 4.53 亿元、6.78 亿元和 14.92 亿元，其中短期债务分别为 3.64 亿元、6.78 亿元和 14.92 亿元。截至 2017 年 3 月末，公司总债务为 13.64 亿元，全部为短期债务，虽与公司业务性质存在一定的关系，但债务期限结构仍有待改善。

图 3：2014~2017.3 公司债务期限结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 10：2014~2017.3 公司分板块收入及毛利率情况

单位：亿元，%

板块	2014		2015		2016		2017.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
旅游服务	26.45	14.07	42.59	14.89	57.91	14.11	13.81	12.31
航空配餐及服务	4.92	40.82	5.33	42.23	6.51	42.76	2.00	40.49
铁路配餐及服务	0.54	54.68	0.87	56.82	1.26	55.03	0.35	58.40
其他业务	0.56	92.48	0.56	83.86	0.67	57.17	0.04	95.57
合计	32.48	20.16	49.35	19.36	66.35	18.14	16.20	16.99

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，旅游服务业务的持续发展推动公司资产规模逐年增长，受益于定向增发以及经营积累，自有资本实力得到显著增强，财务杠杆处于合理水平，但债务均为短期债务，债务期限结构有待改善。

盈利能力

2014~2016 年，公司分别实现营业收入 32.48 亿元、49.35 亿元和 66.36 亿元，主要来自于旅游服务业务、航空配餐及服务业务、铁路配餐及服务业务及物业租赁业务等，其中旅游服务业务收入是公司收入的主要来源，占同期营业收入的比重分别为 81.44%、86.32% 和 85.25%。2016 年公司积极探索航旅结合，利用互联网技术与传统营销相结合的模式提升零售运营效率，旅游服务业务发展迅速，推动收入规模大幅增长。

从毛利率水平看，2014~2016 年，公司营业毛利率分别为 20.16%、19.36% 和 18.14%。公司旅游服务业务毛利水平相对较低，该业务收入占比的提升导致综合营业毛利率有所下降。2017 年一季度，公司实现营业收入 16.20 亿元，营业毛利率为 16.99%。

三费方面，2014~2016 年，公司三费合计分别为 4.35 亿元、6.19 亿元和 8.62 亿元，占营业收入比重分别为 13.38%、12.55%和 12.99%，近年来三费控制情况向好。从三费构成看，公司三费以销售费用和管理费用为主，随着业务规模的扩大，销售费用与管理费用相应增加。公司销售费用主要为支付营销人员的工资、广告宣传费以及房租物业费；管理费用主要为职工薪酬、房租物业费及折旧摊销等。2017 年一季度，公司三费合计 16.20 亿元，三费收入占比为 13.75%。

表 11：2014~2017.3 公司期间费用分析

单位：亿元

项目	2014	2015	2016	2017.1~3
销售费用	2.27	3.69	5.28	1.32
管理费用	1.75	2.33	2.86	0.69
财务费用	0.33	0.17	0.48	0.22
三费合计	4.35	6.19	8.62	2.23
营业收入	32.48	49.35	66.36	16.20
三费收入占比	13.38%	12.55%	12.99%	13.75%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润构成，随着营业收入的持续增加，利润总额呈现逐年增长态势。2014~2016 年，公司利润总额分别为 2.04 亿元、2.95 亿元和 3.14 亿元；同期经营性业务利润分别为 1.86 亿元、2.92 亿元和 3.16 亿元。2017 年一季度，公司利润总额为 0.48 亿元，经营性业务利润为 0.50 亿元。

图 4：2014~2017.3 公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

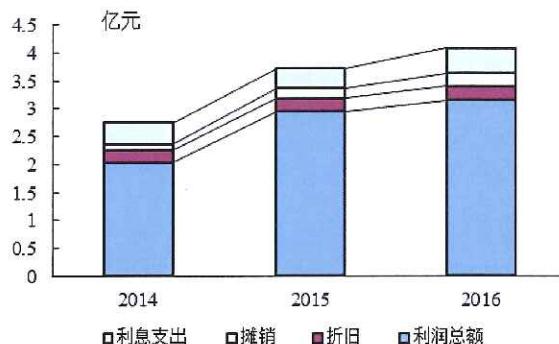
总体来看，得益于各项业务的良好发展，近年来公司营业收入保持增长，整体盈利水平表现良

好。

偿债能力

从获现能力看，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成，2014~2016 年，公司利润总额分别为 2.04 亿元、2.95 亿元和 3.14 亿元；折旧分别为 0.21 亿元、0.23 亿元和 0.25 亿元；利息支出分别为 0.39 亿元、0.35 亿元和 0.45 亿元。在收入规模增长的带动下，公司利润总额逐年增长，EBITDA 亦保持增长态势，2014~2016 年分别为 2.76 亿元、3.72 亿元和 4.08 亿元。

图 5：2014~2016 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从偿债指标看，2014~2016 年，公司总债务/EBITDA 倍数分别为 1.64 倍、1.82 倍和 3.66 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 7.11 倍、10.69 倍和 9.05 倍，EBITDA 对债务本息可以形成良好覆盖。

现金流方面，2014~2016 年，公司经营净现金流分别为 1.57 亿元、2.88 亿元和 3.23 亿元；同期，经营活动净现金流/总债务分别为 0.35 倍、0.42 倍和 0.22 倍；经营活动净现金流/利息支出分别为 4.04 倍、8.27 倍和 7.17 倍，经营活动净现金流对债务利息的保障程度良好。

表 12：2014~2017.3 公司主要偿债指标

指标	2014	2015	2016	2017.3
总资产（亿元）	21.05	35.37	54.01	51.92
总债务（亿元）	4.53	6.78	14.92	13.64
资产负债率（%）	63.56	50.19	61.78	59.55
总资本化比率（%）	37.12	27.80	41.96	39.38
经营活动净现金流（亿元）	1.57	2.88	3.23	-1.67
经营活动净现金/总债务（X）	0.35	0.42	0.22	-1.96
经营活动净现金流/利息支出（X）	4.04	8.27	7.17	-
EBITDA（亿元）	2.76	3.72	4.08	-
总债务/EBITDA（X）	1.64	1.82	3.66	-
EBITDA 利息倍数（X）	7.11	10.69	9.05	-

注：公司经营活动净现金/总债务指标经过年化处理

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2017 年 3 月末，公司获得各家银行授信总计人民币 13.64 亿元，已使用授信额度 13.64 亿元，备用流动性较弱。

或有负债方面，截至 2017 年 3 月末，公司无对外担保事项，仅涉及一起未决诉讼，为美佳包机有限公司与公司及其下属公司北京凯撒国际旅行社有限责任公司（以下简称“北京凯撒”）之间的包机合同纠纷，涉案金额 0.79 亿元，目前此案正在受理中。

总体来看，随着公司业务规模的扩张，收入规模增长较快，毛利率虽有所下降，但利润总额保持逐年增长；目前债务均为短期债务，债务期限结构有待改善。公司财务杠杆比率适中，获现能力较强，EBITDA 及经营活动净现金流对债务本息能够形成很好覆盖，公司偿债能力很强。

结 论

综上，中诚信证评评定海航凯撒旅游集团股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“海航凯撒旅游集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券”信用等级为 **AA**。

关于海航凯撒旅游集团股份有限公司 2017年面向合格投资者公开发行公司债券的跟踪评级安排

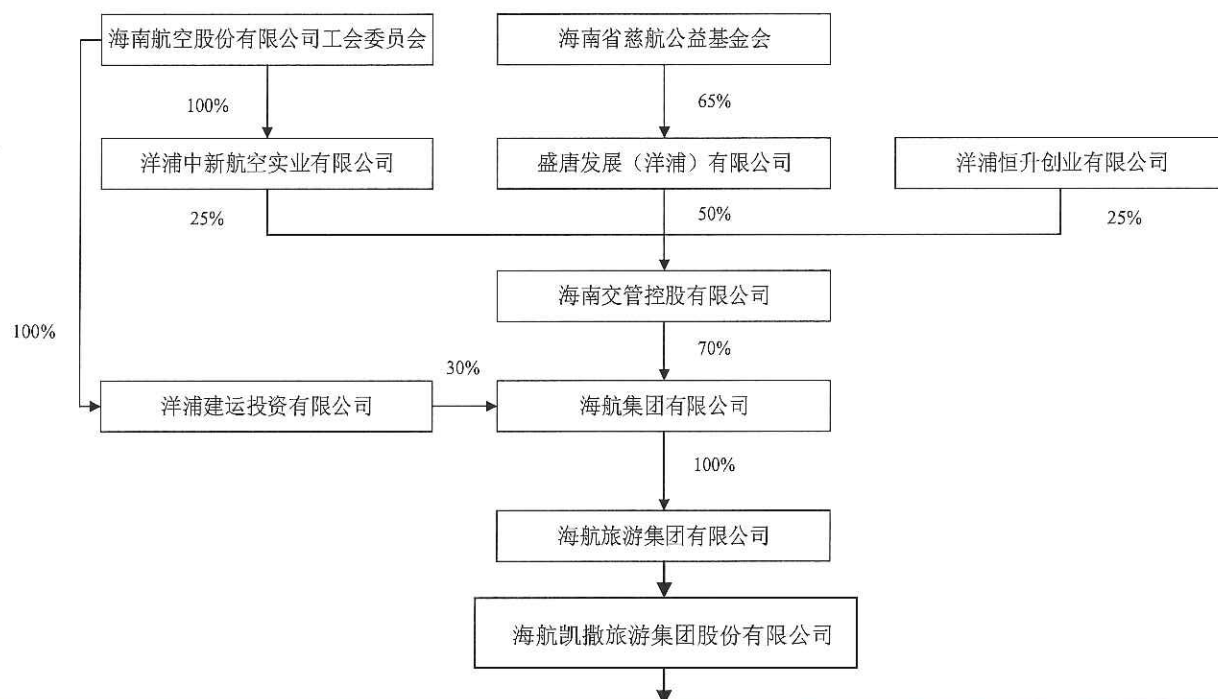
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等要素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

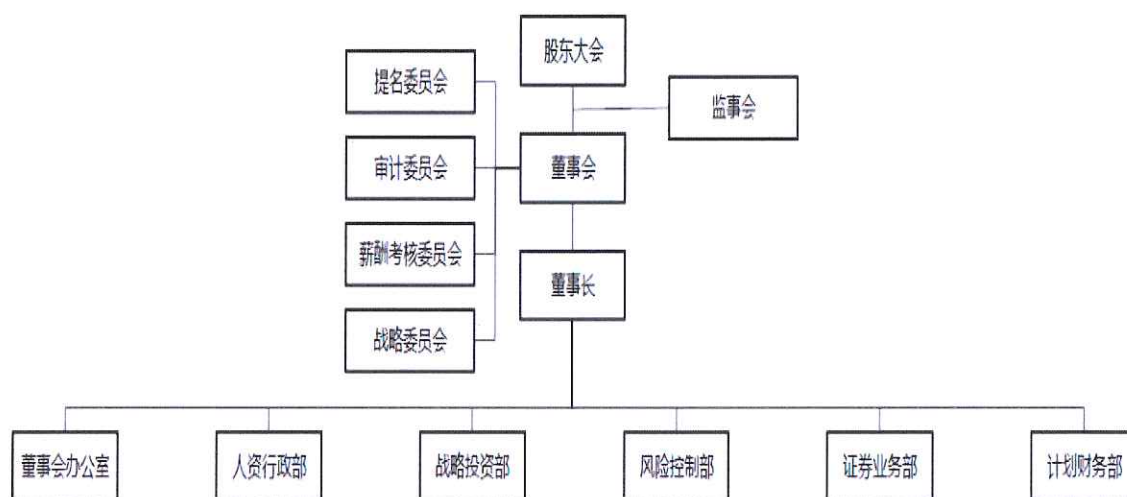
附一：海航凯撒旅游集团股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



序号	一级子公司名称	业务性质	持股比例（%）
1	易食纵横餐饮管理（北京）有限公司	投资管理	100.00
2	宝鸡国贸大酒店有限公司	酒店服务	100.00
3	宝鸡市易食国际购物广场有限公司	物业出租	100.00
4	陕西国茂实业有限公司	生产销售	100.00
5	陕西中桥拍卖行有限责任公司	其他	100.00
6	三亚汉莎航空食品有限公司	生产销售	55.00
7	新疆海航汉莎航空食品有限公司	生产销售	51.00
8	甘肃海航汉莎航空食品有限公司	生产销售	51.00
9	凯撒同盛（北京）投资有限公司	旅游服务	100.00
10	易食控股有限公司	项目投资	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：海航凯撒旅游集团股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：海航凯撒旅游集团股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.3
货币资金	83,308.02	194,054.70	147,002.51	112,245.06
应收账款净额	25,383.86	36,050.58	64,891.07	81,536.09
存货净额	1,208.50	1,526.75	1,507.22	1,876.87
流动资产	152,524.01	292,374.49	325,115.65	303,276.70
长期投资	7,510.12	6,210.25	147,123.81	147,123.81
固定资产合计	28,623.60	30,242.13	31,303.57	31,197.21
总资产	210,498.92	353,651.46	540,108.76	519,243.97
短期债务	36,400.00	67,812.63	149,208.09	136,406.05
长期债务	8,876.12	0.00	0.00	0.00
总债务	45,276.12	67,812.63	149,208.09	136,406.05
总负债	133,795.90	177,496.83	333,686.52	309,228.78
所有者权益（含少数股东权益）	76,703.02	176,154.63	206,422.24	210,015.19
营业总收入	324,815.20	493,450.17	663,601.01	162,011.51
三费前利润	62,077.91	91,147.42	117,816.44	27,239.42
投资收益	680.82	291.28	273.34	-72.94
净利润	16,388.96	22,873.33	24,062.27	3,476.49
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	27,565.36	37,183.21	40,767.91	-
经营活动产生现金净流量	15,677.32	28,791.58	32,305.01	-16,671.85
投资活动产生现金净流量	2,521.35	-14,728.64	-150,800.26	-2,075.97
筹资活动产生现金净流量	-8,362.19	97,772.86	66,279.59	-14,879.15
现金及现金等价物净增加额	9,771.50	111,929.75	-51,197.67	-34,037.31
财务指标	2014	2015	2016	2017.3
营业毛利率（%）	20.16	19.36	18.14	16.99
所有者权益收益率（%）	21.37	12.98	11.66	6.64
EBITDA/营业总收入（%）	8.49	7.54	6.14	-
速动比率（X）	1.21	1.64	0.97	0.98
经营活动净现金/总债务（X）	0.35	0.42	0.22	-1.96
经营活动净现金/短期债务（X）	0.43	0.42	0.22	-1.96
经营活动净现金/利息支出（X）	4.04	8.27	7.17	-7.46
EBITDA 利息倍数（X）	7.11	10.69	9.05	-
总债务/EBITDA（X）	1.64	1.82	3.66	-
资产负债率（%）	63.56	50.19	61.78	59.55
总资本化比率（%）	37.12	27.80	41.96	39.38
长期资本化比率（%）	10.37	0.00	0.00	0.00

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

2.公司2017年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。