

收购竹园剩余股权，出境游龙头地位巩固 买入（维持）

2018 年 06 月 13 日

证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	12,048	14,956	17,907	20,703
同比（%）	19.2%	24.1%	19.7%	15.6%
净利润（百万元）	233	306	392	473
同比（%）	8.3%	31.3%	28.3%	20.7%
每股收益（元/股）	0.27	0.36	0.46	0.56
P/E（倍）	38.53	29.34	22.87	18.95

■ **事件：**公司发布并购草案，拟以发行 3335 万股的方式购买竹园国旅剩余 30%的股权，交易作价 3.582 亿元。交易完成后，竹园国旅将成为众信旅游的全资子公司。

投资要点

■ **购买竹园国旅剩余股权，实现全资控股。**公司拟以发行 3335 万股股份的方式购买郭洪斌等 6 人合计持有的竹园国旅 30%的股权，发行价 10.74 元/股，交易作价 3.582 亿元。交易完成后竹园国旅将成为众信旅游的全资子公司，总股本扩张 4%，影响较小。本次交易尚须获得股东大会的审议通过和中国证监会的核准。

■ **实控人不改变，管理层利益进一步绑定。**根据草案，此次收购向公司副董事长郭洪斌发行 3214 万股，发行后其持股比例从 6.7%提升至 10.09%，新增股份上市后 12/24/36 个月分别解禁 50%/30%/20%；向其他五人分别发行 24 万股，锁定期 12 个月；实控人冯滨持股比例从 31.29%降低至 30.11%，实控人不改变。此次收购少数股东权益，未设置业绩补偿。

■ **竹园业务持续巩固，估值合理提升。**竹园出境游业务优势进一步巩固：1) 持续深耕传统优势区域亚洲和欧洲，两大目的地 16-17 年收入占比分别达到 92.77%和 93.85%；2) 竹园在北京、华东和中原地区仍具获客优势，17 年收入占比分别达到 34.78%、27.16%、15.61%，随着渠道的扩张，优势区域占比有所下降。17 年底竹园国旅 100%股权作价 14.62 亿元，在业务较 14 年收购 70%股权时的估值提升 62%，考虑期后分红 2.68 亿元，此次交易总估值为 11.94 亿元，30%股权作价 3.582 亿元，在 18 年业绩增速 6.3%的假设下，本次收购动态 PE 仅 9 倍，相对较低。

■ **出境游龙头再上新台阶。**1) 提高出境游批发业务决策权和决策效率，提升竹园国旅的管理和运营效率。2) 充分发挥协同效应，有望进一步在产品设计、上游资源采购和下游客户资源三方面共享共建，进一步巩固出境游批发龙头的市场份额和行业地位。3) 增强持续盈利能力，竹园国旅 14-16 年均超额完成业绩承诺，15-17 年归母净利复合增速 35%。受益于出境游行业趋暖，17 年竹园国旅营收 49.59 亿元（+30.17%），净利润 1.25 亿元（+36.40%），30%股权对应净利 0.375 亿元，若模拟 17 年并表，17 年备考归属净利可达 2.7 亿，较未并购提升 16.08%，考虑增发摊薄后 EPS 提升 11.07%；预计 18 年竹园国旅归属净利有望达 1.49 亿（+19%），假设收购于 6 月底完成，对应 18 年利润增量约 0.22 亿。

■ **盈利预测：**不考虑交易资产过户，预计 18-20 年归属净利润为 3.06、3.92、4.73 亿元，同比增速为 31.3%、28.3%、20.7%，EPS 为 0.36、0.46、0.56 元，对应 PE 分别为 29/23/19 倍；假设 6 月底完成收购，18 年归属净利润预计达到 3.28 亿（+41%），EPS 约为 0.37（+33%）元，对应 PE 为 28 倍。

■ **风险提示：**交易终止、汇率波动、宏观经济波动等风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.55
一年最低/最高价	10.31/14.77
市净率(倍)	3.92
流通 A 股市值(百万元)	5384.17

基础数据

每股净资产(元)	2.69
资产负债率(%)	52.67
总股本(百万股)	849.64
流通 A 股(百万股)	510.35

相关研究

- 1、《众信旅游：Q1 增速符合预期，批零一体战略深化、产业链布局加速》2018-04-25
- 2、《众信旅游：中报业绩同比增 27%，调整产品结构+集中采购致毛利率持续提升》2017-08-20
- 3、《众信旅游：净利同比增 15%，毛利率持续提升，费用攀升拖累业绩》2017-04-26

表 1: 交易对方以其所持标的资产作价认购上市公司非公开发行股份情况

序号	交易对方	持标的公司权益比例	交易作价 (万元)	发行数量 (万股)
1	郭洪斌	28.91%	34,513.17	3213.52
2	陆勇	0.22%	261.37	24.34
3	何静蔚	0.22%	261.37	24.34
4	苏杰	0.22%	261.37	24.34
5	张一满	0.22%	261.37	24.34
6	李爽	0.22%	261.37	24.34
合计		30.00%	35,820.00	3,335.20

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 2: 2014 年收购竹园国旅 70% 股权相对估值

交易作价（万元）	63,000.00		
对应 100%股权交易作价（万元）	90,000.00		
对应 100%股权评估价值（万元）	90,070.34		
2013 年度扣除非经常性损益后归属于母公司股 东净利润（万元）	2,151.27	静态市盈率	24
2014 年度归属于母公司股东净利润预测（万元）	5,529.40	动态市盈率	16.28
基准日账面净资产（万元）	8,289.13	市净率	10.86

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

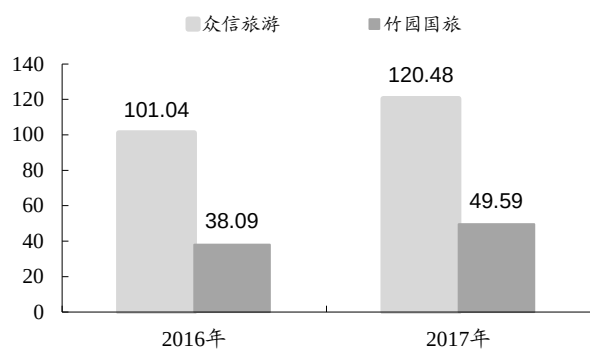
表 3: 2018 年收购竹园国旅 30% 股权相对估值

交易作价（万元）		35,820.00	
2017 年度扣除非经常性损益后归属于母公司股 东净利润（万元）	12,488.13	静态市盈率	9.56
2018 年度归属于母公司股东净利润预测（万元）	13,271.94	动态市盈率	9
基准日账面净资产（万元）	48,281.50	市净率	2.47

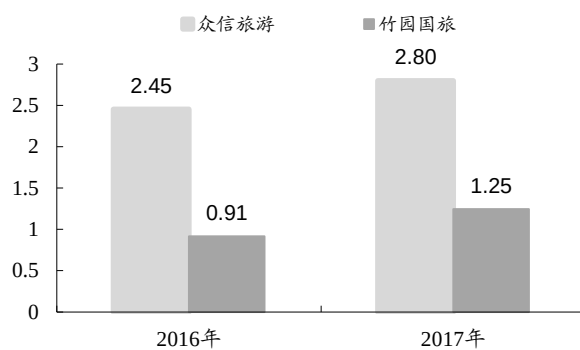
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 1: 2016-17 年众信旅游和竹园国旅营收对比 (亿元)

图 2: 2016-17 年众信旅游和竹园国旅净利润对比 (亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

众信旅游三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产	3156	3258	3793	4566	营业收入	12048	14956	17907	20703
现金	1367	822	1331	1397	减:营业成本	10840	13451	16082	18582
应收账款	574	809	837	1070	营业税金及附加	4	6	5	6
存货	2	1	3	2	营业费用	680	839	999	1145
其他流动资产	1212	1627	1621	2097	管理费用	161	196	231	259
非流动资产	1940	1854	1891	1878	财务费用	3	4	5	6
长期股权投资	76	92	106	120	资产减值损失	23	15	15	15
固定资产	82	79	76	71	加:投资净收益	12	7	7	7
在建工程	0	7	10	10	其他收益	0	0	0	0
无形资产	58	58	57	56	营业利润	349	452	576	697
其他非流动资产	1723	1617	1641	1621	加:营业外净收支	3	4	4	4
资产总计	5096	5112	5684	6444	利润总额	353	456	581	702
流动负债	2042	1875	2094	2434	减:所得税费用	73	96	122	147
短期借款	638	0	0	0	少数股东损益	47	55	67	81
应付账款	707	923	1028	1225	归属母公司净利润	233	306	392	473
其他流动负债	697	953	1066	1209	EBIT	402	478	586	703
非流动负债	615	461	379	269	EBITDA	447	527	643	771
长期借款	489	365	273	167					
					重要财务与估值指				
其他非流动负债	125	96	106	102	标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	2657	2336	2473	2703	每股收益(元)	0.27	0.36	0.46	0.56
少数股东权益	205	260	326	408	每股净资产(元)	2.63	2.96	3.39	3.92
					发行在外股份(百万				
归属母公司股东权益	2235	2516	2884	3334	股)	850	850	850	850
负债和股东权益	5096	5112	5684	6444	ROIC(%)	9.3%	12.4%	13.9%	15.2%
					ROE(%)	11.5%	13.0%	14.3%	14.8%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	10.0%	10.1%	10.2%	10.2%
经营活动现金流	193	115	713	252	销售净利率(%)	1.9%	2.0%	2.2%	2.3%
投资活动现金流	-244	41	-87	-48	资产负债率(%)	52.1%	45.7%	43.5%	41.9%
筹资活动现金流	476	-702	-116	-138	收入增长率(%)	19.2%	24.1%	19.7%	15.6%
现金净增加额	435	-546	510	66	净利润增长率(%)	8.3%	31.3%	28.3%	20.7%
折旧和摊销	46	48	57	68	P/E	38.53	29.34	22.87	18.95
资本开支	55	-40	3	-20	P/B	4.01	3.56	3.11	2.69
营运资本变动	-195	-275	193	-368	EV/EBITDA	20.11	16.95	13.06	10.77

数据来源：贝格，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>