



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 行业红利与市场地位相得益彰的 出境旅游第一股

——众信旅游（002707）

2014年1月8日

建议申购

众信旅游

新股定价

## 摘要：

- **人民币升值、线上渗透率两大利器促进出境游红利全面开启。**2020年，中国将成为全球第四大客源产产地。我国出境游整体呈现量价齐升的格局：旅行社组织的出境旅游人数近三年平均增速维持在30%的高位。良好的外交形象、人民币升值、线上渠道便利化、旅游签证制度趋于便利等因素全面促进了境外旅游的爆发式增长：人民币升值使得中国公民因私出境游总花费居境外旅游花费榜单之首；同时出境游成为在线旅游度假市场蓬勃发展的主要动力源。“批零一体，线上线下结合”成为行业的发展趋势。
- **三大核心竞争力成就境外旅游第一股。**企业定位境外先发优势、产品长线多元整合优势、渠道线上线下协同是公司的三大核心竞争力：相对于国旅对于免税店的布局以及中青旅对于“类乌镇”文化景观类项目的布局来看，公司以渠道依赖度较低的出境游为突破口，在全国出境游旅行社十强中排名第二；机票和签证资源是保证产品体系健全丰富的基础，公司基于此之上的产品多元化优势明显；从BAT三大互联网巨头的流量入口之争可以看出，O2O模式的协同发展已经成为入口之战的重要渠道。目前公司已经形成了“线上营销和线下实体营销结合”的营销模式。
- **集中度提升引致的弹性是公司未来的业绩亮点。**出境游的产业链包括旅游批发商设计产品—全国的旅游代理商—综合零售商。公司出境游批零一体占比近80%，大力拓展的出境游零售和商务会奖业务至13Q2占比已经提升至48.98%。公司目前的盈利水平低于可比公司，但基于轻资产的运营特点ROE水平高于同类企业。零售、商务高毛利业务比例的提升和成本规模化、集中化同时品牌溢价带来的客单价提升是公司盈利能力提升的三大主要渠道。从市场竞争格局而言，欧美旅行社的CR3已经达到80%以上，而我国最大的中国国旅市场份额仅为5%，市场集中度提升是大势所趋。
- **盈利预测与投资评级。**预测公司2013-2015三年的EPS分别为1.20、1.55、1.99，给予14年22倍的PE水平，对应相对估值为34.1元，结合绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值区间为32.9-34.1之间。

## 财务指标预测

指标	11A	12A	13E	14E	15E
营业收入（百万元）	1,592.79	2,149.92	2,896.30	3,687.13	4,619.41
增长率（%）	53.89	34.98	34.72	27.30	25.28
净利润（百万元）	44.18	61.80	81.39	105.30	134.91
增长率（%）	44.82	39.89	31.70	29.37	28.12
每股收益（元）	0.866	1.212	1.197	1.549	1.984
净资产收益率（%）	31.21	30.39	10.29	12.04	13.73
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

## 高坤

010-66554016

gaokun@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480511110001

## 询价区间

32-34

## 上市首日定价区间

33-38

## 发行上市资料

总股本（万股）	5100.00
发行量（万股）	1700.00
发行日期	2014
发行方式	网上发行,网下配售
保荐机构	华泰联合证券有限责任公司
预计上市日期	2014

## 发行前财务数据

每股净资产（元）	4.60
净资产收益率（%）	13.25%
资产负债率（%）	68.33%

## 主要股东和持股比例

冯滨	49.37%
北京嘉佰九鼎投资中心	8.75%
林岩	7.39%

## 目 录

1. 内外虚实孵化下境外旅游十年黄金盛宴 .....	4
1.1 出境游规模、速度、结构、渠道全线优化 .....	4
1.2 出境游与在线旅游度假市场相得益彰 .....	4
2. 三大核心竞争力成就境外旅游第一股 .....	5
2.1 先发定位、多维渠道、产品资源整合三大核心竞争力相得益彰 .....	5
2.2 募投项目批零一体，虚实融合全面深化 .....	7
3. 批零一体、虚实融合成就出境市场领航者弹性释放 .....	8
3.1 批零一体化战略转型下业务结构持续优化 .....	8
3.2 轻资产运营模式成就资本与费用的平衡 .....	11
3.3 出境游综合先锋引领市场集中度提升 .....	12
4. 盈利预测与投资评级 .....	13
5. 风险提示 .....	14

## 表格目录

表 1: 公司三大募投项目明细 .....	8
表 2: 公司 2013Q2 商务会奖业务前 5 名客户明细 .....	10
表 3: 公司各项业务毛利率变化趋势 .....	10
表 4: 出境游业务的主要产品均价（元/人次） .....	11
表 5: 可比公司盈利能力对比、2012 .....	11
表 6: 公司三项业务的应收、预收账款结构变化趋势 .....	12
表 7: 可比公司业务及财务指标对比 .....	13
表 8: 公司各项业务收入增速预测 .....	14
表 9: 可比公司估值对比 .....	14

## 插图目录

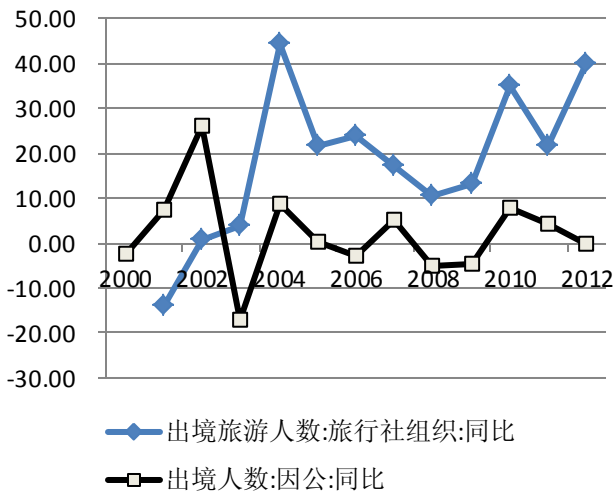
图 1：我国出境游同比增速趋势.....	4
图 2：我国出境游港澳、出国游构成年度变化趋势.....	4
图 3：09-15 年中国在线旅游度假市场交易规模增速.....	5
图 4：11-13 年中国在线度假市场结构.....	5
图 5：公司产品金字塔结构模式.....	6
图 6：公司线上、线下业务一体化营销结合布局.....	6
图 7：公司股权结构图.....	7
图 8：公司三项业务收入结构年度变化趋势.....	8
图 9：公司旅游目的地结构年度变化趋势.....	9
图 10：国际、亚洲及港澳地区航线价格指数.....	10
图 11：同类规模较大的以出境游业务为主的旅游运营商 2010 年出境游业务规模对比.....	13

## 1. 内外虚实孵化下境外旅游十年黄金盛宴

### 1.1 出境游规模、速度、结构、渠道全线优化

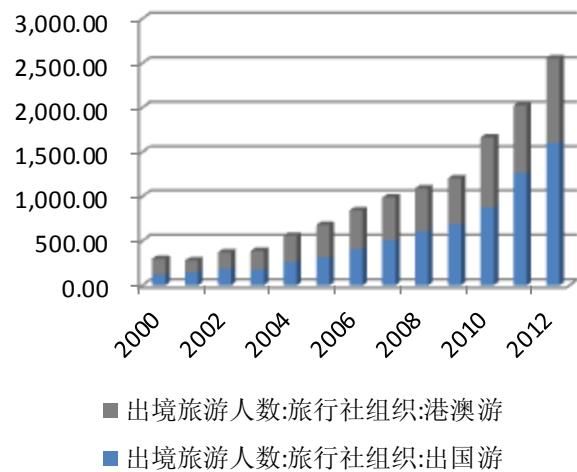
据世界旅游组织预测，2020年，中国将成为全球第四大客源产地，出境旅游人次将达到1亿人次。我国出境游整体呈现量价齐升的格局：旅行社组织的出境旅游人数近三年平均增速维持在30%的高位，且相对于港澳游而言，出国游占比明显提升；同时人均花费在5000-1万、3000-5000、1万以上的区间比例分别为33.92%、16.86%和16.06%。据世界旅游组织统计，2012年，中国公民因私出境游总花费为910亿美元，居境外旅游花费榜单之首，其中包括短期旅行和商务旅行。

图1：我国出境游同比增速趋势



资料来源：wind，东兴证券整理

图2：我国出境游港澳、出国游构成年度变化趋势



资料来源：wind，东兴证券整理

除了规模和速度上的增长，出境游还呈现以下几个特征：消费规模大幅增长，购物推动明显；产品开发与创新不断深化，包括邮轮游大众化、海岛游成为出境度假首选、品牌塑造等多方面；互联网成为主要的信息与预定渠道。

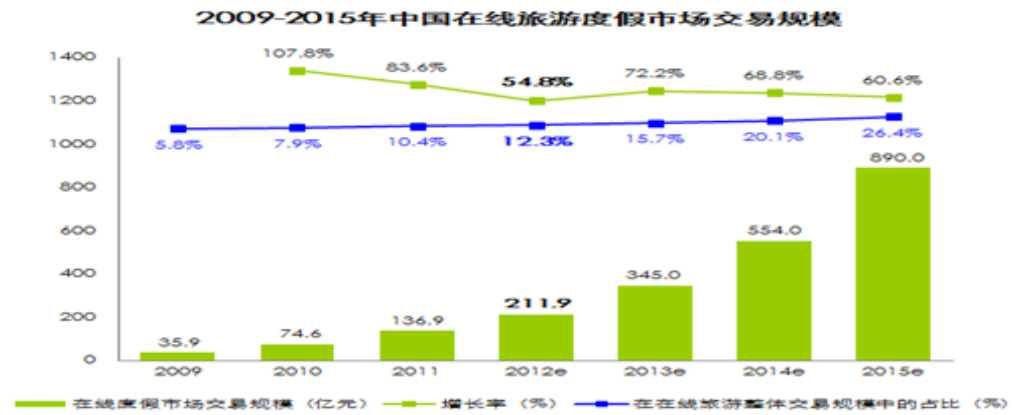
中国良好的外交形象、人民币升值、线上渠道的便利化、旅游签证制度趋于便利等外围因素全面促进了我国境外旅游的爆发式增长，其中人民币升值主要促进的是出境游单价的提升也即消费能力的提升；而线上渠道的便利化则一定程度上促进了出游人数的覆盖面，二三线相对于一线城市呈现全面追赶态势。“批发零售一体，线上线下结合”的业务模式是行业的发展趋势。如德国TUI、英国Thomas Cook、韩国HANATOUR等。批零一体化是做大做强旅行社的有效途径，符合出境游市场发展的需求。

### 1.2 出境游与在线旅游度假市场相得益彰

2012年中国在线旅游度假市场交易规模达211.9亿元，增长54.8%；其中出境游、国内中长线游、周边游在整体在线度假中的占比分别是37.7%、35.7%和26.6%，三者的年增长率分别为63.6%、28.2%和93.6%。出境游细分市场交易规模约为79.9亿元，成为线旅游度假市场蓬勃发展的主要动力源。

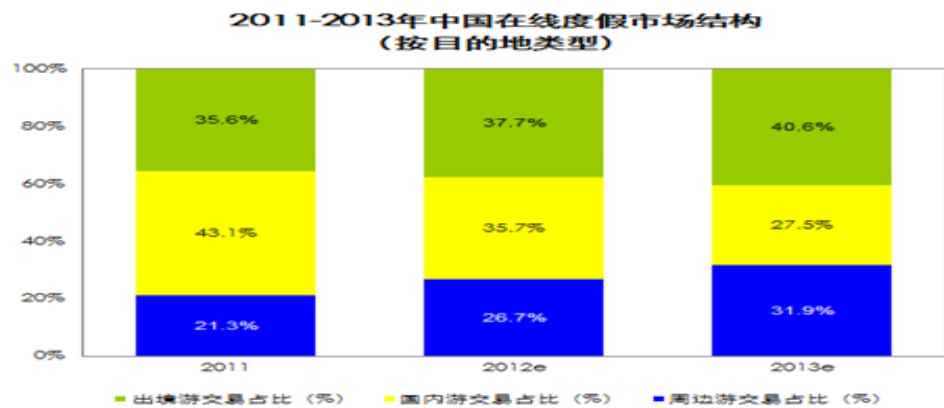
2012 年在线旅游度假市场结构方面，出境游是第一大板块，与传统旅行社方面的结构有所不同，核心原因是出境游游客购买能力强，对在线预订出境游产品的方式接受度高，而且出境游产品人均消费高。2013Q2 中国在线预订市场交易规模预计达 509 亿元，同比则保持较快增长，增幅达 29%。

图 3：09-15 年中国在线旅游度假市场交易规模增速



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

图 4：11-13 年中国在线度假市场结构



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

## 2. 三大核心竞争力成就境外旅游第一股

### 2.1 先发定位、多维渠道、产品资源整合三大核心竞争力相得益彰

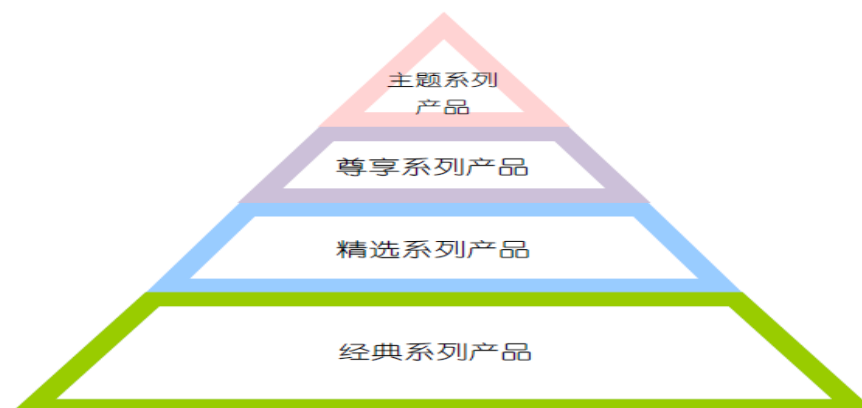
企业定位境外先发优势、产品长线多元整合优势、渠道线上线下协同是公司的三大核心竞争力。

首先，从国旅对于免税店的布局以及中青旅对于“类乌镇”文化景观类项目的布局来

看，两大龙头公司均较早的发力于境内旅游市场，而对于出境游的业务投入有限。公司作为国内首批从事出境游批发业务的旅行社之一，以渠道依赖度较低的出境游为突破口，已发展成为国内领先的出境游运营商，在欧洲、大洋洲、非洲、美洲等长线出国游上具有了较强的竞争优势，在 2011 年全国出境游旅行社十强中排名第二。

其次，从出境游的特点看，流程繁琐且涉及主体较多，成本占比最高的主要是机票和地接费用，占比 90% 以上，机票和签证资源是保证产品体系健全丰富的基础，公司基于资源整合之上的产品多元化优势明显：公司拥有自己的机票代理资质，并与国内、国际 50 多家航空公司建立了长紧密的合作关系，是多家航空公司的 A 类客户；同时公司与全球各大洲 90 多个国家和地区的 400 多个地接社通过签订协议等方式建立了合作关系，在各国使领馆获得优先安排名额、优先送签、优先出签等优惠政策。在此基础上形成了四大旅游产品系列，即：经典系列旅游产品、精选系列旅游产品、尊享系列旅游产品和主题系列旅游产品，形成了金字塔式的产品结构。

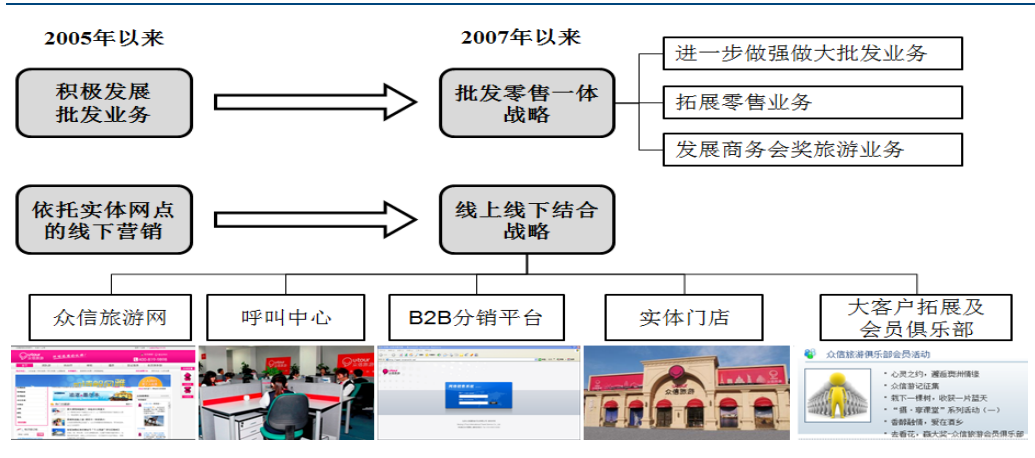
图 5：公司产品金字塔结构模式



资料来源：东兴证券研究所

最后，从 BAT 三大互联网巨头的流量入口之争可以看出，O2O 模式的协同发展已经成为入口之战的重要渠道。未来我国旅游市场在线预订营收规模的年均增速有望保持在 20-30%，但是境外旅游的特殊性又使得线下实体零售门店成为品牌、体验及服务的重要载体：目前公司已在北京及天津两地共有 35 家实体门店，在上海、成都、沈阳、哈尔滨和西安设立了分公司，同时成立了淘宝网店，进一步丰富了网站、呼叫中心和分销平台等营销渠道，形成了“线上营销和线下实体营销结合”的营销模式。

图 6：公司线上、线下业务一体化营销结合布局

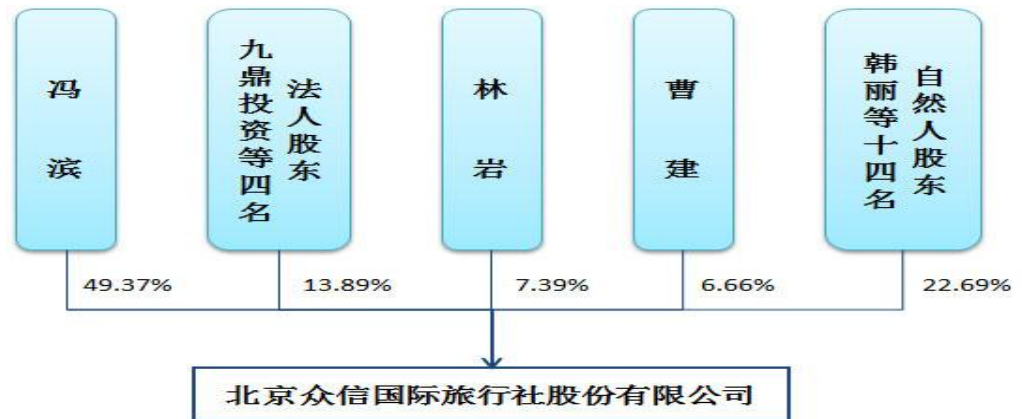


资料来源：东兴证券研究所

## 2.2 募投项目批零一体，虚实融合全面深化

民营企业机制是公司开展境外旅游的另一大优势，对于集中采购、定制化产品开发等提供了机制保障。公司主要股东为冯滨、林岩、曹建三名自然人以及九鼎投资，合计持有公司 72.18% 的股份，本次拟公开发行 1,700 万股人民币普通股。

图 7：公司股权结构图



资料来源：东兴证券研究所

公司的三大募投项目主要围绕“批发零售一体，线上线下结合”的业务模式：

- **实体营销网络建设项目** 拟用三年的时间投资建设 62 家直营门店，按照形象店、体验店和旗舰店 3 类开设。北京总部负责一级营销中心管理，一级营销中心负责所属区域二级营销中心的管理，门店由所属区域营销中心管理。预计项目建设期 3 年，达产期 7 年，达产期内年均新增销售收入 10.8 亿元，利润 1903 万元；
- **旅游电子商务项目** 通过建设 ERP 综合运营管理系统、B2B 分销平台、B2C 在线网站及呼叫中心，集成相关应用，为用户提供旅游预订服务，形成覆盖全国的虚拟渠道服务网络，为出境游批发（B2B）及零售（B2C）业务发展奠定基础。**出境游已经成为**

我国在线旅游市场蓬勃发展的重要推力，携程、途牛分别以 33.7%、15.0% 的份额位居前两名，但两家均已覆盖“三游”的线上平台类为定位，公司有望通过 O2O 形成出境垂直类的异军突起。该项目达产期内（7 年）年均新增销售收入 8.2 亿，利润 2837 万。

· 商务会奖分公司项目针对日益兴盛的商务会奖市场，以公司商务会奖中心为基础，在北京、上海、深圳三地分别设立商务会奖分公司。商务会奖旅游业务以其利润丰厚、季节性弱、对目的地城市的经济拉动作用强劲、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，被认为是高端旅游市场中含金量最高的部分。该项目预计建设期 2 年，达产期 8 年，达产期内年均新增销售收入 2.4 亿元，利润 518 万元；

表 1：公司三大募投项目明细

项目	总投资、万	预计建设年限	预计达产年限
实体营销网络建设项目	8324.39	3	7
旅游电子商务项目	4563.34	3	7
商务会奖分公司项目	2033.80	2	8

资料来源：东兴证券研究所

### 3. 批零一体、虚实融合成就出境市场领航者弹性释放

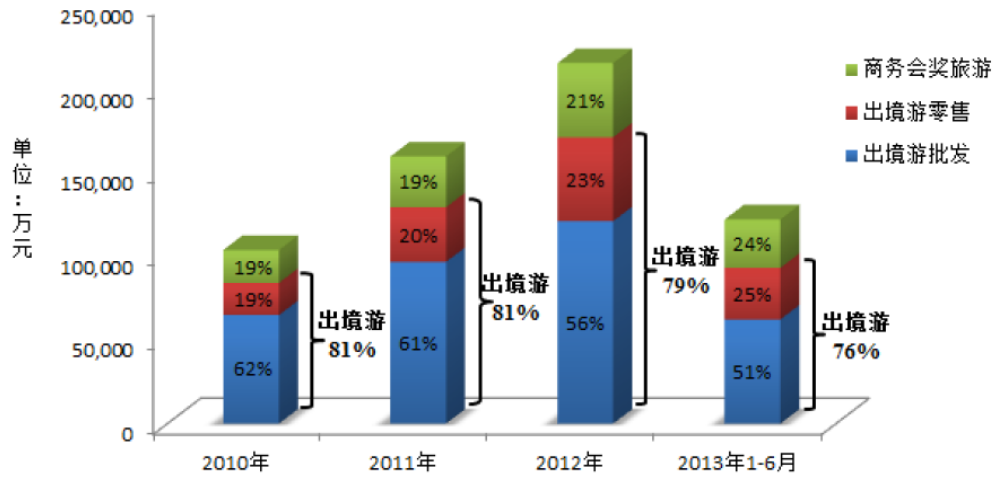
#### 3.1 批零一体化战略转型下业务结构持续优化

出境游的产业链主要包括目前三大环节：旅游批发商设计产品（众信旅游、凯撒旅游和华远国旅等）——全国的旅游代理商（具有出境旅游经营资质的中小旅行）——综合零售商中国国旅、中旅总社、康辉集团、中青旅等。

从业务构成来看，公司的出境游业务整体占比近 80%，公司大力拓展出境游零售和商务会奖业务，使得后两类高毛利率业务的营收占比到 13 年中报已经提升至 48.98%。2012 年与 2010 年相比，公司出境游批发业务增长 86.72%，出境游零售业务增长 159.87%，商务会奖旅游业务增长 125.71%。

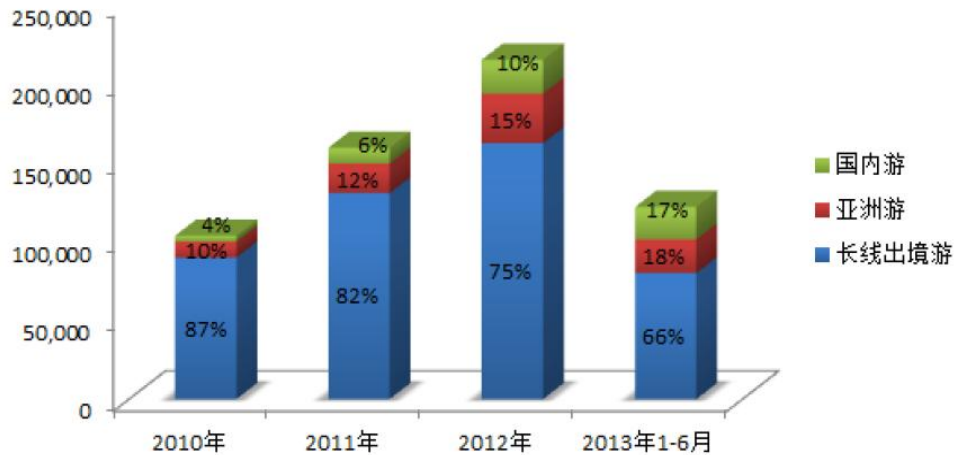
同时公司各出境游目的地的营业收入逐年增加，在巩固并加强欧洲、大洋洲、美洲和非洲等长线出境游目的地优势的同时，大力拓展了亚洲等短线出境游收入。2012 年与 2010 年相比，公司欧洲、大洋洲游收入分别增长 76.69%、63.74%，非洲游收入增长 32.44%，美洲游收入增长 199.59%，亚洲游收入增长 215.71%。

图 8：公司三项业务收入结构年度变化趋势



资料来源: 东兴证券研究所

图 9: 公司旅游目的地结构年度变化趋势



资料来源: 东兴证券研究所

批零一体化是国外大型旅游集团的大势所趋, 如德国 TUI、英国 Thomas Cook、韩国 HANATOUR 等。公司坚持实施批零一体化的“一价制”, 由批发业务进入零售业务, 比其他代理商少了中间环节, 可以给零售业务更大的利润空间, 提供更加及时准确的产品信息, 从批发进入零售, 可以为消费者提供一站式服务, 给消费者带来了更多的安全感和沟通的便利性。

商会奖业务公司商务会奖业务从医药行业开始, 现已拓展至现代制造、电子通信、金融保险、院校协会等行业, WTTC 预测, 04-14 年商务会奖项目全世界市场总量将从 5,954 亿美元上升到 8,953 亿美元, 上升的幅度分别为 25.10%和 50.40%, 中国则落后了近一个世纪。对于该业务而言, 品牌和渠道的积累尤为关键。截至 2013Q2, 公

司的商务会展前 5 大客户收入占比为 56.48%，纵向来看 CR5 客户占比呈现逐年集中的态势。

表 2: 公司 2013Q2 商务会奖业务前 5 名客户明细

排名、2011	客户	金额、万	占当年商会奖收入的比例、%
1	拜耳医药保健有限公司	7210.86	24.94
2	辉瑞公司	4018.60	13.93
3	阿斯利康	2123.84	7.35
4	北京诺华制药有限公司	1935.72	6.70
5	纽迪希亚制药有限公司	1030.71	3.57
	小计	16329.72	56.48

资料来源: 东兴证券研究所

从横向盈利水平来看, 基于渠道的扁平化出境游零售业务毛利率高于出境游批发业务约三至四个百分点, 商务会奖业务基于项目定制化的特点毛利率略低于零售业务; 从纵向趋势来看, 机票和地接占据了成本的主要部分, 人民币汇率也有一定程度的影响, 随着公司规模采购优势的发挥和人民币的升值趋势, 公司的三项业务毛利率整体呈现向上态势, 2013 年 1-6 月, 公司短线出境游业务占比提升, 使得毛利率较上年略有下降。

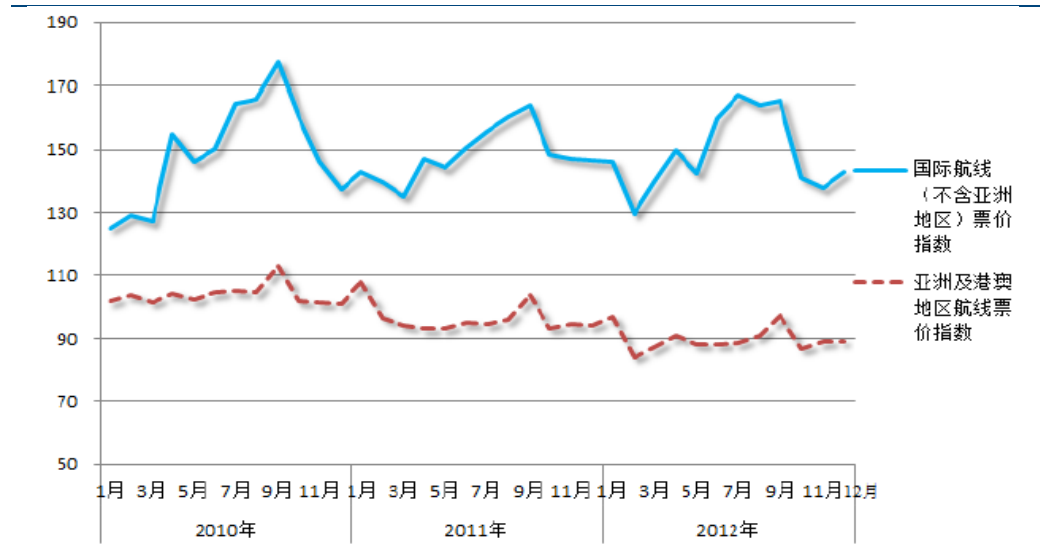
表 3: 公司各项业务毛利率变化趋势

	2011		2012		2013Q2	
	毛利率	比上年增减	毛利率	比上年增减	毛利率	比上年增减
出 批 发 业 务	7.92	-0.20	8.79	0.87	8.00	-0.79
境 零 售 业 务	11.74	-0.38	13.15	1.41	12.03	-1.12
旅 综 合 毛 利	8.89	-0.15	10.07	1.18	9.34	-0.73
游 商 务 会 奖 业 务	11.48	9.86	9.41	-0.45	9.87	0.46
综 合 毛 利 率	7.83	9.07	9.93	0.86	9.46	-0.47

资料来源: 东兴证券研究所

从毛利率整体趋势看, 零售、商务高毛利业务比例的提升和成本规模化、集中化同时品牌度溢价带来的客单价提升是公司盈利能力提升的三大主要渠道。随着公司出境游零售和商务会奖旅游业务的不断发展, 在营业收入中的比重不断增加; 以及公司规模优势不断增强, 议价能力逐步上升, 公司整体毛利率将继续保持在较高水平。

图 10: 国际、亚洲及港澳地区航线价格指数



资料来源：东兴证券研究所

公司基本保持了产品价格的稳定，通过积极的产品研发，优化产品结构，在价格较低的亚洲旅游产品不断增加的前提下，公司基本保持了产品价格的稳定，下降幅度小于单位成本的下降幅度。此外，基于境外游市场正处于快速增长期，价格战的概率短期内较小。

表 4：出境游业务的主要产品均价（元/人次）

目的地	2011	2012	2013Q2
欧洲	13226.48	13241.51	13440.35
大洋洲	10840.24	11769.82	11982.88
非洲	10629.21	9575.94	10520.31
美洲	16818.39	16526.02	17363.60
亚洲	6726.45	6880.65	6796.14

资料来源：东兴证券研究所

### 3.2 轻资产运营模式成就资本与费用的平衡

出境游业务具有营业收入绝对金额高而毛利率相对较低的特点。由于公司主要经营出境游业务，而国内已上市中国国旅和中青旅业务范围较广，涉及了“三游”业务，还有一些业务范围扩展至免税店、景区、房地产等领域，其零售体系规模建立也较早，公司与之均不可比。整体而言，公司的盈利水平较低，主要与公司业务模式的收入确认有关，但基于轻资产的运营特点，公司的 ROE 水平高于同类企业。

表 5：可比公司盈利能力对比、2012

销售毛利率	销售净利率	净资产收益率 ROE(摊薄)
2012	2012	2012

中国国旅	21.66	7.31	17.96
中青旅	19.95	5.13	10.30
北京旅游	54.81	16.46	3.29
首旅酒店	32.84	4.55	11.14
众信旅游	9.93	2.87	30.39

资料来源：东兴证券研究所

从三项费用来看，公司的管理费用较低，13年中期销售费用占比4.97%。销售费用中销售人员和广告费用的占比在65%左右，公司广告宣传费占营业收入的比重与中青旅相当，高于平均水平。随着公司零售实体门店的扩张和线上平台影响力的进一步推广，公司的广告费用或将呈现持续扩大的态势。

同时建立以ERP系统为核心，由众信旅游网（www.utourworld.com）、B2B分销平台和呼叫中心等组成的线上电子商务平台，对于线上的投入是公司品牌战略的重要路径之一，未来或将成为较大的一项资本开支。

另外，从现金流看，公司的应收账款主要来源是3-6个月账期、预收款1-2个月，公司一般在商务会奖活动结束后3-6个月左右收到全部款项，由此形成一定的应收账款，该业务占据应收款的比例为70%，另有一部分是给各地代理旅行社的账期。由于出境游需提前办理签证，确认机票等事项，开始成团准备至回团的时间区间较长，一般需要一至两个月左右的时间，相应的公司会在团队出发前一至两个月左右预收款项，也即零售客户是预收款的主要来源。

表 6：公司三项业务的应收、预收账款结构变化趋势

	2011	2012	2013Q2	
应收账款相对占比	出境游批发客户	20.92	40.37	21.94
	出境游零售客户	5.9	13.02	4.13
	商务会奖客户	73.18	46.62	73.93
预收账款相对占比	出境游批发客户	41.02	30.78	50.50
	出境游零售客户	43.9	38.67	46.15
	商务会奖客户	15.05	30.5	3.35

资料来源：东兴证券研究所

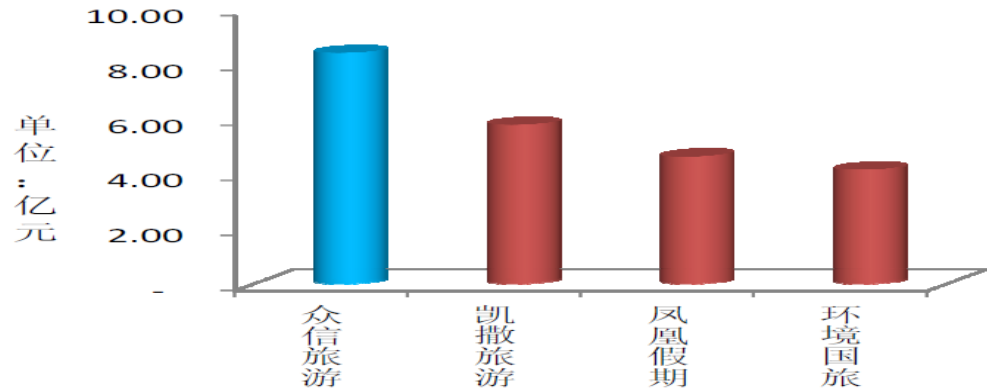
### 3.3 出境游综合先锋引领市场集中度提升

由于公司主要经营出境游业务，而国内已上市的旅行社企业大多业务范围较广，涉及了“三游”业务，还有一些业务范围扩展至免税店、景区、房地产等领域。相对可比公司主要为中国国旅和中青旅两家。未上市的可比公司中，国内领先的出境游批发商主要有众信旅游、凯撒旅游和华远国旅等。同类规模较大的旅行社中的综合零售商，包括中旅总社、康辉集团、广州广之旅和春秋国旅等大多从事“三游”业务。

中青旅、中国国旅长线出国游收入占出境游总收入比重约在50%左右或以下。凯撒旅游、华远国旅和凤凰假期长线出国游占出境游收入的比重约在80%以上。公司专业从

事出境游，营业收入全部由出境游及商务会奖业务收入构成，其中出境游收入中长线出国游占绝大部分，高于同行业上市公司相同指标。

图 11：同类规模较大的以出境游业务为主的旅游运营商 2010 年出境游业务规模对比



资料来源：东兴证券研究所

从市场竞争格局而言，欧美旅行社的 CR3 已经达到 80%以上，而我国最大的中国国旅市场份额仅为 5%，市场集中度提升是大势所趋。从长短线出境业务来看，短线出境旅游业务由于中国国旅、中青旅、中旅总社等综合零售商最早获得出境旅游经营权，经营时间相对较长，其出境游业务收入主要来自短线出境游市场。但除北京、上海、广州、深圳外，全国大多省份均有一至两家旅行社在当地短线出境旅游市场中占有主导地位。短线出境旅游的市场集中度不高。长线出境旅游的市场集中度较高，形成了完善的批发零售体系，且大型企业主要集中在北京、上海、广州，全国其他省市的旅行社大多处于代理商地位。

表 7：可比公司业务及财务指标对比

公司	中国国旅	中青旅	凯撒旅游	康辉集团	众信旅游
业务方向	免税店	文化景观	境外旅游	境内旅游	境外旅游
业务全貌	三游+免税店	三游+景点、酒店	出境批零、欧洲线为主	三游业务为主	出境批零
长线境外旅游占比	50%以下	50%以下	80%以上	50%以下	80%以上
商业务规模	具有一定规模	国内处于领先地位	规模较小	—	业务占比 20%

资料来源：东兴证券

## 4. 盈利预测与投资评级

随着公司批零一体化战略的推进，零售业务和商务会奖业务将出现较快增长，我们以

出境游人数复合增速 25-30%区间和公司批发业务区域拓展和市场份额逐步提升为前提，预计该项业务 13-15 年的收入增速为 41%、25%、23%；以公司募投零售店的增速和客单价 1 万左右平均稳定水平为假设，预计公司零售业务 13-15 年的收入增速分别为 33%、35%、36%；商务会展业务则随着下游客户行业的不断拓展维持年均 20%左右的增长水平；

表 8：公司各项业务收入增速预测

公司	2011	2012	2013E	2014E	2015E
出境游批发收入	964.22	1,207.20	1,702.16	2,127.70	2,617.07
增速	49.14%	25.20%	41.00%	25.00%	23.00%
出境游零售收入	326.47	501.91	667.55	901.19	1,225.62
增速	69.61%	53.74%	33.00%	35.00%	36.00%
商务会展业务收入	302.10	442.52	526.59	658.24	776.73
增速	54.09%	46.48%	19.00%	25.00%	18.00%

资料来源：东兴证券研究所

预计三项业务的毛利率水平受到需求引致的机票价格上行因素和品牌议价能力提升以及业务结构优化一正一负影响毛利率水平基本保持 9.7%左右的稳定水平。

销售费用则随着线上线下一体化战略的扩张呈现稳步上升态势；管理费用则随着规划化优势而逐年优化。

公司未来的业绩亮点在于出境游内外兼修的行业红利以及公司自身在该领域三大壁垒之下的市场集中度提升、业绩弹性逻辑。预测公司 2013-2015 三年的 EPS 分别为 1.20、1.55、1.99 元，给予 14 年 22 倍的 PE 水平，对应相对估值为 34.1 元。我们以市场预期收益率为 11%、第二阶段增长率 8%、长期增长率 2%等为假设，公司的绝对估值价格 32.90 元，结合绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值区间为 32.9-34.1 之间。

表 9：可比公司估值对比

证券简称	收入(亿元)	市值(亿元)	市盈率 PE(倍)	市销率 PS(倍)
中国国旅	161.34	330.46	24.41	1.91
中青旅	102.80	69.94	23.00	0.75
北京旅游	1.66	28.54	69.62	16.93
宋城股份	5.86	106.90	36.30	16.96

资料来源：东兴证券研究所

## 5. 风险提示

1、汇率波动风险：公司主要经营出境旅游业务，以美元、欧元等外汇向境外合作伙

伴进行部分资源采购

- 2、不可抗力风险：出境游尤其受到政治、经济、自然等因素的影响较大。
- 3、线上线下竞争加剧风险：随着携程、途牛等线上平台类企业的迅速发展，以及中旅、国旅等大型线下平台类企业的资源优势的整合，公司的线下线下协同业务面临较大的市场竞争风险。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产合计</b>	350	509	1218	1438	1742	<b>营业收入</b>	1593	2150	2896	3687	4619
货币资金	162	245	865	963	1096	<b>营业成本</b>	1448	1936	2619	3327	4164
应收账款	54	47	67	89	114	营业税金及附加	8	12	14	18	23
其他应收款	30	47	63	80	100	营业费用	73	105	140	181	228
预付款项	104	171	224	307	432	管理费用	12	18	25	31	37
存货	0	0	0	0	0	财务费用	-9	-5	-5	-9	-10
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0.25	0.97	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	6	15	15	15	14	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2.25	4.94	4.62	4.30	3.98	<b>营业利润</b>	60	81	102	139	178
无形资产	0	1	1	1	1	营业外收入	1.21	1.20	2.00	0.00	0.00
其他非流动资产	3	2	3	3	3	营业外支出	0.08	0.28	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	356	524	1233	1453	1756	<b>利润总额</b>	61	82	104	139	178
<b>流动负债合计</b>	214	320	443	578	774	所得税	17	20	23	33	43
短期借款	10	20	0	0	0	<b>净利润</b>	44	62	81	105	135
应付账款	63	110	151	173	228	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	117	154	255	366	504	归属母公司净利润	44	62	81	105	135
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	52	79	98	130	168
<b>非流动负债合计</b>	0	0	0	0	0	<b>BPS (元)</b>	0.87	1.21	1.20	1.55	1.98
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>负债合计</b>	214	320	443	578	774	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	53.89%	34.98%	34.72%	27.30%	25.28%
实收资本(或股本)	51	51	68	68	68	营业利润增长	46.84%	35.87%	25.91%	35.37%	28.12%
资本公积	20	20	513	513	513	归属于母公司净利润增长	31.70%	29.37%	31.70%	29.37%	28.12%
未分配利润	60	116	185	259	353	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	142	203	791	875	983	毛利率(%)	9.07%	9.93%	9.58%	9.76%	9.85%
<b>负债和所有者权益</b>	356	524	1233	1453	1756	净利率(%)	2.77%	2.87%	2.81%	2.86%	2.92%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	12.41%	11.80%	6.60%	7.25%	7.68%
单位:百万元						ROE(%)	31.21%	30.39%	10.29%	12.04%	13.73%
2011A						2012A	2013E	2014E	2015E		
<b>经营活动现金流</b>	53	63	130	110	151	<b>偿债能力</b>					
净利润	44	62	81	105	135	资产负债率(%)	60%	61%	36%	40%	
折旧摊销	0.61	1.89	0.00	0.40	0.40	流动比率	1.63	1.59	2.75	2.49	2.25
财务费用	-9	-5	-5	-9	-10	速动比率	1.63	1.59	2.75	2.49	2.25
应收账款减少	0	0	-21	-21	-25	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0	0	101	111	139	总资产周转率	5.17	4.89	3.30	2.75	2.88
<b>投资活动现金流</b>	-1	-11	-1	0	0	应收账款周转率	31	43	51	47	46
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	28.09	24.97	22.26	22.77	23.02
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.87	1.21	1.20	1.55	1.98
<b>筹资活动现金流</b>	-6	9	491	-12	-17	每股净现金流(最新摊薄)	0.89	1.18	9.12	1.44	1.97
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.78	3.99	11.63	12.87	14.45
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	24	0	17	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-24	0	493	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	45	60	620	98	134	EV/EBITDA	-2.95	-2.86	-8.82	-7.41	-6.54

## 分析师简介

---

### 高坤

中小市值组 产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

## 联系人简介

---

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。