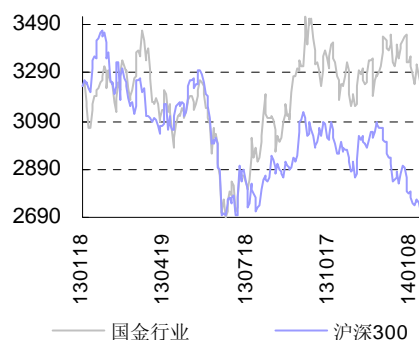


## 出境游专业运营商，战略布局初现雏形

长期竞争力评级：等于行业均值

## 市场数据(人民币)

发行价(元)	23.15
发行A股数量(百万股)	14.58
总股本(百万股)	58.29
国金旅游景点指数	3247.11
沪深300指数	2178.49
中小板指数	6013.24



## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.866	1.212	1.487	1.852	2.267
每股净资产(元)	2.78	3.99	7.42	8.86	11.00
每股经营性现金流(元)	1.03	1.23	1.04	1.90	2.31
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	39.46	30.69	41.21	40.62	40.62
净利润增长率(%)	44.82%	39.89%	40.25%	24.57%	22.40%
净资产收益率(%)	31.21%	30.39%	20.04%	20.91%	20.62%
总股本(百万股)	51.00	51.00	58.29	58.29	58.29

来源：公司年报、国金证券研究所

## 基本结论、价值评估与投资建议

- **关键假设-出境游业务分享行业快速增长，会奖业务短期调整后恢复发展。**
  - **出境游业务分享行业增长，产品结构保障成长性：**基于人民币持续升值、旅游目的地开放程度的提高以及居民消费水平升级的假设，我们预计中国出境游行业仍将保持平稳较快发展。公司有望借助自身长线出境业务优势，保障相对较高毛利率和成长性。
  - **商务会奖业务短期调整后恢复发展，优化客源结构可逐渐分散风险：**会奖市场在短期负面因素冲击逐步消退后，有望恢复较快发展。公司通过扩大会奖业务覆盖范围，提高整体收入规模，有望减少对单一行业或某区域客户的销售依赖，控制经营风险。
- **目前来看，公司的核心优势在于专注长线出境旅游市场带来的资源整合能力。**我们希望公司能够利用该优势，并结合“批发零售一体”战略，通过加强发展零售业务，提升品牌认可度，提高对客源的掌控和吸引力；同时，公司借助于发展电子商务平台，进一步推动线上线下良好结合，并提供一站式全方位服务。这些因素都将保障公司自身业务实现有效增长。此外，公司的民营机制以及管理层持股，亦为其带来激励制度优势。
- **结合境外优秀旅游运营商的成长经验，我们认为旅行社行业尽管竞争非常激烈，但随着新技术的出现和顾客消费习惯的变化，行业仍具有很多发展机会，众信也有望获得更大成长空间。众信坚持的“批发零售一体”、“线上线下结合”战略都将为其奠定未来更大范围一体化发展及深度E化的基础。**
- **估值与投资建议 - 未来6~12个月合理估值区间37.04元-42.60元**
  - 据测算，我们预测公司2013~2015年归属于母公司股东的净利润分别为8668万元、1.08亿元和1.32亿元，分别较上年增长40.25%、24.24%和22.73%。按照发行新股后5829万股的总股本计算，摊薄后每股收益分别为1.487元、1.852元和2.267元。
- **主要风险 - 募投项目盈利能力低于预期风险、市场竞争加剧风险、自然灾害、重大疫情等不可抗力因素风险、出境目的地市场政治风险**

苏超 分析师 SAC 执业编号：S1130512080005  
(8621)60230225  
suchao@gjzq.com.cn

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号：S1130511030004  
(8621)60230224  
maozhr@gjzq.com.cn

## 内容目录

1. 盈利预测及说明.....	4
1.1. 预测假设及说明.....	4
1.2. 盈利预测.....	5
2. 估值及投资建议.....	5
2.1. PE 相对估值.....	5
2.2. DCF 估值.....	6
2.3. 估值定价.....	7
3. 公司概况.....	7
3.1. 出境旅游专业运营商.....	7
3.2. 公司的股权结构：管理层持股有效实现长期激励.....	8
4. 出境旅游及商务会奖行业分析.....	9
4.1. 出境旅游市场成长空间广阔.....	9
4.2. 出境游旅行社行业面临的挑战和机会.....	10
4.3. 会奖行业短期调整不改长期成长趋势.....	11
5. 公司主营业务及发展战略分析.....	13
5.1. 长线出境为主的产品结构保障较高毛利率和成长性.....	13
5.2. 会奖业务遭遇短期负面影响，优化客源结构可逐渐分散风险.....	14
5.3. 业务发展战略：批发零售一体，线上线下结合.....	14
6. 募投项目及盈利预测.....	17
6.1. 实体营销网络建设：强化零售业务发展基础.....	18
6.2. 旅游电子商务项目：打造在线旅游电子商务平台.....	18
6.3. 商务会奖分公司项目：加强布局三地，扩大覆盖范围.....	18
7. 主要风险.....	19
7.1. 募投项目盈利能力低于预期风险.....	19
7.2. 市场竞争加剧风险.....	19
7.3. 自然灾害、重大疫情等不可抗力因素风险.....	19
附录：三张报表预测摘要.....	20

## 图表目录

图表 1: 出境游业务收入及毛利预测 .....	4
图表 2: 商务会奖业务收入及毛利预测.....	4
图表 3: 众信旅游业绩假设条件及盈利预测(2010 年~2015 年) .....	5
图表 4: 旅游行业相对估值一览 .....	6
图表 5: 众信旅游 DCF 估值基本假设 .....	错误! 未定义书签。
图表 6: 众信旅游 DCF 估值表 .....	7
图表 7: 2013 年上半年众信旅游营业收入构成 .....	8
图表 8: 2013 年上半年众信旅游毛利构成 .....	8
图表 9: 发行前后众信旅游股权结构 .....	9
图表 10: 出境旅游人数保持较快增长, 因私出境占比大 .....	10
图表 11: 出国旅游发展良好, 占出境游比例相对平稳 .....	10
图表 12: 我国出境旅游人数增长 .....	10
图表 13: 旅行社组织出境/出国旅游人数及增速 .....	11
图表 14: 旅行社组织出境/出国人数占总人数比例 .....	11
图表 15: 2012 年中国企业主办会议占比达 60% .....	12
图表 16: 企业主办会议占比不断提高 .....	12
图表 17: 大部分会议由主办机构自行承办(2012 年) .....	12
图表 18: 旅行社/会议服务机构承办比例增加 .....	12
图表 19: 公司出境产品中长线项目占比较高(2012 年).....	13
图表 20: 公司出境游产品毛利率高于国旅 .....	14
图表 21: 出国旅游中长线出境旅游人数占比提高 .....	14
图表 22: 商务会奖旅游目的地比例波动较大 .....	14
图表 23: 台湾雄狮旅游 E 化规划发展 .....	16
图表 24: 台湾雄狮集团 E 化带来核心竞争力 .....	16
图表 25: 众信电子商务平台提供一站式全方位旅游服务 .....	17
图表 25: 募集资金投资项目概览 .....	18
图表 26: 实体营销网络建设项目效益测算表 .....	18
图表 27: 旅游电子商务项目效益测算表 .....	18
图表 28: 商务会奖项目效益测算表 .....	19

## 1. 盈利预测及说明

### 1.1. 预测假设及说明

基于对出境旅游行业及商务会奖行业未来发展的判断，综合考虑公司的竞争优势情况，我们对公司主业经营和财务状况提出以下预测假设：

我们预计公司 2013-2015 年出境游业务分别实现收入 24.58 亿元、31.66 亿元及 40.08 亿元，增速将达 43.95%、28.83%和 26.58%，对应的毛利率预计为 10.24%、10%和 9.91%。

图表1：出境游业务收入及毛利预测

百万元	2010	2011	2012Q3	2012	2013Q3	2013F	2014F	2015F
<b>出境游批发</b>								
收入	646.52	964.22	915.16	1207.21	1375.37	1762.52	2220.78	2731.56
增长	18.96%	49.14%		25.20%	50.29%	46.00%	26.00%	23.00%
成本	593.99	887.85	836.82	1101.04	1256.68	1606.89	2027.13	2496.64
毛利率	8.13%	7.92%	8.56%	8.79%	8.63%	8.83%	8.72%	8.60%
<b>出境游零售</b>								
收入	192.48	326.47	387.59	500.20	566.96	695.27	945.57	1276.52
增长	105.46%	69.61%		53.21%	46.28%	39.00%	36.00%	35.00%
成本	169.14	288.13	334.72	434.42	487.25	599.33	822.65	1114.41
毛利率	12.12%	11.74%	13.64%	13.15%	14.06%	13.80%	13.00%	12.70%
<b>出境游总收入</b>								
收入	839.00	1290.69	1302.75	1707.40	1942.33	2457.80	3166.35	4008.08
增长	31.68%	53.84%		32.29%	49.10%	43.95%	28.83%	26.58%
<b>出境游成本</b>								
成本	763.13	1175.98	1171.54	1535.46	1743.92	2206.22	2849.78	3611.05
毛利率	9.04%	8.89%	10.07%	10.07%	10.22%	10.24%	10.00%	9.91%

来源：招股说明书，国金证券研究所

预计商务会奖业务在 2013-2015 年分别实现收入 5.09 亿元、6.36 亿元和 7.63 亿元，毛利率分别为 9.20%、9.30%和 9.12%。

图表2：商务会奖业务收入及毛利预测

百万元	2010	2011	2012Q3	2012	2013Q3	2013F	2014F	2015F
收入	196.05	302.10	339.22	442.51	405.22	508.89	636.11	763.33
增长	41.86%	54.09%		46.48%	19.46%	15.00%	25.00%	20.00%
成本合计	174.99	272.32	308.04	400.89	369.19	462.07	576.95	693.72
毛利率	10.75%	9.86%	9.19%	9.41%	8.89%	9.20%	9.30%	9.12%

来源：招股说明书，国金证券研究所

**期间费用：**公司期间费用占营业收入比例在过去三年间有所波动，其中销售费用率持续提高，我们预计随着公司收入规模的逐步发展和经营效率的提升，销售费用率和管理费用率有望有所缩减。

- **销售费用：**预计未来三年销售费用率分别为 4.95%、4.92%和 4.84%。
- **管理费用：**预计未来三年管理费用率分别为 0.90%、0.89%和 0.86%。
- **实际税率：**2013 年-2015 年的实际所得税率预计分别为 25.2%，25.2%，25.2%。

## 1.2. 盈利预测

据测算，我们预测公司 2013~2015 年归属于母公司股东的净利润分别为 8668 万元、1.08 亿元和 1.32 亿元，分别较上年增长 40.25%、24.24%和 22.73%。按照发行新股后 5829 万股的总股本计算，摊薄后每股收益分别为 1.487 元、1.852 元和 2.267 元。

图表3: 众信旅游业绩假设条件及盈利预测(2010年~2015年)

百万元	2010	2011	2012	2013H	2013Q3	2013F	2014F	2015F
<b>营业总收入</b>	<b>1,035.05</b>	<b>1,592.79</b>	<b>2,149.92</b>	<b>1,217.27</b>	<b>2,347.55</b>	<b>2,966.69</b>	<b>3,802.46</b>	<b>4,771.42</b>
增长	33.49%	53.89%	34.98%		42.97%	37.99%	28.17%	25.48%
出境游批发	646.52	964.22	1207.21	621.00	1375.37	1762.52	2220.78	2731.56
出境游零售	192.48	326.47	500.20	307.16	566.96	695.27	945.57	1276.52
商务会奖	196.05	302.10	442.51	289.11	405.22	508.89	636.11	763.33
<b>营业总成本</b>								
<b>营业成本</b>	<b>938.12</b>	<b>1,448.30</b>	<b>1,936.36</b>	<b>1,102.11</b>	<b>2,113.12</b>	<b>2,668.29</b>	<b>3,426.73</b>	<b>4,304.77</b>
出境游批发	593.99	887.85	1101.04	571.31	1256.68	1606.89	2027.13	2496.64
出境游零售	169.14	288.13	434.42	270.23	487.25	599.33	822.65	1114.41
商务会奖	174.99	272.32	400.89	260.57	369.19	462.07	576.95	693.72
<b>毛利</b>	<b>96.93</b>	<b>144.49</b>	<b>213.56</b>	<b>115.16</b>	<b>234.43</b>	<b>298.40</b>	<b>375.73</b>	<b>466.65</b>
出境游批发	52.53	76.37	106.17	49.70	118.69	155.63	193.65	234.91
出境游零售	23.34	38.34	65.78	36.93	79.72	95.95	122.92	162.12
商务会奖	21.07	29.78	41.62	28.54	36.02	46.82	59.16	69.62
<b>毛利率</b>	<b>9.37%</b>	<b>9.07%</b>	<b>9.93%</b>	<b>9.46%</b>	<b>9.99%</b>	<b>10.06%</b>	<b>9.88%</b>	<b>9.78%</b>
出境游批发	8.13%	7.92%	8.79%	8.00%	8.63%	8.83%	8.72%	8.60%
出境游零售	12.12%	11.74%	13.15%	12.02%	14.06%	13.80%	13.00%	12.70%
商务会奖	10.75%	9.86%	9.41%	9.87%	8.89%	9.20%	9.30%	9.12%
营业税金及附加	5.38	8.11	12.26	6.35		16.32	20.91	26.24
营业税金及附加比率	0.52%	0.51%	0.57%	0.52%		0.55%	0.55%	0.55%
主营业务利润	91.55	136.38	201.30	108.81		282.08	354.82	440.41
期间费用								
销售费用	45.93	73.20	105.32	60.45		146.85	187.08	230.94
销售费用率	4.44%	4.60%	4.90%	4.97%		4.95%	4.92%	4.84%
管理费用	8.35	11.85	18.29	11.03		26.70	33.84	41.03
管理费用率	0.81%	0.74%	0.85%	0.91%		0.90%	0.89%	0.86%
财务费用	-3.47	-8.75	-4.57	-4.74		-7.00	-10.20	-8.00
资产减值准备	-0.01	0.25	0.97	0.37		0.45	0.25	0.25
营业利润	40.74	59.83	81.29	41.70	100.16	115.08	143.85	176.19
营业外收入净额	0.50	1.13	0.92	-0.01		0.80	0.50	0.50
营业外收入	0.54	1.21	1.20			1.10	1.00	1.00
营业外支出	0.03	0.08	0.28	0.01		0.30	0.50	0.50
利润总额	41.25	60.96	82.21	41.70	101.06	115.88	144.35	176.69
所得税	10.74	16.78	20.41	10.66	25.48	29.20	36.38	44.52
实际所得税率	26.04%	27.53%	24.82%	25.57%	25.22%	25.20%	25.20%	25.20%
<b>净利润</b>	<b>30.51</b>	<b>44.18</b>	<b>61.80</b>	<b>31.04</b>	<b>75.58</b>	<b>86.68</b>	<b>107.97</b>	<b>132.16</b>
归属于母公司所有者的净利润	30.51	44.18	61.80	31.04	75.58	86.68	107.97	132.16
增长	93.52%	44.82%	39.89%		43.98%	40.25%	24.57%	22.40%
净利润率	2.95%	2.77%	2.87%	2.55%	3.22%	2.92%	2.84%	2.77%
每股收益(完全摊薄)	<b>0.523</b>	<b>0.758</b>	<b>1.060</b>	<b>0.532</b>	<b>1.297</b>	<b>1.487</b>	<b>1.852</b>	<b>2.267</b>

来源: 国金证券研究所, 招股说明书

## 2. 估值及投资建议

### 2.1. PE 相对估值

目前旅游行业平均估值水平约对应 25-30 倍 2014 年 PE。因为目前板块内没有纯旅行社业务的公司，我们参考了相关公司（中青旅、中国国旅）的估值水平，并综合考虑公司的业绩增速，给予公司 2014 年 19-21 倍的市盈率区间。2014 年，公司摊薄后每股收益为 1.852 元。我们认为，公司合理价值在 35.19-38.89 元区间。

图表4：旅游行业相对估值一览

行业	代码	简称	收盘价	总市值 (亿元)	每股收益EPS				PE				市净率 PB最新	EV/EBITDA	投资 评级
			2014/1/17		12A	13E	14E	15E	12A	13E	14E	15E			
旅游资源	000888	峨眉山A	18.35	48.34	0.80	0.617	0.91	1.10	24.04	29.72	20.15	16.67	4.58	14.18	买入
	000978	桂林旅游	5.76	20.74	0.17	0.136	0.19	0.23	38.18	42.35	30.48	25.26	1.39	14.41	增持
	002033	丽江旅游	12.12	25.81	0.84	0.759	0.89	1.04	21.55	15.97	13.56	11.63	2.94	8.35	增持
	600054	黄山旅游	10.23	48.22	0.51	0.352	0.41	0.57	24.67	29.06	24.83	18.01	2.54	9.36	增持
	600749	西藏旅游	7.66	14.49	0.06	0.101	0.15	0.26	140.45	75.62	52.36	30.04	2.21	39.40	持有
	000430	张家界	6.56	21.05	0.32	0.230	0.31	0.44	29.52	28.52	21.03	14.81	5.49	13.07	增持
	002159	三特索道	16.15	19.38	0.46	0.163	0.22	0.329	27.26	99.08	73.41	49.09	3.65	12.95	增持
	300144	宋城股份	19.31	107.71	0.46	0.534	0.66	0.84	27.80	36.16	29.31	23.03	3.73	22.67	增持
餐饮	600706	曲江文旅	11.35	20.37	0.49	0.463	0.50	0.65	23.43	24.50	22.85	17.46	3.04	14.98	增持
	000721	西安饮食	6.19	15.45	0.07	0.090	0.10	0.14	81.97	68.78	61.90	44.21	3.37	20.48	增持
	002186	全聚德	17.53	49.63	1.07	0.471	0.59	0.70	29.15	37.19	29.93	25.16	5.68	14.55	增持
	002306	湘鄂清	5.15	41.20	0.27	-0.026	0.15	0.12	36.74	N/A	35.27	42.92	3.26	13.95	持有
酒店	000428	华天酒店	6.53	46.95	0.14	0.255	0.38	0.44	30.00	25.61	17.41	15.01	3.02	13.79	增持
	600754	锦江股份	14.91	89.94	0.61	0.695	0.80	1.07	23.14	21.46	18.61	13.93	2.12	11.51	买入
	601007	金陵饭店	7.83	23.49	0.37	0.266	0.36	0.53	19.48	29.39	21.85	14.65	1.79	13.47	增持
	600258	首旅股份	15.86	36.70	0.49	0.499	0.58	0.65	23.37	31.78	27.53	24.59	3.64	12.14	增持
旅游综合	600138	中青旅	16.98	70.53	0.71	0.742	0.90	1.15	22.42	22.87	18.76	14.80	2.46	8.70	买入
	601888	中国国旅	33.78	329.77	1.14	1.389	1.73	2.08	24.05	24.31	19.50	16.25	5.89	15.92	买入
	300178	腾邦国际	28.78	35.23	0.55	0.709	0.92	1.18	25.98	40.59	31.35	24.33	3.37	29.95	增持
	600593	大连圣亚	12.47	11.47	0.14	N/A	N/A	N/A	86.40	N/A	N/A	N/A	3.97	17.19	持有
	600358	国旅联合	4.11	17.76	(0.13)	N/A	N/A	N/A	(28.62)	N/A	N/A	N/A	3.96	N/A	持有
行业均值			13.22	52.11	0.45	0.44	0.57	0.71	34.81	37.94	30.00	23.25	3.43	16.05	
行业中值			12.12	35.23	0.46	0.46	0.50	0.65	25.98	29.56	24.83	18.01	3.37	14.06	

来源：国金证券研究所

## 2.2.DCF 估值

我们采用 APV、WACC、FCFE 三种绝对估值方法对公司进行了估值，估值结果分别 45.59 元、38.41 元、38.55 元。

图表5：众信旅游 DCF 估值基本假设

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	1.21	股本总额(百万股)	51.00
无风险利率	3.62%	股价	23.15
风险溢价	6.45%	股票市值	1,180.65
资产贴现率Ka	11.45%	债务总额	20.00
加权平均资本成本WACC		债务利率	5.00%
		实际税率	25.20%
D/(E+D)	1.67%	股票Beta	1.45
E/(E+D)	98.33%		
WACC	12.82%	股票贴现率Ke	12.98%

来源：国金证券研究所

图表6: 众信旅游 DCF 估值表

估值方法	每股价值	估值方法	每股价值
APV	45.95	FCFE	38.55
WACC	38.41		

I、APV													
每股价值	45.95												
企业值	2,363.52												
股票价值	2,343.52												
会计年度截止日: 12/31		2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	TV	合计
FCF	54.96	91.80	121.06	150.85	178.94	205.66	241.78	268.87	322.76	356.90	4,087.16	6,080.74	
ITS	0.25	0.25	0.25	0.27	0.31	0.37	0.45	0.54	0.66	0.79	9.01	13.16	
PV(FCF)	49.32	73.90	87.45	97.77	104.07	107.32	113.20	112.95	113.63	116.96	1,382.31	2,358.87	
PV(ITS)	0.23	0.20	0.18	0.17	0.18	0.20	0.21	0.23	0.00	0.00	3.05	4.65	

II、WACC													
每股价值	38.41												
企业值	1,978.79												
股票价值	1,958.79												
会计年度截止日: 12/31		2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	TV	合计
FCF	54.96	91.80	121.06	150.85	178.94	205.66	241.78	268.87	322.76	356.90	3,544.33	5,537.91	
PV(FCF)	48.72	72.12	84.30	93.10	97.90	99.73	103.92	102.43	108.98	106.82	1,060.78	1,978.79	

III、FCFE贴现													
每股价值	38.55												
企业值	1,965.93												
股票价值	1,965.93												
会计年度截止日: 12/31		2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	TV	合计
FCFE	54.22	91.05	120.32	152.05	181.01	208.55	245.43	273.24	327.79	362.53	3,547.45	5,563.64	
PV(FCFE)	47.99	71.34	83.44	93.34	98.36	100.30	104.49	102.96	109.33	107.03	1,047.35	1,965.93	

来源: 国金证券研究所

## 2.3. 估值定价

权衡以上相对估值和绝对估值的结果,并考虑到板块估值的季节性波动规律,我们给予公司未来 6-12 个月目标价为 37.04-42.60 元,对应 2014 年 20-23 倍市盈率。

## 3. 公司概况

### 3.1. 出境旅游专业运营商

众信旅游是一家出境游服务的专业运营商,主要从事出境旅游的批发、零售业务,以及商务会奖旅游业务。

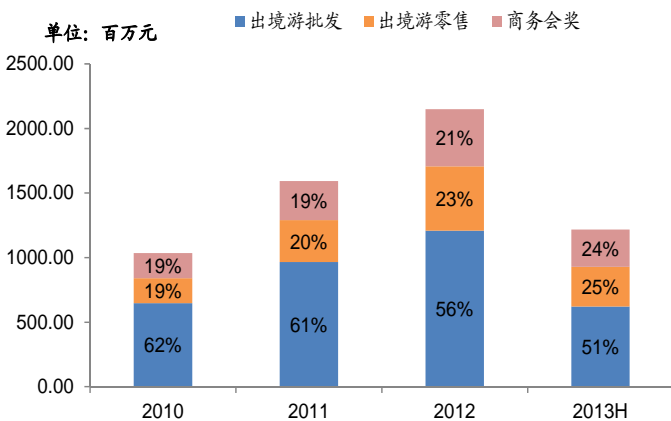
公司于 2002 年获得出境游业务资质。近十年以来,随着我国出境旅游行业的快速发展,公司逐步成长为国内领先的出境游运营商。

公司的发展起步于出境游批发业务，重点发展长线出境游线路，是国内首批从事出境游批发业务的旅行社之一。随后，公司在良好的批发业务基础上，拓展出境游零售业务，推行“批零一体”的经营模式。近年来，公司增加了商务会奖旅游业务，并实现了较快发展。

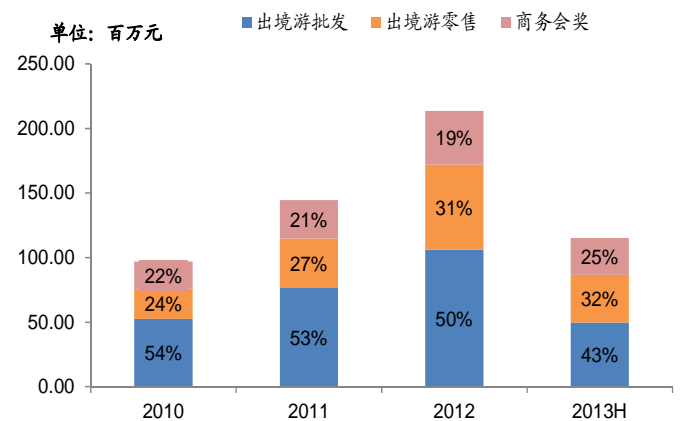
**出境游业务：**公司目前出境游业务覆盖产品涵盖欧洲、大洋洲、非洲、中东、美洲、亚洲等全球主要的目的地国家和地区。公司坚持“批零一体”战略，实现代理商渠道和零售终端渠道的快速成长。其中，出境批发业务占比较高，已有近 2000 家代理商，零售业务近几年通过渠道的铺设，增速较快。2013 年 1-6 月出境批发业务实现收入和毛利 6.21 亿元和 4970 万元。占总收入和毛利的 51%和 43%；出境零售业务实现收入和毛利分别为 3.07 亿元、3693 万元，分别占到公司总收入和毛利的 25%和 32%。

**商务会奖业务：**公司商务会奖旅游业务以 U-Mice 为品牌，主要为企业、政府和机构等客户提供商务考察培训、差旅会议、奖励旅游、路演发布、大型会议、参展观展等活动的咨询、策划、接待、执行等服务。2013 年 1-6 月商务会奖业务实现收入和毛利 2.89 亿元和 2854 万元。占总收入和毛利的 24%和 25%。

图表7：2013 年上半年众信旅游营业收入构成



图表8：2013 年上半年众信旅游毛利构成



来源：招股说明书，国金证券研究所

### 3.2.公司的股权结构：管理层持股有效实现长期激励

本次发行前公司总股本为 5100 万股，本次公开发行股票总量为 1457.5 万股，其中公开发行新股 729 万股，发售老股 728.5 万股。发行后，总股数为 5829 万股，控股股东仍为冯滨先生，持有公司 37.03%的股权。

除冯滨外，有 12 名公司高级管理人员持有公司股份（详见图表 9）。公司管理人员持股比例较高，有助于留住重要人才，实现长期有效的激励。

图表9: 发行前后众信旅游股权结构

股东名称	公开发行前		本次发债股 份数量(股)	公开发行后	
	股份(股)	比例(%)		股份(股)	比例(%)
<b>一、有限售条件的股份</b>	<b>51,000,000</b>	<b>100.00</b>	<b>7,285,000</b>	<b>43,715,000</b>	<b>75.00</b>
其中: 冯滨	25,180,925	49.37	3,596,922	21,584,003	37.03
九鼎投资	4,462,501	8.75	637,438	3,825,063	6.56
林岩	3,767,105	7.39	538,105	3,229,000	5.54
曹建	3,399,079	6.66	485,535	2,913,544	5.00
韩丽	2,067,565	4.05	295,338	1,772,227	3.04
张莉	2,067,565	4.05	295,338	1,772,227	3.04
林美美	1,378,377	2.70	196,892	1,181,485	2.03
上海智丰	964,864	1.89	137,824	827,040	1.42
路振勤	827,026	1.62	118,135	708,891	1.22
喻慧	827,026	1.62	118,135	708,891	1.22
何静	827,026	1.62	118,135	708,891	1.22
马海涛	827,026	1.62	118,135	708,891	1.22
北京唐古拉	827,026	1.62	118,135	708,891	1.22
通光集团	827,026	1.62	118,135	708,891	1.22
翁洁	637,499	1.25	91,062	546,437	0.94
陈劲松	551,351	1.08	78,757	472,594	0.81
李鸿秀	413,513	0.81	59,067	354,446	0.61
张磊	353,430	0.69	50,485	302,945	0.52
陈小青	353,430	0.69	50,485	302,945	0.52
赵锐	220,320	0.43	31,471	188,849	0.32
李海涛	220,320	0.43	31,471	188,849	0.32
<b>二、无限售条件的股份</b>	-	-	<b>7,290,000</b>	<b>14,575,000</b>	<b>25.00</b>
合计	51,000,000	100.00	14,575,000	58,290,000	100.00

来源: 公司发行公告, 国金证券研究所

## 4. 出境旅游及商务会奖行业分析

### 4.1. 出境旅游市场成长空间广阔

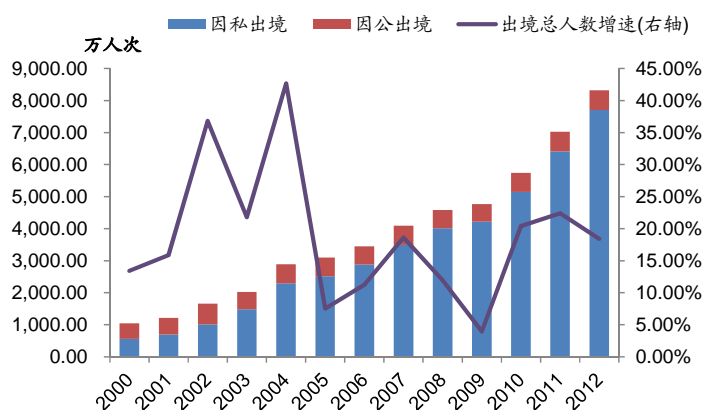
1997年,我国开放自费出国旅游。2004年起,随着加入世贸组织协议的逐步落实、欧盟整体开放,出境旅游开始进入快速发展阶段。

**2000~2012年间,我国出境旅游人数年复合增长率达18.85%。**其中,因私出境占比从2000年的53.8%上升至2012年的92.6%(见图表10)。据世界旅游组织预测,2020年,中国将成为全球第四大出境旅游客源国。

**2001~2012年间,我国出国旅游人数年复合增速为15.33%。**按照扣除港澳台游客的标准计算出国旅游人数,2012年出国旅游人数占出境旅游比例为28.96%(见图表11)。

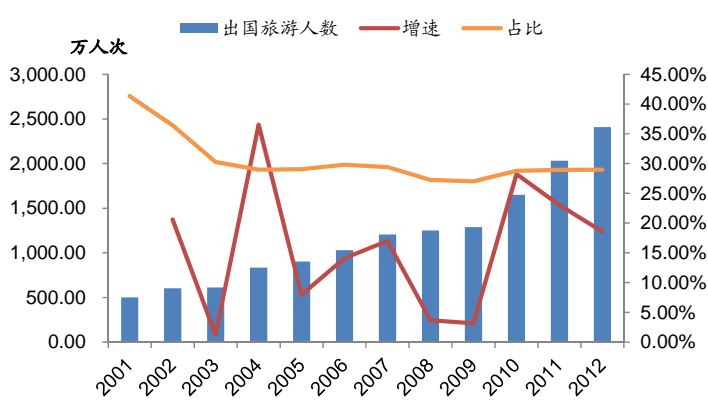
出境旅游的发展动力主要来源于人民币持续升值、旅游目的地开放程度的提高以及居民消费水平升级。

图表10: 出境旅游人数保持较快增长, 因私出境占比大



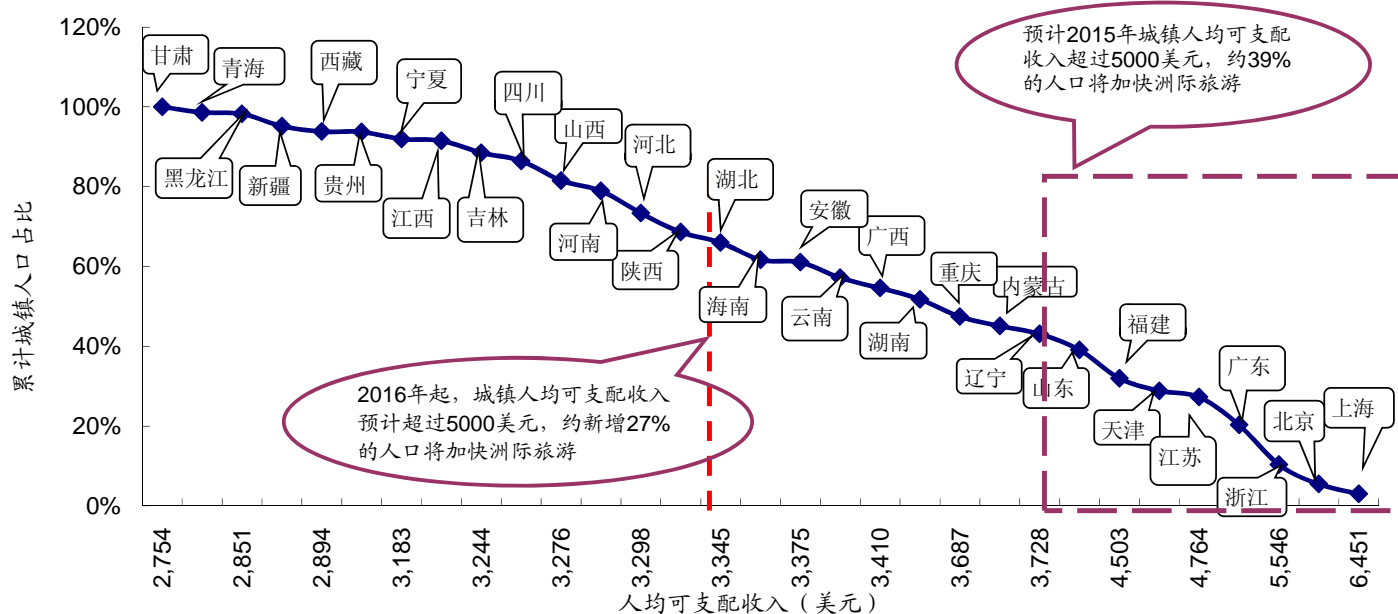
来源: 国家旅游局, WIND, 国金证券研究所

图表11: 出国旅游发展良好, 占出境游比例相对平稳



按照历史经验, 当国民人均 GDP 达到 3000 美元时, 将出现周边出国旅游的热潮, 而当人均 GDP 达到 5000 美元时, 洲际旅游将加快。我们用城镇人均可支配收入及城镇人口数测算, 预计在 2015 年约占总城镇人口 39% 的国民对洲际旅游的需求在不断增强, 随着人均可支配收入的提升, 预计 2016 年起将新增约 27% 的城镇人口进入洲际旅游快速发展的消费阶段 (见图表 12)。这构成了我们对出境旅游中长期保持较快发展的重要判断依据。

图表12: 我国出境旅游人数增长



来源: WIND, 国金证券研究所

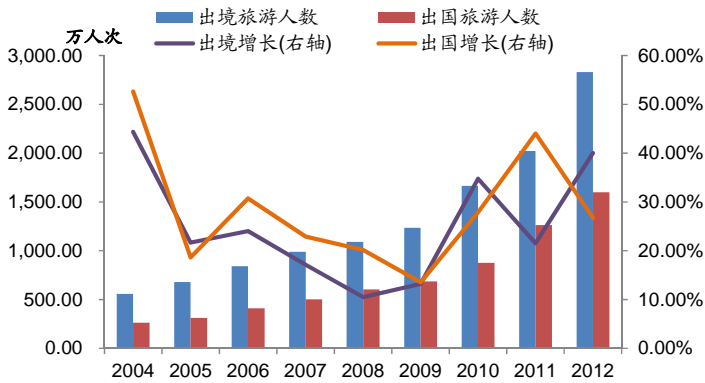
基于居民消费能力不断增强、人民币持续升值、以及旅游目的地签证政策逐步放松等趋势考虑, 我们认为, 若无突发性事件影响, 出境旅游总量仍将保持平稳较快的增长, 年增速预计为 15%-20%。

#### 4.2. 出境游旅行社行业面临的挑战和机会

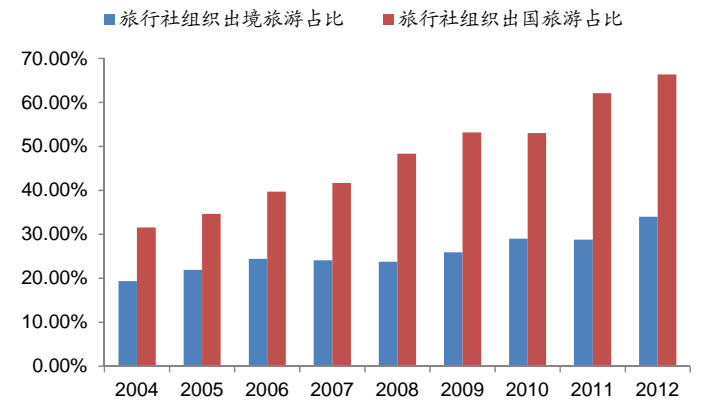
较高的信息成本造就出境旅游旅行社行业需求。由于出境旅游涉及的旅游要素较多, 包括签证、机票、境外酒店、餐厅、交通运输、景点等, 且信息的获取

和沟通难度大于国内旅游，很多游客会选择通过旅行社渠道进行出境旅游。旅行社组织出国旅游人数占比近几年维持在较高位置（50%-60%），而随着港澳台自由行的发展，旅行社组织出境旅游人数占比则较低，近几年约为 30%（见图表 13）。因此，在整体出境游市场实现较快发展的环境中，出境游旅行社业务也有望保持一定增长。

图表13: 旅行社组织出境/出国旅游人数及增速



图表14: 旅行社组织出境/出国人数占总人数比例



来源：国家旅游局，WIND，国金证券研究所

旅行社核心竞争力主要取决于旅游要素资源和产品运作经验的积累，以及优秀的产品研发能力。旅行社主要解决出游中的信息壁垒问题，因此越长线的旅游线路，旅行社的优势就更为突出。旅行社掌握要素资源越丰富，其规模效应越强，由此带来的成本优势也更为突出。另外，专业的产品运作能力、及把握市场需求的产品研发能力都是旅行社竞争力的来源之一。由于出境游的操作复杂，运营成本高，且一些相关旅游要素资源，如签证、航线等，集中于部分城市，又同时面对分散的客户，这使得旅行社业务发展出批发和零售业务。批发业务掌握要素资源，零售业务可以更好的掌握市场需求及客源。从海外旅行社发展历史看，许多大型旅行社企业都是兼营批发和零售业务，通过批零一体的模式将产品从研发到销售进行全面结合。目前出境游市场共有 2145 家旅行社企业，市场集中度低，具有较大的并购整合空间。

电子商务为传统旅行社企业带来新的发展机会。互联网时代中，旅游信息的获取更为便利，包括 OTA 的崛起，都对传统旅行社带来一定挑战。艾瑞数据显示，2013 年中国在线旅游市场交易规模 2204.6 亿元，同比增长 29.0%；中国在线旅游 OTA 市场营收规模 117.6 亿元，同比增长 26.2%。艾瑞预计 2014 年到 2017 年 OTA 市场营收增速保持平缓，保持在 20.0% 以上。许多大型旅行社的发展历史表明，旅行社亦可以借助电子商务或互联网平台，整合产业链各个环节，发展高效的营运平台，并合理利用线上渠道充分发挥其线下旅游资源优势。

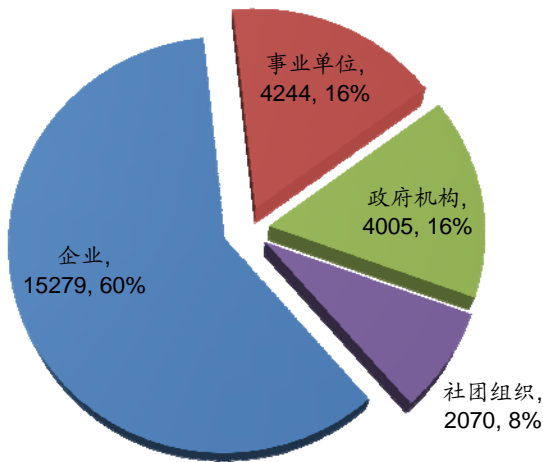
综上所述，我们看到出境旅游市场成长空间依然很大，其中优质的出境旅行社借助其信息及资源规模优势，仍可以享受到行业的较快发展。虽然，OTA 对传统旅行社业务的冲击毋庸置疑，但旅行社也可通过利用线下资源优势，在互联网时代拓展新的发展领域。

#### 4.3. 会奖行业短期调整不改长期成长趋势

商务会奖业务主要包括会议、奖励旅游、大会和展览，是旅游行业的高端产品。近几年，随着中国经济地位的增强，国内会奖旅游市场发展迅速，有研究称每年行业增速超过 20%。

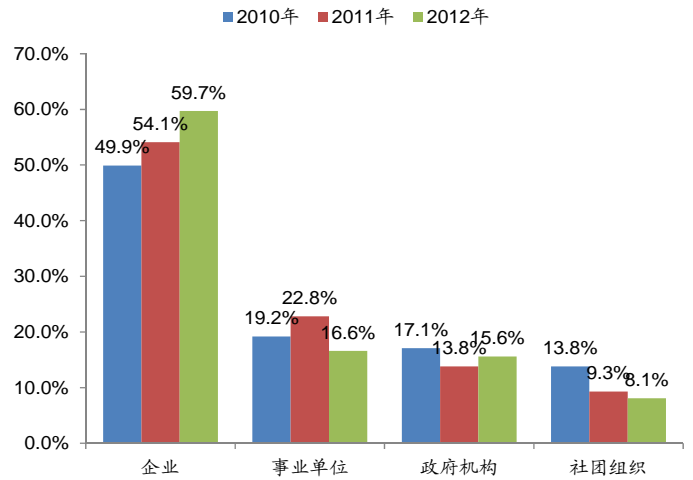
短期内，政府及事业单位公款会议减少，相关的会奖旅游要素资源受到一定冲击。从 2011 年中央多次发出减少公款开会的通知，并出台“八项规定”和“六条禁令”以来，公款举办的政府和事业单位会议比例不断减少。《2012 年中国会议统计分析报告》显示，2012 年企业主办会议占比以及达到 60%。我们预计 2013 年该占比将继续提高。会议产业外部环境发生的变化，对会奖产业提出新的挑战。

图表15: 2012 年中国企业主办会议占比达 60%



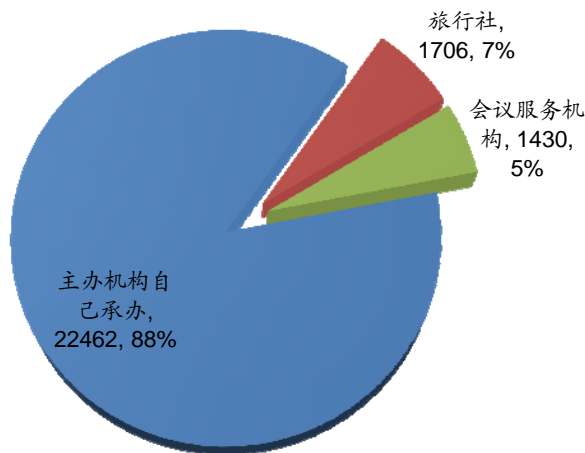
来源: 《2012 年中国会议统计分析报告》，国金证券研究所

图表16: 企业主办会议占比不断提高



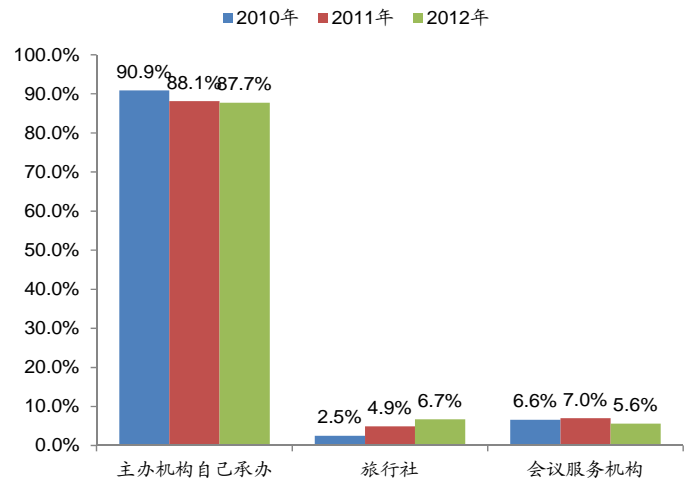
其次，目前大部分会议仍由主办机构自行承办，2012 年该比例为 88%。但从 2010-2012 年数据看，旅行社和会议服务公司承办会议的比例已由 9.1% 提高至 12.3%。外包趋势增强将保证旅行社会议业务实现高于会议行业增速的成长。

图表17: 大部分会议由主办机构自行承办(2012 年)



来源: 《2012 年中国会议统计分析报告》，国金证券研究所

图表18: 旅行社/会议服务机构承办比例增加



由于奖励旅游通常是围绕企业文化等特定主题的定制化服务，对运营商的策划及执行能力要求较高，需要其能够对旅游要素资源进行高效整合。因此，国内

商务会奖业务的毛利率较一般国内游略高，但也面临着竞争加强，毛利率水平具有下降的风险。

经历行业需求结构化调整后，会奖旅游市场将继续回到正常增长轨道中。我们认为企业发展商务会奖旅游业务的关键在于，前端的客户关系管理及后端的精细化产品服务。此外，旅游服务提供商的品牌认知度、科学有效的管理层激励也是重要的竞争力来源。

## 5. 公司主营业务及发展战略分析

众信旅游主营业务由出境旅游业务和商务会奖业务构成，其中出境旅游包括出境游批发及零售业务。公司的产品按目的地区域划分，可分为出境产品和国内产品，国内产品为一部分的商务会奖旅游。

### 5.1. 长线出境为主的产品结构保障较高毛利率和成长性

公司从长线出境批发业务开始发展，就目前的出境产品结构看，长线项目占比依然较高。2012 年数据显示在总的出境游产品收入中，亚洲地区仅占 16.23%，其余为欧美，非洲和大洋洲地区。从接待人次数上看，亚洲地区占 26.95%，其余地区占 73.05%。

图表19: 公司出境产品中长线项目占比较高(2012 年)

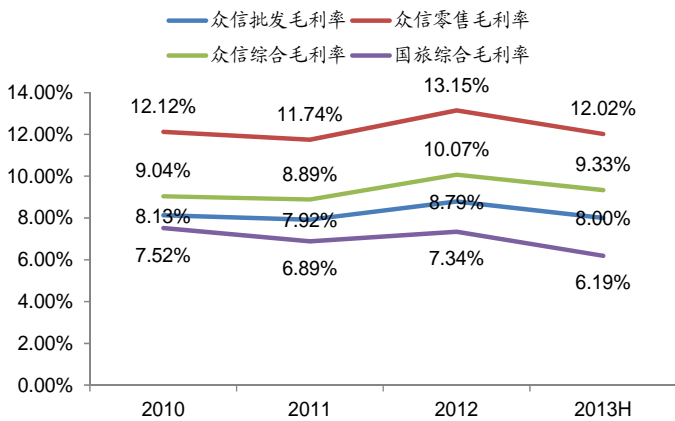
目的地	销售收入(万元)	收入占比	产品均价(元/人)	万人	人数占比
欧洲	119,731.55	61.88%	13,241.5	9.04	53.41%
大洋洲	12,796.80	6.61%	11,769.8	1.09	6.42%
非洲	10,204.29	5.27%	9,575.9	1.07	6.29%
美洲	19,363.20	10.01%	16,526.0	1.17	6.92%
亚洲	31,395.26	16.23%	6,880.7	4.56	26.95%
合计	193,491.10	100.00%		16.93	100.00%

来源：招股说明书，国金证券研究所

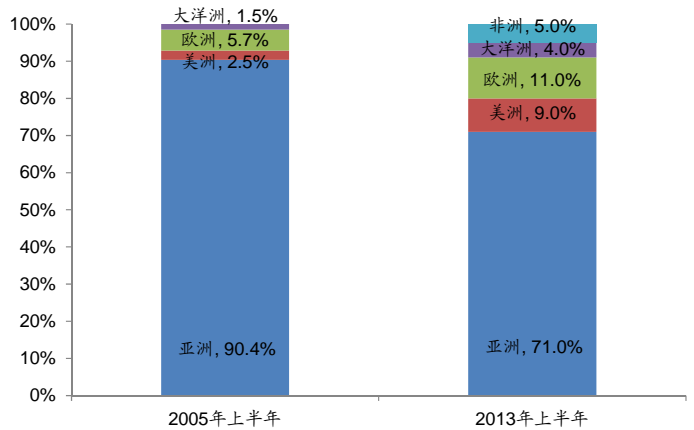
由于长线游线路操作较复杂，产品毛利率会高于短线游产品。公司的综合毛利率近三年来持续显著高于国旅的综合毛利率(见图表 20)。

其次，过去几年间，我国出国旅游中长线游人数增长较快，占比不断提高(见图表 16)。我们认为，随着居民消费水平的不断提升，将会有更多人增加洲际旅游消费，同时，人民币升值和旅游签证放松也是推动长线洲际旅游的动力。公司的产品结构将保证其能受益于长线旅游的后续快速发展。

图表20: 公司出境游产品毛利率高于国旅



图表21: 出国旅游中长线出境旅游人数占比提高



来源: 招股说明书, 中国国旅财务报告, 艾威联合旅游网站, 国金证券研究所

### 5.2. 会奖业务遭遇短期负面影响, 优化客源结构可逐渐分散风险

过去三年, 公司商务会奖旅游业务保持了快速发展。按照分目的地披露的国内旅游收入数据测算出公司商务会奖旅游业务的境内外销售情况, 公司的出境会奖收入占比持续下降。该业务营收情况受单个大型项目影响较大, 数据可能因此出现较大波动。前文提到 2011 年以来, 会议会奖的市场环境有所变化, 相对高端的出境会奖业务亦可能受到一定冲击。

图表22: 商务会奖旅游目的地比例波动较大

百万元	2010	2011	2012	2013H
<b>收入</b>	<b>196.05</b>	<b>302.10</b>	<b>442.51</b>	<b>289.11</b>
增长	41.86%	54.09%	46.48%	
接待人数(万人次)	4.41	8.01	11.30	7.79
<b>人均消费</b>	<b>4445.43</b>	<b>3773.90</b>	<b>3915.59</b>	<b>3710.39</b>
国内	38.14	101.36	215.01	205.21
境外	157.91	200.74	227.51	83.91
<b>出境占比</b>	<b>80.5%</b>	<b>66.4%</b>	<b>51.4%</b>	<b>29.0%</b>
<b>成本合计</b>	<b>174.99</b>	<b>272.32</b>	<b>400.89</b>	<b>260.57</b>
<b>毛利率</b>	<b>10.75%</b>	<b>9.86%</b>	<b>9.41%</b>	<b>9.87%</b>

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

2013 年葛兰素史克事件曝光后, 医药行业的会奖业务整体受到一定波及。公司的商务会奖业务是从医药行业开始, 现已拓展至现代制造、电子通信、金融保险、院校协会等行业。2010-2012 年商务会奖销售情况显示, 单个最大客户的销售额均低于 5%, 但若分行业进行统计, 客户集中度会有所提高。因此, 这些客户行业的整体经营情况将短期影响公司业务增速。公司可通过多元化改善客户行业结构, 分散风险。

由于会奖旅游对目的地的餐饮酒店、娱乐休闲等硬件设施有一定要求, 我国会奖旅游早期发展集中于北京、上海、广州等一线城市。近几年, 随着二三线城市(如杭州、青岛、南京、昆明、三亚等)基础硬件设施的完善, 目的地范围扩大。顺应行业发展趋势, 公司将增加会奖业务布点, 辐射更多区域。公司会奖业务规模的扩大, 有望减少对单一行业或某区域客户的销售依赖, 控制经营风险。

### 5.3. 业务发展战略: 批发零售一体, 线上线下结合

公司的批发业务目前已有近 2000 家代理商，涵盖除广东、广西、海南以外的所有区域。零售业务已发展实体店、网站、呼叫中心以及大客户渠道，截止至 2013 年 12 月 20 日，零售直营门店 36 家，公司零售端销售的绝大部分为自有产品。

公司始终坚持批发、零售一价制，保证公司产品的零售价一致，在一定程度上保证了“批发零售一体”战略的推行。

纵观海外大型旅行社集团，其发展均离不开“一体化”战略。

- TUI 旅游作为欧洲领先的旅游运营商集团，目前在欧洲拥有约 1800 家零售门店和 240 个品牌，服务来自于超过 30 个客源市场的 3000 万游客。该公司成立于 1968 年；1998 年被正在转型的 Preussag AG 收购，进入快速发展。1998-1999 年，收购德国 First Reisebüro，建成德国最大的旅游零售网络，2000 年收购英国第二大包价旅游运营商 Thomson Travel。随后公司通过一系列收购合并，吸收了欧洲多地的优秀旅游运营商。不断收购实现的产业纵向横向一体化，是 TUI 公司成功的基础。
- Thomas Cook 是历史悠久的旅游集团。2007 年与英国著名的旅游批发包机公司 Mytravel 合并。2011 年公司与 Co-Operative Travel 公司通过合并旅游零售门市建立一个全新线下旅行社，共拥有约 1100 家门店，成为英国最大规模的旅游零售商。

旅游行业产业链要素多元，企业纵向和横向一体化的发展机会丰富。从海外公司的发展经验看，早期发展战略多为批零一体及区域间横向整合，逐步成长后，更多的将选择不同旅游要素间的一体化机会。

结合公司目前的业务结构，我们认为“批发零售一体”是公司基于批发优势，在垂直分工体系中所选择的合理战略。

在旅游批发零售垂直分工体系中，批发端掌握要素资源，零售端可以密切跟踪市场需求及把握客源。公司向零售端的发展，有助于提高品牌影响力，获取信息反馈及需求动态，而优秀的批发能力也将为其提供成本优势保证。此外，出境旅游和商务会奖旅游资源也存在整合空间，目前商务会奖业务的出境产品比例较低，仍具有增长潜力。

公司另一个重要战略为“线上线下结合”。信息流效率在旅行社开展业务中是极为重要的。海外旅游巨头利用自动化及互联网技术，实现线上线下的高效对接，也是其保持相对竞争优势的关键。

**台湾雄狮旅行社通过打造 E 化平台，成功实现传统旅行社的转型。**2013 年 1-9 月雄狮在台湾出境旅游市场占有率达 12.7%。2013 年前三季度雄狮实现收入同比增长 19.3%，毛利率和净利率分别达 14.37%和 2.46%。

业内普遍采用深度 E 化来形容雄狮。雄狮旅游成立于 1977 年，早期业务是以批发为主。自上世纪 90 年代起，雄狮开始在业务中引入 IT 及互联网应用，至今已有 20 多年。随着互联网发展及自身成长，雄狮的 E 化程度逐渐加深，现在公司的每个管理、运营环节中都融合了 IT 应用(见图表 23)。

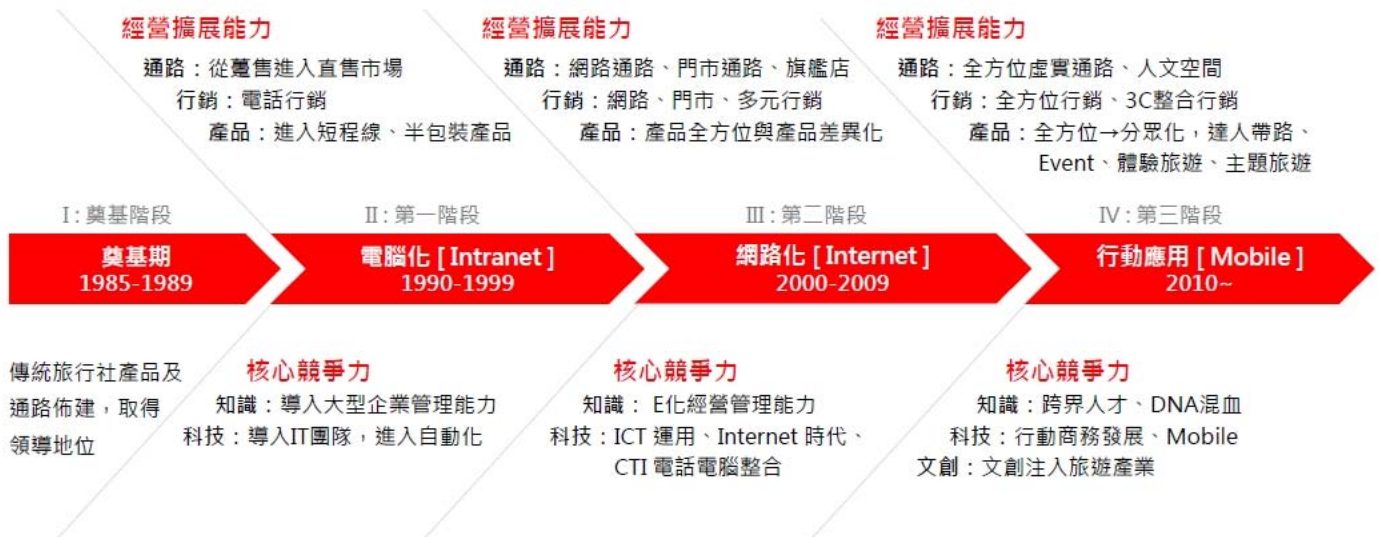
图表23: 台湾雄狮旅游E化规划发展



来源: 商业价值 (ITValue) 周刊, 国金证券研究所

2007年-2010年, 雄狮整合了线上业务和线下渠道, 进一步梳理主业经营模式, 并借助自身平台, 衍生出旅游与其他行业的合作模式(如旅游与媒体活动的合作)。我们不得不说, 深度E化已经成为雄狮的标志和核心竞争力(见图表24), 当然, 互联网技术的持续发展同时也为雄狮带来了创新动力。

图表24: 台湾雄狮集团E化带来核心竞争力



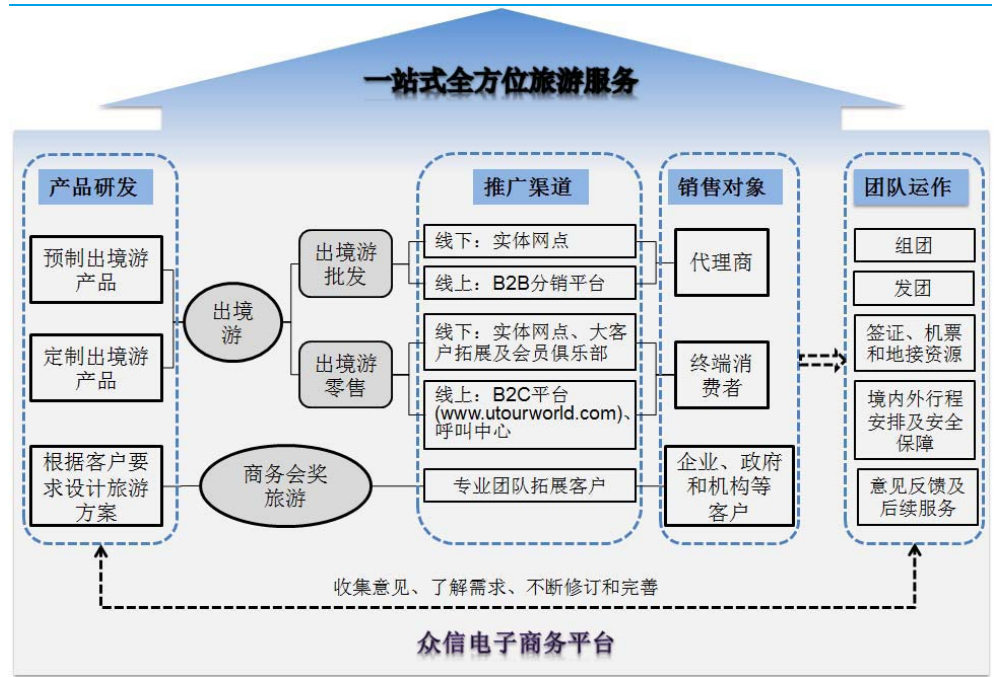
来源: 公司公告, 国金证券研究所

雄狮的E化计划主要包括了ERP与CRM的整合、上下游供应链的E化(B2B, B2C, B2E)、数字化知识管理平台等。

对比来看, 众信目前已建立了以ERP综合运营管理系统为核心, 与众信旅游网、B2B分销平台和呼叫中心等组成的线上电子商务平台, 初步实现了内部管理及运作的信息化; 同时, 对上游资源整合、旅游产品研发、销售渠道建设和

旅游团队运作等业务关键环节进行管理管控，形成了线下实体营销网络和线上电子商务相结合的业务模式，一次提供一站式全方位的旅游服务(见图表 25)。

图表25: 众信电子商务平台提供一站式全方位旅游服务



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

我们认为，众信可以借鉴一些行业经验来更好的完成自身线上线下信息和资源的结合。IPO 募投项目表明，公司对“批发零售一体，线上线下结合”战略进一步推进的想法，我们认为，基于公司目前的发展阶段，该战略是能够合理保证公司业务的良好成长，如能顺利推进，将为公司后续更快发展打造重要基础。

### 小结:

通过前文分析，我们看到众信旅游自身存在一定优势，如专业运作优势、资源整合及成本优势、产品研发优势、业务协同优势等。当然，众信也具有一些弱点，如业务未覆盖部分省份、零售门店布点偏少、终端品牌影响力偏弱、商务会奖客户行业略集中等，

目前来看，公司的核心优势在于专注长线出境旅游市场带来的资源整合能力。我们希望公司能够利用该优势，并通过加强发展零售业务，提升品牌认可度，提高对客源的掌控和吸引力；同时，通过发展电子商务平台，进一步推动线上线下结合，提供一站式全方位服务。这些项目的顺利推进都将保障公司自身业务实现有效增长。

结合境外优秀旅游运营商的成长经验，我们认为旅行社行业尽管竞争非常激烈，但随着新技术的出现和顾客消费习惯的变化，行业仍具有很多发展机会，众信也有望获得更大成长空间。众信坚持的“批发零售一体”、“线上线下结合”战略都将其奠定未来更大范围一体化发展及深度 E 化的基础。

## 6. 募投项目及盈利预测

图表26: 募集资金投资项目概览

项目名称	总投资(万元)	投资进度			项目介绍	建设周期
		第一年	第二年	第三年		
实体营销网络建设项目	8,324.39	1,423.66	2,830.35	4,070.38	拟在重点城市投资建设分公司及门店网络,完善线下销售体系,为建立“批发零售一体,线上线下结合”的业务模式打下坚实基础。	资金到位后第三年完成
旅游电子商务项目	4,563.34	3,089.64	826.53	647.17	拟利用信息技术,进一步完善电子商务平台。	建设期3年,达产期7年
商务会奖分公司项目	2,033.80	722.30	1,311.50		在北京、上海、深圳三地分别设立商务会奖分公司,整合资源,突出专业性和地域化服务,逐步建立起覆盖全国重点区域内的商务会奖专业网络。	建设期2年,达产期8年
合计	14,921.53	5,235.60	4,968.38	4,717.55		

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

### 6.1. 实体营销网络建设: 强化零售业务发展基础

本次募集资金到位后,将有8324.4万元用于实体营销网络建设项目。公司拟在重点城市投资建设分公司及门店网络,完善线下销售体系,最终建立7大营销中心、8个二级营销中心,同时用3年时间投资建设62家直营门店。

本项目建设期3年,达产期7年。我们认为,通过此次实体营销网络建设,公司的零售业务发展基础将得到强化,有助于推进“批发零售一体,线上线下结合”的业务模式。

图表27: 实体营销网络建设项目效益测算表

序号	项目	单位	金额
1	达产期内年均新增销售收入	万元	108,466.73
2	达产期内年均新增净利润	万元	1903.29
3	税后财务净现值	万元	2,506.10
4	税后动态投资回收期(含建设期)	年	8.85

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

### 6.2. 旅游电子商务项目: 打造在线旅游电子商务平台

本次IPO募集资金中,将有4563万元用于进一步完善旅游电子商务平台。该项目包括建设和优化公司现有的ERP综合运营管理系统,以最大限度整合上游资源和合作伙伴资源;优化B2B分销平台,实现B2B在线预订一体化;建设覆盖全国的B2C网站和呼叫中心。

公司预计,项目建设周期3年,达产期7年。预计建成后,公司运作流程将得到全面优化,进一步完善线上线下结合的经营模式。

图表28: 旅游电子商务项目效益测算表

序号	项目	单位	金额
1	达产期内年均新增销售收入	万元	82,481.86
2	达产期内年均新增净利润	万元	2837.57
3	税后财务净现值	万元	5,918.00
4	税后动态投资回收期(含建设期)	年	6.83

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

### 6.3. 商务会奖分公司项目: 加强布局三地, 扩大覆盖范围

本次IPO募集资金中，将有2033.8万元投入设立北京、上海、深圳三个商务会奖分公司。公司希望通过上海分公司扩大现有规模，并将北京和深圳分公司作为运作中心，辐射华北、华东及华南等经济发达地区，逐步建立起覆盖全国重点区域的商务会奖专业网络。预计项目完成后，公司会奖业务布局将扩大，有助于突出专业性和地域化服务，同时发展多行业客户，在扩大整体商务会奖业务规模的基础上，分散化客户风险。

公司预计，项目建设周期2年，达产期为8年，盈利预测如下：

**图表29：商务会奖项目效益测算表**

序号	项目	单位	金额
1	达产期内年均新增销售收入	万元	23,652.50
2	达产期内年均新增净利润	万元	518.52
3	税后财务净现值	万元	1,054.60
4	税后动态投资回收期（含建设期）	年	8.93

来源：招股说明书,国金证券研究所

## 7. 主要风险

### 7.1. 募投项目盈利能力低于预期风险

募集资金项目的顺利实施对公司后续成长具有重要意义。若因未预期事项导致募投项目的建设进度、盈利能力低于预期，可能导致公司后续业绩增长低于预测值。

### 7.2. 市场竞争加剧风险

虽然出境游旅行社的行业壁垒高于国内游市场，但是面临的市场竞争也很激烈。不排除竞争加强后，行业利润率出现下降的可能。

### 7.3. 自然灾害、重大疫情等不可抗力因素风险

自然灾害及重大疫情等不可抗力因素的发生以及部分目的地政治风险，都可能影响游客出游计划，游客量出现下降，对公司经营产生负面影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,035	1,593	2,150	2,967	3,802	4,771
增长率		53.9%	35.0%	38.0%	28.2%	25.5%
主营业务成本	-938	-1,448	-1,936	-2,668	-3,427	-4,305
%销售收入	90.6%	90.9%	90.1%	89.9%	90.1%	90.2%
毛利	97	144	214	298	376	467
%销售收入	9.4%	9.1%	9.9%	10.1%	9.9%	9.8%
营业税金及附加	-5	-8	-12	-16	-21	-26
%销售收入	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-46	-73	-105	-147	-187	-231
%销售收入	4.4%	4.6%	4.9%	5.0%	4.9%	4.8%
管理费用	-8	-12	-18	-27	-34	-41
%销售收入	0.8%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
息税前利润 (EBIT)	37	51	78	109	134	168
%销售收入	3.6%	3.2%	3.6%	3.7%	3.5%	3.5%
财务费用	3	9	5	7	10	8
%销售收入	-0.3%	-0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.2%
资产减值损失	0	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	41	60	81	115	144	176
营业利润率	3.9%	3.8%	3.8%	3.9%	3.8%	3.7%
营业外收支	1	1	1	1	1	1
税前利润	41	61	82	116	144	177
利润率	4.0%	3.8%	3.8%	3.9%	3.8%	3.7%
所得税	-11	-17	-20	-29	-36	-45
所得税率	26.0%	27.5%	24.8%	25.2%	25.2%	25.2%
净利润	31	44	62	87	108	132
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	31	44	62	87	108	132
净利率	2.9%	2.8%	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	31	44	62	87	108	132
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1	1	3	2	3	3
非经营收益	1	1	1	0	1	1
营运资金变动	-12	7	-4	-29	-1	-1
经营活动现金净流	20	53	63	61	111	135
资本开支	0	-1	-11	3	-9	-7
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	0	-1	-11	2	-9	-7
股权募资	32	0	0	150	-16	0
债权募资	0	10	10	0	0	0
其他	-15	-17	-3	-1	-9	-9
筹资活动现金净流	17	-7	7	149	-25	-9
现金净流量	37	45	59	211	77	120

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	117	162	245	456	533	652
应收款项	76	83	93	134	170	212
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	62	105	171	234	300	372
流动资产	256	350	509	824	1,003	1,236
%总资产	98.5%	98.3%	97.2%	98.8%	98.3%	98.3%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	1	2	5	5	13	16
%总资产	0.6%	0.6%	0.9%	0.6%	1.2%	1.3%
无形资产	0	0	6	2	2	3
非流动资产	4	6	15	10	17	21
%总资产	1.5%	1.7%	2.8%	1.2%	1.7%	1.7%
资产总计	260	356	524	835	1,020	1,257
短期借款	0	10	20	20	20	20
应付款项	147	197	288	360	457	565
其他流动负债	6	7	12	22	26	31
流动负债	152	214	320	402	503	616
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	152	214	320	402	503	616
普通股股东权益	107	142	203	432	517	641
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	260	356	524	835	1,020	1,257

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	1.144	0.866	1.212	1.487	1.852	2.267
每股净资产	4.028	2.776	3.988	7.420	8.861	10.998
每股经营现金净流	0.763	1.034	1.226	1.043	1.901	2.311
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	28.40%	31.21%	30.39%	20.04%	20.91%	20.62%
总资产收益率	11.74%	12.41%	11.80%	10.39%	10.59%	10.51%
投入资本收益率	25.67%	24.54%	26.14%	17.94%	18.67%	19.06%
增长率						
主营业务收入增长率	33.49%	53.89%	34.98%	37.99%	28.17%	25.48%
EBIT增长率	79.56%	37.73%	51.34%	39.70%	23.38%	25.79%
净利润增长率	93.50%	44.82%	39.89%	40.25%	24.57%	22.40%
总资产增长率	49.26%	37.03%	47.13%	59.32%	22.18%	23.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.1	11.9	8.5	8.5	8.3	8.2
存货周转天数	0.0	0.0	#DIV/0!	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	25.0	14.3	16.2	15.0	14.9	14.8
固定资产周转天数	0.5	0.5	0.8	0.6	1.2	1.2
偿债能力						
净负债/股东权益	#####	-107.59%	#####	#####	-99.24%	-98.62%
EBIT利息保障倍数	-10.8	-5.9	-17.0	-15.5	-13.1	-21.1
资产负债率	58.66%	60.23%	61.17%	48.17%	49.34%	49.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

**定价区间的说明:**

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;  
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;  
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

**长期竞争力评级的说明:**

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明:**

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明:**

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;  
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;  
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;  
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;  
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD