

民营出境游第一股

众信旅游 (002707) 新股报告

合理价格: 38.5-41.58 元
风险评级: 一般风险

2014 年 1 月 14 日

投资要点:

- ◇ **公司基本情况:** 公司是出境旅游专业运营商, 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。作为旅游产品制造者和服务提供商, 公司通过整合旅游资源, 研发符合不同层次需求、有主题的、有特色的、性价比高的欧洲、美洲、大洋洲、非洲、亚洲出境游产品, 以及根据客户要求设计创意新颖、切合主题的商务会奖旅游方案。
- ◇ **行业背景:** (1) 需求端, 出境游市场继续快速增长。据联合国世界旅游组织发表的声明说, 中国2012 年已超越美国等国, 成为世界第一大国际旅游消费国。(2) 供给端, 人均GDP提升引致消费升级。从世界旅游强国的发展历程来看, 旅游行业一般要经历“观光游-休闲游-度假游”三个发展阶段。当人均GDP 达到2,000 美元时, 休闲游将获得快速发展。2011年我国人均GDP 约合5,432 美元, 2012 年约合6,100 美元。(3) 政策利好驱动出境游发展。第一个是支持相关产业发展的政策颁布。第二个是体现在出境游目的地的开放上, 我国已经实施的出境游目的地国家和地区合计已有115家。第三个是体现在签证的程序上, 签证等出入境程序相关政策更加便民。(4) 人民币持续升值为推进出境游发展的催化剂。
- ◇ **募投项目:** 公司此次发行计划募集资金14921.53万元, 用于投资实体营销网络建设、旅游电子商务、商务会奖分公司三个项目, 若本次发行募集资金不能满足上述项目资金需求, 缺口部分将由公司通过自筹资金解决。
- ◇ **估值情况:** 预测公司2013、2014、2015年EPS分别为1.54元、1.89元和2.5元。我们选取业务与公司相关的旅游业公司与公司进行对比。相关公司13年平均动态市盈率为26.11倍, 14年的平均动态市盈率为22.50倍, 考虑到公司所处行业处于高速增长期且公司治理具有先天优势, 给予公司2013年25-27倍市盈率, 对应价格为38.5-41.58元。
- ◇ **风险提示:** (1)、公司的旅游服务活动大多发生在境外, 公司以外汇跟采购方进行结算而用人民币出售包装后的旅游产品, 因此人民币汇率的波动将对公司的采购成本造成影响。(2)、旅行社由于行业进入的门槛较低, 属于完全竞争性行业, 在竞争激烈的情况下行业利润较低。(3) 国外突发性事件: 如旅游目的地自然灾害、政治动荡及游客与公司间的服务纠纷等。

俞春燕
S AC 执业证书编号:
S0340511010001

研究助理: 曾彤浩
电话: 0769-22110619
邮箱:
zengtonghao@dgzq.com.cn

主要数据

发行价(元)	23.15
申购日期	1月15日
发行股份(万股)	1457.5
IPO后总股本(万股)	20000
发行市盈率(倍)	22.05
申购上限(股)	-
上限资金(万元)	-

目录

公司基本情况	4
□ 公司业务简介:	4
□ 股权结构:	4
□ 盈利状况:	5
出境游批发及零售业务	6
□ 行业概况:	6
□ 公司在行业所处地位:	8
商务会奖业务	8
公司核心竞争力	10
□ 民营制度带来更好的激励制度和费用控制能力:	10
□ 公司具备了良好的出境游整合能力:	10
未来发展方向	11
□ 批零一体化战略:	11
□ 线上线下协同发展:	11
募投项目分析	13
盈利预测假设	14
相对估值法	15
投资建议	16
风险因素	16

插图目录

图 1: 公司业务结构图	4
图 2: 公司股权结构图	5
图 3: 公司营业收入及增速	5
图 4: 公司净利润及增速	5
图 5: 公司各项业务占比	5
图 6: 国内居民出境人数及增速	6
图 7: 旅行社组织出国游人数及增速	6
图 8: 美元兑换人民币汇率	8
图 9: 2012 年国人出境游花费结构	8
图 10: 国内居民出境人数及增速	9

图 11：旅行社组织出国游人数及增速	9
图 12：商务会奖营业收入及增速	9
图 13：商务会奖终端消费人次及增速	9
图 14：公司净资产收益率与传统国企对比.....	10
图 15：公司三项费用率与传统国企对比.....	10
图 16：公司各项业务间的关系	11
图 17：在线旅游交易规模及同比增速	12
图 18：在线旅游总收入及渗透率	12
图 19：全球各大区域在线旅游渗透率	12
图 20：公司业务结构图	13

表格目录

表 1：公司募投项目	7
表 2：公司募投项目	14
表 3：分业务预测结果	14
表 4：利润预测表	15
表 5：可比公司估值	15

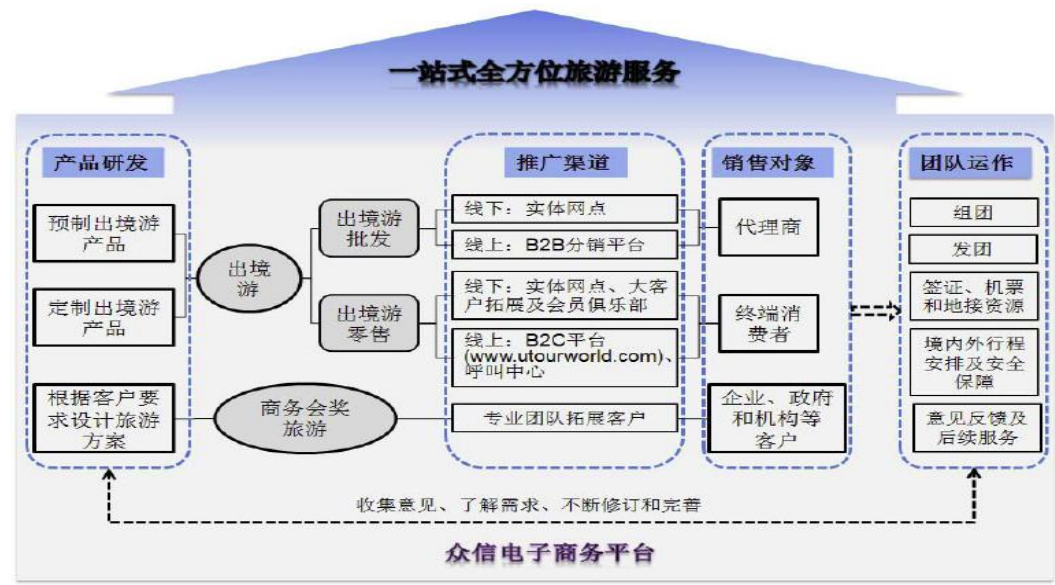
公司基本情况

公司业务简介：

公司是出境旅游专业运营商，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。作为旅游产品制造者和服务提供商，公司通过整合旅游资源，研发符合不同层次需求、有主题的、有特色的、性价比高的欧洲、美洲、大洋洲、非洲、亚洲出境游产品，以及根据客户要求设计创意新颖、切合主题的商务会奖旅游方案。

出境游产品以批发、零售等方式销售给客户，最终由公司为客户提供有组织、有计划的组团、发团、机票、签证、境内外行程安排、安全保障等全方位旅游服务。其中批发业务通过代理商销售给终端消费者，主要客户包括：途牛网、北京青年旅行社、北京神舟国旅、北京中国国旅、上海国旅国际等。零售业务通过门店、网站、呼叫中心和大客户拓展及会员制营销等方式销售给终端消费者。商务会奖通过专业团队拓展企业、政府部门等客户，实现销售并提供服务。主要客户为大型医药企业，包括拜尔、辉瑞、阿斯利康、北京诺华制药、纽迪西亚制药。根据公司2013年的季报披露，三项业务的收入占比分别为：出境游批发（59%）、出境游零售（24%）及商务会奖旅游（17%）。

图 1：公司业务结构图

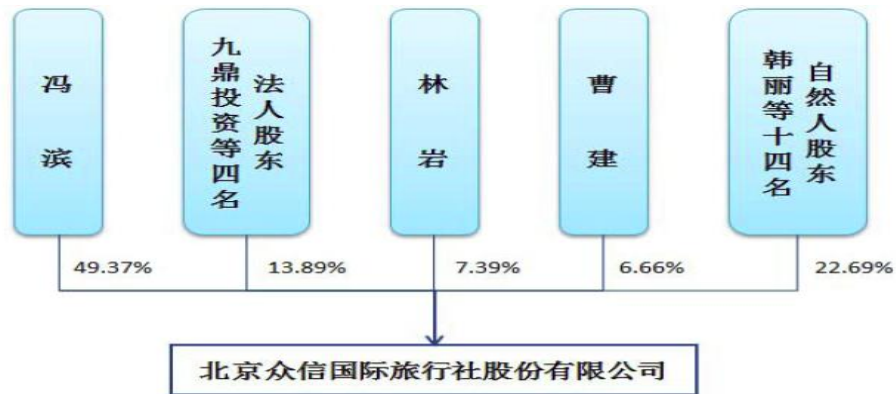


资料来源：东莞证券研究所，公司招股书

股权结构：

本次发行前公司总股本5100 万股，本次拟发行1700 万股（新股+股东公开发售股份数量之和），假设公司1700 万股全部为增量新股数量，则发行后总股本6800万股。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54.13%的股份，其中冯滨先生直接持有公司股份25,180,925 股，占本公司总股本的37.03%，九鼎投资直接持有公司股份4,462,501 股，占本公司总股本的6.56%，林岩先生直接持有公司股份3,767,105 股，占本公司总股本的5.54%，曹建先生直接持有。公司股份3,399,079 股，占本公司总股本的5.00%，因此，冯滨先生为公司的实际控制人。

图 2：公司股权结构图



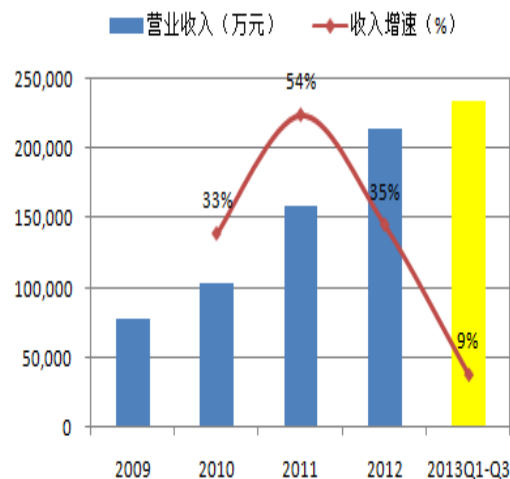
资料来源：东莞证券研究所，公司招股书

盈利状况：

2012年公司营业收入报21.5亿元，同比增长34.98%，归属母公司所有者的净利润报0.62亿元，同比增加39.89%；2013年上半年实现收入12.17亿元，同比增加45.31%，实现归属母公司所有者的净利润约0.31亿元，同比增加33.23%；近三年来主营收入，归属母公司所有者的净利润复合增长率均在40%以上。

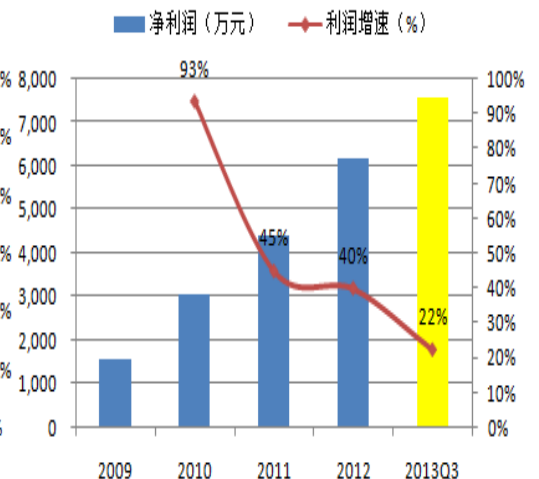
从收入贡献上来看，随着出境游零售业务的迅速发展，公司对于批发业务依赖在减弱，2012年出境游批发，出境游零售和商务会奖旅游业务的收入占比为56.15%，23.27%和20.58%。同比分别变动4.39、2.77和1.61个百分点。

图 3：公司营业收入及增速



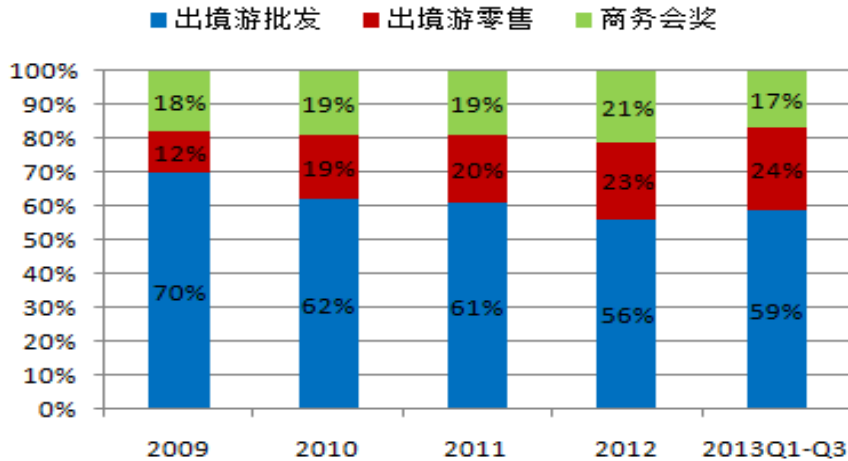
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 4：公司净利润及增速



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 5：公司各项业务占比



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

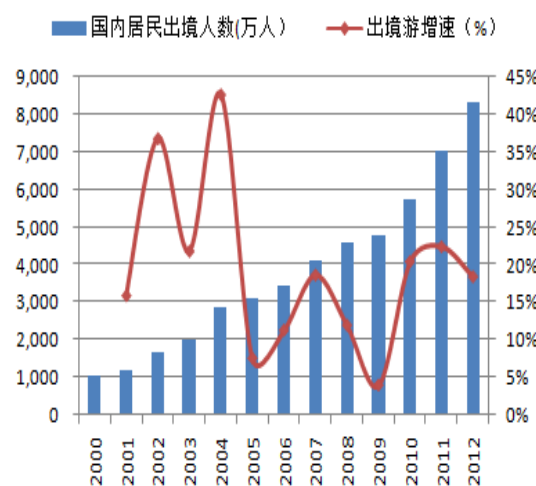
出境游批发及零售业务

行业概况：

(1) **需求端，出境游市场继续快速增长。**据联合国世界旅游组织发表的声明说，中国2012年已超越美国等国，成为世界第一大国际旅游消费国。中国人2012年在海外旅游消费额达1020亿美元，创下历史纪录，同时比2011年的730亿美元海外旅游消费额增长了40%。

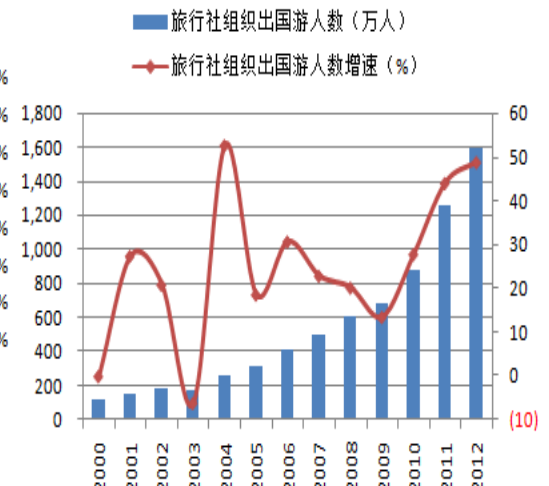
从需求端看，近年来，随着居民消费能力的提高、出国旅游意愿的提升以及签证制度的不断便利化，出境旅游持续火爆，保持高速增长趋势。预计前三季度出境旅游人数为7255万人次，同比增长18%；出境旅游花费946亿美元，同比增长23.1%。预计全年出境旅游人数9800万人次，同比增长18%；出境旅游花费1200亿美元，同比增长20%。

图 6：国内居民出境人数及增速



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 7：旅行社组织出国游人数及增速



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

(2) **供给端，人均GDP提升引致消费升级。**中国经济持续增长和收入水平的不断提高是出境旅游发展的核心驱动力。从世界旅游强国的发展历程来看，旅游行业一般要经历“观光游-休闲游-度假游”三个发展阶段。当人均GDP 达到2,000 美元时，休闲游将

获得快速发展。2011年我国人均GDP 约合5,432 美元，2012 年约合6,100 美元。我国旅游行业已进入旅游消费升级阶段，出境游的消费支出在居民收入中的占比将越来越大。

（3）政策利好驱动出境游发展。

第一个是**支持相关产业发展的政策颁布**。2009年5月《旅行社条例》的实施有利于出境游批发商快速规范发展：一是分社设立程序简化有利于大型旅行社扩张。二是对提高出境游批发商在终端消费者中的知名度有积极作用。2010年5月国家旅游局出台《关于实行旅行社委托代理招徕旅游者有关事项的通知》，这一通知使不具备出境游资质的旅行社也能从事出境游代理业务。2010年11月国家旅游局下发《关于促进旅行社业持续健康发展的意见》。2011年12月26日《中国旅游业“十二五”发展规划纲要》发布，根据该发展纲要，到“十二五”期末，旅游业初步建设成为国民经济的战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业。到2015年，旅游业总收入达到2.5万亿元，年均增长为10%。出境旅游人数将达到8800万人次，年均增长率为9%。2013年2月国务院办公厅发布《国民旅游休闲纲要（2013-2020年）》，目标要求到2020年，职工带薪年休假制度基本得到落实。2013年10月1日起施行的《中华人民共和国旅游法》，整体来看，旅游法的出台和实施，有利于进一步提高我国旅游业的市场化，并将进一步促进我国旅游市场和行业的长期健康发展。

第二个是体现在**出境游目的地的开放**上，我国已经实施的出境游目的地国家和地区合计已有115家。其中亚洲30家，大洋洲10个，欧洲37个，非洲18个及美洲20个。

表 1：近年已实施出境游目的地国家及地区

签约时间	实施出境游目的地国家及地区
1998 前	中国香港和澳门，泰国，新加坡，马来西亚，菲律宾
1998	韩国
1999	澳大利亚，新西兰
2000	日本，越南，柬埔寨，缅甸，文莱
2002	尼泊尔，印度尼西亚，马耳他，埃及
2003	印度，马尔代夫，斯里兰卡，巴基斯坦，德国，克罗地亚，匈牙利和南非，古巴
2004	约旦，塞浦路斯，希腊，法国，比利时等大部分欧洲国家和埃塞俄比亚等非洲国家
2005	老挝，斐济，瓦努阿图，英国，智利，俄罗斯
2006	蒙古国，汤加和巴哈马
2007	孟加拉，叙利亚，阿曼，保加利亚，摩纳哥和美国，阿根廷，委内瑞拉
2008	中国台湾，以色列，波利尼西亚和哥斯达黎加
2009	朝鲜，巴布亚新几内亚，黑山，玛丽，加纳和哥伦比亚，厄瓜多尔，多米尼加
2010	黎巴嫩，塞尔维亚共和国和加拿大
2011	伊朗伊斯兰共和国
2012	萨摩亚共和国，喀麦隆共和国，哥伦比亚共和国

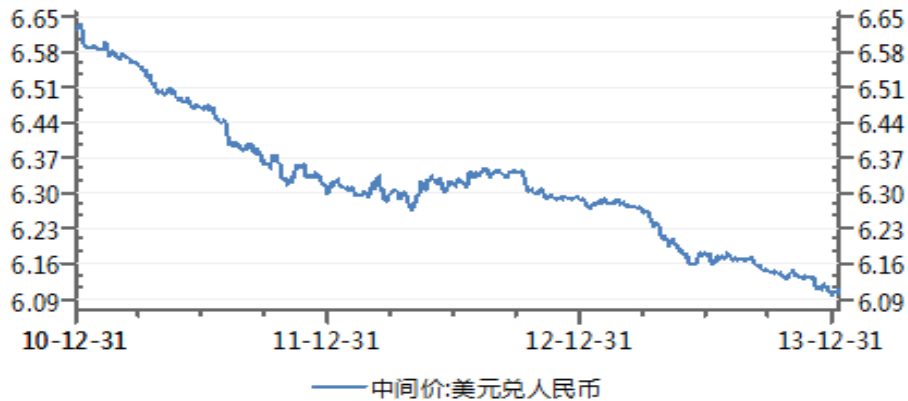
数据来源：东莞证券研究所，国家旅游局

第三个是体现在**签证的程序上**，签证等出入境程序相关政策更加便民。随着近年出境游热情的升温，国家对于出境游的签证政策获得持续的改善，主要体现在签证程序简化、签证政策放宽、延长免签计划上。

（4）**人民币持续升值为推进出境游发展的催化剂**。自2005 年7 月21 日，中国人民银行宣布我国开始实行以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇

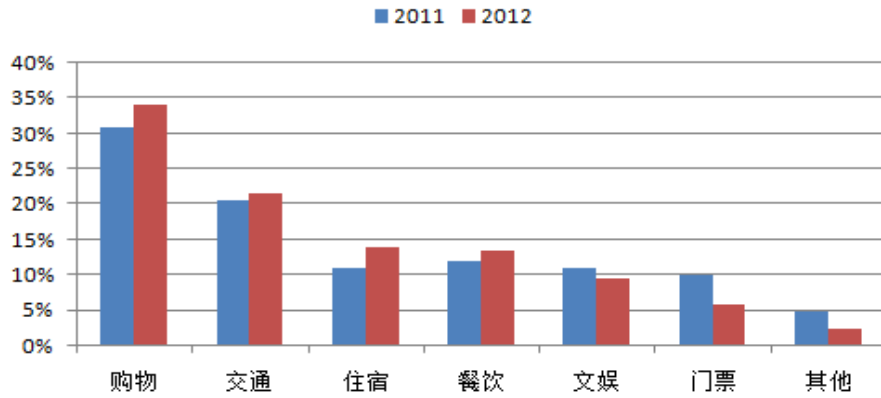
率制度。自此，人民币渐进升值。我们认为，人民币升值对出境游有两方面的正面影响。其一是相比以往，同样数量的人民币可以兑换更多的外汇，理论上是游客花钱少了，自然会刺激消费者参加出境游以及在境外消费的欲望。其二是，购物在国人出境游花费结构中占比最大（近35%），人民币升值致使境外购物的成本更低，更加引致居民出境游的热情。据中国旅游研究院的测算，美元相对人民币每贬值1%，出境游人数就增加4.36%，CPI每增加1%，出境游人数就增加12.7%。

图 8：美元兑换人民币汇率



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 9：2012 年国人出境游花费结构



资料来源：东莞证券研究所，中国出境旅游发展年度报告

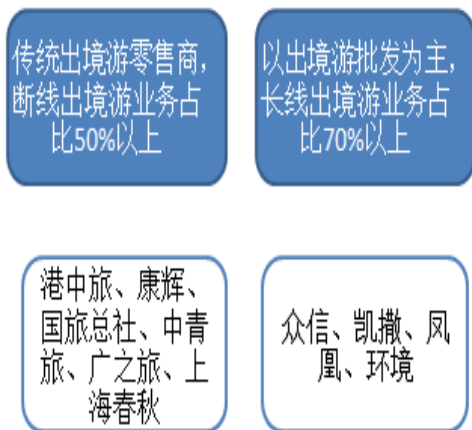
公司在行业所处地位：

中青旅、中国国旅等同行上市公司，以及中旅总社、康辉集团、广州广之旅和上海春秋国际旅行社有限公司等综合零售商公司发展历史较长，拥有完善的零售网络，与之相比，公司业务规模相对较小；但此类同行上市公司业务多元化明显，在经营旅行社等旅游业务的同时，大多扩展了业务范围，如中青旅发展了IT、房地产等策略投资业务，中国国旅发展了免税店业务；另外从分工来看，国内旅行社大体分为旅游批发商、综合零售商和代理商。公司出境游系从批发业务发展开始，在做大做强批发业务的同时，拓展出境游零售和商务会奖业务。中青旅、中国国旅等上市公司系综合零售商，出境游业务主要以零售为主，与公司具体业务有一定差异。

在与凯撒旅游和凤凰假期等同类规模较大的以出境游业务为主的旅游运营商相比，

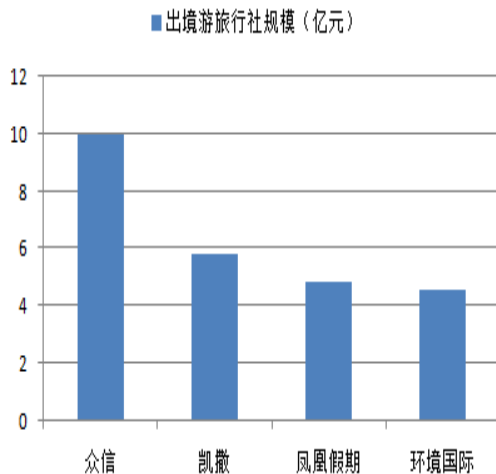
公司业务规模则居于领先地位。目前国内大部分旅行社由于规模较小，经验欠缺，并不拥有出境产品采购能力，需要依赖出境游批发商，而这块市场预计占到整体终端市场的70%左右。众信作为最大的出境游批发商，拥有极高的客户满意度，自然成为出境代理商的首选品牌。出境游代理商规模的快速发展也支撑了公司批发业务的快速增长。

图 20：国内居民出境人数及增速



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 31：旅行社组织出国游人数及增速



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

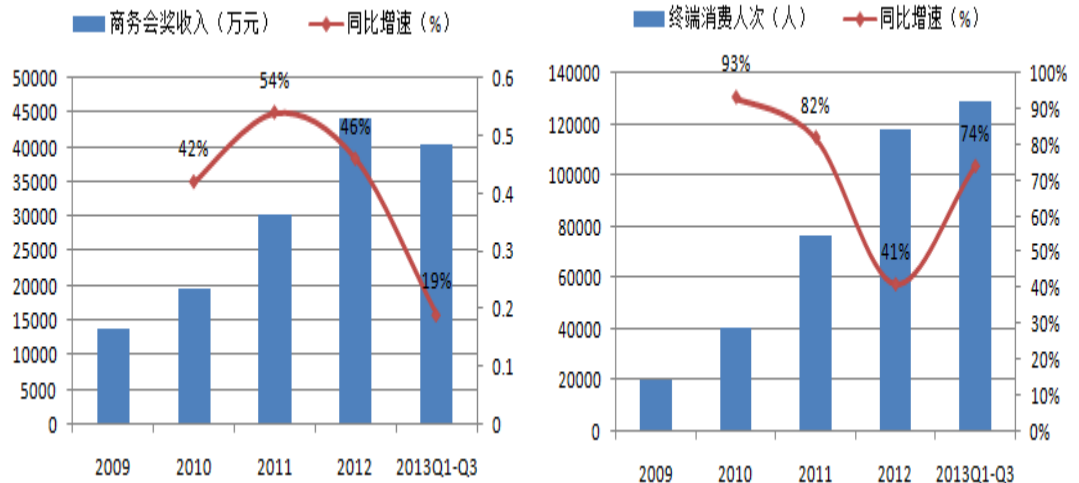
商务会奖业务

会奖旅游，即会展及奖励旅游，由会议旅游、奖励旅游、大会旅游、展览旅游四部分组成，国际上简称为MICE。由于选择会奖旅游的旅游者通常为各行业的精英人士，收入高，有很强的消费能力；旅游费用往往是由公司或其他机构支付，旅游者对旅游产品价格不敏感，更重视旅游服务的品质。所以，会奖旅游以规模大、时间长、档次高和利润丰等，被认为是高端旅游市场中含金量最高的部分。

根据世界旅游业理事会（WTTC）预测，2004到2014年，全世界市场总量将从5954亿美元上升到8953亿美元，上升幅度为50.4%。目前来看，欧盟地区商务会奖市场发展已经进入平稳区，增幅仅为24.1%。而亚洲尤其是中国，正进入快速发展期。国内会奖旅游实力提升主要体现在：直销、医疗、保险、金融、汽车、IT等市场企业主体成长迅速，从发展的企业来看，正在从过去的外资企业、世界500强企业向更多国内企业发展；从发展的地区来看，正从北京、上海、深圳等一线城市企业向二、三线城市的企业发展。

图 42：商务会奖营业收入及增速

图 53：商务会奖终端消费人次及增速



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

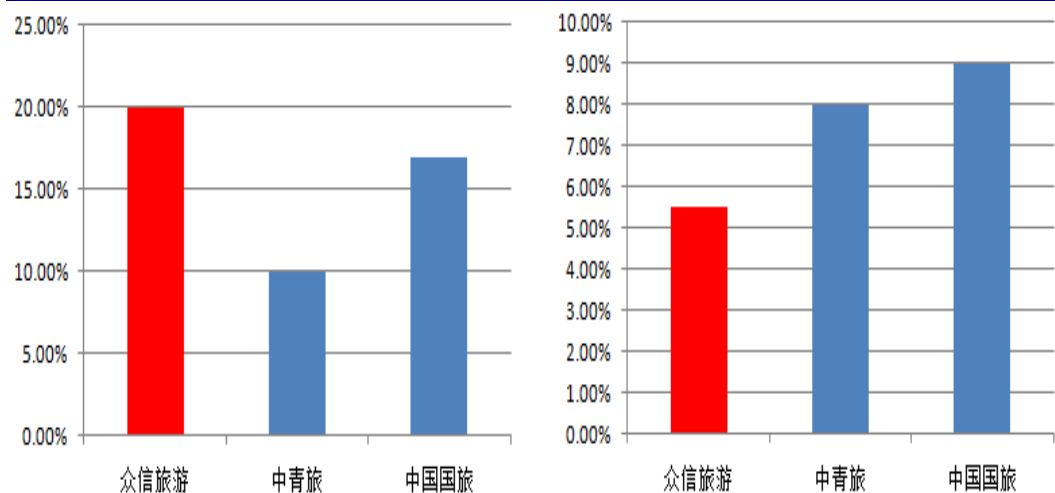
公司核心竞争力

✦ 民营制度带来更好的激励制度和费用控制能力：

由于旅行社业务主要采取轻资产运营的模式，因此ROE 相对较高。如上图所示，相比其他主营业务为“旅行社+X”的上市公司，公司2012 年的净资产收益率（ROE）在30%以上，明显高于国旅、中青旅和首旅同期的ROE 水平。

相较传统的国营旅行社，众信旅游拥有更加灵活的激励制度和更严格的费用控制能力。通过定位门槛更高的长线出境游业务、把控批发业务（代理的毛利率仅有3-4个百分点）以及更合理的采购规划使得公司的毛利率水平相较国旅高出 2-3 个百分点。另外，传统大型国营旅行社存在较大的总部费用、人工负担，而众信作为民营企业，更重视对销售管理费用的控制。2012 年众信的三项费用率合计为 5.5%，显著低于国旅和中青旅 8-9%的费用率水平。

图 64：公司净资产收益率与传统国企对比 图 75：公司三项费用率与传统国企对比



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

✦ 公司经过多年经营批发业务，在上游采购具有先发优势并具备了良好的出境游整合能力：

具体体现在：首先在最大的优势地区欧洲，有自己的公司或有团队长期驻扎开发优质资源。比如酒店、交通、地接、景区等，维护当地业界关系；其次，和航空公司建立更深的合作关系。拿到更低折扣的团队票，甚至包机。另外航空公司将帮助公司解决除淡季外，旺季的机票需求。公司目前为国航在华北地区最大的旅行社合作伙伴，在华东地区与东方航空关系紧密。建立和各国在华使领馆的关系。有些欧洲国家对华有不成文的入境限额的，公司作为批发商信誉好，拒签率相对低；最后，在收到客人前的从产品开发、市场营销、渠道建设等方面，公司优势同样明显。

未来发展方向

批零一体化战略。

批零一体化是做大做强旅行社的有效途径，符合出境游行业发展的要求。从国外旅行社发展现状及历史来看，很多大型旅行社和旅游集团都是批发零售兼营，或从批发方式起步，或从零售业务开始，在具备了较强的产品研发和运作能力后，都会进行多样化的渠道拓展，将产品的开发、推广、服务与自有或分销渠道结合，形成批零一体的经营模式。如欧洲的TUI、欧洲的Thomas Cook、韩国的HANATOUR 等。

从实际来看，在注重批发业务的同时发展零售业务，将更能贴近消费者的实质需求从而设计出符合消费者想法的产品。同时，发展零售业务将有助于提升公司的品牌价值。而在拓展零售业务的同时保持批发业务的竞争力也能保证自身产品终端销售价格的一致性从而保护代理商的利益，避免代理商间的恶性竞争。公司以出境游批发业务切入行业，在良好的出境游批发业务的基础上，在2007年成功拓展了出境游零售业务，充分发挥两类业务的协同作用，形成出境游批发零售的一体化经营。

图 86：公司各项业务间的关系



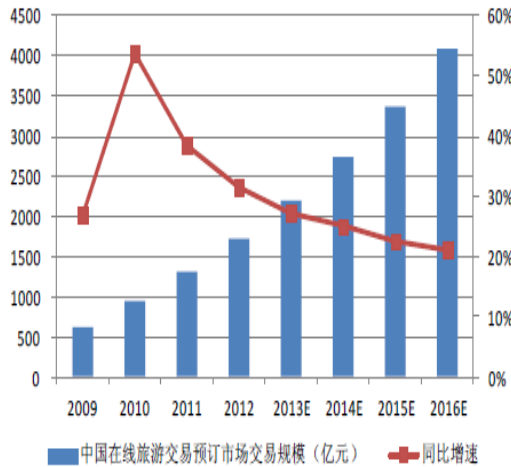
资料来源：东莞证券研究所，公司招股书

线上线下协同发展。

我国在线旅游市场成长空间广阔。根据艾瑞咨询的统计，2012年中国在线旅游市场交易规模达到1730亿元，近几年同比增速均超过30%，增速较快。预计未来在线旅游市场仍将维持良好的发展态势，2016年中国在线旅游市场交易规模将超过4000亿元。从渗透率来看，据中国在线旅游书的披露，2012年在线预订渗透率仅6.6%，预计2013年将增长至7.8%。但与欧美超过40%的渗透率仍相去甚远，与全球均值有较大差距。

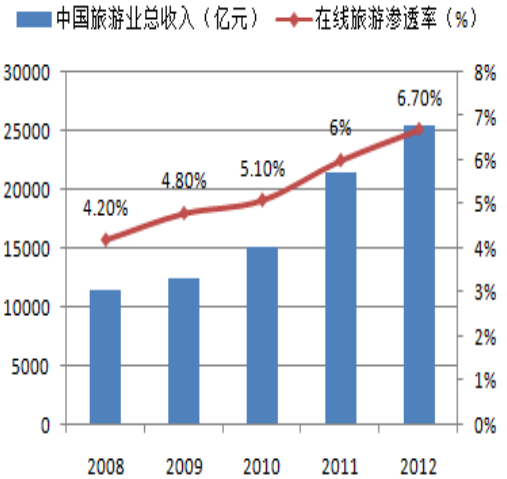
目前我国在线旅游仍处于初级阶段，未来发展空间较大。而对于旅游服务商，在注重发展线上旅游的同时，线下的客户体验也不容忽视。且公司主要产品为长线出境游，单价较高，签证较为繁琐复杂。因此主要客户目前仍倾向于在线上浏览产品，线下咨询。尽管目前公司网站支持线上支付，但仍以广告及宣传作用为主。

图 97：在线旅游交易规模及同比增速



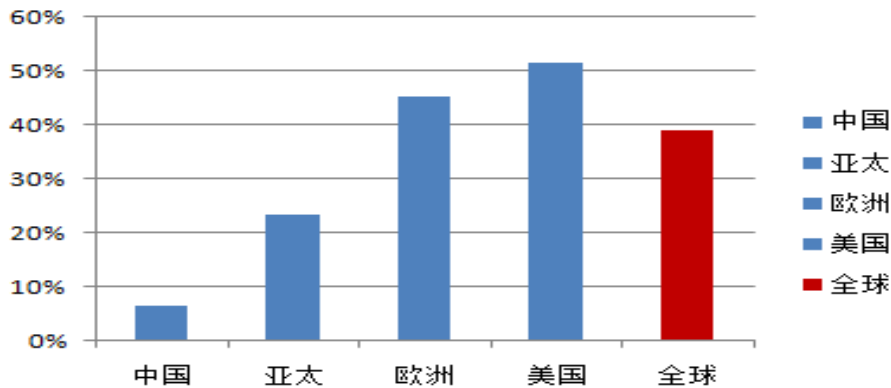
资料来源：东莞证券研究所，艾瑞资讯

图 108：在线旅游总收入及渗透率



资料来源：东莞证券研究所，艾瑞资讯

图 119：全球各大区域在线旅游渗透率



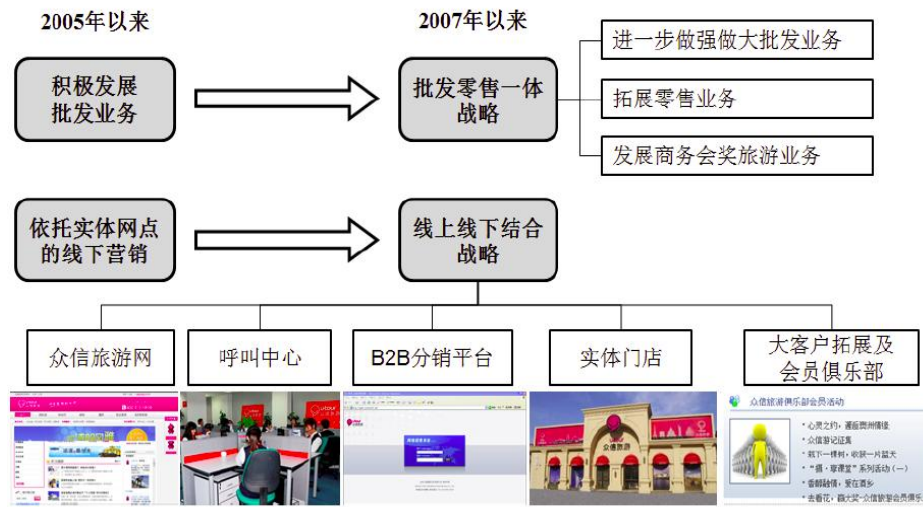
资料来源：东莞证券研究所，中国在线旅游白皮书

线上：公司建立了以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，初步实现了内部管理及运作的信息化，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，规范业务流程，提高了运营效率，更好地响应和满足了客户个性化和多样化的需求，丰富了网站、呼叫中心和分销平台等营销渠道，并开设了淘宝网店。公司呼叫中心与网站贡献营收从2008年360.7万元提升至2012年12252.12万元，年均复合增长率达到141%。未来，公司仍将注重于对线上的引流，以借用平台的方式，深化与淘宝及微信的合作。

线下：公司以拓展实体门店及大客户拓展俱乐部为主。目前已形成了线上销售与实体门店，以及上海、成都、沈阳、哈尔滨、西安、武汉、厦门、天津、重庆、杭州等渠道的协同发展。而在实体网点尚未覆盖的区域，以线上宣传的方式，将公司品牌和产品

信息先行传递给消费者，形成“线上营销和线下实体营销结合”的营销模式。

图 20：公司业务结构图



资料来源：东莞证券研究所，公司招股书

随着公司发展战略的继续落实，募集资金投资项目的成功实施，公司现有竞争优势将进一步加强。出境游批发业务将进一步巩固和扩大，出境游零售及商务会奖旅游业务将在现有良好开端的基础上进一步拓展，现有经营模式将进一步完善。公司专业出境游运营商的市场地位将进一步提升，并将进一步巩固在中国出境游市场的领先地位。

募投项目分析

公司此次发行计划募集资金14921.53万元，用于投资实体营销网络建设、旅游电子商务、商务会奖分公司三个项目，若本次发行募集资金不能满足上述项目资金需求，缺口部分将由公司通过自筹资金解决。

(1) **实体营销网络建设项目**。包括营销中心的设立及零售门店扩展；公司目前共有36家门店，主要集中在北京。从欲建门店的布局来看，公司的主要目标为巩固在线有地区的优势并通过现有的门店经验实现跨区域的复制。我们认为，公司目前新店的培育周期一般在半年，拟建门店城市多属经济发达，客源充足地区，预期收益将大于潜在风险。

(2) **旅游电子商务发展项目**。主要为优化ERP综合运营管理系统个、B2B分销平台、B2C在线网站及呼叫中心。我们认为公司已经初步完成了电子商务平台的建立和运营，积累了良好的用户基础和经验，项目的实施将进一步形成覆盖全国的虚拟渠道网络，实现“线上线下结合”的经营模式。

(3) **商务会奖分公司设立项目**。我们认为，商务会奖业务近两年受中央八项规定和医疗行业会议反腐等因素影响可能遭受局部阵痛。但是，行业的市场容量较大，且随着公司定制性服务越来越成熟，相关负面影响将有所冲淡。另外，拟建分公司地处北京、上海及深圳，大型企业数量较多，客源基础良好。公司商务会奖分公司的设立，有利于推动公司商务会奖业务客户的多元化，从而降低其对核心重点医药客户的依赖。

表 2：公司募投项目

项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 所占比重 (%)	达产后新增收入 (万元)	新增利润 (万元)
实体营销网络建设项目	8324.39	55.79%	108467	1903
旅游电子商务项目	4563.34	30.58%	82482	2838
商务会奖分公司项目	2033.80	13.63%	23653	519

数据来源：东莞证券研究所、公司招股书

盈利预测假设

※ 收入方面，出境游批发自近两年新增加武汉等分公司后，增长速度明显加快，13年前三季度同比增速为50.29%，而从10-12年来看，公司在这块业务的复合增长率为36.65%。假设未来几年在无新增预计增速将与行业保持一致，预计13-15年分别增长47%、25%、22%。而公司在出境游零售业务上正处于高速成长期，增速较快，10-12年的大客户及会员收入中增速均在50%以上，我们预计该项业务13-15年收入增长分别为41%、45%及49%。在商务会奖业务上，预计13-15年增长分别为21%、14%、21%。

※ 毛利率方面，商务会奖业务上，行业竞争愈发激烈，客户对成本的控制越来越严，商务会奖旅游市场整体毛利率有一定程度的下降；出境游批发及零售业务上，公司在未来两三年将重点拓展短线出境游，相较于长线出境游，短线出境游的毛利率较低，且公司目前在这块业务上优势不明显。由于公司出境游批发及零售业务的毛利对综合毛利率的贡献加大。综上，我们认为公司综合毛利率方面近两年将略微有所下降，但随着公司业务规模的不断扩展，规模效应的体现及定制性服务等逐渐成熟，毛利率将逐步提升，预计13-15年的综合毛利率分别为：8.32%、8.22%及8.08%。

具体分业务预测如下：

表 3：分业务预测结果

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
出境游批发收入						
收入 (万元)	64651.77	96422.35	120720.72	177459	221824	270625.7
增长率 (%)	18.96%	49.14%	25.20%	47.00%	25.00%	22.00%
毛利率 (%)	8.13%	7.92%	8.79%	8.30%	8.10%	8%
毛利 (万元)	5256.19	7636.65	10611.35	14729.1	17967.8	21650.05
出境游零售收入						
收入 (万元)	19247.91	32646.83	50019.75	70527.8	102265	152375.4
增长率 (%)	105.47%	69.61%	53.21%	41.00%	45.00%	49.00%
毛利率 (%)	12.12%	11.74%	13.15%	13.60%	13.30%	13.20%
毛利 (万元)	2332.85	3832.74	6577.60	9591.79	13601.3	20113.55
商务会奖类收入						
收入 (万元)	19605.22	30201.07	44251.28	53544	61040.2	73858.66
增长率 (%)	41.89%	54.09%	46.48%	21.00%	14.00%	21.00%
毛利率 (%)	10.75%	9.86%	9.41%	8.90%	8.80%	8.80%
毛利 (万元)	2107.56	2977.83	4164.05	4765.42	5371.54	6499.562
合计收入 (万元)	103504.9	159279.25	214991.75	301268	383394	497070
增长率 (%)	33.49%	53.89%	34.98%	40.25%	27.72%	29.01%

合计毛利 (万元)	9698.41	14446.63	21348.68	29086.3	36940.6	48263.17
综合毛利率 (%)	9.37%	9.07%	9.93%	9.62%	9.60%	9.68%
销售费用率 (%)	4.44%	4.60%	4.90%	4.83%	4.89%	4.86%
管理费用率 (%)	0.81%	0.74%	0.85%	0.75%	0.69%	0.62%
有效所得税率 (%)	26.04%	27.53%	24.82%	25%	25%	25%

数据来源: 招股说明书、东莞证券研究所

表 4: 利润预测表

单位 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	1,592.79	2149.92	3012.68	3833.94	4970.70
营业总成本	1,532.96	2068.63	2899.69	3695.62	4787.23
营业成本	1,448.30	1936.36	2722.86	3465.83	4489.50
营业税金及附加	12.26	12.26	15.97	21.85	28.33
销售费用	73	105.32	145.51	187.48	241.58
管理费用	12	18.29	22.60	26.45	30.82
财务费用	(9)	-4.57	-8.75	-6.00	-3.00
资产减值损失	0	0.97	1.51	0.00	0.00
其他经营收益	0	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0	0.00	0.00	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资	0	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	60	81.29	112.99	138.32	183.47
加 营业外收入	1	1.20	0.00	0.00	0.00
减 营业外支出	0	0.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	61	82.21	112.99	138.32	183.47
减 所得税	17	20.41	28.25	34.58	45.87
实际所得税率	27.53%	24.82%	25%	25%	25%
净利润	44	61.80	84.74	103.74	137.60
减 少数股东损益	0	0.00	0.00	0.00	0.00
归母公司所有者的净利润	44.18	61.80	84.74	103.74	137.60
最新总股本(万股)	51.00	51.00	55.00	55.00	55.00
基本每股收益(元)	0.87	1.21	1.54	1.89	2.50

数据来源: 招股说明书、东莞证券研究所

相对估值法

我们选取业务与公司相关的出境游上市公司与公司进行粗略对比。相关公司13年平均动态市盈率为26.11倍, 14年的平均动态市盈率为22.50倍, 给予公司2013年25-27倍市盈率, 对应价格为38.5-41.58元。

表 5: 可比公司估值

代码	简称	收盘价	总股本	EPS			PE		
		2014/1/9	(百万)	2013	2014	2015	2013	2014	2015

601888	中国国旅	34.14	976.00	1.38	1.61	1.98	24.74	21.20	17.24
600138	中青旅	16.85	415.00	0.73	0.83	1.00	23.08	20.30	16.85
600258	首旅酒店	15.86	231.00	0.52	0.61	0.69	30.50	26.00	22.99
	行业平均						26.11	22.50	19.03

数据来源：东莞证券研究所、Wind 资讯（其中首旅酒店由于停牌，收盘价为 1 月 6 日收盘价，对于尚未覆盖公司皆采用市场一致预测）

投资建议

预测公司2013、2014、2015年EPS分别为1.54元、1.89元和2.5元。我们选取业务与公司相关的旅游业公司与公司进行对比。相关公司13年平均动态市盈率为26.11倍，14年的平均动态市盈率为22.50倍，考虑到公司所处行业处于高速增长期且公司治理具有先天优势，给予公司2013年25-27倍市盈率，对应价格为38.5-41.58元。

公司作为民营企业专注于出境游的第一家上市公司，管理层高瞻远瞩，危机意识较强，在目前互联网的大背景下，与时俱进地修正自身销售策略，未来将顺应大趋势践行O2O，主动拥抱互联网。作为旅游服务商，公司深知自身与传统国企竞争对手的优劣势，扬长避短。公司近年成长较快，值得持续重点关注。

风险因素

- 1、公司的旅游服务活动大多发生在境外，公司以外汇跟采购方进行结算而用人民币出售包装后的旅游产品，因此人民币汇率的波动将对公司的采购成本造成影响。
- 2、旅行社由于行业进入的门槛较低，属于完全竞争性行业，在竞争激烈的情况下行业利润较低。目前国内统计旅行社产品易同质化。
- 3、国外突发性事件：如旅游目的地自然灾害、政治动荡及游客与公司间的服务纠纷等。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119450

传真：（0769）22119430