

众信旅游（002707）：通过收购提升公司行业地位

推荐（维持）

餐饮旅游

当前股价：90元

报告日期：2014年9月26日

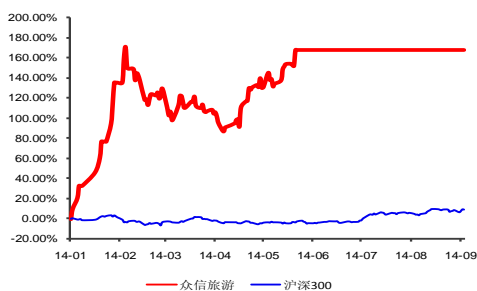
主要财务指标（单位：百万元）

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,005	4,621	6,306	8,061
(+/-)	39.8%	53.8%	36.5%	27.8%
营业利润	115	148	210	292
(+/-)	41.5%	28.2%	42.4%	38.8%
归属于母公司净利润	87	112	160	222
(+/-)	41.5%	28.5%	42.4%	38.7%
每股收益（元）	1.50	1.64	2.33	3.24
市盈率（倍）	60	55	39	28

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	5829/1458
流通市值（亿元）	13.12
每股净资产（元）	5.7
资产负债率（%）	57

股价表现（最近一年）



华鑫证券 研究发展部

研究员：汤峰

执业证书编号 S1050513090001

021-51793725

tangfeng@cfsc.com.cn

公司公告称拟以发行股份的方式购买郭洪斌等8名交易对方合计持有作价6.3亿元的竹园国旅70%的股权，按81.56元/股的发股价格发行7724374股，并拟向九泰基金、瑞联投资、冯滨和白斌发行股份募集配套资金，配套资金总额不超过2.1亿元，发行数量分别为1,471,309股、490,436股、539,481股和73,565股，以上合计发行10299165股。同时众信旅游发布限制性股票激励计划，公司拟向公司高管、中层管理人员、核心业务人员等共计91人，授予100万股限制性股票，占公司总股本的1.7156%，授予价格为40.78元/股。业绩考核条件为：以2013年为基准年，2014年度至2016年度公司营业收入增长率分别不低于30%、60%和90%；净利润增长率分别不低于16%、35%和60%。

- **强强联手提升行业地位：**随着行业受到政策鼓励及人均出行意愿增强的影响，我国旅游业进入黄金发展期，近年来“三游”中的出境游增长尤为明显。众信旅游作为我国最大的出境游运营商之一，充分享受到了行业快速增长的红利，近年来公司业绩保持了快速增长。此次收购的竹园国旅资质优良，其主营业务是出境游的批发，近年来综合毛利率保持平稳（7.6%左右），保障了其业绩快速增长态势，2012-2014年H1实现净利润1583.39万元、2151.27万元和1610.34万元。众信旅游和竹园国旅在主营上具有明显的相同性，因此我们认为如果收购能顺利完成，两者强强联手将充分发挥资源、渠道共享，从而有助大幅提升公司出境游批发业务，有效提升公司在行业中的地位。由于竹园国旅具有成熟的业务模式、稳定的上游供应商合作资源并具有广泛的下游代理商基础等，我们认为986.61%的评估增值率也较为合理。
- **业绩承诺、奖励措施及股权激励保障公司未来成长：**交易对方承诺竹园国旅2014年度、2015年度及2016年度经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润分别不低于人民币5,650万元、7,062万元和8,828万元，且公司承诺如果竹园国旅14-16年累积净利润超过承诺净利润，公司将超出部分的金额的50%奖励给其管理团队。我们认为通过奖励措施将有助

于提升公司管理团体的积极性，保障了公司稳步健康的发展，而业绩承诺对应公司2013年扣非后净利润8679.9万元，将助公司未来业绩保持快速增长。众信旅游同时发布限制性股权激励计划，授予100万股限制性股票，其业绩考核条件为：以2013年为基准年，2014至2016年度公司营业收入增长率分别不低于30%、60%和90%；净利润增长率分别不低于16%、35%和60%，解锁条件略高于目前行业发展趋势，且较公司14年H1营收14.07%和净利润5.75%的增速将对公司管理层提出了更高的要求与挑战，公司治理的改善将为公司未来发展奠定坚实的基础。

- **公司部分主要股东及关联方参与定增彰显公司信心：**从此次配套资金的主要认购方上看，公司部分持有5%以上的主要股东及关联方，如实际控制人冯滨、九鼎投资委派的董事白斌及九泰基金（其股东昆吾九鼎系公司持股5%以上股东九鼎投资的执行事务合伙人北京惠通九鼎投资有限公司的出资人）均参与此次配套资金的认购，很大程度上体现出对公司未来发展的认可。
- **盈利预测：**受益于我国旅游行业的健康发展，尤其是出境游快速发展，公司“专一、专业”的市场定位、丰富的上游资源为公司未来快速发展奠定了基础，此次公司通过收购竹园国旅将更加凸显出其在出境游批发业务上的地位。我们预计2014-2016年EPS分别为1.64元、2.33元和3.24元，对应PE分别为55X、39X和28X，我们维持“推荐”评级
- **风险提示：**审批风险，业绩承诺不达标及不可抗力风险。



图表 1：众信旅游盈利预测（万元）

单位：万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	214,992	300,526	462,150	630,614	806,090
增长率(%)	35.0%	39.8%	53.8%	36.5%	27.8%
减：营业成本	193,636	270,487	419,437	571,068	728,475
综合毛利率(%)	9.9%	10.0%	9.2%	9.4%	9.6%
减：营业税金及附加	1,226	1,711	2,634	3,595	4,595
销售费用	10,532	15,000	22,276	30,269	38,289
管理费用	1,829	2,428	3,697	4,919	6,287
财务费用	-457	-619	-693	-315	-806
期间费用率	5.5%	5.6%	5.5%	5.5%	5.4%
资产减值损失	97	12	46	63	81
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	8,129	11,506	14,753	21,015	29,169
增长率(%)	35.9%	41.5%	28.2%	42.4%	38.8%
加：营业外收入	120	91	231	315	403
减：营业外支出	28	2	92	126	161
利润总额	8,221	11,595	14,892	21,205	29,410
增长率(%)	34.9%	41.0%	28.4%	42.4%	38.7%
减：所得税	2,041	2,849	3,648	5,195	7,206
实际所得税率(%)	24.8%	24.6%	24.5%	24.5%	24.5%
净利润	6,180	8,747	11,243	16,010	22,205
归属于母公司所有者净利润	6,180	8,747	11,243	16,010	22,205
增长率(%)	39.9%	41.5%	28.5%	42.4%	38.7%
净利润率(%)	2.9%	2.9%	2.4%	2.5%	2.8%
少数股东损益	0	0	0	0	0
总股本（万股）	5,829	5,829	6,859	6,859	6,859
基本每股收益（元/股）	1.06	1.50	1.64	2.33	3.24

资料来源：公司年报，华鑫证券研发部

研究员简介

汤 峰：英国伦敦大学伯贝克学院，金融学硕士，2012年2月加盟华鑫证券研发部。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>