



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务：旅游

旷实

证券投资咨询业务证书编号：S1300513100001
(8610) 6622 9343
shi.kuang@bocichina.com

* 葛蒙为本报告重要贡献者

众信旅游：资产重组方案点评

事件：众信旅游(002707.CH/人民币 90.00, 未有评级)发布公告称：“公司本次筹划的重大资产重组事项为拟以发行股份的方式购买竹园国际旅行社有限公司的部分股权并募集配套资金，以便实现两家公司的资源共享、合作共赢，提高上市公司的综合竞争实力。”

点评：

1、强强联合，强化出境游批发业务优势：近年来出境游整体向好，成为国内旅行社收入利润主要拉动力。而竹园国旅在欧洲长线 and 亚洲短线旅游线路方面具有竞争优势，其旗下的出境游品牌“全景旅游”定位于出境商务旅行，欧洲商务线路作为多年业务主打，获得过如“中国出境游十大批发商”等奖项，与众信旅游以出境游批发为支柱的业务模式相似。若此次资产重组得以实现，竹园国旅和众信旅游有望在出境游市场上强强结合，强化行业龙头的地位，巩固众信旅游以出境游批发为支柱的业务模式。据统计，国人2013年海外旅游消费额接近1,287亿美元，若不考虑购物消费部分（占比约57.8%），我们预计2013年旅行社出境游总体市场空间（住宿、机票等）在2,500-4,000亿元人民币之间，众信旅游2013年全年出境游（批发+零售）共取得营收24.3亿元人民币，占总市场空间的1%左右。考虑到春秋国旅在2013年全国旅行社税收十强名单中名列竹园国旅前一位，我们认为众信旅游、春秋国旅和竹园国旅在出境游业务方面属于同一梯队，预计双方在资产重组后业务规模合计占出境游市场空间将提升1%到2%左右。

2、资源共享，期待协同效应：在国内旅行社出境游市场日趋成熟的背景下，线路产品趋于同质化，各大旅行社为抢夺市场份额而降低利润空间，导致传统旅行社业务净利率逐年走低。若此次资产重组得以实现，双方一方面有望在出境游市场携手参与从前端采购到后端定价全过程，通过资源共享以及规模效应降低产品采购成本，同时共享下游分销渠道和客户资源，产生协同效应，从而产生放大出境游批发业务收入和利润空间的效果；另一方面可以在共同巩固欧洲市场的优势同时取得短板市场的互补，竹园旅游以其在亚洲短线市场方面的优势弥补众信旅游亚洲市场营收占比较低的短板，众信旅游以其上市公司的品牌效应和资金优势带动竹园旅游的整体发展，达到取长补短的协同效应。

3、交叉持股有望放大收入利润规模：众信旅游通过发行股份的方式购买竹园国旅的部分股权，若此资产重组得以实现，双方实现交叉持股，在持股比例未知的情况下，单纯考虑竹园国旅本身利润水平对众信旅游合并报表方面的影响，我们认为此次资产重组将一定程度上放大未来的收入和利润规模。基于国家旅游局公布的2013年度全国旅行社税收十强名单，竹园国旅名列第八，排名仅次于上海春秋国旅。而根据春秋国旅官方网站的介绍，春秋国旅目前年营收规模60亿元，我们认为竹园国旅年营收规模在数十亿规模上下，在资产重组完成后将产生众信旅游合并报表收入及净利润的放大作用。

附录一：竹园国旅背景介绍：

竹园国际旅行社组建于1996年，是经中国国家工商局正式注册，由中国国家旅游局正式批准的、特许经营中国公民出境旅游业务的国际旅行社，许可证号为L-BJ-GJ00043。是世界旅游协会会员(WTA)、国际航空运输协会会员(IATA)、亚太旅游协会会员(PATA)。经过十多年的努力，现已发展为大型综合类出境旅游供应商。

“全景旅游”为竹园的出境游品牌。公司成立初期，正值中国出境市场变革之际，国人的出境意识日渐强烈，各大旅游批发商竞相征占市场，公司进入到“中国公民出境商务旅行”这片市场领域。尔后，竹园开始提供欧洲机票及商旅安排的服务，奠定了专业经营欧洲线路的根基。随着公司的发展壮大，从2000年开始，竹园又先后开辟了澳洲、亚洲、南北美洲、中东非洲等市场。

竹园获得过包括“中国出境游十大批发商、欧洲线十大批发商、北欧俄罗斯线十大批发商、海岛线十大批发商、澳新线十大批发商、东南亚线十大批发商、旅行社创新大奖”等在内的荣誉和奖项。

竹园总部设在北京，在上海、成都、沈阳、西安、武汉、青岛、昆明、厦门、郑州等地设有分公司或办事处。

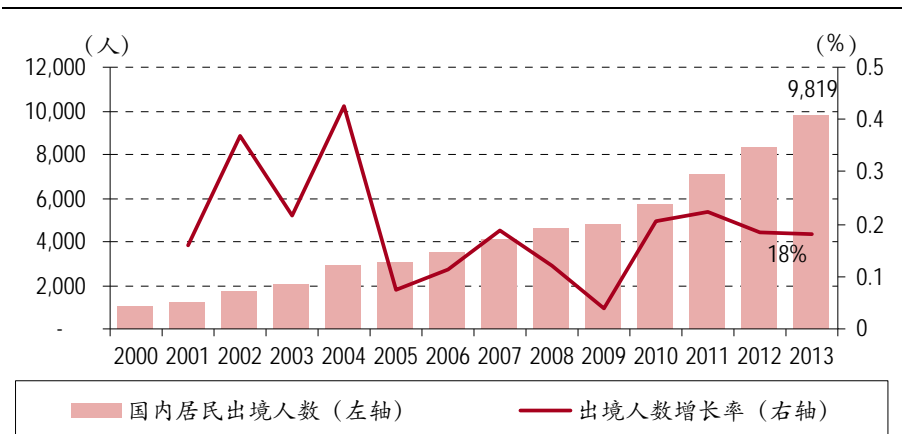
2014年7月，在国家旅游局2014年第26号《国家旅游局关于2013年度全国旅行社百强名单的公告》中，竹园国旅在2013年度全国百强旅行社排名中列第十二名，在2013年度全国旅行社税收十强中列第八名。2014年8月，竹园国旅被北京旅行社等级评定委员会评为5A级旅行社。

图表 1.2013 年度全国旅行社税收十强

位次	许可证编号	旅行社名称
1	L-SH-CJ00025	上海携程国际旅行社有限公司
2	L-BJ-CJ00071	北京众信国际旅行社股份有限公司
3	L-BJ-CJ00051	北京凯撒国际旅行社有限责任公司
4	L-BJ-CJ00127	中青旅国际会议展览有限公司
5	L-BJ-CJ00099	北京携程国际旅行社有限公司
6	L-GD-CJ00002	广东省中国旅行社股份有限公司
7	L-SH-CJ00009	上海春秋国际旅行社（集团）有限公司
8	L-BJ-CJ00043	竹园国际旅行社有限公司
9	L-HUB-CJ00019	湖北万达新航线国际旅行社有限责任公司
10	L-CQ-CJ00001	重庆海外旅业（旅行社）集团有限公司

资料来源：国家旅游局，中银国际研究

图表 2.历年出境游人数及增长率



资料来源：万得资讯，中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371