

2014年10月16日

证券研究报告·公司研究·餐饮旅游

众信旅游(002707)调研报告

增持(维持)

当前价: 114.2元



做出境游全产业链综合服务商

投资要点

- **事件:** 众信旅游(002707)日前召开临时股东大会,通过公司定增及股权激励方案。会后,我们与公司高管进行了沟通调研。
- **推荐逻辑:** 重组竹园只是公司内增外购做大的开始,一幅横联纵贯的大战略浮出水面。横向方面,以并购产业链中游产品制造商竹园起步,更加注重对目的地资源控制;纵贯方面,向上游收购地中海为开端;向下游寻求渠道控制,或收购,或自建,或靠平台吸流量;一切旨在打造出出境游全产业链综合服务商。
- **横向联合:收购竹园第一步。**选择产业链中游作为并购第一步。未来肯定还会有进一步的收购。通过与竹园国旅的合作,公司希望大家释放众信开始进行全产业链中间环节并购的信号。公司关注出境游领域,而在出境游产业链(即上中下三个方向)中,公司认为中间环节,即产品制造和服务,是整个旅行社产业最关键和稀缺的环节。双方合并不只是简单的成本降低,同时可能带来目的地资源采购、服务等模式的突破。
- **纵向贯通:上游参与收购地中海俱乐部。**地中海俱乐部在23个国家有66个度假村,1/3的岛都是自有资产。众信是其中国区销售冠军,纵向上游收购地中海,通过较低的投入、最轻的方式获得对上游核心资源的控制。以各种方式探索下游渠道的完善。公司永远做轻资产公司。
- **收入和利润增长的匹配度有望提升。**营收增长37.33%,净利润增长15.5%。主要是因为目前市场竞争激烈,公司重点在争夺市场份额。竹园国旅进来后,公司市场份额的有效提升能够带动毛利率提高,从而带动盈利增速好转。未来公司会在产品形态上做好转变,在目的地地方扎根更紧一些,解决核心资源的问题,也会以互联网思路解决问题。
- **估值与评级:** 预计2014-2016年EPS(摊薄后)分别为2.01元、2.51元、3.13元。维持评级“增持”。
- **风险提示:** 经济下行;突发事件;项目不达预期等。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3005.26	6160.77	7454.54	8945.44
增长率	39.78%	105.00%	21.00%	20.00%
归属母公司净利润(百万元)	87.47	137.88	172.08	207.94
增长率	41.53%	57.63%	24.81%	20.84%
每股收益EPS(元)	1.501	2.01	2.51	3.13
净资产收益率ROE	30.07%	32.16%	28.64%	25.71%
PE	76.10	48.28	38.68	32.01
PB	22.89	15.53	11.08	8.23

数据来源:西南证券

西南证券研究发展中心

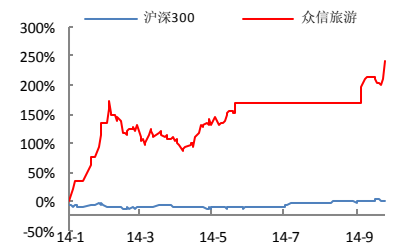
分析师:潘红敏

执业证号:S1250511110001

电话:010-57631226

邮箱:p hm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:西南证券

基础数据

总股本(亿股)	0.58
流通A股(亿股)	0.15
52周内股价区间(元)	82.18-114.2
总市值(亿元)	66.57
总资产(亿元)	10.00
每股净资产(元)	7.96

相关研究

1. 众信旅游(002707):专注出境引领成长 (2014-01-10)

目 录

一、众信旅游：立志出境游全产业链综合服务商.....	1
二、收购竹园国旅：释放横向联合信号.....	1
三、参与地中海俱乐部要约收购：纵向贯通上下游.....	3
四、公司经营 收入和利润匹配度有望提高.....	4
五、盈利预测与投资建议.....	5

图 表 目 录

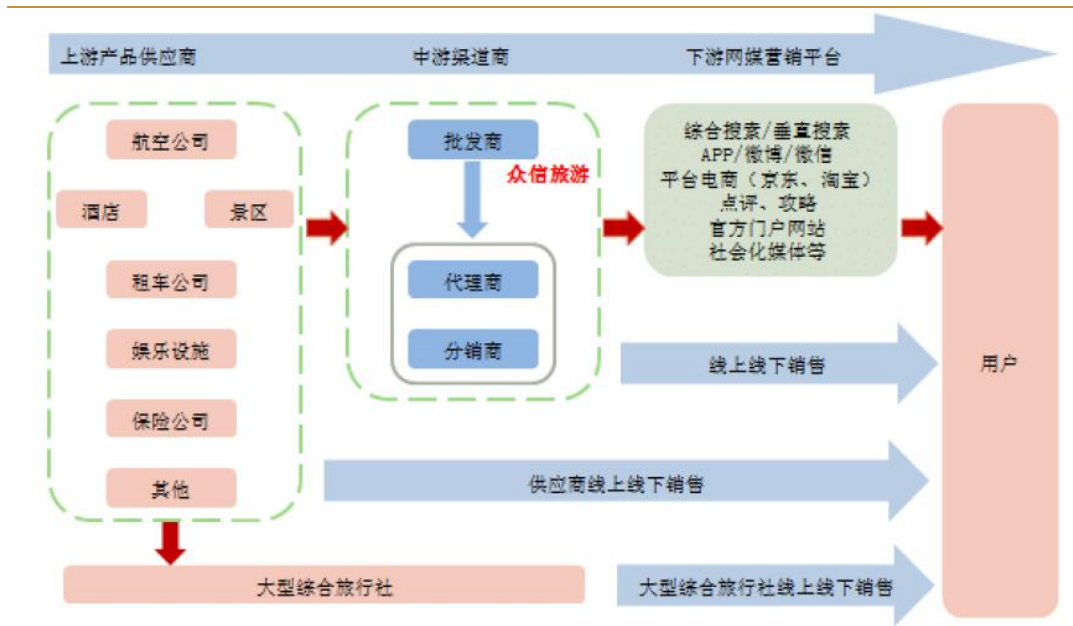
图表 1: 出境游产业链.....	1
图表 2: 众信旅游、竹园国旅经审计的 2013 年度财务数据以及交易作价（单位：万元）.....	2
图表 3: 主要出境游批发商简况.....	2
图表 4: 竹园国旅按旅游目的地分类的销售收入情况（单位：万元）.....	2
图表 5: 众信旅游主要财务数据（单位：万元）.....	4
图表 6: 竹园国旅评估估算的未来各期毛利率（单位：万元）.....	4
图表 7: 竹园国旅承诺净利润（单位：万元）.....	5
图表 8: 财务预测表（单位：百万元）.....	6

一、众信旅游：立志出境游全产业链综合服务商

众信旅游(002707)作为今年新上市的出境旅游专业服务商,近来一系列动作引人注目:定增收购竹园国旅70%股权、参与全球最负盛名的度假村品牌法国地中海俱乐部(Club Med)的全面要约收购事项、众信旅游注资控股北京乾坤运通商务咨询有限公司等等,这一切释放出一个强烈的信号:众信旅游要做一家出境游全产业链综合服务商。

未来旅游业最牛的龙头企业应该是线上线下结合、涉及全产业链的公司,具备自有的销售平台、有很强的资源获得能力、产品设计与落地能力。这就是众信旅游的目标。

图表 1: 出境游产业链



数据来源: 西南证券

日前,正值公司召开第四次临时股东大会之际,我们来到公司总部进行调研,与公司包括董事长冯滨、董秘曹健在内的众高管进行了沟通交流。

二、收购竹园国旅：释放横向联合信号

9月26日,众信旅游发布公告:公司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的竹园国旅70%的股权,交易对价6.3亿元,发行价格81.56元/股,对应发行股份7,724,374股,约占公司现有股本的13.32%。同时向九泰基金、瑞联投资、冯滨和白斌发行股份募集不超过2.1亿元配套资金,按81.56元/股发行价格测算,预计新增股本2,574,792股,占现有股本的4.44%。

竹园国旅为国内领先的出境游批发商,在长线游短线游方面具有较强的竞争优势。在2014年7月国家旅游局公布的《国家旅游局关于2013年度全国旅行社排强名单的公告》中,竹园国旅在2013年度全国百强旅行社排名中列第十二名,并进入2013年度全国旅行社税收十强,列第八名。竹园国旅业绩承诺: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5,650万元、7,062万元和8,828万元。

根据竹园国旅以及上市公司经审计的 2012 年、2013 年的财务数据，竹园国旅的营业收入分别相当于同期上市公司营业收入的 43.80% 和 51.39%，归属于母公司股东净利润分别相当于同期上市公司归属于母公司股东净利润的 25.62% 和 24.59%。

图表 2: 众信旅游、竹园国旅经审计的 2013 年度财务数据以及交易作价 (单位: 万元)

项目	众信旅游	竹园国旅	财务指标占比
2013 年末资产总额	67,644.76	63,000.00	93.13%
2013 年末资产净额	29,085.39	63,000.00	216.60%
2013 年度营业收入	300,525.55	154,425.10	51.39%

数据来源: 公司公告 西南证券

在出境游产业链中，以上中下游而言，竹园国旅游与众信旅游一样，皆属于中游产品服务制造商。众信旅游认为，目前中游即产品制造和服务是整个旅行社产业的最关键环节。现在优质产品已经显示出稀缺特征，线上线下都对产品质量、服务更加重视。公司目前的产品中跟团游产品多一些，未来将向度假游产品过渡，布局度假游与休闲板块产品的设计与制造。

图表 3: 主要出境游批发商简况

名称	收入规模	业务	概况
众信	约 40 亿	批发零售一体	-
凯撒	与众信相近	向综合零售转型	2011 年被海航收购，基于“航空+旅游”模式
华远国旅游	约 20 亿	专注批发	2014 年 8 月被携程收购
凤凰假期	约 20 亿	专注批发	2012 年君联资本亿元资金注入
竹园国旅	约 20 亿	专注批发	2014 年 9 月被众信收购

数据来源: 西南证券

作为出境游批发产品商的领先者，众信旅游与竹园国旅的重组，所带来的规模上升、成本降低、话语权加强等等，均是对公司的正面的积极影响。但众信和竹园的高管团队所看重的并不只是这些，他们的眼光更为深远，董事长冯滨一直强调，众信和竹园的联姻释放出的是一种信号：1、以产品为核心，以服务为前提；2、公司更加注重对目的地资源的控制。国内能够控制目的地资源的旅行社也就 8-10 家。众信希望和同行以各种方式携手共拓行业发展。

图表 4: 竹园国旅按旅游目的地分类的销售收入情况 (单位: 万元)

目的地	2014 年 1-6 月		2013 年		2012 年	
	收入	成本	收入	成本	收入	成本
欧洲	51,470.16	47,156.37	87,628.73	80,188.24	55,350.76	51,363.61
亚洲	23,438.69	21,854.45	56,953.18	53,654.79	28,690.98	27,333.72
澳洲	4,414.06	4,097.62	6,307.85	5,975.12	6,836.03	6,593.13
美洲	1,097.60	1,011.41	1,561.42	1,477.71	1,244.20	1,206.27
中东非	1,376.46	1,275.20	1,973.92	1,951.49	2,046.28	1,949.31
合计	81,796.97	75,395.05	154,425.10	143,247.34	94,168.26	88,446.03

数据来源: 公司公告 西南证券

此次并购带来的深层次的含义，有可能改变旅游目的地资源采购模式、从而更有力地提升服务品质。众信在欧洲出境游市场排名第 3、4 位，原先采购常规的航空公司机位，地接方面向 GTA（欧洲前三旅行社）采购酒店和车，双方重组后带来的游客量规模提升，就有了绕过中间商直接采购的可能，航空方面直接包机，地接方面可以主导车辆行程，这样毛利率的提高、成本的优势体现更为明显。

另一方面，因为规模的提升，也可以在同等价格上，要求更好的服务：a.对地接社的大巴车要求升级；b.避开地接社环节直接向上游酒店采购；c.可以和当地使馆实现签证的加快和服务改进；d.可以加强和当地旅游局的合作，在目的地碎片式的采购基础上，旅游局能否提供更快的速度，更好的质量等等。

布局旅游金融也是公司一大要务。此前，众信旅游注资控股北京乾坤运通商务咨询有限公司，使公司成为首家涉足北京市旅游行业货币兑换业务的旅行社，向出境消费综合服务商又迈进了一步。未来众信还将开发更多的旅游金融产品。

三、参与地中海俱乐部要约收购：纵向贯通上下游

打通上游

参与全球最负盛名的度假村品牌法国地中海俱乐部（Club Med）的全面要约收购事项。地中海俱乐部是全球最大的度假连锁企业，在全球 25 个国家拥有 64 家顶级度假村。

机票、签证、酒店、境外地接、旅游运输等皆属于旅游业上游资源，能否掌握充分的上游资源，与上游供应商建立良好地合作关系，整合资源，实现规模化经营，直接关系到旅行社能否提供性价比高的产品，满足不同客户的需要，从而在市场竞争中取胜。

地中海俱乐部在 23 个国家有 66 个度假村，1/3 的岛都是自有资产。初始阶段在欧美发展，之后拓展至东南亚，目前发展最快的是南美和东南亚（东南亚有 7 个岛众信是它的经销商），在中国目前黑龙江、桂林、珠海有项目，虽然从地中海总体营收来看，中国目前营收占比仅略超 10%，但增长速度最快。

目前地中海在中国的盈利情况不是很好，众信旅游高管认为主要有两个原因：一是现在仍处于扩张状态，二是管理层没有诉求，激励不到位。

众信旅游本身就是地中海俱乐部的中国区销售冠军，如果此次能够收购成功，众信将获得地中海俱乐部一个董事会席位，这将极大加强众信在度假领域获得独特产品的优势。

参与要约收购地中海俱乐部，是众信开拓中国中产阶级的海外度假游的重要一步，也是其布局海外资源的第一步，后续公司将会持续轻资产获取海外优质的旅游资源。公司极为看好度假游板块的发展，特别此次收购绝对不是简单的财务投资。众信参与对 Clubmed 的要约收购的目的是为公司未来自由行、半自由行布局，反映众信非常重视自由行、半自由行、度假游产品。

公司与地中海本身就已经是良好的合作伙伴，如果以后成为股东之一，会有很多先发优势。中国区这两年公司都是销售其产品的冠军，通过收购未来能更好地把其产品销售给中国的消费者。公司的考虑：1.接入方式一以低投入撬动资源；2.介入资源一度假游、自由行半自由行的产品。公司董事长冯滨称，之前曾和地中海的董事长谈可能的合作方向：比如，地

中海在欧洲的度假村全年是一半开一半关（滑雪为主），众信考虑能不能以较低的价格开放给公司，由公司导入较为可观的客流，同时也可以培养中国消费者长时间度假的习惯。

公司当前加快目的地资源的布局，之后再提升产业链上游附加值。比如，目前美国地接大巴的毛利率在 30-40%，欧洲也大致在这个水平，这些地接社的获利空间是很大的。

纵向下游渠道

完善的销售渠道是旅游产品成功推广的保证。现在国内大型出境游旅行社已经建立了较为完善的销售渠道，这些销售渠道的建立需要大量的时间、资金及人力投入，这成为潜在竞争对手进入的壁垒。

公司具有资本优势，未来在线化肯定也是方向。目前，众信旅游已与旅游卫视合作，入股年假旅行，上线年假旅行旗下 APP，这是公司为把握中国互联网消费者迈出的第一步。未来无论是通过自建还是并购，公司都一定要打造更多移动互联网的团队。但短期可能更多是横向方面的整合。建设在线旅游平台，众信相比其他竞争对手有上市公司平台优势，建设方式可多样：一是自建，二是并购，三是靠别人（通过第三方在线旅游平台）。公司很重视互联网和目的地的结合。在线旅游现阶段竞争激烈、变数很大，不妨先等一等。

四、公司经营：收入和利润匹配度有望提高

2014 年上半年，众信旅游实现营业总收入 16.72 亿元，同比增长 37.33%，实现净利润 3,588.45 万元，同比增长 15.50%。主要是因为目前市场竞争激烈，公司重点在争夺市场份额。竹园国旅进来后，公司市场份额的有效提升能够带动毛利率提高，从而带动盈利增速好转。未来公司会在产品形态上做好转变，在目的地扎根更紧一些，解决核心资源的问题，也会以互联网思路解决问题。

图表 5：众信旅游主要财务数据（单位：万元）

项目	2014 年 1-6 月	2013 年度
营业收入	167,170.58	300,525.55
营业成本	152,547.86	270,487.06
营业利润	4,795.30	11,506.06
利润总额	4,793.00	11,595.43
净利润	3,588.45	8,746.88
归属于母公司所有者的净利润	3,588.45	8,746.88

数据来源：公司公告 西南证券

图表 6：竹园国旅评估估算的未来各期毛利率（单位：万元）

项目	2014 年 7-12 月 (E)	2015 年 (E)	2016 年 (E)	2017 年 (E)	2018 年 (E)	2019 年 (E)	永续
营业收入	136,981.11	286,982.83	349,820.58	396,936.14	439,074.65	482,829.33	482,829.33
营业成本	126,406.17	265,114.74	323,199.23	366,769.00	405,748.88	446,230.86	446,230.86
毛利率	7.72%	7.62%	7.61%	7.60%	7.59%	7.58%	7.58%

数据来源：公司公告 西南证券

图表 7: 竹园国旅承诺净利润 (单位: 万元)

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年度
承诺净利润	5,650 万元	7,062 万元	8,828 万元

数据来源: 公司公告 西南证券

竹园国旅 2013 年净利润并不理想, 但 2014 年的利润预测不错。原因是, 2013 年 12 月, 竹园国旅以 400 万元的价格向竹园国旅的五位公司管理层人员增发了 50 万股, 参照 2013 年 12 月竹园国旅引进两家 PE 的增资价格, 此部分股权的公允价值为 2006.5 万元。竹园因上述股份支付影响了 2013 年度财务报表, 增加管理费用 1606.5 万元。如果不考虑此项影响, 2013 年度竹园国旅的净利润增长 47%。今年竹园国旅承诺实现利润 5650 万。

从产品结构上看, 众信旅游目前出境游产品中欧洲线路超过 50% (以前 70% 左右, 未来还是保持优势), 亚洲、美洲、澳洲和非洲的比例逐步上升。价格方面如果是新目的地的开拓, 短期价格波动会很大。

五、盈利预测与投资建议

我们假设公司与竹园国旅并表, 今年预计营收 61.61 亿 (众信旅游本身营收增长 32%), 竹园贡献 22 亿 (增长 41%); 净利润约 1.38 亿。以上限估算, 股本增加到约 6859 万, 14 年 EPS 为 2.01 元。预测公司 2014-2016 年众信旅游 EPS 分别为 2.01 元、2.51 元、3.13 元。维持评级“增持”。

图表 8: 财务预测表 (单位: 百万元)

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	257.02	414.30	556.55	778.80	营业收入	3005.2	6160.77	7454.54	8945.44
应收和预付款项	388.86	910.85	661.11	1225.24	减:营业成本	2704.8	5592.13	6761.26	8113.52
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	17.11	35.08	42.45	50.94
其他流动资产	0.09	0.09	0.09	0.09	营业费用	150.00	307.49	372.07	446.48
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	24.28	49.78	60.23	72.28
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-6.19	-7.55	-10.92	-15.02
固定资产和在建工程	6.07	5.11	4.14	3.17	资产减值损失	0.12	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	2.68	2.31	1.94	1.57	加:投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	11.45	9.24	7.03	7.03	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	666.18	1341.89	1230.85	2015.89	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	115.06	183.84	229.45	277.25
应付和预收款项	372.14	909.97	626.85	1203.94	加:其他非经营损益	0.89	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	115.95	183.84	229.45	277.25
其他负债	3.19	3.19	3.19	3.19	减:所得税	28.49	45.96	57.36	69.31
负债合计	375.32	913.16	630.04	1207.13	净利润	87.47	137.88	172.08	207.94
股本	51.00	51.00	51.00	51.00	减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	20.36	20.36	20.36	20.36	归属母公司股东净利润	87.47	137.88	172.08	207.94
留存收益	219.49	357.37	529.46	737.40	现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	290.85	428.73	600.82	808.76	经营性现金净流量	62.48	149.73	131.33	207.22
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流量	-7.84	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	290.85	428.73	600.82	808.76	筹资性现金净流量	-21.69	7.55	10.92	15.02
负债和股东权益合计	666.18	1341.89	1230.85	2015.89	现金流量净额	33.01	157.28	142.26	222.24

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
邮箱：research@swsc.com.cn