



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

*葛蒙为本报告的重要贡献者

众信旅游：参股悠哉网络 15%股权，加快线下线上渠 道融合

事件：众信旅游(002707.CH/人民币 133.96, 未有评级)发布公告称：公司已经取得上海悠哉网络科技有限公司（简称“悠哉网络”）15%的股权，并与悠哉网络签署战略合作协议，利用自有资金向悠哉网络提供不超过 6,000 万元人民币的委托贷款，贷款期限 4 年，贷款年利率为 6.2%（以后各年以银行 1 年期贷款利率为基准相应调整）。

点评：

1、拟借悠哉网络收购悠哉旅游 15%股权，打通线上流量平台：按照公告，众信旅游已经获得悠哉网络 15%股权（但尚未披露交易对价），悠哉网络另外 85%的股权为李代山持有（悠哉网络 2013 年度无营业收入，净利润为 -2,179.84 元）。悠哉网络暂无实质经营业务，拟收购上海悠哉国际旅行社有限公司（简称“悠哉旅游”）100%的股权。悠哉旅游在线度假产品 B2C 业务，2013 年度实现营业收入 36,052.54 万元（预计自营+开放平台），净利润-804.64 万元。除此之外，公司利用自有资金向悠哉网络提供不超过 6,000 万元人民币的委托贷款，贷款期限 4 年，贷款年利率为 6.2%（以后各年以银行 1 年期贷款利率为基准相应调整）。我们认为：虽然尚不清楚此次交易对价，但众信旅游渠道端线上延伸策略终于落地悠哉，双方未来在产品一体化以及 O2O 层面协同效应可以期待。

2、短期财务影响小，在线旅游“资本+资源”博弈加剧：随着阿里推出更加垂直和细分的“去啊”品牌，京东介入在线旅游产业。OTA 巨头之间的博弈已经愈加惨烈，行业利润空间被互相挤压（去哪儿 3 季度亏损 2.7 亿元，携程给出 4 季度亏损指引）。作为传统线下出境游 B2B 分销商，众信旅游凭借 A 股的标的稀缺性和产品优势迅速做大市值，之前已经介入线下整合（收购竹园国旅）。此次拟参股悠哉旅游 15%股权，体现了众信旅游线上线下一体化的坚定决心和强大执行力。由于其持股比例较低，悠哉的短期业绩对于众信业绩影响很小。悠哉对于众信的核心价值在于其线上流量入口，但在去啊、携程、去哪儿、途牛等 OTA 的挤压下，悠哉的后续发展也将面临巨大压力。强大的资本投入以及丰富的资源、产品嫁接将是明年在线旅游行业关键竞争点。我们认为，“众信+悠哉”组合相对于去啊、携程、去哪儿等在流量、资金方面显著劣势，但在业务聚焦度、垂直整合效应、线下产品供给（众信旅游+竹园国旅）等方面存在一定优势；相比较途牛而言，“众信+悠哉”在市值、资本等方面存在优势，但在线上流量、品牌美誉度存在劣势。总之，我们认为 2015 年的在线旅游竞争格局更加开放，之前市场预期携程、去哪儿双雄争霸的格局发生极大改变。尽管困难重重，“众信+悠哉”组合也有望成为线上线下整合的成功者，前景值得期待。**考虑增发，众信旅游复牌后市值几乎相当于 2-3 倍途牛市值，A 股市场目前给予众信旅游市值已经体现了部分线上线下融合预期。随着收购竹园国旅、参股悠哉旅游陆续落地，后续战略协同效应以及业绩兑现将成为支撑众信旅游市值提升的核心变量。公司短期市值面临一定的持续上涨压力，长线积极投资者仍可布局。**

附录一：悠哉网络简介

悠哉网络成立于 2004 年，是国内第一批在线旅游企业，下属悠哉旅游网（www.uzai.com）为国内知名的在线旅游品牌，具有十年的成熟电子商务运营系统和丰富的线上旅游产品运营经验。同时旗下拥有上海悠哉国际旅行社有限公司和北京悠哉国际旅行社有限公司两家国际旅行社，产品覆盖出境游、国内游和周边游及 30 个以上的出发城市。

图表 1.悠哉网络主要下属公司（悠哉旅游）主要财务指标：

(万元)	2013 年 12 月 31 日 (或 2013 年)
总资产	2,387.65
总负债	7,940.79
净资产	(5,553.14)
营业收入	36,052.54
净利润	(804.64)

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 2.截至 2014 年 12 月 1 日近三月旅游预订网站 Alexa 排名

旅行预订排名数据 数据更新日期：2014年12月1日											
日	周	月	三月	行业	请选择...	请选择...	查询				
排名	变化	网站名称	类型	覆盖数UV	变化	浏览量PV	变化	人均PV	变化	Alexa	官网
1	↑ 1	铁道部12306	网站	816.0	18.00%	57.20	14.40%	6.45	3.01%	a	
2	↓ 2	同程旅游	网站	795.0	7.00%	119.40	28.40%	13.80	20.00%	a	
3	↑ 1	亚航官网	网站	785.0	8.74%	39.90	10.42%	4.68	1.89%	a	
4	⇒	淘宝旅行	频道	634.7	2.24%	21.49	3.62%	3.34	1.83%	a	
5	↓ 1	携程	网站	426.0	49.00%	40.50	12.00%	8.80	24.61%	a	
6	⇒	驴妈妈旅游网	网站	356.0	6.00%	48.00	10.10%	12.40	4.00%	a	
7	↑ 1	去哪儿网	网站	355.0	52.00%	37.70	29.80%	9.80	14.59%	a	
8	↑ 2	途牛旅游网	网站	279.0	28.13%	9.42	17.14%	3.11	15.00%	a	
9	↓ 1	芒果网	网站	214.0	36.80%	7.10	51.08%	3.05	22.59%	a	
10	↑ 2	艺龙旅行网	网站	186.0	0.70%	10.76	27.00%	5.30	26.00%	a	
11	↓ 1	悠哉旅游网	网站	184.0	26.94%	16.90	20.26%	8.50	9.00%	a	
12	↓ 4	欣欣旅游网	网站	94.0	12.44%	2.54	15.51%	2.49	3.86%	a	
13	⇒	酷讯网	网站	85.0	9.44%	1.96	24.70%	2.13	16.80%	a	
14	↑ 9	国航官网	网站	70.0	21.00%	4.78	41.00%	6.30	16.00%	a	
15	↓ 4	出国去	网站	63.0	14.34%	10.18	43.00%	14.80	67.00%	a	

资料来源：iWebChoice，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