



买入

62% ↑

目标价格:人民币 115.00

002707.CH

价格:人民币 71.00

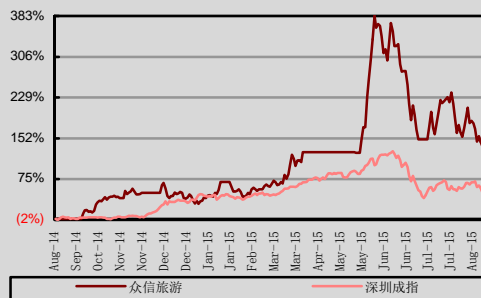
目标价格基础:137倍 15年市盈率

板块评级:增持

众信旅游

并表竹园驱动业绩大幅增长, 出境综合服务平台雏形初显

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	85.4	(27.0)	(13.2)	136.7
相对深证成指	82.1	(16.4)	11.8	88.7

发行股数(百万)	209
流通股(%)	39
流通股市值(人民币 百万)	5,835
3个月日均交易额(人民币 百万)	291
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
冯滨	31

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2015年8月21日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

休闲服务: 旅游综合

旷实*

(8610)66229343

shi.kuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001

*梅林为本报告重要贡献者

众信旅游公告 2015 年上半年实现营收 31.36 亿元, 同比增长 87.58%; 实现归属母公司股东的净利润 0.59 亿元, 同比增长 63.30%; 扣非后归属母公司股东的净利润 0.55 亿元, 同比增长 52.57%; 实现每股收益 0.304 元, 同比增长 44.76%。2015 年 2 季度单季度实现营收 19.94 亿元, 同比增长 122.76%; 实现归属于母公司净利润 0.33 亿元, 同比增长 77.41%。公司目前受益于国内出境游市场的稳步增长, 通过横向并购不断稳固出境游龙头地位, 同时公司战略转型将定位为出境综合服务平台, 目前正在积极布局海外目的地资源、海外教育、金融、体育、健康、医疗等多个领域。考虑到公司出境游业务增速趋于稳定, 竹园 15 年 3 月中旬才并表, 且近期人民币贬值可能带来的汇兑损失以及出境游涨价对客流的负面影响, 我们小幅下调 2015 年业绩预测, 不考虑本期每 10 股转增 10 股和定增计划对股本的影响, 2015-2017 年每股收益预测为 0.84、1.21、1.56 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 并表竹园国旅带动公司业绩大幅增长, 剔除后原有业务增长近 30%。今年上半年全国出境旅游人数 6,190 万人次, 同比增长 20.33%, 国内出境游市场仍呈现快速增长态势。公司上半年实现营业收入 31.36 亿元, 同比增长 87.58%, 实现归属母公司股东的净利润 0.59 亿元, 同比增长 63.30%, 主要是公司 3 月份完成对竹园国旅的收购并表所致, 竹园国旅上半年贡献营收 9.86 亿元, 净利润 1,754 万元, 剔除竹园后众信原有业务的收入和净利润内生增长分别为 28.62% 和 29.09%。
- 积极布局出境服务业务领域, 向出境综合服务商转型。公司战略定位向多维度延伸, 包括出境旅游、商务会奖、游学及留学教育、移民置业、医疗体检、出境及海外金融、保险等各类出境服务业务领域, 将完成由出境旅游运营商向出境综合服务提供商的战略升级。

评级面临的主要风险

- 海外业务布局不达预期; 旅游行业系统性风险。

估值

- 2015-2017 年每股收益预测调整为 0.84、1.21、1.56 元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	3,005	4,217	7,648	9,825	12,191
变动(%)	40	40	81	28	24
净利润(人民币 百万)	87	109	175	253	326
全面摊薄每股收益(人民币)	1.715	1.837	0.839	1.213	1.562
变动(%)	41.5	7.1	(54.3)	44.6	28.8
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.905	1.212	1.564
调整幅度(%)			(7.29)	0.08	(0.13)
全面摊薄市盈率(倍)	41.4	38.6	84.6	58.5	45.5
价格/每股现金流量(倍)	53.1	60.5	48.7	50.5	39.8
每股现金流量(人民币)	1.34	1.17	1.46	1.41	1.79
企业价值/息税折旧前利润(倍)	128.5	111.7	60.1	40.8	30.5
每股股息(人民币)	0.257	0.276	0.126	0.182	0.234
股息率(%)	0.4	0.4	0.2	0.3	0.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

1、并表竹园国旅带动公司业绩大幅增长，剔除后原有业务增长近30%。今年上半年全国出境旅游人数6,190万人次，同比增长20.33%，国内出境游市场仍呈现快速增长态势。公司上半年实现营业收入31.36亿元，同比增长87.58%，实现归属母公司股东的净利润0.59亿元，同比增长63.30%，主要是公司3月份完成对竹园国旅的收购并表所致，竹园国旅上半年贡献营收9.86亿元，净利润1,754万元，剔除竹园后众信原有业务的收入和净利润内生增长分别为28.62%和29.09%。

出境游批发：业务收入21.54亿元，同比增长140.14%，剔除竹园的贡献后，众信原有的批发业务收入同比增长30.28%。公司通过收购竹园国旅迅速扩大在出境游批发领域的市场份额，提升了对上游资源的议价能力，协同效应逐渐显现。

出境游零售：业务收入5.91亿元，同比增长30.26%。公司继续深挖渠道，各地地推活动持续展开，新进入的天津市场营收快速增长，上半年同比增长超过200%。

商务会奖：业务收入3.83亿元，同比增长19.45%。公司5月份承接天狮集团20周年庆典6,000余人赴法国游活动。

2、公司毛利率保持稳定，销售管理费用率小幅上升导致净利率略有下滑。公司上半年的综合毛利率8.71%，小幅下降0.03个百分点，其中出境游批发毛利率7.75%，同比上升0.29个百分点；出境游零售毛利率11.69%，同比下降0.13个百分点；商务会奖旅游毛利率9.04%，同比上升1.04个百分点。公司销售费用率为4.70%，同比上升0.12个百分点；管理费用率为0.90%，同比上升0.06个百分点，主要是因为销售管理人员增加带来薪酬支出的增加，公司净利率从2.15%下降至1.87%，同比减少0.28个百分点。

图表 1. 2015 年上半年主要经营指标

	营业收入(万元)	毛利率(%)	营业收入同比增减(%)	毛利率同比增减(百分点)
出境游批发	215,424.00	7.75	140.14	0.29
出境游零售	59,127.00	11.69	30.26	(0.13)
商务会奖旅游	38,312.00	9.04	19.45	1.04
其他	524.00	13.01	37,159.66	(17.28)

资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 2. 2015 年上半年子公司业务拆分

	营业收入(万元)	同比增减(%)	归属母公司股东净利润(万元)	同比增减(%)
众信旅游(合并报表)	313,579	87.58	5,860	63.32
竹园国旅	98,557	-	1,228	-
剔除竹园并表影响后	215,022	28.62	4,632	29.09

资料来源：公司公告、中银国际研究

3、积极布局出境服务业务领域，向出境综合服务商转型。公司战略定位向多维度延伸，包括出境旅游、商务会奖、游学及留学教育、移民置业、医疗体检、出境及海外金融、保险等各类出境服务业务领域，将完成由出境旅游运营商向出境综合服务提供商的战略升级。

1) **出境游批发：**继续并购目的地或区域优势的批发商，与魅力假期（主要经营华东地区短线产品）、行天下（主要经营澳新、欧洲产品）达成投资协议，进一步扩大批发端市场份额。

2) **下游零售端**：线下实体门店方面，公司下半年将在天津开设 4 家门店，并将首次进入上海市场，开设 2 家大型旗舰店。公司目前拥有门店 42 家，其中北京 37 家，天津 5 家，计划未来在北京、天津、上海、广州等地新开门店 127 家，进一步扩大在一线城市的门店数量。线上方面，公司参股悠哉旅游网并与其展开战略合作，目前众信产品已经在悠哉旅游网的同步上线和更新，并且实现会员共享、会员积分合并，未来更深层次的资源整合值得期待。

3) **上游资源端**：公司不断获取上游优质旅游资源，14 年携手复星等产业资本参股全球高端休闲度假酒店 ClubMed，15 年战略投资澳洲 CTM 旅游集团在中国的独家产品代理商世界玫瑰，近期完成了对欧洲旅游资源运营服务商“周游天下”的收购，加强对上游高端酒店、机票等碎片化资源整合。

4) **金融业务**：控股乾坤运通，成为北京市首家可以提供个人货币兑换业务的旅行社；合资成立人寿保险公司，并拟设立小额贷款公司；发起设立旅游产业投资基金，公司出资 10%，基金总规模 20 亿元，第一期 6 亿元，未来将围绕公司战略展开产业链并购。

图表 3. 2015 年上半年业绩情况

(人民币, 百万)	2014 年上半年	2015 年上半年	同比(%)
营业收入	1,671.71	3,135.79	87.58
营业成本	1,525.48	2,862.57	87.65
毛利润	146.23	273.22	86.84
营业税金及附加	8.52	15.93	86.97
管理费用	14.09	28.27	100.64
销售费用	76.56	147.31	92.41
经营利润	47.06	81.71	73.63
资产减值	1.50	5.61	274.00
财务费用	(2.40)	(6.55)	(172.92)
营业外收入	0.03	4.26	14,100.00
营业外支出	0.05	0.57	1,040.00
税前利润	47.94	86.34	80.10
所得税	12.05	22.34	85.39
少数股东损益	-	5.39	-
归属于母公司的净利润	35.88	58.60	63.32
扣非后归属于母公司的净利润	35.90	54.77	52.57
基本每股收益(元)	0.2100	0.3040	44.76
毛利率(%)	8.75	8.71	减少 0.03 个百分点
净利率(%)	2.15	1.87	减少 0.28 个百分点
销售费用率(%)	4.58	4.70	增加 0.12 个百分点
管理费用率(%)	0.84	0.90	增加 0.06 个百分点
财务费用率(%)	(0.14)	(0.21)	减少 0.07 个百分点

资料来源：公司公告、中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	3,005	4,217	7,648	9,825	12,191
销售成本	(2,705)	(3,847)	(6,974)	(8,940)	(11,069)
经营费用	(187)	(241)	(442)	(550)	(683)
息税折旧前利润	113	129	232	335	440
折旧及摊销	(4)	(6)	(2)	(2)	(2)
经营利润(息税前利润)	109	123	229	334	438
净利息收入/(费用)	13	50	90	115	127
其他收益/(损失)	1	1	(6)	(8)	(10)
税前利润	116	148	268	383	492
所得税	(28)	(40)	(71)	(103)	(134)
少数股东权益	0	0	(21)	(26)	(32)
净利润	87	109	175	253	326
核心净利润	87	109	175	253	326
每股收益(人民币)	1.715	1.837	0.839	1.213	1.562
核心每股收益(人民币)	1.715	1.838	0.839	1.213	1.562
每股股息(人民币)	0.257	0.276	0.126	0.182	0.234
收入增长(%)	40	40	81	28	24
息税前利润增长(%)	40	13	86	45	31
息税折旧前利润增长(%)	42	14	80	45	31
每股收益增长(%)	42	7	(54)	45	29
核心每股收益增长(%)	42	7	(54)	45	29

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	116	148	268	383	492
折旧与摊销	4	6	2	2	2
净利息费用	(6)	(24)	(44)	(57)	(63)
运营资本变动	(49)	(48)	96	4	3
税金	(26)	(36)	(64)	(93)	(120)
其他经营现金流	28	24	46	55	60
经营活动产生的现金流	68	69	304	294	373
购买固定资产净值	(8)	(11)	(5)	(11)	(13)
投资减少/增加	0	53	0	0	0
其他投资现金流	0	(154)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(8)	(111)	(5)	(11)	(13)
净增权益	0	190	150	0	0
净增债务	(20)	6	14	(20)	0
支付股息	0	(17)	(22)	(35)	(51)
其他融资现金流	(2)	5	72	(17)	(15)
融资活动产生的现金流	(22)	184	214	(72)	(66)
现金变动	39	142	513	211	294
期初现金	219	258	400	914	1,126
公司自由现金流	60	(42)	299	283	360
权益自由现金流	40	(31)	313	262	360

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	266	414	914	1,126	1,421
应收帐款	99	165	299	384	476
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	290	397	639	819	1,015
流动资产总计	655	977	1,852	2,329	2,912
固定资产	6	6	3	4	5
无形资产	3	10	10	11	11
其他长期资产	11	77	4	3	3
长期资产总计	22	96	17	18	19
总资产	676	1,072	1,869	2,347	2,932
应付帐款	184	202	349	447	553
短期债务	0	6	20	0	0
其他流动负债	202	282	607	778	964
流动负债总计	386	490	976	1,225	1,517
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	51	59	209	209	209
储备	240	517	657	860	1,121
股东权益	291	576	866	1,068	1,329
少数股东权益	0	6	27	54	85
总负债及权益	676	1,072	1,869	2,347	2,932
每股帐面价值(人民币)	5.70	9.73	4.15	5.12	6.37
每股有形资产(人民币)	5.65	9.56	4.10	5.07	6.32
每股净负债/(现金)(人民币)	(5.21)	(6.90)	(4.28)	(5.39)	(6.81)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	3.8	3.1	3.0	3.4	3.6
息税前利润率(%)	3.6	2.9	3.0	3.4	3.6
税前利润率(%)	3.9	3.5	3.5	3.9	4.0
净利率(%)	2.9	2.6	2.3	2.6	2.7
流动性					
流动比率(倍)	1.7	2.0	1.9	1.9	1.9
利息覆盖率(倍)	139.1	198.2	351.4	667.3	n.a.
速动比率(倍)	1.7	2.0	1.9	1.9	1.9
估值					
市盈率(倍)	41.4	38.6	84.6	58.5	45.5
核心业务市盈率(倍)	41.4	38.6	84.6	58.5	45.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	67.1	62.6	137.1	94.8	73.6
市净率(倍)	12.5	7.3	17.1	13.9	11.1
价格/现金流(倍)	53.1	60.5	48.7	50.5	39.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	128.5	111.7	60.1	40.8	30.5
周转率					
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	8.8	11.4	11.1	12.7	12.9
应付帐款周转天数	17.8	16.7	13.1	14.8	15.0
回报率					
股息支付率(%)	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	35.4	25.1	24.3	26.2	27.2
资产收益率(%)	13.7	10.3	11.4	11.6	12.1
已运用资本收益率(%)	45.1	33.8	36.6	38.5	39.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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