



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

*范欣悦为本报告重要贡献者

众信旅游：收购出境游批发 商华远国旅，引入携程深度 合作

事件：

(1) 众信旅游(002707.CH/人民币 52.62, 买入)拟发行股份+支付现金收购上海携程等 11 名股东合计持有的华远国旅 100% 股权，交易作价 26 亿元，其中以新增股份的方式支付全部收购价款的 90.3846%，股份支付价款共计 23.5 亿元，发行价格为 35.82 元/股，以现金的方式收购中信夹层持有的华远国旅 9.6154% 的股权，现金支付价款共计 2.5 亿元。另外，公司拟募集配套资金不超过 26 亿元（不超过拟购买资产交易价格的 100%），其中 25,294.07 万元用于补充上市公司流动资金（不超过募集配套资金的 50%），发行底价为 42.01 元/股。(2) 公司与携程签订战略合作协议，约定如果未来携程将其经营的度假业务板块进行分拆，并展开了股权融资或 IPO 的工作，公司可以在华远的股份交割后入股度假公司，持股比例可达到 10%。(3) 公司股票暂不复牌。

点评：

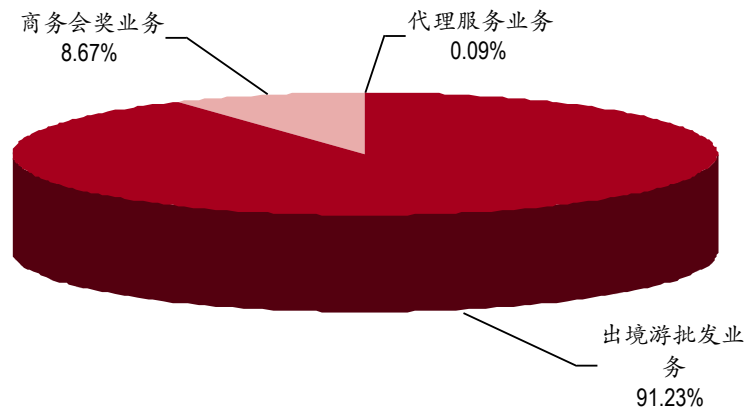
1. 引入携程作为股东，未来或将入股携程度假公司。交易完成后，不考虑配套融资因素，上海携程将持有上市公司 5.72% 股份，考虑配套融资因素，上海携程将持有公司 5.07% 股份。未来公司与携程的合作体现在四个方面：(1) 渠道端：借助携程成熟的线上平台，完善、优化线上渠道。(2) 产品端：依托携程在自由行、定制游的经验，丰富出境游产品线。(3) 大数据：基于携程客户大数据资源，优化批发商及零售系统，机枪业务全流程的实时管理。(4) 规模效应&品牌优势：公司与携程签订战略合作协议，约定如果未来携程将其经营的度假业务板块进行分拆，并展开了股权融资或 IPO 的工作，公司可以在华远的股份交割后入股度假公司，持股比例可达到 10%。双方可借助各自的品牌优势和上下游资源提升议价能力、降低运营成本。

2. 华远国旅深耕出境游批发，2015 年业绩表现靓丽。华远国旅的主营业务为出境游批发业务、商务会奖业务和代理服务业务，其中出境游批发是主要收入来源。2015 年，华远国旅实现营收 24.2 亿元，同比增长 275.8%，出境游批发业务占比达到 91.23%。根据华远国旅的业绩承诺，2016 年度净利润不低于 10,640 万元，2016 年和 2017 年度累积净利润不低于 24,578 万元，2016 年、2017 年及 2018 年度累积净利润不低于 42,697 万元。假设每年恰好完成业绩承诺计算，华远国旅 2016-2018 年归母净利润增速分别为 184%、31%、30%。华远国旅的交易对价相对 2016 年承诺净利润为 24.4 倍。

图表 1. 华远国旅主要财务数据

(万元)	2014	2015
资产总额	30,218.43	62,829.09
净资产	13,932.35	25,151.50
营业收入	64,504.94	242,421.51
归母净利润	(1,835.00)	3,750.17

资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 华远国旅收入拆分


资料来源：公司公告，中银证券

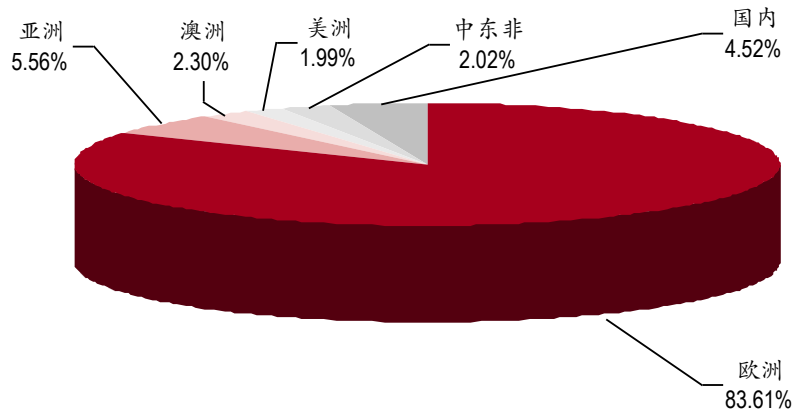
3. 众信、华远强强联手，产品线+产业链上下游协同效应明显。众信和华远业务都以出境游批发为主，强强联合有助于扩大出境游批发市场份额，巩固优势地位，2015年，众信收入规模约84亿，华远收入规模约24亿，众信盈利能力略好于华远，净利率较华远高0.8个百分点。公司和华远国旅未来的协同作用体现在：（1）产品设计：发挥规模效应，在目的地、出发地和产品类型上三个维度丰富现有产品线。华远出境旅游目的地涵盖欧洲、亚洲、澳洲、美洲、非洲等地区，欧洲业务收入占比超过80%。（2）上游资源：提高航空、地接等资源的获取能力和采购规模，提高目的地资源覆盖率，降低资源成本。（3）下游客户资源：华远国旅在华东、华南的客户资源与公司互补，扩大出境游批发业务市场份额。2015年，华远业务以华东、北京、华南大区为主，2015年收入占比为41%、28%、14%；而众信业务仍以北京为主，2015年上半年收入占比46%，华南收入占比仅为2%。

图表 3. 2015 年众信旅游和华远国旅业绩对比

(万元)	众信旅游	华远国旅
营业收入	836,640	242,422
归母净利润	18,943	3,750
净利率(%)	2.30	1.50

资料来源：公司公告，中银证券

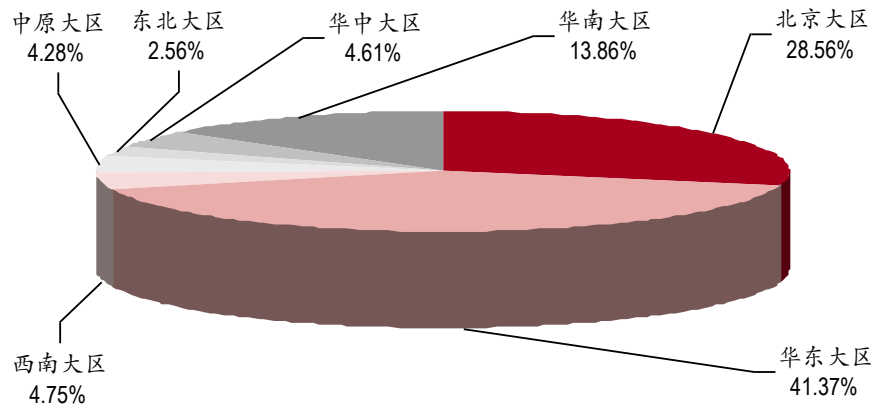
图表 4. 2015 年华远国旅收入按目的地拆分



注：代理业务收入无法区分目的地，因此未计入图表

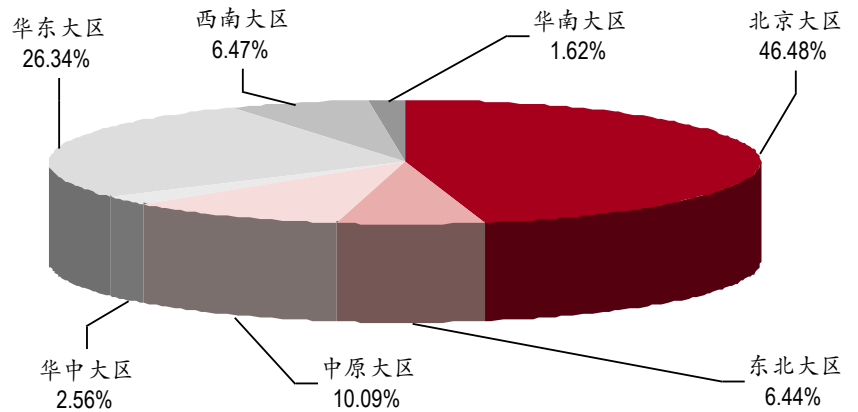
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2015 年华远国旅收入按地区拆分



资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 2015 年上半年众信旅游收入按地区拆分



资料来源：公司公告，中银证券

4. 募集配套资金搭建多领域线上线下分销、管理网络。公司募集配套资金 26 亿元，除用于支付收购华远国旅的现金对价外，还从目的地服务、大数据、高端旅游、体育旅游、健康旅游、海外教育等方面完善出境游综合服务商的布局，募投项目以相应网站（PC 端、移动）、ERP、B2B2C 电子商务网络建设和分销实体网络建设为主。公司目前在体育、教育、高端旅游等领域的积淀：

- (1) 体育旅游：公司与具有国际马拉松赛事报名资源的“来跑吧”的合作，开发澳洲黄金海岸、日本神户、土耳其等马拉松赛事旅游。
- (2) 高端旅游：与华谊兄弟战略合作探索 T2O 模式，取得华谊兄弟旗下以境外为主要拍摄地电影的同款旅游线路的独家研发销售和宣传权；高端品牌“奇迹旅行”获得 BBC Earth 独家授权，将和 TAUCK 联手打造“肯尼亚&坦桑尼亚猎影之旅 14 日”高端摄影旅游团；“奇迹旅行”发力高端蜜月游市场，成为“爱结一站式婚尚产业联盟”唯一旅游合作品牌。
- (3) 上游资源：完成周游天下的收购，搭建欧洲目的地服务平台，参股 ClubMed、世界玫瑰等。
- (4) 海外教育：投资主要面对海外中国留学生提供租房、买房 O2O 服务的异乡好居，切入留学后市场。

图表 7. 募集配套资金用途

序号	项目名称	投资总额 (万元)	募集资金使用金额 (万元)	比例(%)
1	支付本次交易的现金对价	25,000	25,000	9.62
2	海外目的地生活平台建设	21,915	18,497	7.11
3	“出境云”大数据管理分析平台	56,300	56,210	21.62
	出境游业务平台，包含 6 个子项目：	135,518	115,577	44.45
	① 电商平台升级	27,191	21,008	8.08
	② 实体营销网络拓展	38,110	38,110	14.66
4	③ 自由行项目	20,958	17,069	6.57
	④ 奇迹（高端旅游）项目	16,292	13,003	5.00
	⑤ 体育旅游项目	16,493	13,502	5.19
	⑥ 健康旅游项目	16,475	12,886	4.96
5	海外教育服务平台	23,609	19,421	7.47
6	补充流动资金	25,294	25,294	9.73
合计		287,636	260,000	100.00

资料来源：公司公告，中银证券

5. 投资建议：公司收购华远国旅 100% 股份，在产品的设计、上游资源、下游渠道协同效应明显；引入携程作为公司股东，继悠哉、穷游后持续完善线上渠道，丰富出境自由行和定制游产品线；募集配套资金加码目的地服务、体育、健康、海外教育等领域，从出境游批发商向出境综合服务平台华丽转型。考虑此次交易及募集配套资金，公司复牌后市值将达到 287 亿，预计众信旅游 2016、2017 年的备考净利润将达到 3.8 亿、4.8 亿，备考每股收益为 0.69 元、0.89 元，复牌前股价 52.62 元/股相对备考每股收益分别 76 倍、59 倍。看好公司在出境游批发业务的龙头地位、旅游产业链上下游布局、与携程战略合作未来的发展前景以及体育、健康、金融、教育等多领域布局，建议投资者密切关注。

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，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8层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371