跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]727 号

众信旅游集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对众信旅游集团股份有限公司主体长期信用状况和发行的“众信转债”可转换公司债券进行跟踪评级，确定：

众信旅游集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

众信旅游集团股份有限公司发行的可转换公司债券“众信转债”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年 六月 四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

众信旅游集团股份有限公司
可转换公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
众信转债	7.00 亿元	6 年	AA	AA	2017/6/7

跟踪评级时间：2018 年 6 月 4 日

主要财务数据：

项　目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	40.02	50.96	52.98
所有者权益（亿元）	19.62	24.39	25.07
长期债务（亿元）	0.36	5.55	5.34
全部债务（亿元）	8.38	11.93	13.15
营业收入（亿元）	101.04	120.48	24.81
净利润（亿元）	2.45	2.80	0.76
EBITDA（亿元）	3.77	4.33	--
经营性净现金流（亿元）	0.50	1.93	-4.15
营业利润率（%）	10.29	10.00	12.34
净资产收益率（%）	13.50	12.71	--
资产负债率（%）	50.97	52.13	52.67
全部债务资本化比率（%）	29.93	32.84	34.41
流动比率（倍）	1.21	1.55	1.61
EBITDA 全部债务比（倍）	0.45	0.36	--
EBITDA 利息倍数（倍）	10.60	12.59	--
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.54	0.62	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。3、长期债务中包括计入长期应付款中的融资租赁款。4、2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

2017 年，众信旅游集团股份有限公司(以下简称“公司”或“众信旅游”)作为国内领先的大型出境旅游运营商，品牌知名度高，公司业务规模持续扩大，在欧洲、大洋洲、非洲、美洲等长线出国游及亚洲短线周边游等业务方面保持了较强的竞争优势。公司出境游板块中欧洲游业务规模大幅增长，带动公司整体收入水平增长；盈利能力维持稳定，债务负担较轻。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到旅游市场竞争激烈、公司对机票供应商依赖性高、资产中商誉规模大、平台建设项目资金需求大等因素对公司整体经营及信用水平带来的不利影响。

未来公司在继续加强出境游批发业务领先优势的基础上，将加大出境游零售业务开拓力度，同时将“众信旅游”零售品牌拓展至全国。公司出境游业务将得到进一步拓展，公司旅游业务收入有望持续增长。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“众信转债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．公司作为全国最大的出境游批发商之一，品牌知名度高，2017 年在欧洲、大洋洲、非洲、美洲等长线出国游及亚洲短线周边游等业务方面保持了较强的竞争优势。

2．2017 年，公司持续拓展销售渠道，已形成了覆盖全国的线上线下协作的批发销售体系，同时也是各大线上线下零售旅行社的主要供应商。

3．2017 年，随着公司业务整合深入、欧洲市场回暖以及门店经营优化，出境游业务整体收入显著提升。

4．2017 年，公司盈利能力保持良好，债

务负担较轻。

关注

1．我国旅游行业市场竞争激烈，目前旅游企业众多，但规模较小、行业集中度低。

2．公司的机票供应商仍然以各大航空公司为主，由于大型供应商有限，公司产品对机票供应的稳定性也有一定要求，因此公司对机票供应商的依赖程度高。

3．公司拟建设的出境游业务平台和“出境云”大数据管理分析平台等项目，未来投资规模较大，可能给公司带来一定的资金压力。

4．公司通过一系列并购形成了大额商誉，2017 年，商誉规模持续增长，若各并购对象经营状况未达预期，公司将面临商誉减值风险。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

候珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedtratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

众信旅游集团股份有限公司（以下简称“众信旅游”或“公司”）的前身为 1992 年 8 月在北京成立的北京有朋国际旅行社（以下简称“有朋旅行社”），初始注册资本为 100 万元，投资人为北京市民族事务委员会北京市民族实业总公司穆斯林大厦，持股 100%。2013 年 12 月，根据中国证券监督管理委员会证监许可，并经深圳证券交易所同意，公司首次公开发行新股，募集资金总额为人民币 16,876.35 万元，发行后，公司总股本增至 5,829.00 万股；公司股票于 2014 年 1 月在深圳证券交易所上市交易，证券简称“众信旅游”，股票代码“002707.SZ”。后经实施限制性股票激励计划、回收注销部分股权激励计划限制性股票、资本公积转增股本以及定增购买资产等事项，截至 2017 年底，公司注册资本为 8.44 亿元，实际控制人为自然人冯滨，持股比例为 31.29%。

公司属于旅游服务行业，主要经营出境游批发、出境游零售及整合营销服务。2017 年以来，公司主营业务范围未发生变化。截至 2017 年底，公司总部设有质量控制与培训部、集团财务部、战略投资部、人力资源部、企业管理部、证券事务部等 9 个职能部门；公司纳入合并范围一级子公司 37 家，在职员工共 4,821 人，公司组织结构较上年未发生重大变化。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 50.96 亿元，负债合计 26.57 亿元，所有者权益（含少数股东权益）24.39 亿元，其中归属于母公司所有者权益 22.35 亿元。2017 年，公司实现营业收入 120.48 亿元，净利润（含少数股东损益）2.80 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.33 亿元；经营活动现金流量净额为 1.93 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.35 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 52.98 亿元，负债合计 27.91 亿元，所有者权益（含少数股东权益）25.07 亿元，其中归属于母公司所有者权益 22.90 亿元。2017 年，公司实现营业收入 24.81 亿元，净利润（含少数股东损益）0.76 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.66 亿元；经营活动现金流量净额为-4.15 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.54 亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区朝阳公园路 8 号西 2 门 01 号；法定代表人：曹建。

二、债券发行及募集资金使用情况

“2017 年众信旅游集团股份有限公司可转换公司债券”于 2017 年 12 月 1 日发行，期限 6 年，计息期限为自 2017 年 12 月 1 日至 2023 年 12 月 1 日，募集金额 7.00 亿元，票面利率为第一年 0.3%、第二年 0.5%、第三年 1.0%、第四年 1.3%、第五年 1.5%、第六年 1.8%。可转换公司债券自 2017 年 12 月 28 日起在深圳证券交易所上市，简称为“众信转债”，债券代码为“128022.SZ”，上市数量 700 万张。

“众信转债”债券募集资金主要用于投资出境游业务平台和“出境云”大数据管理分析平台两个项目，由于本次发行可转债募集资金到位时间较短，截至 2017 年底，公司尚未实际使用可转债募集资金。截至 2017 年底，尚未使用的募集资金余额 6.90 亿元（含利息收入）。截至本报告出具日，“众信转债”尚未到第一个付息期。“众信转债”的转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止，截至 2018 年 4 月底，尚未到转股期。

三、行业分析

公司利润主要来源于出境游板块，属于旅游行业。

近年来，随着居民收入的增长以及旅游行业的逐步发展，我国旅游总人数保持每年 10%左右

的增长，旅游总收入亦基本保持每年 10%左右的增长。中国旅游研究院发布的数据显示，2017 年全年，中国公民出境旅游 13,051 万人次，比上年同期增长 7.0%，中国已连续多年保持世界第一大出境旅游客源国地位。目前中国已经成为泰国、日本、韩国、越南、柬埔寨、俄罗斯、马尔代夫、印尼、朝鲜、南非等 10 个国家的第一大入境旅游客源地，中国游客在这些国家国际游客中的占比最高达 30%。中国也是美国、阿联酋、英国、新西兰、菲律宾、斯里兰卡、加拿大等国家的重要客源国。2017 年，中国还成为赴南极旅游的第二大客源国。根据公安部 2017 年初发布的数据显示，内地居民有效的因私普通护照持有量达 1.29 亿本，据此推算，持有因私普通护照人口约占全国总人口的 9.3%（而欧美发达国家此数据比例在 40%~70%以上），相当于我国尚有 90%的人口尚未进入出境旅游市场，出境旅游市场拥有巨大的发展潜力。

出境游不同于国内游及入境游，在出境游的业务操作层面，我国出境旅游的业务资源（如航线、签证、信息等）主要集中在一些口岸城市，使得国内大多数城市的出境游旅行社无法单独操作出境游业务。目前国内经营出境旅游业务的旅行社之间基本形成了批发、代理、零售的垂直分工格局，大体分为旅游批发商、综合零售商和代理商。国内领先的出境游批发商为众信旅游、华远国际旅游公司等。综合零售商具有较完整的零售网络，其自行开发的旅游产品主要通过自身门店销售给终端消费者，其零售网络也代理销售出境游批发商的产品。目前该类企业中领先的主要是大型国有上市公司及企业集团，如中国国际旅行社总社有限公司、中国旅行社总社、广东康辉集团公司等。旅游代理商一般不自行开发产品，主要业务是招徕、组织旅游者，代理销售批发商的出境游产品，是联系旅游批发商和旅游者之间的纽带。

虽然中国旅游业的总体规模已经位居世界前列，但发展模式单一、中国旅游企业的实力和规模也相对弱小。仅从上市旅游公司的收入来看，2017 年，我国旅游类上市公司收入占旅游总收入不足 10%，旅游上市公司的标的数量也是二级资本市场细分领域中最少的。同时国内出境游行业整体竞争较为激烈，行业集中度较低。旅游类上市公司比重较低的现象与旅游业在国民经济中的重要地位不太相称，在一定程度上也说明目前旅游类公司的整体实力偏弱。同时旅游产品的开发很少形成独家或垄断，新开发的产品容易被模仿复制，同质化严重，进而导致激烈的价格竞争，不利于旅游行业形成良好的竞争环境和竞争秩序，影响了旅游行业的长期规范发展。

同时，出境游业务较易受到目的地国家情况影响。旅游安全一般分为传统旅游安全和非传统旅游安全。传统旅游安全一般为游客的人身财产安全，而包括恐怖袭击等突发事件在内的非传统的旅游安全问题，给游客带来的心理冲击也较大，给出境游行业带来了一定的不确定性。

由于旅游产业集中度低、行业秩序混乱、产品质量不高等深层结构问题依然存在，国家也多次出台政策加强对消费者权益的保护，规范旅游市场。2017年9月6日，国家旅游局印发了《关于规范旅行社经营行为维护游客合法权益的通知》，对各地旅游主管部门履职、旅行社规范经营提出了要求，倡导游客理性消费，共同抵制不法经营行为、防范市场风险。具体包括严控经营旅游套餐产品带来的市场风险；严查收取出境游保证金中的违规行为；严厉打击预付卡违规经营行为；引导游客理性消费，共同防范市场风险等方面。

随着互联网的普及、4G 网络等信息技术的快速发展，越来越多的人习惯用在线端获取信息，一大批线上旅游服务商如携程、艺龙、途牛等涌现，一些传统旅行社也开始建立自己的电子商务系统，如中国国旅、中青旅、众信旅游和凯撒旅游等。经过多年发展，在线旅游行业企业梯队间规模差距明显。根据艾瑞 mUserTracker 监测数据，以月度独立设备数为指标，可将在线旅游 App 划分为三个梯队，其中携程旅行、去哪儿旅行月度独立设备数均超过 4,000 万台，为第一梯队，同程旅游、飞猪、艺龙旅行、途牛旅游等月度独立设备数超过 100 万台，为第二梯队，其余 App

月度独立设备数均未超百万，为第三梯队。未来出境游旅行社的电子商务与企业信息化管理趋势仍将持续。

总体看，我国出境游客流量继续保持较快增长，出境旅游市场拥有巨大的发展潜力。目前旅游企业众多，但规模较小、行业集中度低，市场竞争激烈，国家政策也在大力规范旅游市场。由于互联网给游客们提供了更为便捷的消费方式，未来出境游旅行社的电子商务与企业信息化管理趋势仍将持续。

四、管理分析

2017 年至 2018 年 3 月，公司管理制度较上年未发生重大变化。公司独立董事杨宏浩、副总经理兼董事会秘书王锋离任，公司补选丁小亮为公司独立董事，并由公司董事、总经理曹建代行董事会秘书职责。公司管理制度连续，管理层变动较小，不影响公司正常经营活动。

五、经营分析

1. 经营概况

公司作为国内大型出境游服务商，经过多年发展，已形成了“批零一体化、线上线下相结合”的经营模式，同时公司不断延伸产业链，在出境游的基础上发展相关综合服务（整合营销、旅游金融、游学及货币兑换等）。2017 年，公司实现营业总收入 120.48 亿元，同比增长 19.24%，主要系公司出境游批发业务的快速增长所致。公司实现净利润 2.80 亿元，同比增长 13.98%。

公司收入主要来源于出境游（包括批发和零售）业务和整合营销业务，近年来上述业务收入合计占比均在 98%以上，公司的主营业务突出。2017 年，随着和竹园国际旅行社有限公司（以下简称“竹园国旅”）之间业务整合的不断深入、业务协同不断加强（公司在机票等资源上的集中采购、合作包机、提升议价能力）等，公司出境游批发业务保持着较高的增长速度，出境游批发业务实现营业收入 89.15 亿元，同比增长 19.82%。2017 年，出境游零售业务实现收入 20.49 亿元，同比增长 13.68%，主要系欧洲市场的复苏以及公司在欧洲市场的持续投入，使公司组织的赴欧旅游人次增长，同时公司对部分北京、天津、河北地区零售门店进行优化调整，使得单店收入得到较快增长所致。公司的整合营销业务实现收入合计 8.77 亿元，同比增长 24.14%，主要系公司深入拓展公关策划、展览展示、差旅服务等领域，同时巩固原有业务优势所致。公司其他旅游业务主要为国内旅游及机票代理，其他行业产品主要为货币兑换和移民置业业务，规模较小，对公司收入影响较小。

表 1　2016~2017 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			收入变化	毛利率变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
出境游批发	74.40	73.72	8.27	89.15	74.11	7.88	19.82	-0.39
出境游零售	18.03	17.86	15.44	20.49	17.03	16.36	13.68	0.92
整合营销服务	7.07	7.00	10.35	8.77	7.29	10.55	24.14	0.20
其他旅游业务	1.34	1.33	51.64	1.73	1.44	25.57	28.87	-26.07
其他行业产品	0.09	0.09	99.27	0.16	0.13	99.41	75.01	0.14
合计	**100.93**	**100.00**	**10.35**	**120.30**	**100.00**	**9.89**	**19.19**	**-0.46**

资料来源：公司年报、联合评级整理。

毛利率方面，2017 年，公司出境游批发业务、出境游零售业务、整合营销服务三项业务毛利率较上年变化幅度均很小，分别为 7.88%、16.36%和 10.55%。其他旅游业务毛利率下降 26.07 个百分点，其他旅游业务包括机票代理业务和国内旅游业务，2017 年毛利率较低的国内旅游业务占比上升拉低了其他旅游业务毛利率。公司综合毛利率为 9.89%，较上年略有下降。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 24.81 亿元，同比增长 10.73%，净利润 0.76 亿元，同比增长 27.20%。

总体看，公司主要收入来自于出境游业务，2017 年受益于业务整合深入、协同作用增强、欧洲市场拓展以及门店经营优化，出境游业务整体收入显著提升。公司综合毛利率较上年略有下降。

2. 旅游业务

（1）采购

作为旅游产品批发及零售商，公司采购的主要产品为旅游接待服务（以下简称“地接服务”）、机票、酒店、境外餐费及门票、签证等；出境游及整合营销业务均需要采购上述服务，采购模式基本相同。

2017 年公司采购成本主要为机票款和地接费，分别占营业成本的 52.83%和 40.04%，地接费占比较上年有所上升，主要系 2017 年欧洲游营业收入增长较快，欧洲产品地接成本占比相对较高所致。公司对机票的付款方式主要为先预付并在出团前付清全款；地接费一般按合同约定的账期支付，付款周期为 1~3 个月，较上年基本无变化。

表 2　2016~2017 年公司营业成本构成（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
机票款	55.15	61.39	57.27	52.83
地接费	28.58	31.82	43.41	40.04
签证费	2.41	2.68	3.08	2.84
酒店餐厅	3.34	3.72	3.99	3.68
其他费用	0.35	0.39	0.66	0.61
合计	**89.83**	**100.00**	**108.41**	**100.00**

资料来源：公司提供、联合评级整理

公司采购较为分散且集中度进一步下降，2016~2017 年，前五大采购商采购总额占采购总额的比例分别为 16.07%和 13.94%，前五大供应商为各大航空公司和境外知名旅行社（地接），供应商稳定；由于机票大型供应商有限，同时公司产品对机票供应的稳定性有一定要求，因此公司对机票供应商的依赖程度较高。

总体看，公司上游采购主要包括机票和地接服务，机票以预付方式为主，对资金流动性有一定要求；公司供应商主要为各大航空公司和境外知名旅行社，供应商较为稳定。虽然公司采购集中度不高，但考虑到机票大型供应商有限，公司对机票供应商的依赖程度较高。

（2）销售及服务

公司实行“批发零售一体化”、“线上线下相结合”的业务发展战略。其中，批发业务通过同业客户销售给终端消费者；零售业务通过门店、网站、呼叫中心和大客户拓展及会员制营销等方式销售给终端消费者；整合营销业务通过专业团队拓展企业、政府部门等客户，最终通过项目产品投标会的方式实现销售。销售渠道方面，线上渠道为众信旅游悠哉网，线下渠道主要通过自营

门店的形式。

公司作为全国最大的出境游批发商之一，经过 20 年多年的发展，已在各主要一、二线城市设立了下属分子公司，并将渠道进一步下沉至三、四线地市，拥有超过 2,000 家代理客户及数万家合作经营网点，形成了覆盖全国的线上线下协作的批发销售体系，目前公司是各大线上线下零售旅行社的主要供应商。截至 2017 年末，公司在北京、天津、上海、武汉、西安、杭州、南京、昆明等城市拥有零售门店 140 家。

客户投诉处理方面，公司制定了较完善的监督机制，设置了客户中心，负责客人投诉的处理，一般情况下 12 个小时以内给予回复，72 个小时以内解决或给出可行性方案。2017 年客户投诉率较 2016 年略有下降。

2017 年，公司欧洲目的地收入比重增加，随着欧洲恐怖袭击影响的逐渐消除，欧洲签证便利性的提高等，欧洲旅游市场呈现较强的回暖态势，2017 年公司欧洲目的地产品营收增速超过 30%。同时公司根据市场情况，在各销售区域和各产品结构上均加大了赴欧旅游产品的投放力度，并在产品端深度研发，加大了一些深度旅游产品的开发力度。亚洲旅游市场延续了近几年的快速增长态势，亚洲目的地产品对收入的贡献率已经和欧洲体量相当，成为公司第二大收入来源，年服务人次超过 100 万，占到公司旅游服务人次的一半。其他地区旅游收入占比较小，2017 年，非洲和美洲出境游收入略有下降，大洋洲保持平稳增长。除欧洲产品的均价下降 1.11%外，公司各目的地产品价格均有所上涨，2017 年，大洋洲、非洲、美洲、亚洲产品均价分别上涨 21.55%、28.13%、33.03%和 8.72%。

表 3　2017 年公司按目的地分类收入及占比情况（单位：亿元、%）

目的地	2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比
欧洲	40.40	40.07	53.01	44.12
大洋洲	4.46	4.42	5.35	4.45
非洲	1.93	1.92	1.69	1.41
美洲	8.60	8.52	7.59	6.31
亚洲	41.23	40.89	46.65	38.83
国内	4.22	4.18	5.85	4.87
合计	**100.84**	**100.00**	**120.14**	**100.00**

资料来源：公司提供

公司客户较为稳定，主要为国内规模排名靠前的线上旅行社。2016~2017 年，公司出境游前五大客户共计销售金额占出境游业务的比重分别为 19.41%和 12.74%，客户集中度进一步下降。

总体看，2017 年，公司继续实行“批发零售一体化”、“线上线下相结合”的业务发展战略，业务持续较快发展，旅游产品仍以欧洲和亚洲产品为主；除欧洲外，主要目的地旅游产品均价有所上升；下游客户集中度进一步下降。

3. 重大投资项目

截至 2017 年底，公司重大投资项目共有 3 个，分别为：竹园国旅电子商务运营建设、出境游业务平台、“出境云”大数据管理分析平台，主要使用 2015 年配套融资募集资金、可转换债券募集资及部分自有资金进行投资。2017 年竹园国旅电子商务运营建设项目累计使用 2015 年配套融资募集资金 1,947.39 万元，预计 2018 年使用剩余资金 3,052.61 万元；出境游业务平台、“出境云”

大数据管理分析平台项目预计 2018 年使用可转债募集资金 45,943.31 万元，2019 年使用可转债募集资金 13,779.9 万元。其中出境游业务平台建成后，将从渠道方面和产品方面进一步夯实公司的竞争优势，项目预测期为 10 年，建设期为 3 年，经营期 7 年，项目开始运营后预计可实现年平均销售收入合计 57,608.57 万元，年平均净利润 21,369.18 万元。“出境云”大数据管理分析平台建成后可以有效增加员工的工作效率，协调各部门间的工作进程，降低业务难度，实现收益最大化，从而提升企业的核心竞争力。

表 4　截至 2017 年底公司重大投资项目情况（单位：万元）

项目名称	资金来源	累计投入金额	当前投资进度	达到预定可使用状态日期
竹园国旅电子商务运营建设	2015 年配套融资募集资金	1,947.39	38.95%	2018 年 10 月 31 日
出境游业务平台	55,033.64 万元为可转债募集资金，剩余为自有资金	--	--	2020 年 12 月 31 日
“出境云”大数据管理分析平台	14,966.36 万元为可转债募集资金，剩余为自有资金	--	--	2020 年 12 月 31 日
合计	--	**1,947.39**	--	--

资料来源：公司审计报告

总体看，上述项目建成后将进一步提升公司渠道和产品优势，提升工作效率，但项目未来投资规模较大，可能给公司带来一定的资本支出压力。

4. 经营关注

（1）公司的机票供应商仍然以各大航空公司为主，由于大型供应商有限，而公司产品对机票供应的稳定性又有一定要求，公司对机票供应商的依赖程度较高。

（2）公司为进一步提升公司渠道和产品优势，提升工作效率，拟建设的出境游业务平台和“出境云”大数据管理分析平台等项目，未来投资规模较大，可能给公司带来一定的资本支出压力。

5. 未来发展

公司坚持从旅游到旅行的发展路径，业务由出境游拓展至出境服务。在出境游批发、出境游零售、整合营销服务三大业务的基础上，向游学、移民置业、旅游金融、健康医疗等一系列出境综合服务延伸。围绕出境游业务这一核心，在目的地资源、产品设计与服务、线上线下营销渠道三方面进行产业链一体化扩张，不断巩固和加强出境游业务优势；并拓展包括游学、移民置业、旅游金融、健康医疗等一系列出境综合服务，整体围绕用户、资源、渠道三要素，实现客户共享、资源共享、渠道共享，发挥业务协同作用，加强国内客源地渠道和海外目的地资源两端控制，建设全新的“出境云”大数据管理分析系统，在国内领先的出境旅游运营商基础上实现战略升级，力争成为国内最具竞争力的全方位出境综合服务商。在出境游领域，公司将继续抓住市场快速发展的黄金时机，以服务品质为前提，以产品为核心，继续强化批发零售一体，线上线下结合的多渠道运营的发展战略，促进出境游批发、出境游零售、整合营销服务业务相互促进、协同发展。

整体来看，公司未来发展思路明确，定位较为清晰。

六、财务分析

公司提供的 2017 年财务报表已经北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，公司执行财政部颁布的最新财务会计政策。2018 年一季度财务数

据未经审计。2017 年，公司增加 2 家一级子公司，截至 2017 年底，公司纳入合并范围一级子公司 37 家；由于增加的子公司规模较小，且合并范围变化后公司主营业务未发生变化，公司财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 50.96 亿元，负债合计 26.57 亿元，所有者权益（含少数股东权益）24.39 亿元，其中归属于母公司所有者权益 22.35 亿元。2017 年，公司实现营业收入 120.48 亿元，净利润（含少数股东损益）2.80 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.33 亿元；经营活动现金流量净额为 1.93 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.35 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 52.98 亿元，负债合计 27.91 亿元，所有者权益（含少数股东权益）25.07 亿元，其中归属于母公司所有者权益 22.90 亿元。2017 年，公司实现营业收入 24.81 亿元，净利润（含少数股东损益）0.76 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.66 亿元；经营活动现金流量净额为-4.15 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.54 亿元。

1．资产及负债结构

资产

截至 2017 年底，公司合并资产总额 50.96 亿元，较年初增长 27.33%，流动资产和非流动资产均有较大增长。其中流动资产占比为 61.93%，以流动资产为主。

截至 2017 年底，公司流动资产合计 31.56 亿元，较年初增长 29.93%，主要系货币资金大幅增长所致。流动资产主要由货币资金（占 43.33%）、应收账款（占 18.20%）、预付款项（占 19.01%）、其他应收款（占 11.33%）和其他流动资产（占 7.75%）构成。

截至 2017 年底，货币资金为 13.67 亿元，较年初增长 46.67%，主要系公司发行可转换公司债券收到募集资金所致。货币资金主要为库存现金和银行存款，使用权受限的货币资金共 50 万元，受限比例很小，系公司办理信用卡存出的保证金存款。截至 2017 年底，公司应收账款为 5.74 亿元，较年初增长 10.61%，主要系业务增长所致。公司计提坏账准备共 0.40 亿元，计提比例 6.48%；按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额共 6.13 亿元，账龄在一年以内的占比 95%，账龄超过一年的应收账款已全额计提坏账准备，坏账准备计提充分。前五大应收方欠款金额占比 19.85%，公司应收账款集中度低。截至 2017 年底，公司预付款项为 6.00 亿元，较年初基本无变化，主要为公司的预付机票款、房租、地接费等业务采购款。截至 2017 年底，公司其他应收款为 3.57 亿元，较年初小幅增长 3.25%，其他应收款主要为机票押金、签证借款和备用金等，公司按照单项计提坏账准备 0.13 亿元，计提比例 3.52%，计提比例尚可。截至 2017 年底，公司其他流动资产为 2.45 亿元，较年初大幅增长 11.86 倍，主要为增加的应收保理融资款本金 2.40 亿元，对融资保理业务期末余额计提了 1%的风险准备金 240.00 万元。公司的保理业务由中企信商业保理有限公司运营，该公司成立于 2017 年 8 月，为公司下属全资子公司，2017 年收入 63.81 万，保理收入规模较小。

截至 2017 年底，公司非流动资产 19.40 亿元，较年初增长 23.30%，主要系发放垫款及贷款、商誉增加所致。公司非流动资产以发放贷款及垫款（占 15.08%）、可供出售金融资产（占 19.55 %）、商誉（占 41.60%）和其他非流动资产（占 7.33%）为主。

截至 2017 年底，公司发放贷款及垫款 2.93 亿元，较年初增长 75.79%，主要系公司旗下小贷业务拓展对个人发放的贷款和垫款以及对企业发放的贷款和垫款增加所致，公司通过评估计提贷款损失准备 0.45 亿元，计提较为充分；可供出售金融资产 3.79 亿元，较年初下降 12.19%，主要系转让持有的同程网络科技股份有限公司全部股份所致；商誉 8.07 亿元，较年初增长 33.08%，主

要系增持上海悠哉网络科技有限公司股权达到控股合并而产生的支付溢价所致，公司基于历史经营数据、被收购公司所处行业的发展趋势对商誉进行减值测试，当期商誉未发生减值，但未来若经营不善，存在商誉减值风险。截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 1.42 亿元，较年初增长 9.77%，主要为支付的各种保证金。

截至2017年底，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计为0.30亿元，包括货币资金50万元和其他非流动资产（航协保证金）0.30亿元，受限规模很小。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 52.98 亿元，同比增长较小，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占比 65.90%，非流动资产占比 34.10%，流动资产占比小幅增长，但资产结构整体变化较小。

整体看，公司资产规模快速增长，以流动资产为主，货币资金占比大，应收账款账龄短且坏账准备计提充分，公司资产受限规模很小。但考虑到公司商誉规模较大，资产质量一般。

负债

截至2017年底，公司负债合计26.57亿元，较年初增长30.25%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占76.86%，以流动负债为主。

截至2017年底，公司流动负债合计为20.42亿元，较年初增长1.90%，基本保持稳定。公司流动负债以短期借款（占31.23%）、应付账款（占34.61%）、预收款项（占19.11%）和其他应付款（占10.46%）为主。

截至2017年底，公司短期借款6.38亿元，较年初下降20.54%，主要系调整债务结构，对短期借款进行偿还所致。截至2017年底，公司应付账款为7.07亿元，较年初增长15.49%，主要系业务增长，应付供应商款项增长所致。截至2017年底，公司预收款项为3.90亿元，较年初增长30.12%，主要系预收的团款增长所致。截至2017年底，其他应付款为2.14亿元，较年初变化不大，其他应付款主要为公司确认的限制性股票义务应付款及以向同业客户和供应商收取的保证金等。

截至2017年底，公司非流动负债6.15亿元，较年初大幅增长16.16倍，主要系发行可转换债券所致。公司非流动负债主要由应付债券（占78.49%）、长期应付款（占10.74%）和递延所得税负债（占9.67%）构成。

截至2017年底，公司应付债券为4.82亿元，系公司2017年12月发行的可转换债券即“众信转债”的面值7.00亿元，按照会计准则，可转换债券按实际利率法折价后计入债务的部分为4.82亿元，折价后计入权益（其他权益工具）部分为1.58亿元。截至2017年底，公司长期应付款0.66亿元，较年初增长84.38%，主要为融资租赁款增长所致，公司全资子公司投资了波兰大巴车公司，主要经营旅游大巴车运营，融资租赁资产为旅游大巴车。

截至2017年底，公司全部债务为11.93亿元，较年初增长42.29%，主要系公司发行可转换债券所致。其中短期债务6.38亿元，长期债务5.55亿元，长短期债务占比相近。从债务指标来看，截至2017年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为52.13%、32.84%和18.54%，较年初分别增长1.17、2.91和16.75个百分点，但公司债务负担仍属较轻。

截至2018年3月底，公司负债合计27.91亿元，较年初小幅增长5.05%，主要系短期借款增长所致，流动负债占比略有增加。公司全部债务为13.15亿元，较年初增长10.26%，主要系短期债务增长所致。公司短期债务7.81亿元，长期债务5.34亿元，与年初相比短期债务占比小幅增加。从债务指标来看，截至2018年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为52.67%、34.41%和17.56%，较年初变化很小，公司债务负担仍属较轻。

整体看，公司债务规模较年初有所增长，长短期债务占比相近，债务负担仍属较轻。

2. 所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 24.39 亿元，较年初增长 24.29%，主要系其他权益工具增加和未分配利润增加所致，其中归属于母公司所有者权益 22.35 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占 38.04%，其他权益工具（众信转债）占 7.07%，资本公积占 18.54%，盈余公积占 2.24%，未分配利润占 37.79%。公司所有者权益结构较年初变动不大。截至 2017 年底，其他权益工具为 1.58 亿元，主要为公司 2017 年 12 月发行的“众信转债”按实际利率法折价后计入权益的部分。

总体看，公司权益规模较年初大幅上升，其他权益工具、资本公积、未分配利润占比大，所有者权益稳定性一般。

3. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 120.48 亿元，同比增长 19.24%，主要系出境游业务增长所致；营业利润 3.49 亿元，同比增长 11.48%。公司实现净利润 2.80 亿元，同比增长 13.98%。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用合计 8.44 亿元，同比增长 17.96%，主要系销售费用增长所致。其中，销售费用为 6.80 亿元，较上年增长 24.19%，主要系因业务拓展销售人员薪酬增加所致；管理费用为 1.61 亿元，同比增长 5.41%；财务费用 0.03 亿元，较上年大幅下降 79.14%，主要系利息收入和汇兑收益增加所致。同时，费用收入比为 7.01%，较上年基本无变化，公司费用控制能力尚可。

2017 年，公司投资收益为 0.12 亿元，同比增长约 1 倍，主要系按权益法核算的长期股权投资收益增加以及处置可供出售金融资产取得的投资收益所致。公司营业利润对投资收益依赖不大。

从盈利指标来看，2017 年公司营业利润率为 10.00%，较上年基本稳定；公司因业务扩张带来资产和净资产同步增长，增幅大于净利润增长，故总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率较上年分别小幅下降 1.26 个百分点、1.28 个百分点和 0.78 个百分点，分别为 9.77%、8.51%、12.71%，但盈利能力仍属良好。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 24.81 亿元，同比增长 10.73%，净利润 0.76 亿元，同比增长 27.20%。

总体看，公司营业收入和净利润均有一定增长，公司费用控制能力稳定，公司整体盈利能力良好。

4. 现金流

经营活动现金流方面，2017 年，公司经营活动现金流量净额为 1.93 亿元，同比增长 2.82 倍，主要系公司主业规模扩大带来的销售回款增长所致。公司经营活动现金流入为 122.28 亿元，同比增长 21.69%，主要为经营业务的销售回款。2017 年，公司经营活动现金流出为 120.35 亿元，同比增加 20.37%，主要为公司主营业务购买支出。从收入实现质量指标看，2017 年公司现金收入比为 100.86%，较上年小幅增长，但公司收入实现质量仍属较低。

投资活动现金流方面，2017 年，公司投资活动产生的现金流净额为-2.44 亿元，净流出减少 14.47%，主要系公司收回投资资金增加所致。2017 年，公司投资活动现金流入为 1.71 亿元，同比增加 8.39 倍，主要系收回对上海悠哉网络科技有限公司委托贷款 6,000 万元，及出售持有的同程网络科技有限公司的股权收到的现金。公司投资活动现金流出为 4.15 亿元，同比增长 36.75%，投资活动现金流出主要为增持上海悠哉网络科技有限公司股权等所致。

筹资活动现金流方面，2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 4.76 亿元，同比增长

1.12 倍，主要系发行可转换债券收到资金所致。公司筹资活动现金流入为 15.39 亿元，同比增长 37.54%，主要系发行债券所收到的现金所致。公司筹资活动现金流出量为 10.63 亿元，同比增长 18.86%，主要系偿还债务所支付的现金增长所致。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金净流量为-4.15 亿元，经营活动现金呈净流出状态主要系预付的机票款增加。投资活动现金净流量 0.24 亿元，筹资活动现金净流量 1.38 亿元。公司现金及现金等价物净增加额为-2.54 亿元。

总体看，公司经营活动现金流状况尚可，但收入实现质量有待提升；目前公司投资活动支出规模不大；公司因扩大业务规模而融资增加，未来仍有一定外部融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.55 倍和 1.54 倍，较上年有所提高，处于良好水平。近两年公司现金短期债务比为 1.16 倍和 2.14 倍，现金类资产对短期债务的保障程度大幅提升，处于较高水平；近两年公司经营现金流动负债比率为 2.51%和 9.45%，经营性净现金流对流动负债覆盖倍数较低。总体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 4.33 亿元，较上年增长 14.85%。其中，折旧占 5.58%，摊销占 4.98%，计入财务费用的利息支出占 7.94%，利润总额 81.49%。公司 EBITDA 利息倍数由上年的 10.60 倍上升为 12.59 倍，EBITDA 对债务利息覆盖程度很高；EBITDA 全部债务比为 0.36 倍，较上年基本无变化，EBITDA 对全部债务的保障程度较高，公司长期偿债能力强。

截至 2017 年底，公司无对外担保。

截至 2017 年底，公司与各大商业银行建立了长期稳定的信贷业务关系，公司及子公司取得的银行授信总额为人民币 19.00 亿元（公司取得的外币授信额度、外币贷款金额按照期末外汇中间价折合为人民币计算），截至 2017 年底已使用的授信额度为 6.29 亿元。公司间接融资渠道畅通。

截至 2017 年底，公司无重大诉讼、仲裁及行政处罚案件。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1011010501118790P），截至 2018 年 4 月 25 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司长短期偿债能力强，考虑到出境游业务持续增长，盈利能力稳定，同时公司债务负担较轻，财务稳健，公司偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年底，公司现金类资产达 13.67 亿元，为“众信转债”债券本金（7.00 亿元）的 1.95 倍，公司现金类资产对“众信转债”的覆盖程度很高；净资产达 24.39 亿元，约为债券本金合计（7.00 亿元）的 3.48 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“众信转债”债的按期偿付起到很好的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 4.33 亿元，约为“众信转债”本金（7.00 亿元）的 0.62 倍，公司 EBITDA 对“众信转债”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 122.28 亿元，约为债券本金（7.00 亿元）的 17.47 倍，公司经营活动现金流入量对“众信转债”的覆盖程度很高。

综合以上分析，公司对“众信转债”债券的偿还能力很强。

八、综合评价

公司作为国内领先的大型出境旅游运营商，品牌知名度高，公司业务规模持续扩大，在欧洲、大洋洲、非洲、美洲等长线出国游及亚洲短线周边游等业务方面保持了较强的竞争优势。2017 年，公司出境游板块中欧洲游业务规模大幅增长，带动公司整体收入水平增长；盈利能力维持稳定，债务负担较轻，经营活动现金流保持净流入状态。同时，联合评级也关注到旅游市场竞争激烈、对机票供应商依赖性高、资产中商誉规模大等因素对公司整体经营及信用水平带来的不利影响。

未来公司在继续加强出境游批发业务领先优势的基础上，将加大出境游零售业务开拓力度，将“众信旅游”零售品牌拓展至全国。公司出境游业务将得到进一步拓展，公司旅游业务收入有望持续增长。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“众信转债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　众信旅游集团股份有限公司
主要财务指标

项　目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	40.02	50.96	52.98
所有者权益（亿元）	19.62	24.39	25.07
短期债务（亿元）	8.03	6.38	7.81
长期债务（亿元）	0.36	5.55	5.34
全部债务（亿元）	8.38	11.93	13.15
营业收入（亿元）	101.04	120.48	24.81
净利润（亿元）	2.45	2.80	0.76
EBITDA（亿元）	3.77	4.33	--
经营性净现金流（亿元）	0.50	1.93	-4.15
应收账款周转次数（次）	20.10	20.86	--
预付账款周转次数（次）	16.66	17.96	--
总资产周转次数（次）	2.80	2.65	--
现金收入比率（%）	98.58	100.86	106.71
总资本收益率（%）	11.03	9.77	--
总资产报酬率（%）	9.79	8.51	--
净资产收益率（%）	13.50	12.71	--
营业利润率（%）	10.29	10.00	12.34
费用收入比（%）	7.08	7.01	8.68
资产负债率（%）	50.97	52.13	52.67
全部债务资本化比率（%）	29.93	32.84	34.41
长期债务资本化比率（%）	1.79	18.54	17.56
EBITDA 利息倍数（倍）	10.60	12.59	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.45	0.36	--
流动比率（倍）	1.21	1.55	1.61
速动比率（倍）	1.21	1.54	1.61
现金短期债务比（倍）	1.16	2.14	1.42
经营现金流动负债比率（%）	2.51	9.45	-19.13
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.54	0.62	--

注：EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金，2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	自由负债/自有资产×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+

一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。