

信用等级公告

联合[2017]527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拟公开发行的可转换公司债券进行综合分析和评估，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拟公开发行的可转换公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月七日

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

公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次可转换公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过7亿元（含）

债券期限：6年

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

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2017年6月7日

主要财务数据：

项目	2014年	2015年	2016年	17年3月
资产总额（亿元）	10.72	32.18	40.02	41.22
负债总额（亿元）	4.90	15.43	20.40	21.03
所有者权益（亿元）	5.82	16.75	19.62	20.20
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.36	0.37
全部债务（亿元）	0.06	6.20	8.38	7.99
营业总收入（亿元）	42.17	83.70	101.04	22.40
净利润（亿元）	1.09	2.10	2.45	0.59
EBITDA（亿元）	1.55	2.78	3.77	--
经营性净现金流（亿元）	0.69	0.13	0.50	-2.15
营业利润率（%）	8.26	8.63	10.29	11.05
净资产收益率（%）	24.92	18.58	13.50	2.98
资产负债率（%）	45.72	47.94	50.97	51.00
全部债务资本化比率（%）	1.04	27.01	29.93	28.34
流动比率（倍）	1.99	1.39	1.21	1.26
EBITDA 全部债务比（倍）	25.32	0.45	0.45	--
EBITDA 利息倍数（倍）	169.09	28.43	10.60	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.22	0.40	0.54	--

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、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3、公司2017年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、已将长期应付款调整至长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对众信旅游集团股份有限公司（以下简称“公司”或“众信旅游”）的评级，反映了公司作为国内大型出境旅游服务提供商，在行业地位、品牌知名度、业务规模、资源整合能力、渠道覆盖和产业链延伸等方面具有竞争优势。同时，联合评级也关注到旅游行业竞争激烈，出境游行业易受目的地自然、政治、经济环境等因素影响，公司产品目的地集中度较高，商誉规模较大和债务结构不合理等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司目的地均衡战略的进一步实施、产品线的不断丰富以及不同业务协同效应的强化，公司收入和盈利规模有望获得进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次可转换公司债券募投项目前景较好；从本次可转换公司债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款来看，本次可转换债券转股的可能性较大；考虑到未来转股因素，预计公司的资本结构有进一步优化的可能，偿债压力将得以减轻。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 随着我国经济的发展和人民生活水平的提高，出境游将迎来较大的发展空间，公司外部发展环境较好。
2. 公司作为国内大型出境旅游服务提供商，行业地位突出，规模优势明显，品牌知名度较高。
3. 公司资源整合能力突出、渠道覆盖范围广、各项业务协同效应明显。
4. 公司通过非同一控制下企业合并，并以

“批零一体化、线上线下相结合”的模式内生发展，收入和盈利规模快速增长。

关注

1. 旅游行业进入壁垒低，企业众多，市场竞争激烈；出境游行业易受目的地自然、政治、经济环境等因素影响。

2. 公司收购产生的商誉规模较大，未来面临一定的减值风险。

3. 公司全部债务中短期债务占比很高，短期偿债压力较大，债务结构有待优化；期间费用对利润存在一定侵蚀。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@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.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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，北京民族事务委员会下属单位北京穆斯林大厦持股 100%。1999 年 9 月，有朋旅行社整体改制为有限责任公司，更名为北京有朋国际旅行社有限公司（以下简称“有朋有限”），变更后注册资本为 200 万元。后经多次股权转让、更名，2008 年 6 月，有朋有限变更设立股份有限公司，名称变更为北京众信国际旅行社股份有限公司，其中自然人冯滨持股 60.36%，其余 14 名股东合计持股 39.64%。

后经过多次股权转让、资本公积转增。2013 年 12 月，根据中国证券监督管理委员会证监许可[2013]1661 号文《关于核准北京众信国际旅行社股份有限公司首次公开发行股票批复》并经深圳证券交易所《关于北京众信国际旅行社股份有限公司人民币普通股股票上市的通知》（深证上[2014]30 号）同意，公司首次公开发行新股 729 万股，股东公开发售股份 728.50 万股，合计 1,457.50 万股，募集资金总额为人民币 16,876.35 万元，本次发行后，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 3 月底，公司总股本为 84,380.22 万股，实际控制人为自然人冯滨，持股比例为 31.53%。

表 1 截至 2016 年底公司股权结构情况（单位：万股、%）

序号	股东名称	持股比例
1	冯滨	31.53
2	郭洪斌	6.75
3	曹建	4.14
4	林岩	3.45
5	张莉	2.53
6	韩丽	2.21
7	其他	49.39
合计	--	100.00

资料来源：公司年报

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。经营范围为：入境旅游业务；国内旅游业务；出境旅游业务；保险兼业代理；因特网信息服务业务（除新闻、出版、教育、医疗保健、药品、医疗器械以外的内容）；图书、报纸、期刊、电子出版物、音像制品零售、网上销售（出版物经营许可证有效期至 2022 年 4 月 30 日）；民用航空运输销售代理；承办展览展示活动；会议服务；销售纺织品、服装、日用品、文化用品、体育用品及器材、家用电器、电子产品、五金、家具、室内装饰材料；组织文化艺术交流（演出除外）；企业营销及形象策划；公关活动策划；技术开发；软件开发；电脑图文设计、制作；设计、制作、代理、发布广告；翻译服务；摄影扩印服务；汽车租赁；计算机及通讯设备租赁；投资咨询；房地产信息咨询（房地产经纪除外）；经济贸易咨询。

截至 2016 年底，公司总部设有质量控制与培训部、财务部、战略投资部、人力资源部、企业管理部、证券事务部及法务部 7 个职能部门；公司纳入合并范围一级子公司 35 家，在职员工共 3,987 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 40.02 亿元，负债合计 20.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）19.62 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 18.01 亿元。2016 年，公司实现营业收入 101.04 亿元，净利润（含少数股东损益）2.45 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.15 亿元；经营活动现金流量净额为 0.50 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.11 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 41.22 亿元，负债合计 21.03 亿元，所有者权益（含少数股东权益）20.20 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 18.49 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 22.40 亿元，净利润（含少数股东损益）0.59 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.50 亿元；经营活动现金流量净额为-2.15 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.10 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、本次可转换公司债券概况

1. 本次可转换公司债券概况

本次可转换公司债券名称为“众信旅游集团股份有限公司公开发行可转换公司债券”，为可转换为公司 A 股股票的可转换公司债券，本次可转换公司债券及未来转换的 A 股股票拟在深圳证券交易所上市。本次可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 7.00 亿元（含），具体发行数额将由公司股东大会授权公司董事会在上述额度范围内确定。本次可转换公司债券的期限为自发行之日起 6 年，每张面值为人民币 100 元，按面值发行；具体每一一年度的利率水平将由公司股东大会授权公司董事会根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构及主承销商协商确定。本次可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。

本次可转换公司债券无担保。

本次可转换公司债券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。

（1）转股条款

初始转股价格的确定依据

本次可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况确定。

前 20 个交易日公司股票交易均价=前 20 个交易日公司股票交易总额/该 20 个交易日公司股票交易总量；前一交易日公司股票交易均价=前一交易日公司股票交易额/该日公司股票交易量。

转股价格的调整方法及计算公式

在本次可转换公司债券发行之后，若公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

派送红股或转增股本： $P_1 = P_0 / (1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P_1 = P_0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ 。

其中： P_1 为调整后转股价， P_0 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， A 为增发新股价或配股价， k 为增发新股或配股率， D 为每股派送现金股利。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在深圳证券交易所网站和中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登董事会决议公告，并在中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）指定的上市公司信息披露媒体上刊登转股价格调整的公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时期（如需）。当转股价格调整日为本次可转换公司债券持有人转股申请日或之后，转换股份登记日之前，则该持有人的转股申请按本公司调整后的转股价格执行。

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使本公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次可转换公司债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次可转换公司债券持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据当时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。

修正条款

在本次可转换公司债券存续期间，当公司 A 股股票在任意连续 20 个交易日中至少有 10 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价和前一交易日公司 A 股股票的交易均价，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

（2）赎回条款

到期赎回条款

在本次可转换公司债券期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构及主承销商协商确定。

有条件赎回条款

在本次可转换公司债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：

① 在本次可转换公司债券转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）。

② 当本次可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时。

当期应计利息的计算公式为： $I_A = B \times i \times t / 365$

I_A ：指当期应计利息；

B ：指本次可转换公司债券持有人持有的可转换公司债券票面总金额；

i ：指可转换公司债券当年票面利率；

t ：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

(3) 回售条款

有条件回售条款

本次可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司 A 股股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述 30 个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

本次可转换公司债券最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款

在本次可转换公司债券存续期内，若公司根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，本次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

2. 本次可转换公司债券募集资金用途

本次可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 70,000.00 万元（含），扣除发行费用后全部用于以下项目：

表 2 本次可转换公司债券募集资金用途（单位：万元）

序号	项目名称	总投资额	拟以募集资金投入金额
1	出境游业务平台	135,518.24	55,033.64
2	“出境云”大数据管理分析平台	56,299.58	14,966.36
合计		191,817.82	70,000.00

资料来源：公司提供

若本次发行扣除发行费用后的实际募集资金少于上述项目募集资金拟投入总额，在不改变本次募投项目的前提下，公司董事会可根据项目的实际需求，对上述项目的募集资金投入顺序和金额进行适当调整，募集资金不足部分由公司自筹解决。在本次发行募集资金到位之前，公司将根据募集资金投资项目进度的实际情况以自筹资金先行投入，并在募集资金到位后予以置换。

(1) 出境游业务平台

该项目将从渠道方面和产品方面进一步夯实公司的竞争优势。

渠道方面：线上方面，拟通过“电商平台升级项目”，优化改造现有出境游零售线上营销渠道，完善并扩充电子商务平台模块与功能，形成包括网站、分销系统、微信、APP、第三方交易平台在内的 B2B、B2C 销售渠道，强化出境游零售业务的线上渠道布局，提高运营效率。线下方面，拟通

过“实体营销网络拓展项目”加大实体门店建设力度，丰富实体门店类型，完善零售网络的全国布局，建立线上线下结合的服务体系。

产品方面：基于散客化、差异化和个性化的发展趋势，综合考虑出境游目的地、消费能力与消费意愿、我国公众休假特点、客户时间要求等因素，开发符合不同层次需求，有主题、有特色、性价比高的旅游产品，大力发展自由行、高端旅游、体育旅游、健康旅游四个项目。

表 3 出境游平台项目资金安排及财务预测（单位：万元）

序号	项目名称	总投资额	拟以募集资金投入金额	年平均销售收入	年平均净利润
1	电商平台升级	27,191.30	21,377.90	110,269.99	6,836.10
2	实体营销网络拓展	38,109.93	10,643.23	245,414.57	5,219.02
3	自由行项目	20,957.57	7,621.54	73,515.00	1,806.35
4	奇迹（高端旅游）项目	16,292.13	5,341.68	48,504.00	2,600.12
5	体育旅游项目	16,492.51	5,083.82	47,854.00	2,116.67
6	健康旅游项目	16,474.80	4,965.46	50,532.00	2,790.92
合计		135,518.24	55,033.64	576,089.56	21,369.18

资料来源：公司提供

注：以上项目预测期为10年，建设期3年，经营期7年。

该项目总投资为 135,518.24 万元，其中计入本次募集资金金额为 55,033.64 万元，具体包括各类软硬件设备的购置、办公设备的购置、各类实体店的装修投入等资本性支出，而租赁物业的租金、员工薪酬、铺底流动资金、办公费等各类费用支出以及自有物业的购置合计 80,484.60 万元由公司自筹资金解决。

公司已就该出境游业务平台建设项目进行了固定资产投资项目备案，并取得北京市朝阳区发展和改革委员会京朝阳发改（备）[2015]75 号项目备案通知书。本项目预测期 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 576,08.57 万元，年平均净利润 21,369.18 万元。

（2）“出境云”大数据管理分析平台

该平台包含营销中心、产品中心、财务中心、服务中心、资源中心、决策中心六个子系统，为公司出境游业务平台、目的地生活服务平台、海外教育服务平台、移民置业服务平台和出境互联网金融平台等子平台提供接口，实现资源、客源、渠道的统一管理，对出境游、整合营销服务、游学及留学教育、移民置业、健康医疗、出境及海外金融、保险等各类出境服务业务客源地和资源地大数据进行管理分析，从而发现消费者需求，同时整合内部业务部门及业务流程，为各类出境服务业务提供全方位后台支持，为企业全方位的管理提供保障。通过该平台的建立，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 出境游大数据管理分析平台资金安排（单位：万元）

序号	项目名称	总投资额
1	大数据中心机房及技术人员用房建设	20,000.00
2	硬件投入	12,820.00
3	软件系统建设	12,833.00
4	网络安全建设	1,046.58
5	大数据基础平台建设	6,000.00

6	平台运维	3,600.00
合计		56,299.58
本次募集配套资金投入		14,966.36

资料来源：公司提供

该项目投资总额为 56,299.58 万元，其中 14,966.36 万元由本次公开发行募集资金投入，具体包括各类软硬件设备的购置等资本性支出。

公司已就该“出境云”大数据管理分析平台建设项目进行了固定资产投资项目备案，并取得北京市朝阳区发展和改革委员会京朝阳发改（备）[2015]72 号项目备案通知书。本项目建设周期为 3 年。由于该项目属于信息化建设项目，具体经济效益无法测算。

三、行业分析

近年来公司的利润来源主要为出境游板块，公司处于旅游行业的出境游子行业。

1. 行业概况

旅游行业，国际上称为旅游产业，是凭借旅游资源和设施，专门或者主要从事招徕、接待游客、为其提供交通、游览、住宿、餐饮、购物、文娱等六个环节的综合性行业。旅游业是第三产业的重要组成部分，是世界上发展最快的新兴产业之一，被誉为“朝阳产业”。从业务分类来看，旅游业务包括入境游、国内游和出境游三大业务板块。本行业分析主要针对出境游展开。

从活动的形式来看，我国出境游大体上沿着“港澳游”、“边境游”和“出国旅游”的顺序逐渐发展起来；我国出境游始于 1988 年，为满足归侨、侨眷及相关人员的探亲需要而进行的；其后 1990 年开放了新加坡、马来西亚等，1992 年新增菲律宾。当时只有 9 家旅行社被允许经营出境业务，市场处于垄断状态。1997 年中国国家旅游局施行了《中国公民自费出国旅游管理暂行办法》，并审批了 67 家组团社，中国政府正式开始将出境旅游纳入政府的法制管理，自费出国旅游正式开始，但此时出境游在经营上仍然处于高度垄断阶段，出游目的地基本上集中于中国周边国家和地区，国家对出境旅游的人数实行总量控制和配额管理。1999 年，澳大利亚正式成为中国公民自费出境旅游目的地国家，成为首个获得旅游目的地国家资格的西方国家；同年，澳大利亚、新西兰在北京、上海、广州范围内全面开展组团业务。从此中国公民的出境游正式拉开序幕。从 2004 年开始，随着中国加入世贸组织协议，中国出境旅游呈现突破性发展，进入快速发展阶段。

随着人均可支配收入和闲暇时间的增加，以及法定节假日和带薪休假制度等相关政策的实行，中国公民出境旅游的需求日益强烈，中国出境旅游业迅猛发展，中国公民出境旅游人数呈稳定增长态势。联合国下属世界旅游组织（UNWTO）日前发布的报告显示，2016 年中国大陆游客的境外消费总额达到 2,610 亿美元，较 2015 年增加 110 亿美元，若按人民币计算增幅达 12.00%；赴境外旅游的中国大陆游客数量增长 6.00%至 1.22 亿人次。

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。因此一些处在北京、上海的部分国际旅行社，在出境游发展阶段，利用国际航空口岸的交通优势和使领馆的地利，整合境外旅游资源，事先设计好旅游产品，通过全国各地旅行社同行，即旅游代理商推广并销售给终端消费者，并为终端消费者提供最终产品和服务，从而成功发展成为出境游批发商。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、华远国旅

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，如中国国旅、中旅总社、康辉集团、中青旅等。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。

从国外旅行社发展现状及历史来看，很多大型旅行社都是以批发或者零售起步，在具有一定的竞争优势后，在发展自身渠道优势的基础上构建批发渠道或零售渠道，形成批零一体化的经营模式。批零一体化的经营模式是旅行社做大做强的必经之路。

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、智行火车票、高铁管家、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。

我国经济正处于积极转型期，而旅游产业涉及“吃、住、行、游、购、娱”多方面，产业链覆盖面广、关联度高，旅游消费带动系数大，因此推动旅游业健康快速发展，正符合我国目前经济转型的需求，能够拉动餐饮、酒店、商业、交通运输业等相关产业的发展融合和转型升级，对我国当前经济稳增长、调结构、保就业具有非常重要的意义。另一方面，与传统产业相比，旅游行业环境污染少、资源消耗低，是一个人与自然和谐共存、可持续发展的产业，因此旅游业也成为国家政策持续保驾护航的服务行业之一。

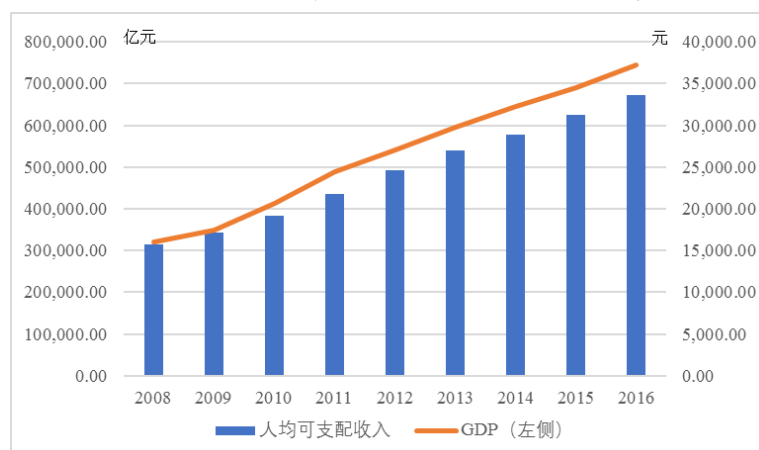
总体看，旅游行业作为第三产业的重要组成部分，近年来发展较快，未来随着我国经济的不断发展和人民收入水平的提高，我国出境旅游市场面临良好的外部发展环境。

2. 市场供需

(1) 需求方面

随着中国公民收入水平的逐步提高，旅游消费渐成为一种生活方式，包括国内旅游与出境在内的旅游市场呈现出蓬勃发展态势。2016 年，全国固定资产投资和社会消费品零售总额同比分别增长 8.10% 和 10.40%，第三产业投资同比增长 10.90%。2016 年，旅游投资继续保持快速增长，领跑第三产业，在国民经济发展中的带动作用更加凸显。2009~2015 年，全国旅游收入占 GDP 的比重不断上升，由 2009 年的 3.70% 上升至 2015 年的 5.99%，旅游产业成为拉动 GDP 的有效动力。

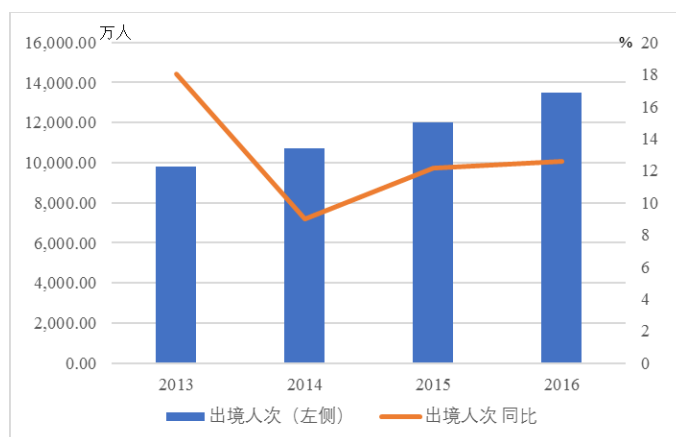
图1 2008~2016年GDP和国民可支配收入的关系



资料来源：Wind 资讯

近年来，我国经济迅速发展，GDP和国民可支配收入逐年提升，出境游人数同时也保持增长态势。自2006年起，中国出境旅游人数逐年攀升，平均保持每年13%的双位数增长，中国已经全面进入大旅游消费时代。2014~2016年，内地居民出境人次呈增长态势，分别为10,700.00万人次、12,000.00万人次和13,513.00万人次，同比分别增长8.98%、12.15%和12.61%，我国继续保持世界第一大出境旅游客源国的地位。据预测，2017年中国出境旅游人数将突破1.40亿人次，出境游市场未来将面临巨大的市场机遇。

图2 近年来我国内地居民出境人次及增速情况



数据来源：Wind 资讯

总体看，随着中国经济的稳定增长和消费的升级，日益庞大的消费群体为出境游市场带来巨大市场机遇。

（2）供给方面

从供给来看，旅行社上游供应主要涉及机票、签证、酒店、境外地接、旅游运输等上游资源，近年来，各大旅行社不断投入资源丰富产品线；具体从航线资源和签证等方面来分析。

从航线资源来看，前往泰国和日本的国际航班中，由二三线城市出发的数量显著增加，未来将有更多的二线城市增加更多的直飞航线，更多的国民今后不再需要前往一线城市机场出发。此外，高速交通体系的不断完善，将大大增加全国各旅游目的地的通达性，这也将大大缩短旅游人群整体的出境游时间，使得出境游更加便利。根据《中国铁路中长期规划》，到2020年我国将建成“八纵

八横”的高速铁路框架，全国铁路营业里程达到 12 万公里，覆盖全国 90%以上人口。根据《国家高速网规划》，国家高速公路网总规模约 8.5 万公里，覆盖 10 多亿人口；国家高速公路网将连接全所有的省会城市、83%的 50 万以上人口的大型城市和 74%的 20 万以上人口的中型城市，连接全国所有重要的交通枢纽城市。

签证方面，面对中国游客增多带来的巨大市场机遇，各国频频推出新政，通过简化签证流程、改进在华签证服务，以吸引更多中国游客。2016 年是“中美旅游年”，美国推出包括鼓励美国旅游行业开发更多有针对性的旅游产品和服务，推动航空部门提供更人性化服务等。除此之外，澳大利亚宣布将对对中国公民实行 10 年多次“常旅客签证”。这是澳大利亚首次对外国公民发放 10 年多次签证，以此吸引更多中国游客。法国实行更加便利的签证发放措施、提高住宿和餐饮等服务质量等，尽力增加中国游客在法停留天数。新西兰决定改善港口设施以便利大型游轮停泊、扩展国际航线，以吸引中国游客。截至 2017 年 1 月，持中国普通护照可以有条件免签或落地签前往的国家和地区已达 61 个，相比去年同期增加 9 个；其中，与中国互免普通护照签证的国家已达 9 个，单方面允许中国公民免签入境国家或地区有 15 个，单方面允许中国公民办理落地签证国家和地区有 37 个，中国公民出境旅游目的地已扩大到 151 个国家和地区。

总体看，出境游市场潜力巨大，得益于各项资源供应的不断完善，行业未来发展向好。

3. 行业竞争

近年来我国旅行社营业收入逐年大幅增长，2015 年实现营业收入 4,189.01 亿元，同比增长 10.72%；全国旅行社数量也呈逐年增长态势，由 2010 年的 22,784 家增长至 2015 年的为 27,621 家，增长幅度较大。以 2015 年内的数据测算，每家企业平均收入规模仅为 1,516.60 万元，收入规模较小。2016 年，营收规模超百亿的巨型旅行社全国范围内不超过 10 家，总体看市场还是有着较强的分散性。此外，旅行社行业销售毛利率逐年下降，行业竞争日渐激烈。

目前，开展境外游的旅行社中，规模较大的旅行社多以批发和零售相结合的方式，以及更多的线上和线下相结合的方式经营，拓展更多的产品模式，所获得的市场份额和销售额也相应较大，行业内规模大的旅行社具有更多的客户资源以及规模优势。而行业内规模较大的旅行社多以收购的方式，拓展旅游资源以及扩大规模和降低营运成本。其中，例如 A 股上市的国有旅行社代表是中国国旅股份有限公司（以下简称“中国国旅”）和中青旅控股股份有限公司（以下简称“中青旅”）。2016 年，这两家公司的旅行社业务在营收上保持了一定的规模，其中中国国旅实现营业收入 223.90 亿元，中青旅实现营业收入 103.27 亿元，但中国国旅增长乏力，同比增长 5.16%，增速较上年下滑，而中青旅则同比下降 2.36%。而民营企业中，众信旅游、凯撒旅游以及南湖国旅为三家公司，主营批发与零售相结合的方式，保持较为稳定的增长。未来市场将线上线下流量的获取、创新产品和精细化服务能力、吸引年轻一代，挖掘个性化、体验性强的目的地旅游和活动等方面开展多方面多层次的竞争。

总体看，目前国内出境游行业整体竞争较为激烈，行业集中度较低。

4. 行业政策

中国旅游业作为第三产业的主要支柱行业，其在调整产业结构、节约资源、创造就业机会、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。旅游业主要受国家旅游局、公安部、工商局按照“政府主导、属地管理、部门联动、行业自律、各司其职、齐抓共管”的原则联动管理。

2012年2月16日，中国人民银行等七部委下发《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》，指出支持旅游资源丰富、管理体制清晰、符合国家旅游发展战略和发行上市条件的旅游企业上市融资；积极通过企业债、公司债、短期融资券、中期票据、中小企业集合票据等债务融资工具，进一步加强债券市场对旅游企业的支持力度。

2013年2月2日，国务院办公厅下发《国民旅游休闲纲要（2013-2020）》，提出到2020年职工带薪年休假制度基本得到落实，城乡居民旅游休闲消费水平大幅增长的发展目标，并提出大力发展旅游业、扩大旅游消费的几大措施。

2013年11月，中共中央、国务院印发《党政机关厉行节约反对浪费条例》（以下简称“《条例》”），并发出通知，要求各地区各部门认真贯彻执行。《条例》中明确列示“国内差旅和因公临时出国（境）”，对公务出行的费用标准进行严格把控，并且“严禁无明确公务目的的差旅活动，严禁以公务差旅为名变相旅游，严禁异地部门间无实质内容的学习交流和考察调研。”

2014年8月21日，国务院发布《关于促进旅游业改革发展的若干意见》，意见提出，要增强旅游发展动力，扩张旅游发展空间。在政府扶持旅游消费方面部署了四大方面的重要措施。

2015年8月4日，国务院办公厅印发《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》，提出六方面26条具体措施，并指出旅游业是我国经济社会发展的综合性产业，是国民经济和现代服务业的重要组成部分。通过改革创新促进旅游投资和消费，对于推动现代服务业发展，增加就业和居民收入，提升人民生活品质，具有重要意义。

2016年3月，全国人大发布了《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，指出以重要旅游目的地城市为依托，优化免税店布局，培育发展国际消费中心；推进农业与旅游休闲、教育文化、健康养生等深度融合；大力发展旅游业，深入实施旅游业提质增效工程；大力发展红色旅游等内容。

2016年11月20日，国务院办公厅印发《国务院办公厅关于进一步扩大旅游文化体育健康养老教育培训等领域消费的意见》，指出围绕旅游、文化、体育、健康、养老、教育培训等重点领域，引导社会资本加大投入力度，通过提升服务品质、增加服务供给，不断释放潜在消费需求。加速升级旅游消费，以及制定出台邮轮旅游发展总体规划、制定出台游艇旅游发展指导意见、出台促进体育与旅游融合发展的指导意见，创新发展文化消费。

总体看，中央和地方政府近年来推行的旅游刺激方案存在积极意义，能够平缓因外部不利经济环境而带来的负面影响，对旅游行业支持力度渐强，最大限度保持中国旅游产业的相对平稳健康发展。

5. 行业关注

（1）出境游行业内竞争激烈

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，不利于旅行社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。2016年，行业外部环境较差，龙头旅行社因为目的地较分散、资金实力雄厚，能够抗风险，而2016年下半年至2017年年初大量中小旅行社被挤出，意味着行业竞争环境在优化，更利于龙头旅行社进一步抢占市场份额，并且有序竞争环境中也有利于公司维持较为稳定的毛利率水平。

（2）出境游较易受到目的地国家情况影响

随着国民收入增加、消费升级、签证便利等因素使得近年的中国出境游市场持续快速增长，随之而来也带来了与目的地国家有关的安全问题。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，在近两年逐渐增多，例如受接连恐袭事件的影响，去年法国仅接待中国游客 160 万人次，同比下降了 27%，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。

总体看，出境旅游行业面临较为激烈的竞争环境，未来行业将出现分化，龙头企业将发挥其规模优势；同时，出境游由于涉及时间和空间范围广，容易受到目的地自然、经济、政策等因素影响。

6. 未来发展

（1）金融资本助力发展

2016年以来，国家旅游局着力旅游投资，在强化旅游发展的要素保障上取得突破。特别是要加强对旅游项目的金融支持，积极引导社会资本进入旅游业。与8家金融机构签订战略合作协议，“十三五”期间将为旅游产业发展提供2.10万亿元额度支持，与10家银行联合推出1,397个全国旅游投资优选项目，总投资1.60万亿元。

（2）“互联网+旅游”成为行业新的发展方向

据不完全统计，2016年，在线旅游类投资超过110起，投资总额超过1,000亿元。从投资类别看，在线旅游类投资领域趋于集中，已有投资主要集中于OTA¹类（27.70%），其次是出境旅游（15.80%）、旅游科技类公司（10.90%）、非标准住宿（9.90%）、B2B旅游（8.90%）、共享单车（7.90%）和在线租车（6.90%）等类别。2016年中国在线旅游市场持续扩大，艾瑞统计数据 displays，2016年中国在线旅游市场交易规模达6,026亿元，同比增长34.00%，预计2019年中国在线旅游市场交易规模将超万亿。未来在线旅游行业的投资并购活动将持续进行，其中，服务于头部企业整合旅游产业链上下游和出境发展战略的并购活动将成为主流，伴随着国内旅游市场大环境的稳定增长，“线上+线下”融合不断深化，在线旅游OTA企业在市场中地位将进一步得到强化，其市场营收规模将持续扩大。

（3）“一带一路”为行业带来发展机遇

在“一带一路”倡议下，以斯里兰卡、土耳其、俄罗斯、伊朗为代表的丝绸之路经济带沿线国家正逐渐成为中国出境旅游新的释放出口。未来5年，中国出境旅游将超过6亿人次，其中计划为“一带一路”沿线国家输送1.5亿人次中国游客，实现至少2,000亿美元旅游消费。

总体看，我国出境旅游行业未来发展市场广阔，且具备较多有利因素。

四、基础素质分析

1. 规模及竞争力

公司作为国内领先的大型出境旅游运营商，在欧洲、大洋洲、非洲、美洲等长线出国游及亚洲短线周边游上具有较强的竞争优势。截至2016年底，公司本部、全资子公司上海众信国际旅行社有限公司以及控股子公司竹园国际旅行社有限公司（以下简称“竹园国旅”）均已获得5A级旅行社评级。国家旅游局公布的《关于2014年度全国旅行社统计调查排强名单的公告》和《关于2015年度全国旅行社统计调查排强名单的公告》中，公司在“全国百强旅行社”中名列第三和第一；在“全国旅行社集团二十强”中名列第七和第四；竹园国旅在“2014~2015年全国百强旅行社”中分别名列第七和第六，行业地位和品牌知名度较高。

（1）规模优势

2015年，公司通过非公开发行股票收购竹园国旅，公司成为最大的欧洲产品批发商之一，公司通过不断强化业务协同效应，旅游服务收入从2014年上市当年的42.17亿元增长至2016年的101.04

亿元，服务人次同步大幅增长；其中出境游业务（批发和零售）收入由 2014 年的 35.35 亿元增长至 92.43 亿元，成为国内大型的出境游服务商。规模的扩大使得公司在旅游产品的丰富、资源整合及成本控制方面具有较强的优势。

（2）资源整合优势

公司拥有自己的机票代理资质，并与国内、国际 50 多家航空公司建立了长期紧密的合作关系，是多家航空公司的 A 类客户；与全球各大洲 90 多个国家和地区的 400 多个地接社通过签订协议等方式建立了合作关系；是业内为数不多的可以在欧美主要旅游目的地国家使领馆送签证的旅行社之一，在各国使领馆获得优先安排名额、优先送签、优先出签等优惠政策。

（3）渠道优势

公司总部在北京，在上海、成都、沈阳、武汉、西安、广州、天津、南京、杭州等主要城市设有分子公司，公司与全国超过 2,000 家代理商及其分支机构建立了长期稳定的合作关系，覆盖全国主要省市。公司批发业务已在全国主要一、二线城市建立销售队伍，并将渠道进一步下沉至三、四线城市，同时辅以 PC 端与移动端同业分销系统，形成覆盖全国的线上线下批发销售体系；零售业务通过门店、网站和移动端平台、呼叫中心、大客户拓展、会员制营销及第三方平台等方式销售给终端消费者，正在形成覆盖华北、华东、华中地区主要城市的零售体系。公司自建企业资源管理系统，实现产品、价格和库存的实时对接及在线预订，提升资源的利用效率。

（4）业务协同优势

随着公司发展战略的逐步实施，打通出境游上中下游产业链，在原有的出境游批发、出境游零售、整合营销服务三大业务协同的基础上，带动其他包括游学、移民置业、旅游金融、健康医疗等出境服务业务发展，核心出境游业务与“旅游+”业务互相促进、协同发展，进一步巩固加强了业务协同优势。

总体看，公司作为国内大型出境服务提供商，在资源整合、渠道、产业链延伸等方面具有较强的竞争优势。

2. 人员素质

公司现有董事长 1 人，高级管理人员 10 人，其中总经理 1 人，副总经理 9 人，公司高管人员在旅游行业从业多年，熟悉公司经营管理特点和发展方向，拥有丰富的行业经验和企业管理经验。

公司董事长冯滨，男，1964 年 7 月出生，汉族，高中学历；曾任北京福康旅行社（北辰旅游）部门经理、北京国际商旅公司部门经理、中信旅游总公司部门经理、中商国际旅行社部门经理；2005 年 8 月至 2006 年 6 月任北京众信国际旅行社有限公司总经理，2006 年 6 月至 2008 年 6 月任北京众信国际旅行社有限公司董事长、总经理，2008 年 6 月至 2016 年 9 月，任公司董事长、总经理。2016 年 9 月至今，任公司董事长。

公司总经理曹建，男，1972 年 1 月出生，本科学历；曾任北京国际饭店销售经理、北京朗曼文化发展公司副总经理、北京国际商旅公司销售经理、中信旅游总公司销售经理、中商国际旅行社部门副经理；2005 年 8 月至 2006 年 6 月，任北京众信国际旅行社有限公司副总经理；2008 年 6 月至 2016 年 9 月，任众信旅游集团股份有限公司副总经理，其中 2009 年 10 月至 2015 年 11 月兼任公司董事会秘书；2016 年 9 月至今，任公司董事兼总经理。

截至 2016 年底，公司在职员工 3,987 人，从文化程度看，本科及以上学历 1,788 人，占比 44.85%；大专 1,885 人，占比 47.28%，其余 314 人，占比 7.87%；从职能看，业务人员 3,410 人，占比 85.53%；财务人员 178 人，占比 4.46%；研发人员 141 人，占比 3.54%；其余为行政人员和管理人员。

总体看，公司管理层具备多年的相关业务经历和企业管理经验；公司员工学历及岗位构成能够满足公司经营需要。

五、公司治理

1. 治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》以及其他有关规定，制订了《公司章程》，建立了股东大会、董事会、监事会以及在董事会领导下的管理层，并按照中国证监会《关于在上市公司中建立独立董事的指导意见》的精神建立了独立董事制度，形成了公司法人治理机构的基本框架。

公司设股东大会，由全体股东组成，股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名；公司董事由股东大会选举或更换，任期 3 年；董事任期届满，可连选连任。公司董事会设董事长 1 人，董事会选举产生。董事会负责执行股东大会的决议，决定公司的经营计划和投资方案，并履行制定公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设监事会，由 3 名监事组成；设监事会主席 1 人，由监事会选举产生；设职工监事 1 名，通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会主要负责对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，董事、经理和其他高级管理人员不得兼任监事。监事每届任期 3 年，监事任期届满，连选可以连任。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。公司总经理每届任期 3 年，连聘可以连任。总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作。公司副总经理由总经理提名，经董事会聘任或解聘，协助总经理开展工作，对总经理负责。

总体看，公司法人治理结构健全，有利于公司规范经营和不断发展。

2. 管理体制

截至 2016 年底，公司总部设有质量控制与培训部、财务部、战略投资部、人力资源部、企业管理部、证券事务部及法务部 7 个职能部门；公司制订了较为完善的内部控制制度，同时公司制定相关管理制度对公司本部及下属子公司进行管理。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》，适用于公司及其所有子公司和控股公司，从制度上保证会计核算和财务管理体系工作的规范化，并采取有效措施保证这些制度得到有效执行。

预算管理方面，公司制定了《预算管理制度》，规定公司的公司总经理负责审批年度预算方案，预算管理方面为财务部负责，包括建立和健全公司内部预算管理制度和流程，以及监控公司及分公司预算执行情况，定期组织预算分析，以及年末对预算完成情况进行评价和考核。

采购管理方面，公司每年年末通过对市场的预测来判断年采购计划，将其分配到季度和月度计划中实施，公司对供应商实施等级管理，每年根据供应商提供服务的质量来调整供应商的等级，若出现风险事件，公司将根据实际情况对供应商进行追偿。

对外投资方面，公司制定了《对外投资管理办法》，明确了公司总经理为公司对外投资实施的主要责任人，负责对已批准实施的对外投资项目的人、财、物进行计划、组织、监控，并应及时向董事会汇报投资进展情况，提出调整建议等，以利于董事会或股东大会及时对投资做出修订。

对外担保方面，公司制定了《对外担保管理办法》，规定公司对外担保实行统一管理，非经公司董事会或股东大会批准，任何人无权以公司名义签署对外担保的合同、协议或其他类似的法律文件，以规范对外担保行为，防范对外担保风险。

关联交易方面，公司制定了《关联交易管理办法》，规定了公司和关联法人交易在 300 万元（含 300 万元）且占公司最近一期经审计净资产绝对值 0.5% 以上（含 0.5%）以上的关联交易由董事会做出决议以及和关联方发生 3,000 万元（含 3000 万元）且占公司最近一期经审计净资产绝对值的 5% 以上（含 5%）的以上的关联交易由股东大会做出决议。公司拟与关联自然人发生的交易金额在人民币 30 万元以上（含 30 万元）的关联交易；公司拟与关联法人发生的交易金额在人民币 300 万元以上（含 300 万元）且占公司最近一期经审计净资产绝对值 0.5% 以上（含 0.5%）的关联交易，由公司董事会作出决议。

资金管理方面，公司在《财务管理制度》中明确各项资金支付审批权限及审批程序，有效地控制公司成本费用和资金风险。

子公司管理方面，公司制定了《分、子公司管理制度》，适用于股份有限公司所属的分公司和子公司，股份公司对分、子公司实行集权和分权相结合的管理原则。对高级管理人员的任免、重大投资决策、年度经营预算及考核等充分行使管理和表决权，同时将赋予各分、子公司经营者的日常经营管理的充分的自主权。同时对子公司资本的投入、运营和收益进行监管，监控财务风险，提高股份公司的核心竞争力和资本运营效益。

外汇套期保值方面，公司制定了《外汇套期保值业务管理制度》，规定了公司不进行单纯以盈利为目的的外汇交易，公司单项或年度外汇套期保值计划的审核流程。

总体看，公司部门设置合理，内部管理制度较健全，公司建立的管理措施对公司正常经营和规范运作起到了较好的保障作用。

六、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、游学及换汇等）。2014~2016 年，公司营业总收入（包含小贷业务利息净收入）分别为 42.17 亿元、83.70 亿元和 101.04 亿元，年均复合增长 54.79%；净利润分别为 1.09 亿元、2.10 亿元和 2.45 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 50.25%，主要系出境游批发业务持续大幅增长所致。

公司收入主要来源于出境游（包括批发和零售）和整合营销业务，近三年上述业务收入合计占比均在 98% 以上，公司的主营业务突出。分业务板块来看，2014~2016 年，公司出境游业务（批发和零售）收入合计分别为 35.35 亿元、74.94 亿元和 92.43 亿元，其中 2015 年同比增长 112.00%，主要系非同一控制下合并竹园国旅所致；2016 年同比增长 23.34%，主要系公司加大力度开发亚洲和美洲产品带动收入增长所致。2014~2016 年，公司的整合营销业务分别实现收入 6.82 亿元、8.08 亿元和 7.07 亿元，收入规模有所波动，主要与公司承接的客户类型变动有关。公司其他旅游业务主要为国内旅游及机票代理，2015~2016 年其收入分别为 0.64 亿元和 1.34 亿元；其他行业产品主要为货币兑换和移民置业业务，近三年分别实现收入 44.29 万元、491.37 万元和 864.52 万元，整体规模较小，对公司收入影响较小。

表 5 2014~2016 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
出境游批发	25.21	59.78	7.71	58.44	69.82	7.20	74.40	73.72	8.27
出境游零售	10.14	24.05	12.03	16.50	19.71	15.28	18.03	17.86	15.44
整合营销服务	6.82	16.16	7.84	8.08	9.66	8.06	7.07	7.00	10.35
其他旅游业务	--	--	--	0.64	0.76	37.18	1.34	1.33	51.64
其他行业产品	0.00	0.01	41.15	0.05	0.06	96.30	0.09	0.09	99.27
合计	42.17	100.00	8.77	83.70	100.00	9.16	100.93	100.00	10.35

资料来源：公司年报、联合评级整理。

注：部分产品收入出现 0.00 的情况，是由于按亿元计算造成。

从毛利率来看，由于公司出境游批发业务面向传统旅行社代理商和在线旅游代理商等同业客户，走批量路线，2014 年出境游批发毛利率为 7.71%；2015 年，公司加大了对日本、东南亚等亚洲短线业务的开拓力度，短线业务收入占比提升。由于短线业务毛利率相对较低，使得公司 2015 年出境游毛利率较 2014 年有所降低。同时，随着在线旅游和自由行的兴起，出境游行业竞争加剧，公司出境游业务毛利率有所下降，使得公司毛利率也随之下降至 7.20%；2016 年，公司加大集中采购力度，发展包机业务，同时采取目的地均衡策略开发多种产品，使得当年毛利率提高了 1.07 个百分点至 8.27%。公司出境游零售业务主要针对散客，除传统的成熟路线外同时包含部分定制产品，因此定价较为灵活，近三年毛利率相对较高，分别为 12.03%、15.28%和 15.44%。公司整合营销服务主要为企业客户提供商务奖励旅游；2016 年该板块转型为企业客户提供营销咨询、境内外大型项目的策划运营、境内外会议执行服务等综合营销服务，该板块业务一般是一单一价，近三年毛利率分别为 7.84%、8.06%和 10.35%，2016 年毛利率较高，主要系公司引入毛利率较高的活动公关策划业务。受上述因素影响，2014~2016 年，公司综合毛利率分别为 8.77%、9.16%和 10.35%，逐年上升。

2017 年 1~3 月，公司实现营业总收入 22.40 亿元，较上年同期增长 11.50%；实现净利润 0.59 亿元，较上年同期增长 47.75%，主要系一季度毛利润的增速大于期间费用的增速所致；公司 2017 年一季度业务发展情况较好。

总体看，公司主要收入来自于出境游业务，近三年营业收入及净利润均呈持续快速增长的态势；综合毛利率水平持续上升。

2. 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。

（1）地接服务

地接服务主要指境外地接社提供的服务，服务项目主要包括安排酒店、境外餐厅、旅游运输等综合服务。公司在综合考虑目的地接待设施完善程度和成本效益等因素后，或者通过境外地接社采购上述综合服务项目，或者公司直接与境外酒店、旅游运输、餐厅等服务商联系，对接待服务实行分项采购。2014~2016 年，公司采购地接服务占总采购成本的比分别为 42.67%、32.59%和 31.82%，呈逐年下降趋势。

在地接服务采购的供应商选择范围上，公司在国家旅游局网站上公布的目的地国家或地区中具有接待中国公民资格的境外地接社中进行选择；公司选择地接社主要从常旅游团队接待能力、合规酒店数量、交通运输公司数量、安全保障措施、以往的接待质量及投诉率、客户满意度、突发事件

的解决能力等方面进行考虑，在对各境外地接社进行严格的筛选考核后，将相应的旅游接待服务供应商加入公司合格供应商名录，并纳入 ERP 系统，进行集中采购，以保证获得优惠的价格和服务质量。

采购模式上，公司采取与供应商签订长期合作协议，采用集中采购和远期采购等方式控制成本。其中，集中采购指将出境旅游业务所需各项服务集中到主要的地接旅行社进行采购，以取得更加优惠的价格；远期采购指公司各产品部门在每年年底根据当年线路产品统计数据及下一年度产品销售任务预算，签订全年合作方案，预订所需的大部分资源。

（2）机票、酒店、保险等各类单项服务的采购

公司具有机票代理资质，并于国内、国际 50 多家航空公司建立了长期的合作关系，是多家航空公司的 A 类客户，公司机票采购使用远期采购和集中采购的方式，根据过往的销售数据及对未来的预测，提前 3~6 个月向航空公司预先提交年度或季度的座位需求，以保证价格优惠和充足的机位；在部分情况下，公司可能会联合其他旅行社向航空公司采购机票。对其他单项产品的采购主要实行集中采购，保证产品的质量和丰富度，控制产品成本。

结算方面，对于机票、签证及酒店餐厅类单项服务，公司主要采用预付款的方式与供应商结算，地接服务具有一定的账期，一般为 3~6 个月，主要支付方式为银行转账。公司主要经营出境旅游业务，公司的旅游服务活动大都发生在境外，主要以人民币对客户进行报价收费，以供应商所在地外币进行资源采购。公司根据外汇汇率的波动，选择在汇率合理时进行相应币种的购汇结算，为防范控制人民币汇率大幅波动对公司生产经营成本造成的不利影响，公司同时开展外汇套期保值业务，以减少汇率波动对公司业绩的影响。

公司采购成本中主要为机票款和地接费，2014~2016 年，二者合计占比均在 90%以上。分采购产品来看，公司第一大成本为机票款，随着公司业务规模的快速扩张，近三年其采购金额分别为 20.98 亿元、46.39 亿元和 55.15 亿元，年均复合增长 62.13%，占总成本比例分别为 48.64%、61.32%和 61.39%；其次为地接服务，近三年也随业务增长呈逐年增长态势，采购金额分别为 14.78 亿元、24.65 亿元和 28.58 亿元，占比分别为 42.67%、32.59%和 31.82%。

表 6 2014~2016 年公司营业成本构成（单位：亿元、%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
机票款	20.98	48.64	46.39	61.32	55.15	61.39
地接费	14.78	42.67	24.65	32.59	28.58	31.82
签证费	1.32	4.08	2.10	2.78	2.41	2.68
酒店餐厅及景点门票	1.09	3.06	2.16	2.85	3.34	3.72
其他费用	0.31	1.56	0.35	0.46	0.35	0.39
合计	38.47	100.00	75.65	100.00	89.83	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逐年下降，2014~2016 年，前五大采购商采购总额分别为 7.55 亿元、12.54 亿元和 14.54 亿元，占采购总额的比例分别为 19.63%、16.49%和 16.07%；但供应商稳定，主要为国内外知名航空公司及境外知名旅行社；供应商集中度虽然不高，但由于机票大型供应商有限且公司产品对机票供应的稳定性有一定要求，因此对机票供应商的依赖程度较高。

表 7 2014~2016 年公司前五大供应商采购情况（单位：亿元、%）

年份	--	供应商	采购项目	金额	占总采购额的比
2014 年	1	中国国际航空股份有限公司	机票	3.26	8.47
	2	德国汉莎航空公司	机票	1.32	3.44
	3	中国东方航空股份有限公司	机票	1.12	2.90
	4	Kuoni Group	地接服务	1.07	2.79
	5	Havi Reizen ISC B.V.	地接服务	0.78	2.03
	合计	--	--	7.55	19.63
2015 年	1	中国国际航空股份有限公司	机票	4.79	6.30
	2	德国汉莎航空公司	机票	2.27	2.99
	3	中国东方航空股份有限公司	机票	2.04	2.68
	4	Kuoni Group	地接服务	2.01	2.64
	5	法国航空-荷兰皇家航空集团	机票	1.43	1.88
	合计	--	--	12.54	16.49
2016 年	1	中国东方航空股份有限公司	机票	4.54	5.02
	2	中国国际航空股份有限公司	机票	3.36	3.71
	3	德国汉莎航空公司	机票	2.52	2.78
	4	鑫海国际旅行社有限公司	机票	2.32	2.57
	5	泰国酷鸟航空有限公司	机票	1.80	1.99
	合计	--	--	14.54	16.07

资料来源：公司提供

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；供应商选择流程严格，保障了产品质量，供应商较为稳定，采购集中度不高；但受机票大型供应商数量限制及对机票供应的稳定性的要求，公司对机票供应商的依赖程度较高。

3. 产品研发

（1）出境游业务

作为旅游产品制造者和服务提供商，公司建立了完整的产品研发体系，产品研发团队由产品经理、销售人员、市场推广人员和领队组成，主要职责为根据公司资源及市场现况，定期或不定期推出新产品、调整老产品、把控产品质量等；通过多年来对中国公民出境旅游市场的深入分析，公司出境游产品目前已形成六大系列，即：诚品系列、优品系列、金牌系列、睿享系列、尊享系列和主题系列，形成了金字塔式的产品结构；六大系列产品目的地均覆盖欧亚非洲、大洋洲及美洲，各个产品在日程安排、机票、酒店及其他定制服务等方便有所区别又相互补充；组织形式上，公司推出了“一家一团”、“达人带路”等独具特色的深度游、主题游、自助游或半自助游等旅游产品。公司产品线丰富，涵盖范围广。

2016 年初，公司引入“众信制造”概念，年初发布了 2016 年十二大主题系列产品，包括全球热练——户外运动主题之旅、达人带路——深度分享主题之旅、小小旅行家——亲子主题之旅、旅途星线路——影视同款主题之旅等。2016 年，公司重点进行了俄罗斯产品的研发，独家携手俄罗斯维姆航空公司在 2016 年 6 至 10 月出境旺季期间推出定期航班，航线覆盖北京、上海、广州三大客源城市，及莫斯科、圣彼得堡两大著名世界文化遗产目的地，设计出包括“一价全包金牌系列”、“光荣绽放系列”、“北国浪漫系列”等赴俄游产品体系，俄罗斯产品收入增长 90%，从季节性产品变为一个全年性产品。

表 8 公司出境游主要产品系列

产品	产品特点
诚品	基于严格的成本控制，为大众旅游消费者提供经济、常规的旅游产品，具有团期密集、出发日期可选择性强、行程紧凑、游览项目丰富、涵盖经典景观、价格经济的特点。此系列产品市场成熟，适合普通消费者，尤其是首次出国的旅游者。
优品	相对于常规旅游产品，精选出线路精华，游览经典旅游景点外，精心安排当地特色景点或活动，深入体验当地的文化艺术与人文风情，食宿接待标准高于诚品系列产品，行程追求深度、内容更加丰富。
金牌	基于优质资源深度设计开发出的差异化、引领性产品。行程安排更具匠心，选取常规产品覆盖不到的景点深度游览，行程亮点突出。同时充分考虑目标客户的深层次需求，服务细节设计更精准，提供更舒适、更轻松、更有趣的旅行体验。
睿享	为崇尚品质生活的人群提供精致、深度的旅行体验，并通过鲜明的主题划分，满足不同社群的旅行消费诉求。“轻奢”是睿享的核心理念，代表着对高品质生活细节的追求。
尊享	精致贵宾小团，精选的旅游景点和体验式活动相结合，采用优质航空公司、全程 5 星级酒店（或城堡酒店或特色设计酒店），是为追求高品质的旅游者提供的高端产品，产品内容具有同期市场唯一性。
主题	产品具有鲜明主题，大多与目的地旅游局、景区景点、航空公司合作开发，产品具有项目性、系列性、阶段性、季节性的特点。产品内容具有同期市场唯一性，市场影响力大。

资料来源：公司提供、联合评级整理

公司的出境游产品研发以各产品部门为导向，市场推广部与营销中心相配合的方式展开。公司产品研发注重差异化、专业性和独创性。在产品需求开发阶段，首先由产品部门根据代理商、门店及呼叫中心等销售渠道反馈以及发放问卷等方式，主动进行市场调研，了解客户的需求及变化，不断寻求市场热点，设计产品；在产品研发和采购阶段，产品经理必须充分掌握各项资源的特点，如航班搭配、酒店等级及实施条件、旅游车辆车况、交通及路况和景区的情况等，确保线路编排的合理性，产品的质量达到设计标准，满足参与者感受。此外，公司对每个产品的特色和卖点、行程设计与编排、酒店、车、餐厅等供应商评定，产品的质量与标准、参团旅游者感受等方面做详尽调研，经过跨部门或全公司范围的测试后正式上线。

（2）整合营销服务

公司整合营销业务的主要经营主体为子公司众信博睿整合营销咨询股份有限公司（以下简称“众信博睿”），2016 年，众信博睿由从事商务会奖业务的提供商逐步发展成为具有整合营销服务综合实力的商务服务提供商。公司通过将传统的商务服务与创意策划相结合，由原来单一的商务会议服务、单一的创意策划转变为以创意策划为核心，以会务执行服务为基础的全套方案，为客户提供品牌形象宣传、境内外大型及超大型项目的策划运营、目的地二次开发等多元化、一站式整合营销服务。

目前公司的主要业务为商务会奖服务。公司商务会奖服务以 U-Mice 为品牌，主要为企业、集团、政府等机构客户开展国内外商务考察、研修培训、奖励旅游、路演发布、文体交流、大型会议、参展览展等业务提供全方位咨询、策划、接待、执行的专业化服务。

公司的整合营销服务的产品研发主要围绕客户需求，按照整合资源、设计方案、编制项目预算、执行操作的流程执行。首先由公司的客户代表与企业客户进行前期沟通，全面、准确把握客户的真实需求；然后按客户要求的时间、目的地、预期效果、预算等进行前期方案设计，完成产品雏形，转交客户；经公司客户代表与客户论证后，正式提交客户审核，参与客户招标。中标后，根据客户反馈意见进行修正，直至客户确认，形成最终产品进入操作实施。

2016 年，众信博睿承接了 3000 人赴西班牙巴塞罗那综合方案、1500 人赴定制海岛解决方案（马尔代夫）、2500 人马来西亚之旅、500 人马来西亚之旅（客户首次境外大型会奖）、南极商务包船等大型活动。

总体看，公司出境游产品主要针对中高端消费者，产品类型全面，覆盖范围广，有一定的研发

能力；公司营销整合业务的业务流程标准化，与出境游业务形成协同优势。

4. 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。2016 年公司在广州、深圳设立了经营出境游批发业务的分公司，正式进入华南出境游市场腹地。截至 2016 年底，公司共建有百余家门店，主要位于北京、上海和天津地区。

公司建立了完善的业务流程和操作规范，自行开发了 ERP 综合运营管理系统，能够实现参团报名、收客、出签、出团等团队管理功能。在客人参团报名前，销售人员必须全面、准确的向客人介绍各项服务标准；出团前，由领队召开《行前说明会》，为客人讲解出团的注意事项和接待标准，提高客户满意度。公司制定了《领队服务管理制度》、《领队服务标准及工作规范》，对领队的服务工作提出了明确的要求；要求领队填写《领队日志》，采集境外接待服务的质量信息，督促境外接待方按照合同执行产品的质量要求；对违规和受到投诉的领队，视情节严重性给予停团甚至解聘等处罚。公司向旅游者发放《客人意见调查表》，了解客人对旅游质量的满意度，包括领队服务、行程安排、酒店、餐厅、交通等各项服务设施的满意度等。依照《客人意见调查表》的反馈信息，客诉部（客服中心）完成客户关系管理系统的信息录入，进行客人回访，统计和分析产品质量和客人满意度，并向产品部门反馈。

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。突发事件处理方面，公司制定了突发事件应急程度等相关文件，规定了“以人为本、救援第一”原则、“属地处理原则”、“信息畅通，及时上报原则”、“保存证据原则”等原则，要求公司尽一切可能为旅游者提供救治、救援、救助，主动应对，有效控制局势。

从定价模式来看，对于出境游预制产品，公司根据市场竞争情况，综合考虑成本及供求因素，根据产品销售区域不同，采取“成本+回报率”的模式确定零售价格；对于批发业务，公司在零售价格的基础上，考虑代理商的合理利润，确定产品的批发价格。公司对于批发业务和零售业务的终端销售价格采取“一价制原则”，即公司通过门店、呼叫中心、门店等零售渠道销售的同一零售产品与建议代理商向消费者收取的零售价格保持一致。营销整合业务方面，公司主要是考虑成本的基础上，以参与招投标的方式确定销售价格。

公司的出境游业务将其代理商从业务规模、合作历史等方面划分为一般代理商和优质代理商，一般代理商没有信用额度，公司会在其出境游团队发团前预收全部款项；优质代理商在出团前没有预付款项，在团队回程后支付款项。根据公司业务具体情况，经相关授权人员审批后，公司给予优质代理商一定的付款周期，一般在团队返回后 3 个月以内。整合营销业务客户主要为大型企业或政府部门，通常情况下不会发生预付款项；如果是大型活动，公司会与客户协商，要求在活动开始前支付一定比例的款项，一般不超过 50%，其他款项均在活动结束后支付。公司会根据客户的信用评价，给予 3~6 个月的账期。

从目的地来看，2014~2016 年，公司业务收入结构有所变化，但仍主要来源于欧洲产品及亚洲产品，2016 年占比分别为 40.07%和 40.89%。2014~2015 年，公司各个目的地项目收入均实现增长，其中欧洲和亚洲增幅较大，主要系公司于 2015 年通过非同一控制下企业合并竹园国旅所致。2016

年,公司实施目的地均衡战略,各目的地产品中除欧洲产品和非洲产品收入较 2015 年小幅下降之外,其他目的地产品收入均实现不同程度的增长。具体来看,2016 年受欧洲多发恐袭影响及自 2015 年底申根签证¹录指纹新规延长收客周期影响,公司重点进行了北欧、英国、俄罗斯产品的采购和推广,独家携手俄罗斯维姆航空公司在 2016 年 6~10 月出境旺季期间推出定期航班,使得欧洲产品在整体行业收入下降的情况下实现收入 41.23 亿元,较 2015 年基本持平。近年来,公司及子公司竹园国旅不断加大对泰国、东南亚海岛等产品开发,使得亚洲产品收入不断增长,近三年分别为 9.30 亿元、27.77 亿元和 41.23 亿元,占比也随之大幅提升,由 2014 年的 22.05%上升至 2016 年的 40.89%,收入规模和占比首次超过欧洲产品收入,成为 2016 年目的地中收入规模最大的目的地。美洲产品方面,公司借助东航国航等航空公司直飞美国的航班数量和落地城市点的增加,相应推出 8 个美国系列产品及美洲阿拉斯加航线邮轮产品,使得美洲产品收入同比大幅增长达 67.63%至 8.60 亿元,占比上升至 8.52%。随着未来公司目的地均衡战略的实施,公司业务抗风险的能力将进一步加强。

从客源地看,公司主要客源位于北京及华东地区,2016 年其占营业收入比例分别为 43.99%和 25.23%。

表 9 2014~2016 年公司出境游-按目的地分类收入及占比情况(单位:亿元、%)

目的地	2014 年		2015 年		2016 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
欧洲	19.88	47.15	40.58	48.51	40.40	40.07
大洋洲	1.99	4.73	3.02	3.61	4.46	4.42
非洲	1.46	3.48	2.31	2.76	1.93	1.92
美洲	4.90	11.62	5.07	6.06	8.60	8.52
亚洲	9.30	22.05	27.77	33.20	41.23	40.89
国内	4.63	10.98	4.90	5.86	4.22	4.18
合计	42.17	100.00	83.65	100.00	100.84	100.00

资料来源:公司提供

注:合计数与营业收入不相等主要是由于公司具有少量商品销售商品业务不具备目的地属性

从产品价格来看,欧洲、亚洲属于国内游客境外游传统目的地,线路较为成熟,市场竞争充分;随着境外游市场的发展及竞争程度加剧,特别是 2015 年旅游业线上线下资源整合及互联网公司进入,其价格亦随之走低。分业务板块来看,出境游业务中,2014~2016 年,欧洲产品单价分别为 14,124.45 元/人次、11,794.80 元/人次及 12,468.97 元/人次;亚洲产品单价分别为 4,353.67 元/人次、4,052.80 元/人及 4,039.18 元/人次。整合营销板块单价普遍高于出境游业务,同受 2015 年业内竞争及后续影响,欧洲游项目单价年均复合下降 6.16%至 19,107.90 元/人次;亚洲游项目单价年均复合下降 24.62%至 7,080.17 元/人次。

表 10 2014~2017 年 1~3 月公司出境游产品均价(按目的地)(单位:元/人次)

目的地	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
欧洲	14,124.45	11,794.80	12,468.07	11,457.36
大洋洲	12,039.89	13,401.68	13,735.06	17,293.85
非洲	10,556.20	8,486.92	8,673.10	10,754.27
美洲	13,698.64	13,689.08	14,819.67	15,179.01

¹指根据申根协议而签发的签证。这项协议规定了成员国的单一签证政策。据此协议,任何一个申根成员国签发的签证,在所有其他成员国也被视作有效,而无需另外申请签证。

亚洲	4,353.67	4,052.80	4,039.18	4,942.86
----	----------	----------	----------	----------

资料来源：公司提供

表 11 2014~2017 年 1~3 月公司整合营销产品均价（按目的地）（单位：元/人次）

目的地	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
欧洲	21,697.61	15,127.72	19,107.90	17,598.15
大洋洲	15,638.09	21,806.73	17,723.49	16,013.31
非洲	10,357.66	16,180.02	13,272.09	16,126.41
美洲	21,545.39	26,370.71	26,269.50	23,301.97
亚洲	12,461.83	10,105.55	7,080.17	5,133.91
国内	1,694.55	1,399.34	1,275.08	1,178.57

资料来源：公司提供

从游客接待数量来看，公司 2015 年收购竹园国旅后，出境游接待人次大幅提升。近三年，公司整合营销板块游客接待人次有所波动，主要与每年公司接待活动数量和规模变动相关。

2014~2016 年，公司出境游前五大客户共计销售金额分别为 4.39 亿元、12.15 亿元和 17.94 亿元，占出境游业务的比重分别为 12.43%、16.22%和 19.41%，规模和占比不断上升；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。2014~2016 年，公司整合营销业务前五大客户销售金额分别为 2.95 亿元、2.74 亿元和 1.91 亿元，占整合营销业务的比分别为 43.34%、33.93%和 27.05%，呈不断下降趋势，主要系公司从规模和行业角度将客户群体扩大，不断向中小企业拓展，促进客户的多元化所致；公司整合营销业务客户集中度尚可。

总体看，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，近三年业务发展较快，接待游客人次逐年大幅增长，以欧洲和亚洲产品为主，主要目的地产品价格稳中有降；下游客户集中度尚可。

5. 其他旅游业务和其他行业产品

公司其他旅游业务为国内旅游、机票代理业务，2016 年实现收入 1.23 亿元；其他行业产品主要为货币兑换、商品销售收入和移民置业，2016 年实现收入 864.52 万元。2016 年，子公司北京悠联货币汇兑有限公司（以下简称“悠联货币”）通过竞标在北京首都机场 T3 航站楼开设了货币兑换网点，北京市兑换网点数量达 7 个，业务毛利率大幅提升。目前悠联货币已获得全国运营个人本外币货币兑换业务资质。未来悠联货币将依托公司的渠道资源，在全国主要口岸进行网点布局，加大“线上下单、线下提取”O2O 业务拓展力度。2016 年悠联货币引入境外购物退税代理业务，客人可以通过货币兑换网点及微信方式在国内办理退税，提升境外购物退税的便利性。

公司于 2015 年新设立了广州优贷小额贷款有限公司（以下简称“广州优贷”），当年实现利息净收入 16.26 万元；2016 年，广州优贷业务增长迅速，实现利息净收入 1,147.06 万元，全年累计放贷额达 4.7 亿元，资产质量良好，截至 2016 年底，广州优贷无坏账损失。

总体看，公司其他业务为出境游相关服务业务，目前发展良好，与出境游业务在功能上形成互补，有利于出境游业务竞争力的提升。

6. 经营效率

2014~2016 年，公司应收账款周转次数分别为 31.58 次、26.50 次和 20.10 次，呈下降态势，主要系公司收购竹园国旅，应收账款增长所致；总资产周转次数分别为 4.82 次、3.90 次和 2.80 次，持续下降。

从同行业上市公司比较情况看，公司应收账款周转次数和总资产周转次数处于行业较高水平，整体经营效率较高。

表 12 2016 年同行业上市公司盈利指标情况（单位：次）

股票代码	公司简称	应收账款周转率	总资产周转率
000976.SZ	凯撒旅游	13.15	1.49
601888.SH	中国国旅	24.18	1.36
600138.SH	中青旅	7.06	1.01
002707.SZ	众信旅游	20.08	2.80

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind 资讯。

总体看，从同行业上市公司对比来看，公司经营效率处于较高水平。

7. 关联交易

2016 年，公司采购商品/接受劳务发生的关联交易额为 1,060.03 万元；2014~2016 年，公司出售商品/提供劳务发生的关联交易金额分别为 120.46 万元、285.09 万元和 276.30 万元；相关交易定价均采用市场价，关联交易定价公允；均未超过获批额度；占同期营业收入和成本的比例极低。

总体看，公司关联交易规模较小且定价公允。

8. 重大事项

2016 年 10 月 20 日，子公司众信博睿收到全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具的《关于同意众信博睿整合营销咨询股份有限公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌的函》（股转系统函[2016]7243 号），同意众信博睿股票在全国中小企业股份转让系统挂牌，转让方式为协议转让。2016 年 11 月 14 日，众信博睿在全国中小企业股份转让系统正式挂牌公开转让，证券简称：众信博睿，证券代码：839541。

总体看，子公司众信博睿获批在全国中小企业股份转让系统挂牌，有助于提升公司整体竞争力。

9. 经营关注

（1）服务质量控制风险

旅游业直接面向游客，服务具有极为重要的地位。由于客观环境的多变性、游客偏好的多样性、极端天气变化的偶发性以及不同领队素质和能力的差异性等多种因素的影响，将有可能发生游客与服务提供商之间的服务纠纷。如果不能有效地保证服务质量、不断优化产品和服务、不能快速有效地解决纠纷，则会对品牌和业务产生不利影响。

（2）不可抗力风险

旅游行业受自然、政治、经济等因素的影响较大。自然灾害、各国签证政策、目的地政治局势不稳定、暴恐、罢工、流行性疾病等凡是影响到游客人身财产安全的事件，都将会影响游客的外出旅游选择，甚至直接导致该目的地不适合旅游，从而影响公司业绩。

（3）汇率变动风险

出境旅游业务主要以人民币对客户进行报价收费，以美元、欧元等外汇向境外合作伙伴进行资源采购，可能因人民币汇率变动导致采购成本出现变化；另汇率波动会影响产品价格与游客的出行意愿，将对那些对价格敏感性较高的客户造成一定的影响。因而汇率的波动将会对收入、利润构成影响。

10. 未来发展

未来，公司将在出境游批发、出境游零售和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、健康医疗等出境综合服务延伸，进一步完善出境综合服务。

具体实施上，出境游批发业务方面，公司将进一步发挥与竹园国旅的业务协同效应，提高资源获取能力，将渠道下沉至三四线城市，在广州、深圳分公司的基础上开拓华南市场，进一步扩大市场规模；零售业务方面，在扩充零售网点的同时强化零售产品的差异化服务，进一步完善华北市场，拓展华东、华中市场。上游资源拓展方面，公司将以外部合作、股权投资等方式布局主要旅游目的地资源，通过加强与航空公司的合作，以包机等合作方式开设新路线。

总体看，公司对未来产业布局和经营方向有着明确的规划，且切实可行，经营发展成果可期。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2016 年度合并财务报表均由北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见；公司 2017 年一季度财务数据未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 年修订）的披露规定编制。

从合并范围变化来看，2014 年纳入合并报表范围的子公司共有 7 家；2015 年合并范围较 2014 年增加 15 家，其中通过非同一控制下企业合并增加 4 家子公司、通过投资新设增加子公司 11 家；2016 年合并范围较 2015 年增加 13 家，其中通过非同一控制下企业合并增加 8 家，通过投资新设增加子公司 5 家；截至 2016 年末，公司合并范围的子公司共 35 家。近三年，公司多次股权收购子公司与设立子公司，合并报表范围变化较大，考虑到公司主营业务未发生变化，公司财务数据可比较性尚可。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 40.02 亿元，负债合计 20.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）19.62 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 18.01 亿元。2016 年，公司实现营业总收入 101.04 亿元，净利润（含少数股东损益）2.45 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.15 亿元；经营活动现金流量净额为 0.50 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.11 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 41.22 亿元，负债合计 21.03 亿元，所有者权益（含少数股东权益）20.20 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 18.49 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业总收入 22.40 亿元，净利润（含少数股东损益）0.59 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.50 亿元；经营活动现金流量净额为-2.15 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.10 亿元。

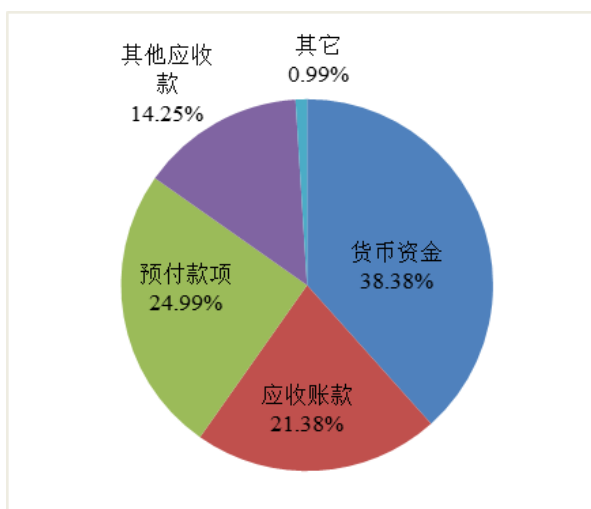
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产规模逐年大幅增加，年均复合增长率达 93.21%，主要系公司通过收购兼并以及设立子公司等方式扩大规模所致。截至 2016 年底，公司合并资产总额 40.02 亿元，较年初增长 24.37%；公司资产总额中流动资产和非流动资产占比分别为 60.69%和 39.31%，以流动资产为主。公司近三年流动资产占比不断下降，非流动资产占比不断上升，主要系公司通过收购兼并产生大额商誉所致。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 57.71%，主要来自货币资金、应收账款、预付款项和其他应收款的增长。截至 2016 年底，公司流动资产为 24.29 亿元，较年初增长 13.00%，其构成主要以货币资金（占比 38.38%）、应收账款（占比 21.38%）、预付款项（占比 24.99%）和其他应收款（占比 14.25%）为主，具体如下图所示。

图 3 截至 2016 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 49.98%。截至 2015 年底，公司货币资金 9.60 亿元，较 2014 年底增长 131.73%，主要系公司银行贷款增多以及收到定增款所致。截至 2016 年底，公司货币资金 9.32 亿元，较年初减少 2.93%。公司货币资金主要以银行存款（占比 95.32%）为主，无受限货币资金。

2014~2016 年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 77.57%。截至 2016 年底，公司应收账款账面价值 5.19 亿元，较年初增长 15.11%，主要系公司业务规模扩大所致。其中按照信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账面余额为 5.40 亿元，计提坏账准备 0.21 亿元，计提比例为 3.87%；其中，单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款账面余额为 87.79 万元，计提坏账准备比例为 100.00%。从账龄来看，公司信用风险特征组合中，公司应收账款主要为 1 年以内，占比为 97.95%，公司应收账款整体账龄较短。从集中度来看，按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款汇总金额 0.86 亿元，占应收账款余额比重为 15.89%，集中度较低。

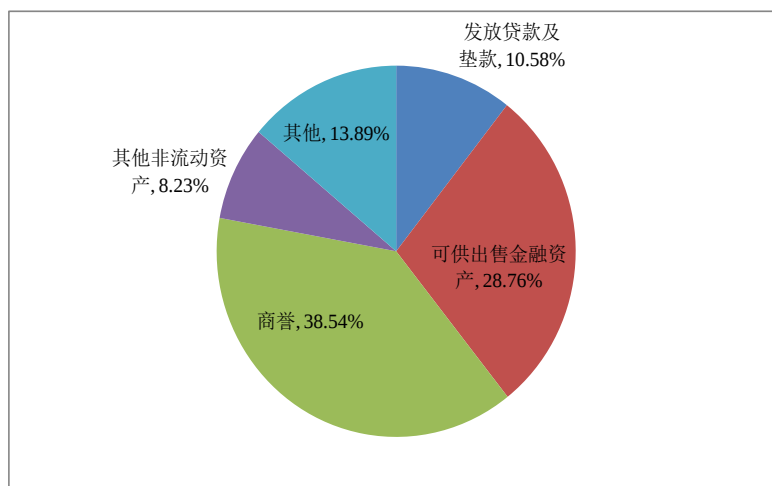
2014~2016 年，公司预付款项逐年增长，年均复合增长 66.31%，主要系公司向上游供应商采购机票量以及酒店等配套服务增长所致。截至 2016 年底，公司预付款项账面价值 6.07 亿元，较年初增长 26.72%；公司预付款项中按账龄划分 1 年以内的预付款项为 5.98 亿元，占比 98.55%，预付款项账龄较短。从集中度来看，按预付对象归集的期末余额前五名的预付款汇总金额 1.21 亿元，占预付款项合计数的比例为 19.91%，集中度较低。

公司其他应收款主要由机票押金及其他押金构成。2014~2016 年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长 61.48%。截至 2016 年底，公司其他应收款 3.46 亿元，较上年增长 41.65%，主要系机票押金及其他押金增长所致。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 305.79%，主要系商誉和可供出售的金融资产稳定增长所致。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 15.73 亿元，较年初增长 47.24%；主要由发放贷款及垫款（占比 10.58%）、可供出售金融资产（占比 27.46%）和商誉（占比 38.54%）构成，如下图所示。

图 4 截至 2016 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司年报

注：其他主要包括固定资产、长期股权投资、无形资产、长期待摊费用和递延所得税资产。

截至 2014 年底，公司无发放贷款及垫款。公司于 2015 年通过新设方式设立广州优贷，开始开展小贷业务。截至 2016 年底，公司发放贷款及垫款为 1.66 亿元，较年初增长 91.23%，主要系子公司广州优贷增加贷款所致。

2014~2016 年，公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长率 1,978.37%，主要系公司对外投资增长所致。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 4.32 亿元，较上年增长 79.13%，主要系公司增加对 QYER Inc（穷游网）1.65 亿元和广州酷旅旅行社有限公司 0.40 亿元的投资所致。公司的其他可供出售金融资产主要是对 10 余家旅游行业相关的企业的投资，涉及金额较小；公司可供出售的金融资产均采用成本法进行初始计量，尚未出现计提减值的情况。

2014~2016 年，公司商誉快速增长，年均复合增长 1,352.40%，主要系公司不断收购非同一控制下股权产生的资本溢价所致。截至 2015 年底，公司商誉 5.47 亿元，较 2015 年初大幅增长 18947.19%，主要系公司通过向竹园国旅全体股东发行新股的方式收购了竹园国旅 70% 的股权，确认商誉 4.91 亿元所致。截至 2016 年底，公司商誉 6.06 亿元，较年初增长 10.75%，主要系公司收购上海新魅力国际旅行社有限公司（以下简称“上海新魅力”）100% 股权，确认商誉 0.47 亿元所致；公司商誉账面价值占资产总额的 15.15%。公司未对商誉计提减值准备。

公司的其他非流动资产主要是旅行社质量保证金、航协保证金、保险兼业资质保证金及公司通过中国民生银行股份有限公司提供给上海悠哉网络科技有限公司的委托贷款。2014~2016 年，公司其他非流动资产逐年增长，年均复合增长 33.68%，主要系行业保证金增长所致。截至 2016 年底，公司非流动资产为 15.73 亿元，较年初增长 47.24%，主要系航协保证金增长所致。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 41.22 亿元，较年初增长 3.01%；其中，流动资产占比 62.91%，非流动资产占比 37.09%，公司流动资产有所增长，资产结构仍以流动资产为主。

总体看，近年来，由于非同一控制下企业合并，公司资产规模大幅增长，以流动资产为主；公

司流动资产中货币资金和预付款项占比较大；公司非流动资产中商誉和可供出售的金融资产占比较大；公司整体资产质量尚可。

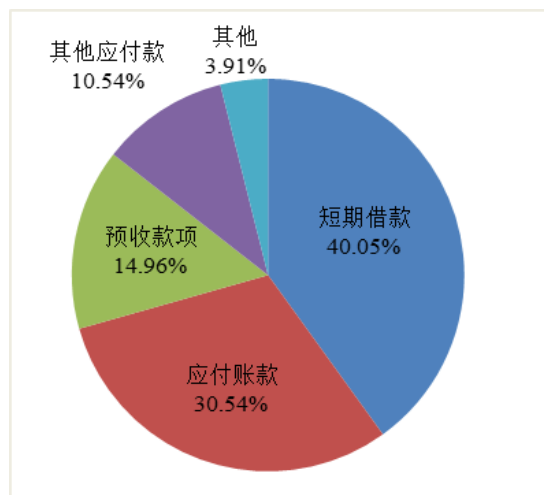
3. 负债及所有者权益

2014~2016 年，随着公司经营规模的扩大以及投资需求的增加，公司负债规模逐年增加，年均复合增长 103.99%，主要来自短期借款和应付账款的增长。截至 2016 年底，公司负债总额 20.40 亿元，较年初增长 32.21%，主要系流动负债大幅增长所致；公司负债中流动负债占比 98.24%，非流动负债占比 1.76%，公司负债以流动负债为主。

流动负债

2014~2016 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 102.19%，主要系公司短期借款、应付账款和其他应付款增长所致。截至 2016 年底，公司流动负债合计 20.04 亿元，较年初增长 29.89%，主要系短期借款和应付账款增加所致，其构成主要以短期借款（占比 40.05%）、应付账款（占比 30.54%）、预收款项（占比 14.96%）和其他应付款（占比 10.54%）为主，如下图所示。

图5 截至2016年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长 1,045.24%；截至 2016 年底，公司短期借款 8.03 亿元，较年初增长 29.44%，主要系公司经营规模扩大，增加银行贷款为补充日常经营所需流动资金所致。截至 2016 年底，公司短期借款中信用借款 7.65 亿元（占比 95.27%）、保证借款 0.38 亿元（占比 4.73%），短期借款以信用借款为主。

2014~2016 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 74.17%。截至 2016 年底，公司应付账款 6.12 亿元，较年初增长 28.94%，主要系公司业务量扩大，应付海外酒店和地接社的账款增加所致；公司应付账款主要以 1 年以内应付账款为主，其中 1 年以内（含 1 年）占比 99.13%。

2014~2016 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长率为 16.96%。截至 2015 年底，公司预收款项 3.25 亿元，较年初增长 48.34%，主要系公司业务规模扩大所致；截至 2016 年底，公司预收款项 3.00 亿元，较年初减少 7.78%；公司预收账款主要以 1 年期以内预收账款为主，其中 1 年期以内（含 1 年）占比 98.50%。

2014~2016 年，公司其他应付款不断增长，年均复合增长率为 135.25%，截至 2016 年底，公司其他应付款为 2.11 亿元，较年初增长 166.73%，主要系公司确认的限制性股票回购义务增长较多所

致。

非流动负债

2014~2015 年，公司无非流动负债；截至 2016 年底，公司非流动负债为 0.36 亿元，全部为长期应付款，主要系公司收购在欧洲运营旅客运输的 TELEFON TRAVEL SP.ZO.O（波兰车公司），其运营车辆为融资租赁方式获得，公司将其租赁付款额计入长期应付款所致。

2014~2016 年，公司全部债务分别为 0.06 亿元、6.20 亿元和 8.38 亿元，年均复合增长率为 1,070.52%，主要系短期债务增长所致；其中短期债务占比 95.73%，长期债务占比 4.27%，以短期债务为主。从债务指标来看，2014~2016 年，由于公司经营规模扩大、营运资金需求增加，负债水平和债务负担逐年上升，资产负债率分别为 45.72%、47.94%和 50.97%；公司全部债务资本化比率分别为 1.04%、27.01%和 29.93%；长期债务资本化比率分别 0%、0%和 1.79%，公司债务负担较轻，但债务结构有待优化。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 21.03 亿元，较年初增长 3.08%，主要系流动负债增加所致；其中流动负债占比 98.26%，非流动负债占比 1.74%，仍以流动负债为主。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务为 7.99 亿元，较年初下降 4.70%，主要系短期借款减少所致；其中短期债务占比 95.42%，长期债务占比 4.58%，仍以短期债务为主，债务结构有待优化。从债务指标来看，截至 2017 年 3 月底，公司资产负债率为 51.00%，全部债务资本化比率为 28.34%，长期债务资本化比率为 1.78%。

总体看，近年来，公司负债规模逐年增长，以流动负债为主；整体债务负担较轻，但短期偿债压力较大，债务结构有待优化。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 83.64%。截至 2016 年底，公司所有者权益 19.62 亿元，较年初增长 17.15%，主要系未分配利润增长所致；其中归属于母公司的所有者权益合计 18.01 亿元，占公司所有者权益的 91.77%；归属于母公司的所有者权益中，股本占比 46.85%、资本公积占比 21.96%、未分配利润占比 35.16%，股本和资本公积占比较高，稳定性较高。

2014~2016 年，公司股本分别为 0.59 亿元、4.18 亿元和 8.44 亿元，年均复合增长 277.57%。截至 2015 年底，公司股本较年初增长 605.41%，主要系公司非公开发行股票募集资金收购竹园国旅以及资本公积转增股本所致；截至 2016 年底，公司股本较年初增长 102.09%，主要系公司以资本公积转增股本所致。

公司 2014 年 9 月和 2016 年 3 月分别通过了限制性股票激励计划，2015 年和 2016 分别注销不满足条件的限制性股票，截至 2016 年底为 1.22 亿股，考虑到公司限制性股票激励为新发行股票，对公司所有者权益影响有限。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 20.20 亿元，较年初增长 2.93%，其中归属于母公司所有者权益 18.49 亿元，占比 91.52%；归属于母公司的所有者权益中，股本占比 45.64%、资本公积占比 21.40%、未分配利润占比 36.97%，公司所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，近年来，公司所有者权益增长较快，其中股本和资本公积占比较高，所有者权益稳定性较高。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业总收入大幅增长，分别为 42.17 亿元、83.70 亿元和 101.04 亿元，年均复合增长 54.79%。2016 年，公司实现营业总收入 101.04 亿元，同比增长 20.71%，主要系公司经营规模扩大所致。2014~2016 年，公司营业成本随着公司经营规模的扩大而相应增长，分别为 38.47 亿

元、76.04 亿元和 90.48 亿元，年均复合增长 53.36%，公司营业成本增速低于营业收入的增速；2016 年，公司营业成本为 90.48 亿元，同比增长 18.99%。2014~2016 年，公司利润总额和净利润持续增长，年均复合增长 46.43%和 50.25%，2016 年公司实现利润总额 3.18 亿元，实现净利润 2.45 亿元。

期间费用方面，2014~2016 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 88.89%，主要来自销售费用的增长。2016 年，公司费用合计 7.15 亿元，同比增长 55.27%，其中销售费用占比 76.52%、管理费用占比 21.33%、财务费用占比 2.15%，以销售费用为主。2014~2016 年，公司销售费用分别为 1.88 亿元、3.67 亿元和 5.47 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 70.73%；2016 年同比增长 49.18%，主要系 2016 年公司继续扩张零售门店数量，销售人员增加以致薪酬增加所致；近三年公司管理费用分别为 0.37 亿元、0.90 亿元和 1.53 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 102.58%，主要系公司管理人员人数增加，相关人员薪酬和办公费增加。2014~2016 年，公司财务费用分别为-0.24 亿元、0.04 亿元和 0.15 亿元，呈逐年增长趋势，主要系银行借款增加，相应增加利息支出增加所致。2014~2016 年，公司费用收入比分别为 4.76%、5.51%和 7.08%，呈上升趋势，期间费用对利润存在一定侵蚀，公司费用控制能力一般。

2014 年公司无投资收益；2015 年公司投资收益为-1,760.12 元；2016 年，公司投资收益为 0.58 亿元，占营业利润的比重为 1.83%，公司投资收益对营业利润的影响较小。

从盈利指标来看，2014~2016 年，公司营业利润率分别为 8.26%、8.63%和 10.29%，水平较低但呈逐年上升态势；公司总资本收益率分别为 24.95%、15.22%和 11.03%，总资产报酬率分别为 17.06%、12.47%和 9.79%，净资产收益率分别为 24.92%、18.58%和 13.50%，均呈下降趋势。从与国内同行业上市公司盈利指标比较来看，公司盈利能力处于行业中上水平（如下表所示）。

表 13 2016 年同行业上市公司盈利指标情况（单位：%）

股票代码	公司简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
000976.SZ	凯撒旅游	18.14	12.08	7.86
601888.SH	中国国旅	25.07	15.21	15.41
600138.SH	中青旅	23.79	9.92	9.83
002707.SZ	众信旅游	10.35	12.77	9.60

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind 资讯，净资产收益率计算口径为归属于母公司股东的净利润和权益，与本报告附表口径有一定差异。

2017 年 1~3 月，公司实现营业总收入 22.40 亿元，较上年同期增长 11.56%，主要系公司销售情况良好，收入增加所致；公司实现净利润 0.59 亿元，较上年同期增长 37.34%，主要系公司销售利润有所增长，营业税金及附加和财务费用有所下降所致，其中归属于母公司所有者的净利润 0.50 亿元，较上年同期增长 3.01%。

总体看，近年来，由于业务规模扩大，公司营业收入和净利润逐年增长，整体盈利能力处于行业中上水平。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2014~2016 年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 53.38%；2016 年，公司经营活动现金流入 100.48 亿元，同比增长 21.21%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 99.60 亿元，占比 99.13%，收到其他与经营活动有关的现金 0.79 亿元，占比 0.79%，公司收到的其他与经营活动有关的现金主要来自机票及其他押金。同期，公司经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 54.00%，2016 年，公司经营活动现金流出 99.98 亿元，同比增长 20.78%，其中购买商

品、接受劳务支付的现金 89.27 亿元，占比 89.29%，支付给职工以及为职工支付的现金 3.57 亿元，占比 3.58%。受上述因素影响，2014~2016 年，公司经营活动现金流量净额分别为 0.69 亿元、0.13 亿元和 0.50 亿元。从收入实现质量看，近三年公司现金收入比分别为 100.41%、97.86%和 98.58%，呈下降趋势，收入实现质量一般。

从投资活动看，2014~2016 年，公司投资活动产生的现金流入波动较大，三年分别为 25.80 万元、9.56 万元和 1,822.43 万元，其中 2015 年现金流入较少主要系公司处置固定资产、无形资产以及其他长期资产收回的现金较少所致。2016 年公司投资活动现金流入中收回投资收到的现金 1,500.00 万元，占比 82.31%；取得投资收益收到的现金 300.00 万元，占比 16.46%。2014~2016 年，公司投资活动现金流出持续增长，三年分别为 1.12 亿元、2.46 亿元和 3.04 亿元；2016 年公司投资活动现金流出较 2015 年增长 23.27%；主要系对外投资增长所致。受上述因素影响，2014~2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.11 亿元、-2.46 亿元和-2.85 亿元，净流出额持续增长。

从筹资活动情况来看，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入波动较大，三年分别为 3.46 亿元、11.92 亿元、11.19 亿元，年均复合增长 79.88%。2014~2016 年，公司筹资活动现金流出逐年增长，三年分别为 1.62 亿元、4.19 亿元和 8.95 亿元，年均复合增长 134.91%，主要系公司偿还债务支付的现金增加所致。受上述因素影响，2014~2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额波动较大，三年分别为 1.84 亿元、7.73 亿元和 2.24 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额-2.15 亿元，投资活动产生的现金流量净额 0.54 亿元，筹资活动产生的现金流量净额-0.50 亿元，现金及现金等价物增加额-2.10 亿元。

总体看，近年来，公司投资支出规模较大，经营活动产生的净现金流难以满足投资需求，存在一定的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2014~2016 年，公司流动比率分别为 1.99 倍、1.39 倍和 1.21 倍，速动比率分别为 1.99 倍、1.39 倍和 1.21 倍，呈逐年下降趋势，主要系流动负债增长速度大于流动资产增长速度所致。2014~2016 年，现金短期债务比分别为 67.73 倍、1.55 倍和 1.16 倍，2014 年现金短期债务比较高主要系公司短期债务较少所致，公司现金类资产对短期债务覆盖能力较强。综合来看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看，2014~2016 年，随着公司利润总额的不断增长，公司 EBITDA 也随之增长，三年分别为 1.55 亿元、2.78 亿元和 3.77 亿元，年均复合增长 55.93%；2016 年，公司 EBITDA 中，折旧占比 2.56%、摊销占比 3.61%、计入财务费用的利息支出占比 9.44%、利润总额占比 84.39%。近三年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 169.09 倍、28.43 倍和 10.60 倍，呈逐年下降趋势，但仍处于较高水平，EBITDA 对利息的保障能力较强；公司 EBITDA 全部债务比分别为 25.32 倍、0.45 倍和 0.45 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度较强；整体看，公司长期偿债能力很强。

截至 2017 年 3 月底，公司无重大未决诉讼事项和对外担保事项。

截至 2017 年 3 月底，公司拥有的银行授信总额 21.61 亿元，已使用授信额度 7.56 亿元，未使用授信额度 14.05 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司为深圳证券交易所上市公司，直接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1011010501118790P），截至 2017 年 5 月 10 日，公司已结清和未结清信贷信息中无关注类和不良/违约类信息，过往债务履约情况良好。

总体看，公司债务负担较轻，整体偿债能力很强。

八、本次可转换公司债券偿债能力分析

1. 本次可转换公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2017 年 3 月底，公司全部债务合计 7.99 亿元，本次拟发行可转换公司债券额度不超过人民币 7.00 亿元，相对于公司全部债务规模而言，发债额度规模较大。

以 2017 年 3 月底财务数据为基础，本次可转换公司债券发行后，在其他因素不变的情况下，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由 51.00%、28.34% 和 1.78% 上升至 58.11%、42.60% 和 26.72%，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。考虑到本次可转换公司债券存在到期转股的可能，预计转股后各项指标将低于上述测算值。

2. 本次可转换公司债券偿债能力分析

以 2016 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为本次可转换公司债券发行额度（7.00 亿元）的 0.54 倍和 14.35 倍，EBITDA 与经营现金流入量对本次可转换公司债券的覆盖程度较高；经营活动现金净流量为本次公司债券发行额度（7.00 亿元）的 0.07 倍，对本次可转换公司债券的覆盖程度一般。

从本次可转换公司债券的发行条款来看，由于公司做出了转股修正条款（任意连续 20 个交易日中至少有 10 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决），可能会降低转股价；同时制定了提前赎回条款（公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%，或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券），有利于促进债券持有人转股。公司还制定了回售条款（公司 A 股股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司），上述条款有利于鼓励投资者将持有的债券转股。本次可转换公司债券发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，同时，公司的募投项目未来发展前景较好，进入运营期后会提升公司的盈利能力，综合来看，公司偿债能力将进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内大型出境旅游服务提供商，在资源整合、渠道、产业链延伸等方面具有较强的竞争优势，近年来收入及盈利规模快速增长，以及公司本次可转换公司债券条款设置等因素，联合评级认为，公司对本次可转换公司债券的偿还能力很强。

九、综合评价

公司作为国内大型出境旅游服务提供商，在行业地位、品牌知名度、业务规模、资源整合能力、渠道覆盖和产业链延伸等方面具有竞争优势。同时，联合评级也关注到旅游行业竞争激烈，出境游行业易受目的地自然、政治、经济环境等因素影响，公司产品目的地集中度较高，商誉规模较大和债务结构不合理等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

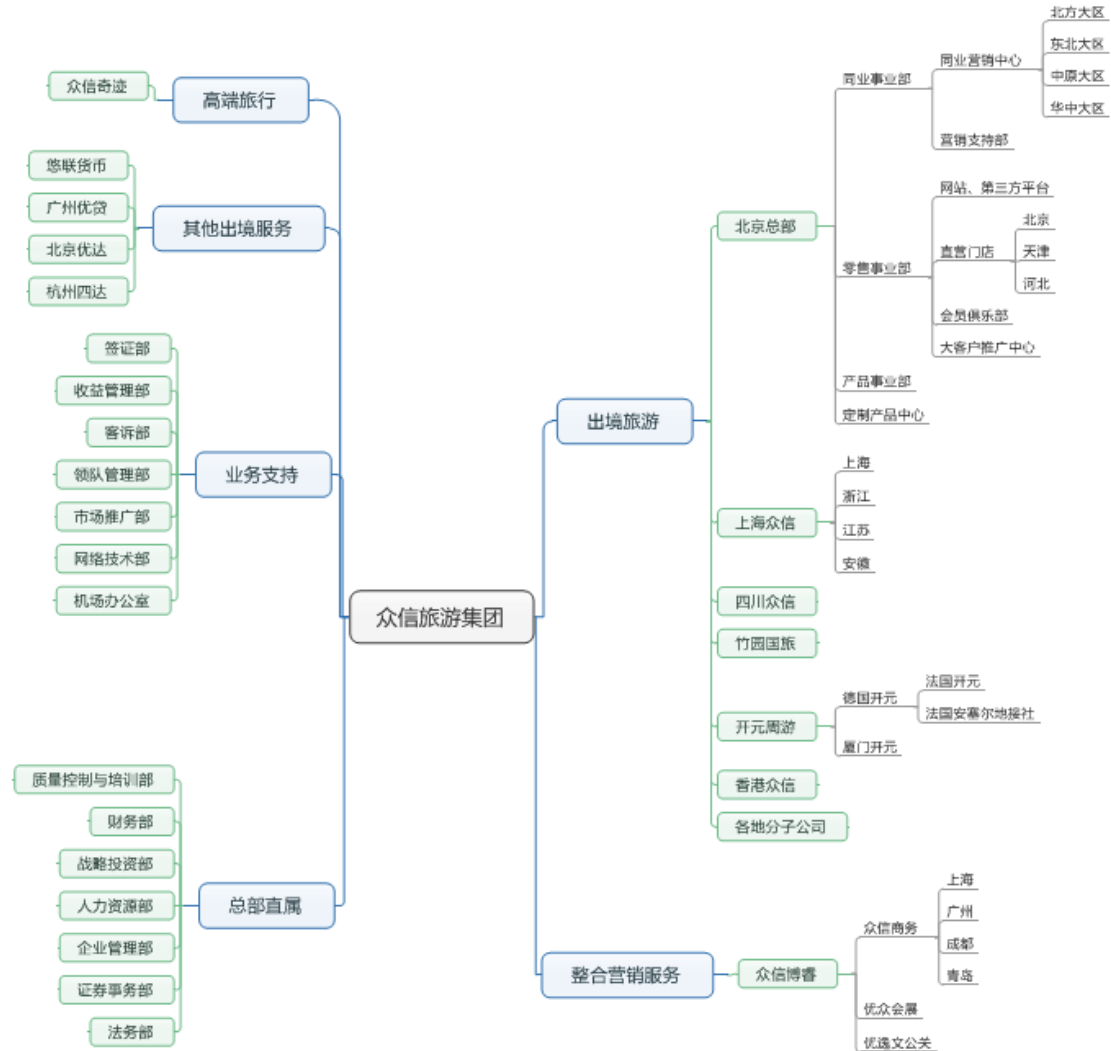
未来随着公司目的地均衡战略的进一步实施、产品线的不断丰富以及不同业务协同效应的强化，公司收入和盈利规模有望获得进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次可转换公司债券募投项目前景较好；从本次可转换公司债券设置的转股价格调整、转

股价格向下修正和赎回条款来看，本次可转换债券转股的可能性较大；考虑到未来转股因素，预计公司的资本结构有进一步优化的可能，偿债压力将得以减轻。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 众信旅游集团股份有限公司组织结构图



附件 2 众信旅游集团股份有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	10.72	32.18	40.02	41.22
所有者权益（亿元）	5.82	16.75	19.62	20.20
短期债务（亿元）	0.06	6.20	8.03	7.62
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.36	0.37
全部债务（亿元）	0.06	6.20	8.38	7.99
营业收入（亿元）	42.17	83.70	101.04	22.40
净利润（亿元）	1.09	2.10	2.45	0.59
EBITDA（亿元）	1.55	2.78	3.77	--
经营性净现金流（亿元）	0.69	0.13	0.50	-2.15
应收账款周转次数（次）	31.58	26.50	20.10	--
存货周转次数（次）	17,771.38	18,932.65	10,166.53	--
总资产周转次数（次）	4.82	3.90	2.80	0.55
现金收入比率（%）	100.41	97.86	98.58	106.01
总资本收益率（%）	24.95	15.22	11.03	--
总资产报酬率（%）	17.06	12.47	9.79	--
净资产收益率（%）	24.92	18.58	13.50	2.98
营业利润率（%）	8.26	8.63	10.29	11.05
费用收入比（%）	4.76	5.51	7.08	7.56
资产负债率（%）	45.72	47.94	50.97	51.00
全部债务资本化比率（%）	1.04	27.01	29.93	28.34
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	1.79	1.78
EBITDA 利息倍数（倍）	169.09	28.43	10.60	--
EBITDA 全部债务比（倍）	25.32	0.45	0.45	--
流动比率（倍）	1.99	1.39	1.21	1.26
速动比率（倍）	1.99	1.39	1.21	1.25
现金短期债务比（倍）	67.73	1.55	1.16	0.95
经营现金流动负债比率（%）	14.17	0.81	2.51	-10.40
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.22	0.40	0.54	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、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；3、2017 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、已将长期应付款调整至长期债务。

附件 3 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= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
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	负债总额 / 资产总计×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	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次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 / 本次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 / 本次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+应付短期债券+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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 众信旅游集团股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年众信旅游集团股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

众信旅游集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。众信旅游集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注众信旅游集团股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现众信旅游集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如众信旅游集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至众信旅游集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送众信旅游集团股份有限公司、监管部门等。

