

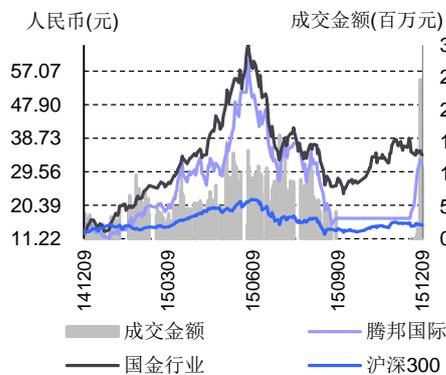
市场价格 (人民币): 31.95 元

大旅游生态圈雏形显现，互联网金融稳健发展

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	521.13
总市值(百万元)	17,197.15
年内股价最高最低(元)	59.90/11.22
沪深 300 指数	3635.94



公司基本情况 (人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.737	0.531	0.330	0.587	1.076
每股净资产(元)	9.24	5.06	2.63	3.12	4.20
每股经营性现金流(元)	-0.43	-1.02	-0.92	-0.21	0.22
市盈率(倍)	40.41	119.03	96.56	54.27	29.63
行业优化市盈率(倍)	N/A	350.62	219.76	219.76	219.76
净利润增长率(%)	37.43%	44.00%	36.85%	77.91%	83.18%
净资产收益率(%)	7.97%	10.48%	12.54%	18.83%	25.65%
总股本(百万股)	122.40	244.66	538.25	538.25	538.25

来源：公司年报、国金证券研究所

注：考虑到资产重组尚未完成，盈利预测暂未调整

投资逻辑

腾邦+欣欣+喜游，大旅游生态圈雏形显现：公司以机票分销业务起家，通过外延并购逐渐完成全国布局，目前市场份额第一；2014 年收购欣欣旅游，切入旅游市场，欣欣定位于为行业内中小旅行社搭建系统和平台的企业级服务，今年推出 ERP 系统销售状况良好；2015 年公司收购喜游国旅，瞄准出境游市场，喜游拥有“境内批发获客+目的地地接服务+免税店商店经营”的全产业链模式，创始人深耕出境游市场多年，此次重组采用高比例股份支付和 3 年锁定期。此外，此次定增对象华谊孚惠未来有望形成“影视+旅游”的合作模式；腾邦集团旗下拥有跨境电商平台海捣网，未来与出境游业务有望形成协同效应。

- **互联网金融叠加旅游业务，布局全面发展稳健：**在大旅游生态圈基础上，公司叠加了互联网金融业务，包括第三方支付腾付通、小贷业务融易行、P2P 平台腾邦创头、互联网保险和征信等，布局全面且发展稳健，逐步渗透进公司的大旅游业务。大旅游业务为互联网金融业务提供场景和数据支持，互联网金融业务为大旅游业务提供资金融通，两者相互支撑促进互为融合。
- **战略稳步推进，员工激励到位：**公司的“互联网×旅游×金融”战略方向正确，管理层执行力有效，今年以来持续有项目落地，各板块并购进展有条不紊。本次定增对象包括新一轮员工持股计划，预计涉及范围广泛，将充分调动员工积极性，我们认为未来公司仍将保持高速增长。

投资建议

- 我们认为公司大旅游板块的布局顺应行业发展趋势，与叠加之上的互联网金融业务互为促进融合，发展稳健。“互联网×旅游×金融”战略方向正确，管理层执行有力，员工激励到位，预计业绩承诺可实现概率较大。未来公司将以旅游行业为流量入口，利润来源将大部分来自于叠加之上的金融服务。
- 不考虑此次资产重组的情况下，预计公司 15-17 年将实现 0.33、0.59 和 1.08 元 EPS，对应当前股价分别为 97、54、30 倍；预计公司 16 年 1 季度末可完成喜游国旅的并表并完成增发，假设业绩承诺能够完成且不考虑新的并购重组，则 16-17 年备考 EPS 为 0.67、1.23 元，对应当前股价分别为 47、26 倍，维持买入评级。

风险

- 审批风险、业务整合不达预期、旅游目的地不可抗力风险

相关报告

1. 《收购喜游国旅，完善大旅游生态圈-收购喜游国旅，完善大旅游生态...》，2015.11.07
2. 《机票主业高速增长，金融业务占比不断提升-腾邦国际业绩点评》，2015.8.25
3. 《业绩稳步增长，继续看好“旅游×互联网×金融”布局-腾邦国际公...》，2015.7.15
4. 《全员上阵增持公司股份，董事长以个人资金提供托底保证-腾邦国际...》，2015.7.10
5. 《董事长增持公司股份，彰显未来持续发展信心-腾邦国际公司点评》，2015.7.2

新晓雪

联系人
(8621)60753932
jinxiaoxue@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号：S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

腾邦+欣欣+喜游，大旅游生态圈雏形显现	3
主业机票分销业务市场份额第一，商旅管理市场还有很大空间	3
欣欣旅游 ERP 系统上线，定位旅游行业企业级服务平台	3
喜游国旅瞄准出境游，旅游全产业链布局	5
华谊孚惠参与定增，有望形成“影视+旅游”模式	7
集团旗下拥有跨境电商平台海捣网，未来或将产生协同效应	7
互联网金融叠加旅游业务，布局全面发展稳健	8
第三方支付腾付通——打通实业和金融的血管业务	8
小贷业务融易行——基于独有生态圈的供应链金融	8
P2P 平台腾邦创投——发展略超预期，空间依然很大	8
互联网保险和征信业务——基于场景和大数据的战略布局	9
战略稳步推进，员工激励到位	10
“互联网×旅游×金融”的战略持续落地	10
本次定增将完成新一轮员工持股计划	10
盈利预测与投资建议	10

图表目录

图表 1：公司近几年持续并购区域机票代理龙头	3
图表 2：2014 年中国商旅管理市场份额	3
图表 3：欣欣旅游的 B2b2C 模式	4
图表 4：欣欣 ERP 系统涉及旅行社日常经营的每个环节和角色	5
图表 5：喜游国旅围绕“吃住行游购娱”全产业链布局	5
图表 6：我国人均 GDP 发展水平	6
图表 7：我国出境游人数不断增长	6
图表 6：人均出境消费额不断增长（单位：元）	6
图表 7：购物在出境游消费中占比最大	6
图表 8：海捣网	7
图表 9：海捣网线下体验店	7

腾邦+欣欣+喜游，大旅游生态圈雏形显现

公司以机票分销业务起家，通过外延并购逐渐完成全国布局，目前市场份额第一；2014 年收购欣欣旅游，切入旅游市场，欣欣定位于为行业内中小旅行社搭建系统和平台的企业级服务；2015 年公司收购喜游国旅，瞄准出境游市场，喜游拥有“境内批发获客+目的地地接服务+免税店商店经营”的全产业链模式。此外，此次定增对象华谊孚惠未来有望形成“影视+旅游”的合作模式；腾邦集团旗下拥有跨境电商平台海捣网，未来与出境游业务有望形成协同效应。

主业机票分销业务市场份额第一，商旅管理市场还有很大空间

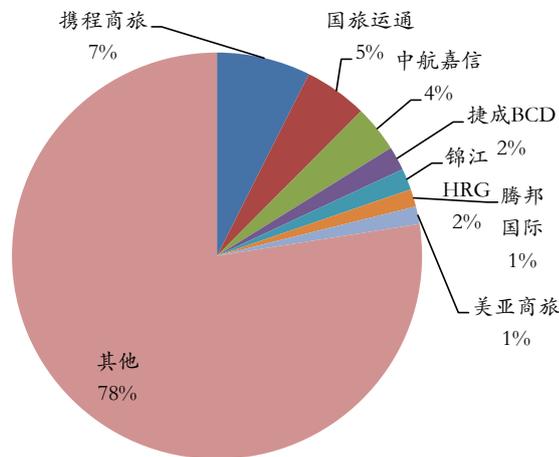
- 腾邦以机票分销业务起家，自 2011 年上市时市场份额 1%提高提高至目前的 12.5%，市场份额第一。公司的发展策略是通过并购区域机票代理龙头完成全国范围的外延扩张。未来三年，公司计划机票交易流水从目前的 300 亿提高至 500 亿，市场份额提高至 15%，小 b（票代和旅行社）资源由目前的 20 万家提高至 30-50 万家。公司目前国内机票和国际机票比例约 7:3，公司希望未来可以提高国际机票的销量。具体的实现方式包括：①欣欣和喜游带来的旅游协同增量；②区域并购继续推进。
- 在机票佣金方面，受航空公司佣金率下调影响，毛利率有所降低，但基本可以维持在 2%左右。机票佣金包含基础佣金+奖励佣金，目前航空公司下调的是基础佣金，而根据销售规模确定的奖励佣金公司一直都会有。因此机票佣金下调，反而有利于依赖基础佣金的中小票代向腾邦这样的大平台靠拢，也有利于公司交易流水的扩大。
- 在针对企业的商旅 TMC 业务方面，公司自 2012 年推出 TMC 业务以来，每年都能够实现 100%以上的增长，目前企业客户已有 3000 余家，贡献所有机票业务收入的 20-30%。我国 TMC 行业具有低普及率、低集中度、低发展水平的“三低”特征和高水平、高门槛、高利润的“三高”特征，未来发展空间和整合空间都非常大。

图表 1：公司近几年持续并购区域机票代理龙头

时间	收购标的	标的情况
2012.5	深圳世纪风行 51% 股权	集旅游、会展、电子商务为一体的综合性商旅企业
2012.10	四川华商 60% 股权	西南区最大国际机票代理商
2013.1	上海兆驿 70% 股权	国际机票系统
2013.8	天津城桂 60% 股权	TMC
2013.10	西安华圣 60% 股权	票务代理
2013.12	南京协友	TMC
2014.3	厦门思赢 60% 股权	票务代理
2014.8	成都八千翼 60% 股权	在线旅游交易平台，以机票产品为主
2014.8	新疆航铁 95%	主营民营送票/售票服务、铁路送票/售票服务等业务，乌鲁木齐当地散客机票代理行业中排名第一
2014.10	厦门航友	TMC
2014.10	福建美嘉	商旅服务
2014.10	欣欣旅游	在线旅游 B2b2C 平台
2015.1	重庆新干线国际旅行社 60% 股权	重庆地区规模最大的集旅游、航空服务为一体的综合旅行供应商

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：2014 年中国商旅管理市场份额



来源：艾瑞咨询、国金证券研究所

欣欣旅游 ERP 系统上线，定位旅游行业企业级服务平台

- 2014 年公司通过全资子公司上海腾邦和腾邦梧桐基金收购欣欣旅游，进入万亿旅游市场。欣欣旅游定位于为旅游行业提供信息化整体解决方案，旗下有 B2C 平台“欣欣旅游”和 B2b 平台“欣旅通”，通过两大平台构建了网上商铺、在线收客、同业采购分销的 B2b2C 平台。
- B2C 端，欣欣旅游协同旅行社开设不同等级的网上门店，以及建设欣外网站、手机移动网店、微店等，为传统旅行社提供 B2C 展示平台

(包括产品管理、订单处理、推广营销、会员管理、同业采购等)。欣欣通过向旅行社提供差异化的技术开发、增值服务、广告服务以及平台实现收益，已积累近 10 万家旅行社和 150 万款旅游产品，在线旅游行业“淘宝网”初具规模。

- B2b 端，欣旅通旅游同业平台为旅游从业者提供集营销、供销、应用、社交为一体的综合功能，依托 B2C 平台汇集的近 10 万家旅行社会员，已吸收 500 余家各地旅游资源供应商签约入驻供销平台，并为供应商免费提供同业分销系统，中小旅行社可通过同业平台进行机票、酒店等要素产品以及线路打包产品的动态销售以及尾单分销。根据收购时的业务规划，欣旅通 2015-2017 年流水目标分别为 15 亿、45 亿和 100 亿，注册旅行社会员分别为 10 万、20 万和 30 万。根据我们的调研，欣欣的业务规划在 2015 年是超预期完成，未来可能还会上调业务指标。
- 此外，欣欣旅游还凭借敏锐的产业嗅觉，积极布局定制旅游市场，研发 C2B 旅游顾问项目，目前已经有 APP 推出，因为可以解决旅游过程中导游与游客沟通等痛点问题，因而受到旅行社的青睐，目前已有旅游顾问几十万人。此次定增募投项目之一就是国际旅游顾问项目，欣欣旅游 C2B 项目将提到上市公司层面来做，旅游本质上是服务行业，个性化的定制旅游是未来的发展方向之一，我们看好公司在 C2B 定制旅游方面的探索。

图表 3: 欣欣旅游的 B2b2C 模式



来源：公司网站、国金证券研究所

- 不同于 OTA，欣欣旅游的电商模式是帮助传统线下旅行社实现信息化，基于对旅游行业各项业务的深刻理解和行业长期经验积累，2015 年 9 月欣欣推出一套完整的旅游行业 ERP 系统，将欣欣的 B2b2C 各项功能关联贯通起来，包括 B2b 平台、b2C 平台、信息管理系统、财务管理系统、客户管理系统、计调管理系统旅游分销管理系统等，涉及到旅行社日常经营的每个环节和角色。根据我们的调研，欣欣 ERP 系统用半年时间研发，3 个月时间测试，8 天之内就卖出几百套，无需额外的推广。目前，欣欣 ERP 系

统为专线版本，未来还会有综合版本，以及和喜游结合后的地接版本（如旅游大巴、购物点版本）。

图表 4：欣欣 ERP 系统涉及旅行社日常经营的每个环节和角色



来源：互联网、国金证券研究所

喜游国旅瞄准出境游，旅游全产业链布局

2015 年 11 月，公司通过换股+现金方式收购出境游旅行社喜游国旅，喜游国旅的模式为“境内批发获客+目的地地接服务+免税商店经营业务”，具有丰富的目的地接待经验和资源，其中在港澳游已经形成较为成熟的全产业链运营模式，从组团、批发、到目的地地接、住宿、交通、购物等，围绕旅游“吃住行游购娱”等多方面整合资源。

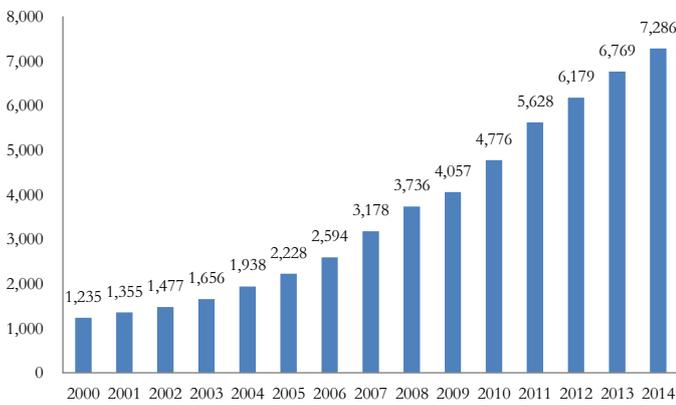
图表 5：喜游国旅围绕“吃住行游购娱”全产业链布局



来源：国金证券研究所

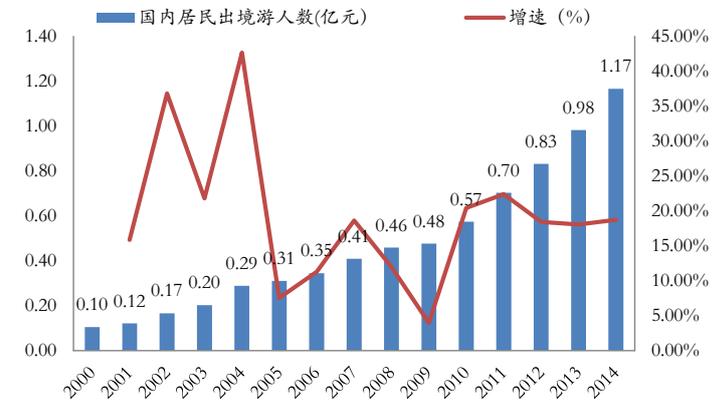
- **出境游是目前中国旅游市场发展最为迅速表现最为活跃的市场。**根据国际经验，当人均 GDP 超过 5000 美元时，随着人居可支配收入和闲暇时间的增加，出境游将进入快速增长期，我国人均 GDP 在 2011 年超过 5000 美元，而近五年国内出境游人数保持年复合 20% 的增速，人均出境消费额持续攀升，2014 年出境人数达到 1.17 亿，人均出境消费 8736 元。而由于我国税收政策的原因，购物是出境游消费中占比最大的部分。
- **全产业链布局战略顺应行业发展趋势。**纵观国内外，全球旅行社巨头途易、Thomas Cook 和国内同行众信旅游、凯撒旅游等都是通过产业链的延伸，向上下游布局来发展的。尤其是上游旅游资源，包括目的地景点资源、商店、酒店、餐饮、交通等，都是游客到达目的地后的刚性需求，对旅游资源的掌握有利于控制采购成本和保证服务质量，提高总体盈利水平。
- **喜游国旅在港澳的目的地服务模式可快速复制。**基于喜游本身的商业模式，购物是其中重要的一环，而周边出境游中购物消费占比较高，因此公司下一步将着力发展“5 小时航程”的日、韩、泰等短途出境游市场，将港澳地区的服务运营经验快速复制到其他地区。同时加强组团，3 年内在全国开设 1000 家门店，扩大出境游客规模。未来模式成熟后，或可进一步发展欧美等长途目的地市场。

图表 6：我国人均 GDP 发展水平



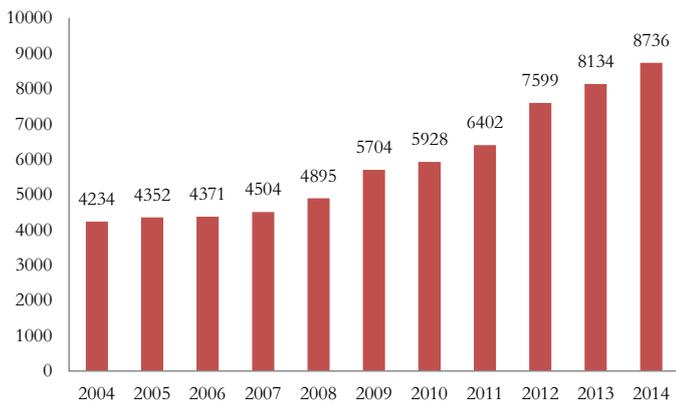
来源：国金证券研究所

图表 7：我国出境游人数不断增长



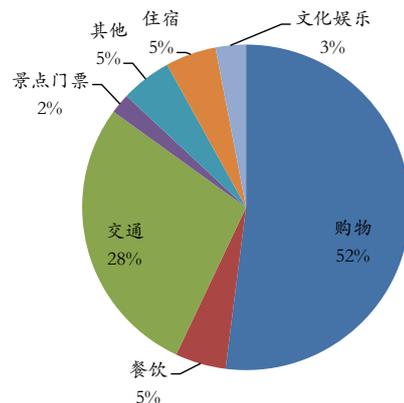
来源：国金证券研究所

图表 8：人均出境消费额不断增长 (单位：元)



来源：国家统计局、国金证券研究所

图表 9：购物在出境游消费中占比最大



来源：互联网、国金证券研究所

- 喜游的创始人兼董事长史进先生深耕出境游多年，是国内第一批出境游业务开拓者，1997 年国内开展泰国包机业务第一人，2003 年进入香港做地接社，2008 年金融危机期间成功抄底投资香港港湾酒店，2011 年开出第一家免税店，2012 年收购奥斯酒店，2013 年开设澳门中华免税店并开展台湾游，2014 年开设洲际免税店、宝时钟表并布局泰国，2015 年开设

B&D 珠宝店。可以看出，史进先生在旅游行业拥有前瞻的战略眼光和很强的执行力。

- 本次资产重组方案中，喜游国旅采用 85%的高比例股份支付+15%的现金分期支付，且股份锁定期 3 年，分两次解锁。业绩承诺 2016-2018 年分别实现净利润 1.5 亿、1.88 亿和 2.34 亿元，未达承诺有相应的现金补偿和股份补偿措施，超额利润的 50%将以现金方式奖励给喜游的核心团队，可见喜游国旅团队对自身完成业绩的信心。

华谊孚惠参与定增，有望形成“影视+旅游”模式

- 此次公司定增方案中，定增对象还包括华谊旗下产业投资基金华谊孚惠。华谊孚惠是华谊兄弟与天津孚惠资产管理有限公司、北京天津投资控股有限公司等共同发起设立产业投资并购基金。
- 华谊兄弟拥有强大的 IP+明星+影视运作经验，和庞大的粉丝资源，但缺乏下游相关旅游景点的衔接，未来有望以华谊创星 IP 资源和粉丝用户为基础，将娱乐生态系统与旅游路线开发传播融合，实现互动发展、互融共赢模式。

集团旗下拥有跨境电商平台海捣网，未来或将产生协同效应

- 在国内消费升级背景下，凭借在深圳保税区的优势，公司股东腾邦集团于 2015 年 3 月上线跨境电商平台海捣网，并在深圳前海开设了实体体验店。海捣网在线上拥有海捣网和微信公众号海捣商城，线下在深圳、青岛、厦门、成都等地开设了多家实体体验店，形成了一套完善的 O2O 跨境交易平台。
- 海捣网与喜游国旅的境外旅游和免税店业务有很大的结合可能，未来可能会利用腾邦现有全国各地的布局，把海外商品通过喜游的渠道引入境内，将跨境电商的用户体验做到极致。

图表 10：海捣网



来源：国金证券研究所

图表 11：海捣网线下体验店



来源：国金证券研究所

互联网金融叠加旅游业务，布局全面发展稳健

在大旅游生态圈基础上，公司叠加了互联网金融业务，包括第三方支付腾付通、小贷业务融易行、P2P 平台腾邦创投、互联网保险和征信等，布局全面且发展稳健，逐步渗透到公司的大旅游业务。大旅游业务为互联网金融业务提供场景和数据支持，互联网金融业务为大旅游业务提供资金融通，两者相互支撑促进互为融合。

第三方支付腾付通——打通实业和金融的血管业务

- 2012 年公司获得第三方支付牌照腾付通，获得全国性互联网支付、移动支付和银行卡收单业务许可。目前腾付通的应用领域包括机票预订、水电煤缴费、话费充值等领域，其中 B2B 的线下 POS 收单业务是其主要应用领域，约占 70%。公司收购的八千翼、欣欣旅游和喜游国旅都将扩大腾付通的交易流水。
- 今年公司针对旅游行业着重推出了小巧便携的 MPOS，采用免费或租赁的形式发放给旅行社，与欣欣的 ERP 系统打通，可以解决旅行社多渠道业务数据信息管理困难的痛点，受到业内旅行社的欢迎。
- 腾付通的盈利模式是收取交易流水手续费，但更重要的是，腾付通作为打通实业和金融的血管业务，可掌握实业经营中的交易流水数据，为金融产品创新提供风控基础数据，从而为上下游产业链提供供应链金融业务和其他增值服务，类似支付宝之于蚂蚁金服，支付业务提供数据基础，后续发展阿里小贷和余额宝等增值服务。

小贷业务融易行——基于独有生态圈的供应链金融

- 融易行自 2013 年 4 月开始运营，服务于中小票代、旅行社客户或集团客户，为其提供商旅循环贷、订单贷、连锁贷、酒店流水贷等产品。融易行注册资金 5 亿元，目前放款规模约 14 亿，已接近可带规模 15 亿上限，目前新的融资需求将由 P2P 平台来承接，融易行负责提供风险把控服务。
- 融易行的产生背景源于下游机票代理商为集团客户提供月结业务。机票代理主营机票零售及集团客户月结，集团客户月结业务虽占压资金量较大，但属于长期、稳定的客户群、不受零售机票淡季影响，是代理商保持稳定收益的重要业务来源。代理商一般属于轻资产公司，缺乏足够的抵押物从银行获得贷款，自有资金的不足成为其无法有效维持和拓展业务的主要障碍。
- 公司为下游代理商提供的贷款服务，一方面可快速吸引异地代理商加盟腾邦，扩大分销业务销售量，有利于公司快速布局全国；另一方面，低成本的信贷资金与全国机票政策相结合，增加了代理商对腾邦的粘合度和忠诚度，形成资金链的良性循环，融易行产生的稳定收益也有利于公司的持续发展。
- 基于独有的生态圈商业模式，公司可通过 GSS 系统掌握贷款人日常经营数据，通过腾付通控制资金流，贷款风险很低，截至目前还没有坏账报告。成立之初，公司主要通过自有资金和银行授信模式发放贷款，随着腾邦创投 P2P 的成立和发展，金融版图进一步完善，融易行的贷款规模预计将进一步放大。

P2P 平台腾邦创投——发展略超预期，空间依然很大

- 腾邦创投成立于 2014 年 5 月，公司在成功运营融易行基础上开展的互联网借贷撮合交易平台，借助腾付通第三方支付、前海腾邦保险经纪业务服务元素，为融易行小额贷款、以及如融资担保、保理、融资租赁等业务提供广泛的互联网融资渠道，发挥各金融板块元素的金融杠杆作用，建立各版块项目融资需求与社会资金投资需求的良好撮合渠道。与其他 P2P 平台相比，公司的机票商旅业务及集团业务的强大客户群和自有第三方支付平台是其显著优势，具有相对更好的风控和金融资产。

- P2P 平台于 2014 年 9 月 28 日开始试运营，2014 年底成交额突破 1 亿元，2015 年前三季度交易额已达 16 亿元，略超预期。资产端来源包括供应链上的中小代理人（公司可掌握其交易流水，风险可控，占比约 93-94%）、车贷房贷（抵押贷款，风险较低，占比 6-7%），资产端利率约 20%，资金端利率约 12-15%，目前无需推广即可满足资金需求。基于良好的风险控制，P2P 平台目前尚无坏账，利润水平维持在 5-7%。
- 公司大旅游生态圈的壮大，将把更多的旅游行业从业者囊括进来，其日常业务运营过程中产生的融资需求和个人理财投资需求都将会在 P2P 平台得到满足。目前融易行+P2P 平台的贷款规模共约 30 亿，在公司目前 300 亿的机票交易流水中渗透率仅 10%，再考虑到欣欣旅游和喜游国旅的加入，在整体大旅游行业的交易流水中渗透率更低，未来空间依然很大。

互联网保险和征信业务——基于场景和大数据的战略布局

- 目前，公司在互联网保险领域的布局广泛，包括保险兼业代理（2010 年获得兼业代理资质）、保险经纪（2015 年 6 月，通过收购中沃保险经纪公司获得保险经纪业务牌照）、再保险（2015 年 2 月，参股由前海金控等七家公司成立的前海再保险公司）和相互保险（2015 年 6 月，发起设立相互人寿保险）等。基于公司机票商旅业务的天然场景优势和客户数据积累，公司的保险业务有望从代理销售发展至参与保险产品设计等上游环节，并成为公司新的利润增长点，目前公司已与各个保险公司开展合作，产品包括航意险、腾邦创投 P2P 平台履约险等。
- 公司长期业务积累了大量极具价值的资产数据，在此基础上公司于 2015 年 6 月设立了腾邦征信有限公司，旨在变现沉睡的数据资产，拓宽公司的收入来源，同时有效降低业务经营风险。征信服务的应用方向将大致包括：①结合公司业务场景开展基于个人信息的大数据精准营销；②为合作企业及个人客户提供的信用综合解决方案；③为金融机构、公共机构提供基本的征信报告服务等。目前征信公司的征信牌照还在申请阶段。

战略稳步推进，员工激励到位

公司的“互联网×旅游×金融”战略方向正确，管理层执行力有效，今年以来持续有项目落地，各板块并购进展有条不紊。本次定增对象包括新一轮员工持股计划，预计涉及范围广泛，将充分调动员工积极性，我们认为未来公司仍将保持高速增长。

“互联网×旅游×金融”的战略持续落地

- 公司自 2012 年初邀请 IBM 为公司做过战略咨询规划后，便确立了以机票业务为基石，通过并购方式完成从区域性公司向全国兴公司的转型，随后以机票业务龙头为优势，向 TMC 和大旅游行业拓展的发展路径。
- 公司的“互联网×旅游×金融”战略规划今年持续有项目落地：
 - 2015 年 1 月收购重庆新干线，扩大机票商旅市场份额；
 - 2015 年 2 月，参股前海再保险，完成再保险领域布局；
 - 2015 年 6 月，收购中沃保险经纪公司，达成年内获得保险经纪牌照的承诺；
 - 2015 年 6 月，发起设立相互保险，进入相互保险领域；
 - 2015 年 6 月，设立腾邦征信，发展征信业务；
 - 2015 年 9 月，欣欣旅游 ERP 系统上线，达成收购时承诺；
 - 2015 年 11 月，收购喜游国旅，大旅游生态圈更加完善。

本次定增将完成新一轮员工持股计划

- 此次公布的定增预案中，定增对象还包括腾邦第 2 期员工持股计划，定增 1993 万股，占增发后总股本的 3.17%，定增价格 15.05 元/股。目前第 2 期员工持股计划还未成立，但参考第 1 期员工持股计划，涉及员工人数应会比较广泛。
 - 今年 7 月份，公司曾公布第 1 期员工持股计划，但由于资本市场波动于 10 月份终止，原第 1 期员工持股计划方案中，除公司董监高外参与员工持股计划的公司及子公司骨干员工合计不超过 490 人，总投资额占总金额 4.5 亿的 82.89%。
- 此外，公司实际控制人钟百胜先生在年中资本市场波动期间一直坚定增持公司股份，并为全体员工提供托底保证鼓励员工通过二级市场购买公司股份，此次定增钟百胜先生增持 3.3 亿元，彰显了对公司价值的认可和未来业务长远目标的信心。

盈利预测与投资建议

- 我们认为公司大旅游板块的布局顺应行业发展趋势，与叠加之上的互联网金融业务互为促进融合，发展稳健。“互联网×旅游×金融”战略方向正确，管理层执行有力，员工激励到位，预计业绩承诺可实现概率较大。未来公司将以旅游行业为流量入口，利润来源将大部分来自于叠加之上的金融服务。
- 不考虑此次资产重组的情况下，预计公司 15-17 年将实现 0.33、0.59 和 1.08 元 EPS，对应当前股价分别为 97、54、30 倍；预计公司 16 年 1 季度末可完成喜游国旅的并表并完成增发，假设业绩承诺能够完成且不考虑新的并购重组，则 16-17 年备考 EPS 为 0.67、1.23 元，对应当前股价分别为 47、26 倍，维持买入评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	258	357	464	758	1,086	1,575	货币资金	618	495	369	350	350	350
增长率		38.2%	29.9%	63.5%	43.2%	45.1%	应收账款	140	162	222	319	456	662
主营业务成本	-93	-129	-160	-338	-401	-465	存货	0	0	0	0	0	0
%销售收入	36.0%	36.3%	34.5%	44.6%	36.9%	29.5%	其他流动资产	31	228	980	1,533	2,039	2,546
毛利	165	228	304	420	685	1,110	流动资产	789	885	1,570	2,202	2,845	3,557
%销售收入	64.0%	63.7%	65.5%	55.4%	63.1%	70.5%	%总资产	64.9%	63.4%	73.8%	78.3%	82.4%	85.5%
营业税金及附加	-13	-17	-22	-36	-51	-74	长期投资	0	0	37	37	37	37
%销售收入	5.2%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	固定资产	159	151	179	165	151	137
营业费用	-18	-26	-27	-30	-43	-63	%总资产	13.1%	10.8%	8.4%	5.9%	4.4%	3.3%
%销售收入	6.8%	7.3%	5.9%	4.0%	4.0%	4.0%	无形资产	205	222	228	288	299	308
管理费用	-64	-76	-92	-121	-174	-252	非流动资产	427	512	558	612	608	604
%销售收入	24.6%	21.3%	19.9%	16.0%	16.0%	16.0%	%总资产	35.1%	36.6%	26.2%	21.7%	17.6%	14.5%
息税前利润 (EBIT)	71	109	162	233	417	721	资产总计	1,215	1,397	2,129	2,813	3,453	4,161
%销售收入	27.4%	30.4%	35.0%	30.7%	38.4%	45.8%	短期借款	0	70	315	909	1,172	1,156
财务费用	9	2	-2	-32	-61	-69	应付款项	136	145	223	402	501	622
%销售收入	-3.5%	-0.5%	0.4%	4.3%	5.6%	4.4%	其他流动负债	13	21	325	59	75	97
资产减值损失	-2	-4	-11	0	0	0	流动负债	148	236	863	1,370	1,747	1,875
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	3	0	0	0	其他长期负债	9	15	7	7	7	7
%税前利润	0.0%	0.0%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	157	251	870	1,377	1,754	1,883
营业利润	78	107	153	200	356	652	普通股股东权益	1,047	1,132	1,239	1,417	1,679	2,258
营业利润率	30.1%	29.9%	33.0%	26.4%	32.8%	41.4%	少数股东权益	12	14	20	20	20	20
营业外收支	3	2	-3	0	0	0	负债股东权益合计	1,215	1,397	2,129	2,813	3,453	4,161
税前利润	81	109	150	200	356	652	比率分析						
利润率	31.4%	30.5%	32.4%	26.4%	32.8%	41.4%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-15	-18	-16	-22	-40	-73	每股指标						
所得税率	18.9%	16.8%	10.9%	11.2%	11.2%	11.2%	每股收益	0.536	0.737	0.531	0.330	0.587	1.076
净利润	66	90	134	178	316	579	每股净资产	8.549	9.245	5.064	2.632	3.119	4.195
少数股东损益	0	0	4	0	0	0	每股经营现金净流	0.405	-0.430	-1.018	-0.916	-0.215	0.216
归属于母公司的净利润	66	90	130	178	316	579	每股股利	0.000	0.000	0.200	0.000	0.000	0.000
净利率	25.4%	25.3%	28.0%	23.4%	29.1%	36.8%	回报率						
							净资产收益率	6.27%	7.97%	10.48%	12.54%	18.83%	25.65%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.40%	6.45%	6.10%	6.32%	9.16%	13.92%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	5.42%	7.43%	9.20%	8.81%	12.90%	18.65%
净利润	66	91	134	178	316	579	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	42.94%	38.18%	29.90%	63.50%	43.19%	45.07%
非现金支出	37	39	51	28	29	29	EBIT 增长率	20.00%	53.52%	49.53%	43.10%	79.35%	72.95%
非经营收益	-1	2	11	39	68	77	净利润增长率	14.01%	37.43%	44.00%	36.85%	77.91%	83.18%
营运资金变动	-52	-185	-445	-738	-529	-569	总资产增长率	11.69%	14.96%	52.36%	32.16%	22.75%	20.48%
经营活动现金净流	50	-53	-249	-493	-116	116	资产管理能力						
资本开支	-21	-60	-35	-80	-25	-25	应收账款周转天数	139.3	138.2	130.2	130.0	130.0	130.0
投资	-14	-5	-34	0	0	0	存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	0.0	0.0
其他	0	-54	-7	0	0	0	应付账款周转天数	269.2	248.2	235.7	235.7	235.7	235.7
投资活动现金净流	-35	-120	-76	-80	-25	-25	固定资产周转天数	225.1	154.3	141.0	79.4	50.7	31.7
股权募资	22	3	0	0	-54	0	偿债能力						
债权募资	0	70	231	594	263	-15	净负债/股东权益	-58.39%	-37.11%	-4.34%	38.88%	48.36%	35.43%
其他	-24	-15	-29	-40	-68	-77	EBIT 利息保障倍数	-7.9	-59.6	96.9	7.2	6.8	10.4
筹资活动现金净流	-2	58	202	554	141	-91	资产负债率	12.91%	17.98%	40.85%	48.93%	50.80%	45.24%
现金净流量	12	-114	-123	-19	0	0							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-06-03	买入	51.28	60.00~65.00
2	2015-06-11	买入	50.59	N/A
3	2015-06-29	买入	37.20	N/A
4	2015-07-02	买入	32.50	N/A
5	2015-07-10	买入	27.20	N/A
6	2015-07-15	买入	37.50	N/A
7	2015-08-25	买入	23.49	N/A
8	2015-11-27	买入	16.83	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD