



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：其他

冯雪

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120022
(8610) 6622 9323
tracy.feng@bocichina.com

* 旷实为本报告重要贡献者

腾邦国际最新情况

最新情况：腾邦国际(300178.CH/人民币 14.15, 买入)2012年实现营收 25,837.81 万元，同比增长 42.94%；实现净利润 6,561.72 万元，同比增长 14.04%；实现扣非后净利润 6,278.45 万元，同比增长 28.9%，实现每股收益 0.55 元。2013 年 1 季度，公司实现营业收入 7,671.05 万元，同比增长 47.35%；归属母公司的净利润为 1,748.20 万元，同比增长 18.04%。公司坚持 B2B+TMC 为核心的战略协同发展，并购带来的协同效应已在年报和一季报中得到印证，未来有望继续发酵。

腾邦国际基本情况：公司 2011 年 2 月份上市，公司经过连续 5 年的高速发展，遇到了一定的发展瓶颈，公司业务呈现以下特点：一是区域高度集中，90% 的业务集中在深圳，二是业务收入高度集中，99% 来自机票收入。未来的发展策略是实现产品多元化，包括机票、旅游度假、酒店、租车等。由于机票业务的领先优势，会将其拓展至全国。酒店由于复杂程度较高，腾邦发展经验不足，之前经营效果不明显，通过与咨询机构合作，得出结论：多元化发展客户群体要相同，渠道要相同，技术要相同。之后的发展战略是走区域扩张路线，聚焦机票产品，拓展全国。

航空业最近几年直销情况：国航 07-08 年直销比例为 7%，现在大概在 10%，行业平均水平是 5%。

实体渠道（线下）对于航空公司的意义：网上订票渗透率只有 11%（不含电话订票），线下实体客户群体很大。

TMC 客户中个人旅客和商务旅客各自占比：商务旅客占比 40% 左右，个人客户占 60%。

小规模 TMC 对公比例：业务边界模糊，很难界定。

机票代理行业资金要求很高，公司在控制资金风险方面的措施：基于客户真实发生的业务。

成熟市场 TMC 占比很高，中国占比低的原因：票务代理公司没有相关的意识，服务端没有成熟的差旅服务模式。

腾邦国际 TMC 业务与其他公司 TMC 业务的区别：腾邦国际 2010 年开始做 TMC 业务，为了防止过度服务陷阱，同时又能满足不同客户的需求，公司通过差旅管理系统进行业务细分，进行统计分析，提供个性化服务，服务项目标准化，每个项目设有套餐，根据服务项目进行报价，做相对精细化处理。

腾邦国际的 TMC 重点客户群：深圳证券交易所、国信证券、成都市政府等。

TMC 目标客户消费量标准：每年 200 万出票额，预计目标客户市场规模有 30 万-40 万家企业。

公司核心竞争力：携程更加多元化，艺龙业务重点是在线酒店，腾邦侧重机票预订。中国市场现在的机票预订高度分散。腾邦国际的核心业务是 B2B，未来发展方向是以机票业务为核心，延伸到 TMC 业务。

机票代理业务的佣金率水平：航空公司给腾邦 8 个点，腾邦给代理人 5-6 个点，公司自己保留 2-3 个点，而航空公司给小的代理人的佣金率仅在 3 点左右。

腾邦未来应对佣金率水平下降的举措: 佣金率下降是大势所趋, 公司发展 TMC 业务正是为了解决这一问题。中国佣金率水平下降是个长期的过程, 因为中国现在的市场相对分散, 集中需要耗费很长的时间。目前国内航空公司直销比例全行业只有 5%, 而美国达到了 70%。

携程和腾邦服务个人旅客的方式: 携程发展重点在 OTA 业务, 腾邦 OTA 占比不高, 因为 OTA 业务需要更好的用户体验和资金, 腾邦重点在 TMC 业务, 因为腾邦有着大量的 B2B 和 TMC 渠道, 公司未来一方面会将优势扩展到全国, 实行区域扩张, 另一方面会为客户群提供更多的相关服务, 例如小额贷款金融服务。

腾邦 B2B 业务的国内竞争情况: 腾邦是国内 A 股唯一一家做 B2B 业务的上市公司, 其他的公司规模均很小, 排行第二的是上海一家公司, 规模是腾邦的二分之一。

公司高增长背后的驱动因素: 一是因为 2012 年公司将业务范围由区域扩展到全国; 二是因为华南地区业务结构的调整; 三是因为公司 2011 年并购了一些公司, 协同效应在 2012 年, 2013、2014 年会逐步体现出来。

公司并购采取的方式: 规模小的一般采用现金并购, 因为公司现在的现金很充裕; 市值 2,000 万以上的一般采用股票的方式。

公司 2012 年主营收入增长情况: 机票收入增长 31.54%、酒店收入下降 80.63%、旅游收入增长 800%。

公司 2012 年机票收入占比下降原因: 酒店、旅游收入的增长。

公司毛利率逐年下降的原因: 一是因为公司上市后处在投入期, 投入 TMC、OTA 业务, 二是因为主营结构在变化, 酒店、旅游收入比重增加。

公司所处行业情况: 国内航空出票量年增长率为 10% 以上, 商旅支出每年两位数增长, 2012 年全年达到 2,000 多亿美元, 预计 2015 年会超过美国。TMC 市场渗透率很低, 市场占比只有 10% 左右, 欧美成熟市场则达到 50-60%, 市场提升空间很大。

预计今年股权激励目标完成情况: 公司以前看中市场份额, 现在人数储备已经到位, 1 季度成本收入增加与收入增长同步, 去年人工成本增加的原因主要是人数和薪资水平增加。2013 年净利润增长 35% 有一定压力, 但是公司很有信心。

2012 年公司预收款增加比较多的原因: 2012 年业务增长主要缘于 B2B 业务的扩张, B2B 业务的开展会要求代理人先交押金, 有 3 天的时间间隔。

2012 年公司应收款增加的原因: TMC 业务的开展。

机票代理行业佣金水平的记账方式: 一个是从航空公司获取的平均佣金率, 2012 年为 8%, 二是确认为收入的佣金, 4% 左右。公司采用后者。

B2B 业务的未来展望: B2B 是腾邦占比最高的业务, 属于低成本快速扩张的业务, 公司 1,000 名员工中的 150 人形成了 70% 的收入。未来考虑采用加盟的方式进行培育, 比较好的公司会进行并购。

GSS 系统运行情况：2012 年 3 月份上线，3,000 多家代理人在用，处于试运行阶段，5 月份公司会上马国际运价系统功能。

公司未来收入结构情况：旅游收入、酒店占比会进一步提高，机票业务收入 2015 年预计会降到 70%。

区域外延扩张提升的方式：自建为主，并购为辅。并购的公司为在当地有资源的公司为主。

维持买入评级：

维持 13-15 年盈利预测为 0.70、0.96、1.15 元，维持目标价 17.50 元和**买入**评级。

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，其本人或其关联人士都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其本人或其关联人士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声明，其员工均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；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；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中银国际证券有限责任公司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 10% 以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371