

## 腾邦国际大旅游金融生态圈加快建立

**腾邦国际**  
(300178.SZ)

### 投资要点：

- 公司2014年各方面业务增长都超出预期，如得益于公司区域市场的并购战略，公司在机票代理市场的份额从13年的4%大增至8%以上，而由于公司在机票代理市场地位的提升，以净佣金计算的机票收入市场份额也有显著提升，从2013年的3.5%提升至6%左右；受益于腾邦TMC业务品牌效应的体现，公司高质量的大客户明显增多，这也推动公司TMC业务高增长，预计收入将实现1.3亿，占公司收入比例也从13年的16%左右提升至29%；与公司机票与商旅业务具有较强协同作用的金融业务14年也取得了迅猛的增长，同比收入增长20倍，其中腾付通交易额突破300亿，远高于13年120亿的水平，融易行的贷款余额去年底达到了6个亿，比13年增加4.2亿。
- 公司15年业绩增长的驱动力包括：公司将并购北京、上海的机票和商旅服务商，若并购完成，公司机票15年的市场份额也就有望继续大增，接近行业第一携程12%的水平；公司将采取创新型的金融手段大力开拓TMC市场，如差旅费用预付款产品；公司与欣欣旅游的整合将进一步拓宽公司机票、TMC、金融业务的增长空间。
- 公司以互联网为平台，以商旅+金融为驱动力的增长模式日渐清晰，未来三年的业绩目标有望提前实现，净利润复合增速有望在30%以上，业绩高成长有望化解目前高估值（2015年预计PE为50倍）的压力。

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050510120008

Tel：010-59355914

Email：chenwei@chinans.com.cn

### 投资评级

本次评级：增持  
跟踪评级：首次  
目标价格：40

### 市场数据

市价(元) 37.2  
上市的流通 A 股(亿股) 1.55  
总股本(亿股) 2.45  
52 周股价最高最低(元) 44-14.76  
上证指数/深证成指 3262.31/  
11249.04  
2014 年股息率 0.53%

### 52 周相对市场改变

14-2 14-4 14-6 14-8 14-10 14-12

### 相关研究

### 公司财务数据及预测

项目	2012	2013	2014	2015
营业收入(百万元)	258	357	446	562
增长率(%)	42.94%	38.18%	25.00%	26.00%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	65.62	90.99	129.42	169.13
增长率(%)	14.01%	38.67%	42.23%	30.68%
毛利率%	64.00%	63.73%	67.00%	68.50%
净资产收益率(%)	6.27%	8.04%	10.44%	12.25%
EPS(元)	0.27	0.37	0.53	0.69
P/E(倍)	138.70	100.03	70.32	53.81
P/B(倍)	8.70	8.04	7.34	6.59

数据来源：民族证券

## 正文目录

战略扩张提高公司业绩增长能力 .....	3
“商旅+金融”双轮驱动业绩成长 .....	4
资源整合强化公司竞争优势 .....	4
财务预测 .....	7

## 图表目录

图 1:欣欣旅游商业模式 .....	5
表 1: 公司今年以来的并购 .....	3
表 2: 欣欣旅游承诺业绩 .....	5
表 3: 公司业绩目标 .....	6

事件：腾邦国际预计 2014 年净利润增速 20%-50%。

## 战略扩张提高公司业绩增长能力

14 年以来，公司三大业务部门：机票代理，TMC 差旅，金融的增长形势都较好。

第一，公司机票业务收入去年保持了平稳增长，这主要得益于公司为进一步扩大公司在机票代理市场的优势，14 年先后战略收购厦门思赢、西安华圣、成都八千翼、新疆航铁等机票代理商。

如公司收购的成都八千翼对于业绩贡献最大，八千翼今年实现了 100 多亿的机票代理收入流水，比去年增加 10 亿以上，占公司总体流水收入的 40%以上，行业排名也从 13 年的第四上升至第三，在收入增长的同时，八千翼利润也成倍增长，这都较大程度上得益于公司收购八千翼整合效应的体现，如腾邦国际为八千翼平台交

**表 1：公司今年以来的并购**

2014 年 3 月	厦门思赢	厦门地区排名前列的航空客票代理商
2014 年 8 月	成都八千翼	全国排名前列的机票交易平台
2014 年 8 月	新疆航铁	乌鲁木齐当地散客机票代理行业中排名第一
2014 年 10 月	厦门航友	专注 TMC 业务，拥有上百家上市公司、集团公司客户。
2014 年 10 月	福州美嘉	福州当地发展成熟的商旅服务商，在机票 B2B、OTA 销售上也拥有不俗成绩。
2014 年 10 月	欣欣旅游	全国目前唯一的旅游产品 B2B2C 一体化在线旅游平台
2015 年 1 月	重庆新干线	西南区 20 亿的机票交易额，旅游业务成熟，拥有景区资源。
2015 年 1 月	杭州泛美	浙江省机票销售量名列前茅，是阿里巴巴指定会务服务商之一。

易提供了更多金融以及机票资源的支持。此外，公司为抢占各地市场，还利用品牌与市场优势大力开拓机票代理的加盟商，加盟商的数量也从年初的 200 家上升至年末的 500 家以上。这都使得公司在机票代理市场的份额也从 13 年的 4%大增至 8%以上。

在公司机票代理市场份额增长较快的同时，得益于公司在机票代理市场地位的提升，公司的净佣金率也并没有因为去年航空公司频频下调代理商佣金率有所下滑，这也使得公司在扣除给代理人的佣金外，以净佣金计算的机票收入市场份额也有显著提升，从 2013 年的 3.5%提升至 6%左右。

第二，公司 TMC 业务在去年较高增长基数上，再次实现了 120%的增速，预计收入将实现 1.3 亿，占公司收入比例也从 13 年的 16%左右提升至 29%。这也使得目前公司 TMC 业务规模及知名度排名全国第二。而由于业务的规模效应显现，TMC 业务的毛利率水平也较 13 年明显提高，也有望为公司贡献更多的业绩。TMC 业务增长迅猛的主要因素包括：公司为进一步扩大 TMC 差旅市场优势，去年收购了 TMC 服务商厦门航友，福州美嘉旅行社等，这都使得公司短期的市场服务范围扩大，公司 TMC 的客户数量大增，从 2013 年末的 2000 多家上升至年底 3000 家左右；由于腾邦 TMC 业务品牌效应的体现，公司高质量的大客户明显增多，他们的费用支出水平也更高，这也带来公司单客户产出比以往明显增加。

第三，与公司机票与商旅业务具有较强协同作用的金融业务 14 年也取得了迅猛的增长。如在 2013 年互联网金融业务同比增长 20 倍基础上，公司 2014 年 1-9 月份金融收入再次较同期增长 20 倍，这也使得金融业务利润贡献超过 25%。金融业务大增的原因包括以下方面：公司机票代理平台用户量的增多，以及公司大力在代理商中推广腾邦线下 POS 机都较大程度上刺激了腾付通第三方支付工具更为广泛的使用，去年腾付通交易额突破 300 亿，远高于 13 年 120 亿的水平，这也带来第三方支付收入的较快增加；公司机票代理以及 TMC 市场规模的扩大，也需要公司为产业链上的主体提供更多配套的融资服务，作为公司贷款平台的融易行的贷款规模和收入也就出现了迅猛的增长，如融易行的贷款余额去年底达到了 6 个亿，比 13 年增加 4.2 亿，融易行的利润也因此激增，预计为 3000 万，大大高出 13 年 528 万的水平，也远超出之前承诺的 2100 万的目标；一方面为广大的商旅合作商提供了低风险的融投资平台，另一方面也为了增强腾邦国际金融板块的影响力，公司下半年正式上

线运营腾邦创投 P2P 平台，四个月时间平台撮合交易额过亿元，为公司增加贷款净收益 400 多万。

## “商旅+金融”双轮驱动业绩成长

进入 15 年，随着公司“商旅+金融”的产业融合战略继续深化，公司三大主业的增长前景依然比较乐观。

首先，外延式扩张仍是公司商旅业务增长的重要推动力。如新年伊始，公司就开动了“并购的战车”，先后收购了重庆新干线国际旅行社和杭州泛美航空国际旅行社，其中前者拥有两家子公司，分别是联丰航空和风行天下，联丰航空是重庆地区最大的机票代理商，风行天下是重庆地区规模最大、产品最丰富、渠道最完善的综合旅游服务企业，后者也是当地知名的机票代理与综合旅游服务商。两家公司的加入，进一步完善了公司机票与差旅市场的全国布局，自此，公司也就完成了在全国主要区域（主要是出行人次达 1000 万以上的城市）的布局（共 20 个），接下来公司战略并购的重点也将更多聚焦。

如目前除了北京和上海市场外，公司基本在当地市场都处于前一、两名的优势地位，北京、上海的机票和商旅服务商也就必然成为公司的战略并购重点。若并购完成，公司机票 15 年的市场份额也就有望继续大增，接近行业第一携程 12% 的水平。

再如为掌握更多商旅资源，增强与现有业务的协同优势，公司 15 年还会重点考虑在大住宿上有所布局，即收购一些具有较多酒店资源的旅行社等，争取成为当地的控房中心，这无疑更有利于公司 TMC 服务的完善。

此外，金融也将会成为公司商旅业务增长的助推器。如公司在给予中小代理佣金让利的同时，也通过融易行小额贷款公司提供资金扶持中小机票代理人，以鼓励它们获取更多的市场份额；再如公司去年底推出了差旅费用预付款产品，即企业客户将其差旅费用预算提前支付给腾邦，腾邦把资金用于投旗下的 P2P 或其他金融产品，获得的收益将分给企业客户，这可以给公司业务带来多方面的好处，如以往的 TMC 业务公司需要提前为客户垫资，预付款产品推出后公司可以提前得到资金用于投资，缓解了公司的资金压力；客户通过预付款获得较高的投资收益率后，实际支出的 TMC 业务佣金率也就降低了，这也有利于公司借此优势扩大 TMC 市场份额。

而 15 年商旅业务的较快增长产生的庞大交易额和客户资金需求也将成为公司金融业务增长驱动力，可以预计，基于商旅的公司金融收入占比 15 年也有望持续快速攀升。

## 资源整合强化公司竞争优势

我们认为，除了继续利用“商旅+金融”双轮驱动业绩增长外，15 年公司最重要的战略任务还在于推进欣欣旅游这个去年 10 月收购的互联网平台与公司现有业务和资源的全面整合。

而从 14 年 10 月以来的整合进展来看，借助腾邦的优势资源导入，欣欣旅游的业务扩张已经超出预期，如借力腾邦线下加盟商地推的力量，欣欣的线上中小旅行社短短 3 个月之内，数量就增加 2 万多家，目前已达到 8 万 5 千家，2015 年超预期达到 10 万家目标的可能性较大，欣旅通的供应商数量也迅猛增加，新增接近 500 家；受益更多中小旅行社加入带来的采购需求增加，欣欣旅游 B2B 网销系统 2015 年 1 月 1 日全新上线后，实现交易流水 3000 多万元，远超出公司预期，的网销平台 2015 年 1 月 1 日，新版欣旅通交易量自去年 10 月以后也出现了较快的增长，交易流水早已超过 1000 万（之前公司预计五一前超 1000 万元）。欣欣旅游网 B2B 业务 1 月份。

预计今年接下来的整合还将释放欣欣旅游更大的增长空间。如公司将把 GSS 全球销售系统、差旅管理系统整合进入欣欣旅游的 ERP 系统，不仅可以促进欣欣旅游信息化整体解决方案的完善，中小旅行社还可以借助该信息化工具获得更优惠的机票和丰富的酒店资源，从而可以帮助他们提高销量、节省采购成本、增加销售渠道、提高客单价；公司将腾付通第三方支付工具导入欣欣旅游平台，这将可以解决目前客户线上询价、线下结算，无法完成闭环交易的问题，从而有利于欣欣旅游改善用户体验，提高客户黏性，挖掘现有业务的盈利潜能；公

司还将在积累交易数据基础上支持授信业务，以更好地满足欣欣旅游会员的投融资需求。

**表 2：欣欣旅游承诺业绩**

欣欣旅游	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
扣非净利润（万元）	153	470	2640	4900
平台流水（亿）		15	45	100
平台旅行社（万）	6	10	20	30

资料来源：公司公告

另一方面，15 年欣欣旅游线上资源还将和腾邦线下业务的资源整合，以促进公司业务的发展。如欣欣旅游的加盟可以为公司机票销售渠道提供重要补充；欣欣的 ERP 系统结合 GSS 平台工具可以帮助到腾邦现在已经以及将来将要并购的 30 多家区域型公司实现信息化；欣欣旅游积累的丰富旅游产品资源导入公司现有机票代理销售业务后，也将拓宽公司旗下区域公司和加盟商的业务范围，助力它们实现从传统机票代理向综合商旅服务商的转型；欣欣旅游不断增大的平台流量优势也将成为公司金融板块业务发展的重要基础，也为公司挖掘“商旅+金融”双轮驱动模式提供了更多协同潜能。

**图 1:欣欣旅游商业模式**



资料来源：公司公告

16 年，公司还将运用更多资源促进与欣欣旅游的深度整合，如针对欣欣旅游大的旅游供应商资源不足等问题，公司将会通过并购手段获取，以增加欣欣旅游的入驻供应商及产品数量，完善 B2b 供销平台；再如为了吸引更多的中小旅行社加入欣欣，公司还拟为会员提供更多方面免费的互联网服务，包括软件工具使用、广告费、店铺费等；为充分挖掘欣欣旅游平台的数据资源价值，公司还将寻找具备大数据运营能力的并购标的，以利于欣欣旅游今后推出更多有利于提高用户深度体验的个性化产品，如定制旅游频道、旅游顾问和旅游智能搜索引擎等。

而公司与欣欣旅游深度整合带来的乘数效应也将会进一步促进公司主导的大旅游金融生态圈建设提速，拓宽公司未来业务增长的空间。如有了欣欣旅游平台的加入，公司的 TMC 业务也就整合了更多上游资源，竞争优势会更加明显，这也有利于吸引更多的合作伙伴加入旅游金融生态圈，公司也容易拿到更好的商旅资源，旅游金融生态圈的价值也会更大；旅游金融生态圈市场规模及影响力的扩大也使得公司开拓更多新的商业模式成为可能，如有了欣欣旅游大规模的旅游商家会员及用户作为基础以及强大的 GSS 平台工具作为支撑，旅游同业尾单甩卖、同业资源众筹预售、C2B 业务等新兴业务模式都会加快成熟；整合了旅游全产业链，积累了旅游上下



游成员之间闭环交易数据的欣欣旅游平台也使得公司可以更多开发供应链金融（如组团社和地接社的资金特点产生了供应链金融的机会），公司互联网金融的发展空间也将更广阔。

**表 3：公司业绩目标**

分部门	2013 年	2017 年
机票代理交易额	120	500
旅游交易额	5.57	100
贷款余额	1.8	12
腾付通交易额	100	1000
金融收入	0.1	1.8

资料来源：公司资料 单位（亿元）

我们也由此预计，公司借助欣欣旅游平台 2017 年实现“大旅游金融生态圈”长期战略发展目标的可能性较大，未来三年的业绩目标有望提前实现，净利润复合增速有望在 30%以上，业绩高成长有望化解目前高估值（2015 年预计 PE 为 50 倍）的压力。

## 财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	77,828	86,661	130,263	154,948	<b>营业收入</b>	258	357	446	562
现金	60,751	47,661	59,375	79,904	营业成本	93	129	147	177
应收账款	13,139	13,904	16,874	21,906	营业税金及附	13	17	21	26
其它应收款	844	2,340	2,619	3,629	营业费用	18	26	35	44
预付账款	3,095	2,514	2,395	3,509	管理费用	64	76	96	119
存货	0	0	0	0	财务费用	-9	-2	-3	-4
其他	0	20,242	49,000	46,000	资产减值损失	2	4	5	4
<b>非流动资产</b>	42,446	50,976	53,732	46,576	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	1	0	0
固定资产	15,933	15,089	13,731	10,873	<b>营业利润</b>	78	108	149	197
无形资产	16,801	17,504	15,154	12,803	营业外收支	3	2	3	2
其他	9,713	18,382	24,847	22,900					
<b>资产总计</b>	120,274	137,637	183,995	201,524	<b>利润总额</b>	81	110	152	199
<b>流动负债</b>	13,579	21,518	50,707	54,109	所得税	15	18	23	30
短期借款	0	7,000	32,000	32,000	<b>净利润</b>	66	91	130	169
应付账款	8,318	9,293	10,737	13,354	少数股东损益	0	0	0	0
其他	5,261	5,224	7,971	8,756	<b>归属母公司净</b>	66	91	129	169
<b>非流动负债</b>	853	1,518	1,800	1,600	EBITDA	105	141	220	271
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.27	0.37	0.53	0.69
其他	853	1,518	1,800	1,600	<b>主要财务比</b>				
<b>负债合计</b>	14,432	23,036	52,507	55,709	单位: 百万元	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
少数股东权益	1,182	1,448	1,465	1,488	<b>成长能力</b>				
股本	12,242	12,240	24,480	24,480	营业收入	42.94%	38.18%	25.00%	26.00%
资本公积金	65,911	66,532	54,292	54,292	营业利润	17.57%	38.31%	38.89%	31.97%
留存收益	22,333	26,508	34,380	45,174	归属母公司净	14.01%	38.67%	42.23%	30.68%
归属母公司股东权益	104,660	113,153	123,946	138,050	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	120,274	137,637	177,919	195,248	毛利率	64.0%	63.7%	67.0%	68.5%
<b>现金流量表</b>					净利率	25.4%	25.6%	29.0%	30.1%
单位: 百万元	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	ROE	6.3%	8.0%	10.4%	12.3%
<b>经营活动现金流</b>	<b>52</b>	<b>-50</b>	<b>-77</b>	<b>236</b>	ROIC	14.1%	19.0%	6.5%	16.3%
净利润	66	91	130	169	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	3,510	3,529	7,356	7,956	资产负债率	12.00%	16.74%	28.54%	27.64%
财务费用	253	486	-268	-403	净负债比率		0	0	0
投资损失(收益前加-号)	197	368	500	400	流动比率	5.73	4.03	2.57	2.86
营运资金净变动(增加为负)	4,149	21,083	27,788	870	速动比率	5.73	3.09	1.60	2.01
其它	-8,123	-25,607	-35,583	-8,756	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>-35</b>	<b>-131</b>	<b>-40</b>	<b>-10</b>	总资产周转率	0.21	0.26	0.24	0.28
资本支出	2,104	6,031	3,000	2,000	应收帐款周转	1.97	2.57	2.64	2.57
长期投资	1,365	1,742	0	0	存货周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
其他	-3,504	-7,904	-3,040	-2,010	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2</b>	<b>59</b>	<b>234</b>	<b>-20</b>	每股收益	0.27	0.37	0.53	0.69
短期借款	0	7,000	25,000	0	每股经营现金	0.21	-0.21	-0.32	0.96
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	4.28	4.62	5.07	5.64
普通股增加	302	-2	12,240	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	1,956	622	-12,240	0	P/E	138.70	100.03	70.32	53.81
其他	-2,261	-7,561	-24,766	-20	P/B	8.70	8.04	7.34	6.59
<b>现金净增加额</b>	<b>15</b>	<b>-123</b>	<b>117</b>	<b>205</b>	EV/EBITDA	37.83	29.62	40.18	31.91

数据来源: 贝格数据, 民族证券

## 分析师简介

陈伟，毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，10年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

## 联系人简介

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)