

再度增持喜游国旅，业绩增厚、布局加码 增持（维持）

2018 年 07 月 02 日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,530	7,930	16,012	19,537
同比（%）	175.7%	124.7%	101.9%	22.0%
净利润（百万元）	284	377	473	569
同比（%）	59.1%	32.8%	25.5%	20.3%
每股收益（元/股）	0.46	0.61	0.77	0.92
P/E（倍）	29.77	22.42	17.86	14.85

事件：公司发布公告，公司控股子公司腾邦旅游拟以自有资金 9418.80 万元分别收购腾邦梧桐持有的喜游国旅 5.22% 的股权、收购梧桐旅游持有的喜游国旅 8.05% 的股权。

投资要点

■ **通过腾邦旅游再度增持喜游国旅。**公司控股子公司腾邦旅游拟以自有资金 9418.80 万元分别收购腾邦梧桐持有的喜游国旅 5.22% 的股权、收购梧桐旅游持有的 8.05% 股权，合计增持 13.26%。增持后公司合计控制喜游国旅 92.25% 的股权（直接持有 49.18%，通过腾邦旅游间接持有 43.07%），腾邦梧桐、梧桐旅游将不再持有喜游国旅股份。该交易不构成重大资产重组，也无需提交股东大会。

■ **持续增持喜游国旅，强化协同效应。**喜游国旅是深耕出境游目的地资源的老牌旅行社公司，持续增持喜游有望加强双方在渠道、目的地资源等方面的协同效应，有利于共享资源，降低成本，增强全产业链综合实力。
(1) 15 年 11 月公司拟收购喜游 60% 股权，16 年 5 月因条件不成熟而终止，但公司联合其他投资方以 2 亿元为上限对标喜游进行增资，其中腾邦出资 5000 万持有喜游 7.45% 股权。(2) 17 年 4 月，控股子公司腾邦旅游以 2 亿元收购喜游投资持有的喜游国旅 29.81% 股权，17-19 年业绩承诺 0.5、0.8、1.1 亿元。(3) 18 年 6 月以 3.34 亿（其中募集资金 1.4 亿，自有资金 1.94 亿元）收购喜游投资持有的喜游国旅 41.73% 股份，喜游实现并表。

■ **喜游国旅估值合理，再度增持实现利润增厚。**喜游国旅作价 8 亿元，与前次增持一致，按喜游国旅 18-20 年承诺利润 8000 万（+60%）、1.1 亿（+38%）、1.25 亿（+14%）计算，对应 18 年动态 PE 约 10 倍，相对不高。按承诺业绩计算并假设 7 月完成增持，则 18 年增厚利润约 400 万左右，对应增速约 1.4%。

■ **盈利预测：**考虑增持影响并假设 7 月完成增持，预计 18-20 年归母净利润为 3.77（+33%）、4.73（+26%）、5.69（+20%）亿元，EPS 为 0.61、0.77、0.92 元，对应 PE 为 22、18、15 倍，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**业务扩张进度不及预期，出境游行业增长不及预期等风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.70
一年最低/最高价	11.83/18.22
市净率(倍)	3.10
流通 A 股市值(百万元)	7283.63

基础数据

每股净资产(元)	4.43
资产负债率(%)	59.48
总股本(百万股)	616.51
流通 A 股(百万股)	531.65

相关研究

1、《腾邦国际：出境游新贵，“大旅游生态圈”版图已现》

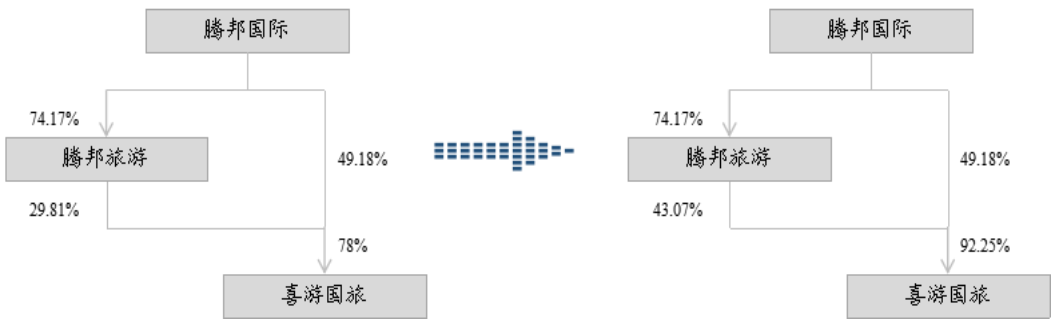
2018-05-16

2、《腾邦国际：Q1 业绩稳步增长，全产业链布局助力成长》

2018-04-26

3、《腾邦国际：大旅游生态圈建设初见成效，内生外延驱动业绩持续增长》 2018-03-21

图 1：增持喜游国旅



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

腾邦国际三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4,914	5,372	7,626	6,872	营业收入	3,530	7,930	16,012	19,537
现金	1,668	592	480	391	减:营业成本	2,805	6,522	13,592	16,665
应收账款	548	1,608	2,745	2,566	营业税金及附加	10	20	39	45
存货	0	0	0	0	营业费用	51	116	234	276
其他流动资产	2,698	3,172	4,401	3,915	管理费用	221	517	988	1,196
非流动资产	2,141	3,521	5,618	6,383	财务费用	105	246	480	527
长期股权投资	570	789	1,007	1,226	资产减值损失	14	15	15	15
固定资产	394	1,576	3,473	4,035	加:投资净收益	88	91	88	88
在建工程	0	5	11	17	其他收益	0	0	0	0
无形资产	258	236	214	193	营业利润	423	585	752	901
其他非流动资产	918	915	912	912	加:营业外净收支	-10	-2	-12	-11
资产总计	7,054	8,893	13,244	13,255	利润总额	413	583	740	891
流动负债	3,697	5,027	8,682	8,057	减:所得税费用	83	117	148	178
短期借款	1,974	1,974	3,908	3,605	少数股东损益	46	90	119	144
应付账款	240	718	1,278	1,169	归属母公司净利润	284	377	473	569
其他流动负债	1,483	2,335	3,495	3,282	EBIT	492	675	912	1,116
非流动负债	443	514	647	599	EBITDA	546	779	1,117	1,408
长期借款	140	211	344	296					
其他非流动负债	303	303	303	303					
负债合计	4,140	5,541	9,328	8,656	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	241	331	450	594	每股收益(元)	0.46	0.61	0.77	0.92
					每股净资产(元)	4.34	4.90	5.62	6.50
归属母公司股东权益	2,674	3,021	3,465	4,005	发行在外股份(百万股)	617	617	617	617
负债和股东权益	7,054	8,893	13,244	13,255	ROIC(%)	7.5%	9.7%	9.0%	10.7%
					ROE(%)	11.3%	13.9%	15.1%	15.5%
					毛利率(%)	20.5%	17.7%	15.1%	14.7%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	8.0%	4.8%	3.0%	2.9%
经营活动现金流	-194	598	498	1,773	资产负债率(%)	58.7%	62.3%	70.4%	65.3%
投资活动现金流	-420	-1,393	-2,214	-969	收入增长率(%)	175.7%	124.7%	101.9%	22.0%
筹资活动现金流	1,522	-281	1,604	-894	净利润增长率(%)	59.1%	32.8%	25.5%	20.3%
现金净增加额	910	-1,076	-112	-90	P/E	29.77	22.42	17.86	14.85
折旧和摊销	54	104	206	292	P/B	3.16	2.80	2.44	2.11
资本开支	92	1,162	1,878	547	EV/EBITDA	17.53	13.77	11.70	9.21
营运资本变动	-619	-127	-692	330					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

注: 盈利预测已考虑此次增持影响。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>