



社会服务业/社会服务

腾邦国际 (300178)

在线商旅服务提供领域的佼佼者

——腾邦国际新股询价定价分析报告


许娟娟
 021-38676545
 xujuanjuan@gtjas.com
 S0880209110635

本报告导读:

公司目前以机票代理为主,定位于在线商旅服务提供商。在电子商务平台扩容的基础上,加大华南以外地区的机票代理业务,同时加大酒店、旅游代理比例。

投资要点:

- **主营业务与行业地位:** 公司是一家以航空客运销售代理业务为主,并提供酒店预订、商旅管理和旅游度假等服务的综合商旅服务提供商。航空客运销售代理规模占据华南地区第一。2007-2009年,主营业务收入为0.73、1.1、1.24亿元,CAGR达到26.5%。
- 归属母公司的净利润增速分别为53.3%、21%、33%,EPS对应发行后股本**盈利模式:** 公司历年收入的95%以上来自机票代理。模式是公司向航空公司、国际航协、其他代理商采购机票,下游采取直接销售(通过公司实体和电子商务平台)、合作销售(其他代理商提供客源)的方式向终端客户销售。
- **增长路径与驱动因素:** 公司未来将利用电子商务平台,大力发展 1) 现有航空机票代理市场向华南以外地区扩张。根据发达国家经验,未来机票代理销售的份额会被航空公司直销大幅挤压,行业集中度会提升,公司只有做大做强方能存活。2) 加快酒店、旅游代理的发展速度。酒店方面,09年携程、艺龙酒店代理收入占比50%,公司不到1%;旅游代理方面,携程开始向旅游度假方向发展,网上旅行社能够充分发挥互联网对旅游业的资源整合,这也是公司未来的重要发展方向。
- **竞争优势:** 公司规模目前处于华南地区第一,是行业第一携程的1/6,具有先发优势。此外本次募集资金到位后,公司将对现有电子商务平台扩容,并在华南以外地区建立营销中心。
- **盈利预测:** 预计2010-2012年公司收入增速分别为41%、40%、42%,分别为0.68、0.82、1.09元。
- **估值:** 同类公司2010年的平均市盈率48倍。考虑到公司定位于在线综合商旅提供商,发展前景较好,给予10年45-54倍PE,对应的询价区间为30.6-36.7元。近期创业板上市公司首日涨幅平均值为10%,以此推算公司的首日价格在33.7-40.4元之间,对应2011年PE41-49倍。

建议询价区间

30.60-36.70

上市首日定价区间

33.70-40.40

2011.01.24

发行上市资料

总股本(万股)	8,940
发行量(万股)	3,000
发行日期	2011.01.26
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	国信证券
预计上市日期	尽快

发行前财务数据

每股净资产(元)	3.43
净资产收益率(%)	19.9%
资产负债率(%)	44.5%

主要股东和持股比例

腾邦控股	45.0%
华联集团	16.8%
创新投	6.04%
王玺	5.87%
福田投资	5.59%

财务摘要(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	110	124	174	244	345
(+/-)%	50%	13%	41%	40%	42%
经营利润(EBIT)	65	77	106	126	168
(+/-)%	28%	17%	38%	19%	34%
净利润	47	53	81	98	130
(+/-)%	29%	13%	53%	21%	33%
每股净收益(元)	0.39	0.44	0.68	0.82	1.09
每股股利(元)	0.27	-	-	-	-

注:每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目 录

1.	盈利模式与行业地位	3
1.1.	历史演变与股权结构	3
1.2.	盈利模式及行业地位	3
1.2.1.	公司盈利模式:	3
1.2.2.	公司经营情况: 增速、构成、毛利率变化	4
1.2.3.	行业地位: 华南地区的航空客运代理龙头	6
2.	行业: 航空客运代理业规模将稳步扩张	7
2.1.	行业发展历史: 行业历史规模增速较为平稳	7
2.2.	行业现有特点: 代理销售为主, 在线电子商务盛行	7
2.3.	行业竞争格局: 充分竞争、集中度低	8
2.4.	行业发展前景: 国际市场容量大, 国内代理市场复合增速 7.5%	8
3.	增长路径与驱动因素: 多种途径做大做强	8
3.1.	发展趋势: 做大做强方能存活	8
3.2.	公司多业务、做大规模的发展战略符合行业发展趋势	9
4.	募投项目: 现有平台扩容, 全国扩张渠道铺垫	10
5.	风险提示	10
6.	财务指标与盈利预测	11
6.1.	财务指标: 毛利率、费用率	11
6.2.	盈利预测:	12
7.	估值与定价: 询价区间	13
	图 1: 公司发行前股权结构	3
	图 2: 公司营业收入及同比增速	4
	图 3: 归属于母公司净利润及同比增速	4
	图 4: 公司主营业务收入构成	4
	图 5: 公司历年收入构成	4
	图 6: 公司合作销售的机票收入占比较为稳定	5
	图 7: 公司合作销售模式下获取的佣金占比下降	5
	图 8: 公司网上销售收入的构成逐步提升	5
	图 9: 深圳地区佣金收入占比逐步下降	5
	图 10: 公司的机票代理毛利率较为稳定	6
	图 11: 公司网上销售收入的构成逐步提升	6
	图 12: 国内航空客运销售代理佣金收入及同比增速	7
	图 13: 代理模式是机票销售的主要渠道 (2008 年)	7
	图 14: 在线电子商务销售机票量占比 (2008 年)	7
	图 15: 携程收入构成 (2009 年)	9
	图 16: 艺龙收入构成 (2009 年)	9
	图 17: 三家公司毛利率对比 (扣除营业税)	11
	图 18: 艺龙收入构成 (2009 年)	11
	表 1: 募投项目介绍	10
	表 2: 公司财务指标	11
	表 3: 公司盈利能力与同类企业比较	12
	表 4: 公司费用控制能力与同类企业比较	12
	表 5: 公司营业收入构成及预测	12
	表 6: 同类公司估值对比	13

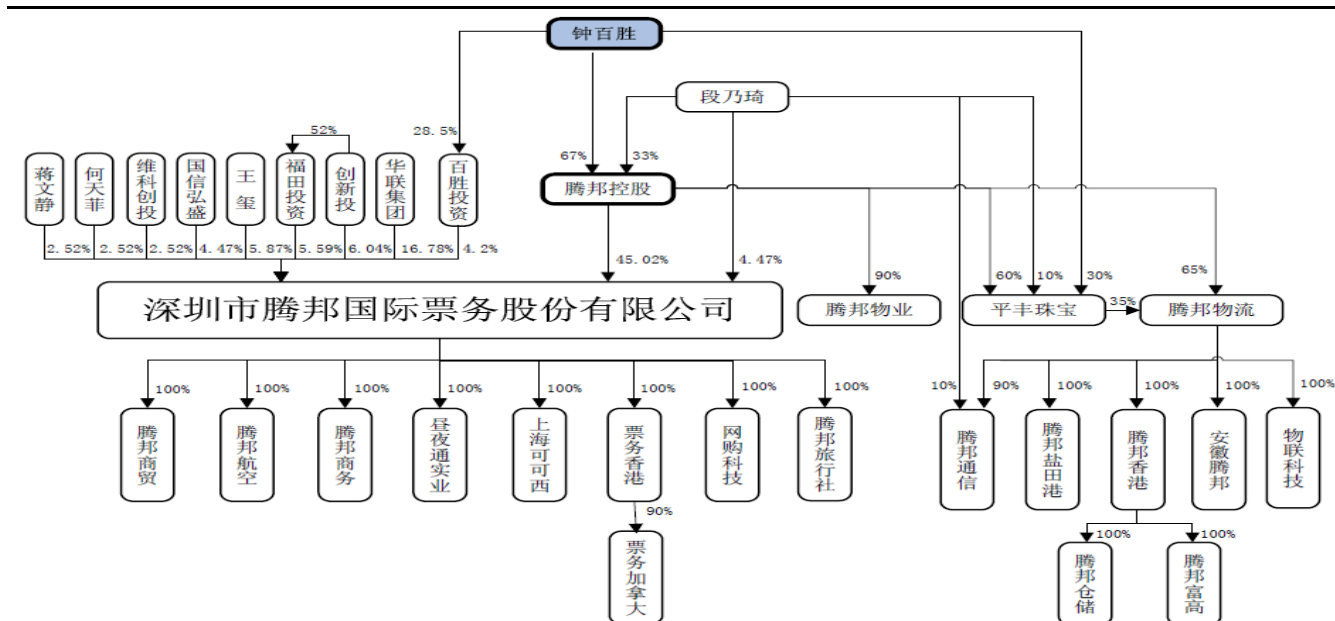
1. 盈利模式与行业地位

1.1. 历史演变与股权结构

深圳市腾邦国际票务股份有限公司（以下简称“公司”）目前是一家以航空客运销售代理业务为主，并提供酒店预订、商旅管理和旅游度假等服务的综合商旅服务提供商。公司前身是深圳市腾邦国际票务有限公司，2008年3月整体变更为股份有限公司。

自然人钟百胜(公司董事长兼法人)通过持有腾邦控股67%的股权，持有百胜投资28.5%的股权，合计持有公司股份占发行前总股本的31.3%、发行后总股本的23.5%，是公司的实际控制人。

图 1：公司发行前股权结构



数据来源：招股意向书、国泰君安证券研究

1.2. 盈利模式及行业地位

1.2.1. 公司盈利模式

公司主要提供机票销售代理服务和酒店预订服务。

采购模式：公司采购的产品主要为机票和酒店。机票向国际航协、航空公司和其他代理企业采购。其中，向国际航协采购的机票简称BSP机票；直接向航空公司采购的机票简称B2B机票。公司酒店等产品的采购主要通过国内国际大型酒店分销平台签署订房合作协议来进行采购。

销售模式：公司采取“直销+合作销售”的集成化销售模式实现向消费者的销售。直销模式下，消费者通过呼叫中心、可可西网站、门店和网上直销平台等途径实现消费。合作销售（B2B2C）主要通过分散的合作代理企业、商旅服务相关企业（如旅行社、酒店）和集团客户等合作销售方共同完成机票销售。合作销售模式可进一步分为合作代理企业模式和集团客户模式两类，对合作代理企业以管理、

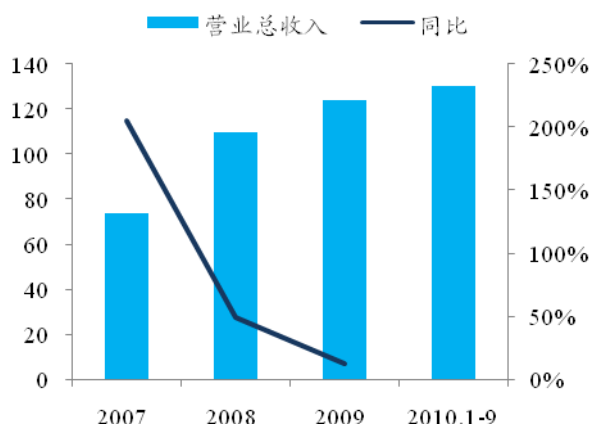
培训和技术支持为主，对集团客户则以服务为主。合作销售模式下，消费者将需求信息发送至合作销售方，合作销售方通过网购等 B2B 电子客票交易平台或合作销售方与公司的网络直线向公司发出需求信息，公司出票，合作销售方提供配送和代收款服务。

盈利模式：公司代理销售的机票分为国内航线和国际航线两类，其中代理销售国内航线机票的收入来源于代理佣金，代理销售国际航线机票的收入根据航空公司销售政策的不同来源于代理佣金或服务费。国内航线机票的代理佣金分为基础佣金和后返奖励佣金两部分。其中，基础佣金根据航空公司制定的销售政策确定；因各个航空公司佣金政策的不同，基础佣金一般分为固定部分和浮动部分，其中固定部分一般为航空客票票面金额的 3%，浮动部分根据航线供需情况、时间段、代理企业规模等因素确定。后返奖励佣金由航空公司根据公司完成其考核指标情况结合其奖励政策确定。

1.2.2. 公司经营情况：收入利润增速尚可

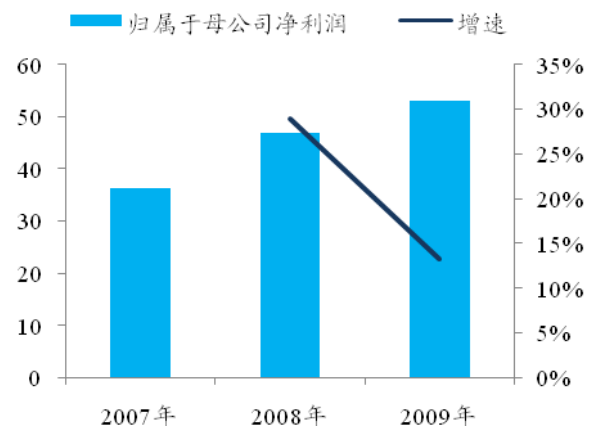
2007-2009 年，公司主营业务呈现快速增长趋势，2007 年营业收入为 7300 万元，净利润为 3600 万元；2009 年营业收入增至 1.24 亿元，净利润增至 5300 万元；其中 2007-2009 年营业收入年复合增速为 26.5%，2008-2009 年的净利润年复合增长率为 21%。

图 2：公司营业收入及同比增速



数据来源：招股意向书、国泰君安证券研究

图 3：归属于母公司净利润及同比增速

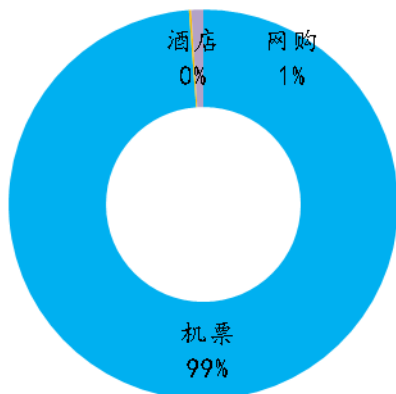


数据来源：招股意向书、国泰君安证券研究

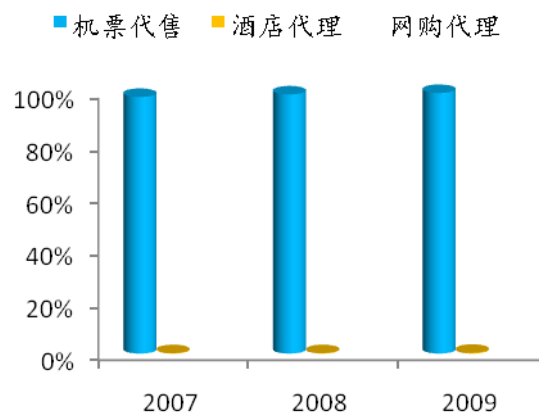
公司收入结构中，2010 年前三季度，机票代理、酒店代理、网购代理收入占比分别为 98.8%、0.2%、1%。从历年收入结构来看，公司收入主要来自机票代理，酒店代理微乎其微，网购代理是 2010 年刚刚开展的新业务，目前收入占比非常小。

图 4：公司主营业务收入构成

图 5：公司历年收入构成



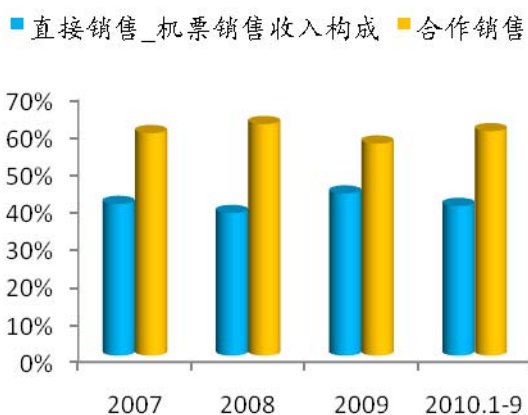
数据来源：招股意向书、国泰君安证券研究



数据来源：招股意向书、国泰君安证券研究

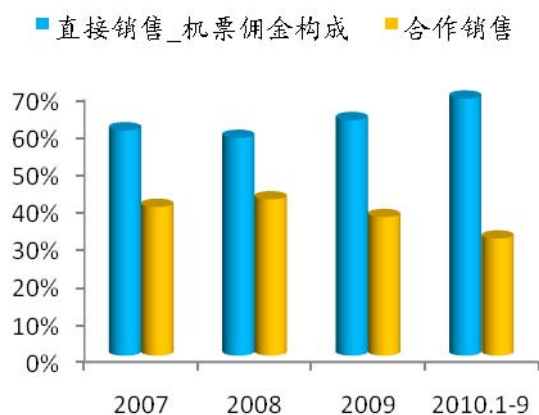
公司销售开展的方式中，合作销售机票的收入占比一直比较稳定，但是由于合作销售过程中让给合作方的佣金比例较多，因此公司合作销售方式获得的佣金占比整体佣金的比例逐年下降。

图 6：公司合作销售的机票收入占比较为稳定



数据来源：招股意向书、国泰君安证券研究

图 7：公司合作销售模式下获取的佣金占比下降

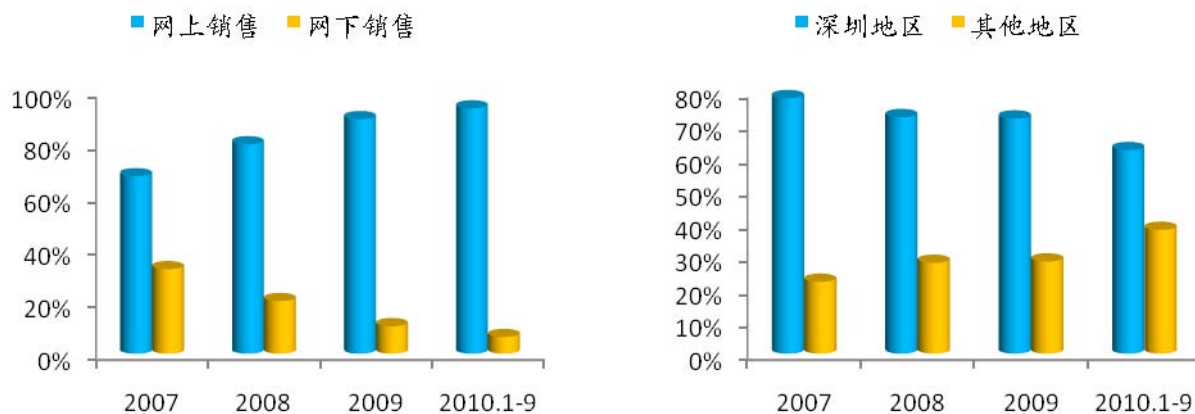


数据来源：招股意向书、国泰君安证券研究

公司主要采取网上销售的模式，过去三年占比逐步提升；2007 年至 2010 年 1-9 月，网上销售收入的百分比由 67.7% 提升至 93.6%。
公司的代理市场主要集中在深圳地区，但过去三年占比逐步下降；2007 年至 2010 年 1-9 月，深圳地区佣金收入占公司总体佣金的比例由 78% 下降至 62%。

图 8：公司网上销售收入的构成逐步提升

图 9：深圳地区佣金收入占比逐步下降

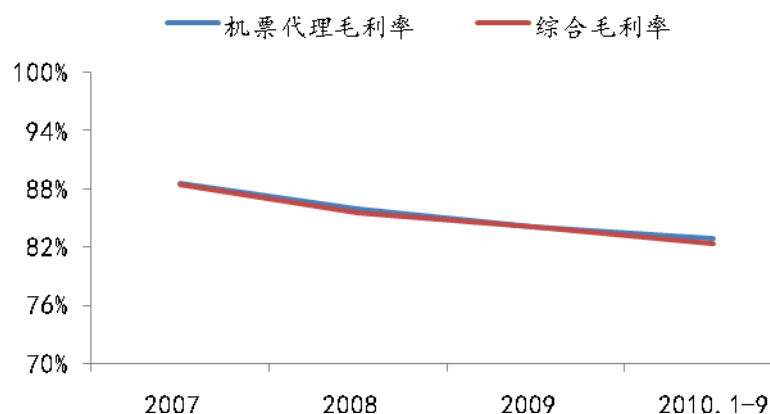


数据来源: 招股意向书、国泰君安证券研究

数据来源: 招股意向书、国泰君安证券研究

2007 年至 2010 年前三季度, 公司机票代理的毛利率和综合毛利率均呈逐步下降趋势, 主要原因是每年新增资产投入带来折旧和摊销的增速高于当年收入增速。

图 10: 公司的机票代理毛利率较为稳定



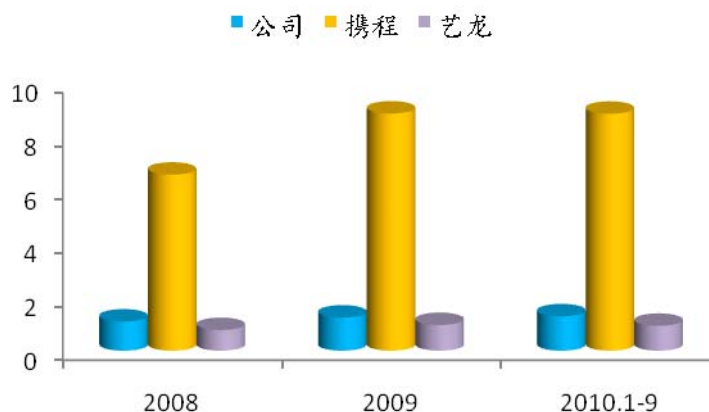
数据来源: 招股意向书、国泰君安证券研究

1.2.3. 行业地位: 华南地区的航空客运代理龙头

公司是国内最大的航空客运销售代理企业之一, 目前中航鑫港为公司提供的担保额度位居行业前三位。2008 年和 2009 年, 公司 BSP 机票销售量全国排名第二, 华南地区排名第一。

按售票量统计, 2009 年公司收票量占深圳市航空客运销售代理市场份额的 20.70%, 全国航空客运销售代理市场份额的 1.37%。尽管行业排名较靠前, 但公司的佣金收入与行业第一携程相差悬殊, 2009 年尚不足携程的 1/6。

图 11: 公司网上销售收入的构成逐步提升



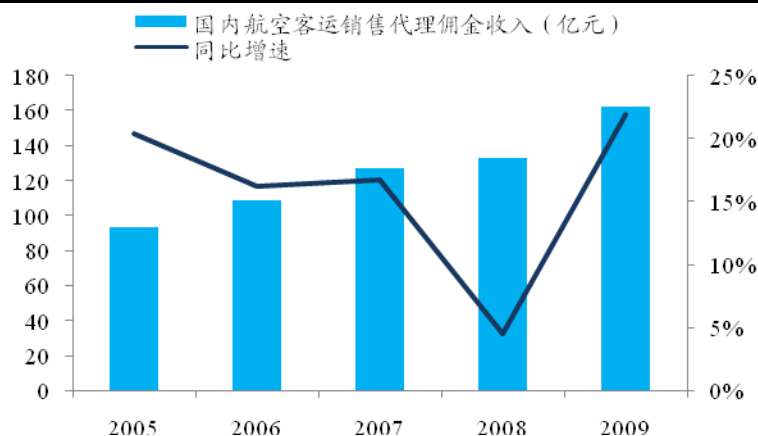
数据来源：招股意向书、国泰君安证券研究

2. 行业：航空客运代理业规模将稳步扩张

2.1. 行业发展历史：行业历史规模增速较为平稳

机票代理制于 1980s 引入中国，2005 年以来经历了快速发展，除了 2009 年收到金融危机影响，航空客运萎靡导致行业增速下降至 5%，其余年份增速均高于 15%。

图 12：国内航空客运销售代理佣金收入及同比增速



数据来源：招股意向书、国泰君安证券研究

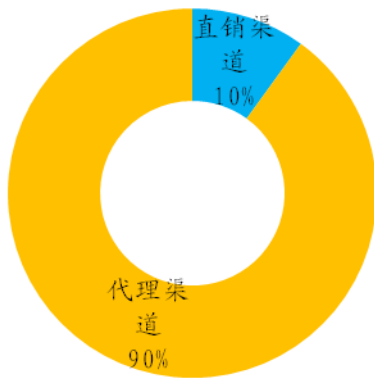
2.2. 行业现有特点：代理销售为主，在线电子商务盛行

机票代理是目前国内的主要机票销售模式，根据国际航协 (IATA) 发布的统计数据，国内市场方面，2008 年航空公司直属营业部、网站、呼叫中心等直销渠道占机票销售总额的 10%，代理销售站 90%。

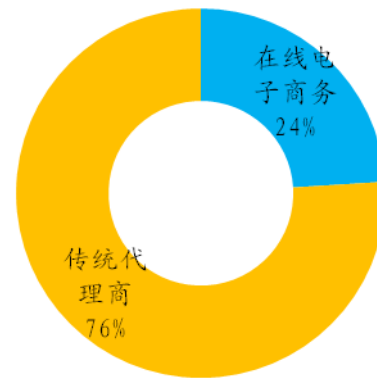
随着国际航协 2008 年 2 月《2008 年 6 月 1 日起，国际航协全球代理人停止填开使用 BSP 纸制客票》通知的发布，正式宣布机票销售进入全面电子客票时代，2008 年在线电子商务机票销售量占比达到 24%。

图 13：代理模式是机票销售的主要渠道 (2008 年)

图 14：在线电子商务销售机票量占比 (2008 年)



数据来源：招股意向书、国泰君安证券研究



数据来源：招股意向书、国泰君安证券研究

2.3. 行业竞争格局：充分竞争、集中度低

航空客运销售代理业是一个竞争较为充分的行业。2008 年，全国通过中国航协年检的代理企业共计 7,029 家，分布在全国各个省区，其中华南、华中、华北分布比较集中。2008 年平均每家代理企业每年销售的机票不足 3 万张；根据中国市场调研研究中心统计，行业前 4 名代理企业所占市场份额低于 15%，前 8 名低于 20%，行业市场集中度较低。

2.4. 行业发展前景：国际市场容量大，国内代理市场复合增速 7.5%

中国和印度是未来 20 年最大的航空客运潜在市场。2008 年空中客车公司发布报告，预测未来 20 年民航客运需求以平均每年 4.9% 的速度增长，在 20 年内增长将近 3 倍，达到 60 亿人次左右；未来 20 年，民航客运的最大需求将来自亚太地区，其中中国和印度将是最大的潜在市场，占全球民用客运总需求量的 31%。

国际航空客运代理市场容量巨大，尚待国内运营商开发。根据艾瑞咨询发布的《中国航空客运代理业发展研究报告（2010）》显示，全球航空客运销售代理行业市场容量约为 150-200 亿美元，是国内市场容量的近 10 倍。目前较大的代理商：Expedia 2009 年实现营业收入 29.56 亿美元；ORBITZ 2009 年实现营业收入 7.38 亿美元。

未来 10 年，航空客运销售代理市场复合增速 7.5%。根据中国民航局预测，2020 年中国航空旅客运输量将达到 7.7 亿人次左右，年复合增长率为 12.27%。依据上述预测，航空客运销售代理市场的规模将达到 360 亿元左右，复合增速 7.5%。

3. 增长路径与驱动因素：多种途径做大规模

3.1. 发展趋势：做大规模方能存活

根据发达国家经验，代理销售机票市场份额会萎缩，但不会消失。国际航空电讯集团与《航空商务》(Airline Business) 杂志共同举办的 2010 年第十二届“航空公司 IT 趋势调查”显示，全球共有 129 家航空公司（主要为国外航空公司）参与了今年的调查，其年旅客运输量总和超过 10 亿人次。上述航空公司的机票中，40.8% 直接销售给旅客，其中网络

销售占 25.8%、呼叫中心为 10.7%、联航为 4.3%；其余 59.2%是通过国际航协进行的代理分销。

航空公司需要大型代理商，但直销规模必将提升以与之形成制衡。国内机票市场上大部分属于商务市场，且商务出行的时间优先特征决定了单一航空公司很难满足其出行需求。航空公司通过大型代理企业不仅可以实现其销售规模的提升，且可以降低管理成本，实现边际成本最小化。从专业分工角度来看，机票供应商（航空公司）实施垂直一体化即进入机票销售领域的策略，要求其扩大资金和人力投入，因此增加了管理的复杂性。

代理市场将缓步萎缩。中国民航局预测至 2020 年，我国中国航空旅客运输量复合增速为 12.5%，而航空客运销售代理收入增速只有 7.5%，说明了航空公司直销对代理市场的压缩。

现阶段我国代理销售机票行业的竞争存在于代理企业之间。航空客运销售代理行业市场比较分散，目前中小型代理企业占据机票销售市场 70% 的市场份额，随着竞争加剧、行业集中度提升，大型代理企业的市场份额不断提高。

做大规模方能存活。航空公司直销的推广和大型代理企业的市场份额的不断提升将加速航空客运销售代理行业的分化，中小型代理企业市场份额将加速下滑，其市场份额将被大型代理企业和航空公司分享。

3.2. 公司多业务、做大规模的发展战略符合行业发展趋势

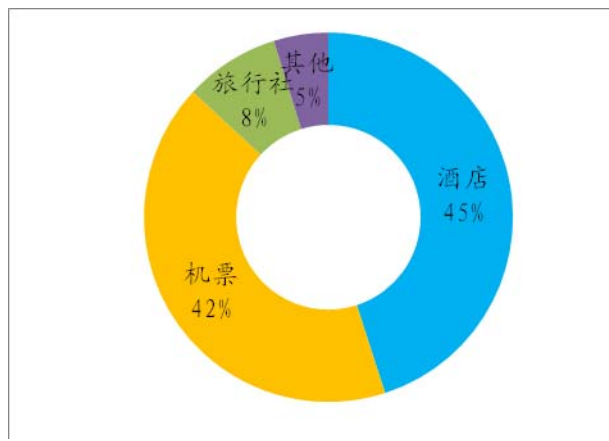
公司定位于综合商旅服务商，其发展规划是：在大力发展航空客运销售代理业务的基础上，积极拓展酒店预订、集团客户商旅管理、旅游度假、呼叫中心外包等新业务，扩大业务规模；并通过收购兼并、参股控股等形式，有计划、分步骤、积极稳妥地介入海内、外商旅服务市场，做专做强做大商旅服务业务。

公司与携程、艺龙的最大区别在于酒店代理业务的比例。以 2009 年为例，携程和艺龙的酒店代理占收入比重约 50%，而公司尚不足 1%。此外，携程开始向旅游度假方向发展，多元化的业务能够分散因航空业自身周期因素、以及航空直销比例扩大带来的纯机票代理的经营风险。

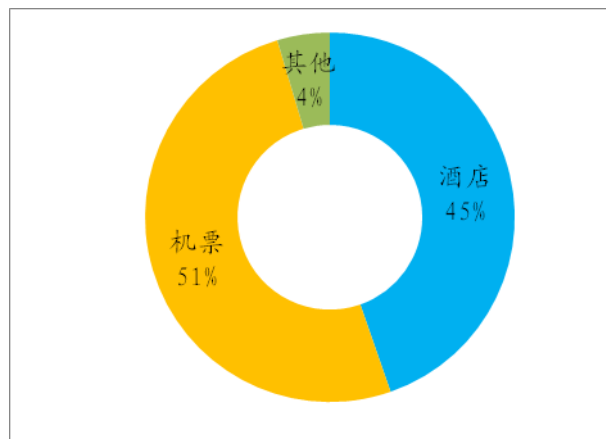
此外，从国际大型的机票代理商发展途径可见，收购兼并是快捷的扩张方式，但对管理能力、风险控制能力提出了较高要求。

图 15: 携程收入构成 (2009 年)

图 16: 艺龙收入构成 (2009 年)



数据来源：招股意向书、国泰君安证券研究



数据来源：招股意向书、国泰君安证券研究

4. 募投项目：现有平台扩容，全国扩张渠道铺垫

公司本次拟向社会公开发行股票 3,000 万股，占发行后总股本 25.13%，共需要募集资金 3.45 亿元。截至本招股意向书签署之日，公司已自筹资金先期投入部分募投项目，合计金额为 8,820.59 万元。

表 1：募投项目介绍

序号	项目名称	拟投入募集资金	投资进度计划			项目进度
			第一年	第二年	第三年	
1	国际商旅运营中心	22,376	11,188	6,713	4,475	将于 2012 年投入使用
2	营销服务中心	12,171	3,651	6,086	2,434	

数据来源：招股意向书、国泰君安证券研究

（一）国际商旅运营中心项目：拟对已投入运营的“可可西”网站和呼叫中心进行扩容和改造。项目建设周期为 3 年，总投资金额为 2.2 亿元。项目由 1,200 坐席呼叫中心、“可可西”网站升级和扩建、研发培训中心、综合支付结算系统、集团客户管理中心等子项目构成。该项目着眼于目前的电子商务模式的代理业务，对现有运营中心进行扩容，以支撑日后业务的扩张。

（二）营销服务中心建设项目：利用公司在深圳已经建立的市场地位，通过低成本复制公司在深圳的成功经验，拟在北京、上海、重庆、成都、西安、沈阳、香港、澳洲、欧洲、北美建立十大区域营销服务中心。项目建设周期为 3 年，总投资金额为 1.2 亿元。该项目为公司走出深圳打下渠道基础。

5. 风险提示

依赖航空旅客运输业的风险

近年来，我国航空客运销售代理业与航空旅客运输业呈现出高度正相关。公司收入 98% 来自航空客运机票代理，短期内其他业务，如酒店、旅游服务的收入贡献微弱。公司将受到高铁对航空的分流影响、航空业受宏观经济波动影响以及航空公司自身直销比例提升的影响。

合作模式下、佣金分成比例扩大的风险

为了快速进入新的市场，获得更多客源，公司机票销售额的 60%-70%来自于合作销售。2007-2010 年前三季度，公司为了提升合作销售方忠诚度，增加了给合作销售方的佣金分成比例，从而公司在合作模式下获得的佣金率逐年下降，该趋势在现有销售规模基础上、短期内无法避免。

短期内异地扩张不见成效、现有市场份额萎缩的风险

我国机票代理市场目前是完全竞争的，行业集中度很低。公司在华南地区的市场占有率已经达到 10%以上水平，进一步提升空间不大，异地扩张的优势短期内无法体现，反而面临现有市场份额萎缩的风险。

6. 财务指标与盈利预测

6.1. 财务指标

公司具备较强的偿债能力，资产周转率基本正常。

表 2：公司财务指标

	2010-09-30	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
流动比率	1.16	1.29	1.17	1.35
速动比率	1.16	1.29	1.17	1.35
母公司资产负债率 (%)	47.71	42.88	69.40	62.71
财务指标	2010 年 1-9 月	2009 年度	2008 年度	2007 年度
息税折旧摊销前利润 (万元)	9,205.92	8,350.11	7,339.25	5,139.78
利息保障倍数 (倍)	13.13	8.95	8.53	13.60
经营性现金流量净额 (万元)	7,747.81	9,222.73	6,028.27	4,423.91
	2010 年 1-9 月	2009 年度	2008 年度	2007 年度
应收账款周转率 (次)	4.70	2.76	2.64	5.49
流动资产周转率 (次)	0.51	0.44	0.39	0.60
总资产周转率 (次)	0.27	0.29	0.31	0.44

数据来源：招股意向书、国泰君安证券研究

酒店代理的毛利率位于 55%左右，机票代理的毛利率 85%左右，由于公司的收入以机票代理为主，而携程和艺龙有 50%的收入来自酒店代理，因此公司的毛利率高于携程和艺龙。

图 17：三家公司毛利率对比 (扣除营业税)

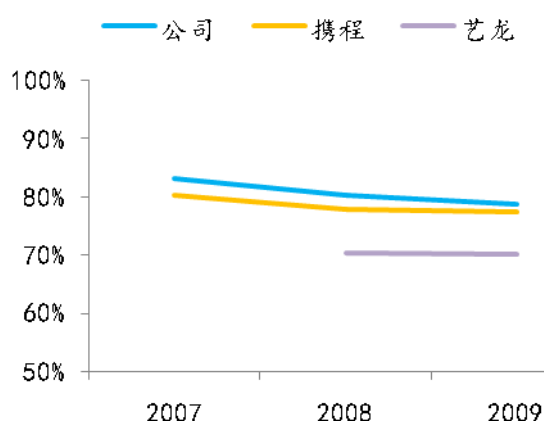
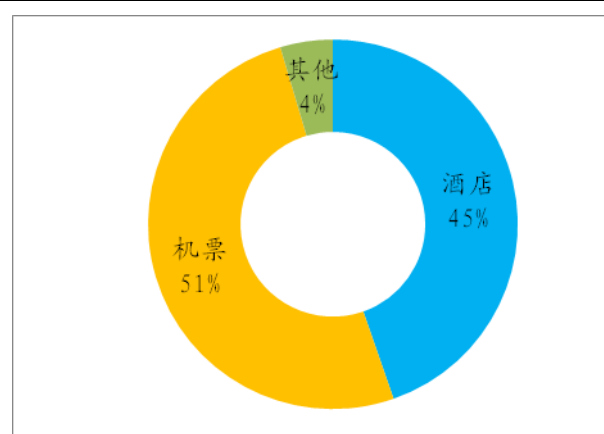


图 18：艺龙收入构成 (2009 年)



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

公司的销售净利润率和净资产收益率均高于携程和艺龙。差异主要源于营业费用率，公司的营业费用率低于携程 10 个点，这可能与公司并未开展大规模的市场营销投入有关。未来随着公司投入比例的增加，预计公司营业费用率将有所提升。

表 3：公司盈利能力与同类企业比较

	项目	2010 年 1-9 月	2009 年度	2008 年度	2007 年度
销售净利润率	携程	33.42%	31.05%	27.96%	30.94%
	艺龙	4.32%	5.24%	-21.98%	-8.11%
	公司	46.94%	42.81%	43.39%	53.98%
净资产收益率	携程	17.04%	27.14%	26.27%	27.47%
	艺龙	1.55%	1.91%	-7.57%	-2.16%
	公司	21.57%	26.48%	36.14%	58.73%

数据来源：招股意向书、国泰君安证券研究

表 4：公司费用控制能力与同类企业比较

		2007	2008	2009
管理费用率	公司	5%	11%	13%
	携程	12%	12%	10%
	艺龙		16%	13%
营业费用率	公司	5%	7%	4%
	携程	24%	19%	17%

数据来源：上市公司年报、国泰君安证券研究

6.2. 盈利预测

基于行业发展前景和公司可能的变化，我们对公司的盈利预测如下。预计 2010-2012 年公司收入增速分别为 41%、40%、42%，归属母公司的净利润增速分别为 53.3%、21%、33%，EPS 对应发行后股本分别为 0.68、0.82、1.09 元。

表 5：公司营业收入构成及预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
机票代售	7213	10902	12355	17259	23935	33646
	yoy	51%	13%	40%	39%	41%
直接销售	76,515	103,525	130,812	163,515	228,921	309,043
	yoy	35%	26%	25%	40%	35%
合作销售	112,222	168,093	171,154	265,289	371,405	557,107
	yoy	50%	2%	55%	40%	50%
直接销售佣金率	5.68%	6.13%	5.95%	6.77%	6.28%	6.34%
合作销售佣金率	2.56%	2.71%	2.67%	2.33%	2.57%	2.53%
直接销售佣金收入	4345	6347	7779	11078	14385	19579
	yoy	46%	23%	42%	30%	36%

合作销售佣金收入	2868	4555	4576	6181	9550	14067
	yoy	59%	0%	35%	54%	47%
酒店代理	11	17	35	80	200	400
	yoy		106%	129%	150%	100%
预订间夜 (万)		0.4	0.9	2.0	5.0	10.0
每间夜佣金		40	40	40	40	40
网购代理			1.7	5.0	10.0	15.0
	yoy			186%	100%	50%
旅游					120	200
旅游人次 (万)					3	5
人均佣金					40	40
其他	123.0	78.0	4.0	4.0	4.0	4.0

数据来源：国泰君安证券研究

7. 估值与定价：询价区间

(1) 询价区间。公司的主营业务为机票代理，未来将逐步转型成“在线综合商旅服务提供商”，A股没有可比公司，我们与携程、艺龙进行对比。

同类公司 2010 年的平均市盈率 48 倍。选取最近上市的 10 个创业板公司，平均发行市盈率高达 70 倍以上。考虑到公司定位于在线综合商旅服务提供商，发展前景较好，给予 10 年 45-54 倍 PE，对应的询价区间为 30.6-36.7 元。

表 6：同类公司估值对比

	2011/1/21 股价	2010EPS	2011EPS	2010PE	2011PE	市值	总股本
携程	43.07	1.2	1.5	36	29	117	2.72
艺龙	18.14	0.3	0.4	60	45	4	0.2371
平均				48	37		

数据来源：国泰君安证券研究

(2) 合理估值区间。近期创业板上市公司首日涨幅平均值为 10%，以此推算公司的首日价格在 33.7-40.4 元之间，对应 2011 年 PE41-49 倍。

作者简介:**许娟娟:**

S0880209110635

021-38676545

xujuanjuan@gtjas.com

复旦大学经济学硕士，2007 年进入国泰君安证券，2007-2009 从事商贸零售行业研究，2010 从事旅游和食品行业研究。获 2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		