

腾邦国际 (300178. SZ) [2011.01.25]

从机票代理到综合商旅提供商的战略转型

— 腾邦国际新股定价报告

✍ 齐艳莉
 ☎ 86-22-2845 1625
 SAC 执业证书编号 S1150207120103
 ✉ qyl@bhq.com

核心观点:

- 机票代理目前仍为公司最主要的业务
- 向综合商旅服务提供商发展是公司的战略规划
- 募投项目投资与转型所需的核心项目

核心观点:

● 机票代理业务-公司目前最主要的业务

公司目前主营业务主要为航空客运销售代理业务,酒店预订、商旅管理和旅游度假等项目对公司利润的贡献还较小,从 2010 年前三季度的经营数据看,公司航空客运销售代理业务收入占营业总收入的比重超过 98%;

● 向“综合商旅提供商”战略转型-适应市场发展的必然要求

随着电子客票的全面推广和互联网技术的发展,电子商务运营平台逐步成为主流,机票、酒店以及旅行产品已经可以通过 OTA 网站一站式解决,行业集中度也趋于上升,传统的依赖配送渠道优势的代理方式竞争力已经被严重削弱;

● 募投项目是转型核心-提高在线服务能力、开拓维护客户群体

公司募投项目将按轻重缓急投入国际商旅运营中心、营销服务中心以及其他与和主营业务相关的营运资金三个项目;其中,国际商旅运营中心将着力加强呼叫中心、可可西网等在线平台的服务能力,营销服务中心将主要加强公司开拓和维护稳定客户群体、尤其是集团客户的能力,提高公司的长期竞争力;

● 业绩预测及询价

预计 2010-2012 年全面摊薄后 EPS 分别为 0.67、0.88 和 1.13 元,参考最近中小板、创业板主要上市公司以及美股上市同行业公司估值水平,给予公司 2011 年 35-42 倍估值,建议询价区间 30.8-36.96 元;

● 风险提示

上游航空业系统性风险、代理佣金费率下滑、航空公司扩大直销规模、OTA 市场竞争日趋激烈等;

关键数据

询价区间	30.8-36.96
对应 PE	35-42

股本数据

A 股发行股数	3000 万股
发行后总股本	11940 万股

联系人

马哲峰
 010-6878 4262
 zhefengma@yahoo.com.cn

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	110	124	178	258	373
(+/-)%	50%	13%	43%	45%	45%
经营利润 (EBIT)	69	76	103	136	175
(+/-)%	28%	10%	34%	33%	29%
净利润	47	53	80	105	134
(+/-)%	29%	13%	51%	31%	28%
每股净收益 (元)	0.62	0.59	0.67	0.88	1.13

目录

1	公司简介	3
2	主营业务简介-目前公司最主要的业务仍然是机票代理	3
2.1	机票代理贡献了超过 98% 的公司主营业务收入	3
2.2	整体而言近年公司佣金率水平保持平稳	7
3	募投项目-紧密围绕转型展开	8
3.1	向综合商旅服务提供商转型是公司主营业务发展的必然方向	8
3.2	募投项目紧密围绕“综合商旅服务提供商”展开	9
4	盈利预测及估值	10
5	风险提示	12

图表目录

图 1: 发行前公司股本结构	3
图 2: 国内航空客运销售代理市场规模及增长率	3
图 3: 国内航空客运机票销售的三种主要途径	4
图 4: 公司 2010 年前三季度主营业务构成	5
图 5: 公司机票销售量市场份额	5
图 6: 公司合作销售与直接销售占比	6
图 7: 公司网上和网下销售占比	6
图 8: 公司综合佣金率水平波动波动不大	7
图 9: 网络订单占全部旅游订单的比例持续上升	8
图 10: 艾瑞咨询对中国网上旅行预订市场规模的预测 (亿元)	9

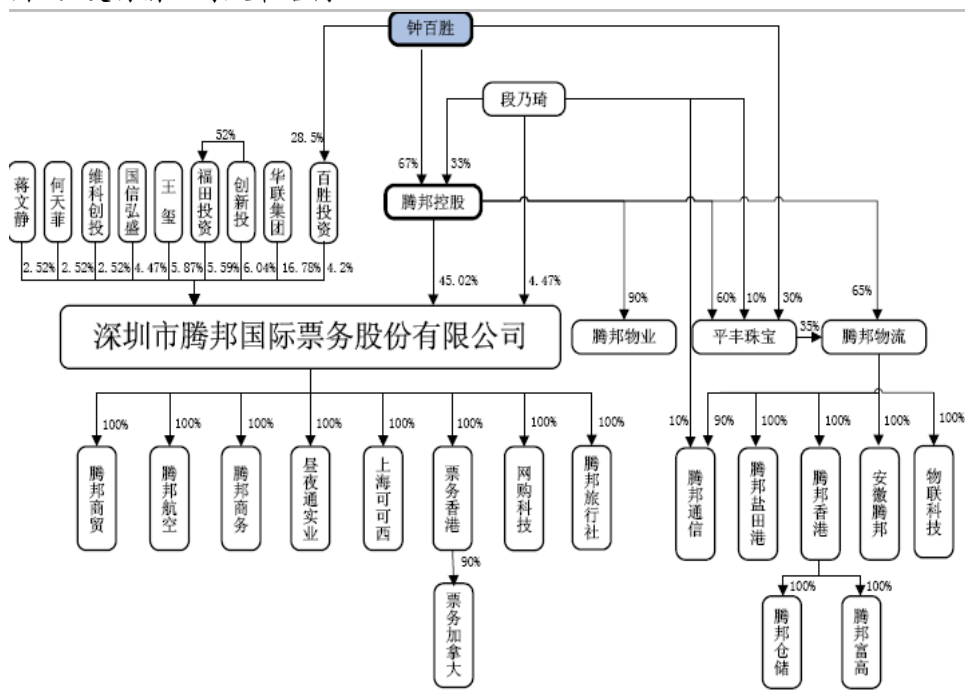
表格目录

表 1: 募集资金主要投资项目	10
表 2: 募集资金主要投资项目	10
表 3: 中小板最近上市的 10 只股票盈利预测及估值	11
表 4: 创业板最近上市的 10 只股票盈利预测及估值	11
表 5: 美股上市同行业公司估值	12

1 公司简介

腾邦国际前身为深圳市腾邦国际票务有限公司，2008 年以腾邦有限全体股东作为发起人成立。公司实际控制人为钟百胜先生，通过腾邦控股持有公司 31.47%的股份（发行前）。

图 1: 发行前公司股本结构



资料来源：招股说明书

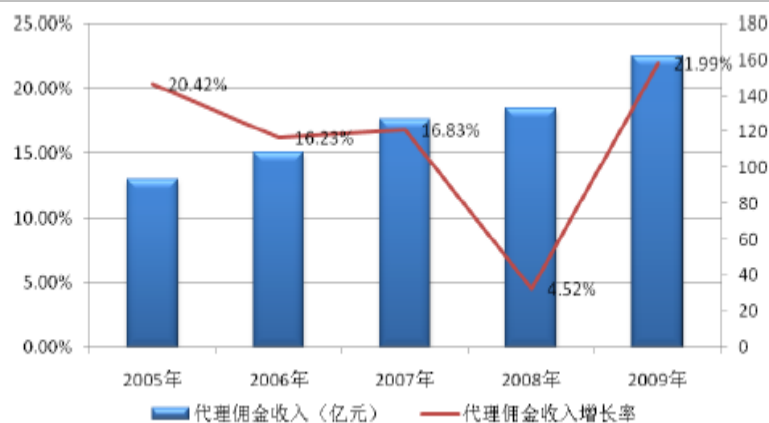
公司以传统的机票代理业务起家，目前已建立了以可可西网站（www.cococ.cc）、飞人网（www.feiren.com）和网购 B2B 电子客票交易平台(www.want-go.com)为窗口、呼叫中心（40069 40069）为运营载体、电子支付为支撑的新型电子商务模式，逐渐向综合商旅服务提供商转型。

2 主营业务简介-目前公司最主要的业务仍然是机票代理

2.1 机票代理贡献了超过 98%的公司主营业务收入

航空客运销售代理行业是指航空客运销售代理人接受航空运输企业委托，在约定的授权范围内，以委托人名义代为处理航空旅客运输销售及其相关服务的营利性行业。

图 2: 国内航空客运销售代理市场规模及增长率



资料来源：招股说明书

国内航空客运机票销售有三种途径：

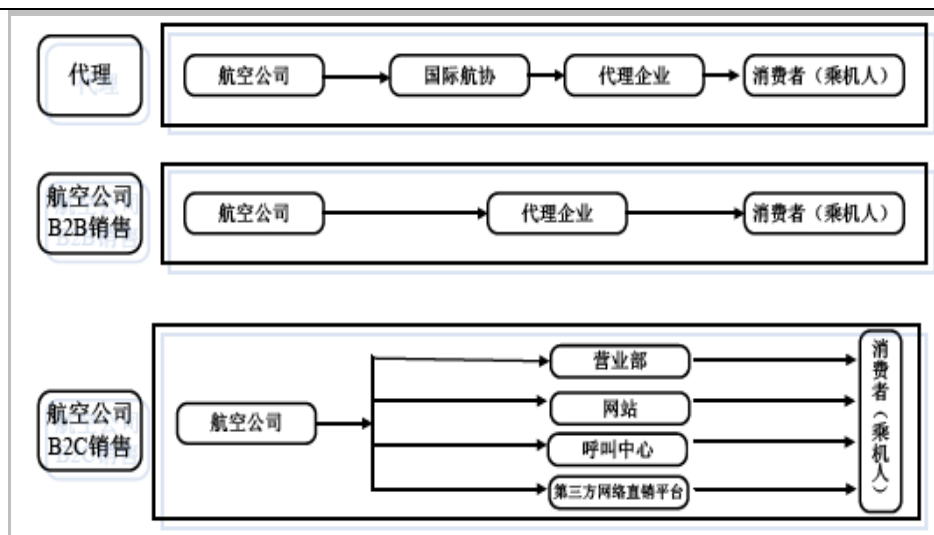
一是航空公司通过国际航协将机票销售给代理人，由代理人最终实现向消费者的销售，简称为代理；

二是航空公司直接将机票销售给代理企业，由代理人最终实现向消费者的销售，简称为航空公司 B2B 销售；

三是航空公司通过自有营业部、网站和呼叫中心及第三方网络直销平台直接实现向消费者的销售，简称航空公司 B2C 销售（直销）。

前述一、二两种销售途径均由代理企业实现机票向消费者的销售，第三种模式由航空公司直接销售给消费者。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%，国内机票的销售主要依靠代理企业完成。

图 3：国内航空客运机票销售的三种主要途径

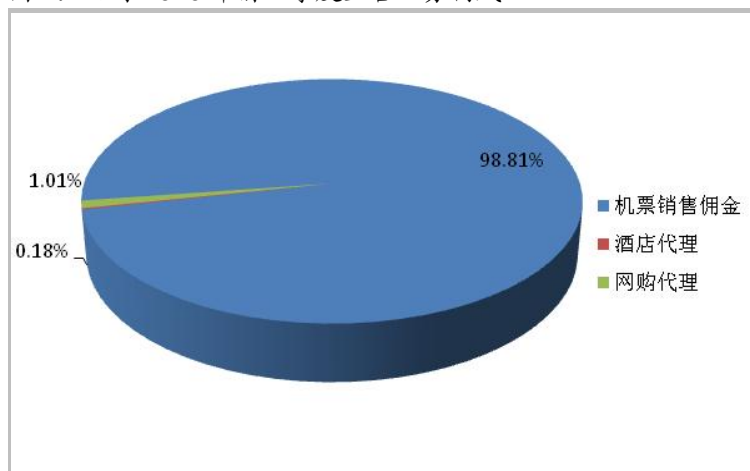


资料来源：招股说明书

2007-2009 年公司营业收入复合增长率达到 30%

目前公司主营业务收入仍然来自机票代理业务，2010 年前三季度实现机票销售佣金收入 1.28 亿元，占总收入的 98.81%。

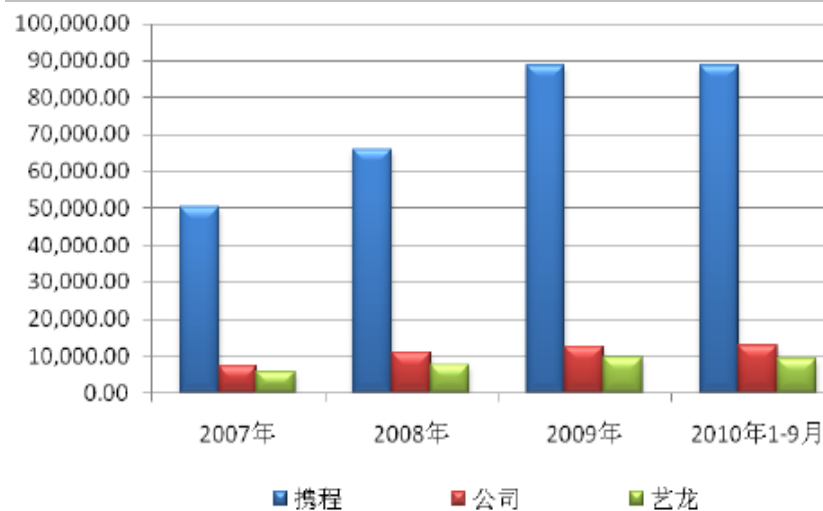
图 4：公司 2010 年前三季度主营业务构成



资料来源：招股说明书

公司成立十余年来，一直专注于航空客运销售代理业务，公司机票销售金额从 2007 年的 18.87 亿元，增加到 2009 年的 30.20 亿元，年复合增长率为 26.51%；机票销售数量从 2007 年的 186.88 万张增加到 2009 年的 316.74 万张，年复合增长率为 30.19%。2010 年 1-9 月，公司完成机票销售总金额 32.58 亿元，同比增长 74.32%；销售机票 264.20 万张，同比增长 37.13%。公司目前是国内最大的航空客运销售代理企业之一，2008 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。

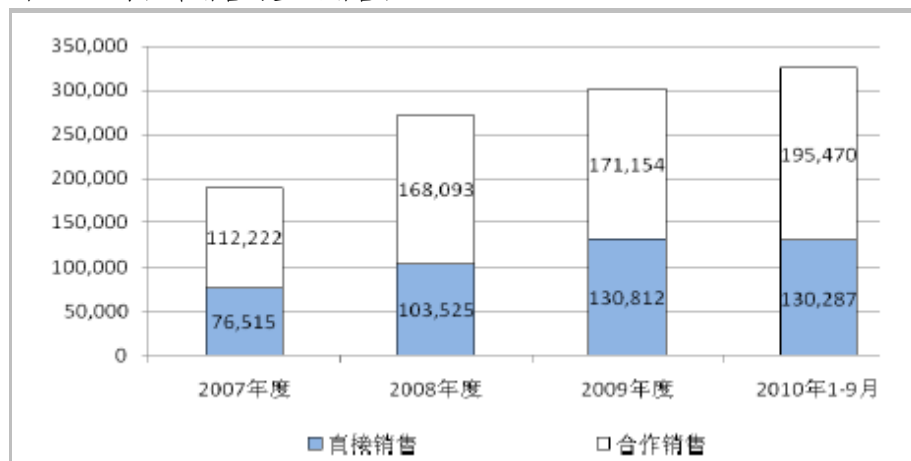
图 5：公司机票销售量市场份额



资料来源：招股说明书

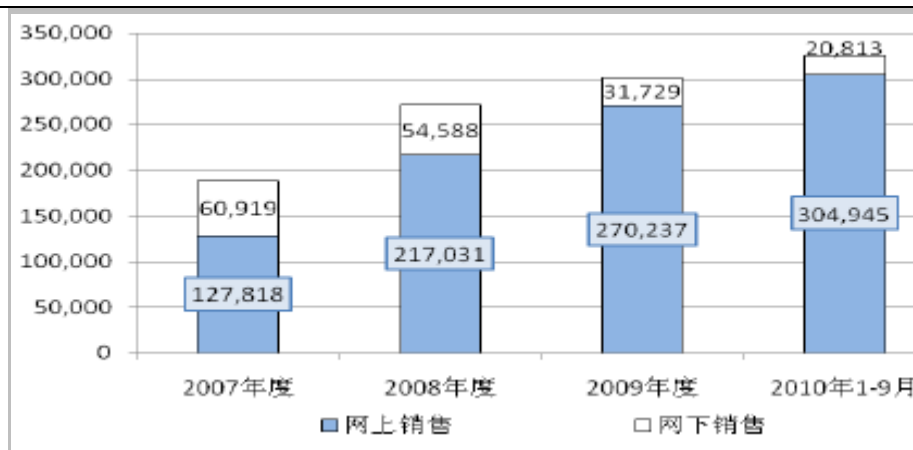
公司机票销售采取“直销+合作销售”的模式。其中，合作销售模式可进一步分为合作代理企业模式和集团客户模式两类。公司在坚持门店模式的基础上，重点开拓电子商务模式和合作销售模式。为实现差异化经营和业务的横向拓展及纵向深入，公司依托互联网和电子商务技术，对传统的合作销售业务的服务流程进行改造，除了采用大型代理企业常用的会员方式拓展客户资源外，公司也特别重视以集团客户差异化服务为重要内容的合作销售模式对于公司增长的贡献。

图 6：公司合作销售与直接销售占比



资料来源：招股说明书

图 7：公司网上和网下销售占比



资料来源：招股说明书

2.2 整体而言近年公司佣金率水平保持平稳

代理企业的盈利模式为收取代理佣金

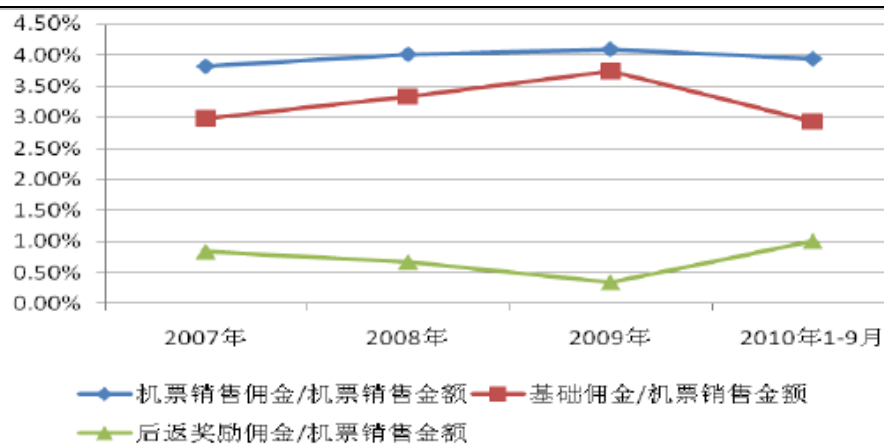
国内航线机票销售代理企业的收入主要来源于机票销售代理佣金，包括基础佣金和后返奖励两部分。基础佣金根据航空公司制定的销售政策确定；后返奖励佣金根据代理企业完成航空公司的考核指标情况确定。

国际航线机票销售模式与国内航线机票不同，代理企业主要以向消费者（乘机人）收取服务费的模式获得收入，欧美国家普遍采取此模式。国外航空公司进入中国大陆市场的过程中，采取了结合中国国情同时参照国际惯例的方式，向代理企业支付代理佣金的同时建议代理企业向消费者（乘机人）收取服务费。

近年来，鉴于中国市场上运价及运价分销体系的发展，同时全球范围内航空公司所面临的宏观经济环境发生了变化，部分国外航空公司进行了中国与国际接轨的尝试，调低代理佣金或零佣金以更好地适合其经营模式，以保持国内外政策的一致性，让消费者更好地选择航空公司和代理企业的服务。代理企业销售国际航线机票的收入来源则通过向消费者（乘机人）收取服务费逐步取代向航空公司收取佣金。

2010 年航空公司调整了佣金政策，为加强其销售目标管理增加了后返奖励佣金比例、降低了基础佣金比例，鼓励大型代理企业努力完成销售目标，更好的实现自身销售业绩。总体来看，公司近几年综合佣金率水平波动不大；

图 8：公司综合佣金率水平波动不大



资料来源：招股说明书

3 募投项目-紧密围绕转型展开

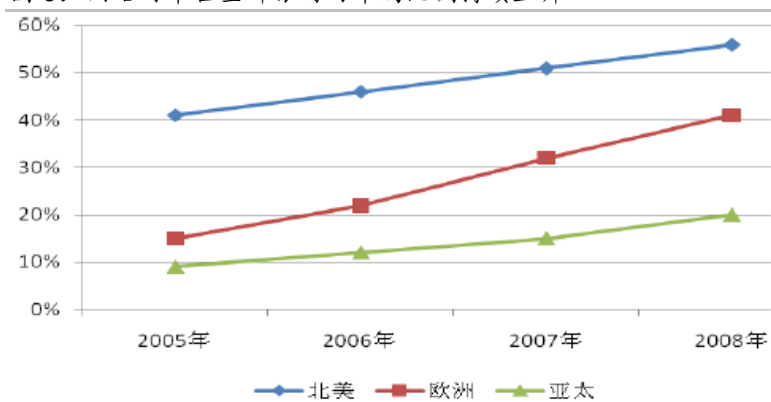
3.1 向综合商旅服务提供商转型是公司主营业务发展的必然方向

商旅市场为航空客运销售代理业提供了巨大的发展空间

消费升级将带动我国航空业快速发展，这是航空客运代理业务发展的基础。而广阔的商旅市场为航空客运销售代理业提供了巨大的发展空间。

航空客运销售代理业作为商旅服务的重要组成部分，随着商旅市场规模扩大而迅速增长。根据《中国旅游业发展“十五”计划和 2015 年、2020 年远景目标纲要》，到 2020 年，我国国际旅游外汇收入将达 580-820 亿美元，国内旅游收入 2.1-3.0 万亿元，旅游总收入将超过 3.6 万亿元，年均增长 9.9%，相当于届时国内生产总值的 11%，成为国民经济体系中的支柱产业之一，成为全球最大旅游目的地国家。

图 9：网络订单占全部旅游订单的比例持续上升

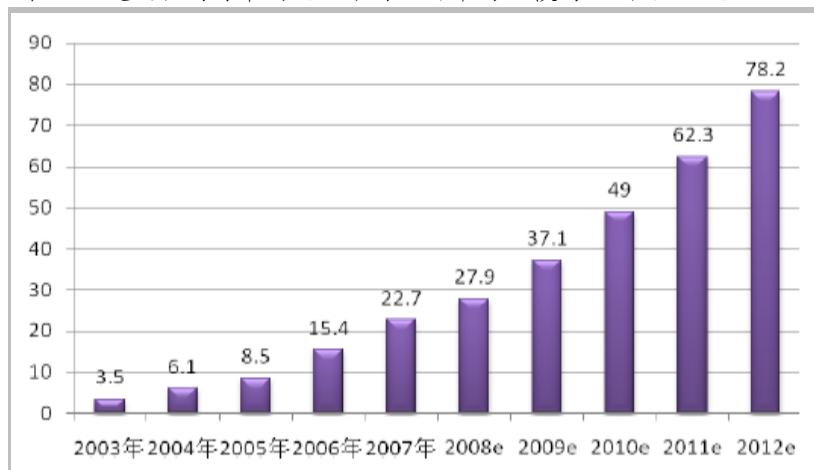


资料来源：招股说明书

目前在线商旅服务市场是商旅服务市场中最具增长潜力的市场，全球三个主要市场，网络预订订单占全部旅游订单的比例都处于连续上升的趋势，市场研究机构 The

PhoCusWright 发布的数据显示, 2008 年北美网络旅游订单占北美整个旅游市场订单的比例为 56%, 欧洲的比例为 41%, 而亚太市场的比例仅为 20%, 未来增长潜力巨大。根据艾瑞咨询对 2003-2012 年的网上旅行预订市场规模统计预测, 未来几年中国网上旅行预订市场将以 30% 左右的速度增长, 而中国在线机票预订市场将以年均 36.9% 的速度增长。

图 10: 艾瑞咨询对中国网上旅行预订市场规模的预测 (亿元)



资料来源: 招股说明书

向综合商旅服务提供商转型是企业做大的根本

我国代理企业数量众多, 同质化竞争严重, 2008 年, 全国通过中国航协年检的代理企业共计 7,029 家, 平均每家代理企业每年销售的机票不足 3 万张; 根据中国市场调查研究中心统计, 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。而随着航空公司加大直销的比例, 代理企业的竞争更加激烈。

随着互联网的发展和普及, 以实名制和电子客票为特征的民航客运市场进入电子商务时代, 以互联网和呼叫中心为核心的电子商务平台将成为机票销售的重要渠道, 具有电子商务技术优势的代理企业市场份额快速上升, 经营规模日益增大, 行业市场集中度趋于上升。同时, 随着商旅管理的成熟, 以机票销售为主线提供围绕商旅需求的延伸服务成为一种趋势。因此, 票代企业做大的根本在通过电子商务的手段, 围绕商旅需求积极向综合商旅服务商转型。

3.2 募投项目紧密围绕“综合商旅服务提供商”展开

公司募投项目主要包括三个, 国际商旅运营中心和营销服务中心以及其他与主营业务相关的营运资金;

表 1: 募集资金主要投资项目

序号	项目名称	拟投入募集资金	投资进度计划		
			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
2	营销服务中心	12,171	3,651	6,086	2,434

数据来源: 招股意向书

国际商旅运营中心项目

国际商旅运营中心项目主要由 1200 坐席呼叫中心、可可西网站 (包括网购平台)、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, 项目总投资 22,376.00 万元, 项目建设期为 3 年, 公司测算该项目 IRR 将能达到 28.36%, 抗风险能力较强;

营销服务中心建设项目

公司招股书中认为: 科学高效的营销服务网路体系有助于公司提高对市场信息的收集、分析和决策的速度, 有助于公司掌握不同地区客户的消费需求和特点, 并针对不同的客户开展有针对性的营销策略和服务手段, 培养忠诚的客户群体, 提高公司的盈利能力和长期竞争力;

公司计划在国内建设北京、上海、重庆、成都、西安、沈阳六大区域营销服务中心, 在海外建设香港、欧洲、北美、澳洲四大区域营销服务中心, 经过三年基本建成覆盖国内外主要市场的全球营销服务体系。国内营销机构的建立有助于加强与基地航空公司的合作, 拿到更加优惠的代理销售政策和充足、稳定的票量供应, 国际营销中心的建立对公司拓展海外市场意义重大;

本项目投资 12,171.43 万元, 项目建设期为 3 年, 公司测算该项目 IRR 将达到 35.22%, 项目抗风险能力较强;

4 盈利预测及估值

根据我们的预测, 公司 2010-2012 年将分别实现每股收益 0.67、0.88 和 1.13 元, 参考最近中小板、创业板主要上市公司以及美股上市同行业公司估值水平, 给予公司 2011 年 35-42 倍估值, 建议询价区间 30.8-36.96 元;

表 2: 募集资金主要投资项目

利润表预测 (单位: 万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	10,996.78	12,394.49	17,772.88	25,759.15	37,334.72

减：营业成本	1,588.87	1,973.03	3,559.28	6,430.43	11,165.09
毛利率	0.86	0.84	0.80	0.75	0.70
营业税金及附加	585.63	651.04	933.54	1,353.03	1,961.05
销售费用	742.09	470.06	888.64	1,803.14	2,986.78
管理费用	1,155.15	1,650.44	2,132.75	2,575.92	3,733.47
EBIT	6,925.04	7,649.93	10,258.67	13,596.64	17,488.34
增长率 (YOY)	0.28	0.10	0.34	0.33	0.29
财务费用	633.77	1,124.46	(34.36)	(200.31)	(424.15)
资产减值损失	385.17	(3.22)			
营业利润	5,906.10	6,528.68	10,293.03	13,796.95	17,912.48
增长(YOY)	0.26	0.11	0.58	0.34	0.30
加：营业外收入	2.78	83.08	-	-	-
减：营业外支出	90.27	2.76	-	-	-
其中：非流动资产处置损失	-	-	-	-	-
税前利润	5,818.61	6,609.01	10,293.03	13,796.95	17,912.48
减：所得税	1,046.85	1,302.56	2,266.15	3,314.27	4,480.52
实际税率	0.18	0.20	0.22	0.24	0.25
净利润	4,771.77	5,306.45	8,034.53	10,495.18	13,441.57
少数股东损益	90.58	-	-	-	-
稀释每股收益	0.62	0.59	0.67	0.88	1.13

数据来源：渤海证券研究所

表 3：中小板最近上市的 10 只股票盈利预测及估值

代码	股票名称	首发上市日	股价	盈利预测			估值水平		
				2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
002532.SZ	新界泵业	2010-12-31	43.50	0.72	0.99	1.35	60.76	43.89	32.16
002533.SZ	金杯电工	2010-12-31	29.97	0.81	1.13	1.48	37.22	26.56	20.27
002534.SZ	杭锅股份	2011-01-10	25.69	0.75	0.86	1.03	34.45	29.82	24.97
002535.SZ	林州重机	2011-01-11	23.64	0.48	0.80	1.19	49.61	29.40	19.93
002536.SZ	西泵股份	2011-01-11	32.10	0.93	1.23	1.53	34.48	26.18	20.94
002537.SZ	海立美达	2011-01-10	34.11	0.93	1.29	1.84	36.61	26.39	18.56
002538.SZ	司尔特	2011-01-18	23.80	0.58	0.74	0.98	40.75	32.14	24.32
002539.SZ	新都化工	2011-01-18	29.09	0.85	1.15	1.55	34.37	25.22	18.76
002540.SZ	亚太科技	2011-01-18	33.99	0.84	1.06	1.72	40.65	32.08	19.74
002541.SZ	鸿路钢构	2011-01-18	42.15	1.13	1.67	2.29	37.33	25.24	18.38
						均值	40.62	29.69	21.80

数据来源：WIND（对应 1 月 23 日股价）

表 4：创业板最近上市的 10 只股票盈利预测及估值

代码	股票名称	首发上市日	股价	盈利预测			估值水平		
				2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
300155.SZ	安居宝	2011-01-07	43.28	0.91	1.24	1.76	47.79	34.86	24.60
300156.SZ	天立环保	2011-01-07	62.48	1.25	1.68	2.31	50.15	37.23	27.07
300157.SZ	恒泰艾普	2011-01-07	60.35	0.84	1.25	1.78	72.23	48.44	33.89
300158.SZ	振东制药	2011-01-07	35.03	0.65	0.95	1.24	54.07	36.77	28.32

300159.SZ	新研股份	2011-01-07	90.90	1.22	1.84	2.65	74.72	49.36	34.27
300160.SZ	秀强股份	2011-01-13	31.04	0.61	0.92	1.26	50.95	33.73	24.69
300161.SZ	华中数控	2011-01-13	25.95	0.45	0.63	0.97	57.15	41.15	26.63
300162.SZ	雷曼光电	2011-01-13	39.56	0.60	1.10	1.53	65.97	36.03	25.90
300163.SZ	先锋新材	2011-01-13	24.75	0.36	0.74	1.15	69.60	33.26	21.49
300164.SZ	通源石油	2011-01-13	47.72	0.99	1.48	2.16	48.42	32.34	22.10
						均值	59.10	38.32	26.89

数据来源：WIND（对应 1 月 23 日股价）

表 5：美股上市同行业公司估值

代码	货币	股价	EPS			PE		
			09Y	10Y	11Y	09Y	10Y	11Y
CTRPusequity	USD	43.07	0.809	1.216	1.514	53.24	35.42	28.45
LONGusequity	USD	18.14		0.33	0.41		54.97	44.24
EXPEusequity	USD	25.98	1.365	1.717	1.987	19.03	15.13	13.07

数据来源：Bloomberge

5 风险提示

- 第一，报告期内，公司航空客运销售代理业务收入占营业收入的比例超过 98%，业务高度集中，营业收入的增长与航空运输业的增长紧密相关，因此对国内外宏观经济的波动较为敏感；
- 第二，航空公司扩大直销规模将导致航空客运销售代理业市场份额有下降的风险；
- 第三，代理佣金费率存在下降的风险；
- 第四，OTA 市场竞争正在逐年变得更加激烈，公司战略转型在将来可能存在未达预期的风险；

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
	loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn
	huangfeng@bhq.com		xiexd@bhq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 602-603

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362776

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn