

传统业务恢复增长，新兴业务加速拓展

腾邦国际年报点评

报告关键点:

- 传统业务中，合作营销业务经历短暂调整后重回高增长轨道
- 网购平台上线，新兴业务拓展加速
- 寄望收购兼并实现跨越式发展

报告摘要:

- 行业景区上升，收入大幅增长。**2010年，腾邦国际实现营业收入1.7亿元，同比增长37.2%；利润总额为9990万元，同比增长51%；归属于上市公司股东净利润8169万元，同比增长53.9%；按增发后股本计算，每股收益0.68元。业绩大幅增长有赖于航空业景气持续上升，特别是世博会和亚运会在当年举行，航空旅客人数和机票价格均较2009年有一定幅度上涨。
- 传统业务中，合作营销业务经历短暂调整后重回高增长轨道。**2009年，公司对合作销售业务的流程和信息系统进行了升级改造，很大程度上影响了业务的拓展，当年合作销售业务营业额仅同比增长2%。2010年，合作销售业务重回高增长轨道，当年实现机票销售25亿元，同比增长46%。
- 网购平台上线，新兴业务拓展加速。**网购业务、差旅管理业务是公司新业务的核心。2010年，网购平台上线，仅几个月就实现了6个亿的流量，迅速得到市场认同。此外，公司上市后使用超募资金9900万元对网购科技进行增资，建设自有的网络支付服务系统平台，巩固技术优势的同时，为公司长远发展奠定了坚实基础。公司预计该项目正常生产年平均利润为4181万元
- 寄望收购兼并实现跨越式发展。**机票电子化和佣金率下调严重挤压了中小型机票代理商的生存空间，机票代理行业出现强者恒强的马太效应。公司凭借资本实力和技术先发优势，有望通过对同行业公司的收购兼并实现跨越式发展。
- 给予“买入-A”，6个月目标价35元。**作为一家治理结构完善、发展路径清晰的民营企业，腾邦国际目前的营收规模和中国庞大的票务代理市场相比基数还非常小。公司直销和合作营销并行的业务模式保障了公司未来几年的高速增长。预计2011-2013年间，公司EPS分别为1.0元、1.7元、2.1元，三年年均复合增长45%，当前股价对应动态市盈率25、15、12倍。我们认为给予公司2011年35倍PE是合理的，给予“买入-A”的评级，6个月目标价35元。
- 风险提示：**新业务拓展低于进度、佣金率下降风险。

评级:
买入-A

上次评级:

目标价格:
35.00 元

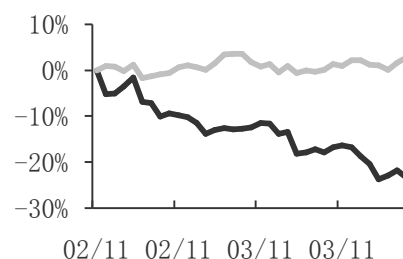
期限: 6个月 上次预测:

现价(2011年04月08日): 25.10元

报告日期:
2011-04-10

总市值(百万元)	2,943.21
流通市值(百万元)	591.60
总股本(百万股)	119.40
流通股本(百万股)	24.00
12个月最低/最高	24.40/35.56元
十大流通股东(%)	
股东户数	

12个月股价表现



腾邦国际 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(11.24)	(27.84)	(22.21)
绝对收益	(12.03)	(23.28)	(23.28)

赵志成

 021-68765859
 执业证书编号

首席行业分析师

 zhaozc@essence.com.cn
 S1450511020029

报告联系人

董云翔

 021-68762890
 dongyx2@essence.com.cn

前期研究成果

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	123.9	170.0	284.6	396.0	538.9
Growth(%)	12.7%	37.2%	67.4%	39.1%	36.1%
净利润	53.1	81.7	119.2	196.6	253.2
Growth(%)	13.4%	53.9%	45.9%	64.9%	28.8%
毛利率(%)	84.1%	80.5%	72.4%	80.2%	77.3%
净利润率(%)	42.8%	48.0%	41.9%	49.6%	47.0%
每股收益(元)	0.44	0.68	1.00	1.7	2.1
每股净资产(元)	2.05	2.74	8.75	10.39	12.51
市盈率	56.0	36.4	24.9	15.1	11.7
市净率	12.1	9.1	2.8	2.4	2.0
净资产收益率(%)	21.6%	25.0%	11.4%	15.8%	16.9%
ROIC(%)	257.4%	69.8%	50.0%	132.7%	108.2%
EV/EBITDA	25.9	18.9	13.4	8.0	5.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

表 1 机票代理业务收入预测

百万	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
机票佣金收入	72.2	109.0	123.5	167.6	252.0	337.4	438.3
YOY		51.0%	13.3%	35.7%	50.4%	33.9%	29.9%
直接销售额	765.2	1035.2	1308.1	1582.5	2273.8	3021.6	3928.0
增长率		35.3%	26.4%	21.0%	43.7%	32.9%	30.0%
直接销售佣金率	5.7%	6.1%	6.0%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
直接销售收入	43.5	63.5	77.8	107.6	155.1	205.8	267.1
合作销售额	1122.2	1680.9	1711.5	2499.0	3924.5	5064.2	6583.4
增长率		49.8%	1.8%	46.0%	57.0%	29.0%	30.0%
合作销售佣金率	2.6%	2.7%	2.7%	2.4%	2.5%	2.6%	2.6%
合作销售收入	28.7	45.6	45.7	60.0	96.9	131.7	171.2
营业成本	8.2	15.3	19.6	31.7	63.0	94.5	122.7
毛利率	88.6%	85.9%	84.1%	81.1%	75.0%	72.0%	72.0%
毛利	64.0	93.7	103.9	135.9	189.0	243.0	315.6

数据来源：安信证券研究中心预测

表 2 网购业务收入预测

百万	2010	2011E	2012E	2013E
网购业务收入	1.71	19.28	32.14	48.21
流量（亿元）	6.1	68.6	114.4	171.6
增长率		1025%	67%	50%
佣金比率	0.28%	0.28%	0.28%	0.28%
营业成本	0.98	10.6	17.7	26.5
毛利率	42.6%	45.0%	45.0%	45.0%
毛利	0.7	8.7	14.5	21.7

数据来源：安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-4-7		
利润表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	123.9	170.0	284.6	396.0	538.9	成长性					
减: 营业成本	19.7	33.1	78.5	78.5	122.2	营业收入增长率	12.7%	37.2%	67.4%	39.1%	36.1%
营业税费	6.5	8.9	15.1	21.0	28.6	营业利润增长率	10.5%	43.8%	50.4%	66.2%	29.0%
销售费用	4.7	7.3	22.8	31.7	43.1	净利润增长率	13.4%	53.9%	45.9%	64.9%	28.8%
管理费用	16.5	22.8	34.2	43.6	59.3	EBITDA 增长率	18.8%	37.9%	37.0%	57.9%	26.1%
财务费用	11.2	10.8	-7.1	-13.4	-16.9	EBIT 增长率	17.0%	36.8%	28.0%	65.0%	29.2%
资产减值损失	-0.0	-6.7	-	-	-	NOPLAT 增长率	19.0%	43.9%	22.6%	63.7%	29.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	430.9%	71.2%	-38.4%	58.3%	-59.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	82.2%	33.3%	219.3%	18.8%	20.4%
营业利润	65.3	93.9	141.2	234.7	302.6	利润率					
加: 营业外净收支	0.8	6.0	6.0	8.0	10.0	毛利率	84.1%	80.5%	72.4%	80.2%	77.3%
利润总额	66.1	99.9	147.2	242.7	312.6	营业利润率	52.7%	55.2%	49.6%	59.3%	56.2%
减: 所得税	13.0	18.2	28.0	46.1	59.4	净利润率	42.8%	48.0%	41.9%	49.6%	47.0%
净利润	53.1	81.7	119.2	196.6	253.2	EBITDA/营业收入	66.0%	66.3%	54.3%	61.6%	57.1%
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	61.7%	61.6%	47.1%	55.9%	53.0%
货币资金	176.8	124.5	865.0	962.7	1,325.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	231	314	238	199	149
应收账款	32.9	46.7	124.8	173.6	236.2	流动营业资本周转天数	-104	-54	-111	-121	-109
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	824	475	808	1,034	964
预付账款	17.0	50.5	66.2	82.0	106.4	应收账款周转天数	129	75	80	93	94
存货	-	-	-	-	-	存货周转天数	-	-	-	-	-
其他流动资产	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	总资产周转天数	1,233	967	1,198	1,368	1,225
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	229	381	232	164	104
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	21.6%	25.0%	11.4%	15.8%	16.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.6%	16.6%	8.5%	12.2%	12.3%
固定资产	130.0	166.2	209.8	227.1	219.1	ROIC	257.4%	69.8%	50.0%	132.7%	108.2%
在建工程	12.0	-	-	-	-	费用率					
无形资产	14.8	65.2	82.6	90.3	81.3	销售费用率	3.8%	4.3%	8.0%	8.0%	8.0%
其他非流动资产	38.4	38.4	54.0	70.7	92.1	管理费用率	13.3%	13.4%	12.0%	11.0%	11.0%
资产总额	421.9	491.6	1,402.4	1,606.3	2,060.8	财务费用率	9.1%	6.4%	-2.5%	-3.4%	-3.1%
短期债务	88.0	50.0	1.6	1.0	-	三费/营业收入	26.2%	24.0%	17.5%	15.6%	15.9%
应付账款	79.3	105.1	344.3	344.3	535.8	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	41.8%	33.5%	25.5%	22.7%	27.5%
其他流动负债	8.0	5.5	13.2	21.5	32.7	负债权益比	72.0%	50.3%	34.3%	29.4%	37.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.29	1.38	2.98	3.37	2.96
其他非流动负债	1.2	3.9	3.9	3.9	3.9	速动比率	1.29	1.38	2.98	3.37	2.96
负债总额	176.5	164.5	358.0	365.3	566.7	利息保障倍数	6.81	9.67	-18.77	-16.45	-16.87
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	89.4	89.4	119.4	119.4	119.4	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	156.0	237.6	925.0	1,121.5	1,374.8	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	245.4	327.1	1,044.4	1,240.9	1,494.2	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	53.1	81.7	119.2	196.6	253.2	EPS(元)	0.44	0.68	1.00	1.65	2.12
加: 折旧和摊销	8.1	12.6	20.5	22.8	22.0	BVPS(元)	2.05	2.74	8.75	10.39	12.51
资产减值准备	-0.0	-6.7	-	-	-	PE(X)	56.0	36.4	24.9	15.1	11.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.1	9.1	2.8	2.4	2.0
财务费用	9.7	10.2	9.3	-7.1	-13.4	P/FCF	-23.9	-58.6	18.8	26.0	7.7
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	24.0	17.5	10.5	7.5	5.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	25.9	18.9	13.4	8.0	5.1
营运资金的变动	0.0	4.8	137.6	-72.9	94.3	CAGR(%)	54.7%	45.8%	41.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	92.2	99.1	270.1	133.0	352.6	PEG	1.0	0.8	0.6	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-113.5	-116.0	-81.6	-47.7	-5.0	ROIC/WACC	25.7	7.0	5.0	13.3	10.8
融资活动产生现金流量	-42.6	-47.3	556.9	12.8	15.9	REP	0.6	1.3	3.0	0.7	1.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

赵志成，首席行业分析师。毕业于南开大学，经济学硕士。7 年证券研究经历。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

赵志成声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034