



社会服务业/社会服务

腾邦国际 (300178)

高速发展的行业 具备竞争优势的公司

——腾邦国际更新报告


许娟娟
 021-38676545
 xujuanjuan@gtjas.com
 S0880511010028

本报告导读:

本报告着重分析了我国在线商旅行业的情况,在此背景下分析了公司的投资价值。公司的网购业务、第三方交易平台是看点;原有代理业务也将与行业一起快速发展。

投资要点:

- **大众旅游+移动互联=在线商旅行业高速发展。**我国在线商旅发展空间大,正处于高速发展期;产品包括机票酒店度假,产品趋于同质化,以价格竞争为主,行业壁垒低。其中:航空客运代理竞争较为充分;酒店代理的发展空间很大;度假产品难以标准化、短期难以做大。
- **在线商旅行业多样化、竞争白日化的趋势。**竞争对手包括传统代理商、传统资源运营商、新营销模式、电子商务网站。在线商旅行业的核心竞争力是用户/下游渠道,各类竞争对手均有其目标用户。
- **发展高端商旅客户、酒店代理业务是公司的发展方向。**行业面临新营销模式对传统营销的挑战、机票代理行业的逐步萎缩;应该抓住高端商旅客户,利用现有机票代理渠道继续快速发展酒店代理业务。
- **目标——商旅行业的阿里巴巴。**公司现有代理渠道是 B2B 核心竞争力、异地扩张具备资金优势;高端商旅、集团客户是 B2C 盈利增长点;下游渠道是网购平台的最大优势;AC、第三方支付平台助推网购发展。
- **应该辩证地看待公司。**公司目前面临业务单一、地区过于集中的问题;机票代理行业萎缩的现象是事实;异地扩张的成效尚未知。然而,作为代理商的角色,公司可以利用现有机票代理渠道迅速打开酒店代理业务;作为 B2B 平台商角色,公司拥有的下游代理商是其最大的核心竞争力,AC 系统将助推该业务的发展。
- **盈利预测及投资建议。**预计 11、12EPS 分别为 0.85、1.2 元,目前股价对应 2011 年 PE 为 27 倍,远低于行业平均 36 倍,低于携程 45 倍。看好行业发展和公司业绩弹性,增持。注:短期缺乏催化剂事件。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	124	170	244	348	459
(+/-)%	13%	37%	44%	43%	32%
经营利润 (EBIT)	77	105	122	177	226
(+/-)%	17%	37%	17%	45%	28%
净利润	53	81.69	101	143	181
(+/-)%	13%	54%	24%	41%	27%
每股净收益 (元)	0.44	0.68	0.85	1.20	1.52
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	61.7%	61.6%	50.0%	50.7%	49.3%
净资产收益率(%)	21.6%	25.0%	23.6%	25.0%	24.1%
投入资本回报率(%)	40.2%	33.9%	33.0%	41.1%	44.6%
EV/EBITDA	22.1	15.9	12.4	9.2	7.4
市盈率	56.1	36.4	29.4	20.8	16.4
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 首次

目标价格: **29.70**

上次预测:

当前价格: **24.89**

2011.04.25

交易数据

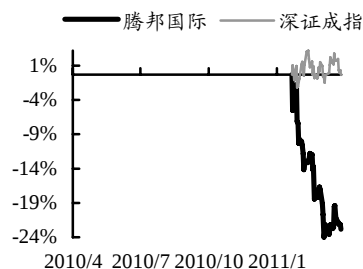
52 周内股价区间 (元)	24.40-35.56
总市值 (百万元)	2,972
总股本/流通 A 股 (百万股)	119/24
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	20%
日均成交量 (百万股)	0
日均成交值 (百万元)	0

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	939
每股净资产	7.87
市净率	3.2
净负债率	7%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.16	0.12
Q2	0.15	0.15
Q3	0.20	0.23
Q4	0.17	0.35
全年	0.68	0.85

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-6%	0%	0%
相对指数	-6%	-9%	-9%

相关报告

《在线商旅服务提供领域的佼佼者》

2011.01.24

模型更新时间: 2011.04.25

股票研究

社会服务

社会服务业

腾邦国际 (300178)

评级: **增持**

上次评级: 首次

目标价格: **29.70**

上次预测:

当前价格: **24.89**

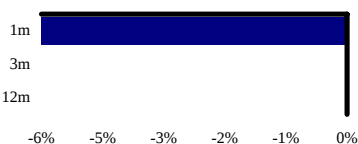
公司网址

www.tempus.cn

公司简介

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。公司以服务产品化、产品标准化、管理精细化、市场全球化为经营方针,设计出机票、机票+酒店、商旅管家、旅游等系列产品,实现了机票销售、酒店预订、商旅管理、旅游度假等商旅服务细分市场的全覆盖。公司还建立了具有行业领先水平的电子商务平台,是成功运用电子商务技术对传统服务流程进行改造的高技术服务企业。公司具有10余年的航空客运销售代理行业经验,是国内最大的航空客运销售代理企业。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

24.40-35.56

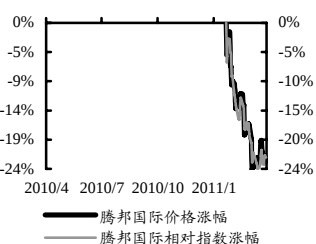
市值 (百万)

2,972

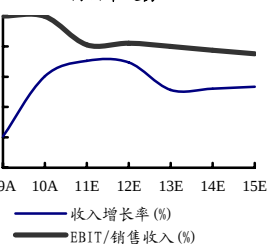
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	124	170	244	348	459	606	806
主营业务成本	20	33	52	79	110	154	217
税金及附加	7	9	13	18	24	32	42
主营业务利润	98	128	179	251	324	420	547
其他业务利润	0	0	0	0	0	0	0
营业费用	5	7	20	29	38	51	69
管理费用	17	23	37	45	60	79	105
EBIT	77	105	122	177	226	290	373
财务费用	11	11	1	1	1	1	1
营业利润	65	94	121	176	225	289	372
所得税	13	18	29	45	60	78	100
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
净利润	53	82	101	143	181	233	300
资产负债表							
货币资金、短期投资	177	125	147	254	383	546	755
其他流动资产	50	97	132	188	247	327	434
长期投资	0	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	142	165	206	258	322	402	502
无形资产及其他资产	50	102	85	72	62	55	50
资产合计	422	491	571	773	1,016	1,331	1,743
流动负债	175	161	140	199	260	343	455
长期负债	1	4	4	4	4	4	4
股东权益	245	327	428	571	752	985	1,285
投入资本(IC)	158	255	284	320	372	442	533
现金流量表							
NOPLAT	64	87	94	132	166	212	273
折旧与摊销	8	13	28	26	26	28	31
流动资金增量	2	(23)	(5)	3	3	3	4
资本支出	(116)	(88)	(52)	(65)	(81)	(101)	(126)
自由现金流	(116)	(81)	(52)	(65)	(81)	(101)	(126)
经营现金流	75	76	125	173	211	265	337
投资现金流	(116)	(81)	(52)	(65)	(81)	(101)	(126)
融资现金流	(80)	(46)	(51)	(1)	(1)	(1)	(1)
现金流净增加额	(121)	(51)	23	107	129	163	210
财务指标							
成长性							
收入增长率	12.7%	37.2%	43.5%	42.8%	31.6%	32.2%	32.9%
EBIT 增长率	17.0%	36.9%	16.6%	44.7%	28.0%	28.2%	28.6%
净利润增长率	13.4%	54.0%	23.9%	41.2%	26.7%	28.6%	29.0%
利润率							
毛利率	84.1%	80.5%	78.6%	77.2%	75.9%	74.5%	73.1%
EBIT 率	61.7%	61.6%	50.0%	50.7%	49.3%	47.8%	46.3%
净利率	42.8%	48.0%	41.5%	41.0%	39.5%	38.4%	37.3%
收益率							
净资产收益率(ROE)	21.6%	25.0%	23.6%	25.0%	24.1%	23.6%	23.4%
总资产收益率(ROA)	12.6%	16.6%	17.7%	18.5%	17.8%	17.5%	17.2%
投入资本回报率(ROIC)	40.2%	33.9%	33.0%	41.1%	44.6%	48.1%	51.2%
运营能力							
存货周转天数	-	-	-	-	-	-	-
应收账款周转天数	128.06	76.00	68.70	64.62	66.87	66.75	66.59
总资产周转天数	1,250.30	979.23	793.77	703.64	711.36	706.30	696.11
净利润现金含量	1.41	0.93	1.24	1.21	1.16	1.14	1.12
资本支出/收入	-94%	-52%	-21%	-19%	-18%	-17%	-16%
偿债能力							
资产负债率	41.8%	33.5%	25.1%	26.2%	26.0%	26.1%	26.3%
净负债率	35.9%	15.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值比率							
PE	56.1	36.4	29.4	20.8	16.4	12.8	9.9
PB	7.6	5.7	4.4	3.3	2.5	1.9	1.5
EV/EBITDA	22.1	15.9	12.4	9.2	7.4	5.9	4.6
P/S	17.97	13.10	12.19	8.54	6.48	4.91	3.69
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

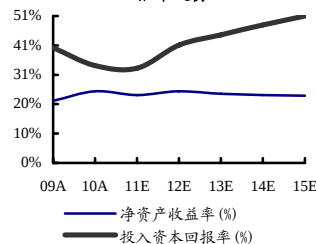
股票绝对涨幅和相对涨幅



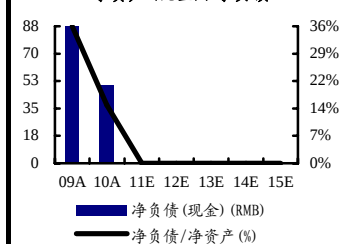
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 大众旅游+移动互联=在线商旅行业高速发展	5
1.1. 我国在线商旅发展空间大，正处于高速发展期	5
1.2. 在线商旅行业多样化、竞争白日化	5
1.3. 我们认为在线商旅行业的核心竞争力是用户/下游渠道	6
1.4. 发展高端商旅客户、发展酒店代理业务是公司的发展方向	6
2. 在线商旅行业的阿里巴巴	7
2.1. 公司与携程的业务模式不同，可比性不强	7
2.2. B2B 业务具备核心竞争力、异地扩张具备资金优势	8
2.3. 高端商旅和集团客户是 B2C 业务的盈利增长点	8
2.4. 下游渠道是 B2B 网购平台的最大发展优势	9
2.5. AC、第三方支付平台助推网购业务的发展	9
3. 公司发展前景	9
4. 盈利预测及投资建议	10

1. 公司业务简介

传统 B2B 机票代理批发商，向在线商旅转型。目前投资者视公司为机票代理批发商，而公司实际的发展定位是以电子商务为支撑的在线商旅提供商，业务包括代理和平台运营。

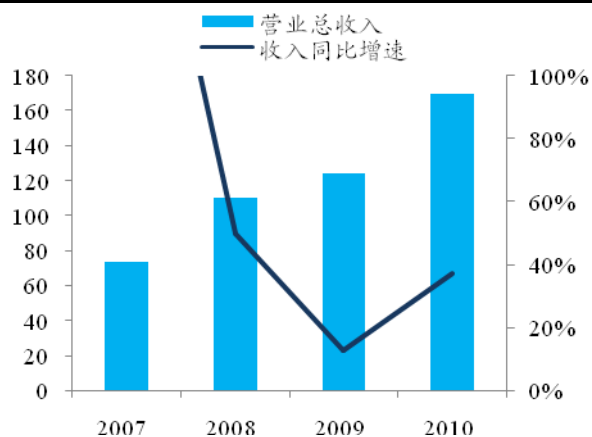
公司原为传统的机票代理批发商（B2B），在机票代理 B2B 行业内，公司属于规模最大的队列，与公司规模相当的有 5 家企业。随着在线旅游行业的快速发展，公司在原有业务基础上，产品由单一机票向机票酒店度假产品全覆盖，发展了 B2C 业务、新开发了网购业务（平台提供商）。

公司最大的优势在于其 B2B 的下游代理商客户资源，公司新开发的网购业务将充分发挥公司对渠道的掌控优势。从行业趋势看，代理商之间产品趋于同质化、主要依靠价格竞争，平台提供商的发展前景不错，公司拥有下游的代理商资源、直接为这部分代理商提供交易平台。

2010 年公司收入 1.7 亿元，净利润 8169 万元；毛利率 80.5%，净利润率 48%；资产负债率 33%，ROE28.6%。2008-2010 收入增速分别为 50%、13%、37%；净利润增速分别为 30%、14%、54%，充分说明该行业成长迅速、盈利能力强。公司收入 1.7 亿元中，大部分都是机票代理佣金：机票代理佣金收入 1.68 亿元，酒店代理佣金 47 万元，网购收入 172 万元，其中酒店代理基数很低，过去两年保持翻倍的收入增速；网购是 2010 年底新推出的业务。

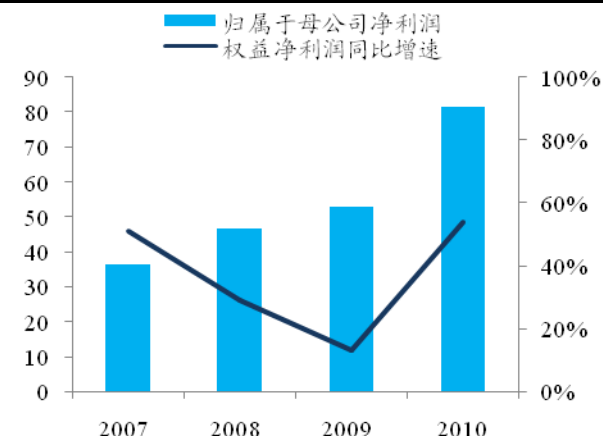
公司总股本 1.2 亿股，流通股比例 2400 万，首批机构于 5.16 解禁 600 万股，原股东限售股解禁日分别为 2012.2、2014.2。总市值 30 亿元，流通市值 6 亿元，发行价 21 元。公司为民营企业，董事长直接间接控股公司 23.5%，目前股东中机构投资者较少。

图 1：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 2：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

2. 大众旅游+移动互联=在线商旅行业高速发展

商旅产品包括机票、酒店、度假，原有的模式是营业部购买、电话预订；随着互联网和第三方支付技术的发展，2005 年在线商旅进入快速发展阶段。

2.1. 我国在线商旅发展空间大，正处于高速发展期

我国在线商旅行业起步于 2000，成长于 2004 年左右，目前仍处于快速发展期。

- 2010 年中国在线旅行预订市场规模为 61.6 亿元，同比增长 58.4%。2004-2010 年网上旅行预订市场规模复合增速高于 40%。中国旅游研究院预测未来几年在线商旅行业将保持 30%以上的增速。
- 2005 年我国网上商旅预订占整体商旅的比例为 2.6%，而欧洲为 22%、美国为 32%。以机票为例，2010 年我国机票销售佣金（不区分线上和线下）总体规模约为 150 亿元人民币，线上销售的比例为 20%；而成熟市场商务机票的 60%为线上销售，大众出游机票的 45%为线上销售。未来，随着我国大众旅游时代的到来，旅游业本来就应该保持 15%左右的增长，在此前提下考虑到我国与成熟市场在线商旅的比例悬殊，可推断出我国在线商旅的发展空间很大。

我国在线商旅行业的产品包括机票酒店度假，产品同质化程度高，目前以价格竞争为主，行业进入壁垒较低。分产品看，航空客运销售代理业是一个竞争较为充分的行业；酒店代理的发展空间很大；度假产品难以标准化、短期难以做大。

- 机票代理行业集中度不高，但在线商旅集中度很高。目前，我国机票 10%通过机场直销，90%通过代理商渠道。根据中国市场调研研究中心统计，2008 年机票代理行业前 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；但在线机票预订集中度较高，携程占 50%份额，公司占 8%。航空机票代理以价格竞争为主。航空公司为各家提供的机票折扣主要取决于历史销售规模、目前拿票规模，大型代理商比小代理商在价格上具备一定优势，但规模相当的代理商之间的价格差别不大。
- 酒店代理行业发展空间较大。目前，我国酒店行业 15%通过代理方式销售，85%为酒店直销；代理主要集中于 4、5 星级酒店，未来 3、4 星级代理的空间较大。
- 度假产品的标准化难度大，未来 1-2 年单个代理商难以将之作为核心业务。对上游，需要锁定机票仓位、酒店房间，若客户退订该度假产品，将引起代理商在机票和酒店方面的损失；对下游，度假产品的好坏取决于地接社的能力、素质，我国旅行社行业目前整体不是很规范，此外同样产品给不同消费者带来的感受不同。

2.2. 在线商旅行业多样化、竞争白日化

随着在线商旅行业的广阔发展前景被越来越多的人认识到，众多运营商参与到了在线商旅运营，行业竞争开始多样化、白日化。

目前越来越多的在线商旅运营商加入，包括携程、腾讯、淘宝、网易、艺龙、芒果、团购、中青旅、200 多家中小机票代理商、航空公司等；

可分为如下三类：

- **传统代理商**，携程艺龙为 B2C 典型代表，向航空公司、酒店、度假网点收取佣金，开始将多年积累的经验和模式移植到其他领域；B2B 代理商，最大的价值在于下游代理商渠道资源，如腾邦国际以机票批发 B2B 起家，现开始发展机票的 B2C，产品由单一机票变为机票酒店度假；
- **传统资源运营商**，如旅行社，原来以度假产品为主，现在产品开始覆盖机票酒店度假，中青旅的遨游网是典型代表；
- **新营销模式**——以去哪儿为代表的新兴服务商开拓了团购、秒杀的新兴营销模式，其业务模式为收取手续费，为上游供应商提供营销服务（目前团购网处于高投入阶段）；该营销模式被快速学习；
- **拥有庞大客户群的电子商务网站**——淘宝旅游频道借助其庞大的用户规模发展迅速，也迎来了很多旅游厂商的入驻，如东航直营店、腾邦国际网店；如腾讯、网易，拥有庞大客户群体，增加在线商旅产品。

2.3. 我们认为在线商旅行业的核心竞争力是用户/下游渠道

携程在行业发展初期，抓住了商旅用户，获得了稳定的市场份额，分享了行业的快速发展；淘宝之所以近两年快速发展，得益于其原有的庞大客户群体；芒果网前两年在广告方面大规模投入、但收益甚微，源于其没有客户、创造客户，付出了巨大的代价；其余的电子商务网站能够经营在线商旅产品，也是得益于网站原有的巨大点击率。

去哪儿和团购都是新模式的代表，去哪儿之所以能够创造用户，得益于其强大的垂直搜索能力，为客户提供上下游便捷地、最全面、最快速、最适合自己的资源信息；团购网平台上运营的产品种类繁多，在具备足够点击量的前提下、部分网站开始大规模地经营机票酒店度假产品，这些产品的价格十分优惠，但团购网仍处于“烧钱”阶段。

2.4. 发展高端商旅客户、发展酒店代理业务是公司的发展方向

在线商旅行业面临：新营销模式对传统营销的挑战、机票代理行业的逐步萎缩；其应对方法是传统营销模式抓住高端商旅客户，产品由单一的机票代理逐步向机票酒店度假产品全覆盖转变。公司的发展方向在于大力发展中高端商旅客户、利用现有机票代理渠道继续快速发展酒店代理业务。

（一）问题——商业模式的颠覆。

以去哪儿为代表的新兴服务开拓了团购、秒杀的新营销模式，小基数、超高速发展，该类平台提供商的运营模式是收取服务费、和代理商的广告费，然而需要指出的是团购网目前处于投入阶段。

解决方法——抓住各自的客户群体，高端商旅客户是公司的利润增长点。不同竞争者有各自的客户群体，如商旅客户对价格不敏感、更加注重一体化服务，携程在商旅客户行业的发展起步很早，目前客户粘性高；大众出游时代到来，大众对价格敏感，因此去哪儿、淘宝之类能够提供更加强大的信息、搜集到更加便宜的资源，也有一批核心客户。

我们认为高端商旅客户对价格的敏感性不高，对时间要求较高，使用便捷高效是核心竞争力，公司应该加大该业务的发展力度。

(二) 问题——竞争对手的同质化、产业链上下游的挤压。

目前机票、酒店代理竞争白日化，主要依靠价格竞争、服务；以机票为例，目前我国航空公司直销比例约为 10%；成熟市场为 45%左右。过去三年航空公司直销比例逐年提升，代理商的基础佣金由 10%下降至 5%，说明机票代理行业未来会萎缩。

解决方法：航空机票代理萎缩的趋势是确定的，但行业集中度不高，公司在资金、渠道方面的竞争力较强，未来增长主要来自蚕食其他竞争对手的市场份额；此外酒店产品还有较大的发展空间。

(1) 行业未来的发展趋势是除了价格之外，需要提供增值服务、个性化服务，增加客户粘性，而并非一味地加大返点。

(2) 公司的机票代理业务增长来自蚕食其他较弱竞争对手的市场份额。目前机票代理行业中，携程占 10%份额，航空公司占 10%份额，其余 80%份额由中小代理商分食。尽管过去三年航空公司直销比例逐年提升，代理商的基础佣金由 10%下降至 5%；目前我国航空公司直销比例约为 10%，成熟市场为 45%左右；国外航空机票代理商的盈利模式为向消费者收取服务费，我国为向航空公司收取佣金。说明两个问题，一、我国机票代理行业未来会萎缩，但代理仍将维持较高的比例；二、我国机票代理的盈利模式可能会发生很大的改变。

(3) 公司发展酒店代理的优势明显、度假产品没有优势。酒店行业销售中，代理站 15%，直销占 85%，目前代理集中于高星级酒店，主要由于高星级酒店消费者对价格不敏感、酒店自身的门店不多、营销渠道不强；未来发展空间来自三星级酒店的代理。此外，酒店资源提供商较为分散，不具备垄断能力，对下游代理商的溢价能力不强，因此酒店代理的毛利比机票高。

2010 年酒店代理佣金收入只有 50 万元，相对机票佣金 1.6 亿元十分小，公司过去两年酒店代理收入每年增速高于 100%，未来公司的酒店代理可以充分利用机票代理的销售渠道，继续保持高速增长。

对于度假产品，我们上文也分析过，其产品标准化难度大，度假代理行业未来 1-2 年内难以快速发展，可能对于中青旅之类、拥有度假产品运营经验的代理商，将度假产品整合到线上具备优势，其余机票酒店代理商转做度假产品是可以的，但想要把做大做强难度较大。

3. 目标——商旅行业的阿里巴巴

公司业务包括合作销售 B2B、直销 B2C、交易平台业务。其中，合作销售 (B2B) 是指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) 合作销售方共同完成机票销售；直销机票指通过公司自有营业部、可可西网站、飞人网站，向个人消费者出售产品；交易平台业务刚刚起步，是未来的发展重心。收入构成中，直销机票的收入占总收入的 40%以上，合作销售机票的收入低于 60%。

3.1. 公司与携程的业务模式不同，可比性不强

机票销售行业集中度不高，但在线机票销售行业集中度较高，携程是行业龙头，公司与携程差距较大。2010 年我国机票销售行业中，携程机票

代理佣金收入 15 亿元，占行业的 10% 份额，腾邦国际 1.68 亿元，占 1%；线上机票销售行业中，携程占 50%，腾邦占 6%。

携程艺龙经营酒店代理起家，公司机票代理批发起家。携程的机票代理业务于 2007 年开始高速发展。

携程艺龙以 B2C 为主，公司是 B2B 为主；携程艺龙是被动式营销，根据客户需求，再向航空公司或者代理商拿票；公司是主动式营销，帮助航空公司完成、协助航空公司制定营销计划（公司协助航空公司制定地区营销计划，并帮助航空公司完成某些航线的营销目标）。

由于公司与携程营销模式的不同，公司与航空公司关系更近，客户端粘性不大；携程与客户关系更近，提供一站式服务，客户粘性强，优势是商旅用户。

3.2. B2B 业务具备核心竞争力、异地扩张具备资金优势

B2B 业务主要指对小批发商的运营，通过传统黑屏渠道，收入占比较高，目前公司的 B2B 业务主要集中于广深地区，公司占据当地市场份额的 20%，随着竞争的加剧，本地市场份额提升的空间不大，异地扩张才能带来增量。

2011.2 公司上市募集资金大部分用于建设全国营销中心，其中华东地区是 2011 年的“重头戏”，我们认为公司在异地扩张 B2B 业务上具备规模和资金优势。

3.3. 高端商旅和集团客户是 B2C 业务的盈利增长点

2010 年 B2C 渠道出售的机票收入占 40%，产生的佣金收入占公司机票佣金的 60%。

B2C 的客户包括大众出游的个人客户，高端商旅集团客户。个人客户的营销部分通过原有的营业部完成，部分由可可西网站运营（运营模式与携程一样）；高端商旅集团客户由飞人网运营。过去三年，B2C 渠道销售的机票收入占比逐步小幅提升，30% 提升至 40%。

个人客户有很大的增长空间，但与携程仍将保持较大差距。个人客户机票销售收入在 B2C 中的占比较低（20% 左右），未来可可西网站的贡献将逐步体现，此外公司将加大对移动通信客户的营销力度，提升终端客户。目前携程也在进行移动通信客户的营销，二者未来必将正面 PK；但我们认为公司的优势在于 B2B，携程在 B2C 方面有客户资源作为基础，因此公司的 B2C 营销前景难以定论；对于业绩而言，近两年的收入费用均将提升。

开发集团客户、高端商旅客户是公司未来的重要盈利增长点。目前集团、高端商旅客户的运营由飞人网负责，为了加大集团客户、商旅业务的开发力度，公司开发了 GC 系统，该系统为集团客户的即时通讯平台，即将投入使用。从业务结构上看，B2C 集团高端商旅客户的发展是公司的盈利增长的，但异地扩张仍具备一定的难度。

(1) GC 系统——时通讯工具，个性化的商旅

与公司最新开发好的商旅管理系统进行完整的结合；客户与公司签约后，可以通过用户名密码登陆，完成自助销售，并有统计报表功能；公司有实时在线客服；开发会员之间的互访。

3.4. 下游渠道是 B2B 网购平台的最大发展优势

B2B 平台提供商的发展前景看好。网购平台是新业务，为代理商之间、代理商和机票酒店资源提供商之间提供交易平台，收取交易费。目前的在线商旅行业中，平台提供商很多，我们认为具备广泛客户/渠道资源的代理商发展平台提供业务，具备很大的优势，如淘宝。

公司是 B2B 平台提供商，与 B2C 平台相比，下游的小代理商比终端消费者具备更大的粘性和更大的消费量，由机票产品过渡到其他产品的难度较小。

下游渠道是 B2B 网购平台的最大发展优势。公司原本就是全国最大的五家航空机票代理 B2B 之一，在华南地区市场份额 20%，下游的渠道是公司发展网购业务的最大优势。

3.5. AC、第三方支付平台助推网购业务的发展

为了配合网购平台，公司开发了 AC 即时通讯系统和第三方支付平台，其中 AC 即时通讯系统是代理商的 QQ，将航空公司、酒店、旅行社及机票代理的购销渠道进行整合；为了配合该平台，公司还自主研发了第三方支付平台，将于今年年底上线；公司将在该平台商进行信用管理、广告植入。

(1) AC 商旅行业的阿里巴巴，公司收取广告、通讯费。

AC 不仅是对机票代理的系统，是完整的旅游综合信息管理系统，通过即时通讯（代理商行业的 QQ），对机票代理人、旅行社、航空公司的旅游渠道商的不同环节进行整合；目标打造成即时通讯商，平台上的代理商、资源提供商可以在此发布信息、召开视频会议、进行广告；公司的收入将是多元化，不仅自身销售机票，还通过促成相互交易收取佣金；此外，配合第三方支付功能进行推广。

(2) 在线支付行业发展迅速，2010 年我国的在线支付突破 1 万亿，预计 2011 突破 1.7 万亿；第三方支付行业中，支付宝 50%、财付通 20%。目前人民银行将对第三方支付进行整顿，面临行业洗牌、行业将越来越规范的趋势。

公司目前理第三方支付运营资质正在办，随着政策严控，公司的资质价值显现，未来公司将要求网购平台上的运营商逐步使用该平台。对公司而言，一方面增收、另一方面提供充足的现金。

4. 公司发展前景

未来，公司定位于在线商旅业务的电子商务提供商，这与市场对公司定位为传统机票代理商的形象不一致，公司不是只卖机票，而是商旅行业的电子商务代理商和平台提供商。

- 从产品看，未来带动公司业绩增长的是酒店业务；目前酒店业务基数十分低，可以利用现有的机票代理渠道获得快速发展。
- 从业务模式看，公司未来发展主要依靠 B2B 和网购业务；B2C 方面将逐步扩大份额，但公司与携程的差距仍很大；公司发展网购业务具备客户/渠道优势。

辩证地看待公司：公司业务目前仍以机票代理为主，而航空公司直销比例扩大、压缩机票代理商的生产空间，以及机票代理佣金率下降是确定的事实，对公司有一定影响。但我们认为：

- 市场对行业的担心是直销比例扩大和佣金率下降，这两个负面因素存在，但是对携程的影响更大，目前公司将受益于行业的快速发展；通过蚕食其他代理商的份额获得增长。
- 公司业务过于单一，地区过于集中的担忧将在今年得到缓解，公司开始以上海地区为据点向华东扩展，但这一点不易过分乐观；
- 公司定位于在线商旅电子商务提供商，一旦被市场认可、其估值将得到很大的价值提升。

超募资金预计 2011 年使用完毕，2012 年可能有新的融资需求。

2011.2 IPO 募集资金 6 亿元，计划使用 3.5 亿元，超募 2.5 亿元。截止 2011.3，超募资金中，归还银行贷款 4300 万；增资 9900 万元网购科技（通过网购科技实施网络支付服务系统平台建设项目），尚余 1 亿元。从并购的角度而言，渠道商和新业务对公司而言应该更有并购价值，公司今年开始异地扩张，华东地区以上海为据点，异地扩张收购渠道商是最快捷的方式，因此我们认为年内可能会利用超募资金收购异地渠道商，超募资金使用完毕后，2012 年随着业务的发展会有新的融资需求。

5. 盈利预测及投资建议

盈利假设：

- (1) 酒店业务大幅增长：主要通过现有机票代理渠道销售、提升酒店销售情况；收入规模体现后，酒店业务的毛利率也将大幅提升；
- (2) 加大商旅客户的开发力度，提升 B2B 业务的毛利率和收入规模；
- (3) 网购平台运营后，收入增加 800-1000 万元；
- (4) 异地扩张开局之年，营业费用将有较大幅度提升；

预计公司 2011 年净利润增速预计 24% 以上，2011-2012EPS 分别为 0.85、1.2 元，目前股价对应 2011 年 PE 为 27 倍，远低于行业平均的 36 倍，低于携程的 45 倍。建议按照 2011 年业绩，给予 35 倍 PE，目标价 29.75 元。我们认为在线商旅是一个值得投资的行业，但公司中期缺乏催化事件。

我们看好在线商旅行业的发展速度和空间，公司在行业中地位目前处于充分发挥原有 B2B 渠道价值的阶段，业绩也将保持快速发展。网购和第三方支付业务的发展将使得公司向电子商务运营的角色转化，一旦被市场认可，估值将有较大的提升空间。

作者简介:**许娟娟:**

S0880511010028

021-38676545

xuajuanjuan@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		