

B2B 异地扩张是最大看点, 未来期待 TMC 发力

报告摘要:

- 为实现领先商旅服务商的战略目标, 公司确定了以三条业务线为主的发展战略, 即以机票分销为基础, 以集团客户为主导, 以在线商旅服务为新增长点; 为客户提供多产品综合服务, 实现跨区域的发展。公司三条业务线的协同能力是提升公司整体竞争力的最优选择。
- B2B 传统业务: 强者恒强。1) 公司机票销售金额从 2007 年的 18.87 亿元增加到 2011 年的 44.47 亿元, 年均增长率为 24.80%。按售票量统计, 公司在深圳市市场占有率从 2007 年的 15.41% 增加到 2011 年的 25% 以上, 成为华南地区最大的航空客运销售代理企业。2) 行业进入壁垒高, 公司在资金、人才、技术领域具备核心竞争力。3) B2B 分销模式带来差异化的竞争优势。目前, 公司的机票销售有超过 60% 采用的是 B2B 二级代理分销, 这也是公司与携程、芒果和艺龙最大的竞争差异。B2B 分销模式由于其低成本和可复制性强的特征, 因此毛利率较高, 一般在 85% 左右, 这种模式很好的拓展了公司的市场份额, 并且保证了公司的业绩增长。未来, 我们预计, 公司合作销售机票金额占机票销售金额的比例还将继续上升。4) 近几年, 公司从航空公司获取的佣金收入平稳增长, 佣金率维持稳定。5) 线上线下销售渠道有机结合。网上销售业务显示了极高的成长性, 成为公司新的利润增长点。6) 公司通过异地收购, 实现 B2B 的扩张, 从而实现全国的布局这一外延式扩张的模式将成为公司未来业绩的主要增长点。TMC 差旅管理业务: 公司重点培育的明星业务。公司将企业差旅管理业务视为非常重要的增长点, 将成为公司未来第二大盈利来源。OTA 在线商旅业务: 未来之星, 长期培育的业务。股权激励方案充分显示了公司管理层对公司未来业绩增长的信心, 将有效刺激公司未来 5 年业绩的增长。
- 盈利预测及投资策略: 作为机票代理商龙头的 A 股唯一上市公司, 公司努力实现从区域性公司向全国性综合商旅服务商的转型。公司在 B2B 传统业务上领先优势明显, 通过异地收购快速实现扩张, 是业绩增长的有力保障。TMC 商旅管理业务将成为公司未来第二大盈利来源。OTA 在线商旅业务发展正当时。公司推出的高管股权激励措施有利于公司长期发展。我们预计公司 2012-2014 的 EPS 分别为 0.55 元、0.71 元和 0.92 元, 公司目前股价 14.65 元, 对应动态 PE27 倍、21 倍和 16 倍, 首次给予“谨慎推荐”评级。
- 风险提示: 航空公司直销比例扩大、佣金率下滑等。

股票数据

2013/3/6

收盘价 (元)	14.65
12 个月股价区间 (元)	11.13 ~ 18.12
总市值 (百万元)	1,793
总股本 (百万股)	122
A 股 (百万股)	122
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	2

历史收益率曲线



相关报告

证券分析师: 周思立

执业证书编号: S0550511010003
(021)20361108 zhousl@nesc.cn

研究助理: 梁莉

(021)20361135 liangli@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	170	181	259	350	479
(+/-)%	37%	6%	43%	35%	37%
归属母公司净利润	82	58	67	86	112
(+/-)%	54%	-30%	16%	29%	29%
每股收益 (元)	0.91	0.50	0.55	0.71	0.92
市盈率	16.00	30.39	26.64	20.63	15.92
市净率	4.00	1.78	1.75	1.65	1.53
净资产收益率 (%)	25.0%	5.9%	6.5%	8.0%	9.5%
股息收益率 (%)	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
总股本 (百万股)	89	119	122	122	122

内 容 目 录

1. 公司概况：向综合商旅服务商转型	4
1.1. 股权结构	4
1.2. 主营业务结构	5
1.3. 财务分析	5
2. 行业分析	7
2.1. 快速发展的航空旅客运输业推动航空客运销售代理业发展	7
2.2. 分销在很长时间内仍然是航空公司最重要的销售渠道	8
2.3. 消费者的预订习惯将由传统渠道转移至在线渠道	9
3. 公司主营业务分析：三条业务线协同并进	10
3.1. B2B 传统业务：强者恒强	10
3.1.1. 保持区域龙头领先优势	10
3.1.2. 行业进入壁垒高，公司核心竞争力明显	11
3.1.3. B2B 分销模式带来差异化的竞争优势	14
3.1.4. 佣金收入平稳增长，佣金率维持稳定	14
3.1.5. 线上线下销售渠道有机结合	16
3.1.6. 异地扩张是未来业绩的主要增长点	17
3.2. TMC 差旅管理业务：重点培育的明星业务	19
3.3. OTA 在线商旅业务：未来之星，长期培育的业务	21
4. 股权激励：业绩增长的保障	21
5. 盈利预测及投资策略	22

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	4
图 2: 公司营业总收入与同比增速.....	6
图 3: 公司归属母公司股东的净利润与同比增速.....	6
图 4: 公司毛利率水平.....	6
图 5: 公司净利率水平.....	6
图 6: 公司期间费用.....	7
图 7: 中国民航旅客运输量及同比增速.....	7
图 8: 深圳机场旅客吞吐量及同比增速.....	8
图 9: 国内航空客运机票销售途径.....	8
图 10: 中国网民规模和互联网普及率.....	9
图 11: 公司三条业务线的协同能力是提升公司整体竞争力的最优选择.....	10
图 12: 公司机票销售金额及增长率.....	11
图 13: BSP 采购通道.....	12
图 14: 公司 SWOT 分析.....	13
图 15: 公司直接销售和合作销售金额及占比.....	14
图 16: 公司获得的基础佣金和后返奖励佣金情况.....	15
图 17: 公司总体佣金、基础佣金和后返奖励佣金占机票销售金额的比重.....	16
图 18: 公司网上和网下销售金额及占比.....	16
图 19: 整合前后的公司网站域名.....	17
图 20: TMC 差旅管理服务.....	20
图 21: 公司个性化差旅管理服务.....	21

表 目 录

表 1: 公司前十大股东持股情况表（截至 2012 年 6 月 30 日）.....	4
表 2: 公司 2012 年上半年主营收入构成.....	5
表 3: 上海普汇未来 3 年主要财务经营指标预测.....	19
表 4: 上海普汇业务预测.....	19
表 5: 激励计划激励对象名单及限制性股票的分配情况.....	22

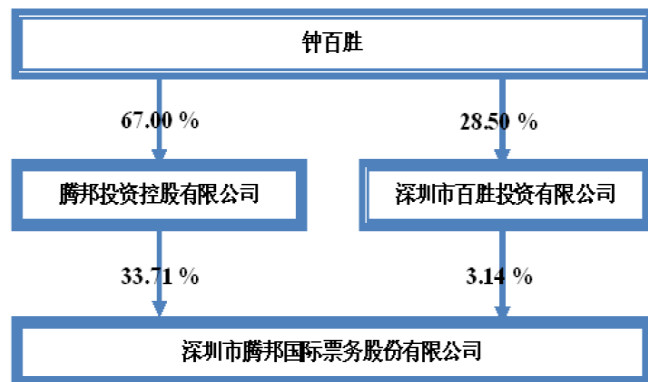
1. 公司概况：向综合商旅服务商转型

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之一。公司是中国商业服务第一股，是国家商务部首批“商贸服务典型企业”，国家科技部“现代服务业创新发展示范企业”，国家级高新技术企业。公司通过遍布全球的营销与服务网络，为客户提供专业商业服务解决方案，业务涵盖机票预订、酒店预订、高端旅游、企业差旅管理四大板块。

1.1. 股权结构

公司成立于 1998 年，于 2011 年 2 月在深圳证券交易所上市。截至 2012 年 6 月 30 日，腾邦投资控股有限公司持有公司 33.71% 的股份，系公司控股股东。钟百胜先生持有公司控股股东腾邦投资控股有限公司 67% 的股权，持有公司股东深圳市百胜投资有限公司 28.5% 的股权，合计控制公司 36.85% 的股份，系公司实际控制人。

图 1：公司股权结构



数据来源：东北证券，公司公告

表 1：公司前十大股东持股情况表（截至 2012 年 6 月 30 日）

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
腾邦投资控股有限公司	40,250,000	33.71	限售流通A股
华联发展集团有限公司	15,000,000	12.56	A股流通股
王玺	5,250,000	4.40	A股流通股
深圳市创新投资集团有限公司	4,676,849	3.92	A股流通股
深圳市福田创新资本创业投资有限公司	4,261,851	3.57	A股流通股
段乃琦	4,000,000	3.35	限售流通A股
深圳市百胜投资有限公司	3,750,000	3.14	限售流通A股
浙江维科创业投资有限公司	2,250,000	1.88	A股流通股
何天菲	1,395,400	1.17	A股流通股
国信弘盛投资有限公司	1,023,500	0.86	限售流通A股
合计	81,857,600	68.56	

数据来源：东北证券，公司公告

1.2. 主营业务结构

2011 年，公司聘请 IBM 战略转型与变革专家团队为公司提供战略咨询服务，公司针对不同客户群的价值主张差异对商业模式进行了变革和创新，定义了三个产品中心及三条业务线，并制定出明确而清晰的战略发展路径，将公司由区域性的以机票代理业务占绝对比例的公司打造成为产品多元化的全国性综合商旅服务商。同时，公司坚持以机票代理业务为基础，积极开发酒店、旅游等多领域业务，使产品不断多元化，力争为客户提供全方位一站式服务。

公司目前业务 96% 左右来自机票代售业务。2011 年，公司实现营业收入 18,075.36 万元，机票代售业务实现营业收入 17,550.12 亿元，占比 97.09%；酒店代理业务实现营业收入 241.84 万元，占比 1.34%；旅游业务实现营业收入 283.39 万元，占比 1.57%。2012 年上半年，公司实现营业收入 10,851.03 万元，机票预订业务实现营业收入 10,387.04 万元，占比 95.72%；酒店预订业务实现营业收入 257.83 万元，占比 2.38%；其他业务实现营业收入 206.36 万元，占比 1.90%。从区域构成来看，华南地区贡献收入为 10,494.99 万元，占比 96.72%，其他区域市场贡献收入 356.24 万元，占比 3.28%，收入贡献比例得到提升。

表 2: 公司 2012 年上半年主营收入构成

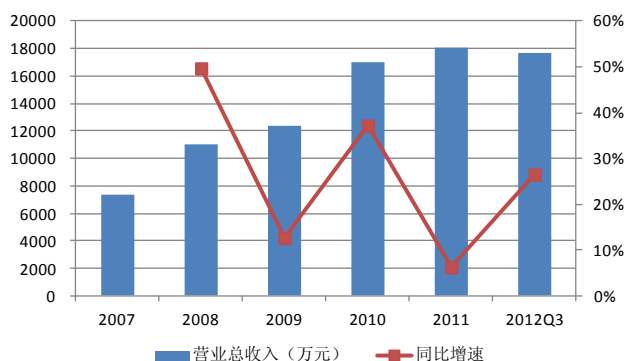
营业总收入构成		金额（万元）	同比增速	主营收入占比	
				2012 年 1-6 月	2011 年 1-6 月
产品构成	机票预订	10387.04	16.21%	95.72%	98.65%
	酒店预订	257.83	654.04%	2.38%	0.38%
	其它	206.36	134.71%	1.90%	0.97%
区域构成	华南地区	10494.99	17.09%	96.72%	99.01%
	其它	356.24	397.94%	3.28%	0.09%

数据来源：东北证券，公司公告

1.3. 财务分析

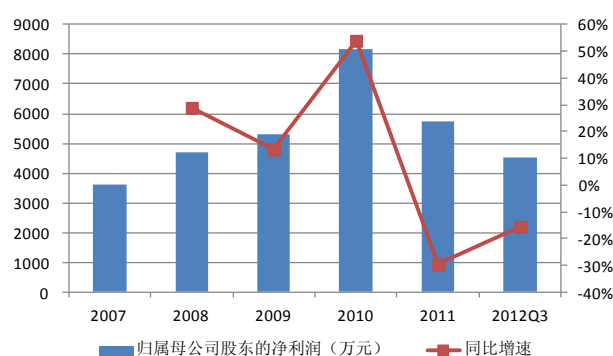
公司经营业绩平稳增长，营业总收入从 2007 年的 7,347.00 万元上升到 2011 年的 18,075.36 万元；归属于母公司股东的净利润从 2007 年的 3,631.54 万元上升到 2011 年的 5,755.51 万元。2011 年，公司全年共实现营业收入 18,075.36 万元，同比增长 6.29%；实现归属于母公司股东的净利润 5,755.51 万元，同比下降 29.54%，实现每股收益 0.50 元。2012 年前三季度，公司共实现营业收入 17,693.39 万元，同比增长 26.54%；实现归属于母公司股东的净利润 4,547.14 万元，同比下降 15.54%，实现每股收益 0.38 元。

图 2: 公司营业总收入与同比增速



数据来源: 东北证券, 公司公告

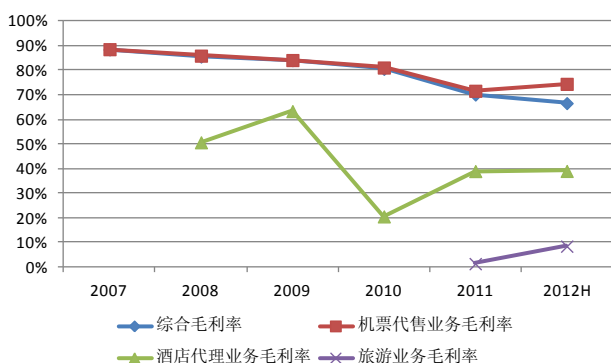
图 3: 公司归属母公司股东的净利润与同比增速



数据来源: 东北证券, 公司公告

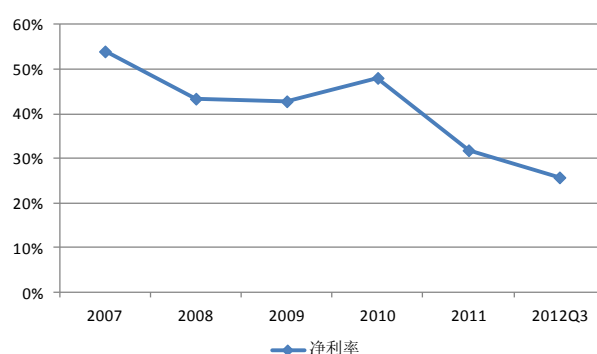
2011 年, 公司机票代售业务毛利率为 71.64%, 比去年同期减少 9.07 个百分点, 酒店代理业务毛利率为 38.97%, 比去年同期增加 18.46 个百分点, 旅游业务毛利率为 1.32%, 比去年同期增加 1.32 个百分点, 综合毛利率为 70.10%, 比去年同期减少 10.45 个百分点。2012 年上半年, 公司机票代售业务毛利率为 74.46%, 比去年同期减少 0.19 个百分点, 酒店代理业务毛利率为 39.02%, 比去年同期增加 18.51 个百分点, 旅游业务毛利率为 8.41%, 比去年同期减少 2.08 个百分点, 综合毛利率为 70.89%, 比去年同期减少 2.98 个百分点。2012 年前三季度, 公司综合毛利率为 66.62%, 比去年同期减少 6.52 个百分点。

图 4: 公司毛利率水平



数据来源: 东北证券, 公司公告

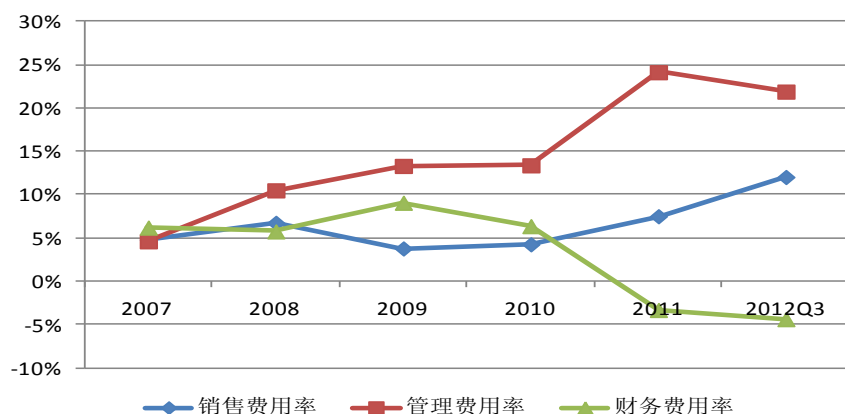
图 5: 公司净利率水平



数据来源: 东北证券, 公司公告

从费用控制方面看, 2011 年, 公司销售费用率为 7.51%, 比去年同期增加 3.24 个百分点, 主要是广告费增长所致; 管理费用率为 24.14%, 比去年同期增加 10.75 个百分点, 主要是人工成本、办公费及咨询费等增加所致; 财务费用率为-3.31%, 比去年同期减少 9.68 个百分点。2012 年前三季度, 公司销售费用率为 12.04%, 比去年同期增加 0.46 个百分点; 管理费用率为 21.90%, 比去年同期增加 3.39 个百分点; 财务费用率为-4.37%, 比去年同期减少 0.57 个百分点。

图 6: 公司期间费用



数据来源: 东北证券, 公司公告

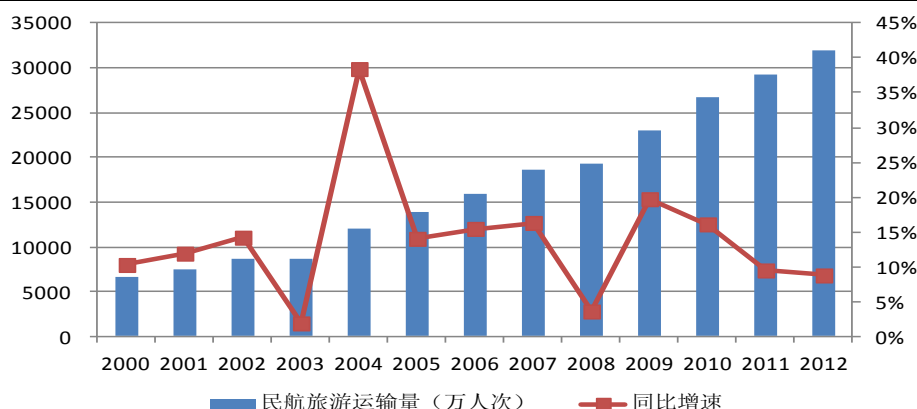
2. 行业分析

2.1. 快速发展的航空旅客运输业推动航空客运销售代理业发展

近年来, 随着国民经济的快速发展和对外贸易的高速增长, 中国航空运输业也进入了高速发展期。根据中国民用航空局发布的《中国民用航空发展第十二个五年规划》分析, “十二五”时期, 是我国全面建设小康社会的关键时期, 是深化改革开放, 加快转变经济增长方式的攻坚时期, 国内外形势呈现新形势新特点。我国民航大众化、多样化趋势明显, 快速增长仍是阶段性基本特征, 民航发展迎来新的历史机遇期。预期“十二五”期间, 中国民航航空旅客运输量将以年均 11% 左右的速度增长。

2012 年, 中国民航业完成旅客运输量 31,896.75 万人次, 同比增长 8.80%。中国民航局预测, 到 2020 年, 中国航空旅客运输量 7.7 亿人次左右, 年均增长 12.27%, 预计将高于国民经济增长速度。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, 成长空间巨大。

图 7: 中国民航旅客运输量及同比增速

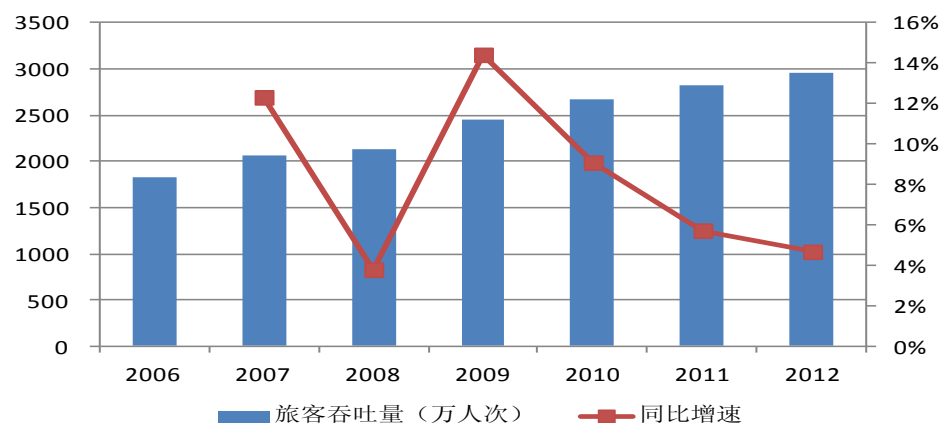


数据来源: 东北证券, Wind

公司所在地深圳市是国内第四大通航城市, 2012 年深圳机场旅客吞吐量为 2,956.99 万人次, 同比增长 4.69%。根据深圳机场所做的客流量预测, 到 2022 年, 深圳机

场客运量达到 4,500 万人次；到 2035 年客运量将达到 6,000 万人次，具有良好的前景。公司目前的订单处理中心和营业部等地面服务网络主要集中在以深圳为中心的珠三角区域。深圳毗邻香港机场、广州白云机场、澳门机场和珠海机场，五地机场合计年旅客吞吐量超过 10,000 万人次，占国内航空客运市场的 25% 以上。

图 8: 深圳机场旅客吞吐量及同比增速

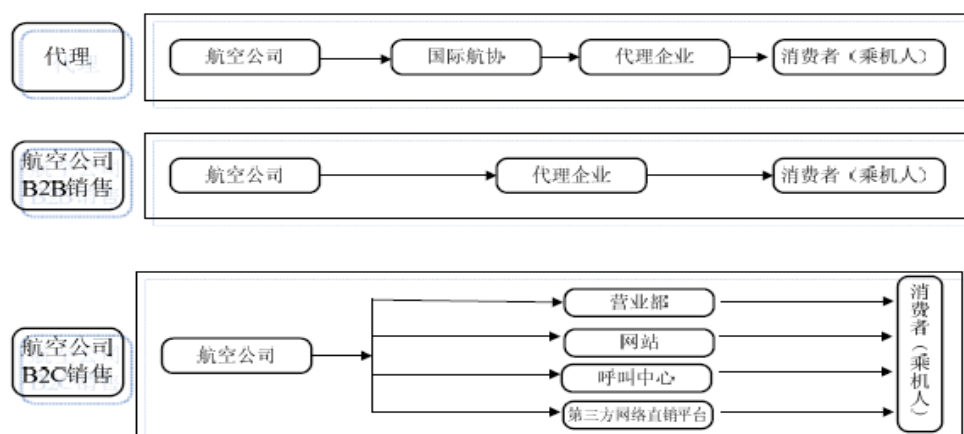


数据来源：东北证券，Wind

2.2. 分销在很长一段时间内仍然是航空公司最重要的销售渠道

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。

图 9: 国内航空客运机票销售途径



数据来源：东北证券，公司招股说明书

根据国际航协（IATA）发布的统计数据，国内市场方面，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%，国内航空客运机票的销售主要依靠代理企业完成。预计到 2013 年，航空公司直销销售额将突破 300 亿元，比例将

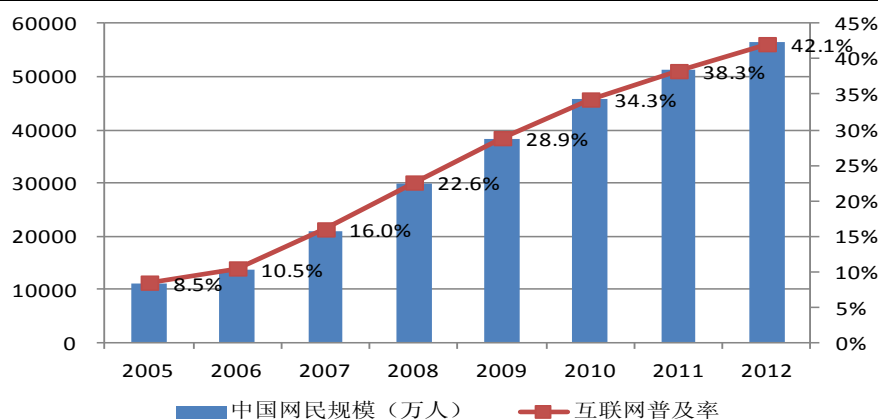
达到 12.8%，而根据业内公开资料，发达国家航空公司仅 B2C 网络直销的平均比例已经达到了 30% 左右，可见中国航空公司 B2C 网络直销比例还远达不到发达国家的平均水平。其次，价格、时间和用户体验是客户在购买产品时最需要考虑的问题。而这些仅仅靠航空公司一家直销是远远不能满足的。航空公司需要培养具备一定规模和管理能力的代理人，去拓展票务市场，并且管理更小的代理人市场，从而满足更多的客户需求，提升航空公司的市场占有率。这样的诉求关系至少在未来 5-10 年都很难发生大的变化。总体而言，国内航空公司销售渠道中直销和分销在很长一段时间内将共存，并且分销仍然是航空公司最重要的销售渠道。

根据中国航协运输协会的统计，目前共存在 8000 多家有资质的中小代理企业，预计加上没有完全资质的小代理超过 3 万家，但前三名合计市场份额不超过 15%。同时，传统中小型代理企业创新乏力，使用同样的企业设计，产品同质化严重，使用同样的方式进行恶性竞争。未来将呈现强者愈强的马太效应，少数大型代理将整合行业，主导话语权。我们可以预见的一种局面是：未来，伴随着航空公司直销的大力推广，中小型代理的市场份额将急剧下滑，其市场份额将被大型代理企业和航空公司分享。大型代理人的市场反将有所提升。代理行业的集中度将会提升。

2.3. 消费者的预订习惯将由传统渠道转移至在线渠道

根据中国互联网信息中心发布的《第 31 次中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2012 年底，我国互联网网民数量达 5.64 亿，全年共计新增网民 5090 万人。互联网普及率为 42.1%，较 2011 年底提升 3.8 个百分点。我国手机网民规模为 4.20 亿，较上年底增加约 6440 万人，网民中使用手机上网的用户占比由上年底的 69.3% 提升至 74.5%。中国互联网络信息中心（CNNIC）近日发布《2012 年中国网民在线旅行预订行为调查报告》显示，截至 2012 年年底，在线旅游网民规模 1.12 亿，占网民总数的 19.8%。其中，9.0% 的中国网民在网上预订机票，7.2% 在网上预订酒店，5.4% 在网上预订旅行行程，14.0% 在网上预订火车票。在线预订已经取代传统柜台售卖，成为主流机票购买方式。同时，中消协、中国民航运输司发布的《2011 年航空服务消费者调查报告》显示航空服务投诉已成为服务类投诉增幅最大的行业，这说明消费者对于航空服务的要求在逐渐提高，而对于经常出差的商务旅客，对于服务的要求就更高了，所以专门为企业服务的差旅管理公司在客户服务方面显然比传统代理商更有优势。

图 10：中国网民规模和互联网普及率



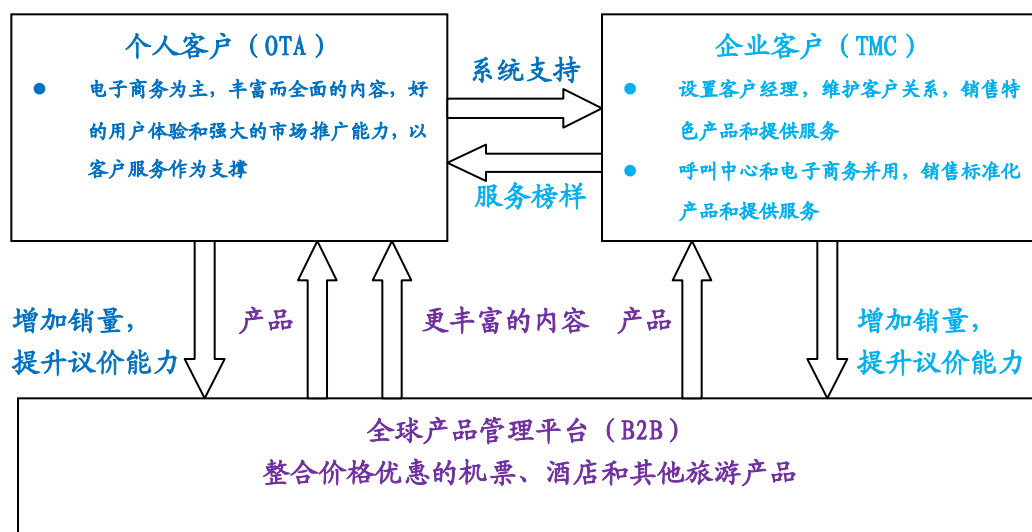
数据来源：东北证券，《中国互联网络发展状况统计报告》

3. 公司主营业务分析：三条业务线协同并进

为实现领先商旅服务商的战略目标，公司确定了以三条业务线为主的发展战略，即以机票分销为基础，以集团客户为主导，以在线商旅服务为新增长点；为客户提供多产品综合服务，实现跨区域的发展。

2011 年是公司转型元年，公司已制定明确的战略目标。未来的三年则是整个目标实现的关键时期，公司将重点加快全国布局，通过并购和自建的方式成立各区域中心，构建全国性的销售服务网路，从而实现中国 B2B 市场的整合，使区域业务获得显著增长，成为公司业绩增长的重要来源。同时不断加强能力建设、打造产品多元化模式，不仅要保持机票业务持续稳定发展的趋势，也要提高酒店签约能力和利润率以及促进旅游度假、商旅管理等业务的拓展；并积极利用先进的电子商务平台，做专做大做强商旅服务业务，确立公司在商旅服务市场的优势地位。集团差旅管理业务将是公司重点培育的明星业务，公司将着重建设和培养销售和服务团队，扩大业务规模，力争在该业务上大有作为。随着人们消费模式向线上的转移，在线商旅业务是今后要大力发展的方向，根据公司在线商旅业务的发展阶段，未来三年的重点放在丰富产品和运营能力上，苦练内功，改善客户体验、增加客户粘度和网站流量，不断扩大品牌知名度，为分销业务和企业客户差旅管理业务提供有力支持，形成三个业务模块协同共进的发展模式。

图 11：公司三条业务线的协同能力是提升公司整体竞争力的最优选择



数据来源：东北证券，公司资料

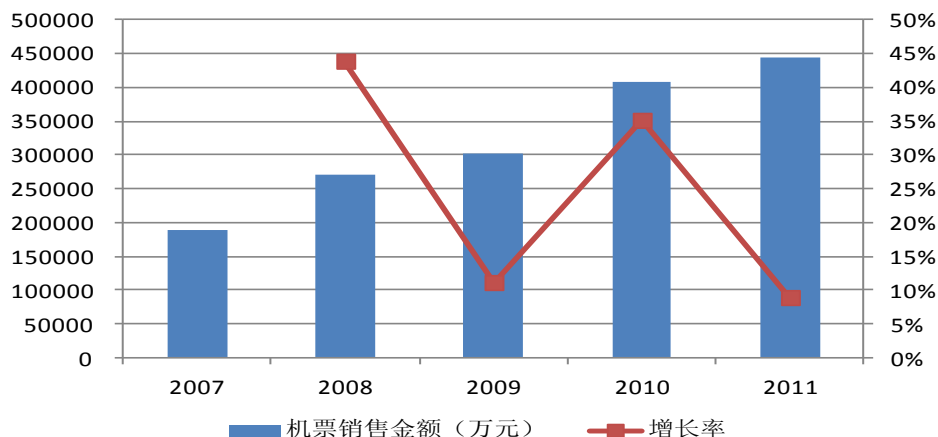
3.1. B2B 传统业务：强者恒强

3.1.1. 保持区域龙头领先地位

公司具有十余年的航空客运销售代理行业经验，公司成立十余年来，一直专注于航空客运销售代理业务，通过积极采用先进的电子商务技术，广开销售渠道、强化售后服务、优化人才结构、精细化内部管理、不断拓展服务辐射范围、延伸服务网络，公司业绩逐年攀升。公司机票销售金额从 2007 年的 18.87 亿元增加到 2011 年的 44.47 亿元，年均增长率为 24.80%。公司已在航空客运销售代理行业占据了领先地位。

位，为国内最大的航空客运销售代理企业之一。2011 年，公司完成机票销售总金额为 44.47 亿元，按售票量统计，公司在深圳市市场占有率从 2007 年的 15.41% 增加到 2011 年的 25% 以上，成为华南地区最大的航空客运销售代理企业。

图 12: 公司机票销售金额及增长率



数据来源：东北证券，公司公告

3.1.2. 行业进入壁垒高，公司核心竞争力明显

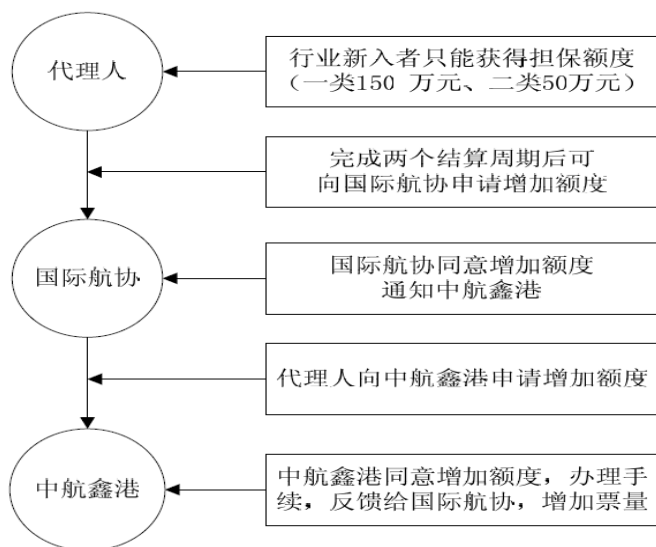
机票细分市场行业进入壁垒较高，代理人开展航空客运销售代理业务必须取得资格认可。首先，代理人必须取得中国航协所颁发的一、二类资格认可证书，并获得航空运输企业委托，签订委托销售代理合同或是取得资格认可；其次，代理人如果要销售 BSP 中性机票还需要获得国际航协所颁发的一、二类资格认可证书；最后，如果代理人要通过在线方式销售机票，需要建立电子商务平台。

代理人销售 BSP 中性机票需要中航鑫港为其提供不可撤销的担保，国际航协则根据代理人的销售能力分配销售份额。为了规避担保和销售风险，中航鑫港为代理人提供担保同时，对代理人的实力、品牌和过往机票销售业绩实行严格的考核评定并要求提供反担保。国际航协与中航鑫港共同形成了按机票销售业绩逐步提高担保额度的基本担保政策，确保代理人有足够的销售能力来实现销售。按行业惯例，行业新进入者一开始只能得到最低担保额度（即一类代理人 150 万元，二类代理人 50 万元）；代理人完成两个销售结算期后，可以向国际航协申请增加担保额度，经国际航协考察批准后，代理人再向中航鑫港申请，中航鑫港从担保风险等角度考察代理人，确定增加代理人的担保额度。按行业惯例一次最多只能增加 30% 的担保额度，实际运行中代理人增加一次担保额度一般至少需要 2 个月。这意味着，行业的新进入者并不能很快得到中航鑫港较高的担保额度。其可从国际航协获得的 BSP 中性票数量会受到限制。目前中航鑫港为公司提供的担保额度位居行业前三位，经过 10 余年的发展，公司凭借突出的行业地位已建立明显的 BSP 机票采购优势。

航空公司给予代理人的销售政策（佣金点数），是根据代理人过往销售业绩和商业信誉确定的。要获得较好的代理销售政策需要业绩支撑，而要取得好的业绩离不开良好的代理销售政策，这个矛盾的解决需要企业长期持续不断的努力，通过业绩的不断提升来获得航空公司的认可。总之，代理人进入行业存在一定门槛，要在行业中做大做强，则存在较强的规模壁垒，需要长时间的持续经营和业绩的不断提升，

才可能在行业中占据有利位置。作为中国南方航空股份有限公司、深圳航空有限责任公司、中国国际航空股份有限公司和海南航空股份有限公司的一级分销代理商，以及中国东方航空股份有限公司的授权机票销售代理人，2011 年度，公司在上述五家航空公司的合计采购金额为 32.41 亿元，占公司总机票采购金额的 78.45%。

图 13: BSP 采购通道



数据来源：东北证券，公司招股说明书

行业的三大驱动因素分别是资金、人才、技术，公司在这三方面具备明显的核心竞争力。首先，从资金层面看，进入本行业需要满足资本金要求，要获得中航鑫港出具的担保，还要满足一定比例的保证金要求。同时在实际业务开展过程中，对大型代理人而言，由于其客户规模大，其服务过程中存在大量的资金往来和结算需求，在业务中往往需要垫付大量的资金。电子客票的全面推行及消费形式的转变，建立电子商务平台利用计算机网络实现机票销售成为重要销售方式；电子商务模式具有资金密集型和技术密集型特征，需要有较大的资金投入。公司拥有扩大销售规模所需的充裕资金，有能力通过横向并购快速实现区域布局。

其次，从人才层面看，携程、公司和艺龙是应用了先进的电子商务技术的大型商旅服务企业，管理上要求极为精细，需要具备很强的服务意识和成本控制能力。从员工招聘、培训、产品设计、服务流程设计、客户关系维护、服务差错率控制，以及市场营销渠道建设和新技术、新商业模式的运用都要求代理人需要具备较高的管理能力。要做到低成本地为大数量级的客户提供周到、便捷和个性化的服务，需要长期的、持续不断的经营改善和经验积累。

服务质量和效率是决定行业内企业能否成功的重要因素。服务质量的提高需要制度的建立，并形成持续改善的机制，需要较长时间经验的积累和改进；而服务效率的提高，有赖于企业服务的规范化和标准化建设。一般情况下，一个呼叫中心的新员工，需培训三个月以上才能上岗，而且在工作中还需要持续不断的岗位培训；企业要贯彻“六西格玛”的质量控制意识，以建立呼叫中心的规范化、标准化作业，确保“零差错”和呼叫中心的品牌形象和市场竞争能力。

公司拥有一支稳定的管理团队，业务精湛的技术人员和具有丰富经验的员工队伍，管理人员和业务人员具有十年以上的从业经验，对行业具有深刻理解。公司注重企业文化建设，为人才的发展提供优越的平台和氛围，吸引了来自 IBM、沃尔玛、汇丰银行等各种知识结构、专业优势的人才加入，在行业内已经形成人才洼地，为公司未来战略目标的实现提供充分的人才保障。

从技术层面看，基于互联网与信息技术的在线综合商旅服务、在线机票预订电子商务平台的建设和运营需要多项专门技术，涉及网络通讯、软件工程、数据库管理、系统集成、信息构架、信息安全、客户关系管理等多专业交叉学科，技术和产品更新较快。企业要实现持续稳定的发展，需要长期技术积累和适应新形势及时升级换代。行业新进入者所构建的平台通常难以有效支撑用户和访问量增长，亦不能支持规范的管理与运营，尤其是不能吸引到足够多的客户。另外，尽管互联网与信息技术行业较多采用的是通用型技术，但对行业新进入者而言遇到的更大障碍是，无法以合适的技术、合理的商业模式和有竞争力的成本，精确地满足不同用户的服务需求。

公司注重电子商务的技术改造和引进消化吸收，着眼于战略目标不断调整 IT 规划，针对产品共享平台、财务结算一体化、企业差旅管理系统等公司战略级 IT 项目持续升级优化，公司研究人员分为商旅服务产品研究和电子商务技术、IT 技术研究两个团队，共同组成了专业功底深厚、经验丰富、专业互补的研发团队，致力于各种电子商务技术和互联网技术的研发与应用工作，同时开展市场研究工作，设计符合市场需求的商旅服务产品，具有保持领先优势的技术基础和人才基础。

图 14：公司 SWOT 分析



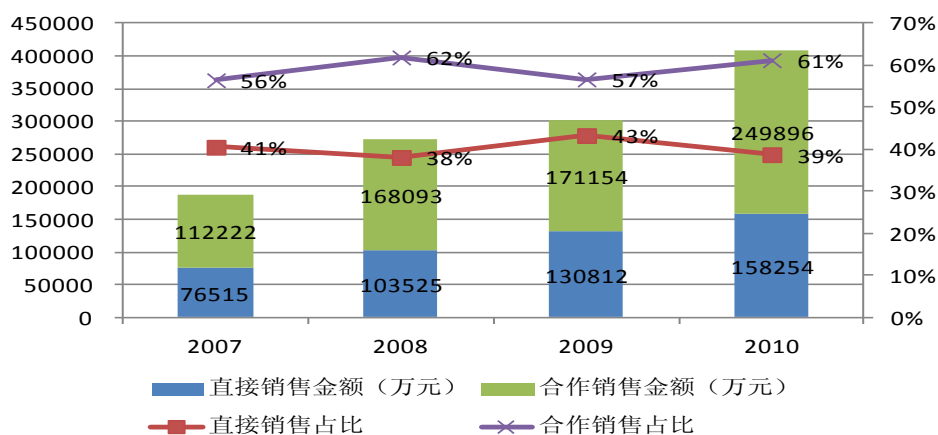
数据来源：东北证券，公司资料

3.1.3. B2B 分销模式带来差异化的竞争优势

公司采取“直销+合作销售”的集成化销售模式。直接销售（B2C）主要通过门店、呼叫中心、可可西网站、飞人网、其他网上直销平台等渠道。公司发展直接销售可以及时、准确地掌握客户需求，实现互动营销，为客户提供个性化服务，提高客户对公司的忠诚度。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。合作销售方主要向公司提供乘机人信息、配送、代收款等服务。合作销售具有互补优劣势和多方共赢的特征。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。公司运用信息技术实现了合作销售电子商务化，并建立了面向合作代理销售方的网购 B2B 电子客票交易平台。

公司的机票分销业务构成代理业务的核心。目前，公司的机票销售有超过 60% 采用的是 B2B 二级代理分销，这也是公司与携程、芒果和艺龙最大的竞争差异。公司在二级代理人合作分销上不论是出票规模和管理水平均已做到国内领先水平，具备后来者无法撼动的先发优势。基于这样的优势，腾邦在本地市场培养了一大批稳定的二级代理商。腾邦每年获得航空公司机票返点大约在 7-8% 的水平。如果是二级代理分销模式，腾邦会将其中的 5% 分给小代理商，而自己作为一级代理，可以获得剩余 2-3% 的收入。对此，公司只需付出人工成本和渠道维护成本，B2B 分销模式由于其低成本和可复制性强的特征，因此毛利率较高，一般在 85% 左右，这种模式很好的拓展了公司的市场份额，并且保证了公司的业绩增长。公司合作销售机票金额从 2007 年的 112,222.24 万元上升到 2010 年的 249,896.20 万元，占比从 2007 年的 56.46% 上升到 2010 年的 61.23%。未来，我们预计，公司合作销售机票金额占机票销售金额的比例还将继续上升。

图 15: 公司直接销售和合作销售金额及占比



数据来源：东北证券，公司公告

3.1.4. 佣金收入平稳增长，佣金率维持稳定

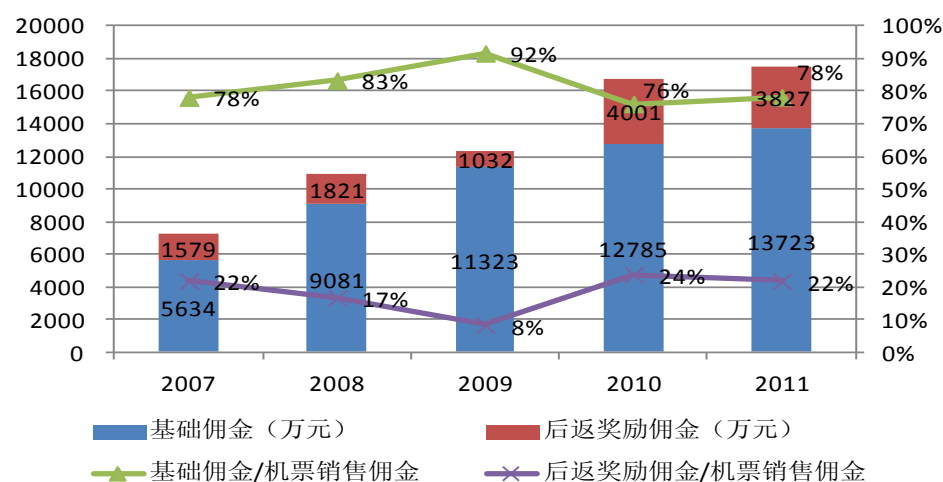
公司代理销售的机票分为国内航线和国际航线两类，其中代理销售国内航线机票的收入来源于代理佣金，代理销售国际航线机票的收入根据航空公司销售政策的不同来源于代理佣金或服务费。公司销售国内航线机票获得的代理佣金直接与销售业绩挂钩，由航空公司支付，分为基础佣金和后返奖励佣金两部分。其中，基础佣金根

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；航空公司主要考核指标为销售收入贡献指标完成率、常客会员发展量、深圳始发主干航线销售比例和西部中转销售比例等指标。

近年来，公司从航空公司获得的佣金收入平稳增长。公司获得的机票销售佣金从 2007 年的 7,212.77 万元上升到 2011 年的 17,550.13 万元，其中，基础佣金从 2007 年的 5,633.89 万元上升到 2011 年的 13,723.23 万元，后返奖励佣金从 2007 年的 1,578.88 万元上升到 2011 年的 3,826.90 万元。

2007 年至 2009 年，后返奖励佣金占机票销售佣金总额的比例逐年减少，基础佣金占机票销售佣金总额的比例逐年增加，是因为航空公司对佣金政策进行了结构性调整，增加了基础佣金的比例，相应减少了后返奖励佣金的比例。2010 年，后返奖励佣金占机票销售佣金总额的比例上升至 23.84%，主要原因系 2010 年航空公司调整佣金政策，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。2011 年，公司后返奖励佣金占机票销售佣金总额的比例为 21.81%。

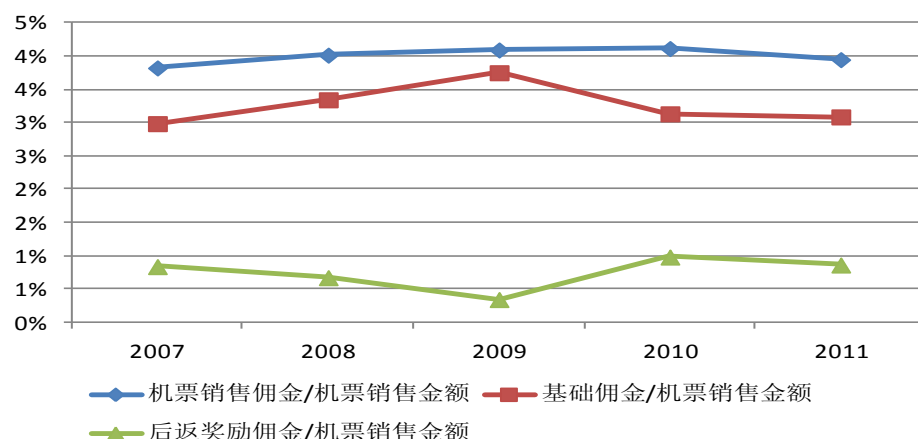
图 16: 公司获得的基础佣金和后返奖励佣金情况



数据来源：东北证券，公司公告

公司机票销售佣金占机票销售金额比例基本保持稳定，佣金率大约在 4% 附近微幅波动。2007 年、2008 年、2009 年、2010 年和 2011 年航空公司给予公司的佣金费率分别为 3.82%、4.01%、4.09%、4.11% 和 3.95% 左右，其中基础佣金占机票销售金额的比重分别为 2.99%、3.34%、3.75%、3.13%、3.09% 左右，后返奖励佣金占机票销售金额的比重分别为 0.84%、0.67%、0.34%、0.98%、0.86% 左右。

图 17: 公司总体佣金、基础佣金和后返奖励佣金占机票销售金额的比重



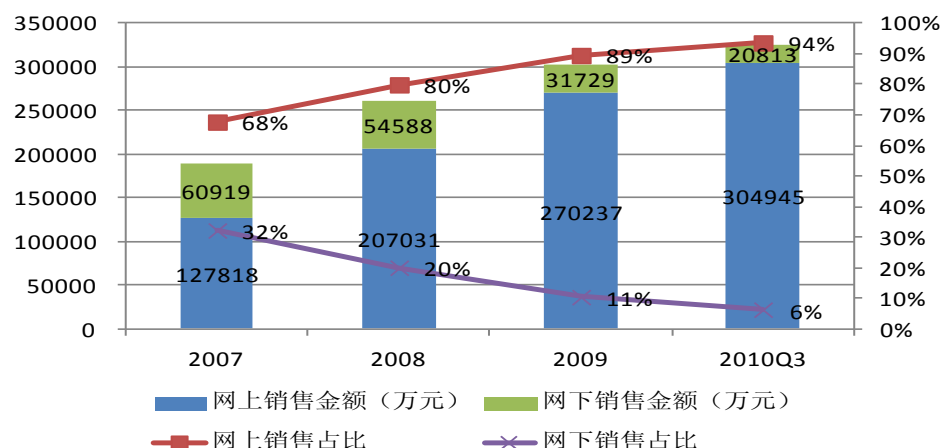
数据来源: 东北证券, 公司公告

3.1.5. 线上线下销售渠道有机结合

电子营销是航空客运销售代理行业未来发展的主要趋势。公司构建了网上和网下有机结合的销售体系, 突破了航空客运销售代理企业的传统销售模式, 抓住了市场机遇。除了采用营业部、呼叫中心等传统销售渠道外, 公司建立了针对直销客户的可可西网站 (www.cococ.cc) 和飞人网 (www.feiren.com)、针对合作销售方的网购 B2B 电子客票交易平台 (www.want-go.com), 同时公司采取合作销售的方式借助合作销售方的服务网络扩大服务范围、利用淘宝等其他网上直销平台拓宽销售渠道。畅通的销售、服务渠道为公司积累客户资源、提升业绩及持续性发展提供了有力保证。

2007 年, 公司网上销售机票金额为 127,818.21 万元, 占公司业务总量比例为 67.72%, 2010 年前三季度, 公司网上销售机票金额为 304,944.56 万元, 占公司业务总量比例为 93.61%, 显示了极高的成长性, 成为公司新的利润增长点。

图 18: 公司网上和网下销售金额及占比



数据来源: 东北证券, 公司公告

2012 年 3 月, 公司整合了旗下面对直销客户的可可西网站 (www.cococ.cc)、企业客户的飞人网 (www.feiren.com) 和公司业务门户网站 (www.tempus.cn) 的域名及

品牌标识，VI 标识也逐步更新。公司通过网站及品牌整合战略，改变了原来多网站多品牌的策略，有利于公司品牌的统一管理及推广，塑造腾邦国际新形象，传达更好的品牌体验，促进业务的发展。

图 19: 整合前后的公司网站域名

原来使用的网站域名	整合后的网站域名
WWW.COCOC.CC	www.feiren.com
www.feiren.com	
www.tempus.cn	

原来使用的品牌标识	整合后的品牌标识
   	 

数据来源：东北证券，公司公告

3.1.6. 异地扩张是未来业绩的主要增长点

2011 年，公司聘请 IBM 战略转型与变革专家团队为公司提供战略咨询服务，并制定出明确而清晰的战略发展路径，将公司由区域性的以机票代理业务占绝对比例的公司打造成为产品多元化的全国性综合商旅服务商。公司三年规划的发展战略是以机票分销为基础；以企业客户差旅管理为重点；以在线商旅为新增长点。计划 2012 年在全国进行布局，2013 年完成机票细分领域的全国整合。

目前，公司的业务主要集中在华南地区，区域市场容量是限制公司取得突破性成长的关键掣肘。因此，公司做大做强的主要途径是区域扩张，从区域性公司变成全国性公司，公司将区域扩张作为现阶段发展的重要战略举措。管理层依照上市前募投项目中选定的六个重点城市设立区域营销服务中心，同时结合行业发展特点新增昆明、厦门、广州、天津作为目标市场，通过自建或并购的方式实现全国布局及供应商资源、销售渠道、本地化人才团队的整合。2012 年，公司这一经营计划推进顺利，完成目标市场调研、商机储备、投后百天计划、管控制度等各项工作，为 2013 年成为全国性公司的目标奠定了坚实的基础。

2011 年 7 月，公司为进一步开发北京为中心的华北地区商旅市场，出资 718.67 万元对北京朗途融通信息科技有限公司（以下简称“朗途融通”）的全资子公司北京朗途易程商务服务有限公司（以下简称“朗途易程”）进行增资，增资完成后占朗途易程 70% 股权。朗途融通是中国联合网络通信集团有限公司电话导航“商旅服务”的全国级合作伙伴，负责为广大的“电话导航”业务用户通过“116114”提供有关机票、酒店、旅游等综合信息的查询、预订、客服等服务。本次合作达成后，朗途易程将成为朗途融通机票业务的独家供应商，公司机票销售量将有比较大幅的增长，有利于提高公司整体市场占有率，从而带动公司的整体盈利能力，推动公司持

续稳定发展。

2012 年 5 月，公司使用超募资金人民币 769.5 万元收购深圳市世纪风行国际控股有限公司持有的深圳市世纪风行国际旅行社有限公司(以下简称“世纪风行”)30%股权，股权收购完成后，再使用超募资金 1,099.29 万元对世纪风行进行增资，增资完成后，世纪风行注册资本为 714 万元，公司将持有世纪风行 51%股权，成为世纪风行控股股东。世纪风行成立于 2001 年 10 月，现已发展为集旅游、会展、电子商务为一体的综合性商旅企业，旗下拥有世纪风行（深圳）国际商旅有限公司和世纪风行（深圳）国际会展有限公司两家全资子公司。此次收购有利于扩大公司销售额，提高市场占有率，增强公司综合竞争实力，亦为公司未来 TMC 业务的发展奠定基石。

2012 年 6 月 26 日，公司第二届董事会第九次会议审议通过了《关于全资子公司成都腾邦电子商务有限公司收购四川省华商航空服务有限责任公司股权并对其增资的议案》，公司全资子公司成都腾邦电子商务有限公司使用 882 万元收购四川省华商航空服务有限责任公司 51%的股权，收购完成后再使用 561.6 万元增资至持有 60%股权；8 月末，公司完成相关过户及工商登记手续，在三季度已将四川华商纳入合并范围。四川华商成立于 1998 年，拥有西南区最大的国际机票客户群与丰富的国际机票运营与服务经验和人才。此次收购亦有利于扩大公司销售额，提高市场占有率。

2012 年 8 月末，公司同意使用超募资金 3,531.6 万元人民币对全资子公司上海腾邦航空服务有限公司进行增资，并由其以 3,531.6 万元人民币的价格收购上海普汇航空技术有限公司（以下简称“上海普汇”）60%股权。上海普汇成立于 2002 年，经过十余年的经营与积累，是经过国际航空运输协会认可和中国民航总局批准的国际、国内一类销售代理人，拥有国内、国际近百家航空公司的销售代理权，是以经营国内、国际机票、全球酒店预订、旅游为主的大型机票、酒店、旅游一体化服务公司。上海普汇是上海国内机票批发业务的“圆桌会议成员”，排名第二，2011 年的销售额超过 20 亿元，年增长率达到 46%，具有较高的市场份额和知名度，拥有上海出港主要航空公司的机票采购政策优势，并且拥有自身的分销平台、集团商旅管理系统以及电子商务平台等信息化系统，提供机票、酒店、旅游等全面综合商旅服务。根据项目可行性分析，预计收购后，2013-2015 年上海普汇年均营业收入 4768 万元，年均利润总额为 1926 万元，年均净利润为 1444 万元，项目投资利润率为 24.33%。此次收购目的是加快华东市场拓展步伐，完成对华东市场的战略布局，扩大其市场占有率，推进腾邦国际战略发展布局规划。

表 3: 上海普汇未来 3 年主要财务经营指标预测

项目	2013 年	2014 年	2015 年
营业收入	39, 218, 098	46, 900, 194	56, 929, 535
营业成本	15, 735, 961	17, 559, 112	19, 094, 544
营业税金及附加	2, 215, 823	2, 649, 861	3, 216, 519
销售费用	2, 000, 000	4, 000, 000	5, 200, 000
管理费用	3, 960, 000	4, 356, 000	4, 573, 800
财务费用	196, 090	234, 501	284, 648
利润总额	15, 110, 224	18, 100, 720	24, 560, 025
所得税费用	3, 777, 556	4, 525, 180	6, 140, 006
净利润	11, 332, 668	13, 575, 540	18, 420, 018

数据来源：东北证券，公司公告

表 4: 上海普汇业务预测

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
机票交易总额	2, 036, 073, 919	2, 292, 455, 760	2, 564, 131, 721	2, 894, 946, 424	3, 301, 396, 067
B2B 渠道交易额	1, 786, 392, 391	1, 692, 819, 869	1, 784, 605, 062	1, 881, 561, 768	1, 983, 996, 014
占比	88%	74%	70%	65%	60%
B2C 渠道交易额	249, 681, 528	599, 635, 891	779, 526, 658	1, 013, 384, 656	1, 317, 400, 053
占比	12%	26%	30%	35%	40%

数据来源：东北证券，公司公告

从并购标的来看，公司主要是针对当地的核心代理来开展并购和合资，通过并购，公司可以快速实现扩张。之前公司收购的目标相对比较大，收购的比例在 51-70% ，双方签署协议中安排对赌条款，收购款项的支付与完成的业绩指标挂钩。目前，针对较小的标的，公司用另外一种更加灵活的方式，即托管加收购的模式，这种模式是被收购方承诺每年自己完成一定业绩即可，其余业绩由公司承诺完成，相当于一种反向承诺模式。总体而言，公司通过异地收购，实现 B2B 的扩张，从而实现全国的布局这一外延式扩张的模式将成为公司未来业绩的主要增长点，值得期待。

3.2. TMC 差旅管理业务：重点培育的明星业务

商旅管理，即商旅管理，是指企业在专业的商旅管理服务公司的协助下，对差旅活动进行整体规划全面执行监控。优化商旅管理流程与政策，整合采购资源，从而在不影响业务开展和出行体验的前提下，降低差旅成本并提高出行效率。更为重要的是，专业的商旅管理公司还能全面协助目标公司有效执行商旅政策之外，专业商旅管理公司还能凭借其规模、经验、技术和资源优势为目标企业提供自身难以实现的出差异常和安全管理。而且，专业的商旅管理公司，能够协助企业基于事实的差旅

行为分析，制订合理的差旅政策、差旅流程、差旅预算，并进行贯彻落实，使企业的差旅行为对业务发展提供有效的支持。

图 20: TMC 差旅管理服务

1、提高工作效率	2、提升差旅体验	3、降低差旅成本	4、优化企业管理
▪ 最大限度简化企业原有的差旅审批差旅费预借、报销、记账统计等工作流程 ▪ 大幅度减轻差行出行人工工作量，提高工作效率，使商旅出行更轻松便捷	▪ 要客服务 ▪ 安全优先出行保障 ▪ 专属团队服务	▪ 优化采购途径，降低机票、酒店等差旅采购成本 ▪ 规范财务凭证，统一提供票据，规避灰色损耗	▪ 严格执行差旅管理政策 ▪ 协助企业制订与企业业务发展相适应的差旅预算和管理体系 ▪ 一站式商旅管理，严格执行公司差旅政策，提高公司差旅效率 ▪ 专业差旅分析报告，为企业差旅节省提供全面指导

数据来源：东北证券，公司官网

美国运通公司发布的《中国商务旅行情况调查报告》显示，2005 年中国的国际、国内商务旅行支出近 242 亿美元，预计到 2010 年，中国将成为世界第二大旅游国和最大的旅游目的地；到 2020 年，中国的商旅游客数量将比 2005 年增加 5 倍，年均增长 12.7%。在消费类型上，餐饮仍占据商旅支出的最大比例，其次是航空旅行以及酒店住宿。另外，与美国市场相近，中国商旅市场的大部分支出都用于国内市场，69% 的商旅费用发生在中国大陆，但经常使用旅游管理公司的中国企业还不足 20%，这意味着中国企业商旅服务市场还有着巨大的增长空间。

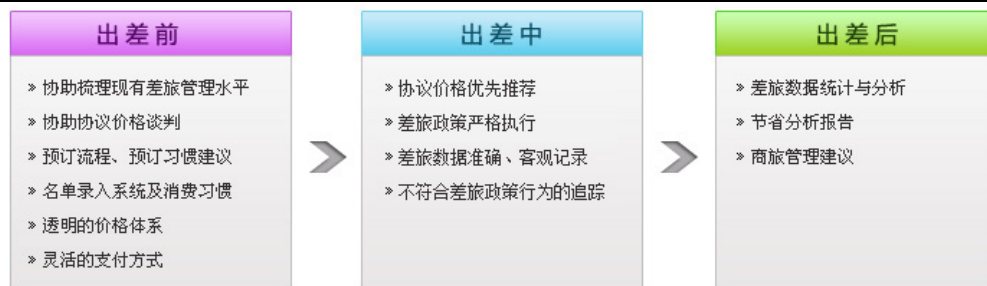
公司将企业差旅管理业务视为非常重要的增长点。IBM 的分析表明，国内企业差旅管理业务市场的现状是市场集中度低，竞争激烈，大多数国内企业对企业差旅管理的诉求是以便宜的价格预定机票酒店，同质化竞争严重。但随着市场的成熟，国内企业正在逐渐认识到企业差旅管理的价值是在差旅管理，企业需要差旅供应商提供优质的服务、帮助企业实现差旅控制和成本控制，并提供增值服务。

公司差旅管理的优势在于为客户提供个性化的差旅管理服务，包括企业差旅人员信息档案的建立与维护；协助企业完善差旅政策及执行；协助三方协议的谈判与托管；企业差旅数据分析与差旅管理报告。为客户提供商旅数据分析，包括根据企业年度的商旅消费记录，分析企业商旅消费习惯，为企业选择最佳商旅出行方案；实时掌握差旅消费情况，为企业提供差旅费用对比分析，达到节省差旅成本目的。以及全程费用控制，包括实时为企业出行人员提供出差前、出差中及出差后的跟踪服务，严格执行企业差旅管理政策。

未来三年内，公司在企业差旅管理业务上的具体举措包括：引入国际成熟的方法论，对企业差旅管理业务的运营模式进行有效管理，在客户定位、客户细分、区域扩张等方面提出完整的策略，提升客户服务。针对目标客户群，提供多层次的解决方案，提供差异化的服务，提升销售能力。大力引入销售人才，引入销售管理方法和工具，提升销售人员素质，持续培训，提升销量；盈利模式的关键是对人力成本的把控，公司将服务模式从线下转向线上，把更多的人力资源从基础操作释放到增值服务上，采用自动化的处理流程，提高效率、降低成本、控制风险。公司还通过成立服务管理部来保障服务质量，制定服务策略，完善服务体系，确定每个节点针对不同

类型客户的服务内容和水准要求，形成相应的作业指导书和考核标准，并同步更新相关的销售要求、话术、结算步骤等，并加强服务的监督与检查，提升服务质量，提升客户满意度。

图 21：公司个性化差旅管理服务



数据来源：东北证券，公司官网

3.3. OTA 在线商旅业务：未来之星，长期培育的业务

在线商旅业务是未来之星，是公司长期投入和培育的业务。发展在线商旅业务，可以扩大公司知名度、塑造公司品牌，并为企业差旅管理业务和分销业务有很强的协同效应。在线商旅业务需要丰富而全面的内容，好的用户体验和强大的市场推广能力，以客户服务作为支撑，为此，公司主要围绕构建内容和能力来制定在线商旅业务的策略，如丰富产品内容，以核心客户群的需求为出发点，不断完善其他基础产品的采购能力，尤其是直采能力。同时要培养自身的产品设计能力，提供差异化的产品；充分发挥业务线的协同效应，实现交叉销售，并进一步提高客户的忠诚度；改善每一个用户接触点的交互，提高用户体验，并通过流程、制度和 IT 的手段固化下来，最终提高客户满意度；积极开展营销，提高客户的转化率。通过精准营销、交叉销售和推荐等，充分挖掘和满足需求，促进老会员的重复购买行为。

4. 股权激励：业绩增长的保障

2012 年 5 月 28 日，公司公告《限制性股票激励计划（草案）》，公司以定向发行的方式向激励对象授予不超过 338 万股限制性股票，占本计划提交股东大会审议前公司股本总额 11,940 万股的 2.83%，其中预留限制性股票为 30 万股，占本计划限制性股票总量的 8.87%；授予价格为本激励计划（草案）首次公告前 20 个交易日公司股票均价（14.27 元/股）的 50%，即 7.14 元/股；激励对象为公司部分董事、高级管理人员以及核心技术（业务）等 27 名人员。公司此次股权激励选择限制性股票的形式，定向分发，需要在授予日吸收授予高管及核心工作人员的现金入股，在未来五年的后三年分 30%、35%、35%的比例逐步解禁。此次股权激励的行权条件较高，必需满足公司业绩未来三年基于 2011 年 20%、65%和 130%的连续增长及公司净资产利润率 6%、8%和 10%的表现。现金入股能最大程度的带动被激励人的工作积极性，此次股权激励显示了公司管理层对公司未来业绩增长的信心，将有效刺激公司未来 5 年业绩的增长。

表 5: 激励计划激励对象名单及限制性股票的分配情况

序号	姓名	职位	拟分配的数量 (万股)	占本次授予的限制性 股票总额的比例	占股本总 额的比例
1	乔海	董事/总经理	20	5.92%	0.17%
2	孙志平	董事	20	5.92%	0.17%
3	陈树杰	副总经理	20	5.92%	0.17%
4	霍灏	副总经理	20	5.92%	0.17%
5	张铎	副总经理	20	5.92%	0.17%
6	彭玉梅	副总经理	20	5.92%	0.17%
7	于澄	副总经理	20	5.92%	0.17%
8	周小凤	副总经理/董事会秘书	20	5.92%	0.17%
9	周海燕	财务总监	10	2.96%	0.08%
10	核心技术（业务）人员（18 人）		132	39.76%	1.15%
11	预留限制性股票		30	9.04%	0.25%
合计			332	100%	2.78%

数据来源：东北证券，公司公告

5. 盈利预测及投资策略

作为机票代理商龙头的 A 股唯一上市公司，公司努力实现从区域性公司向全国性综合商旅服务商的转型。公司在 B2B 传统业务上领先优势明显，通过异地收购快速实现扩张，是业绩增长的有力保障。TMC 商旅管理业务将成为公司未来第二大盈利来源。OTA 在线商旅业务发展正当时。公司推出的高管股权激励措施有利于公司长期发展。我们预计公司 2012-2014 的 EPS 分别为 0.55 元、0.71 元和 0.92 元，公司目前股价 14.65 元，对应动态 PE27 倍、21 倍和 16 倍，首次给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：航空公司直销比例扩大、佣金率下滑等。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	615	638	650	796	净利润	58	67	86	112
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0
应收款项	66	75	86	91	折旧及摊销	25	12	12	12
存货	0	0	0	0	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	-6	-8	-9	-9
流动资产合计	703	747	781	949	投资损失	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-41	101	28	142
长期投资净额	0	0	0	0	其他	0	-2	-2	-2
固定资产	165	166	167	166	经营活动净现金流量	42	115	124	264
无形资产	174	284	392	501	投资活动净现金流量	-103	-63	-98	-108
商誉	16	16	16	16	融资活动净现金流量	552	-30	-14	-9
非流动资产合计	385	458	556	652	企业自由现金流	-32	109	-30	150
资产总计	1,088	1,205	1,337	1,601					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	54	152	127	255		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	12	17	23	32	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.48	0.55	0.71	0.92
流动负债合计	100	246	246	410	每股净资产 (元)	8.23	8.40	8.91	9.62
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	0.36	0.94	1.02	2.16
其他长期负债	4	4	4	4	成长性指标				
长期负债合计	8	8	8	8	营业收入增长率	6.3%	43.0%	35.2%	37.0%
负债合计	104	250	250	414	净利润增长率	-29.5%	16.5%	29.0%	29.5%
归属于母公司股东权益合计	982	1,025	1,087	1,174	盈利能力指标				
少数股东权益	1	1	1	1	毛利率	70.1%	68.0%	68.0%	68.0%
负债和股东权益总计	1,088	1,276	1,338	1,590	净利率	31.8%	25.9%	24.7%	23.4%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E	应收账款周转率 (次)	108	108	108	108
营业收入	181	259	350	479	存货周转率 (次)	0	0	0	0
营业成本	54	83	112	153	偿债能力指标				
营业税金及附加	11	15	20	28	资产负债率	9.6%	20.7%	18.7%	25.8%
资产减值损失	-1.20	0.00	0.00	0.00	流动比率	6.99	3.04	3.18	2.32
销售费用	14	31	44	61	速动比率	6.99	3.04	3.18	2.32
管理费用	44	57	77	108	费用率指标				
财务费用	-6	-8	-9	-9	销售费用率	7.5%	12.0%	12.5%	12.8%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	管理费用率	24.1%	21.9%	22.1%	22.6%
投资净收益	0	0	0	0	财务费用率	-3.3%	-3.2%	-2.6%	-1.9%
营业利润	66	81	106	138	分红指标				
营业外收支净额	6.42	2.65	2.65	2.65	分红比例				
利润总额	73	84	108	140	股息收益率	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
所得税	15	17	22	28	估值指标				
净利润	58	67	86	112	P/E (倍)	30.39	26.64	20.63	15.92
归属于母公司净利润	58	67	86	112	P/B (倍)	1.78	1.75	1.65	1.53
少数股东损益	0	0	0	0	P/S (倍)	9.68	6.94	5.13	3.74
					净资产收益率	5.9%	6.5%	8.0%	9.5%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760