



社会服务业/社会服务

腾邦国际 (300178)

新一期大范围激励计划开启发展新征程

——腾邦国际更新报告

	许娟娟 (分析师)	陈均峰 (分析师)
	021-38676545	021-38674930
	xujuanjuan@gtjas.com	chenjunfeng@gtjas.com
证书编号	S0880511010028	S0880513080009

本报告导读:

公司将实施新一期的限制性股票激励计划, 参与范围广泛、考核时间长, 业绩目标设定合理可行, 预计将驱动公司进入新一轮的快速发展期。

投资要点:

- 公司将实施第二期限限制性股票激励计划: ①参与范围广, 包括高管和300余名核心管理、技术和业务人员, 且侧重于中层和已并购公司的中层管理人员, 提高团队整体积极性; ②考核时间长, 激励期限4年, 保障了公司的长期成长性; ③目标业绩指标设定较为合理, 5年复合扣非净利润增速为22%, 参考第一期预计超过设定目标概率大。维持盈利预测, 预计2014-16年EPS为0.52/0.73/0.95元。考虑到公司将完善旅游生态圈的业务布局, 外延战略持续推进, 互联网金融与旅游将更深度融合, 且及时广泛的新一期激励计划提升各业务板块发展的速度和确定性, 驱动公司进入新一轮的快速发展期, 上调目标价至38元, 对应2016年40xPE。
- 首期激励计划即将到期时开始实施第二期显示出管理层对于公司发展的强烈信心。首期激励计划(2012-2014)将于2015年9月24日到期全部解锁; 此时筹划新一期激励计划显示出管理层的信心。
- 参与范围广且朝中层员工和并购标的公司员工倾斜, 提高团队整体的战斗力。①高管占比较小, 中层的核心管理、技术和业务人员居多: 仅11.89%授予8位高管, 9.95%预留, 其余均授予核心管理技术和业务人员; ②公司总部和并购标的公司员工一视同仁提供激励: 此次授予近年收购公司的中层员工占比超过1/3, 授予股份数为1/2左右。
- 业绩指标设定合理, 参考第一期, 预计超过目标概率大。此次设定的业绩目标为5年的扣非净利润符合增长率为22%, 考虑到公司已经经历3年的高速增长, 业绩指标设定较为合理; 考虑到第一期计划每年业绩均超过设定, 预计增速快于增长目标概率大。
- 风险提示: 并购标的整合进度低于预期, 商旅金融的坏账风险

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	258	357	482	640	809
(+/-)%	43%	38%	35%	33%	26%
经营利润 (EBIT)	71	109	141	195	255
(+/-)%	20%	54%	29%	38%	31%
净利润	66	91	127	179	232
(+/-)%	14%	39%	40%	41%	30%
每股净收益 (元)	0.27	0.37	0.52	0.73	0.95
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	27.4%	30.4%	29.2%	30.4%	31.6%
净资产收益率 (%)	6.3%	8.0%	10.3%	12.9%	14.6%
投入资本回报率 (%)	13.0%	12.6%	15.1%	18.6%	19.8%
EV/EBITDA	29.0	22.7	42.5	30.8	23.1
市盈率	56.2	40.6	58.1	41.2	31.8
股息率 (%)	0.7%	0.7%	0.3%	0.3%	0.3%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **38.00**

上次预测: 32.85

当前价格: 30.15

2015.01.25

交易数据

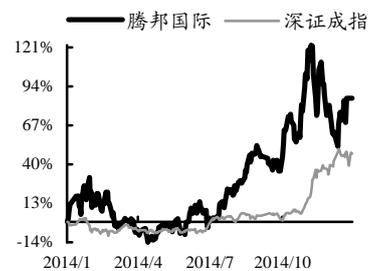
52周内股价区间 (元)	14.76-44.00
总市值 (百万元)	7,376
总股本/流通A股 (百万股)	245/155
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	64%
日均成交量 (百万股)	8.32
日均成交值 (百万元)	244.65

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,208
每股净资产	4.94
市净率	6.1
净负债率	-15.32%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.07	0.10
Q2	0.09	0.14
Q3	0.09	0.15
Q4	0.12	0.13
全年	0.37	0.52

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	5%	37%	80%
相对指数	-3%	-6%	34%

相关报告

《收购重庆新干线 继续完善产业链布局》
2015.01.05

《业绩符合预期 商旅金融驱动快速成长》
2014.08.08

《收购领先机票在线交易平台 商旅流量驱动金融成长》
2014.08.01

《业绩符合预期 金融商旅将深度融合》
2014.04.25

《异地扩张持续加速推进 金融商旅或将深度

模型更新时间: 2015.01.25

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: 增持

目标价格: 38.00

上次预测: 32.85

当前价格: 30.15

公司网址

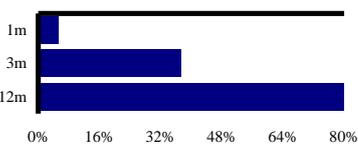
www.feiren.com

公司简介

公司是中国商业服务第一股(股票代码: 300178), 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, 业务涵盖机票酒店、旅游度假、差旅管理、金融服务四大板块。

绝对价格回报 (%)

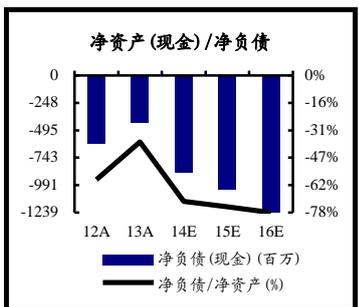
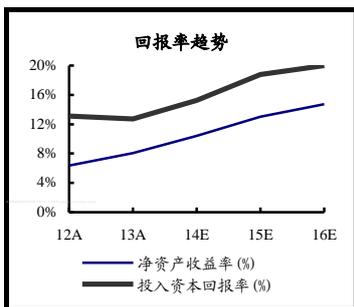
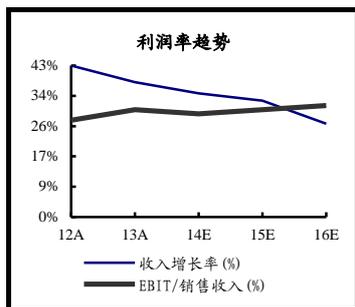
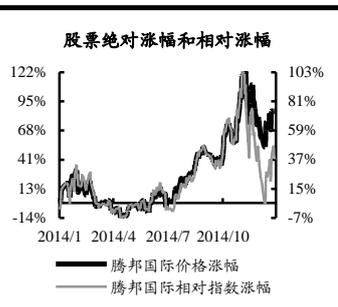


52 周价格范围 14.76-44.00

市值 (百万) 7,376

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	258	357	482	640	809
营业成本	93	129	176	225	276
税金及附加	13	17	23	30	38
销售费用	18	26	37	49	61
管理费用	64	76	106	141	178
EBIT	71	109	141	195	255
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0
财务费用	-9	-2	-12	-20	-23
营业利润	78	108	152	214	279
所得税	15	18	27	37	48
少数股东损益	0	0	0	0	1
净利润	66	91	127	179	232
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	618	495	882	1,037	1,247
其他流动资产	0	203	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	159	151	131	111	92
无形及其他资产	265	359	229	236	243
资产合计	1,215	1,397	1,521	1,724	2,024
流动负债	148	236	270	315	403
非流动负债	9	15	2	5	9
股东权益	1,047	1,132	1,232	1,386	1,594
投入资本(IC)	440	721	767	870	1,071
现金流量表					
NOPLAT	57	91	116	162	212
折旧与摊销	35	35	12	11	11
流动资金增量	-35	1	-12	-16	-14
资本支出	-21	-60	140	3	3
自由现金流	36	66	256	160	212
经营现金流	50	-53	332	173	228
投资现金流	-35	-131	140	3	3
融资现金流	-2	59	-86	-22	-21
现金流净增加额	13	-125	387	155	211
财务指标					
成长性					
收入增长率	42.9%	38.2%	35.0%	32.9%	26.4%
EBIT 增长率	20.0%	53.5%	29.4%	38.4%	31.2%
净利润增长率	14.0%	38.7%	39.6%	40.9%	29.8%
利润率					
毛利率	64.0%	63.7%	63.5%	64.8%	65.9%
EBIT 率	27.4%	30.4%	29.2%	30.4%	31.6%
净利润率	25.4%	25.5%	26.4%	28.0%	28.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	6.3%	8.0%	10.3%	12.9%	14.6%
总资产收益率(ROA)	5.4%	6.5%	8.4%	10.4%	11.5%
投入资本回报率(ROIC)	13.0%	12.6%	15.1%	18.6%	19.8%
运营能力					
存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	0	0	0
应收账款周转天数	139	138	138	138	138
总资产周转天数	1627	1335	1105	925	845
净利润现金含量	0.75	-0.58	2.62	0.97	0.98
资本支出/收入	8%	17%	-29%	-1%	0%
偿债能力					
资产负债率	12.9%	18.0%	17.9%	18.5%	20.3%
净负债率	-59.1%	-37.6%	-71.4%	-74.4%	-77.7%
估值比率					
PE	56.2	40.6	58.1	41.2	31.8
PB	3.5	3.3	6.0	5.3	4.6
EV/EBITDA	29.0	22.7	42.5	30.8	23.1
P/S	14.3	10.3	15.3	11.5	9.1
股息率	0.7%	0.7%	0.3%	0.3%	0.3%



事件: 公司拟实施第二期限限制性股票激励计划, 将向激励对象 (包括 8 名高管和 321 名核心管理和技术业务人员) 授予 966 万股限制性股票, 其中首次授予 869.9 万股, 首次授予价格为 14.06 元/股。限制性股票激励计划的考核期限为 2015-2018 年, 解锁条件为净利润分别达到 2013 年扣非净利润的 160%、190%、230% 和 270%, 且激励对象的团队或个人的年度绩效考核要达到设定标准。

首期激励计划即将到期时开始实施第二期显示出管理层对于公司发展的强烈信心。 公司的首期激励计划 (2012-2014) 的最后一批限制性股票将于 2015 年 9 月 24 日到期解锁; 在第一期即将到期的时候筹划新一期的激励计划显示出管理层对于后续发展的强大信心。

参与范围广, 且朝中层员工和并购标的公司员工倾斜, 提高团队整体的战斗力。 ① 高管占比较小, 中层的核心管理、技术和业务人员居多: 仅 11.89% 授予 8 位高管, 9.95% 预留, 其余均授予核心管理技术和业务人员, 共 321 名; ② 公司总部和并购标的公司员工一视同仁提供激励: 此次授予近年收购公司的中层员工占比超过 1/3, 授予股份数为 1/2 左右, 反映出对标的公司的重视。

表 1: 腾邦国际第二期限限制性股票激励计划授予名单

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例
孙志平	董事	15	1.55%
乔海	董事, 总经理	15	1.55%
周小凤	董事、副总经理、 董事会秘书	15	1.55%
陈树杰	副总经理	15	1.55%
霍灏	副总经理	15	1.55%
于澄	副总经理	15	1.55%
彭玉梅	副总经理	15	1.55%
周海燕	财务总监	10	1.04%
核心管理人员、核心技术(业务)人员		754.9	78.15%
预留部分		96.1	9.95%
合计		966	100.00%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

注: 核心管理人员、核心技术 (业务) 人员共计 321 人, 估算其中 1/3 以上的人员来自于近年并购的标的公司, 以更好的激发标的公司中层员工的积极性。

业绩指标设定合理, 参考第一期预计超过目标概率大。 此次设定的业绩目标为 5 年的扣非净利润符合增长率为 22%, 考虑到公司已经经历 3 年的高速增长, 业绩指标设定较为合理; 考虑到第一期计划每年业绩均超过设定, 预计增速快于增长目标概率大。

表 2: 腾邦国际第二期限限制性股票首批授予股票的解锁条件

解锁期	业绩条件
第一个	以 2013 年年度业绩为基数, 公司 2015 年度净利润不低于 160%
第二个	以 2013 年年度业绩为基数, 公司 2016 年度净利润不低于 190%
第三个	以 2013 年年度业绩为基数, 公司 2017 年度净利润不低于 230%
第四个	以 2013 年年度业绩为基数, 公司 2018 年度净利润不低于 270%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究 注: 业绩指标是扣非净利润

新一期激励计划开启公司发展新征程。我们认为, 公司将实施面向高管和多名核心管理和技术人员的第二期限限制性股票激励计划。公司快速推出新一期的激励计划, 显示出管理层对于后续发展的强大信心。①参与范围广, 包括了高管和 300 余名核心管理技术和业务人员, 且侧重于中层管理人员和已并购公司的中层管理人员, 有助于提高团队整体的战斗力; ②目标业绩指标设定较为合理, 5 年复合扣非净利润增速为 22%, 参考第一期预计超过设定目标的概率大。我们认为, 激励计划将助力发展战略, 继续打造“旅游+金融”大旅游生态圈, 公司有望成长为综合性的旅游服务龙头。

维持盈利预测, 预计 2014-16 年 EPS 为 0.52/0.73/0.95 元。考虑到公司将完善旅游生态圈的业务布局, 外延战略持续推进, 互联网金融与旅游将更深度融合, 且及时广泛的新一期激励计划提升各业务板块发展的速度和确定性, 驱动公司进入新一轮的快速发展期, 上调目标价至 38 元, 对应 2016 年 40xPE。

风险提示: 并购标的整合进度低于预期, 商旅金融的坏账风险

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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		