



社会服务业/社会服务

腾邦国际 (300178)

收购重庆新干线 继续完善产业链布局

——腾邦国际收购重庆新干线旅行社点评

	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:

公司以较低价格收购重庆新干线旅行社,同时增强机票 B2B 业务和旅行社业务实力,与现有业务将产生明确的协同效应。

投资要点:

- 公司拟以 3492 万元收购重庆新干线旅行社 60% 股权并增资,同时公告对前海融易行小额贷款子公司增资 2 亿元至 5 亿元注册资本。
- 收购价格较低。重庆新干线估值 5820 万对应 2014 年前 11 个月 PE 估值约为 10x, 对应 2015 年承诺业绩估值仅 6.6x, 估值较低。
- 收购将提升机票 B2B 份额,并进一步丰富旅游产品线,完善产业链布局,加大区域覆盖;同时与现有业务将发挥协同效应。① 机票代理提升 B2B 市场份额:联丰航空是重庆地区最大机票代理商,20 亿的年出票规模将扩充区域覆盖,提升市场影响力;② 旅行社出境业务是亮点:新干线旗下风行天下专注旅游线路,且出境业务占比逐步提升,有望成为未来的重要增长点;③ 新干线与公司现有业务布局(机票 B2B、旅游金融、在线旅游平台等)存在较好协同效应,随着整合的推进未来将逐步发挥,助力公司大旅游平台成长。
- 收购新干线旅行社,产品丰富度提升、产业链持续完善,“旅游+金融”独特商业模式持续演进,双轮驱动、加速融合,公司有望成长为综合性旅游服务龙头。维持 2014 年 EPS 为 0.52 元;因融易行增资,小额贷款业务有望继续超市场预期且产业链完善布局的协同效应将出现,上调 2015/16 年 EPS 至 0.73/0.95 元(分别+0.05/0.11 元)。考虑到公司的整合效应、外延并购有望持续及估值切换,上调目标价至 32.85 元,对应 2015 年 45xPE,维持增持评级。
- 风险提示:并购标的整合不达预期

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	22.7	18.1	33.8	24.3	18.1
市盈率	46.1	33.2	47.6	33.8	26.0
股息率 (%)	0.8%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 32.85

上次预测: 23.64

当前价格: 24.71

2015.01.06

交易数据

52 周内股价区间 (元)	14.76-44.00
总市值 (百万元)	6,046
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)	8.05
日均成交值 (百万元)	231.65

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	5.0
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	-25%	5%	76%
相对指数	-47%	-32%	41%

相关报告

《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 金融商旅或将深度融合》
2014.04.01

《业绩符合预期 快速成长有望持续》

模型更新时间: 2015.01.05

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: 32.85

上次预测: 23.64

当前价格: 24.71

公司网址

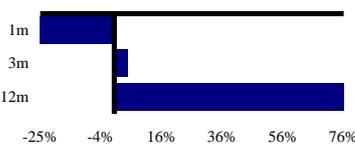
www.feiren.com

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 (%)

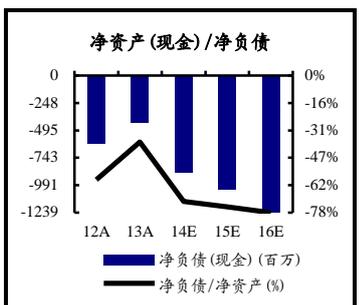
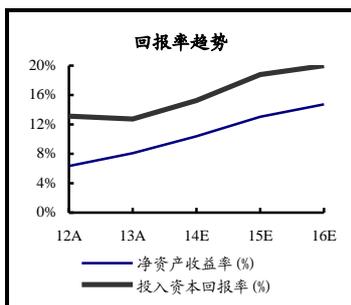
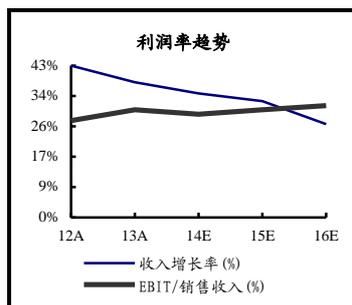


52 周价格范围 14.76-44.00

市值 (百万) 6,046

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	46.1	33.2	47.6	33.8	26.0
PB	2.9	2.7	4.9	4.4	3.8
EV/EBITDA	22.7	18.1	33.8	24.3	18.1
P/S	11.7	8.5	12.5	9.4	7.5
股息率	0.8%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%



公司公告: 公司拟通过增资全资子公司重庆腾邦以 3492 万元收购重庆新干线旅行社 60% 股权, 并以 1200 万元与原股东等比例增资。重庆新干线是目前重庆地区结构最成熟、规模最大的集旅游、航空服务为一体的综合旅行供应商, 拥有两家子公司 (联丰航空、风行天下)。

重庆新干线 2014 年前 11 个月收入规模 2.07 亿, 净利润 573 万; 2013 年收入 1.68 亿, 净利润 43.2 万。

2015-2017 年的业绩承诺分别为: 税后净利润不低于 880/968/1064.8 元。

点评:

(1) **收购价格较低。**新干线估值 5820 万对应 2014 年前 11 个月 PE 估值约为 10x, 对应 2015 年承诺业绩估值仅 6.6x, 估值较低。

(2) **收购将提升机票 B2B 份额和影响力, 并进一步丰富旅游产品线, 完善产业链布局, 加大区域覆盖; 同时与现有业务将发挥协同效应。**① 机票代理提升 B2B 市场份额: 联丰航空是重庆地区最大机票代理商, 20 亿的年出票规模将扩充区域覆盖, 提升市场影响力; ② 旅行社出境业务是亮点: 新干线旗下风行天下专注旅游线路, 且出境业务占比逐步提升, 有望成为未来的重要增长点; ③ 新干线与公司的现有业务 (机票 B2B、旅游金融、在线旅游平台等) 存在较好协同效应, 随着整合的推进未来将逐步发挥, 助力公司大旅游平台成长。

收购新干线旅行社, 产品丰富度提升、产业链持续完善, “旅游+金融”独特商业模式持续演进, 双轮驱动、加速融合, 公司有望成长为综合性旅游服务龙头。维持 2014 年 EPS 为 0.52 元; 因融易行增资, 小额贷款业务有望继续超市场预期且产业链完善布局的协同效应将出现, 上调 2015/16 年 EPS 至 0.73/0.95 元 (分别+0.05/0.11 元)。考虑到公司的整合效应、外延并购有望持续及估值切换, 上调目标价至 32.85 元, 对应 2015 年 45xPE, 维持增持评级。

风险提示: 并购标的整合不达预期

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

	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。	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
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。	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		