

## 腾邦国际 (300178)

增持 (维持)

## 股权激励助力公司“大旅游生态圈”拓展

## 市场数据

报告日期	2015-01-26
收盘价(元)	30.15
总股本(百万股)	244.66
流通股本(百万股)	155.49
总市值(百万元)	7376.50
流通市值(百万元)	4687.93
净资产(百万元)	1208.49
总资产(百万元)	1836.13
每股净资产	4.94

## 相关报告

《布局旅行社资产,“大旅游生态圈”起航》2015-01-06

《打开在线旅游并购之门,“商旅+金融”模式逐渐深入》2014-10-28

《“商旅+金融”模式逐渐深入,业绩增长符合预期》2014-08-08

分析师:

李跃博

liyb@xyzq.com.cn

S0190512070003

奚晨弗

xichf@xyzq.com.cn

S0190514070006

## 主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	357	442	632	942
同比增长(%)	38%	24%	43%	49%
净利润(百万元)	91	135	197	269
同比增长(%)	39%	48%	46%	36%
毛利率(%)	64%	70%	74%	76%
净利润率(%)	25%	30%	34%	36%
净资产收益率(%)	8%	11%	12%	13%
每股收益(元)	0.37	0.55	0.80	1.10
每股经营现金流(元)	-0.22	1.36	0.43	0.77

## 投资要点

事件:公司公告限制性股票激励计划草案,拟向329名激励对象授予966万股(首次870万,预留96万)限制性股票,占总股本3.95%。授予价格为草案公告前20个交易日均价的50%即14.06元/股。激励计划的业绩考核期为2015-2018年,具体考核目标为以2013年扣非后归属净利润为基数,分别增长不低于60%、90%、130%、170%,五年复合增速21.98%。

由于还需备案证监会及股东大会通过,估计授予日要在年报之后确定。

点评:

- **激励范围广,力度大。**本次激励计划授予股票数占总股本的3.95%,授予价格为20日均价的50%。授予对象达到329名,除继续覆盖高管团队外,近年并购控股公司的团队也在激励范围内,且激励对象覆盖至具体业务层面,激励面扩大。
- **业绩考核目标稳健,完成可能性高。**激励计划考核期为2015年至2018年的4个会计年度,2014-2018年最低复合增速为21.98%,高于航空市场整体的增速。不过,考虑到产品线由机票向旅游、金融的拓展,该增速目标相对稳健,完成可能性高。
- **股权激励助力公司“大旅游生态圈”拓展。**公司上轮股权激励取得良好效果。公司目前已进入2015-2017年“旅游×互联网×金融”新三年规划,此次股权激励有望助力公司“大旅游生态圈”拓展。
- **盈利预测与投资建议。**短期因授予因素可能存在一定的博弈,但激励为公司2015-2017年“旅游×互联网×金融”新三年规划提供了发展动力。长期看,“大旅游生态圈”的逐步成型打开了公司的成长空间,短期看,第三方支付、P2P、并购旅行社等都将作为新的业绩增长点。考虑激励费用等因素,调整2014-2016年EPS预测至0.55元/0.80元/1.10元,目前股价对应PE分别为55倍、38倍、27倍,维持“增持”评级。

风险提示:佣金率下调超预期,整合低于预期,金融风险

请阅读最后一页信息披露和重要声明

公司公告限制性股票激励计划草案,拟向 329 名激励对象授予 966 万股(首次 870 万,预留 96 万)限制性股票,占总股本 3.95%。授予价格为草案公告前 20 个交易日均价的 50%即 14.06 元/股。激励计划的业绩考核期为 2015-2018 年,具体考核目标为以 2013 年扣非后归属净利润为基数,分别增长不低于 60%、90%、130%、170%,五年复合增速 21.98%。

### ● 激励范围广,力度大

公司公布的激励计划草案中,拟授予的限制性股票数量为 966 万股,其中首次授予约 870 万股,预留约 96 万股,占总股本的 3.95%。所占总股本比例高于公司首次激励计划的 2.78%。

本次激励计划的授予对象达到 329 名,远高于首次激励的 27 名。首先,首次激励计划所覆盖的高管团队仍在激励范围内。此外,由于公司近几年收购动作频繁,并购控股公司的团队也在本次激励计划的覆盖范围内。最后,从激励人数来看,激励对象覆盖至具体业务层面,激励面扩大。

表 1、公司二次激励计划对比

首次股权激励计划		本次激励计划草案	
副总裁以上 8 人	每人 40 万股	副总裁以上 7 人	每人 15 万股
财务总监 1 人	20 万股	财务总监 1 人	10 万股
其他核心技术(业务)人员 18 人	人均 14.67 万股	其他核心技术(业务)人员 321 人	人均 2.35 万股

来源:公司资料,兴业证券研究所

注:1 副总裁离职,股权数为同比口径。

表 2、公司近年收购情况一览

	收购标的	收购原因
2012-08	上海普汇	普汇在上海拥有较高市场份额,拥有上海出港机票采购政策优势
2012-10	四川华商	华商是西南区最大的国际机票代理商
2013-01	上海兆驿	国际机票技术系统优势突出
2013-10	西安华圣	西安票代
2013-12	南京协友	南京票代
2014-03	厦门思赢	厦门地区排名前列的航空客票代理商
2014-08	八千翼	全国排名前列的机票交易平台
2014-08	新疆航铁	在乌鲁木齐当地散客机票代理行业中排名第一
2014-10	厦门航友	厦门航友专注 TMC 业务,拥有上百家上市公司、集团公司及大型企业事业单位的客户。
2014-10	福州美嘉	福州美嘉是福州当地发展成熟的商旅服务商,在机票 B2B、OTA 销售上也拥有不俗成绩。
2014-10	欣欣旅游	在线旅游平台
2015-01	重庆新干线	西南区 20 亿的机票交易额,旅游业务成熟,拥有景区资源
2015-01	杭州泛美	在浙江省机票销售量名列前茅,是阿里巴巴指定会务服务商之一。年销售额达 10 亿元。同时也是由机票代理成功转型为综合旅游服务商的旅行社。

来源:公司资料,兴业证券研究所

● **业绩考核目标稳健，完成可能性高**

本次限制性股票激励计划有效期为 60 个月，并将于授予日满 12 个月后分 4 期解锁，每期解锁比例分别为 25%、25%、25%、25%。预留部分将在首次授予后的 12 个月内授予，并自授予日起满 12 个月后分 3 期解锁，每期解锁比例分别为 30%、30%、40%。具体解锁比例还与激励对象所属团队的内部考核绩效相关。

**表 3、本次激励计划业绩考核目标**

	2013	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>首次授予:</b>					
解锁比例		25%	25%	25%	25%
以 2013 年为基数， 净利润增长率		≥ 60%	≥ 90%	≥ 130%	≥ 170%
最低净利润(百万元)	89	142	168	204	239
YOY	41.2%	26.5% (二年 复合)	18.8%	21.1%	17.4%
<b>预留部分:</b>					
解锁比例			30%	30%	40%
以 2013 年为基数， 净利润增长率			≥ 90%	≥ 130%	≥ 170%

来源：公司资料，兴业证券研究所

注：净利润指“扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润”。

激励计划考核期为 2015 年至 2018 年的 4 个会计年度，对应的考核目标为，以 2013 年为基数，扣非归属净利润分别同比增长不低于 60%、90%、130%、170%。2014-2018 年最低复合增速为 21.98%，高于航空市场整体的增速。不过，考虑到产品线由机票向旅游、金融的拓展，该增速目标相对稳健，完成可能性高。

此外，本次激励计划如果全部解锁，产生费用约 3,446 万元，尤其将对 2015、2016 年的业绩影响较大。

**表 4、本次激励计划费用摊销情况**

	2015	2016	2017	2018	2019	合计
摊销金额(万元)	1,605	1,289	405	125	22	3,446

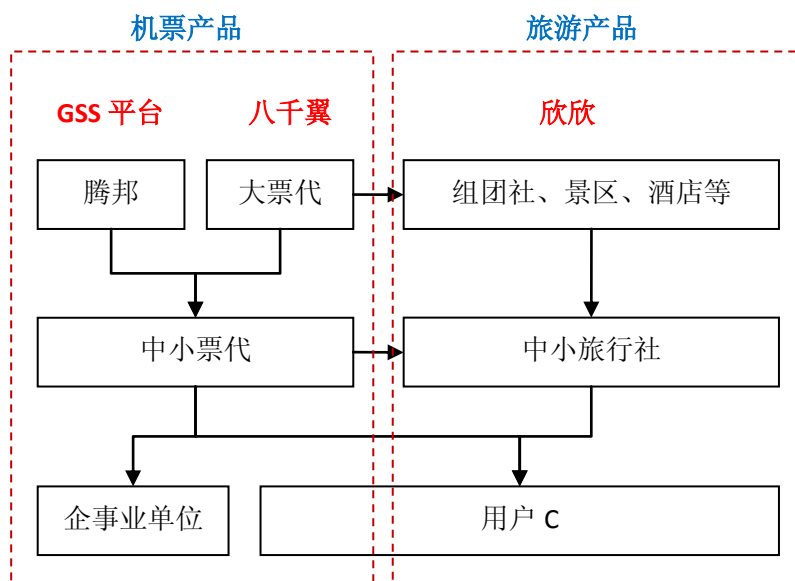
来源：公司资料，兴业证券研究所

● **股权激励助力公司“大旅游生态圈”拓展**

2014 年年底，随着并购欣欣，公司进入 2015-2017 年新的三年规划起点。发展战略由之前的“商旅+金融”升级为“旅游×互联网×金融”，目标是构建“大旅游生态圈”。公司由此将进入旅游这个几千亿流水的新市场，进一步，更大的生态圈意味着更大的金融业务拓展空间。此外，公司收购的票代、旅行社通过与平台上的中小票代、中小旅行社对接，获得乘数效应。

在上一轮股权激励推动下，公司“商旅+金融”战略获得有效拓展，目前股价较激励推出时上涨超过 4 倍。此次激励也将助力公司新的三年规划，利于“大旅游生态圈”的拓展。

图 1、公司“大旅游生态圈”



来源：兴业证券研究所

**盈利预测与投资建议：**短期因授予因素可能存在一定的博弈，但激励为公司 2015-2017 年“旅游×互联网×金融”新三年规划提供了发展动力。长期看，“大旅游生态圈”的逐步成型打开了公司的成长空间，短期看，第三方支付、P2P、并购旅行社等都将作为新的业绩增长点。考虑激励费用等因素，调整 2014-2016 年 EPS 预测至 0.55 元/0.80 元/1.10 元，目前股价对应 PE 分别为 55 倍、38 倍、27 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**佣金率下调超预期，整合低于预期，金融风险

## 附表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	885	1007	1198	1464
货币资金	495	744	849	1041
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	139	195	213	261
其他应收款	23	21	29	32
存货	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	512	489	451	420
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	151	142	133	124
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	175	155	134	113
<b>资产总计</b>	1397	1496	1649	1884
<b>流动负债</b>	236	225	204	224
短期借款	70	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	93	107	105	115
其他	73	119	99	110
<b>非流动负债</b>	15	12	14	13
长期借款	0	0	0	0
其他	15	12	14	13
<b>负债合计</b>	251	237	217	237
股本	122	245	245	245
资本公积	665	543	543	543
未分配利润	305	408	563	757
少数股东权益	14	14	14	14
<b>股东权益合计</b>	1146	1259	1432	1647
<b>负债及权益合计</b>	1397	1496	1649	1884

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	91	131	173	215
折旧和摊销	35	31	31	31
资产减值准备	4	2	1	2
无形资产摊销	23	22	22	22
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	2	0	-3	-3
投资损失	-1	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-185	186	-107	-53
<b>经营活动产生现金流量</b>	-53	334	106	189
<b>投资活动产生现金流量</b>	-131	4	-5	-0
<b>融资活动产生现金流量</b>	59	-89	3	3
现金净变动	-125	249	104	192
现金的期初余额	616	495	744	849
现金的期末余额	490	744	849	1041

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	357	457	535	636
营业成本	129	129	131	144
营业税金及附加	17	22	25	30
销售费用	26	31	36	43
管理费用	76	99	115	135
财务费用	-2	0	-3	-3
资产减值损失	4	1	2	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	108	151	200	250
营业外收入	4	5	4	4
营业外支出	2	1	1	1
<b>利润总额</b>	110	155	203	253
所得税	18	23	30	38
净利润	91	131	173	215
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	91	131	173	215
<b>EPS (元)</b>	0.37	0.55	0.73	0.90

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长性 (%)</b>				
营业收入增长率	38%	28%	17%	19%
营业利润增长率	38%	45%	33%	25%
净利润增长率	39%	49%	31%	24%
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	64%	70%	74%	76%
净利率	25%	30%	34%	36%
ROE	8%	11%	12%	13%

资产负债率	18%	16%	13%	13%
流动比率	3.75	4.47	5.88	6.53
速动比率	3.75	4.47	5.88	6.53

资产周转率	27%	30%	32%	34%
应收帐款周转率	255%	252%	241%	246%

每股收益	0.37	0.54	0.71	0.88
每股经营现金	-0.22	1.36	0.43	0.77
每股净资产	4.62	5.08	5.79	6.67

PE	59	40	30	24
PB	3.7	3.3	2.9	2.5

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间  
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;  
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

### 机构销售经理联系方式

<b>机构销售负责人</b>		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
<b>上海地区销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
<b>北京地区销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
<b>深圳地区销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
<b>海外销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮 箱</b>
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					



**【信息披露】**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyjq.com.cn](http://www.xyjq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**【分析师声明】**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**【法律声明】**

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.xyjq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准,本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料,我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。