

### 攜程(CTRP US, US\$45.9, 無評級) — 業務整合, 安內攘外

- ❖ **3Q16 營收增長強勁, 營業利潤率大幅提升。**3Q16 公司實現淨營收人民幣 55.7 億元, 同比增長 75.1%, 達到收入指引上限。強勁增長主要來自住宿預訂和交通票務業務(新業務部分)的拉動。公司預計 4Q16 淨營業收入年增長率約為 70-75%, 其中住宿預訂/交通票務/旅遊度假業務同比增長預期分別為 45%-55%/ 85%-95%/30%-40%。
- ❖ **產業鏈整合, 去哪兒 Non-GAAP 運營利潤率首次轉正。**在機票、酒店兩大業務的雙重力推下, 去哪兒網 3Q16 提前一個季度扭虧為盈。我們認為, 隨著“去攜”聯姻、OTA 行業整合的加速, OTA 價格戰等非理性競爭現象已經得到有效緩解, 未來去哪兒網將逐漸從投入期進入整體盈利階段。得力於“去攜”雙方團隊、採購分銷、庫存等多方面的優化和協同, 去哪兒成本得到有效控制。此外, 儘管目前票代政策日漸嚴苛, 但航企“解禁”(與海航、國航、南航、東航等公司全面恢復合作)為去哪兒網機票業務後期發展掃除了障礙。基於攜程旅遊與去哪兒度假合併後帶來的協同效應、運營效率的全方位提升以及市場進入更加健康發展的軌道, 我們期待去哪兒網為公司帶來持續的盈利貢獻。
- ❖ **乘出境游春風, 加速國際旅遊生態系統布局。**在 OTA 市場增速逐漸放緩、國內休閒游進入競爭白熱化之際, 出境遊已成為幾大 OTA 主戰場。艾瑞諮詢數據顯示, 2015 年出境遊佔中國 OTA 市場交易規模的 52.6%; 世界旅遊組織公布 2016 年 1 月-9 月中國出境遊支出達 19% 同比增長。而近期“飛豬”的拆分、中國港中旅集團公司與中國國旅集團有限公司的重組等事件亦折射出幾大 OTA 對於出境遊藍海的看好。作為中國 OTA 市場龍頭, 公司年初以 1.8 億美元投資印度最大在綫旅遊公司 Make My Trip, 並於近期收購美國兩大地接社海鷗旅遊和縱橫集團, 借機卡位市場份額。基於公司全產品綫服務、前期頻繁境外布局以及新任 CEO 的國際化背景, 公司有望受益於出境遊風口並鞏固其市場壟斷地位。
- ❖ **安內攘外: 收購天巡促進交叉銷售和產業協同。**繼 10 月宣布投資三大美國旅行社(縱橫、海鷗、途峰)後, 公司以 14 億英鎊全資收購旅遊搜索平臺天巡(Skyscanner)(以現金支付為主, 輔之攜程股票和債券)。天巡目前擁有 6000 萬 MAU, 每年完成超過 20 億次機票搜索請求, 2015 財年收入約為公司同期的 7.9%, 已實現盈利。雖然短期對公司整體營收貢獻度有限, 但作為英國領先的旅遊搜索平臺, 天巡有望通過與公司去年收購的英國機票訂購網 Travelfusion 進行產業鏈進而促進交叉銷售, 並加強公司的海外機票業務以及全球布局。

蔡浩

(852) 37618776

[simontsoi@cmbi.com.hk](mailto:simontsoi@cmbi.com.hk)

黃群

(852) 37610889

[sophiehuang@cmbi.com.hk](mailto:sophiehuang@cmbi.com.hk)

#### 攜程(CTRP US)

評級	未評級
收市價	US\$45.9
目標價	不適用
市值(美元百萬)	22,264
過去 3 月平均交易(美元百萬)	217.9
52 周高/低(美元)	55.6/35.5
發行股數(百萬)	409.3
主要股東	
	Baillie Gifford and Company (9.1%)
	Capital Group Companies (6.0%)
	T ROWE Price Group (4.7%)

來源: 彭博

#### 股價表現

	絕對	相對
1 月	0.0%	0.6%
3 月	-5.5%	-4.7%
6 月	-2.5%	-11.9%

來源: 彭博

#### 過去一年股價



來源: 彭博

#### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15A
營業額(百萬元人民幣)	5,386.7	7,346.9	10,897.6
調整後淨利潤(百萬元人民幣)	998.3	242.7	2,507.7
經調整後每 ADR 盈利(元人民幣)	3.33	0.80	7.11
每 ADR 盈利變動(%)	33.7	-76.0	788.8
市盈率(x)	92	385	43
市帳率(x)	9.5	8.9	2.8
股息率(%)	0.0	0.0	0.0
權益收益率(%)	13.3	2.7	9.3
淨財務杠杆率(%)	Net Cash	Net Cash	5.67

來源: 公司及招銀國際研究

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。