

中卫国脉 600640.SH

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

重组方案出台，转型酒店和地产相关业务

本报告导读：➤ 出售集群通信类业务给中国电信，对价 1.88 亿元
➤ 非公开增发收购通茂酒店 100% 股权，实现业务转型

投资要点：

● **中电信接手，重组中卫国脉。**1) 09年11月13日经国资委批复，同意将中国卫星通信集团公司所持中卫国脉20076.4934万股的股份（占公司总股本的50.02%）无偿划转给中国电信，此次无偿划转后，中国电信将成为中卫国脉控股股东；2) 中国电信集团将对公司实施重大资产重组，推动公司业务转型。

● **出售集群通信类业务，解决同业竞争问题。**公司拟向中国电信集团公司（以下简称“中国电信”）出售与数字集群、综合电信销售、呼叫中心和增值业务、通信工程业务相关的资产和业务，拟出售资产和业务的预估值为1.88亿元，中国电信以现金支付对价。

这一方案出乎市场预期，因为此前市场预期中国电信可能会通过整合推动公司继续在通信和数字集群类电信业务方向继续发展。不过该方案亦在情理之中，因为这可以解决公司与中国电信旗下的香港上市公司之间的同业竞争关系，也显示出中国电信重组中卫国脉的决心。

● **公司将收购中电信集团旗下通茂酒店100%股权，实现业务转型。**公告称，公司拟向中国电信集团实业资产管理中心（以下简称“实业中心”）以非公开发行股份和现金方式购买其持有的通茂控股100%股权，拟购买资产的预估值为17.27亿元。

根据上述预估值和发行价格11.02元计算，遵循本次交易上市公司没有现金净流出的原则，本次拟发行股份不超过1.50亿股，剩余部分以现金支付。

● **公司或成中电信的酒店和地产资产整合平台。**根据双方签订的《战略合作框架协议》，双方将在酒店业务和房地产开发业务方面建立战略合作关系。1) 在酒店业务方面，中国电信将以中卫国脉作为其酒店资产及其相关的持有型物业经营管理的平台，并将协助中卫国脉打造酒店管理团队，建立统一品牌，整合服务和营销，输出酒店管理，提升中卫国脉酒店业务盈利能力；2) 在房地产开发业务方面，中国电信将以中卫国脉作为中国电信待开发土地资源整合、房地产开发业务经营管理平台，通过向中卫国脉注入土地、进行合作

通信设备及服务行业

公司评级：中性

目标价格：

当前价格：¥11.81

2009.11.17

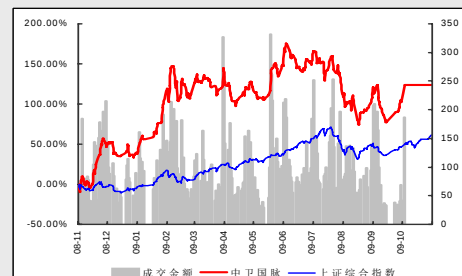
基础数据

总市值（百万元）	4,741
总股本/流通 A 股（百万股）	401.4/206.4
流通市值（百万元）	2,437
每股净资产（元）	2.57
净资产收益率（%）	-1.3

交易数据

52 周内股价区间（元）	4.8 ~ 14.9
市净率（倍）	4.3

52 周内股价走势图



万阳松

行业研究员

电话

021-32229888*3501

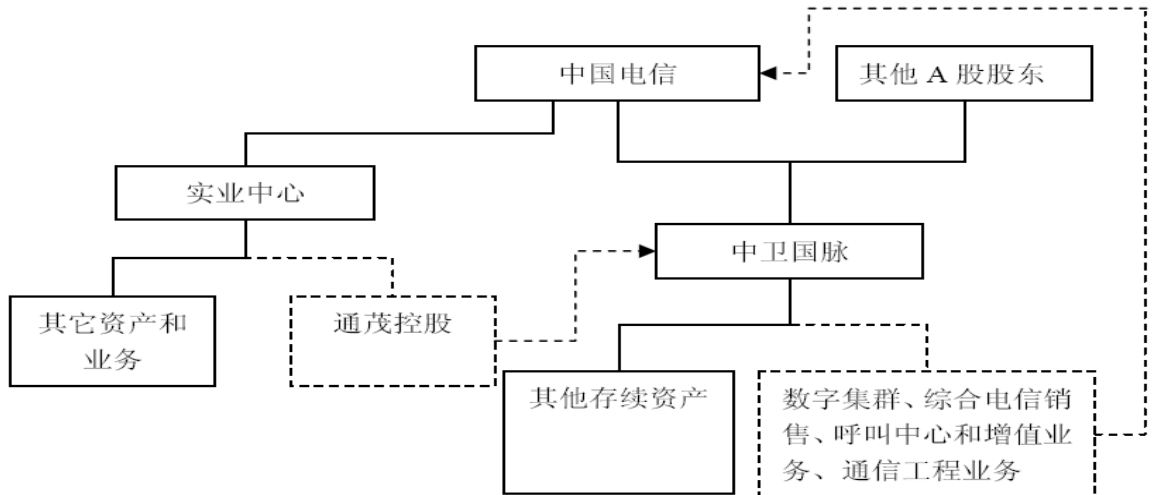
邮箱

wanyangsong@ajzq.com

相关报告

开发等方式，发展中卫国脉的房地产开发业务，促使中卫国脉酒店运营与房地产开发业务协同发展；3）在酒店行业信息化应用的CP/SP业务方面，中国电信将在其及其下属企业（不包括中卫国脉）不从事的酒店信息化行业解决方案咨询业务、酒店信息管理系统软件开发业务、酒店信息化行业应用的业务代理等方面，利用自身的电信资源、服务能力和运营经验，充分发挥中卫国脉对酒店行业理解的优势，为中卫国脉拓展酒店行业内的客户提供支持。

图表1：本次交易结构示意图

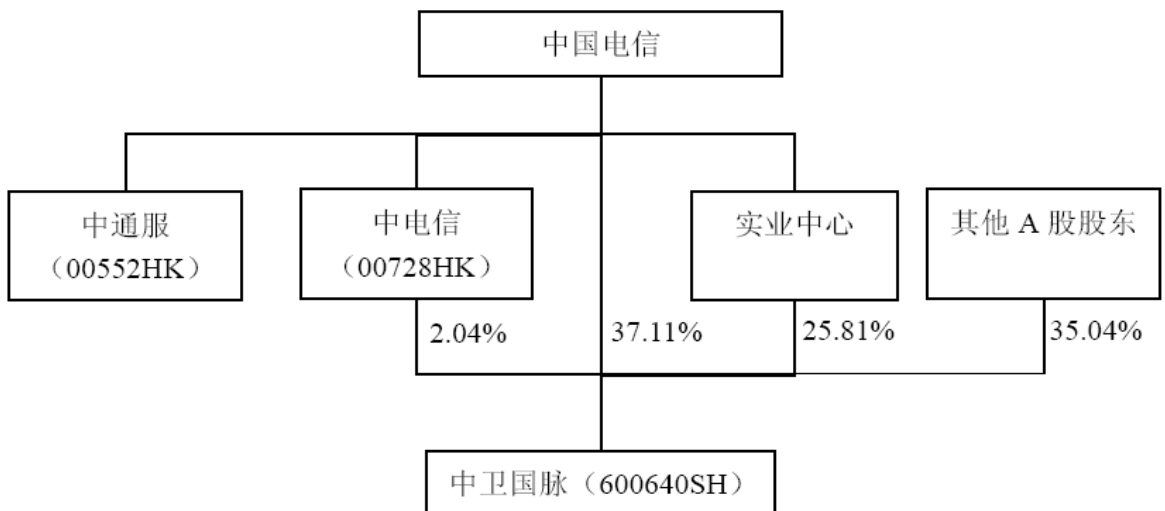


来源：公司公告，爱建证券研究部

● 非公开增发后，中电信集团公司合计控股64.96%。

根据11.02元/股的发行价格和拟购买资产的预估值，假设购买资产的现金支付金额等于资产和业务出售的对价金额，即1.88亿元，则本次交易需发行股份139,655,172股，发行后本公司总股本约为541,026,360股，实业中心持有139,655,172股，中国电信及其关联方合计持有351,429,148股，占本次发行后总股本的64.96%。

图表2：非公开增发后中卫国脉股权结构（中电信集团控股64.96%）



来源：公司公告，爱建证券研究部

● 本次重组将改变上市公司亏损局面，增强公司资本实力和盈利能力。本公司主营业务多年亏损，

2006年、2007年、2008年、2009年1-9月的归属于母公司股东的净利润分别为-2,025.03万元、6,842.85万元、-7,857.46万元、-1,348.26万元，其中，2007年盈利原因为证券投资收益，其主营业务仍亏损。而通茂控股旗下酒店持续盈利，2007年、2008年、2009年1-9月净利润分别为2,759.36万元、3,138.35万元、2,286.93万元。

通过本次重大资产重组，注入的酒店及其相关的持有型物业的经营和管理业务是重组后公司利润的主要来源。未来公司在经营7家酒店的同时，根据酒店托管的相关安排，通过与国际酒店管理公司托管模式接轨，不对托管酒店进行实质投资，只输出品牌和管理，按营业收入收取管理费，从而进一步提高公司盈利能力。

图表3：本次重组增强公司资本实力（单位：万元）

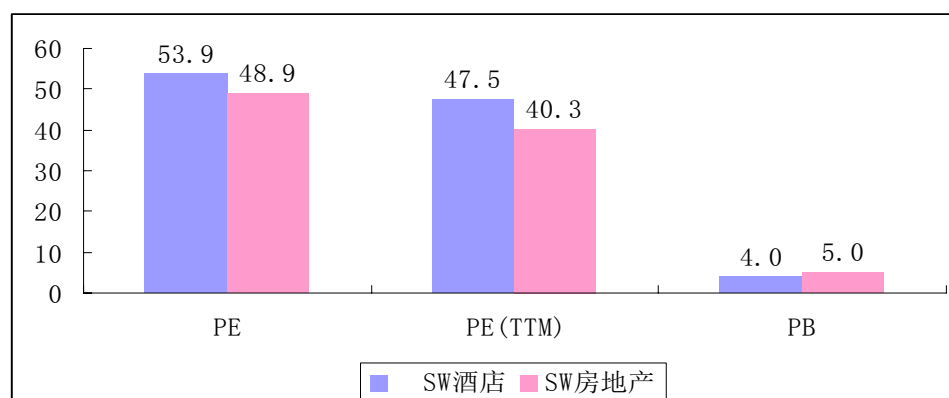
项目	2009年9月30日 (本次重组前)	2009年9月30日备考 (本次重组后)	增加比例(%)
总资产	124,775.30	274,199.55	119.75
总负债	21,743.80	36,809.98	69.29
净资产	103,031.50	237,389.57	130.40
归属于母公司所有者权益	103,031.50	190,666.79	85.06

来源：公司公告，爱建证券研究部

● 估值与投资建议

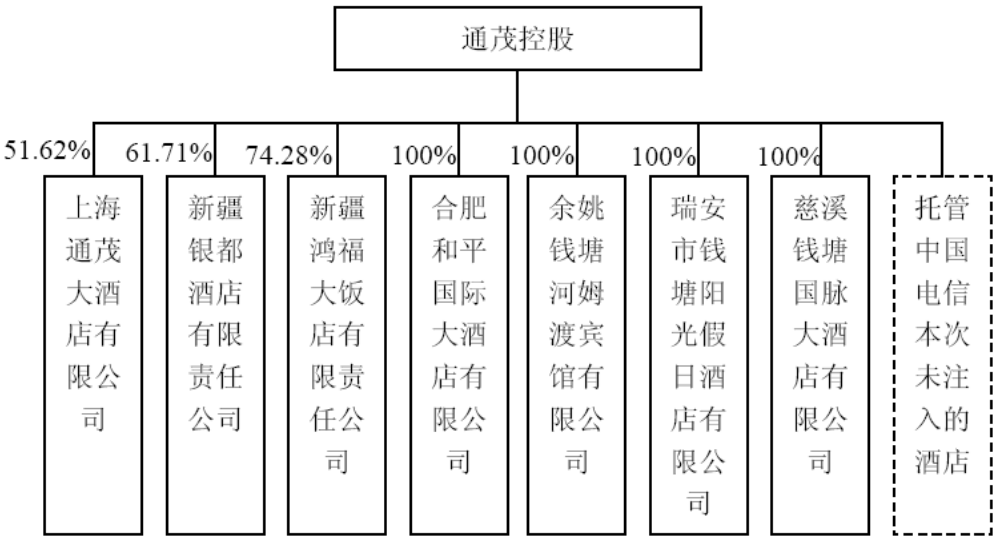
由于公司是处于亏损状态而进行主业转型的公司，因此公司投资价值主要看转型后的主业即酒店经营管理、房地产开发与管理等相关业务的盈利能力。从目前资产重组公告披露的情况来看，此次明确注入的资产主要包括通茂酒店控股旗下的7家酒店资产及其相关的持有型物业的经营管理收入。从该业务09年Q3备考财务数据看，归属母公司所有者权益19.07亿元，合每股净资产约3.52元（没有进一步的盈利数据），我们可以参考A股同行业公司的PB水平估值。目前A股中酒店类公司的PB为4倍，房地产行业公司PB为5倍。公司目前股价对应的PB为4.3倍，按备考数据对应PB为3.4倍，估值优势不明显，但投资者可关注后续注入资产及房地产业务相关进展对公司价值的提升。目前公司资产整合仍具有不确定性，给予中性评级。

图表4：A股酒店和地产行业估值水平



来源：Wind，爱建证券研究部

图表5：通茂酒店控股公司结构图



来源：公司公告，爱建证券研究部

图表6：公司股价与PB-Band图



来源：Wind，爱建证券研究部

投资评级说明

报告发布日后的6~12个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级:

强于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。