

中卫国脉(600640)

中卫国脉转身成为中国电信酒店管理及地产开发平台

——股价异动点评及资产重组更新报告

汪睿 陈锡伟
 021-38674657 021-38676385
 wangrui008182@gtjas.com chenxiwei@gtjas.com

本报告导读:

经过这次整合,一方面集团化管理能提升中卫国脉整体资产质量;另一方面,随着未来电信房地产业务逐步注入和发展,盈利能力也能大幅提升;公司“酒店+地产”的业务模式豁然明朗,未来盈利能力持续增长指日可待。

事件:

- 2009年12月14日,国务院国资委主任李荣融第一次明确提出,力争3至5年内将央企的非主业宾馆酒店分离重组。
- 2009年12月31日,国务院国资委批复中卫国脉资产重组方案。
- 2010年01月22日,国务院国资委宣布《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》(后简称暂行办法)从今年1月1日起施行,以引导企业进一步做强主业,提高资本使用效率。
- 2010年01月22日,中卫国脉逆市大涨5.56%,换手率高达17.31%。
- 2010年01月25日,国资委正式发出公告称:从2010年起,在中央企业范围内全面开展非主业宾馆酒店分离重组工作。

评论:

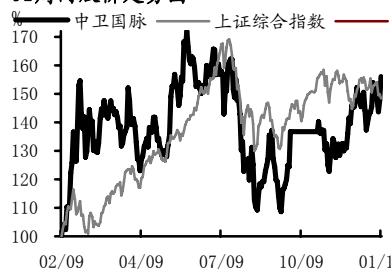
- 我们认为国务院一系列动作表明了国家要进一步推动央企市场化改革的决心,会继续支持国资委直接持有整体上市央企股权,加快理顺个别央业的股权关系,引导央企进一步做强主业。而2009年中国电信将其酒店资产注入中卫国脉正是在国务院引导和规范央企的股份制度改革,指导央企整合已有上市公司资源,合理处置存续资产的背景下实施的。
- 这次资产重组后,中卫国脉转身成为中国电信的酒店管理及地产开发平台。根据这次交易,这些资产的管理模式将从单体酒店经营向酒店集团管理模式转型,实现管理整合,发挥协同效应,提升整体资产质量。地产开发业务方面,中卫国脉将主要通过与中国电信的战略合作,开展房地产开发业务。中国电信将持续梳理内部的优质待开发土地资源,陆续通过土地注入或者合作开发方式,促进上市公司房地产业务发展。
- 经过这次整合,中卫国脉一方面拥有自有产权物业酒店和托管酒店,集团化管理能提升整体资产质量,并拥有充沛的现金流可以补充潜在地产开发项目的资金瓶颈;另一方面,随着未来电信房地产业务逐步注入和发展,盈利能力也能大幅提升;公司“酒店+地产”的业务模式豁然明朗,未来盈利能力持续增长指日可待。
- 目前中卫国脉股价对应市净率为3.8X,低于行业平均值,和业务模式相近的华天相似,具有一定的安全边际。但考虑到未来公司明确的资产注入预期,我们认为公司理应享受一定的溢价,给予增持评级。

评级: **增持**
 上次评级: 首次评级
目标价格: **¥17.75**
 上次预测: ¥0.00
当前价格: **¥13.47**
 2010.01.26

交易数据

52周内股价区间(元)	8.01 ~ 14.85
总市值(百万元)	5,406
总股本/流通A股(百万股)	401/206
流通B股/H股	
流通股比例	51.4%
日均成交量(百万股)	9.3
日均成交值(百万元)	111.9

52周内股价走势图



事件:

2009年12月14日,国务院国资委主任李荣融第一次明确提出,力争3至5年内将央企的非主业宾馆酒店分离重组。

2009年12月31日,国务院国资委批复中卫国脉资产重组方案。

2010年01月22日,国务院国资委宣布《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》(后简称暂行办法)从今年1月1日起施行,以引导企业进一步做强主业,提高资本使用效率。

2010年01月22日,中卫国脉逆市大涨5.56%,换手率高达17.31%。

2010年01月25日,国资委正式发出公告称:从2010年起,在中央企业范围内全面开展非主业宾馆酒店分离重组工作。

点评:

我们认为国务院一系列动作表明了国家要进一步推动央企市场化改革的决心,会继续支持国资委直接持有整体上市央企股权,加快理顺个别央企的股权关系,引导央企进一步做强主业。而2009年中国电信将其酒店资产注入中卫国脉正是在国务院引导和规范央企的股份制度改革,指导央企整合已有上市公司资源,合理处置存续资产的背景下实施的。

这次资产重组后,中卫国脉转身成为中国电信的酒店管理及地产开发平台。酒店业务方面,电信总共拥有41家各种类型的酒店,先期注入旗下资质最好的7家星级酒店,并委托中卫国脉管理旗下另外24家全资酒店。根据这次交易,这些资产的管理模式将从单体酒店经营向酒店集团管理模式转型,实现管理整合,发挥协同效应,提升整体资产质量。地产开发业务方面,中卫国脉将主要通过与中国电信的战略合作,开展房地产开发业务。中国电信将持续梳理内部的优质待开发土地资源,陆续通过土地注入或者合作开发方式,促进上市公司房地产业务发展。

我们可以看到,经过这次整合,中卫国脉一方面拥有自有产权物业酒店和托管酒店,集团化管理能提升整体资产质量,并拥有充沛的现金流可以补充潜在地产开发项目的资金瓶颈;另一方面,随着未来电信房地产业务逐步注入和发展,盈利能力也能大幅提升;公司“酒店+地产”的业务模式豁然明朗,未来盈利能力持续增长指日可待。

1. 酒店集团化管理提升整体资产质量

电信总共拥有41家各种类型的酒店,先期注入旗下资质最好的7家星级酒店,并委托中卫国脉管理旗下另外24家全资酒店。根据这次交易,这些资产的管理模式将从单体酒店经营向酒店集团管理模式转型,实现管理整合,发挥协同效应,提升整体资产质量。

我们认为公司会参照锦江集团和华天酒店等集团化酒店企业的经营经验,首先打造酒店管理团队,建立统一品牌,整合服务和营销,然后输出酒店管理,以此提升酒店整体资产质量。历史上中国电信旗下酒店由于缺乏统一管理、

房产权不明晰等客观因素，经营业绩参差不齐。集团出于对投资者负责的考虑，首先只注入7家资质、经营业绩最好的星级酒店，并以此为契机来协同管理24家首批未注入的电信全资酒店(中卫按收入比例向被托管酒店收取管理费)。未来随着这些托管酒店和电信旗下一些参股酒店的经营改善，注入中卫这个酒店管理平台的预期非常确定。

目前注入的7家酒店位于几个重要城市，在当地市场已形成一定的竞争力，收入稳定、能提供稳定的现金流。

表 1: 注入酒店资产情况一览

注入酒店 酒店名称	位置	星级	持股(%)	销售情况(万元)			渗透率	日均房价	客房收入
				09年1-9月	2008年	2007年			
上海通茂大酒店	上海	4	51.6%	5,357.5	9,011.1	9,001.0	95%	100%	95%
新疆银都酒店	新疆	5	61.7%	11,390.8	16,211.8	16,560.6	104%	108%	112%
新疆鸿福大饭店	新疆	5	74.3%	9,387.6	14,109.3	13,486.2	123%	93%	114%
合肥和平国际大酒店	安徽	4	100%	4,171.9	5,771.4	5,319.0	123%	108%	133%
余姚钱塘河姆渡宾馆	浙江	3	100%	3,246.5	4,323.0	3,714.1	131%	60%	79%
瑞安市钱塘阳光假日酒店	浙江	4	100%	5,681.8	7,795.6	6,980.8	105%	96%	101%
慈溪钱塘国脉大酒店	浙江	3	100%	1,713.7	2,637.3	2,437.9	103%	87%	89%

注: 渗透率——指该酒店入住率除以同等档次竞争酒店市场入住率;

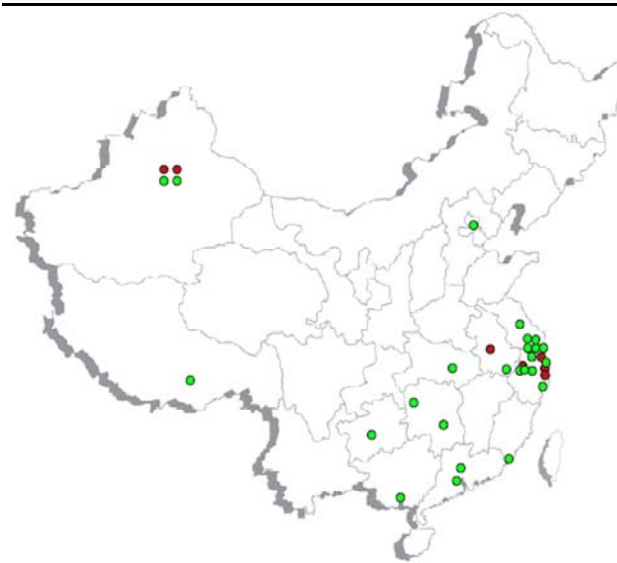
日均房价——指该酒店日平均房价除以同等档次竞争酒店市场日平均房价;

客房收入——指该酒店每间可出租客房收入除以同等档次竞争酒店市场每间可出租客房收入，即等于市场渗透率乘以平均房价指数。

数据来源: 公司公告、国泰君安证券

图 1: 注入、托管酒店分布

托管的其他24家酒店分散于全国各地，未来酒店经营改善后逐步注入中卫的预期相当明确。



注: 红点表示持有型酒店; 绿点表示托管酒店

数据来源: 公司公告、国泰君安证券

2. 地产开发平台提升盈利——类华天“酒店+地产”模式 成功几率大

中卫国脉未来另一条发展主线在于地产业务。电信将中卫作为待开发土地资源整合、房地产开发业务经营管理的平台，会通过向中卫注入土地、进行合作开发等方式，并凭借中卫酒店及其相关的持有型物业的业务背景促使中卫国脉酒店运营与房地产开发业务协同发展。

目前上市公司中，华天酒店“酒店+地产”的经营模式与中卫国脉的发展方向非常类似。华天酒店逐步从单个酒店管理体制到酒店集团管理后，围绕酒店业这一核心产业，向“酒店+地产”模式进行产业延伸，在酒店旅游领域进行综合经营。同时凭借酒店业带来的稳定的现金流和酒店所带来的土地升值效应开发地产项目，提升盈利水平，这一模式被认为是比较成功的。所以我们相信中卫国脉在政府梳理央企资产的背景下和电信对于中卫的全力支持下，其类似华天的“酒店+地产”的经营模式也会大幅提升未来公司业绩。

目前的不确定性在于：

- 中国电信未来注入中卫国脉的土地储备质量
- 以何种方式注入、注入价格
- 注入土地资产是否具备“酒店+地产”的开发条件，形成协力效应

所以虽然我们对公司“酒店+地产”的经营模式充满信心，但是由于地产注入方案的巨大不确定性，我们仍需进一步观察。

3. 未来或将拓展信息化业务，提高集团综合管理效率水平并带来额外收益

另外，中国电信承诺：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，拓展房地产开发业务和酒店行业信息化应用的 CP/SP 业务。

我们认为未来中卫国脉有望借助中国电信在信息化产业上的优势，开发拥有自主产权的相关管理系统，提高集团综合管理效率，并对外输出成果，业务领域可能拓展至“酒店+地产+信息化”模式，信息化业务或能成为公司提升综合竞争力的重要因素。

4. 市净率估值方法较为合理，目前股价有上升空间

由于酒店业经营的大幅波动性，加上之前注入酒店由于各种利益瓜葛和各自单体酒店经营的低效率性，我们认为用盈利（PE）方法为公司估值将不科学，参照历史经验，我们觉得按照酒店资产利用市净率（PB）估值方法将较为合

理。按照资产注入后的摊薄股本和公司公告的备考净资产，目前中卫国脉股价对应市净率仅为 3.8X，低于行业平均值，和业务模式相近的华天相似，具有一定的安全边际。但考虑到未来公司明确的资产注入预期，我们认为公司理应享受一定的溢价，给予增持评级。

表 2: 行业公司估值参照

证券简称	股价	市净率 08 年	最新市净率
新都酒店	7.67	8.21	8.53
金陵饭店	8.69	2.85	2.72
东方宾馆	10.2	4.47	4.46
华天酒店	8.62	3.94	3.81
锦江股份	27.45	6.02	4.89
均值		5.10	4.88
中卫国脉	13.47	3.80	

注：最新市净率为 WIND 预测值，中卫市净率计算参照公司资产注入后 9 月 30 日备考净资产 19.11 亿元/发行后 5.39 亿股=净资产 3.55 元/股计算

数据来源：公司公告、WIND、国泰君安证券

5. 附录:

资产重组概述:

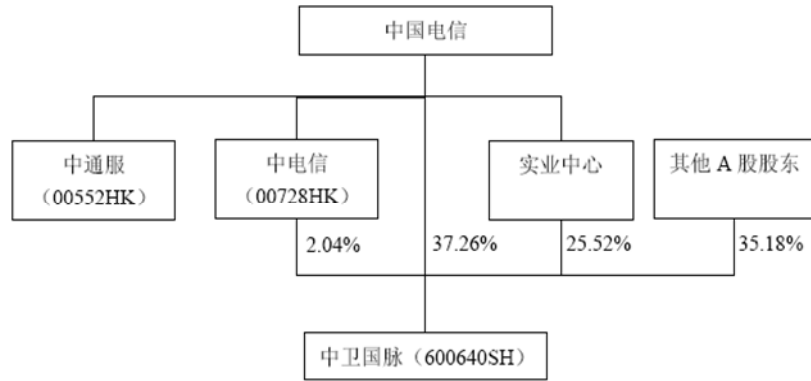
本次增发价格 11.02 元/股,增发前公司的总股本为 401,371,188 股,增发股份 137,539,283 股购买酒店资产,发行后中卫国脉总股本 538,910,471 股,实业中心持有 137,539,283 股,中国电信及其关联方合计持有 349,313,259 股,占本次发行后总股本的 64.82%。

表 3: 发行前后的股本结构变化如下:

股东名称	交易前		交易后	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
中国电信	200,764,934	50.02%	200,764,934	37.26%
实业中心	0	0.00%	137,539,283	25.52%
上海电信	11,009,042	2.74%	11,009,042	2.04%
中国电信及其一致行动人	211,773,976	52.76%	349,313,259	64.82%
其他股东	189,597,212	47.24%	189,597,212	35.18%
总股本	401,371,188	100.00%	538,910,471	100.00%

数据来源：公司公告、国泰君安证券

图 2: 收购后股权明细



数据来源: 公司公告、国泰君安证券

表 4: 注入酒店经营一览

酒店名称	EBITDA (万元)			净利润 (万元)		
	2009 年 1-8 月	2008 年	2007 年	2009 年 1-9 月	2008 年	2007 年
上海通茂大酒店有限公司	1,732.0	2,781.7	3,545.5	495.7	1,223.4	1,194.5
新疆银都酒店有限责任公司	1,843.6	3,228.1	3,186.1	795.8	633.8	515.8
新疆鸿福大饭店有限责任公司	1,215.0	3,135.8	3,059.5	549.2	730.3	575.0
合肥和平国际大酒店有限公司	424.2	960.3	638.6	-32.0	180.3	365.3
余姚钱塘河姆渡宾馆有限公司	326.6	513.7	460.1	167.0	206.3	138.7
瑞安市钱塘阳光假日酒店有限公司	771.4	1,370.2	896.4	338.4	263.1	43.5
慈溪钱塘国脉大酒店有限公司	142.3	343.1	340.2	-10.1	-42.3	-73.4

数据来源: 公司公告、国泰君安证券

作者简介:

陈锡伟: 1998 - 2005 年分获复旦大学经济学系学士、硕士, 2005 年 8 月进入国泰君安研究所, 任旅游酒店、汽车行业研究员, 2005 年获 CPA 资格。

汪睿: 会计硕士, 毕业于美国纽约州立大学 Binghamton 分校。09 年 10 月加入国泰君安销售交易总部, 从事餐饮旅游行业研究。

免责声明

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本公司和作者无关。

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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

- 增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

- 增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@gtjas.com