

研究所  
证券分析师：王凌涛 S0350514080002  
021-68591558 wanglt01@ghzq.com.cn  
联系人：李彪 S0350115070033  
010-68366838 lis03@ghzq.com.cn

## 电信旗下唯一 A 股平台，国企改革受益标的

### ——号百控股（600640）动态研究

#### 投资要点：

号百控股前身是中卫国脉通信股份有限公司，2012 年重大资产重组，公司逐步形成了以商旅预订、酒店运营及管理、积分运营为主要业务的经营格局。公司依托电信庞大的用户资源，不断拓展互联网业务。同时，公司是中国电信在 A 股的唯一上市公司，平台价值明确。

#### 1. 从 O2O 到 OPO，公司承担中国电信积分运营关键任务：

号百控股的商旅预订业务属于中国电信创新业务板块，拥有 118114，4008118114 号码经营使用权以及 118114.cn 门户、号百手机客户端中的预订业务应用经营使用权，具有十分优质的入口资源。公司 2015 年上半年合作航空供应商超过 50 家，合作酒店超过 30 万家，合作餐馆超过 6 万家，机票预订收入 1.08 亿、宾馆预订收入 4462 万、餐饮预订收入 1330 万。

移动互联网时代用户为王，这一点从众多厂商纷纷进入手机行业争夺入口可见一斑。对于运营商而言，手中掌握着庞大数量的用户资源，同时拥有最全面的用户数据。三家运营商就掌握了中国全部的移动用户，其中截止 2014 年底中国电信拥有 3G/4G 用户 1.19 亿，全国占比 19.7%。近年来由于 OTT 业务的普及，运营商面临管道价值的重构。OTT 是指通过互联网向用户提供各种应用服务，这种应用和目前运营商所提供的通信业务不同，它仅利用运营商的网络，而服务由运营商之外的第三方提供。在这种背景下，响应国家提出的互联网+战略，大力发展互联网创新业务，也正是运营商挖掘自身用户价值的着力点。中国电信从推进宽带互联的基础能力、聚焦重点行业提供“互联网+”产品与服务、构建协作共赢的“互联网+”产业链三方面着手，去推动企业转型。

图 1：中国电信集团互联网+战略



资料来源：公司资料，国海证券研究所

号百控股承接的积分业务正是这样一个实践互联网化转型的抓手，通过积分来提高运营商管道价值，提高用户粘性。号百控股多年来经营商旅预订业务积累了大量的后向商家资源，加上前向的用户资源，已经形成了完善的 O2O 运营模式。立足于 O2O 业务的积累，号百控股全面实施 OPO 战略，将线上入口资源和线下商户用积分连接起来，增强电信用户粘性的同时提高用户附加价值。

图 2：号百控股 OPO 战略

“OPO”战略诠释



资料来源：公司资料，国海证券研究所

中国电信目前用户积分超过 100 亿分，号百控股依托这个用户群发展社交媒体公众号、移动客户端，与用户形成良性互动，已经拥有有效用户超过 3000 万户，形成了庞大的用户群体。依托积分权益，在已有的商旅商家基础上，进一步拓展产品商家，丰富互联网产品销售，目前已拥有超过 60 个合作品牌。此外，号百控股以积分作为一个运营支点，已经和中信乐益通、平安万里通等展开了积分互换合作，我们预计未来公司将与航空公司、商超等逐渐形成一个可以互联互通的积分联盟，有效增强前向用户使用积分的意愿，快速拓展积分应用渠道。这个纽带将强化号百控股线上与线下的联系与互动，形成独特的竞争优势。

图 3: OPO 引入多种合作模式



资料来源：公司资料，国海证券研究所

## 2. 公司酒店业务运营平稳，资产质量优异：

公司旗下的通茂控股控制共计 7 家酒店，分别为上海通茂、新疆银都、新疆鸿福、合肥和平、余姚河姆渡、瑞安阳光和慈溪国脉。其中五星级酒店两家，新疆银都，新疆鸿福均位于乌鲁木齐市，均在乌鲁木齐乃至新疆享有较高的知名度。四星级酒店三家，上海通茂、瑞安阳光、合肥和平，其中上海通茂更是位于上海金融中心陆家嘴金融区，地理位置极其优越，商旅需求有着深厚的区域经济基础支撑。此外，公司账上尚有 17 亿现金，几乎没有金融性负债，资产质量十分优异。

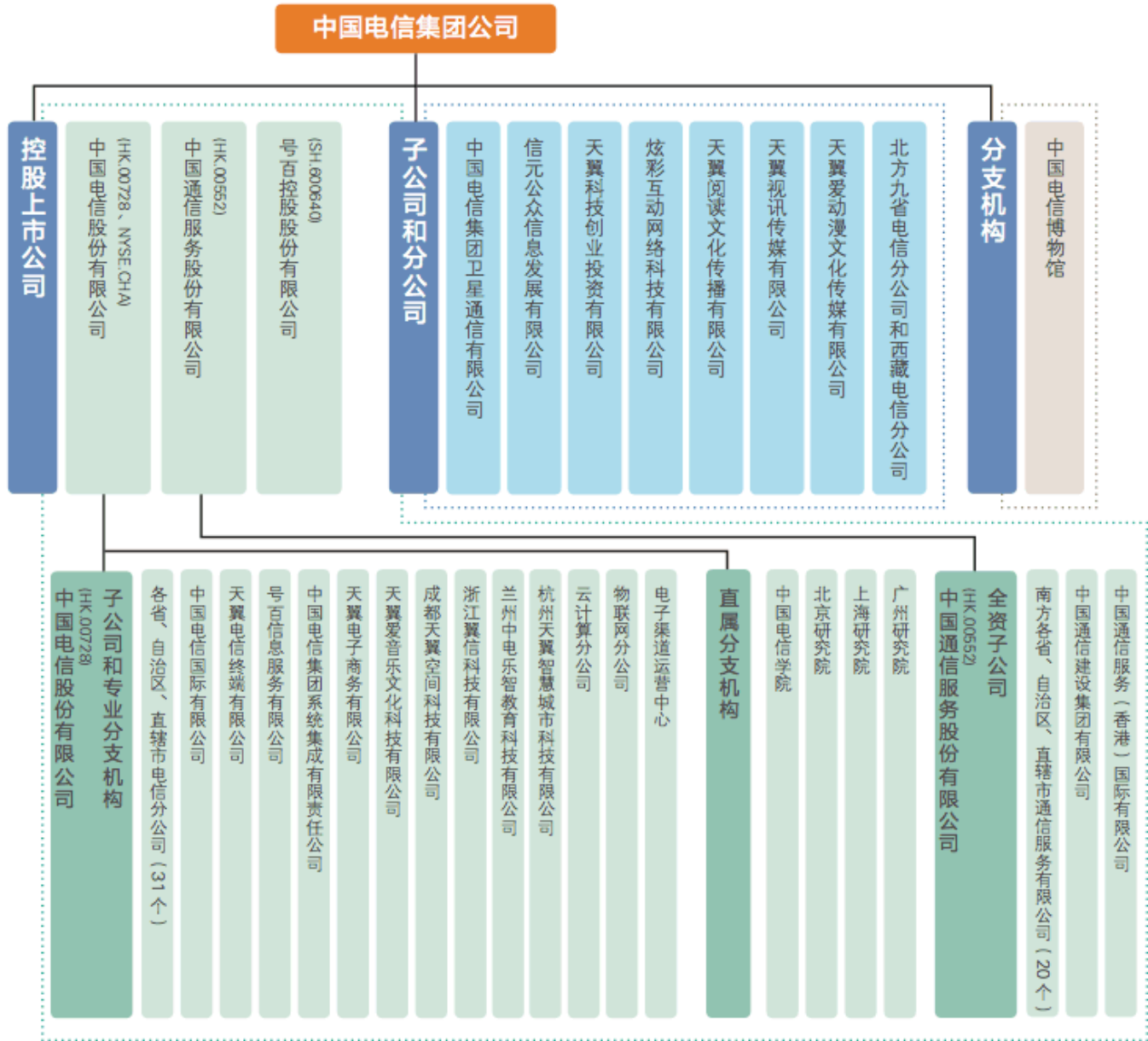
## 3. 电信旗下唯一 A 股上市公司，国企改革受益标的：

公司是中国电信集团旗下 3 家上市公司之一，其中中国电信股份有限公司、中国通信服务股份有限公司均为香港上市公司，仅号百控股为电信 A 股上市公司。考虑到目前 A 股估值水平较香港市场差距较大，公司平台价值十分确定。同时，不同于电信股份主营业务众多，号百控股在上次资产注入时就定位发展基于语音和互联网的增值业务。

目前，中央明确加大加快国企改革力度，组建国有资本投资运营公司，通过混合所有制把国有资产盘活。同时为了理顺价格形成机制，开放垄断性行业的竞争性业务也是大势所趋。落实到电信层面，集团公司提出了一去

两化新三者战略，要做智能管道的主导者、综合平台的提供者、内容和应用的参与者。互联网业务正是中国电信去电信化，加入市场竞争的关键环节。而号百控股正是执行这样一个创新业务的前哨战。电信集团旗下尚有大量未上市的互联网业务板块，未来电信集团如何盘活资产值得期待。

图 4：中国电信公司架构



资料来源：公司资料，国海证券研究所

另一方面，运营商之间加强合作已经成为趋势，在电信和联通高层人士调动后，双方合作产生了积极变化，2016年1月13日电信和联通签署了战略合作协议，从推进网络共建共享；提升应急通信保障能力；丰富终端品类；提高网络互联质量；采用新机制和市场化运作开展创新业务等方面进行合作。目前电信和联通已经联合发布了《六模全网通终端白皮书》，我们预计在创新业务领域的合作也有望逐步展开。双方合作能够有效降低运营成本，实现资源共享，打通用户使用障碍，实现共赢。

#### 4. 给予号百控股增持评级：

公司是电信旗下唯一 A 股公司，具有比较明确的平台价值，未来随着国企改革的推进，有望逐步释放活力。我们预计公司 15-17 年的 EPS 分别为 0.11、0.13、0.17 元。公司目前股价对应 15-17 年的估值分别为 149 倍、120 倍和 93 倍，给予增持评级。

## 5.风险提示：

- 1、互联网业务竞争激烈导致毛利下滑
- 2、国企改革进度不达预期

预测指标	2014A	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	2381.27	3364.26	3981.94	4812.97
增长率(%)	27.63%	41.28%	18.36%	20.87%
净利润（百万元）	87.71	58.29	72.07	92.68
增长率(%)	7.95%	-33.54%	23.64%	28.60%
摊薄每股收益（元）	0.164	0.109	0.135	0.173
ROE(%)	3.47%	2.26%	2.72%	3.40%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1. 盈利预测

财务指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	3.47%	2.26%	2.72%	3.40%	EPS	0.16	0.11	0.13	0.17
销售毛利率	16.82%	10.23%	9.16%	8.78%	P/E	99.13	149.16	120.63	93.81
销售净利率	3.98%	1.87%	1.96%	2.08%	P/B	3.44	3.37	3.29	3.19
<b>成长能力</b>					P/S	3.65	2.58	2.18	1.81
收入增长率	27.63%	41.28%	18.36%	20.87%					
利润增长率	4.86%	-33.54%	23.64%	28.60%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>营运能力</b>					货币资金	890.47	928.93	1243.83	1587.33
总资产周转率	0.65	0.88	1.00	1.13	应收和预付款项	527.52	747.85	851.54	975.62
应收账款周转率	8.02	7.97	8.55	9.45	存货	39.84	98.16	116.18	140.43
存货周转率	49.71	30.77	31.13	31.26	其他流动资产	1012.48	1100.00	1100.00	1100.00
<b>偿债能力</b>					长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率	16.76%	18.72%	20.81%	23.24%	投资性房地产	200.57	161.25	121.92	82.60
流动比	4.04	4.03	3.98	3.86	固定资产和在建工程	809.59	634.85	459.09	283.72
速动比	2.32	2.35	2.52	2.60	无形资产和开发支出	116.21	98.16	80.12	62.07
					其他非流动资产	53.52	40.14	26.76	13.38
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>资产总计</b>	<b>3650.20</b>	<b>3809.34</b>	<b>3999.44</b>	<b>4245.15</b>
营业收入	2381.27	3364.26	3981.94	4812.97	短期借款	0	0	0	0
营业成本	1980.77	3020.10	3617.20	4390.40	应付和预收款项	609.54	710.82	829.48	983.39
营业税金及附加	48.46	42.05	46.59	51.02	长期借款	0	0	0	0
销售费用	22.36	17.49	16.72	18.29	其他负债	2.07	2.39	2.67	2.98
管理费用	296.29	295.38	303.03	338.35	<b>负债合计</b>	<b>611.61</b>	<b>713.21</b>	<b>832.15</b>	<b>986.37</b>
财务费用	-14.03	-20.20	-24.17	-32.03	股本	535.36	535.36	535.36	535.36
资产减值损失	4.32	6.10	7.22	8.72	资本公积	1357.62	1357.62	1357.62	1357.62
投资收益	67.40	50	54	58	留存收益	634.22	687.05	752.38	836.39
公允价值变动损益	0	0	0	0	<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2527.21</b>	<b>2580.04</b>	<b>2645.37</b>	<b>2729.38</b>
其他经营损益	0	0	0	0	少数股东权益	509.84	514.55	520.38	527.86
<b>营业利润</b>	<b>110.51</b>	<b>53.33</b>	<b>69.36</b>	<b>96.23</b>	股东权益合计	3037.05	3094.59	3165.74	3257.24
其他非经营损益	11.85	14.00	16.50	18.00	<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3648.66</b>	<b>3807.80</b>	<b>3997.89</b>	<b>4243.61</b>
<b>利润总额</b>	<b>122.36</b>	<b>67.33</b>	<b>85.86</b>	<b>114.23</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
所得税	27.57	4.33	7.97	14.06	经营性现金净流量	54.42	-22.60	246.39	266.75
<b>净利润</b>	<b>94.79</b>	<b>63.00</b>	<b>77.90</b>	<b>100.17</b>	投资性现金净流量	-1001.40	41.50	45.38	46.50
少数股东损益	7.09	4.71	5.82	7.49	筹资性现金净流量	-21.39	19.56	23.13	30.25
<b>归属母公司股东净利</b>	<b>87.71</b>	<b>58.29</b>	<b>72.07</b>	<b>92.68</b>	<b>现金流量净额</b>	<b>-968.77</b>	<b>38.46</b>	<b>314.90</b>	<b>343.51</b>

资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

王凌涛，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。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。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。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。