

2009 年 02 月 05 日

华天酒店 (000428.SZ)

——资本运营继续前行

市场数据(人民币)

市价(元)	7.03
已上市流通A股(百万股)	185.20
总市值(百万元)	2,591.82
年内股价最高最低(元)	22.10/4.46
沪深 300 指数	2166.41
深证成指	7477.63
2007 年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《资产注入承诺开始兑现,但业绩增厚不显著》, 2008.12.30
- 2 《资本运营火然泉达,酒店经营扬长避短》, 2008.10.31
- 3 《宁乡灰汤项目起航,短期业绩显现压力》, 2008.10.30

传媒旅游研究小组
毛峥嵘

 (8621)61038317
 maozhr@gjzq.com.cn

唐建伟

 (8621)61038290
 tangjw@gjzq.com.cn

联系人: 赵莉

 (8621)61038257
 zhaoli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

 卖出 减持 持有 **买入** 强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
摊薄每股收益(元)	0.059	0.473	0.467	0.411	0.774	0.778
净利润增长率	-66.66%	703.47%	97.27%	-5.99%	88.29%	0.52%
先前预期每股收益(元)						
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.494	0.573	0.713
市盈率(倍)	64.90	26.96	36.44	12.72	9.08	9.03
行业优化市盈率(倍)	24.21	34.15	60.46	29.87	29.87	N/A
市场优化市盈率(倍)	14.65	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A
PE/G(倍)	N/A	0.04	0.37	-2.12	0.10	17.32
已上市流通A股(百万股)	60.84	83.96	167.92	185.20	225.48	368.68
总股本(百万股)	172.84	172.84	345.68	368.68	368.68	368.68

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 2009 年 2 月 4 日公司公告,中国证监会核准华天酒店收购长春华天酒店管理有限公司股权的重大资产重组方案。我们认为华天酒店的资本运营又向前推进一步。
- 未来陈纪明董事长很有可能出任华天集团负责人。集团内酒店整合或将加速。
- 湖南省国资委很有可能以华天集团所属旅游资产为基础组建华天旅业集团,将国资体系下的其它旅游类资产划转至华天旅业集团,通过整合后再将优质资产注入华天酒店。
- 宁乡灰汤项目进展顺利,我们预计公司将在近期得到国资委的相关批复,该项目将很有可能在近期开工。
- 我们调整 2008 年至 2011 年华天酒店的每股收益分别为 0.411 元、0.774 元、0.778 元、0.835 元。
- 我们认为华天酒店的合理价值区间为 9.59 元~10.58 元,目前公司股价为 7.03 元,公司股价还有一定的上升空间,我们维持买入建议。

资本运营继续前行

收购长春华天重组方案获准通过

- 2009 年 2 月 4 日公司公告，中国证监会核准华天酒店收购长春华天酒店管理有限公司股权的重大资产重组方案。我们认为华天酒店的资本运营又向前推进一步。
- 我们认为长春华天大酒店地理位置优越，具有很好的盈利前景。酒店性价比较高、物有所值，低价收购有助于提升股东价值。相关分析请参考我们前期报告《资本运营继续前行——华天酒店（000428.SZ）公司点评》。

集团内酒店整合或将加速

- 据了解，华天酒店董事长陈纪明 2008 年当选湖南省第十一届人大代表，他在 2009 年 1 月 18 日湖南省十一届人大二次会议上提交了扶持劳动密集型产业的建议，建议中特别提及酒店餐饮行业对吸收就业，创造就业岗位做贡献。该建议得到了很大的认同。
- 我们认为陈纪明董事长作为省人大代表，提升了华天酒店在湖南省内的影响力，其自身在华天集团的政治地位和影响力也大大提升。未来陈纪明董事长很有可能出任华天集团负责人。这对于加快华天集团内部资源的整合是极为有利的，如果上述假设成立，**华天集团内部的三家酒店紫东阁华天、株洲华天、郴州华天整合注入华天酒店的进程将加快。**这三家酒店的业绩都很不错，如果注入上市公司，将有助于提升上市公司的资产质量和盈利能力。我们在前期报告中也有提及。

华天——湖南省旅游资源整合的最佳平台

- 为了加快湖南省旅游资源的整合，湖南省一直希望成立一家专业性的旅业公司。用于整合湖南省国资体系下的酒店、景区、旅行社等旅游类资产。
- 华天实业控股集团有限公司是以旅游综合服务业(酒店、旅行社、旅游景区)和先进制造业为双核心业务的企业集团，是湖南省 22 家重点大型国有企业之一，湖南省旅游龙头企业，中国著名旅游品牌，在全国综合性旅游集团中位居前五名。集团控股的华天国际旅行社为湖南省最大的旅行社，是湖南省唯一七度荣膺全国百强的国际旅行社。华天东江湖旅游风景区是国家 AAAA 级景区，致力于为消费者提供极具中华民族特色的旅游休闲目的地。因此我们认为华天是湖南省旅游资源整合的最佳平台。
- 湖南省国资委很有可能以华天集团所属旅游资产为基础组建华天旅业集团，将国资体系下的其它旅游类资产划转至华天旅业集团，通过整合后再将优质资产注入华天酒店，从而做大做强湖南省旅游产业。这在我们前期报告中也有分析。

宁乡灰汤项目取得进展

- 据报道，通往宁乡灰汤项目的长花灰韶旅游公路已于近期复工，长沙市人大还为此出具了专门文件，追加了 50% 的预算投入，提升了该条道路的等级，预计该长花灰韶高速公路将于 2009 年底通车。该道路连通了长沙、刘少奇故居、灰汤温泉和毛泽东故居，形成了湖南省的黄金旅游通道，这对于华天酒店开发宁乡灰汤项目是极为有利的。
- 2008 年 10 月 30 日，公司公告出资设立湖南中部华天城股份有限公司，投资开发建设宁乡灰汤温泉项目，“打造温泉圣地，建设中部博鳌”。该项目在股东大会通过后，上报国资委批复已经两个多月，我们预计公司将在近期得到国资委的批复，该项目将很有可能在近期开工。关于宁乡灰汤项目的前景，请参考我们前期报告《宁乡温泉项目前景广阔，值得期待——华天酒店（000428.SZ）公司研究简报》。

盈利预测

- 2008 年公司收购长春华天大酒店项目手续繁琐，未能如期完成，其重组收益将不能计入 2008 年业绩。我们将原盈利预测中长春华天大酒店的收购重组收益调整至 2009 年。
- 2008 年下半年长沙市的房地产业受金融危机和全国房地产低迷的影响，公司所属房地产项目销售结算进度也有所放缓，我们相应下调公司房地产业务的预测，调整后分项目盈利预测见图表 1、图表 2。

图表1：华天酒店分项目盈利预测

项目（单位：千元）	2004A	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
华天大酒店	9,034	22,509	35,332	20,559	3,592	23,101	24,498	25,647
凯旋门大酒店	-	-	-	-	5,909	6,951	7,900	8,927
益阳华天	-	-	-	5,637	6,763	11,113	11,812	12,548
潇湘华天	-	-	-	-8,896	1,486	23,135	25,353	27,460
北京世纪华天	-	-	-	-	7,706	9,757	11,359	12,276
长春华天	-	-	-	-	273	6,143	9,516	12,069
星沙华天	-	-	-	-	-	-1,248	4,355	5,045
管理公司	19,192	13,069	15,949	14,932	20,416	22,928	26,227	30,344
华天之星	-	-	-	-3,622	-5,800	6,883	14,731	26,723
娱乐公司	7,250	598	1,458	1,832	1,714	1,799	1,889	1,984
东方华天	-	-	-	1,608	18,376	2,340	2,387	2,435
湘菜发展	-	-	-	-	-375	1,688	2,550	3,600
惯导公司	4,265	3,695	11,923	28,999	500	2,850	9,025	15,162
华盾	-	-	-	-	5,094	50,936	1,460	1,460
世纪华天房地产	-	-	-	-	18,500	18,500	18,500	-
益阳华天房地产	-	-	-	-	16,000	6,500	6,500	-
长春华天房产	-	-	-	-	-	10,000	10,000	10,000
凯旋门天房产	-	-	-	-	-	25,000	-	-
宁乡灰汤别墅	-	-	-	-	-	-	111,661	127,613
凯旋门并购收益	-	-	-	-	55,543	-	-	-
长春并购收益	-	-	-	-	-	45,000	-	-
其他并购收益	-	-	-	113,325	-	30,000	30,000	30,000
其他(投资收益等)	-	-	62,893	-	-	9,000	15,000	23,000
净利润合计	39,742	39,871	127,555	174,374	155,696	312,377	344,723	376,293
少数股东损益合计	-	-	-	13,108	4,188	27,027	58,065	68,321
归属上市公司股东损益	-	368,680	-	161,266	151,508	285,350	286,658	307,972
每股收益	-	-	-	-	0.411	0.774	0.778	0.835

来源：国金证券研究所

图表2：华天酒店分业务盈利预测

净利润构成（单位：千元）	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
常规业务	61,049	60,559	126,441	166,602	207,220
酒店业务	28,610	40,344	108,764	135,751	161,040
酒店相关业务	3,440	19,715	14,827	21,826	31,018
光电业务	28,999	500	2,850	9,025	15,162
房地产业务	-	39,594	110,936	148,121	139,073
并购收益	113,325	55,543	75,000	30,000	30,000
净利润	174,374	155,696	312,377	344,723	376,293
减：少数股东损益	13,108	4,188	27,027	58,065	68,321
归属上市公司股东损益	161,266	151,508	285,350	286,658	307,972

来源：国金证券研究所

股票估值与投资建议

- 依据上述预测，调整后 2008 年至 2011 年华天酒店的每股收益分别为 0.411 元、0.774 元、0.778 元、0.835 元。华天酒店的每股收益中包含酒店收益、房地产收益和并购收益，每股收益构成如图表 3。

图表3：华天酒店每股收益构成

每股收益贡献 (单位：元)	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
常规业务	0.17	0.16	0.34	0.45	0.56
酒店业务	0.08	0.11	0.30	0.37	0.44
酒店相关业务	0.01	0.05	0.04	0.06	0.08
小计	0.09	0.16	0.34	0.43	0.52
光电业务	0.08	0.00	0.01	0.02	0.04
房地产业务	0.00	0.11	0.30	0.40	0.38
并购收益	0.31	0.15	0.20	0.08	0.08
净利润	0.47	0.42	0.85	0.94	1.02
减：少数股东损益	-0.04	-0.01	-0.07	-0.16	-0.19
归属上市公司股东损益	0.44	0.41	0.77	0.78	0.84

来源：国金证券研究所

- 由于华天酒店每股收益构成比较复杂，我们建议采用分业务估值。我们对于华天酒店酒店业务 2009 年、2010 年、2011 年分别给予 20 倍、18 倍、16 倍的 PE，对于房地产业务 2009 年、2010 年、2011 年分别给予 12 倍、10 倍、8 倍的 PE，估值结果如图表 4。

图表4：分业务PE 估值

项目	2008E	2009E	2010E	2011E
酒店等常规业务每股收益贡献	0.16	0.34	0.45	0.56
酒店等常规业务PE	25	20	18	16
酒店等常规业务估值	4.11	6.86	8.13	8.99
调整后房地产业务每股收益贡献	0.10	0.23	0.24	0.19
房地产业务PE	14	12	10	8
房地产业务估值	1.34	2.73	2.44	1.54
整体估值	5.45	9.59	10.58	10.53

来源：国金证券研究所

- 我们认为华天酒店的合理价值区间为 9.59 元~10.58 元，目前公司股价为 7.03 元，公司股价还有一定的上升空间，我们维持买入建议。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	461	524	612	964	1,777	1,702
增长率		13.7%	16.8%	57.6%	84.3%	-4.2%
主营业务成本	-201	-209	-234	-400	-740	-651
% 销售收入	43.7%	39.8%	38.2%	41.5%	41.6%	38.2%
毛利	260	315	378	564	1,037	1,051
% 销售收入	56.3%	60.2%	61.8%	58.5%	58.4%	61.8%
营业税金及附加	-28	-28	-31	-54	-99	-94
% 销售收入	6.0%	5.4%	5.0%	5.6%	5.6%	5.6%
营业费用	-5	-3	-11	-14	-32	-43
% 销售收入	1.0%	0.6%	1.8%	1.5%	1.8%	2.5%
管理费用	-158	-160	-214	-280	-489	-409
% 销售收入	34.4%	30.5%	34.9%	29.0%	27.5%	24.0%
息税前利润 (EBIT)	69	124	123	217	418	506
% 销售收入	14.9%	23.6%	20.1%	22.5%	23.5%	29.7%
财务费用	-26	-29	-37	-87	-125	-125
% 销售收入	5.5%	5.6%	6.1%	9.1%	7.0%	7.3%
资产减值损失	0	0	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-11	20	1	0	9	15
% 税前利润	n.a	16.6%	0.3%	0.0%	2.4%	3.5%
营业利润	33	114	84	129	302	396
营业利润率	7.1%	21.8%	13.8%	13.4%	17.0%	23.3%
营业外收支	1	5	114	56	75	30
税前利润	33	119	198	185	377	426
利润率	7.2%	22.7%	32.3%	19.2%	21.2%	25.0%
所得税	-20	-31	-23	-26	-68	-81
所得税率	60.6%	25.6%	11.8%	14.0%	18.0%	19.0%
净利润	13	89	174	159	309	345
少数股东损益	3	7	13	7	24	58
归属于母公司的净利润	10	82	161	152	285	287
净利率	2.2%	15.6%	26.4%	15.7%	16.1%	16.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	10	82	174	159	309	345
少数股东损益	3	7	0	0	0	0
非现金支出	74	74	84	113	140	143
非经营收益	33	9	34	41	45	84
营运资金变动	-20	13	38	135	-297	86
经营活动现金净流	100	185	330	448	197	659
资本开支	-52	-63	-627	-893	-604	-110
投资	1	-210	5	-1	0	0
其他	0	-12	1	0	9	15
投资活动现金净流	-51	-285	-620	-894	-595	-95
股权募资	0	2	12	357	0	0
债权募资	-33	114	402	155	527	-379
其他	0	-4	-37	-93	-129	-184
筹资活动现金净流	-33	112	377	419	398	-564
现金净流量	17	12	87	-27	0	0

资产负债表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	149	133	227	200	200	200
应收款项	141	181	168	249	470	406
存货	20	32	457	417	770	678
其他流动资产	32	286	152	42	76	67
流动资产	342	632	1,003	907	1,516	1,351
% 总资产	31.6%	44.8%	73.9%	29.9%	36.3%	33.7%
长期投资	0	0	62	63	62	62
固定资产	611	601	93	1,798	2,371	2,395
% 总资产	56.4%	42.6%	6.9%	59.4%	56.8%	59.7%
无形资产	129	179	194	259	227	200
非流动资产	740	780	355	2,122	2,662	2,658
% 总资产	68.4%	55.2%	26.1%	70.1%	63.7%	66.3%
资产总计	1,082	1,412	1,358	3,029	4,177	4,009
短期借款	298	480	567	535	1,062	682
应付款项	172	248	245	358	645	572
其他流动负债	50	48	78	28	108	103
流动负债	520	776	890	921	1,815	1,357
长期贷款	140	100	416	416	416	416
其他长期负债	4	24	213	400	400	400
负债	664	900	1,518	1,737	2,631	2,173
普通股股东权益	473	550	717	1,225	1,456	1,687
少数股东权益	0	0	60	67	91	149
负债股东权益合计	1,137	1,451	2,295	3,029	4,177	4,009

比率分析

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
每股指标						
每股收益	0.059	0.473	0.467	0.411	0.774	0.778
每股净资产	2.737	3.185	2.073	3.324	3.948	4.576
每股经营现金净流	0.581	1.069	0.954	1.214	0.534	1.786
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	2.15%	14.85%	22.51%	12.37%	19.61%	17.01%
总资产收益率	0.89%	5.63%	7.03%	5.00%	6.83%	7.16%
投入资本收益率	3.01%	8.24%	6.16%	7.05%	10.01%	12.28%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.01%	13.65%	16.84%	57.63%	84.27%	-4.21%
EBIT增长率	-18.87%	80.13%	-1.82%	76.26%	93.01%	20.95%
净利润增长率	-66.66%	703.48%	97.28%	-5.99%	88.29%	0.52%
总资产增长率	-3.14%	27.58%	58.20%	123.03%	37.90%	-4.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.1	20.0	25.4	25.4	30.8	25.4
存货周转天数	34.4	45.4	381.4	380.0	380.0	380.0
应付账款周转天数	47.2	54.4	57.0	44.0	40.0	37.0
固定资产周转天数	476.2	416.5	#DIV/0!	455.6	262.2	283.1
偿债能力						
净负债/股东权益	56.73%	81.11%	97.36%	88.99%	#####	70.68%
EBIT利息保障倍数	2.7	4.3	3.3	2.5	3.4	4.1
资产负债率	58.40%	62.05%	66.16%	57.33%	62.97%	54.19%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	1	4
买入	0	0	1	1	6
持有	0	0	0	1	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	1.94

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-06-16	买入	10.83	17.00~17.00
2 2008-07-02	买入	10.15	N/A
3 2008-07-29	买入	10.54	17.00~22.50
4 2008-08-15	买入	8.50	N/A
5 2008-10-24	买入	6.62	N/A
6 2008-10-30	买入	5.02	N/A
7 2008-10-31	买入	4.54	7.89~9.56
8 2008-12-30	买入	5.28	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=强买；1.01~2.0=买入；2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持；4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；
- 持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；
- 卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。