

华天酒店(000428.sz)

酒店业绩压力大，资产注入预期明确

李太勇 首席研究员

电话: 02087555888-689

eMail: ltv@gf.com.cn

王鼎 研究助理

电话: 020-87555888-627

eMail: wd@gf.com.cn

酒店兼并-收购模式风险与机遇并存

未来三年是公司发展最关键的时期，风险与机遇并存。在经济下滑时，如何平衡好规模扩张和稳健经营之间的关系，是公司管理层面临的重大难题。

我们认为株洲华天大酒店注入公司基本不存在障碍，在 2009 年完成的可能性很大，再加之公司可能成为湖南省酒店资产整合平台，公司资产规模有望得到迅速提高。

酒店行业景气下滑，未来两年不确定性较大

由于本次金融危机开始于发达资本主义国家，导致国外商旅客源最早出现大幅下滑，因此一线城市的高星级酒店受到的冲击最大，公司酒店所在的二线城市经营状况相对较好。我们认为随着此次肇始于美国的金融危机对实体经济影响加深，在全球一体化背景下，国内经济可能受到更大考验，二线城市酒店行业在 2009、2010 年经营情况将面临更大不确定性。

其他业务情况

2009 年公司经济型酒店策略是“维持直营酒店规模，巩固现有酒店经营成果，大力发展品牌加盟店”；房地产业务受行业不景气影响较大，可持续性不强；公司为光电子项目募集的 5000 万元尚未投入，预计光电子业务 2009 年难有起色。

估值及评级

由于整体经济形势仍未明朗，且公司非经常性损益较多，未来两年仍存在资产注入获得较大评估增值溢价的可能性大，公司业绩预测不确定因素很多。预计公司 2008-2010 年业绩分别为 0.40、0.45、0.53。考虑到整体酒店行业仍处于下滑阶段，公司非经常性损益较多，我们维持对公司的“持有”评级，目标价格为 9.00 元。

风险提示

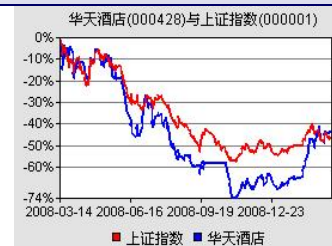
酒店行业处于下滑阶段，公司业绩不确定性大；公司资产负债率高，财务费用高企，且财务处理方式较为激进，可能造成资金周转风险。

公司评级

持有

当前价格(元)	10.18
目标价格(元)	9.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	6.36%	78.16%	-43.08%
上证综指	-7.56%	18.46%	-44.02%

股票数据

总股本(万股)	36,868.00
流通 A 股(万股)	18,520.24
主要股东:	
华天实业控股集团有限公司	
主要股东持股比例	48.15%
流通 A 股比例	50.23%

财务比率

ROE	22.51%
ROA	7.03%
资产负债率	66.16%
每股净资产(元)	2.07

2007 年报数据

酒店兼并-收购模式的风险与机遇

酒店行业面临兼并整合机会

行业景气低迷历来就是兼并收购、企业低成本扩张的最佳时机，而国内的一些特殊情况，更增加了这种机会的成色：1、国家一直鼓励优势企业兼并收购困难企业，在目前经济危机的情况下，国务院及相关部门也多次重申了相关政策。根据相关文件，被兼并企业银行债务可享受免除利息、分年还本及银行贷款的多重优惠政策；2、国有企业退出完全竞争性行业领域（旅游酒店均属于该范围），剥离非主业资产的政策导致大量国企、事业单位的酒店资产挂牌出售；3、2004-07年经济景气时，房地产商纷纷涉足酒店行业，在景气下滑时，由于资金压力，这部分酒店资产均存在较大的出售的可能。市场存在很多待出售的酒店资产。

公司在资产整合方面有天然优势

公司是省湖南省国资委控股企业。华天酒店作为湖南省最知名旅游酒店品牌，唯一的酒店类上市公司，在整合湖南旅游资源战略中具有天然优势。

2009年2月27日，湖南省省长周强在华天酒店召开的“湖南旅游产业发展领导小组会议”明确提出：“要积极支持华天集团、天下凤凰、张家界旅游等省内旅游市场主体做大做强，要依托华天集团、湖南财信、湖南经建投等投融资平台，通过发行债券、企业上市等方式，引进大的投资者，打造湖南旅游投融资平台”。

公司面临风险

在经济景气低谷阶段，酒店经营情况面临继续恶化的风险，且公司资产负债率已经很高，财务压力大，因此若继续保持较高的规模扩张速度，可能导致资金链出现问题。

华天酒店在湖南地区有很强的品牌号召力，但仍然是区域性品牌。公司在走出湖南时，仍能获得其他地区消费者、业主的认同，是低成本扩张的一个重要前提。

集团资产注入明确，公司资产规模有望迅速提升

集团酒店资产注入明确。公司2007年年报披露，为避免同业竞争，支持上市公司发展，华天集团承诺在条件成熟的情况下，将紫东阁华天38.87%、株洲华天44.71%、郴州华天41.82%三家酒店的股权注入上市公司。

公司在2008年12月30日公告，集团已经同意将株洲华天酒店注入公司，并已经报请省国资委审批。我们认为株洲华天大酒店注入公司基本不存在障碍，在2009年完成的可能性很大。

据了解株洲华天大酒店是三家酒店中盈利能力最强的，截止2008年10月31日，株洲华天大酒店有限公司资产总额为21486.04万元、净资产为11270.92万元，2008年1-10月净利润为574.88万元。

我们预计集团公司的其他两个酒店股权也有望在今年注入公司，这将对公司股价产生较大的提振作用。

有望成为整合湖南省国资旗下酒店平台。从2003年锦江集团与新亚集团组建“锦江国际”以来，包括北京、广州在内的各大城市，纷纷在各自国资委的主导下，组建旅游“航母级”企业。据了解，目前湖南省20多间国资酒店已经剥离，组建了独立的酒店管理集团。按照由某一有影响力的主体，牵头整合各分散企业的模式，华天酒店作为湖南旅游业旗舰，成为整合湖南省国资旗下酒店资产平台的可能性较大。

股权融资可能成为下一阶段更主要的融资方式

一方面，由于公司资产负债率已经处于较高的水平，财务费用压力大；另一方面公司目前持股比例较高（股权占比为48.15%），且公司处于完全竞争性领域，缩减国有股权比例，充分调动社会资本，做强做大企业符合国家相关产业政策。公司管理层也乐意通过分散股权的方式来改善公司治理结构。因此我们预计股权融资可能成为下阶段主要的筹资方式。

股权融资受制于二级市场情况以及投资者对公司经营模式的认同等诸多因素影响，不可控因素较多。

总体而言，未来三年是公司发展最关键的时期，风险与机遇并存。在经济下滑时，如何平衡好规模扩张和稳健经营之间的关系，是公司管理层面临的最大难题。

酒店行业景气下滑，未来两年不确定性较大

从各地旅游局最新公布的数据来看，酒店行业经营状况呈现三个特点：1、出租率、平均房价均呈加速下滑趋势；2、高星级酒店下滑速度比低星级酒店快；3、内地二线城市酒店经营情况好于一线城市。

据本次调研了解，长沙酒店行业虽然受到一定冲击，但影响不大，华天酒店本部入住率仍保持在60-63%，与正常年份的68%相比，下滑幅度不是很大。由于公司大部分自有高星级酒店均位于二线城市，如长沙、武汉、长春，因此目前受经济危机的冲击相对较小。以长春华天酒店为例，长春华天2008年4月9日开业，在摊销完一次性开办费用后，仍有100多万的净利润，公司预计长春华天2009年净利润为560万元。

由于本次金融危机开始于发达资本主义国家，导致国外商旅客源最早出现大幅下滑，因此一线城市的高星级酒店受到的冲击最大，二线城市经营状况相对较好，我们认为随着此次肇始于美国的金融危机对实体经济影响加深，在全球一体化背景下，国内经济可能受到更大考验，二线城市酒店行业在2009、2010年经营情况将面临更大不确定性。

其他业务情况

经济型酒店：维持直营酒店规模，发展品牌加盟店

截止2008年12月，公司签约经济型酒店20家，已经开业为16家。

由于恰逢经济下滑，以及2008年新开业酒店较多，经济性酒店2008年将亏损。考虑到未来两年的行业发展趋势，公司2009年将以巩固现有酒店为主，适当发展特许经营、品牌输出业务，不再新开酒店。预计2009年经济性酒店分公司能保持盈亏平衡。

地产业务：受行业不景气影响较大，可持续性不强

2008年全国房地产交易量与价格均初现不同程度的下滑，公司地产业务也受到一定影响。公司三季度仅结算1238万，前三季度共计结算9130万元，结算速度明显放缓。据调研了解，公司2008年地产结算不多，预计约1亿元。2009年由于LOHO小镇及华天苑进入结算周期，结算会比较多。

目前公司并没有土地储备，地产业务也并非公司主业，因此地产业务的可持续性并不强。

光电子业务：2009年难有太大起色

由于台海局势缓和，公司光电惯导公司订单几乎全被冻结，2008年3季度该子公司亏损508万元，而去年3季度为盈利675万元。2008年全年预计仍维持亏损状态。公司原计划为光电子项目募集的5000万元资金也暂缓投入。根据这种情况，我们预计该子公司2009年业绩很难有太大起色。

宁乡灰汤温泉项目2011年前难以体现业绩

整个项目预计投资30亿，资金来源以公司自有资金、战略投资者入股、银行贷款为主。一期项目所需资金为10个亿，目前已经取得省建行5个亿额度的授信。公司预计景区酒店在2010年建成，届时将有300套酒店式温泉别墅进入销售期。

由于灰汤温泉品质高，加上湖南地区居民边际消费高，消费意愿大，我们看好项目前景，但由于投资额较大，公司面临的资金压力大，在经济下滑阶段，项目能否如期开工建设，能否达到预期销售目标存在较大不确定性。我们预计该项目业绩最早也得在2011年实现。

假设及预测

主要假设：

- 1、假设2009、2010年仍保持较快的规模扩张步伐，非经常性收益维持2008年水平；
- 2、假设本部酒店维持2008年经营水平，2009年新增高星级酒店保持盈亏平衡；
- 3、假设2009年完成LOHO小镇及华天苑地产项目结算；
- 4、假设2009年经济型酒店与光电子项目维持盈亏平衡。

利润表 (单位: 百万元)	2006	2007	2008	2009	2010
一、主营业务收入	525.06	611.82	758.66	955.91	1204.45
减: 主营业务成本	208.60	233.85	295.88	382.37	481.78
主营业务税金及附加	28.45	30.56	41.11	51.80	65.27
销售费用	3.31	10.97	16.69	10.99	13.85
管理费用	156.97	213.55	257.94	315.45	409.51
财务费用	29.25	37.36	53.11	76.47	84.31
资产减值损失	2.56	1.94	1.50	1.50	1.50
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	21.86	0.55	3.88	3.88	3.88
其中: 对联营和合营企业的投资收益	0.11	0.82	0.82	0.82	0.82
二、营业利润	117.79	84.15	96.31	121.21	152.11
营业外收入	3.86	115.26	82.46	76.89	80.42
营业外支出	0.48	1.67	0.88	0.88	0.88
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	121.16	197.74	177.88	197.22	231.64
所得税	29.17	23.36	32.02	35.50	41.70
四、净利润	91.99	174.37	145.87	161.72	189.95
少数股东损益	6.86	13.11	8.45	5.78	7.12
归属于母公司净利润	85.13	161.27	137.42	155.94	182.83
五、每股收益	0.49	0.47	0.40	0.45	0.53

数据来源: 广发证券发展研究中心

估值及评级

由于整体经济形势仍未明朗, 且公司非经常性损益较多, 未来两年仍存在资产注入获得较大评估增值溢价的可能性大, 公司业绩预测不确定因素很多, 预测难度大。

根据前述分析, 预计公司2008-2010年业绩分别为0.40、0.45、0.53。考虑到整体酒店行业仍处于下滑阶段, 公司非经常性损益较多, 我们维持对公司的“持有”评级, 目标价格为9元。

风险提示

酒店行业处于下滑阶段, 业绩不确定性较多。

公司资产负债率高, 财务费用高企, 且财务处理方式较为激进, 可能造成资金周转风险。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

华天酒店(000428)行情走势



相关研究报告

华天酒店(000428.sz)	张皓	2008-11-06
-----------------	----	------------

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。