

动态报告/公司快评

旅游休闲

华天酒店 (000428)

谨慎推荐

酒店

华天集团资产整合动态快评

(维持评级)

2010年7月2日

大股东整合动作频频，关注融资和相关资产注入

分析师：

廖绪发

邮件: liaoxf@guosen.com.cn

电话: 021-60875168

SAC 执业证书编号: S0980209080424

联系人：

刘智景

邮件: liuzjing@guosen.com.cn

电话: 021-60933148

事项及结论:

近期，有媒体报道华天酒店大股东在参与景区开发等方面取得进展。根据有关报道，华天集团近期与张家界市政府、湖南省工商银行签署合作意向书，首期项目包括：（1）在永定区仙人溪建设休闲、度假和旅游的复合型旅游景区，开发期为3-5年，投资规模约为10亿元；（2）在市城区天门山索道站旁边建设集豪华五星级酒店、大型会议中心、大型购物中心、高档酒店公寓和酒吧娱乐一条街等于一体的张家界华天旅游产业休闲度假中心，建设期为2年，投资规模约15-20亿元；（3）参与杨家界索道综合开发。

我们的基本判断是：集团投资三个项目前景较好，但投资周期较长，未来一年内很可能通过再融资方式注入上市公司，且符合公司发展战略，但对短期盈利贡献不大，并可能对业绩有所摊薄。维持公司2010-2012年EPS0.32、0.24、0.31元的盈利预测（其中2010年包含了近期对湘潭国金大厦的并表损益，而2011、2012年不包含对非经常的合并损益等的预测），摊薄前EPS对应当前股价PE分别为29、39、30倍。由于这几个项目对短期盈利贡献非常有限，若按前述测算的融资后股本，摊薄后的EPS分别为0.27、0.20、0.26元，维持12元的目标价，和“谨慎推荐”评级。

评论:

■ 三个投资项目简析：前景较好，但投资周期很长

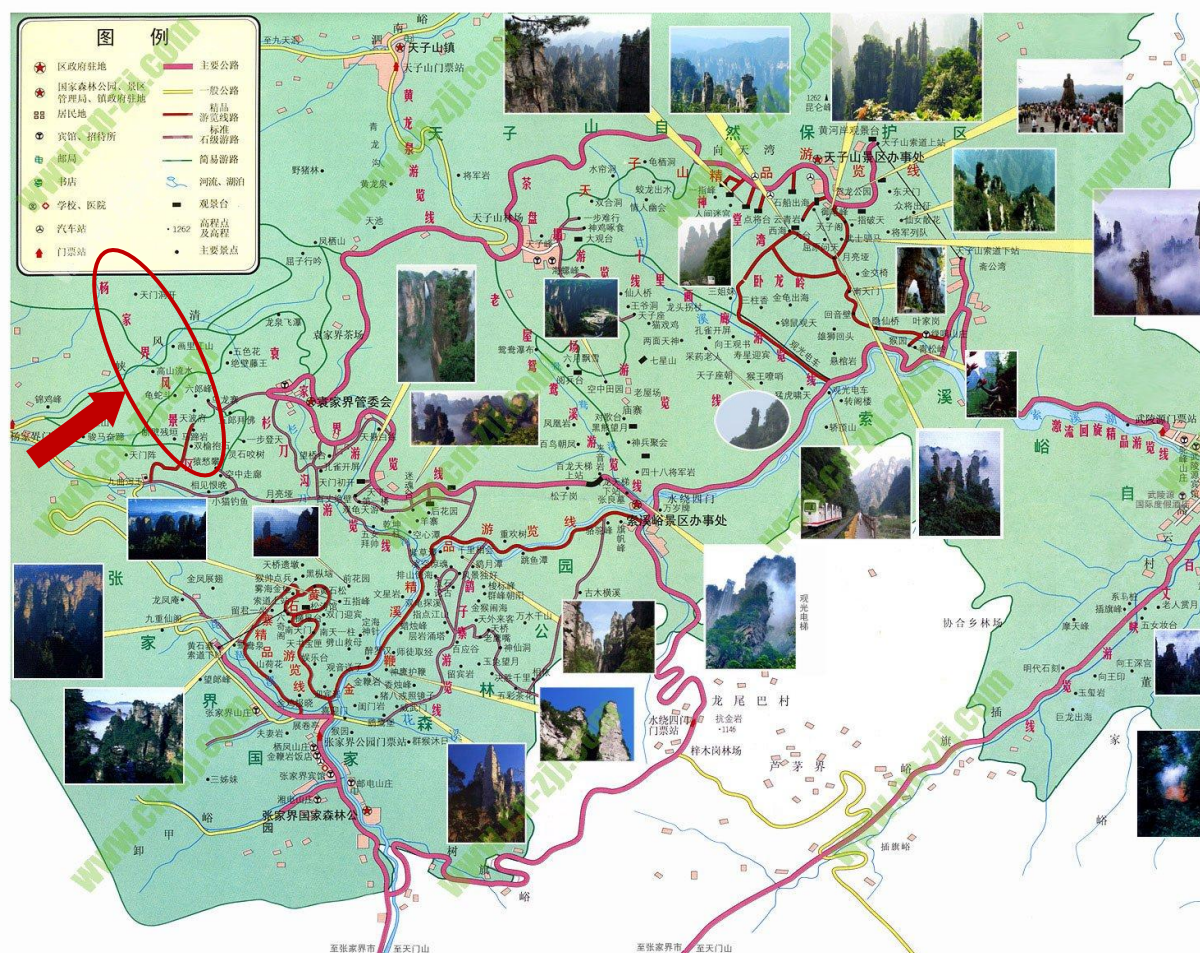
1、仙人溪景区目前知名度较小，需要一定时间培育。仙人溪景区位于张家界市永定区以南，距市中心仅4公里，整个仙人溪景区纵深较长，有龙潭、飞瀑、七星山等景点，该景区尚未开发，目前游客以自驾游为主。参考张家界非核心景区，天门山、宝峰湖等相对较热门的景区年接待人次只在50-60万人次，综合考虑仙人溪景区知名度较小、距核心景区远、当地景区竞争以及投资规模庞大等因素，我们认为仙人溪景区在建成之后投资回收期可能较长。

2、张家界华天旅游产业休闲度假中心项目是集团和上市公司战略的体现。张家界华天旅游产业休闲度假中心项目的内容包括五星级酒店、酒店公寓、酒吧一条街等，这与我们的预期一致。我们曾在3月发布的《华天酒店深度跟踪报告》中指出，“按我们对华天酒店公司战略的理解，公司在收购景区时，仍然会伴随着酒店的收购或者修建，并很有可能继续通过房地产回笼资金，届时，‘酒店+地产’模式将有可能更广泛地升级为‘酒店+地产+旅游’”，同样的思路可适用于华天集团，张家界华天休闲度假中心项目正是公司管理层“酒店+地产+旅游”战略理念的体现，该项目中的房地产开发内容将是集团公司回笼巨额投资资金的保障。但同样存在投资周期较长的问题。

3、杨家界索道盈利前景值得看好。杨家界是武陵源的子景区，位于核心景区西北角，靠近天子山和袁家界景区，被称为张家界和天子山的姐妹山，以清秀、壮丽著称。根据《杨家界索道设计招标公告》，该索道位于杨家界景区八

里坡，索道水平距离 1845 米，最大运力 2300 人/小时，投资规模约 4998 万元。在 ST 张股的股改方案中，其大股东张经投曾承诺由 ST 张股组建杨家界客运索道项目实施主体，“负责建设和运营并享有该项目的全部收益”。09 年 5 月，该索道工程已由张经投取得湖南省发改委核准，同年 6 月，ST 张股公司全资设立了张家界杨家界索道有限公司，注册资本 5000 万元。目前，杨家界索道已完成前期拆迁工作。参考核心景区内其他几条索道的盈利情况：2007 年，张家界核心景区内天子山索道接待游客 200 万人次，乘索率约 80%，黄石寨索道和袁家界天梯接待游客 150 万人次，乘坐率 60%，税前利润约超过 5000 万元。由于杨家界并不在武陵源景区的核心路线上，我们预计索道成熟后，乘坐率可能低于天子山、黄石寨等索道，如果按单程票价 50 元、乘索率 40%、税前利润率 50% 简单测算，则该索道年税后利润近 2000 万元。

图 1：张家界武陵源景区地图



注：箭头所指处为杨家界景区

资料来源：国信证券经济研究所

表 1: 杨家界索道盈利情况测算

索道	单程 票价	接待人次 (2007, 万人次)	乘坐率	索道收入 (亿元)	税前利润 (亿元)	税前利润率	税后利润 (亿元)
黄石寨	50	200	80%	1	0.5	50%	
天子山	52	150	60%	0.78	0.5	64%	
百龙天梯	56	150	60%	0.84	0.5	60%	

杨家界索道测算:

杨家界	50	100	40%	0.5	0.25	50%	0.19
-----	----	-----	-----	-----	------	-----	------

注: 表中各索道收入、税前利润率等指标均为按《证券时报》报道中的数字测算
 数据来源: 证券时报, 国信证券经济研究所

表 2: 华天集团目前已控制景区一览 (除张家界仙人溪景区)

景区	华天集团 收购时间	备注
东江湖	Aug-07	拥有 40 年整体经营权, 建设东江渔港、水上娱乐世界、东江湖温泉度假村等项目, 目标是打造成为中国第二个千岛湖, 2007 年实现收入 1800 余万元, 游客 13 万人次, 刚刚于 2009 年底被批国家级风景名胜区
怀化雪峰山	Nov-07	核心项目包括雪峰山漂流、大峡谷穿越等, 定位为中国山地运动休闲度假胜地
新化紫鹊界、 大熊山	Sep-08	紫鹊界为国家级风景名胜区, 拥有 50 年整体经营权, 对四大资源以梅山文化为文脉进行资源开发

数据来源: 国信证券经济研究所

■ 集团整合动作频频, 有可能将部分资产通过配股注入华天酒店

根据另外一则报道, “2010-2015 年, 集团本部规划投资 6 亿元, 其中华天酒店集团股份有限公司股权投资, 参与配股资金投入 4 亿元”, 意味着华天酒店上市公司有配股融资的打算, 这与我们在《深度跟踪报告》中的判断一致。

未来华天酒店存在较大资金缺口。(1) 中部华天城, 2010~2011 年主要建设项目是温泉酒店、高尔夫球场和温泉洋房, 共需 10 亿左右; (2) 收购华天集团持有的郴州和紫东阁华天大酒店股权, 需要 5 亿左右。(3) 华天酒店在 3 月初设立了旅游管理事业部, 定位是“负责公司旅游综合项目 (包括旅行社、旅游设施、旅游景点等) 的经营管理”, 考虑到集团在张家界地区的三个需要巨额资金, 以及集团关于未来五年战略规划中上市公司的资金支持定位, 我们认为包括张家界项目在内的华天集团旗下景区也有可能成为融资募投收购的项目。(4) 目前集团公司拟收购的一些项目, 如“拟收购的大连合作项目” (公司网站新闻, 见附录) 等, 也有可能需要上市公司的介入才能完成后续开发。

按上述配股资金投入以及集团持股上市公司比例, 我们估计配股融资的规模至少应在 9 亿左右, 若按目前 9.39 元的股价测算, 则至少需要发行股本约 9600 万股 (目前总股本 5.53 亿)。

■ 短期盈利对影响不大，同时可能有摊薄，维持“谨慎推荐”评级

我们认为，若华天集团将一部分景区资源注入上市公司，符合后者“景区+酒店+地产”的大旅游战略，而这种战略最终有可能带来公司 ROE 的上升。但是由于华天集团新项目投资回收期漫长，而且注入上市公司存在不确定性，我们仍维持公司 2010-2012 年 EPS0.32、0.24、0.31 元的盈利预测（其中 2010 年包含了近期对湘潭国金大厦的并表损益，而 2011、2012 年不包含对非经常的合并损益等的预测），摊薄前 EPS 对应当前股价 PE 分别为 29、39、30 倍。由于这几个项目对短期盈利贡献非常有限，若按前述测算的融资后股本，摊薄后的 EPS 分别为 0.27、0.20、0.26 元，维持 12 元的目标价，和“谨慎推荐”评级。

附录:

张家界市政府与省工商银行、华天集团就仙人溪生态旅游度假区建设开发签署三方战略合作意向书(2010年6月30日)

新闻来源: 湖南张家界商务之窗

6月29日, 市政府与省工商银行、华天集团签署战略合作意向书, 标志着绝版旅游资源地和著名旅游品牌开始强强联手。省政府副秘书长王光明, 省工商银行行长吴宏波, 华天集团董事长陈纪明, 副市长梁碧, 市政协副主席张元次出席签约仪式。

据悉, 首期合作的项目为, 在永定区仙人溪建设一个休闲、度假和旅游的复合型旅游景区, 在市城区天门山索道站旁边建设集豪华五星级酒店、大型会议中心、大型购物中心、高档酒店公寓和酒吧娱乐一条街等于一体的张家界华天旅游产业休闲度假中心, 参与杨家界索道综合开发。仙人溪生态旅游度假区建设开发期为3至5年, 投资人民币概算为10亿元。张家界华天旅游产业休闲度假中心建设期为2年, 投资人民币估算为15至20亿元。

三方协商, 按照省委、省政府有关做大做强湖南省旅游的相关文件和规划, 建立张家界市旅游产业全面提质发展的战略合作伙伴关系; 同意进行“张家界——大湘西旅游”整体开发规划的探讨与研究, 进行旅游彩票、旅游债券和寻求多渠道、多方式加速“张家界——大湘西旅游”融资平台建设的探讨与研究; 同意进行张家界市国有旅游公司资源整合的探讨研究和深度合作。

华天集团巨资投向旅游业 要成为“中国的香格里拉”(2010年6月30日)

新闻来源: 潇湘晨报

酒店过百家、资产过百亿、收入过500亿……昨日举行的“后危机和高铁时代湖南旅游高峰论坛暨华天集团发展战略研讨会”上, 华天集团负责人透露, 未来5年内, 华天集团要力争成为“中国的香格里拉”, 跻身于世界酒店业100强。

华天集团经过22年的发展, 资产规模达60亿元, 已经拥有高星级酒店、商务酒店和经济型酒店60家。2010-2015年, 集团本部规划投资6亿元, 其中华天酒店集团股份有限公司股权投资, 参与配股资金投入4亿元; 华天国际旅行社集团股份有限公司组建及上市准备, 总投资2亿元。

同时, 还将组建华天国际旅行社集团股份有限公司, 2011年-2015年规划投资12-17亿元, 主要投资项目包括湖南省旅游中心及网点建设; 东亚及东南亚海外市场、一线旅游城市旅行社子公司建设; 2-3家湖南核心旅游景区建设及以湖南湘绣、菊花石等为代表的旅游商品开发等。

省国资委莫德旺主任一行亲临华天调研(2010年5月18日)

新闻来源: 华天酒店官方网站

华天之所以能取得快速发展, 得益于明晰的战略思路, 得益于勤奋敬业、专业专注的领导班子, 得益于华天强大的推动力和执行力, 得益于董事会建设试点工作的顺利推进, 得益于华天较强的管控能力。这是省国资委主任莫德旺4月26日下午在华天集团调研会上, 对集团领导班子作出的评价。

4月22日至26日，省国资委莫德旺主任、杨平副主任一行，在集团董事长陈纪明、集团总裁许维的陪同下，先后来到上海世博会华天湘菜馆、拟收购的大连项目、长春华天考察调研，认真听取了长春华天和世博会华天湘菜馆领导经营情况汇报，实地考察了拟收购的大连合作项目。之后，莫主任一行又马不停蹄，冒雨赶到宁乡灰汤温泉华天城考察，了解工程项目建设情况。

26日下午，莫主任一行在华天集团认真听取了集团董事长陈纪明的工作情况汇报。陈董事长从2009年集团经营管理概况、2010年第一季度经营管理情况、当前经营管理存在的主要问题及应对措施、集团今后三至五年发展战略、以及需请省国资委解决的几个问题等五个方面做了专题汇报。

莫主任对集团一年多来的工作成绩给予了较高评价，对集团领导自我反思、举一反三的勇气和做法表示赞同，认为华天集团提出的13个问题找得准，反思深刻，提出的11项措施很有针对性，只要一一抓紧落实，就能有效解决这些问题。

调研会上，莫主任对华天集团经营管理和发展提出了11个问题，要求集团领导班子认真思考和解决：一是有所为、有所不为的问题，即战略规划方向问题。二是如何打造华天核心竞争力的问题。三是集团能力建设问题。四是未来华天发展的增长点问题。五是不断创新商业模式问题。六是区域市场细分问题。七是如何解决连锁酒店连而不锁的问题。八是人才的跟进问题。九是如何不断创新体制机制的问题。十是跨越式发展中资金财务的准备问题。十一是班子建设问题。

莫主任还就此次实地调研的企业和新项目发表了真知灼见，提出了工作要求。同时，对华天集团请求省国资委协助解决的几个问题逐一进行了解答，有些问题当场责成省国资委有关职能部门尽快解决。对华天集团提出要解决的其他问题，省国资委将给省政府写出书面专题报告，请求省政府予以解决。

省国资委副主任杨平、外派集团监事会主席李建华等领导讲了话。

陈董事长代表集团领导班子，衷心感谢省国资委莫主任一行亲临华天调研考察和指导工作，陈董事长说，从4月22日至26日历时5天时间，省国资委在工作十分繁忙的情况下，莫主任等领导仍抽出宝贵时间，东到上海世博会，北到大连长春，可以说是马不停蹄，十分辛苦，这足以表明省国资委领导对华天的重视，对华天的关爱和关心。刚才，莫主任又认真听取集团的情况汇报，对我们提出的问题逐一解答，集团领导深受鼓舞。陈董事长表示，集团领导要按照莫主任提出的11个方面的要求，认真研究、深层思考、逐一解决。陈董事长相信，目前华天又面临一个新的发展机遇，集团领导班子决心在省国资委的领导下，保持清醒头脑，发扬成绩，真抓实干，脚踏实地，各项工作都要有新起色，取得新成绩，决不辜负省国资委领导的殷切期望。

集团领导、监事会成员及集团部门经理参加了调研会。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 %之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明:

本报告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。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或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。