

2010 年 9 月 15 日

华天酒店

“酒店+地产+商业”战略升级

A
未有评级

000428.SZ- 人民币 11.15

冯雪

(8610) 6622 9323

tracy.feng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210010330

股价相对指数表现 (A 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现 (A 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	28	9	10	54
相对新华富时 A50 指数 (%)	53	8	6	73

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	553.02
流通股 (%)	93.41
流通股市值 (人民币 百万)	5,760
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	81
净负债比率 (%) (2010 上半年末)	108
主要股东(%)	
华天实业控股集团有限公司	45.43

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

华天酒店为湖南省知名旅游服务企业，中西部重要民族酒店品牌。未来公司将依“酒店+地产+商业”新模式发展，做大做强酒店主业，新增商业地产收益来源，长期具有旅游资源整合的预期。公司 2010-12 年市场一致预测每股收益分别为 0.29 元、0.33 元和 0.38 元，相当于 2010 年 38 倍、2011 年 34 倍市盈率，略低于行业平均。

主要发现

- **战略升级，新增商业地产业务单元**：今年公司战略升级为“酒店+地产+商业”模式，将首先依托位于当地市中心的益阳大厦(4 万多平米商铺拟租售结合)和湘潭国金大厦(约 1 万平米拟百货联营)实践新模式。
- **酒店规模化发展预期**：集团“十二五”规划提出 2015 年 100 家酒店目标。公司酒店业务“重资产+轻资产”双向发展，计划每年新增自营酒店 3-5 家，托管酒店 10-15 家，规模化、标准化扩张可期。
- **中部华天城项目进展**：公司持有 62% 权益的宁乡灰汤温泉中部华天城项目总投资约 40 亿元，分三期滚动开发，首期投资 10 亿元。预计酒店将于近日封顶，春节前或可开业。在长株潭“两型社会”大河西先导区建设背景下，中部华天城项目将获较大政策扶持。
- **旅游要素丰富、旅游资源整合**：公司尝试拓展特色餐饮、连锁餐饮业务；更重要的是，在省委省政府的支持下，长期具有旅游资源整合的预期。
- **资本结构优化、持续融资需求**：预计即将发行 5 亿元浮息短融券，首期 3 亿元，优化资本结构。基于公司大项目发展模式，预计后续将有持续多元融资需求。
- **风险提示**：公司商业地产业务处于探索初期，新模式实施效果值得关注；配套地产业务系统性风险。

图表 1. 投资摘要(市场一致预测)

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	990.0	1,270.6	1,510.5	1,693.2	1,936.2
变动(%)	61.8	28.3	18.9	12.1	14.3
净利润(人民币百万)	135.3	142.9	162.8	182.1	209.1
全面摊薄每股收益(人民币)	0.245	0.258	0.294	0.329	0.378
变动(%)	(20.0)	5.6	13.9	11.9	14.8
市盈率(倍)	45.6	43.1	37.9	33.9	29.5
每股经营现金流量(人民币)	0.5	1.1	0.8	1.3	1.4
价格/每股经营现金流量(倍)	24.1	10.6	13.7	8.5	7.9
每股股息(人民币)	0.10	0.02	0.06	0.08	0.08
股息率(%)	0.9	0.2	0.5	0.7	0.7

资料来源：公司数据及万得资讯

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

公司简介

华天酒店集团股份有限公司(简称华天酒店)是湖南省知名旅游服务企业,中西部地区重要的民族酒店品牌。第一大股东华天实业控股集团持有其 45.43%股权,实际控制人为湖南省国资委。2009 年以来,随集团瘦身、产业归核,公司战略由 2007 年起的“酒店+地产”模式调整、升级至现阶段的“酒店+地产+商业”。未来公司将深耕酒店主业,探索商业地产,打造大型旅游集团。

未来 5 年 100 家酒店愿景

公司酒店业务包括高星级酒店投资及营运、华天品牌的管理输出以及华天之星经济型酒店连锁运营。2010 年上半年,受益于商务活动活跃和武广高铁通车,公司自营星级酒店经营业绩大幅提升,武广沿线托管酒店业绩亦向好。

2010 年 3 月新设酒店管理事业部,确立酒店主业“重资产+轻资产”双轮驱动发展模式,拟成为“中国的香格里拉”。目前集团共有 30 余家华天品牌高星级酒店和 30 余家华天之星经济型酒店,而集团“十二五”规划明确提出目标:到 2015 年,华天管理的酒店将达到百家规模。后续酒店业务大规模扩张可期。

1. 重资产拓展增量确定

公司现有 7 家自营酒店,分布于长沙、株洲及北京、长春、武汉等省内外城市。作为省国资委下属企业,来自于政府机关、企事业单位的商务客源稳定,酒店品牌区域知名度高,公司自营酒店整体出租率约 65%,其中长沙华天大酒店总店出租率在 70%以上,粗略估计房价在 500 元以上。华天餐饮、华天娱乐极具特色,餐饮、客房收入之比显著超过同业平均。

按照“酒店+地产+商业”的发展模式,处于改造期的益阳大厦、湘潭国金大厦和建设期的宁乡灰汤温泉华天城中都包含高星级酒店要素,是明年确定的酒店业务增量来源。

根据大股东承诺,株洲华天股权注入已完成,2012 年底前还将完成紫东阁华天 38.87%股权、郴州华天 41.82%股权的注入。预计后二者的注入预期提前 1 年至今明两年内。同时有可能进一步收购郴州华天其他投资方股权。初步估计紫东阁华天年利润 800 万元左右,郴州华天 200 万元左右,同样是公司酒店业务重资产拓展方向的明确增量。公司计划未来 5 年,每年新增自营酒店 3-5 家。

2.轻资产扩张深耕湖南

为解决同业竞争，清理部分托管酒店后，华天酒店管理公司目前管理着 5-6 家酒店，除株洲华天外，全为第三方高星级酒店。平均管理费率约为营业收入的 3-4%，个别达到 7% 的高水平。华天酒店管理公司定位为公司酒店品牌输出的平台，第一步将深耕湖南酒店市场，短期内规避一线城市激烈竞争。计划未来 5 年，每年新增托管酒店 10-15 家。

基于酒店主业规模扩张目标，公司酒店业务正在制定和推广相关的酒店标准化制度，为酒店业务后续规模扩张、健康发展打下基础。

3.经济型酒店年内扭亏

华天之星酒店管理公司旗下目前共有 31 家签约门店，其中 23 家开业。根据中国经济型酒店网信息，2009 年 4 季度，华天之星以 19 家开业门店/2,528 间开业客房位列全行业第 13 位，房价约 160 元。经济环境决定了前年、去年的国内经济型酒店市场不佳，华天之星持续亏损，09 年亏损 619 万元。华天之星展店速度放缓，几近半停滞状态。但随着今年市场好转及下属成熟门店比重提高，预计今年三季度华天之星即可扭亏为盈。我们认为华天之星为公司高星级酒店集群的有益补充，短期仍需进一步提高经营管理水平，长期背靠上市公司，不排除未来进一步发展为区域性经济型酒店整合平台的可能。

积极探索商业地产

商业地产领域，公司首先将以益阳大厦、湘潭国金大厦为载体进初步探索，二者均位于当地老城区市中心，地理位置佳。益阳大厦项目总投资约 3 亿元，大厦本身将改建为四星级酒店(约 1 万平方米)，周边将进行商业地产(约 4.4 万平方米)和住宅开发(约 3.7 万平方米)，其中酒店预计在春节前后开业，4 万多平米的商铺将采取租售结合的方式。湘潭国金大厦项目总投资约 2 亿元，1-2 层进行商业地产开发，3 层以上改造为四星级酒店。1 万平方米左右的商业面积上可能引入其他百货品牌，开展联营合作。未来商业地产的开发将会是公司持续的收益增长来源。

尝试拓展餐饮业务

酒店餐饮是公司强项之一，华天餐饮品牌已具一定市场知名度。除此之外，公司于 2008 年 4 月联合湖南省湘菜产业促进会及其知名会员企业等发起设立湖南华天湘菜产业发展公司，持有 51% 股权，09 年增资至 55%，进入湘菜系农副产品、原辅材料的种植、收购、配送领域。目前仍处于培育期，需进一步探索及调整。

同时，公司有意向进行终端连锁餐饮业务的拓展，通过收购现有品牌，以自身财力及实力支持其网络拓展，开展特色快餐连锁业务。长期而言，将成为公司新的增长点。

中部华天城等大项目推动发展

公司于 2008 年 10 月末启动宁乡灰汤温泉华天城重大项目(中部华天城)，持有项目公司 62% 股权。项目总占地约 7 平方公里，包括国际会议中心酒店、大型综合游乐场、优质果木花卉基地、群众体育休闲健身中心、酒店式温泉洋房等五大板块。项目总投资约 40 亿元，分三期滚动开发，预计 2013 年底前完成全部建设。项目首期投资约 10 亿元，其中 700-800 间客房的五星级酒店投资近 5 亿元，将于近日封顶，预计春节前开业，初期将受高额开办费、折旧摊销成本费用的负面影响。中部华天城项目是公司“酒店+地产”模式的充分体现，也是“旅游目的地”的打造。在长株潭“两型社会”大河西先导区建设的宏观背景下，在税收、交通等诸多方面，将获得较大程度的政策扶持和产业支持。

省内旅游资源整合预期

2010 年 3 月，除酒店管理事业部、商业地产事业部外，公司亦新设旅游管理事业部。目前公司仍以酒店主业见长，比如在集团参与张家界旅游资源开发中负责酒店建设的可能（预计年底能确定）。未来基于华天集团在省内的优势地位，华天酒店具有成长为省旅游资源整合平台的长远预期。

军工业务比重较低

公司持股 57% 的湖南华天光电惯导技术公司，主要研发生产光电陀螺等军用产品。随着酒店业务的投入与发展，军工占公司主营业务总额的比重不大，目前收入和毛利占比均在 2% 左右。09 年重新实现盈利至 91 万元，占公司净利润总额的 0.6%。年初提出考虑研发一批民用产品，拓展收益来源。我们预计公司军工业务短期内维持稳定。

资本结构优化，后续融资需求

2010 年上半年，公司通过“借长还短，借低还高”等一系列措施优化资本结构，已累计偿还短债 3.8 亿元。但由于在建工程投入大幅增加，截至上半年期末，账面尚有 16 亿元净负债，净负债率 108%，比 09 年末增加 12 个百分点。

预计公司下月将有望获批启动 5 亿元浮息短期融资券的发行。首期规模约 3 亿元，资金成本比银行贷款利率低 1-2 个百分点，节省年利息支出 500-600 万元。我们认为，从公司“大项目、促发展”的角度出发，公司长期具有债权、股权等多元化的融资诉求。

主要风险

公司商业地产业务尚处于探索初期，新模式的实践效果值得关注；目前仅有少量预售楼盘，其余新增在建楼盘的开发节奏可控，短期内楼市系统性风险对公司业绩的影响较小，但我们推测或影响股权融资进程。

初步结论

今年起，华天酒店战略发展模式升级调整为“酒店+地产+商业”。未来将深耕酒店主业，立足湖南、面向全国，“重资产+轻资产”双向发展，同时积极探索商业地产，拓展新的收益来源，并继续适时以配套住宅开发实现较快资金回笼，获取回报。除此之外，凭借良好的社会关系和资源积累，预计公司将随集团共同介入旅游资源的拓展，做大旅游集团。根据万得资讯统计数据，公司 2010-12 年市场一致每股收益预测为 0.29 元、0.33 元和 0.38 元。当前股价相当于 2010 年 38 倍、2011 年 34 倍市盈率，略低于行业平均。

图表 2.公司半年度业绩摘要

(人民币, 百万)	09 年上半年	10 年上半年	同比变动(%)
餐饮	203	291	43.7
客房	152	218	43.7
娱乐	26	35	36.0
管理费、租赁收入及其他	34	40	17.1
酒店业务收入 小计	415	585	41.0
光电产品	8	12	45.9
售房	136	52	(61.4)
营业收入 合计	559	649	16.2
营业成本	(281)	(289)	2.8
毛利润	278	360	29.7
营业税金及附加	(30)	(36)	20.3
销售费用	(9)	(12)	41.9
管理费用	(152)	(200)	31.0
财务费用	(38)	(53)	39.1
资产减值损失	(2)	1	(137.6)
投资收益	(0)	1	(233.9)
营业利润	45	60	33.0
营业外支出净额	41	37	(10.0)
利润总额	87	97	12.5
所得税费用	(5)	(11)	136.2
少数股东损益	(8)	(5)	(38.5)
净利润	74	81	10.3
非经常性损益	40	38	(5.8)
扣非后净利润	34	43	29.3
盈利能力(%)			
毛利率	49.7	55.5	
营业利润率	8.1	9.3	
有效所得税率	5.5	11.5	
净利率	13.2	12.5	
扣非后净利率	6.0	6.7	

资料来源：公司数据

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 9 月 13 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371