

## 方正证券研究中心

餐饮旅游行业高级研究员 李莹莹

执业证书编号: S1220210100003

电话: (86010)68582892

电邮: liyingying@foundersc.com

餐饮旅游行业研究员 赵莎莎

电话: (86010)68584857

电邮: zhaoshasha@foundersc.com

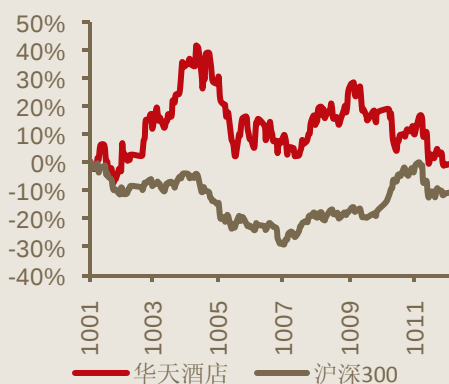
### 市场数据

|              |              |
|--------------|--------------|
| 总市值(亿元)      | 50.32        |
| 总股本(亿股)      | 5.53         |
| 流通股本(亿股)     | 3.02         |
| 12个月最高/最低(元) | 12.65/7.8    |
| 主要股东         | 华天实业控股集团有限公司 |

### 主要财务指标

| (亿元)   | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入   | 12.7  | 16.0  | 15.8  | 17.6  |
| 增长率    | 41.0% | 25.7% | -1.0% | 11.4% |
| 净利润    | 1.4   | 1.7   | 2.2   | 2.8   |
| 增长率    | 7.4%  | 19.6% | 29.5% | 24.3% |
| EPS(元) | 0.26  | 0.31  | 0.40  | 0.50  |
| ROE    | 11.0% | 12.5% | 15.2% | 17.6% |
| P/E    | 33.9  | 29.5  | 22.8  | 18.3  |
| P/B    | 3.7   | 3.7   | 3.5   | 3.2   |

### 公司相对沪深300指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

# 华开天下正当时

## 华天酒店(000428)深度调研报告

公司研究·调研报告

2010.12.6 买入

当前股价 8.75

餐饮旅游行业

### 投资要点

※**公司竞争优势明显**。公司在湖南省内有着无可比拟的品牌优势,这将有助于公司快速完善省内的高星级酒店网络布局。此外,公司强大的政府背景无可比拟:中部华天城 1000 套别墅的批文,高星级酒店客源主要来自政府部门及当地大型企事业单位等均能反映公司这一优势。

※**酒店主业盈利拐点已经显现**。目前公司酒店业务占收入和利润的比例分别为 88.7%和 68.9%。随着近几年新开酒店渡过培育期,公司酒店业务盈利能力不断提高,净利率在 2008 年已出现拐点,并预计将由 2009 年的 9.16%提高至 2012 年的 12.63%,公司 2010-2012 年净利润分别达到 1.03 亿元、1.37 亿元、1.66 亿元,复合增长率为 24.88%。

※**酒店连锁即将进入快速扩张期——立足省内,面向全国,走向世界**。根据《华天集团“十二五”战略规划》,到 2015 年,公司管理的酒店要达到 165 家,其中高星级酒店达到 64 家以上,华天之星超过 101 家。这意味着公司未来 5 年内至少要增加 50 家高星级酒店,70 家经济型酒店,公司酒店扩张大幅提速。从公司目前新店运营情况来看,由于取得成本不高以及华天强大的品牌效应和运营能力,一些酒店 1 年就实现盈利,我们非常看好公司酒店业务的快速成长。

※**中部华天城拥有巨大想象空间,项目前景值得期待**。一是独特的温泉资源是其进行旅游开发不可复制的竞争优势,二是政府的支持成为该项目成功的有力保障,三是区域经济的快速发展提升了房屋购买力和休闲度假需求。别墅项目收益预期值得乐观:粗略估计,别墅项目总计实现销售收入 33 亿元,按净利率 30%计算,合计盈利 9.9 亿元。另外,我们从土地升值角度来看,公司 1 万亩的土地储备将增值 17 亿元,想象空间巨大。

※**进军景区业务,完善旅游产业链**。公司将参与旅游产业休闲度假中心的开发建设,我们认为该项目有以下优势:1、地理位置优越;2、政府鼓励旅游者市区居住、景区游玩;3、天门山国家森林公园近年来增长势头非常强劲。此外,公司作为湖南省内的旅游资源整合平台,对张家界成熟景区收购预期始终存在。

※**有别于市场的观点**。1、湖南省二三线城市高星级酒店市场还存在很大发展空间。2、地产调控政策对公司房地产业务影响不大。我们预计 2010-2012 公司 EPS 为 0.31、0.4、0.5 元,结合行业和公司 PE、PS 估值情况,合理价格为 15 元,给予“买入”评级。

※**风险因素**。酒店项目选择失误,地产项目销售达不到预期。

## 目 录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 一、公司概况.....                       | 4  |
| 二、湖南省内二三线城市高星级酒店市场仍有较大发展空间 .....  | 5  |
| 三、内生增长+外延扩张共推酒店主业快速发展，盈利拐点已现..... | 7  |
| 1、酒店业：餐饮收入占比高，客房以团体接待为主.....      | 7  |
| 2、公司酒店业务竞争优势明显.....               | 8  |
| 3、近年新开高星级酒店进入快速成长期.....           | 8  |
| 4、华天之星扭亏为盈，开始大量释放利润.....          | 16 |
| 5、高星级酒店加快扩张步伐-立足省内，面向全国，走向世界..... | 18 |
| 四、房地产业务可持续性较强，且优势明显 .....         | 20 |
| 1、酒店收购与房地产开发互惠互利.....             | 20 |
| 2、地产调控政策对公司房地产业务影响不大.....         | 21 |
| 3、经营模式向“酒店+地产+商业”转变.....          | 21 |
| 4、房地产业务将持续为公司贡献利润.....            | 21 |
| 五、宁乡灰汤温泉中部华天城拥有巨大想象空间 .....       | 24 |
| 1、项目前景值得看好.....                   | 24 |
| 2、温泉酒店春节前试运营，有望一年渡过培育期.....       | 25 |
| 3、别墅项目收益预期乐观.....                 | 26 |
| 六、进军景区业务，完善旅游产业链.....             | 27 |
| 七、光电业务盈利能力强，但受政策影响波动大 .....       | 28 |
| 八、盈利预测与估值 .....                   | 29 |
| 九、投资风险.....                       | 31 |

## 图表目录

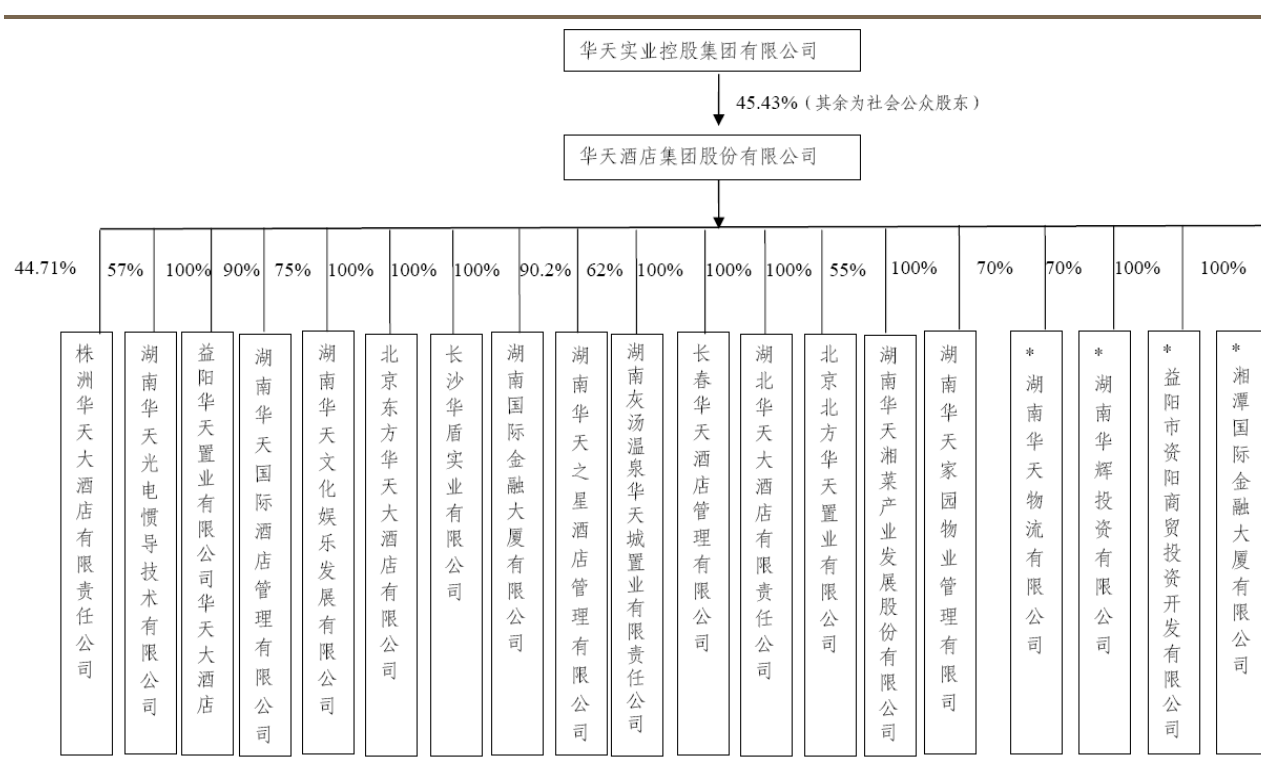
|       |                                 |    |
|-------|---------------------------------|----|
| 图表 1  | 华天酒店股权结构.....                   | 4  |
| 图表 2  | 2010H1 公司收入及净利润构成情况.....        | 5  |
| 图表 3  | 七大区域高星级酒店数量分布情况.....            | 5  |
| 图表 4  | 湖南省星级饭店供求情况（年可供出租和实际客房数量）.....  | 6  |
| 图表 5  | 北京市星级饭店供求情况（年可供出租和实际客房数量）.....  | 6  |
| 图表 6  | 2010 年湖南省各地市高星级酒店数量.....        | 6  |
| 图表 7  | 2007-2010H1 公司酒店业务收入构成.....     | 7  |
| 图表 8  | 2007-2010H1 公司酒店业分业务毛利率.....    | 8  |
| 图表 9  | 公司高星级酒店基本情况.....                | 8  |
| 图表 10 | 潇湘华天大酒店盈利预测.....                | 9  |
| 图表 11 | 长春华天大酒店盈利预测.....                | 10 |
| 图表 12 | 益阳华天大酒店盈利预测.....                | 11 |
| 图表 13 | 北京世纪华天大酒店盈利预测.....              | 11 |
| 图表 14 | 华天大酒店总店盈利预测.....                | 12 |
| 图表 15 | 华天娱乐公司盈利预测.....                 | 12 |
| 图表 16 | 武汉华天大酒店盈利预测.....                | 13 |
| 图表 17 | 株洲华天大酒店盈利预测.....                | 14 |
| 图表 18 | 钓鱼台山庄和衡阳华天盈利预测.....             | 14 |
| 图表 19 | 国际酒店管理公司盈利预测.....               | 15 |
| 图表 20 | 华天之星下属酒店情况.....                 | 16 |
| 图表 21 | 2007-2010Q1-3 华天之星营业收入及净利润..... | 17 |
| 图表 22 | 华天之星酒店数量.....                   | 17 |
| 图表 23 | 华天之星盈利预测.....                   | 17 |
| 图表 24 | 公司酒店业务净利率.....                  | 18 |
| 图表 25 | 公司酒店业务盈利预测.....                 | 18 |
| 图表 26 | 公司高星级酒店数量.....                  | 19 |
| 图表 27 | 公司房地产业务营业收入及净利润.....            | 22 |
| 图表 28 | 2010-2012 年公司房地产业务结算预测.....     | 22 |
| 图表 29 | 公司房地产业务盈利预测.....                | 23 |
| 图表 30 | 长株潭 2010 年工业增加值月度同比增速.....      | 25 |
| 图表 31 | 项目外部交通网络示意图.....                | 25 |
| 图表 32 | 温泉酒店入住人数及营业收入预测.....            | 26 |
| 图表 33 | 张家界旅游人数和旅游总收入.....              | 27 |
| 图表 34 | 天门山国家森林公园旅游人数.....              | 28 |
| 图表 35 | 光电业务盈利预测.....                   | 28 |
| 图表 36 | 公司各业务收入及利润预测.....               | 29 |
| 图表 37 | 公司分项业务 PB 估值情况.....             | 30 |
| 图表 38 | 公司分项业务 PS 估值情况.....             | 30 |
| 图表 39 | 可比上市公司市盈率比较.....                | 30 |
| 图表 40 | 财务报表及指标预测.....                  | 32 |

## 一、公司概况

### 1、公司股权结构

华天酒店是一家以酒店为核心，房地产与旅游为两翼，誉满三湘、比肩国际的现代旅游服务企业，也是湖南省首家享有盛誉的超豪华五星级酒店。公司 1995 年成立华天国际酒店管理公司，开始酒店集团化连锁发展，公司托管总资产逾 80 亿元，拥有高星级与经济型酒店近 50 家；公司连锁酒店遍布湖南 14 个州市及北京、上海、武汉、郑州、长春、南昌、西宁、呼和浩特等全国主要中心城市。

图表 1 华天酒店股权结构



资料来源：公司公告 方正证券研究所

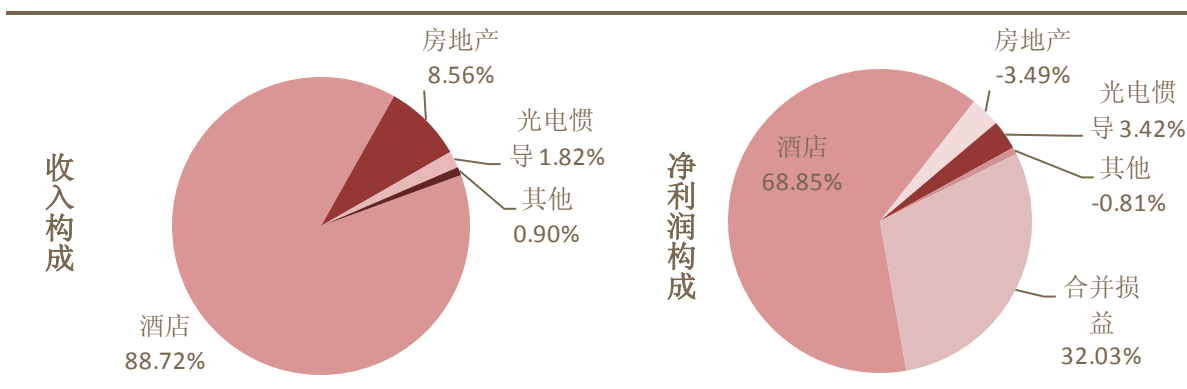
注：标\*为 2010 年新成立子公司，尚未开展业务；湖南华辉投资有限公司为 2010 年待清算的子公司

### 2、公司主营业务介绍

2010 年前 3 季度，公司实现主营业务收入 10.02 亿元，同比增长 19.48%；归属于母公司的净利润 1.12 亿元，同比增长 25.8%。其中，酒店业务是公司最主要的收入和利润来源，2010 年 1-3 季度占收入的比重达到 88.7%，贡献净利润 68.9%；若扣除合并损益的影响，其对公司净利润的贡献率为 100%。房地产业务主要系酒店周边土地的开发利用，该业务在帮助公司快速回笼资金的同时，由于土地成本较低均能获得较好收益。光电子产品由公司控股子公司湖南华天光电惯导技术有限公司生产经营，属军工产品，收入占比不高且波动性较大，但利润率很高，已成为公司主业的

有力补充。公司未来将在“酒店+地产”模式的基础上向“酒店+地产+商业”的模式发展，同时向旅游综合开发业务延伸。

图表 2 2010H1 公司收入及净利润构成情况

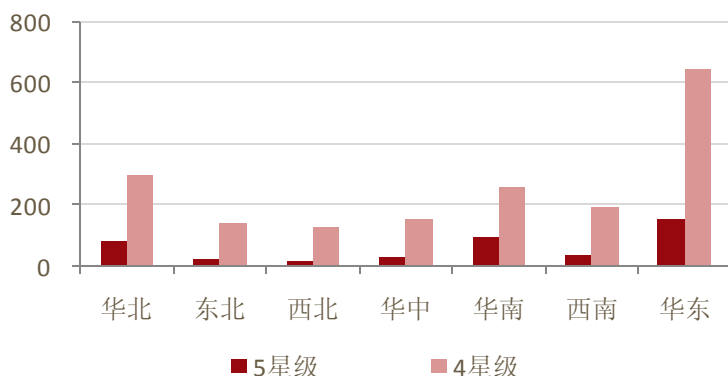


资料来源：公司公告 方正证券研究所

## 二、湖南省内二三线城市高星级酒店市场仍有较大发展空间

经过近几年的快速发展，截止 2009 年底，全国星级酒店总数近 1.5 万家，其中五星级酒店 500 家，四星级酒店 1900 家，高星级酒店市场已经出现供过于求的现状。同时，星级酒店也存在区域分布不平衡和在省会及中心城市集中分布的问题，供求状况比较失衡的地区主要集中在华东和华北（集中了中国星级酒店数量和客房存量的 60%），而华中、东北和西北地区仍存在一定发展空间。

图表 3 七大区域高星级饭店数量分布情况

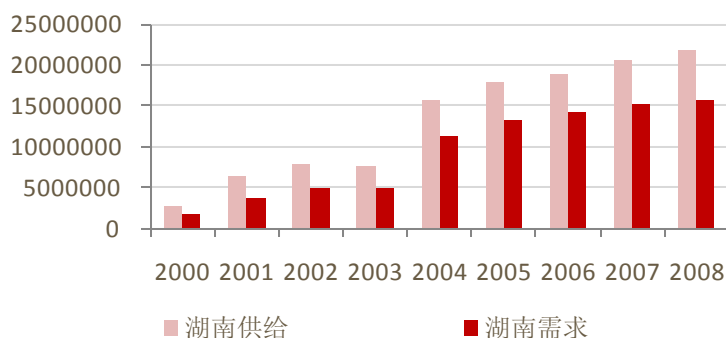


资料来源：《中国饭店业发展报告 2009》 方正证券研究所

湖南省隶属华中地区，从供求状况来看高星级酒店市场已出现竞争激烈现象，但与北京、上海等地区比较而言，供过于求的问题尚不突出。我们从出租率指标可观察到，全国星级酒店平均

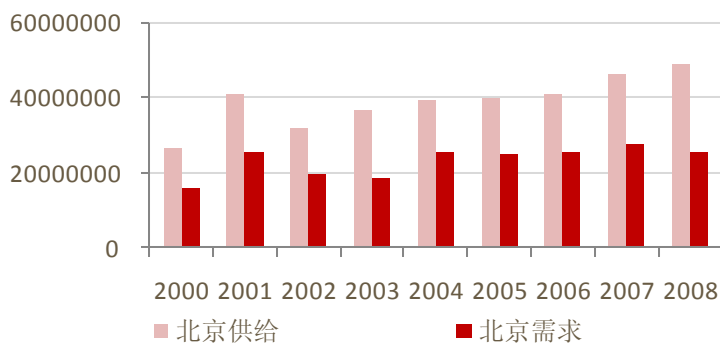
客房出租率为 58.30%，湖南省为 72.58%，这也反映出湖南的供求状况远好于全国平均水平。

图表 4 湖南省星级饭店供求情况（年可供出租和实际客房数量）



资料来源：《中国饭店业发展报告 2009》 方正证券研究所

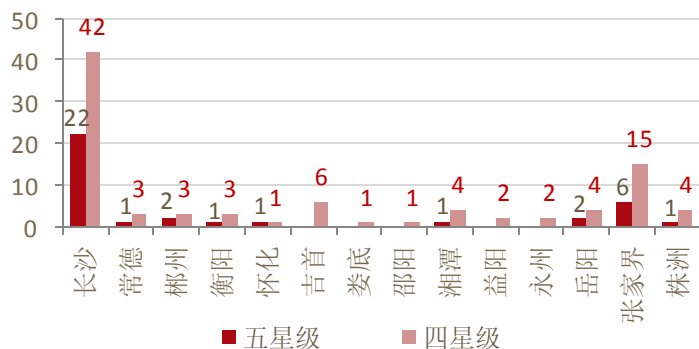
图表 5 北京市星级饭店供求情况（年可供出租和实际客房数量）



资料来源：《中国饭店业发展报告 2009》 方正证券研究所

分地市来看，我们认为对于人口稠密、旅游资源丰富的湖南省而言，二三线城市的高星级酒店市场还存在很大发展空间。一方面，湖南的高星级酒店主要集中在省会城市长沙和旅游城市张家界，其他市州高星级酒店供给很少，且有的市州（如吉首、娄底等）还没有 5 星级酒店；另一方面，随着当地经济的快速发展和居民消费升级，对高星级酒店的需求也将快速提升。

图表 6 2010 年湖南省各地市高星级饭店数量



资料来源：携程旅行网 方正证券研究所（注：五星级包含未分级的豪华酒店，四星级包含未分级的高档酒店）

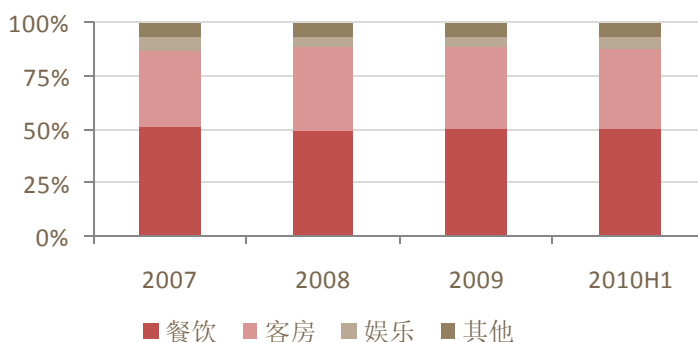
### 三、内生增长+外延扩张共推酒店主业快速发展，盈利拐点已现

#### 1、酒店业：餐饮收入占比高，客房以团体接待为主

2010 年上半年，公司餐饮收入 2.91 亿元，同比上涨 43.65%，占酒店业收入的 49.9%，毛利率 51.34%；客房收入 2.18 亿元，同比增长 43.65%，占酒店业收入的 37.4%，毛利率 61.30%。多年来，公司餐饮收入均超过客房业务。其中，会议接待客户占餐饮客源的 60%左右，收入比较稳定，这种餐饮客房的收入结构也将继续保持下去。

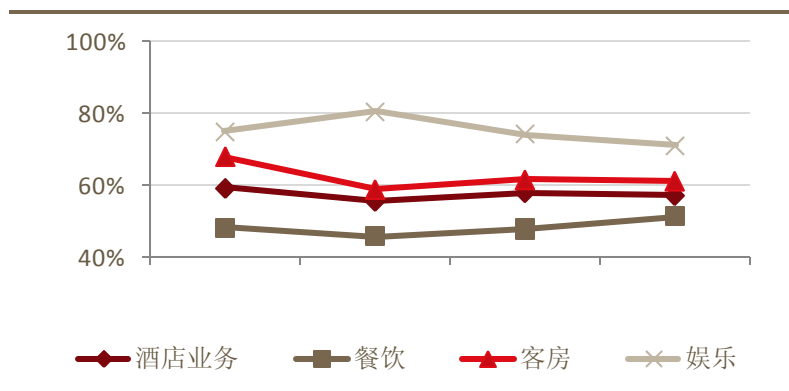
客源结构方面，公司的星级酒店主要以政务及企事业单位团体活动接待为主，因此，客房入住率常年比较稳定，受旅游人数变化影响有限。以长沙华天大酒店为例，作为湖南省定点外事接待酒店，团体客接待量占比近 90%，散客（含网络预订）仅 10%左右，房价处于长沙 5 星级酒店平均水平之上，出租率基本稳定在 70%左右。在稳定发展团体客源的同时，公司欲加大渠道网络的建设，特别是酒店订房网络系统的建立与推广，不仅建立和维护了华天的忠实客户群，也增强了华天品牌的网络扩张能力。

图表 7 2007-2010H1 公司酒店业务收入构成



资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 8 2007-2010H1 公司酒店业分业务毛利率



资料来源：公司公告 方正证券研究所

## 2、公司酒店业务竞争优势明显

### (1) 湖南省内无可比拟的品牌优势

华天酒店已成为我国中西部地区最大的民族酒店品牌，在湖南省内有着无可比拟的品牌优势，这将有助于公司快速完善省内的高星级酒店网络布局。鉴于高档酒店可提升城市生活品质，加快酒店周边商业区建设，有助于政府提升地区形象、招商引资和增加社会就业，地方政府往往希望在当地至少有一家五星级酒店，华天在湖南的品牌优势令其成为不二人选。并且，当地政府在出售酒店资产给公司时往往报以较低价格（从公司以往多次从酒店收购中获得合并收益可见端倪），与此同时，公司还能以极低的价格、甚至免费，获得酒店物业周边一定面积的土地使用权进行房地产开发。如：益阳华天大酒店项目、星沙国家级经济开发区项目、长沙华天苑酒店+地产项目等。

### (2) 强大的政府背景无人能比

上述品牌优势需要政府背景的支持，除此之外，以下几点也能显现出华天的强势背景：一是中部华天城 1000 套别墅的批文，在湖南，只有华天能一次性拿到长沙地区这么大规模的别墅开发资格；二是公司的高星级酒店客源主要来自政府部门及当地大型企事业单位，比如位于长沙的华天大酒店总店是湖南省定点外事接待酒店，长春华天大酒店被吉林省政府指定为“中央及吉林省、市直单位出差和会议接待服务定点饭店”，由此可以看出公司和当地政府的良好合作关系；另外，公司酒店、地产项目都能得到当地政府的支持，并尽可能给予税收等方面的优惠政策。

## 3、近年新开高星级酒店进入快速成长期

目前，公司拥有自营高星级酒店 7 家（已营业），承包 3 家，托管 4 家。

图表 9 公司高星级酒店基本情况

| 自营酒店 | 股权比例 | 物业建筑面积 | 星级 | 房间数 | 备注 |
|------|------|--------|----|-----|----|
|------|------|--------|----|-----|----|

| 长沙华天大酒店    | 100%      | 120000   | 5  | 708  | 1988.5.8 开业                                   |
|------------|-----------|----------|----|------|-----------------------------------------------|
| 益阳华天大酒店    | 100%      | 33000    | 5  | 283  | 2002.1 开业, 2009 年初在该地块上新建贵宾楼开业。               |
| 潇湘华天大酒店    | 100%      | 85611    | 5  | 563  | 2007.10 开业                                    |
| 北京世纪华天酒店   | 100%      | 44134    | 4  | 236  | 2008.6 开业                                     |
| 武汉凯旋门华天大酒店 | 100%      | 40756    | 5  | 247  | 2005.8-2007 年中期托管经营, 之后承包经营, 2008 年 6 月全资收购自营 |
| 株洲华天酒店     | 44.47%    | 43,669   | 5  | 239  | 2002 年开业, 2009 年完成收购自营                        |
| 长春华天大酒店    | 100%      | 42474    | 5  | 366  | 2008.4 开业, 2009.2 完成收购自营                      |
| 湘潭国金大厦     | 100%      | 48253.88 | 5  |      | 2011 年开业                                      |
| 益阳大厦       | 100%      | 18283.34 | 4  | 110  | 2011 年开业                                      |
| 星沙华天商务酒店   | 55%       | 23701    | 5  | 240  | 2011 年开业                                      |
| 合计         |           | 499882   |    | 2992 |                                               |
| 承包经营酒店     | 时间        | 物业建筑面积   | 星级 | 房间数  | 备注                                            |
| 北京钓鱼台山庄    | 2005.5.22 | 19152    | 5  | -    | 仅剩餐饮业务承包                                      |
| 芙蓉华天大酒店    | 2003.5.8  |          | 4  | 291  |                                               |
| 常德华天大酒店    | 2001.1.1  | 20000    | 4  | 238  |                                               |
| 托管经营酒店     | 时间        | 物业建筑面积   | 星级 | 房间数  | 备注                                            |
| 衡阳华天大酒店    | 2005.9.30 | 51000    | 4  | 275  |                                               |
| 浏阳华天大酒店    | 2008.9    | 35000    | 5  | 350  |                                               |
| 岳阳华天大酒店    | 2007.1.1  | 20000    | 4  | 143  |                                               |
| 永州华天大酒店    | 2008.4.2  |          | 4  | 157  |                                               |

资料来源: 公司资料 方正证券研究所

### (1) 新店开始大量贡献利润

**潇湘华天大酒店:** 处于长沙市交通便利的芙蓉中路最繁华的 CBD 中央商务区, 毗邻长沙市东西主干道五一大道。系公司 2006 年 2.3 亿元价格竞得湖南国际金融大厦后投资 2 亿元装修改造而成, 于 2007 年 10 月开业, 2009 年开始进入快速成长期。目前出租率已达到 68%, 且上升势头很强劲, 平均房价 506 元左右。

图表 10 潇湘华天大酒店盈利预测

| 万元   | 2007    | 2008     | 2009    | 2010E    | 2011E   | 2012E     |
|------|---------|----------|---------|----------|---------|-----------|
| 房间数  | 490     | 490      | 563     | 563      | 563     | 563       |
| 出租率  |         | 49.74%   | 53.56%  | 68.00%   | 72.00%  | 73.00%    |
| 平均房价 |         | 506.58   | 484.53  | 510      | 520.20  | 530.60    |
| 客房收入 | 282.46  | 3569.00  | 5332.76 | 7126.57  | 7696.69 | 7959.66   |
| YOY% |         | 1163.54% | 49.42%  | 33.64%   | 8.00%   | 3.42%     |
| 餐饮收入 | 1078.95 | 5654.01  | 7555.99 | 10200.59 | 12240.7 | 14688.845 |
| YOY% |         | 424.03%  | 33.64%  | 35%      | 20%     | 20%       |
| 娱乐收入 |         | 405.47   | 694.68  | 958.56   | 958.56  | 1150.27   |
| YOY% |         |          | 71.33%  | 37.99%   | 20%     | 20%       |
| 其他收入 | 71.65   | 539.39   | 1168.68 |          |         |           |

|      |         |          |          |          |          |          |
|------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| YOY% |         | 652.76%  | 116.67%  |          |          |          |
| 营业收入 | 1433.04 | 10167.86 | 14752.11 | 18285.71 | 21087.66 | 24028.83 |
| YOY% |         | 609.53%  | 45.09%   | 23.95%   | 15.32%   | 13.95%   |
| 营业利润 | 987.11  | 6420.05  | 10082.31 | 12464.56 | 14550.49 | 16579.89 |
| YOY% |         | 550.39%  | 57.04%   | 23.63%   | 16.73%   | 13.95%   |
| 毛利率  | 68.88%  | 63.14%   | 68.34%   | 68.17%   | 69.00%   | 69.00%   |
| 净利润  | -889.63 | -1108.85 | 1374.75  | 1837.72  | 2319.64  | 2883.46  |
| YOY% |         |          |          | 33.68%   | 26.22%   | 24.31%   |
| 净利率  | -62.08% | -10.91%  | 9.32%    | 10.05%   | 11.00%   | 12.00%   |

资料来源：公司资料 方正证券研究所

**长春华天大酒店：**座落于长春市绿园区，距市中心仅 10 分钟车程，地理位置十分优越，是华天集团的东北旗舰店，被吉林省政府指定为“中央及吉林省、市直单位出差和会议接待服务定点饭店”。同时，周边大型企业集团众多，如一汽、中国北车等，其中，一汽贡献了约 40%的客源。随着长春经济的快速发展，酒店成长非常迅速，目前出租率已由 2008 年的不足 40%上升至 60%以上。

图表 11 长春华天大酒店盈利预测

| 万元   | 2008    | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 房间数  | 366     | 366      | 366      | 366      | 366      |
| 出租率  | 39.77%  | 53.10%   | 65.00%   | 70.00%   | 73.00%   |
| 平均房价 | 455.61  | 410.91   | 403      | 410.00   | 420.00   |
| 客房收入 | 1530.97 | 2914.59  | 3499.39  | 3834.03  | 4095.87  |
| YOY% |         | 90.38%   | 20.06%   | 9.56%    | 6.83%    |
| 餐饮收入 | 3159.75 | 5700.67  | 6840.80  | 8208.96  | 9850.76  |
| YOY% |         | 80.42%   | 20%      | 20%      | 20%      |
| 娱乐收入 | 21.37   | 1433.63  | 1720.36  | 2064.43  | 2477.32  |
| YOY% |         | 6607.85% | 20.00%   | 20%      | 20%      |
| 其他收入 | 589.58  |          |          |          |          |
| YOY% |         | -100.00% |          |          |          |
| 营业收入 | 5301.67 | 10048.89 | 12060.56 | 14107.43 | 16423.95 |
| YOY% |         | 89.54%   | 20.02%   | 16.97%   | 16.42%   |
| 营业利润 | 2905.06 | 5806.75  | 7486.14  | 8958.22  | 10593.45 |
| YOY% |         | 99.88%   | 28.92%   | 19.66%   | 18.25%   |
| 毛利率  | 54.80%  | 57.78%   | 62.07%   | 63.50%   | 64.50%   |
| 净利润  | 142.41  | 1764.25  | 1873.71  | 2257.19  | 2792.07  |
| YOY% |         | 1138.85% | 6.20%    | 20.47%   | 23.70%   |
| 净利率  | 2.69%   | 17.56%   | 15.54%   | 16.00%   | 17.00%   |

资料来源：公司资料 方正证券研究所

**益阳华天大酒店：**座落在益阳市中心城区经济、商贸、政治荟萃的黄金地段，距火车站、汽车站均只有五分钟车程。2002 年

1 月开业，2007 年公司收购益阳华天物业和周边地块，2009 年初在该地块上新建贵宾楼开业。随着贵宾楼出租率的不断提高，益阳华天的整体房价水平也将随之提升，酒店盈利快速增长。

图表 12 益阳华天大酒店盈利预测

| 万元   | 2007    | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 房间数  | 158     | 158     | 283     | 283     | 283     | 283     |
| 出租率  | 79.98%  | 87.37%  | 55.80%  | 60.00%  | 65.00%  | 70.00%  |
| 平均房价 | 305.19  | 304.54  | 317.59  | 345.00  | 355.00  | 360.00  |
| 客房收入 | 1407.78 | 1531.08 | 1836.84 | 2145.76 | 2391.95 | 2612.23 |
| YOY% |         | 8.76%   | 19.97%  | 17.00%  | 10.50%  | 10.00%  |
| 餐饮收入 | 2622.25 | 2525.24 | 3002.29 | 3362.56 | 3698.82 | 4068.70 |
| YOY% |         | -3.70%  | 18.89%  | 12%     | 10%     | 10%     |
| 娱乐收入 | 281.20  | 370.06  | 338.75  | 338.75  | 338.75  | 338.75  |
| YOY% |         | 31.60%  | -8.46%  | 0.00%   | 0%      | 0%      |
| 其他收入 | 109.42  | 11.19   | 31.39   |         |         |         |
| YOY% |         | -89.78% | 180.68% |         |         |         |
| 营业收入 | 4419.74 | 4437.58 | 5209.27 | 5847.07 | 6429.52 | 7019.68 |
| YOY% |         | 0.40%   | 17.39%  | 12.24%  | 9.96%   | 9.18%   |
| 营业利润 | 2380.78 | 2479.12 | 2986.16 | 3467.03 | 3922.01 | 4422.40 |
| YOY% |         | 4.13%   | 20.45%  | 16.10%  | 13.12%  | 12.76%  |
| 毛利率  | 53.87%  | 55.87%  | 57.32%  | 59.30%  | 61.00%  | 63.00%  |
| 净利润  | 482.32  | 489.77  | 660.35  | 745.87  | 867.99  | 1017.85 |
| YOY% |         | 1.55%   | 34.83%  | 12.95%  | 16.37%  | 17.27%  |
| 净利率  | 10.91%  | 11.04%  | 12.68%  | 12.76%  | 13.50%  | 14.50%  |

资料来源：公司资料 方正证券研究所

北京世纪华天大酒店：2008 年 6 月 28 日开业，当年受制于奥运管制，盈利大幅低于预期，2009 年扭亏为盈。酒店目前得到越来越多的在京或进京湖南人的认可，餐饮是其一大特色。

图表 13 北京世纪华天大酒店盈利预测

| 万元   | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 房间数  | 236     | 236     | 236     | 236     | 236     |
| 出租率  | 28.23%  | 41.31%  | 55.00%  | 60.00%  | 65.00%  |
| 平均房价 | 620.88  | 479.28  | 510     | 520.00  | 530.00  |
| 客房收入 | 588.39  | 1705.48 | 2416.23 | 2687.57 | 2967.52 |
| YOY% |         | 189.86% | 42.00%  | 11.00%  | 11.00%  |
| 餐饮收入 | 1134.79 | 3986.07 | 5181.90 | 5700.09 | 6270.10 |
| YOY% |         | 251.26% | 30%     | 10%     | 10%     |
| 其他收入 | 153.94  | 360.51  | 504.71  | 555.18  | 610.70  |
| YOY% |         | 134.19% | 40.00%  | 10%     | 10%     |
| 营业收入 | 1877.12 | 6052.06 | 8102.83 | 8942.84 | 9848.32 |
| YOY% |         | 222.41% | 33.89%  | 10.37%  | 10.13%  |

|      |         |         |          |         |         |
|------|---------|---------|----------|---------|---------|
| 营业利润 | 749.05  | 3912.86 | 5499.63  | 6170.56 | 6893.82 |
| YOY% |         | 422.38% | 40.55%   | 12.20%  | 11.72%  |
| 毛利率  | 39.90%  | 64.65%  | 67.87%   | 69.00%  | 70.00%  |
| 净利润  | -892.81 | 33.22   | 1324.34  | 1565.00 | 1821.94 |
| YOY% |         |         | 3886.59% | 18.17%  | 16.42%  |
| 净利率  | -47.56% | 0.55%   | 16.34%   | 17.50%  | 18.50%  |

资料来源：公司资料 方正证券研究所

## (2) 成熟酒店稳中有升，成为公司酒店业的有效保障

**华天大酒店总店：**是湖南省定点外事接待酒店，团体客接待量占比近 90%，散客及网络预订仅 10%左右，房价处于长沙 5 星级酒店平均水平之上，入住率基本稳定在 70%左右。今年对贵宾楼的 23-24 楼和迎宾楼的 16-18 楼进行了装修，对贵宾楼二楼的西餐厅进行了翻新改造。贵宾楼 23-24 楼由原来的普标升级为豪华行政间，房价由 500 元/间升至 2300 元/间（长协价）

图表 14 华天大酒店总店盈利预测

| 万元   | 2007     | 2008     | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 房间数  | 708      | 708      | 708      | 708      | 708      | 708      |
| 出租率  | 71.24%   | 68.34%   | 73.53%   | 73.00%   | 73.50%   | 73.50%   |
| 平均房价 | 498.31   | 493.83   | 500.44   | 500      | 500      | 505      |
| 客房收入 | 9173.09  | 8721.49  | 9508.91  | 9432.33  | 9496.94  | 9591.90  |
| YOY% |          | -4.92%   | 9.03%    | -0.81%   | 0.68%    | 1.00%    |
| 餐饮收入 | 11930.41 | 11796.13 | 12480.23 | 13728.25 | 14414.67 | 14847.11 |
| YOY% |          | -1.13%   | 5.80%    | 10%      | 5%       | 3%       |
| 其他收入 | 1671.22  | 1501.03  | 736.98   | 844.01   | 844.01   | 844.01   |
| YOY% |          | -10.18%  | -50.90%  | 14.52%   | 0%       | 0%       |
| 营业收入 | 22774.71 | 22018.65 | 22726.13 | 24004.59 | 24755.61 | 25283.02 |
| YOY% |          | -3.32%   | 3.21%    | 5.63%    | 3.13%    | 2.13%    |
| 营业利润 | 13010.96 | 12580.43 | 13204.05 | 13594.94 | 13912.65 | 14158.49 |
| YOY% |          | -3.31%   | 4.96%    | 2.96%    | 2.34%    | 1.77%    |
| 毛利率  | 57.13%   | 57.14%   | 58.10%   | 56.63%   | 56.20%   | 56.00%   |
| 净利润  | 1910.32  | 1406.98  | -216.35  | 960.18   | 1237.78  | 1516.98  |
| YOY% |          | -26.35%  | -115.38% | -543.81% | 28.91%   | 22.56%   |
| 净利率  | 8.39%    | 6.39%    | -0.95%   | 4.00%    | 5.00%    | 6.00%    |

资料来源：公司资料 方正证券研究所

图表 15 华天娱乐公司盈利预测

| 万元   | 2007    | 2008    | 2009    | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 娱乐收入 | 2880.32 | 2149.72 | 2149.82 |        |        |        |
| YOY% |         | -25.37% | 0.00%   |        |        |        |
| 其他收入 |         | 262.41  | 267.15  | 267.15 | 267.15 | 267.15 |
| YOY% |         |         |         |        |        |        |

|        |         |         |          |         |         |         |
|--------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入   | 2880.32 | 2412.21 | 2416.97  | 2502.73 | 2577.81 | 2655.14 |
| YOY%   |         | -16.25% | 0.20%    | 3.55%   | 3.00%   | 3.00%   |
| 营业利润   | 2305.98 | 2042.95 | 1980.11  | 2135.62 | 2191.14 | 2256.87 |
| YOY%   |         | -11.41% | -3.08%   | 7.85%   | 2.60%   | 3.00%   |
| 毛利率    | 80.06%  | 84.69%  | 81.93%   | 85.33%  | 85.00%  | 85.00%  |
| 净利润    | 183.19  | 177.21  | -33.15   | 567.85  | 584.89  | 602.43  |
| YOY%   |         | -3.26%  | -118.71% |         | 3.00%   | 3.00%   |
| 净利率    | 6.36%   | 7.35%   | -1.37%   | 22.69%  | 22.69%  | 22.69%  |
| 股权比例   | 75%     | 75%     | 75%      | 75%     | 75%     | 75%     |
| 少数股东损益 | 43.51   | 42.09   | -8.29    | 141.96  | 146.22  | 150.61  |
| 权益净利润  | 139.68  | 135.12  | -24.86   | 425.89  | 438.66  | 451.82  |

资料来源：公司资料 方正证券研究所

**武汉华天大酒店：**公司 2005.8-2007 年中期托管经营，之后承包经营，2008 年 6 月 2.95 亿元全资收购自营，是公司运营比较成熟的酒店之一。今年酒店前的主干路在维修，对公司生产经营产生一定的负面影响，出租率有所下降。2011 年主干路维修完工，酒店出租率将随之回升。且明年将开放顶楼 28 层旋转餐厅，增加利润酒店餐饮收入。

图表 16 武汉华天大酒店盈利预测

| 万元   | 2007    | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 房间数  | 247     | 247     | 247     | 247     | 247     | 247     |
| 出租率  | 65.12%  | 65.42%  | 73.44%  | 65.00%  | 70.00%  | 73.00%  |
| 平均房价 | 430.68  | 483.7   | 473.97  | 470     | 479.40  | 488.99  |
| 客房收入 | 1919.42 | 3444.15 | 3068.80 | 2754.24 | 3025.42 | 3218.18 |
| YOY% |         | 79.44%  | -10.90% | -10.25% | 9.85%   | 6.37%   |
| 餐饮收入 | 1208.48 | 1497.82 | 2071.08 | 2112.50 | 2535.00 | 2915.25 |
| YOY% |         | 23.94%  | 38.27%  | 2.00%   | 20.00%  | 15.00%  |
| 其他收入 |         | 51.65   | 130.21  | 546.16  | 546.16  | 546.16  |
| YOY% |         |         | 152.13% | 319.44% | 0.00%   | 0.00%   |
| 营业收入 | 3127.90 | 4993.62 | 5270.09 | 5412.89 | 6106.58 | 6679.59 |
| YOY% |         | 59.65%  | 5.54%   | 2.71%   | 12.82%  | 9.38%   |
| 营业利润 | 2723.86 | 3790.07 | 3534.00 | 3680.77 | 4152.47 | 4542.12 |
| YOY% |         | 39.14%  | -6.76%  | 4.15%   | 12.82%  | 9.38%   |
| 毛利率  | 87.08%  | 75.90%  | 67.06%  | 68.00%  | 68.00%  | 68.00%  |
| 净利润  | 400.29  | 371.49  | 329.87  | 332.44  | 375.04  | 410.23  |
| YOY% |         | -7.19%  | -11.20% | 0.78%   | 12.82%  | 9.38%   |
| 净利率  | 12.80%  | 7.44%   | 6.26%   | 6.14%   | 6.14%   | 6.14%   |

资料来源：公司资料 方正证券研究所

**株洲华天大酒店：**是株洲市唯一的一家五星级豪华涉外酒店，由公司 2009 年从集团收购自营，股权比例 44.71%，其他股东还有株洲市国有资产管理中心和株洲市烟草局。作为一家成熟酒店，

其营业收入和利润今年取得较大幅度增长主要得益于在长株潭一体化，株洲当地经济快速发展背景下，餐饮收入的大幅增加。

图表 17 株洲华天大酒店盈利预测

| 万元     | 2009    | 2010H1  | 2010Q1-3 | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|--------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入   | 9809.07 | 5377.48 | 8317.31  | 11089.75 | 11644.24 | 12226.45 |
| YOY%   |         |         |          | 13.06%   | 5.00%    | 5.00%    |
| 营业利润   | 5716.49 | 3316.53 | 5071.71  | 6762.28  | 7100.40  | 7455.42  |
| YOY%   |         |         |          | 18.29%   | 5.00%    | 5.00%    |
| 毛利率    | 58.28%  | 61.67%  | 60.98%   | 60.98%   | 60.98%   | 60.98%   |
| 净利润    | 460.44  | 619.59  | 906.43   | 1208.57  | 1269.00  | 1332.45  |
| YOY%   |         |         |          | 162.48%  | 5.00%    | 5.00%    |
| 净利率    | 4.69%   | 11.52%  | 10.90%   | 10.90%   | 10.90%   | 10.90%   |
| 股权比例   | 44.71%  | 44.71%  | 44.71%   | 44.71%   | 44.71%   | 44.71%   |
| 少数股东损益 | 254.58  | 342.57  | 501.16   | 668.22   | 701.63   | 736.71   |
| 权益净利润  | 205.86  | 277.02  | 405.26   | 540.35   | 567.37   | 595.74   |

资料来源：公司资料 方正证券研究所（注：株洲华天净利润为扣除 7%管理费后的净利润）

除此之外，公司承包和托管经营的高星级酒店也基本都为成熟酒店。其中，北京钓鱼台山庄由公司直接承包经营，常德华天大酒店和芙蓉华天大酒店由管理公司承包经营；衡阳华天由公司直接托管，岳阳华天、浏阳华天由管理公司托管。北京钓鱼台山庄华天大酒店目前仅剩餐饮业务承包，人工成本的上涨令其 2009 年以来处于微损状态，但其盈利情况对公司影响不大。

图表 18 钓鱼台山庄和衡阳华天盈利预测

| 钓鱼台  | 2007    | 2008    | 2009    | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 3612.49 | 2359.28 | 1456.10 | 1480.48  | 1529.83  | 1580.88  |
| YOY% |         | -34.69% | -38.28% | 1.67%    | 3.33%    | 3.34%    |
| 营业利润 | 1995.31 | 989.73  | 526.63  | 655.63   | 677.49   | 700.10   |
| YOY% |         | -50.40% | -46.79% | 24.50%   | 3.33%    | 3.34%    |
| 毛利率  | 55.23%  | 41.95%  | 36.17%  | 44.29%   | 44.29%   | 44.29%   |
| 净利润  | 194.88  | 1618.80 | 3219.37 | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| YOY% |         | 730.67% | 98.87%  |          |          |          |
| 净利率  | 5.39%   | 68.61%  | 221.10% | 0.00%    | 0.00%    | 0.00%    |
| 衡阳华天 | 2007    | 2008    | 2009    | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
| 营业收入 |         |         |         | 3164.123 | 3322.329 | 3488.445 |
| YOY% |         |         |         |          | 5.00%    | 5.00%    |
| 营业利润 |         |         |         | 1960.93  | 2058.98  | 2161.93  |
| YOY% |         |         |         |          | 5.00%    | 5.00%    |
| 毛利率  |         |         |         | 61.97%   | 61.97%   | 61.97%   |
| 净利润  |         |         |         | 114.41   | 120.13   | 126.14   |
| YOY% |         |         |         |          | 5.00%    | 5.00%    |
| 净利率  |         |         |         | 3.62%    | 3.62%    | 3.62%    |

资料来源：公司资料 方正证券研究所

图表 19 国际酒店管理公司盈利预测

| 常德华天   | 2007     | 2008     | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入   | 5358.17  | 5027.12  | 4408.90  | 4512.08  | 4602.33  | 4694.37  |
| YOY%   |          | -6.18%   | -12.30%  | 2.34%    | 2.00%    | 2.00%    |
| 营业利润   | 2960.93  | 2730.77  | 2351.56  | 2315.24  | 2361.55  | 2408.78  |
| YOY%   |          | -7.77%   | -13.89%  | -1.54%   | 2.00%    | 2.00%    |
| 毛利率    | 55.26%   | 54.32%   | 53.34%   | 51.31%   | 51.31%   | 51.31%   |
| 净利润    | 571.16   | 462.77   | 236.31   | 90.24    | 230.12   | 234.72   |
| YOY%   |          | -18.98%  | -48.94%  | -61.81%  | 155.00%  | 2.00%    |
| 净利率    | 10.66%   | 9.21%    | 5.36%    | 2.00%    | 5.00%    | 5.00%    |
| 芙蓉华天   | 2007     | 2008     | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
| 营业收入   | 7819.23  | 8432.91  | 8220.82  | 8312.25  | 8395.38  | 8479.33  |
| YOY%   |          | 7.85%    | -2.52%   | 1.11%    | 1.00%    | 1.00%    |
| 营业利润   | 4600.16  | 5123.66  | 4989.98  | 5033.89  | 5084.23  | 5135.07  |
| YOY%   |          | 11.38%   | -2.61%   | 0.88%    | 1.00%    | 1.00%    |
| 毛利率    | 58.83%   | 60.76%   | 60.70%   | 60.56%   | 60.56%   | 60.56%   |
| 净利润    | 554.04   | 856.79   | 956.86   | 1177.12  | 1188.89  | 1200.78  |
| YOY%   |          | 54.64%   | 11.68%   | 23.02%   | 1.00%    | 1.00%    |
| 净利率    | 7.09%    | 10.16%   | 11.64%   | 14.16%   | 14.16%   | 14.16%   |
| 管理公司本部 | 2007     | 2008     | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
| 营业收入   | 820.58   | 1443.77  | 1071.76  | 1233.44  | 2233.44  | 3233.44  |
| YOY%   |          | 75.95%   | -25.77%  | 15.09%   | 81.07%   | 1.00%    |
| 营业利润   | 820.58   | 1443.77  | 1071.76  | 1233.44  | 2233.44  | 3233.44  |
| YOY%   |          | 75.95%   | -25.77%  | 15.09%   | 81.07%   | 44.77%   |
| 毛利率    | 100.00%  | 100.00%  | 100.00%  | 100.00%  | 100.00%  | 100.00%  |
| 净利润    | 368.07   | 961.80   | 772.48   | 782.06   | 1416.11  | 2050.16  |
| YOY%   |          | 161.31%  | -19.68%  | 1.24%    | 81.07%   | 44.77%   |
| 净利率    | 44.85%   | 66.62%   | 72.08%   | 63.41%   | 63.41%   | 63.41%   |
| 岳阳华天   | 2007     | 2008     | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
| 营业收入   |          |          |          | 3153.78  | 3185.32  | 3217.17  |
| YOY%   |          |          |          |          | 1.00%    | 1.00%    |
| 营业利润   |          |          |          | 1769.37  | 1787.07  | 1804.94  |
| YOY%   |          |          |          |          | 1.00%    | 1.00%    |
| 毛利率    |          |          |          | 56.10%   | 56.10%   | 56.10%   |
| 净利润    |          |          |          | 94.64    | 95.59    | 96.54    |
| YOY%   |          |          |          |          | 1.00%    | 1.00%    |
| 净利率    |          |          |          | 3.00%    | 3.00%    | 3.00%    |
| 管理公司合计 | 2007     | 2008     | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
| 营业收入   | 13997.98 | 14903.80 | 13701.48 | 17116.92 | 18320.87 | 19527.77 |
| YOY%   |          | 6.47%    | -8.07%   | 24.93%   | 7.03%    | 6.59%    |
| 营业利润   | 8381.67  | 9298.20  | 8413.30  | 10257.30 | 11370.69 | 12485.68 |

|        |         |         |         |         |         |         |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| YOY%   |         | 10.93%  | -9.52%  | 21.92%  | 10.85%  | 9.81%   |
| 毛利率    | 59.88%  | 62.39%  | 61.40%  | 59.92%  | 62.06%  | 63.94%  |
| 净利润    | 1493.27 | 2281.36 | 1965.65 | 2049.42 | 2835.12 | 3485.66 |
| YOY%   |         | 52.78%  | -13.84% | 4.26%   | 38.34%  | 22.95%  |
| 净利率    | 10.67%  | 15.31%  | 14.35%  | 11.97%  | 15.47%  | 17.85%  |
| 股权比例   | 90%     | 90%     | 90%     | 90%     | 90%     | 90%     |
| 少数股东损益 | 149.33  | 228.14  | 196.57  | 204.94  | 283.51  | 348.57  |
| 权益净利润  | 1343.94 | 2053.22 | 1769.09 | 1844.48 | 2551.60 | 3137.09 |

资料来源：公司资料 方正证券研究所（注：保守估计，假设 2011、2012 年各新增 4 家托管高星级酒店，具体分析见后面高星级酒店扩张部分）

#### 4、华天之星扭亏为盈，开始大量释放利润

华天之星旗下目前拥有门店数 31 家，其中 20 家自营店，4 家托管店；另有 7 家正在筹建（6 家托管、1 家自营），预计明年开业。华天之星 2010 年 3 季度成功扭亏为盈，实现营业收入 8859.5 万元，同比增长 74.5%；净利润 97.8 万元（2007-2009 年分别亏损 362 万、1210 万、621 万）；目前平均出租率 60-70%，平均房价在 140 左右。华天之星之所以获得盈利，主要系今年新开店较少。

根据公司对经济型酒店业务的发展规划，到 2015 年，经济型酒店要超过 101 家。日后，公司将主要采取成本投入少、收入有保证的加盟或托管方式进行扩张，只有对地理位置非常优越、盈利前景十分看好的门店会考虑采取自营方式；另外，公司会先以省内扩张为主，省外扩张为辅，在占领省内市场的基础上大举进军省外市场。在这种发展战略下，只要不再增加自营门店，随着前期新开店不断渡过培育期，华天之星将一扫疲态，对公司的利润贡献也将日渐明显，预计 2010-2012 年的权益净利润为 366.9 万元、1532.2 万元、2017.6 万元（不考虑日后新增门店）。

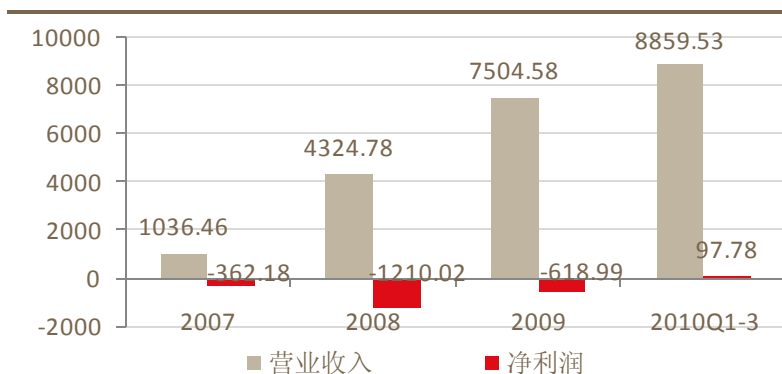
图表 20 华天之星下属酒店情况

| 店名      | 房间数量 | 经营方式 | 开业时间    | 店名         | 房间数量 | 经营方式 | 开业时间   |
|---------|------|------|---------|------------|------|------|--------|
| 长沙识字岭店  | 131  | 自营   | 2006.11 | 株洲新华西路店    | 108  | 自营   | 2009.7 |
| 郑州杜岭店   | 167  | 自营   | 2007.7  | 长沙喜迎宾华天    | 145  | 自营   | 2009.9 |
| 衡阳解放西路店 | 140  | 自营   | 2007.9  | 长沙湘君华天     | 150  | 自营   | 2009.9 |
| 郑州经三路店  | 182  | 自营   | 2007.11 | 衡阳石鼓书院店    | 102  | 自营   | 2010.6 |
| 北京花园桥店  | 123  | 自营   | 2007.12 | 青海西宁华天大酒店  |      | 受托   | 2009.8 |
| 长沙星沙店   | 150  | 自营   | 2008.1  | 南岳衡山华天假日酒店 | 151  | 受托   | 2007   |
| 长沙车站北路店 | 119  | 自营   | 2008.1  | 益阳华天假日酒店   | 115  | 受托   | 2008   |
| 南昌站前路店  | 112  | 自营   | 2008.1  | 娄底华天商务酒店   |      | 受托   |        |
| 湘潭基建营店  | 178  | 自营   | 2008.2  | 沅陵华天假日酒店   |      | 受托   | 未开业    |
| 上海宜川路店  | 186  | 自营   | 2008.7  | 石长华天假日酒店   |      | 受托   | 未开业    |
| 武汉六渡桥店  | 132  | 自营   | 2008.9  | 望城华天商务酒店   |      | 受托   | 未开业    |

|         |     |    |         |          |    |     |
|---------|-----|----|---------|----------|----|-----|
| 岳阳东茅岭店  | 116 | 自营 | 2008.11 | 湘潭晶都华天酒店 | 受托 | 未开业 |
| 益阳秀峰湖店  | 115 | 自营 | 2008.11 | 华天之星永州店  | 受托 | 未开业 |
| 长沙芙蓉中路店 | 112 | 自营 | 2009.1  | 石门尧业华天   | 受托 | 未开业 |
| 武汉街道口店  | 106 | 自营 | 2009.5  | 常德石化店    | 自营 | 未开业 |
| 长沙五一西路店 | 130 | 自营 | 2009.5  |          |    |     |

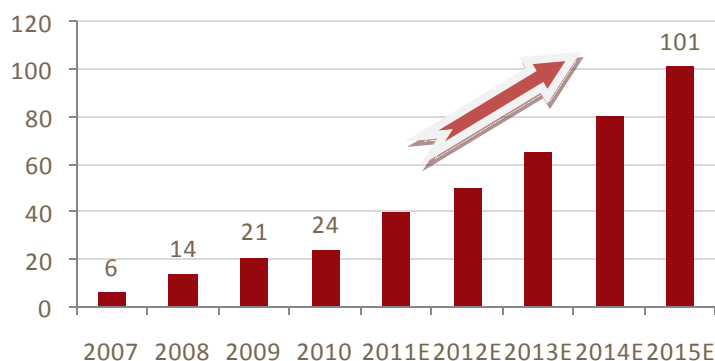
资料来源：公司资料 方正证券研究所

图表 21 2007-2010Q1-3 华天之星营业收入及净利润



资料来源：公司资料 方正证券研究所

图表 22 华天之星酒店数量



资料来源：公司资料 方正证券研究所

图表 23 华天之星盈利预测

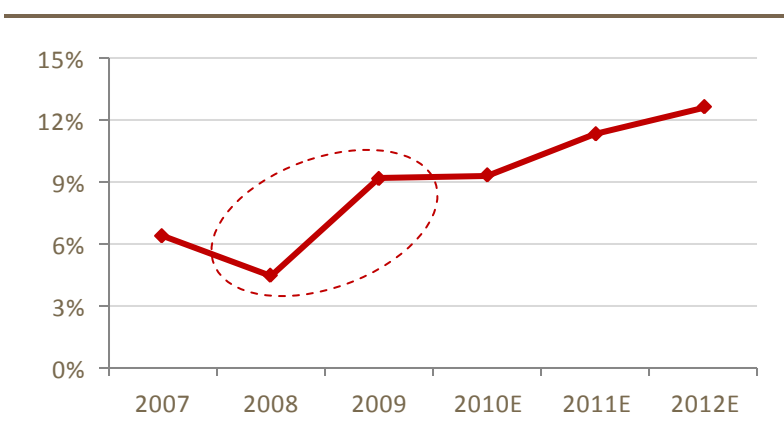
| 万元   | 2007    | 2008     | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 1036.46 | 4324.78  | 7504.58  | 12055.12 | 13663.06 | 14416.14 |
| YOY% |         | 317.26%  | 73.53%   | 60.64%   | 13.34%   | 5.51%    |
| 营业利润 | -228.38 | -723.24  | 448.67   | 3470.26  | 4545.30  | 5276.98  |
| YOY% |         | 216.68%  | -162.04% |          | 30.98%   | 16.10%   |
| 毛利率  | -22.03% | -16.72%  | 5.98%    | 28.79%   | 33.27%   | 36.60%   |
| 净利润  | -362.18 | -1210.02 | -620.81  | 400.29   | 1671.49  | 2200.90  |
| YOY% |         |          |          |          | 317.57%  | 31.67%   |

|        |         |            |         |        |         |         |
|--------|---------|------------|---------|--------|---------|---------|
| 净利率    | -34.94% | -27.98%    | -8.27%  | 3.32%  | 12.23%  | 15.27%  |
| 股权比例   | 60.00%  | 60%-92.99% | 91.67%  | 91.67% | 91.67%  | 91.67%  |
| 少数股东损益 | -144.87 | -269.19    | -51.71  | 33.34  | 139.24  | 183.33  |
| 权益净利润  | -217.31 | -941.82    | -569.10 | 366.94 | 1532.26 | 2017.56 |

资料来源：公司资料 方正证券研究所

总体来看，随着新店进入快速成长期，公司酒店业务盈利能力将不断提高，净利率在 2008 年已出现拐点。若不考虑明年新开酒店和收购紫东阁华天、郴州华天的影响，净利率将由 2009 年的 9.16%提高至 2012 年的 12.63%，2010-2012 年净利润分别达到 1.03 亿元、1.37 亿元、1.66 亿元，复合增长率 24.88%。

图表 24 公司酒店业务净利率



资料来源：公司资料 方正证券研究所

图表 25 公司酒店业务盈利预测

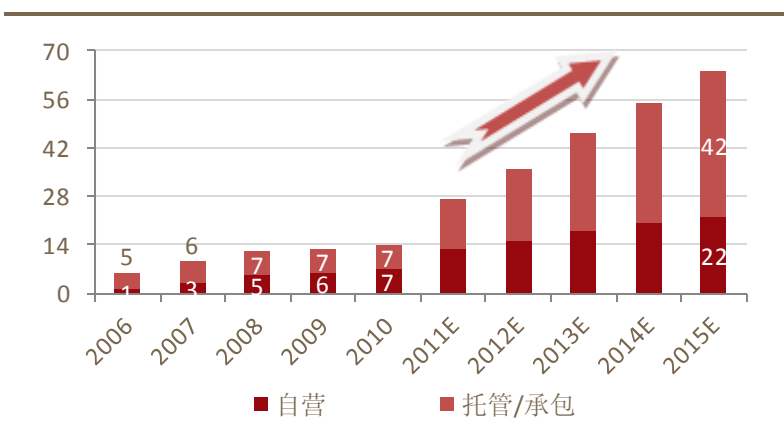
| 酒店业务合计 (万元) | 2007     | 2008     | 2009     | 2010E     | 2011E     | 2012E     |
|-------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入        | 53283.56 | 72796.49 | 97528.07 | 121000.80 | 132359.23 | 143042.88 |
| YOY%        |          | 36.62%   | 33.97%   | 24.07%    | 9.39%     | 8.07%     |
| 营业利润        | 31557.28 | 40531.42 | 56611.30 | 71430.61  | 79605.26  | 87521.35  |
| YOY%        |          | 28.44%   | 39.67%   | 26.18%    | 11.44%    | 9.94%     |
| 毛利率         | 59.23%   | 55.68%   | 58.05%   | 59.03%    | 60.14%    | 61.19%    |
| 净利润         | 3412.46  | 3276.34  | 8937.59  | 11299.42  | 14981.99  | 18062.64  |
| YOY%        |          | -3.99%   | 172.79%  | 26.43%    | 32.59%    | 20.56%    |
| 净利率         | 6.40%    | 4.50%    | 9.16%    | 9.34%     | 11.32%    | 12.63%    |
| 归属于母公司净利润   | 3364.49  | 3274.31  | 8546.45  | 10250.95  | 13711.39  | 16643.42  |
| YOY%        |          | -2.68%   | 161.02%  | 19.94%    | 33.76%    | 21.38%    |
| 总股本 (万股)    | 34568    | 36868    | 55302    | 55302     | 55302     | 55302     |
| EPS (元)     | 0.097    | 0.089    | 0.155    | 0.185     | 0.248     | 0.301     |

资料来源：公司资料 方正证券研究所

## 5、高星级酒店加快扩张步伐-立足省内，面向全国，走向世界

自 2007 年，公司高星级酒店业务开始了扩张步伐，到 2010 年年均增长 1-2 家。根据《华天集团“十二五”战略规划》，到 2015 年，公司管理的酒店要达到 165 家，其中高星级酒店达到 64 家以上，将公司打造成为“中国的香格里拉”。扩张区域主要为一线城市、国际化城市（北京、上海、广州、武汉、重庆、天津、大连、青岛）、中西部省会城市和区域中心城市，其中自建自营与租赁型 10-15 家，全权托管酒店 35-40 家。这意味着在日前 14 家的基础上，公司未来 5 年内至少要增加 50 家高星级酒店，年均均为 10 家，即使我们在这个规划基础上打一个折扣，2011-2015 年公司的扩张速度也将大幅提速，其酒店业务规模将迅速扩大。目前，公司将主要以省内扩张为主，走“立足省内，面向全国，走向世界”的道路。

图表 26 公司高星级酒店数量



资料来源：公司资料 方正证券研究所

### （1）深耕湖南，覆盖全省

虽然高星级酒店在国内部分地区已出现阶段性供过于求的局面，但湖南省内二三线城市的高星级酒店市场仍有较大发展空间，吉首、娄底等地目前还没有一家 5 星级酒店，公司将借此机遇深耕湖南，凭借华天的卓越品牌、背景和本土客户忠诚度，借助长株潭一体化良机，将高星级酒店覆盖全省 14 个地州市和经济发达县，快速拓展自己的版图。

今年上半年收购的益阳大厦、湘潭国金大厦正在进行装修，明年开业，此外还有公司自建的星沙华天大酒店 2011 年 1 月 15 日开业，灰汤温泉酒店预计今年春节前试营业。郴州华天、紫东阁华天将采取对大股东定向增发的方式完成收购，预计明年完成。目前公司还在谈娄底一个酒店项目，预计明年完成收购。

**益阳大厦：**建筑面积 18283.34 平方米，包括 17 层主楼和 3 层裙楼；万寿宫 1 号楼房产建筑面积 4092 平方米。大厦位于益阳市资阳区（老城区）步行街区，店铺林立，商贾云集，为益阳市传统商业中心区域。益阳大厦按四星级标准改造为商务酒店，

拥有 110 间客房，并在酒店周边进行住宅、写字楼和商业地产的投资开发与经营。

**湘潭国际金融大厦：**2010 年 6 月，公司以承债 7264.02 万元和股权转让款人民币 3 元的价格收购了湘潭国际金融大厦有限公司的 100% 股权。国金大厦地处湘潭市高新区中心繁华地带，北距火车站约 5 公里，紧靠建设路和河东大道，东临湘潭市自来水公司、西面与步步高商场仅隔建设路相望。大厦总层数 32 层（含地下 1 层），总建筑面积 48253.88 平米。其中 6 层以上改造成五星级酒店，目前正在装修，预计于 2011 年开业。1-4 层裙楼建筑面积 15486.02 平方米，除预留部分大堂面积外，其他面积将作为商铺出售。5 层为大厦设备及中行电脑档案室，建筑面积为 2202.88 平方米。项目计划总投资 2 亿元。

除此之外，省内央企酒店资产剥离也给公司带来机遇。目前公司正在和政府洽谈的项目有 4 个，主要问题集中在对以前国企老员工的日后安排上，进度相对缓慢，预计明年会有结果。

## （2）迈向全国，走向世界

随着华天品牌影响力、美誉度的不断扩大，酒店业布局已经开始由湖南辐射至全国。在覆盖湖南之后，公司 2012-2015 的扩张重点将转向全国，对于省外的扩张，公司将多采取托管/承包的模式来降低风险。主要目标区域集中在东北和西北地区等高星级酒店空间相对而言较大的市场，目前也有在谈项目。

并且，随着在巴黎投资的一家高星级酒店即将开业，公司目前已迈出了走向国际的试探性步伐。

总体而言，按照公司十二五规划表明公司持续扩张的步伐至少会持续 5 年，公司的资产规模不断壮大。虽然新店开业初期要考虑一定的培育期成本，但长远来看定将不断提高公司酒店业务的盈利能力。且从公司目前新店运营情况来看，由于取得成本不高以及华天强大的品牌效应和运营能力，有的酒店 1 年就实现了盈利，我们十分看好公司酒店业务的快速成长。

## 四、房地产业务可持续性，且优势明显

### 1、酒店收购与房地产开发互惠互利

凭借“华天”自身深厚的品牌文化、强大的政府支持力度、高效的物管水平与优秀的服务质量，公司成功地走出原有的单一酒店发展模式，主动在高星级酒店基础上进行周边高端房地产项目的开发，且都取得了成功。例如：益阳华天大酒店项目；星沙国家级经济开发区项目；长沙华天苑项目；宁乡灰汤酒店别墅项目等等。

“酒店+地产”的经营模式令酒店收购与房地产开发互利互助。一方面公司拿地成本低廉；另一方面，品牌高星级酒店与地产的结合也提升了房地产项目的销售利润增长空间：首先，房地产因酒店增值，单位面积销售价格明显提高；其次，酒店也加速了当地商业氛围的形成，聚集人气，促使房地产销售速度加快。此外，房地产销售迅速回笼的资金可大幅减轻过去因酒店收购项目带来的资金压力，也有助于公司在其他项目上的扩张：增加当期现金流，释放部分利润，减少银行贷款规模，降低财务费用。

## 2、地产调控政策对公司房地产业务影响不大

一方面，公司绝大多数地产项目地处湖南，属于二、三线城市，房地产价格在全国同类城市中处于较低水平，公司房地产业务受宏观调控的影响程度远不及其他一线城市。并且，根据我们对湖南省房价的观察，国家房产调控政策出台以来，湖南各地市的房价不降反升。另一方面，公司进行的房地产开发项目都是依托公司自有高星级酒店，而高星级酒店本身具备一定的物业增值功能。同时，公司也在改变单一的“酒店+房地产”房地产项目开发模式，今后将更多采用“酒店+地产+商业”模式，在保证短期效益的同时，进一步追求长期利益。

## 3、经营模式向“酒店+地产+商业”转变

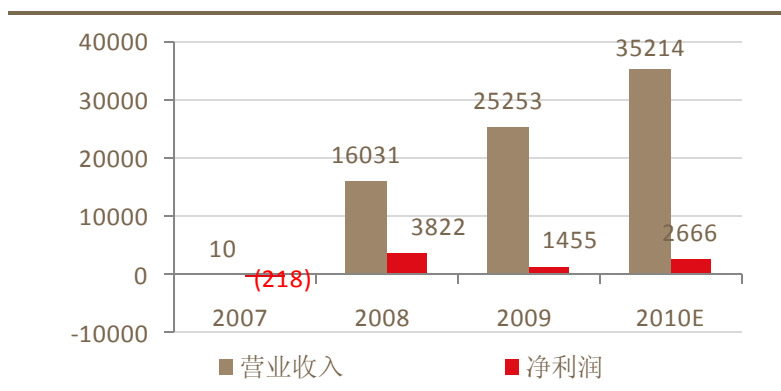
由于公司高星级酒店多处于当地中心区域，繁华的地理条件使得其物业升值潜力巨大，公司将改变过去只图资金迅速回笼而一次性卖掉酒店商铺的处理模式，从以往的“酒店+地产”转变为“酒店+地产+商业”，对酒店周边物业进行拥有产权的名品商场、百货商场、专业超市（如家电超市、生活超市）等商业专属物业，以“只租不售”、“租售结合”、“合作经营”等方式自主进行商业业务的经营管理，进行收入分成（约 10%左右）或者收取租金，在谋求商业收入或租赁收益的同时，坐享物业升值带来的价值。目前，湘潭国金大厦（商铺面积 10000 平米）通过与大型百货连锁机构联营的方式进行商业地产开发，正在与有关联营方洽谈合作及装修设计事宜，预计 2011 年 6 月前开业。

## 4、房地产业务将持续为公司贡献利润

鉴于房地产业务依托酒店发展的模式，随着公司高星级酒店的扩张，公司地产业务的可持续性和稳定性很强，且较低的开发成本和较好的地理位置令其未来将持续为公司贡献利润，对公司快速回收一部分酒店投资成本，补充经营现金流起到巨大贡献。2010 年公司地产业务利润主要来自华天苑酒店公寓的销售、星沙 LOHO 小镇住宅和酒店公寓的销售、益阳华天商住楼住宅的销售，合计结算销售收入 3.52 亿元、实现权益净利润 3881.6 万元；明年可见项目收入来自华天苑、星沙 LOHO 小镇剩余酒店公寓和商铺的销售，以及益阳银城华天住宅、商铺和中部华天城别墅的销售。我们暂时不考虑中部华天城别墅项目的贡献，预计 2011

年、2012 年公司房地产结算收入分别为 2.34 亿元、3.08 亿元，权益净利润 6833 万元、7690 万元。

图表 27 公司房地产业务营业收入及净利润



资料来源：公司资料 方正证券研究所

图表 28 2010-2012 年公司房地产业务结算预测

| 华天苑           | 2010E    | 2011E   | 2012E | 备注                                       |
|---------------|----------|---------|-------|------------------------------------------|
| 住宅销售面积 (平米)   | 51720    |         |       | 主要为内部职工房，无利润                             |
| 住宅单价 (元/平米)   | 3100     |         |       |                                          |
| 住宅销售收入 (万元)   | 16033.20 |         |       |                                          |
| 住宅销售净利率       | 0.00%    |         |       |                                          |
| 住宅销售净利润       | 0.00     |         |       |                                          |
| 酒店公寓销售面积      | 6903.4   | 2958.6  |       | 酒店公寓面积 9862 平米，假设 10 年结算 70%，11 年结算 30%  |
| 酒店公寓单价 (元/平米) | 4500     | 4500    |       |                                          |
| 酒店公寓销售收入 (万元) | 3106.53  | 1331.37 |       |                                          |
| 酒店公寓销售净利率     | 20%      | 20%     |       |                                          |
| 酒店公寓销售净利润     | 621.31   | 266.27  |       |                                          |
| 商铺销售面积 (平米)   |          | 5949    |       | 在售，尚未卖出                                  |
| 商铺单价 (元/平米)   |          | 10000   |       |                                          |
| 商铺销售收入 (万元)   |          | 5949.00 |       |                                          |
| 商铺销售净利率       |          | 40%     |       |                                          |
| 商铺销售净利润       |          | 2379.60 |       |                                          |
| 销售收入合计 (万元)   | 19139.73 | 7280.37 |       |                                          |
| 净利率           | 3.25%    | 36.34%  |       |                                          |
| 净利润合计 (万元)    | 621.31   | 2645.87 |       |                                          |
| 星沙 LOHO 小镇    | 2010E    | 2011E   | 2012E |                                          |
| 住宅销售收入 (万元)   | 5,718    |         |       |                                          |
| 住宅销售净利率       | 13%      |         |       |                                          |
| 住宅销售净利润       | 743.39   |         |       |                                          |
| 酒店公寓销售面积      | 11140.8  | 7427.2  |       | 酒店公寓面积 18568 平米，假设 10 年结算 60%，11 年结算 40% |
| 酒店公寓单价 (元/平米) | 4000     | 4000    |       |                                          |
| 酒店公寓销售收入 (万元) | 4456.32  | 2970.88 |       |                                          |

|            |          |           |           |                                                                                                                 |
|------------|----------|-----------|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 酒店公寓销售净利率  | 30%      | 30%       |           |                                                                                                                 |
| 酒店公寓销售净利润  | 1336.90  | 891.26    |           |                                                                                                                 |
| 销售收入合计（万元） | 10174.73 | 2970.88   |           |                                                                                                                 |
| 净利润率%      | 20.45%   | 30%       |           |                                                                                                                 |
| 净利润合计（万元）  | 2080.29  | 891.26    |           |                                                                                                                 |
| 益阳华天商住楼    | 2010E    | 2011E     | 2012E     |                                                                                                                 |
| 住宅销售面积（平米） | 20000    |           |           |                                                                                                                 |
| 住宅单价（元/平米） | 2950     |           |           |                                                                                                                 |
| 住宅销售收入（万元） | 5900.00  |           |           |                                                                                                                 |
| 净利润率%      | 20%      |           |           |                                                                                                                 |
| 净利润（万元）    | 1180     |           |           |                                                                                                                 |
| 益阳银城华天     | 2010E    | 2011E     | 2012E     |                                                                                                                 |
| 住宅销售面积（平米） |          | 10468     | 24426     | 住宅面积 34894 平米，假设 11 年结算 30%，12 年结算 70%                                                                          |
| 住宅单价（元/平米） |          | 2800      | 2800      |                                                                                                                 |
| 住宅销售收入（万元） |          | 2931.04   | 6839.28   |                                                                                                                 |
| 商铺销售面积（平米） |          | 12205.2   | 28478.8   | 商铺面积 40684 平米，其中新建商铺每层 4540 平米，原大厦商铺每层 3361 平米。假设 11 年、12 年分别结算 30%、70%；1 层、2 层、3-6 层商铺售价分别为 2、0.7 和 0.5 万元/平米。 |
| 商铺单价（元/平米） |          | 8400      | 8400      |                                                                                                                 |
| 商铺销售收入     |          | 10252.368 | 23922.192 |                                                                                                                 |
| 销售收入合计（万元） |          | 13183.408 | 30761.472 |                                                                                                                 |
| 净利润率%      |          | 25%       | 25%       |                                                                                                                 |
| 净利润（万元）    |          | 3295.852  | 7690.368  |                                                                                                                 |
| 中部华天城一期    | 2010E    | 2011E     | 2012E     |                                                                                                                 |
| 别墅销售面积     |          | 33000     | 33000     | 总住宅面积(330 平米*200 套=66000 平米)；假设<br>结算比例：11 年 50%，12 年 50%                                                       |
| 别墅单价       |          | 10000     | 10000     |                                                                                                                 |
| 销售收入（万元）   |          | 33000     | 33000     |                                                                                                                 |
| 净利润率%      |          | 30%       | 30%       |                                                                                                                 |
| 净利润（万元）    |          | 9900      | 9900      |                                                                                                                 |
| 参股比例       |          | 62%       | 62%       |                                                                                                                 |
| 权益净利润      |          | 6138      | 6138      |                                                                                                                 |
| 合计         | 2010E    | 2011E     | 2012E     |                                                                                                                 |
| 销售收入（万元）   | 35214.46 | 56434.66  | 63761.47  |                                                                                                                 |
| 净利润（万元）    | 3881.60  | 12970.99  | 13828.37  |                                                                                                                 |
| 不考虑中部华天城   | 2010E    | 2011E     | 2012E     |                                                                                                                 |
| 销售收入（万元）   | 35214.46 | 23434.66  | 30761.47  |                                                                                                                 |
| 净利润（万元）    | 3881.60  | 6832.99   | 7690.37   |                                                                                                                 |

资料来源: 公司资料 方正证券研究所

图表 29 公司房地产业务盈利预测

| 万元   | 2007 | 2008     | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|------|------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 9.75 | 16031.09 | 25253.39 | 35214.46 | 23434.66 | 30761.47 |
| YOY% |      |          | 57.53%   | 39.44%   | -33.45%  | 31.26%   |
| 营业利润 | 9.75 | 6428.08  | 7690.07  | 10919.96 | 7499.09  | 9843.67  |

|            |         |         |         |         |         |         |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| YOY%       |         |         | 19.63%  | 42.00%  | -31.33% | 31.26%  |
| 毛利率        | 100.00% | 40.10%  | 30.45%  | 31.01%  | 32.00%  | 32.00%  |
| 净利润        | -201.68 | 3912.35 | 2191.98 | 3881.60 | 6832.99 | 7690.37 |
| YOY%       |         |         | -43.97% | 77.08%  | 76.04%  | 12.55%  |
| 净利率        |         | 24.40%  | 8.68%   | 11.02%  | 29.16%  | 25.00%  |
| 归属于母公司的净利润 | -217.60 | 3821.85 | 1454.74 | 2665.88 | 5241.28 | 7690.37 |
| YOY%       |         |         | -61.94% | 83.25%  | 96.61%  | 46.73%  |
| 总股本（万股）    | 34568   | 36868   | 55302   | 55302   | 55302   | 55302   |
| EPS（元）     | -0.006  | 0.104   | 0.026   | 0.048   | 0.095   | 0.139   |

资料来源：公司资料 方正证券研究所

## 五、宁乡灰汤温泉中部华天城拥有巨大想象空间

### 1、项目前景值得看好

宁乡灰汤温泉中部华天城项目开发建设和规划控制面积约 7 平方公里，其中征用地 3800 亩以上，租用地 4000 亩以上。开发周期 5 年，分 3 期进行。项目包括：国际会议度假中心（酒店）；大型游乐场所等休闲娱乐健身项目；别墅群等，拟建设成长株潭城市群的后花园。目前已启动一期项目建设，投资约 10 亿元，规划用地 3000 亩，包括 150 亩温泉酒店，1850 亩体育休闲中心、游乐场以及旅游环境建造，以及 1000 亩 200 栋的高档别墅。

#### （1）独特的温泉资源是进行旅游开发不可复制的竞争优势

灰汤温泉地处湖南省宁乡县西南部，是我国三大著名高温复合温泉之一（另外两家为西藏的羊八井地热温泉与台湾的北投温泉）。温泉出水温度达 92℃，含有对人体有益的 29 种微量元素和数十种治病因子，是国内不可多得的健康旅游资源，历来有“圣泉”、“潇湘第一泉”之称。

#### （2）政府支持成为项目获得成功的有力保障

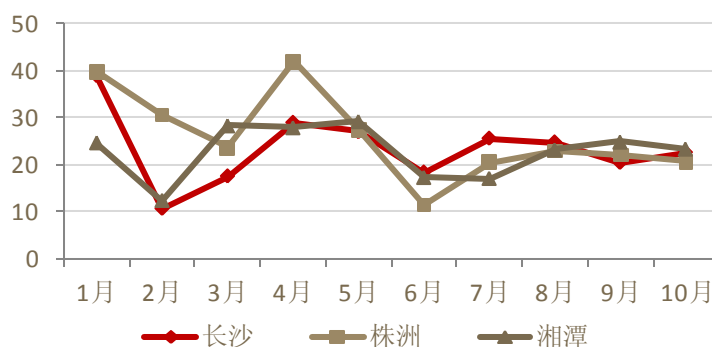
温泉水资源是开发温泉度假项目的重要因素之一，灰汤温泉区 8 平方公里，温水量丰富，目前已初步开发，日供水 3500 吨，尚有日供水量 10000 吨以上的温泉有待开发，灰汤镇区现有湖南省电力疗养院、仙沐温泉、紫龙湾温泉酒店等疗养与休闲项目。为实现对温泉水资源的管理、控制，确保温泉酒店的供水，公司将和宁乡县政府共同成立一家水务公司，由公司控股，政府出面管理，届时，温泉水资源将完全被公司控制，其他单位均需从水务公司获取温泉水的配额。

另一方面，在别墅用地严格限制、供给十分有限的背景下，公司能够一次性在长沙周边获得 1000 套别墅的批文，这在湖南绝无仅有。

### （3）区域经济的快速发展提升房屋购买力和休闲度假需求

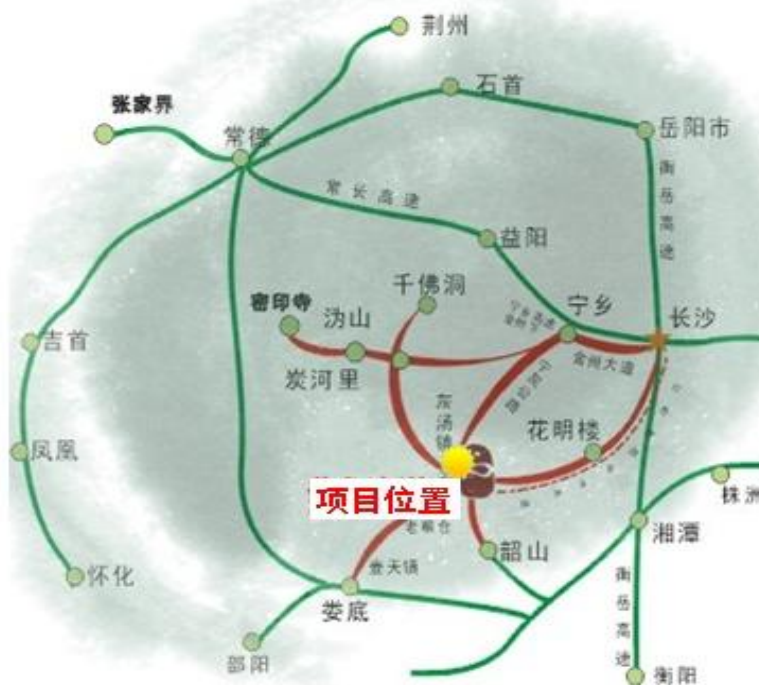
项目位于湖南省人口密度最大的长、株、潭、娄城市群核心，长株潭经济一体化将使该区域经济快速发展，居民对房屋购买力潜力很大，对休闲度假的需求也日益增长，目前很多家庭周末都会选择自驾到城市周边放松休闲娱乐。

图表 30 长株潭 2010 年工业增加值月度同比增速



资料来源: WIND 方正证券研究所

图表 31 项目外部交通网络示意图



资料来源：公司资料 方正证券研究所

## 2、温泉酒店春节前试运营，有望一年渡过培育期

五星级温泉酒店建筑面积 14.6 万平方米，投资规模 2.71 亿元，主楼高度 21 层，裙楼高度 6 层，集会议、会展、五星级酒店、论坛会议中心、写字楼、酒店式公寓及购物中心等配套为一体，已于今年 9 月 15 日封顶，计划春节前试营业，共有客房 800 间，开业后酒店平均房价计划在 500 元以上。交通方面，根据规划正在建设的长娄高速 2011 年通车，目前，公司已与省政府协商一致，已建成的长沙-灰汤段将在酒店试营业前提前试通车。长娄高速 2011 年 5 月正式贯通后，温泉酒店将正式开业，届时，从长沙至中部华天城仅 58 公里。通常酒店的培育期为 2-3 年，考虑到紫龙湾温泉宾馆现在周末爆满、住客需提前预订的紧俏行情，以及华天强大的经营及运作能力，我们预计灰汤温泉酒店项目很有可能在开业一年之后便可盈利。我们以灰汤旅游人数 2008 年 70 万为基数，按年均增长 10% 计算，到 2021 年客源规模最大化为稳定量 242 万人次/年，假设到灰汤旅游的人有 10% 会入住温泉酒店，则最大客源规模为 24 万人次/年。

图表 32 温泉酒店入住人数及营业收入预测

| 项目       | 2011 | 2012 | 2013 | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 酒店收入(万元) | 4348 | 8199 | 9583 | 10540 | 12276 | 13505 | 15680 | 17248 | 19971 | 21969 | 24165 |
| 入住人次(万人) | 5.4  | 10.2 | 11.3 | 12.4  | 13.6  | 15.0  | 16.5  | 18.2  | 20.0  | 22.0  | 24.2  |
| 人均消费(元)  | 800  | 800  | 850  | 850   | 900   | 900   | 950   | 950   | 1000  | 1000  | 1000  |

资料来源：公司资料 方正证券研究所

### 3、别墅项目收益预期值得乐观

温泉别墅户型面积从 260 平米到 500 平米不等，共 1000 套，全部采用精装，个别顶级档别墅将会考虑将温泉水引入房间，一期建设 200 栋，总建筑面积约 8 万平方米，预计 2011 年上半年开始销售。

我们认为该温泉别墅项目收益预期值得乐观：一方面，土地购置成本非常低廉，每平米只有 250 元左右(酒店用地 18 万/亩，基础设施用地 16 万/亩)；第二，拥有稀缺高温复合温泉资源禀赋，且周边的温泉酒店、体育休闲公园、大型游乐场所等休闲娱乐健身配套项目将极大提升别墅价值；第三，长株潭经济一体化将使该区域的核心竞争力及居民综合消费能力迅速升级(长沙近几年车展中所体现出的居民购买力可见一斑)；第四，长娄高速通车之后该区域的整体开发也必将给在建房地产项目带来更大的增值空间。从公司调研的结果看，众多客户都对该别墅项目表现出浓厚的兴趣。公司期望预售价格为 8000-10000 元/平米，但根据目前长沙地区房价上涨情况来看，预计开盘时售价在 10000 元/平米以上(目前长沙通往湘潭的高速公路入口处独栋别墅已卖到 12000 元/平米)。

整体考虑，如果粗略估计，按 1000 套别墅，每套平均面积 330 平米，销售价格 10000 元/平米计算，该别墅项目总计能实现

销售收入 33 亿元,按净利率 30%计算,合计盈利 9.9 亿元。另外,我们从土地升值角度来看,公司目前 3000 亩土地的购置成本情况为:酒店用地 18 万/亩,基础设施用地 16 万/亩。现在,地价已升值到 35 万元/亩左右,保守估计,每亩地增值 17 万元,公司 1 万亩的土地储备将增值 17 亿元。该项目的想象空间巨大。

## 六、进军景区业务,完善旅游产业链

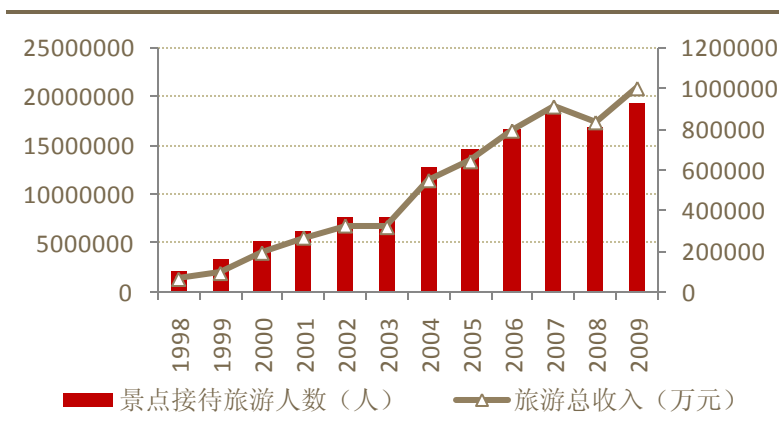
集团明确提出要以“景区+房地产+商业”模式,发展以著名景区为核心的度假休闲旅游综合体。选择湖南核心景区,投资景点开发、酒店、交通、房地产、旅行社,整合核心景区资源,带动社会资本,打造有代表性的精品景区。前期,华天集团已与张家界市政府、湖南省工商银行签署合作意向书,首期项目包括:(1)永定区仙人溪复合型旅游景区开发;(2)张家界华天旅游产业休闲度假中心;(3)参与杨家界索道综合开发。

公司将参与旅游产业休闲度假中心的开发建设,整体项目包含豪华五星级酒店、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,一期项目建设期 2 年,投资规模约 10 亿元;二期项目待后续规划。我们认为该项目有以下优势:

1、项目地理位置优越,处于机场高速出口、天门山索道站旁,与张家界市政府隔桥相望(仙人桥),在从市区去往武陵源核心景区的必经之路上。

2、旅游业是张家界的支柱产业,2010 年全市旅游人数将突破 2000 万,且增长趋势良好。但张家界景区内酒店已近饱和,政府鼓励旅游者市区居住,景区游玩,目前市区内尚没有一家标准的五星级酒店。

图表 33 张家界旅游人数和旅游总收入



资料来源:张家界统计年鉴 方正证券研究所

3、天门山国家森林公园目前年接待游客 90 万人左右,虽然离张家界国家森林公园年接待量 250 万人有较大差距,但作为

2002 年新开发的景区，近年来其增长势头非常强劲。张家界市政府力图打造天门山旅游经济圈，明确提出力争尽快使天门山获批为张家界第二个国家 5A 级和国家级风景名胜，铸造未来张家界旅游资源格局的双核心“武陵源——天门山”，天门山景区的快速发展值得看好。

图表 34 天门山国家森林公园旅游人数

| 单位：人  | 2006  | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   |
|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 春节黄金周 | 2481  | 9080   | 7751   | 6746   | 12489  |
| 十一黄金周 | 11676 | 15763  | 25800  | 26052  | 52104  |
| 五一黄金周 | 7314  | 19084  |        |        |        |
| 全年游客数 |       | 480000 | 516000 | 520000 | 900000 |

资料来源：张家界统计年鉴 方正证券研究所（注：2008-2010 年全年游客人数为估测值）

虽然短期内景区项目不能给公司带来贡献，但长期来看，这将令公司进一步升级为强大的旅游综合集团。并且，公司作为湖南省内旅游资源整合的平台，对张家界成熟景区的收购预期也始终存在。

## 七、光电业务盈利能力强，但受政策影响波动大

2002 年 9 月，公司与国防科技大学签订了有关合作开发光学陀螺及惯导系统产品的《合作合同书》，成立湖南华天光电惯导技术有限公司（简称光电公司），公司持股 57%。2010 年 1-3 季度实现收入 1822.7 万元，同比增长 29.3%；权益净利润 233.35 万元，同比增长 362%。光电产品盈利能力较强，但受军事环境影响波动较大。2008 年以来，其占公司净利润的比例不到 2%，对公司业绩影响不大，我们保守假设 2011 年、2012 年光电业务收入为 2010 年的 50%。

图表 35 光电业务盈利预测

| 万元     | 2007    | 2008     | 2009     | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|--------|---------|----------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入   | 7890.00 | 924.00   | 2099.22  | 2430.22 | 1215.11 | 1215.11 |
| YOY%   |         | -88.29%  | 127.19%  | 15.77%  | -50.00% | 0.00%   |
| 营业利润   | 6230.60 | 732.17   | 1298.44  | 1579.65 | 789.82  | 789.82  |
| YOY%   |         | -88.25%  | 77.34%   | 21.66%  | -50.00% | 0.00%   |
| 毛利率    | 78.97%  | 79.24%   | 61.85%   | 65.00%  | 65.00%  | 65.00%  |
| 净利润    | 2899.86 | -232.49  | 90.99    | 583.25  | 291.63  | 291.63  |
| YOY%   |         | -108.02% | -139.14% | 541.01% | -50.00% | 0.00%   |
| 净利率    | 36.75%  | -25.16%  | 4.33%    | 24.00%  | 24.00%  | 24.00%  |
| 股权比例   | 57%     | 57%      | 57%      | 57%     | 57%     | 57%     |
| 少数股东损益 | 1246.94 | -99.97   | 39.13    | 250.80  | 125.40  | 125.40  |

|            |         |          |          |         |         |        |
|------------|---------|----------|----------|---------|---------|--------|
| 归属于母公司的净利润 | 1652.92 | -132.52  | 51.86    | 332.45  | 166.23  | 166.23 |
| YOY%       |         | -108.02% | -139.14% | 541.01% | -50.00% | 0.00%  |
| 总股本（万股）    | 34568   | 36868    | 55302    | 55302   | 55302   | 55302  |
| EPS（元）     | 0.048   | -0.004   | 0.001    | 0.006   | 0.003   | 0.003  |

资料来源：公司资料 方正证券研究所

## 八、盈利预测与估值

暂不考虑日后新增酒店、中部华天城、以及张家界旅游产业休闲度假中心的影响；由于公司每年都会有新收购项目，产生合并受益，我们假设为 3000 万元（实际上很有可能不止）。预计公司 2010 年、2011 年、2012 年 EPS0.31 元、0.4 元、0.5 元。其中酒店、地产贡献 EPS 分别为 0.19/0.25/0.3 元、0.05/0.1/0.14 元。

PE（每股收益/股价）估值情况：目前酒店、地产、军工行业 2010 年的平均 PE 水平分别为 40 倍、25 倍、70 倍，分类估值结果 12.6 元。

PS（市值/营业收入）估值情况：目前酒店、地产、军工行业 2010 年的平均 PS 水平分别为 6.72 倍、3.62 倍、4 倍，分类估值结果 17.2 元。

综合考虑 PE 和 PS 估值情况，我们认为公司合理股价在 15 元，目前股价 8.75 元对应上升空间 70%。

公司酒店主业盈利能力的不断增强、酒店规模的迅速扩张、以及中部华天城和张家界景区业务的巨大想象空间，都将大幅提升公司估值水平，我们十分看好公司日后的发展，给予“买入”评级。

图表 36 公司各业务收入及利润预测

| 万元         | 2007     | 2008     | 2009      | 2010E     | 2011E     | 2012E     |
|------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入       | 61183.31 | 90136.96 | 127055.68 | 159759.52 | 158123.02 | 176133.49 |
| YOY%       |          | 47.32%   | 40.96%    | 25.74%    | -1.02%    | 11.39%    |
| 营业利润       | 37797.63 | 47731.07 | 65757.28  | 83952.50  | 87916.45  | 98177.13  |
| YOY%       |          | 26.28%   | 37.77%    | 27.67%    | 4.72%     | 11.67%    |
| 毛利率        | 61.78%   | 52.95%   | 51.75%    | 52.55%    | 55.60%    | 55.74%    |
| 主业净利润      | 6110.63  | 6869.78  | 11145.35  | 15764.27  | 22106.61  | 26044.63  |
| YOY%       |          | 12.42%   | 62.24%    | 41.44%    | 40.23%    | 17.81%    |
| 净利率        | 9.99%    | 7.62%    | 8.77%     | 9.87%     | 13.98%    | 14.79%    |
| 合并损益       | 11355.76 | 6392.28  | 4297.92   | 3838.03   | 3000.00   | 3000.000  |
| 净利润（万元）    | 17466.39 | 13262.06 | 15443.27  | 19602.30  | 25106.61  | 29044.63  |
| YOY%       |          | -24.07%  | 16.45%    | 26.93%    | 28.08%    | 15.69%    |
| 少数股东损益     | 1310.82  | -49.56   | 1152.55   | 2514.98   | 2987.71   | 1544.62   |
| 归属于母公司的净利润 | 16155.57 | 13311.62 | 14290.72  | 17087.31  | 22118.90  | 27500.01  |

|             |        |         |       |        |        |        |
|-------------|--------|---------|-------|--------|--------|--------|
| YOY%        |        | -17.60% | 7.36% | 19.57% | 29.45% | 24.33% |
| 总股本（万股）     | 34568  | 36868   | 55302 | 55302  | 55302  | 55302  |
| 合计 EPS（元）   | 0.467  | 0.361   | 0.258 | 0.309  | 0.400  | 0.497  |
| 其中：         |        |         |       |        |        |        |
| 酒店业 EPS     | 0.097  | 0.089   | 0.155 | 0.185  | 0.248  | 0.301  |
| 地产业 EPS     | -0.006 | 0.104   | 0.026 | 0.048  | 0.095  | 0.139  |
| 光电惯导 EPS    | 0.048  | -0.004  | 0.001 | 0.006  | 0.003  | 0.003  |
| 主业 EPS（元）   | 0.139  | 0.189   | 0.182 | 0.240  | 0.346  | 0.443  |
| 合并损益 EPS（元） | 0.329  | 0.173   | 0.078 | 0.069  | 0.054  | 0.054  |

资料来源：方正证券研究所

图表 37 公司分项业务 PB 估值情况

| 分项业务 | 11EPS（元） | PE（X） | 估值（元） |
|------|----------|-------|-------|
| 酒店业  | 0.248    | 40    | 9.92  |
| 地产业  | 0.095    | 25    | 2.37  |
| 光电惯导 | 0.003    | 70    | 0.21  |
| 合并损益 | 0.054    | 1     | 0.05  |
| 合计   | 0.400    |       | 12.55 |

资料来源：方正证券研究所

图表 38 公司分项业务 PS 估值情况

| 分项业务                    | 营业收入（亿元） |       |       |       | 2010 行业 PS 均值 | 市值（亿元） |       |       |        |
|-------------------------|----------|-------|-------|-------|---------------|--------|-------|-------|--------|
|                         | 2009A    | 2010E | 2011E | 2012E |               | 2009A  | 2010E | 2011E | 2012E  |
| 酒店                      | 9.75     | 12.10 | 13.24 | 14.30 | 6.72          | 65.54  | 81.31 | 88.95 | 96.12  |
| 房地产                     | 2.53     | 3.52  | 2.34  | 3.08  | 3.62          | 9.14   | 12.75 | 8.48  | 11.14  |
| 军工                      | 0.21     | 0.24  | 0.12  | 0.12  | 4             | 0.84   | 0.97  | 0.49  | 0.49   |
| 合计                      | 12.49    | 15.86 | 15.7  | 17.5  | 14.34         | 75.52  | 95.03 | 97.91 | 107.75 |
| 按 5.5302 亿股本计算公司合理股价（元） |          |       |       |       |               | 13.66  | 17.18 | 17.71 | 19.48  |

资料来源：方正证券研究所

图表 39 可比上市公司市盈率比较

| 证券代码      | 证券简称 | 股价（元/股） | 总股本（百万股） | EPS（元） |       |       | PE（倍）  |         |        |
|-----------|------|---------|----------|--------|-------|-------|--------|---------|--------|
|           |      |         |          | 2009A  | 2010E | 2011E | 2009A  | 2010E   | 2011E  |
| 000033.SZ | 新都酒店 | 5.92    | 329.40   | -0.07  |       |       | -81.10 |         |        |
| 000428.SZ | 华天酒店 | 8.75    | 553.02   | 0.26   | 0.31  | 0.40  | 33.65  | 28.23   | 21.88  |
| 000524.SZ | 东方宾馆 | 10.83   | 269.67   | -0.19  | 0.01  | 0.03  | -57.00 | 1083.00 | 361.00 |
| 600754.SH | 锦江股份 | 24.59   | 603.24   | 0.47   | 0.65  | 0.68  | 52.79  | 38.08   | 36.16  |
| 601007.SH | 金陵饭店 | 9.39    | 300.00   | 0.29   | 0.32  | 0.34  | 32.95  | 28.45   | 24.08  |

资料来源：WIND 方正证券研究所

## 九、投资风险

- 1、中部华天城别墅项目销售达不到预期的风险；
- 2、酒店连锁快速扩张过程中项目选择失误的风险；
- 3、光学陀螺及其惯导系统属军工产品，受国家的订单影响严重，增加业绩预测的难度。

图表 40 财务报表及指标预测

| 利润表（百万元）  | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 现金流量表          | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入    | 1270.6 | 1597.6 | 1581.2 | 1761.3 | 经营活动产生的现金流     |         |         |         |         |
| 主营业务成本、税金 | 686.0  | 849.3  | 796.7  | 888.8  | 归属于母公司净利润      | 142.9   | 170.9   | 221.2   | 275.0   |
| 主营业务利润    | 584.6  | 748.3  | 784.6  | 872.5  | 少数股东权益         | 11.5    | 25.1    | 30.4    | 16.0    |
| 其他业务利润    | (8.6)  | (8.6)  | (8.6)  | (8.6)  | 折旧及摊销          | 186.9   | 220.3   | 249.4   | 271.1   |
| 营业费用      | 23.7   | 29.6   | 28.5   | 31.7   | 坏帐准备           | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 管理费用      | 370.9  | 425.6  | 400.4  | 430.4  | 应收帐款的减少/(增加)   | (6.4)   | (40.4)  | 27.7    | 8.2     |
| 财务费用      | 94.4   | 98.3   | 91.2   | 101.1  | 存货的减少/(增加)     | 27.3    | (1.3)   | 28.3    | (21.9)  |
| 营业利润      | 87.0   | 186.2  | 256.0  | 300.7  | 待摊费用和其他流动资产的减少 | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 投资收益      | (0.9)  | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 其他长期资产的减少/(增加) | 0.4     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 补贴收入      | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 应付帐款的增加/(减少)   | 160.9   | 113.4   | (33.6)  | 29.6    |
| 营业外收支     | 92.9   | 39.0   | 30.0   | 30.0   | 预提费用的增加/(减少)   | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 利润总额      | 179.0  | 225.2  | 286.0  | 330.7  | 其他流动负债的增加/(减少) | 94.0    | 19.7    | 27.2    | 25.9    |
| 减:所得税     | 24.6   | 29.3   | 34.3   | 39.7   | 其他长期负债的增加/(减少) | 0.0     | 100.0   | 100.0   | 100.0   |
| 减:少数股东损益  | 11.5   | 25.1   | 30.4   | 16.0   | 其它             | (37.7)  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 归属于母公司净利润 | 142.9  | 170.9  | 221.2  | 275.0  | 经营活动产生的现金流净额   | 579.9   | 607.6   | 650.6   | 704.0   |
|           |        |        |        |        | 投资活动产生的现金流     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 资产负债表     | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 收回投资与投资收益      | 0.6     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 现金及现金等价物  | 225.0  | 225.0  | 225.0  | 225.0  | 资本投资           | 616.1   | 790.0   | 517.4   | 533.0   |
| 应收帐款净额    | 550.5  | 590.9  | 563.2  | 554.9  | 其它             | 307.8   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 存货净额      | 219.3  | 220.6  | 192.3  | 214.3  | 投资活动产生的现金流净额   | (923.3) | (790.0) | (517.4) | (533.0) |
| 其他流动资产    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 筹资活动产生的现金流     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 流动资产合计    | 994.8  | 1036.5 | 980.5  | 994.2  | 股权融资           | 41.5    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 固定资产净额    | 2413.8 | 3025.4 | 3331.2 | 3627.2 | 支付股利           | 145.1   | 102.5   | 132.7   | 165.0   |
| 无形资产      | 420.0  | 378.0  | 340.2  | 306.2  | 银行贷款的净增加       | 478.9   | 284.8   | (0.4)   | (6.0)   |
| 长期投资及其他   | 83.7   | 83.7   | 83.7   | 83.7   | 其它             | 32.7    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 资产总计      | 3912.3 | 4523.6 | 4735.7 | 5011.2 | 筹资活动产生的现金流净额   | 342.5   | 182.3   | (133.1) | (171.0) |
| 短期借款      | 809.7  | 894.5  | 1094.1 | 1088.1 | 现金的净流入/(净流出)   | (0.9)   | (0.0)   | 0.0     | 0.0     |
| 应付帐款      | 337.0  | 450.4  | 416.8  | 446.4  | 现金期初余额         | 225.9   | 225.0   | 225.0   | 225.0   |
| 其他流动负债    | 197.1  | 216.8  | 244.0  | 270.0  | 现金期末余额         | 225.0   | 225.0   | 225.0   | 225.0   |
| 流动负债合计    | 1343.8 | 1561.7 | 1754.9 | 1804.4 |                |         |         |         |         |
| 长期借款      | 806.2  | 1006.2 | 806.2  | 806.2  | 主要财务指标         | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
| 其他长期负债    | 302.7  | 402.7  | 502.7  | 602.7  | ROE            | 11.0%   | 12.5%   | 15.2%   | 17.6%   |
| 长期负债合计    | 1108.9 | 1408.9 | 1308.9 | 1408.9 | ROA            | 3.7%    | 3.8%    | 4.7%    | 5.5%    |
| 负债合计      | 2452.7 | 2970.6 | 3063.7 | 3213.3 | 已获利息倍数         | 2.01x   | 2.98x   | 3.90x   | 4.06x   |
| 少数股东权益    | 165.4  | 190.4  | 220.9  | 236.9  | 资产负债率          | 62.7%   | 65.7%   | 64.7%   | 64.1%   |
| 股东权益      | 1294.2 | 1362.6 | 1451.0 | 1561.0 | 流动比率           | 74.0%   | 66.4%   | 55.9%   | 55.1%   |
| 负债和股东权益总计 | 3912.3 | 4523.6 | 4735.7 | 5011.2 | 固定资产/总资产       | 61.7%   | 66.9%   | 70.3%   | 72.4%   |

数据来源：公司公告 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；  
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

## 行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；  
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；  
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

|         | 北京                                     | 长沙                                     |
|---------|----------------------------------------|----------------------------------------|
| 地址：     | 北京市西城区阜外大街甲 34 号方正证券大厦 8 楼<br>(100037) | 湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦<br>24楼 (410015) |
| 电话：     | (8610) 68584803                        | (86731) 85832351                       |
| 传真：     | (8610) 68584803                        | (86731) 85832380                       |
| 网址：     | http://www.foundersc.com               | http://www.foundersc.com               |
| E-mail： | yjzx@foundersc.com                     | yjzx@foundersc.com                     |