



上市公司深度调研报告

证券研究报告
社会服务—酒店

买入 首次

华天酒店（000428）

2011 年 1 月 24 日

股票价格

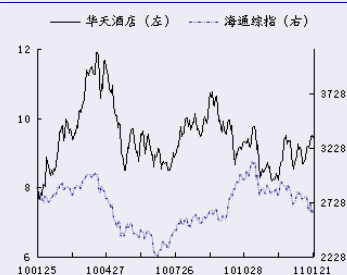
20110124 收盘价	10.00 元
6 个月内目标价	13.00 元

市盈率	2010E	2010E	2012E
	43.33	32.50	25.49

股本结构

总股本（万股）	55302
流通 A 股（万股）	55302

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

海通证券研究所

社会服务行业分析师

罗少平

SAC 执业证书编号：S0850511010001

电话：021-23219390

Email: luosp@htsec.com

战略深化，王者归来

公司目前进行的“酒店+地产+旅游”的一个个尝试，是公司投石问路的先头兵，是公司战略布局的一个节点，随着一个个节点的落定，将会形成一个完整的战略图。

主要财务数据及预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率（%）	40.96	15.63	34.92	21.63
毛利率（%）	51.75	55.50	55.50	55.50
净利润增长率（%）	7.36	14.91	33.54	28.24
每股收益（元）	0.26	0.30	0.40	0.51

资料来源：海通证券研究所

- **战略转型进入关键期。**公司从原来的“酒店+地产”模式进一步深化到“酒店+地产+旅游”模式的开始，公司要实现各业务之间的良好互动，其实质是要使各业务之间实现一种平衡，从而在保持快速增长的同时保持稳定的盈利质量，在积极的扩张过程中实现业务板块之间相互弥补减少对外部依赖性。分业务来看，既要有现金充沛但成长较为稳定的旅游产业，又要有利润高发展迅速现金流回笼快的地产业务，还要有经营成熟利润稳定快速扩张但需要资金支持的酒店业务。
- **酒店经营：主次分明，以高星级酒店经营为主，经济型酒店为辅。**从公司目前的战略来看，公司首先对酒店业务进行了梳理和分类，对于分类的酒店业务规划为：以高星级酒店经营为主，经济型酒店为辅，两者经营模式各取其道。
- **重资产、轻资产经营相得益彰。**高星级酒店以重资产和轻资产结合的动态对冲为经营模式，而经济型酒店则以轻资产经营为主、重资产经营缓步的模式进行。具体来说，高星级酒店一方面自营托管按比例进行，另一方面轻资产重资产动态化、轻资产重资产化。对于经济型酒店，未来以托管和加盟等轻资产运营方式为主。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.30 元、0.40 元、0.51 元，动态 PE 分别为 33.33 倍、25.00 倍和 19.61 倍。我们认为目前公司价值没有被市场充分认识，公司价值被市场低估。我们首次给予公司“买入”评级，6 个月目标价 13 元，对应 2010-2012 年 PE 分别为 43.33 倍、32.50 倍和 25.49 倍。
- **风险提示。**A 股系统性风险；华天城项目推进不如预期。

目 录

1. 战略转型进入关键期	5
1.1 商业模式再次升级，产业搭配引领互补与价值提升	5
1.2 中部华天城：新商业模式第一次大规模尝试和对接	8
1.3 张家界项目将新商业模式推向新高度	10
2. 酒店经营：主次分明，重资产、轻资产经营相得益彰.....	12
2.1 经济发展为未来酒店经营奠定了消费基础	12
2.2 酒店业务重资产轻资产经营各取其道，高速扩张下资金压力减轻.....	14
3. 管理层和人才配置是战略实施的保障	20
3.1 管理层强大执行力是效率保证	20
3.2 卓越的酒店管理能力和人才输出能力是扩张的核心竞争力.....	20
3.3 母公司大力支持是助力器	21
4. 盈利预测及投资建议	21
5. 风险提示	23

图目录

图 1 华天酒店三大事业部结构	5
图 2 近年公司ROE、扣除非经常性损益ROE及非经常性损益对ROE贡献(%)	6
图 3 2010 年的扣除非经常性损益ROE同比增长	7
图 4 2010 年前三季度EPS(元)	7
图 5 2009、2010 年公司ROE、扣除非经常性损益ROE对ROE贡献率(%)	7
图 6 公司战略架构图	7
图 7 灰汤温泉图	8
图 8 中部华天城交通图	9
图 9 博鳌亚洲论坛鸟瞰图	9
图 10 中部华天城规划图	9
图 11 中部六省区域图	10
图 12 中部崛起战略布局	10
图 13 张家界华天城项目架构图	11
图 14 天门山国家森林公园风景图	11
图 15 天门山国家森林公园地图	11
图 16 1999-2009 年湖南省GDP增长情况	12
图 17 2002-2009 年长沙人均GDP增长情况	12
图 18 2000-2009 年湖南省最终消费支出情况(亿)	13
图 19 2002-2009 年长沙人均消费支出情况	13
图 20 1999-2009 年全国星级饭店客房出租率(%)	13
图 21 1999-2009 年湖南省星级饭店客房出租率	14
图 22 1999-2009 年湖南主要地区星级酒店数(家)	14
图 23 华天酒店客源构成比例	14
图 24 近几年湖南主要地区政府财政支出(百万元)	14
图 25 近几年来公司主要业务的营收占比(%)	16
图 26 近几年来公司主要业务的毛利率(%)	16
图 27 华天酒店轻资产经营基本思路	18
图 28 公司目前和预计的经济型酒店和商务酒店分布	19
图 29 近几年来公司管理费用和同比情况	20
图 30 近几年来公司总费用率(%)	20

表目录

表 1	华天酒店酒店+地产项目列表.....	5
表 2	公司自营酒店相关指标情况.....	16
表 3	公司自营酒店效益情况.....	17
表 4	华天酒店承包、托管酒店列表.....	17
表 5	华天酒店已收购的承包酒店.....	18
表 6	华天酒店经济型酒店列表.....	19
表 7	主要酒店旅游行业上市公司市盈率比较.....	22
表 8	华天酒店利润表预测（万元）.....	23

投资逻辑

2011 年是公司的转型关键年,也是业务改善的基础年。我们看好公司升级后模式的前景基于以下三点理由:(1)、公司的背景和资源决定了政府对其政策的倾斜和支持,公司低成本、高收益取得项目常态化,而且更为重要的是这种常态将会逐步从省内走向全国,从区域化演变为全国化。(2)、公司项目运作模式融合了几种商业操作手法,其业务之间实现了良好的互补、产生共荣,良好的业务搭配不但为公司带来长期的收益也符合政府规划,双方合作共赢。(3)、公司的核心业务是酒店业务,核心竞争力也是酒店经营,公司致力于成为中国的香格里拉,在项目进行的不同阶段有不同经营重点,最终酒店经营会呈现光芒。

酒店业务重资产轻资产经营各取其道,高速扩张下资金压力减轻。高星级酒店将是公司未来发展重点,公司一方面要扩大自营酒店的规模,强化酒店业务的盈利性,另一方面又要考虑资金压力和前期市场风险,在扩大规模的同时增加盈利,因此公司采取自营和托管同时进行、并肩发展的方略,其中自营和托管比例按照 1: 2 或 1: 3 进行,此为重资产、轻资产经营第一层;在此基础上,以公司的卓越的酒店经营能力和前期的市场调查,将把盈利增长、发展稳定的托管酒店进行收购成为自营酒店,即把轻资产重资产动态化、轻资产重资产化,此为重资产、轻资产经营第二层。对于经济型酒店,未来以托管和加盟等轻资产运营为主,一方面减少公司支出扭转之前亏损颓势、强化公司的盈利另一方面有利于公司集中精力经营高星级酒店业务。

盈利预测与投资建议:

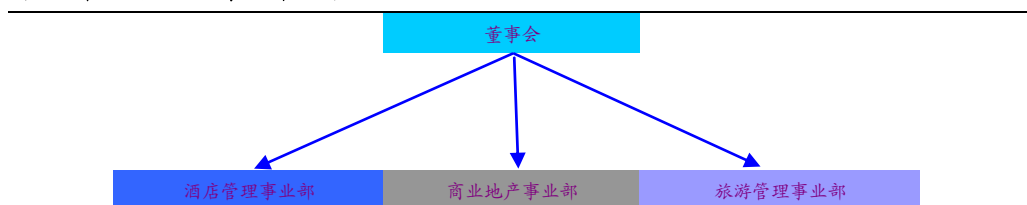
我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.30 元、0.40 元、0.51 元,动态 PE 分别为 33.33 倍、25.00 倍和 19.61 倍。我们认为目前公司价值没有被市场充分认识,公司价值被市场低估。我们首次给予公司“买入”评级,6 个月目标价 13 元,对应 2010-2012 年 PE 分别为 43.33 倍、32.50 倍和 25.49 倍。

1. 战略转型进入关键期

1.1 商业模式再次升级，产业搭配引领互补与价值提升

2010 年，华天酒店设置了三个事业部，分别是酒店管理事业部、商业地产管理事业部和旅游管理事业部，这是公司对未来商业模式的长时间摸索和思考的结果，也是从原来的“酒店+地产”模式进一步深化到“酒店+地产+旅游”模式的开始。

图 1 华天酒店三大事业部结构



资料来源：公司公告，海通证券研究所

过去几年来，公司快速持续的以低价收购酒店，资产上涨迅速，但是与此同时资产回报率并不高，非经常性损益贡献较大。近几年以来，公司一直采取的“酒店+地产”模式是两方面的考虑：(1)、地产业务高利润可以弥补公司收购酒店所需现金流；(2)、酒店与地产之间的联动性提升互相价值，一方面酒店的开业可以加快附近地带的开发提升地产价值而地产的兴起又可以增加酒店收入。以长春华天为例，公司刚进入的时候酒店地处较为偏僻的地段，经过公司经营带动了当地的地产的发展，区域的兴起同时增加了酒店收入。

表 1 华天酒店酒店+地产项目列表

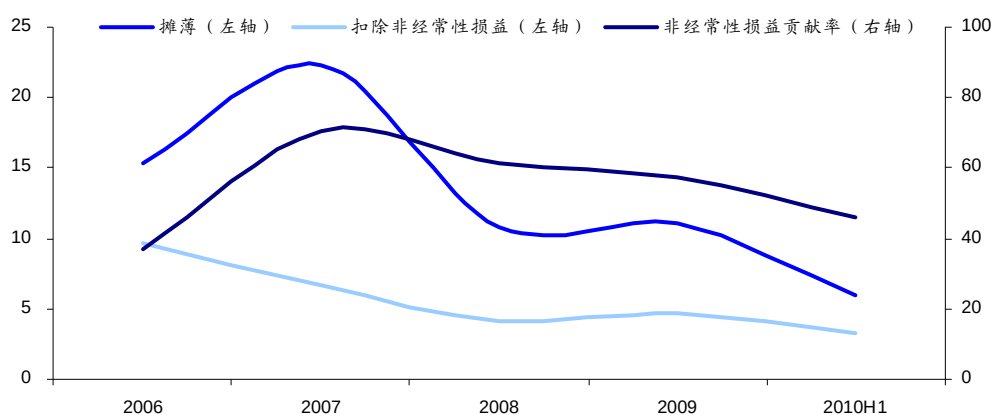
项目名称	项目概况	投资	自用酒店	进展情况
国金大厦	收购 8.6 万平方米已建成，装修后 2.7 万平方米作为产权式酒店销售，整体作为酒店经营	总投资 4.5 亿元。销售产权式酒店回笼资金 2.5 亿元	594 间客房的潇湘华天大酒店，预计年收入 1.8 亿元，净利润 4,000 万元	酒店已开业
北京世纪城	收购 4.4 万平方米已建成物业，装修后 1 万平米酒店公寓销售，其它作为酒店经营	总投资 4.48 亿元。销售酒店公寓 1 万平米	3.4 万平方米 400 间客房的北京世纪城华天商务酒店，预计年收入 6,000 万元，净利润 2,000 万元	酒店已开业
益阳华天	收购 160 间客房及 1.7 万平方米土地，新建 170 间客房的贵宾楼、7,456 平方米的经济型酒店和 3.8 万平方米住宅	总投资 2 亿元。销售收入 1.7 亿元，实现利润约 5,000 万元	330 间客房的益阳华天大酒店预计年收入 4,000 万元，净利润 500 万元	酒店已开业
星沙 LOHO 小镇	在 65 亩土地上新建 2.4 万平方米酒店，2.6 万平方米公寓和 9.2 万平方米住宅	总投资 2.8 亿元，销售收入总计 3.7 亿元，实现利润约 7,000 万元	240 间客房的星沙华天商务酒店，预计年收入 6,000 万元，利润 400 万元	酒店 2011 年春节开业
华天苑	在 72.5 亩土地上新建 9.8 万平方米住宅和 7,480 平方米经济型酒店	总投资 2.4 亿元，销售住宅收入 3 亿元(职工部分 1.8 亿元，对外销售 1.2 亿元)，实现利润约 5,000 万元	92 间客房的华天之星省府店，预计年收入 400 万元，净利润 100 万元	酒店未开业

资料来源：公司公告，海通证券研究所

依据我们对公司的观察，我们发现这种思路还有一种身影，那就是从传统的酒店经营走向酒店和商业地产并举的经营思路，通过酒店和商业地产之间的相互促进不仅带来了双方面的效益的提升还绕开了传统的住宅地产调控压力，同时通过“只租不售、租售结合”等多种模式一方面保证物业未来增值的空间另一方减少资金依赖性。

我们看到，不断进行的收购增加了资产规模同时盈利因培育期而滞后带来的ROE下降明显，而细分ROE我们发现扣除经常性损益后的ROE下降非常迅速且绝对水平很低。观察过去的情况放眼未来，我们发现有以下趋势：(1)、ROE水平逐渐回升。在经历了2008年大幅下滑的情况下，我们可以看到ROE开始逐步回升的迹象，我们认为未来这种趋势会保持并加强。我们的逻辑是：2008年的经济低迷是偶发性事件，未来发生的可能较低且非经常性；在过去几年的收购的酒店，依托公司出众的酒店经营管理能力将会逐步走出一个经营好转利润上升的态势；业务结构和盈利情况发生了变化，酒店经营依然是核心业务，其中高星级酒店是盈利的持续来源而华天之星的经济型酒店目前转变经营方式改自建为加盟从而扭亏为盈减少业务亏损带来盈利增加，而地产和旅游协同效应即将产生，这对盈利提高是个加速器。

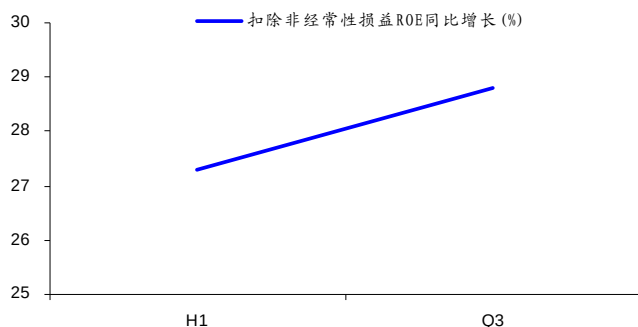
图2 近年公司 ROE、扣除非经常性损益 ROE 及非经常性损益对 ROE 贡献 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

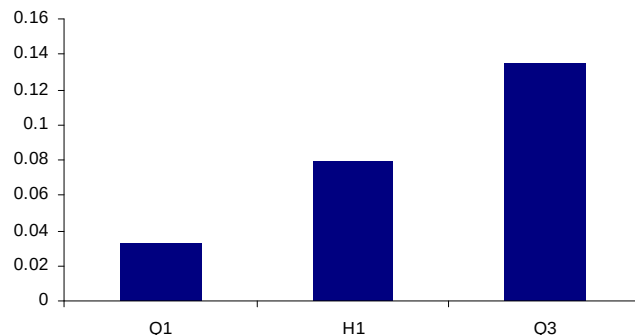
(2)、主营业务利润率将迅速攀升且非偶然性事件。虽然我们前面分析到ROE上升将是将会持续，但是我们更关注的是扣除非经常性损益之后的公司盈利情况，这是公司能否持续盈利和价值的核心体现。对比2009年和2010年的前三个季度情况，我们发现两个明显的特征和变化：(1)、公司的ROE在产生变化（2009年的一季度是非经常性损益的原因），今年三个季度的盈利能力超过了去年；(2)、2010年前三个季度扣除非经常性损益ROE/ROE比例也持续高于去年，这表明公司主营业务的盈利能力在两个方向得到了增强。我们认为这是公司2010年转换经营思路的经营结果，其显示公司的盈利能力已经不再依靠非经常性损益来弥补，而是依靠过去几年的积累而得到的经营成果的实质改善。(3)、非经常性损益对ROE贡献将持续下降。回顾前几年，我们发现非经常性损益对ROE贡献在2007年达到70.33%峰值后开始下降，目前下降到50%以下，我们认为这是一个渐进的下降过程。虽然公司未来扩张的步伐不会停止甚至加快，但是我们认为在收购和改善经营两者中后者将拔得头筹。从公司资金压力和经营思路来看，将以自建和托管结合实现动态匹配，不会因为只在意实现资产扩张而背负沉重的财务包袱，相反我们认为在收购的同时公司会把更多的精力放在提高酒店盈利能力上，因此在自建和托管之间会有一个较好的把握，这会有效控制非经常性损益的增加。从另一方面来说，成熟的酒店经营业务稳定增长和持续优化的新店经营管理以及未来地产项目的贡献将持续提高主营业务盈利能力。综合两方面，非经常性损益对ROE贡献将持续下降。

图3 2010年的扣除非经常性损益ROE同比增长



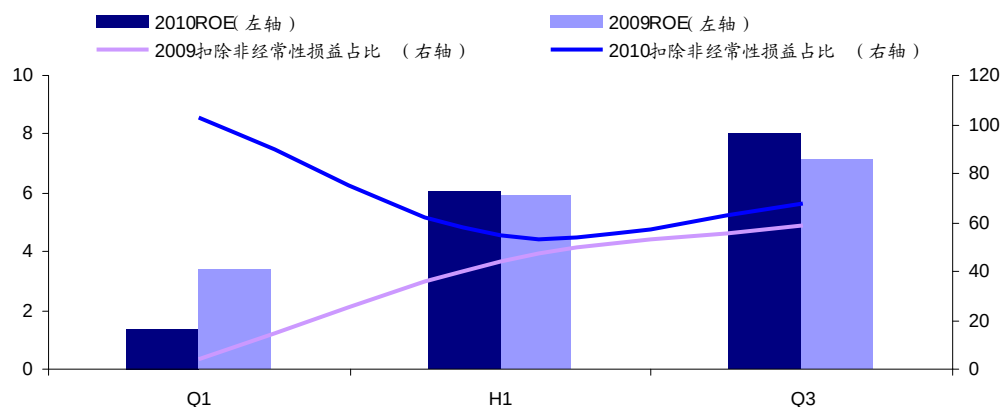
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图4 2010年前三季度EPS(元)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

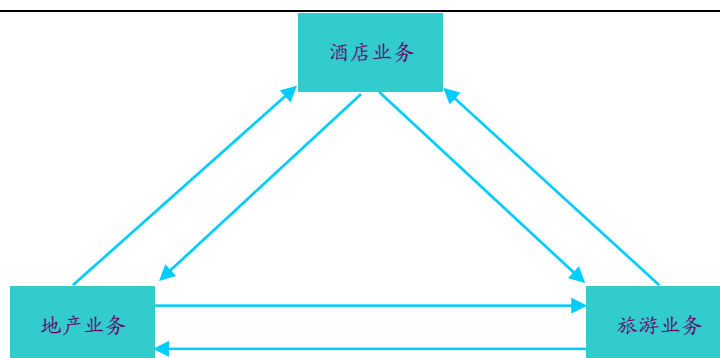
图5 2009、2010年公司ROE、扣除非经常性损益ROE对ROE贡献率(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

在之前的模式上加一个旅游将产生更好的协同效应,旅游业显著的特征是客流量(人气)和现金流(收入),人流的增加一方面将带动周边地区地产和物业升值,继续夯实之前以酒店带动地产的积极作用的基础另一方面对酒店的收入将产生直接的影响;而现金流的充沛可以继续强化之前的酒店收购的进程并减缓资金压力。

图6 公司战略架构图



资料来源：海通证券研究所

从这个思路出发，我们可以进一步分析公司战略升级的背后的意义。公司要实现各

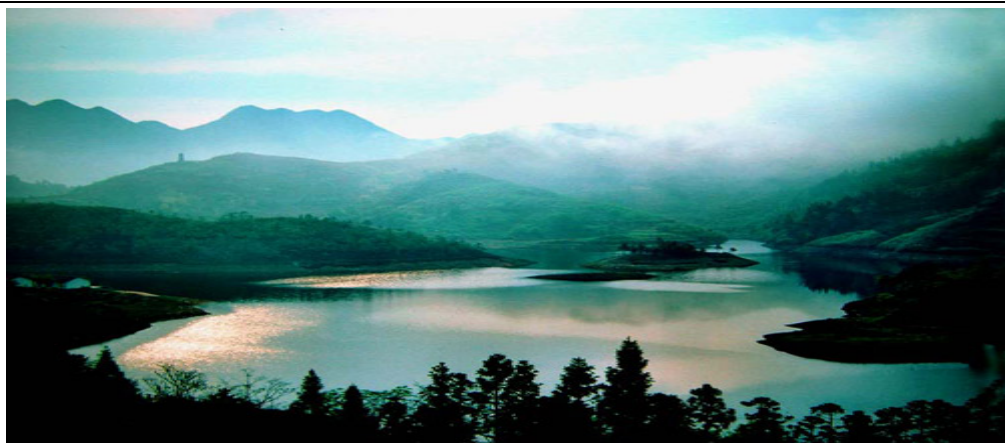
业务之间的良好互动，其实质是要使各业务之间实现一种平衡，从而在保持快速增长的同时保持稳定的盈利质量，在积极的扩张过程中实现业务板块之间相互弥补减少对外部依赖性。分业务来看，既要有现金充沛但成长较为稳定的旅游产业，又要有利润高发展迅速现金流回笼快的地产业务，还要有经营成熟利润稳定快速扩张但需要资金支持的酒店业务。公司目前准备在益阳大厦项目和湘潭国际金融大厦项目上进行新的模式的有益探索。

1.2 中部华天城：新商业模式第一次大规模尝试和对接

中部华天城是一个规划面积达7平方公里，包括但不限于大型国际会议度假中心(五星级酒店)、室内外温泉泳池、体育活动中心、生态主题公园和网球场等休闲健身场所、大型游乐场所、大型湿地公园、酒店式公寓、高档商品住宅小区等项目，集休闲、旅游和会议为一体的大型综合体。项目分为三期工程：一期包括酒店(150亩，房间数800左右，2011年5月开始营业)、高尔夫球场(1850亩)和酒店式公寓(200套，建筑面积10万平米，目前已基本完成建设，预计2011年5月份开始销售)；二期包含游乐场所和酒店式公寓(400套)，三期主要是其他设施和酒店式公寓(400套)，是公司新商业模式的第一次大规模尝试和对接。我们认为绝佳的自然条件、便利的交通以及类博鳌论坛的经营模式是项目成功的保障。

自然条件绝佳。“灰汤温泉”已有2000多年历史，是与西藏羊八井温泉、台湾北投温泉齐名的我国三大著名高温复合温泉之一，覆盖区面积达8平方公里，现日允许开采量为2032立方米，可满足日接待近5000名游客之需。温泉晶莹如玉、水质无色透明，水温常年保持在90摄氏度左右，含有对人体有益的29种微量元素，素有“天然药泉”之称。灰汤泉池有数孔。主泉宽2米、长8米。泉水四时冒涌，水珠成串，晶莹洁白如玉，稍带硫磺气味。凌冬远望、青烟缭绕、渺如仙境、临近则热气撩人，溅玉飞珠，故有“汤泉沸玉”的美名，为宁乡旧十景之一。热水的温度90℃左右，日涌出量3500立方米以上。

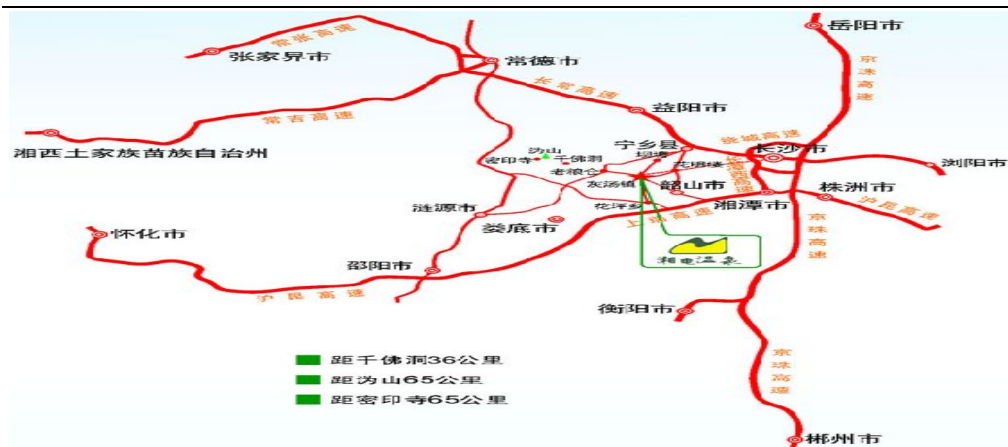
图7 灰汤温泉图



资料来源：互联网，海通证券研究所

交通畅通。灰汤离县城大概 50 公里，距离长沙 58 公里，长沙、宁乡有车直达灰汤，并有开往涟源、韶山等车经过，目前正在施工的长娄高速将进一步连接这些地方。长娄高速是湖南省长沙经韶山至娄底高速公路，该项目起点位于赤江枢纽型互通、与长潭西线高速公路相接，向西经莲花、花明楼、团田、灰汤、壶天、小碧、桥头河，终点到达涟源龙塘镇井边互通，与二广高速公路相连，沿途经过岳麓区、宁乡县、韶山市、湘乡市、娄星区、涟源市共六县市区，主要控制点为莲花镇、花明楼镇、灰汤镇、小碧乡、桥头河镇、龙塘镇。公路全长 139.651 公里，初步设计时速 100 公里，双向 4 车道，路基宽度 26 米，车道宽度 3.75 米，预计 2011 年 5 月份长沙到灰汤段将通车。

图 8 中部华天城交通图



资料来源：互联网，海通证券研究所

类比博鳌论坛。博鳌亚洲论坛是一个非政府、非营利的国际组织，目前已成为亚洲以及其他大洲有关国家政府、工商界和学术界领袖就亚洲以及全球重要事务进行对话的高层次平台。博鳌亚洲论坛致力于通过区域经济的进一步整合，推进亚洲国家实现发展目标。博鳌亚洲论坛由菲律宾前总统拉莫斯、澳大利亚前总理霍克及日本前首相细川护熙于 1998 年发起。2001 年 2 月，博鳌亚洲论坛正式宣告成立。论坛的成立获得了亚洲各国的普遍支持，并赢得了全世界的广泛关注。从 2002 年开始，论坛每年定期在中国海南博鳌召开年会。自然造化海南，海南成就了论坛，论坛促进了海南的开放，海南的成长与论坛的成长相辅相成，海南与论坛正在双赢的路上并肩前行。博鳌论坛的诞生和开展不仅带动海南地产发展、物业升值和酒店等相关产业的价值提升起，也促进了海南旅游业的发展，更对这三者结合起来的相互促进起到了巨大的推动作用。

图 9 博鳌亚洲论坛鸟瞰图



资料来源：互联网，海通证券研究所

图 10 中部华天城规划图

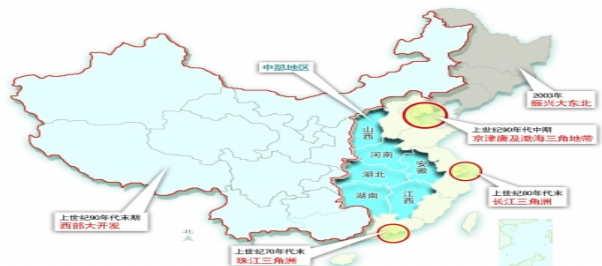


资料来源：互联网，海通证券研究所

我们认为公司目前发展方向和对中部华天城的规划将同时以论坛、温泉和酒店吸引人气，推动地产项目的顺利发展，同时地产项目又可以为酒店业务带来价值也会提升酒店本身物业价值，推动酒店和地产的高盈利、高增长。

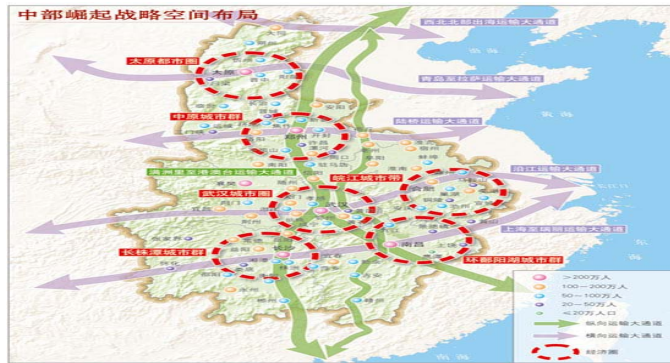
从目前来看，我们认为灰汤引入论坛有以下几个优势：(1)、中部崛起是国家经济发展的必然。中部地区包括山西、河南、安徽、湖北、湖南、江西、六个相邻省份，地处中国内陆腹地，起着承东启西、接南进北、吸引四面、辐射八方的作用。中部依靠全国 10.7%的土地，承载全国 28.1%的人口，创造全国 19.5%的 GDP，是我国的人口大区、经济腹地和重要市场，在中国地域分工中扮演着重要角色。加快中部地区发展是提高中国国家竞争力的重大战略举措，是东西融合、南北对接，推动区域经济发 展的客观需要。(2)、中部经济发展需要论坛。中部六省应该建立健全多层次合作机制，加强沟通协调，确保取得实效。建立完善省际联席会议制度，加强省级层面联系；强化职能部门的对接协商机制，推动重大合作项目的落实；充分发挥行业协会的桥梁作用，促进彼此交流；鼓励支持企业之间以项目为纽带，加强技术交流、产业协作，形成区域经济一体化发展新格局。(3)、政府支持、自然条件和便利的交通条件以及综合配套设施使灰汤的竞争能力最强。

图 11 中部六省区域图



资料来源：互联网，海通证券研究所

图 12 中部崛起战略布局



资料来源：互联网，海通证券研究所

我们认为在未来几年，中部华天城将会三个方面为公司带来以下几个方面的变化：(1)、地产业务将会为公司收入创造积极的贡献；(2)、酒店业务将会经历快速的培育期然后开始贡献利润，我们认为以灰汤项目的目前情况、市场定位和未来展望，酒店业务超过长沙总店或许只是一点时间问题；(3)、酒店等相关物业将会持续升值，灰汤项目的成功将会为公司未来运作此模式项目（如张家界项目）打下坚实的基础。

1.3 张家界项目将新商业模式推向新高度

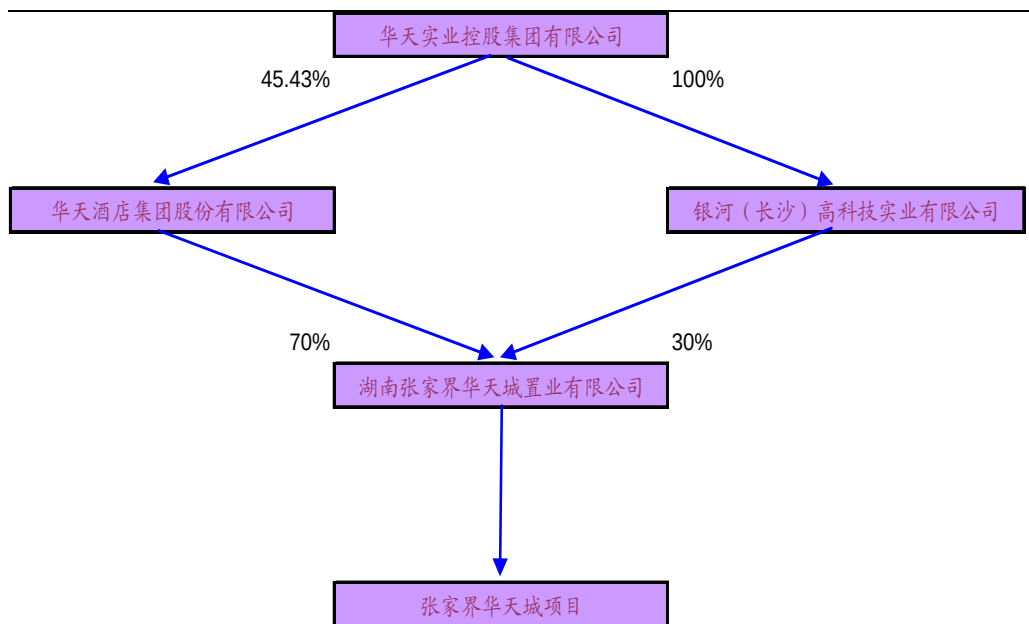
公司最近发布公告，拟与银河（长沙）高科技实业有限公司共同投资成立湖南张家界华天城置业有限公司，拟设立公司注册资本为人民币 1 亿元，其中公司认缴出资人民币 7000 万元，占总股本的 70%，银河（长沙）高科技实业有限公司认缴出资人民币 3000 万元，占总股本的 30%。银河（长沙）高科技实业有限公司为公司控股股东华天实业控股集团有限公司全资子公司。

张家界旅游发展超预期。2010 年 1 至 10 月，张家界市累计接待游客总人数 2048.4 万人次，比去年同期增长 20.4%，超过了去年全年的总接待量，完成了今年全年接待目标计划任务的 96.9%，预计今年将超额完成年初制定的接待目标任务。据统计，今年“十一”黄金周，张家界创下了旅游黄金周接待最高人次和单日接待量最高纪录，共接待游客 88.2 万人次，同比增长 20%，实现旅游收入 4.2 亿元，同比增长 22.15%。10 月份，各景区（点）共接待游客 332.9 万人次，同比增长 29.1%，实现旅游收入 21.5 亿元，同比

增长 32.9%。 张家界的旅游行业的迅速发展为公司项目打下了坚实的基础同时又为未来在张家界的开拓准备了客流。

张家界华天城项目位于湖南省张家界市城市主干道迎宾路与大庸路的交汇处，市区中心天门山索道站旁，占地面积 399 亩，总投资约为人民币 20 亿元。该项目计划分两期进行开发，建设期 2-3 年，其中项目第一期占地 176 亩，包括五星级酒店、产业中心写字楼、商品住宅、旅游产品购物一条街、酒吧休闲一条街等，第一期投资约人民币 10 亿元。

图 13 张家界华天城项目架构图



资料来源：WIND，海通证券研究所

一位难求。天门山国家森林公园、国家 5A 级旅游区，位于张家界市城区南郊 8 公里，是山岳型自然景区。天门山索道是门山景区两大人文奇观之一，全长 7455 米，水平高差 1279 米，沿线尽为绝壁天险，气势冲天，是世界上最为壮观的索道之一。

图 14 天门山国家森林公园风景图



资料来源：互联网，海通证券研究所

图 15 天门山国家森林公园地图



资料来源：互联网，海通证券研究所

项目将为公司取得巨大收益。该项目将按照集住宿、会务、美食、酒吧娱乐、旅游购物、休闲度假、群众健身的城市经济综合体进行建设，是公司“酒店+地产+商业”的发

展战略的又一尝试。预计项目建成后,将为公司带来如下益处:(1)、公司将新增一家星级酒店及数十万平方米的商业地产,有利于公司业绩的持续增长,也为公司择机整合旅游景区做了铺垫。(2)、项目的建设正值张家界市被确定为首批四家国家旅游综合改革试点城市之时,有较好的市场前景和发展空间。(3)、公司控股股东利用其政府资源并用全资子公司与公司共同投资,有利于利用资源优势同时分担公司的投资风险。

序幕已经拉开,精彩即将呈现。中部华天城是集温泉、酒店、高尔夫以及酒店式公寓群为一体的大型休闲群,是公司进行“酒店+地产+旅游”的第一个尝试,也是第一次操作此类型大项目。随之而来的是张家界项目准备开发成集景区、酒店和地产的综合性景区。我们认为中部华天城是公司投石问路的先头兵,是公司战略布局的一个节点,随着一个个节点的落定,将会形成一个完整的战略图。我们认为未来公司未来将会呈现“一点突破、全面繁荣”的景象。

我们之所以看好公司这种模式的前景基于以下三点理由:(1)、公司的背景和资源决定了政府对其政策的倾斜和支持,公司低成本、高收益取得项目常态化,而且更为重要的是这种常态将会逐步从省内走向全国,从区域化演变为全国化。(2)、公司项目运作模式融合了几种商业操作手法,其业务之间实现了良好的互补、产生共荣,良好的业务搭配不但为公司带来长期的收益也符合政府规划,双方合作共赢。(3)、公司的核心业务是酒店业务,核心竞争力也是酒店经营,公司致力于成为中国的香格里拉,在项目进行的不同阶段有不同经营重点,最终酒店经营会呈现光芒。

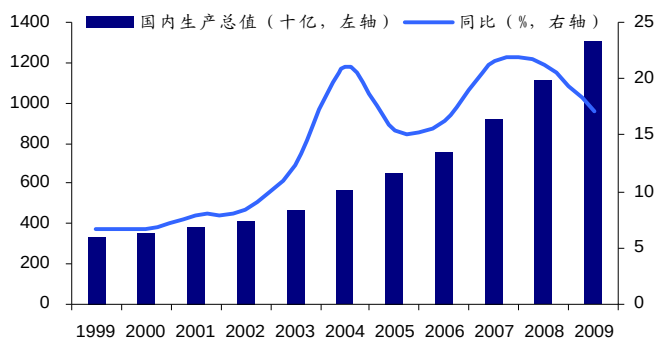
2. 酒店经营: 主次分明, 重资产、轻资产经营相得益彰

2.1 经济发展为未来酒店经营奠定了消费基础

湖南经济高速发展。过去 11 年间,湖南省 GDP 保持高位增长,从 1999 年的 3326.8 亿元增长到 2009 年的 13059.7 亿元,增长了 292.57%, 11 年复合增长率为 13.24%。2002 年到 2009 年,长沙人均 GDP 以平均 17.54% 的速度保持增长。经济的高速发展为消费提供了基础。

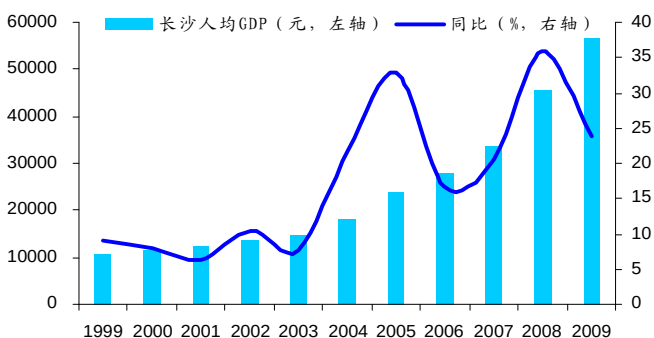
发展带动消费。21 世纪以来,湖南省最终消费支出增长十分迅速,从 2000 年的 1928.94 亿元增长到 2009 年的 5069.1 亿元, 9 年复合增长率为 11.33%; 其中农村居民最终消费支出由 900 亿增长到 1522 亿元, 9 年复合增长率为 6.01%, 城镇居民最终消费由 1028.89 亿增长到 3546.8 亿元, 9 年复合增长率为 14.74%, 显示城镇居民收入和消费较农村居民更为强劲。这些消费的增长成为消费的强劲推动力和基础。

图 16 1999-2009 年湖南省 GDP 增长情况



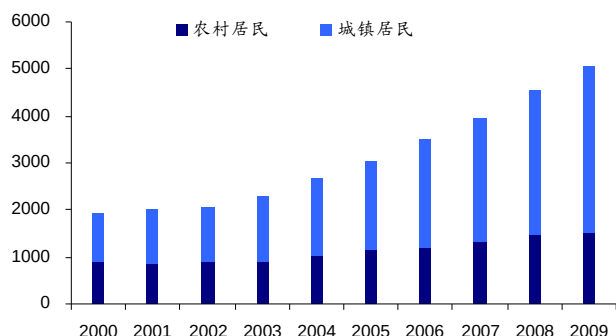
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图 17 2002-2009 年长沙人均 GDP 增长情况



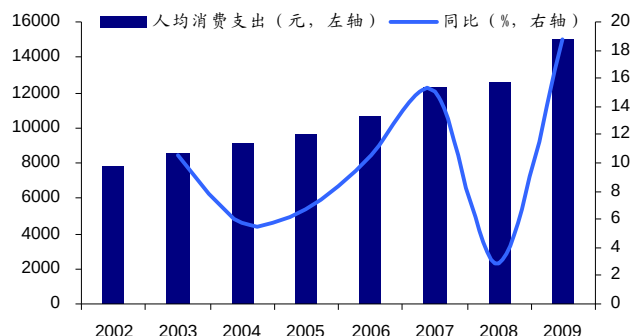
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 18 2000-2009 年湖南省最终消费支出情况(亿)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图 19 2002-2009 年长沙人均消费支出情况

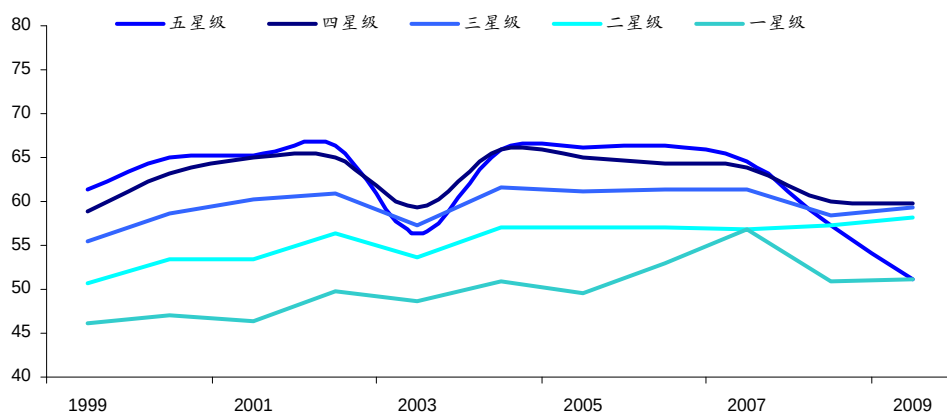


资料来源: CEIC, 海通证券研究所

以湖南省省会也是华天酒店大本营的长沙为例，在过去的几年中，人均消费支出增长突出，从 2002 年的 7740 元增长到 15020 元，7 年复合增长率为 9.93%，同比增长势头明显，剔除 2008 年的金融危机样本，增速非常明显。持续增长的消费能力和不断上升的消费支出为公司的酒店业务提供了经济基础和物质可行性。

酒店经营压力隐现，子行业分化明显。在过去的十年间，全国星级酒店的客房出租率尤其是高星级酒店出租率呈现下滑趋势，其中以 2003 年和 2008 年为明显，我们认为这是两种原因造成：(1)、星级酒店数量的增多造成出租率的下降（供给增多）；(2)、其他类型的住宿提供者在市场上出现并得到迅速发展从而抢占了部分市场（需求被挤占）。我们观察到受经济条件波动最大的是高星级酒店（四、五星级），这符合高消费高弹性的经济规律。我们认为，市场未来分化会更加明朗化，要么是利润高、服务好的高星级酒店要么是利润低、价格有竞争力的经济型酒店将会持续有生存空间，而处于低星级的酒店将在两者夹杂下生存环境进一步恶化。

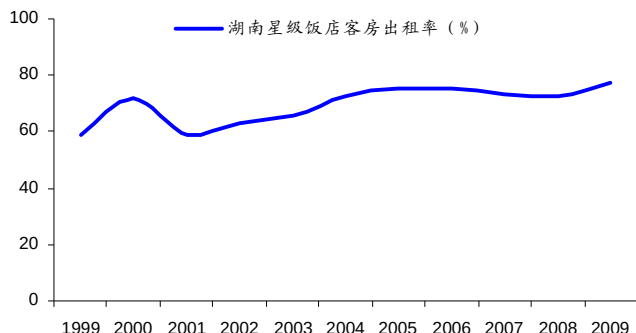
图 20 1999-2009 年全国星级饭店客房出租率(%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

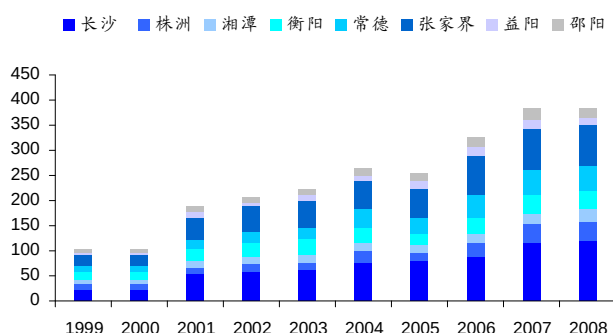
长沙酒店市场优于全国平均水平。从湖南的情况看，星级酒店的客房出租率大概在 70%，领先全国 10 个百分点左右。我们认为原因可能是：湖南作为中部经济开始发力地区，受益于近年来的高速经济发展和产业迁移对高星级酒店需求的影响；湖南的高星级酒店饱和程度好于全国平均水平。从过去十年间湖南主要地区的星级酒店扩张速度看，年均复合率为 15% 低于 GDP 增速，经济的快速发展释放了消费需求从而给予了酒店生存空间。

图 21 1999-2009 年湖南省星级饭店客房出租率



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图 22 1999-2009 年湖南主要地区星级酒店数 (家)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

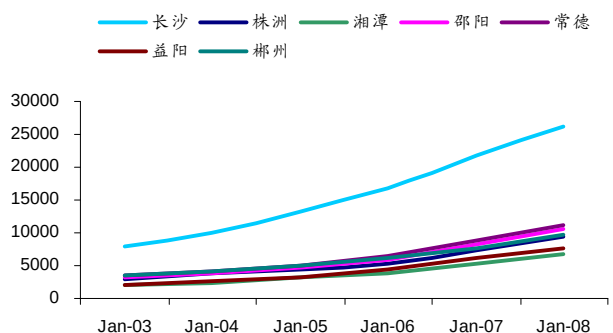
政府接待领先对手, 竞争优势越发明显。即使这样的一个发展环境下, 华天酒店依然有着对手缺乏的竞争优势: 一方面是华天酒店的品牌优势和一流的酒店运营能力将使其在竞争中保持主动, 取得比对手更高的市场份额和利润水平; 另一方面, 华天酒店强大的政府关系让对手望其项背。不但长沙本店是湖南省政府接待酒店, 而且在整个湖南华天酒店的政府业务都占据业务的绝大部分。华天酒店的主要客户是大型企事业单位、政府机关, 一般地处大型企事业、机关单位办公地点附近, 主要是接待为主, 业务中政府占比 60%左右, 总店达到 80%左右, 餐饮比客房收入要高。从客房入住率来看, 本店入住率大概为 70%, 所有店平均是 65%左右。

图 23 华天酒店客源构成比例



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

图 24 近几年湖南主要地区政府财政支出 (百万元)



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

从营业收入构成来看, 政府来源成为酒店收入来源的主要部分。我们可以看到, 政府的支出一直保持稳定中增长。以湖南主要地区的政府财政支出为例, 过去几年间一直保持较高速度增长, 其中株洲、邵阳、益阳的政府财政支出在过去 6 年间分别增长了 284.67%、305.85%和 348.05%, 6 年复合增长率分别为 25.17%、26.30%和 28.40%, 强劲政府支出为政府采购和消费打下了基础, 也为华天酒店未来业务的发展夯实了基础。

2.2 酒店业务重资产轻资产经营各取其道, 高速扩张下资金压力减轻

“轻资产运营”是当今业界的一种战略模式, 简单说, 这种模式就是少投或者不投入资产, 而通过经营他人的资产来获利, 此举可以规避自我投入所产生的风险, 又可取得一定的盈利, 是与重资产经营相比既有优势又有劣势的互补经营模式。重资产、轻资产经营的结合有助于盈利的稳定性, 也减少了波动性从而减低了经营风险。

与传统的重资产模式相比,轻资产运营有自己独特的特点。从财务上看,传统模式下,自有投入的资产和其他构成资产的支出,后期需要通过折旧计提的方式来抵减报告期利润总额,相反给别人管理资产,上述支出不计入本身的财务报表,但是利润表却可以确认营业收入,因此直接成本的支出比传统模式要低,剔除其他因素,营业收入的增长自然要超过营业成本的增长,进而带来经营现金净流量的增加。从风险收益上看,传统模式自己负责资产的投资风险和其他相关费用,而管理别人资产只是收取一定比例的管理费,而不用承担风险也就没有亏损。

轻资产经营目前主要包括承包和托管两种。承包是指公司通过承包经营方式经营酒店的模式。在承包经营方式下,公司支付固定的租金给业主方,同时对酒店进行一定程度的装修改造,公司自主经营、自负盈亏,承包酒店的收入和费用也纳入合并报表。托管是指公司充分利用品牌的影响力、资源的整合力,充分利用公司良好的酒店管理经验对其他酒店项目进行托管经营的一种模式。在托管模式下,公司输出品牌、派驻一定数量的管理人员,输出公司的管理流程并直接参与酒店的经营管理。公司通过按收入或利润的一定比例提成以及收取投资顾问费、咨询服务费的方式获得回报。在托管模式下,公司不要投资装修改造资金或流动资金,也不需要承担经营亏损。托管酒店的收入和费用不纳入合并报表,收取的管理费直接计入营业收入。

从公司目前的战略来看,公司首先对酒店业务进行了梳理和分类,对于分类的酒店业务规划为:高星级酒店以重资产和轻资产结合的动态对冲为经营模式,而经济型酒店则以轻资产经营为主、重资产经营缓步的模式进行。

具体来说,高星级酒店将是公司未来发展重点,公司一方面要扩大自营酒店的规模,强化酒店业务的盈利性,另一方面又要考虑资金压力和前期市场风险,在扩大规模的同时增加盈利,因此公司采取自营和托管同时进行、并肩发展的方略,其中自营和托管比例按照 1:2 或 1:3 进行,此为重资产、轻资产经营第一层;在此基础上,以公司的卓越的酒店经营能力和前期的市场调查,将把盈利增长、发展稳定的托管酒店进行收购成为自营酒店,即把轻资产重资产动态化、轻资产重资产化,此为重资产、轻资产经营第二层。对于经济型酒店,未来以托管和加盟等轻资产运营为主,一方面减少公司支出扭转之前亏损颓势、强化公司的盈利另一方面有利于公司集中精力经营高星级酒店业务。

我们认为公司业务规划符合目前的形势和公司未来发展的重点,业务区别对待和动态经营有助于公司业务的协调化、效益化,我们相信这将持续改善公司未来盈利状况,公司业务发展将步入快车道。

高星级酒店重资产经营:自营酒店规模迅速增长,毛利率保持高位,餐饮在利润中占比高。公司自营酒店是指公司经营拥有自有产权酒店的模式,自营酒店的收入和费用均纳入合并报表。公司自营酒店的经营情况发生了以下变化:(1)、不断扩大的酒店规模。2006 年公司只有长沙华天总店 1 家,到目前为止公司拥有 8 家自营酒店(星沙华天将于春节开始营业),资产规模扩张非常迅速,客房和餐位数得到迅猛发展,为进一步发展打下了坚实的基础;(2)、自营业务收入比重不断加大,利润贡献更高。截至 2009 年底,自营酒店业务收入比重超过 80%,业务收入和利润比重的加大主要是来自两个方面的原因:(1)、自营酒店数量增加速度快,加大了营业收入来源;(2)、自营酒店的毛利率高于公司酒店平均水平。我们认为未来公司依然会保持一定速度的自营酒店增长(每年 4-5 家),这不仅会为未来的酒店业务带来积极的变化,同时也会持续优化酒店业务的整体盈利水平。

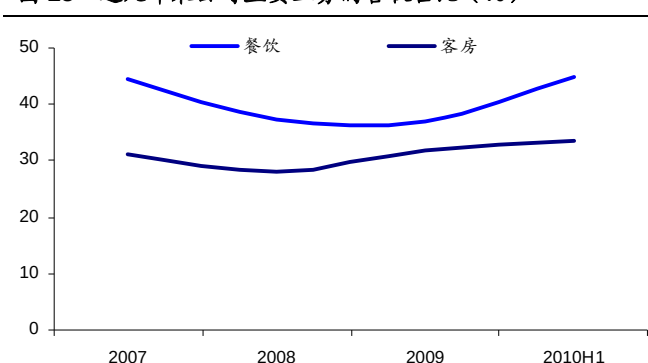
表 2 公司自营酒店相关指标情况

项目	总店 (5 星)	潇湘华天 (5 星)	长春华天 (5 星)	益阳华天 (5 星)	武汉华天 (5 星)	世纪华天 (4 星)
客户间数	708	575	366	282	247	236
接待人次						
2007 年	983000	-	-	468500	237000	-
2008 年	1000000	729000	653000	490600	258000	96000
2009 年	1100000	960000	1000000	504300	265000	394200
2010 年 1-6 月	439304	396231	385858	245177	90188	185408
客房出租率						
2007 年	67.59%	-	-	84.21%	65.12%	-
2008 年	62.73%	49.74%	39.77%	87.37%	65.41%	22.12%
2009 年	67.36%	64.31%	54.00%	63.57%	73.44%	41.31%
2010 年 1-6 月	72.31%	68.03%	59.00%	65.12%	73.81%	51.88%
平均房价 (元/天)						
2007 年	498.31	-	-	305.19	430.68	-
2008 年	493.83	506.58	455.61	304.54	483.70	620.88
2009 年	500.44	484.53	410.91	317.59	473.97	473.99
2010 年 1-6 月	492.18	506.72	398.00	338.97	469.48	495.96

资料来源：公司公告，海通证券研究所

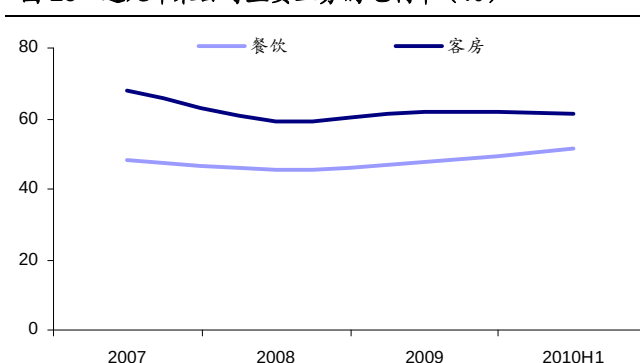
餐饮收入领先客房收入并将延续。从酒店业务构成来看从公司酒店业务看，餐饮占营收比例一直高于客房比例，两者之间的差距在 2009 年缩小到最低点，但在 2010 年上半年差距继续拉大，这说明经济形势的走势对餐饮的影响大于客房。从毛利率看，客房的毛利率一直高于餐饮毛利率但差距初步在缩小，其主要原因是餐饮毛利率在逐步上升。

图 25 近几年来公司主要业务的营收占比 (%)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 26 近几年来公司主要业务的毛利率 (%)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

一方面是营业收入增加另一方面是毛利率改善，这将进一步增加餐饮收入和利润贡献，我们看到在自营酒店中的营业利润的构成中，除去武汉华天，其他自营酒店中餐饮占比均超过 50%，其中以世纪华天比例最为突出达到 66%。我们认为，华天酒店的酒店经营能力经过长时间市场检验，具有一套独特的经营理念，包括餐饮、客房以及服务。我们看好公司在这块业务未来的发展前景。从趋势上看，餐饮业跑赢 CPI 问题不大，毛利率变化不会太大，我们认为未来公司所经营的酒店中餐饮依然会占利润比重高。

表 3 公司自营酒店效益情况

	2009 年				2010 年 1-6 月			
	营业收入(万元)	营业利润(万元)	毛利率(%)	餐饮占比(%)	营业收入(万元)	营业利润(万元)	毛利率(%)	餐饮占比(%)
总店	22726.13	14919.69	58.10	53.88	11315.89	1148.47	56.08	53.61
潇湘华天	14447.86	1298.60	67.68	53.56	8693.54	1154.18	67.89	52.69
武汉华天	5270.09	399.25	67.01	40.72	2664.07	219.92	67.64	39.04
世纪华天	6052.06	0.97	64.65	65.86	4026.26	563.84	67.37	66.12
长春华天	10048.87	1489.94	57.78	56.73	5732.64	779.09	60.20	57.97
株洲华天	9809.07	644.07	58.28	50.42	5377.48	890.58	61.67	50.21
益阳华天	5093.35	976.49	56.37	58.95	2710.83	290.32	58.38	57.50

资料来源:公司公告,海通证券研究所

高星级酒店轻资产经营: 承包、托管将再次加速, 低成本路径下迅速扩大规模增加利润, 并成为未来可能的收购孵化器。公司在前几年因一些商务纠纷曾经一度放缓了托管酒店的业务发展步伐, 但是目前公司在总结之前的经验和做好准备前期工作后准备从 2011 年开始每年以 10-15 家的速度进行扩张。托管的收入一般是营业收入 3-4%, 净利润 7-10%, 平均每个店 500 万左右, 合同至少 10 年以上, 托管的管理费直接计入营业收入。与新建或收购自营酒店相比, 托管酒店的收入较低但是风险较小, 也不需要大规模的资金投入, 属于轻资产运营, 这和自营酒店的重资产、高收益的模式形成的一种较好的搭配, 既增加了公司业务收入又减少了资金层面的压力。最近三年, 公司承包酒店(三家)共实现营业收入 16789.89 万元、15819.31 万元、14085.82 万元和 6954.36 万元, 实现净利润 1320.08 万元、2938.36 万元、4412.54 万元, 增长十分迅速。托管、承包经营酒店对公司来说不仅起到品牌输出的效果, 还无需占用资金, 虽然利润空间较小, 但有利于公司考察当地的酒店经营环境, 熟悉当地消费者结构和习惯, 为将来可能的收购起到市场调查作用。

表 4 华天酒店承包、托管酒店列表

单位名称	建筑面积 (平方米)	星级	房间数 (间)	餐位数 (个)
岳阳华天大酒店 (托管)	23500	4	143	1100
浏阳华天大酒店 (托管)	35000	5	350	670
衡阳华天大酒店 (托管)	54000	4	275	1000
永州华天大酒店 (托管)	17000	4	157	450
北京钓鱼台山庄华天(承包)	12120	5	-	300
常德华天大酒店 (承包)	23400	4	238	1386
芙蓉华天大酒店 (承包)	38000	4	291	1626

资料来源:公司公告,海通证券研究所

高星级酒店重资产、轻资产动态对冲经营: 把握适当比例前行同时视发展进程对进入盈利上升期的轻资产重资产化, 盈利能力快速上升。依据公司对高星级酒店未来规划, 今后重资产和轻资产经营并行, 从今年开始托管和品牌输出起色, 低成本运行, 从区域性走向全国, 11 年新增 4-5 家酒店(湖南), 平均四星级。我们可以看到以下高级酒店业务发展趋势: (1)、未来高星级酒店的发展大概以 1: 2 或 1: 3 的比例进行自营和托管经营, 一方面保持规模和速度另一方面又实现较好的搭配, 减少前期自营风险和资金压力; (2)、发展方向仍然以高星级酒店为主(不低于四星级), 说明公司还是专注于自身更有竞争优势的领域。我们观察了公司近年来的收购项目, 发现一个通用的方式是先采取托管或者承包方式进行经营管理, 如果发现在公司经营之下可以取得较好的经济效益并且针对客户群体和市场定位适合公司发展战略, 那么公司就会采取部分或者全部收购的办法把托管或承包的酒店变为自营。这表明承包实质上是公司的针对一个新地区或市场的探索, 一旦成熟就会加大投入获得更大的经济效益同时把前期的市场风险大幅降低。

图 27 华天酒店轻资产经营基本思路



资料来源：海通证券研究所

表 5 华天酒店已收购的承包酒店

名称	路径
益阳华天	2001 年承包，2007 收购 100% 股权
武汉凯旋门华天	2007 年承包，2008 年收购 100% 股权
长春华天	2007 年承包，2009 年收购 100% 股权
株洲华天	2002 年承包，2009 年收购 44.71% 股权

资料来源：公司公告，海通证券研究所

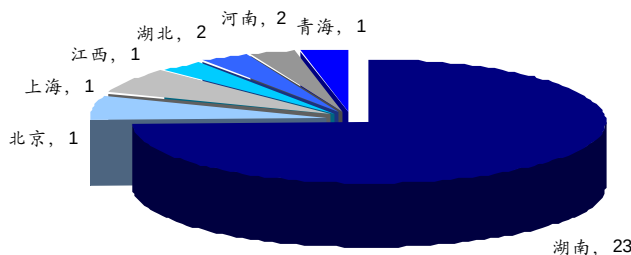
我们还发现，一旦公司从承包到自营，新增店盈利能力迅速提升，如 07 年开业的潇湘华天、07 年开业的世纪华天和 08 年收购的长春华天客房入住率上升速度很快，公司酒店业扩张效益明显。2009 年及 2010 年上半年度，公司新收购或投资的武汉、长春、世纪、潇湘、益阳等各酒店效益增长明显：潇湘华天大酒店 2009 年营业收入 14752.11 万元，较上年增长 45.09%；2010 年上半年度营业收入 8693.54 万元，较上年同期增长 35.17%，净利润 1110.20 万元，较上年同期增长 2530.18%；长春华天大酒店 2009 年营业收入 10048.89 万元，较上年增长 89.54%，2010 年上半年度营业收入 5732.64 万元，较上年同期增长 42.31%，净利润 656.93 万元，较上年同期增长 0.09%；世纪华天大酒店 2009 年营业收入 6052.06 万元，较上年增长 222.41%，2010 年上半年度营业收入 4026.26 万元，较上年同期增长 61.53%，净利润 584.88 万元，上年同期为亏损。究其原因，我们认为有以下两点：(1)、托管转变为自营后，公司对于酒店的经营决策更有自主性和长远性，决策更为合理和效益性；(2)、公司经营酒店的培育期更短，这是一直以来经营酒店的重要竞争优势。

经济型酒店经营模式转变，重资产经营缓步、轻资产经营上路，扭亏为盈已成事实，盈利增长成为必然。公司目前拥有经济型酒店 23 家，其中经济型酒店为 17 家、自营商务型酒店 2 家，托管商务型酒店 4 家，预计还会增加托管商务酒店 6 家，自营经济型酒店 2 家。目前大概 12 家自营经济型酒店盈利，占比 63.18%，其中亏损店中湖南地区以外占比 71.43%。从总体来看，2007 年度，华天之星营业收入 1036.46 万元，净利润 -362.18 万元；2008 年度，华天之星营业收入 4324.78 万元，净利润 -1210.02 万元；2009 年度，华天之星营业收入 7504.58 万元，净利润 -618.99 万元；2010 年 1-6 月，华天之星营业收入 5674.37 万元，净利润 -197.72 万元。亏损主要原因是华天之星目前处在扩张期，新开店较多，开办费用较大。

我们分析认为经济型酒店出现亏损表现不佳的原因有以下几点：(1)、从整体来看，扩张时期开支较多，影响整体盈利性；(2)、华天之星作为经济型酒店后起品牌，与华天酒店高星级定位不同，在品牌竞争上不如一些先行品牌如如家、7 天等；三、作为经济型酒店，数量对于消费者认知和规模化经营非常重要，目前华天之星的数量还很少；四、从单体店来看，湖南境内店表现较好而省外店表现欠佳，究其原因一方面是华天品牌在

省内认知度较高集中度也相对较高另一方面是省外店少也缺乏认知度。

图 28 公司目前和预计的经济型酒店和商务酒店分布



资料来源：公司公告，海通证券研究所

考虑公司未来经营模式的升华和面对经济型酒店的运营情况，公司决定以高星级酒店自营和托管为主，经济型酒店将会适度控制发展速度，未来投资将会更加审慎。从经营方式上看，未来将采取托管或者加盟的方式。在托管模式下，华天之星输出品牌、派驻一定数量的管理人员，输出公司的管理流程并直接参与酒店的经营管理。经济型酒店的托管模式有两种，一种是华天之星参与管理，按收入或利润的一定比例提成以及收取管理费和品牌使用费，一种是特许加盟，加盟酒店获准使用华天之星品牌，华天之星不参加管理，但收取一定的品牌使用费。在这两种托管模式下，公司都不要投资装修改造资金或流动资金，也不需要承担经营亏损。托管酒店的收入和费用不纳入合并报表，收取的管理费和品牌使用费直接计入营业收入。

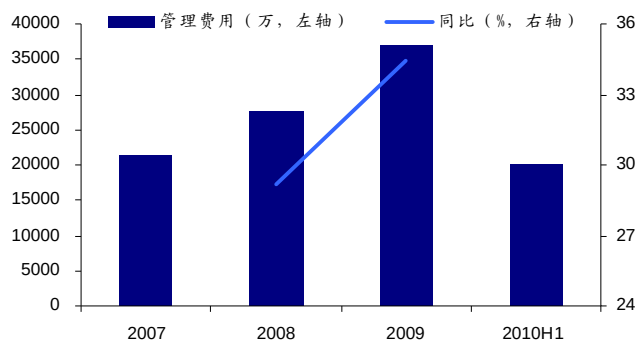
表 6 华天酒店经济型酒店列表

名称	经营方式	开业时间	名称	经营方式	开业时间
长沙识字岭店	自营	2006.11	郑州杜岭店	自营	2007.7
长沙星沙店	自营	2008.1	喜迎宾华天	自营	2009.9
长沙车站北路店	自营	2008.1	湘君华天	自营	2009.9
长沙五一西路店	自营	2009.5	青海华天	受托	
长沙芙蓉中路店	自营	2009.1	南岳衡山华天假日	受托	
衡阳解放西路店	自营	2007.9	沅陵华天假日酒店	受托	未开业
湘潭基建营店	自营	2008.2	石长华天假日酒店	受托	未开业
益阳秀峰湖店	自营	2008.11	益阳华天假日酒店	受托	
株洲新华西路店	自营	2009.7	娄底华天商务酒店	受托	
北京花园桥店	自营	2007.12	望城华天商务酒店	受托	未开业
上海宜川路店	自营	2008.7	湘潭晶都华天酒店	受托	未开业
南昌站前路店	自营	2008.1	华天之星永州店	受托	未开业
武汉六渡桥店	自营	2008.9	石门尧业华天	受托	未开业
岳阳东茅岭店	自营	2008.11	衡阳石鼓书院店	自营	未开业
武汉街道口店	自营	2009.5	常德石化店	自营	未开业
郑州经三路店	自营	2007.11			

资料来源：公司公告，海通证券研究所

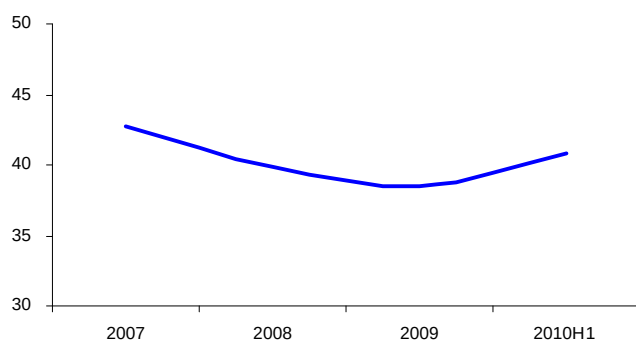
我们认为通过这种资产经营方式的转变，将会给公司经营带来三个方面的积极变化：(1)、通过托管或者经营，公司减少了支出而依靠固定的比例提成，这种方式更为安全和可靠，华天之星扭亏为盈将快速到来；(2)、托管或加盟将减少公司经营资源的消耗，从而可以更集中的进行商业模式的升级探索和实践；(3)、华天之星自营店规模的减少将直接减少公司的管理费用，提高公司利润水平。

图 29 近几年来公司管理费用和同比情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 30 近几年来公司总费用率 (%)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

酒店业务经营思路转换提高了经济效益。2009 年度，公司酒店服务业累计实现营业收入 98946.74 万元，较上年增长 35.92%。2010 年上半年度，公司酒店服务业累计实现营业收入 57870.08 万元，较上年同期增长 42.90%。2010 年上半年度，公司累计实现净利润 8623.28 万元，其中酒店业净利润 4886.94 万元，较上年同期增长 147.83%。公司酒店业收入、利润稳步增长，主业突出，酒店业发展迅速，经营效果良好。

高星级酒店和经济型酒店的业务发展战略越发清晰，公司的主要经营方向依然在高星级酒店，在未来全省范围内的区域性将快速切换到全国性扩张中去，而经济型酒店在稳步盈利的基础上以托管和加盟为主、自营为辅的经营方式加大对公司利润的贡献。依托高星级酒店的重资产、轻资产机动结合，灵活配置的经营理念，公司未来的高星级酒店业务将保持在高速增长下的相对较低的资金压力；经济型酒店的经营模式转向将使其利润稳中带升，不仅减少了公司之前的负担还增加了利润来源。

因此，我们认为公司的酒店战略调整是对之前的经营思路进行了很好的梳理，在不断的经营过程中摸索出来的适合公司发展的新的开始，我们相信在这种模式下酒店业务经营将更有灵活性、更有成长性，盈利能力更强。

3. 管理层和人才配置是战略实施的保障

3.1 管理层强大执行力是效率保证

公司的主要管理层人均 20 年的酒店管理经验，且大部分有部队工作经验，公司管理层多年的酒店行业工作经验和管理经验，良好酒店连锁经营及相关管理专业背景，使华天酒店的管理层对酒店经营有着深刻的认识。军旅生涯的色彩又赋予了公司管理层积极进取、稳步扩张和专注的特质，也正是这种强大的团队合作能力、卓越的酒店运营能力及对市场趋势的把握使公司近年来规模稳步扩大、业绩逐年提升。同时，公司管理的华天旅游管理学院运营良好，源源不断的向公司输送着酒店服务类的专业人才，并能有效的满足公司在职员工的职业培训计划，使公司能够长期保持在行业内的管理人才优势。

3.2 卓越的酒店管理能力和人才输出能力是扩张的核心竞争力

公司是湖南省首家享有盛誉的五星级酒店，先后加入“国际金钥匙组织”、“中国名酒店组织”，获得“中国饭店业集团 20 强”、“全球饭店业 300 强”、服务领域国际最高荣誉“五星钻石奖”、“中国饭店民族品牌先锋”，2004 年经“世界一流酒店组织”考评，同意接受加入“世界一流酒店组织”，2005 年荣获首届“中外酒店‘白金奖’——中国最受欢迎的酒店”，荣获“中国饭店业民族品牌先锋”，2008 年入选中国旅游饭店业协会评选的“中国最具规模的本土品牌 30 强”。在湖南省内，公司获得“湖南旅游饭店业特殊贡献奖”、湖南省旅游局旅游星级饭店“优秀品牌奖”和旅游培训教育工作先进单位。

公司已成为湖南省乃至中南地区最具影响力的酒店品牌，在湖南、中南地区的高端商务酒店类市场的市场份额长期位居前列。2004年11月13日，公司“华天 HUA TIAN”注册商标被国家工商行政管理总局认定为中国驰名商标，酒店品牌拥有较高的市场知名度和影响力。

公司是较早实施酒店集团化连锁发展的公司之一，也是中南地区最早实施品牌输出管理的酒店。依靠华天酒店的强大品牌和管理输出，连锁酒店发展获得了跨越式发展，已实现由省内城市向全国中心城市发展的战略转移，开始在北京、武汉、长春等地进行酒店托管。品牌管理输出模式运作取得了较大成功，并且为公司进一步的收购扩张奠定了稳固的基础。

公司未来进行的扩张以自营和托管租赁结合，从2011年开始每年托管10-15家星级酒店，采取向每家酒店输出3-5个管理层的运营模式。长期以来，华天酒店的酒店经营人才培养模式形成了梯度配置、稳步提升的人才经营管理模式，这种长期培养、不断补充的人才结构使得公司可以有充足的人才满足公司未来的扩张速度，在保证速度的同时最大程度上保证了经营的稳健和品牌的维护。公司的人才培养机制和强大的人才储备是未来公司发展的核心竞争力和有力保障。

3.3 母公司大力支持是助力器

从公司发展历程来看，母公司一直给予了很大的支持。从整体层面看，母公司一直积极推动公司业务的发展。这表现在两个方面：一方面是母公司在对外拓展开展业务具有更好的资源和背景，而进入项目之后和公司合作开发，如张家界项目；另一方面是在酒店经营层面，母公司对于盈利增长发展稳定的公司注入上市公司中，采取先孵化再注入的办法，缩短了公司的培育期又降低了风险。

我们认为，今后母公司对于公司的支持会持续，正如母公司之前对于关于注入集团公司酒店的承诺一直在如期进行，预计在2011年和2012年分别有实质性进展，在2012年彻底解决此问题。

我们相信，在未来公司开展业务的过程中，母公司会一如既往的利用其背景和资源为公司提供、创造良好的投资机会，寻找潜在的投资标的。从公司目前的财务状况来看，财务费用较大，债务结构不尽合理，我们认为公司未来调整债务结构的可能性很大，将通过发行短融等一些产品调整债务结构，减少财务费用压力。我们认为同样，母公司也将在项目进行和公司运营的过程中给予公司财务支持和帮助。

因此，我们认为以华天酒店的政府背景和资源，在公司管理层的带动和努力下，以华天酒店的品牌和经营能力，以华天酒店的人才储备梯队再加上母公司的大力支持和帮助，我们认为华天酒店在未来的经营过程中一定会扎实进步、稳步前行。我们相信，未来公司将逐步从单体店经营转移到集团化运营思路，从更为宏观的层面经营资产，在各类型酒店和同类型酒店业务中的动态平衡把握中初显成效，主营业务的盈利能力将逐步回升并稳定成长，公司未来发展可期。

4. 盈利预测及投资建议

我们预计未来公司的业务将有长足的发展，这主要取决于两方面。一方面从具体业务看，公司经营理念的转换以及战略升级有助于公司酒店业务向纵深发展，业务改善将加速；另一方面，公司未来打造的酒店、地产和旅游大型综合配套区不但可以实现板块之间的互补，而且会为未来的公司业务快速发展打下坚实的基础。我们估计，未来几年公司的业务将保持在30%的增速，从区域化走向全国化，从非经常性损益高贡献到主营业务强劲增长。

我们看好公司未来几年的发展思路 and 方向，公司具有的背景优势、对行业的深刻认识以及经营思路将为未来拓展赢得竞争优势。

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.30 元、0.40 元、0.51 元，动态 PE 分别为 33.33 倍、25.00 倍和 19.61 倍。我们认为目前公司价值没有被市场充分认识，公司价值被市场低估。我们首次给予公司“买入”评级，6 个月目标价 13 元，对应 2010-2012 年 PE 分别为 43.33 倍、32.50 倍和 25.49 倍。

表 7 主要酒店旅游行业上市公司市盈率比较

证券代码	证券简称	TTM(x)	2010E(x)	2011E(x)	2012E(x)
002033.SZ	丽江旅游	221.61	162.92	44.24	34.69
000610.SZ	西安旅游	151.67	34.61	19.83	14.80
000978.SZ	桂林旅游	111.13	51.00	29.45	24.93
600138.SH	中青旅	20.33	23.32	18.06	15.35
002306.SZ	湘鄂情	60.08	51.03	36.38	27.22
300144.SZ	宋城股份	48.45	45.99	34.59	24.88
601888.SH	中国国旅	52.17	50.63	37.43	29.09
000888.SZ	峨眉山 A	34.91	32.31	26.18	22.12
002159.SZ	三特索道	62.31	55.34	41.45	30.07
600258.SH	首旅股份	25.89	24.11	21.02	17.75
600749.SH	西藏旅游	80.14	69.62	51.74	37.08
600054.SH	黄山旅游	42.74	33.19	28.47	24.83
601007.SH	金陵饭店	28.12	29.13	26.12	22.19
000428.SZ	华天酒店	33.13	33.43	29.87	24.23
002186.SZ	全聚德	42.97	44.44	38.98	33.61
600754.SH	锦江股份	28.93	30.59	30.47	25.61
	均值	43.09	40.58	32.14	25.53

资料来源：WIND，海通证券研究所

表 8 华天酒店利润表预测 (万元)

项目	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	127055.85	146915.10	198219.55	241091.37
其中：营业收入	127055.85	146915.10	198219.55	241091.37
二、营业总成本	118356.37	131929.76	177010.06	212883.68
其中：营业成本	61298.58	65377.22	88207.70	107285.66
营业税金及附加	7301.18	8080.33	10902.08	13260.03
销售费用	2372.05	2644.47	3567.95	4339.64
管理费用	37087.11	44074.53	58474.77	68711.04
财务费用	9438.90	11753.21	15857.56	19287.31
资产减值损失	858.55	0.00	0.00	0.00
投资收益	-89.31	0.00	0.00	0.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-89.31	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	8610.17	14985.34	21209.49	28207.69
加：营业外收入	9471.59	5000.00	5000.00	5000.00
减：营业外支出	181.79	300.00	300.00	300.00
四、利润总额	17899.98	19685.34	25909.49	32907.69
减：所得税费用	2456.70	2263.81	2979.59	3784.38
五、净利润	15443.28	17421.53	22929.90	29123.31
少数股东损益	1152.55	1000.00	1000.00	1000.00
归属于母公司所有者的净利润	14290.72	16421.53	21929.90	28123.31
基本每股收益 (元)	0.26	0.30	0.40	0.51

资料来源：公司公告，海通证券研究所

5. 风险提示

- (1) A 股系统性风险。
- (2) 华天城项目推进不如预期。

信息披露

分析师声明

罗少平：社会服务行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：华天酒店（000428.SZ）、黄山旅游（600054.SH）、中国国旅（601888.SH）、丽江旅游（002033.SZ）、三特索道（002159.SZ）、中青旅（600138.SH）、首旅股份（600258.SH）、峨眉山 A（000888.SZ）、云南旅游（002059.SZ）、桂林旅游（000978.SZ）、西安旅游（000610.SZ）等。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明	
		股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
			增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
			中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
			减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出		个股相对大盘涨幅低于-15%。	
2. 投资建议的评级标准	类别	评级	说明	
		行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
			中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露 所长助理
(021) 23219435
chenl@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
单磊 (021) 23219428

联系人

汤慧 (021) 23219733

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
shanl@htsec.com

tangh@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
吴先兴 (021) 23219449

倪韵婷 (021) 23219419

杨俭秋 (021) 23219605

联系人

唐洋运 (021) 23219004

徐益望 (021) 23219443

陈瑶 (021) 23219645

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
wuxx@htsec.com

niyt@htsec.com

yangjq@htsec.com

tangyy@htsec.com

xuyj@htsec.com

chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

周健 (021) 23219444
丁鲁明 (021) 23219068

zhouj@htsec.com
dinglm@htsec.com

联系人

郑雅斌 (021) 23219395

zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金春 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com

zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

刘惠莹 (021) 23219441

liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
方维 (021) 23219438
舒灏 (021) 23219171

联系人

何继红 (021) 23219674

longh@htsec.com
fangw@htsec.com
shuh@htsec.com

hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405
联系人
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业

联系人
唐奕奕 (021) 23219716

tangss@htsec.com

非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389
董乐 (021) 23219374

panhw@htsec.com
dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935
联系人
白洋 (021) 23219646

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104

联系人

虞楠 (021) 23219382

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com

yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473

zhaocx@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282
联系人
齐莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

江维娜 (021) 23219610
联系人
刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269

jiangwn@htsec.com
liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406
联系人
刘博 (021) 23219401

yanghj@htsec.com
liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244
联系人
孔维娜 (021) 23219223

chenzy@htsec.com
kongwn@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054

pusul@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383
联系人
房青 (021) 23219692

zhangh@htsec.com
fangq@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415
白瑜 (021) 23219430

lufm@htsec.com
baiy@htsec.com

银行业

联系人
冯梓钦 (021) 23219402

fengzq@htsec.com

社会服务业

罗少平 (021) 23219390

luosp@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747
谢盐 (021) 23219436

tl5535@htsec.com
xiey@htsec.com

联系人

贾亚童 (021) 23219421

jiayt@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理

(021) 63609993

chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理

(021) 23219381

hzh@htsec.com

深广地区销售团队

贺振华 (021) 23219381
胡雪梅 (021) 23219385
毛艺龙 (021) 23219373
辜丽娟 (021) 23219397
刘晶晶 (021) 23219671

hzh@htsec.com
huxm@htsec.com
maoyl@htsec.com
gulj@htsec.com
liujj4900@htsec.com

上海地区销售团队

高 溱 (021) 23219386
季唯佳 (021) 23219384
黄 毓 (021) 23219410
朱 健 (021) 23219592
肖文宇 (021) 23219442

gaoq@htsec.com
jiwj@htsec.com
huangyu@htsec.com
zhuj@htsec.com
xiaowu@htsec.com

北京地区销售团队

孙 俊 (021) 23219454
殷怡琦 (010) 58067944

sunj@htsec.com
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219000

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com