

逐步回归主营高星级酒店业务 业绩释放尚需时日

方正证券研究所证券研究报告

分析师：陈翀

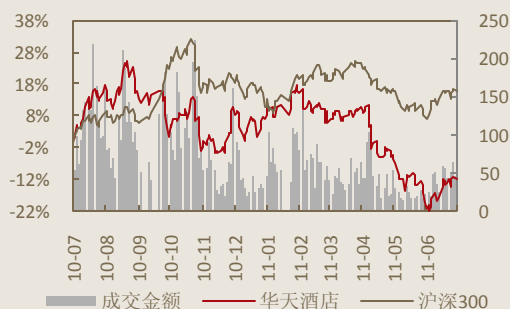
执业证书编号：S1220210100002

联系人：王朗其

TEL: 010-68582897

Email: wanglangqi@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	1373.66	1892.66	2328.52	2965.04
(+/-)	8.11%	37.78%	23.03%	27.34%
净利润	136.02	170.95	179.97	227.76
(+/-)	-3.97%	25.68%	5.28%	26.55%
EPS (元)	0.25	0.24	0.25	0.32
P/E	0.00	25.86	24.57	19.41

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

华天酒店(000428)

公司调研简报
2011.07.19 增持

餐饮旅游行业

投资要点

※剥离经济型酒店，主攻优势主业。

公司前期公告转让华天之星股权给七天四季酒店（广州）有限公司，此次转让公司可获现金 1.26 亿元。此举是公司逐步回归优势主业的明智之举，因为华天之星在市场占有率以及知名度等都不及其他经济型酒店，剥离是对主业的进一步专攻，回收各种资源专于高星级酒店的拓展，另一方面，补充公司流动资金可缓解公司现金流压力。我们预计此举是回归主业的第一步，不排除公司进一步收紧其他非主营业务，专攻于高星级酒店的外延式拓展。

※做实区域内拓展，风格偏稳健。

公司属于国资委下的企业，政府关系使公司具有不可比拟的绝对优势，公司客人超过 80% 为政府团队游客以及拥有较低的拿地成本，这是其他酒店集团无法复制的。我们预计公司未来仍将以自营为主托管为辅的方式来拓展酒店项目，重资产的模式将是主要方式，凸显公司偏稳健的风格。

※“酒店+地产”模式仍是公司主要的发展途径。

公司为了缓解酒店扩张过程中资金压力的状况，以酒店为主业，出售部分物业的方式快速回笼资金，在综合地产开发的过程中，酒店与住宅地产以互补的方式，不仅能产生房地产收益，而且能快速回笼建设资金，并提高酒店入住率。我们预计未来公司仍将采取此模式进行扩张，但是，鉴于宏观经济调控，房地产面临较大压力的情况下，此模式可能会变相限制公司的拓展空间。

※业绩释放仍需时日，潜在项目众多，建议长线投资者积极关注。

公司今年最大的亮点在于中部华天城，今后几年也将是公司最为重点的项目，下半年别墅售出将确定部分收入成为公司今年业绩的一大保证。公司后续拥有诸多项目，除了今年在湖南本地拓展的五家自营高星级酒店之外公司将逐步在湖南的大中小城市延展开来以及省外有意向的地区及省份如东北、新疆等地开拓新的市场。虽然短期来说，业绩释放仍然需要一定时间，但是从长期来看，公司开拓的项目都落地于城市较繁华的地段而且拿地成本较低，升值空间很大，相应价值难以估量，以现在的股价相比较其内在价值，存在一定被低估，我们预计 2011-2013 年 EPS 为 0.24、0.25、0.32 元/股，建议长线投资者积极关注。

鉴于未来一至两年，公司酒店对外拓展及业务需要大量流动资金，会造成一定资金压力，而且酒店培育一般需要 1-2 年时间，加上房地产面临国家调控，短期内盈利很难快速增长，我们暂对公司下调评级至“增持”。

表格 1 华天酒店盈利分拆及预测

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入						
餐饮(百万元)	368.67	471.54	616.89	740.27	888.3216	1110.40
客房(百万元)	278.29	403.96	471.78	613.31	797.3082	1076.37
房地产(百万元)	160.37	252.27	131.44	330.00	400	500.00
娱乐(百万元)	32.49	45.15	74.23	89.08	106.8912	128.27
其他(百万元)		74.22	46.18	85.00	101	115.00
光电子产品(百万元)	9.24	20.99	29.23	35.00	35	35.00
营业成本						
餐饮(百万元)	200.01	246.35	289.78	340.52	408.6279	499.68
客房(百万元)	114.07	154.88	188.07	245.33	318.9233	419.78
房地产(百万元)	96.08	175.63	104.08	198.00	260	325.00
娱乐(百万元)	6.33	11.66	28.15	84.62	101.5466	121.86
其他(百万元)		16.45	10.59	17.60	21.21	24.15
光电子产品(百万元)	1.92	8.01	12.56	14.00	14	13.65

资料来源：公司公告 方正证券研究所

表格 2 酒店股估值比较

代码	简称	最新价格 (元)	每股收益			市盈率 PE		
			TTM	11E	12E	TTM	11E	12E
	行业均值（整体法）	0.00	0.23	0.38	0.47	36.54	29.14	23.98
	行业中值	8.87	0.14	0.34	0.41	59.82	25.71	21.55
000033	新都酒店	6.79	0.01	0.00	0.00	502.66	0.00	0.00
000524	东方宾馆	10.20	0.04	0.03	0.04	231.37	305.63	229.22
000007	ST 零七	8.13	0.09	0.00	0.00	87.56	0.00	0.00
000428	华天酒店	6.15	0.19	0.26	0.34	32.09	24.11	18.17
600754	锦江股份	18.34	0.66	0.67	0.80	27.61	27.31	22.94
601007	金陵饭店	9.61	0.38	0.42	0.48	25.24	22.68	20.16

资料来源：WIND 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1146.07	1919.81	1608.28	2831.71	经营活动现金流	756.80	-23.35	982.93	309.31
现金	365.29	359.49	402.47	534.75	净利润	143.50	179.54	191.13	240.45
应收账款	39.31	138.29	68.85	185.30	折旧摊销	204.58	245.76	308.41	398.26
其它应收款	111.30	237.18	175.77	350.82	财务费用	100.85	137.11	170.88	216.69
预付账款	339.04	635.01	582.64	945.87	投资损失	-0.74	0.23	0.13	-0.13
存货	287.74	548.31	376.97	812.68	营运资金变动	288.53	-568.36	307.33	-548.46
其他	3.39	1.54	1.57	2.30	其它	20.08	-17.63	5.06	2.50
非流动资产	3413.78	4256.12	4907.41	5936.38	投资活动现金流	-701.67	-1087.41	-959.93	-1427.33
长期投资	96.06	95.83	95.70	95.83	资本支出	461.16	866.73	635.11	1031.66
固定资产	2212.20	3005.74	3651.04	4587.22	长期投资	-35.74	0.23	0.13	-0.13
无形资产	213.54	284.91	339.82	424.05	其他	-276.25	-220.45	-324.70	-395.80
其他	891.97	869.64	820.85	829.27	筹资活动现金流	97.50	76.83	-336.90	-279.34
资产总计	4559.85	6175.93	6515.69	8768.09	短期借款	-301.00	240.50	-60.00	-40.17
流动负债	1397.50	2934.08	3225.33	5325.50	长期借款	498.80	-74.95	-141.29	-77.07
短期借款	309.00	1577.62	1874.51	3363.98	其他	-100.30	-88.72	-135.61	-162.11
应付账款	82.16	152.30	148.62	228.36	现金净增加额	152.64	-1033.93	-313.90	-1397.36
其他	1006.34	1204.16	1202.20	1733.16					
非流动负债	1608.58	1508.55	1383.68	1304.03	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	1305.00	1230.05	1088.77	1011.70	成长能力				
其他	303.58	278.50	294.91	292.33	营业收入	8.11%	37.78%	23.03%	27.34%
负债合计	3006.08	4442.63	4609.01	6629.53	营业利润	37.27%	10.74%	14.90%	43.43%
少数股东权益	160.49	169.08	180.24	192.93	归属母公司净利润	-3.97%	25.68%	5.28%	26.55%
归属母公司股东权益	1393.28	1564.23	1726.45	1945.63	获利能力				
负债和股东权益	4559.85	6175.93	6515.69	8768.09	毛利率	53.87%	52.46%	51.73%	52.64%
					净利率	10.45%	9.49%	8.21%	8.11%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	9.24%	10.36%	10.02%	11.24%
营业收入	1373.66	1892.66	2328.52	2965.04	ROIC	4.08%	3.64%	3.60%	3.44%
营业成本	633.71	899.72	1123.96	1404.12	偿债能力				
营业税金及附加	76.32	106.62	131.45	166.38	资产负债率	65.92%	71.93%	70.74%	75.61%
营业费用	24.49	34.69	42.55	53.79	净负债比率	120.01%	179.73%	173.72%	224.11%
管理费用	419.24	573.73	699.47	898.13	流动比率	0.82	0.65	0.50	0.53
财务费用	100.85	137.11	170.88	216.69	速动比率	0.61	0.47	0.38	0.38
资产减值损失	3.28	11.53	11.82	13.40	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.32	0.35	0.37	0.39
投资净收益	0.74	-0.23	-0.13	0.13	应收帐款周转率	26.20	21.31	22.48	23.33
营业利润	116.52	129.03	148.26	212.65	应付帐款周转率	7.20	7.67	7.47	7.45
营业外收入	60.56	81.63	78.97	73.72	每股指标(元)				
营业外支出	5.31	2.92	3.35	3.86	每股收益	0.25	0.24	0.25	0.32
利润总额	171.78	207.73	223.88	282.51	每股经营现金	1.05	-0.03	1.37	0.43
所得税	28.28	28.20	32.75	42.06	每股净资产	2.81	2.41	2.65	2.97
净利润	143.50	179.54	191.13	240.45	估值比率				
少数股东损益	7.48	8.58	11.16	12.69	P/E	0.00	25.86	24.57	19.41
归属母公司净利润	136.02	170.95	179.97	227.76	P/B	0.00	2.83	2.56	2.27
EBITDA	376.36	453.50	532.29	680.76	EV/EBITDA	5.10	16.76	14.61	13.41
EPS (元)	0.25	0.24	0.25	0.32					

数据来源：港澳资讯 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 (100037)	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼 (410015)
电话：	(8610) 68584820	(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