



2017-04-05

公司深度报告

买入/维持

华天酒店(000428)

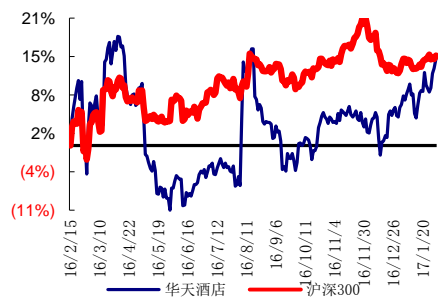
目标价: 10.2

昨收盘: 6.37

休闲服务 酒店 II

## 轻资产运作有望加速, 受益于资产价值重估

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,019/719
总市值/流通(百万元)	6,491/4,579
12个月最高/最低(元)	8.35/6.10

### 相关研究报告:

证券分析师: 程晓东

电话: 010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511050002

联系人: 王湛

电话: 010-88321716

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

### 报告摘要

**深耕酒店和地产业多年, 资产累积丰厚。**公司是湖南省国资委下属企业, 深耕酒店和地产行业多年, 旗下自有酒店物业超百万平, 同时在湖南省内握有大量的土地资源, 资产总价值大大超过公司市值。虽然目前高端酒店行业整体景气度偏低, 公司大部分自营酒店处于亏损状态, 但是伴随着近年来土地升值以及建造成本的增加, 公司的酒店物业获得了升值, 目前公司酒店业务的运作方向是轻资产化, 将自有物业出售后进行回租或者托管, 享受资产增值带来的收益。目前公司自建的地产项目处于去库存状态, 后期将以合作开发为主, 收取土地承包款+一定比例的地产销售提成, 既能够享受到土地增值带来的稳定收益, 又能缓解公司的资金压力。

**领导层重大调整, 轻资产运作或加速。**近期公司领导层重大调整, 新领导年轻有干劲且具有丰富的管理经验, 鉴于目前公司酒店主业大范围亏损的现状, 我们预计未来公司轻资产运作的力度有望加速。

**华信恒源锁定期过半, 存在资本运作预期。**二股东华信恒源 2015 年 11 月 16.5 亿参与定增, 成本价 5.51 元, 锁定期 3 年, 如今已经过去 1.5 年, 且时间上满足了证监会关于再融资间隔 18 个月的新规, 未来存在资本运作预期。

**投资建议:** 公司目前资产总价值保守估计约 100 亿, 暂不考虑公司进行其他资本运作的可能性, 假设公司 2017-2018 年以每年 10% 的速度进行资产运营, 根据 2013-2015 年资产运营的平均毛利率 64.8% 来计算, 预测 2016-2018 年 EPS 为 -0.20/0.19/0.34 元, 首次推荐给予“增持”评级, 对应 2018 年 30 倍 PE, 目标价 10.2 元。

**风险提示:** 公司资产运营速度低于预期; 公司酒店业务经营环境继续恶化; 公司地产业务销售进展低于预期; 公司在建工程完工速度低于预期等。

### ■ 盈利预测和财务指标:

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1195	1075	2043	2553
(+/-%)	-21%	-10%	90%	25%
净利润(百万元)	13	(202)	197	351
(+/-%)	64%	-580%	192%	78%
摊薄每股收益(元)	0.01	(0.20)	0.19	0.34
市盈率(PE)	581.5	(36.9)	37.8	21.3

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 推荐理由及看点 .....	4
1、 近期公司领导层变动，轻资产运作或加速 .....	4
2、 公司自有物业和地产价值重估支撑市值 .....	4
3、 二股东定增成本构成安全底线 .....	4
二、 公司基本情况介绍 .....	5
1、 公司业务概况 .....	5
2、 公司股权结构 .....	7
3、 近期高管变动值得关注 .....	8
4、 公司财务状况 .....	8
三、 地产升值拉动公司估值提升 .....	10
1、 北京金方商贸大厦 .....	10
2、 灰汤温泉度假区 .....	11
3、 华天城综合商业地产 .....	13
四、 轻资产运作，亏损酒店的出售让物业重估变现 .....	14
五、 转型养生养老，多元化运作打开新的盈利空间 .....	15
1、 养生养老公寓 .....	15
2、 华天云服电子商务公司 .....	16
3、 星艺华天 .....	16
六、 公司资产大项估值 .....	16
七、 投资建议 .....	17
八、 风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1: 华天酒店近年营收构成情况 .....	6
图表 2: 华天酒店 2015 年业务构成营收占比 .....	6
图表 3: 公司自营酒店情况 .....	6
图表 4: 公司地产业务情况 .....	6
图表 5: 华天酒店股权结构 .....	7
图表 6: 华天酒店各细分业务营收情况 .....	9
图表 7: 华天酒店各细分业务毛利率情况 .....	9
图表 8: 华天酒店期间费用率情况 .....	9
图表 9: 华天酒店资产负债率情况 .....	9
图表 10: 北京金方商贸大厦盈利估算 .....	10
图表 11: 灰汤华天城温泉度假酒店平面图 .....	12
图表 12: 群众体育绿地公园（高尔夫球场）建设进展 .....	12
图表 13: 六个华天城综合商业地产概况 .....	13
图表 14: 公司出售资产情况 .....	14
图表 15: 公司资产增值情况 .....	15
图表 16: 公司资产大项估值 .....	17

## 一、推荐理由及看点

### 1、近期公司领导层变动，轻资产运作或加速

3月16日公司公告，在华天酒店担任18年董事长的陈纪明辞职，补选董事蒋利亚今年3月刚刚调任华天集团党委书记、董事长，之前在岳阳林纸和泰格林纸担任总经理。蒋总今年43岁，年轻有为，拥有丰富的企业管理经验和深厚的央企背景，此次调任华天集团后，迅速入主华天酒店，动作之迅速超乎预期。管理层的变动显示出省国资委在新的形势下，谋求改革发展，推动企业转型的决心，新任管理层有望迅速推出改革措施，扭转企业目前的亏损局面，推动国企改革的进一步落实，预计公司的轻资产运作会有加速动作。

### 2、公司自有物业和地产价值重估支撑市值

自有物业积累丰富，总面积超100万平方米，这些物业的获取时间普遍较早，账面价值较低。公司地产业务在湖南省内，如宁乡灰汤、邵阳、娄底、攸县等储备了大量的土地，用于华天城商业综合体的开发和建设，其中包含商业地产和住宅项目，目前公司的住宅项目以合作开发为主，以土地承包款+销售提成的方式获取土地增值。近年来，房地产市场持续火爆，土地和地产增值非常明显，随着公司轻资产运作和地产合作开发的推进，资产价值将获得重估变现，足以支撑公司目前的市值。

### 3、二股东定增成本构成安全底线

2015年11月，湖南华信恒源通过定增的方式，以16.53亿元现金认购公司3亿股普通股，价格为5.51元/股，锁定期3年。定增完成后，华信恒源成为公司第二大股东，持股29.44%，略低于控股股东32.48%的持股比例。目前公司董事会成员9人，其中董事4人，其中华信恒源派出董事2人，推荐独立董事2人，董事席位占比近一半，在上市公司具有较强的话语权。

华信恒源的实际控制人为向军，公开资料显示，向军拥有丰富的资本市场经验，政企资源丰富。华信恒源参与定增的锁定期为3年，如今已经过去1.5年，且时间上满足了证监会关于再融资的新规——再次增发董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于18个月，未来存在资本运作预期。同时考虑到时间成本，目前股价的安全边际较高。

## 二、公司基本情况介绍

### 1、公司业务概况

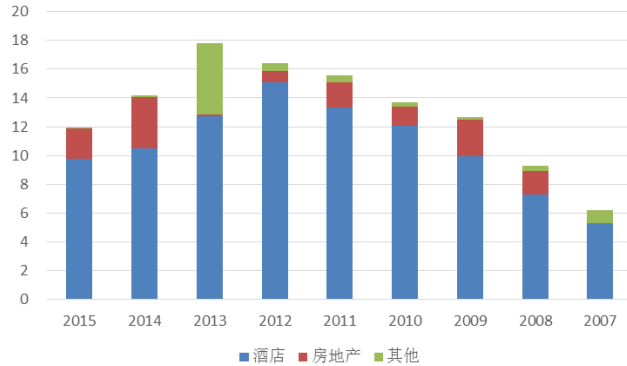
公司是湖南省酒店行业龙头企业，1996年首发上市，上市初期以高星级酒店为主业。从2013年开始，公司开 一月又一月晕晕晕·启“酒店+地产+商业+旅游”的商业模式，进行大旅游产业链复合模式的战略扩张。目前公司以酒店和地产为主业，从公司近年来的营收占比来看，酒店业务营收占比80%左右，房地产业务占比20%左右。

在酒店业务上，公司坚持“自营+托管”的酒店连锁发展模式，近年开始开拓中端酒店市场。截至2016年上半年，公司自营及托管酒店共67家（已开业43家），其中自营酒店22家，托管酒店45家，管理酒店客房10000余间，业务范围涵盖湖南省各地州市，并向武汉、北京、长春、深圳、苏州等全国各地辐射。上市以来公司的酒店业务一直以高星级酒店为主，近年来，受到经济环境、反腐政策等因素的影响，公司高星级酒店业绩承压，2015年公司意识到中端酒店的市场机会，开始向中端酒店拓展，推出中端酒店品牌——华天精选酒店，目前已经开业四家，其中长沙2家、张家界1家、武汉1家。

通过售后回租实现轻资产运营，享受资本运营带来的资产增值。公司多年来深入耕耘酒店行业，自有物业积累丰富，总面积超100万平方米，这些物业的获取时间普遍较早，成本较低。近年来，伴随着房地产市场的火爆，公司自有物业获得了大幅升值。针对大量固定资产沉淀，资产流动性不足，资金效率受限的情况，公司探索“重资本、轻资产”的经营模式，通过对部分酒店资产保留经营权、按市场价格对外出售所有权的方式盘活酒店沉淀资产。公司通过物业的出售可以最大幅度的实现酒店资产运营带来的资产增值，大大降低公司的资产负债率和财务费用，支撑公司新项目的推进。

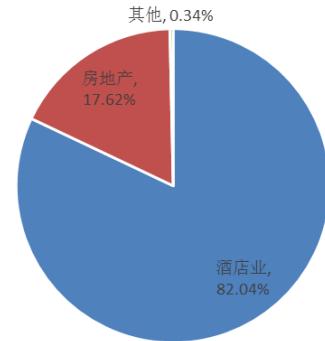
地产项目有序推进，后期以合作开发为主。公司地产项目除了北京金方商贸大厦外，全部位于湖南省境内。前期公司的地产项目以“酒店+商业+地产”为主，自行开发销售。随着房地产行业进入调整期，湖南省内由于土地供应等原因，房地产业去库存压力较大，公司开始调整地产业务的思路，以去库存为主要方向，不再新增自行开发项目。2014年公司开始与房地产企业合作，尝试合作开发的模式，即：公司以酒店地产综合项目向地产政府拿地，再将地产开发用地交给第三方房地产公司，公司收取合理的土地承包款+一定比例的地产销售提成。合作开发的模式既能够实现公司房地产业务的轻资产运营，缓解公司的资金压力，又能够享受到土地增值带来的收益，是目前阶段公司房地产业务的主要方向。

图表 1：华天酒店近年营收构成情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 2：华天酒店 2015 年业务构成营收占比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 3：公司自营酒店情况

酒店	客房数	城市	开业时间	星级	权益比例	物业属性
华天大酒店总店	706	长沙	1988 年	五星	100%	部分租赁
潇湘华天大酒店	540	长沙	2007 年	五星	100%	部分租赁
株洲华天大酒店	251	株洲	2001 年	五星	45%	自持
益阳华天大酒店	284	益阳	2009 年	五星	100%	部分租赁
武汉华天大酒店	247	武汉	2005 年	五星	100%	自持
长春华天大酒店	522	长春	2008 年	五星	100%	自持
湘潭华天大酒店	370	湘潭	2011 年	五星	100%	自持
邵阳华天大酒店	500	邵阳	2012 年	五星	70%	自持
灰汤华天大酒店	840	长沙宁乡	2012 年	五星	62%	自持
娄底华天大酒店	299	娄底	2014 年	五星	70%	自持
张家界华天大酒店	800	张家界	2014 年	五星	94%	自持
北京世纪华天大酒店	236	北京	2008 年	四星	100%	自持
长沙星沙华天大酒店	278	长沙	2011 年	四星	100%	自持
益阳银城华天大酒店	181	益阳	2011 年	四星	100%	租赁
华天精选湘雅路店	150	长沙	2015 年	中端	100%	租赁
华天精选石长店	125	长沙	2015 年	中端	100%	租赁

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 4：公司地产业务情况

地产项目	性质	17 年目标	价格	开发方式	土地面积/建筑 面积	股权比例
北京金方商贸大厦	商住	出售	预估 5 万	并购+自开发	建面 5.1 万平	43.40%
张家界华天城	商业地产	去化率 50-60%		自建		70%
永州华天城	住宅	两栋正在销售		合作开发	80 亩土地	70%
益阳华天城	住宅	去化率 60-70%	4000 左右	自建	商业 3.5 万平, 住宅 3.5 万平	100%

娄底华天城	住宅和商业地产	开工建设		合作开发	180 亩	42%
灰汤华天城二期	住宅（别墅）	开工建设	10000 左右	合作开发	二期 220 亩	63%

资料来源：WIND，太平洋证券整理

## 2、公司股权结构

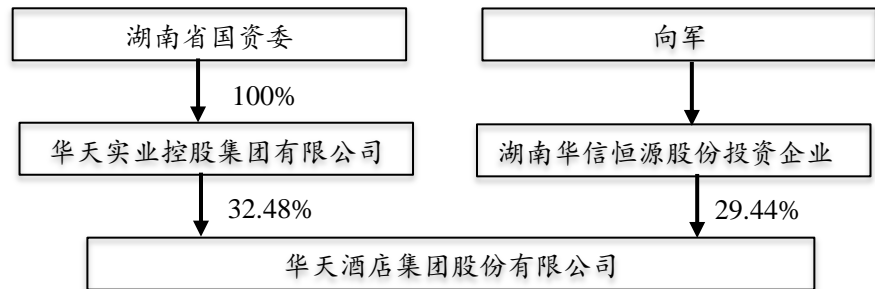
公司的控股股东是华天实业，二股东通过定增进来，持股比例高。公司的控股股东是华天实业控股集团有限公司，持股比例32.48%，实际控制人是湖南省国资委。2015年11月，湖南华信恒源通过定增的方式，以16.53亿元现金认购公司3亿股普通股，价格为5.51元/股，锁定期3年。定增完成后，华信恒源成为公司第二大股东，持股29.44%，略低于华天实业控股集团（32.48%），公司成为湖南省国企混合所有制改革的标杆。

**二股东的实际控制人深谙资本市场游戏规则。**华信恒源是专为配合增发而成立的投资公司，由6家合伙人共同出资，其中，中科恒源（60.61%）、摩达斯投资（15%）、终南山投资（12%）三家有限合伙人认缴出资共计14.48亿元，占全体合伙人认缴出资额的87.61%。上述3家有限合伙人实际控制人均为向军，因此，向军为华信恒源的实际控制人。公开资料显示，向军拥有丰富的资本市场经验，政企资源丰富，不排除未来进行资本运作的可能性。

**二股东对公司具有一定的控制能力。**目前公司董事会成员9人，其中董事4人，独立董事5人。其中华信恒源派出董事2人，分别为向军和侯跃，推荐的独立董事2人，分别为赵晓强和陈永祐。董事席位占比近一半，在上市公司具有较强的话语权。2016年公司第六届董事会第二十四次会议上《关于延长向北京浩搏基业房地产开发有限公司提供财务资助期限的议案》和《关于全资子公司开展融资租赁业务并由公司为其提供担保的议案》曾因为华信恒源派出董事和推荐独立董事的反对遭到否决。

**湖南省国企改革或推动公司扭亏。**2月27日湖南省政府新闻办举行发布会，提出稳妥推进竞争类企业的混改工作，省属监管企业今年要实现全面盈利。公司的实际控制人是省国资委，酒店业也是充分竞争类企业，公司有望在省府层面的推动下，通过混改、优质资产注入、资源整合、重组等方式，实现全面扭亏。

图表5：华天酒店股权结构



资料来源：WIND，太平洋证券整理

### 3、近期高管变动值得关注

**公司董事长陈纪明近期辞职。**3月16日公司公告董事长陈纪明先生辞职，陈纪明从1999年开始担任公司董事长，治理公司长达18年，辞职后不再在公司担任其他任何职务。

**候选董事蒋利亚拟任华天实业董事长，曾任岳阳林纸总经理。**新补选的董事候选人为蒋利亚，由公司控股股东华天实业集团提名。蒋利亚，1974年出生，从2017年3月起任华天实业集团党委书记、董事长，此前，2011年2月至2016年8月任岳阳林纸股份有限公司总经理；2016年9月至2017年3月任泰格林纸集团股份有限公司总经理，岳阳林纸（600963）的控股股东是泰格林纸，实际控制人是国务院国资委。

**新管理层有望加速轻资产运作，带领公司扭亏。**从简历来看，蒋利亚今年43岁，年轻有为，拥有丰富的企业管理经验和深厚的央企背景，此次3月份调任华天集团后，迅速入主华天酒店，动作之迅速超乎预期。管理层的变动显示出省国资委在新的形势下，谋求改革发展，推动企业转型的决心，新任管理层有望迅速推出改革措施，扭转企业目前的亏损局面，推动国企改革的进一步落实。

### 4、公司财务状况

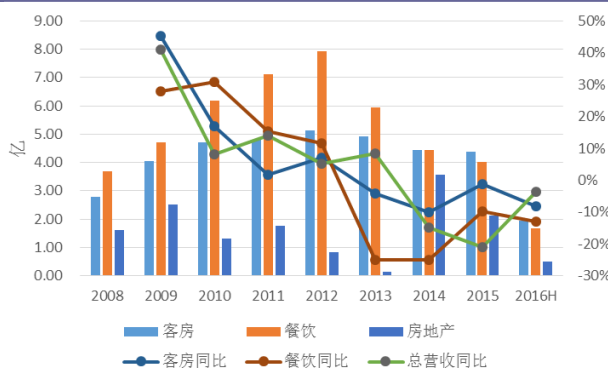
**市场环境决定公司自营酒店业务短期内亏损难以逆转。**受到公务消费和经济环境等因素的影响，高端酒店近年来普遍存在供大于求的局面，公司酒店主业也面临着较大经营压力。公司努力提升现有酒店经营绩效，保持自营酒店和托管酒店稳步拓展速度，同时拓展中端精品酒店市场，但短期内酒店业务颓势难以逆转。

**营收整体下滑，毛利率有企稳回升趋势。**2015年酒店业务实现营业收入9.8万元，同比下降5.74%。其中客房收入同比下降1.26%，平均出租率62.39%。2016年上半年酒店业务实现营业收入4.47亿元，扣除上述不可比因素影响，同比下降3.32%。公司近几



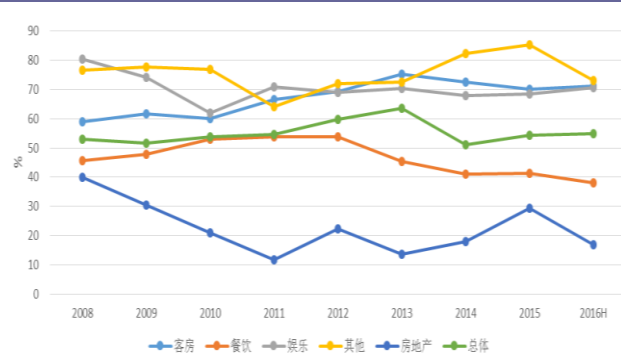
年无论是从总体营收，还是分项的客房营收、餐饮营收都呈现下滑趋势，房地产业务因为项目结算年份的不同，收入波动较大，不做比较。公司整体毛利率在2014年达到低点后开始缓慢攀升，分业务看，客房业务和娱乐业务毛利率基本保持稳定，上半年略有增长。餐饮业务自2012年以来持续下滑，说明高端餐饮景气度恢复有限。

图表6：华天酒店各细分业务营收情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表7：华天酒店各细分业务毛利率情况



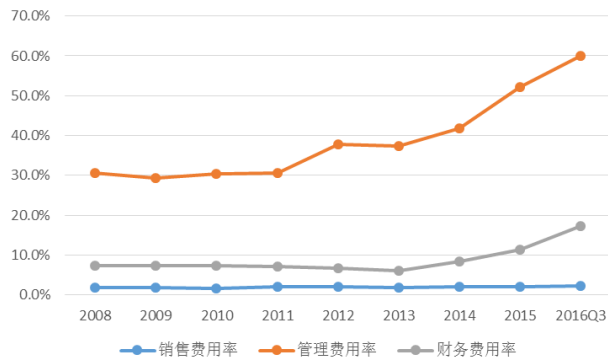
资料来源：WIND，太平洋证券整理

**管理费用率和财务费用率上升明显。**从期间费用数据看，2008年以来，公司的销售费用率、管理费用率和财务费用率均呈现上升趋势，特别是2013年以来，管理费用率和财务费用率上升幅度更明显。管理费用的提升主要是公司近年来加大自营酒店的投入力度，多个自营酒店相继开业，职工薪酬、折扣摊销费用上升。财务费用率的提高主要是公司近年来多个酒店和地产项目资金占用较大，导致资金成本上升。

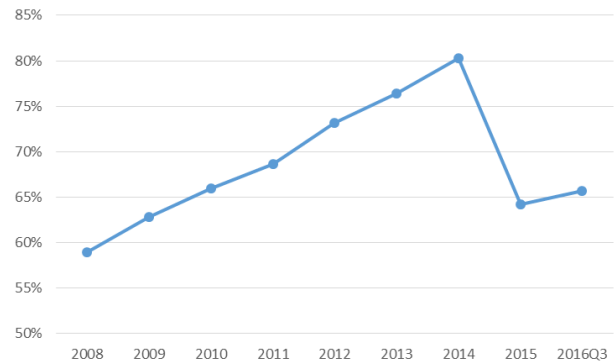
**资产负债率维持高位，17年有继续升高趋势。**公司酒店建设运营和房地产开发的主业决定了自身资产偏重，近年来公司的资产负债率一直维持在高位。2008年至2014年逐年升高，2014年一度达到80%，2015年通过定增16.5亿引入第二大股东华信恒源，使得资产负债率下降到64%，但是地产和酒店建设的投入是持续的，公司现有酒店业务的盈利能力有限，又面临着巨额的折旧摊销开支和财务开支，预计2017年公司资产负债率继续上升，近期公司公告了拟通过抵押自有物业向四个金融机构申请累计6.4亿授信额度的预案以及通过融资租赁方式融资1.04亿的事项。

图表8：华天酒店期间费用率情况

图表9：华天酒店资产负债率情况



资料来源: WIND, 太平洋证券整理



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

### 三、地产升值拉动公司估值提升

#### 1、北京金方商贸大厦

**金方大厦预计今年启动出售。**2013年公司收购了北京浩搏基业房地产开发有限公司，浩搏基业的主要资产是位于北京南三环丰台区方庄南路的金方商贸大厦，总建筑面积近5.1万平方米，其中酒店约2.1万平方米，酒店式公寓可售面积约3万平方米。收购完成后公司持股43.4%，华天集团持股18.6%，该项目是通过重组烂尾项目获得的，目前已建成，前期因为债务诉讼等原因被抵押冻结，目前解押手续已经基本完成，正办理销售许可等手续，预计2017年能够出售。

**金方大厦或受到商住限购政策影响。**3月26日北京市出台商住限购政策，要求开发企业在建(含在售)商办类项目，销售对象应当是合法登记的企事业单位、社会组织。政策可能导致北京商住市场价格出现一定的下滑，金方大厦也在限购之列，销售对象受到限制。但是，一方面金方大厦的购入时间较早，仍然有较大的利润空间，另一方面，公司可以整栋对公销售，不受限购政策影响，或者暂时用于酒店、办公出租等其他用途，待限购政策松动之后再行出售。

**预计销售能够带来3.8-6.4亿利润。**金方商贸大厦共有建筑面积5.18万平方米，依据目前北京类似地理位置的在售商住公寓价格，保守估算金方商贸大厦的销售价格能够达到5万元/平方米，假设只销售酒店式公寓面积3万平方米，销售收入15亿元，按照43.4%的股权比例，公司销售后实现利润约3.84亿元。如果公司将5.17万平方米全部销售，按照43.4%的股权比例，将实现利润约6.42亿元。

图表 10: 北京金方商贸大厦盈利估算

金方商贸大厦	面积	总成本	成本	单价	销售收入	盈利估算
--------	----	-----	----	----	------	------

	(平米)	(万)	(万)	(万/平米)	(万)	(万)
酒店式公寓	29970	106000	61363	5	149850	38403
酒店	20801		44637		104005	25766

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 2、灰汤温泉度假区

**公司2008年在宁乡灰汤大面积拿地。**灰汤项目灰汤温泉位于湖南省宁乡县南部灰汤镇，距离长沙市区58公里，是我国三大著名高温复合温泉之一。2008年7月公司与湖南省宁乡县人民政府签订《宁乡灰汤温泉项目合作开发意向协议》，投资开发灰汤华天城项目。该项目总征地约3000亩，规划分三期：

**灰汤一期项目大部分已建设完成。**一期项目包括温泉度假酒店、养生公馆、群众体育绿地公园（18洞高尔夫球场）、低密度住宅等，是集休闲度假、养生养老、商务会议于一体的旅游度假区。由公司与香港首华科技有限公司、湖南长花灰韶旅游公路建设投资有限公司合作开发，公司股权占比62%，处于控股地位。目前进展：

**(1) 休闲度假酒店：**已经于2012年开业，是灰汤当地最好的温泉度假酒店，每年10月份秋冬季节开始，特别是节假日客流量较大，一房难求。旺季房价在500-1500元/间夜。

**(2) 养生公馆：**由于温泉的季节性因素，导致淡季酒店客流量不足，为了弥补季节性影响，公司从酒店800余间客房中拿出300间，进行二次装修，改造成养生公馆，定位中高端人群，通过对外出租的形式，吸引有休闲度假养生需求的中老年人群。目前养生公馆已于2016年改造完成，16年10月开始对外招租，目前还处于培育期。

**(3) 群众体育绿地公园（高尔夫球场）：**2011年4月，国家发改委等十一个部委下发了《关于开展高尔夫球场综合清理整治工作的通知》，受政策影响，公园建设一度暂停。宁乡县政府考虑到要将灰汤温泉打造成为知名的温泉度假胜地，以宁乡县政府的名义向国家发改委申请建设一个国际标准的高尔夫球场，目前已得到国家发改委批复。目前公园已经部分完工，预计17年能够完成建设。

**二期正在建设，三期尚未启动。**灰汤华天城二期占地220亩，规划建筑面积37200平方米；三期占地约285亩，规划建筑面积60000平方米，二三期规划均为低密度住宅（别墅），计划采取合作开发的模式，其中二期项目建设正在推进，三期还未启动。

**交通改善提升灰汤旅游人气及地产开发。**2014年底，随着长韶娄高速公路的通车，长沙至灰汤镇的驾车时长由2-3小时缩短至约40分钟，极大的带动了灰汤镇温泉旅游的发展，也给带动了当地的旅游地产开发。

**当地旅游地产配套齐全，处于培育期。**灰汤当地目前在售的新盘——雅居乐依云

小镇，联排温泉别墅均价10000元/平，高层精装住宅均价5000元/平，临街临湖商铺均价8000元/平。雅居乐2013年与湖南省宁乡县政府签约，将投资200亿元在宁乡温泉名镇灰汤建设灰汤雅居乐项目。规划用地5000亩，建设内容主要有温泉养生会所、温泉酒店、温泉景观公园、演艺中心、商贸中心、游乐中心、低密度住宅等。

**合作开发享受土地增值带来丰厚收益。**灰汤华天城的低密度住宅从品质上来说与雅居乐的依云小镇具有一定的可比性，公司拿地时间更早，成本非常低，约20-30万/亩，后期二、三期住宅项目采取合作开发的形式，能够大幅度的享受到土地增值带来的收益。

图表11：灰汤华天城温泉度假酒店平面图



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表12：群众体育绿地公园（高尔夫球场）建设进展



资料来源：WIND，太平洋证券整理

### 3、华天城综合商业地产

后期地产项目采用合作开发的模式，赚取土地增值收益。公司的地产项目采取“酒店+地产+商业”的开发模式，通过“高星级酒店+商业体+城市配套建设”等有利于当地经济发展的互惠条件从三四线城市大面积低价拿地，然后规划建设酒店及周边配套，提升土地价值；2015年以前，公司的地产项目以自建为主，资金占用大，采取滚动开发的模式，一期回笼资金再开发二期项目，效率较低。2015年以后，公司开始引入合作开发的模式，将地产开发承包给专业的开发商，收取“基本承包费+房产销售收入提成”的方式，赚取土地升值的溢价，收益比较稳定，又不占用公司大量资金。

永州项目合作开发试水效果良好。公司首先在永州华天城的地产项目中引入了合作开发模式，收取了9600万的基本承包费，房屋销售阶段再收取7%销售额。房屋销售后，利润归承包公司。目前永州项目一期的两栋楼1月21日开盘后所剩房源已不多，二区3栋楼及别墅正在排号。永州项目住宅用地共80亩，容积率3，粗略计算建筑面积16万平，销售价格约4000元/平，住宅总销售收入6.4亿，预计公司能够从销售收入中提成4480万。由此计算合作方获得80亩地的总成本为14080万元，合176万元/亩。后期娄底、邵阳华天城的建设也计划采取该种模式，可以预见公司的利润空间较大。

图表 13：六个华天城综合商业地产概况

项目	酒店	商业地产	住宅	开发方式	土地面积
----	----	------	----	------	------

张家界华天城	2014年开业，五星	在售	基本售罄	自建	400亩
益阳华天城	2011年开业，四星，2017年1月售后回租	在售	在售	自建	138亩
永州华天城	在建	在建	一期在售，二期在建	酒店自建，住宅合作开发	140亩
娄底华天城	2014年开业，五星	17年启动	17年启动	酒店自建，地产合作开发	180亩
邵阳华天城	2012年开业，五星	未启动	未启动	酒店自建	200亩
攸县华天城	未启动	未启动	未启动		1000亩

#### 四、轻资产运作，亏损酒店的出售让物业重估变现

多年积累下自营物业重估价值巨大。近年来，受到经济环境、反腐政策、折旧摊销等因素的影响，公司高星级酒店业绩承压，从2015年年报及2016年中报来看，公司自营的大部分酒店均处于亏损状态，酒店行业的前景不容乐观。但是，经过近几年的沉淀，公司积累了近百万平米的自营物业。由于公司良好的行业竞争力及品牌优势，该部分资产在与酒店的互动中得到了较好的增值，形成了较高的资产利润空间。2012年开始，公司开始尝试轻资产化运作，取得了很好的效果，2013年和2015年公司通过酒店资产运营和出售酒店资产实现了归母净利润的正向增长。

近期资产估值验证了资产大幅升值的判断。3月21日公司资产抵押公告中披露了公司部分资产的原值、现值和评估价值，现有物业均取得了大幅升值。贵宾楼7-10层房地产原值3,099.52万元，净值1,695.72万元，评估价值10,335.15万元，溢价超过500%。湖南华天文化传媒有限公司1-7层房地产原值3,442.90万元，净值503.80万元，评估价值10,262.31万元，溢价超过1900%。

轻资产运作，促进产业升级是公司的长期发展规划。公司有计划将更多的酒店资产进行出售，通过对该部分资产进行重估变现，减少亏损的同时能够大量回笼资金，用于新项目的投资建设。同时通过产业升级，多渠道整合资源，提高资产的使用效益。

现金流紧张促使公司加速资产变现。公司目前资产负债率高达66%，资金链相对紧张，新领导层的上任后如果希望有所作为，首选出售资产变现，因此有极大可能推动公司当前轻资产运作的速度。

图表 14：公司出售资产情况

酒店	销售面积	销售年份	销售额(万)	利润(万)	运营方式
潇湘华天大酒店	5885平	2012	10,893	4479	售后回租
潇湘华天大酒店	10000平	2013	47784	21000	售后回租
益阳华天大酒店	5000平	2013			售后回租

华天大酒店总店	11000 平	2013			售后回租
紫东阁华天酒店	占地面积 2876.38 平方米, 建筑面积 45598.90 平方米	2015	39000	17900	出售, 公司托管
益阳银城华天大酒店	土地使用权 3933.9 平方米, 建筑物 23272.7 平方米	2017	12000	1000	售后回租

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 15: 公司资产增值情况

酒店	抵押资产	原值 (万)	现值 (万)	评估价 (万)	增值倍数
华天大酒店总店	贵宾楼 7-10 层	3,099.52	1,695.72	10,335.15	6.09
华天大酒店总店	负一层至第 2 层、第 6 层以及第 26 层	3,943.86	2,157.65	22,406.71	10.38
湖南华天文化娱乐有限公司	1-7 层房地产	3,442.90	503.80	10,262.31	20.37
星沙华天大酒店 LOHO 小镇	酒店综合楼 101~501、613~2613 共 26 套商业房地产	4,000.00	3,140.88	28,572.58	9.10
湖南国际金融大厦	402/502/702 号房地产	5,754.32	4,105.97	19,181.00	4.67

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

## 五、转型养生养老，多元化运作打开新的盈利空间

### 1、养生养老公寓

**高端养老是公司重点打造的转型方向。**华天养老项目定位于高端健康养老，引入健康养老、科技养老、生态养老、休闲农庄养老等理念，注重身心健康，提升生活品质。以安全性、适老化、无障碍、家庭化、信息化为设计原则，包括健康养老公寓、老年保健中心、文娱休闲中心、生活服务中心四大部分。

**灰汤养生公馆已开出，功能完备，处于市场培育期。**灰汤养生公馆位于灰汤华天大酒店A座，与酒店不连通，有独立的门厅通道。公馆拥有住房203间，床位300张，房间通过对酒店客房重新装修改造，配置冰箱、洗衣机、电磁炉等基本生活电器，有简单的厨房。房间内设置信息化模块，可以通过触摸屏实现呼叫、餐饮预订、活动预约等功能。1-7楼住宿，Groud层有医务室、食堂、阅览室、活动室、理发室、超市等配套设施。目前养生公馆已于2016年改造完成，16年10月开始对外招租，目前还处于培育期，出租率不高。

◆ **租期:**长租一年及以上，短租按月，根据房间面积大小、朝向、入住人数的不同，

公寓分开间、套间等房型，租金从5000-10000元/月不等，满足不同的客户需求。租金包括住宿、用餐、水电空调、床上用品洗涤等服务。

- ◆ “保证金+租金”模式：客户按房间及入住人数缴纳一定金额的保证金，同时缴纳租金，保证金用于租客在住宿期间如发生意外的应急医疗费用。保证期满，保证金无息退还。
- ◆ 医疗条件：公馆自设医务室，由配有一名医生及三名护士，可以处置简单的老年病，配有理疗室。同时与周边县市“三甲”医院建立协作指导关系，开设门诊住院绿色通道。

**连锁养生公馆陆续建成，关注出租率。**除灰汤养生公馆外，公司还从湘潭华天酒店、娄底华天酒店和邵阳华天酒店各抽取100-200间客房，重新装修成养生公寓，采取长租或者短租的形式，作为公司养老产品的试点，目前装修已经基本完成，后期将密切关注养生公寓的出租情况。

## 2、华天云服电子商务公司

**涉足生活服务，与酒店业务协同效应强。**公司2016年1月成立华天云服电子商务公司，注册资本1000万，利用公司在酒店服务行业多年的经验，拓展业务方向，布局互联网到家服务，通过O2O的模式，将公司的洗衣、家政等服务通过线上模式推广至线下，目前平台整体运行平稳，2016年上半年实现营收183万元，净利润-4072元，基本实现盈亏平衡，下半年有望贡献利润。

## 3、星艺华天

**参股文化旅游公司，多元化储备资源。**2016年4月公司全资子公司华天资管出资3000万，与北京星亿东方文化科技服务有限公司、西藏兴仁投资有限公司共同投资设立了北京星亿华天文化旅游产业发展有限公司，公司股权占比30%。希望利用投资方在文化、旅游、地产行业的资源优势、资金优势、人才优势，进行战略合作，搭建以文化旅游地产运营管理为核心业务，基金投资管理为配套业务，文化IP运营、文化传播、公关服务为衍生业务的文化地产运营平台。

## 六、公司资产大项估值

我们对公司资产中的大项进行比较保守的价值重估，除了列表中的资产外，益阳华天城和张家界华天城还有部分地产正在出售，没有计算在内；长沙华天大酒店总店的部分客房2013年进行了售后回租，剩余部分没有计算在内，其他比较零散的资产暂



不考虑。

列表中的资产总价值已经达到93.43亿元，公司总资产超过100亿，足以支撑现在的66亿市值，从二级市场看，公司价值存在明显低估。

图表 16：公司资产大项估值

资产	现值估算 (亿)	估值依据
北京世纪华天大酒店	16.5	3.3 万平, 单价 5 万/平
北京金方商贸大厦	11.07	5.1 万平, 单价 5 万/平, 43.4%股权
武汉华天大酒店	7.3	3940.27 平方米土地使用权、44491.69 平方米房屋建筑物和停车场建筑面积 4128 平方米,
宁乡灰汤酒店和土地	22	2720 亩土地, 100 万/亩; 酒店 840 间, 重置成本 100 万/间; 62%股权
长春华天酒店	8.14	土地面积 9084 平米, 建筑面积 81425 平, 1 万/平
张家界华天大酒店	7.52	800 间, 五星, 重置成本 100 万/间, 94%股权
娄底华天大酒店	2.1	299 间, 五星, 重置成本 100 万/间, 70%股权
株洲华天大酒店	1.13	251 间, 五星, 重置成本 100 万/间, 45%股权
邵阳华天大酒店	3.5	500 间, 五星, 重置成本 100 万/间, 70%股权
湘潭华天大酒店	3.7	370 间, 五星, 重置成本 100 万/间
长沙星沙华天	1.67	278 间, 四星, 重置成本 60 万/间
娄底华天城	1.8	180 亩土地, 100 万/亩
邵阳华天城	2	200 亩土地, 100 万/亩
攸县华天城	5	1000 亩土地, 50 万/亩
合计	93.43	部分资产没有计算在内

资料来源：WIND，太平洋证券整理

## 七、投资建议

公司是湖南省国资委下属企业，深耕酒店和地产行业多年，旗下自有酒店物业超百万平，同时在湖南省内握有大量的土地资源，资产总价值大大超过公司市值。虽然目前高端酒店行业整体景气度偏低，公司大部分自营酒店处于亏损状态，但是伴随着近年来土地升值以及建造成本的增加，公司的酒店物业获得了升值，目前公司酒店业务的运作方向是轻资产化，将自有物业出售后进行回租或者托管，享受资产增值带来的收益。目前公司自建的地产项目处于去库存状态，后期将以合作开发为主，收取土地承包款+一定比例的地产销售提成，既能够享受到土地增值带来的稳定收益，又能缓解公司的资金压力。

近期公司领导层重大调整，新领导年轻有干劲且具有丰富的管理经验，鉴于目前公司酒店主业大范围亏损的现状，我们预计未来公司轻资产运作的力度有望加速。

二股东华信恒源2015年11月16.5亿参与定增，成本价5.51元，锁定期3年，如今已经过去1.5年，且满足了证监会关于再融资的新规——再次增发董事会决议日距离前次

募集资金到位日原则上不得少于18个月，未来存在资本运作预期。

公司目前资产总价值约100亿，暂不考虑公司进行其他资本运作的可能性，假设公司2017-2018年以每年10%的速度进行资产运营，根据2013-2015年资产运营的平均毛利率64.8%来计算，预测2016-2018年EPS为-0.20/0.19/0.34元，首次推荐给予“增持”评级，对应2018年30倍PE，目标价10.2元。

## 八、风险提示

公司资产运营速度低于预期；公司酒店业务经营环境继续恶化；公司房地产业务销售进展低于预期；公司在建工程完工速度低于预期等。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	109	529	538	1021	1277	营业收入	1514	1195	1075	2043	2553
应收和预付款项	484	513	512	834	822	营业成本	740	546	505	819	1021
存货	2251	2207	2000	2300	2500	营业税金及附加	87	72	65	124	155
其他流动资产	15	14	0	0	0	销售费用	30	24	22	41	51
流动资产合计	2859	3264	3049	4156	4599	管理费用	633	624	586	919	1098
长期股权投资	7	7	7	7	7	财务费用	127	135	125	148	125
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	12	18	18	18	18
固定资产	3697	3432	4560	5931	5272	投资收益	(0)	240	0	0	0
在建工程	1561	1827	1800	0	0	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	507	485	428	372	316	营业利润	(114)	15	(246)	(27)	85
长期待摊费用	364	287	144	0	0	其他非经营损益	24	(9)	10	327	434
其他非流动资产	2	2	2	2	2	利润总额	(91)	6	(235)	301	519
资产总计	8998	9303	9990	10468	10195	所得税	5	41	3	82	130
短期借款	1324	690	1233	1895	1640	净利润	(96)	(35)	(238)	219	390
应付和预收款项	2505	2138	2220	2220	2220	少数股东损益	3	(48)	(36)	22	39
长期借款	1988	1152	1452	1052	652	归母股东净利润	(99)	13	(202)	197	351
其他负债	1366	1920	1920	1920	1920						
负债合计	7183	5900	6825	7087	6431						
股本	719	1019	1019	1019	1019	<b>预测指标</b>					
资本公积	117	1453	1453	1453	1453		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
留存收益	705	718	515	709	1053	毛利率	51.2%	54.3%	53.0%	59.9%	60.0%
归母公司股东权益	1541	3190	2987	3181	3525	销售净利率	-6%	-3%	-22%	11%	15%
少数股东权益	277	218	183	205	244	销售收入增长率	-15%	-21%	-10%	90%	25%
股东权益合计	1818	3408	3170	3385	3768	EBIT 增长率	-89%	326%	-191%	461%	45%
负债和股东权益	9001	9308	9995	10472	10200	净利润增长率	-186%	64%	-580%	192%	78%
						ROE	-6.4%	0.4%	-6.8%	6.2%	9.9%
						ROA	0.3%	1.4%	-1.2%	4.2%	6.2%
						ROIC	-0.5%	1.3%	-3.1%	1.3%	2.4%
						EPS(X)	(0.10)	0.01	(0.20)	0.19	0.34
						PE(X)	(75.5)	581.5	(36.9)	37.8	21.3
						PB(X)	4.84	2.34	2.50	2.34	2.12
						PS(X)	4.93	6.24	6.94	3.65	2.92
						EV/EBITDA(X)	28.06	22.41	13.60	6.85	6.11

现金流量表(百万)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金流	121	190	1071	617	1009
投资性现金流	(780)	(294)	(1792)	(254)	26
融资性现金流	733	538	729	121	(779)
现金增加额	75	434	8	484	255

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。