

区域龙头尤尚在，混改蓄势焕新生

——华天酒店（000428）深度报告

2017年06月16日

推荐/首次

华天酒店	深度报告
------	------

报告摘要：

公司是历史悠久的湖南省酒店龙头，业务上聚焦酒店、辅以地产。由于2013年以来高端酒店业遭遇行业寒冬，受制于大环境公司业绩呈现亏损局面。2015年公司通过定增引入民营战略投资者，积极进行高端养老等多元化战略布局。近期公司管理层及组织架构大幅优化，“国改提速+管理层换血”双重机遇下，未来我们看好混改成果进一步提升，公司业绩扭亏值得期待。

◆ **深耕酒店业，蓄势发力中端市场，资产运营意愿强烈，会员体系改善空间大。**公司深耕酒店主业，拥有14家自营酒店、8家承包酒店和25家托管酒店。顺应需求变化，公司发力中端市场，推出“华天精选”品牌。公司会员体系尚有改善空间，伴随扩张将带来更多效益。公司自营酒店面积逾百万平米，市场价值达120亿（截止16Q3），增值率140%，开展资产运营业务（主要是酒店物业售后回租）将极大缓解公司盈利压力。

◆ **既有地产项目建设及去化有望加速，试水高端养老，多元化布局先下一城。**公司在湖南省内多地布局“华天城综合项目”，项目稳步推进下静待业绩释放。金方商贸大厦的解抵押和解冻工作已基本完成，正在办理预售证，保守估计可带来净利润1.91亿元。且公司依托灰汤镇优质地热资源，将存量酒店适老化改造为养生公馆，抢先布局打造高端养老品牌。我们看好未来地产项目去化提速和多元化布局为公司带来的全新生机。

盈利预测及投资评级。目前公司股价倒挂于华信恒源定增价格5.51元，锁定期3年，2018年11月将迎来解禁，且公司股价正处于相对历史低位，具有一定安全边际。我们预计公司2017-2019年营业收入分别为11.28、13.73和16.97亿元，归属于母公司股东净利润为1.12、2.31元和2.72元，EPS分别为0.11、0.23和0.27元，对应PE为46.76、22.58和19.21倍。从PB来看，17-19年分别为1.77、1.72和1.66倍。我们给予公司18年35倍PE，目标价8.05元，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：酒店行业竞争加剧；资产运营不及预期；房地产调控加剧。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,194.59	1,003.78	1,128.01	1,372.70	1,696.53
增长率(%)	-21.12%	-15.97%	12.38%	21.69%	23.59%
净利润(百万元)	-34.99	-437.81	61.56	181.05	221.60
增长率(%)	-63.54%	1151.15	-114.06	194.09%	22.39%
净资产收益率(%)	0.40%	-9.95%	3.79%	7.60%	8.63%
每股收益(元)	0.02	-0.28	0.11	0.23	0.27
PE	256.00	-18.29	46.76	22.58	19.21
PB	1.64	1.80	1.77	1.72	1.66

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

联系人：张凯琳

010-66554018

zhangkl@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	5.2-6.3
总市值(亿元)	52.98
流通市值(亿元)	37.38
总股本/流通A股(万股)	101893/71880
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.31

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 华天酒店：业绩暂时下滑的老牌国企	4
1.1 聚焦酒店，辅以地产	4
1.2 业绩承压、费用率上升，毛利率呈企稳回升之势	5
2. 新官上任“三步走”，混改提速在即	6
2.1 定增启动混改，谋求多元化扩张	6
2.1.1 定增引入民营战投，打造“湖南混改第一股”	6
2.1.2 转型动作频频，混改效果初显	7
2.2 管理层大换血，迎接混改新时代	8
2.2.1 董事长调整，开启“三步走”发展计划	8
2.2.2 管理层及组织架构大调整，夯实变革基础	9
2.2.3 省内国改提速，公司亦迎机遇	12
3. 酒店业务：深耕主业积淀深厚，资产运营焕发生机	12
3.1 长期积累铸知名品牌，托管经营促品牌扩张	12
3.2 未来看点：中端市场、资产运营、会员体系改善	14
3.2.1 成也高端败也高端，蓄势发力中端市场	14
3.2.2 建设会员体系，提高业绩弹性	17
3.2.3 建设会员体系，提高业绩弹性	17
4. 地产业务：既有项目及后续开发模式仍不乏亮点	18
4.1 项目建设及去化有望加速，静待业绩释放	18
4.2 土地储备多集中在灰汤镇，总体增值逾五成	21
4.3 后续开发将以合作开发为主，发挥优势降低风险	21
5. 多元化发展：高端养老看点多	22
5.1 人口老龄化进程催生巨大养老需求	22
5.1.1 我国人口老龄化进程不断加速，养老“刚需”值得关注	22
5.1.2 “富人变老”支撑高端养老服务需求	23
5.2 进军高端养老，探索新的利润增长点	25
5.2.1 首个项目落地灰汤，地理位置得天独厚	25
5.2.2 定位高端养老服务，谋求连锁化经营	25
6. 盈利预测及投资评级	26

表格目录

表 1：公司 2014 年增发募集资金用途	7
表 2：公司新任董事长蒋利亚履历	9
表 3：公司 2017 年以来人事变动情况（不含独立董事）	9
表 4：截止 2017 年 5 月 22 日公司董事及高管情况	10
表 5：公司酒店业务大事记	12
表 6：公司酒店经营模式	13

表 7: 公司主要自营酒店情况	13
表 8: 国内主要酒店品牌会员体系建设情况	17
表 9: 公司 2012 年以来酒店资产运营情况	18
表 10: 公司主要已完工地产项目	19
表 11: 公司主要在建地产项目	19
表 12: 公司土地储备一览	21
表 13: 自主开发及合作开发模式对比	21
表 14: 公司收入预测表	27

插图目录

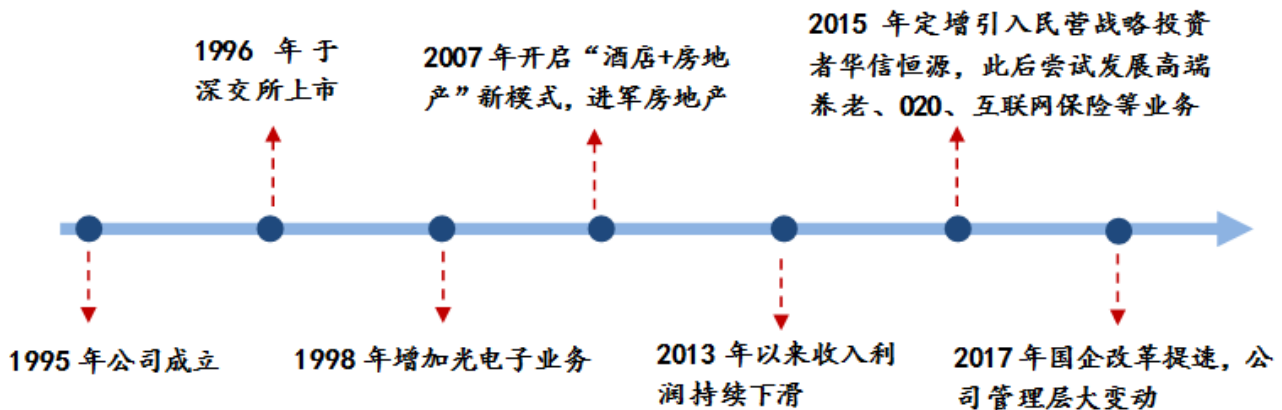
图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司股权结构图	4
图 3: 2007-2016 年公司营业收入及同比增长率	5
图 4: 2007-2016 年公司归母净利润及同比增长率	5
图 5: 2007-2016 年公司各主要业务收入	5
图 6: 2007-2016 年公司各项业务收入占比	5
图 7: 2007-2016 年公司费用率情况	6
图 8: 2007-2016 年公司整体及各项业务毛利率	6
图 9: 公司“三步走”发展计划	8
图 10: 调整前公司原有组织架构	11
图 11: 调整后公司全新组织架构	11
图 12: 2012-2016 年公司酒店业务收入	15
图 13: 2012-2016 年公司自营酒店接待人次和入住率	15
图 14: 2012-2016 年公司自营酒店 RevPAR	15
图 15: 2010-2016 年公司酒店业务及 3 个子版块收入增速	15
图 16: 2010-2016 年公司酒店业务及 3 个子版块毛利率	15
图 17: 2011-2015 年我国高端酒店品牌渗透率	16
图 18: 2011-2015 年我国经济型酒店品牌渗透率	16
图 19: 2011-2015 年我国中端酒店品牌渗透率	16
图 20: 2016 年我国各类型酒店数量占比	16
图 21: 2012-2016 年公司资产运营业务（2012 年为售后回租）收入	17
图 22: 金方商贸大厦地理位置	20
图 23: 我国高净值人群年龄结构	24
图 24: 我国高净值人群非金融需求比例	24
图 25: 灰汤镇地理位置优越	25
图 26: 灰汤华天养生公馆外景	26
图 27: 灰汤华天养生公馆内景	26

1. 华天酒店：业绩暂时下滑的老牌国企

1.1 聚焦酒店，辅以地产

华天酒店全称华天酒店集团股份有限公司，是1995年由华天大酒店全资改组，采取募集方式设立的股份有限公司，主营业务为客房及餐饮。公司随后于1996年在深圳证券交易所IPO。自成立以来，公司将酒店主业做大做强，已发展成为拥有20家自营酒店、5家承包酒店和25家托管酒店（已开业）的大型酒店集团。公司在深耕酒店业的基础上，先后发展了计算机、房地产、光电子等业务，通过多元化经营对冲主业风险。经过多轮业务调整，公司目前形成了酒店服务业为主，房地产业务为辅，并不断尝试多元化经营的业务结构。

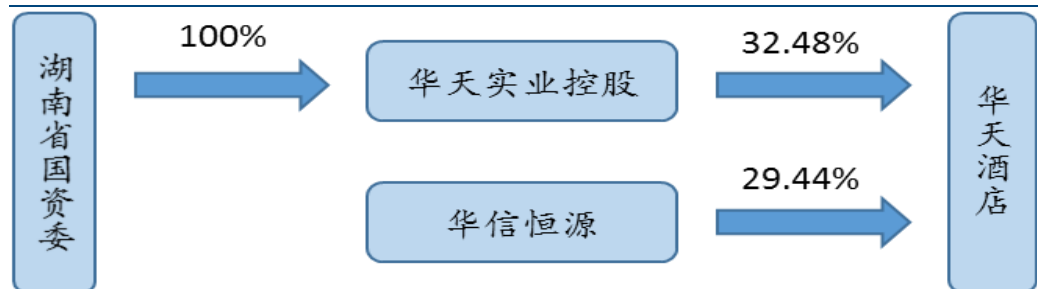
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司的控股股东为华天实业控股集团有限公司（持股比例 32.48%），实际控制人为湖南省人民政府国有资产监督管理委员会。此外，公司于 2015 年通过定增的方式引入民营战略投资者湖南华信恒源股权投资企业（有限合伙），持股比例为 29.44%，使公司成为湖南省混改第一股。

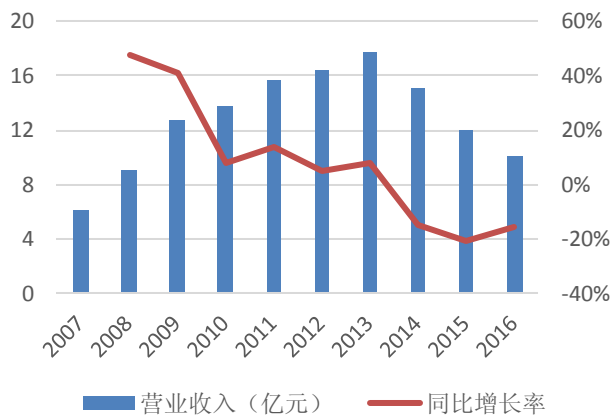
图 2：公司股权结构图



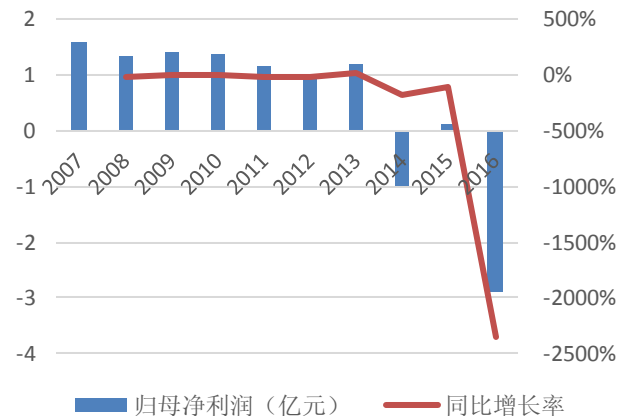
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 业绩承压、费用率上升, 毛利率呈企稳回升之势

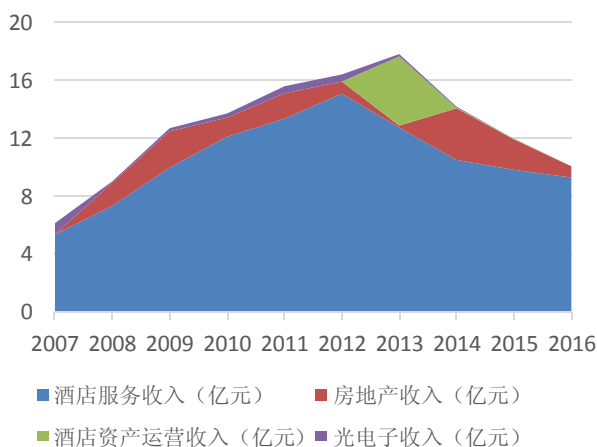
近年公司营收净利双双下滑, 但毛利率目前看有企稳回升之势。自 2013 年以来, 受宏观经济形势下行, 以及中央出台“八项规定”等限制消费政策的影响, 我国高端酒店业遭遇寒冬, 华天酒店也难以幸免。2014 年起, 公司营收步入下滑通道, 已连续 3 年同比下降; 归母净利方面, 除 2015 年通过出售子公司紫东阁华天确保全年盈利外, 2014 及 2016 年均为亏损。分业务看, **酒店业务**始终是贡献收入的主力军, 2016 年收入端贡献率达 92%; **房地产业务**自 2008 年起开始贡献收入利润, 近年来波动较大; **光电子业务**主要服务于军工, 公司已于 2015 年将其彻底剥离以聚焦于酒店及地产主业; **酒店资产运营业务**本质上是酒店资产的售后返租, 是公司盘活存量资产而采取的轻资产化措施。

图 3: 2007-2016 年公司营业收入及同比增长率


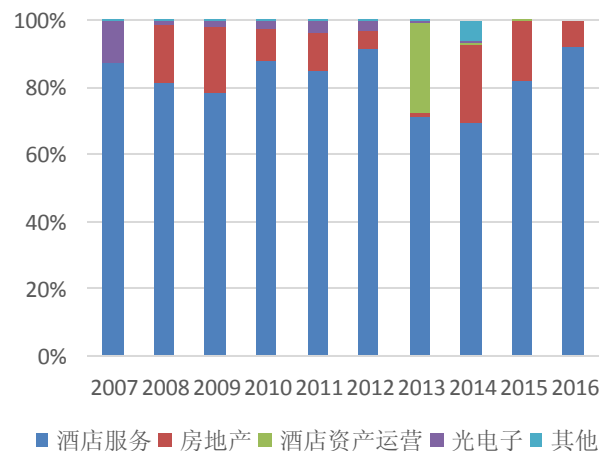
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 4: 2007-2016 年公司归母净利润及同比增长率


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 5: 2007-2016 年公司各主要业务收入


资料来源: wind, 东兴证券研究所

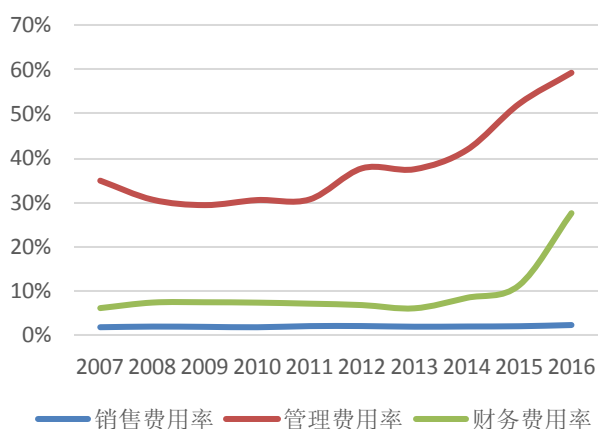
图 6: 2007-2016 年公司各项业务收入占比


资料来源: wind, 东兴证券研究所

毛利率方面,受光电子业务2014年部分停产的影响,当年公司毛利率下探至低点51%,随后逐步企稳回升。其中,酒店业务毛利率始终维持在60%上下,未受外部不利环境的影响而波动或下滑,彰显公司深耕酒店主业所积累的深厚运营能力。

费用率方面,2013年以来公司销售费用大体稳定,而管理费用率和财务费用率上升幅度十分明显。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。

图 7: 2007-2016 年公司费用率情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 8: 2007-2016 年公司整体及各项业务毛利率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

2017年4月,公司公布2017Q1季报,业绩开始回暖:营收2.28亿元,同比增0.13%;归母净利-6451.22万元,同比降11.84%;扣非归母净利-6878.64万元,同比降19.10%。根据此前披露的2017Q1业绩预告,公司酒店业务同比有所减亏,但部分在建项目停止利息资本化,导致亏损额增加。公司酒店业务贡献收入占比超九成,因而酒店业务减亏是一个良好的趋势。

2. 新官上任“三步走”,混改提速在即

公司2014年底启动混改,引入民营战略投资者并开启多元化发展试点。2017年公司董事长调整,新任董事长明确“三步走”发展计划,随后公司管理层大调整、组织结构大幅优化。而此时恰逢湖南省全面推进国企改革,我们看好“国改提速+管理层大换血”双重推动下公司混改效果进一步提升。

2.1 定增启动混改,谋求多元化扩张

2.1.1 定增引入民营战投,打造“湖南混改第一股”

2014年12月,公司披露非公开发行方案,为改善资产负债结构、优化酒店产业布局,同时推进混合所有制改革,拟向单一民营企业认购人——湖南华信恒源股权投资企业

（有限合伙）按 5.51 元/股的价格发行 3 亿股，募集资金 16.53 亿元，锁定期 3 年。本次增发所募集的资金，扣除发行费用后全部用于偿还银行贷款、张家界华天城酒店配套设施建设和补充酒店业务营运资金 3 个项目。此次增发于 2015 年 11 月获得批文，并于同月完成资金划转及新增股份上市工作。

表 1：公司 2014 年增发募集资金用途

序号	定增项目	投入（亿元）
1	偿还银行贷款	10
2	张家界华天城酒店配套设施建设项目	3.5
3	补充酒店业务营运资金	3.03
合计	-	16.53

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

发行后，华天集团的持股比例从 46.03% 降至 32.48%，仍为公司控股股东；华信恒源持股 29.44%，为公司第二大股东，距要约收购红线仅一步之遥，距控股股东也只差 3% 左右。而根据披露的公告，华信恒源将有权提名 2 名非独立董事（共 4 名）、2 名监事（共 5 名），有权向董事会推荐常务副总经理和副总经理各 1 名。由此，公司成为湖南省第一家完成混合所有制改革的上市公司。

华信恒源成立于 2014 年 12 月 23 日，显然是专门此次定增而设立的投资平台，其实际控制人为自然人向军。向军系湖南资本圈人士，擅长资源运作。华信恒源于 2015 年 11 月入主公司后，立即向公司派驻了 2 名非独立董事（向军、侯跃）和 1 名监事（邓泉清）。向军任中科恒源科技股份有限公司实际控制人，其主营业务为新能源开发与应用；侯跃任江山永泰投资控股有限公司副总裁，其背后的控股股东为江山控股（0295.HK），主营业务为光伏发电；邓泉清为湖南泉清股权投资企业（有限合伙）之普通合伙人，曾任中科恒源（酒泉）新能源科技有限公司董事长。

2.1.2 转型动作频频，混改效果初显

华信恒源于 2015 年 11 月入主公司后，立即向公司派驻了 2 名非独立董事（向军、侯跃）和 2 名监事，同时着手开展转型工作，在酒店行业整体低迷的情况下寻求新的盈利点。尽管部分转型项目在开展初期尚未贡献盈利，但后续发展空间值得期待。

- ◆ **完善直销体系。**公司于 2015 年 11 月披露：拟联合开元酒店等 5 家酒店共同发起设立浙江拉手网络科技有限公司，运营管理“中国酒店联盟体新平台项目”，加强直销体系和会员建设，为成员酒店低成本输送客源，减少对 OTA 的依赖。该平台于 2016 年 3 月正式成立。
- ◆ **建设高端养老。**公司于 2015 年 11 月披露：拟设立全资子公司华天养老健康有限公司，围绕灰汤镇丰富的地热资源开展高端养老，打造健康养老公寓等 4 大组成部分。公司还计划充分利用存量酒店物业，经改造后开展养老服务。2016 年华天养老实现营收 3.17 万元，净利润-299.89 万元（养老业务尚未贡献收入，但产生人工等开

支)。

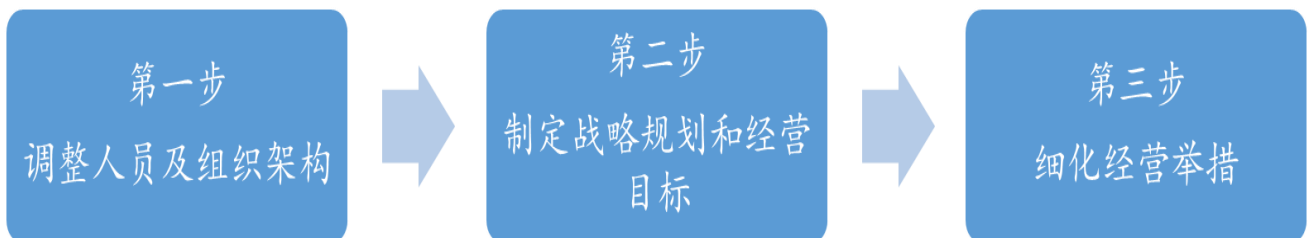
- ◆ **发展生活 O2O**。公司于 2016 年 1 月披露：拟设立全资子公司湖南华天云服电子商务有限公司，开展生活服务类 O2O 业务，产品包括洗衣、厨师、管家、家庭设备维修等，首期将开展高端洗衣 O2O。2016 年华天云服实现营收 427.68 万元，净利润-74.10 万元。
- ◆ **建立投资平台**。公司于 2016 年 3 月披露：拟设立全资子公司湖南华天资产管理有限责任公司，充分利用各种金融工具，盘活存量资产，主要投资于大消费、大健康领域。据报道，华天资管的成立来自于华信恒源的建议。2016 年华天资管无营业收入，实现净利润-214.96 万元。
- ◆ **进军互联网保险**。公司于 2016 年 3 月披露：拟通过全资子公司长春华天以 1 亿元投资参股并发起设立江山财产保险股份有限公司，股权占比 10%，进军互联网保险领域。公告称，其中另一发起人同向军存在关联关系，因此该项目很可能来自华信恒源的推荐。截止目前，江山财险尚未获得保监会批复。
- ◆ **切入影视文化及文旅地产**。公司于 2016 年 4 月披露：拟通过全资子公司华天资管以 2500 万元增资参股北京星亿东方文化科技服务有限公司，取得其 1.695% 的股权，切入影视文化领域。同日披露：拟通过全资子公司华天资管联合星亿东方等共同投资设立北京星亿华天文化旅游产业发展有限公司，持股比例 30%，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。2016 年星亿华天无营业收入，权益法下计入公司投资收益-134.47 万元。对星亿东方的投资计入可供出售金融资产，对公司利润不产生影响。

2.2 管理层大换血，迎接混改新时代

2.2.1 董事长调整，开启“三步走”发展计划

2017 年 3 月，公司在任近 20 年的公司原董事长（兼华天集团原董事长）陈纪明辞职，随后蒋利亚接任公司董事长及华天集团董事长职务，并给公司带来了新时期下的“三步走”发展计划。

图 9：公司“三步走”发展计划



资料来源：东兴证券研究所

蒋利亚曾任泰格林纸总经理和岳阳林纸 (600963.SH) 总经理、董事等职, 公司管理经验丰富。任岳阳林纸总经理期间 (2011 年 2 月-2016 年 8 月), 岳阳林纸依托其央企股东背景, 进行了对凯胜园林 100% 股权的收购 (2015 年 6 月公布预案, 2016 年 11 月过会, 2017 年 3 月获批), 完成了从传统造纸企业向园林 PPP 进军的华丽转型。

表 2: 公司新任董事长蒋利亚履历

时间	职务
2004.7-2007.10	湖南省国资委改革发展处主任科员、副处长
2007.11-2011.1	泰格林纸集团副总裁、董事
2011.2-2016.8	岳阳林纸股份有限公司总经理
2011.4 至今	岳阳林纸股份有限公司董事
2016.9-2017.3	泰格林纸集团总经理、董事
2017.3 至今	华天集团党委书记、董事长
2017.4 至今	华天酒店董事长

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.2.2 管理层及组织架构大调整, 夯实变革基础

目前, 公司正在进行“三步走”中的第一步: 调整管理层及组织架构。

(1) 董事及高管大范围调整: 公司原总经理 (兼董事)、3 位副总经理和财务总监辞职, 原常务副总经理调整为副总经理, 同时新选任 2 位副总经理和 1 位常务副总经理, 并补选 1 名新董事。新上任的常务副总经理周江军为二股东华信恒源选派, 与董事侯跃同属江山控股 (0295.HK) 系人员, 具有传媒、地产、养老等领域的工作经验, 对应公司自混改以来的几大转型尝试的方向, 公司业务转型很可能将有大动作出现。

表 3: 公司 2017 年以来人事变动情况 (不含独立董事)

离任				上任				
职务	姓名	年龄	任职时间	来自	姓名	年龄	上任时间	来自
董事长	陈纪明	57	1998.11-2017.3	华天集团	蒋利亚	43	2017.4	华天集团
董事			-		李征兵	47	2017.6	华天集团
总经理	吴丽萍	48	2009.9-2017.5	华天集团	暂由董事长蒋利亚代行总经理职责			
副总经理	唐元炽	41	2015.1-2017.5	华天酒店	侯涯宾	43	2017.5	华天集团
副总经理	钟巧萍	41	2014.7-2017.5	华天酒店	丁伟民	43	2017.5	华天酒店
副总经理	贺毅	48	2016.3-2017.5	其他湖南国企	邓永平	53	2017.5	华信恒源
常务副总经理	邓永平	53	2016.3-2017.5	华信恒源	周江军	39	2017.5	华信恒源
财务总监	夏建春	46	2012.2-2017.5	华天酒店			-	

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

目前公司总经理暂时空缺, 由董事长代行总经理职责。本轮调整后, 公司董事会由 9 人组成 (董事长+3 位董事+5 位独立董事), 高管由 6 人组成 (董事长+常务副总经理+3 位副总经理)。新的高管团队中 60 后占 2 位, 70 后占 4 位, 年轻有为、履历丰富。

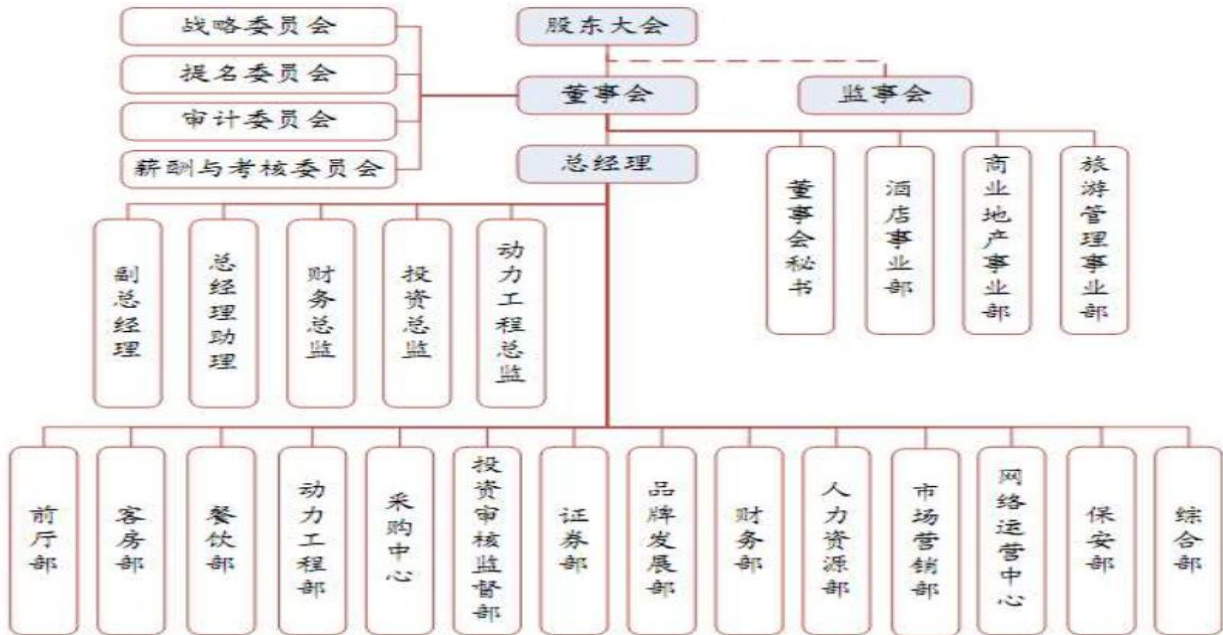
表 4:截止 2017 年 5 月 22 日公司董事及高管情况

职位	姓名	年龄	代表背景	上任时间	曾任职务
董事长	蒋利亚	43	华天集团	2017 年 4 月	泰格林纸董事、总经理 岳阳林纸董事、总经理
董事	向军	49	华信恒源	2015 年 12 月	
董事	侯跃	44	华信恒源	2015 年 12 月	
董事	李征兵	47	华天集团	2017 年 5 月	常德华天大酒店总经理 潇湘华天大酒店总经理 华天酒店第五、六届董事会董事
总经理	空缺, 暂由董事长代为履行总经理职责				
常务副总经理	周江军	39	华信恒源	2017 年 5 月	赛迪传媒董事长 江山国金资管总裁 江山颐年养老总经理
副总经理	丁伟民	43	华天酒店	2017 年 5 月	湖南华天大酒店总经理 灰汤华天大酒店总经理
副总经理	侯涯宾	43	华天集团	2017 年 5 月	湖南华天大酒店总经理 潇湘华天大酒店总经理
副总经理	邓永平	53	华信恒源	2017 年 5 月	终南山投资董事长 达摩斯投资总经理
副总经理	刘胜	49	华天酒店	2014 年 1 月	交行某支行行长 泰阳证券财务负责人 华天酒店董秘、总经理助理
董事会秘书	易欣	43	华天集团	2014 年 1 月	华天酒店资金经理、证券部经理

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

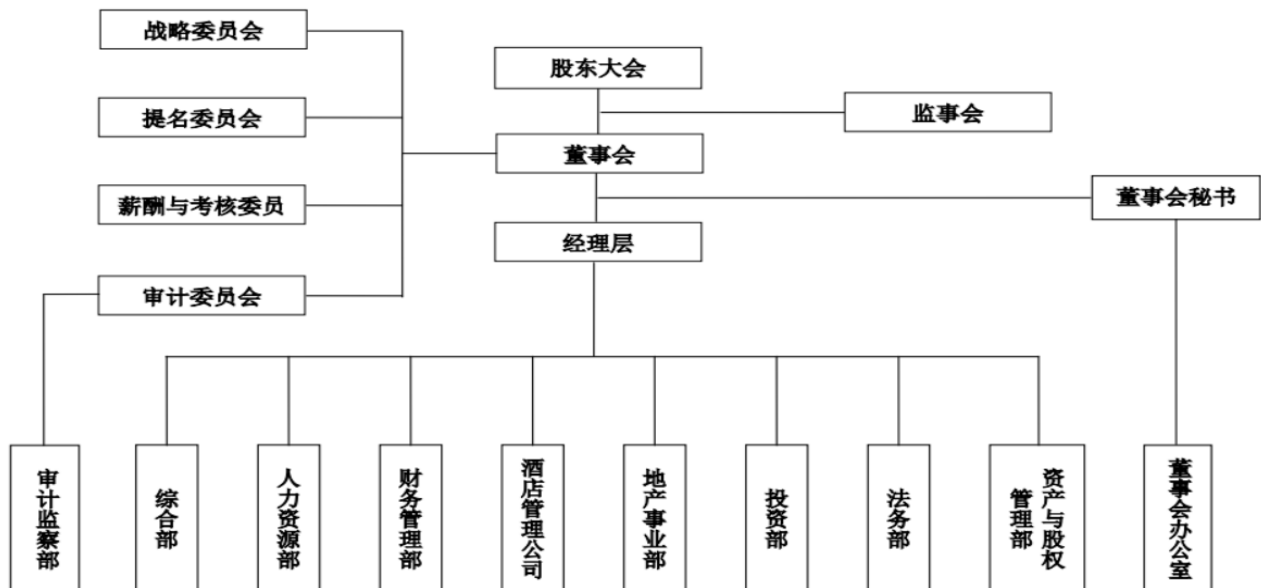
(2) 调整组织架构: 2017 年 5 月 16 日, 公司披露了组织架构调整方案: 新的组织架构重新梳理了公司的各业务板块, 减少了管理层级, 使公司内部管理的权责更加明晰, 有助于提高经营效率。部门上, 取消了原有的旅游管理事业部, 增加了投资部和资产与股权管理部, 表明公司更加重视对外投资以及资产运营业务。

图 10: 调整前公司原有组织架构



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 11: 调整后公司全新组织架构



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.2.3 省内国改提速，公司亦迎机遇

与此同时，省内国企改革也有大动作。2017年2月，湖南省国资委定调了今年的国企改革目标：**省属监管企业今年全面实现盈利**，营业收入、利润和税收同比分别增长10%以上。同时提出，将以10大国有资本产业投资布局为重点，**推动省属监管企业归类整合**，今年争取推动10-12家企业重组整合，**推进竞争类企业的混改工作**，同时**开展国有控股混合制企业职工持股试点工作**。根据省国资委的工作定调，2017年公司将持续推进混改工作，同时有开展员工持股试点的机会。此外，作为湖南省上市国企中为数不多的亏损者（湖南省上市国企16年2家亏损，另一家为华菱钢铁），**不排除省内牵头进行资产注入、资产置换等整合工作**。

作为“湖南省混改第一股”，公司启动混改已2年多，此前已积极尝试多元化布局，但尚未体现在业绩上，15年仅靠出售子公司实现盈利，16年亏损进一步加剧。这表明公司混改工作尚有较大提升空间。从顶层设计角度，政府方面空降新领导班子，二股东也首次向公司派驻高管，公司组织结构有所优化，配合17年省内国企改革的加速推进，我们看好多重机遇下公司迎来新气象，混改效果得以大幅提升。

3. 酒店业务：深耕主业积淀深厚，资产运营焕发生机

3.1 长期积累铸知名品牌，托管经营促品牌扩张

公司酒店业务主要涵盖**客房、餐饮和娱乐**三个子版块。公司的酒店业务最早可追溯至1988年投入使用的长沙华天大酒店，至今已经积累了29年的酒店经营管理经验，可谓历史悠久。深厚的积淀铸就了知名的“华天”品牌，截止2016年华天酒店跻身中国酒店集团30强，国际饭店百强，位列中国本土高端连锁酒店规模第6。

表 5：公司酒店业务大事记

时间	事件
1985年	华天大酒店开工建设
1988年	华天大酒店投入使用
1995年	改组成立股份有限公司，并于次年上市
1997年	华天大酒店获评五星级酒店，成为湖南省首家涉外五星级酒店
2001年	当选中国名酒店组织副理事长单位
2002年	晋升“中国饭店业集团20强”
2004年	正式加入“世界一流酒店组织”，“华天”商标通过“中国驰名商标”评审
2010年	作为湖南湘菜企业的唯一代表参加上海世博会
2011年	荣膺世界酒店“五洲钻石奖——十大魅力品牌酒店”

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司的酒店主要采取**自营、承包和托管**三种经营模式，其中自营属于重资产模式，托管属于轻资产模式，而承包介于二者之间。截止2016年底，公司拥有自营酒店20家（主要为四星级或五星级）、承包酒店5家、托管酒店25家（另有20家尚未开业

托管酒店)。公司深耕湖南省本地市场，旗下连锁酒店遍布省内 14 个市（地、州），在省外则已辐射至北京、上海、武汉、深圳和长春等全国主要城市，形成了初具规模的全国性酒店连锁布局。

表 6：公司酒店经营模式

名称	具体经营方式	数量
自营	公司经营和管理拥有自有产权的酒店，收入和费用均纳入公司的合并报表。	20
承包	在承包经营方式下，公司不拥有酒店产权，而是支付固定的租金给业主方，租期一般为十年，租金视酒店星级、客房数量、地理位置等条件综合考虑并协商决定，同时投入一定资金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公司合并报表。	5
托管	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，通常按托管酒店营业收入的 3%-5%收取基本管理费，0.2%收取品牌推广费，同时收取品牌使用费（一般在 50 万元以上）及履约保证金 50 万元。托管酒店的收入和费用不纳入合并报表，收取的管理费等直接计入营业收入。	45（其中 20 家未开业）

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

自营酒店是公司积累品牌效应的基石，也是发展承包和托管业务的基础。在长沙华天大酒店获得成功的基础上，公司于 2002 年在湖南省益阳市和株洲市分别开设两家自营高星级酒店，标志着公司自营酒店业务异地扩张之路的开启。目前公司拥有 20 家自营酒店，主要为四星级或五星级，建筑面积合计超过 100 万平米。

表 7：公司主要自营酒店情况

酒店名称	经营主体	星级	所在地	建筑面积（平方米）	房间数（间）	投入运营时间
长沙华天大酒店（总店）	华天酒店股份有限公司	5	湖南长沙	120000	696	1988 年
潇湘华天大酒店	湖南国际金融大厦有限公司	4	湖南长沙	85611	540	2007 年
益阳华天大酒店	益阳华天置业有限公司	4	湖南益阳	33000	282	2002 年
娄底华天大酒店	华天（湖南）投资有限公司	5	湖南娄底	56586	299	2014 年
星沙华天商务酒店	长沙华盾酒店管理有限公司	4	湖南长沙	23701	240	2011 年
邵阳华天大酒店	邵阳华天大酒店有限公司	5	湖南邵阳	60197	522	2012 年
株洲华天大酒店	株洲华天大酒店有限公司	5	湖南株洲	43669	251	2002 年
灰汤华天大酒店	湖南灰汤温泉华天城置业有限公司	5	湖南宁乡	145987	818	2012 年
银城华天大酒店	益阳银城华天酒店管理有限公司	4	湖南益阳	21571	181	2011 年

湘潭华天大酒店	湘潭华天大酒店有限公司	5	湖南湘潭	145987	368	2011年
张家界华天大酒店	张家界华天酒店管理有限 公司	5	湖南张家 界	50986	379	2014年
武汉华天大酒店	湖北华天大酒店有限公司	4	湖北武汉	40756	315	2008年
北京世纪华天大酒店	北京世纪华天酒店管理有 限公司	4	北京	44132	236	2008年
长春华天大酒店	长春华天酒店管理有限公 司	5	吉林长春	42474	475	2008年
合计				914657	5602	

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

依托自营酒店的良好口碑, 公司逐步拓展承包及托管酒店。经过多年发展, 公司承包及托管酒店数量已初步形成规模, 截止 2017 年 6 月公司拥有承包酒店 5 家, 托管酒店 45 家 (其中 25 家开业, 20 家未开业)。对公司来说, 酒店托管业务能够达到品牌输出的效果, 且无需占用资金, 但其利润空间较小, 是公司酒店业务的重要补充。面对依然严峻的行业形势, 公司计划进一步稳定发展托管酒店业务, 使公司“轻资产化”, 降低经营风险的同时树立较强的品牌影响力。

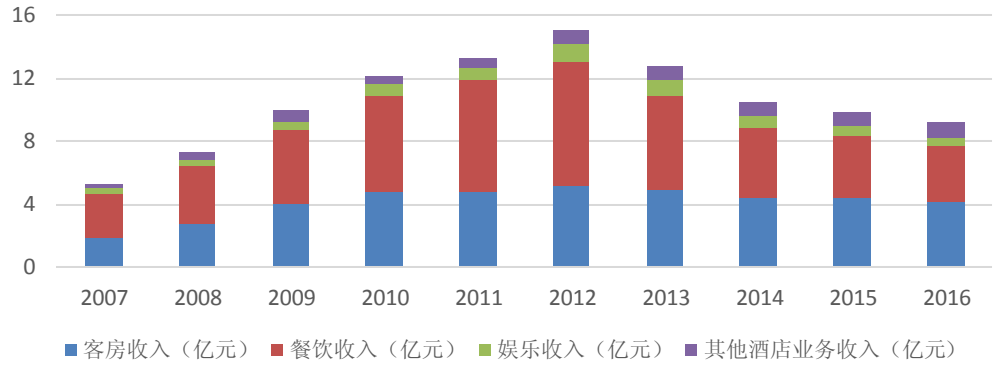
3.2 未来看点: 中端市场、资产运营、会员体系改善

3.2.1 成也高端败也高端, 蓄势发力中端市场

自成立伊始, 公司便主打**高端品牌**, 政务接待是公司酒店业务的核心竞争力。“大本营”长沙华天大酒店 1997 年被评为五星级酒店, 成为湖南省首家涉外五星级酒店。随后, 公司于 2002 年分别在湖南省株洲市和益阳市开设两家高星级酒店 (株洲五星级、益阳四星级)。截至 2016 年 Q3, 公司拥有的 14 家自营酒店全部为高端酒店 (四星级或五星级), 承包经营和托管经营的酒店中分别有 2 家和 21 家高端酒店, **公司全部已开业酒店中, 高端酒店占比达 82%** (高端酒店 37/全部开业酒店 45)。

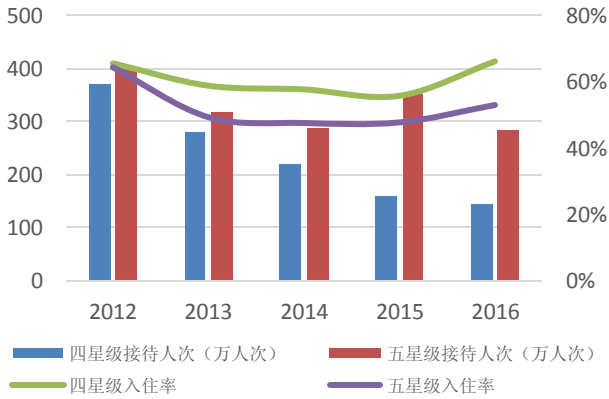
然而, 2013 年以来受宏观经济下行叠加“八项规定”、“六项禁令”以及限制“三公消费”等政策性因素的影响, 公司高端酒店的接待人次、入住率和 RevPAR 均出现大幅下滑, 业绩表现亦步入下行区间。酒店业务 3 个子版块中, 客房板块口碑较好, 需求具有一定刚性, 收入降幅始终低于酒店业务整体降幅, 毛利率小幅下降但始终高于整体。娱乐板块受各项禁令影响较大, 收入降幅较大, 但毛利保持稳定。公司餐饮业务定位政务、高端, 因而收入降幅同样较大, 且毛利率出现较大降幅。因此, 在酒店业务 3 个子版块中, 餐饮板块是导致公司整体业绩下滑的最重要原因。

图 12: 2012-2016 年公司酒店业务收入



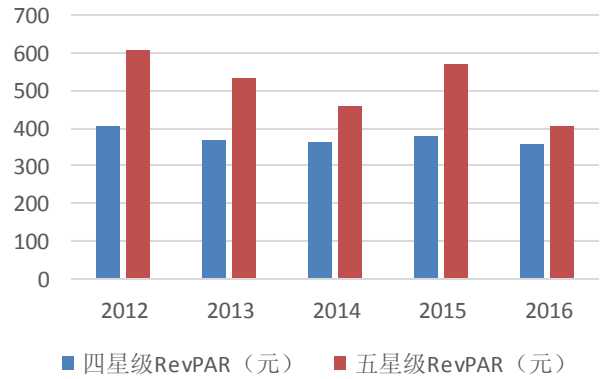
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 13: 2012-2016 年公司自营酒店接待人次和入住率



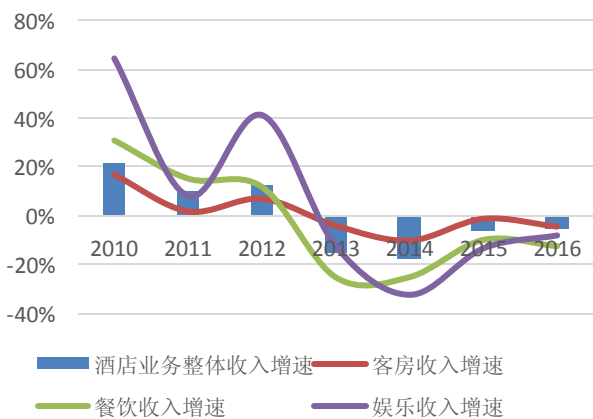
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 14: 2012-2016 年公司自营酒店 RevPAR



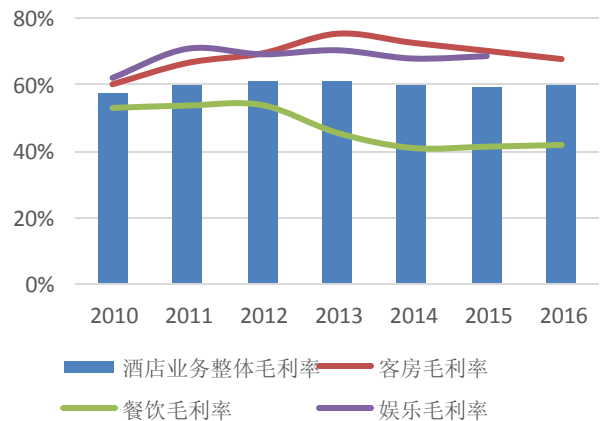
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 15: 2010-2016 年公司酒店业务及 3 个子版块收入增速



资料来源: wind, 东兴证券研究所

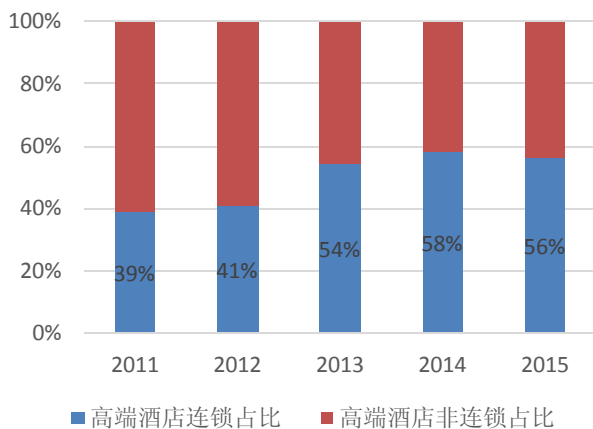
图 16: 2010-2016 年公司酒店业务及 3 个子版块毛利率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

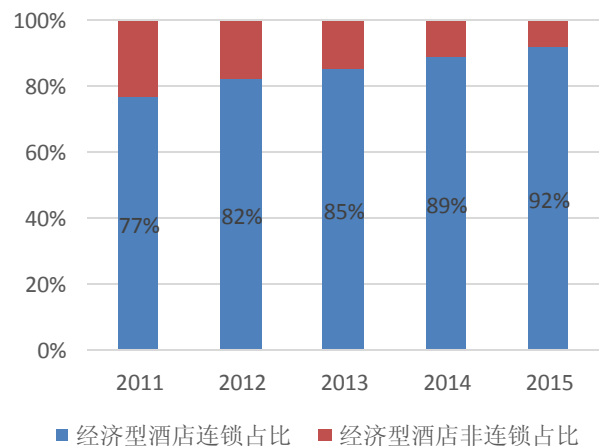
新形势下，酒店业也面临着发展的“新常态”。受政府政策及宏观经济环境的影响，**高端酒店消费需求下移**，客源逐步流入中端酒店领域；另一方面随着本土商务出行日益旺盛，居民收入增长和消费升级趋势下，**部分经济型酒店等低端住宿需求向上升级**，进而导致能提供有特色、个性化的服务，性价高的中端酒店日益受到广大消费者的青睐。而在供给端，相较于高档酒店和经济型酒店的高品牌渗透率（分别约为 56%和 92%），**中端酒店渗透率较低（仅 20%），品牌打造空间巨大**。公司明确推出中端酒店品牌——华天精选酒店。截止目前，华天精选酒店已开设 4 家，其中 2 家位于长沙，其余 2 家分别位于张家界和武汉。

图 17: 2011-2015 年我国高端酒店品牌渗透率



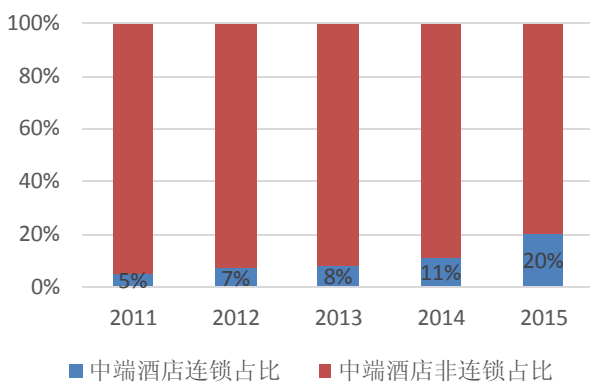
资料来源：Horwath HTL China，东兴证券研究所

图 18: 2011-2015 年我国经济型酒店品牌渗透率



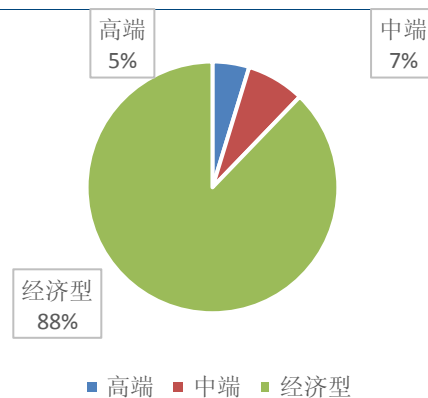
资料来源：Horwath HTL China，东兴证券研究所

图 19: 2011-2015 年我国中端酒店品牌渗透率



资料来源：Horwath HTL China，东兴证券研究所

图 20: 2016 年我国各类型酒店数量占比



资料来源：Horwath HTL China，东兴证券研究所

3.2.2 建设会员体系，提高业绩弹性

会员制度的推行是品牌连锁酒店的重要营销手段，也是酒店业对抗 OTA 的武器之一。目前，国内外主要连锁酒店品牌均已通过**强势发展会员，迅速建立并巩固自己的直销渠道，从而扩大并稳定客源**。截至目前，公司拥有约 100 万名会员，酒店客房数量约 1 万间。我们对比了国内主要酒店品牌的会员数与客房数之比，不难看出公司的**会员体系建设尚有较大空间**。未来随着公司全国连锁布局的不断推进，会员体系建设的好处将加速释放，公司业绩弹性增强。

表 8：国内主要酒店品牌会员体系建设情况

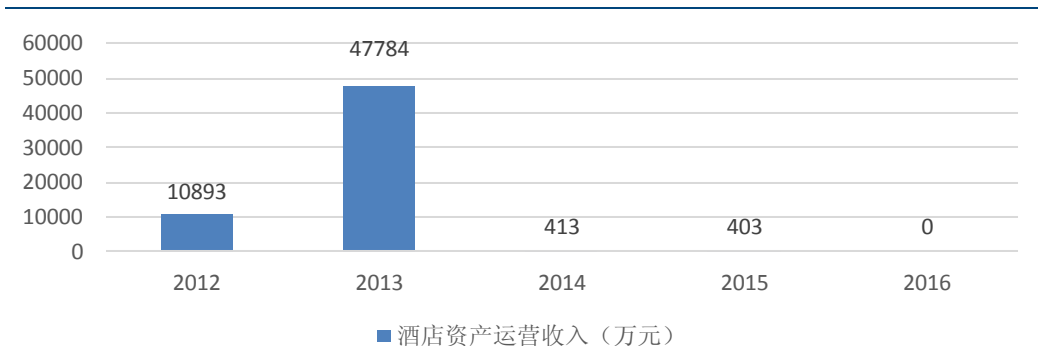
酒店	会员数（万人）	房间数（万间）	会员数/房间数
华住集团	约 8000	33.13	241
铂涛集团	7804	25.60	305
维也纳酒店集团	1784	7.35	243
首旅酒店	8033	37.36	215
锦江股份	2657	23.98	111
华天酒店	约 100	约 1	100
金陵饭店	约 160	约 4	40

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

3.2.3 建设会员体系，提高业绩弹性

公司深耕酒店业多年，拥有百万平米级别的自有酒店物业，历史成本较低。近年来随着房地产市场的不断升温，公司旗下酒店物业同样获得较多升值。为解决公司固定资产大量沉淀，资产流动性较弱的问题，公司逐步探索了资产运营业务——**按市场价格全部或部分出售自有酒店物业，并通过自主租赁经营或特许他人经营等方式，继续经营“华天”品牌酒店**。借助资产运营模式，公司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，支撑公司中端酒店、养老地产等新项目的推进。

图 21：2012-2016 公司资产运营业务（2012 年为售后回租）收入



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司在资产运营方面的探索始于 2012 年，当年公司以潇湘华天酒店作为试点，按市场公允价格将潇湘华天酒店公寓 5885.54 平方米出售给第三方，实现销售收入 1.09 亿元，净利润 4479.34 万元。已售出的酒店资产仍由华天酒店承包经营管理，以发挥华天品牌与经营管理酒店的优势，实现良好的经济效益。2012 年的试点实际上是售后回租，收入计入了营业外收入。

2013 年，公司拟扩大资产运营试点，在业务分类中新增酒店资产运营及管理业务（包括酒店资产的投资、收购、销售和租赁）。酒店资产运营与售后回租在本质上基本相同，但会计处理有所不同。售后回租业务将销售净收益一次性计入营业外收入，每年只反映租赁费用。资产运营业务产生的收入和成本分别计入营业收入和相应的营业成本。售后若租回经营，则在回租经营期间将酒店经营所得计入营业收入，发生的直接成本计入营业成本（职工工资、薪酬福利、食品酒水、物料用品），支付的租金计入管理费用；售后若特许经营，则按收取的特许费用计入营业收入。

表 9：公司 2012 年以来酒店资产运营情况

出售时间	出售酒店名称	出售范围	售后经营形式	出售部分建筑面积（平方米）	收入（万元）	净利润（万元）
2012 年	潇湘华天大酒店	部分	租赁	5885.54	10893	4479
2013 年	益阳华天大酒店	部分	租赁	5000		
2013 年	潇湘华天大酒店	部分	租赁	10000	47784	21000
2013 年	长沙华天大酒店	部分	租赁	11000		
2015 年	紫东阁华天大酒店	全部	特许经营	45598.90	39000	17900
2017 年	银城华天大酒店	全部	租赁	23727.7	12000	1000

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司开展资产运营业务意愿迫切。一方面，公司面临多方面压力：盈利上，公司 2016 年亏损，若今年继续亏损则将被 ST，且今年年初湖南省国资委提出“省属国有企业当年全面实现盈利”，公司迫切需要在短期内发掘盈利点；资本结构上，公司 2017Q1 资产负债率达 67.47%，流动比率仅 0.73，资金链相对紧张。另一方面，公司资产运营空间较大。截止目前，公司拥有的 14 家自营酒店建筑面积合计达 102 万平米，市场价值评估达 120 亿元，升值幅度 70 亿。

短期内考虑到盈利压力，公司开展资产运营业务的意愿十分迫切，未来一段时间内很可能选取一些增值幅度较大的酒店物业开展资产运营。此外，也不排除公司择机选取优质酒店资产进行外延并购，以改善盈利及现金流情况。

4. 地产业务：既有项目及后续开发模式仍不乏亮点

4.1 项目建设及去化有望加速，静待业绩释放

公司目前已完工地产项目有 3 个：乐活小镇、华天苑以及灰汤温泉华天城一期，在建项目有 7 个：张家界华天城、灰汤温泉华天城二期和三期、邵阳华天城、永州华天城、

娄底华天城、益阳华天城改扩建和北京金方商贸大厦, 暂无其他拟建项目。2016 年公司房地产业务收入主要来自张家界华天城一期住宅 (目前已基本售罄), 当年销售 70 套, 销售面积 7556 平方米, 实现销售收入 5844.35 万元, 占当年全部房地产收入的 76%。预计 2017 年将重点完成张家界华天城一期商业部分和益阳华天城两栋商住楼的去化工作。灰汤温泉华天城二期和三期、邵阳华天城、以及永州华天城尚在建设中, 预计 2017 年无法产生效益。

表 10: 公司主要已完工地产项目

项目名称	项目性质	竣工时间	总投资额 (万元)	已销售额 (万元)	销售情况 (截止 2016 年 11 月)
乐活小镇	酒+商+住	2009 年 12 月	23309.43	29396.82	剩余 4 套公寓及 248 个车位未售
华天苑	酒+商+住	2010 年 12 月	27682.84	20741.26	剩余 17 套公寓及 273 个车位未售
灰汤温泉华天城一期	酒+商+住	2011 年 12 月	7880	7885.04	剩余 5 栋别墅未售

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 11: 公司主要在建地产项目

项目名称	项目性质	已完成投资/总投资 (亿元)	资金来源	总建筑面积 (平方米)	项目进度
灰汤温泉华天城二期、三期	商+住	21.82/25	50%贷款 50%自筹	二期 36000 三期未定	二期: 已完成土方施工、排水主管网、道路和小高层桩基工程 三期: 尚未动工
张家界华天城	酒+商+住	一期: 14.32/15 二期: 0/10.5	一期: 50%贷款+50%自筹 二期: 未启动	酒店 143065.76 住宅 116944.07 商场及商业街 117014.22	酒店: 主体已完工并于 2014 年年底开业, 剩余少量工作 住宅: 主体已完工, 正在进行验收准备工作, 基本售罄 商场: 主体已完工, 待内部装修方案确定后启动 商业街: 主体已完工, 正在进行验收准备工作, 去化率仅 36.75%
邵阳华天城	酒+商+住	3.81/15	50%贷款 50%自筹	酒店 61625.88 住宅 421314.30 商业 48963.20	酒店已于 2012 年 12 月开业, 其余部分正在拆迁并进行合作洽谈
益阳华天城改扩建	酒+商+住	3.3/3.4	23%贷款 77%自筹	酒店 23278.10 住宅 40544.40 商业 25902.60 地下室 5417.00	一期工程 (银城华天酒店): 已于 2011 年 9 月开业 二期工程 (商住楼): 包括 1 号和 2 号两栋楼, 主体均已完工, 分别于 2013 年 12 月和 6 月正式预售, 目前预售已完成 54%
永州华天城	酒+商+住		酒店: 自筹 商住: 合作方	酒店 90733.16 商住 227424.53	酒店: 10% 商住: 20%

投资					
娄底华天城	酒+商+住	4.75/5	自筹+贷款	酒店 86037	一期工程（娄底华天酒店）：已于 2014年8月开业 二期工程：为房地产开发，规划建 筑面积39万平方米，具体内容未定
北京金方商贸大厦	酒+商+住	9.53/10	50%贷款 50%自筹	48597.60	80%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

北京金方商贸大厦情况较为特殊。2013年公司收购北京浩搏基业房地产开发有限公司，收购完成后公司持股43.4%，控股股东华天实业控股持股18.6%，从而实现控制。浩搏基业的主要资产是位于北京市的金方商贸大厦，规划建筑面积44290.80平方米，1-3层为商业、酒店、餐饮、多功能厅，4-20层为30-110平方米的商住两用的办公间及高档公寓。该项目是一个资金链断裂、陷入债务纠纷的烂尾项目，根据重组方案，公司将大厦约29970平米的部分改造成酒店式公寓对外销售，以偿还外债、补充营运资金，同时将其余建筑面积建设成高星级商务酒店。目前，大厦的解除抵押和解除冻结已基本完成，正在办理房产预售证。

金方商贸大厦位于北京市丰台区方庄南路，距南三环约400米，地理位置尚佳。根据链家地产的数据，距金方商贸大厦最近的芳泽园小区均价为60739元/平米。考虑到商住房自身性质以及2017年3月商住房限购政策带来的折价因素，保守估计售价为48000元/平米，则该部分29970平米酒店式公寓全部销售可带来约14.4亿元收入，除去计划总投资10亿元，按照43.4%的股权比例，可实现利润1.91亿元。预计2017年公司将加速推进金方商贸大厦的预售工作。

图 22：金方商贸大厦地理位置



资料来源：百度地图，东兴证券研究所

4.2 土地储备多集中在灰汤镇, 总体增值逾五成

土地储备方面, 截至 2016Q3, 公司拥有土地约 1507.74 亩, 分别位于长沙市宁乡县灰汤镇、张家界、永州及娄底等地。除位于益阳市资阳区五一西路商业地块与其他公司协议取得外, 其余土地均通过与政府签订协议取得。根据公司 2017 年第一期超短期融资券募集说明书数据显示, 全部土地出让金价格合计为 111291.17 万元, 而截至 2016Q3 的市场价值合计为 171642.29 万元, 增值率达到 54%。

表 12: 公司土地储备一览

位置	面积 (亩)	性质	获得时间	出让金 (万元)	市值 (万元, 截止 2016Q3)
宁乡县灰汤镇	242.5	商业	2010 年 8 月	6630	18195
宁乡县灰汤镇	150.4	住宅	2010 年 8 月	2709	10528
宁乡县灰汤镇	148.5	住宅	2012 年 5 月	8620	10395
宁乡县灰汤镇	388.5	商业	2014 年 9 月	27975	29137
宁乡县灰汤镇	35.91	商业	2016 年 7 月	2712	2712
宁乡县灰汤镇	106.9	商业	2010 年 8 月	2076	7490
资阳市五一西路	未披露	商业	2011 年 3 月	3579 (协议价款)	12025.19
张家界市	233.68	商业	2012 年 5 月	27547.17	51409.60
娄底市娄星区	61.35	商业	2013 年 11 月	11963	12270
永州市冷水滩区	80	商业	2013 年 1 月	9988	9988
永州市冷水滩区	60	商业	2013 年 1 月	7492	7492
合计	1507.74 (不含未披露项)			111291.17	171642.29 (增值率 54%)

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4.3 后续开发将以合作开发为主, 发挥优势降低风险

公司房地产业务的开发模式包括自主开发及合作开发。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, 以及省内供地政策调整等原因, 公司于 2013 年引入**合作开发模式**, 即公司根据房地产项目开发的实际需要, 以酒店地产综合项目向政府拿地, 再将土地交给其他房地产开发商, 公司享受基本承包费及收入分成。通过合作开发模式, 公司能够充分发挥拿地上的优势, 并将项目开发的主要风险转移至第三方开发商。目前公司仅灰汤华天一期、张家界华天一期开发项目采取了自主开发模式, 其余项目均采取合作开发的模式, **未来也将更多采用合作开发模式**。

表 13: 自主开发及合作开发模式对比

	自主开发	合作开发
拿地主体	华天酒店	华天酒店
建设主体	华天酒店	其他开发商
收入分成	华天酒店自主开发, 自主销售, 获得全部收入并	华天酒店将土地提供给其他开发商, 由其他开发

	承担全部成本	商负责开发及销售工作，华天酒店收取固定的基本承包费以及销售收入分成
风险与收益	华天酒店自身承担开发及销售的风险，同时获取全部收益	华天酒店将主要风险转移给其他开发商，但牺牲了一部分收益

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

目前公司在建的7个项目中，灰汤温泉华天城二期项目引进了合作开发模式：湖南灰汤温泉华天城置业有限责任公司提供二期项目规划土地，由承包方广东省台山市盛世华轩投资有限公司负责后续的投资、开发建设、房产销售等工作。灰汤华天向盛世华轩收取承包费（基本承包费+项目收益承包费），其中基本承包费1.29亿元由盛世华轩在承包期内分4次支付，项目收益承包费则自项目开始销售后，由盛世华轩按销售额的约定比例分月付给灰汤华天。总体看，宁乡灰汤温泉华天城项目投资规模较大，考虑到公司二期房地产项目开发引进合作开发模式，公司相关投资支出不大。

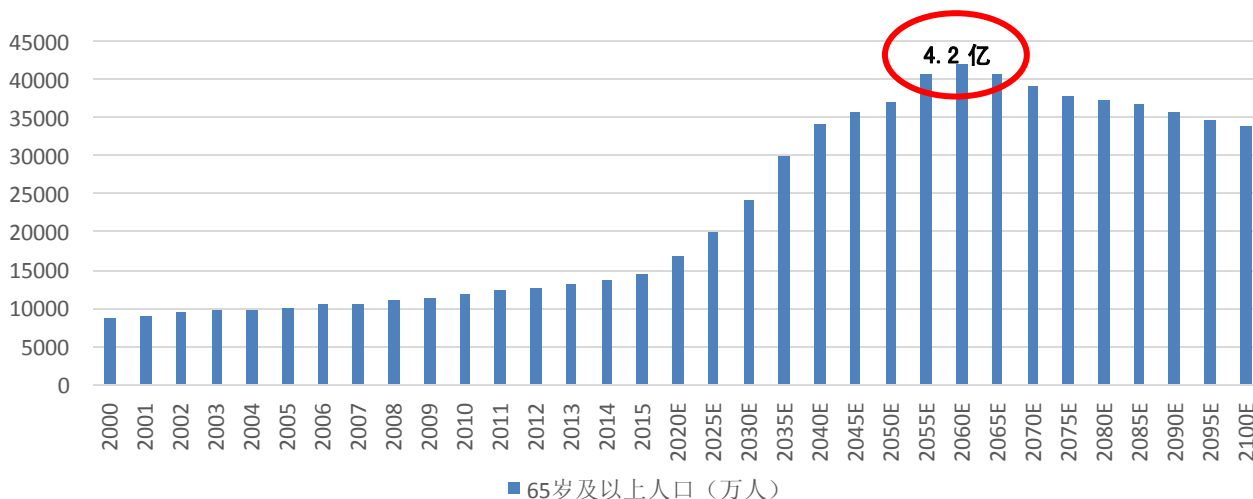
5. 多元化发展：高端养老看点多

5.1 人口老龄化进程催生巨大养老需求

5.1.1 我国人口老龄化进程不断加速，养老“刚需”值得关注

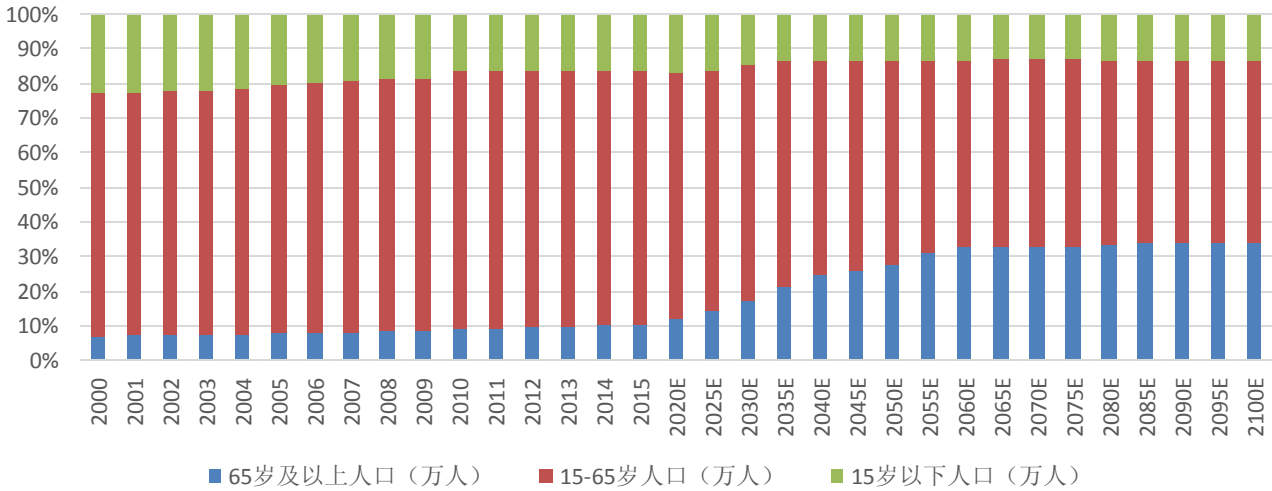
截止2015年底，我国老年人口（指65岁以上人口，下同）已达1.44亿人，占总人口比例达10.47%。根据联合国的预测，我国老年人口数量将在2025-2055年间迎来快速增长期，并在2060年到达顶峰，约4.2亿人；我国老年人口占比将在2060年到达高峰32%，随后保持在32%左右的高位。

图 23: 2000-2100 我国 65 岁以上人口数量及预测



资料来源：国家统计局（2000-2015），联合国人口司（2020-2100），东兴证券研究所

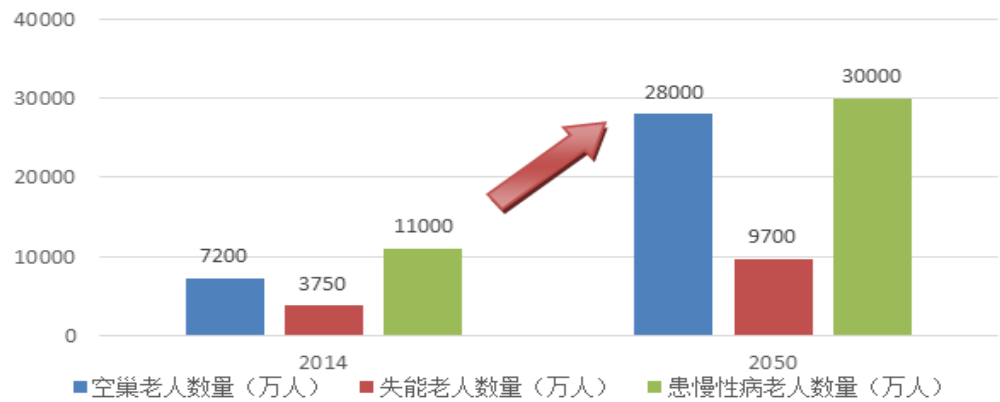
图 24：2000-2100 年我国 65 岁以上人口占总人口比例及预测



资料来源：国家统计局（2000-2015），联合国人口司（2020-2100），东兴证券研究所

在基数庞大的老人群体中，不同老人对养老服务的需求程度不同。空巢老人、失能老人和患慢性病等特殊老人群体对养老服务的需求属于刚需，是首先打开未来养老产业市场的金钥匙。

图 25：2050 年我国空巢老人、失能老人和患慢性病老人数量预测



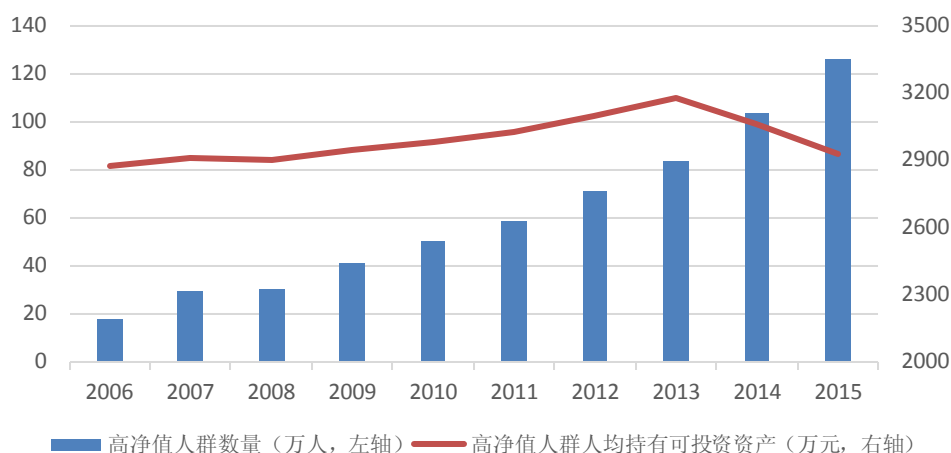
资料来源：《中国老龄产业发展报告（2014）》，东兴证券研究所

5.1.2 “富人变老” 支撑高端养老服务需求

从现状来看，我国老年人群的消费能力和意愿仍然较低。农村老年人口占比超过 57%，一半以上的人口消费水平偏低；其次目前我国老年人口受教育水平偏低，高中及以下学历者占比 50%以上。另外，老人们受益于改革开放和经济发展的程度低，年轻积累的财富少，因而导致目前我国老人群体边际消费倾向较低。

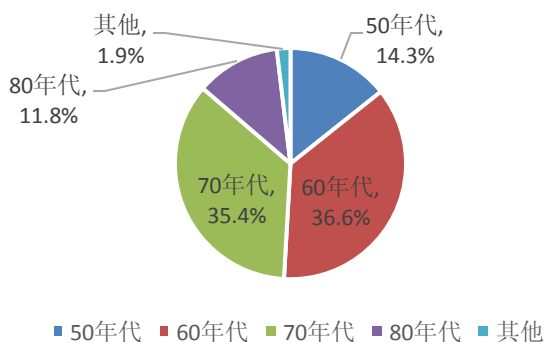
相比之下, 今后养老产业的最大需求在于“富人变老”这一逻辑。随着经济社会的不断发展, 我国高净值人群的消费实力正逐渐体现。招商银行的数据显示, 截止 2015 年我国拥有高净值人群 (可投资资产不低于 1000 万元人民币) 126 万人, 人均可投资资产 2930 万元。高净值人群的年龄结构表明, 60 年代和 70 年代出生 (即 40-60 岁左右) 的人占七成以上。而从高净值人群的消费需求来看, 健康医疗与高端养老占据重要位置, 表明即将步入老年的高净值人群对医疗和养老的需求十分庞大。因此, 未来 5-10 年后, 随着富裕人群的老龄化, 其养老需求将集中爆发。

图 26: 我国高净值人群数量及可投资资产



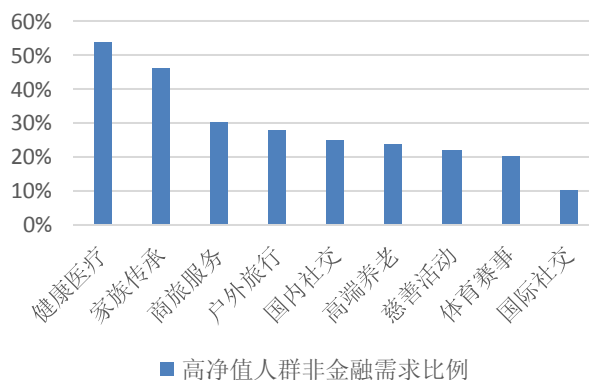
资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

图 23: 我国高净值人群年龄结构



资料来源: 福布斯中文网, 东兴证券研究所

图 24: 我国高净值人群非金融需求比例



资料来源: 民生银行, 东兴证券研究所

5.2 进军高端养老，探索新的利润增长点

5.2.1 首个项目落地灰汤，地理位置得天独厚

公司首个养老项目——灰汤华天养生公馆落地灰汤镇。灰汤镇位于湖南省长沙市宁乡县南部，拥有丰富的地热资源，境内盛产温泉。此地之名“灰汤”即因其泉水沸如汤滚，气腾如灰雾而得名。灰汤温泉是我国三大著名高温复合温泉之一，已有 2000 多年的开发历史，已开发温泉区域达 8 平方公里。温泉水量丰富，日供水 3500 吨，尚有日供水量 10000 吨以上的温泉有待开发。2016 年 9 月，灰汤温泉荣获首批“国家康养旅游示范基地”称号（共 5 个），表明灰汤温泉的康养能力已获国家认可。

灰汤镇具有得天独厚的区位优势 and 交通优势。灰汤镇地处环长株潭城市群的腹地——长沙、湘潭、株洲、娄底和益阳 5 座地级市的中心位置。灰汤镇毗邻长韶娄高速（S50 线），距高速出口仅 3km，与周边城市均可通过高速公路相连接。长沙市作为省会，是湖南省常住人口最多、经济发展水平最高的城市。灰汤镇距省会长沙仅 70km，车程约 1 个小时，能够有效对接来自长沙的养老需求。

图 25: 灰汤镇地理位置优越



资料来源：百度地图，东兴证券研究所

5.2.2 定位高端养老服务，谋求连锁化经营

灰汤华天养生公馆属于灰汤华天城一期的组成部分，总占地面积约 3.6 万平方米，总建筑面积 2 万余平方米，总投资 2.5 亿元，由原有五星级酒店空置客房改造而成。养生公馆背靠东鹞山，紧邻紫龙湖，周边建筑密度低，环境优美。

图 26: 灰汤华天养生公馆外景



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 27: 灰汤华天养生公馆内景



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

项目共 7 层，1 层全部为配套活动区域，2-7 层为老人居住区，共设置 203 间独立套房，可同时满足 300 位老人入住。房间分为开放式厨房、起居室、卧室、书房、卫生间和休闲阳台，全部采用五星级酒店及适老化设计标准，如卫浴间配备了沐浴椅、扶手等适老设施，地面也做了防滑处理。入住人还可以享受华天集团旗下酒店交流居住及异地度假服务。

项目坚持“医养结合”的理念，与多家三甲医院合作，建立专业的医护服务绿色通道。医护人员为入住老人建立专属健康档案，定期监测血压、心率、血糖等指标，提供全方位的健康服务。结合灰汤镇优质的温泉资源，公馆内还设有温泉氧吧，老人可在看护下进行温泉泡浴。

项目采用“押金+月费”的销售形式，押金最低 20 万元起，服务费 5100 元/月起，自 2016 年 8 月开始对外销售。

目前，公司的养老业务由全资子公司华天养老健康有限公司全面负责，当前的主要布局是围绕灰汤镇开展高端养老，充分利用存量酒店物业开展养老服务。按照计划，公司先将灰汤作为养老项目的试点。后期将视项目发展情况，充分利用连锁酒店的优势，发掘现有存量酒店资产（主要是客房）的创利空间，在各连锁酒店复制推广，效仿连锁酒店的管理模式打造连锁养老养生产业。

6. 盈利预测及投资评级

公司自成立以来深耕酒店主业，目前形成了酒店服务业为主，房地产业务为辅，并不断尝试多元化经营的业务结构。2014 年底公司启动混改，引入民营战投，不断尝试多元化发展，高端养老等业务颇具看点。近期公司领导层大调整，组织结构大幅优化，恰迎省内国企改革提速，经营效率改善动力十足。

◆ **深耕主业带来深厚积淀，看好中端酒店、资产运营及会员体系运营。**公司始于酒店业，亦成于酒店业，深耕主业带来深厚积淀。与高端和经济型酒店相比，中端酒店

品牌渗透率较低, 我们看好公司发力中端酒店, 通过“华天精选”等品牌加速中端市场布局。公司目前拥有逾 100 万名会员, 与首旅、锦江等相比有很大提升空间, 会员体系的建设将有助于打破 OTA 的垄断, 全面提升毛利率。公司酒店资产区位优势, 土地升值幅度较大, 考虑到盈利压力, 公司或将继续推进资产运营, 充分发挥存量资产效益。

- ◆ **既有地产项目建设及去化有望加速, 合作开发模式有看点。**公司在湖南省内长沙、张家界、益阳等多座城市布局“华天城综合项目”, 静待业绩释放。北京金方商贸大厦的解抵押和解冻结工作已基本完成, 正在办理预售证, 保守估计未来可带来净利润 1.91 亿元。公司后续将主要采取合作开发模式, 以酒店项目拿地后转交给其他开发商, 公司享受基本承包费及收入分成, 从而有效控制房地产开发风险。
- ◆ **迎“国改提速+管理层调整”双重机遇, 看好混改效果提升扭转亏损局面。**公司于 2014 年底启动混改, 2015 年通过定增引入民营战略投资者, 并开启多元化发展试点。近期公司恰逢“国改提速+管理层调整”双重机遇: 省内国改提速, 推进竞争类企业混改, 开启员工持股试点; 公司管理层大范围调整, 组织结构大幅优化, 战略投资者地位也有所提升。我们看好双重机遇下公司混改效果进一步提升, 经营效率有望全面改善。此外, 公司 2015 年定增引入战投时发行价为 5.51 元/股, 较目前股价倒挂约 10%, 战投所持股份锁定期 3 年, 2018 年 11 月将迎来解禁, 目前具有一定安全边际。

表 14: 公司收入预测表

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1004	1128	1373	1697
营业收入增速	-15.97%	12.38%	21.69%	23.59%
营业成本	436	485	573	699
营业成本增速	-20.15%	11.24%	18.14%	21.99%
毛利率	56.55%	57.00%	58.28%	58.79%
归属母公司净利润 (百万元)	-289	112	231	272

资料来源: wind, 东兴证券研究所

我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 11.28 亿、13.73 亿和 16.97 亿元, 归属于母公司股东净利润为 1.12 亿、2.31 亿元和 2.72 亿元, EPS 分别为 0.11 元、0.23 元和 0.27 元, 对应 PE 为 46.76、22.58 和 19.21 倍。从 PB 来看, 17-19 年分别为 1.77、1.72 和 1.66 倍。我们给予公司 18 年 35 倍 PE, 目标价 8.05 元, 首次覆盖并给予“推荐”评级。

表 15: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	3468	3134	3044	3555	4276	营业收入	1195	1004	1128	1373	1697
货币资金	734	471	519	631	780	营业成本	546	436	485	573	699
应收账款	101	49	53	64	79	营业税金及附加	72	52	56	62	71
其他应收款	234	201	226	275	340	营业费用	24	23	23	26	31
预付款项	178	155	135	112	84	管理费用	624	595	598	686	848
存货	2207	2134	1993	2354	2873	财务费用	135	277	126	101	94
其他流动资产	13	11	11	11	11	资产减值损失	18.27	38.07	20.00	20.00	20.00
非流动资产合计	6055	5774	5562	5243	4816	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	7	17	17	17	17	投资净收益	240.13	-1.59	200.00	230.00	240.00
固定资产	3431.91	3712.26	3983.70	3960.73	3772.47	营业利润	15	-418	20	135	173
无形资产	485	575	517	466	419	营业外收入	28.77	13.50	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	2	6	4	4	4	营业外支出	37.37	22.52	10.00	10.00	10.00
资产总计	9523	8909	8606	8797	9091	利润总额	6	-427	60	175	213
流动负债合计	4182	4401	3879	3704	3555	所得税	41	11	-2	-6	-9
短期借款	690	1497	962	676	368	净利润	-35	-438	62	181	222
应付账款	709	555	611	722	881	少数股东损益	-48	-149	-50	-50	-50
预收款项	159	165	165	165	165	归属母公司净利	13	-289	112	231	272
一年内到期的	1171	852	852	852	852	EBITDA	823	622	598	718	756
非流动负债合	1934	1538	1762	2086	2470	EPS (元)	0.02	-0.28	0.11	0.23	0.27
长期借款	1152	1265	1365	1445	1505	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	6115	5938	5641	5790	6025	成长能力					
少数股东权益	218	69	19	-31	-81	营业收入增长	-21.12%	-15.97%	12.38%	21.69%	23.59%
实收资本(或	1019	1019	1019	1019	1019	营业利润增长	-112.89%	-2934.36%	-104.73%	582.50%	28.27%
资本公积	1453	1453	1453	1453	1453	归属于母公司净	-138.66%	107.10%	-138.66%	107.10%	17.55%
未分配利润	653	365	382	416	457	获利能力					
归属母公司股	3190	2901	2946	3038	3147	毛利率(%)	54.26%	56.55%	57.00%	58.28%	58.79%
负债和所有者	9523	8909	8606	8797	9091	净利率(%)	-2.93%	-43.62%	5.46%	13.19%	13.06%
现金流量表						偿债能力					
单位: 百万元						总资产净利润(%)	0.13%	-3.24%	1.30%	2.63%	2.99%
2015A						2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	
2015A						2016A	2017E	2018E	2019E	0.40%	
2015A						2016A	2017E	2018E	2019E	-9.95%	
2015A						2016A	2017E	2018E	2019E	3.79%	
2015A						2016A	2017E	2018E	2019E	7.60%	
2015A						2016A	2017E	2018E	2019E	8.63%	
经营活动现金						营运能力					
净利润	-35	-438	62	181	222	总资产周转率	0.13	0.11	0.13	0.16	0.19
折旧摊销	674.23	763.63	0.00	430.69	442.11	应收账款周转率	13	13	22	24	24
财务费用	135	277	126	101	94	应付账款周转率	1.58	1.59	1.93	2.06	2.12
应收账款减少	0	0	-3	-11	-15	每股指标(元)					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	0.02	-0.28	0.11	0.23	0.27
投资活动现金	-294	-290	-83	10	120	每股净现金流(最	0.42	-0.27	0.05	0.11	0.15
公允价值变动	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	3.13	2.85	2.89	2.98	3.09
长期股权投资	0	0	35	0	0	估值比率					
投资收益	240	-2	200	230	240	P/E	256.00	-18.29	46.76	22.58	19.21
筹资活动现金	538	-83	-546	-201	-181	P/B	1.64	1.80	1.77	1.72	1.66
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	9.10	13.44	13.18	10.52	9.47
长期借款增加	0	0	100	80	60						
普通股增加	300	0	0	0	0						
资本公积增加	1336	0	0	0	0						
现金净增加额	427	-271	48	113	149						

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，9 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于餐饮旅游领域研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。