



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务：旅游

旷实*

证券投资咨询业务证书编号：S1300513100001
(8610) 6622 9343
shi.kuang@bocichina.com

*梅林为本报告重要贡献者

华天酒店：盘活酒店资产打造中高端养老管理公司，混改引入华信恒源提升想象空间

核心观点：

- 1、华天酒店(000428.CH/人民币 9.88, 未有评级)酒店业务继续承压，通过出售资产弥补亏损，未来地产业务重点消库存。限制三公消费后国内酒店行业整体不景气，公司的高端酒店业务持续下滑，目前主要通过售后回租的轻资产运营方式弥补亏损，目前公司资产 100 多亿，未来会继续采用售后回租方式实现效益。公司会继续坚守酒店主业，同时尝试转型，比如酒店部分楼层转租做商铺和会所、与其他酒店联盟建互联网销售平台等等。公司地产业务明年主要的任务就是去库存，新建商品房、配套商业的量会大大缩小。
- 2、以酒店为基础开辟养老中心，培训专业养老服务人才，打造中高端养老管理公司。公司的养老项目是在灰汤温泉度假酒店的基础上打造旗舰型养老中心，主要针对中高端老年人群体，与其他养老项目的本质区别在于公司不用新建客房，而是在现有酒店的基础上，拿出部分客房出租给养老公司，稍作改进后成为高端养老项目，目前公司正在培训打造专业的养老服务团队。华天管理和拥有共计 90 家酒店，未来可能打造成连锁业态、轻资产运营的养老管理公司，同时也可以盘活现有的酒店资产。
- 3、管理层考核不关注市值，混改引入新能源民企背景的华信恒源。目前湖南国资委对国企管理层的考核主要看收入和利润，还没有市值的指标。本次引入战投后，华信恒源和大股东华天集团在股权比例上只相差 3 个百分点。恒源作为新能源领域的民企，也非常看好和重视华天的养老产业，未来将与华天的国企背景形成互补和协同。
- 4、投资建议：公司作为湖南省酒店业龙头，借助酒店资产尝试转型高端养老项目，既找到新的业绩增长点又能盘活酒店业资产，此次混改引入战略投资者华信恒源，为公司后续养老项目拓展以及与战投方中科恒源更深入的合作增添了想象空间，建议投资者重点关注。

近日公司举办投资者调研会，调研纪要如下：

Q1：公司对酒店主业的战略规划？未来是否会多元化发展进入新的领域？有没有新的业绩增长点？

A：华天的主业就是酒店，13年以来受到行业影响，导致业绩下滑。国内整个酒店业也是如此，去年全国酒店行业亏损达到59亿元，今年这种情况没有根本性改变。今年1-3季度，5万多家星级酒店关门3千多家，未来关店潮还会继续。

在行业大背景下，华天酒店业务也难以独善其身。现在公务消费被严格限制，五星级酒店反而受到歧视，之前新建的酒店都是针对政务市场，但现在这块业务少了，要转型也比较难。我们采取了一些办法，比如发展大众餐饮、降低房价、出租大堂门面等措施。

往更大范围去转型也面临一些问题，前几年我们制定了酒店+地产+旅游的商业模式，有一些备用项目，比如转让紫东阁，做轻资产运营，弥补了效益的缺口。13年我们召开董事会，将轻资产运营作为主营业务之一，专门成立业务部门，13年开始做售后回租，只要整座酒店价格合适，找到合作方我们会做轻资产运营。我们是重资产酒店，有100多亿资产，银行评估170亿，轻资产运营让这些资产能够发挥作用，因此今年我们整体报表预期还不错。将来仍旧采取这种资产运营的方式来弥补酒店主业的下滑，原来这些资产就是通过收购兼并获得的，现在资产升值了，相当于低买高卖，我们不排除会继续这样操作。

前不久我们和国内六家酒店集团成立了酒店联盟，并建立互联网销售平台。在传统产业不景气的情况下，我们一方面不会轻易放弃酒店业务，但也不排斥新型的业态项目，比如这个互联网销售平台。目前公司的资产中只有三分之一多发挥了效益，剩下的需要盘活，可以通过转租（会所、商铺），或者改建成适合老年人居住的房子，我们都在探索，使我们的资产能够运营起来，产生效益。

我们引进战投后，有一个共识，就是在酒店主业上坚定不移的做好，不会因为困难而去开辟新战场，在坚守主业的同时，利用品牌优势去新型行业涉足，比如资产运营、互联网销售平台。

Q2：公司的之前公告成立养老机构，未来如何开展养老业务？

A：公司在灰汤成立了养老公司，公司之前在灰汤建有温泉度假酒店，规模较大，离长沙50多公里，1个小时车程，温泉度假酒店有17万平米，10年开建，12年元月开业，当时要打造成长沙的第二大会展中心，但建好后酒店行业突然不景气，所以成立养老公司可以盘活酒店的部分资产，这次公司拿出300间客房做养老中心。

我国已经进入老龄化社会，公司只做中高端市场，以养为主，而不是医，我们主要做老年人的度假，我们在灰汤打造华天的养老中心旗舰店，根据中高层次老年人的习惯，打造配套设施。公司针对的是中高端老年人，和独立的敬老院有本质的区别。

我们现在托管酒店有70多家，自营酒店20多家，以后不排除把养老项目打造成连锁业态模式，把这个产业做大做强，相当于把酒店资产盘活，这是公司下步重点研究要做的。

Q3: 养老中心注册资金 1,000 万，目前 300 间客房，未来是不是会有重资产投入？

A: 养老中心投入不止 1,000 万，灰汤度假酒店的房间已经建好了，适合老年人的配套设施基本到位，公司要打造一个 300 间客房的养老中心，面积达到 3 万平米，投资达 2-3 亿元。养老公司以后就是轻资产运营的，通过租赁、管理酒店的资产来产生效益，双方相互独立。现在这个酒店也是定增之前投入的，现在养老中心是定增之后的新公司，通过租赁来经营养老业务。

Q4: 公司做养老项目是否有大致规划？未来的利润占比会有多大？

A: 确切的数字不太好说，未来公司养老的营收和利润会不断增长，未来公司的盈利模式会不断变化。现在是酒店+轻资产运营+地产，下一步养老项目发展起来后，慢慢会成为重要的经营业务，这块体量会不断增大。

Q5: 养老的产业链比较长，会不会和其他医疗机构进行合作？

A: 医疗保障是非常重要的，公司在考察市场后认为没必要自己去建医院，可以借助社会力量，与附近的医院签订绿色通道，养老中心成立基本的医疗中心，负责小病和急诊，同时配备救护车，如果老人有需要，就送去附近合作的医院。未来公司如果用市里的酒店开发养老项目，周边就会有医院。

Q6: 公司地产业务发展有何规划和考虑？

A: 近几年我们在省内各地建了大小 6 座华天城，现在国内不景气的产业像酒店和房地产公司都有涉及。对于房地产业务，14 年开始公司加快把此前的地产项目建完，今年公司规划是库存量达到 50%，目前这个目标基本上实现，明年主要就是去库存，新建商品房、配套商业的量会大大缩小，加大消化库存力度。

Q7: 本次引进华信，后续在持股方面会不会进一步增持？

A: 华天集团与华信恒源持股比例只差 3 个多点，双方考虑更多的是，未来 3-5 年通过各自优势、资源把华天酒店经营好，让公司的业绩、形象更好。目前华信恒源还没有要增持做第一大股东的意愿。

Q8: 引进战投后，向总能够给公司带来哪些资源？养老是不是一个确定的转型方向？

A: 双方发挥各自的优势，华天是国企背景，知名度很高，具有品牌影响力，华信恒源看中华天的国企背景，更多的享受到政府的支持帮助。华天看重华信恒源作为民营企业，在资本市场、新能源、房地产行业上都有骄人的表现，民企在体制机制上比较灵活。

华天成立了养老公司，是公司看好的方向，华信恒源对这个市场也有很多研究，通过灰汤养老项目，将来把各自的资源优势发挥出来，项目会产生比较好的预期。

Q9: 养老项目后续怎么去做? 比如人才、运营方面?

A: 公司已经针对目前的项目进行分析研究, 让闲置资产产生效益, 公司密切关注养生养老市场, 目前还没有确切的办法, 后面会很快通过正常程序来披露。

公司做的养老项目和其他养老项目的本质区别, 是公司不是去新建楼房, 公司有现成的很多物业, 稍作改进进行延伸, 养老公司未来会充当养老管理公司的职能, 去管理众多的养老项目, 收取管理费, 这样另外的酒店资产也盘活了。

老人需要高品质的服务, 需要专业的卫校培训, 培养专业为老年人服务的团队, 这个团队既要懂酒店业知识, 又要懂护理知识, 最终这个养老项目成功的关键在于服务团队专不专业, 公司已经注意到, 并已经开始培训。

Q10: 华信成为公司第二大股东, 从华信的角度展望公司的未来发展?

A: 华信和华天在公司战略、业务规划、经营发展方面都有很大共识。养老有4万亿市场, 华天是知名品牌, 率先切入养老市场, 我们相信华天能够做好。

Q11: 中科恒源以前是光伏, 和华天有没有除了养老以外的发挥协同效应的规划?

A: 尽管恒源做新能源, 华天做酒店, 从业务上不搭界, 但在经营理念、做事风格上高度一致, 比如与市场接轨、采取新策略适应市场的改变, 虽然公司目前对高管没有激励, 但二级子公司的激励紧密与市场合拍, 这一点上华信与华信高度一致。

华天做传统产业, 公司不排斥进入任何能够给投资者带来回报的产业, 都可能去涉足, 当在人才、资金、项目把控上达到预期目标时, 公司会大胆出手去做。

Q12: 未来在混改和股权激励方面有没有其他计划?

国务院对股权激励还没确定, 湖南也没开始, 未来等政策落实后公司有希望率先去做。

Q13: 华天酒店在湖南国资委如何定位? 国资委对管理层的考核机制如何?

湖南省属企业有22家, 根据市场效益、影响力, 公司是排在第一方阵(前三分之一), 湖南省国资委没有确切的排名。

省政府对国有企业领导的考核的指标越来越细, 最重要的是收入、利润、经济增加值、资产负债率等等, 目前主要看收入、利润, 这个指标是华天集团的, 然后分解到各个子公司。

Q14: 华天酒店市值到100亿, 目前A股的锦江、首旅市值增长很快, 华天比岭南控股早一步在做混改, 公司对未来市值的判断如何?

A: 目前国企还没有市值管理的指标, 未来可能有。公司的经营层主要看目前的指标。公司的市值不是只靠业绩, 对于首旅、锦江的收购, 也不一定能够马上带来业绩, 他们想通过收购占领更多市场和客源, 但未来还存在不确定性。未来3-5年我们把公司打造成湖南最好、国内知名度更高的上市公司。

华信恒源方代表: 我们非常有信心, 我们是战投, 不追求短期回报。当前是盘活资产, 引进人才, 我们看好的是公司的未来。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371