

# 华天酒店 (000428.sz)

## 2008 年业绩加速释放，未来前景值得看好

王鼎 酒店旅游/传媒 行业 研究员

电话: 020-87555888-627

eMail: wd@gf.com.cn

### 营业外收入造就靓丽年报

公司净利润增加主要是由于报告期完成对国金大厦的收购，产生企业合并收入 11355 万元。光电产业收入与利润大幅增长是另一亮点。

### 2008 年业绩有望迅速释放

由于多家承包、直营高星级酒店开业，华天之星酒店规模迅速扩大，多家店面逐渐成熟，进入盈利期，加之三个“酒店+房地产”项目陆续进入结算期，公司 2008 年主营业务收入、净利润将有较大增幅。

公司目标为“2008 年主营业务收入计划为 20 亿元以上”。

### 其他催化因素

管理层股权激励推出，集团酒店资产与湖南国资旗下酒店资产注入为公司股价上扬提供一定想象空间。

### 估值及评级

在考虑增发因素后，我们预计公司 2008-2010 年每股收益为 0.72、0.78、0.90 元。按照目前股价，2008-2010 年 PE 值分别为 21.9、20.2 和 17.6 倍，估值优势明显。我们给予公司“买入”评级。按照 2008 年 30 倍 PE，目标价为 21.6 元。

### 风险提示

经济型酒店扩张情况或低于预期；酒店地产业务持续性盈利能力还有待观察；资产负债率过高，快速扩展或造成资金周转风险。

### 预测及评估

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	523.63	611.82	1590.74	1877.08	2214.95
EBITDA(百万元)	219.87	317.30	484.58	544.39	633.08
净利润(百万元)	81.74	161.27	266.38	288.40	332.69
净利润增长率	703.48%	97.28%	0.65	0.08	0.15
每股收益(元)	0.470	0.467	0.72	0.78	0.90
市盈率	27.13	36.40	15.43	14.25	12.36
市净率	4.01	8.21	4.36	3.30	2.58
EV/EBITDA	19.02	20.77	8.54	7.63	6.58
每股红利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源: 湖南华天大酒店股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

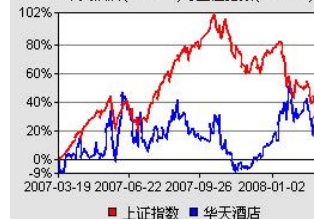
### 公司评级

买入

当前价格(元)	15.80
目标价格(元)	21.60
前次评级	持有

### 股价走势

华天酒店(000428)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-28.12%	0.25%	10.92%
上证综指	-17.54%	-11.53%	49.58%

### 股票数据

总股本(万股)	36,868.00
流通 A 股(万股)	16,788.55
主要股东:	

华天实业控股集团有限公司

主要股东持股比例	48.22%
流通 A 股比例	45.54%

### 财务比率

ROE	22.51%
ROA	7.03%
资产负债率	66.16%
每股净资产(元)	2.07

2007 年报数据

2007年度,公司实现营业收入61182.38万元,净利润16126.62万元,分别较去年同期增长16.52%和89.43%。实现每股收益0.467元,与我们年中对公司每股收益0.460的预期基本相符。

## 营业外收入造就靓丽年报

公司净利润增加主要是由于:1、2007年上半年完成对湖南国际金融大厦有限公司的股权及相关债券的收购,由于相关债务豁免及相关报建费减免,产生企业合并收入11355万元,致使营业外收入同比大幅上升。2007年公司营业外收支净额占利润总额的57.4%;2、公司光电项目盈利大幅提升,实现净利润2899.86万元,同比上升143.21%。

## 主业增长平稳

### 酒店收入增长平稳,受成本增加影响,毛利率有所降低

2007年,公司酒店业收入53236.04万元,同比增长11.95%,与国民经济增长速度基本持平。由于武汉华天大酒店由受托管理改为承包经营,其2007年5月以后收入合并公司报表,因此造成2007年公司餐饮、客房收入增幅较大,管理费收入下降的现象。

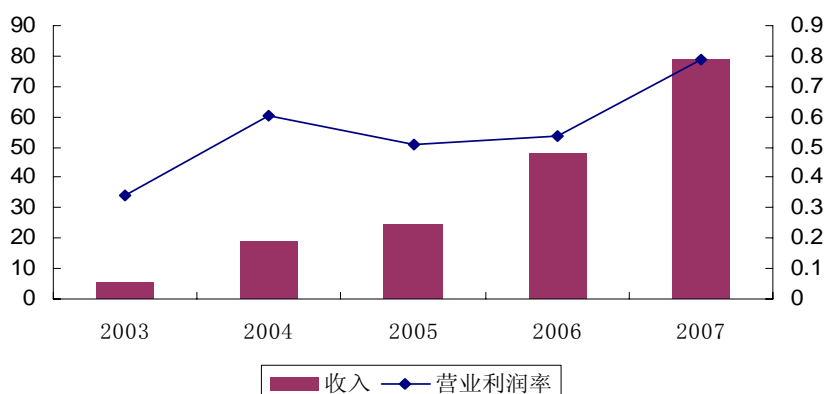
受食品价格和水电油漆等价格影响,公司营业利润率有所下降,餐饮、客房、娱乐业的营业利润率降幅均在2%

### 光电产业高速增长

2007年光电产业实现营业收入7890万元,净利润2899.86万元,同比分别增长64.03%与143.12%。公司在营业收入迅速提升的同时,由于技术提升、产品合格率提高,营业利润率也由去年的53.9%提升至79.0%。

公司定向增发,募集5000万元投资建设激光惯导系统生产项目,一方面提升了产能,另一方面扩大了公司所占股权,增加了公司权益利润分享比例,享受了双重利好。我们看好该产品发展前景。

图2: 光电产业收入与营业利润率双双高速增长(单位:百万元)



数据来源: 公司报告

## 期间费用率有所上升

2007年，公司期间费用率达42.8%，为近五年来最高水平。其中销售费用率、管理费用率、财务费用率均有不同程度增加。造成这种现状的，有许多短期因素，包括：

销售费用增加主要是由于产权式酒店销售所产生销售费用及公司经济型连锁酒店处于扩展期，增加了相应销售费用；

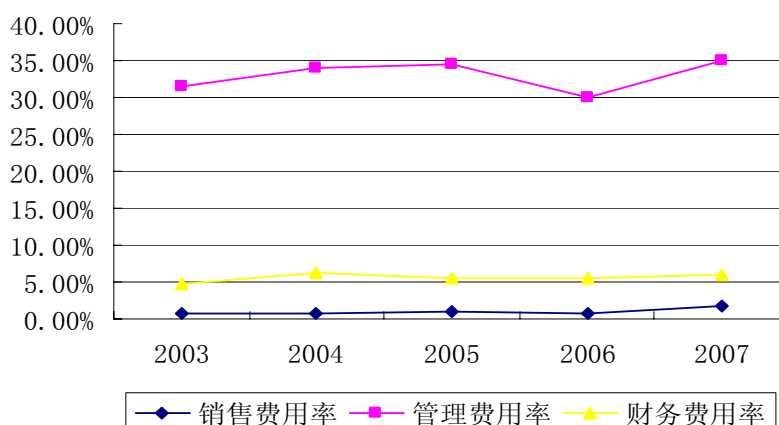
财务费用增加主要是为实施收购国际金融大厦与北京蓝靛厂社区商业中心，新增银行贷款。

管理费用增加主要是由于新开业经济型酒店较多与承包经营酒店的承包费用进入公司管理费用。

我们认为公司能否发挥自身酒店管理的专业实力，有效降低承包酒店期间费用率，既是提升单体酒店盈利水平的关键，也是公司能否充分发挥“托管—承包—自营”酒店扩张模式的关键。

随着华天之星酒店逐渐成熟，收入的上升已将缓解管理费用率较高的情况。

图2：光电产业收入与营业利润率双双高速增长（单位：百万元）



数据来源：公司公告

## 2008年业绩进入快速增长期

由于2008年多家承包、直营高星级酒店开业，华天之星酒店规模迅速扩大，多家店面逐渐成熟，进入盈利期，加之三个“酒店+房地产”项目陆续进入结算期，公司主营业务收入、净利润将有较大增幅。公司目标为“2008年主营业务收入计划为20亿元以上”。

### 酒店的“托管—承包—自营”模式扩展迅速

公司从2007年初到目前，直营酒店从1家扩张至5家，其中3间已经正式营业，另2间，北京华天商务与星沙华天商务酒店预计分别于2008年5

月、2009年开业；承包酒店由原来3家扩张至5家，其中4间已经正式营业，长春华天大酒店计划2008年3月正式营业；2007年新增托管高星级酒店3间，分别为浏阳华天大酒店、岳阳华天大酒店、湘西骏华华天大酒店。目前公司自营和管理的高星级酒店家数达到20家，扩张迅速。

公司根据自身优势，利用“托管—承包—自营”的经营模式，较好的解决了收购客体来源、财务资金压力及管理梯队方面的问题，这种模式具有较强的可复制性。

收购目标来源丰富：由于我国政府、企业的特殊情况，目前许多事业机关、国有企业均存有大量经营不善的酒店物业，在国企主辅分离的大背景下，大型国企均有将酒店物业出售的意愿，中国邮政集团数次打包出售旗下数十家酒店就是明证。另一方面，由于我国房地产业的发展，许多民营企业在没有充分论证的情况下，纷纷兴建高星级酒店，由于自身并无酒店管理经验与团队，许多酒店都经营不善，这部分酒店也是公司收购目标来源之一。公司依托自身的品牌实力，通过先托管、再承包、最后收购的手段，在收购时，占有较大优势。

财务压力解决办法：作为上市公司，华天酒店在直接融资方面具有一定优势，且从过往案例来看，公司在收购酒店时，大多会采取出售部分“酒店公寓”和产权式酒店等方式，迅速回收部分投资，缓解资金压力。公司作为湖南旅游业龙头公司，银企关系一直保持良好的，公司“用新增资产充抵新增负债”计划也具有顺利实施的条件。

管理梯队建设完善：公司依托自身酒店的经营、培训系统以及与湖南高校合办旅游管理学院的方式，形成了有效的管理梯队建设机制，较好的解决了公司发展过程中管理人员不足的问题。

综合以上几点原因，我们认为公司这种扩张模式具有一定的可复制性，未来成长空间大。从目前业务发展情况来看，2008、2009年将有多家酒店进入盈利期，该部分业务对公司利润贡献可能保持较高的增长速度，我们初步估计2008年该业务对公司每股贡献在0.3元左右。

### 光电子产品业绩快速增长

根据公司增发方案，公司单方面增资5000万元光电公司后，持股比例由原来的57%上升到81.6%。由于光电公司历年来盈利情况稳定，我们认为集团允许公司单方面增资，体现了对公司的支持。由于持股比例的扩大以及光导系统产能的提升，2008年光电公司对公司权益利润贡献将由原来的近2000万元/年增加至3500万元/年左右，贡献每股收益0.1元左右。

### 经济型酒店：规模扩展迅速，业绩有待观察

2007年，华天之星共发展17家经济型连锁酒店，客房超过2300间，其中9家已经开业经营，实现营业收入1036.46万元，但由于大部分都处于开业初期，净利润亏损362.18万元。

公司计划2008年新增30-40家经济型酒店，总体规模超过50家。据了解，在公司租赁经营酒店达到60-70家规模，经营模式成熟以后，公司计划按照“3: 3: 3”的比例，发展委托管理与特许经营模式，争取2010年总规模达到200家。

华天之星酒店平均每间客房成本在3万元左右，低于行业水平。

公司优势在于拥有高星级酒店的管理团队与经验、拥有一定的品牌优势，节省了品牌培育期，能够迅速在全国范围内迅速扩张。另一方面公司在成立之初，就拥有了良好的激励制度（管理层持股15%），华天之星酒店管理团队中层管理人员（店长）以上均有一定股权，这为稳定公司管理团队、提高管理人员积极性提供了制度保障。

与如家、锦江等先行者相比，公司在资金实力、经济型酒店品牌、规模及预定网络方面均有较大差距。

目前经济型酒店竞争也达到“白热化”状态，酒店选址、员工、客源各个层面均存在激烈竞争。以公司所在的长沙为例，目前经济型酒店前十大品牌基本都在长沙有门店，往往同一条接到盘踞好几家经济型酒店。

公司在竞争日益激烈的环境下，充分利用自身优势，取得一定市场份额，存在一定不确定性。

### 酒店地产项目进入结算期

公司旗下酒店地产项目2008、2009年进入结算期，其中益阳华天公馆、北京华天世纪城与湖南星沙华天公寓均作为酒店式公寓对外销售，预计2008年完成结算。根据建筑面积及周边房价，我们预计该部分收入有望达到5.5亿元，按照房地产业平均销售利润率，该项业务对公司2008年每股收益贡献约0.3元。

值得关注的是，目前公司并没有土地储备，酒店地产项目在未来能够持续，存在一定不确定性。

### 其他催化因素：

**管理层股权激励：**在华菱管线股权激励计划通过后，湖南省上市公司纷纷将股权激励计划提上日程。据了解，公司已经做好多套股权激励方案，准备择机上报。“华天之星”的管理层持股为公司股权激励计划做了一次最好的预热，但由于审批进度、市场行情等多重因素影响，股权激励计划推出的时机，存在不确定性。

**集团酒店资产注入：**公司年报披露，为避免同业竞争，支持上市公司发展，华天集团承诺在条件成熟的情况下，将紫东阁华天38.87%、株洲华天44.71%、郴州华天41.82%三家酒店的股权注入上市公司。

**整合湖南省国资下属酒店。**从2003年锦江集团与新亚集团组建“锦江国际”以来，包括北京、广州在内的各大城市，纷纷在各自国资委的主导下，组建旅游“航母级”企业。据了解，目前湖南省国资旗下20多间酒店已经剥离，组建了独立的酒店集团。按照由某一有影响力的主体，牵头整合各分散企业的模式，华天酒店作为湖南旅游业旗舰，成为整合湖南省国资旗下酒店资产平台的可能性较大。

## 估值及评级

在考虑增发因素后，我们预计公司2008-2010年每股收益为0.72、0.78、0.90元。按照目前股价，2008-2010年PE值分别为21.9、20.2和17.6倍，估值优势明显。



我们认为公司2008年在地产业务结算的情况下，业绩高速增长有保证，且公司高星级酒店与经济型酒店业务增长趋势明确。综合以上因素，我们给予公司“买入”评级。按照2008年30倍PE，目标价为21.6元。

## 风险提示

经济型酒店扩张情况或低于预期；  
酒店地产业务持续性盈利能力还有待观察；  
资产负债率过高，快速扩展或造成资金周转风险。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

华天酒店(000428)行情走势



## 相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。