

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 825 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持华天酒店集团股份有限公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持“13华天MTN001”和“14华天MTN001”AA⁻的信用等级。

特此公告。



联合资信评估有限公司

二零一四年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

华天酒店集团股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 华天 MTN001	3 亿元	2013/9/6-2016/9/6	AA ⁻	AA ⁻
14 华天 MTN001	3 亿元	2014/1/17-2017/1/17	AA ⁻	AA ⁻

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 19 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	3.60	2.49	2.33	2.53
资产总额(亿元)	55.17	67.12	80.40	81.96
所有者权益(亿元)	17.33	18.00	19.00	18.83
短期债务(亿元)	12.85	13.06	19.58	16.52
全部债务(亿元)	26.83	29.49	33.64	33.02
营业收入(亿元)	15.65	16.45	17.81	4.34
利润总额(亿元)	1.72	1.75	1.90	-0.30
EBITDA(亿元)	4.81	5.51	5.91	--
经营性净现金流(亿元)	5.00	4.02	2.14	1.77
营业利润率(%)	48.95	54.08	56.39	40.14
净资产收益率(%)	7.70	6.47	5.86	--
资产负债率(%)	68.59	73.19	76.37	77.02
全部债务资本化比率(%)	60.76	62.10	63.90	63.68
流动比率(%)	65.95	42.97	62.34	74.36
全部债务/EBITDA(倍)	5.58	5.35	5.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.74	2.20	1.81	--
经营现金流流动负债比(%)	23.70	13.00	4.98	--

注: 公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

王 晴 胡 鑫
lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 华天酒店集团股份有限公司(以下简称“华天酒店”或“公司”) 营业收入稳定增长, 公司逐步盘活酒店资产, 有助于在一定程度上提升公司资产流动性。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”) 也关注到政府抑制“三公消费”对公司酒店经营影响较大、公司目前处于扩张期支出规模较大、债务负担较重、整体盈利能力偏弱等因素可能对其信用水平产生的不利影响。

未来, 随着公司酒店业务快速成长及资产收购计划的逐步实施, 公司整体经营实力有望得到增强, 联合资信对公司评级展望为稳定。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA⁻ 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“13 华天 MTN001”和“14 华天 MTN001” AA⁻ 的信用等级。

优势

1. 公司是湖南省知名旅游酒店上市公司, 其经营发展受到政府的高度重视, 区域行业地位突出。
2. 公司创新经营模式, 逐步开展产权式酒店及“资产运营”式销售, 一定程度上有益于公司提升资产流动性、增强资产使用效率。
3. 跟踪期内, 公司经营活动现金流入规模及收入实现质量均有所提升, 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对存续债券保护能力较强。
4. 公司对永州华天城置业有限责任公司收购的完成有利于取得“永州华天城”房地产项目的开发权, 便于公司进行以投建的永州华天大酒店为核心的综合开发。

关注

1. 2013 年以来政府抑制“三公消费”的政策对酒店业产生较大冲击。
2. 跟踪期内, 公司期间费用高, 整体盈利能力

力偏弱；债务规模持续上升，负债水平较高，短期债务支付压力大。

3. 公司灰汤温泉华天城一期低密度住宅销售进程存在一定的不确定性，2013 年收购的北京金方大厦受诉讼影响，房产销售存在一定的不确定性；资金占用规模大。

4. 公司未来重点推进项目资本性支出规模较大，随着相关重大项目建设的推进，公司对外筹资压力将加大。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于华天酒店集团股份有限公司主体长期信用及存续期内的“13 华天 MTN001”、“14 华天 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

华天酒店集团股份有限公司（以下简称“公司”或“华天酒店”）原名湖南华天大酒店股份有限公司，系经湖南省体改委湘体改字【1994】34号文批准，并经湖南省人民政府湘政办函【1995】210号文同意，由华天实业控股集团有限公司（以下简称“华天集团”）独家发起，在对华天大酒店改组的基础上采取社会募集方式设立的股份有限公司。1996年经中国证监会证监发【1996】107号文和证监发字【1996】108号文批准于深交所上市交易（股票代码：“000428”）。2010年7月，公司名称正式变更为现名。经历次增资扩股后，截至2014年3月底，公司注册资本为71892.60万元人民币。

截至2014年3月底，公司控股股东华天集团持有华天酒店46.03%的股份。华天集团原系军队企业，1998年11月20日中共广州军区委员会以【1998】广党字第15号文件批复，整体移交该集团给湖南省人民政府。湖南省国资委根据《湖南省人民政府关于省国资委履行出资人职责有关问题的通知》（湘政发【2004】16号），对华天集团履行出资人职责。

公司是湖南省国资委控股企业，华天酒店作为湖南省知名旅游酒店品牌，酒店类上市公司，在整合湖南旅游资源战略中具有天然优势。

公司属旅游服务行业，经营范围为：提供住宿、餐饮、洗衣、物业清洗服务；投资汽车出租、文化娱乐产业；零售香烟；酒店资产的运营与管理（包含酒店资产的收购、投资、销售、租赁）；生产、销售计算机软硬件，并提供计算机系统集成科研成果转让。

公司下设采购中心、招投标管理部、审计管理部、资产运营部、证券投资部等职能部门；2010年公司成立了酒店管理事业部、商业地产管理事业部、旅游管理事业部三大事业部，三个事业部与四大委员会一起直属董事会管理，负责公司的三大业务领域的管理与决策；截至2014年3月底，公司拥有全资子公司12家、控股子公司14家。

截至2013年底，公司（合并）资产总额80.40亿元，所有者权益合计19.00亿元（其中含少数股东权益2.46亿元）；2013年公司实现营业收入17.81亿元，利润总额1.90亿元。

截至2014年3月底，公司（合并）资产总额81.96亿元，所有者权益合计18.83亿元（其中含少数股东权益2.67亿元）；2014年1~3月公司实现营业收入4.34亿元，利润总额-0.30亿元。

公司注册地址：长沙市解放东路300号；公司法定代表人：陈纪明。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第

三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。

四、行业及区域经济环境

公司主营业务主要为酒店业务，属旅游产业中的子行业，与国家旅游经济发展水平有较强的相关性，并对外部经济、政治、社会和自然等条件具有较强的依赖性。

1. 行业现状

随着中国居民可支配收入持续增长，酒店业成为社会消费品零售业中增幅较大的子行业之一。《2013年第四季度全国星级饭店统计公报》数据显示，截至2013年底，全国纳入星级饭店统计管理系统的星级饭店共计13508家，其中有11895家完成了第四季度经营数据的填报。根据填报的财务数据显示：截至2013年底，全国11895家星级饭店第四季度营业收入总计592.32亿元，其中餐饮收入为256.47亿元，占营业收入的43.30%；客房收入为256.95亿元，占营业收入的43.38%。在11895家星级饭店中：五星级饭店722家；四星级饭店2370家；三星级饭店5735家，二星级饭店2922家，一星级饭店146家。全国第四季度星级饭店平均房价为335.36元/间夜，平均出租率为56.63%。总体看，中国酒店行业自2004年开始新一轮高速扩张，但供给已呈现相对过剩局面，行业竞争较为激烈。

另一方面，酒店业对外部宏观经济以及突发事件敏感，波动性较大。2013年上半年，受政府抑制“三公消费”等因素的影响，全国星级酒店平均房价和出租率同比均有所下滑，尤以四星级以上酒店收入下降最为明显。中国旅游饭店业协会发布的《2013年上半年星级饭店经营情况报告》显示，2013年上半年，全国三星级及以上星级饭店平均出租率同比下降6个百分点；平均客房收入同比下降8.5%；平均餐饮收入同比下降17.2%；平均会议收入同比下降16.6%；平均总营业收入同比下降11.8%。联合资信注意到，经济型酒店受影响相对较小，由于定位于低端消费，并且受益于星级酒店客人转入经济型酒店带来的增量效应，其指标降

幅略低。传统低星级酒店目前正面临来自经济型酒店越来越大的竞争压力，酒店效益呈现分化局面。

总体来看，随着酒店行业竞争的加剧，单体酒店受制于营销渠道与品牌影响力，竞争力日趋下降，未来酒店业将呈现品牌化、规模化和集团化的趋势。短期内，“八项规定”、“六项禁令”等因素使得以政府接待为主的高星级酒店面临转型挑战；从中长期看，旅游产业政策推动和旅游需求拉动将成为驱动中国旅游业长期高速增长的基本动力，随着中国旅游业的持续发展，酒店行业仍面临良好的发展机遇。

2. 湖南省旅游酒店业发展

湖南省拥有大量历史古迹、自然景观和少数民族风情的旅游资源，其中韶山毛泽东故居、南岳衡山、张家界国家森林公园、湘西凤凰古城、常德桃花源等旅游景点享誉海内外。全省共有等级旅游区（点）184家，其中4A级及以上旅游区（点）61家，丰富的旅游资源为湖南省旅游业发展提供了广阔的空间。另一方面，湖南省地处中南部，与东部经济发达地区相比，旅游业的发展相对落后。

《2013年第四季度全国星级饭店统计公报》数据显示，截至2013年底，湖南省星级饭店共573家（完成统计填写的446家），第四季度营业收入合计15.87亿元，其中餐饮收入占38.59%，客房收入占49.89%；平均房价240.81元/间夜，平均出租率72.26%。2013年第四季度，各星级饭店平均出租率均超过70%的仅有湖南省；其中长沙市平均出租率居全国50个重点旅游城市之首，每间可供出租客房收入及每间客房平摊营业收入均位居前10位之内。

“十二五”期间，湖南省旅游酒店业发展的总体目标是实施旅游强省战略，把旅游业建设成为战略性支柱产业、普惠性民生产业、先导性绿色产业，确立旅游产业强省的地位；加强饭店的品牌建设，建设100家高星级酒店，扶持省内具有较强影响力的旅游酒店实行品牌化扩张、连锁化经营；协调发展酒店餐饮、特色

风味餐饮和大众餐饮三大系列的餐饮服务，引导和支持有实力的餐饮企业向次级中心城市、旅游城镇及旅游景区发展。

总体看，湖南省旅游资源丰富，旅游酒店行业发展迅速，随着经济的平稳增长、行业支持的不推进以及基础设施配套的完善，当地旅游酒店业的发展具有较大的增长潜力。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年3月底，公司控股股东华天集团持有华天酒店46.03%的股份，是公司的最大股东。湖南省国资委作为华天集团的唯一出资人，是公司的实际控制人。

2. 公司规模及竞争力

公司是湖南省国资委控股企业，华天酒店作为湖南省最知名旅游酒店品牌，酒店类上市公司，在整合湖南旅游资源战略中具有天然优势。总店长沙华天大酒店是湖南省首家享有盛誉的超豪华五星级酒店，先后加入“国际金钥匙组织”、“中国名酒店组织”。2013年，华天酒店由中国饭店业集团前10名跃升前5名；湖南华天大酒店荣膺世界酒店“五洲钻石奖——十大最受欢迎品牌酒店”、华天国际酒店管理公司蝉联“中国杰出本土酒店管理公司（集团）”、“最具规模30家本土饭店管理公司（集团）”。

截至2013年底，公司自营13家高星级酒店，拥有托管酒店42家（包括29家高星级酒店和13家商务型酒店），承包酒店7家，华天品牌影响力在不断扩大。在湖南地区，无论规模和经济效益，“华天”占据酒店业的龙头地位。

3. 人员素质

公司董事长陈纪明先生，男，1960年9月生，中共党员，研究生结业，经济师。曾任湖南华天文化娱乐发展有限公司总经理、紫东阁

华天大酒店总经理、华天大酒店董事长、总经理；华天集团副总经理、常务副总经理、党委委员、董事，现任华天集团董事长、党委书记，公司第二届董事会董事长。

公司经过多年的发展和积累，通过内部培养和人才的引进，已建立起一支卓有成效的专业人才管理队伍，截至 2013 年底，公司现有员工 7185 人（合并口径），从专业构成来看，其中生产销售服务人员占 69.90%，工程技术人员占 14.45%，财务人员占 8.20%，行政人员占 7.45%。按学历情况分，公司高中及以下学历占 74.64%、本科及大专学历占 25.12%，研究生学历占 0.24%。

综上，公司高级管理人员具有多年的酒店行业经验丰富，员工人才管理队伍建设为酒店后续扩张、管理输出业务奠定了坚实的基础。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务包括酒店服务、房地产、光

电产品等业务板块。跟踪期内，公司营业收入稳定增长。2013 年，公司实现营业收入 17.81 亿元，同比增长 8.26%；2014 年一季度，公司实现营业收入 4.34 亿元，同比略降 3.09%，主要是资产运营业务没有收入贡献所致。

从业务构成来看，跟踪期内，酒店服务业是公司的支柱产业，由于受到“八项规定”、“六项禁令”以及政府抑制“三公消费”等因素的制约，高端政务接待受到影响，2013 年酒店业收入有所下滑，占主营业务收入比重下降，2013 年同比下降 20.72 个百分点；2013 年，受酒店行业市场环境变化影响，公司以高端餐饮为主的餐饮业务收入降幅较大，全年实现收入 5.94 亿元，同比下降 25.20%；房地产业在公司的主营业务收入占比有所波动，受开发周期影响，2013 年度可销售存量房下降，致使该板块收入同比下滑 84.62%，2014 年一季度增长主要是张家界华天城置业有限公司结转房产销售款所致；光电业务在 2013 年收入同比下滑 63.50%，主要是子公司湖南华天光电惯导技术有限公司进行技术改造而停止生产所致；2013 年公司新增资产运营业务，其成本主要为形成相应酒店资产的历史成本与运营成本，故毛利率较高，其收入为公司整体营业收入同比保持增长做出了一定贡献。

表1 公司主营业务收入及成本情况（单位：万元）

项目	2011 年			2012 年		
	主营业务收入	收入占比	毛利率	主营业务收入	收入占比	毛利率
A.酒店服务	132611.95	85.12%	60.07%	150619.18	91.87%	61.36%
餐饮	71068.05	45.61%	53.73%	79449.93	48.46%	53.87%
娱乐	8021.02	5.15%	70.84%	11326.86	6.91%	69.17%
客房	48021.61	30.82%	66.56%	51366.64	31.33%	69.45%
其他	5501.28	3.53%	69.73%	7986.93	4.87%	77.16%
B.房地产	17576.21	11.28%	11.61%	8440.33	5.15%	22.27%
C.光电产品	4913.3	3.15%	61.25%	4888.24	2.98%	68.62%
D.资产运营	-	-	-	-	-	-
E.其他	698.82	0.45%	20.57%	871.08	0.53%	37.88%
合计	155800.28	100.00%	54.46%	163947.75	100.00%	59.56%
项目	2013 年			2014 年 1~3 月		

	主营业务收入	收入占比	毛利率	主营业务收入	收入占比	毛利率
A.酒店服务	126685.78	71.15%	61.04%	24910.30	57.60%	57.39%
餐饮	59428.31	33.38%	45.52%	10183.60	23.55%	35.08%
娱乐	9920.25	5.57%	70.38%	2061.64	4.77%	68.97%
客房	49295.08	27.69%	75.37%	10421.85	24.10%	73.62%
其他	8042.14	4.52%	76.36%	2243.20	5.19%	72.59%
B.房地产	1298.41	0.73%	13.47%	17921.92	41.44%	30.07%
C.光电产品	1644.49	0.92%	70.11%	361.73	0.84%	59.88%
D.资产运营	47784.19	26.84%	72.47%	--	--	--
E.其他	634.55	0.36%	25.15%	55.30	0.13%	58.20%
合计	178047.42	100.00%	63.71%	43249.25	100.00%	46.10%

资料来源：公司提供

从毛利率来看，跟踪期内公司毛利率水平维持稳定。2013年，房地产板块受项目结转时间不一致影响，毛利率有所下滑；光电产品维持了较高的毛利率水平；资产运营业的营业成本主要为形成相应酒店资产的历史成本与运营成本，毛利率相对较高，推动整体毛利率提升。2014年一季度，公司主营业务毛利率46.10%，较2013年底有所下降，主要是资产运营当期没有利润贡献所致。

酒店服务

公司以华天品牌为依托，以自营高星级酒店发展为主、品牌输出为辅进行酒店经营管理。目前，公司形成了拥有13家自营高星级酒店，承包、托管、加盟、特许经营50多家酒店的核心产业。

表2 公司自营高星级酒店概况

酒店名称	星级	客房间数	建成运营时间	客户定位
长沙华天大酒店	5	696	1988年	商务客人
潇湘华天大酒店	5	540	2007年	商务客人
武汉华天大酒店	5	315	2008年	商务客人
北京世纪华天大酒店	4	236	2008年	商务客人
长春华天酒店	5	475	2008年	商务客人
益阳华天大酒店	4	282	2002年	商务客人
株洲华天大酒店	5	251	2002年	商务客人
紫东阁华天大酒店	4	392	1998年	商务客人

星沙华天商务酒店	5	240	2011年	商务客人
银城华天大酒店	4	181	2011年	商务客人
湘潭华天大酒店	5	368	2011年	商务客人
灰汤温泉华天城	5	818	2012年	商务客人
邵阳华天大酒店	5	522	2012年	商务客人

资料来源：公司提供

2013年，受“八项规定”、“六项禁令”以及政府抑制“三公消费”等因素影响，公司酒店服务业务收入同比下滑15.62%，全年实现主营业务收入12.67亿元；毛利率为61.04%，较2012年基本持平。酒店业是公司主要支柱业务，是公司收入和利润的重要来源。

2013年，在政府抑制“三公消费”的市场背景下，公司自营五星级、四星级酒店接待游客人次分别同比下滑20.00%、24.93%，入住率分别同比下降15.06个百分点、6.76个百分点，平均房价分别同比下降9.12%、12.30%。2014年一季度，公司自营五星级酒店入住率同比有所回升，四星级酒店入住率则继续下降，平均房价较2013年均有所回升。

表3 公司自营酒店主要经营指标

星级	五星级	四星级
客房数（间）	3910	1309
接待游客（万人次）	2011年	428.26
	2012年	471.09
		290.24
		319.26

	2013 年	376.87	239.67
	2014 年 1~3 月	98.93	65.91
入住率 (%)	2011 年	62.42	58.48
	2012 年	68.18	72.36
	2013 年	53.12	65.60
	2014 年 1~3 月	55.78	59.04
平均房价 (元/间/夜)	2011 年	505.88	424.82
	2012 年	572.84	479.59
	2013 年	520.61	420.62
	2014 年 1~3 月	546.03	432.65

资料来源：公司提供

*注：经济型酒店于2011年进行股权转让，2011年数据为2011年上半年数据

跟踪期内，公司继续改造升级，提升专业品质。同时，公司聚焦高端市场和大型会议接待，拓宽市场影响力。2013 年，公司旗下湖南华天圆满接待苏里南共和国总统德西·鲍特瑟、第九届湘台经贸文化交流会，湖南华天、潇湘华天圆满接待纪念毛泽东诞辰 120 周年活动。2013 年湖南华天、株洲华天、益阳华天荣获湖南省旅游饭店协会颁发的“首届湖南省饭店金星奖”。

资产运营

近年来，公司拓展经营思路，针对酒店行业固定资产规模大、资产流动性不足的情况，积极探索“重资本、轻资产”的酒店运营策略。

公司自2006年实行传统的产权式酒店模式，2012年转化为“售后租回”模式，2013年转化为酒店资产运营业务模式。产权式酒店是指公司在合约期满将分期购回酒店产权；在财务处理方面，公司将销售净收益计入“营业外收入”，每年租赁费用计入“销售费用”，对于回购金额计入“长期应付款”。“售后租回”是指公司将部分酒店物业以公允价值出售给非特定客户，同时约定业主将所购房产租赁给公司经营，租赁期限10~15年，合约期满获得优先租赁权，若业主对所拥有的房产进行转让，公司有优先购买权；在财务处理方面，2012年公司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。

2013年，公司新增“酒店资产的运营与管理”的主营业务范围（公司营业执照已经变更），实现了对“售后租回”业务向酒店资产运营业务的转化。公司自营酒店物业近90万平方米，市场公允价值约为账面价值的3.6倍，若将自营酒店物业面积中的1/3开展资产运营业务，目前可供销售的物业面积约30万平方米；考虑到公司每年新增2~3家自营酒店，对应新增15万平方米的酒店物业面积，大于每年拟定出售的物业面积，能够保证公司有持续的酒店物业实施资产运营业务，从而形成酒店经营与资产运营的互补。对于资产运营业务的财务处理，从子公司层面来看，因其所出售的资产为已计入固定资产的酒店客房，其房产销售为非经常性业务，产生的处置损益属于非经常性损益，计入营业外收入；合并报表层面，因酒店资产运营业务在未来仍会有发生，其房产销售可作为经常性损益，产生的收入和成本计入主营业务收入（“营业收入—酒店公寓销售”科目）和相应主营业务成本。对于回租的酒店公寓，在回租经营期间，公司将酒店经营所得计营业收入，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（对于自有产权的酒店，公司将计提的折旧计入管理费用）。

产权式酒店方面，截至2014年3月底，益阳华天置业有限公司（益阳华天项目）、湖南国际金融大厦有限公司（潇湘华天项目）、长沙华盾实业有限公司（乐活小镇项目）分别完成了9.62%、28.73%、95.27%的回购，回购资金均已计入“长期应付款”。“售后租回”方面，截至2014年3月，公司已经销售了益阳华天、潇湘华天、湖南华天等项目，其中2012年公司潇湘华天项目回笼资金1.09亿元，实现净利润0.59亿元（计入“营业外收入”）。资产运营方面，2013年全年完成资产运营面积26927.46平方米，潇湘项目、益阳项目、湖南华天项目回笼资金4.78亿元（计入“营业收入—酒店公寓销售”），实现净利润2.81亿元。

联合资信认为，公司逐步开展“资产运营”式销售，有益于一定程度上提升资产流动性、增强资金使用效率，同时联合资信也关注到，未来酒店租赁期满，公司与客户协商租赁/回购，可能存在一定的不确定性。

在2013年政府抑制“三公消费”致使高级酒店景气度下降的情况下，公司积极应对市场变化，努力实现转型多元化，如闲置场地外租、大堂区域招租、客房转写字楼外租等。

房地产

2013年，公司房地产业务实现主营业务收入0.13亿元，同比大幅下降84.62%，主要为公司子公司华盾公司华天苑及LOHO小镇项目（1.21亿元）及益阳置业商住楼项目（0.55亿元）的销售收入。但是由于商住楼及LOHO小镇项目尾款结转影响，公司当年房地产业务毛利率下滑8.80个百分点至13.47%。

表4 截至2014年3月底公司主要在建投资项目

项目名称	项目概况	总投资	截至2014年3月底 已完成投资	资金筹措方案	
				贷款	自筹
湖南灰汤温泉华天旅游产业中心（华天城）	宁乡灰汤温泉华天城项目开发建设和规划控制面积约7平方公里；其中征用地3800亩以上，租用地4000亩以上。项目于2010年开始建设，现酒店已经开始营业，5个项目组成分三期开发：花园洋房；五星级温泉酒店；商业地产开发；湿地公园。一期的酒店已经开业；群众体育绿地公园工程完成了大部分基础设施建设。二期房地产项目已进入了前期立项、规划设计阶段。	40.00 亿元	19.45 亿元	50%	50%
张家界华天旅游产业中心项目	五星级酒店、产业中心写字楼、商品住宅、商业中心及两街；两期开发，该项目于2011年7月份开始建设，预计建设期2-3年。	25.50 亿元	6.83 亿元	50%	50%
邵阳华天城项目	建筑面积近7万平方米；五星级酒店、写字楼、酒店公寓、旅游休闲街、商品住宅；项目于2011年开始建设，预计建设期3-5年；2012年12月邵阳华天酒店开业，目前正在进行房地产开发相关的征地、前期的立项、规划设计等工作。预计后期将有200亩住宅开发项目。	15.00 亿元	3.81 亿元	50%	50%
北京金方华天	规划建筑许可证面积44290.8平方米。装修后约2.97万平米作为酒店公寓销售，其它面积作为酒店经营。	10.10 亿元	7.87 亿元	50%	50%
银城华天项目	建筑面积约9.21万平方米；四星级酒店，商业地产开发；项目于2010年开始建设，酒店于2011年9月已开业，目前商业房产正在建中（1号栋主楼到15层、2号栋主楼到25层）。2号栋于2013年6月1日正式预售，1号栋暂未预售。	3.40 亿元	3.00 亿元	7800 万元	总部下划和本身项目资金滚动开发
永州华天城	建筑面积约30万平方米；五星级酒店，商业地产开发。	10.00 亿元	1.77 亿元	0%	100%
娄底华天城	建筑面积约27万平方米；五星级酒店，商业地产开发，项目规划建设用地约220亩，一期建设中的酒店占地面约51.15亩，建筑面积约8.6万平方米。二期房地产开发已签订合作协议。	20.00 亿元	3.96 亿元	50%	50%
合计		124.00 亿元	46.69 亿元		

资料来源：公司提供

公司目前最大的投资项目为宁乡灰汤温泉华天城项目（省重点项目），项目建设内容：依托灰汤温泉建设群众体育绿地公园、生态主题公园、湿地公园、农业观光园、室内外游泳池、网球场等休闲健身场所，配套建设大型国际会议度假中心（五星级温泉酒店）、温泉住宅、温泉小镇，完善旅游产业基础配套设施。项目总投资为40亿元。湖南灰汤温泉华天城开发周期为5年，在2014年12月30日之前完成项目的整体开发建设。一期项目投资11.59亿元，五星级温泉酒店项目工程已于2012年1月开业，截止2013年底累计实现收入9354.04万元；温泉低密度住宅第一批共计16栋完工，已于2011年9月开盘面市，截至目前实现销售收入0.29亿元；群众体育绿地公园工程目前完成了大部分基础设施建设。第二、三期的投资将按合同与规划分期进行，滚动开发。二期房地产的开发共占地面积220亩，建设规模92栋，建筑面积约3.6万平方米，正在施工中，预计2014年底面向市场销售。二期房地产项目引进新开发模式，湖南灰汤温泉华天城置业有限公司（以下简称“灰汤华天”）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（以下简称“盛世华轩”）负责后续的投资、项目的开发建设、房产销售等工作；灰汤华天向盛世华轩收取承包费，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，目前已支付0.20亿元，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。截至2013年底，二期房地产项目已完成土方施工，计划在2014年完成道路、管网等基础工程和会所、部分样板房的房建施工。联合资信认为，该项目公司投资规模大，目前一期低密度住宅销售进程存在一定的不确定性，公司相关资金占用规模大。

张家界华天城项目是汇集白金五星级酒店、大型购物商场、特色风情商业街、高端写字楼、酒店式公寓与高端住宅等多功能、多业态于一身的大型城市综合体项目，项目总建筑

面积为80万平方米，总投资为25.50亿元，共分两期开发，其中一期总建筑面积38万平方米，总投资15亿元，二期总建筑面积42万平方米，总投资10.5亿元。2010年12月18日，华天集团已与张家界市政府正式签订了项目合同，指定交由公司与华天集团合资设立的张家界华天城置业有限公司进行开发。项目二期开发的土地由公司取得，如果公司不愿意继续开发，可由张家界市政府对外挂牌转让，所得收益归张家界华天城置业有限公司。项目规划在三年内建成与实现销售。张家界华天城项目于2013年7月开始销售，截至2014年3月底，房地产实现销售收入17905万元，项目一期已经完成了征地、立项、规划审批程序，酒店项目的主体工程建设已封顶，机电设备、酒店精装修陆续进场。商品住宅销售顺利，酒店部分预计2014年7月对外试营业；项目二期已经开始征地拆迁。

邵阳华天城项目为公司子公司湖南邵阳华天城置业有限公司负责开发。项目计划将以邵阳新林大酒店为基础，集中开发星级酒店及商业地产。预计建设完成后该酒店将成为集住宿、餐饮、娱乐、健身、商务、会议多功能于一体的五星级酒店，同时成为邵阳市最高的标志性建筑之一。项目一期包括主楼1栋、办公楼1栋、员工宿舍1栋及别墅3栋。目前，酒店已于2012年12月9日正式运营；二期商业、高级公寓及普通住宅计划投资11.17亿元，公司正在进行新增200亩用地的征收拆迁及规划设计、合作开发洽谈。

金方大厦为公司于2013年1月增资入股北京浩搏基业房地产开发有限公司（以下简称“浩搏基业”）的主要资产，该项目规划建筑许可证面积44290.8平方米，实际施工建筑面积48135平方米；大厦地下2层，地上20层，1层~3层为商业、酒店、餐饮、多功能厅，4层~20层为30~110平方米的商住两用的办公间或高档公寓。根据重组方案，公司将约29970平方米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。将其余建筑面积盖成高星级商务酒店，包括客房约66间（套）、地下停车位70个、酒店的餐饮区域预计设餐饮包厢29间、大型会议厅、美食街大厅、散餐厅、咖啡厅和西餐厅等。截至2014年3月底，北京金方华天项目已投资7.87亿元，尚需投资2.13亿元，售楼部与（公寓及酒店客房的）样板房基本装修已经完成，样板房的展示家具已运达项目现场。

公司益阳大厦改建项目（即银城华天改扩建工程）为公司子公司益阳市资阳商贸投资开发有限公司（以下简称“益阳投资”）进行开发。公司于2010年以3380万元竞购了益阳投资100%的股权。益阳投资的主要资产为位于益阳市资阳区五一西路的益阳大厦及万寿宫1号楼，合计土地面积1.28万平方米，建筑面积2.24万平方米。公司竞购成功后，拟将益阳大厦改造为四星级酒店，并在土地范围内进行住宅、写字楼与商业地产的开发。项目总投资2亿元，其中自筹1.35亿元，其余为银行贷款。银城华天改扩建工程（一、二期）总用地面积14820平方米，使用权面积为12776.95平方米，总建筑面积为92119.1平方米，其中银城华天大酒店（一期）建筑面积为23278.1平方米，已经于2011年9月8日开业，拥有各类高级客房181间（套），中、西餐厅、商务、会议、娱乐等营业项目，定位为益阳市首家具有江景特色的高星级酒店。银城华天商住楼（二期）正在建设中，包括两栋（即1、2号栋）各25层商住楼，其中1~6楼为商业铺面，面积合计约25583.3平方米，7~25楼为商品房，面积合计约42435.88平方米，地下室建筑面积为5417平方米，建筑密度（%）为66.2%；绿地率（%）为21.5%；建筑层数为地下一层，地上二十五层。商住楼目前1号栋、2号栋主体已全部完工，分别于2013年12月、2013年6月正式预售，截至2014年3月底，预售已完成38%；2号栋1~6层商铺部分与益阳晨晖资产投资管理有限公司进行合作开发。

永州华天城位于永州市冷水滩城区，长丰大道以北、迎宾路以南、育才路以东、永州大道以西，西临湘江，与零陵曲河湘江大桥相连，总占地140亩，总投资约10亿元，总建筑面积30多万平方米。该项目位于永州市中心，交通便捷，地理位置十分优越，距高铁站10分钟车程，距机场10分钟车程，距汽车站2分钟车程。项目计划分两期进行开发，第一期建设五星级酒店，酒店建设用地60亩，总建筑面积5万平方米，总投资约5亿元，客房400余间、停车位500个以上、有能容纳600人左右的多功能厅；第二期开发配套商业及商住综合用地80亩，总投资约5亿元。目前，该项目已完成整体规划报批，正处于土石方开挖作业。

娄底华天城坐落于娄底市体育中心东北侧、涟水河西侧（众园路与秀石街交叉口东侧）。公司下属子公司华天（湖南）投资有限责任公司与娄底市城市建设投资集团有限公司（以下简称“娄底城建投”）共同出资在娄底市设立娄底华天酒店管理有限责任公司（以下简称“娄底华天”），公司或下属子公司出资6000万元并持有娄底华天60%的股份，娄底城建投代表娄底市政府出资4000万元并持有娄底华天40%的股份。项目规划建设用地约220亩，由娄底市政府向娄底华天提供；项目总投资额20亿元。一期建设中的酒店占地面积约51.15亩，一期酒店项目包括地下室、酒店及会议中心、员工宿舍、贵宾楼四个部分，建筑面积约8.6万平方米。其中：地下室建筑面积18913.25平方米；酒店裙楼3层，塔楼24层，建筑高度为87.7米；员工宿舍10层，建筑面积9668.46平方米，建筑高度为37.6米；贵宾楼2层，建筑高度为10.20米，建筑面积为1631.15平方米。娄底华天城一期酒店将于2014年9月以前竣工并投入营运，迎接湖南省第12届全省运动会在娄底市举行；截至2014年3月底，一期项目已封顶。二期为房地产开发，已与娄底市利恒房地产开发有限公司签订了二期房地产开发项目合作协议，项目初期规划计容建筑面积为39万平

方米，拟按三期开发，每期开发面积约为13万平方米左右，三期总开发时间为第一期达到开工条件后3年。

总体看，截至2014年3月底，公司主要项目总投资124.00亿元，已完成投资合计约为46.69亿元。随着开展各地华天城等重大项目建设，公司投资规模及对外筹资压力将加大。同时，联合资信也注意到，公司灰汤温泉华天城项目整体投资规模大，建设周期长，盈利尚存在不确定性。

公司2013年7月5日召开的第五届董事会第十六次会议、7月30日召开的公司2013年第三次临时股东大会审议通过了《关于在公司地产项目开发中引入新开发模式的议案》，在房地产开发中，公司将根据开发的实际需要，采取承包、股份合作、项目协作等多种形式引入专业化公司参与公司房地产项目的开发。公司引入新的地产开发模式，（1）有利于拓宽项目投资资金的来源，推动项目更快完成，以早日取得开发收益；（2）合作开发中引入外部投资者，可分散公司的投资风险；（3）项目开发中引入投资者的同时，对项目的部分地产业务提前锁定销售对象，有利于项目整体销售目标实现。与此同时，联合资信也关注到协议合作方所具有的履约能力，国家调控政策、房地产市场波动等不确定的因素，可能给公司项目开发带来的风险。

2. 经营效率

从经营效率看，跟踪期内公司应收账款回收力度有所减弱，销售债权周转次数有所回升，同时，随着公司对华天城项目投入逐步增加，存货周转次数持续减少，总资产周转效率逐年下滑，2013年上述指标分别为21.91次、0.47次、0.24次。总体看，公司经营效率一般。

3. 未来发展

未来，公司仍将坚持“自营+托管”酒店为主的连锁发展既定方向，以“华天品牌+委托合作开发”的运作模式提升经营效益，继续探索

“重资本、轻资产”经营模式的创新改革，推进产品创新，拓宽目标市场，积极调整产品结构，发展新媒体网络在线营销，推进高端餐饮转型，拓宽主营业务范围，借助资本市场促进公司发展。

对于公司未来重点推进的项目，公司将按计划逐步开发各地华天城等项目；同时，公司将继续按照“酒店+商业+地产+旅游”的发展模式，进行资产并购，以进一步扩张公司经营规模。

八、重大事项

1. 收购浩搏基业

2012年12月，华天酒店第五届董事会第十二次会议审议通过了《关于公司收购浩搏基业公司43.4%股权的议案》，同意通过增资扩股的方式收购浩搏基业43.4%的股权。公司拟对浩搏基业增资1142.40万元、公司母公司华天集团拟对浩搏基业增资489.60万元；2013年一季度浩搏基业纳入公司合并报表范围。

对于浩搏基业总债务8.39亿元，浩搏基业原股东曹德军及北京德瑞特经济发展公司（以下简称“德瑞特公司”）承诺承担1.39亿元，其余7.00亿元由公司、华天集团、德瑞特公司及曹德军内部约定偿还。对此，2013年7月华天酒店2013年第三次临时股东大会审议通过了《关于向北京浩搏基业房地产开发有限公司提供财务资助的议案》，同意公司及华天集团按股权相对比例（7:3）对浩搏基业提供财务资助，其中公司拟根据浩搏基业的实际需要分步向其提供不超过35500万元的资助金额（共计3.55亿元，第一次临时股东大会1.55亿元、第三次临时股东大会2亿元），期限为资金实际到位起一年。截至2014年3月底，公司和华天集团已支付浩搏基业5.07亿元，财务资助全部支付完毕；浩搏基业债务余额5800万元。

联合资信关注到，目前浩搏基业存在诉讼

¹和部分资产仍处于被查封状态等情况，预售许可证正在办理过程中。金方大厦位于北京市区较好地段，公司预期会获得较高回报，但以上估计仍取决于金方大厦的相关手续，法律、债权问题能够得到妥善解决以及酒店式公寓的实际销售情况。

2. 收购永州华天城

2014年1月25日，公司发布《对外投资暨关联交易公告》，披露公司拟按照股权评估价值人民币5001.43万元，以3501.00万元的对价收购母公司华天集团所持有永州华天城置业有限责任公司（以下简称“永州华天城置业”）70%的股权。该次交易为关联交易，不构成重大资产重组。

2014年2月19日，公司发布《2014年第三次临时股东大会决议公告》，披露《关于收购永州华天城置业有限责任公司股权的议案》在该次股东大会上获得了审议通过。

截至2014年3月底，公司已完成对永州华天城置业的股权收购，2014年一季报中永州华天城置业已纳入公司合并报表范围。

永州华天城置业注册资本5000万元，主要从事“永州华天城”项目的房地产开发。截至2014年3月底，永州华天城置业（合并）资产总额13822.36万元，所有者权益合计5000万元，截至目前尚未实现营业收入与利润。

此次收购的完成有利于公司取得“永州华天城”房地产项目的开发权，便于公司进行以投建的永州华天大酒店为核心的综合开发。

3. 非公开发行股票

2014年5月30日，华天酒店第五届董事会第二十四次会议审议通过了《关于公司2014年度非公开发行A股股票方案的议案》等8条议案，发布《对外投资暨关联交易公告》。公告披露，华天酒店拟非公开发行A股股票（每股面值人民币1元），发行股票数量不超过15000万股，拟募集资金总额不超过人民币6亿元。此次募集资金拟用于投资张家界华天城酒店配套设施建设项目（拟投入3.50亿元）、收购湖南华天国际旅行社有限责任公司（以下简称“华天国旅”）52.49%股权（拟投入不超过0.20亿元）、收购湖南华天物业管理有限责任公司（以下简称“华天物业”）100%股权（拟投入不超过0.50亿元）及补充酒店主业流动资金（拟投入不超过1.80亿元），其中收购华天国旅及华天物业股权构成关联交易。

华天国旅注册资本684万元；2013年，受国家严格控制政府“三公消费”支出政策的影响，华天国旅入境游、国内游营收能力有所下滑；2014年一季度，华天国旅旗下部分分子公司转为加盟，加盟公司不再纳入合并报表范围，公司仅对加盟公司收取管理费，致使收入继续下滑。截至2014年3月底，华天国旅未经审计的总资产6843.60万元，净资产1195.11万元；2013年及2014年一季度分别实现营业收入3.46亿元、0.41亿元。

华天物业注册资本500万元；华天物业长期资产占比低，资产投入规模较小，物业管理回款速度较快，费用支出及收入回款周期比较固定，客户资金回收较为及时，现金流较为平稳。截至2014年3月底，华天物业未经审计的总资产4341.31万元，净资产2255.88万元；2013年及2014年一季度分别实现净利润212.72万元、38.62万元，预计未来经营业绩仍将在现有基础上稳步增长。

若按照发行数量上限计算，此次非公开发行后华天集团持有公司股份比例将由46.03%下降至38.08%，但仍为公司的控股股东。联合

¹根据华天酒店2013062号公告，2012年12月下旬，公司、浩搏基业、北京德瑞特经济发展公司（以下简称“德瑞特公司”）与王学华签订了附生效条件的《债务重组协议》。根据《债务重组协议》约定，公司与德瑞特公司共同为浩搏基业对王学华的33107万元债务提供担保。同时华天集团也为该笔债务提供担保。截止公告披露日，浩搏基业已先后支付王学华共计15357万元，剩下的17750万元，按《债务重组协议》约定在2013年11月30日前支付。现王学华对浩搏基业前期履约情况提出异议并提起诉讼。诉讼请求包括：1.要求被告浩搏基业偿还原告借款本金26400万元；2.要求被告浩搏基业按照月利率19.8%支付原告利息至债务清偿完毕之日；3.要求本公司和华天集团对被告浩搏基业的债务承担连带清偿责任；4.本案诉讼费由三被告承担。根据华天酒店2014061号公告，华天集团就上述案件提出管辖异议，提起合同重大误解之诉，并起诉要求王学华赔偿其滥用诉权而冻结华天集团3155万股股票所产生的经济损失。目前以上案件均尚未开庭审理。根据华天酒店2013年年报，浩搏基业已于2014年1月23日前分3次对王学华33107万元债务清偿完毕。

资信将对公司此次非公开发行股票后续进展持续关注。

九、财务分析

公司提供的 2011~2013 年财务报表经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2014 年一季度财务报表未经审计。

截至 2013 年底，公司纳入合并范围的二级子公司合计 26 家，新增华天（湖南）投资有限责任公司、邵阳华天置业有限责任公司、永州华天酒店管理有限责任公司、北京浩搏基业房地产开发有限公司，合计新增净资产 0.65 亿元，财务数据可比性较强。

截至2013年底，公司（合并）资产总额80.40亿元，所有者权益合计19.00亿元（其中含少数股东权益2.46亿元）；2013年公司实现营业收入17.81亿元，利润总额1.90亿元。

截至2014年3月底，公司（合并）资产总额81.96亿元，所有者权益合计18.83亿元（其中含少数股东权益2.67亿元）；2014年一季度公司实现营业收入4.34亿元，利润总额-0.30亿元。

1. 盈利能力

2013年，公司实现营业收入17.81亿元，同比增长8.26%，主要是公司将资产运营业的“售后租回”收入由“营业外收入”科目调整至“营业收入—酒店公寓销售”科目所致，2013年该部分收入为4.77亿元，公司其他原有业务收入及成本规模均有所缩小；公司营业成本合计6.46亿元，同比下降2.55%。2013年，资产运营业毛利润3.46亿元，占公司毛利润总额比重30.48%，成为公司利润的重要组成部分。

2013年，公司三项期间费用合计8.09亿元，同比增长5.73%，占主营业务收入的45.44%；其中管理费用同比增长7.64%，主要是售房返租款及折旧摊销增加所致。公司期间费用高，对公司整体盈利能力水平影响较大。

2013年，公司利润总额和净利润分别为1.90亿元、1.11亿元，分别同比增长8.77%、下滑4.37%，其中净利润的下滑与酒店资产运营业务影响所得税费用增加有关。

从盈利指标来看，2013年，在毛利率较高的酒店资产运营业务带动下，公司营业利润率56.39%，较上年提升2.31个百分点；总资本收益率及净资产收益率均同比有所下降，分别为4.08%、5.86%。

2014年1~3月，公司实现营业收入4.34亿元，同比略降3.09%；由于酒店业受相关政策影响，高端酒店餐饮业绩继续下滑；跟踪期内，公司房地产业销售收入较小，资产运营业务在当期未有利润贡献，致使公司营业利润率较2013年底下滑16.25个百分点至40.14%。

总体看，近年来受国家抑制“三公消费”影响，公司以高星级酒店运营为主的酒店主业收入有所下降，公司新增的酒店运营业务成为公司利润的重要组成部分，公司期间费用高，整体盈利能力偏弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2013年公司经营活动现金流入19.96亿元，同比增长20.73%（高于营业收入同比增速），以销售商品、提供劳务收到的现金为主；公司经营活动现金流出17.82亿元，同比增长42.45%，主要为购买商品接受劳务支付的现金大幅增长89.20%所致，其构成主要是浩搏基业对外偿还债务支付的现金3.56亿元，公司支付其他与经营活动有关的现金3.62亿元，同比增长50.25%，主要源自资产运营预付租金0.76亿元。公司经营活动现金流量净额2.14亿元，同比下降46.77%。

从收入实现质量来看，2013年公司现金收入比保持上升态势，为111.05%，较2012年上升了13.27个百分点，考虑到公司预收售房款金额较大，公司实际获现能力一般。

从投资活动看，2013年，公司投资规模有所缩小，投资活动现金流出为7.36亿元，主要

是房地产开发现金流出。

从筹资活动来看，2013年，公司筹资活动现金流入为24.90亿元，主要是借款所得的现金；筹资活动现金流出为19.90亿元，主要为偿还债务、支付利息所支付的现金。公司2013年借款及偿债现金规模均有所增长，因而筹资活动现金流量净额同比增长85.65%，为5.01亿元。

2014年1~3月，房地产子公司委托合作开发模式收到合作开发款致使公司收到的其他与经营活动有关的现金同比增加1.71亿元，从而使得经营活动现金流量净额同比增长22.16%，为1.77亿元。同期，公司实现投资活动现金流量净额-3.34亿元，净流出金额同比有所下降；筹资活动现金流量净额1.77亿元，同比下降47.23%，筹资规模有所减少，主要是公司到期债务增加所致。

总体来看，跟踪期内，公司经营活动现金流入规模及收入实现质量均有所提升。投资活动规模有所减小，筹资规模适宜；随着开展各地华天城等重大项目的建设，投资规模及对外筹资压力将加大。

3. 资本及债务结构

资产质量

截至2013年底，公司资产总额为80.40亿元，随着公司经营规模扩张，同比增长19.79%。公司资产构成仍以非流动资产为主，占66.67%，其中固定资产占比较大。

流动资产方面，截至2013年底，公司流动资产合计26.80亿元，以货币资金、预付款项及存货为主。公司货币资金及应收账款较上年变动不大；预付款项同比增加1.11亿元，主要系长沙华天大酒店、湖南国际金融大厦有限公司预付业主租金及永州华天城置业有限责任公司预付土地款增加所致；存货大幅增加，截至2013年底为19.94亿元，占流动资产的74.41%，同比大幅提升155.77%，主要系收购浩搏基业存货及房地产开发成本投入增加所致，公司未计提存货跌价准备。

截至2013年底，公司固定资产原值46.25亿元，较上年基本持平。公司固定资产主要为下属酒店的房产以及配套机器设备，公司酒店大部分地处城市核心区域，地理位置优越，资产质量良好。截至2013年底，公司固定资产累计折旧13.48亿元，未计提减值准备。

截至2013年底，公司在建工程11.91亿元，主要为灰汤温泉酒店工程、灰汤体育公园、张家界华天酒店工程和华天苑酒店工程；公司无形资产4.35亿元，主要为土地使用权。

截至2014年3月底，公司资产总额81.96亿元，其中流动资产占34.61%，非流动资产占65.39%，资产构成与2013年相比变化不大。流动资产中，预付款项较2013年底增长60.22%，主要为子公司预付土地款及工程款所致；非流动资产较2013年底变动不大。

总体看，跟踪期内，公司资产保持稳定增长，受到收购浩搏基业影响，公司存货增幅大。

权益及负债构成

所有者权益方面，截至2013年底，公司所有者权益合计19.00亿元，较上年底增长5.57%。公司归属于母公司的所有者权益合计16.54亿元，其中实收资本占43.46%，未分配利润占46.10%。总体看，所有者权益稳定性一般。

截至2014年3月底，公司所有者权益合计18.83亿元，其中，归属于母公司的所有者权益合计16.16亿元，权益构成较2013年底变化不大。

负债方面，截至2013年底，公司负债合计61.40亿元，较上年增长25.00%（高于资产规模增长速度19.79%），主要是流动负债增加所致。公司负债以流动负债为主（占70.01%），主要是短期借款、应付账款和其他应付款。截至2013年底，公司短期借款11.40亿元，较2012年底大幅增长101.77%，其中包括抵押借款1.80亿元、保证借款1.50亿元（系华天集团为公司提供担保）、信用借款8.10亿元，其增长主要系偿付工程款及浩搏基业债务所致；应付账款

较 2012 年下降 24.71%，主要是偿付灰汤酒店及邵阳华天酒店工程款所致；预收账款较 2012 年底大幅增长 257.60%，主要系预收房产销售款增加所致；其他应付款 11.14 亿元，同比大幅增长 67.24%，其中应付华天集团财务资助款及紫东阁股权收购款 4.42 亿元、应付银河（长沙）高科技实业有限公司财务资助款 1.16 亿元，主要系收购浩搏基业对外债务及关联方拆借资金增加所致；一年内到期的非流动负债同比大幅增长 96.69%，主要是抵押借款；其他流动负债的减少主要由于 2 亿元短期融资券“12 华天 CP001”的兑付。

非流动负债方面，截至 2013 年底，公司非流动负债以长期借款（占 76.35%）和其他非流动负债（占 16.29%）为主，其中长期借款 14.06 亿元，同比有所下降，主要是抵押及保证借款规模缩小所致；其他非流动负债 3.00 亿元是公司于 2013 年 9 月 5 日发行的 3 亿元中期票据“13 华天 MTN001”。

从债务指标来看，截至 2013 年底，公司全部债务同比增长 14.07%至 33.64 亿元，由于短期借款及一年内到期的非流动负债增长迅速，公司短期债务增幅较大，同比增长 49.90%；资产负债率、全部债务资本化比率均较 2012 年底进一步上升，分别为 76.37%、63.90%；长期债务资本化比率有所下降，为 42.53%。

截至 2014 年 3 月底，公司负债合计 63.12 亿元，较 2013 年底略增 2.80%，负债构成变化不大，其中一年内到期的非流动负债减少 2.06 亿元主要是长期借款到期偿还所致，其他非流动负债增加的 3.00 亿元是公司于 2014 年 1 月 16 日发行的 3 亿元中期票据“14 华天 MTN001”；公司全部债务 33.02 亿元，长、短期债务占比基本持平；公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 77.02%、63.68%和 46.70%，较 2013 年底变化不大。

总体来看，跟踪期内，公司债务规模持续上升，短期债务支付压力大，负债水平较高。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2013 年底，公司流动比率同比有所回升，为 62.34%；速动比率为 15.95%，同比有所下降；经营现金流流动负债比大幅下滑 8.02 个百分点至 4.98%。截至 2014 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 74.36%和 24.13%，较 2013 年底有所提升。总体看，公司近年来加大地产项目开发力度，以开发成本为主的存货资产快速增长，短期借款上升较快，公司短期偿债能力大幅下滑、支付压力大，短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标来看，2013 年，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 1.81 倍和 5.70 倍。公司长期偿债能力偏弱。

2013 年，公司 EBITDA 为“13 华天 MTN001”和“14 华天 MTN001”总额度 6 亿元的 0.99 倍，EBITDA 对存续期债券的保护能力较好。2013 年，公司经营活动现金流入量为 19.96 亿元，对存续期债券的保护倍数为 3.33 倍；经营活动现金流净额对存续期债券的保护倍数为 0.36 倍。整体看公司对存续债券保护能力较强。

截至 2014 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2014 年 3 月底，公司本部及各子公司共获得银行贷款授信总额度为 32.70 亿元，其中未使用额度 9.97 亿元，具备间接融资能力。同时，公司为深圳证券交易所上市公司，直接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为：G1043010200070550M），截至 2014 年 5 月 4 日，公司无已结清和未结清的不良信贷信息记录。

6. 抗风险能力

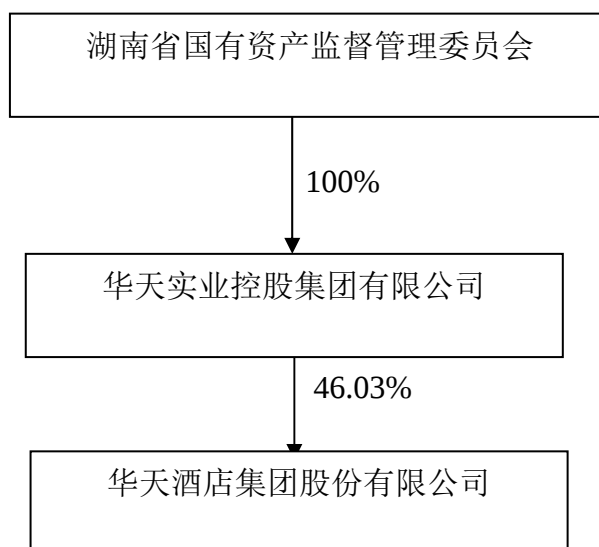
近年来，公司酒店主业逐步扩张，营业收入持续增长，资产质量优良。然而，目前公司资本性支出相对较大，债务规模持续上升，短期债务支付压力大；盈利能力偏弱；短期偿债

能力较弱，长期偿债能力偏弱。考虑到公司作为湖南省最知名旅游酒店上市公司，在行业前景、经营规模和品牌知名度等方面具有显著优势，其整体抗风险能力较强。

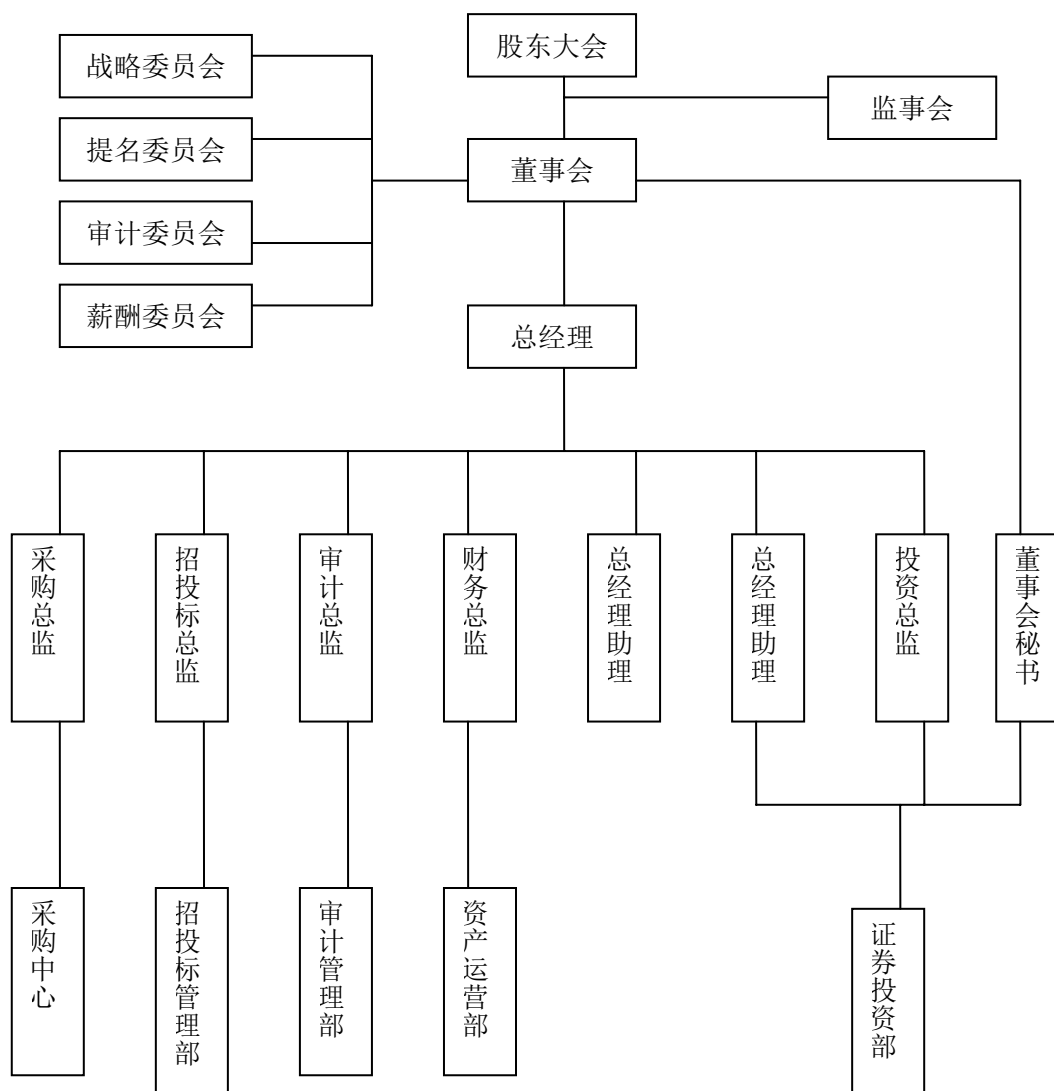
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA⁻的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13 华天 MTN001”和“14 华天 MTN001” AA⁻的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.60	2.49	2.33	2.53
资产总额(亿元)	55.17	67.12	80.40	81.96
所有者权益(亿元)	17.33	18.00	19.00	18.83
短期债务(亿元)	12.85	13.06	19.58	16.52
长期债务(亿元)	13.97	16.43	14.06	16.50
全部债务(亿元)	26.83	29.49	33.64	33.02
营业收入(亿元)	15.65	16.45	17.81	4.34
利润总额(亿元)	1.72	1.75	1.90	-0.30
EBITDA(亿元)	4.81	5.51	5.91	--
经营性净现金流(亿元)	5.00	4.02	2.14	1.77
财务指标				
销售债权周转次数(次)	30.01	21.77	21.91	--
存货周转次数(次)	1.52	0.93	0.47	--
总资产周转次数(次)	0.31	0.27	0.24	--
现金收入比(%)	91.70	97.78	111.05	71.38
营业利润率(%)	48.95	54.08	56.39	40.14
总资本收益率(%)	5.46	4.65	4.08	--
净资产收益率(%)	7.70	6.47	5.86	--
长期债务资本化比率(%)	44.64	47.72	42.53	46.70
全部债务资本化比率(%)	60.76	62.10	63.90	63.68
资产负债率(%)	68.59	73.19	76.37	77.02
流动比率(%)	65.95	42.97	62.34	74.36
速动比率(%)	35.47	17.77	15.95	24.13
经营现金流动负债比(%)	23.70	13.00	4.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.74	2.20	1.81	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.58	5.35	5.70	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级