

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1177 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⁻，将评级展望调整为负面，并维持“13华天MTN001”和“14华天MTN001”AA⁻的信用等级。

特此公告。



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: 负面
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: 2015 年 7 月 7 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	2.49	2.33	2.99	1.96
资产总额(亿元)	67.12	80.40	92.31	92.46
所有者权益(亿元)	18.00	19.00	18.18	17.66
短期债务(亿元)	13.06	19.58	17.05	17.66
全部债务(亿元)	29.49	36.64	43.92	46.16
营业收入(亿元)	16.45	17.81	15.14	2.63
利润总额(亿元)	1.75	1.90	-0.91	-0.59
EBITDA(亿元)	5.51	5.91	3.18	--
经营性净现金流(亿元)	4.02	2.14	1.16	0.07
营业利润率(%)	54.08	56.39	45.45	55.56
净资产收益率(%)	6.47	5.86	-5.28	--
资产负债率(%)	73.19	76.37	80.31	80.90
全部债务资本化比率(%)	62.10	65.85	70.73	72.33
流动比率(%)	42.97	62.34	69.38	71.45
全部债务/EBITDA(倍)	5.35	6.20	13.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.20	1.81	0.74	--
经营现金流负债比(%)	13.00	4.98	2.63	--

注: 公司 2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

王晴 杨婷
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”)作为湖南省知名旅游上市酒店, 在湖南旅游资源整合中具有优势。公司逐步盘活酒店资产, 有助于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”)也关注到受政府抑制“三公消费”政策持续影响, 以及售后回租业务大幅下滑, 公司收入规模大幅下降等因素可能对其信用水平产生的不利影响。

未来, 公司酒店业务成长及资产收购计划实施, 有助于提升公司整体经营实力。但跟踪期内, 公司经营出现亏损, 资本支出规模较大, 债务负担持续加重, 偿债指标明显弱化, 短期支付压力加大。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA⁻ 的主体长期信用等级, 评级展望调整为负面, 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, 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、提高资产使用效率。
3. 跟踪期内, 房地产业收入大幅上升, 特别是张家界华天城一期项目地产销售情况良好, 对公司利润贡献度较大。

关注

1. 跟踪期内, 受收入占比超过 70% 的酒店业、资产运营营业收入持续下降以及华天光电惯导停产等因素影响, 公司营业收入下滑明显, 经营出现亏损。
2. 公司期间费用占比仍较高, 对营业利润形成一定侵蚀。

3. 公司债务规模持续加大，负债水平高，短期债务支付压力大。
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。
5. 公司推出非公开发行股票方案，目前已获得中国证监会受理，未来推进进度具有不确定性。

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2015年3月底，公司注册资本为71892.60万元人民币。

截至2015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。

公司经营范围为：提供住宿、餐饮、洗衣、物业清洗服务；投资汽车租赁、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2015年3月底，公司拥有全资子公司18家、控股子公司12家。

截至2014年底，公司（合并）资产总额92.31亿元，所有者权益合计18.18亿元（其中含少数股东权益2.77亿元）；2014年公司实现营业收入15.14亿元，利润总额-0.91亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额92.46亿元，所有者权益合计17.66亿元（其中含少数股东权益2.74亿元）；2015年1~3月公司实现营业收入2.63亿元，利润总额-0.59亿元。

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

2014年，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。全年国内生产总值 63.65 万亿元，比上年增长 7.4%。其中，第一产业增加值 5.83 万亿元，增长 4.1%，占国内生产总值的比重为 9.2%；第二产业增加值 27.14 万亿元，增长 7.3%，占国内生产总值的比重为 42.6%；第三产业增加值 30.67 万亿元，增长 8.1%，占国内生产总值的比重为 48.2%。

2014年，中国规模以上工业增加值同比增长 8.3%；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，）实现利润总额 6.47 万亿元，同比增长 3.3%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售、固定资产投资和进出口增速放缓。社会消费品零售总额 26.24 万亿元，同比名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%），增速同比回落 1.1 个百分点；固定资产投资（不

含农户)50.20 万亿元,同比名义增长 15.7%(扣除价格因素实际增长 14.7%),增速同比回落 3.9 个百分点;进出口总额 26.43 万亿元,同比增长 2.3%,增速同比下降 3.4 个百分点。

2. 政策环境

2014 年,中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入 14.04 万亿元,比去年增加 1.11 万亿元,增长 8.6%。其中税收收入 11.92 万亿元,同比增长 7.8%。全国财政支出 15.17 万亿元,比去年同期增加 1.14 万亿元,增长 8.2%。整体财政收入增长放缓,财政部表示主要受以下几方面原因影响:1、工业生产、消费、投资、进出口等指标增幅均不同程度回落,增值税、营业税等主体税种增幅相应放缓;2、工业生产者出厂价格(PPI)持续下降,影响以现价计算的财政收入增长;3、房地产市场调整影响扩大,商品房销售额明显下滑,与之相关的房地产营业税、房地产企业所得税、契税、土地增值税等回落较多;4、扩大营改增试点范围等政策,在减轻企业负担的同时,对财政形成减收。

2014 年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,灵活开展公开市场操作,搭配使用短期流动性调节工具(SLO)、中期借贷便利(MLF)、常备借贷便利(SLF)等调节方式。2014 年底,广义货币(M_2)余额 122.84 万亿元,同比增长 12.2%,狭义货币(M_1)余额 34.81 万亿元,同比增长 3.2%,流通中货币(M_0)余额 6.03 万亿元,同比增长 2.9%。人民币贷款余额 81.68 万亿元,同比增长 13.6%。人民币存款余额 113.86 万亿元,同比增长 9.1%。总体看,银行体系流动性充裕,货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,市场利率回落,金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看,2014 年度国民经济运行保持了总体平稳、稳中提质的发展态势,但国内外环境仍然错综复杂,经济发展仍面临不少困难和挑

战,特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出,2015 年是全面深化改革的关键之年,稳增长为 2015 年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础设施建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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。《2014 年第四季度全国星级饭店统计公报》数据显示,截至 2014 年底,全国纳入星级饭店统计管理系统的星级饭店共计 13226 家,其中有 11600 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 2014 年底,全国 11600 家星级饭店第四季度营业收入总计 580.48 亿元,其中餐饮收入为 249.08 亿元,占营业收入的 42.91%;客房收入为 256.86 亿元,占营业收入的 44.25%。在 11600 家星级饭店中:五星级饭店 783 家;四星级饭店 2431 家;三星级饭店 5585 家,二星级饭店 2683 家,一星级饭店 118 家。全国第四季度星级饭店平均房价为 337.86 元/间夜,平均出租率为 56.05%。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 年以来,受政府抑制“三公消费”等因素的持续影响,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《2014 年第四季度全国星级饭

店经营情况报告》显示，2014年，全国三星级及以上星级饭店平均出租率同比下降0.63%；平均客房收入同比下降0.28%；平均餐饮收入同比下降2.33%；平均总营业收入同比下降2.00%。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，“三公消费”等因素使得以高端政务接待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）234家，其中4A级及以上旅游区（点）84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。

《2014年第四季度全国星级饭店统计公报》数据显示，截至2014年底，湖南省星级饭店共507家（完成统计填写的460家），第四季度营业收入合计18.37亿元，其中餐饮收入占38.05%，客房收入占45.26%；平均房价247.93元/间夜，平均出租率67.56%。2014年第四季度，各星级饭店平均出租率位列全国第二；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。

公司所处酒店行业为完全竞争行业，随着湖南省酒店业的迅猛发展以及市场前景广阔，以洲际饭店集团、万豪国际、希尔顿等为代表的国际著名酒店集团在中国内地迅速扩张，华天酒店作为中国酒店业的民族品牌，在决策效率及经营机制方面较国际著名酒店集团存在一定差距。同时，以圣爵菲斯大酒店、华雅国际大酒店、大成国际大酒店、通程国际大酒店等为代表的本土高星级酒店紧紧相逼，公司面临公司海外酒店品牌与本土高星级酒店品牌的双重压力，湖南省酒店业未来发展呈现海外品牌与民族品牌相互竞争的新局面。

总体看，湖南省旅游资源丰富，旅游酒店行业发展迅速，酒店业具有较大的增长潜力，同时公司也需面对海外品牌与民族品牌的竞争压力，公司亟需通过引入外部资本改善公司治理结构及决策效率，以适应市场竞争格局的变化，增强公司竞争实力。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015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2014年底，公司自营15家高星级酒店，拥有托管酒店48家（包括32家高星级酒店和16家商务型酒店）、承包酒店5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，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，公司第六届董事会董事长。

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2014年底，公司现有员工6247人（合并口径），从专业构成来看，其中生产销售服务人员占71.17%，工程技术人员占11.72%，财务人员占8.23%，行政人员占8.88%。按学历情况分，公司大专、中专及以下学历占85.25%、本科学历占13.85%，硕士、博士学历占0.90%。

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、酒店资产运营等业务板块。2014年，公司实现营业收入15.14亿元（主营业务收入14.17亿元，同比下降20.43%）同比下降14.97%，主要是资产运营业务的收入减少所致，2014年公司营业成本为7.40亿元（主营业务成本7.20亿元，同比增长11.38%）同比增长14.48%，主要是房地产成本增加所致；2015年一季度，公司实现营业收入2.63亿元，同比下降39.51%，主要是去年同期有房地产业务收入，而本期无房地产业务收入所致。

从业务构成来看，公司由酒店业（占收入73.39%）、房地产（占收入25.18%）、资产运营（占收入0.29%）、制造业（占收入0.52%）以及其他（0.62%）板块构成。酒店业是公司的支柱产业，受政府抑制“三公消费”等因素的持续制约，高端政务接待受到影响，2014年酒店业收入同比下降17.93%；房地产业全年实现营业收入3.57亿元，同比增长2647.13%，主要是本期张家界华天城一期项目地产销售情况良好所致；光电业务在2014年收入同比下滑55.54%，主要是华天光电惯导与合作方发生分歧，停止生产所致；资产运营业务同比下降99.14%，主要是受前期筹备程序复杂及与交易对手谈判不确定等因素影响，使得本期公司资产运营业务收入较低，同比出现较大下降，导致与2013年度报告中预测的净利润目标出现较大差异。

表1 2014年公司主营业务收入及成本情况（单位：万元）

项目	主营业务收入	收入占比	主营业成本	成本占比	毛利率	主营业务收入 同比增减	主营业成本 同比增减	毛利率同比 增减
----	--------	------	-------	------	-----	----------------	---------------	-------------

A.酒店业	103971.01	73.39%	42142.92	58.57%	59.47%	-17.93%	-14.62%	-1.57%
餐饮	44493.23	31.41%	26259.59	36.50%	40.98%	-25.13%	-18.89%	-4.54%
娱乐	6708.00	4.73%	2153.51	2.99%	67.90%	-32.38%	-26.72%	-2.48%
客房	44276.17	31.25%	12104.46	16.82%	72.66%	-10.18%	-0.31%	-2.71%
其他	8493.61	6.00%	1625.36	3.86%	82.39%	5.61%	8.10%	9.80%
B.房地产	35669.07	25.18%	29316.39	40.74%	17.81%	2647.13%	2509.21%	4.34%
售房收入	35669.07	25.18%	29316.39	40.74%	17.81%	2647.13%	2509.21%	4.34%
C.资产运营	413.11	0.29%	148.27	0.21%	64.11%	-99.14%	-98.87%	-8.36%
酒店资产运营	413.11	0.29%	148.27	0.21%	64.11%	-99.14%	-98.87%	-8.36%
D.制造业	731.06	0.52%	319.81	0.44%	56.25%	-55.54%	-34.95%	-13.85%
光电产品	731.06	0.52%	319.81	0.44%	56.25%	-55.54%	-34.95%	-13.85%
E.其他	885.88	0.62%	25.94	0.04%	97.07%	39.61%	-94.54%	71.93%
其他	885.88	0.62%	25.94	0.04%	97.07%	39.61%	-94.54%	71.93%
合计	141670.13	100.00%	71953.33	100.00%	62.07%	-20.43%	11.38%	-14.51%

资料来源：公司年报

从毛利率来看，跟踪期内公司毛利率水平维持稳定。2014 年，房地产板块受张家界华天城一期项目地产销售情况良好影响，毛利率上升 4.34 个百分点；光电产品毛利率下滑 13.86 个百分点；酒店业毛利率下滑 1.57 个百分点。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。

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。截止 2015 年 3 月底，公司形成了拥有 15 家自营高星级酒店，承包、托管、加盟、特许经营 68 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
长春华天酒店	5	475	2008 年	商务客人
株洲华天大酒店	5	251	2002 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
张家界华天大酒店	5	379	2014 年	商务客人
娄底华天大酒店	5	299	2014 年	商务客人
世纪华天大酒店	4	236	2008 年	商务客人
益阳华天大酒店	4	282	2002 年	商务客人
武汉华天大酒店	4	315	2008 年	商务客人
星沙华天大酒店	4	240	2011 年	商务客人
银城华天大酒店	4	181	2011 年	商务客人
紫东阁华天大酒店	4	392	1998 年	商务客人

资料来源：公司提供

2013 年以来，受政府抑制“三公消费”、外部竞争加剧等因素的持续影响，公司酒店业务收入同比下滑 17.93%，全年实现主营业务收入 10.40 亿元；毛利率为 59.47%。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。

2014 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 23.58%、8.21%，入住率分别同比下降 5.63 个百分点、9.53 个百分点，平均房价分别同比下降 11.72%、8.63%。2015 年一季度，公司自营五星级、四星级酒店入住率继续下降，平均房价较 2014 年均继续下降。

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）	2012 年	471.09
	2013 年	376.87
	2014 年	288
	2015 年 1~3 月	83
入住率（%）	2012 年	68.18%
	2013 年	53.12%
	2014 年	47.49%
	2015 年 1~3 月	44.69%
平均房价 （元/间/夜）	2012 年	572.84
	2013 年	520.61
	2014 年	459.59
	2015 年 1~3 月	458.79

资料来源：公司提供

跟踪期内，酒店业仍为公司第一大主业，但受政府抑制“三公消费”政策的持续冲击以及外部竞争加剧等因素影响，公司营业收入出现明显下滑。

资产运营业

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2015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11.72%、32%、100%的回购，回购资金均已计入“长期应付款”。

“售后租回”方面，截至2015年3月底，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，2014年全年只有湖南国际金融大厦有限公司（潇湘华天项目）有部分回购再售，出售面积219.74平方米，实现销售收入413.11万元，净利润227.38万元。

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、增强资金使用效率但推进进度明显放缓，同时联合资信也关注到，公司可能会出现待出售酒店数量储备不足以及交易不畅、未来酒店租赁期满，公司与客户协商续租困难等因素，带来对资产运营业务的不利影响。

房地产

2014年，公司房地产业务实现主营业务收入3.57亿元，同比大幅增长2647.13%，主要为张家界华天城一期项目地产销售良好。公司当年房地产业务毛利率增加4.34个百分点至17.81%。

表4 截至2015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2015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。二期房地产项目已完成了土方施工。	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，一期建设中的酒店已于2014年9月投入运营。	25.50 亿元	10.80 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2.97万平方米作为酒店公寓销售，其它面积作为酒店经营。	10.10 亿元	8.24 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号楼主楼到15层、2号楼主楼到25层），都已开始销售。	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；分酒店建设与房产开发二部分	10.00 亿元	1.85 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61.15亩，建筑面积约8.6万平方米，已于2014年8月运营。二期房地产开发已签订合作协议。	20.00 亿元	4.75 亿元	50%	50%
合计		124.00 亿元	51.90 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，截至2015年3月底累计实现收入16318.87万元；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2015年3月底，二期房地产项目已完成土方施工、排水主管网、道路和小高层桩基工程，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2015年3月底，房地产实现销售收入36103.06万元，项目一期态分为酒店、商场、住宅、商业街，其中酒店主体已完工，装修已完成60%，并已部分运营；大剧院地下室完成90%，主体未开工；商场主体已完工，待内部装修设计确定后启动；住宅主体已完工，正在进行楼盘综合验收前的准备工作（扫尾工程整改），楼盘已进入尾房销售阶段；商业街主体已完工，正在进行楼盘综合验收前的准备工作（扫尾工程整改），楼盘去化率仅10%，正与中介洽谈销售合作事宜。项目二期正在与各相关方洽谈合作事宜，待确认后启动。

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，集中开发五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2015年3月底，北京金方华天项目已投资8.24亿元，尚需投资1.86亿元，售楼部与（公寓及酒店客房的）样板房装修已经完成，样板房的展示家具已摆放到位，样板房的装修已经基本完成。

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3.40亿元，其中自筹2.62亿元，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2015年3月底，预售已完成51%；1、2号栋1~6层商铺部分与益阳晨晖资产管理有限公司进行合作开发，晨晖公司整体合作价款1.45个亿，目前回笼资金（商业）8176.5万。

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。永州华天城项目分酒店建设与房产开发两部分。其中酒店建设由永州华天酒店管理有限责任公司建设，目前已经取得土地权证、土地规划证、建设规划许可证，总包施工单位确定并入场，施工许可证正在办理。房产开发由永州华天城置业有限责任公司潇湘分公司建设，采取合作开发的形式，合作方是株洲好棒美房产开发有限公司。目前已经取得土地权证、土地规划证，正在办理建设规划许可证。

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已于2014年7月竣工并投入营运，截至2015年3月底已实现收入1313万元。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2015年3月底，公司主要项目总投资124.02亿元，已完成投资合计约为51.90亿元。随着开展各地华天城等重大项目建设，公司投资规模大，即使考虑到非公开发行成功，公司对外筹资压力仍然大。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。

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下滑，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，2014年上述指标分别为19.49次、0.35次、0.18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，同时公司为适应酒店行业发展新趋势，正积极探索

具有华天特色的中端酒店运营模式，大力推动华天管理和品牌输出，进一步构建属于自有知识产权的服务管理标准体系

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2015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3900万元。

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

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

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. 非公开发行股票

公司分别于2014年5月30日、2014年12月29日召开第五届董事会第二十四次会议、召开第六届董事会第四次会议审议通过了《关于公司2014年度非公开发行A股股票预案的议案》，并于2015年2月16日召开2015年第一次临时股东大会表决通过。此次公司非公开发行对象为湖南华信恒源股权投资企业（有限合伙），本次发行前，华信恒源与本公司不存在关联关系。根据该非公开发行股票预案及公司与非公开发行对象签署的非公开发行股票认购协议，公司以不低于5.51元/股的价格非公开发行A股股票，发行数量为300000000股，募集资金总额为165300万元。若公司股票在定价基准日至发行日期间发生派息、送股、资本公积金转增股本等除权除息事项，本次发行数量将进行相应调整。本次非公开发行募集资金总额扣除发行费用后募集资金净额将用于偿还银行贷款、张家界华天城酒店及配套设施建设项目及补充公司酒店业务营运资金。目前公司关于2015年3月20日度非公开发行股票申请已获得中国证监会受理。

若按照发行数量上限计算，此次非公开发行后华天酒店集团股份有限公司比例将由46.03%下降至32.48%，但仍为公司的控股股东。公司实际控制人仍为湖南省国资委。因此，本次交易不会导致公司控制权发生变化。公司资

产负债率将降低至64.88%，银行利息将减少6600多万，从而提高资产收益率及营业利润。未来偿债压力将有效缓解，公司资本结构将得到改善，抗风险能力将得到提升。联合资信将持续关注公司此次非公开发行股票后续状况。

3. 资产出售

公司分别于2015年2月10日召开第六届董事会审议通过《关于转让紫东阁华天大酒店（湖南）有限公司100%股权的议案》、2015年4月16日第六届董事会第七次会议审议通过《关于调整紫东阁华天转让方案的议案》，根据公司轻资产运营的总体部署，公司从酒店业务整体布局考虑，拟以不低于39000万元价格转让公司所持有的紫东阁华天100%股权，意向受让方为湖南乐天睿智投资有限公司，并于2015年5月18日召开2014年度股东大会表决通过《关于调整紫东阁华天转让方案的议案》且予以公告。根据具有证券期货从业资格的瑞华会计师事务所出具的“瑞华湘专审字[2015]43010001号”审计报告，以2015年1月28日为审计基准日，紫东阁华天经审计后的净资产为16491.28万元。根据具有证券期货从业资格的开元资产评估有限公司出具的“开元评报字[2015]1-004号”评估报告，以2015年1月28日为评估基准日，紫东阁华天股权的评估价值为38106.38万元。目前在产权交易所办理招拍挂流程。联合资信将对公司此次资产出售后续进展持续关注。

公司于2015年4月16日召开第六届董事会第七次会议表决通过了《关于转让湖南华天光电惯导技术有限公司（分立后）52%股权的议案》同时公告。湖南华天光电惯导技术有限公司（以下简称“华天光电”）于2000年正式设立，注册资本2000万元。华天酒店集团股份有限公司（以下简称“华天酒店”或“公司”）持有其57%的股份；华天实业控股集团有限公司（以下简称“华天集团”）持有其43%股份。华天光电主要依托国防科技大学“光学陀螺及惯导系

笔债务提供担保。截止公告披露日，浩搏基金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。现王学华对浩搏基金前期履约情况提出异议并提起诉讼。诉讼请求包括：1.要求被告浩搏基金偿还原告借款本金26400万元；2.要求被告浩搏基金按照月利率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金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，浩搏基金已于2014年1月23日前分3次对王学华33107万元债务清偿完毕。

统技术”生产激光陀螺仪。由于自 2013 年以来，华天光电与国防科技大学就现有的技术合作协议继续执行产生分歧；同时，华天光电自主开展的技术攻关进展缓慢，使得华天光电生产基本处于停滞状况，华天光电业绩逐年下滑，已出现亏损，预计在未来也无实质性改善措施。为避免华天光电不利的经营情况给公司带来影响，公司自 2014 年 11 月开始筹划对华天光电进行重组。2014 年 11 月 29 日，公司披露了《关于交易处于筹划阶段的提示性公告》，子公司湖南华天光电惯导技术有限公司本期通过派生分立的方式进行分立，即在湖南华天光电惯导技术有限公司法人资格继续存续情况下，将原公司的土地、房屋及部分机器设备等资产分离后新设一家房地产公司，新设公司名称为湖南华星置业有限责任公司，分立前后股权结构不变。以 2014 年 10 月 31 日为基准日，经审计确认，华天光电分立前总资产为 11466.25 万元、负债总额为 5241.15 万元，净资产为 6225.10 万元；分立后，华天光电（分立后）的总资产为 7831.25 万元、负债总额为 5241.15 万元，净资产为 2590.10 万元；华星置业的总资产为 4768.62 万元、负债总额为 1133.62 万元、净资产为 3635.00 万元。2015 年 3 月 18 日，湖南华星置业有限责任公司已完成工商设立登记，并取得了工商行政管理部门颁发的企业法人营业执照。

九、财务分析

公司提供的 2012~2014 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 2015 年一季度财务报表未经审计。

截至 2014 年底，公司纳入合并范围的二级子公司合计 27 家，新增永州华天城置业有限责任公司，截止 2015 年 3 月底无变化，财务数据可比性较强。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 92.31

亿元，所有者权益合计 18.18 亿元（其中含少数股东权益 2.77 亿元）；2014 年公司实现营业收入 15.14 亿元，利润总额 -0.91 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 92.46 亿元，所有者权益合计 17.66 亿元（其中含少数股东权益 2.74 亿元）；2015 年一季度公司实现营业收入 2.63 亿元，利润总额 -0.59 亿元。

1. 盈利能力

2014 年，公司实现营业收入 15.14 亿元，同比下降 14.97%，公司营业成本合计 7.40 亿元，同比增长 14.48%，营业成本增速高于营业收入增速。主要是国家限制“三公消费”等政策仍持续对公司的主业造成冲击，同时公司加大对房地产业务的投入使得成本上升较快。

2014 年，公司三项期间费用合计 7.90 亿元，占营业收入的 52.20%，同比下降 2.33%，但还是处于高占比；主要以管理费用（占比 41.83%）、财务费用（占比 8.42%）为主，管理费用同比下降 5.09%，其中管理费用主要由职工薪酬（占比 19.22%）、折旧费、摊销费（占比 38.23%）为主；财务费用同比增长 17.99%，主要是本期需支付利息增加所致；公司期间费用仍较高，对公司营业利润形成进一步侵蚀。

2014 年，公司利润总额和净利润分别为 -0.91 亿元、-0.96 亿元，同比分别下降 147.73%、184.62%。

从盈利指标来看，2014 年，受毛利率较高的酒店资产运营业务下降影响，公司营业利润率为 45.45%，同比减少 10.94 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 0.53%、-5.28%。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.63 亿元，同比下降 39.51%；主要是去年本期有房地产收入而本期房地产没有收入未能对营业收入增长作出贡献；公司营业利润率较 2014 年底增加 10.11 个百分点至 55.56%，低于营业收入降幅。

总体来看，公司 2014 年酒店业营业收入与

利润同比减少，地产业给公司利润做出了较大贡献，但由于资产运营业务的收入及利润降幅较大，公司期间费用仍然较高，2014年以来公司持续亏损。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014 年公司经营活动现金流入 13.50 亿元，以销售商品、提供劳务收到的现金为主，同比下降 32.36%，主要系本期资产运营收入大幅下降以及结转 2013 年预收售房款所致；公司经营活动现金流出 12.35 亿元，同比下降 30.71%，主要系本期地产业务投入减少，现金流出减少所致；公司经营活动产生现金净额为 1.16 亿元，同比下降 45.79%。

从收入实现质量来看，2014 年公司现金收入比为 87.16%，同比下降 23.89%，主要是 2014 年结转 2013 年预收售房款所致，公司现金实现质量一般。

从投资活动看，2014 年，公司投资规模有所扩大，投资活动现金流出为 8.31 亿元，主要是自有酒店开发现金流出，投资活动现金流入 0.51 亿元，主要为本期预收子公司紫东阁华天股权转让保证金及押金 5000 万元，而上年同期无此类业务的现金流入，公司投资活动产生现金流量净额为-7.80 亿元，投资活动现金流出远大于现金流入。

从筹资活动来看，2014年，公司筹资活动现金流入为34.77亿元，主要系银行借款融资、中期票据等增加所致；筹资活动现金流出为27.44亿元，主要为偿还银行债务所支付的现金。公司2014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46.31%，为7.33亿元。

2015年1~3月，公司实现经营活动现金流量净额0.07亿元，同比下降96.04%，主要来自本期未有房地产业务销售款以及委托合作开发模式的合作开发款；投资活动现金流量净额-2.57，筹资活动现金流量净额1.40亿元。

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下降。投资活动规模略有扩大但仍维持高位，导致公司对筹资活动净流入依赖加大，如本次公司非公开发行成功，将在一定程度上缓解公司债务筹资压力。

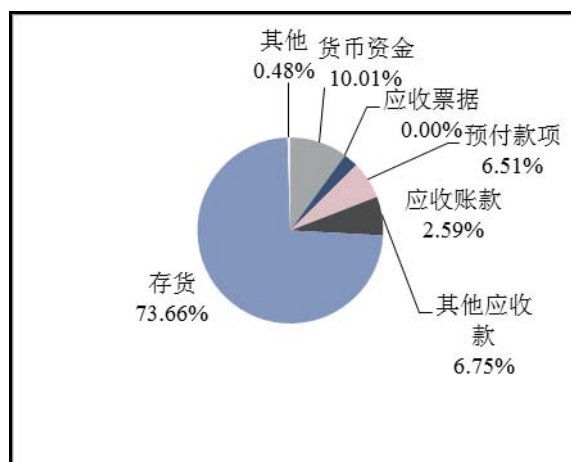
3. 资本及债务结构

资产质量

截至2014年底，公司资产总额为92.31亿元，同比增长14.80%。公司资产构成仍以非流动资产为主，占66.89%。

流动资产方面，截至2014年底，公司流动资产合计30.56亿元，以存货、货币资金、其他应收款及预付款项为主。存货同比增加2.57亿元，占流动资产的73.66%；货币资金为3.06亿元，同比上涨31.28%，其中主要以银行存款为主，比重为97.48%，货币资金中0.07亿元为按揭保证金；其他应收款大幅增加，截至2014年底账面余额为2.56亿元，计提坏账准备0.50亿元，净额为2.06亿元，占流动资产的6.75%，同比上涨92.46%，主要是应收暂付款的增加所致。公司预付款项金额为1.99亿元，主要是预付产权式酒店租金，账龄在2年以内的比重为72.99%。

图1 2014年公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

公司非流动资产主要是固定资产（占比59.28%）、在建工程（占比26.09%）和无形资产

(占比8.16%)。截至2014年底,公司固定资产原值52.19亿元,较上年有所增长。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2014年底,公司固定资产累计折旧15.22亿元,固定资产账面价值为36.97亿元,未计提减值准备。

截至2014年底,公司在建工程15.61亿元,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、华天苑酒店工程和娄底华天酒店工程;公司无形资产5.07亿元,主要为土地使用权。

截至2015年3月底,公司资产总额92.46亿元,其中流动资产占33.33%,非流动资产占66.67%,资产构成与2014年相比变化不大。

总体看,跟踪期内,公司资产保持稳定增长,资产质量良好,主要以非流动资产为主,资产流动性一般。

权益及负债构成

所有者权益方面,截至2014年底,公司所有者权益合计18.18亿元。公司归属于母公司的所有者权益合计15.41亿元,其中实收资本占39.54%,未分配利润占35.70%。总体看,所有者权益结构稳定性一般。

截至2015年3月底,公司所有者权益合计17.66亿元,其中,归属于母公司的所有者权益合计14.92亿元,权益构成较2014年底变化不大。

负债方面,截至2014年底,公司负债合计74.13亿元,同比增长20.72%(高于资产规模增长速度14.80%),主要是非流动负债增加所致。公司负债以流动负债为主(占59.43%),主要是短期借款、应付账款和其他应付款。截至2014年底,公司短期借款13.24亿元,同比增长16.90%,其中包括抵押借款5.20亿元、保证借款2.94亿元(保证借款系华天实业控股有限公司为本公司提供担保)、信用借款5.10亿元;应付账款同比增长16.90%,主要是2014年张家界、娄底华天开业,前期建设、装修等

应付工程款项增加所致;其他应付款同比增长33.57%,主要是2014年张家界、娄底华天开业,前期建设、装修等应付工程款项增加所致。

非流动负债方面,截至2014年底,公司非流动负债以长期借款(占66.09%)和其他非流动负债(占23.28%)为主,其中长期借款19.88亿元,同比有所增长,主要是抵押及保证借款规模扩大所致(期末保证借款均系本公司为子公司提供担保);其他非流动负债7.00亿元是公司于2013年9月5日发行的3亿元中期票据“13华天MTN001”、2014年1月17日发行的3亿元中期票据“14华天MTN001”以及定向票据1亿元。

从债务指标来看,截至2014年底,公司全部债务同比增长19.87%至43.92亿元,由于长期借款增长迅速,公司长期债务增幅较大,同比增长57.56%;资产负债率、全部债务资本化比率均较2014年底进一步上升,分别为80.31%、70.73%;长期债务资本化比率有所上升,为59.65%。

截至2015年3月底,公司负债合计74.80亿元,较2014年底略增,负债构成变化不大;公司全部债务46.16亿元;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较2014年略微上升,分别为80.90%、72.33%和61.74%。

总体来看,跟踪期内,公司债务规模持续扩大,公司债务水平高,债务负担趋重,债务结构不尽合理。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看,截至2014年底,公司流动比率、速动比率同比均有所回升,分别为69.38%、18.28%,但仍处于低水平;经营现金流动负债比下滑至2.63%。截至2015年3月底,公司流动比率和速动比率分别为71.45%和17.53%,较2014年底有所提升,现金类资产/短期债务比率为17.95%。总体看,公司短期偿债能力大幅下滑,短期偿债能力弱,

存在短期支付压力。

从长期偿债能力指标来看，2014年，公司EBITDA利息倍数为0.74倍，同比下降59.12%，全部债务/EBITDA为13.80倍，同比增长122.58%。公司长期偿债能力偏弱。

2014年，公司EBITDA为“13华天MTN001”和“14华天MTN001”总额度6亿元的0.53倍，EBITDA对存续期债券的保护能力较好。2014年，公司经营活动现金流入量为13.50亿元，对存续期债券的保护倍数为2.25倍；经营活动现金流净额对存续期债券的保护倍数为0.19倍。整体看公司对存续债券保护能力一般。

截至2015年3月底，公司无对外担保。

截至2015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45.03亿元，其中未使用额度7.07亿元，公司间接融资渠道有待进一步拓宽。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2015年6月11日，公司无已结清和未结清的不良信贷信息记录。

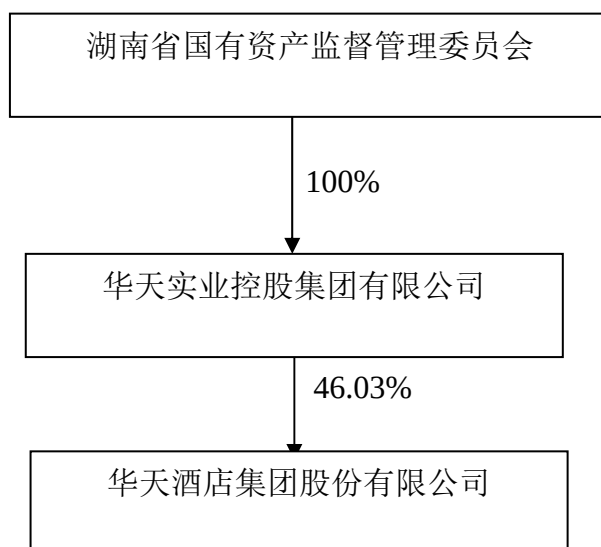
6. 抗风险能力

近年来，公司酒店主业、房地产业务逐步扩张，资产质量良好。然而，目前公司资本性支出相对较大，债务规模持续上升，债务负担重。考虑到公司作为湖南省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。

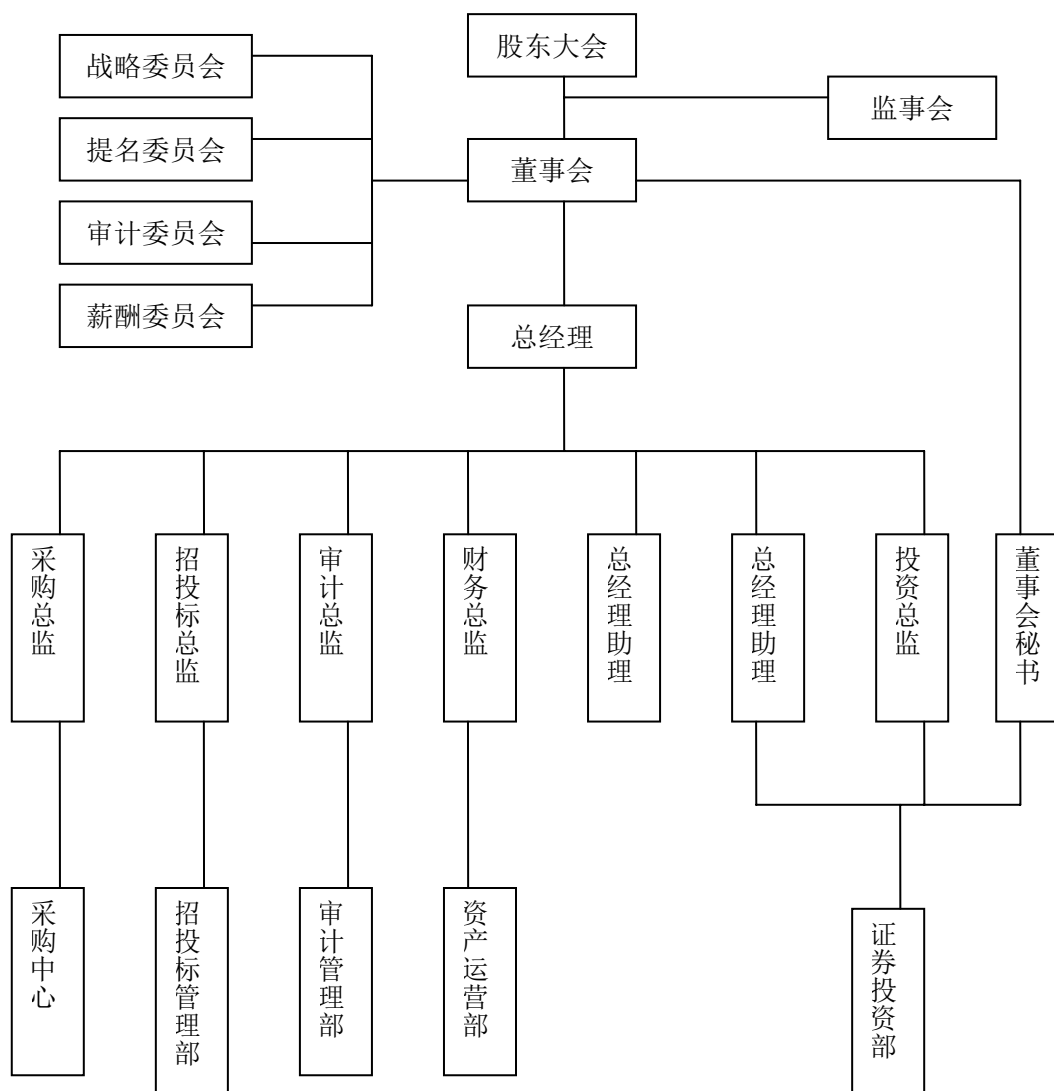
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望调整为负面，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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.49	2.33	2.99	1.96
资产总额(亿元)	67.12	80.40	92.31	92.46
所有者权益(亿元)	18.00	19.00	18.18	17.66
短期债务(亿元)	13.06	19.58	17.05	17.66
长期债务(亿元)	16.43	17.06	26.87	28.50
全部债务(亿元)	29.49	36.64	43.92	46.16
营业收入(亿元)	16.45	17.81	15.14	2.63
利润总额(亿元)	1.75	1.90	-0.91	-0.59
EBITDA(亿元)	5.51	5.91	3.18	--
经营性净现金流(亿元)	4.02	2.14	1.16	0.07
财务指标				
销售债权周转次数(次)	21.77	21.91	19.49	--
存货周转次数(次)	0.93	0.47	0.35	--
总资产周转次数(次)	0.27	0.24	0.18	--
现金收入比(%)	97.78	111.05	87.16	102.46
营业利润率(%)	54.08	56.39	45.45	55.56
总资本收益率(%)	4.65	4.08	0.53	--
净资产收益率(%)	6.47	5.86	-5.28	--
长期债务资本化比率(%)	47.72	47.31	59.65	61.74
全部债务资本化比率(%)	62.10	65.85	70.73	72.33
资产负债率(%)	73.19	76.37	80.31	80.90
流动比率(%)	42.97	62.34	69.38	71.45
速动比率(%)	17.77	15.95	18.28	17.53
经营现金流动负债比(%)	13.00	4.98	2.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.20	1.81	0.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.35	6.20	13.80	--

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/营业收入×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