跟踪评级公告

联合[2016] 1296 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

二零一六年七月七日

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中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁻　　评级展望：稳定

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：2016 年 7 月 7 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	2.29	2.99	7.26	4.80
资产总额(亿元)	80.40	92.31	95.23	93.17
所有者权益(亿元)	19.00	18.18	34.08	33.26
短期债务(亿元)	19.58	17.05	18.61	17.29
全部债务(亿元)	36.64	43.92	35.21	35.15
营业收入(亿元)	17.81	15.14	11.95	2.28
利润总额 (亿元)	1.90	-0.91	0.06	-0.82
EBITDA(亿元)	5.91	3.18	4.26	--
经营性净现金流(亿元)	2.14	1.16	1.83	0.02
营业利润率(%)	56.39	45.45	48.20	52.65
净资产收益率(%)	5.86	-5.28	-1.03	--
资产负债率(%)	76.37	80.31	64.21	64.30
全部债务资本化比率(%)	65.85	70.73	50.81	51.38
流动比率(%)	62.34	69.38	82.94	83.31
全部债务/EBITDA(倍)	6.20	13.80	8.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.15	0.93	1.09	--
经营现金流动负债比(%)	4.98	2.63	4.38	--

注：2016 年一季度财务数据未经审计；2013 年短期债务及相关指标包含其他流动负债中的委托债权融资；2015 年及 2016 年一季度长期债务及相关指标包含长期应付款的融资租赁款；长期债务及相关指标包含其他非流动负债中的中期票据和私募债。

分析师

刘嘉敏　王 晴

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酒店上市公司，在酒店经营规模和品牌知名度等方面具有显著优势。跟踪期内，公司完成非公开发行股票，营运资金得以充实。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”政策的影响，公司酒店服务业务收入持续下滑、商业地产去化压力较大以及期间费用对利润水平侵蚀严重等因素可能对其信用水平产生的不利影响。

未来，随着公司旗下酒店业务的不断发展和创新转型、以酒店为核心的商业综合体逐步开发、资产运营力度的加大，公司整体经营实力有望得到提升。

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，区域行业地位突出。
2. 公司创新经营模式，逐步开展资产运营业务，盘活酒店资产，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. 2015 年 11 月，公司引进战略投资者并完成非公开发行股票，募集资金 16.38 亿元，营运资金得以充实，债务压力有所缓解。

关注

1. 跟踪期内，作为公司主要收入来源的酒店服务业务受政府抑制“三公消费”政策影响，收入持续下降，短期内难以明显改善。
2. 公司主要房地产项目销售接近尾盘，在建项目工期较长，未来房地产业务收入或将进一步下滑，部分商业地产项目去化压力

较大。

3. 跟踪期内，公司主业亏损，期间费用对利润侵蚀严重，利润主要来自股权出售获利，整体盈利能力弱。
4. 公司债务结构不尽合理，存在一定的短期支付压力。
5. 跟踪期内，以开发成本为主的存货占比较大，存在一定周转压力，对资金形成一定程度占用，资产流动性较弱。

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2016年3月底，公司注册资本为101892.6万元人民币。

截至2016年3月底，公司控股股东华天集团持有华天酒店32.48%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2016年3月底，公司拥有全资子公司15家、控股子公司16家。

截至2015年底，公司（合并）资产总额95.23亿元，所有者权益合计34.08亿元（其中含少数股东权益2.18亿元）；2015年公司实现营业收入11.95亿元，利润总额0.06亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额93.17亿元，所有者权益合计33.26亿元（其中含少数股东权益1.93亿元）；2016年1~3月，公司实现营业收入2.28亿元，利润总额-0.82亿元。

公司注册地址：长沙市解放东路300号；法定代表人：陈纪明。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提

高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年末，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长6.5%～7.0%，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

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。根据《2014年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12803家，其中有12037家经营情况数据通过省级旅游行政管理部门审核，完成率为94.02%。根据填报的财务数据显示：2014年度，全国11180家星级饭店营业收入总计2151.45亿元，同比下降1.93%。其中餐饮收入为884.89亿元，占营业收入的41.13%；客房收入为936.53亿元，占营业收入的43.53%。在11180家星级饭店中：五星级饭店745家；四星级饭店2373家；三星级饭店5406家，二星级饭店2557家，一星级饭店99家。全国2014年度星级饭店平均房价为334.80元/间夜，平均出租率为54.00%。根据《2015年第四季度全国星级饭店统计公报》数据显示，2015年第四季度，国家旅游局星级饭店统计管理系统中有12776家星级饭店，其中11970家经营情况数据通过省级旅游主管部门审核，完成率为93.69%。2015年第四季度，星级饭店平均房价为343.51元/间夜，平均出租率为55.59%，出租率较上年同期小幅下降0.46个百分点。

总体看，中国酒店行业近年来开始下滑，供给已呈现相对过剩局面，行业竞争较为激烈。

酒店业对外部宏观经济以及突发事件敏感，波动性较大。2013年上半年开始，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。联合资信关注到，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。

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，政府抑制“三公消费”政策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）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 420 家，营业收入总额 76.27 亿元，其中餐饮收入占 39.28%，客房收入占 34.82%，均低于 2014 年全国平均水平；平均房价 250.56 元/间夜，平均出租率 67.73%，高于全国平均水平 13.73 个百分点。2014 年，各星级饭店平均出租率位列全国第一；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。《2015 年第四季度全国星级饭店统计公报》显示，2015 年第四季度，湖南省平均出租率位居全国第二，上海最高为 67.60%，长沙市平均出租率位居全国第一，可供出租客房收入高于平均水平。

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大酒店紧紧相逼，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。

3． 区域经济环境

根据《湖南省2015年国民经济和社会发展统计公报》的信息显示，2015年全省实现地区生产总值（GDP）29047.2亿元，比上年增长8.6%。其中，第一产业增加值3331.6亿元，增长3.6%；第二产业增加值12955.4亿元，增长7.4%；第三产业增加值12760.2亿元，增长11.2%。按常住人口计算，人均地区生产总值42968元，增长7.9%。

2015年湖南省全省接待国内旅游者4.7亿人次，比上年增长14.9%；接待入境旅游者226.1万人次，增长3.0%。实现旅游总收入3712.9亿元，增长21.7%。其中，国内旅游收入3660.0亿元，增长21.9%；国际旅游外汇收入8.6亿美元，增长7.2%。

总体看，湖南省旅游资源丰富，经济呈良

好发展态势，旅游酒店行业发展稳定，整体经济实力较强，为公司经营发展提供了有利的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 3 月底，公司控股股东华天集团持有华天酒店 32.48%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”。2014 年先后荣获“2014 年中国年度最佳区域品牌”、“湖南省旅游星级酒店优秀品牌奖”、“湖南省宾客最满意酒店”等荣誉称号；2015 年，公司连续第三次荣获中国饭店业“金星奖”和“年度优秀会议酒店”，被中外酒店杂志评选为“中国十大经典酒店”，获得“湖南省旅游星级饭店优秀品牌奖”和第二届“湖南饭店金星奖”。

截至 2016 年 3 月底，公司自营 14 家高星级酒店，拥有托管酒店 43 家（包括 21 家高星级酒店和 2 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。

六、管理分析

跟踪期内，公司对董事会、监事会等进行改选，截至2016年7月6日，公司董事会共有董事9人，其中独立董事5人；监事会共有监事5人，其中职工监事2人，股东监事3人。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。2015年营业收入11.95亿元，同比下降21.12%，主要是受政府抑制“三公消费”以及房地产项目销售接近尾盘的影响，公司酒店服务业务、房地产业务收入均同比下滑。2016年1～3月，公司实现营业收入2.28亿元，同比下降13.08%。

从业务构成来看，酒店服务业是公司的主要收入来源，但受政府抑制“三公消费”等因素的持续制约，高端政务接待受到影响，2015年酒店服务收入同比下降5.91%；房地产业务受张家界华天城一期项目地产销售接近尾盘的影响，收入同比大幅下降40.98%；2015年，公司转让湖南华天光电惯导技术有限公司（以下简称“华天光电”）52%股权，导致光电产品不再纳入合并范围；2015年，公司无新增的资产运营业务，收入主要来自湖南国际金融大厦有限公司（潇湘华天项目）部分回购再售。2016年1～3月，公司房地产业务及资产运营业务未实现收入，收入同比下滑。

表 1　2015 年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
A.酒店服务	103971.01	68.66%	59.47%	97822.28	81.89%	59.65%	22784.98	99.78%	58.18%
餐饮	44493.23	29.38%	40.98%	40088.63	33.56%	41.35%	9432.49	41.31%	41.04%

娱乐	6708.00	4.43%	67.90%	5811.02	4.86%	68.62%	1644.40	7.20%	69.90%
客房	44276.17	29.24%	72.66%	43718.66	36.60%	70.21%	10014.48	43.86%	70.77%
其他	8493.61	5.61%	80.86%	8203.97	6.87%	85.02%	1693.61	7.42%	67.78%
B.房地产	35669.07	23.55%	17.81%	21050.5	17.62%	29.31%	--	--	--
C.光电产品	731.06	0.48%	56.25%	--	--	--	--	--	--
D.资产运营业	413.11	0.27%	64.11%	403.07	0.34%	57.83%	--	--	--
E.其他	10653.20	7.03%	97.07%	183.62	0.15%	-9.96%	50.03	0.22%	79.47%
合计	**151437.45**	**100.00%**	**52.30%**	**119459.47**	**100.00%**	**54.19%**	**22835.01**	**100.00%**	**58.23%**

资料来源：公司提供

从毛利率来看，酒店服务业毛利率基本维持稳定，2015 年为 59.65%；房地产业务毛利率为 29.31%，同比上升 11.50 个百分点，推动整体毛利率提升；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；其他业务毛利率为-9.96%，主要是由于湘菜、物流处于转型期，仅有零星收入所致。2015 年，毛利率为 54.19%；2016 年 1～3 月，公司毛利率有所上升，为 58.23%。

2. 酒店服务

跟踪期内，酒店业务仍是公司收入和利润的重要来源，2015年占公司主营业务收入的81.89%，占比较2014年大幅上升8.50个百分点，主要是由于公司转让华天光电股权，导致光电产品不再纳入主营业务范围，酒店业务收入比重相应上升。2013年以来，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，2015年酒店业务收入为9.78亿元，同比下降5.91%，毛利率为59.65%，较2014年变化不大；酒店业务中，餐饮、客房以及娱乐板块均呈现不同程度下滑，餐饮和客房收入仍为酒店业务的主要来源，2015年分别占酒店收入的44.69%和40.98%。

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。跟踪期内，公司转让公司所持有的紫东阁华天大酒店（湖南）有限公司（以下简称“紫东阁华天”）100%股权，自营酒店较2014年减少一家；截至2016年3月底，公司形成了拥有14家自营高星级酒店，承包、托管、加盟、特许经营48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
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
张家界华天大酒店	5	379	2014 年	商务客人

资料来源：公司提供

2015年，公司自营五星级、四星级酒店接待游客人次分别同比增长26.04%、18.18%，五星级酒店入住率同比小幅下降1.24个百分点，四星级酒店入住率同比小幅上升1.25个百分点，五星级酒店平均房价同比上升24.02%，四星级酒店平均房价小幅下降0.86%。2016年一季度，公司自营五星级酒店、四星级酒店接待游客人数以及入住率较上年同期均有不同程度上升，五星级酒店和四星级酒店平均房价分别较去年同

期下调12.65%和7.88%。

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）		4348	1254
接待游客（万人次）	2013 年	376.87	239.67
	2014 年	288	220
	2015 年	363	260
	2016 年 1～3 月	90.9	49.39
入住率（%）	2013 年	53.12	65.60
	2014 年	47.49	56.07
	2015 年	46.25	57.32
	2016 年 1～3 月	47.81	58.79
平均房价（元/间/夜）	2013 年	520.61	420.62
	2014 年	459.59	384.3
	2015 年	570	381
	2016 年 1～3 月	400.74	371.15

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司托管和承包酒店经营模式未发生变化，截至2016年3月底，托管酒店为43家，承包酒店为5家，托管酒店数量较2014年底减少5家，承包酒店数量未发生变化，仍由下属子公司湖南华天国际酒店管理有限公司（以下简称“华天国际”）运营。总体看，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，公司营业收入持续下滑。

3. 资产运营业务

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年转化为资产运营业务模式。产权式酒店是指公司在合约期满分期购回酒店产权，截至2016年3月底，产权式酒店仅有以前年度出售的益阳华天置业有限公司（以下简称“益阳华天项目”）、湖南国际金融大厦有限公司（以下简称“潇湘华天项目”）尚未全部回购完成，公司近年来未开展新的产权式酒店运营业务。截至2016年3月底，益阳华天项目和潇湘华天项目分别完成了78.2%、42%，剩余回购资金已计入“长期应付款”。

2013年，公司新增“酒店资产的运营与管理”的主营业务范围，实现了对售后租回业务向酒店资产运营业务的转化。售后租回业务与资产运营业务运营模式基本一致，即将部分酒店房产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。会计处理方面，售后租回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合并层面[1]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。

跟踪期内，公司资产运营业务规模较小，2014年，公司资产运营业务为潇湘华天项目部分回购再售，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；2015年，公司资产运营业务为潇湘华天项目部分回购再售，出售面积251.92平方米，实现销售收入403.07万元，净利润186.33万元。

2016年4月，公司第六届董事会第十九次会议审议通过了《关于银城华天大酒店资产出售的议案》，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12000万元价格出售公司全资子公司益阳市资阳商贸投资开发有限公司（以下简称“资阳商贸”）旗下银城华天大酒店资产，包括银城华天大酒店建筑物（23272.7平米）、机器设备、低值易耗品，

[1]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。

不包括酒店材料、商品等存货。意向受让方为益阳晨晖资产投资管理有限公司(以下简称“益阳晨晖”)。银城华天大酒店资产出售后，意向受让方同意将本次出售的标的物酒店部分租赁给银城华天经营酒店并签署租赁协议，租赁经营标的物的范围为：银城华天地下室969.9平方、1楼大堂及1楼电梯厅处共约300平方米、3至17楼约14346.2平米、机房88.7平方米、合计约15704.8平方米。该物业租赁期限为18年，合计租金人民币3850万元。付款方式由意向受让方支付现金600万元，冲抵往来款7550万元，冲抵银城华天上述18年租赁租金3850万元。本次资产出售预计可实现收入不低于12000万元，扣除所得税影响对公司未来净利润影响约为1000万元，公司获得现金600万元。本次资产出售需通过产权交易所的公开招拍挂程序实施，交易尚存在一定不确定性。

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，近年来公司资产运营业务推进缓慢，持续性较差且存在一定不确定性，未来随着资产运营业务的开展，公司可能会出现待出售酒店数量储备不足以及交易不畅等不利影响。

4. 房地产业务

2015年，公司房地产业务实现收入2.11亿元，同比下降40.98%，主要是由于张家界华天城一期项目2014年热销，公司当期房地产业务同比大幅增长，2015年张家界华天城一期进入销售末期，收入减少所致。2015年，公司房地产业务毛利率增加11.5个百分点至29.31%，主要是由于2014年收入主要以住宅销售为主，2015年张家界置业房产收入主要来源是销售商铺及公寓，价格高于住宅，导致毛利率上升。

宁乡灰汤温泉华天城项目

宁乡灰汤温泉华天城项目（省重点项目）是公司目前最大的投资项目，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，规划分三期建设，开发周期为5年。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12月底累计实现收入2.19亿元；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0.50亿元。群众体育绿地公园工程方面，公司根据宁乡县国土局和发改局下发的《关于灰汤华天城体育绿地公园项目不得未批擅自建高尔夫球场的函》停止建设，后宁乡县政府考虑要将灰汤温泉打造成为知名的温泉度假胜地，向国家发改委申请建设国际标准的高尔夫球场，自2012年5月至今尚在审批过程中，该项目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。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责任公司（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0.22亿元，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2016年3月底，一期低密度住宅销售基本完成，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。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。

表 4　截至 2016 年 3 月底公司主要在建投资项目（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至 2016 年 3 月底已完成投资	截至 2016 年 3 月底建设进度	截至 2016 年 3 月底销售进度
湖南灰汤温泉华天旅游产业中心（华天城）	40.00	21.55	酒店及低密度部分已全部建设完成；未投资部分为房地产部分由合作开发方出资完成	16 栋低密度已销售 12 栋，完成销售 60%
张家界华天旅游产业中心项目	25.50	14.32	第一期酒店及商业地产已全部完工，酒店已开业；未投入部分主要为房地产部分，目前暂未拿地开工	84%
邵阳华天城项目	15.00	3.81	酒店建设已完成并开业，房地产部分由合作开发方出资，目前未拿地开工	--
北京金方华天	10.10	9.30	92%	--
银城华天项目	3.40	3.30	100%	59%
永州华天城	10.00	1.90	19%，酒店部分由公司自建，房地产部分由合作开发方出资拿地及建设	--
娄底华天城	20.00	4.75	酒店已全部完工，并开业，房地产部分未开工，由合作开发方出资建设	--
合 计	**124.00**	**58.93**	--	--

资料来源：公司提供

张家界华天城项目

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责任公司进行开发。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责任公司。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年底，房地产累计实现销售收入52720.57万元，项目一期分为酒店、商场、住宅、商业街，其中酒店主体已完工，于2014年底开业，房间陆续对外运营，装修已完成60%；大剧院地下室完成90%，主体未开工；商场主体已完工，待内部装修设计方案确定后启动；住宅主体已完工，正在进行楼盘综合验收前的准备工作，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，楼盘去化率仅36.75%。项目二期正在与各相关方洽谈合作事宜，待确认后启动。

总体看，张家界华天城住宅项目销售较好，为公司近两年房地产业务主要收入来源，随着一期住宅项目销售接近尾盘，二期尚未启动开发，公司未来房地产收入可能进一步下滑，张家界华天城商业地产板块面临一定去化压力。

邵阳华天城项目

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。项目计划将以华天竞购的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。该项目位于新邵县酿溪镇蔡锷北路，建筑面积近7万平方米，计划总投资15亿元，截至2016年3月底，已投资3.81亿元，尚需投资11.19亿元，通过自筹（50%）与贷款（50%）相结合的方式进行筹资。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；公司正在进行新增200亩用地的征收拆迁及规划设计、合作开发洽谈中。

北京金方华天项目

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，将其余建筑面积盖总成高星级商务酒店，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2016年3月底，北京金方华天项目已投资9.30亿元，尚需投资0.80亿元。

银城华天项目

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3.4亿元，其中自筹2.62亿元，自筹资金来源为总部下划和本身项目资金滚动开发，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12月底，益阳华天预售已完成54%；1、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，晨晖公司整体合作价款1.45亿。

永州华天城项目

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。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。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，总包施工单位经公开招投标确定，因市场变化，酒店规划设计方案进行了局部调整，目前正在调整规划许可证。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、建设规划许可证，正在办理施工许可证。

娄底华天城项目

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。娄底华天城一期酒店于2014年8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隆重举行。截至2016年3月底实现收入634.03万元，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2016年3月底，公司主要项目总投资124.00亿元，已完成投资合计为58.93亿元。随着开展各地华天城等重大项目建设，公司投资规模较大，考虑到非公开发行成功，同时后续开发项目多采取合作开发模式，公司对外筹资压力有所缓解。同时，联合资信也注意到，商业地产板块存在一定去化压力，宁乡灰汤温泉华天城项目整体投资规模大，建设周期长，盈利存在一定不确定性。

5. 经营效率

从经营效率看，跟踪期内公司营业收入以及营业成本进一步下滑，导致销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转效率进一步下滑，2015 年上述指标分别为 13.25 次、0.25 次、0.13 次，同比分别减少 6.24 个、0.10 个和 0.05 个百分点。总体看，公司经营效率较低。

6. 未来发展

未来，公司将以混改为契机，充分发挥国有资本优势，同时让民营资本充分发挥市场化的运营机制和管理手段，进一步提高公司运营效率和市场竞争力。经营方面，公司将保持自营酒店和托管酒店稳步拓展速度，加大房地产板块去库存，继续开展资产运营，积极开展产业转型升级，探索主业延伸和“互联网+”等新行业给公司带来的新机，挖潜增效提高公司各类项目投资收益，进一步提升公司在酒店及餐饮服务、房地产开发、资产运营等方面的核心竞争能力，实现公司价值最大化。

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9月底，公司和华天集团已支付浩搏基业5.07亿元，浩搏基业债务余额3887万元。2015年12月，公司第六次临时股东大会决议通过，公司对浩搏基业财务资助展期1年，金额为1.56亿元，用于浩搏基业清偿其部分负债，以迅速推动金方大厦的销售工作和该项目的后期开发。

截至本报告出具日，浩搏基业相关诉讼[2]已完成终审判决。浩搏基业名下资产金方大厦抵押、冻结、查封已基本完成解除，房产销售预计2016年12月份启动。

2. 非公开发行股票

经中国证监会《关于核准华天酒店集团股份有限公司非公开发行股票的批复》(证监许可[2015]2384号）核准，公司获准非公开发行3亿股新股，发行价格为5.51元/股，募集资金总额为165300万元，认购方为湖南华信恒源股权投资企业（有限合伙)。扣除相关发行费用后，募集资金净额为163782.9万元，已于2015年11月5日到账。此次非公开发行募集资金净额用于偿还银行贷款、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。

此次非公开发行股票完成后，华天集团持股比例由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。

3.股权出售

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（以下简称“乐天睿智”），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。2015 年 7 月，乐天睿智与公司签订了产权交易合同，股权转让价格为 39000 万元，同时公司所欠紫东阁华天债务 21199 万元由乐天睿智承接，乐天睿智须支付公司现金 17801 万元，公司将剩余转让款计入其他应收款。截至 2015 年底，公司已收到乐天睿智转让款 1.33 亿元，转让价格与处置日紫东阁华天净资产份额之间的差额确认投资收益 2.38 亿元。因此次股权转让，紫东阁华天不再纳入公司合并报表范围，不再参与紫东阁华天相关经营，截至本报告出具日，股权转让款已全部收回。

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。华天酒店持有其 57%的股份，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

[2]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。2013 年，王学华向江苏高院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 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。江苏高院于 2014 年 9 月对本案作出一审判决，判决内容如下：（1）浩搏公司于本判决发生法律效力之日起 10 日内向王学华支付借款利息 6827.881655 万元；（2）华天酒店、华天集团对浩搏公司的上述第一项债务承担连带清偿责任，华天酒店、华天集团在承担连带清偿责任后，有权向浩搏公司追偿；（3）驳回王学华的其他诉讼请求。公司、华天集团、北京浩搏不服江苏高院一审判决，于 2014 年 10 月向最高人民法院提起上诉，最高人民法院于 2015 年 5 月对本案作出终审判决，判决驳回上诉，维持原判。本案终审判决后，南京市中级人民法院于 2016 年 1 月 13 日扣划华天集团银行存款 7086 万元，并于 2016 年 1 月 15 日解除了对华天集团所持 3155 万股华天酒店股票的冻结。

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》，华天光电通过派生分立的方式进行分立，即在华天光电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。

2015 年 10 月，湖南高地光电科技发展有限公司（以下简称“高地光电”）就华天光电的 52%股权与公司签订了《产权交易合同》，公司所持有的 52%股权及人民币 348.05 万元债权的转让价格为 1785.99 万元；转让价格与处置日华天光电净资产份额之间的差额确认投资收益 127.18 万元，公司对剩余 5%的股权按照处置日的公允价值进行重新计量确认投资收益 88.26 万元。因此次股权转让，华天光电不再纳入公司合并报表范围，公司对其持股 5%，截至本报告出具日，股权转让款尚有 1050 万元未收回，计入其他应收款。

九、募集资金使用情况

公司分别于2013年9月及2014年1月发行了“13华天MTN001”及“14华天MTN001”，发行额度均为3亿元，期限均为3年。截至目前，公司募集资金已全部按规定用途使用完毕。

十、财务分析

公司提供的 2015 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 2016 年一季度财务报表未经审计。

截至2015年底，公司纳入合并范围二级子公司合计26家，较2014年底减少1家二级子公司，系公司转让紫东阁华天100%股权，不再纳入合并范围。截至2016年3月底，公司纳入合并范围较2015年底无变化。

截至2015年底，公司（合并）资产总额95.23亿元，所有者权益合计34.08亿元（其中含少数股东权益2.18亿元）；2015年公司实现营业收入11.95亿元，利润总额0.06亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额93.17亿元，所有者权益合计33.26亿元（其中含少数股东权益1.93亿元）；2016年1~3月，公司实现营业收入2.28亿元，利润总额-0.82亿元。

1. 盈利能力

受国家限制“三公消费”等政策的影响，公司营业收入持续下降，2015 年公司酒店公寓未实现销售，致使当期实现营业收入 11.95 亿元，同比下降 21.12%，公司营业成本合计 5.46 亿元，同比下降 26.16%，营业成本减速高于营业收入减速 5.00 个百分点。

2015年，公司三项期间费用合计7.83亿元，同比波动较小，公司期间费用主要由管理费用（占比79.75%）和财务费用（占比17.18%）构成，公司资产主要以酒店资产为主，每年形成的折旧费用以及职工薪酬计入管理费用，对公司利润形成较大侵蚀，2015年，公司三项期间费用合计占营业收入比重为65.53%，同比上升13.34个百分点。

非经常性损益方面，2015年，公司取得投

资收益2.40亿元，主要是由于公司当期转让紫东阁华天100%股权所致，持续性较差，公司投资收益为当期营业利润的16.28倍；当期公司营业外收入为0.29亿元，同比减少0.44亿元，主要为公司收到的政府补助0.26亿元，为子公司张家界华天城置业有限责任公司收到湖南省张家界市财政局下发的产业扶持补助资金。

2015年，受益于公司出售紫东阁华天产生投资收益2.30亿元，公司利润总额由2014年的-0.91亿元上升至0.06亿元，净利润仍出现-0.35亿元亏损，考虑到公司酒店资产折旧费用以及职工薪酬对利润形成较大侵蚀，且股权出售产生的投资收益不具备持续性，公司盈利能力仍较差。

从盈利指标来看，2015年，公司营业利润率和总资本收益率均有一定增长，分别为48.20%和1.36%，分别同比上升2.75个和0.89个百分点；净资产收益率为-1.03%。

2016年1～3月，公司实现营业收入2.28亿元，同比下降13.08%；主要是公司当期房地产业务以及资产运营业务未实现收入所致；公司当期投资收益为-21.67万元，主要是联营企业湖南银河金谷商务服务有限公司本期亏损，受期间费用的严重侵蚀，公司营业利润出现亏损为-0.82亿元，较去年同期亏损加大（2015年一季度营业利润为-0.59亿元），公司营业利润率较2015年增加4.45个百分点至52.65%。

总体来看，跟踪期内，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持续下滑，资产运营业务不确定性较高，折旧费用对公司利润形成较大侵蚀，公司利润主要来源于出售股权带来的投资收益，持续性较弱，公司整体盈利能力弱。

2. 现金流及保障

2015 年，公司经营活动现金流入量为 11.55 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金，2015 年同比下降 14.43%，主要系当期资产运营收入较少所致；同期公司经营活动现金流出为 9.72 亿元，同比下降 21.25%，主要系地产业务投入减少，现金流出减少所致。公司主营的酒店业务收入现金回流情况良好，但房地产业务受开发进度以及收入确认影响，收现质量有一定波动性，2015 年现金收入比同比上升 5.81 个百分点至 92.97%。2015 年，公司经营活动现金流量净额 1.83 亿元。

从投资活动来看，2015 年，公司投资活动产生的现金流出规模有所收缩，为 4.41 亿元，主要为自有酒店开发现金流出；2015 年，公司投资活动现金流入主要为处置子公司及其他单位收到的现金净额 1.38 亿元，为公司出售紫东阁华天股权收到的现金。2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-2.94 亿元。

2015 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-1.11 亿元，经营活动产生的现金流量净额未能覆盖当年投资支出，且存在一定规模资本性支出，需要依靠外部筹资以满足投资支出。

从筹资活动来看，2015年，公司筹资活动现金流入为35.95亿元，主要系吸收投资收到的现金和取得借款收到的现金，分别为16.38亿元和17.47亿元；筹资活动现金流出为30.56亿元，主要为偿还债务支付的现金。2015年，筹资活动现金流量净额为5.38亿元。

2016 年 1～3 月，受公司主营收入减少所致，公司经营活动现金流入量与流出量分部同比下降 4.84%和 3.15%，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.02 亿元；同期，公司投资活动现金净流出为购建固定资产、无形资产等支付的现金 1.60 亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为-0.89 亿元。

综合来看，公司经营活动现金流入规模较大，但收入实现质量受房地产业务进度的影响存在一定波动性，近年来公司资本性支出规模有一定收缩，公司仍存在一定对外融资需求。

3. 资本及债务结构

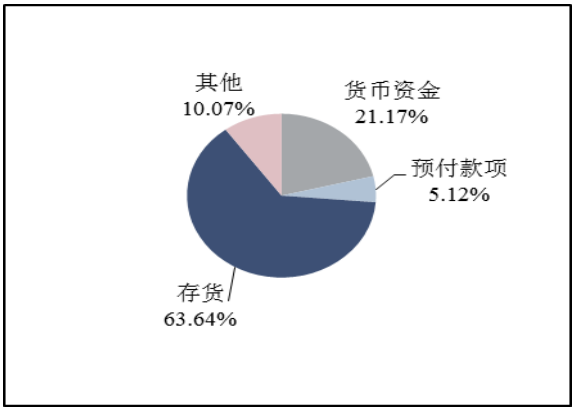
资产质量

跟踪期内，公司资产总额逐步上升，截至

2015 年底，公司资产总额 95.23 亿元，同比增长 3.17%，其中流动资产占比 36.42%，非流动资产占比为 63.58%，较 2014 年底下降 3.31 个百分点，公司资产构成仍以非流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 34.68 亿元，同比增长 13.48%，主要以货币资金（占 21.17%）、其他应收款（占 6.76%）和存货（占 63.64%）构成。

图 1　2015 年公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至2015年底，公司货币资金为7.34亿元，同比增长140.02%，主要是由于公司非公开发行完成货币资金增加所致，货币资金以银行存款为主，为7.26亿元（占比98.85%），另外还包括库存现金22.16万元、其他货币资金822.25万元（主要系子公司出售商品房办理银行按揭贷款时存入的按揭保证金）。

公司应收账款主要为应收酒店托管费及酒店消费款，规模较小；截至2015年底，公司应收账款为1.01亿元，同比增长27.80%；从账龄分析情况来看，截至2015年底，公司应收账款账龄在一年以内的占71.22%、1～2年的占14.27%，其余账龄均为2年以上，账龄较短；从金额前五名欠款单位来看，前五名欠款单位账面余额合计占应收账款21.08%，集中度一般；公司累计计提坏账准备0.11亿元。总体看，公司应收账款规模较小且质量较好。

截至 2015 年底，公司预付款项为 1.78 亿，同比下降 10.80%，公司预付款项主要为预付产权式酒店租金。截至 2015 年底，预付产权式酒店租金为 1.29 亿元；从账龄情况看，账龄在 1 年以内的占 6.04%、1～2 年的占 38.65%，2～3 年的占 35.17%，其余为 3 年以上，账龄偏长；从金额前五名情况来看，前五名预付款账面余额合计占预付款项的 17.04%，集中度低。

截至 2015 年底，公司其他应收款账面余额 2.98 亿元，主要为应收暂付款[3]2.51 亿元（占比 84.00%）。从账龄情况来看，账龄在 1 年以内的占 26.90%、1～2 年的占 56.31%，其余均为 2 年以上，账龄适中；从金额前五名情况来看，前五名其他应收款合计占其他应收款期末余额的 64.01%，集中度较高；公司累计计提坏账准备 0.64 亿元。

截至 2015 年底，公司存货 22.07 亿元，同比小幅下降 1.94%，占公司流动资产的 63.64%，是流动资产的主要构成部分。公司存货主要为房地产业务的开发成本（占 81.31%）及开发产品（占 17.27%）。公司各房产项目均采用“酒店+地产”的开发模式，未计提存货跌价准备，公司房地产项目有一定去化压力，存在一定存货跌价风险。

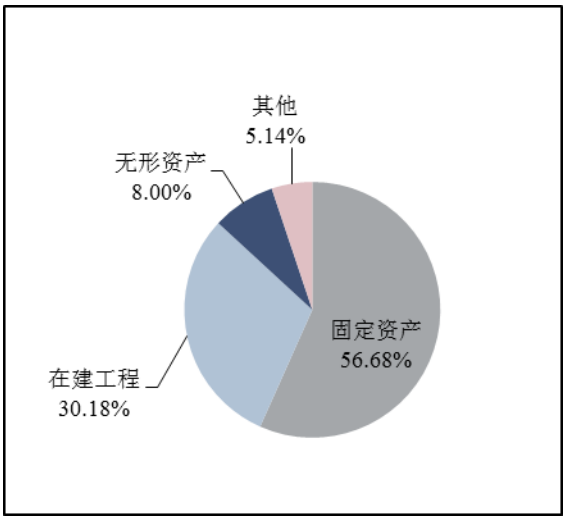
非流动资产

截至 2015 年底，非流动资产为 60.55 亿元，同比小幅下降 1.93%，以固定资产（占 56.68%）、在建工程（占 30.18%）和无形资产（占 8.00%）为主。

截至 2015 年底，公司固定资产账面余额 49.81 亿元，同比减少 2.37 亿元，主要是合并范围内减少紫东阁华天大酒店（湖南）有限公司所致，公司固定资产主要为下属酒店资产（房屋及建筑物占 79.09%；机器设备占 12.55%），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 2015 年底，公司固定资产累计计提折旧 15.49 亿元，账面价值为 36.97 亿元。

[3]此处应收暂付款主要包括收购保证金和财务资助款、官司补偿款、股权出售款等。

图 2　2015 年公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

随着灰汤温泉酒店工程和张家界华天酒店工程的持续投入，公司在建工程进一步增长，截至 2015 年底，公司在建工程 18.27 亿元，同比增长 17.06%，主要为灰汤温泉酒店（7.03 亿元）、灰汤体育公园（5.26 亿元）、张家界华天酒店工程（3.76 亿元）等项目。截至 2015 年底，公司无形资产为 4.85 亿元，同比下降 4.35%。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 93.17 亿元，较 2015 年底同比下降 2.17%，主要系货币资金下降所致；其中公司其他应收款为 2.72 亿元，较 2015 年底增长 16.11%；固定资产为 33.87 亿元，较 2015 年底小幅下降 1.31%，其他科目变动不大。

总体看，公司资产主要以酒店资产为主，资产质量优良；以开发成本为主的存货占比较大，存在一定周转压力，对资金形成一定程度占用，资产流动性较弱。

负债及所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益为 34.08 亿元，主要系公司 2015 年非公开发行完成，实收资本增加至 10.19 亿元，同时资本公积大幅增长至 14.53 亿元。截至 2015 年底，公司所有者权益构成主要以实收资本（占 29.90%）、资本公积（占 42.63%）、未分配利润（占 19.17%）及少数股东权益（占 6.41%）为主。截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 33.26 亿元，较上年底变动不大。总体看，非公开发行后，公司所有者权益主要以实收资本和资本公积为主，所有者权益较为稳定。

截至 2015 年底，公司负债总额为 61.15 亿元，同比下降 17.50%，主要是由于长短期借款减少所致；公司负债以流动负债为主，截至 2015 年底，流动负债占比 68.38%，较 2014 年底上升 8.95 个百分点。

截至 2015 年底，公司流动负债 41.82 亿元，同比下降 5.08%，主要以短期借款（占 16.50%）、应付账款（占 16.96%）及其他应付款（占 30.38%）和一年内到期的非流动负债（占 27.99%）为主。

截至 2015 年底，公司短期借款 6.90 亿元，同比大幅下降 47.89%，其中抵押借款占 49.28%、信用借款占 43.48%、保证借款占 7.25%（保证借款系华天实业控股有限公司为公司提供担保）。

公司应付账款主要为应付工程款，截至 2015 年底，应付账款为 7.09 亿元，同比下降 11.89%，主要是应付工程款项结算所致。截至 2015 年底，公司应付账款中工程款为 6.28 亿元（占比 88.54%）、货物采购款为 0.80 亿元（占比 11.31%）。

截至 2015 年底，其他应付款为 12.70 亿元，同比下降 14.64%，主要包括工程款 3.52 亿元（占 27.67%）和关联方往来款[4]6.40 亿元（占 50.41%），2015 年下降主要是应付工程款项结算所致。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 11.71 亿元，较 2014 年底增加 7.90 亿元，主要系部分长期借款、“13 华天 MTN001”（额度 3 亿元，期限 3 年）以及“14 华天 PPN001”（额度 1 亿元，期限 2 年）由非流动负债转入所致。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 19.34 亿元，同比下降 35.71%，主要以长期借款（占

[4]主要指公司应付华天装饰的工程款，公司与华天装饰都由华天集团控股。

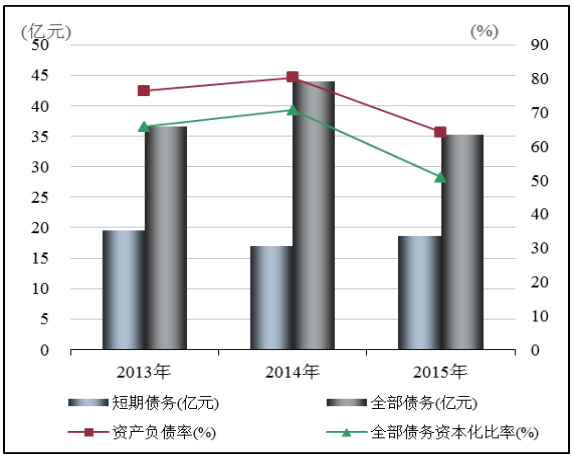
59.56%）、长期应付款（占 12.87%）和其他非流动负债（占 25.86%）为主。

截至 2015 年底，公司长期借款 11.52 亿元，同比下降 42.06%，主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致，公司长期借款主要以抵押及保证借款为主，占比 70.37%。截至 2015 年底，公司长期应付款为 2.49 亿元，同比小幅下降 1.01%，主要包括 2 亿元浩博基业合作建房款，844.85 万元融资租赁款及共计 0.33 亿元产权式酒店融资款（系各公司销售产权式酒店时承诺回购的金额）。截至 2015 年底，公司其他非流动负债为 5.00 亿元，主要是公司于 2014 年 1 月发行的“14 华天 MTN001”（额度 3 亿元，期限 3 年），以及 2015 年 4 月发行的“15 华天 PPN001”（额度为 2 亿元，期限 2 年）。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额为 59.91 亿元，较 2015 年底下降 2.03%，主要系公司归还部分借款所致，截至 2016 年 3 月底，公司流动负债占比 65.77%，比重较 2015 年底下降 2.61 个百分点，仍为公司负债的主要构成部分。

截至 2015 年底，公司全部债务总额 35.21 亿元，同比下降 19.84%，其中短期债务占 52.85%、长期债务占 47.15%，短期债务比重较 2014 年底上升 14.04 个百分点，债务结构转变为以短期债务为主。

图 3　公司债务负担变化情况



资料来源：公司年报

截至 2015 年底，随着公司非公开发行的完成，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均同比下降，分别为 64.21%、50.81%和 32.75% 分别较 2014 年底下降 16.09 个、19.91 个和 26.90 个百分点，债务指标明显改善。

截至 2016 年 3 月底，公司全部债务为 35.15 亿元，较上年底小幅下降 0.17%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别达到 64.30%、51.38%和 34.93%。

总体看，跟踪期内，随着公司部分债务到期偿还以及非公开发行的完成，公司债务负担有所减轻，债务指标明显改善，但债务结构不尽合理。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2015 年底，公司流动比率、速动比率同比均有所回升，分别为 82.94%和 30.15%，但仍处于低水平；经营现金流动负债比为 4.38%，同比上升 1.76 个百分点。截至 2016 年 3 月底，流动比率小幅上升 0.36 个百分点，速动比率下降 3.05 个百分点，分别为 83.31%和 27.10%。总体看，公司短期偿债能力有所提升，但短期偿债能力仍较弱，存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标来看，2015年，公司EBITDA为4.26亿元，EBITDA利息倍数为1.09倍，较2014年的0.93倍有所上升，全部债务/EBITDA为8.26倍，同比有所下降，但公司长期偿债能力仍偏弱。

2015年，公司EBITDA为“13华天MTN001”和“14华天MTN001”总额度6亿元的0.71倍，EBITDA对存续期债券的保护能力一般。2015年，公司经营活动现金流入量为11.55亿元，对存续期债券的保护倍数为1.93倍；经营活动现金流净额对存续期债券的保护倍数为0.31倍。整体看公司对存续债券保护能力一般。

截至 2016 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2016 年 3 月底，公司获得银行授信额度合计 36.89 亿元，已使用额度 26.05 亿元，未使用额度 10.84 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 2016 年 7 月 1 日，公司无已结清和未结清的不良信贷信息记录。

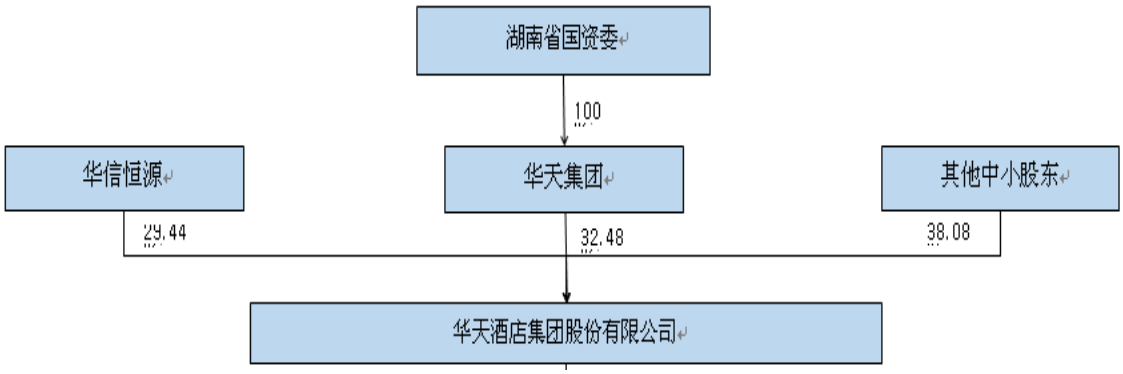
6. 抗风险能力

公司作为湖南省知名旅游酒店上市公司，在区域行业中处于领先地位，同时在酒店经营规模和品牌知名度等方面具有显著优势。近年来，受政府抑制“三公消费”政策持续影响，公司酒店服务业务持续下滑、资产运营业务发展不确定性较高。随着公司非公开发行的完成、在建酒店及房地产项目的逐步完工销售，公司整体经营实力有望得到提升。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力较强。

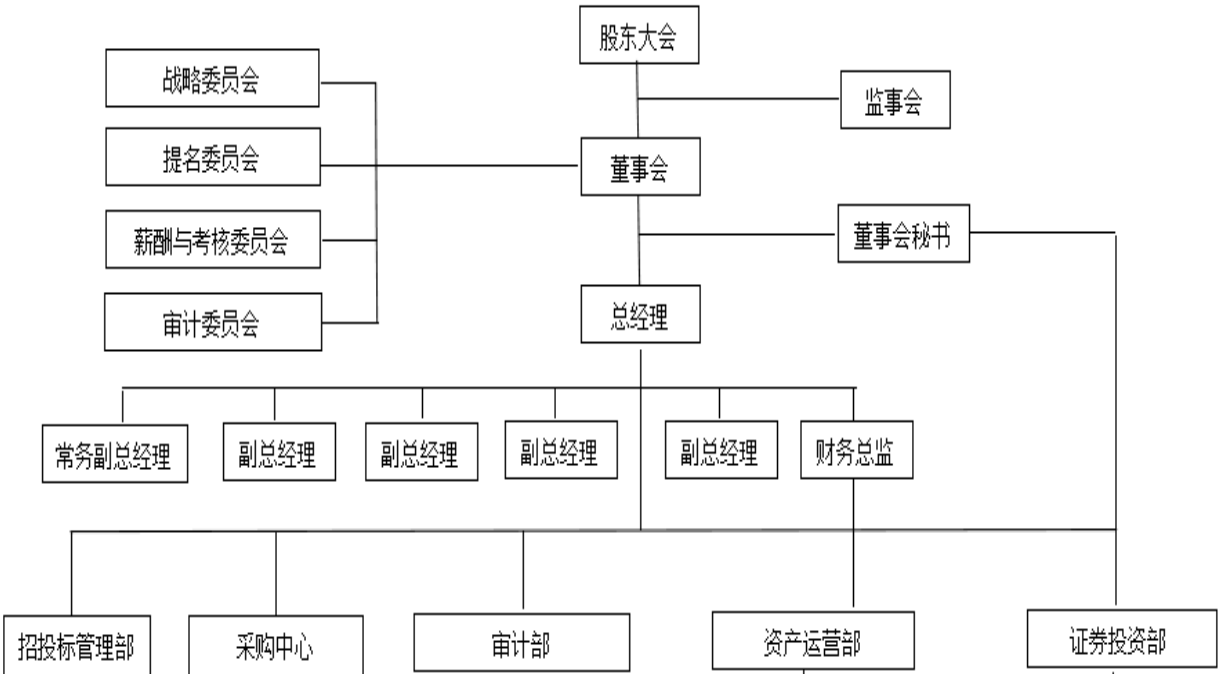
十、结论

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.29	2.99	7.26	4.80
资产总额(亿元)	80.40	92.31	95.23	93.17
所有者权益(亿元)	19.00	18.18	34.08	33.26
短期债务(亿元)	19.58	17.05	18.61	17.29
长期债务(亿元)	17.06	26.88	16.60	17.85
全部债务(亿元)	36.64	43.92	35.21	35.15
营业收入(亿元)	17.81	15.14	11.95	2.28
利润总额(亿元)	1.90	-0.91	0.06	-0.82
EBITDA(亿元)	5.91	3.18	4.26	--
经营性净现金流(亿元)	2.14	1.16	1.83	0.02
财务指标				
销售债权周转次数(次)	21.91	19.49	13.25	--
存货周转次数(次)	0.47	0.35	0.25	--
总资产周转次数(次)	0.24	0.18	0.13	--
现金收入比(%)	111.05	87.16	92.97	112.18
营业利润率(%)	56.39	45.45	48.20	52.65
总资本收益率(%)	3.86	0.47	1.36	--
净资产收益率(%)	5.86	-5.28	-1.03	--
长期债务资本化比率(%)	47.31	59.65	32.75	34.93
全部债务资本化比率(%)	65.85	70.73	50.81	51.38
资产负债率(%)	76.37	80.31	64.21	64.30
流动比率(%)	62.34	69.38	82.94	83.31
速动比率(%)	15.95	18.28	30.15	27.10
经营现金流动负债比(%)	4.98	2.63	4.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.15	0.93	1.09	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.20	13.80	8.26	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；
2. 2013 年短期债务及相关指标包含其他流动负债中的委托债权融资；
3. 2015 年及 2016 年一季度长期债务及相关指标包含长期应付款的融资租赁款；
4.长期债务及相关指标包含其他非流动负债中的中期票据和私募债。

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+一年内到期的非流动负债+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