

深度报告

旅游休闲

旅游

华天酒店(000428)

谨慎推荐

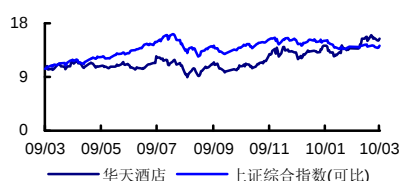
目标价: 12.00 元 昨收盘: 10.09 元 (维持评级)

2010年3月18日

本报告的独到之处

- 对华天酒店业务进行了详尽的分析

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	553.02/301.76
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	5,579.97/3,044.76
上证综指/深圳成指	3,050.48/12,233.77
12 个月最高/最低(元)	11.80/5.88

财务数据

净资产值(百万元)	1,294.22
每股净资产(元)	2.34
市净率	4.31
资产负债率	62.69%
息率	0.20%

相关研究报告:

《华天酒店: 打造三大事业部, 整合进入加速期》——2010-3-3

《华天酒店 09 年三季报点评: 业绩略低于预期》——2009-10-27

《华天酒店中报点评: “酒店+地产”模式缓解危机冲击》——2009-8-17

分析师: 廖绪发

电话: 021-60875168

E-mail: liaoxf@guosen.com.cn

分析师: 刘智景

电话: 021-60933148

E-mail: liuzjing@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度跟踪

关注“酒店+地产”商业模式升级

●大旅游发展战略基本成型

三个事业部的设立, 是华天酒店在多年酒店收购整合中, 对大旅游战略的进一步探索。对于公司的新战略, 我们认为: (1) 虽然华天酒店的公司战略裂变为三大块, 但酒店仍将是公司战略的核心, 商业地产和旅游管理都离不开酒店而单独存在; (2) 虽说如此, 但公司如果进入景区、旅行社等子行业, 战略的调整仍然将给公司的商业模式带来变化, 2007-09 年的历史即是明证;

●酒店业务稳步快速扩张, 成效渐显

华天酒店在未来几年在酒店业务上的扩展仍将以收购自营酒店为主。尤其是 2010 年, 已知要整合的酒店达到 4 家, 华天集团的酒店资产即将整合完毕。而在经济型酒店领域, 公司将放慢自营酒店的扩张节奏, 战略转向加盟模式。2010 年, 酒店业务将延续 09 年的改善趋势, 贡献 1.25 亿营业利润;

●旅游目的地建设打造房地产新增长点

2010 年将至少有华天苑、LOHO 小镇、华天公馆 3 个项目结算, 前一轮“酒店+地产”项目进入收获尾声, 2010 年房地产贡献净利 6270 万元, 增速超 200%。中部华天城项目以“酒店+地产+旅游”模式打造房地产新增长点, 是未来几年的工作重心, 2011-13 年灰汤房产权益净利润 3499、5692、5387 万元。

●目标价 12 元, 维持“谨慎推荐”评级。

整体上, 我们最为关注公司设立三大事业部随之而来的战略调整, 过去三年“酒店+地产”模式使得 ROE 上升, 而此次的战略调整也有可能带来盈利性上的变化。我们预计公司 2010-12 年 EPS 为 0.32、0.24、0.31 元, 对应当前股价 PE 分别为 32、43、32 倍。在短期内, 盈利较难快速增长, 短期估值不是很便宜。我们给予华天酒店 38 倍左右的 2010 年 P/E, 目标价 12 元, 长线投资者可介入, 维持“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	990.03	1,270.56	1,708	1,740	2,076
(+/-%)	61.82%	28.34%	34.4%	1.9%	19.4%
净利润(百万元)	135.30	142.91	178	131	172
(+/-%)	-14.65%	5.62%	24.4%	-26.5%	32.0%
每股收益(元)	0.37	0.26	0.32	0.24	0.31
EBIT Margin	21.25%		15.4%	17.4%	18.3%
净资产收益率(ROE)	10.75%	11.04%	12.4%	8.5%	10.3%
市盈率(PE)	27.49	39.05	31.5	42.8	32.4
EV/EBITDA	14.35		21.4	18.7	15.8
市净率(PB)	2.96	4.31	3.90	3.63	3.33

投资摘要

估值与投资建议

华天酒店设立三大事业部，意味着公司领导层在近三年的“酒店+房地产”运作中，有了新的心得，从而做出了适应形势变化的战略调整。从广义上讲，中部华天城项目的开展，已经是新的“酒店+地产+旅游”模式的实践。而在未来几年之中，极有可能有新的传统旅游资产（景区、旅行社）进入华天酒店，从而使公司的商业模式经历变化。我们关注这种变化给公司盈利性带来的变化。从过去三年“酒店+房地产”的经验来看，低价资产收购带来的合并收益+房地产收益是 ROE 提升的关键，而如果公司深入传统旅游领域，并有成功案例，则其 ROE 的提升将是持续的。但是从短期来看，盈利很难跟上，估值并不便宜。因此，我们建议长期投资者关注公司的变化。2010-12 年的 EPS 分别为 0.32、0.24、0.31 元，动态市盈率为 32、43、32 倍。建设长线投资者关注。给予华天酒店相当于旅游重点公司平均水平的 P/E38 倍，目标价为 12 元。

核心假设或逻辑的变化

战略的调整，进入实施之后将在实质上对公司盈利性产生影响。

与市场预期的差异之处

市场认为三大事业部的设立，以及未来新业务的收购，只是简单的资产收购，但我们认为有可能产生商业模式以及盈利性上的深远变化。

股价变化的催化因素

- （1） 公司收购成熟、优质景区；
- （2） 能持续收购低廉的物业，从而持续受益于合并收益。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、由于缺乏景区运营经验，导致景区运营失败；
- 2、酒店盈利性转弱；

内容目录

大旅游发展战略基本成型	4
设立三个事业部彰显公司发展战略向大旅游转变	4
酒店业务：稳步快速扩张，成效渐显	6
房地产业务：旅游目的地建设打造房地产新增长点	10
中部华天城：华天酒店近年工作的重中之重	14
旅游、景区业务可能重塑公司商业模式，但需要等待	16
盈利预测	17
存在再融资的可能性	18
综合评价和投资建议	18

图表目录

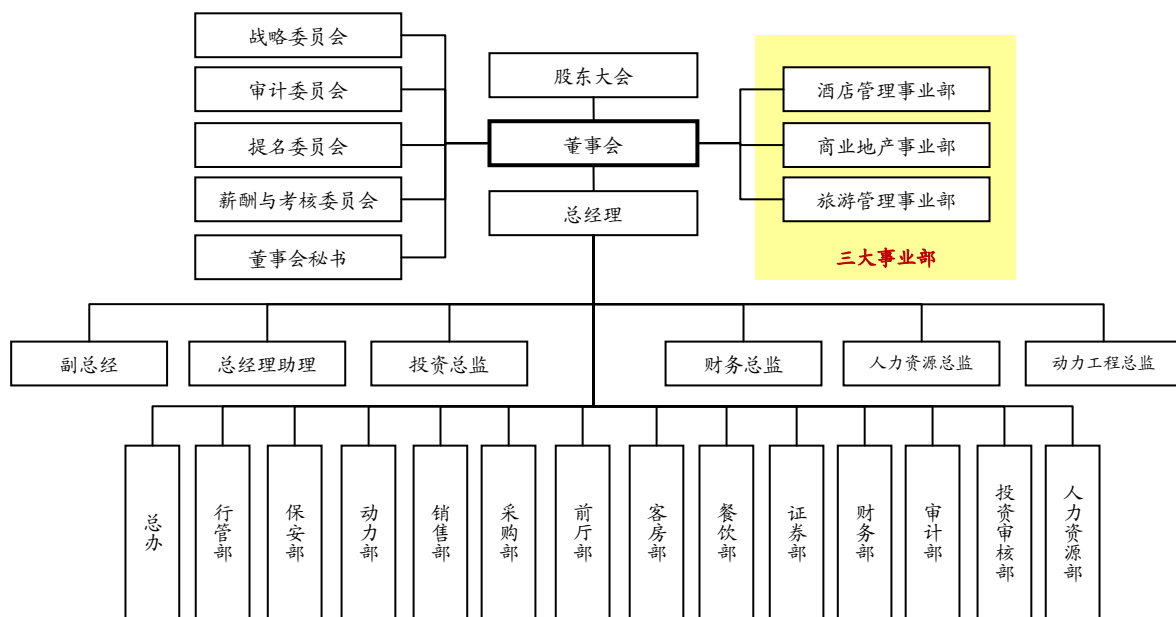
图 1：华天酒店组织结构图	4
图 2：华天酒店近年的重资产战略拉高 ROE，但主业 ROE 仍低	5
图 3：华天国际增长停滞，侧面显示公司模式转变	7
图 4：华天之星出租率显著低于锦江之星	9
图 5：华天之星实施地点主要在湖南	9
图 6：房地产业务营业收入分拆及预测（百万元）	12
图 7：房地产业务营业利润分拆及预测（百万元）	12
图 8：中部华天城项目毛利率明显高于其他房地产项目	12
图 9：...从而推动 2011-2013 年房地产毛利率上升	12
图 10：中部华天城项目整体规划	14
图 11：灰汤温泉酒店外立面	15
表 1：华天酒店自营、承包、托管酒店一览	6
表 2：华天酒店业务预测表	9
表 3：房地产业务预测汇总	12
表 4：中部华天城项目一期测算	15
表 5：华天集团控制景区一览	16
表 6：华天酒店盈利分拆及预测	17

大旅游发展战略基本成型

设立三个事业部彰显公司发展战略向大旅游转变

2010年3月1日，华天酒店在《关于新设公司职能部门的议案》中公告，“公司拟新设酒店管理事业部、商业地产管理事业部、旅游管理事业部等三个部门”。在此次新设事业部之后，华天酒店的组织结构如图1所示。

图1：华天酒店组织结构图



数据来源：公司数据，国信证券经济研究所

以上三大事业部与战略委员会、审计委员会、董秘等重要职能机构并列，直接隶属于公司董事会，显示出公司管理层对其重视的程度。根据我们调研了解到的情况，三大事业部的职能如下：

➤ **酒店管理事业部**。06年以来，华天酒店的酒店收购兼并进入了一个非常快速的时期，公司的直投酒店从05年的1家增加到7家（尚不包含华天之星门店），这期间的快速整合扩张，使得公司原有的直投酒店管理模式（即设立一个酒店监管小组，由数人对财务、人事进行监管，管理方式是提问式的，有问题的时候进行调查了解）已然跟不上形势，不利于公司进行有效管理，也不利于对人、财、物的控制，在此背景下，新设立酒店管理事业部“负责公司直营高星级酒店、商务酒店和直营经济型酒店的财务预决算管理、资金收支监控、财务报表合并、财务分析报告和人事调配、机构设置、人员编制和薪酬福利等的管理”；

➤ **商业地产管理事业部**。近年来，“酒店+地产”模式的确为公司带来了较多的业绩，有利地对酒店的收购提供了支撑。但是在管理上一直还没有专门的机构，因此设立了商业地产管理事业部。原来，华天酒店收购的地产，其商业一般出售给第三方，在这一事业部设立之后，华天酒店将聘请专业的管理团队，“以‘只租不售’、‘租售结合’、‘合作经营’等方式自主进行商业业务的经理管理”，盈利模式包括收取租金、收入或利润分成等；

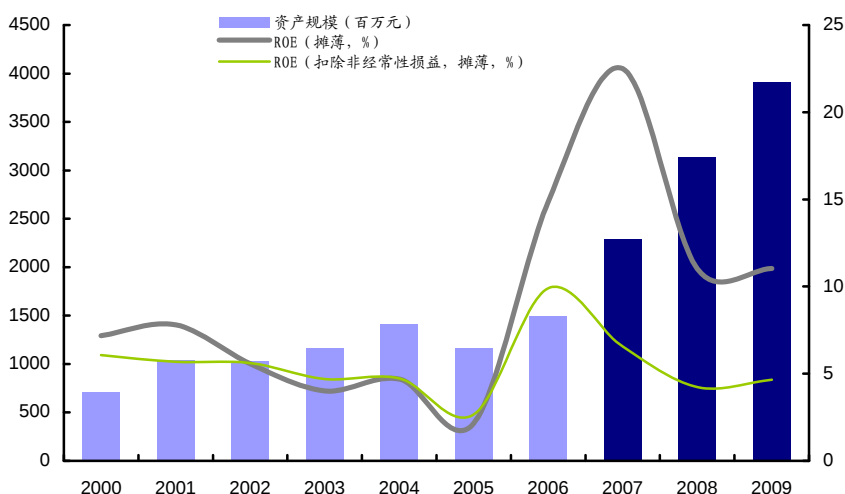
➤ **旅游管理事业部。**华天酒店设立旅游管理事业部是为了启动景区、旅行社、旅游设施等传统旅游业务，在我们的调研中，公司管理层表现出对“湖南省内成熟景区，以及景区周边酒店”的浓厚兴趣，并由该事业部进行具体管理。

三大事业部的设立，是华天酒店在多年的酒店收购整合之中，特别是在“酒店+地产”模式上取得成功之后，对大旅游战略的进一步探索。华天酒店在过去的几年中，收购酒店及周边地产时往往遇到如何处置商业地产的问题，是出售还是经营，如何组建专业团队，而华天酒店作为湖南省 22 家国有企业龙头之一，在湖南省内有着广泛的政府资源，也时常有当地地方政府在旅游景区方面的合作意向，因此，如何经营商业地产，如何对待景区机会，都成了华天管理层必须思考的战略问题。而此次三大事业部的成立，恰恰是华天酒店对这些问题的正面解答。在理解公司新战略的问题上，我们有以下两点看法：

➤ **酒店仍然是公司战略的核心。**虽然从事业部的组织上，华天酒店的公司战略裂变为酒店、商业地产以及旅游管理（景区、旅行社等）三大块，但我们认为，酒店仍然是公司战略的核心，无论是商业地产，还是旅游管理，都不能脱离酒店，华天酒店此前多年专注于酒店，管理层对酒店的认识也是国内领先的，从华天近几年操作“酒店+地产”的案例来看，星沙、灰汤、益阳等各个项目，酒店都是其中的重要内容。所以，与其说三大事业部是公司战略多样化的结果，不如说是酒店战略的衍生，是公司在酒店扩张过程中遇有多样化机会而做出的系统化思考。由此可以推出，华天酒店以后在遇有景区经营机会时，也应会加入酒店建设的内容；

➤ **关注战略变化给公司商业模式带来的变化。**虽然酒店仍是公司战略的核心，但无可质疑，战略的调整仍然将给公司商业模式带来变化。回顾华天酒店从 2007 年开始起实施的“产权式酒店”以及“酒店+地产”经营模式，其本质是以“收购直营酒店+地产回笼资金”为核心的重资产战略，这与之之前每年签订一定数量托管或承包合同的轻资产战略截然不同，结果是公司 2009 年资产近 2006 年三倍！但每年收购的便宜资产为公司带来大量非经营性损益，从而拉高了整体 ROE 水平。我们将在后文重点论述公司战略变化为商业模式带来的变化。

图 2：华天酒店近年的重资产战略拉高 ROE，但主业 ROE 仍低



数据来源：国家旅游局，国信证券经济研究所

酒店业务：稳步快速扩张，成效渐显

华天酒店的酒店业务是其最传统也是最核心的业务，公司目前拥有 7 家自营高星级酒店、20 多家自营华天之星、3 家承包星级酒店，以及近 10 家托管星级酒店，已经形成了具有一定规模的酒店集团。2009 年，公司酒店业收入达到 9.95 亿元，同比增长 41%，当年酒店业务净利润为 8899 万元。下表为华天酒店自营、承包以及托管的酒店一览。

表 1：华天酒店自营、承包、托管酒店一览

	城市	开业时间	星级	客房数	管理公司	持股比例	备注
自营连锁高星级酒店							
长沙华天	长沙	1988	5	720	公司本部	100%	为公司本部
潇湘华天	长沙	Oct-07	5	598	湖南国金公司	100%	
益阳华天	益阳	2002-1-1	5	330	益阳华天置业	100%	2001 年签订承包协议，2007 年收购 100% 股权
世纪华天	北京	2007-7-8	5	600	北京北方华天置业	100%	
凯旋门大酒店	武汉	2005-7	5	248	湖北华天大酒店公司	100%	2005 年托管，2007 年承包，2008 年收购 100% 股权
长春华天	长春	2008-4-9	5	526	长春华天酒店管理公司	100%	2007 年底签订承包经营协议，2008 年 4 月开业，2008 年 10 月收购 100% 股权
株洲华天	株洲	2002-5-8	5	239	株洲华天大酒店公司	45%	2002 年承包，2009 年收购 44.71% 股权
在建、拟收购、承诺收购自营酒店							
星沙华天商务酒店	长沙	N.A.	5	240	长沙华盾实业	100%	星沙华天是星沙 LOHO 小镇项目的一部分，尚未开业
灰汤温泉酒店	长沙	2011	5	800	灰汤温泉华天城置业	62%	灰汤温泉酒店是中部华天城首期项目的一部分，尚未开业
资阳华天（益阳大厦）	益阳	2011	4	150	华益投资	100%	尚未完成收购
湘潭国金大厦	湘潭	2011	5	N.A.	湘潭国金公司	100%	尚未完成收购
紫东阁华天大酒店	长沙	1998	4	399	紫东阁华天	36.13%	2010 年收购华天集团所持有 38.87% 股权，持股比例将升至 75%，最快 2010 年一季度完成整合
郴州华天大酒店	郴州	N.A.	5	297	郴州华天	0%	2010 年收购华天集团所持有 41.82% 股权，最快 2010 年一季度完成整合
承包经营高星级酒店							
常德华天	常德	Jan-02	4	238	华天国际	N.A.	承包费为每年 500 万元，按月平均支付。
芙蓉华天	长沙	Jun-03	4	309	华天国际	N.A.	承包费第一年、第二年为 450 万元，第三年开始每年增加 50 万元，达到 600 万元为止，不再递增，期限 15 年（2003-2018）。
北京钓鱼台山庄	北京	2005-1-1	5	180	北京东方华天	N.A.	承包费用为 1250 万元/年。承包经营钓鱼台山庄部分物业取得的税后利润，按股权比例分红。
托管经营高星级酒店							
北京海天中心	北京	2005	5	900	华天国际	N.A.	托管费按年营业额的 4% 收取，期限 10 年（2005-2015）。
深圳化安大厦	深圳	2005	5	440	华天国际	N.A.	按实际营业额的 2.5% 收取托管费，按季度结算，期限 10 年（2005-2005）。
衡阳御都国际大酒店	衡阳	2005-9	4	277	华天国际	N.A.	按营业额的 3% 和按经营利润的 2% 收取托管费，期限 10 年（2005-2015）。
华雅国际大酒店	长沙	Feb-06	5	507	华天国际	N.A.	按营业额的 3% 收取托管费，期限 10 年
岳阳华天	岳阳	Feb-06	4	143	华天国际	N.A.	按营业额的 3% 和经营利润的 2% 收取托管费，期限 5 年
长沙标志商务型酒店	长沙	Oct-08	5	433	华天国际	N.A.	按营业额 3% 和经营利润的 3% 收取托管费，期限 10 年
益阳世纪龙翔酒店	益阳	Oct-07	4	242	华天国际	N.A.	按营业额 3%、经营利润的 2% 及 50 万元/年品牌使用费，收取托管费，期限 10 年
浏阳华天大酒店	浏阳	Sep-07	5	350	华天国际	N.A.	托管经营，按年营业额的 3% 及经营利润的 2% 收取，期限 10 年
湘西骏华华天大酒店	湘西	May-07	4	200	华天国际	N.A.	托管经营，按年营业额的 3% 及经营利润的 4% 收取，期限 5 年

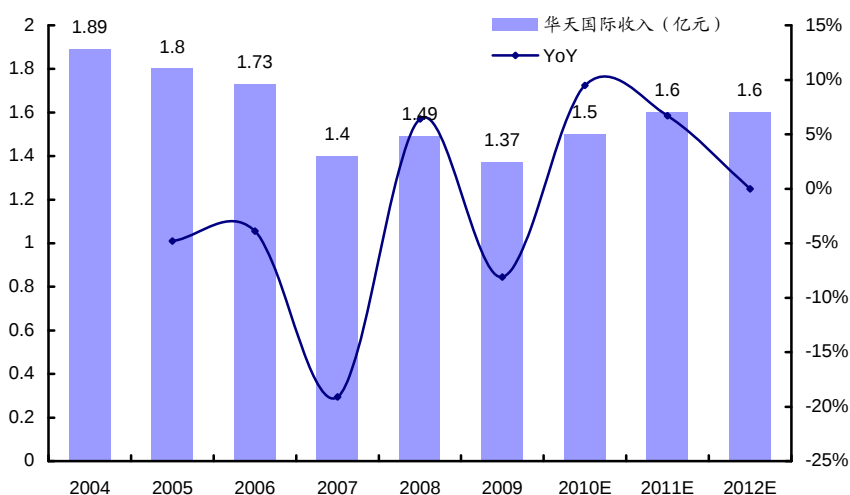
华天之星

持股 90.2%，08 年底华天之星签约数合计 20 家，已开业 16 家。09 年底自营 21 家，加盟 20 多家

数据来源：公司年报，公司网站，国信证券经济研究所

华天酒店在酒店业务上的扩展仍将以收购自营酒店为主。从 2000 年从华天集团托管紫东阁、迈向酒店集团以来，00-06 年期间，华天酒店每年新托管或承包酒店在 2-5 家。而在施行“酒店+地产”模式的 07-09 年，公司基本停止了承包、托管模式，而转向“收购自营酒店+周边地产回笼（或产权式酒店销售回笼）”的模式发展自营酒店。华天国际的收入增长趋于停滞，也可侧面显示公司模式的转变。公司未来在酒店业务的主要精力，可能仍然在通过收购物业（甚至景区）来取得酒店业务的发展，因而，我们认为，“酒店+地产”模式仍将继续，同时，由于承包、托管酒店池已经停止增加，“托管-承包-收购”这一模式即使延续，也将只能从现有的托管或承包项目中寻找机会（但常德、芙蓉华天由于其他股东的意愿，难以收购）。

图 3：华天国际增长停滞，侧面显示公司模式转变



数据来源：国家旅游局，国信证券经济研究所

近年新增酒店整合情况良好，盈利性尚可。08-09 年新增的北京世纪华天、潇湘以及长春华天等几家酒店，由于 09 年全国酒店经营形势改善，并且趋于培育成熟，其整合情况良好：世纪华天 09 年营业收入 6100 万，同比增长 90%；潇湘华天 09 年营业收入 1.48 亿，同比增长 45%，当年实现净利润 1375 万元，较 08 年 1109 万元的亏损大幅转盈；长春华天在 09 年 5 月收购之后实现营业收入 6775 万元，净利润 1149 万元，较 08 年同期 142 万元的净利大幅增 7 倍左右。应该说，潇湘和长春华天之前作为公司的承包酒店，能为公司收购，本身就表明了华天酒店对其盈利性具有一定的信心。总体上说，我们认为，在公司专业经验的带动下，今年的新增酒店也能快速实现盈利性的提升。

星级酒店资产整合速度将加快。华天酒店董事长陈纪明先生已在华天集团兼任董事长，由此，华天酒店整合控股股东资产的速度将加快。之前承诺在 2012 年底完成的郴州华天以及紫东阁的整合工作，也有望在今年、最早在 1 季度完成。至此，集团公司的酒店资产将全部整合完毕。公司也在 09 年年报中强调，今年将重点整合湘潭国金大厦和益阳大厦，这两个物业在改造成酒店之后，将成为公司的重

要酒店资产。另外，公司通过“酒店+地产”模式发展的星沙华天商务酒店和灰汤温泉酒店也将于 2011 年开业。仅考虑已披露的信息，到 2010 年底，华天酒店旗下的自营酒店将增至 13 家，约为目前水平的两倍：

➤ **紫东阁华天。**紫东阁华天大酒店是湖南省首家五星级酒店，也是华天集团在长沙开设的第一家按照四星级标准建造的酒店，位于远大一路 88 号，地理位置较佳。共有客房 399 间，酒店主楼 32 层，面积约 4 万平方米。其餐饮业务一承华天风格，由华天美食街、荔轩粤菜厅、湘菜食府组成。华天酒店从 90 年代末开业以来就与华天集团签订了托管协议，并于 2000 年以资产置换紫东阁华天 26.83% 股权（后增至今天的 36.13%），应该说，华天酒店已有了多年管理紫东阁华天的经验。2009 年，紫东阁净利润 700-800 万，在收购之后将为公司的酒店业务带来更多收益；

➤ **郴州华天。**郴州华天主楼 12 层，建筑面积 4.5 万平方米，共 297 间客房，华天酒店将于 2010 年收购其 41.82% 股权；

➤ **湘潭国金大厦。**华天酒店已于 09 年 3 月份公告收购湘潭国金公司事项，其资产湘潭国金大厦，由 31 层主楼和 1 层地下室、4 层裙楼组成，建筑面积 48253.88 平方米，其中，除中行湘潭分行拥有 1、5、27 层共 11146.46 平方米房产外，其他 37107 平方米均为国金公司所有。我们估计此项目应可在 2010 年 1 季度完成收购。在收购之后，华天酒店将按“酒店+商场”模式将国金大厦装修改造为一家高星级酒店，1-4 层裙楼中的 10000 平方米将按综合性商场对外出售或出租，参照公司在商业地产方面的新策略，我们认为该 1 万平方米商业地产出租的可能性较大；

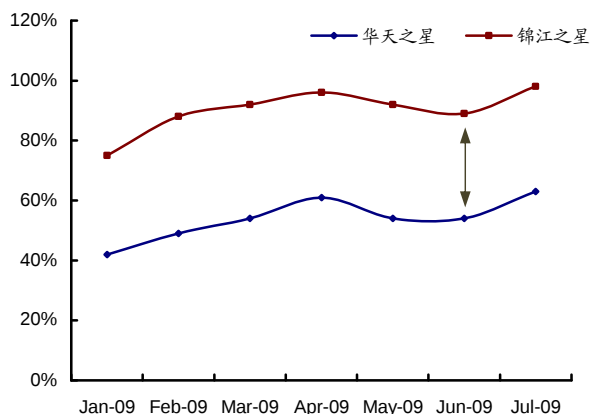
➤ **益阳大厦。**益阳大厦始建于 1985 年，曾经是与长沙东塘百货大厦、株洲庆云大厦等相媲美的湖南省内五大商业大厦。此次收购的资产包括益阳大厦和万寿宫 1 号楼房地产和其对应的土地资产，位于益阳市资阳区商业区，其中，益阳大厦土地红线面积 11000 平方米，房产建筑面积 18283 平方米，包括 17 层主楼和 3 层裙楼，其中，主楼将按四星级标准改造装修为“资阳华天大酒店”，5 楼以上为客房，按原有物业体量大小，客房应为 150 间，有大小会议室 10 多间，3 层裙楼为商场，总面积 6300 平方米。万寿宫 1 号楼房产建筑面积 4092 平方米，土地面积 1800 平方米。除酒店改造装修的内容外，区域内将增加住宅、写字楼和商业地产项目的经营面积；

➤ **灰汤温泉酒店。**灰汤温泉酒店是中部华天城一期项目的主要建设内容之一，位于东雾山下，客房约 800 余间，能容纳 1500 人和 1000 人的会议室各一个，大小餐厅包厢 32 间，KTV 包厢 43 间，棋牌室 32 间，以温泉文化为主题。酒店建筑面积约 15 万平方米，预计投资 5 亿元。酒店土建工作将在 2010 年 6 月完成，2011 年春节之间将可开业。按平均房价 300 元、出租率 30% 的保守估计，第一年营业收入约为 7300 万。

华天之星难以产生规模优势，战略转向加盟模式。自 2007 年华天酒店启动经济型酒店战略以来，华天之星的发展速度基本上符合当初的发展 20 家左右的预期，但与经济型酒店行业中锦江之星、如家、七天几个主要品牌相比，华天之星由于不是华天酒店的战略重心，一直发展较慢，而且也由于缺乏规模优势而使得品牌难以拓展、出租率难以得到较大的提升。由于华天酒店对华天之星投资规模上的限制（单店投资 500 万左右），以及华天之星在湖南省外品牌知名度不高，因此，华天酒店及时转变了华天之星的区域扩张战略，目前 21 家直营店逾半数为湖南省内开张，与当初的全国扩张战略迥异。由于华天之星的整体出租率难以突破 60% 左右的盈

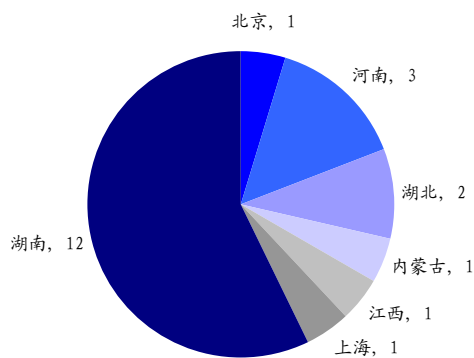
亏平衡点,在 2009 年前 7 个月,其平均出租率与锦江之星相差竟达 36 个百分点,因此,虽然 2009 年 7 月,华天之星出现了单月净利润转正,但在 2009 年全年,这一业务仍亏计 619 万元。因此,华天酒店已改变华天之星的发展策略,由原有的自营转向以加盟为主,而自营门店的任务也转变为改善经营、扭亏为盈。

图 4: 华天之星出租率显著低于锦江之星



数据来源: 国家旅游局, 国信证券经济研究所

图 5: 华天之星实施地点主要在湖南



数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

酒店业务盈利改善, 2010 年将贡献 1.25 亿营业利润。2009 年, 华天酒店的酒店业务收入 9.95 亿元, 同比增长 41%, 贡献营业利润 1.04 亿, 净利润 8899 万元, 较 2008 年大幅改善, 主要在于潇湘华天在开业之后, 由于其优越地理位置及出色的管理, 而具有较强的盈利能力, 另外, 新收购的长春华天以及株洲华天也贡献了一定的利润。随着今年郴州华天和紫东阁等新酒店的加入, 以及原有自营酒店在走出 08-09 年酒店业低谷之后经营的改善, 公司的酒店业务将在实质上进入高速增长期。我们预计, 2010 年, 华天酒店的酒店业务营业收入将达到 11.94 亿元, 同比增长均 20%, 营业利润 1.25 亿元。

表 2: 华天酒店业务预测表

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 - 分酒店预测						
华天国际 (承包、托管)	140	149	137	150	160	160
长沙华天	228	220	227	230	240	250
益阳华天	44	44	52	63	79	86
潇湘华天	14	102	148	160	176	194
华天之星	10	43	75	90	100	100
钓鱼台	36	24	15	20	20	20
华天娱乐	29	24	24	29	30	30
华天湘菜		4	22	26	30	30
世纪华天		32	61	73	80	80
凯旋门		50	53	63	70	80
长春华天			68	81	90	90
株洲华天			98	118	129	129
郴州华天				50	50	60
紫东阁华天				41	30	30

湘潭国金大厦				30	50
资阳华天				30	50
星沙商务酒店				27	54
灰汤温泉酒店				73	100
其他	31	13	16	0	0
营业收入 - 分子业务预测					
餐饮	272	368	472	566	668
客房	190	278	404	485	606
娱乐	37	32	45	54	68
其他	34	27	74	89	102
营业收入合计	533	705	995	1194	1444
营业成本 - 分子业务预测					
餐饮	141	200	246	294	347
客房	61	114	155	184	230
娱乐	9	6	12	14	18
其他	6	0	16	20	23
营业成本合计	217	320	429	512	618
毛利率	59%	55%	57%	57%	57%
营业利润	52.4	24.7	104	125	152

注：“营业收入 - 分酒店预测”中，2012 年“其他”项的数字较大，为我们预测的华天酒店新收购酒店项目的收入

数据来源：国信证券经济研究所

房地产业务：旅游目的地建设打造房地产新增长点

房地产业务是 2007 年以来，华天酒店为了缓解在扩张自营酒店过程中资金压力较大而产生的新业务。华天酒店发展房地产业务主要有以下几种模式：

➤ **以酒店为主，出售物业部分面积以快速回笼资金。**公司收购的物业主体是酒店，但由于资金需求较大，将其中的一部分多余的客房出售以回笼资金，一种是直接以酒店式公寓的形式出售，如北京世纪华天，另一种是以产权式酒店的形式“售后回租”，此类项目有湖南国金大厦（潇湘华天）和益阳华天大酒店项目；

➤ **“酒店 + 地产（+ 旅游目的地）”模式。**公司整体收购大块土地，酒店建设只是土地项目的一部分，甚至是较小的一部分，住宅等房地产开发是项目的重要组成部分，而且后续资金回笼的主要来源。此类项目有华天苑、星沙 LOHO 以及中部华天城等项目。其中，中部华天城项目由于加入了温泉景区、高尔夫休闲中心等休闲、旅游内容，成为华天酒店以“酒店 + 地产 + 旅游目的地”模式操作的第一个大型综合项目。

产权式酒店经营类似于一种被动的融资安排，在酒店物业有一定的冗余、可出售时使用，当回购方为控股子公司时，产权式酒店销售与贷款类似，在 5-10 年之后回购客房时即相当于偿还贷款本金；当回购方为第三方时，产权式酒店销售 + 回租是“自有 -> 租赁”的轻资产化过程，形成的递延收益对公司盈利情况构成了影响，但总体上说，产权式酒店经营对华天酒店整体盈利能力没有重大影响，其意义更偏

向于融资上的。而且向控股股东（华天集团）销售产权式酒店会对华天集团产生资金压力，因而，产权式酒店的可操作性打了一定折扣，华天酒店在 2010 年 2 月公告，华天集团在回购益阳华天产权酒店物业的同时，以回购价格将物业转让给益阳华天置业，即从侧面反映了此种资金压力。

相较之下，华天酒店近两年频繁使用的“酒店+地产（+旅游目的地）”模式，虽然资金回笼速度远慢于产权式酒店销售，但是其对公司损益表的影响，无论从营业收入、净利润各个方面，都是很大的，在这些综合地产开发的过程中，住宅地产、酒店甚至旅游景区相互盘活，不仅产生房地产收益，回笼建设资金，也带动区内人流，提高酒店入住率。我们认为，在接下来的几年之中，华天酒店仍然有可能在湖南省内外遇到一些整体地块或烂尾楼收购的机会，“酒店+地产（+旅游目的地）”的操作模式仍会得到延续。

以下是近两年华天酒店的重点房地产项目。

➤ **华天苑。**华天苑是位于长沙新省政府附近的房地产项目，住宅建筑面积 98071 平方米，其中职工住宅建筑面积约 67084 平方米，按总投资 2.15 亿金额测算，华天苑单位投资成本 2192 元/平方米，销售均价 3300 元/平方米，则项目毛利率在 34% 左右。该项目 2009 年开始预售，目前已经销售完毕，2010 年可结算大部分面积，预计可产生销售收入 3.24 亿元，按照 100% 持股比例计算（华天酒店已于 09 年底收购长沙华盾实业公司 45% 少数股权），华天苑贡献权益利润约为 4507 万元，是今年华天酒店房地产业务最主要的利润来源；

➤ **华天雅苑。**为星沙 LOHO 小镇项目的一部分，可销售面积共 84000 平方米。该项目 2008、2009 年已分别结算 1.2、4 万平方米，2010 年可结算剩余的大部分面积（约 31870 平方米），按均价 3200 元/平方米测算，今年贡献收入 1 亿元，权益利润 1088 万元；

➤ **益阳大酒店。**益阳大酒店周边地产开发项目中，2008 年已销售、结算综合楼面积 6015 平方米，今年将销售 2 万平方米华天公馆，预计收入 6000 万元，贡献权益利润 675 万元；

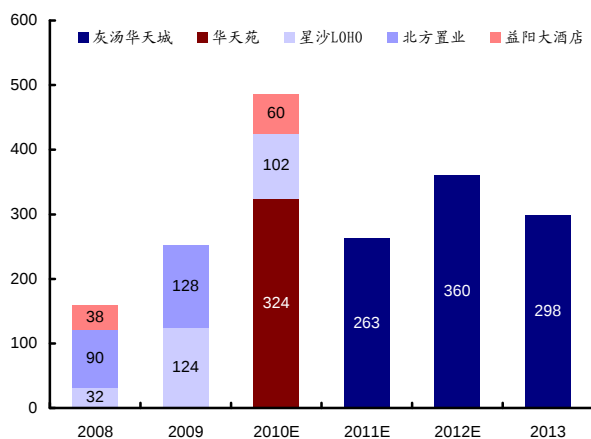
➤ **中部华天城。**中部华天城（详细介绍请见后文）第一期规划温泉别墅 10 万平方米，共 200 栋，拿地成本仅 14 万/亩，因此公司在进行物业设计的时候，采取了赠送大院子（平均 5 亩左右）的方法来促进销售，加上院子的土地成本，我们预计单位投资成本在 4000 元/平方米，毛利率在 50% 左右，仍然明显高于公司其他房地产开发项目。第一期土建已完成，由于温泉别墅的建筑采用日本进口环保材料，从地基打好到建筑完成只需要 2 个月，预计今年 8 月份即可以开始对外销售。公司的销售计划是：2010 年下半年销售 20%，2011 年 30%，2012 年 35%。我们保守估计的结算进度是：2011 年 35%，2012 年 45%，2013 年 20%（当年还可结算二期 15%）。中部华天城将是未来 3-4 年内，公司房地产业务的主要支柱。

➤ **其他房地产项目。**目前正处在收购过程中的益阳大厦，公司已公告将在益阳大厦和万寿宫区域增加住宅、写字楼、商业地产经营面积。公告还公告，湘潭国金大厦 10000 平方米的裙楼将按综合性商场对外出售或出租，我们尚不清楚公司最后将如何处置此商业地产，但根据公司管理层对商业地产的新看法，我们认为此地产更有可能出租给第三方。另外，华天酒店还有数个省内外“酒店+地产”项目正在洽谈，也有望成为地产业务的新增长点。

2010-2012 年，房地产业务有望贡献较多利润。2010 年，分别有华天苑、星沙 LOHO 小镇以及益阳华天公馆等几个项目结算，这意味着公司前一轮“酒店+

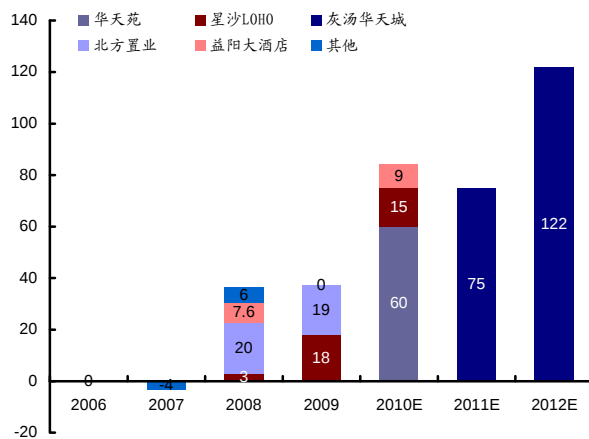
房地产”的房地产项目分别进入收获尾声，这三个项目有望贡献营业利润 8360 万元，净利润 6270 万元，大大高于 2009 年的 2193 万元。2010 年之后，中部华天城温泉别墅进入结算，将是公司房地产业务的大头，2011-12 年，我们预计该项目结算收入分别达到 2.6 和 3.6 亿元，但由于拿地成本非常低，项目毛利率将达到 50%，显著高于此前的各个房地产项目，因此，其产生的营业利润也将进一步超过 2010 年前的水平。如不考虑湘潭国金大厦、益阳大厦等潜在房地产项目，2011-12 年，房地产业务净利润将达到 3499、5692 万，其中，由于 2011 年结算项目较少，灰汤温泉洋房项目结算进度又跟不上，因此，房地产净利有一定程度的下降。

图 6：房地产业务营业收入分拆及预测（百万元）



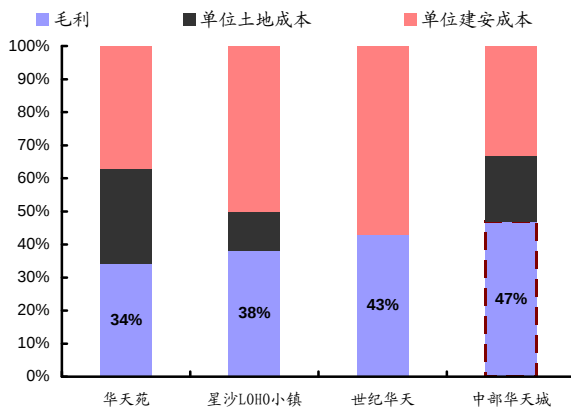
数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 7：房地产业务营业利润分拆及预测（百万元）



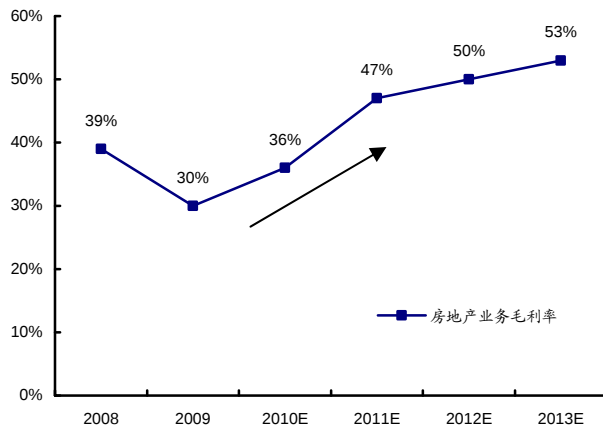
数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 8：中部华天城项目毛利率明显高于其他房地产项目...



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 9：...从而推动 2011-2013 年房地产毛利率上升



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

表 3：房地产业务预测汇总

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
房地产项目合计						
销售收入合计	160	252	486	263	360	298
销售成本合计	97	176	313	140	180	140

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

毛利率	39%	30%	36%	47%	50%	53%
税前利润合计	30	37	84	75	122	116
权益利润合计	23	23	63	35	57	54
华盾公司华天苑	华天苑 2010 年可以结算大部分					
销售面积 (平米)			98071			
销售均价 (元/平米)			3300			
销售收入 (百万元)			324			
销售成本 (百万元)			215			
毛利率			34%			
税前利润 (百万元)			60			
权益利润 (09 年底 55%, 之后 100%)			45			
华盾公司乐活小镇	08 年结算 12000 平方米, 09 年结算 40000 平方米, 2010 年可以大部分结算					
销售面积 (平米)	12130	40000	31870			
销售均价 (元/平米)	2650.5	3092.8	3200			
销售收入 (百万元)	32	124	102			
销售成本 (百万元)	22	87	59			
毛利率	30%	30%	42%			
税前利润 (百万元)	3	18	15			
权益利润 (09 年底 55%, 之后 100%)	1.1	9	11			
灰汤华天城住宅项目	2010-12 年按一期的 15%、30%、35% 结算, 2013 年结算一期的 20%和二期的 15%					
销售面积 (平米)			35000	45000	35000	
销售均价 (元/平米)			7500	8000	8500	
销售收入 (百万元)			263	360	298	
销售成本 (百万元)			140	180	140	
毛利率			47%	50%	53%	
税前利润 (百万元)			75	122	116	
权益利润(62%股权)			35.0	56.9	53.9	
北方置业项目	已于 2008-09 年出售大部分酒店式公寓, 共近 11000 平方米					
销售面积 (平米)	4361	6500				
销售均价 (元/平米)	20637	19692				
销售收入 (百万元)	90	128				
销售成本 (百万元)	52.2	89.6				
毛利率	42%	30%				
税前利润 (百万元)	19.8	19.2				
权益利润(62%股权)	16	14				
益阳大酒店 (综合楼、华天公馆)	2008 年结算 6015 平方米综合楼销售收入, 2010 年结算 2 万平方米华天公馆销售收入					
销售面积 (平米)	6015		20000			
销售均价 (元/平米)	6317.5		3000			
销售收入 (百万元)	38		60			
销售成本 (百万元)	23		39			
毛利率	40%		35%			

税前利润(百万元)	7.6	9
权益利润(62%股权)	6	7

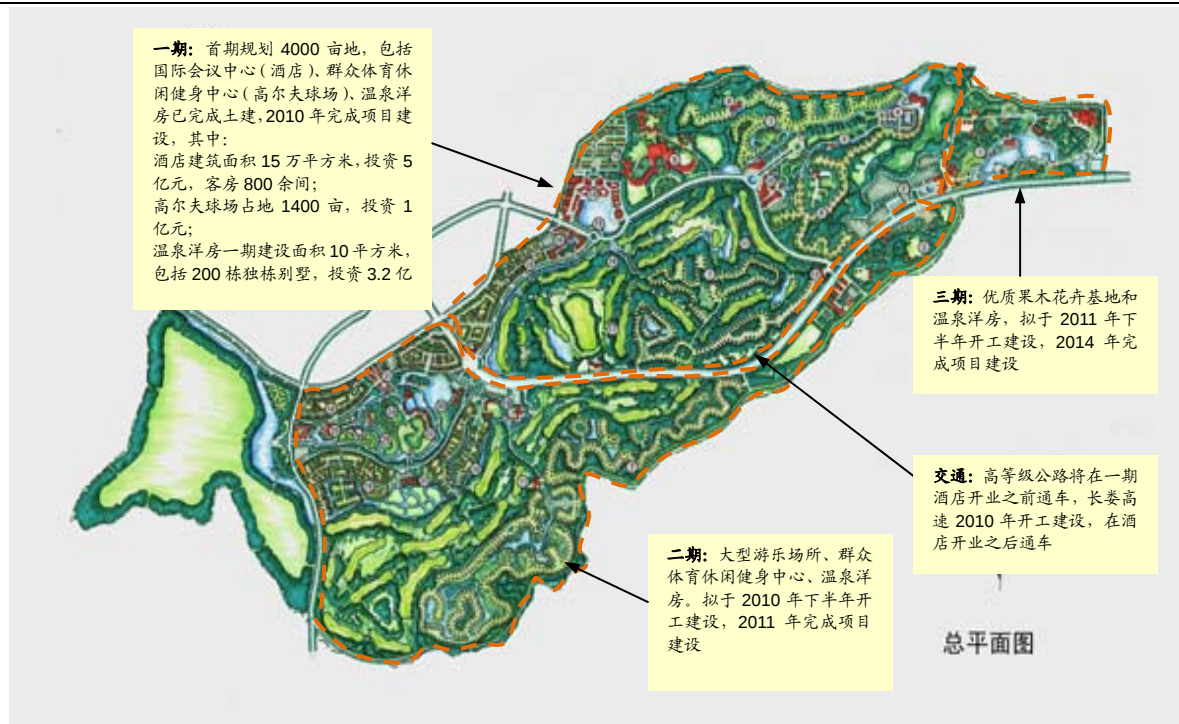
数据来源：国信证券经济研究所

中部华天城：华天酒店近年工作的重中之重

中部华天城地处长沙宁乡县西南，占地面积约7平方公里，由温泉酒店、大型综合游乐场、优质果木花卉基地、高尔夫球场、酒店式温泉洋房（别墅）五个主要项目组成。项目总投资40亿元，分三期开发，开发周期6年，在2014年之前完成整体开发建设。三期的主要建设内容分为：

- **一期。**包含温泉酒店（占地150亩）、温泉高尔夫球场（占地1850亩）以及温泉洋房（占地1000亩，建筑面积10万平方米，共200栋）。已开工，2010年完成项目建设。
- **二期。**包含大型游乐场所、温泉高尔夫球场以及温泉洋房（共400栋）。2010年下半年开工建设，2011年完成项目建设。
- **三期。**包含优质果木花卉基地和温泉洋房（共400栋）。2011年下半年开工建设，2014年完成项目建设。

图 10：中部华天城项目整体规划



数据来源：公司数据，国信证券经济研究所

根据我们调研的情况，在元宵节之前，第一期的土方工程已经基本守成，第一期第二阶段的土方建设马上上马，前期招投标已完成，建筑队伍将在3月份进驻。酒店和休闲中心在6月份完成土建，在明年春节之前可以试营业。别墅引进的是日本材料，在地基完成后2个月即可完成组装建设，因此，最早可以在8月份对外销

售。在交通基础设施的建设上，在酒店开业前可以通一条高等级公路，另外，在 2011 年 7 月还将开通长花灰韶高速公路，届时，从长沙到灰汤的距离将缩短至 57 公里、30 分钟，中部华天城交通状况将大大改善。

图 11: 灰汤温泉酒店外立面



数据来源：公司数据，国信证券经济研究所

中部华天城项目是华天酒店近年工作的重中之重，也是公司以“酒店+房地产+旅游”打造综合旅游目的地的第一个大型项目。这一项目涉及方圆 1000 亩地的范围、诸多当地居民的拆迁、高速公路的建设、与政府的协调等等工作，应该说复杂度和难度都是相当大的，也在相当大的程度上考验公司操作大项目的能力。从管理层的能力及其在湖南省资源来看，我们相信华天酒店能够稳健推进中部华天城项目，最后成功实现盈利。从盈利贡献上看，房地产是该项目最重要的一部分，优质温泉、大型休闲中心以及高速公路通车，都能对人气起到明显的聚拢作用，从而促进房地产销售。

只考虑温泉酒店和别墅，我们预计中部华天城项目从 2011 年开始盈利，预测 2011-2013 年营业收入 3.36、4.57、4.38 亿，权益净利润 3056、6553、7156 万。

表 4: 中部华天城项目一期测算

温泉酒店测算（温泉洋房测算请见房地产部分）				一期测算汇总			
	2011E	2012E	2013E		2011E	2012E	2013E
开发或建筑面积：10 万平米（150 亩）				营业收入	336	457	438
投资与开发成本：5 亿元				温泉酒店	73	97	140
营业收入	73	97	140	温泉洋房	263	360	298
其中：客房收入	24	33	53	营业成本	183	229	200
客房数量	800	800	800	温泉酒店	43	49	60
平均房价	300	315	331	温泉洋房	140	180	140
出租率	30%	40%	60%	毛利率	45%	50%	54%
餐饮收入	24	33	53	温泉酒店	41%	49%	57%
其他收入（主要为温泉收入）	25	30	35	温泉洋房	47%	50%	53%
折旧	25	25	25	税前利润	68	141	154
营业成本（不含折旧）	18	24	35	温泉酒店	-7	19	38
毛利率	41%	49%	57%	温泉洋房	75	122	116

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

三项费用	37	29	42	权益净利润	31	66	72
税前利润	-7	19	38	温泉酒店	-4	9	18
所得税	0	5	10	温泉洋房	35	57	54
税后利润	-7	14	29				
权益利润	-4	9	18				

注：温泉洋房预测详细数据请见房地产部分，同时，以上预测未考虑高尔夫球场的运营

数据来源：国信证券经济研究所

旅游、景区业务可能重塑公司商业模式，但需要等待

华天酒店新设立旅游管理事业部，是为了启动旅游服务、景区等传统旅游业务，根据我们目前得到的信息，公司管理层表现出对“湖南省内的成熟景区，以及景区周边酒店”的浓厚兴趣。但考虑到建筑部明令禁止国家重点风景名胜区收入转变为企业的经营收入，我们认为，华天酒店整合张家界武陵源核心景区、岳阳楼-洞庭湖景区、衡山核心景区等成熟一线景区的可能性较小，因此，上述“湖南省内的成熟景区”的表述，应可以理解为成熟核心景区之内局部景区或周边景区，例如，华山景区是国家重点风景名胜区，其收入不能上市，但是三特索道的华山索道则可以。控股股东华天集团也从 2007 年开始起整合了东江湖、雪峰山、新化紫鹊界等，其中，东江湖和新化紫鹊界景区是国家级风景名胜区，这些景区在商业开发上仍不算成熟，但是具有一定的后续包装潜力，如果注入华天酒店，也存在经过培育期后盈利快速成长的可能性。另外，华天集团控股的还有湖南华天国旅。

表 5：华天集团控制景区一览

景区	华天集团收购时间	备注
东江湖	Aug-07	拥有 40 年整体经营权，建设东江渔港、水上娱乐世界、东江湖温泉度假村等项目，目标是打造成为中国第二个千岛湖，2007 年实现收入 1800 余万元，游客 13 万人次，刚刚于 2009 年底被批国家级风景名胜区
怀化雪峰山	Nov-07	核心项目包括雪峰山漂流、大峡谷穿越等，定位为中国山地运动休闲度假胜地
新化紫鹊界、大熊山	Sep-08	紫鹊界为国家级风景名胜区，拥有 50 年整体经营权，对四大资源以梅山文化为文脉进行资源开发

数据来源：国信证券经济研究所

总体上，我们对于华天酒店发展传统旅游业的想法是：

- （1）旅游景区业务在长期内可能成为优质的现金牛业务。**与直营酒店业务相比，景区投入较少，现金流充裕，是典型的现金牛业务；
- （2）但在短期内，景区业务较难贡献利润。**由于从我们目前可见的范围内，华天酒店置入成熟景区的可能性不大，更为可能的是整合一些在湖南省内较优质、但是在商业上尚未开发的景区，在培育期之前，这样的景区是不大可能贡献太多的利润的，因此，旅游、景区业务可能重塑公司商业模式，但需耐心等待；
- （3）酒店、地产与景区同在。**如我们对华天酒店公司战略的理解，公司在收购景区时，仍然会伴随着酒店的收购或者修建，并很有可能继续通过房地产回笼资金，届时，“酒店+地产”模式将有可能更广泛地升级为“酒店+地产+旅游”。

盈利预测

基于对华天酒店各个业务的分析和理解，我们对其进行了盈利预测。

盈利预测假设包括：

- (1) 预测不包括湘潭国金大厦和益阳大厦收购后的房地产开发；
- (2) 假设 2010 年收购物业产生合并收益 5500 万，2011-12 年预测不考虑合并收益；
- (3) 毛利率：酒店业毛利率总体稳定，2011-12 年房地产毛利率因灰汤项目上升幅度较大；
- (4) 光电子产品业务稳定增长；
- (5) 未考虑再融资导致的股本增加。

盈利预测的结果是，2010-12 年 EPS 将达 0.32、0.24、0.31 元，2010EPS 年较 2009 年增长 23%，一是酒店业务盈利增强，新收购郴州、紫东阁华天酒店业务基数增加，二是华天苑、益阳华天公馆、星沙 LOHO 小镇等房地产项目集中结算，房地产营业利润增长一倍以上；2011 年 EPS 较 2010 年有 25% 的下滑，最主要的原因在于在我们的预测中，当年结算的房地产项目只有中部华天城别墅项目，致房地产业务利润下降较大，同时，合并收益亦未加以预测，因此，如果益阳大厦、湘潭国金大厦房地产开发的相关细节披露，并有可能在 2011 年结算，华天酒店新收购物业能够产生合并收益，那么都存在后续上调 EPS 的可能性。

以上盈利预测对应当年股价的动态市盈率分别是 32、42、32 倍。

表 6：华天酒店盈利分拆及预测

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	524	612	874	1268	1704	1736	2072
酒店业	476	533	705	995	1194	1444	1677
餐饮	238	272	368	472	566	668	768
客房	155	190	278	404	485	606	715
娱乐	39	37	32	45	54	68	80
其他	44	34	27	74	89	102	115
光电子产品	48	79	9	21	25	30	35
房地产			160	252	486	263	360
营业成本	209	234	418	613	835	769	910
酒店业	186	217	320	429	512	618	717
餐饮	121	141	200	246	294	347	399
客房	47	61	114	155	184	230	272
娱乐	9	9	6	12	14	18	21
其他	9	6	0	16	20	23	25
光电子产品	22	17	2	8	10	11	13
房地产			96	176	313	140	180
毛利率	60	62	52	52	51	56	56
酒店营业利润	62	52.4	24.7	104	125	152	176

房地产营业利润	0	-3.5	36	37	84	75	122
光电子产品营业利润	36.3	36.3	-2.7	0.82	8	10	12
营业利润合计	98.3	85.2	58	142.1	217	236.9	310.6
非经常性损益等	23	113	89	37	7	-39	-41
税前利润合计	121	198	147	179	224	198	269
所得税及少数股东损益	-36	-36	-14	-36	-46	-67	-97
归属于母公司所有者净利润	85	161	133	143	178	131	172
总股本	173	346	369	553	553	553	553
EPS	0.49	0.47	0.36	0.26	0.32	0.24	0.31

数据来源：国信证券经济研究所

存在再融资的可能性

目前，华天酒店自有资金约 5.8 亿（现金 2.3 亿，经营性现金流 3.5 亿），但是在 2010 年，公司的资金需求较大，主要的投资项目包括：

- **中部华天城。**今年主要建设项目是温泉酒店、高尔夫球场和温泉洋房，前两者需 7 亿资金，后者需 3 亿。
- **收购郴州、紫东阁华天。**收购华天集团持有的郴州和紫东阁华天大酒店股权，需要 5 亿。
- 其他地产或景区项目。

华天酒店 2009 年底的资产负债率已经高达 63%，因此，在不增加负债的前提下，公司在今年进行再融资的可能性很大。华天酒店也在 09 年年报里提到，“公司将按照股东利益最大化的原则择机在资本市场和银行贷款市场进行融资”，可见公司管理层本身也已经有此打算。

如果按 8 亿左右的融资额、按最新收盘价（10.09 元）50% 的配股价格来计算，股本需要增加 1.6 亿股，相当于目前股本的 30% 左右，2010-12 年 EPS 将被摊薄至 0.25、0.19、0.24 元。

综合评价和投资建议

华天酒店设立三大事业部，意味着公司领导层在近三年的“酒店 + 房地产”运作中，有了新的心得，从而做出了适应形势变化的战略调整。从广义上讲，中部华天城项目的开展，已经是新的“酒店 + 地产 + 旅游”模式的实践。而在未来几年之中，极有可能有新的传统旅游资产（景区、旅行社）进入华天酒店，从而使公司的商业模式经历变化。我们关注这种变化给公司盈利性带来的变化。从过去三年“酒店 + 房地产”的经验来看，低价资产收购带来的合并收益 + 房地产收益是 ROE 提升的关键，而如果公司深入传统旅游领域，并有成功案例，则其 ROE 的提升将是持续的。但是从短期来看，盈利很难跟上，估值并不便宜。因此，我们建议长期投资者关注公司的变化。2010-12 年的 EPS 分别为 0.32、0.24、0.31 元，动态市盈

率为 32、43、32 倍。建设长线投资者关注。给予华天酒店相当于旅游重点公司平均水平的 P/E38 倍，目标价为 12 元。维持“谨慎推荐”评级。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	225	200	200	200	营业收入	1271	1708	1740	2076
应收款项	190	234	238	284	营业成本	613	836	770	912
存货净额	219	331	293	349	营业税金及附加	73	99	100	118
其他流动资产	360	427	435	519	销售费用	24	39	49	62
流动资产合计	995	1192	1166	1352	管理费用	371	470	517	603
固定资产	2414	2883	3225	3442	财务费用	94	95	105	112
无形资产及其他	178	180	185	193	投资收益	(1)	0	0	0
投资性房地产	266	266	266	266	资产减值及公允价值变动	(9)	0	0	0
长期股权投资	60	60	60	60	其他收入	0	0	0	0
资产总计	3912	4581	4902	5313	营业利润	86	169	198	269
短期借款及交易性金融负债	810	897	899	781	营业外净收支	93	55	0	0
应付款项	94	155	137	163	利润总额	179	224	198	269
其他流动负债	440	562	522	603	所得税费用	25	38	38	54
流动负债合计	1344	1614	1557	1546	少数股东损益	12	8	29	43
长期借款及应付债券	806	956	1106	1256	归属于母公司净利润	143	178	131	172
其他长期负债	303	403	503	603					
长期负债合计	1109	1359	1609	1859	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2453	2973	3166	3405		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	165	172	195	230	净利润	143	178	131	172
股东权益	1294	1436	1541	1679	资产减值准备	(0)	2	1	1
负债和股东权益总计	3912	4581	4902	5313	折旧摊销	138	137	164	189
					公允价值变动损失	9	0	0	0
					财务费用	94	95	105	112
					营运资本变动	53	62	69	22
					其它	8	5	22	33
					经营活动现金流	350	383	387	418
					资本开支	(825)	(610)	(513)	(416)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(824)	(610)	(513)	(416)
					权益性融资	41	0	0	0
					负债净变化	468	150	150	150
					支付股利、利息	(55)	(36)	(26)	(34)
					其它融资现金流	(382)	88	2	(118)
					融资活动现金流	486	202	126	(3)
					现金净变动	11	(25)	0	0
					货币资金的期初余额	214	225	200	200
					货币资金的期末余额	225	200	200	200
					企业自由现金流	(470)	(193)	(34)	101
					权益自由现金流	(384)	(34)	32	43

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	高 健	0755-82130678
		廖 喆	021-60933162	陈建生	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	岳 鑫	0755- 82130422
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈 健	0755-82133476
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
				邵 达	0755- 82132098
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	刘舒宇	0755-82131822	戴 军	021-60933166
蔺晓熠	021-60933146	彭怡萍		林晓明	021-60933154
侯慧娣	021-60875161			秦国文	0755-82133528
				程景佳	021- 60933166
				赵斯尘	021- 60875174
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-60875169		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		马小丹	021-60875172		王晓建	010-82252615	
	13480668226			13801832154			13701099132	
	shaoyf@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
林 莉	0755- 82133197		郑 毅	021-60875171		谭春元	010-82254209	
	13824397011			13795229060			13810118116	
	Linli2@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		黄胜蓝	021-60875173		焦 戢	010-82254202	
	18925287888			13761873797			13601094018	
	wanghaow@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
甘 墨	0755-82133456		刘 塑	021-60875177		李锐	010-82254212	
	15013851021			13817906789			13691229417	
	ganmo@ guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178		徐文琪	010-82254210	
				13817758288			13811271758	
				yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021- 60875176				
				13482495069				
			江智俊	021-60875175				
				15221772073				
			孔华强	021-60875170				
				13681669123				