

中国国贸（600007）：2009—成长的烦恼

增持（维持）

房地产行业

2009年4月16日

周炯

010-66045564

zhoujiong@txsec.com

事件描述：

近期，我们对中国国贸进行了实地调研，与公司管理人员就经营情况、发展战略等问题进行了沟通交流。

评论：

- 2009年业绩有一定压力，但2010年开始有望重新步入稳健增长轨道。**09年由于国贸三期计划下半年开业，三期物业资产将开始计提折旧，借款利息也将不再资本化，另外三期酒店的前期开办费用较高，因此，09年成本费用会增加较多。而三期的写字楼和商场等商业物业由于国际金融危机招租恐受影响，原有物业租金水平也或将面临一定压力，以及商业地产行业本身新项目由新开办到成熟，入住率的提高需要一段时间的积累，因此09年的收入增长可能将无法覆盖成本和费用的增长，09年业绩将面临一定的压力。但是，2010年三期全面投入运营后，公司整体可出租面积将由目前不到20万平米提升近一倍至约40万平米，如果经济形势逐渐明朗并好转，三期出租率也有望得到进一步提升，公司外延式增长将较为显著。2010年开始公司有望延续以往稳健增长态势，凭借高档商业地产物业出租以获取稳定现金流入的主营业务模式而稳步发展。
- 目前三期商业招商良好，写字楼招商结果存在一定的不确定性。**三期包括建筑面积写字楼13.5万平米、商场6.3万平米和酒店4.2万平米。目前三期写字楼招租租金大概参照二期标准，约400元/月/平米；商场租金约750元/月/平米。从目前的招商反馈来看，商场部分情况较好，预租近80%，而写字楼部分招商可能受经济下行影响稍大一些，虽然目前有一定的客户在谈判，但一些国际客户表示未来承租与否将取决于整体经济形势的变化和明朗化，如果经济能有效企稳，才能决定扩大或新办公面积。因此，写字楼部分招商结果存在一定的不确定性。针对于此，公司正考虑采取措施以吸引部分国内的优质客户入驻。
- 目前的经济环境对公司商业地产经营的影响。**国际金融危机和国内经济下行对公司的影响主要体现在新物业三期的招商上，对于三期的入住率和平均租金有一定影响。而对于一、二期这种已非常成熟的顶级物业影响有限，出租率和租金水平会保持相对稳定。
- 盈利预测及评级。**我们预测公司2009年和2010年的每股收益分别是0.18元和0.38元。我们的预测基于以下一些关键假设：三期商场和写字楼分别于2009年中期和4季度开业，写字楼2009年和2010年的出租率分别为30%和50%，商场2009年和2010年的出租率分别达80%和90%；一、二期现有物业出租率和租金水平保持基本稳定。对应于2009年4月16日的收盘价9.15元，动态市盈率分别为51倍和24倍。公司2009年NAV为11.32元，目前股价相对于NAV仍有19%的折价。我们认为，2009年公司净利润的可能下降是新物业投入运营和恰逢的金融危机的共同影响，而一旦物业稳定运营和金融危机影响消除后，公司将重新步入稳健增长的轨道。因此我们仍然维持对公司“增持”的投资评级。
- 风险提示：**三期开业时间晚于预期的风险、三期出租率和租金水平不达我们预期的风险和宏观经济调整加剧对商业地产运营带来的负面影响加大的风险。



表 1：收入预测表（单位：万平米、元/月/平米、万元）

	权益	可出租面积	出租率		实际出租面积		平均租金		收入	
			2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
一期写字楼	100%	6	96%	97%	5.76	5.82	355	366	24538	25537
二期写字楼	70%	4.5	96%	97%	4.32	4.37	400	412	14515	15106
一、二期商场	100%	3	99.7%	99.7%	2.99	2.99	719	777	25806	27871
三期写字楼	100%	10	30%	50%	3.00	5.00	400	420	3600	25200
三期商场	100%	4	80%	90%	3.20	3.60	750	788	14400	34020
三期酒店	100%	3	60%	60%	1.80	1.80				
公寓	100%	5	82%	82%	4.10	4.10	230	230	11316	11316
展厅	100%	1	96%	97%	0.96	0.97			5362	6167
合计		36.5			26	29			99538	145217

数据来源：公司公告、天相投资顾问有限公司



表 2：盈利预测表（单位：万元）

单位：万元	2004A	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	71,142	77,817	85,333	88,645	89,706	99,538	145,217
增长率(%)		9.38	9.66	3.88	1.20	10.96	45.89
减：营业成本	28,516	28,939	31,293	33,841	35,572	49,769	65,348
毛利率(%)	59.92	62.81	63.33	61.82	60.35	50.00	55.00
税金及附加	3,637	3,972	4,437	4,613	4,598	4,977	6,535
减：销售费用	709	789	428	570	1,140	2,488	3,630
管理费用	4,995	4,990	5,829	5,159	5,350	6,968	10,196
财务费用	1,228	2,206	6,665	529	(384)	10,504	8,600
期间费用率(%)	9.74	10.26	15.14	7.06	6.81	20.05	15.44
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0	
投资净收益	584	639	160	153	55	0	
营业利润	32,640	37,560	36,841	44,083	43,484	24,832	50,908
增长率(%)		15.07%	-1.91%	19.66%	-1.36%	-42.89%	105.01%
营业利润率(%)	45.88	48.27	43.17	49.73	48.47	24.95	35.06
营业外收入	422	72	167	70	4,399	0	0
减：营业外支出	1,259	578	565	491	487	0	0
利润总额	31,804	37,055	36,443	43,662	47,397	24,832	50,908
增长率(%)		16.51	-1.65	19.81	8.55	-47.61	105.01
利润率(%)	44.70	47.62	42.71	49.26	52.84	24.95	35.06
减：所得税	10,660	12,387	12,200	14,696	11,896	6,208	12,727
实际税负比率(%)	34	33	33	33	33	25	25
净利润	21,144	24,668	24,243	28,966	35,501	18,624	38,181
归属于母公司所有者的净利润	21,144	24,668	24,208	28,927	35,449	18,624	38,181
增长率(%)		16.67%	-1.86%	19.49%	22.55%	-47.46%	105.01%
净利率(%)	29.72	31.70	28.37	32.63	39.52	18.71	26.29
少数股东损益	0	0	35	39	52	0	0
每股收益(元)(摊薄)	0.21	0.24	0.24	0.29	0.35	0.18	0.38
每股净资产(元)	3.17	3.20	3.82	4.11	4.46	4.64	5.02
净资产收益率(%)	8.34	9.63	6.27	6.99	7.89	3.98	7.55

数据来源：公司公告、天相投资顾问有限公司



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014