

买入 调高

中国国贸（600007）

2009 年 6 月 10 日

通胀预期与价值重估

2009 年 6 月 9 日收盘价 9.54 元，6 个月内目标价 15.00 元

房地产行业分析师：帅虎

shuaih@htsec.com

021-23219401

投资建议：随着国贸三期在 2009 年下半年投入运营，公司未来业绩将迎来跨越式发展。的确，三期的前期开办费用、折旧摊销以及利息费用化，对公司 2009 年业绩将产生一定负面影响；但是，考虑到折旧摊销、利息费用化与租金收入的同步特征，公司 2009 年业绩将超越市场预期。而自 2010 始，相关影响将随着三期的逐步成熟而快速减弱，未来三年，将是公司业绩最具成长性的时期；近期商务地产行业的见底态势，以及公司优秀的成本费用控制能力，将为此提供坚实保障。前期量化宽松的货币政策导致 CRB 指数大幅反弹，PPI 及 CPI 有望随之反弹，通货膨胀预期进而导致资产重估；我国商务地产远高于住宅的投资收益率，将为商务地产提供更为广阔的重估空间。在宏观经济、商务地产行业明显见底的背景下，选择当下业绩处于底部、未来业绩高速增长的公司，是价值投资者的理想选择。

预测公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.310 元、0.500 元、0.658 元。考虑到公司未来业绩高速增长，以及通胀预期下商务地产的资产重估空间远高于住宅；目前 P/RNAV 仅为 0.64 倍，股价明显低估，极低的 P/RNAV 完全可以补偿略高的 PE。因此，我们调高对公司的投资评级至“买入”，按其 2010 年 EPS 的 30 倍 PE，调高对其 6 个月目标价至 15.00 元，仅相当于其当下净现值。

随着国贸三期在 2009 年下半年投入运营，自 2010 始的未来三年，将是公司业绩最具成长性的时期。宽松的货币政策导致 CRB 指数大幅反弹，PPI 及 CPI 有望随之反弹，通货膨胀预期进而导致资产重估；商务地产远高于住宅的投资收益率，将为商务地产提供远为广阔的重估空间。

1. 北京地标，不可动摇。国贸三期 A 阶段在 2009 年下半年开始运营，公司自持物业规模将从不到 19 万平方米达到近 40 万平方米；作为北京地标性建筑，国贸一、二、三期的品质远超前同类物业。

北京的高端商务地产，集中分布在 CBD、金融街、中关村。CBD 为涉外企业的聚集区；金融街已经成为金融机构和国有大型企业总部的主要办公区域；中关村则以 IT 为代表的高科技企业为主；而燕莎区域，也正在崛起。

图 1 北京主要中央商务区各类高端物业分布



资料来源：海通证券研究所

中国国际贸易中心是目前中国规模最大的综合性高档商务服务企业之一，国贸中心地处 CBD 的核心地段，占地 12 公顷，总建筑面积 56 万平方米，集办公、住宿、会议、展览、购物和娱乐等多功能于一体，是众多跨国公司和商社进驻北京的首选之地。

表 1 公司持有物业可出租面积情况（平方米）

	中国国贸一、二期	中国国贸三期	合计	备注
写字楼	99,000	100,000	199,000	可出租面积
商场	27,700	30,000	57,700	可出租面积
酒店	-	42,000	42,000	客房 278 间，豪华五星级
公寓	51,000	-	51,000	为国贸公寓
其它	10,000	33,000	43,000	三期部分为宴会厅及餐厅
合计	187,700	205,000	392,700	

资料来源：公司公告，海通证券研究所

除上市公司持有的表 1 列示的物业之外，母公司另外持有国贸中心剩余部分的中国大酒店（五星级）和国贸饭店（四星级），两者都为经营多年的成熟酒店。

三期早已主体结构封顶，目前正步入收尾的装修阶段。国贸中心始建于 1985 年 8 月，90 年 8 月 30 日全面开业。2005 年 6 月，国贸三期阶段正式开工。三期总建筑面积将达到 54 万平方米，国贸三期工程的建设分为 A、B 两个阶段。A 阶段总建筑面积为 29.7 万平方米，可出租面积 20.5 万平方米。目前正进行 A 阶段施工建设。

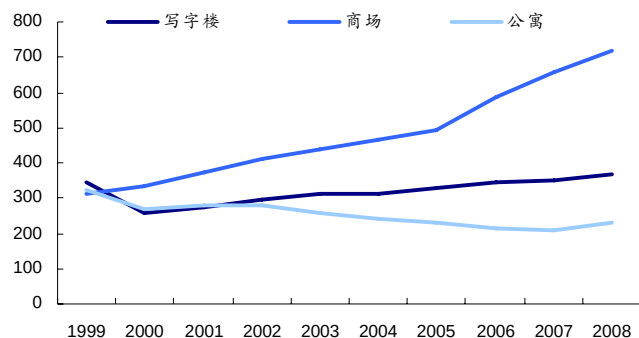
A 阶段由主塔楼和裙楼组成，其中主塔楼高度为 330 米，地上 74 层，地下 3 层；1 层至 55 层（其中 3 层、4 层、6 层为餐饮，5 层为设备机房）为高档写字楼；56 层至 73 层为超五星级酒店，设置客房 278 套。裙楼地上 5 层，地下 4 层，设有商业、餐饮、影院和可容纳 2000 人的大宴会厅等。国贸三期工程 A 阶段主塔楼于 2007 年 10 月 29 日提前实现结构封顶，A 阶段全部工程计划于 2009 年下半年完工。

从目前国贸三期招租情况看，好于市场预期。商业部分基本招租完成，接近 100% 的预租率，商户早已开始进场装修，预计将于 2009 年 7 月初开业；写字楼部分预租率则在 50% 左右，预计将于 2009 年 8 月中旬开业；而酒店部分预计将于 2009 年 10 月初开业。

另外，公司持有国贸酒店物业管理有限公司 95% 股权，该公司在酒店管理行业内表现较为出色。后者现有各类管理项目 34 个，管理面积 402.6 万平方米。在宏观经济恶化的 2008 年，该公司实现营业收入 0.74 亿元，同比增长 45.4%；实现净利润 0.1 亿元，同比增长 31%。另外，公司持有时代网星科技有限公司 49% 股权，该公司从事电信增值服务。

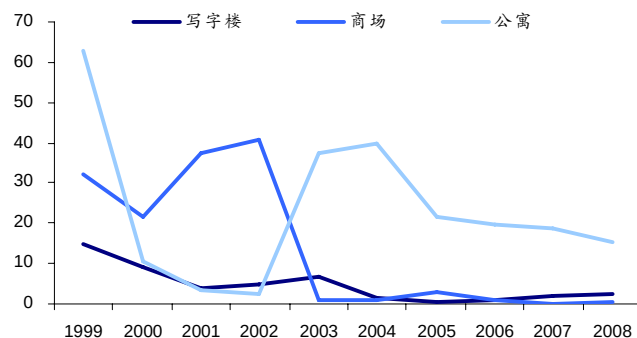
2. 从国贸一、二期情况看，租金依旧稳定；而空置率仍维持低位。随着国内外宏观经济的好转，商务地产行业见底迹象较为明显。因此，我们对国贸三期剩余部分的招租较为乐观。我国商务地产市场的投资收益率高于全球其它国家，更远远高于我国住宅市场。宽松的货币政策导致 CRB 指数大幅反弹，PPI 及 CPI 有望随之反弹，通货膨胀预期进而导致资产重估；商务地产远高于住宅的投资收益率，将为商务地产提供远为广阔的重估空间。

图 2 1999 年以来公司物业租金水平（元/月/平方米）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 3 1999 年以来公司物业空置率（%）

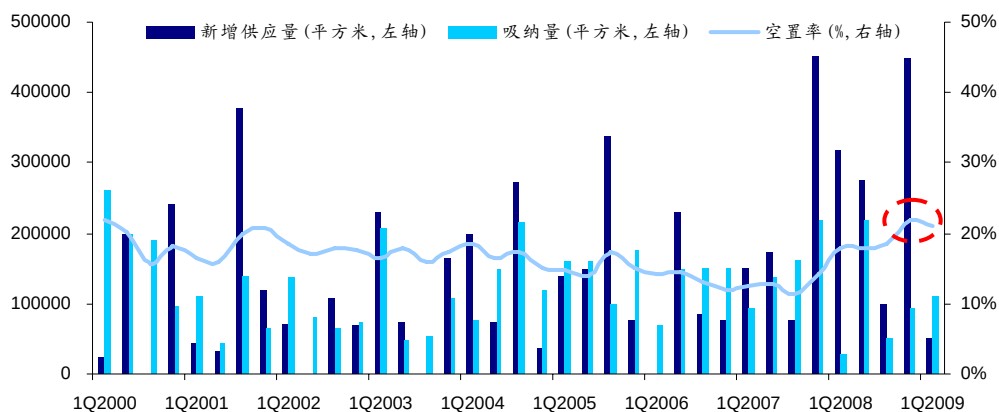


资料来源：公司公告，海通证券研究所

2008 年，国贸一、二期写字楼、商场、公寓的租金水平分别为 366.57 元/月/平方米、718.80 元/月/平方米、229.59 元/月/平方米；写字楼、商场、公寓的空置率分别为 2.56%、0.34%、15.37%。其中，公寓前期因为装修及竞争所致的空置率较高的局面，已经得到根本改观；考虑到公寓租户的租期较短，当下的空置率指标已经较为优异。

随着国内外宏观经济的好转，商务地产行业见底迹象较为明显，租赁活动明显开始活跃。因为新增供应集中在 2008 年入市，2008 年第 4 季度，北京市高档写字楼空置率达到 21.9%，创历史新高。但是在 2009 年第 1 季度，空置率指标下降至 21% 以下；新增供应的大幅度下降和吸纳量的复苏，是其背后原因。

图 4 2000 年以来北京市高档写字楼新增供应量、吸纳量与空置率季度变化



资料来源：CBRE，海通证券研究所

作为商务地产主力客户的相关外资企业，其投资中国应该是长期战略；金融危机的发生，短期内对商务地产的需求的确已经产生影响。但随着国内外宏观经济环境的好转，外资企业投资中国的脚步不会停止。众所周知，中国经济 2009 年维持 8% 的增速已较为明朗，而中长期的经济增速仍有望远超多数国家。国内外经济前景的差距，更能凸显中国商务地产的长期吸引力。

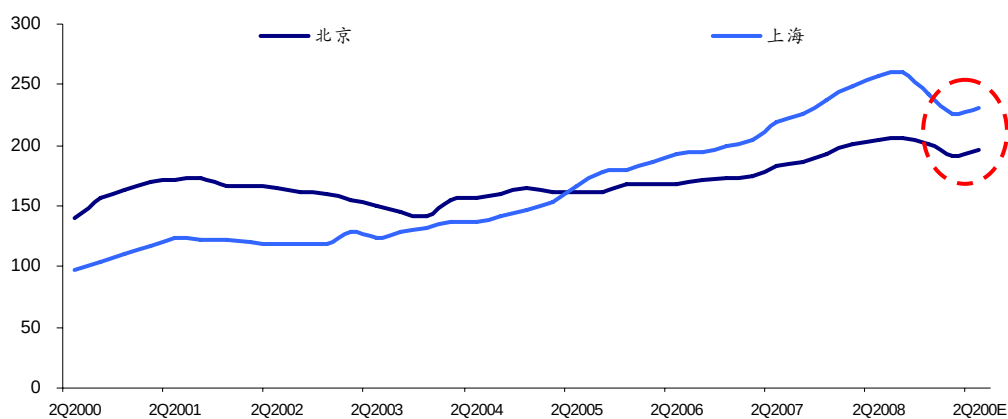
图 5 CBD 核心区物业分布图



资料来源：海通证券研究所

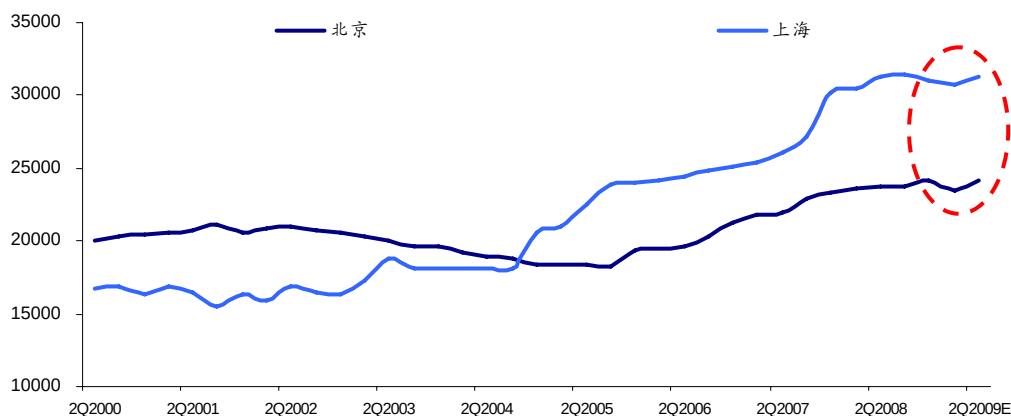
从上图可以看出，在 CBD 核心区，土地基本开发完毕，在建工程仅剩 6 个项目；除国贸三期之外，CCTV 新总部大楼基本自用，其余 4 个项目体量较小，预计总体写字楼可出租面积不会超过 50 万平方米，这就构成了 CBD 未来仅有的供应。因此，CBD 未来新增供应压力极小。

图 6 2000 年以来北京市、上海市高档写字楼租金季度变化（元/月/平方米）



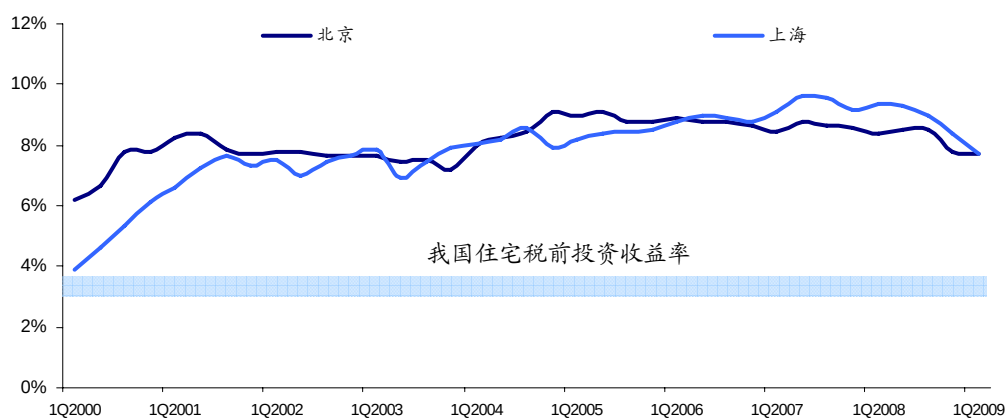
资料来源：CBRE，海通证券研究所

图 7 2000 年以来北京市、上海市高档写字楼售价季度变化（元/月/平方米）



资料来源：CBRE，海通证券研究所

图 8 2000 年以来北京市、上海市高档写字楼税前投资收益率季度变化



资料来源：CBRE，海通证券研究所

至于目标客户与 CBD 有所重合的金融街区域，其核心区已经建设完毕，考虑到其西扩近期难以推进；因此，中期内的新增供应也极小。

综合而言，CBD、金融街、中关村等地未来的新增供应极其有限；而随着国内外宏观经济的好转，商务地产的租赁需求已经开始复苏。供需关系的变化，将导致北京市写字楼市场未来空置率的下降。

商务地产租金的反弹迹象，也开始有所显露。2009 年第 1 季度，北京市高档写字楼租金水平为 190.7 元/月/平方米；从 2009 年 4-5 月的租金水平看，2009 年第 2 季度整体租金水平有望实现接近 3% 的增长；销售价格方面，2009 年第 2 季度也有望 2.5% 左右的增长。

如图 7 所示，我国商务地产市场的税前投资收益率高于全球其它国家，更远远高于我国住宅市场 3%-3.5% 的税前投资收益率。

考虑到未来新增供应极小，而投资收益率较高；因此，我们认为，我国以写字楼为代表的商务地产租金水平，其调整压力要远低于住宅。

前期量化宽松的货币政策导致 CRB 指数大幅反弹，PPI 及 CPI 有望随之反弹，通货膨胀预期进而导致资产重估；商务地产远高于住宅的投资收益率，将为商务地产提供远为广阔的重估空间。

3. 随着国贸三期在 2009 年下半年投入运营，公司未来业绩将迎来跨越式发展。的确，三期的前期开办费用、折旧摊销以及利息费用化，对公司 2009 年业绩将产生一定负面影响；但是，考虑到折旧摊销、利息费用化与租金收入的同步特征，公司 2009 年业绩将超越市场预期。而自 2010 始，相关影响将随着三期的逐步成熟而快速减弱，未来三年，将是公司业绩最具成长性的时期；近期商务地产行业的见底态势，以及公司优秀的成本费用控制能力，将为此提供坚实保障。

表 2 2009-2011 年公司租金收入构成

	租金水平（元/月平方米）				出租率			收入（百万元）		
	2009E	2010E	2011E		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
一二期写字楼	370	383	396	97%	97%	97%	97%	426	441	457
一二期商场	720	745	771	99%	99%	99%	99%	237	245	254
一二期公寓	230	230	238	85%	85%	85%	85%	120	124	128
一二期其它（含展览）								75	78	80
三期写字楼	390	410	430	50%	70%	90%	90%	94	344	464
三期商场	750	788	827	90%	95%	95%	95%	122	269	283
三期酒店（元/晚，含客房外收入）	1,800	1,890	1,985	50%	70%	85%	85%	33	177	216
三期其它（含宴会厅）								39	97	117
合计								966	1,000	1,035

资料来源：海通证券研究所

表 3 2006-2011 年公司营业成本构成（百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
折旧及摊销	129	117	117	256	282	324
工资	38	34	51	53	56	59
水电费	61	62	55	66	106	108
维修费	62	63	69	82	115	117
三期开办费用	0	0	0	12	40	45
其他	23	62	64	80	111	123
合计	313	338	356	551	711	777

资料来源：公司公告，海通证券研究所

关于公司 2009 年的业绩，市场存在一定分歧：三期的折旧摊销、利息费用化的时间长度，是等于还是大于实际收租期。显然，我们认为，时间长度应该相等；另外，客户在入住之前的装修期，也不用计提折旧摊销、利息费用。因此，三期的

折旧摊销、利息费用对公司业绩负面影响低于市场预期。当然，因为三期酒店的开办费用的摊销较高，这导致公司 2009 年业绩略低于 2008 年。

我们认为，考虑到国贸中心难以动摇的地标地位，三期有望在 2011 年初步成熟。因此，自 2010 始，相关影响将随着三期的逐步成熟而快速减弱，未来三年，将是公司业绩最具成长性的时期；近期商业地产行业的见底态势，以及公司优秀的成本费用控制能力，将为此提供坚实保障。

4. 商业地产估值：PE 结合 RNAV，极低的 P/RNAV 完全可以补偿略高的 PE。

公司 RNAV 在 12.73 元至 19.08 元之间，具体结果试对租金增速的不同假设而有所区别。整体而言，公司每股净现值在 15 元左右，目前的 P/RNAV 为 0.64 倍左右。

表 4 公司净现值模拟测算（元）

租金增长率			折现率		
			8%	9%	10%
保守预测	第一阶段租金增长率 (2010-2019 年)	3.5%			
	第二阶段租金增长率 (2020-2029 年)	1.5%	14.70	13.63	12.73
	后续增长率	0.0%			
中性预测	第一阶段租金增长率 (2010-2019 年)	5.0%			
	第二阶段租金增长率 (2020-2029 年)	3.0%	16.31	15.00	13.90
	后续增长率	0.0%			
乐观预测	第一阶段租金增长率 (2010-2019 年)	7.0%			
	第二阶段租金增长率 (2020-2029 年)	5.0%	19.08	17.35	15.91
	后续增长率	0.0%			

资料来源：公司公告，海通证券研究所

住宅开发类龙头公司 2009 年 PE 基本维持在 30 倍左右，2010 年 PE 基本维持在 20-25 倍之间，而其 P/RNAV 则在 2-3 倍之间。

虽然公司 PE 相对略高于住宅开发类公司，但 P/RNAV 则远低于住宅开发类公司；另外，考虑到商业地产远高于住宅的投资收益率，将为商业地产提供远为广阔的重估空间。因此，我们认为，公司价值明显低估。

关于估值的具体细节，请参见我们后续的公司深度研究报告或行业跟踪报告。

5. 盈利预测与投资建议。预测公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.310 元、0.500 元、0.658 元。考虑到公司未来业绩高速增长，以及通胀预期下商业地产的资产重估空间远高于住宅；目前 P/RNAV 仅为 0.64 倍，极低的 P/RNAV 完全可以补偿略高的 PE，公司股价明显低估。因此，我们调高对公司的投资评级至“买入”，按其 2010 年 EPS 的 30 倍 PE，调高对其 6 个月目标价至 15.00 元，仅相当于其当下净现值。

其中，我们盈利预测的关键假设如下：

营业收入中的租金收入构成请参见表 2；另外，需要强调的是，营业收入还包括国贸酒店物业管理有限公司的收入。

营业成本的构成请参见表 3；如上所述，折旧和摊销的时间起点按照客户实际入住时间考虑。

在财务费用方面，公司为三期发行的 10 亿元 10 年期债券，其利率为 4.6%；公司另有 22.6 亿元长期借款，用于三期建设；在项目竣工之前，利息资本化；而在竣工之后，利息费用化；因此，财务费用自 2009 年开始大幅度增长。

三期导致管理费用增加，但考虑到公司优异的成本控制能力，其增幅略低于收入的增长；其实，规模效应足以解释这点。

至于三期的开办费用，在 2009 年和 2010 年摊销完毕。

图 1 公司利润表预测（百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	886	897	1,201	1,797	2,007
减：营业成本	336	356	568	741	732
营业税金及附加	46	46	66	99	110
销售费用	6	11	12	14	16
管理费用	54	54	59	76	83
财务费用	5	-4	80	197	183
资产减值损失	0	0	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	2	2	2
二、营业利润	441	435	417	672	884
加：营业外收入	1	44	0	0	0
减：营业外支出	5	5	0	0	0
三、利润总额	437	474	417	672	884
减：所得税费用	147	355	313	504	664
四、净利润	290	355	313	504	664
归属于母公司所有者的净利润	289	354	313	503	663
少数股东损益	0	1	1	1	1
五、每股收益（元）	0.287	0.352	0.310	0.500	0.658

资料来源：公司公告，海通证券研究所

6. 不确定性因素。

系统性风险；公司三期物业成熟进度，仍存在不确定性；通胀预期能否持续。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

帅虎：房地产行业分析师

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、金地集团、招商地产、金融街、华侨城、首开股份、张江高科、中国国贸、上实发展、世茂股份、冠城大通、亿城股份、名流置业、华发股份、滨江集团、苏宁环球、万通地产、福星股份、嘉宝集团。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。