

强烈推荐-A (维持)

中国国贸 600007.SH

目标估值: 14.50 元

当前股价: 12.20 元

2010 年 8 月 31 日

三期A已开业, 进入业绩拐点

基础数据

上证综指	2653
总股本(万股)	100728
已上市流通股(万股)	100728
总市值(亿元)	123
流通市值(亿元)	123
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	6.0
资产负债率	51.4%
主要股东	中国国际贸易中心有
主要股东持股比例	80.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	9	25
相对表现	7	22	34



相关报告

1、《中国国贸(600007)——当梦想照进现实》2010/07/29

贾祖国

010-88088569
jiazg@cmschina.com.cn
S1090205070135

研究助理

孟群

0755-25310921
mengqun@cmschina.com.cn

三期A已于8月30日开业。受此影响,国贸可租量翻番,2010年将是业绩低点,2011年业绩相对2009年翻番。我们看好北京商业地产的长期空间,预计写字楼租金明年见低后快速上涨,维持“强烈推荐-A”投资评级,目标价14.5元。

- 上半年EPS0.12元,同比下降26%,主要受三期A开业的影响:2010年上半年主营收入4.24亿(YOY-3.2%),归属母公司净利润1.21亿(YOY-26%),EPS0.12元,主要是受国贸三期A开业前费用增加影响;
- 物业出租情况延续了2009年下半年的趋势:出租率提高,商铺租金大幅上涨,但写字楼和公寓租金有所下降。上半年写字楼平均租金354元/平米/月,同比下降5.1%环比下降2.8%;写字楼出租率98.2%,同比提高1.6%和2.4%;商城平均租金871元/平米/月,同比上升14%环比上升10%;商城出租率96.3%,同比下降0.9%环比下降0.2%;公寓平均租金187元/平米/月,同比下降11.5%环比下降5%;公寓出租率84%,同比上升11%环比上升9%;
- 三期A已于8月30日开业:公司已于2010年8月取得三期A的竣工验收备案,并在8月30日举行了国贸全面开业20周年暨国贸大厦开业庆典,到2011年国贸收入和利润将比2009年翻一番;
- 业绩预测与投资评级:预计2010-2012年EPS分别为0.15元、0.58元和0.79元。按明年25倍PE估值,目标价14.5元。维持“强烈推荐-A”的投资评级;
- 风险提示:国贸周边写字楼、公寓供给可能抑制租金的上涨。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	897	871	1047	1815	2102
同比增长	1%	-3%	20%	73%	16%
营业利润(百万元)	435	383	207	778	1061
同比增长	-1%	-12%	-46%	276%	36%
净利润(百万元)	354	290	155	583	795
同比增长	23%	-18%	-47%	277%	36%
每股收益(元)	0.35	0.29	0.15	0.58	0.79
PE	34.7	42.4	79.5	21.1	15.5
PB	2.9	2.8	2.8	2.5	2.3

资料来源:招商证券

表 1：房地产行业覆盖公司基本面和股票表现情况

元,亿元,万平	总市值	每股净资产	土地储备	股价	RNAV	10EPS	11EPS	10PE	11PE	评级
服务类										
世联地产	76.3	4.92		35.1		1.01	1.33	34.7	26.4	强烈推荐—A
商业地产										
中国国贸	122.9	4.31	110	12.2	14.1	0.17	0.58	71.8	21.0	强烈推荐—A
开发类										
金融街	213.7	5.29	769	7.1	13.4	0.58	0.74	12.2	9.5	强烈推荐—A
世茂股份	156.5	5.85	831	13.4	22.9	0.80	1.04	16.7	12.9	强烈推荐—A
张江高科	152.7	3.66	362	9.9	13.7	0.60	0.68	16.4	14.5	审慎推荐—A
浦东金桥	80.2	3.62	91	9.5	13.0	0.46	0.52	20.7	18.3	审慎推荐—A
开发类										
冠城大通	71.8	2.54	215	9.8	11.3	1.02	1.59	9.6	6.1	强烈推荐—A
华业地产	47.0	3.37	122	7.3	10.6	0.49	0.88	14.9	8.3	强烈推荐—A
荣盛发展	169.0	2.86	1144	11.8	11.8	0.65	0.98	18.1	12.0	强烈推荐—A
格力地产	54.1	2.98	199	9.4	10.6	0.57	0.73	16.4	12.8	强烈推荐—A
首开股份	193.3	8.72	969	16.8	18.5	1.21	1.50	13.9	11.2	强烈推荐—A
金地集团	294.7	3.59	1480	6.6	7.5	0.52	0.63	12.7	10.5	强烈推荐—A
鲁商置业	83.6	0.68	274	8.4	8.8	0.63	0.92	13.3	9.1	强烈推荐—A
福星股份	71.4	6.22	315	10.1	11.9	0.64	0.89	15.7	11.3	强烈推荐—A
苏宁环球	154.6	1.81	1451	9.1	11.8	0.60	0.90	15.1	10.1	强烈推荐—A
招商地产	329.2	10.00	1051	19.2	28.4	1.21	1.60	15.8	12.0	审慎推荐—A
万科 A	932.4	3.62		8.5	8.9	0.60	0.74	14.1	11.5	审慎推荐—A
保利地产	554.1	5.76	2966	12.1	13.0	0.97	1.25	12.5	9.7	审慎推荐—A
北京城建	80.7	5.07	186	10.9	18.3	0.85	0.99	12.8	11.0	审慎推荐—B
华发股份	96.4	6.47	633	11.8	17.3	0.96	1.08	12.3	10.9	审慎推荐—A
天津松江	68.8	1.13	283	11.0	6.1	0.40	0.76	27.5	14.5	审慎推荐—A
南湖中宝	270.1	1.26	763	5.3	3.7	0.37	0.58	14.5	9.2	审慎推荐—A
龙元建设	54.1	5.00		11.4		0.50	0.80	22.8	14.3	审慎推荐—A
浙江广厦	47.2	2.39	219	5.4	5.2	0.43	0.48	12.6	11.3	审慎推荐—A
滨江集团	152.0	2.65	329	11.2	12.6	0.79	0.97	14.2	11.6	审慎推荐—A
信达地产	110.5	3.48	465	7.3	8.0	0.45	0.50	16.1	14.5	审慎推荐—A
苏州高新	54.6	2.99	263	6.2	6.9	0.45	0.49	13.8	12.6	审慎推荐—A
华丽家族	62.7	2.12	86	11.9	7.7	0.96	1.09	12.4	10.9	审慎推荐—A
亿城股份	54.5	2.88	185	5.5	6.4	0.48	0.60	11.4	9.2	审慎推荐—A
建发股份	160.2	2.42	545	7.2	6.5	0.55	0.68	13.0	10.5	审慎推荐—A
中南建设	120.3	3.61	1027	10.3	13.9	0.79	0.87	13.0	11.8	审慎推荐—A
中天城投	95.0	1.48	947	10.4	7.8	0.59	0.98	17.6	10.6	审慎推荐—A

注明：公司每股净资产和 EPS 等数据会根据公司股票调整以及最新研究报告预测数进行不定期修正

资料来源：招商证券研发中心

表 2: 重点公司核心观点

公司名称	重点公司核心观点
世联地产	公司一直致力于学习国际房地产业龙头世邦魏理仕,我们认为公司现在所处阶段与 1970 年前后的世邦魏理仕很像——正处于大幅全国扩张的前期,公司将的区域扩张和并购作为全国扩张的两个重要途径,公司价值长期看好。
中国国贸	我们看好北京写字楼价格的长期空间,预期明年底后租金将快速上涨,未来公司还有 3 期 B20 多万方储备,预计未来写字楼租金年均复合增长率将从过去 10 年的 4.1% 提高到 7% 左右。公司 RNAV16 元左右,现金流折现每股价值是 20 元。国贸 3 期即将开业构成了股价上涨的催化剂。
金融街	京津是中国未来房地产最有前景的地区,公司正在聚焦京津地区,大幅增加该区域的土地储备。公司在京津地区的持有物业达到 60 多万方,具有绝对的战略价值,未来 3 年公司将保持每年 30% 左右的高增长。经过 08 年的股权融资和 09 年的债券融资,目前公司手握 150 多亿的现金,是 100 多家地产 A 股公司中资金最充裕的公司。在未来的行业调整期里,公司有望在北京、天津等战略重点城市的土地储备有更实质性的增长。
世茂股份	公司资产重组完成后,公司又先后在南京、青岛、厦门、无锡、杭州、武汉等地获得了优质的项目储备,目前公司的土地储备达到了 831.4 万平,权益土地储备为 689.3 万平。公司的核心竞争优势在于“拿便宜的土地,卖贵的房子”。目前公司的楼面地价仅为 1395 元/平。09 年许薇薇女士来到公司后,详细制定了公司的发展和经营计划,原有项目开始大规模动工,我们预计公司业绩也将随之大幅增长。公司这两年的业绩主要依靠北京的太阳星城项目和冠城名敦道,这两个项目都是 2004 年前拿的地,地价非常便宜。09 年底目前未结算面积分别为 73.1 万平和 8.3 万平。这两个项目主要在 2010 年到 2012 年结算。我们即使采用最保守的房价和结算条件,公司业绩依然能高速增长。我们认为公司未来还是有拿优质土地储备的能力,其来源目前主要有海西文化创意产业园项目、海科建股权以及太阳星城 D 区 20 多万建面的一级开发。前期市场一直担心公司放弃配股后是否还会释放业绩。7 月 29 日公司公告了股权激励,我们认为这使得公司管理层和投资者的利益更趋于一致。
冠城大通	公司在通州有 67.4 万可售的土地储备,占公司当前土地储备的 55%。该项目楼面价仅 3000 元/平米左右。该项目大概在 2011 年达到结算条件,估计要结算 4 年左右的时间。这就充分锁定了公司在 2011-14 年的业绩。通州项目 2010 年 8 月份开盘。
华业地产	定位于全国二三线城市,目标清晰,项目周转快。未来成长性好,股权激励已经实施。缺点估值较高,目前已经接近 20 倍 PE。我们看好公司快速成长的潜力,公司有成为全国一线地产商的潜力。
荣盛发展	用工业化的标准要求来建造房子,公司背景较好,珠海市政府积极扶持,管理层实干型干部,忠诚度
格力地产	高。缺点:今年业绩释放较慢。格力海岸项目将在 2012 年体现业绩,明年将会预售。投资格力,就像当初投资苏宁电器一样,需要长期持有。
首开股份	北京国资背景,在京土地储备最多,并且其拿地能力有望随着北京土地出让制度调整而强化;现金激励方案奖金延期提取,提供业绩持续增长动力;资金充足而具备较强的进攻潜力;2010 年公司达到考核目标已无悬念,公司必将积极推动第二期奖励计划,但由于集团公司与上市公司管理层不完全重合,可能会增加第二期奖励计划的阻力;2010 年业绩已无忧。
金地集团	渐渐掉队的一线地产商,上半年销售较差,下半年将会有 200 万平的货源,销售将会有明显起色。股权激励明年授权,业绩增长确定。管理层变动带来的负面影响已经在最近走势中反映。投资金地建议关注公司下半年上海青浦徐泾项目的销售情况,将具有代表性。
鲁商置业	山东人均可支配收入比全国高 3.3%,但房价比全国低 22%,销售额排全国第 5,但缺乏本土龙头;“鲁置业捆绑银座”堪比“万达捆绑沃尔玛”,最有实力成为本土龙头;各方动力推动公司做大做强,2010 年所有项目全部开工建设,为未来业绩增长奠定基础。青岛燕儿岛项目有望在第三季度预售。
福星股份	武汉将大幅受益于四面高铁网络的建设,是我们非常看好的为数不多的几个城市之一。公司市场领衔城中村改造,孕育巨大的机会;福星股份有望借助城中村改造实现土地储备翻番,并成为武汉房地产市场龙头;今年三四季度将获得 2 个城中村约 230 万平米土地,土地储备有望翻番。
苏宁环球	南京跨江战略进入实质性实施阶段,未来几年里江北交通将大幅改善,江北房价在快速上涨,公司在江北项目的权益建面 728.8 万平米,占江北供应 2/3 左右,已成为南京跨江战略的最大受益者。经公司江北项目过江的地铁 3 号线 2014 年通车。在目前二套房政策下,因江北交通还不是很便利,公司楼盘销售不畅。

资料来源:招商证券研发中心

参考报告:

中国当代房地产研究专题系列:

- 《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》 2008/07/18
- 《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》 2008/07/21
- 《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》 2008/09/08
- 《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》 2008/09/17
- 《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》 2008/09/28
- 《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》 2008/10/06
- 《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》 2008/10/10
- 《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》 2009/05/08
- 《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》 2009/05/12
- 《中国当代房地产研究专题之十一——城市兴衰的总结与展望》 2009/06/03
- 《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》 2009/07/14
- 《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》 2009/08/18
- 《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》 2009/09/16

海外房地产企业研究专题系列:

- 《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产：美国最大的上市写字楼 REIT》
2009/07/14
- 《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕：全球房地产服务业龙头》 2009/09/04
- 《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪：全球房地产开发业龙头》 2009/09/22

全球房地产月报系列:

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	229	258	165	531	806
现金	193	184	100	447	691
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	42
应收款项	9	17	19	26	21
其它应收款	10	15	21	27	21
存货	9	13	9	12	12
其他	9	30	15	19	19
非流动资产	7901	8709	8603	8425	8266
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	37	49	87	119	153
无形资产	2299	2247	2022	1820	1638
其他	5561	6408	6490	6482	6471
资产总计	8130	8966	8768	8956	9072
流动负债	647	935	1033	1210	1305
短期借款	50	250	331	50	50
应付账款	246	21	30	38	39
预收账款	40	25	30	32	32
其他	311	640	642	1091	1184
长期负债	3260	3670	3370	2870	2370
长期借款	2260	2670	2370	1870	1370
其他	1000	1000	1000	1000	1000
负债合计	3907	4605	4403	4080	3675
股本	1007	1007	1007	1007	1007
资本公积金	1873	1873	1873	1873	1873
留存收益	1341	1480	1483	1994	2515
少数股东权益	1	1	2	2	3
母公司所有者权益	4221	4360	4363	4873	5394
负债及权益合计	8130	8966	8768	8956	9072

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	430	354	203	1210	1198
净利润			155	583	795
折旧摊销			257	234	214
财务费用			69	165	130
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(272)	239	64
其它			(6)	(12)	(5)
投资活动现金流	(897)	(630)	(147)	(44)	(50)
资本支出			4194	(44)	(50)
其他投资			(4341)	0	0
筹资活动现金流	337	268	(140)	(819)	(904)
借款变动			81	(581)	(500)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(151)	(73)	(274)
其他			(69)	(165)	(130)
现金净增加额	(130)	(9)	(84)	347	244

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	897	871	1047	1815	2102
营业成本	356	336	500	631	649
营业税金及附加	46	44	54	94	109
营业费用	11	17	36	34	37
管理费用	54	92	181	112	117
财务费用	(4)	(1)	69	165	130
资产减值损失	0	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	435	383	207	778	1061
营业外收入	44	10	0	0	0
营业外支出	5	6	0	0	0
利润总额	474	387	207	778	1061
所得税	119	97	52	194	265
净利润	355	290	155	583	795
少数股东损益	1	0	0	0	0
母公司所有者净利润	354	290	155	583	795
EPS (元)	0.35	0.29	0.15	0.58	0.79

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	1%	-3%	20%	73%	16%
营业利润	-1%	-12%	-46%	276%	36%
净利润	23%	-18%	-47%	277%	36%
获利能力					
毛利率	60.3%	61.5%	52.3%	65.2%	69.1%
净利率	39.5%	33.2%	14.8%	32.1%	37.8%
ROE	8.4%	6.6%	3.5%	12.0%	14.7%
ROIC	4.9%	3.9%	2.8%	9.7%	12.2%
偿债能力					
资产负债率	48.1%	51.4%	50.2%	45.6%	40.5%
净负债比率	28.4%	32.6%	34.2%	27.0%	21.2%
流动比率	0.4	0.3	0.2	0.4	0.6
速动比率	0.3	0.3	0.2	0.4	0.6
营运能力					
资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
存货周转率	113.6	81.3	94.5	169.0	173.0
应收帐款周转率	142.2	68.6	58.5	80.4	90.5
应付帐款周转率	1.8	2.5	19.7	18.6	16.9
每股资料(元)					
每股收益	0.35	0.29	0.15	0.58	0.79
每股经营现金	0.43	0.35	0.20	1.20	1.19
每股净资产	4.19	4.33	4.33	4.84	5.36
每股股利	0.15	0.14	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	34.3	42.0	78.6	20.8	15.3
PB	2.9	2.8	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	43.5	48.7	36.2	16.4	13.7

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，7 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

孟群，经济学硕士，08 年加盟招商证券，任房地产行业助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。