

增 持 维持

中国国贸(600007)

2011 年 3 月 7 日

有望受益于租金上涨和海外经济复苏

房地产行业分析师：涂力磊
SAC 执业证书编号：S0850510120001
tll5535@htsec.com
021-23219747
联系人：贾亚童
jiayt@htsec.com
021-23219421

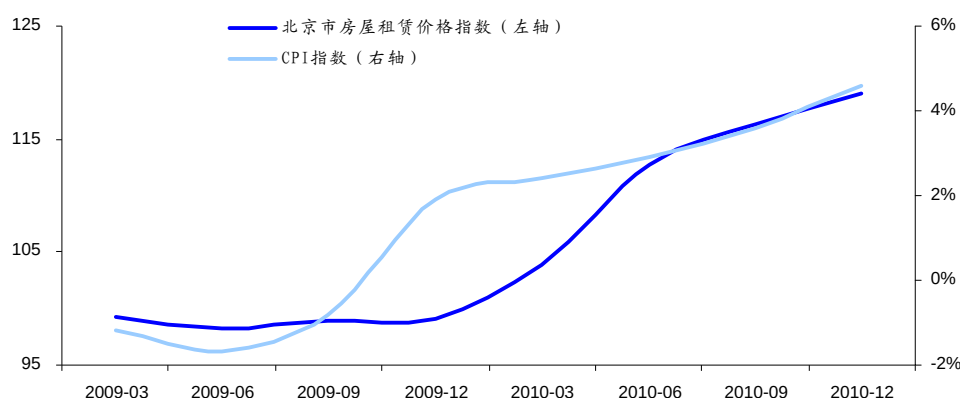
事件：

目前北京市写字楼租金呈整体上涨趋势，且海外经济复苏间接刺激 CBD 地区的写字楼需求。以上两点原因对公司基本构成利好。预计公司 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.20 元、0.35 元和 0.47 元。截至 3 月 4 日，公司股价为 10.76 元，对应 2010 和 2011 年 PE 分别为 53.8 倍和 30.7 倍，维持公司的“增持”评级。

主要内容：

1. 租金价格呈上行趋势：写字楼租金是中国国贸（600007）最重要的收入来源，现正式运营的 4 栋写字楼产生租金占其总营业收入的 45%，随着 2010 年国贸三期招租工作的逐步完成，写字楼租金对公司价值影响将进一步扩大。自 2009 年 6 月以来，北京市场写字楼价格呈现上涨趋势。公司未来新签约面积以及续签面积有望受益于该基本面改变。

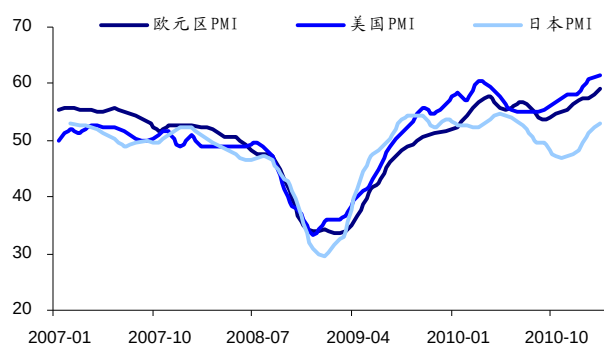
图 1 随着 CPI 上涨北京市租金水平一直在涨



资料来源：统计局、海通证券研究所

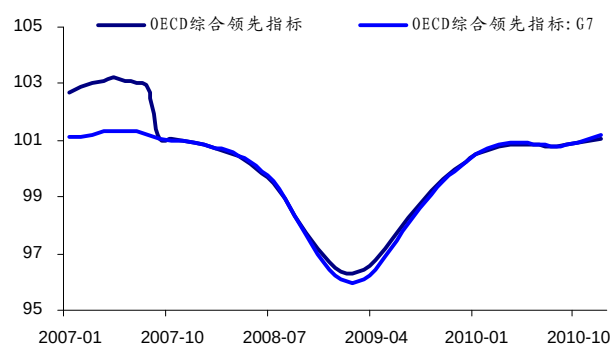
2. 海外经济复苏将带来写字楼需求上涨：北京 CBD 写字楼市场已经聚集较多外资企业客户。其续租和扩租需求与海外发达经济体的复苏具有较大关系。目前海外发达经济体经济领先指标呈现出较为稳定的复苏势头，其中欧元区、美国、日本的 PMI 指数从 2010 年四季度开始一直保持上升；截至今年 2 月份分别达到了 59、61.4 和 52.9。OECD 组织公布的综合领先指数从 2010 年 8 月份的 100.8 一直回升到 101.08。以上数据表明海外经济呈稳定回暖趋势。预计随着海外主要经济体逐步复苏，CBD 写字楼市场的需求将会进一步扩大。CBD 区域是北京市重要的商办区域，其写字楼体量最大，约占到了全市的 38% 左右。而中国国贸在 CBD 区域拥有约 12% 的写字楼出租面积，且这些写字楼均处于 CBD 区域核心位置，具有极强的地标意义和竞争力。公司有望成为海外经济复苏的受益者。

图 2 PMI 指标显示海外发达经济体复苏势头良好



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 3 OECD 指标显示海外发达经济体复苏势头良好



资料来源：CEIC、海通证券研究所

3. 估值存在空间：中国国贸持有的物业可租赁面积大约为 56 万平方米，按照公司 2010 年半年报所公布的平均租金 354 元/平/月来计算，公司全年的物业出租收入为 23.78 亿元。按照公司平均 30% 的净利率测算，全年共产生 7.14 亿的净利润。鉴于国贸的整体出租物业品质较高，公司的物业租金水平和出租率有望在较长时间内持续保持，我们给予公司 4% 的资本化率，对应物业市值为 178.42 亿元。扣除掉短期借款 1.5 亿元，长期借款 30.5 亿元和 10 亿元应付债券以后，公司合理价值在 136.42 亿元，对应股价为 13.5 元。

4. 投资建议：未来随着北京第三产业的稳定发展，公司写字楼租金还有进一步升值的空间。预计公司 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.20 元、0.35 元和 0.47 元。截至 3 月 4 日，公司股价为 10.76 元，对应 2010 和 2011 年 PE 分别为 53.8 倍和 30.7 倍，维持公司的“增持”评级。

5. 风险提示：房地产行业与国家政策紧密相关，一旦国内未来采取更加严厉的调控措施将直接影响行业未来发展。公司前期国贸三期开业后开办费用增加，2010 年年报预减。这一情况在 2011 年将有改善。

损益表（单位：百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	886	897	871	1,100	1,701	2,061
增长率	3.88%	1.2%	-2.9%	26.3%	54.6%	21.1%
营业成本	-336	-356	-336	-704	-1,045	-1,208
% 销售收入	37.9%	39.7%	38.5%	63.9%	61.4%	58.6%
毛利	551	541	535	397	656	852
% 销售收入	62.1%	60.3%	61.5%	36.1%	38.6%	41.4%
营业税金及附加	-46	-46	-44	-62	-96	-116
% 销售收入	5.2%	5.1%	5.1%	5.7%	5.7%	5.7%
营业费用	-6	-11	-17	-16	-22	-27
% 销售收入	0.6%	1.3%	2.0%	1.4%	1.3%	1.3%
管理费用	-54	-54	-92	-29	-49	-56
% 销售收入	6.1%	6.0%	10.5%	2.6%	2.9%	2.7%
息税前利润（EBIT）	445	430	382	290	488	653
% 销售收入	50.2%	48.0%	43.8%	26.4%	28.7%	31.7%
财务费用	-5	4	1	-32	-26	-28
% 销售收入	0.6%	-0.4%	-0.1%	2.9%	1.5%	1.4%
资产减值损失	0	0	0	0	0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	0	0	0	0
% 税前利润	0.4%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	441	435	383	258	462	624
营业利润率	49.7%	48.5%	44.0%	23.4%	27.2%	30.3%
营业外收支	-4	39	4	0	0	0
税前利润	437	474	387	258	462	624
利润率	49.3%	52.8%	44.4%	23.4%	27.2%	30.3%
所得税	-147	-119	-97	-57	-106	-144
所得税率	33.7%	25.1%	25.1%	22.0%	23.0%	23.0%
净利润	290	355	290	201	356	481
少数股东损益	0	1	0	3	2	3
归属于母公司的净利润	289	354	290	199	354	478
净利率	32.6%	39.5%	33.2%	18.0%	20.8%	23.2%

现金流量表（单位：百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	290	355	290	201	356	481
少数股东损益	0	0	0	3	2	3
非现金支出	16	18	14	8	10	10
非经营收益	13	-50	-2	237	239	253
营运资金变动	20	5	-52	477	763	-139
经营活动现金净流	339	327	251	926	1,370	608
资本开支	878	897	630	-121	5	7
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-878	-897	-630	121	-5	-7
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	740	680	610	0	85	450
其他	-237	-343	-342	-237	-239	-254
筹资活动现金净流	503	337	268	-237	-154	196
现金净流量	-36	-233	-111	810	1,211	797

资产负债表（单位：百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	322	193	184	992	2,200	2,995
应收款项	4	9	17	13	22	26
存货	7	9	13	36	40	48
其他流动资产	17	9	44	62	88	804
流动资产	350	219	258	1,103	2,350	3,873
% 总资产	4.9%	2.7%	2.9%	11.4%	21.5%	31.1%
长期投资	2,354	2,131	2,039	2,039	2,039	2,039
固定资产	2,140	3,352	4,305	4,298	4,288	4,285
% 总资产	30.0%	41.2%	47.9%	44.3%	39.2%	34.4%
无形资产	2,286	2,425	2,369	2,247	2,252	2,252
非流动资产	6,786	7,915	8,727	8,597	8,593	8,590
% 总资产	95.1%	97.3%	97.1%	88.6%	78.5%	68.9%
资产总计	7,136	8,134	8,984	9,700	10,943	12,463
短期借款	170	50	250	250	335	785
应付款项	437	523	640	1,113	1,878	2,444
其他流动负债	51	74	45	87	124	147
流动负债	658	647	935	1,450	2,337	3,376
长期贷款	312	1,128	2,754	2,754	2,754	2,754
其他长期负债	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
负债	1,970	2,775	4,690	5,205	6,091	7,131
普通股股东权益	4,018	4,221	4,360	4,558	4,912	5,390
少数股东权益	1	1	1	4	6	9
负债股东权益合计	5,989	6,998	9,051	9,767	11,009	12,530

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益(元)	0.287	0.352	0.287	0.197	0.351	0.474
每股净资产(元)	3.989	4.191	4.328	3.958	4.708	5.643
每股经营现金净流(元)	0.558	0.794	2.335	0.904	1.100	1.429
每股股利(元)	0.000	0.000	0.140	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	7.20%	8.40%	16.28%	4.36%	7.21%	8.86%
总资产收益率	4.05%	4.36%	3.23%	2.05%	3.24%	3.84%
投入资本收益率	4.44%	9.51%	14.80%	16.63%	17.43%	17.40%
增长率						
营业总收入增长率	3.88%	1.20%	-2.88%	26.29%	54.64%	21.13%
EBIT增长率	2.57%	-3.18%	-11.25%	-24.02%	68.26%	33.75%
净利润增长率	19.49%	22.55%	-18.32%	-31.43%	78.30%	34.91%
总资产增长率	17.81%	13.91%	10.29%	7.99%	12.83%	13.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数(天)	1.8	2.6	5.3	4.4	4.7	4.6
存货周转天数(天)	366.4	8.1	11.7	13.0	10.0	11.0
应付账款周转天数(天)	288.0	202.4	144.8	164.0	157.6	159.7
固定资产周转天数(天)	633.4	15.3	18.0	15.3	8.2	5.5
偿债能力						
净负债/股东权益	57.42%	73.82%	85.67%	64.19%	36.69%	27.05%
EBIT利息保障倍数	84.0	-112.2	-355.2	9.0	18.5	23.0
资产负债率	43.69%	48.06%	51.36%	52.88%	54.98%	56.62%

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、华侨城 A、金融街、首开股份、北京城建、苏宁环球、万通地产、荣盛发展、滨江集团、广宇集团、亿城股份和新潮实业。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。