

增 持 维持
中国国贸(600007)
2011 年 3 月 24 日

新开业造成的费用影响正在过去

房地产行业分析师: 涂力磊
SAC 执业证书编号: S0740210020003
tll5535@htsec.com
021-23219747
联系人: 贾亚童
jiayt@htsec.com
021-23219421

事件:

公司公布 2010 年年报, 年报略低于预期。报告期内, 全年实现营业收入总额 10.35 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 1.2 亿元, 基本每股收益 0.12 元, 较上年同期下降 58%。公司拟每 10 股派发现金红利 0.9 元 (含税)。

投资建议:

报告期内, 公司业绩下滑的主要原因是三期 A 投入运营后产生大量营运费用。目前公司的可租办公楼面积为 23.1 万平方米, 可租商场面积为 5 万平方米。三期 A 开业后同时新增 1.8 万平方米优质酒店经营面积。预计公司 2011、2012 年每股收益分别是 0.35 和 0.47 元。截至 3 月 23 日, 公司收盘于 10.53 元, 对应 2011 年 PE 为 30.08 倍, 2012 年为 22.4 倍。给予公司 2011 年 35 倍安全市盈率, 目标价为 12.25 元。维持对公司的“增持”评级。

主要分析:

1. 净利润 1.2 亿元, 同比减少 58%: 报告期内, 公司实现营业收入总额 10.35 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 1.2 亿元, 基本每股收益 1.2 元, 较上年减少 58%。公司拟每 10 股派发现金红利 0.9 元 (含税)。对资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析如下:

表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	2009	2010	Ppt	海通分析
毛利率	61.46%	44.01%	-17.45%	三期 A 开业带来的费用上升从而导致利润下滑
净利率	33.29%	11.71%	-21.58%	
资产负债率	51.36%	53.86%	2.50%	
三项费用占收入比	12.39%	23.18%	10.79%	
ROE	6.64%	2.80%	-3.84%	
(百万元)	2009	2010	YOY%	海通分析
总资产	8966.15	9408.55	4.93%	
净资产	4359.69	4339.45	-0.46%	
投资性房地产	183.94	241.64	31.37%	
应收账款	16.53	81.34	392.08%	按照直线法确认免租期租金收入造成应收租金的上升
经营活动现金流净额	858.92	1002.44	16.71%	

资料来源: 公司公告、海通证券研究所

对公司利润表分析如下:

表 2 公司利润表对比

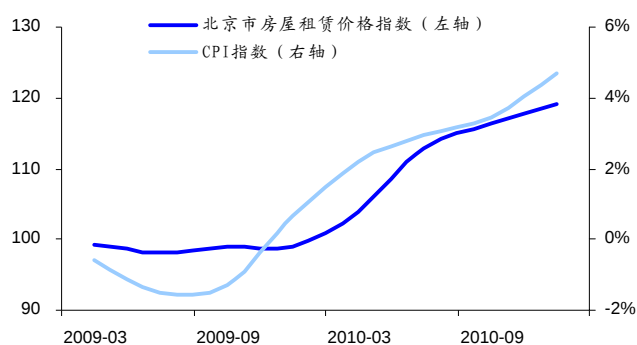
单位: 百万元	2009	2010	YOY%	海通分析
一、营业总收入	871.19	1035.94	18.91%	
二、营业总成本	488.08	874.00	79.07%	三期 A 开业带来大量费用
营业成本	335.78	580.06	72.75%	
营业税金及附加	44.42	53.83	21.19%	
销售费用	17.28	34.16	97.72%	三期 A 宣传推广费用增加
管理费用	91.70	124.90	36.21%	
财务费用	-1.08	81.05		因三期 A 投入使用后停止资本化计入当期费用
资产减值损失	-0.02	0.00		
投资净收益	0.29	0.24	-14.39%	
三、营业利润	383.40	162.18	-57.70%	
加: 营业外收入	9.76	2.60	-73.37%	2009 年含有政府拨给的人民币 600 万元楼宇政策奖励款
减: 营业外支出	5.92	2.57	-56.55%	处置固定资产净损失减少
四、利润总额	387.24	162.21	-58.11%	
减: 所得税	97.21	40.88	-57.95%	
五、净利润	290.03	121.34	-58.16%	
减: 少数股东损益	0.48	0.56	16.95%	
归属母公司净利润	289.55	120.78	-58.29%	
六、每股收益				
稀释每股收益(元)	0.29	0.12	-58.62%	略低于市场预期

资料来源: 公司公告、海通证券研究所

2. 国贸写字楼业务步入双升通道: 预计公司在 2011 年有望迎来写字楼出租面积和租金水平的双上升。一方面, 公司的主力写字楼三期 A 于 2010 年 8 月投入运营, 目前招租工作尚未完全完成。根据公司在年报中所公布的整体写字楼出租率来测算, 大约三期 A 的写字楼出租率只有 70% 左右。这远远低于公司一期, 二期写字楼 95% 左右的平均出租率水平。预计公司的出租面积将有大约 3 万平米的提升空间。

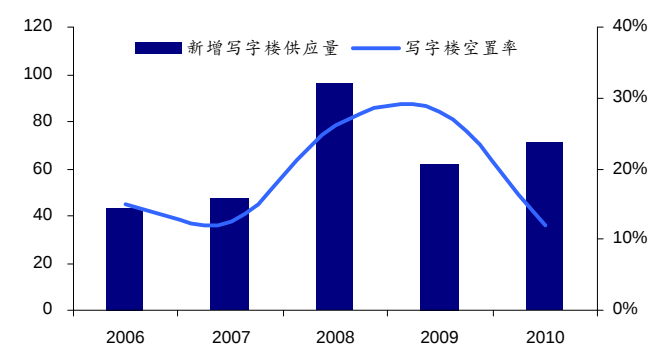
另一方面, 北京市及 CBD 区域写字楼空置率水平达到了一个近年来的低点, 租金水平将继续上行。整个 2011 年 CBD 区域预计只有北京财富中心三期一个写字楼项目入市, 体量大约为 12 万平方米, 仅为该区域 2010 年新增供应量的 40%。同时 CBD 区域聚集大量的外资企业客户, 其续租与扩租需求与海外发达经济体的复苏具有较大关系。目前海外发达经济体经济领先指标呈现出较为稳定的复苏势头, 预计随着海外主要经济体逐步复苏, CBD 写字楼市场的需求将会进一步扩大。供给的减少以及需求的扩大将会进一步提高 CBD 区域写字楼的租金水平。

图 1 随着 CPI 北京市租金一直在上升



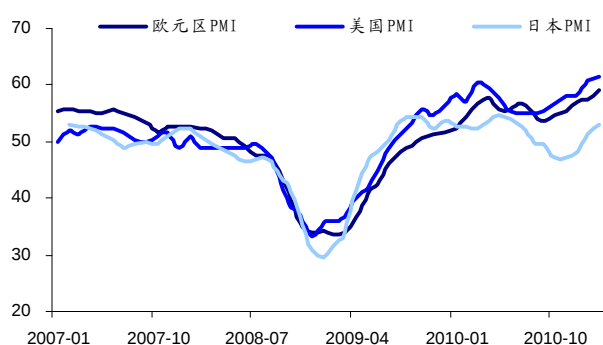
资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 2 北京市写字楼供应量与空置率情况



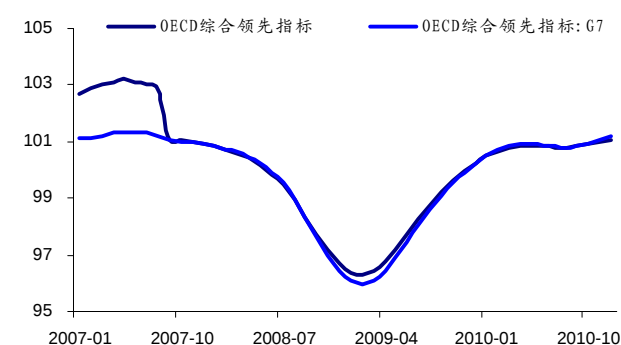
资料来源：DTZ、海通证券研究所

图 3 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 4 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. 国贸商城业务继续稳定表现：公司的国贸商城业务由于受到装修以及三期 A 开业招租工作尚未完成的原因，整体出租率出现了一定的下滑。但国贸商城作为北京市较早的定位于高档商品和服务的购物商城，具有较强的品牌效应，公司的商业出租率也一直保持在 95% 以上。同时三期 A 商城部分的加入将会进一步提升公司商城部分的竞争力。

表 3 部分北京市 2010 奢侈品商户租赁案例

商户	入驻区域	备注
Louis Vuitton	国贸西楼	开设旗舰店
Tiffany	国贸三期	开设旗舰店
Burberry	北京耀莱新天地	开设亚洲最大的旗舰店
Versace	华贸购物中心	开设中国首家腕表珠宝专卖店
老佛爷与 I.T.	金融街西单广场	开设首家亚洲老佛爷百货

资料来源：新浪网、海通证券研究所

4. 其他业务保持稳定，酒店业务有望成亮点：报告期内，公司的公寓以及展览出租业务保持了一如既往的表现。同时三期 A 所带的 278 间酒店和套房成为了公司的新的盈利增长点，目前酒店的平均租金达到了 2048 元/夜，开业仅 4 个月就贡献了 0.97 亿的收入，占比达到了 9.32%，预计未来有望成为中国国贸的下一个主力盈利点。

5. 投资建议：维持“增持”评级。随着三期 A 的招租工作的逐步到位，公司的写字楼业务以及商城业务将会得到进一步的增强，同时酒店业务将会为公司带来新的盈利增长点。预计公司 2011、2012 年每股收益分别是 0.35 和 0.47 元。截至 3 月 23 日，公司收盘于 10.53 元，对应 2011 年 PE 为 30.08 倍，2012 年为 22.4 倍。给予公司 2011 年 35 倍安全市盈率，目标价为 12.25 元。维持对公司的“增持”评级。

6. 风险提示：行业面临加息和政策调控两大风险。

表 4 重点关注公司年报情况汇总

公司名称	总市值	每股预收账款	资产负债率	有息负债率	开工计划	竣工计划	利润分配预案	EPS (元)		
	亿元	元/股	(%)	(%)	万平	万平		2010	2011 E	2012 E
保利地产	577	11.26	78.98	45.14			每 10 股转增 3 股, 派红利 2.13 元 (含税)	1.08	1.39	1.82
京投银泰	64	1.11	75.13	65.49			不分配	0.36	0.46	0.77
莱茵置业	35	1.15	76.42	65.06			每 10 股送 7 股, 股派发现金 0.78 元 (含税)	0.45	na	na
华侨城 A	456	1.13	69.69	62.43	143	151(计划可售面积)	每 10 股送 5 股, 转 3 股, 派发现金 0.6 元 (含税)	0.98	1.31	1.76
万科 A	899	6.77	74.69	40.18	1329	729	每 10 股派送人民币 1 元 (含税)	0.66	0.92	1.25
万通地产	72	2.68	69.47	42.00			每 10 股派送人民币 1.7 元 (含税)	0.39	0.54	0.78
嘉凯城	143	0.79	70.04	63.17	148	49.55	每 10 股派发现金红利 0.55 元 (含税)	0.62	0.85	1.22
华发股份	96	6.66	67.78	41.02			每 10 股派送人民币 1 元 (含税)	0.92	1.1	1.4
广宇发展	44	1.63	64.65	33.91			不分配	0.21	na	na
世茂股份	173	2.46	60.76	49.65	180	71	不分配	0.74	1.1	1.4
冠城大通	67	5.26	73.86	33.81			每 10 股派红利 0.5 元 (含税)	0.7	1.03	1.38
滨江集团	149	9.20	79.85	37.95			每 10 股派红利 0.6 元 (含税)	0.71	1.08	1.53
首开股份	179	6.48	74.73	57.29	381	100	每 10 股转增 3 股, 派红利 2 元 (含税)	1.17	1.53	2.03
金地集团	288	4.22	71.15	45.24	283	220	每 10 股派红利 0.6 元 (含税)	0.6	0.81	1.03
鲁商置业	84	3.37	89.67	59.37			不分配	0.44	0.9	1.22
荣盛发展	177	4.92	74.98	41.77	408	187	每 10 股送 2 股, 转 1 股, 派发现金 1 元 (含税)	0.71	1.12	1.56
信达地产	94	1.45	55.09	39.23			不分配	0.27	na	na
招商地产	295	6.56	64.65	45.81	277.00	147.00	每 10 股派 1.2 元现金 (含税)	1.17	1.49	1.87
中国国贸	106	na	64.65	na			每 10 股派 0.9 元现金 (含税)	0.12	0.35	0.47

资料来源: 公司公告、海通证券研究所

损益表(单位:百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业总收入	886	897	871	1,036	1,701	2,061
增长率	3.88%	1.2%	-2.9%	18.9%	64.2%	21.1%
营业成本	-336	-356	-336	-580	-1,015	-1,188
% 销售收入	37.9%	39.7%	38.5%	56.0%	59.7%	57.7%
毛利	551	541	535	456	686	872
% 销售收入	62.1%	60.3%	61.5%	44.0%	40.3%	42.3%
营业税金及附加	-46	-46	-44	-54	-96	-116
% 销售收入	5.2%	5.1%	5.1%	5.2%	5.7%	5.7%
营业费用	-6	-11	-17	-34	-22	-27
% 销售收入	0.6%	1.3%	2.0%	3.3%	1.3%	1.3%
管理费用	-54	-54	-92	-125	-49	-56
% 销售收入	6.1%	6.0%	10.5%	12.1%	2.9%	2.7%
息税前利润(EBIT)	445	430	382	243	518	673
% 销售收入	50.2%	48.0%	43.8%	23.5%	30.5%	32.7%
财务费用	-5	4	1	-81	-55	-51
% 销售收入	0.6%	-0.4%	-0.1%	7.8%	3.3%	2.5%
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%	0.2%	0.0%	0.0%
营业利润	441	435	383	162	463	622
营业利润率	49.7%	48.5%	44.0%	15.7%	27.2%	30.2%
营业外收支	-4	39	4	0	0	0
税前利润	437	474	387	162	463	622
利润率	49.3%	52.8%	44.4%	15.7%	27.2%	30.2%
所得税	-147	-119	-97	-41	-107	-143
所得税率	33.7%	25.1%	25.1%	25.2%	23.0%	23.0%
净利润	290	355	290	121	357	479
少数股东损益	0	1	0	1	2	3
归属于母公司的净利润	289	354	290	121	355	476
净利率	32.6%	39.5%	33.2%	11.7%	20.8%	23.1%

现金流量表(单位:百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
净利润	290	355	290	121	357	479
少数股东损益	0	0	0	0	2	3
非现金支出	16	18	14	59	10	10
非经营收益	13	-50	-2	74	261	275
营运资金变动	20	5	-52	40	1,160	-123
经营活动现金净流	339	327	251	294	1,790	644
资本开支	878	897	630	381	-286	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	-381	286	-7
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	740	680	610	356	85	450
其他	-237	-343	-342	-356	-261	-275
筹资活动现金净流	503	337	268	0	-176	175
现金净流量	-36	-233	-111	-87	1,899	812

资产负债表(单位:百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
货币资金	322	193	184	242	2,139	2,948
应收款项	4	9	17	81	22	26
存货	7	9	13	26	40	49
其他流动资产	17	9	44	41	85	802
流动资产	350	219	258	389	2,287	3,825
% 总资产	4.9%	2.7%	2.9%	4.1%	21.0%	30.8%
长期投资	2,354	2,131	2,039	5,636	2,039	2,039
固定资产	2,140	3,352	4,305	1,775	4,292	4,289
% 总资产	30.0%	41.2%	47.9%	18.8%	39.4%	34.5%
无形资产	2,286	2,425	2,369	1,608	2,252	2,252
非流动资产	6,786	7,915	8,727	9,041	8,605	8,603
% 总资产	95.1%	97.3%	97.1%	95.9%	79.0%	69.2%
资产总计	7,136	8,134	8,984	9,431	10,892	12,427
短期借款	170	50	250	0	85	535
应付款项	437	523	640	732	1,830	2,413
其他流动负债	51	74	45	60	122	146
流动负债	658	647	935	792	2,037	3,094
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	4,546	5,792	6,849
普通股股东权益	4,018	4,221	4,360	4,343	4,698	5,174
少数股东权益	1	1	1	1	3	6
负债股东权益合计	5,989	6,998	9,051	8,891	10,493	12,029

比率分析

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
每股指标						
每股收益(元)	0.287	0.352	0.287	0.124	0.352	0.472
每股净资产(元)	3.989	4.191	4.328	4.312	4.664	5.137
每股经营现金净流(元)	0.336	0.325	0.249	0.292	0.575	0.206
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%	2.87%	7.55%	9.20%
总资产收益率	4.05%	4.36%	3.23%	1.32%	3.22%	3.79%
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%	18.91%	64.24%	21.13%
EBIT增长率	2.57%	-3.18%	-11.25%	-36.39%	113.33%	29.87%
净利润增长率	19.49%	22.55%	-18.32%	-56.91%	184.30%	34.15%
总资产增长率	17.81%	13.91%	10.29%	5.07%	16.92%	13.95%
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	273.3	164.7	5.5
偿债能力						
净负债/股东权益	57.42%	73.82%	85.67%	92.86%	47.26%	35.97%
EBIT利息保障倍数	84.0	-112.2	-355.2	3.0	9.4	13.3
资产负债率	43.69%	48.06%	51.36%	53.84%	57.32%	58.72%

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 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;	<table><tr><th>类别</th><th>评级</th><th>说明</th></tr><tr><td rowspan="5">股票投资评级</td><td>买入</td><td>个股相对大盘涨幅在 15%以上;</td></tr><tr><td>增持</td><td>个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;</td></tr><tr><td>中性</td><td>个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;</td></tr><tr><td>减持</td><td>个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;</td></tr><tr><td>卖出</td><td>个股相对大盘涨幅低于-15%。</td></tr><tr><td rowspan="3">行业投资评级</td><td>增持</td><td>行业整体回报高于市场整体水平 5%以上; 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;</td></tr><tr><td>中性</td><td></td></tr><tr><td>减持</td><td>行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。</td></tr></table>	类别	评级	说明	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%。	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; 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;	中性		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。
类别	评级	说明																				
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%。																				
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; 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;																				
	中性																					
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。																				
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。																						

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。