

强烈推荐-A (维持)

中国国贸 600007.SH

目标估值: 13.00 元

当前股价: 10.43 元

2011 年 3 月 25 日

业绩回归滞后, 投资逻辑不变

基础数据

上证综指	2948
总股本(万股)	100728
已上市流通股(万股)	100728
总市值(亿元)	106
流通市值(亿元)	106
每股净资产(MRQ)	4.3
ROE(TTM)	2.8
资产负债率	53.9%
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	7	-11	-9
相对表现	4	-25	-9



相关报告

- 1、《《中国国贸(600007)——预期中的业绩低点,不改长期投资价值》2010/11/03
- 2、《《中国国贸(600007)——当梦想照进现实》2010/07/29
- 3、《《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

贾祖国 010-57601862
jiazg@cmschina.com.cn
S1090205070135

孟群 0755-25310921
mengqun@cmschina.com.cn
S1090210090011

洪俊骅 021-68407139
hongjh@cmschina.com.cn
S1090210090015

2010 年 EPS0.12 元低于预期。我们看好北京和国贸 CBD 商业地产, 目前国贸商业租金已见底回升, 我们测算三期 A 出租率较好(写字楼 70%, 商铺 64%), RNAV18.8-20 元, 维持“强烈推荐-A”的评级; 但业绩回归滞后, 预计 2011 年 EPS0.30 元, 建议暂时等待。

- **2010 年业绩低于预期:** 2010 年主营收入 10.36 亿 (YOY19%), 归属母公司利润 1.21 亿元 (YOY-58%), EPS0.12 元, 低于我们预期, 主要是因为三期 A 开业后折旧费用超预期;
- **三期 A 出租率比预期好但租金比预期低:** 根据公司公布的写字楼、商铺和酒店出租情况, 我们测算三期 A 写字楼出租率 70%, 商铺出租率 64%, 酒店出租率 49%, 比预期高; 但写字楼整体租金下降 4%, 商铺租金上涨 9%, 比预期低。我们认为可能是因为 2010 年国贸还处于写字楼和商铺消化期, 公司采取了“薄利多销”策略, 另外由于租金调整的滞后效应, 虽然国贸 CBD 租金已上调, 但合约的调整是滞后的;
- **预计 2011 年写字楼租金将回升, 商铺租金继续上涨:** 1、CBD 写字楼市场: 数据显示 2010 年北京优质写字楼成交量比 2009 年增长约 50%, 空置率下降到 15.2%; CBD 区域空置率下降到 23.7%, 租金同比上涨 21%。CBD 区域供给高峰期即将度过。考虑到租金的调整周期, 2010 年的租金上涨会逐步反映在公司业绩上; 2、CBD 商铺市场: CBD 商铺租金 2010 年年初见底回升。国贸三期商城定位于高端市场, 吸引了苹果等 40 多个高端及奢侈品牌及童装品牌; 目前进展较好;
- **2011 年计划盈利 2.7 亿:** 公司计划 2011 年收入 17.4 亿, 利润 2.7 亿, 主要受到酒店运营初期, 非房屋固定资产加速折旧的影响;

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	871	1036	1742	1995	2149
同比增长	-3%	19%	68%	15%	8%
营业利润(百万元)	383	162	403	649	816
同比增长	-12%	-58%	148%	61%	26%
净利润(百万元)	290	121	302	486	611
同比增长	-18%	-58%	150%	61%	26%
每股收益(元)	0.29	0.12	0.30	0.48	0.61
PE	36.3	87.0	34.8	21.6	17.2
PB	2.4	2.4	2.3	2.1	1.8

资料来源: 招商证券

- **业绩预测与投资评级：**预计 2011-2013 年 EPS 0.30 元、0.48 元和 0.61 元。根据现金流折现模型和周边可比项目价格来算，公司 RNAV18.8 元-20 元，当前股价折价 44%-47%，我们仍然看好北京和国贸 CBD 区域的商业地产，国贸三期租金将上涨，而出租率超预期，因此我们维持“强烈推荐-A”的投资评级，但由于酒店开业，财务处理上的因素导致业绩回归进度滞后，建议暂时等待；
- **风险提示：**国贸 CBD 写字楼和商铺消化期进入短期底部，导致营业费用和管理费用超预期。

表 1：重点公司投资评级

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
商业地产										
中国国贸	103.5	4.32	110	10.3	20.0	0.17	0.58	60.5	17.7	强烈推荐—A
开发加持有										
金融街	197.1	5.21	769	6.5	13.4	0.58	0.74	11.2	8.8	强烈推荐—A
世茂股份	168.7	7.04	831	14.4	22.9	0.75	0.80	19.3	18.0	审慎推荐—A
张江高科	174.7	3.76	367	11.3	13.7	0.55	0.60	20.5	18.8	审慎推荐—A
浦东金桥	84.3	3.67	91	10.0	13.0	0.40	0.45	25.0	22.2	审慎推荐—A
开发类										
北京城建	93.4	5.42	186	12.6	20.3	1.19	1.41	10.6	8.9	强烈推荐—A
华业地产	43.5	3.38	122	6.7	11.9	0.43	0.89	15.7	7.6	强烈推荐—A
荣盛发展	177.5	3.01	1604	12.4	11.8	0.65	0.98	19.0	12.6	强烈推荐—A
首开股份	178.3	9.91	1056	15.5	19.0	1.17	1.50	13.3	10.3	强烈推荐—A
金地集团	288.0	3.63	1548	6.4	7.5	0.52	0.63	12.4	10.2	强烈推荐—A
福星股份	87.2	7.39	587	12.2	14.5	0.64	0.89	19.1	13.8	强烈推荐—A
苏宁环球	148.0	2.02	1451	8.7	11.8	0.60	0.90	14.5	9.7	强烈推荐—A
万科 A	899.4	4.02	3447	8.2	8.9	0.66	0.75	12.4	10.9	强烈推荐—A
招商地产	283.4	10.24	1051	16.5	28.4	1.21	1.60	13.6	10.3	审慎推荐—A
保利地产	567.8	6.49	3869	12.4	17.5	1.08	1.25	11.5	9.9	审慎推荐—A
鲁商置业	83.6	0.74	588	8.4	12.6	0.50	0.60	16.7	13.9	审慎推荐—A
冠城大通	64.8	2.96	215	8.8	7.6	0.80	1.15	11.0	7.7	审慎推荐—A
格力地产	51.7	2.88	193	9.0	10.6	0.45	0.50	19.9	17.9	审慎推荐—A
华发股份	92.7	7.05	633	11.3	17.3	0.92	0.90	12.3	12.6	审慎推荐—A
天津松江	46.9	1.10	283	7.5	6.1	0.20	0.25	37.5	30.0	审慎推荐—A
南湖中宝	262.5	1.38	927	5.2	3.7	0.28	0.40	18.5	12.9	审慎推荐—A
龙元建设	60.2	5.05		12.7		0.50	0.80	25.4	15.9	审慎推荐—A
浙江广厦	44.4	2.35	219	5.1	5.2	0.37	0.41	13.8	12.4	审慎推荐—A
滨江集团	149.8	3.18	329	11.1	11.5	0.75	0.90	14.8	12.3	审慎推荐—A
信达地产	94.5	3.54	465	6.2	8.0	0.45	0.50	13.8	12.4	审慎推荐—A
苏州高新	67.4	3.05	309	7.6	6.9	0.30	0.40	25.5	19.1	审慎推荐—A
华丽家族	108.5	3.09	93	20.6	7.7	0.98	1.09	20.9	18.9	审慎推荐—A
亿城股份	47.1	2.91	185	4.7	6.4	0.48	0.60	9.9	7.9	审慎推荐—A
建发股份	192.4	2.41	545	8.6	6.5	0.60	0.68	14.3	12.6	审慎推荐—A
中南建设	139.9	3.76	1027	12.0	13.9	0.70	0.80	17.1	15.0	审慎推荐—A
中天城投	135.3	1.53	1027	14.8	7.8	0.59	0.98	25.1	15.1	审慎推荐—A
凤凰股份	55.2	1.64	125	7.5	4.7	0.20	0.48	37.3	15.5	审慎推荐—A
上实发展	90.1	2.33	627	8.3	11.5	0.34	0.44	24.5	18.9	审慎推荐—A
京投银泰	59.4	2.31	110	8.0	5.4	0.36	0.54	22.1	14.9	审慎推荐—A
中大股份	73.5	6.20	180	16.7	18.3	1.13	1.46	14.8	11.5	审慎推荐—A

资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

专著:

《房地产投资原理》，贾祖国，孟群著，经济科学出版社出版，2010 年 9 月

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

《中国当代房地产研究专题之十四——土地制度研究》2010/10/20

《中国当代房地产研究专题之十五——国际核心城市的总结与展望》2010/10/22

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	258	389	664	870	1166
现金	184	242	562	760	1051
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	17	81	34	39	42
其它应收款	15	8	17	20	21
存货	13	26	34	35	36
其他	30	33	16	17	17
非流动资产	8709	9019	8728	8474	8250
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	49	1502	1401	1308	1226
无形资产	2247	1318	1186	1068	961
其他	6408	6195	6137	6094	6059
资产总计	8966	9409	9392	9344	9416
流动负债	935	792	1027	1043	1052
短期借款	250	0	30	30	30
应付账款	21	24	33	33	34
预收账款	25	49	65	66	67
其他	640	718	900	913	921
长期负债	3670	4276	3731	3181	2631
长期借款	2670	3276	2726	2176	1626
其他	1000	1000	1005	1005	1005
负债合计	4605	5068	4758	4224	3683
股本	1007	1007	1007	1007	1007
资本公积金	1873	1873	1873	1873	1873
留存收益	1480	1460	1752	2238	2850
少数股东权益	1	1	2	2	3
母公司所有者权益	4360	4339	4632	5118	5730
负债及权益合计	8966	9409	9392	9344	9416

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	354	439	527	1000	1055
净利润	290	121	302	486	611
折旧摊销	0	0	364	328	296
财务费用	0	0	213	183	144
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(346)	7	4
其它	64	319	(6)	(2)	(1)
投资活动现金流	(630)	(381)	(70)	(70)	(70)
资本支出	0	0	(70)	(70)	(70)
其他投资	(630)	(381)	0	0	0
筹资活动现金流	268	(0)	(137)	(733)	(694)
借款变动	0	0	80	(550)	(550)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(9)	0	0
其他	268	(0)	(208)	(183)	(144)
现金净增加额	(9)	58	321	198	291

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	871	1036	1742	1995	2149
营业成本	336	580	813	829	840
营业税金及附加	44	54	87	100	107
营业费用	17	34	66	70	72
管理费用	92	125	160	165	168
财务费用	(1)	81	213	183	144
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	0	0	0	0	0
营业利润	383	162	403	649	816
营业外收入	10	3	0	0	0
营业外支出	6	3	0	0	0
利润总额	387	162	403	649	816
所得税	97	41	101	162	204
净利润	290	121	302	486	612
少数股东损益	0	1	0	1	1
母公司所有者净利润	290	121	302	486	611
EPS (元)	0.29	0.12	0.30	0.48	0.61

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	-3%	19%	68%	15%	8%
营业利润	-12%	-58%	148%	61%	26%
净利润	-18%	-58%	150%	61%	26%
获利能力					
毛利率	61.5%	44.0%	53.3%	58.4%	60.9%
净利率	33.2%	11.7%	17.3%	24.4%	28.5%
ROE	6.6%	2.8%	6.5%	9.5%	10.7%
ROIC	3.9%	2.4%	5.8%	7.9%	9.0%
偿债能力					
资产负债率	51.4%	53.9%	50.7%	45.2%	39.1%
净负债比率	32.6%	34.8%	35.7%	30.0%	24.0%
流动比率	0.3	0.5	0.6	0.8	1.1
速动比率	0.3	0.5	0.6	0.8	1.1
营运能力					
资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
存货周转率	81.3	53.7	57.8	57.4	60.9
应收帐款周转率	68.6	21.2	30.3	55.0	53.5
应付帐款周转率	2.5	25.7	28.6	25.2	25.2
每股资料(元)					
每股收益	0.29	0.12	0.30	0.48	0.61
每股经营现金	0.35	0.44	0.52	0.99	1.05
每股净资产	4.33	4.31	4.60	5.08	5.69
每股股利	0.00	0.09	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	36.3	87.0	34.8	21.6	17.2
PB	2.4	2.4	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	26.2	40.9	10.6	8.9	8.3

分析师承诺

负责本研究报告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，任房地产行业分析师。

洪俊骅，上海交通大学经济学与工学双学士，复旦大学管理学硕士，2006 年 7 月-2009 年 3 月在保利房地产股份有限公司董事会秘书办公室工作，2 年证券从业经验，2010 年 1 月加盟招商证券，任房地产行业分析师。

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。