

中国国贸 (600007): 三季度将是公司业绩拐点

行业分类: 房地产

2011.4.27

研究员: 吴伟
 (执业证书编号: S0640511030001)
 电话: 0755-83688511
 Email: mwu0330@gmail.com

联系人: 刁志学、张俭艺
 电话: 0755-83520492
 Email: diaozhixue@163.com

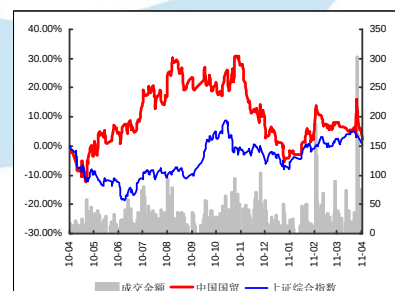
投资要点:

- **短期业绩下滑, 盈利能力上升。**公司一季度实现营业收入 3.4 亿元, 同比增长 70%, 归属上市公司股东的净利润 0.12 亿元, 同比下降 78%, 每股收益 0.01 元, 同比下降 79.53%。公司短期业绩下降主要受三期开业后折旧费用和财务费用大幅度提升, 而租金和入住率尚未到达稳定水平和按直线法摊销免租期租金影响, 公司毛利率从 61.4% 下降至 32.3%, 短期业绩下滑。但公司经营性现金流净额同比增长 108%, 管理费下降至 4%, 低于历史平均水平, 同时公司提高财务杠杆, 盈利能力进一步上升。
- **三季度将是公司业绩拐点。**由于目前经济复苏, 北京市商业地产价格上升, 空置率下降, 公司将受益于行业景气度提升出租率和租金将随着提升, 同时, 8 月份之后三期 A 免租期摊销结束, 公司平均租金将提升 4/3, 如果出租率从根据年报数据我们测算的 60% 提升至 90%, 不考虑租金上涨的情况下, 三期 A 租金收益有望在三季度环比增长 100%, 公司营业收入有望在 3 季度环比增长 50%。
- **盈利预测与投资评级。**我们维持公司 2011 年营业收入 18 亿元的预测, 预计每股收益将上升至 0.38 元/股。尽管公司短期业绩下滑, 但公司各项业务未发生重大变化, 我们仍维持公司内在价值为 8.5-13 元之间的判断, 公司目前股价为 9.95 元, 相对公司较好状态下内在价值有 23.5% 的折价, 给予公司买入评级, 如果短期业绩下滑造成公司股价波动, 是较好的买入机会, 三季度业绩大幅回升将是公司股价上涨的一个催化剂。
- **风险提示:** 公司短期内业绩下滑影响股价表现, 三期 A 出租率和租金不能如期提升。

6-12 个月目标价	13 元
当前股价	9.95 元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2925
总股本 (亿股)	10
流通 A 股 (亿股)	10
流通 B 股 (百万股)	0.00
流通 A 股市值 (亿)	99.5
总市值 (亿)	99.5
每股净资产 (元)	4.32
ROE (11Q1)	0.28
资产负债率	54.14
动态市盈率 (11E)	26.2
动态市净率	2.3

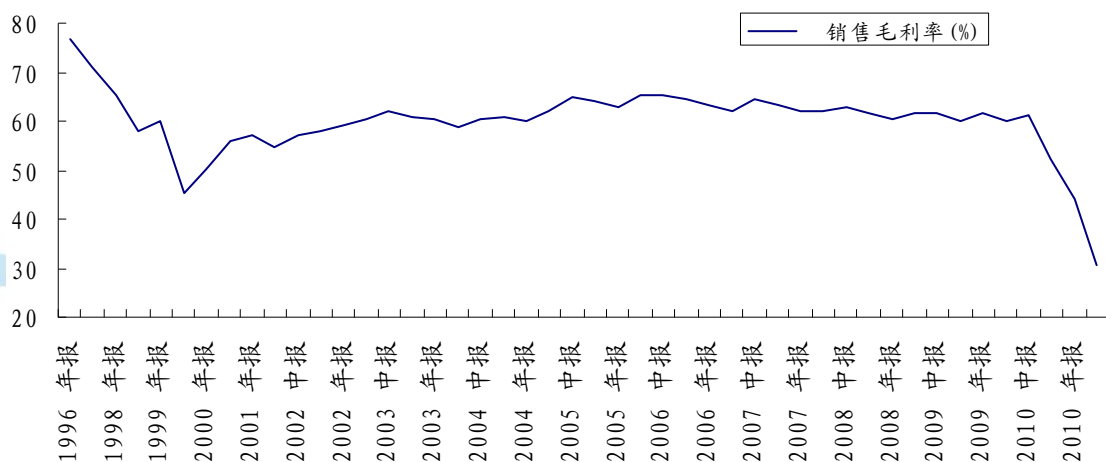
近一年股价表现



一、短期业绩下滑，盈利能力上升

公司一季度实现营业收入 3.4 亿元，同比增长 70%，归属上市公司股东的净利润 0.12 亿元，同比下降 78%，每股收益 0.01 元，同比下降 79.53%。公司短期业绩下降主要受三期开业后折旧费用和财务费用大幅度提升，而租金和入住率尚未到达稳定水平和按直线法摊销免租期租金影响，公司毛利率从 61.4% 下降至 32.3%，短期业绩下滑。

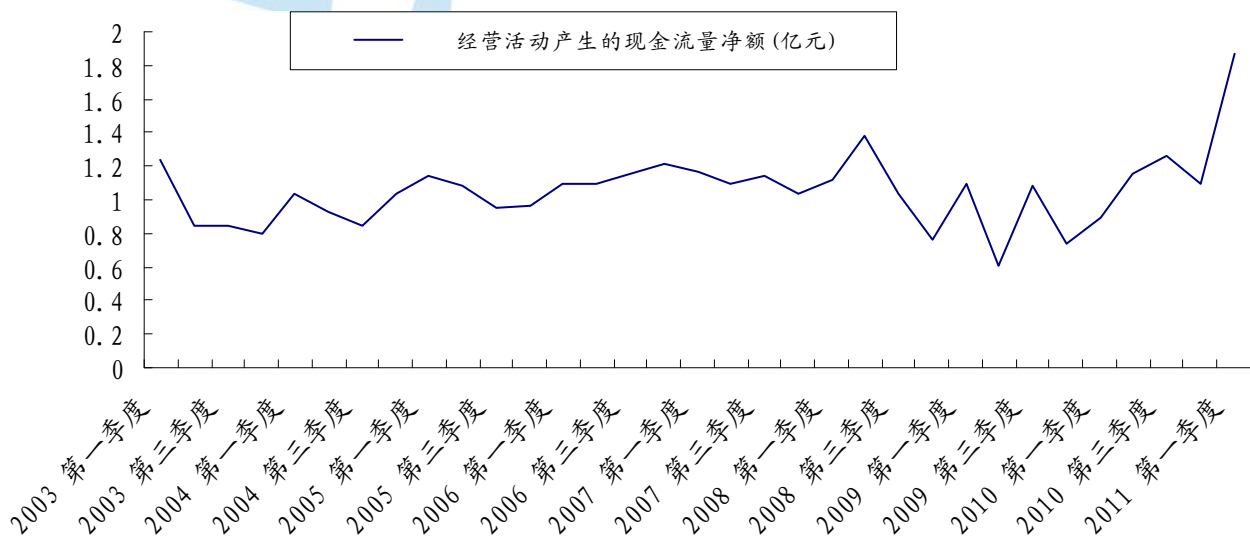
图表 1 销售毛利率降至谷底



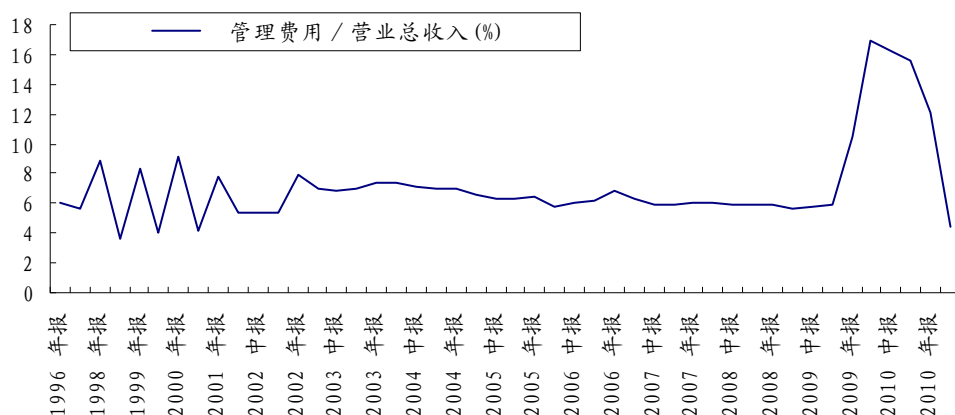
资料来源：中航证券金融研究所 wind

但公司经营性现金流净额同比增长 108%，管理费率下降至 4.4%，低于历史平均水平，同时公司提高财务杠杆，盈利能力进一步上升。

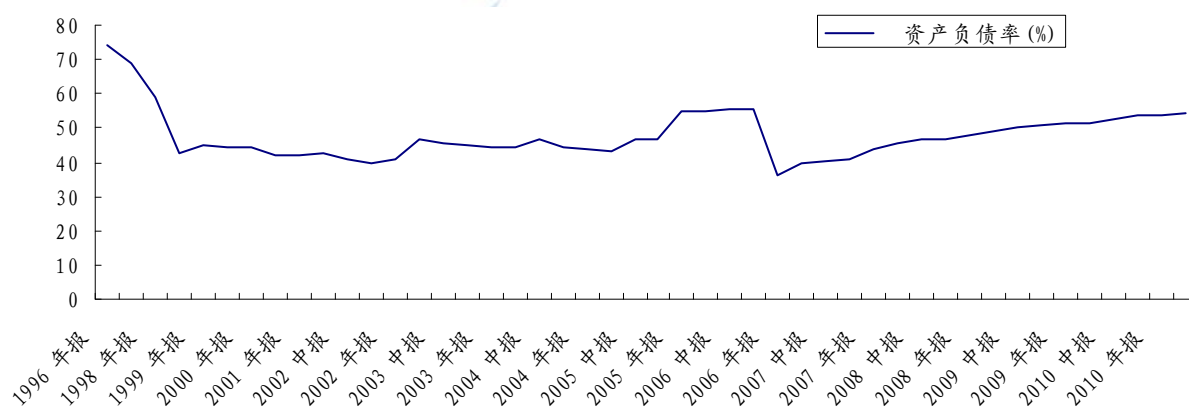
图表 2 经营活动产生的现金流大幅度提升



资料来源：中航证券金融研究所 wind

图表 3 管理费用率降至 4.4%


资料来源：中航证券金融研究所 wind

图表 4 财务杠杆提升


资料来源：中航证券金融研究所 wind

二、三季度将是公司业绩拐点

根据年报数据我们测算公司三期 A 截至年底整体出租率在 60% 左右。根据世邦魏理仕报告，一季度末，北京优质写字楼平均空置率为 11.6%，较上季度回落 2.6 个百分点。供应下降，吸纳量保持高水平从而带动租金持续上升，本季度北京优质写字楼市场平均租金报每月每平方米 248.5 元，较上季度升幅达 7%，创 2010 年以来租金最高季度涨幅。由于公司三期写字楼位于 CBD 核心区域，国贸品牌效应明显，我们认为公司出租率在今年逐步提升至 90% 左右。

图表 5 三期出租率和平均租金测算

	三期平均租金	三期出租率	一二期出租率 (假设)	一二期平均租金 (假设)
写字楼	450.3	60%	96%	368
商场	1158.4	60%	96%	835

资料来源：中航证券金融研究所

另外，三期 A 于 2010 年 8 月份开业，由于之前的租约有 3 个月免租期，并且采用直线摊销的方式在一年内摊销，直接降低了平均租金水平。而三季度随着公司三期 A 免租期摊销完毕，平均租金将大幅度回升。因此，目前公司三期 A 租金收入大概占公司总收入 50%，假设三季度公司三期 A 出租率从 60% 上升至 90%，而平均租金随着免租期摊销结束上升 33%，公司三季度营业收入有望环比上升 50%。在管理费用、财务费用、折旧费用等条件不变的情况下，公司的利润亦将大幅提升。

三、盈利预测与估值

由于三期初始出租率良好，租金水平相对于一二期有较大的提升，随着经济逐步复苏，金融服务业快速发展，公司的 NOI 水平有望达到较好状态，目前股价相对公司较好状态下的内在价值有 23.5% 的折价，我们给予公司买入评级，三季度公司业绩触底回升将成为公司股价上涨的一个催化剂。

图表 6 公司估值主要假设

	稳定状态		较差状态		较好状态	
	出租率	租金	出租率	租金	出租率	租金
写字楼	95%	423.2	92%	368	97%	441.6
商场	97%	780	95%	780	99%	780
公寓	80%	250	70%	200	85%	300

资料来源：中航证券金融研究所

图表 7 公司估值分析

	稳定状态	较差状态	较好状态
收入预计 (亿元)	16.3	14.2	17.3
成本 (亿元)	6.0	5.9	6.0
NOI (亿元)	10.3	8.3	11.3
资本化率	6%	6%	6%
公司价值 (亿元)	171.3	138.8	188.6
债务价值 (元/股)	46.6	46.6	46.6
少数股东价值 (亿元)	10.8	8.4	12.1
总股数 (亿股)	10.0	10.0	10.0
主营业务价值 (元/股)	11.4	8.4	13.0
其他业务价值 (元/股)	0.15	0.15	0.15
每股价值 (元/股)	11.5	8.5	13.1

资料来源：中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

吴伟, SAC 执业证书号: S0640511030001

清华大学会计系毕业, 2009 年 1 月加入中航证券金融研究所, 从事房地产行业的研究。

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。

公司地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦 (518000)

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 0755-83692635

传真: 0755-83688539

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。