

审慎推荐-A (维持)

中国国贸 600007.SH

目标估值: 10.64 元

当前股价: 10.2 元

2012 年 9 月 3 日

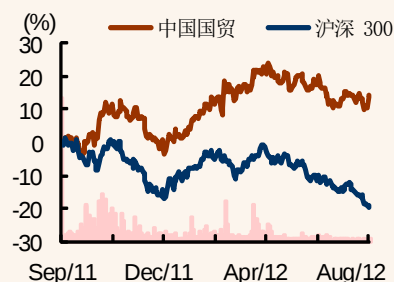
业绩大幅提升, 看好后期发展

基础数据

上证综指	2048
总股本(万股)	100728
已上市流通股(万股)	100728
总市值(亿元)	103
流通市值(亿元)	103
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	7.3
资产负债率	51.6%
主要股东	中国国际贸易中心
主要股东持股比例	80.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	2	10
相对表现	8	18	33



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

《中国国贸(600007)一物业值得长期看好, 国贸三期A逐渐扭亏为盈》
2012/03/28

《房地产调控与中等收入陷阱——2012 年度房地产行业投资策略》
2011/12/05

贾祖国

010-57601862
jiazg@cmschina.com.cn
S1090511040045

研究助理

廖爽

010-57601865
liaoshuang@cmschina.com.cn

事件: 公司发布半年报。报告期内公司业绩大幅提升, 费用控制较好, 后期公司在高端商用物业和酒店业务上仍有广阔增长空间, 我们预计公司 2012 年 EPS 为 0.28 元, 目标价 10.64 元。维持公司股票“审慎推荐—A”的投资评级。

- **业绩大幅提升。**报告期内, 公司实现营业收入 9.61 亿元, 较上年同期增长 27.8%; 实现营业利润 2.48 亿元, 较上年同期增长 191.0%; 实现净利润 1.95 亿元, 较上年同期增长 215.2%; 每股收益 0.19 元, 同比增长 216.7%;
- **费用控制较好。**期末, 公司持有货币资金 3.51 亿元, 较期初下降 16.7%; 资产负债率 51.62%, 较期初下降 2.3%, 负债水平相对较高; 报告期内宣传推广费的增加导致销售费用较去年同期上升 118.59%, 管理费用和财务费用控制较好, 较去年同期仅有微小上升。
- **业绩预测。**2012-2014 年, 我们预计公司主营业务收入分别为 18.3 亿元、20.1 亿元和 21.6 亿元; EPS 分别为 0.28 元、0.42 元和 0.56 元;
- **维持公司股票估值“审慎推荐—A”的投资评级。**我们对公司估值, 目标价 10.64 元。我们维持公司股票“审慎推荐—A”的投资评级;
- **风险提示:** 政府调控决心坚定。

财务数据与估值

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	1036	1678	1830	2008	2162
同比增长	19%	62%	9%	10%	8%
营业利润(百万元)	162	265	375	564	758
同比增长	-58%	63%	41%	50%	34%
净利润(百万元)	121	194	279	420	566
同比增长	-58%	61%	44%	51%	35%
每股收益(元)	0.12	0.19	0.28	0.42	0.56
PE	85.1	52.9	36.8	24.4	18.2
PB	2.4	2.3	2.2	2.0	1.9

资料来源: 公司数据、招商证券

1、业绩大幅增长

报告期内，公司实现营业收入 9.61 亿元，较上年同期增长 27.8%；实现营业利润 2.48 亿元，较上年同期增长 191.0%；实现净利润 1.95 亿元，较上年同期增长 215.2%；每股收益 0.19 元，同比增长 216.7%。

报告期内，国贸写字楼的平均租金为人民币 420.49 元/平方米/月，平均出租率为 91.78%（其中三期写字楼平均出租率为 83.33%），实现营业收入人民币 4.17 亿元。

国贸商城的平均租金为人民币 813.31 元/平方米/月，平均出租率为 94.14%（其中三期商城平均出租率为 91.84%），实现营业收入人民币 2.05 亿元。

国贸公寓的平均租金为人民币 209.13 元/平方米/月，平均出租率为 94.38%，实现营业收入人民币 0.61 亿元。

公司的主营业务为甲级写字楼、公寓租赁及酒店经营，报告期内，公司在进一步提升国贸三期物业出租率的同时，抓住机遇提高公司各项物业租金，以及进一步加强酒店的销售力度，实现了营业收入的稳步增长。在实现较好的成本控制的同时，大幅提升营业收入，利润率实现较快上升。

表 1：2012 年上半年主营业务分行业情况（单位：百万元）

分行业	营业收入	营业成本	营业利润率	营业收入同比增减	营业成本同比增减	营业利润率同比增减
物业出租及管理	768.35	319.29	58.44%	29.68%	6.63%	8.98%
酒店经营	193.11	182.05	5.73%	20.79%	1.48%	17.93%

资料来源：公司数据、招商证券

2、费用控制较好

期末，公司持有货币资金 3.51 亿元，较期初下降 16.7%；资产负债率 51.62%，较期初下降 2.3%，负债水平相对较高。

报告期内宣传推广费的增加导致销售费用较去年同期上升 118.59%，管理费用和财务费用控制较好，较去年同期仅有微小上升。

3、公司业绩预测及估值

预计 2012 年 1 至 9 月份归属于母公司的净利润有可能将比上年同期增长 50%以上；公司年初至下一报告期期末的累计净利润将好于上年同期，主要是随着国贸三期写字楼、商城出租率及公司各投资性物业租金水平的稳步提升，以及国贸大酒店客房及餐饮收入的增加，公司营业收入与上年同期相比将有较大幅度的增长。未来几年，预计中国经济仍将保持稳定增长，高端商用物业及酒店业市场需求仍有望保持较快速度的增长，发展前景看好。

2012-2014 年，我们预计公司：

- 主营业务收入分别为 18.3 亿元、20.1 亿元和 21.6 亿元；

➤ EPS 分别为 0.28 元、0.42 元和 0.56 元。

我们对公司股票进行估值，目标价 10.64 元。我们维持公司股票“审慎推荐—A”的投资评级。

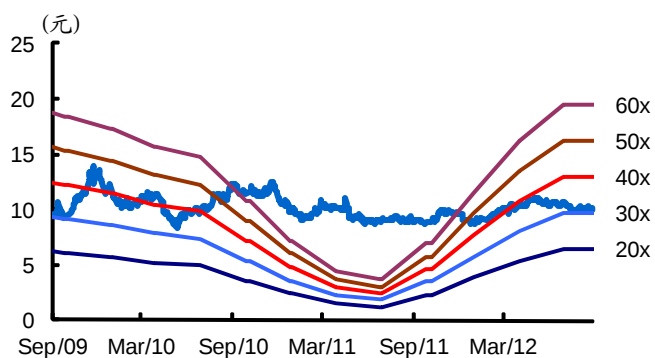
表 2: 盈利预测简表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1036	1678	1830	2008	2162
营业成本	580	1000	933	924	887
营业税金及附加	54	93	101	111	120
营业费用	34	45	47	49	51
管理费用	125	63	115	119	123
财务费用	81	215	258	241	225
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	3	0	0	0
营业利润	162	265	375	564	758
营业外收入	3	3	0	0	0
营业外支出	3	7	0	0	0
利润总额	162	261	375	564	758
所得税	41	66	94	141	189
净利润	121	195	281	423	568
少数股东损益	1	1	2	3	3
归属于母公司净利润	121	194	279	420	566
EPS (元)	0.12	0.19	0.28	0.42	0.56

资料来源: 公司数据、招商证券

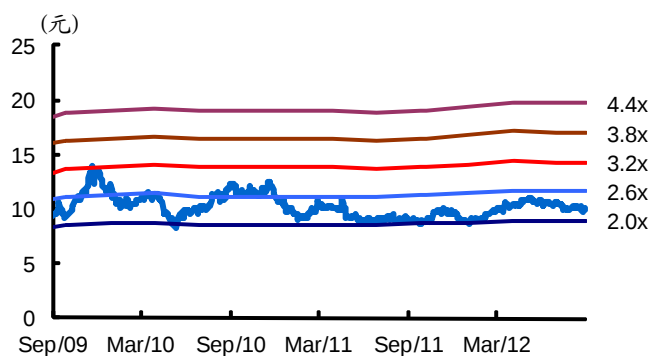
4、PE-PB Band

图 1: 中国国贸历史 PE Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 2: 中国国贸历史 PB Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

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——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

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	389	635	1462	2007	2400
现金	242	421	1206	1729	2103
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	81	159	193	214	233
其它应收款	8	8	18	20	22
存货	26	29	26	25	24
其他	33	18	19	18	18
非流动资产	9019	8790	8510	8265	8049
长期股权投资	4	5	5	5	5
固定资产	1502	1454	1358	1270	1193
无形资产	1318	1303	1173	1055	950
其他	6195	6028	5974	5934	5902
资产总计	9409	9425	9972	10272	10449
流动负债	792	805	1280	1357	1421
短期借款	0	753	200	200	200
应付账款	24	19	19	18	18
预收账款	49	50	56	55	53
其他	718	(17)	1005	1083	1150
长期负债	4276	4176	3976	3776	3576
长期借款	3276	3176	2976	2776	2576
其他	1000	1000	1000	1000	1000
负债合计	5068	4981	5256	5133	4997
股本	1007	1007	1007	1007	1007
资本公积金	1873	1873	1873	1873	1873
留存收益	1460	1563	1833	2253	2564
少数股东权益	1	1	3	6	8
母公司所有者权益	4339	4443	4713	5133	5444
负债及权益合计	9409	9425	9972	10272	10449

现金流量表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	439	849	1675	1034	1124
净利润	121	194	279	420	566
折旧摊销	0	0	353	318	288
财务费用	0	0	258	241	225
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	782	56	47
其它	319	655	3	(1)	(1)
投资活动现金流	(381)	(243)	(70)	(70)	(70)
资本支出	0	0	(70)	(70)	(70)
其他投资	(381)	(243)	0	0	0
筹资活动现金流	(0)	426	(820)	(441)	(679)
借款变动	0	0	(553)	(200)	(200)
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	(255)
其他	(0)	426	(258)	(241)	(225)
现金净增加额	58	1032	785	523	374

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1036	1678	1830	2008	2162
营业成本	580	1000	933	924	887
营业税金及附加	54	93	101	111	120
营业费用	34	45	47	49	51
管理费用	125	63	115	119	123
财务费用	81	215	258	241	225
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	3	0	0	0
营业利润	162	265	375	564	758
营业外收入	3	3	0	0	0
营业外支出	3	7	0	0	0
利润总额	162	261	375	564	758
所得税	41	66	94	141	189
净利润	121	195	281	423	568
少数股东损益	1	1	2	3	3
母公司所有者净利润	121	194	279	420	566
EPS (元)	0.12	0.19	0.28	0.42	0.56

主要财务比率

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
年成长率					
营业收入	19%	62%	9%	10%	8%
营业利润	-58%	63%	41%	50%	34%
净利润	-58%	61%	44%	51%	35%
获利能力					
毛利率	44.0%	40.4%	49.0%	54.0%	59.0%
净利率	11.7%	11.6%	15.3%	20.9%	26.2%
ROE	2.8%	4.4%	5.9%	8.2%	10.4%
ROIC	2.4%	4.3%	5.9%	7.3%	8.7%
偿债能力					
资产负债率	53.9%	52.8%	52.7%	50.0%	47.8%
净负债比率	34.8%	41.7%	33.9%	30.9%	28.5%
流动比率	0.5	0.8	1.1	1.5	1.7
速动比率	0.5	0.8	1.1	1.5	1.7
营运能力					
资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	53.7	61.1	66.8	78.4	86.6
应收帐款周转率	21.2	14.0	10.4	9.9	9.7
应付帐款周转率	25.7	46.2	49.6	49.7	49.0
每股资料(元)					
每股收益	0.12	0.19	0.28	0.42	0.56
每股经营现金	0.44	0.84	1.66	1.03	1.12
每股净资产	4.31	4.41	4.68	5.10	5.41
每股股利	0.00	0.09	0.12	0.19	0.25
估值比率					
PE	85.1	52.9	36.8	24.4	18.2
PB	2.4	2.3	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	49.1	23.8	12.6	11.1	9.8

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，9 年证券从业经验。2005 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。2008 年《新财富》房地产行业最佳分析师，2007 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

廖爽，清华大学管理科学与工程专业硕士，2012 年进入招商证券研发中心，目前为房地产行业分析师。

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。