

中国国贸(600007)

报告日期: 2023年06月16日

北京 CBD 优质核心资产，抗逆性突出

——中国国贸深度报告

投资要点

□ 核心区域优质资产，区位优势不可复制

公司是全国领先的高端商业综合体开发商及服务商，公司所运营的国贸中心位于首都北京的核心 CBD 区域，首期始建于 1985 年 9 月，于 2017 年 8 月整体竣工，经过近 30 年的开发和运营，国贸中心已经成为北京市地标建筑群之一。国贸中心占地面积 17 公顷，总建筑面积 110 万平方米，由写字楼、商城、酒店、公寓和会展中心等商业服务设施组成。公司在品质打造方面持续投入，坚持精品化发展，所运营资产在各自领域均具备一定的影响力和标杆效应。我们认为，公司所运营资产位置得天独厚，区位优势不可复制，产品力与区位优势相匹配，有望长期在持有物业市场保持竞争力。

□ 经营稳健，抗周期能力强，2023 年各项业务全面向好

2022 年公司营业收入 34.4 亿元，同比减少 4.01%；归母净利润 11.2 亿元，同比上升 8.99%。2020-2022 年公司营业收入 CAGR 为 5.4%，归母净利润 CAGR 为 16.3%，疫情期间公司收入和利润逆势向好，公司抗周期能力强。写字楼及商场运营为公司主要的营业收入来源，2022 年二者收入合计占比约为 8 成。公司 2023Q1 写字楼及商场租金较 2022 年平均租金分别上涨 1.9% 及 10.5%；公司公寓改造后，出租率快速攀升至 2023Q1 的 77.6%，较 2022 年底再度提升 4.3%；随着商旅社交等活动恢复，公司酒店业务有望逐渐回至疫情前水平。我们认为，公司所运营资产在 2023Q1 均有亮眼表现，写字楼及酒店租金水平的上涨、公寓出租率持续攀升、商旅社交的恢复助力酒店业务回暖均有望带动公司 2023 年营业收入再度增长。

□ 高分红+强现金流，股息率具备优势

公司经营现金流长期保持为正，2017-2022 年公司经营活动产生的现金净流量年均 15.33 亿元，5 年复合增速 8.64%。2022 年公司分红 7.1 亿元，每股 0.7 元，分红比例 63%，ROIC 为 10%，截止 2022 年 12 月 31 日公司股息率 4.4%。公司主体竣工完成后，暂无新增建筑计划，折旧摊销费用可能进一步降低，且随着其他费用地有效管控，中国国贸毛利率从 2018 年开始持续增长，2022 年毛利率较 2018 年上涨 5 个百分点达到 58%，我们预计随着 2023 年酒店业务经营改善，公司 2023 年毛利率会进一步攀升。我们认为，公司未来收入有望长期保持稳增长，且毛利率逐步增长，未来现金流会持续走强。此外，我们结合公司历史分红比例判断公司未来分红比例会在 50% 以上，分红比例高，现金流属性强，有望为投资者贡献稳定的股息。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 12.9、13.5、14.1 亿元，对应 EPS 分别为 1.28、1.34、1.40 元/股。综合考虑公司稳健的运营情况、资产质量、高股息率等特点，我们认为公司竞争优势明显，应当享有估值溢价，给予公司 2023 年 17 倍 PE 估值，目标价 21.76 元。此外，结合我们测算中国国贸 DCF 估值，公司截止 2023 年 6 月 15 日的收盘价对应 DCF 估值折价 40.95%，显著低估。首次覆盖，我们给予公司“买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济增速承压；就业竞争加剧；办公楼供给增加导致招租压力加大。

投资评级：买入(首次)

分析师: 杨凡

执业证书号: S1230521120001

yangfan02@stocke.com.cn

研究助理: 吴贵伦

wuguilun@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 18.55
总市值(百万元)	18,685.09
总股本(百万股)	1,007.28

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3442.28	3757.55	3967.63	4076.85
(+/-) (%)	-4.01%	9.16%	5.59%	2.75%
归母净利润	1115.87	1286.54	1345.83	1407.04
(+/-) (%)	8.99%	15.29%	4.61%	4.55%
每股收益(元)	1.11	1.28	1.34	1.40
P/E	16.74	14.52	13.88	13.28

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

正文目录

1 中国国贸核心资产具备不可复制性	6
1.1 写字楼：租金水平及出租率较市场更稳定	9
1.2 商场：稳居全国销售额排名 Top3，2023 租金稳步上涨	11
1.3 公寓：品质再提升，租金大幅上涨	12
1.4 酒店：短期业绩承压，商旅社交活动复苏后有望恢复至疫前水平	14
2 折旧摊销走低，盈利持续改善	15
3 稳健经营保障高分红比例，强现金流属性优势凸显	17
4 盈利预测	18
5 估值及投资建议	19
5.1 DCF 估值法	19
5.2 投资建议	20
6 风险提示	21

图表目录

图 1: 国贸中心航拍图	6
图 2: 公司股权架构 (截至 2023 年 3 月)	6
图 3: 公司发展大事记	7
图 4: 北京市典型商圈分布图	8
图 5: 2018-2022 年分类别营业收入	9
图 6: 2018-2022 年分类别营业收入占比	9
图 7: 2023Q1 中国重点城市甲级办公楼租金及空置率	10
图 8: 2020Q1-2023Q1 北京市写字楼账面租金及同比	10
图 9: 2020Q1-2023Q1 北京市写字楼账面租金及同比	10
图 10: 2023Q1 北京市典型商圈写字楼租户类别	10
图 11: 2020Q2-2023Q1 北京市写字楼空置率变化	10
图 12: 2010-2027E 北京市供给与需求量情况	10
图 13: 2018-2022 年公司写字楼租金及同比	11
图 14: 2018-2022 年公司写字楼平均出租率	11
图 15: 2020-2023.4 全国社会消费品零售总额累计同比	11
图 16: 2020-2023.4 北京社会消费品零售总额累计同比	11
图 17: 2018-2022 年公司商场租金及同比	12
图 18: 2018-2022 年公司商场平均出租率	12
图 19: 2006-2022 年公司公寓收入及增速	13
图 20: 2014-2022 年公司公寓平均出租率	13
图 21: 2014-2022 年公司公寓平均租金	13
图 22: 国贸公寓实拍图	13
图 23: 2018-2023.4 全国铁路及民航客运量	14
图 24: 2018-2023.4 月北京铁路及民航客运量	14
图 25: 2010-2022 年酒店收入及增速	14
图 26: 2016-2022 年酒店毛利率	14
图 27: 2018-2022 年公司营业收入及同比	15
图 28: 2018-2022 年公司归母净利润及同比	15
图 29: 2015-2022 年公司成本端拆分 (百万元)	16
图 30: 2015-2022 年公司折旧摊销费用	16
图 31: 2015-2022 年公司毛利率	16
图 32: 2003-2022 年公司 ROE 和净利率	16
图 33: 2017-2022 年公司现金流拆解	17
图 34: 2017-2022 年公司资产负债率	17
图 35: 2017-2022 年公司融资成本	17
图 36: 2017-2022 年公司 EBITDA 全部债务比	17
图 37: 1999-2022 年公司现金分红总额及股利支付率	18
表 1: 公司主要资产及竣工进度	7
表 2: 公司各业态情况	8
表 3: 2022 年全国商场销售额 TOP5	12
表 4: 北京国贸公寓户型及长租价格 (截至 2023 年 6 月 1 日)	13

表 5: 中国国贸盈利预测主要指标.....	19
表 6: 中国国贸 DCF 估值核心假设及估值结果.....	19
表 7: 可比公司估值.....	20
表附录: 三大报表预测值.....	22

1 中国国贸核心资产具备不可复制性

中国国贸是全国领先的高端商业综合体开发商及服务商。中国国际贸易中心股份有限公司（中国国贸）是中国大规模综合性高档商务服务大型中外合资企业。公司核心资产位于北京朝阳区 CBD 区域。公司主要从事高档甲级写字楼、商城、公寓等设施的出租及管理，高档酒店经营，大型展览及配套服务，停车设施服务等。

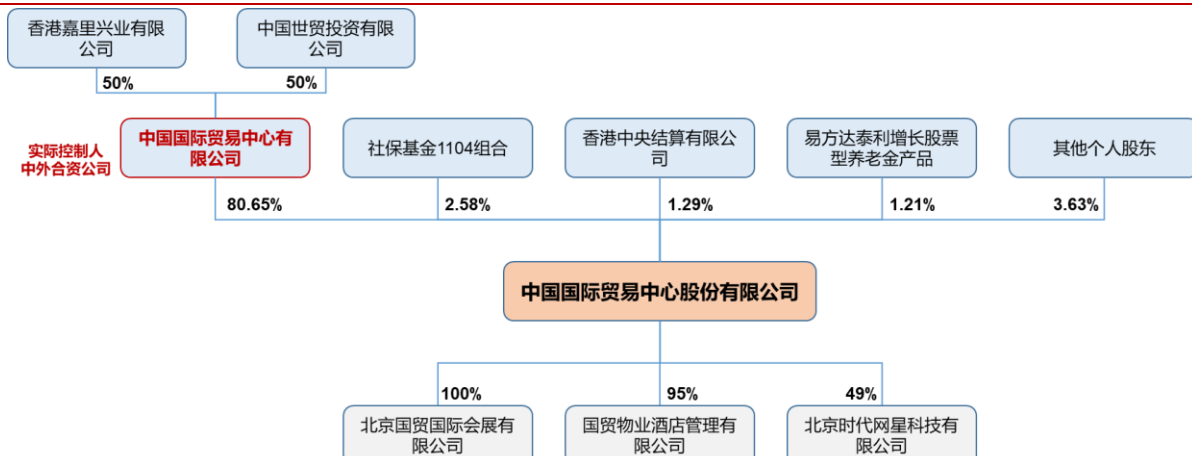
图1：国贸中心航拍图



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

控股股东为中外合资企业，股权架构稳定。中国国际贸易中心有限公司于 1985 年经对外经济贸易部批准成立的中外合资企业，负责国贸中心的开发和运营。上市公司主体为中国国际贸易中心股份有限公司（600007.SH，中国国贸），于 1997 年成立。截至 2022 年 12 月底，公司大股东中国国际贸易中心有限公司持有公司 80.65% 股份，对公司拥有绝对的控制权。中外合资股东分别是由国资委、商务部等持有的中国世贸投资有限公司和香格里拉（亚洲）有限公司所属香港嘉里兴业有限公司，双方各占 50% 股权。

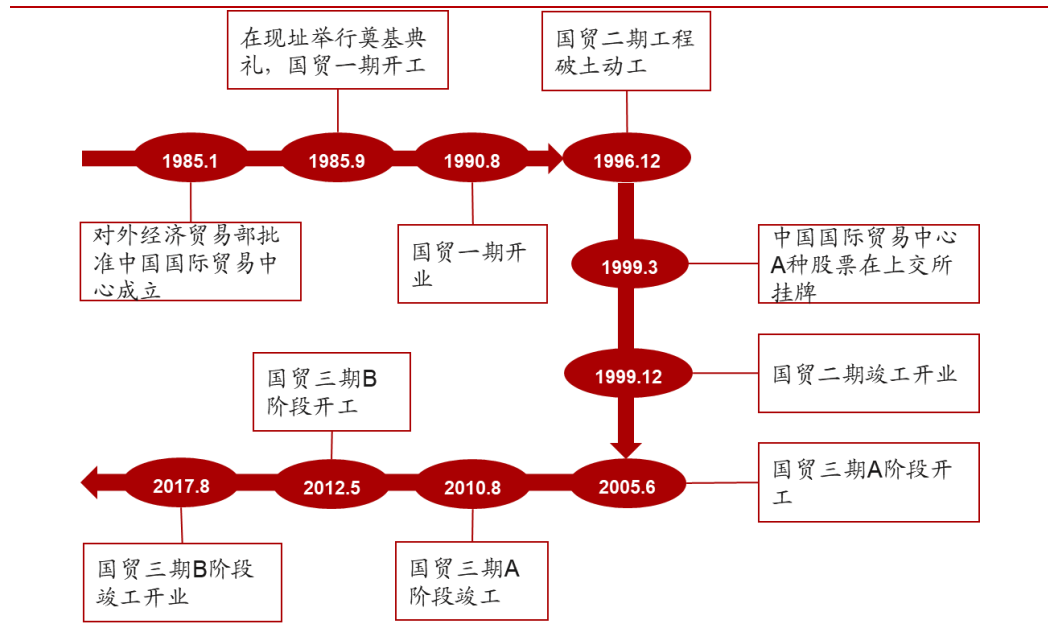
图2：公司股权架构（截至 2023 年 3 月）



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

三十年沉浮，打造一流现代化商务中心。国贸中心项目共分为三期分批建设，最初批次国贸一期工程于1985年9月开工，国贸二期及三期A阶段分别在1996年及2010年开始动工，最后动工批次为国贸三期B阶段，国贸中心整体于2017年8月竣工。其中，国贸一期及二期建筑物对应土地使用权归属于公司控股股东中国国际贸易中心有限公司，国贸三期建筑物及对应土地使用权归属于公司。经过近30年的开发和运营，公司及其控股股东旗下中国国贸综合体已成为国际一流水准的现代化商务中心。

图3: 公司发展大事记



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

项目占据核心区位，多业态构成自成体系。国贸中心位于北京市朝阳区建国门外大街1号，东三环路以西，建外大街以北，光华路以南，是位于北京核心CBD内的大型建筑群，周边商业氛围浓厚，区位优势明显。国贸中心占地面积17公顷，总建筑面积110万平方米，由写字楼、商城、酒店、公寓和会展中心等商业服务设施组成，是首都地标性建筑群。截至2022年12月底，国贸中心共拥有3家酒店、2栋公寓、5栋写字楼、购物商城、会展设施、3个地下停车场、3个地面停车场。公司所运营的资产品类丰富，能够全方位服务北京市高端商务人群需求。

表1: 公司主要资产及竣工进度

竣工时间	进展	规模(万平)	包含业态
1990.8	国贸一期	44	国贸写字楼1座竣工(内含国贸商城南区)，中国大饭店、国贸公寓、国贸西楼对外营业
1999.12	国贸二期	12	国贸写字楼2座(内含国贸商城中区、国贸溜冰场)对外营业
2010.8	国贸三期A阶段	30	国贸大厦A座(内含国贸商城北区西段、北京国贸大酒店、写字楼等)建成对外营业，该大厦以330米高度成为当时的北京最高楼
2017.8	国贸三期B阶段	24	国贸大厦B座(内含国贸商城北区东段、新国贸饭店、写字楼等)对外营业
2018.7	国贸中心栋楼改造		完成装修改造
2020.8	公寓		完成装修改造
合计		110	3家酒店、2栋公寓、5栋写字楼、购物商城、会展设施、3个地下停车场、3个地面停车场

资料来源：Wind，公司官网，浙商证券研究所

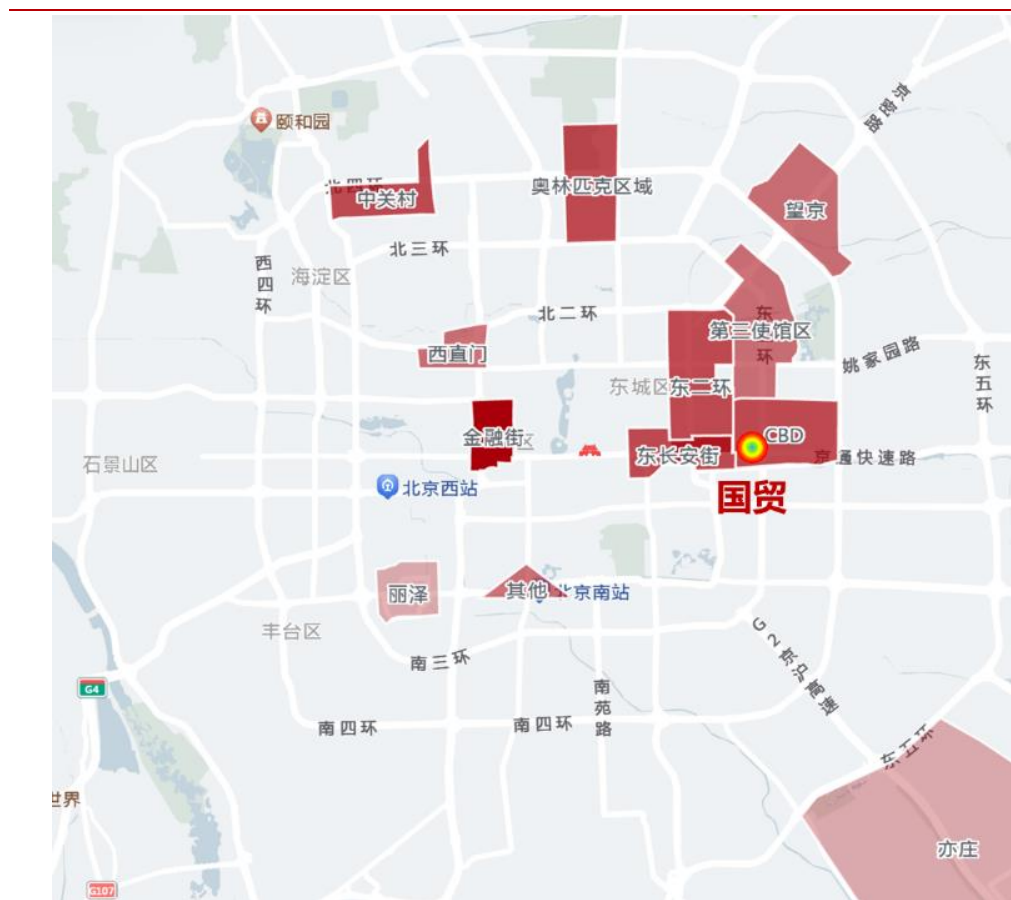
聚焦打造高品质资产。公司注重资产高品质打造，**写字楼**获北京 CBD 管委会授予的“超甲级楼宇”楼宇品质等级认证；**国贸商城**获商业地产领域“奥斯卡”——ICSC 国际购物中心协会颁发的扩建类项目金奖等多项殊荣；**国贸大酒店**入选了美国《福布斯旅游指南》全球五星评定名单，获得五星荣誉，为北京仅有的两家入选酒店之一；**公寓**方面，公司于 2018 年 4 月开始对国贸公寓进行整体装修改造，国贸公寓在市场竞争力再度提升。公司所运营资产优质，且公司持续投入提升资产品质，中国国贸企业也因此成为目前中国乃至全球规模最大、功能最齐全的综合性高档商务服务企业之一。

表2: 公司各业态情况

业态	建面	包括	
写字楼	39.3 万平	甲级写字楼，由 330 米高的国贸大厦 A 座、296 米高的国贸大厦 B 座以、国贸写字楼 1 座、国贸写字楼 2 座、国贸西楼等组成	
商场	23 万平	国贸商城	
酒店	国贸大酒店	278 间客房	高档豪华五星级酒店，坐落在高 330 米的国贸大厦 A 座上层部分
	新国贸饭店	450 间客房	位于国贸大厦 B 座的 7-22 层
	中国大饭店	584 间客房+69 间公馆	2019 年 1 月，重装升级后的 126 间豪华阁客房和套房正式亮相
公寓	8 万平	由南、北两座 30 层高的公寓楼组成，2020 年 9 月完成装修改造	

资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

图4: 北京市典型商圈分布图



资料来源：仲量梁行，浙商证券研究所

写字楼及商场运营是公司主要收入来源。2022 年公司写字楼及商场收入占比分别为 44.7%和 33.7%，二者合计占比 78.4%，写字楼及商场运营收入为公司的主要收入来源。2022 年公寓和酒店收入占比分别为 8%和 9%。2020 年受疫情影响，中国国贸的酒店业务收入从 2019 年 6.7 亿元下降到 2020 年 3.4 亿元。我们预计，2023 年在疫情管控优化的情形下，公司各项业务有望全面向好发展。下面我们将围绕公司写字楼、商场、公寓和酒店分别进行分析。

图5：2018-2022 年分类别营业收入

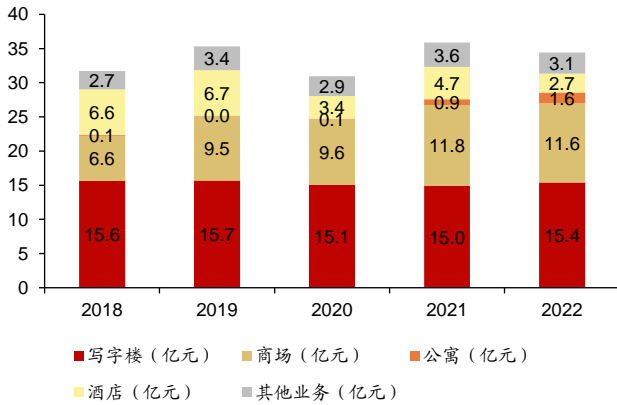
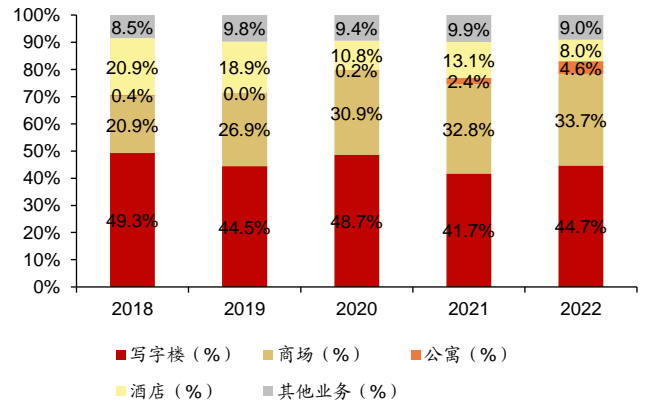


图6：2018-2022 年分类别营业收入占比



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

1.1 写字楼：租金水平及出租率较市场更稳定

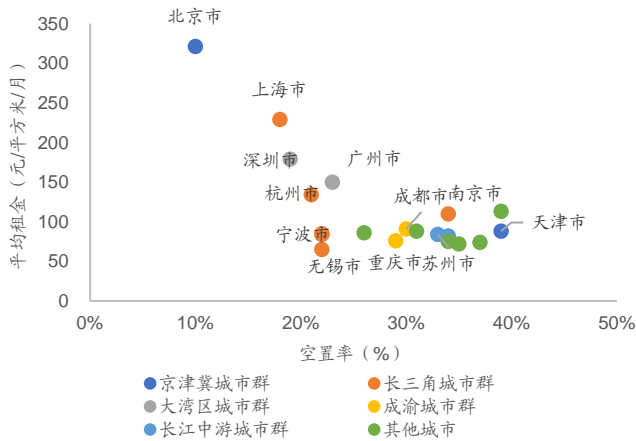
2023 年北京 CBD 供应相对稀缺。根据仲量联行发布的 2023Q1 北京写字楼零售市场报告，疫情管理全面优化后，北京写字楼市场活跃度明显提升，季度净吸纳量由 2022Q4 的-2.8 万平方米升至 2023Q1 的 1.9 万平方米。尽管 2022 年因疫情影响北京市推迟入市的写字楼项目将陆续入市（2023Q2-4 还有约 42.6 万平新增供应投放市场），但其中全全部位于新兴商圈，CBD 区域在 2025 年之前没有新增供应。从租户的行业分布来看，金融业贡献了甲级市场成交总量的 40%，尤其是内资金融企业。CBD 区域市场率先引领复苏势头，贡献超过三分之一的租赁成交总量。

租金下滑幅度收窄，料 2023H2 企稳修复。2023Q1 北京市甲级写字楼平均租金为 321 元/平方米/月，环比下降 0.9%，同比下降 2.5%。2023Q1 租金降幅相比上季度有所收窄，主要因为部分项目已于 2022 年末进行大幅租金下调，再降租的空间有限。根据仲量联行数据，从问询、带着与合约谈判等不同方面来看，预计 2023 年北京租赁市场复苏趋势将延续，全市空置面积预计将在接下来两个季度逐渐回补，届时租金将开启小幅提升步伐。¹

公司写字楼租金 2022 年逆势上涨，平均出租率保持稳定。公司写字楼建面共 39.3 万平方米，主要由 330 米高的国贸大厦 A 座、296 米高的国贸大厦 B 座以及国贸写字楼 1 座和国贸写字楼 2 座等组成。2019 及 2020 年公司写字楼租金保持高位，租金达 637 元/平方米/月，2021 年受到疫情影响，公司写字楼租金下降 2.8%，2022 年公司租金同比上涨 1.3%至 627 元/平方米/月。疫情期间公司写字楼整体出租率维持稳定，2020-2022 年公司写字楼出租率稳中有升，分别为 92.1%、94.5%、96.3%。从公司租金波动来看，公司资产在北京 CBD 甲级写字楼中表现出的抗逆性更强，是甲级写字楼中更优质的核心资产。

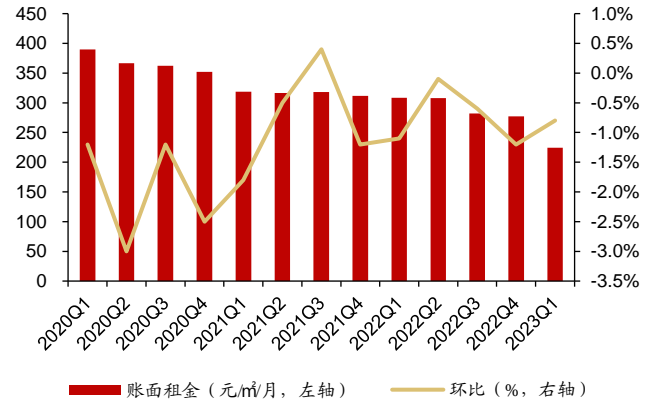
¹ 一季度北京甲级办公楼平均租金持续下调同比下降 2.5% (baidu.com)

图7: 2023Q1 中国重点城市甲级办公楼租金及空置率



资料来源: 仲量梁行, 浙商证券研究所

图8: 2020Q1-2023Q1 北京市写字楼账面租金及同比



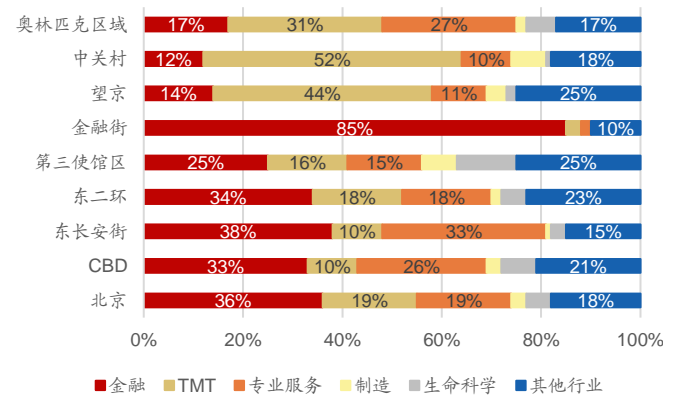
资料来源: 仲量梁行, 浙商证券研究所

图9: 2020Q1-2023Q1 北京市写字楼账面租金及同比



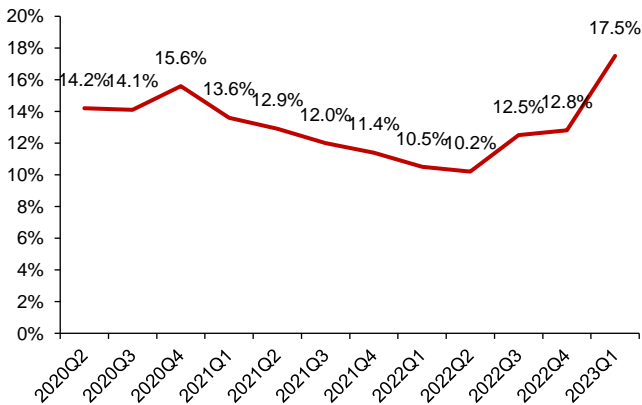
资料来源: 仲量梁行, 浙商证券研究所

图10: 2023Q1 北京市典型商圈写字楼租户类别



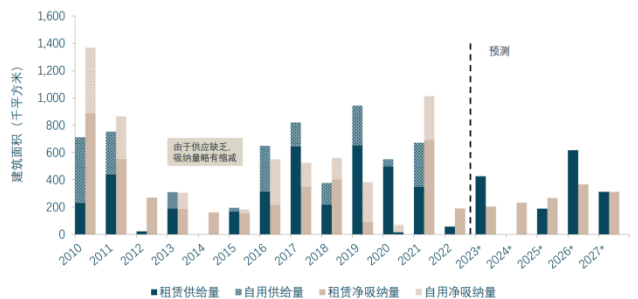
资料来源: 仲量梁行, 浙商证券研究所

图11: 2020Q2-2023Q1 北京市写字楼空置率变化



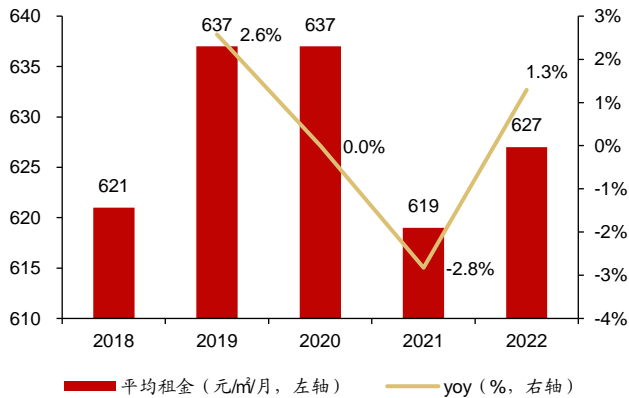
资料来源: 仲量梁行, 浙商证券研究所

图12: 2010-2027E 北京市供给与需求量情况



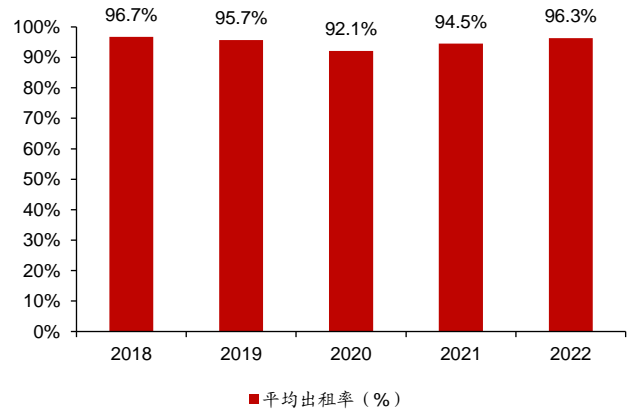
资料来源: 仲量梁行, 浙商证券研究所

图13: 2018-2022 年公司写字楼租金及同比



资料来源: Wind, 公司年报, 浙商证券研究所

图14: 2018-2022 年公司写字楼平均出租率



资料来源: Wind, 公司年报, 浙商证券研究所

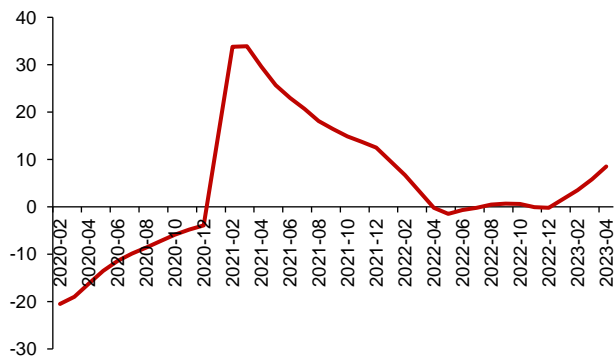
1.2 商场: 稳居全国销售额排名 Top3, 2023 租金稳步上涨

公司商场租金及出租率均保持高位稳定。根据职业零售网《2022 全国商场销售额排行榜 70 强》，国贸商城 2022 年商场销售额达到 202 亿元，同比增长 1%，位列全国 TOP3。2020-2022 年北京国贸商城销售额分别为 160、200 和 202 亿元，持续霸榜全国商场销售额第三名。2019-2022 年国贸商城平均租金及出租率均逐渐向好，租金分别为 982、986、1175、1159 元/平方米/月，出租率从 2018 年 89% 逐步提升到 2022 年 98.8%。2023Q1 公司商场租金水平企稳回升，租金达 1281 元/平方米/月，较 2022 年底上涨 10.5%。

2023 年社会消费品零售总额累计同比出现由负转正。奢侈品消费市场在经历了 2021 年高速增长后增速略显疲态，2022 年全年社会消费品零售总额有所下降。在低迷的市场环境中，商业品牌拓店速度变缓，租赁需求有所减弱，甚至出现不同程度的退租现象。2023 年 4 月全国和北京社会消费品零售总额累计同比出现由负转正，消费零售环境正逐步改善。

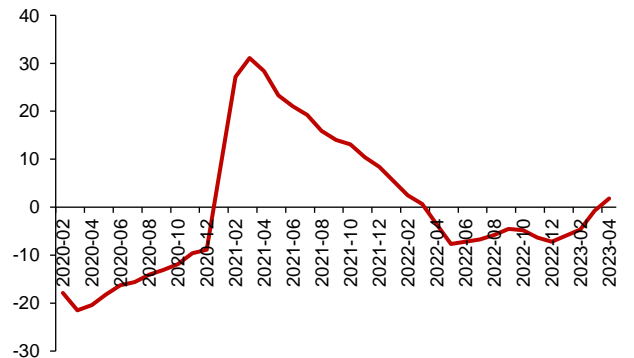
商场租金有望稳步上涨。我们认为，公司运营的国贸商城是全国知名的商场，且坐落于核心 CBD 区域，客单价高，周边人群购买力强。在零售消费环境面临挑战的情况下，租金和出租率仍然能够保持较强的稳定性，足显其抗周期能力十分优异；2023 年疫情管控优化后，一季度公司商场租金已有所上涨，展望全年，随着消费活动逐渐回归正常，2023 年公司商场租金有望稳步上涨。

图15: 2020-2023.4 全国社会消费品零售总额累计同比



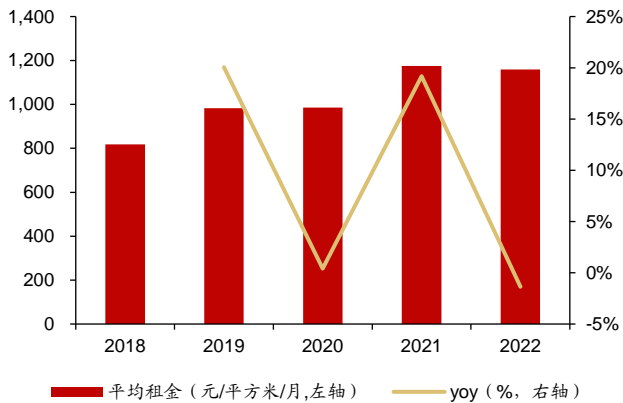
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图16: 2020-2023.4 北京社会消费品零售总额累计同比



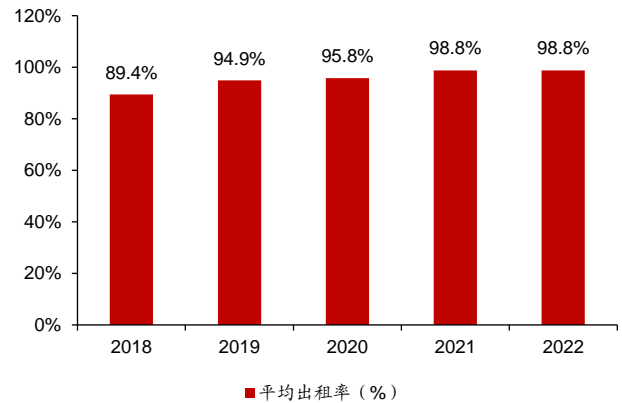
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图17: 2018-2022年公司商场租金及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图18: 2018-2022年公司商场平均出租率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表3: 2022年全国商场销售额TOP5

排名	商场	2022	2021	2020	2019
1	北京 SKP (亿元)	>230	240	175	153
2	南京德基广场 (亿元)	210	202	156	122
3	北京国贸商城 (亿元)	202	200	160	117
4	上海国金 IFC (亿元)	160	185	110	88
5	上海环球港 (亿元)	155	178	>100	98

资料来源: 职业零售网, 浙商证券研究所

1.3 公寓: 品质再提升, 租金大幅上涨

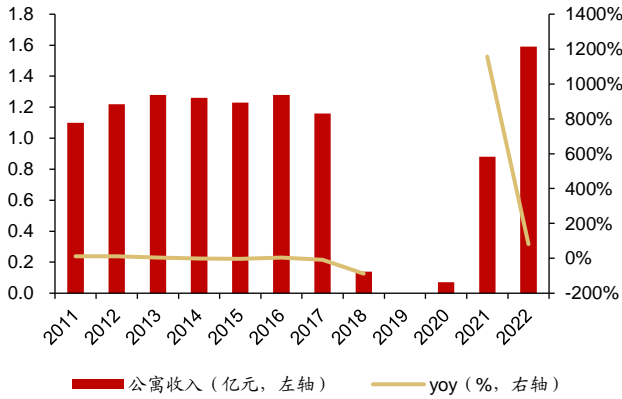
人口流动性提升带动租房需求释放, 市场租金有所回升。随着 2023 年核心城市新市民、青年人春节后返城, 新增、换租租赁需求旺盛, 推动租赁市场热度提升。根据中指研究院发布的《2023 中国住房租赁行业发展报告》, 2023Q1 全国 50 城住宅平均租金止跌转涨, 涨幅为 0.13%。截至 2023 年 3 月, 北京、深圳、上海三个一线城市住宅平均租金均在 80 元/平方米/月以上, 明显高于全国其他城市, 其中北京平均租金为 90.9 元/平方米/月, 居全国各城市之首。

居住品质得到全方位提升, 改造升级带动租金水平大幅上涨。公司公寓由南、北两座 30 层高的公寓楼组成, 建筑面积约为 8 万平方米, 公司于 2018 年 4 月开始对国贸公寓进行整体装修改造, 2020 年 8 月完工。改造完成后, 随着居住品质的提高, 公司公寓的租金水平较改造前大幅跃升, 租金价格中枢由 2018 年 246 元/平方米/月提升至 2020 年 419 元/平方米/月, 改造前后租金价格提升幅度超过 70%。2021 及 2022 年受到疫情影响, 公司公寓的租金水平有所下降, 2023 年随着人员流动性增加及宏观经济预期向好, 2023Q1 租金为 373 元/平方米/月, 租金水平企稳。此外, 2023 年公寓出租率继续攀升, 截至 2023Q1 出租率达 77.6%, 较 2022 年底再度提升 4.3%, 出租率水平已经基本恢复至改造前 2017 年水准。

出租率及租金上涨带动公寓营收贡献增加。2022 年公司公寓收入 1.59 亿元, 同比增长 80.7%, 主要系公寓出租率大幅提升, 2022 年公寓出租率 73.3%, 同比提升 33.9pct。2018-2020 年公司公寓收入明显下滑, 主要系国贸公寓在 2018 年 4 月-2020 年 8 月停业进

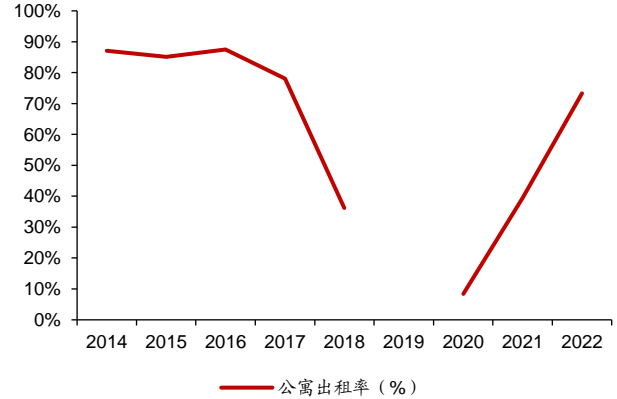
行装修改造，2020年9月重新投入运营。我们认为，公司运营的公寓位居核心CBD区域，具备区域稀缺性，居住品质优异，且周边金融及IT行业客户占比高，公寓出租提价能力强，随着出租率的逐渐提升，公司公寓板块营业收入有望继续保持增长。

图19: 2006-2022年公司公寓收入及增速



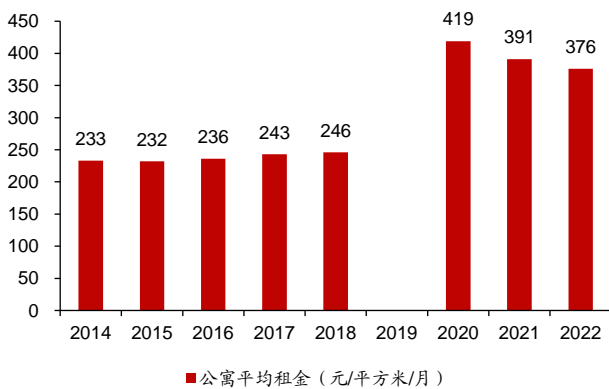
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图20: 2014-2022年公司公寓平均出租率



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图21: 2014-2022年公司公寓平均租金



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图22: 国贸公寓实拍图



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

表4: 北京国贸公寓户型及长租价格 (截至2023年6月1日)

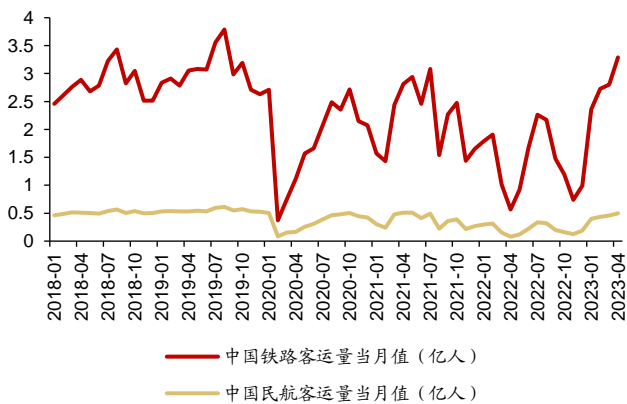
户型	套内面积 (平方米)	租金 (万元/月)	平均租金 (元/平方米/月, 取中值)
开间	42	2-2.3	512
一居室	65/70/83	2.8-3.5	450
两居室	89/99/126	3.8-5	444
三居室	158	5.5-6	364
三居室	197	7-7.5	368
四居室	228	9-10	417
五居室	455	25	549

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

1.4 酒店：短期业绩承压，商旅社交活动复苏后有望恢复至疫前水平

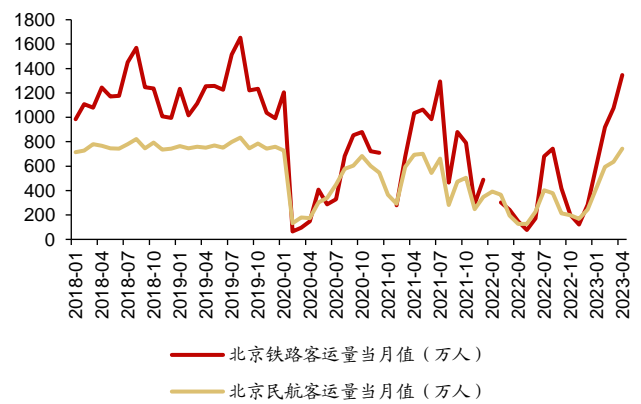
出行恢复带动旅游景气度回升，酒店行业有望迎来新发展。2020年受疫情管控措施的影响，国内旅游和交通运输量呈断崖式下跌，酒店业发展受阻。2023年随着疫情管控政策调整，全国及北京铁路客运量及民航客运量均回升明显。根据文化和旅游部公布数据，2023Q1国内旅游总人次达12.16亿，同比增长46.5%；国内旅游收入达1.3万亿元，同比增长69.5%。2023年“五一”假期，全国国内旅游出游合计2.74亿人次，同比增长71%，按可比口径恢复至2019年同期的119%；实现国内旅游收入1481亿元，同比增长129%，按可比口径恢复至2019年同期的101%。全国旅游人次、铁路及民航客运量复苏明显，表明商旅活动正在快速恢复，酒店业有望迎来新机遇。

图23：2018-2023.4 全国铁路及民航客运量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

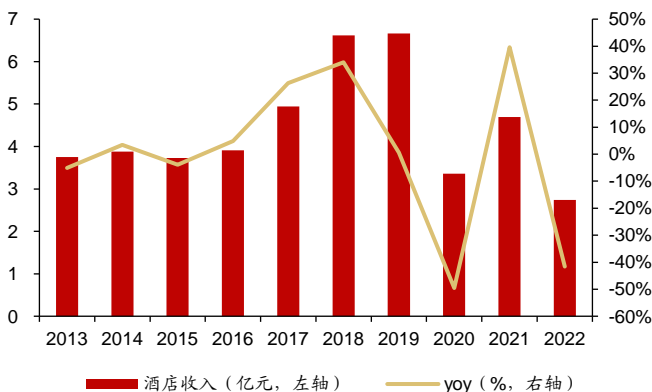
图24：2018-2023.4 月北京铁路及民航客运量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

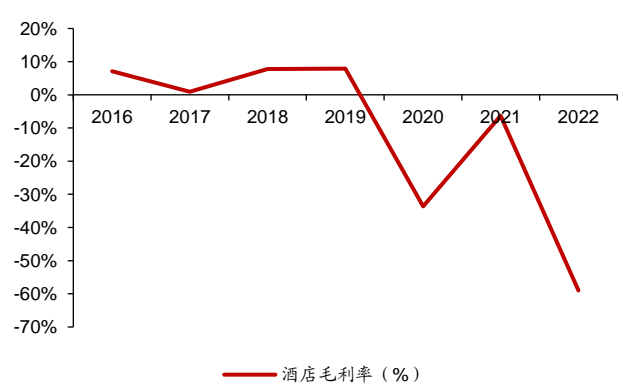
商旅社交活动恢复，2023年酒店业务有望成为新的业绩增长点。2022年公司酒店收入2.74亿元，同比下降41.6%，公司毛利率-59%，同比下滑52.7pct。主要系疫情影响下，酒店举办会议和社交聚会等活动受到限制，商务差旅及旅游需求大幅下滑。展望未来，随着商旅社交等活动恢复，公司酒店业务有望逐渐回至疫情前水平。若公司酒店业务恢复至2019年水平，对应营业收入增长约4亿元，对应公司整体营业收入较2022年增长约11%，公司酒店业务有望成为2023年业绩新的增长点。

图25：2010-2022 年酒店收入及增速



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图26：2016-2022 年酒店毛利率

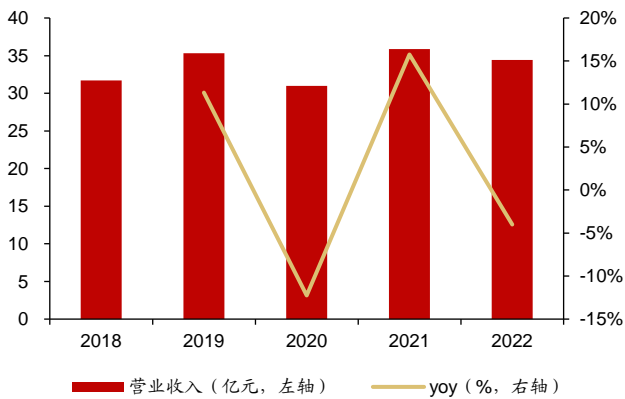


资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

2 折旧摊销走低，盈利持续改善

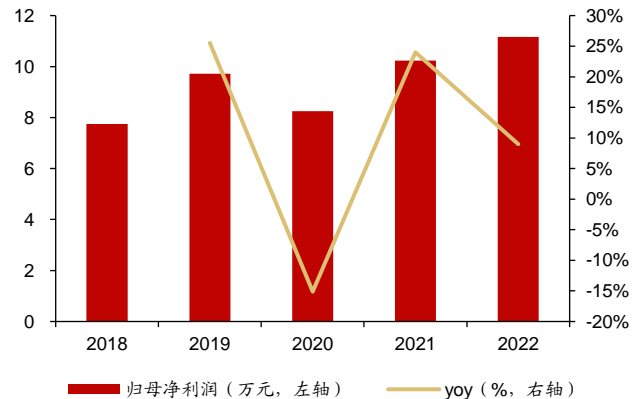
营业成本走低，归母净利润逆势上涨。2022年公司实现营业收入34.4亿元，同比减少4.0%；因疫情影响，公司2022年对部分企业进行租金减免，对公司2022年度营业收入的影响额为6903万元，若叠加该部分营收，公司营业收入为35.1亿元，同比下降2.1%；2022年公司成本费用17.4亿元，同比减少7.9%；归母净利润11.2亿元，同比提升9.0%。2020-2022年疫情期间，公司营业收入CAGR为5.4%，归母净利润CAGR为16.3%，公司经营稳健，抗周期能力凸出。

图27：2018-2022年公司营业收入及同比



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图28：2018-2022年公司归母净利润及同比

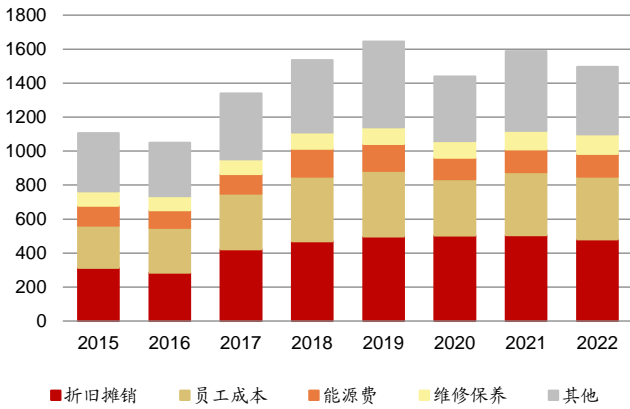


资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

主要建造和改造已完成。2005-2020年国贸主要在建投资项目为国贸三期和国贸中心栋楼改造及交通一体化工程，分别投资体量为47亿元和3.9亿元。国贸三期工程从2005年6月开始兴建，建设规模为53万平方米，分两个阶段实施：国贸三期A阶段项目已于2010年8月建成并投入运营，建筑规模为29.7万平方米；国贸三期B阶段项目2017年4月20日取得主塔楼竣工验收备案，标志着国贸三期B阶段项目全部竣工，达到可使用状态。国贸中心东楼改造项目也已于2018年7月取得竣工验收备案，具备使用条件。此外，公寓于2018年4月-2020年8月停业进行装修改造，2020年9月1日起重新投入运营。从2021年开始，公司主要建造和改造工作均已完成。

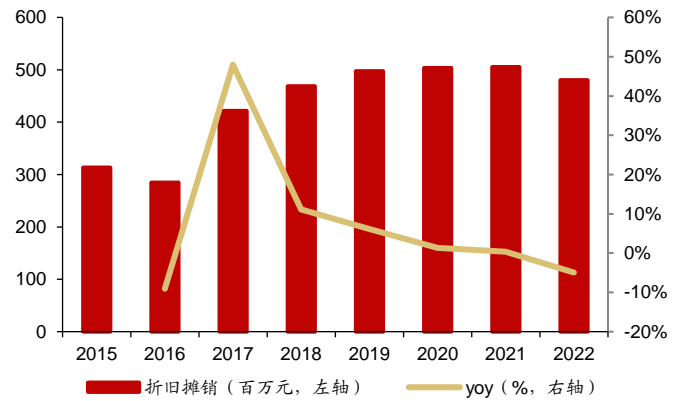
折旧摊销走低，其他运营成本长期管控有效。公司成本主要包含折旧摊销、员工成本、能源费、维修养护和其他（包括劳务费、清洁费、保安费及酒店营业成本等）。折旧摊销和人员成本是公司主要成本来源。折旧摊销成本自2017年以来持续高于30%，员工成本占比在23-25%，两项占据成本超过50%。2015-2022年折旧摊销和员工成本复合增速分别为6.3%和5.84%。其中，由于公司2021年之后重要建造和改造已完成，2022年公司折旧摊销费用同比下降，我们认为在公司没有新增投资建造项目之前，该趋势会延续。员工成本方面，公司持续优化员工数量，提升管理效能，集团总人数从2015年2264人降到2022年1902人，外包量增加（外包费用从2015年6278万元提升到2022年2.3亿元），这使得员工成本2015-2022年复合增速小于收入增速。能源费用、维修费用、和其他费用2015-2022年复合增速均小于公司收入增速，成本端控制能力强。

图29: 2015-2022 年公司成本端拆分 (百万元)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图30: 2015-2022 年公司折旧摊销费用

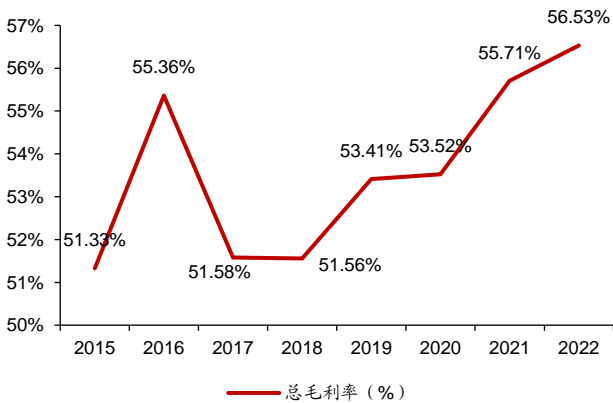


资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

摊销降低+运营成本有效管控, 毛利率持续走强。 受益于折旧摊销费用降低和其他费用有效的管控, 中国国贸毛利率从 2018 年开始持续增长, 2022 年毛利率较 2018 年上涨 5 个百分点达到 58%。分项毛利率来看, 物业租赁及管理 (除酒店外) 毛利率较高, 常年高于 60%, 2017 年开始毛利率逐年攀升, 从 2017 年 62.58% 提升到 2022 年 66.53%。酒店毛利率略低, 受 2020-2022 年疫情影响, 毛利率走弱。但由于酒店占总收入比重小于 10% (2022), 因此酒店毛利率影响不大。我们认为, 一方面公司暂无新增建筑计划, 摊销费用可能还会进一步下降, 另外一方面 2022 年酒店业务恢复运营, 我们预计公司 2023 年毛利率会进一步攀升。

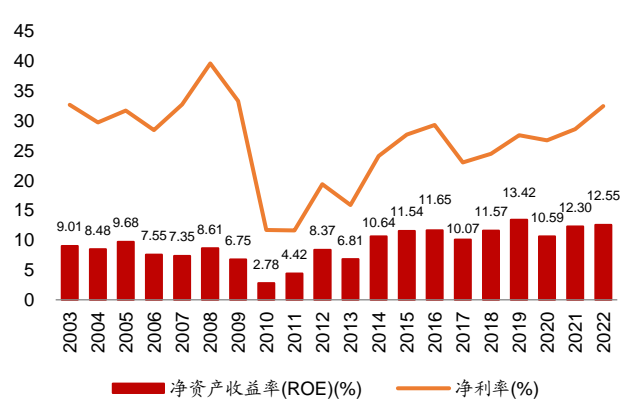
三项费率较为稳定, 净利润走强推升 ROE。 公司管理费和营业费用 2018-2022 年分别为 5.45%、5.27%、6.23%、5.94%、5.67%, 费率较为稳定。此外, 财务费用、其他收益 (政府补贴等) 和投资收益历年波动不大, 因此公司净利润率走势和毛利率趋势相同。公司归母净利率从 2017 年 23% 提升到 2022 年 32%。ROE 拆分来看, 公司资产周转率基本维持在 0.28, 权益乘数从 2017 年 1.82 降到 2022 年 1.44, 因此 ROE 的增长主要由于公司利润率带动。我们认为公司后续成本端持续优化, 利润率会进一步提升, 因此 ROE 会持续改善。

图31: 2015-2022 年公司毛利率



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图32: 2003-2022 年公司 ROE 和净利率



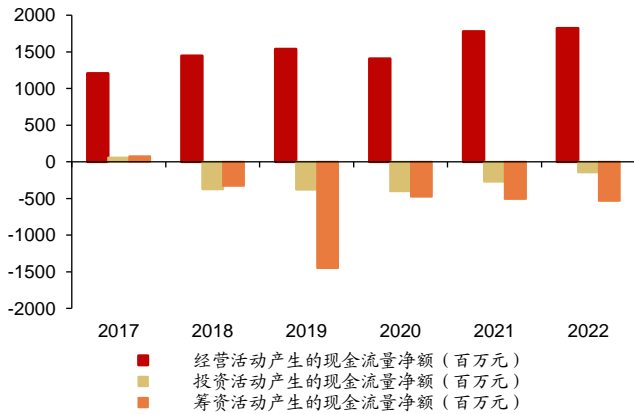
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

3 稳健经营保障高分红比例，强现金流属性优势凸显

经营性现金净流入大于 10 亿元。公司经营现金流长期保持为正，2017-2022 年公司经营活动产生的现金净流量年均 15.33 亿元，除 2020 年有所回落外基本保持稳增长态势，5 年复合增速达 8.64%。

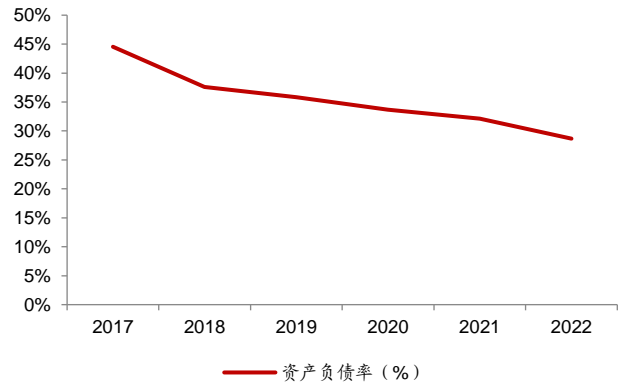
稳健经营，保持低杠杆、低融资成本。公司在 2018 年净偿还 9.6 亿元债务，之后负债率逐渐降低，负债率从 2017 年 45% 持续下降到 2022 年 29%。截止 2022 年公司借款总额 20.85 亿元，较 2021 年下降 21%，债款结构相对简单，长期借款为中国建设银行股份有限公司北京华贸支行抵押债²，总金额 16.45 亿元，利率 4%，到期日为 2023 年 8 月；公司债为“19 国贸 01”总计 4.4 亿元，公司于 2022 年 8 月 12 日将票面利率由 3.65% 下调至 2.9%。公司综合融资成本 2022 年为 3.77%，为近五年最低。

图33： 2017-2022 年公司现金流拆解



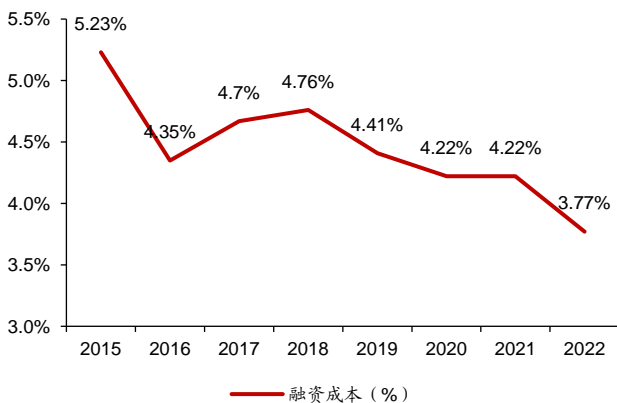
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图34： 2017-2022 年公司资产负债率



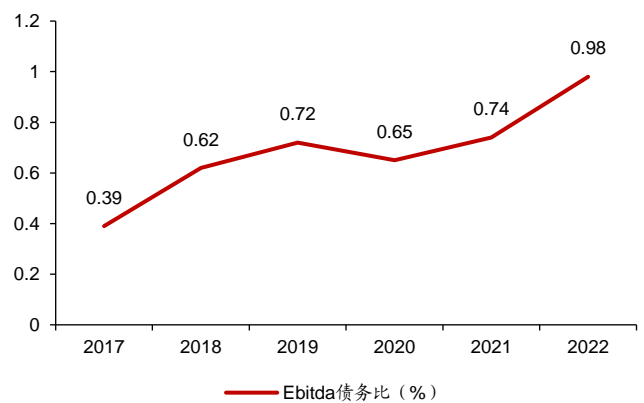
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图35： 2017-2022 年公司融资成本



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图36： 2017-2022 年公司 EBITDA 全部债务比

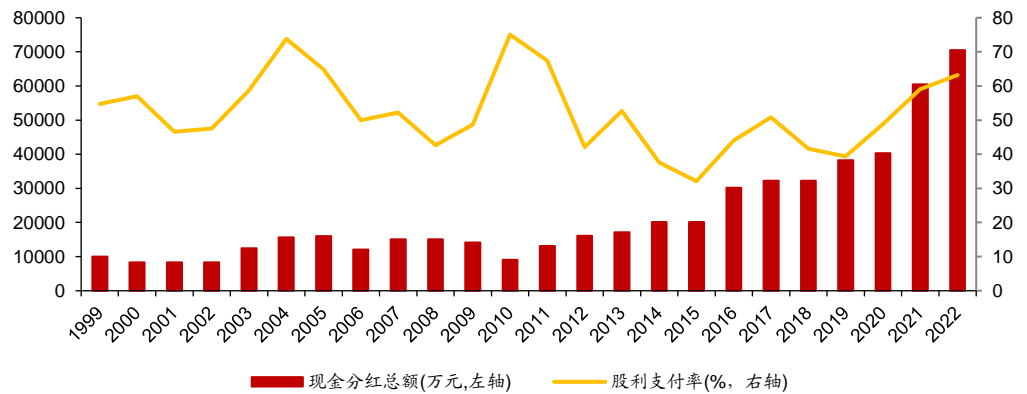


资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

²用于偿还原国贸三期 A 阶段和国贸三期 B 阶段项目建设借款

历史分红比例高于 50%。得益于公司长期稳定的现金流入，公司保持长期稳定的高分红比例（除了 2007 年和 2008 年）。公司上市以来累计分红 53.5 亿元，平均分红比例 52%，平均 ROIC 为 7%。2022 年公司分红 7.1 亿元，每股 0.7 元，分红比例 63%，ROIC 为 10%，截止 2022 年 12 月 31 日公司股息率 4.4%。结合上述分析，公司主要建造项目已落成，建造投资减少、折旧摊销成本降低、低杠杆且融资成本低，我们认为公司未来收入保持稳增长，成本持续优化，未来现金流会持续走强。此外，我们结合公司历史分红比例判断公司未来分红比例会在 50% 以上，分红比例高，现金流属性强。

图37： 1999-2022 年公司现金分红总额及股利支付率



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

4 盈利预测

结合我们对公司所涉及的写字楼、商场、公寓及酒店市场的分析，我们对中国国贸的估值部分作出以下假设：

1) 写字楼：公司写字楼运营成熟，2022 年公司租金同比上涨 1.3% 至 627 元/平方米/月，疫情期间公司写字楼整体出租率稳中有升，2020-2022 年公司写字楼出租率分别为 92.1%、94.5%、96.3%。我们假设 2023 年公司写字楼租金部分每年保持 2% 增速，出租率基本维持现有的高位水平。

2) 商场：国贸商城是全国知名的商场，且坐落于核心 CBD 区域，客单价高，周边人群购买力强，商场销售额持续霸榜全国 TOP3。我们假设，公司商场能够持续保持良好运营状态，2023 年公司商场租金每年保持 2% 增速，出租率维持现有水平不变。

3) 公寓：公司公寓于 2020 年 9 月装修改造完成，此后出租率快速攀升，截至 2023Q1 出租率达 77.6%，较 2022 年底再度提升 4.3%。我们认为，公司公寓的出租率仍处于快速上升阶段，我们假设公司 3 年内将公寓运营成熟，2023-2025 年公司公寓出租率为 85%、90%、95%。公寓租金我们假设每年涨幅为 2%。

4) 酒店：2022 年公司酒店收入 2.74 亿元，同比下降 41.6%，公司毛利率-59%，同比下滑 52.7pct。疫情前 2019 年公司酒店收入 666 亿元，毛利率 7.9%。随着商旅出行的快速恢复，公司酒店业务在 2023 年预计进入快速修复期，毛利率有望由负转正。我们假设公司酒店营业收入恢复至疫情前 2019 年 75% 的水平，毛利率恢复至 7%。

综合以上假设，我们测算公司 2023-2025 年营业收入分别为 3758、3968、4077 亿元，同比增速分别为 9.16%、5.59%、2.75%；归母净利润分别为 12.9、13.5、14.1 亿元，同比增速分别为 15.34%、4.70%、4.63%，EPS 分别为 1.28、1.34、1.40 元/股。

表5：中国国贸盈利预测主要指标

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3442.28	3757.55	3967.63	4076.85
同比（%）	-4.01%	9.16%	5.59%	2.75%
归属母公司净利润（百万元）	1115.87	1287.08	1347.56	1410.01
同比（%）	8.99%	15.34%	4.70%	4.63%
毛利率（%）	56.53%	57.48%	56.81%	57.28%
ROE（%）	12.55%	13.71%	13.64%	13.59%
每股收益(元/股)	1.11	1.28	1.34	1.40
P/E（倍）	16.74	14.52	13.87	13.25
P/B（倍）	2.04	1.94	1.85	1.76

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5 估值及投资建议

5.1 DCF 估值法

国贸中心整体已于 2017 年 8 月竣工，主体开发已完成，当前属于稳定运营期，公司未来收入确定性较高，我们使用绝对估值法 DCF 模型对公司进行估值，以期更好地反应公司估值水平。经过我们测算，公司现值约为 316 亿元，对应每股价值为 31.42 元/股，公司 2023 年 6 月 15 日股价为 18.55 元/股，折价率为 40.95%。

表6：中国国贸 DCF 估值核心假设及估值结果

DCF 估值核心假设	数值	备注
贝塔值 (β)	0.70	为公司相对于市场的风险系数，通过分析近一年公司股价走势与沪深 300 指数走势相关性，取值 0.7
无风险利率（%）	2.80%	取 10 年期国债到期收益率 2.8%
市场投资组合预期收益率（%）	9.00%	取 2019-2022 年沪深 300 平均增长率 9.11%，取值 9.0%
股权资本成本 (K_e)	7.14%	
税率（%）	25.00%	所得税税率为 25%
债务成本 K_d （%）	3.80%	2022 年公司“19 国贸 01”债券由 3.65%调整至 2.9%，截至 2022 年底公司整体融资成本 3.77%，取值 3.8%
债务比率 $D/(D+E)$ （%）	25.00%	2022 年公司资产负债率为 29%，我们假设未来公司负债率呈下降趋势，未来保持在 25%
WACC	6.07%	根据债务及股权成本计算
DCF 估值结果		
现值合计（百万元）	31645	显性期期数取 15 年、永续增长率取 1%
每股价值（元/股）	31.42	截至 2023 年 6 月 15 日，股本为 1007 百万股
当前股价（元/股）	18.55	取 2023 年 6 月 15 日收盘价
折价率（%）	40.95%	

资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：现金流计算中假设各个写字楼及商场出租率保持稳定，公寓 3 年出租率达到 95%，租金每年增长 2%。利润表中各科按参照近三年年均增长率和历年比重进行计算得到税后营业利润，折旧摊销和资本投入保持预测保持稳定，加总后得到每年公司自由现金流。

5.2 投资建议

综合全文，我们认为中国国贸的投资亮点为：

1) 核心区域+优质资产，区位优势不可复制。国贸中心位于首都北京的核心 CBD 区域，区位优势明显且不可复制。公司所运营的商业综合体业态丰富，通过 30 年的开发和运营，已经成为北京市地标建筑群之一。此外，公司在品质打造方面持续投入，公司所运营的写字楼、商场、酒店及公寓均坚持精品化发展，在各自领域均具备一定的影响力和标杆效应。我们认为，国贸中心位置得天独厚，区位优势不可复制，产品力与区位优势相适配，有望长期在持有物业市场保持竞争力。

2) 经营稳健，抗周期能力强，疫情管控政策调整助力公司营收及利润稳步增长。2020-2022 年疫情期间，公司营业收入 CAGR 为 5.4%，归母净利润 CAGR 为 16.3%，公司经营稳健，抗周期能力凸出。写字楼及商场运营为公司主要的营业收入来源，2022 年二者收入合计占比约为 8 成。随着疫情管控政策调整，公司 2023Q1 写字楼及商场租金较 2022 年平均租金分别上涨 1.9% 及 10.5%；公司公寓改造后，出租率快速攀升至 2023Q1 的 77.6%，较 2022 年底再度提升 4.3%；随着商旅社交等活动恢复，公司酒店业务有望逐渐回归至疫情前水平。我们认为，公司所运营资产在 2023Q1 均有亮眼表现，写字楼及酒店租金水平的上涨、公寓出租率持续攀升、商旅社交的恢复助力酒店业务回暖均有望带动公司 2023 年营业收入再度增长。

3) 高分红+强现金流，股息率具备优势。公司经营现金流长期保持为正，2017-2022 年公司经营活动产生的现金净流量年均 15.33 亿元，5 年复合增速 8.64%。2022 年公司分红 7.1 亿元，每股 0.7 元，分红比例 63%，ROIC 为 10%，截止 2022 年 12 月 31 日公司股息率 4.4%。我们认为，公司未来收入有望长期保持稳增长，且成本持续优化，未来现金流会持续走强。此外，我们结合公司历史分红比例判断公司未来分红比例会在 50% 以上，分红比例高，现金流属性强，有望为投资者贡献稳定的股息。

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 12.9、13.5、14.1 亿元，对应 EPS 分别为 1.28、1.34、1.40 元/股。综合考虑公司稳健的运营情况、资产质量、高股息率等特点，我们认为公司竞争优势明显，应当享有估值溢价，给予公司 2023 年 17 倍 PE 估值，目标价 21.76 元。此外，结合我们测算中国国贸 DCF 估值，公司截止 2023 年 6 月 15 日的收盘价对应 DCF 估值折价 40.95%，显著低估。首次覆盖，我们给予公司“买入”评级。

表7：可比公司估值

代码	简称	总市值 (亿元/亿港元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
0017.HK	新世界发展	510	-	0.43	0.44	0.46	-	41.60	40.47	38.80
0101.HK	恒隆地产	595	1.02	1.21	1.33	1.49	11.41	9.66	8.77	7.84
001979.SZ	招商蛇口	1,056	1.20	0.90	1.30	1.58	11.39	15.18	10.48	7.60
600663.SH	陆家嘴	353	0.94	0.38	0.45	0.63	11.01	27.47	22.88	14.45
000402.SZ	金融街	143	0.57	0.43	0.43	0.61	8.30	11.22	11.01	6.92
	均值						10.53	21.03	18.72	15.12
600007.SH	中国国贸	187	1.11	1.28	1.34	1.40	16.74	14.52	13.88	13.28

资料来源：浙商证券研究所

注：收盘价截止至 2023 年 6 月 15 日，除中国国贸为浙商证券预测外，其余可比公司 EPS 为 Wind 一致预期；港币汇率取 0.88。

6 风险提示

1) 宏观经济增速承压: 若国内经济迟缓, 企业经营情况恶化, 可能会导致办公楼需求减少, 公司办公楼出租率及租金可能会降低;

2) 就业竞争加剧: 若北京市就业竞争加剧, 居民收入下降, 公司所运营的国贸商城销售额可能下降, 国贸商城的租金及出租率可能会降低;

3) 办公楼供给增加导致招租压力加大: 公司所处 CBD 区域办公楼供给增加, 可能会导致市场竞争加剧, 公司的招租难度可能增加。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3937	4178	4896	5567
现金	3495	3656	4381	5029
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	377	444	437	459
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	27	31	33	33
存货	32	35	37	38
其他	5	12	9	9
非流动资产	8890	9078	8878	8729
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	27	23	24	25
固定资产	1564	1486	1407	1329
无形资产	464	433	402	371
在建工程	0	0	0	0
其他	6836	7136	7045	7004
资产总计	12827	13256	13774	14296
流动负债	1562	1649	1729	1668
短期借款	0	0	0	0
应付款项	84	79	85	90
预收账款	39	45	46	48
其他	1439	1525	1599	1530
非流动负债	2116	1976	1924	2005
长期借款	1635	1635	1635	1635
其他	481	341	289	370
负债合计	3678	3625	3653	3673
少数股东权益	4	5	6	7
归属母公司股东权益	9145	9626	10116	10616
负债和股东权益	12827	13256	13774	14296

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1824	1202	1431	1453
净利润	1117	1288	1347	1408
折旧摊销	492	100	100	100
财务费用	44	-25	-43	-61
投资损失	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	153	-158	33	9
其它	21	0	-3	1
投资活动现金流	-70	-300	114	49
资本支出	96	0	0	0
长期投资	322	-313	101	37
其他	-489	13	13	13
筹资活动现金流	-1265	-741	-819	-854
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-500	0	0	0
其他	-765	-741	-819	-854
现金净增加额	489	161	725	648

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3442	3758	3968	4077
营业成本	1496	1598	1713	1742
营业税金及附加	363	396	418	430
营业费用	74	91	90	96
管理费用	121	122	133	137
研发费用	0	0	0	0
财务费用	44	-25	-43	-61
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	3	3	3	3
其他经营收益	36	26	26	29
营业利润	1382	1605	1684	1766
营业外收支	112	112	112	112
利润总额	1494	1717	1796	1878
所得税	377	429	449	469
净利润	1117	1288	1347	1408
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	1116	1287	1346	1407
EBITDA	1942	1790	1851	1915
EPS (最新摊薄)	1.11	1.28	1.34	1.40

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-4.01%	9.16%	5.59%	2.75%
营业利润增长率	1.22%	16.14%	4.93%	4.85%
归属于母公司净利润增长率	8.99%	15.29%	4.61%	4.55%
获利能力				
毛利率	56.53%	57.48%	56.81%	57.28%
净利率	32.45%	34.27%	33.95%	34.54%
ROE	12.55%	13.70%	13.63%	13.57%
ROIC	10.01%	11.05%	10.92%	10.95%
偿债能力				
资产负债率	28.68%	27.35%	26.52%	25.69%
净负债比率	44.94%	50.20%	51.36%	48.54%
流动比率	2.52	2.53	2.83	3.34
速动比率	2.50	2.51	2.81	3.32
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.29	0.29	0.29
应收账款周转率	9.23	9.15	9.00	9.09
应付账款周转率	19.78	19.54	20.90	19.93
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.11	1.28	1.34	1.40
每股经营现金流	1.81	1.19	1.42	1.44
每股净资产(最新摊薄)	9.08	9.56	10.04	10.54
估值比率				
P/E	16.74	14.52	13.88	13.28
P/B	2.04	1.94	1.85	1.76
EV/EBITDA	7.28	9.43	8.76	8.09

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>