



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 营业收入增长好，净利润已起稳

### ——中国国贸（600007）三季度点评

2011年10月29日

推荐/上调

中国国贸

财报点评

|        |                 |                     |                       |
|--------|-----------------|---------------------|-----------------------|
| 郑闵钢    | 房地产行业分析师        | 电话：010-66554031     | 执业资格证号：S1480510120012 |
| 联系人：苏阳 | 电话：010-66554051 | Zhengmg@dxzq.net.cn |                       |

#### 事件：

公司发布2011年三季度报告，公司前三季度实现营业收入11.96亿元，同比增75.07%；实现净利润12356.17万元，比上年同期下降3.89%；基本每股收益为0.12元。

#### 公司分季度财务指标

| 指标         | 10Q1    | 10Q2    | 10Q3    | 10Q4     | 11Q1    | 11Q2    | 11Q3    |
|------------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 205.54  | 218.29  | 259.56  | 352.56   | 343.69  | 408.70  | 444.00  |
| 增长率（%）     | -6.80%  | 0.48%   | 19.20%  | 63.49%   | 67.22%  | 87.23%  | 71.06%  |
| 毛利率（%）     | 59.84%  | 62.14%  | 38.32%  | 27.74%   | 30.67%  | 41.14%  | 42.53%  |
| 期间费用率（%）   | 17.63%  | 18.29%  | 28.49%  | 25.53%   | 20.49%  | 18.72%  | 18.69%  |
| 营业利润率（%）   | 37.00%  | 38.79%  | 4.88%   | -3.18%   | 4.59%   | 16.97%  | 18.31%  |
| 净利润（百万元）   | 56.91   | 64.40   | 7.61    | -7.60    | 12.24   | 50.03   | 61.73   |
| 增长率（%）     | -31.39% | -20.07% | -89.68% | -114.41% | -78.49% | -22.32% | 710.66% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.056   | 0.064   | 0.007   | -0.008   | 0.012   | 0.050   | 0.061   |
| 资产负债率（%）   | 51.36%  | 52.69%  | 53.70%  | 53.86%   | 54.14%  | 53.91%  | 53.45%  |
| 净资产收益率（%）  | 1.29%   | 1.48%   | 0.18%   | -0.18%   | 0.28%   | 1.16%   | 1.41%   |
| 总资产收益率（%）  | 0.63%   | 0.70%   | 0.08%   | -0.08%   | 0.13%   | 0.53%   | 0.66%   |

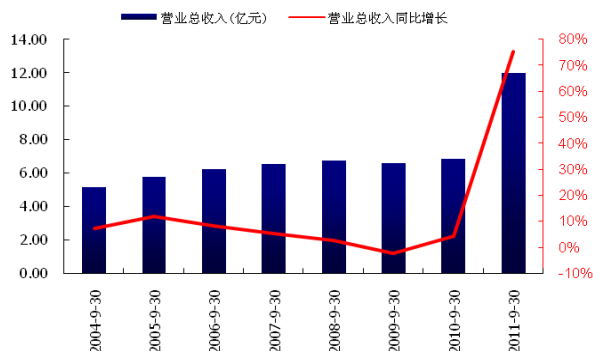
#### 评论：

##### 积极因素：

- 营业收入大幅增长，经营规模扩大。截止三季度公司营业收入达11.96亿元，同比增75.07%。继国贸三期A阶段项目的开业，增加物业面积30万平方米左右，公司的出租能力大大加大。三期A阶段项目由主塔楼和裙楼组成，其中主塔楼高度为330米，地上74层，地下3层，内部有高档写字楼、拥有275套客房的超五星级酒店，并设有商业、餐饮、影院和大宴会厅等。随着国贸三期A阶段的开业，公司的发展已上一个新的台阶。国贸的高端形象将不断提升，公司将在品牌优势下铸造出新的辉煌。
- 资产负债率开始加落。由于三期工程的结束公司连续四年上升的资产负债率开始出现下降，目前已降到53.45%。本期财务费用增加，主要是国贸三期A阶段达到可使用状态后发生的相应借款费用停止资本化，计入当期费用所致。

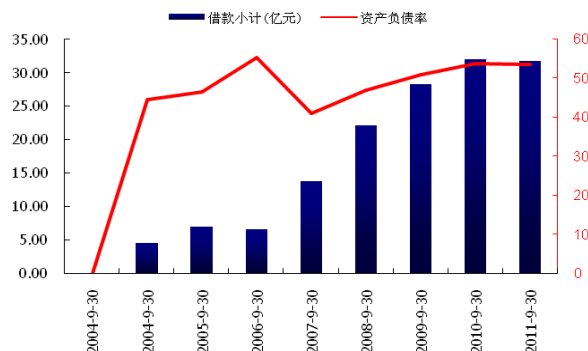
- 净利润下降开始起稳。09年和10年公司的净利润连续出现较为明显的下降，随着三期A的投入运营，今年三季度中公司的净利润开始出现起稳。公司另外管理费用也开始回落到正常水平。三季度实现净利润12356.17万元，比上年同期仅下降3.89%，公司净利润开始见底。

图 1：营业收入出现大幅增长



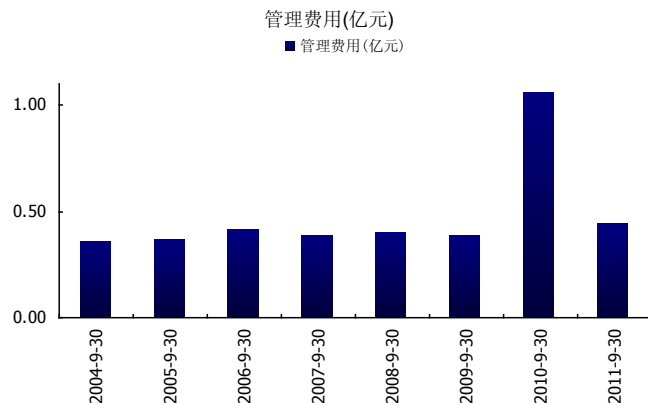
资料来源：公司公告，东兴证券

图 2：资产负债率有小幅下降



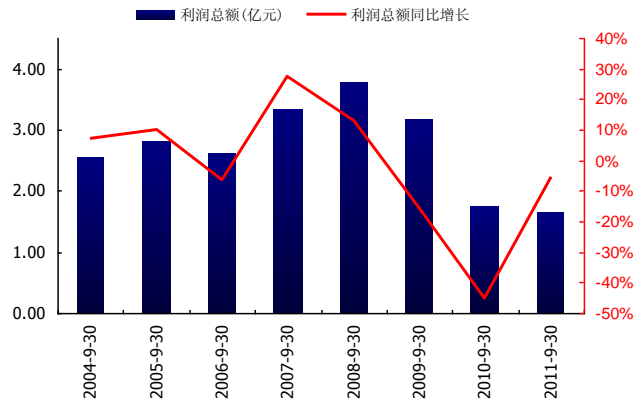
资料来源：公司公告，东兴证券

图 3：管理费用回落到正常水平



资料来源：公司公告，东兴证券

图 4：净利润回落已开始起稳

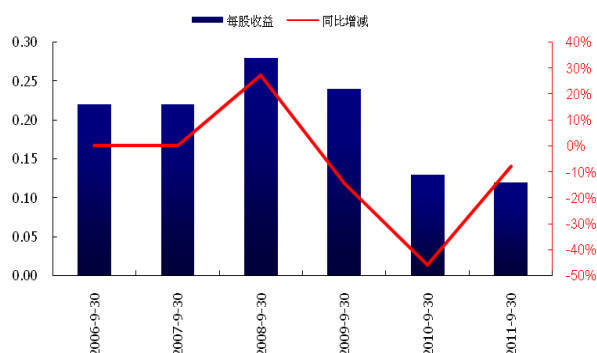


资料来源：公司公告，东兴证券

### 消极因素：

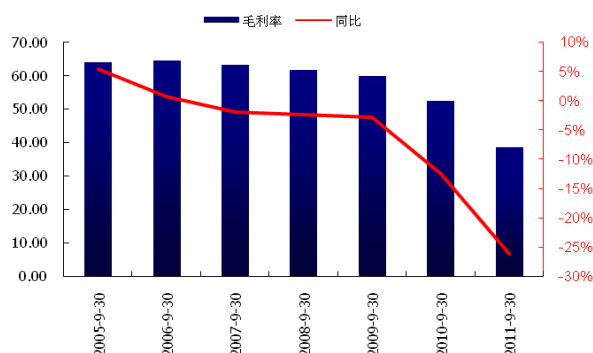
- 截止三季度公司基本每股收益为0.12元，同比下降7%。另外由于三期A项目投入运营后固定资产折旧等费用加大等原因本期的毛利率为38.65%，虽然较半年报时有所提高，但仍低于前几年在50%以上的水平。

图 5：每股收益同比下降



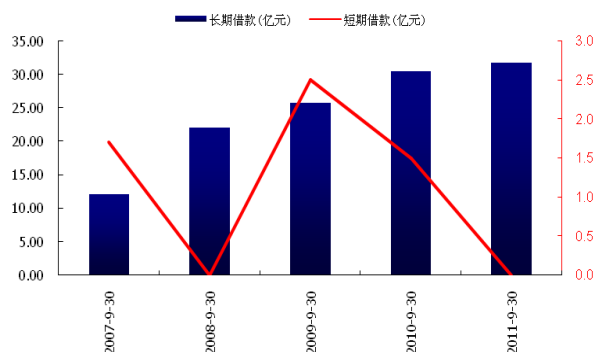
资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 6：销售毛利率继续下降



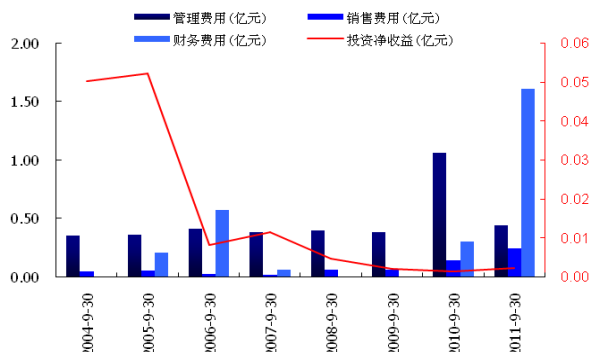
资料来源：公司公告，东兴证券

图 7：长期贷款额有所增加



资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 8：管理费用下降、财务费用增加



资料来源：公司公告，东兴证券

## 盈利预测

- 我们预测公司2011年至2013年的销售收入分别达17.35亿元、22.36亿元和27.28亿元，摊薄后每股收益分别为0.24元、0.37元和0.49元。

## 投资建议：

- 公司目前仍处在较为困难的时期，但已渡过最艰难的时期。公司的收入开始出现较大增长，连续几年的净利润下降已开始起稳。凭借国贸的高端品牌，公司已进入一个新的增长阶段。我们预测公司 2011 年至 2013 年的销售收入分别达 17.35 亿元、22.36 亿元和 27.28 亿元，摊薄后每股收益分别为 0.24 元、0.37 元和 0.49 元，相对应的 PE 为 40.72、26.42 和 20.24。我们上调投资评级至“推荐”，给予半年的目标价 11.2 元。

| 资产负债表      |         |       | 单位:百万元  |         | 利润表           |        | 单位:百万元  |        |        |
|------------|---------|-------|---------|---------|---------------|--------|---------|--------|--------|
|            | 2010A   | 2011E | 2012E   | 2013E   |               | 2010A  | 2011E   | 2012E  | 2013E  |
| 流动资产合计     | 389     | 22026 | 29623   | 37293   | 营业收入          | 1036   | 1735    | 2236   | 2728   |
| 货币资金       | 242     | 21896 | 29465   | 37108   | 营业成本          | 580    | 1006    | 1185   | 1310   |
| 应收账款       | 81      | 38    | 49      | 60      | 营业税金及附加       | 54     | 88      | 114    | 139    |
| 其他应收款      | 8       | 13    | 17      | 21      | 营业费用          | 34     | 52      | 67     | 82     |
| 预付款项       | 33      | 38    | 44      | 50      | 管理费用          | 125    | 191     | 246    | 300    |
| 存货         | 26      | 41    | 49      | 54      | 财务费用          | 81     | 79      | 129    | 249    |
| 其他流动资产     | 0       | 0     | 0       | 0       | 资产减值损失        | 0.00   | 0.00    | 0.00   | 0.00   |
| 非流动资产合计    | 9019    | 9673  | 9333    | 8993    | 公允价值变动收益      | 0.00   | 4.00    | 4.00   | 4.00   |
| 长期股权投资     | 4       | 4     | 4       | 4       | 投资净收益         | 0.24   | 3.00    | 3.00   | 3.00   |
| 固定资产       | 1501.88 | ##### | 1335.82 | 1127.37 | 营业利润          | 162    | 325     | 502    | 656    |
| 无形资产       | 1318    | 1186  | 1054    | 923     | 营业外收入         | 2.60   | 5.00    | 5.00   | 5.00   |
| 其他非流动资产    | 0       | 0     | 0       | 0       | 营业外支出         | 2.57   | 3.00    | 3.00   | 3.00   |
| 资产总计       | 9409    | 31699 | 38956   | 46285   | 利润总额          | 162    | 327     | 504    | 658    |
| 流动负债合计     | 792     | 16665 | 16695   | 16728   | 所得税           | 41     | 82      | 126    | 164    |
| 短期借款       | 0       | 0     | 0       | 0       | 净利润           | 121    | 245     | 378    | 493    |
| 应付账款       | 24      | 44    | 52      | 57      | 少数股东损益        | 1      | 1       | 1      | 1      |
| 预收款项       | 49      | 66    | 89      | 116     | 归属母公司净利润      | 121    | 245     | 377    | 493    |
| 非流动负债合计    | 4276    | 10276 | 17276   | 24276   | EBITDA        | 1750   | 745     | 971    | 1245   |
| 长期借款       | 3276    | 10276 | 17276   | 24276   | BPS (元)       | 0.12   | 0.24    | 0.37   | 0.49   |
| 其他非流动负债    | 0       | 0     | 0       | 0       | 主要财务比率        |        |         |        |        |
| 负债合计       | 5068    | 26941 | 33971   | 41004   |               |        |         |        |        |
| 少数股东权益     | 1       | 2     | 2       | 3       | 成长能力          |        |         |        |        |
| 实收资本 (或股本) | 1007    | 1007  | 1007    | 1007    | 营业收入增长        | 18.9%  | 67.48%  | 28.90% | 22.00% |
| 资本公积       | 1873    | 1873  | 1873    | 1873    | 营业利润增长        | 385.7% | 100.56% | 54.34% | 30.63% |
| 未分配利润      | 1060    | 1183  | 1371    | 1618    | 归属于母公司净利润增长   | 244.7% | 102.76% | 54.13% | 30.55% |
| 归母公司股东权益合计 | 4339    | 4756  | 4983    | 5279    | 获利能力          |        |         |        |        |
| 负债和所有者权益   | 9409    | 31699 | 38956   | 46285   | 毛利率 (%)       | 44%    | 42%     | 47%    | 52%    |
| 现金流量表      |         |       |         | 单位:百万元  | 净利率 (%)       | 12%    | 14%     | 17%    | 18%    |
|            | 2010A   | 2011E | 2012E   | 2013E   | 总资产净利润 (%)    | 1%     | 1%      | 1%     | 1%     |
| 经营活动现金流    | 189     | 8059  | 842     | 1082    | ROE (%)       | 3%     | 5%      | 8%     | 9%     |
| 净利润        | 121     | 245   | 378     | 493     | 偿债能力          |        |         |        |        |
| 折旧摊销       | 1506.97 | 0.00  | 340.24  | 340.24  | 资产负债率 (%)     | 54%    | 85%     | 87%    | 89%    |
| 财务费用       | 81      | 79    | 129     | 249     | 流动比率          | 0.49   | 1.32    | 1.77   | 2.23   |
| 应付帐款的变化    | 0       | 20    | 8       | 5       | 速动比率          | 0.46   | 1.32    | 1.77   | 2.23   |
| 预收帐款的变化    | 0       | 17    | 22      | 27      | 营运能力          |        |         |        |        |
| 投资活动现金流    | 0       | 7     | 7       | 7       | 总资产周转率        | 0.11   | 0.08    | 0.06   | 0.06   |
| 公允价值变动收益   | 0       | 4     | 4       | 4       | 应收账款周转率       | 21.17  | 29.07   | 51.39  | 50.15  |
| 长期投资       | 4       | 4     | 4       | 4       | 应付账款周转率       | 45.92  | 50.70   | 46.56  | 49.89  |
| 投资收益       | 0       | 3     | 3       | 3       | 每股指标 (元)      |        |         |        |        |
| 筹资活动现金流    | 0       | 13588 | 6720    | 6554    | 每股收益 (最新摊薄)   | 0.12   | 0.24    | 0.37   | 0.49   |
| 短期借款       | 0       | 0     | 0       | 0       | 每股净现金流 (最新摊薄) | 0.32   | 21.50   | 7.51   | 7.59   |
| 长期借款       | 3276    | 10276 | 17276   | 24276   | 每股净资产 (最新摊薄)  | 4.31   | 4.72    | 4.95   | 5.24   |
| 普通股增加      | 0       | 0     | 0       | 0       | 估值比率          |        |         |        |        |
| 资本公积增加     | 0       | 0     | 0       | 0       | P/E           | 82.50  | 40.72   | 26.42  | 20.24  |
| 财务费用       | 0.00    | -79   | -129    | -249    | P/B           | 2.30   | 2.10    | 2.00   | 1.89   |
| 现金净增加额     | 189     | 21654 | 7569    | 7643    | EV/EBITDA     | 8.00   | 7.86    | 5.44   | 3.73   |

## 分析师简介

---

### 郑闵钢

房地产行业高级研究员，2007 年加盟东兴证券从事房地产研究至今。

## 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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。