

中国国贸(600007):内资企业需求成为写字楼市场主流, 公司租金增长乏力

行业分类: 房地产

2011.8.31

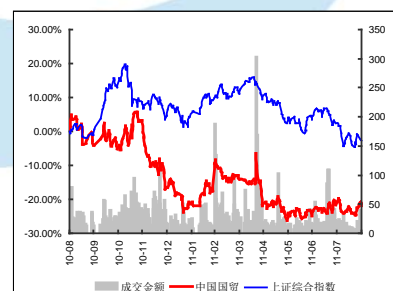
研究员: 吴伟
(执业证书编号: S0640511030001)
电话: 0755-83688511
Email: mwu0330@gmail.com

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

| | |
|-----------|------|
| 6-12个月目标价 | 8.5元 |
| 当前股价 | 9.3元 |
| 投资评级 | 持有 |

| 基础数据 | |
|------------|------|
| 上证指数 | 2566 |
| 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) | 93 |
| 总市值(亿) | 93 |
| 每股净资产(元) | 4.32 |
| ROE(11H) | 1.43 |
| 资产负债率 | 53.9 |
| 动态市盈率(11E) | 90 |
| 动态市净率 | 2.11 |

近一年股价表现



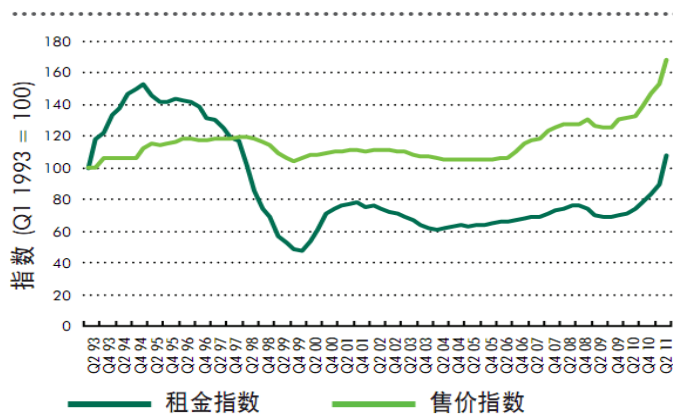
投资要点:

- **欧美经济不振、内资企业成为写字楼需求主流。**由于欧美经济复苏目前未看到迹象,而以创业板为龙头带动的相关高端服务业并不是欧美企业的优势,欧美企业的扩张速度减慢,内资企业成为优质写字楼的主流需求。
- **公司面临短期抉择,写字楼租金提升放缓基本确定。**公司写字楼主要客户是跨国企业,受制于欧美经济复苏缓慢和内资高端服务企业的崛起,公司写字楼客户需求增长放缓,公司面临降价开拓国内客户和保持价高接受高空置率的抉择,无论如何选择,公司写字楼租金增长放缓几成事实。
- **作为公司核心竞争力的品牌和地理位置等因素并未发生改变。**公司客户的认可程度较高,我们测算的公司一二期物业的出租率和租金仍然维持在较高的水平。
- **盈利预测与投资评级。**由于较长时间内公司租金上涨乏力,我们认为公司的经营状况将属于我们之前报告假设的较差的状况,我们下降公司目标价至8.5元/股,给予公司持有评级。
- **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。

一、内资企业成为优质写字楼需求主力，公司面临短期战略抉择

由于欧美经济复苏目前未看到迹象，而以创业板为龙头带动的相关高端服务业并不是欧美企业的优势，欧美企业的扩张速度减慢，内资企业成为优质写字楼的主流需求。从中介结构的研究来看，2011年第二季度，由于新增供应的缺乏以及需求的增长，特别是内资公司业务扩张对办公面积的需求，华北五城市优质写字楼市场显示强劲增长趋势。北京市场表现尤为突出——租金相比上季度增长达到 21.2%。北京优质写字楼租赁市场成交量及租金涨幅均创历史记录，同时空置率持续走低，下降至历史低点 7.6%。

图表 1 北京市优质写字楼租金大幅上升

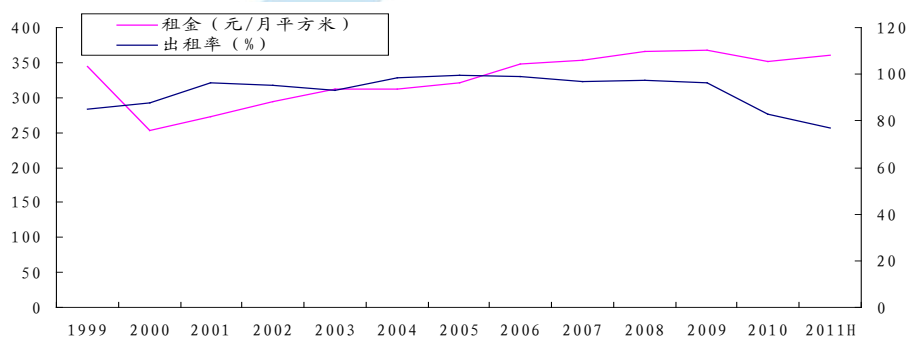


资料来源：CBRE

由于公司写字楼客户主要为跨国企业，上半年公司的表现则相应欠佳，写字楼平均出租率 76.84%，平均租金 359.88 元/月平方米，同 2010 年年底相比，分别下降 7.3% 和增长 2%。其中，三期 A 写字楼出租率 55.45%，相对北京优质写字楼市场 7.6% 的空置率，表现相对较差。

我们认为公司短期内面临战略抉择，是降低身姿，开拓内资客户以降低空置率，还是坚持高端定位，而接受较高的空置率水平。目前来看，市场平均优质写字楼租金 301 元/月平方米，而公司写字楼平均租金 359.88 元/月平方米，中间仍有较大的差价空间，无论作出哪项选择，公司写字楼租金增长乏力将是一个较为确定的事件，短期内对公司实现较高的盈利能力都会有较大的冲击。

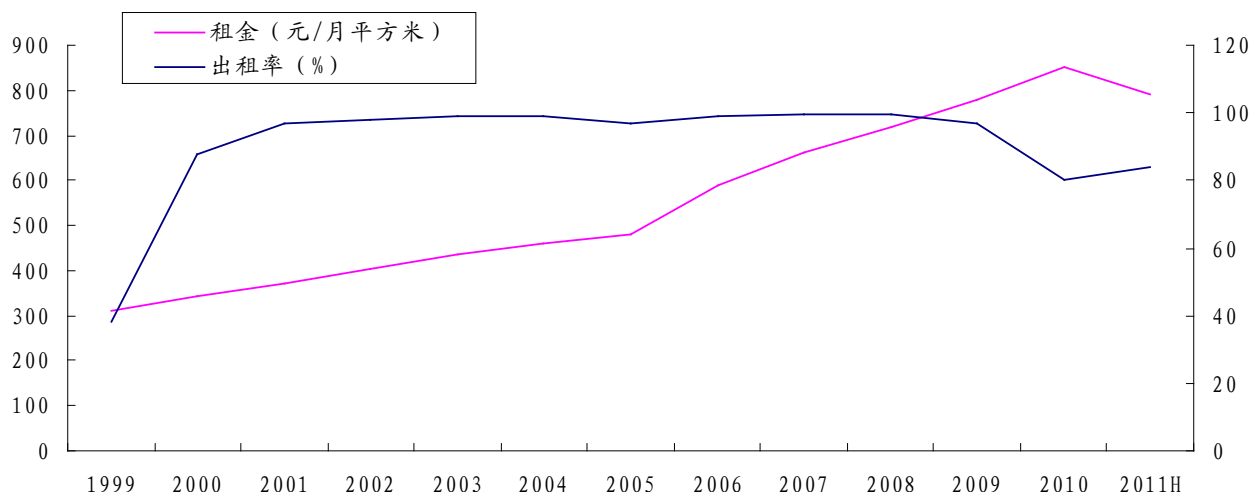
图表 2 公司写字楼出租率和平均租金表现较差



资料来源：中航证券金融研究所 公司公告

由于三期写字楼出租率较低，增长乏力，人流增长相应缓慢，三期商场对商户的吸引力亦下降。2011年上半年，三期商场出租率为 68.31%，导致商场整体出租率缓慢提升至 84%，相对 2010 年年底上升 4 个百分点。

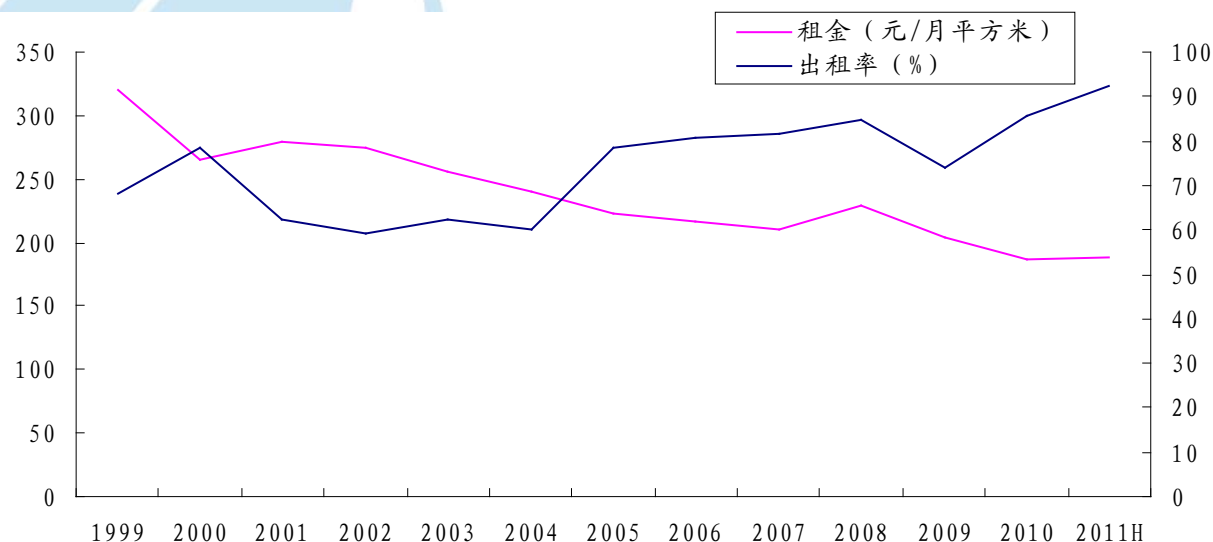
图表 3 商场上升趋势亦出现放缓迹象



资料来源：中航证券金融研究所 公司公告

由于公司积极调整公寓目标客户，降低公寓租金水平，加上公寓供应高峰期的影响已过，公司公寓出租率大幅上升至 92.43%，创历史最高水平，而租金亦企稳，达到 188 元/月平方米，相对 2010 年年底增长 1 个百分点，但由于公寓收入占比较低，对公司业绩并不造成重大影响。

图表 4 公寓表现超预期



资料来源：中航证券金融研究所 wind

因此，总体看，在欧美大幅复苏之前，公司的写字楼租金增长将较为乏力，从而对公司短期业绩造成较大的影响。

二、公司估值分析

尽管如以上分析，公司三期 A 投资物业运营状况受欧美经济影响，低于预期，但作为公司核心竞争力的长期优质服务和物业地理位置铸就的品牌并未发生较大的改变，客户的认可程度较高，公司一二期物业的出租率和租金仍然维持在较高的水平。

图表 5 一二期写字楼出租率测算

| 写字楼 | 总面积 | 已出租面积 | 出租率 |
|-------|--------|--------|-----|
| 一期二期 | 98000 | 92629 | 95% |
| 三期 | 81000 | 44915 | 55% |
| 总出租面积 | 179000 | 137544 | 77% |

资料来源：中航证券金融研究所 wind

图表 6 一二期写字楼租金测算

| | 已出租面积 | 平均租金 | 总租金 |
|------|--------|------|-----------|
| 总计 | 137827 | 360 | 297607477 |
| 一期二期 | 92629 | 350 | 194521110 |
| 三期 | 44915 | 383 | 103086367 |

资料来源：中航证券金融研究所 wind

图表 7 一二期商业出租率测算

| 商场 | 总面积 | 已出租面积 | 出租率 |
|-------|-------|-------|-----|
| 一期二期 | 27000 | 25125 | 93% |
| 三期 | 15555 | 10626 | 68% |
| 总出租面积 | 42555 | 35750 | 84% |

资料来源：中航证券金融研究所 wind

图表 8 一二期商业租金测算

| | 已出租面积 | 平均租金 | 总租金 |
|------|-------|--------|-------------|
| 总计 | 35750 | 792.14 | 169913544 |
| 一期二期 | 25125 | 780 | 117584227.8 |
| 三期 | 10626 | 821 | 52329316.2 |

资料来源：中航证券金融研究所 wind

由于租金上涨乏力，我们认为公司的经营状况将属于我们之前报告假设的较差的状况，并有可能维持较长一段时间，我们下降公司目标价至 8.5 元/股，调整公司评级至持有。

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。