

房地产开发

署名人: 李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

参与人: 张岩

S0960111080637

010-63222861

zhangyan1@cjis.cn

6-12 个月目标价: 12.30 元

当前股价: 10.42 元

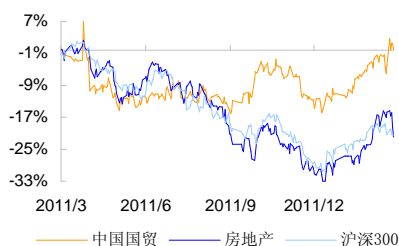
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2349.54
总股本(百万)	1007
流通股本(百万)	1007
流通市值(亿)	104
EPS	0.19
每股净资产(元)	4.41
资产负债率	52.85%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国国贸	5.57	18.37	17.59
房地产	-2.09	13.05	-3.86
沪深 300 指数	-1.71	9.04	-4.94



相关报告

中国国贸-3A 运营成熟需时日, 增长潜力待释放 2011-08-31

中国国贸-业绩稳步增长, 持续发展力强 2011-04-27

中国国贸-竞争力进一步提升, 业绩高增长可期 2011-03-28

中国国贸

600007

推荐

业绩符合预期, 处于快速恢复增长通道

公司 3 月 24 日公布了 2011 年年报。

投资要点:

- **业绩符合预期, 同比增逾六成, 处于快速恢复增长通道。**11 年营业收入/归母净利润 16.8/1.9 亿元, 同比增长 62%/61%, EPS0.19 元, 与我们预期一致。业绩仍处快速恢复增长期, 国贸 3A 逐步运营成熟将持续推动收入增长, 而折旧摊销相对固定, 随着公司逐步偿还借款财务费用将逐年减少。从单季数据更能看出净利润快速增长趋势, 11 年 1-4 季度单季 EPS 分别为 0.01、0.05、0.06、0.07 元。预计 12 年全年 EPS0.35 元, 同比接近翻番。此外, 公司长期有息负债主要为 32 亿元浮动利率借款, 未来若降息将构成利好, 降息 50 个基点净利润将增加 0.12 亿元。
- **3A 写字楼 12 年有望达到满租, 租金水平将继续快速提升。**11 年平均出租率 70%, 较 10 年提高 30 个百分点; 平均租金 425 元/平米, 较一二期高出 20%。基于对 3A 写字楼超一流的地段、品质、服务构筑的强大竞争优势, 以及未来 3-5 年内 CBD 区域甲级写字楼供应持续短缺的判断, 我们认为 12 年末 3A 写字楼有望达到满租状态。由于招租顺序为从低层向高层, 高层租金相对较高, 最高层可达 800 元/平米/月以上, 因此平均租金水平将继续快速提升, 预计满租状态下将超过 500 元/平米/月。
- **3A 商城尚在培育期, 出租率提升较快, 但租金水平提升尚需时间。**11 年平均出租率已达 85%, 预计 12 年也将达到满租; 但租金水平仅为 610 元/平米/月, 低于一二期, 除去超市、影院占比较大的影响外, 主要原因是刚开业人气需要逐步提升。
- **国贸大酒店成为新的主要收入来源之一, “增收不增利”的情况有所改善。**11 年实现收入 3.5 亿元, 占比 21%, 仅次于写字楼和商城。其中客房、餐饮收入三七开, 下半年经营状况有所提升, 客房出租率由上半年的 43%提高至 59%, 餐饮收入较上半年提升 15%。酒店全年仍处于亏损状态, 营业利润率-32%, 但较 10 年提高 40 个百分点。公司正努力利用自身品牌优势举办更多大型会议活动以提高酒店收入。
- **作为国内租赁物业开发经营龙头, 我们看好公司短中长期增长潜力和竞争优势。**短期内正处业绩快速恢复增长通道, 长期内受益于一线城市核心地段优质商业物业价值重估, 而且筹备中的国贸 3B 预留了下一个跨越式增长空间。控股股东持续增持显示对公司信心。12-14 年 EPS0.35、0.44、0.49 元, RNAV15.4 元, 目前股价 6.8 折交易, 投资价值低估。目标价 12.3 元, RNAV8 折, 再次推荐。

风险提示: 关注 3A 招租低于预期, 国内外宏观经济形势变化引发租金水平波动等风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1678	1924	2068	2159
收入同比(%)	62%	15%	7%	4%
归属母公司净利润	194	349	439	493
净利润同比(%)	61%	80%	26%	12%
毛利率(%)	40.4%	46.5%	49.5%	50.9%
ROE(%)	4.4%	7.3%	8.4%	8.6%
每股收益(元)	0.19	0.35	0.44	0.49
P/E	54.06	30.03	23.92	21.28
P/B	2.36	2.19	2.01	1.83
EV/EBITDA	14	12	11	10

资料来源: 中投证券研究所

附1：公司2011年年报财务与经营等指标

图 1：经营情况

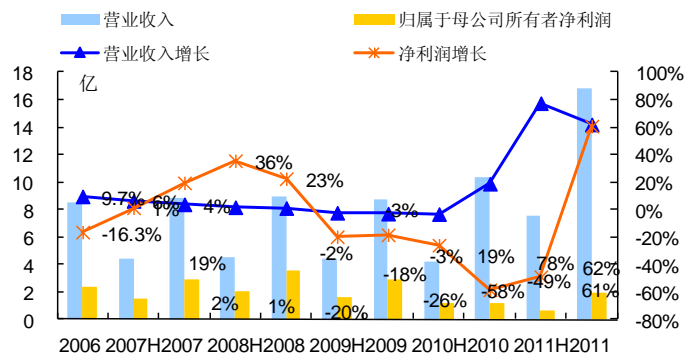


图 2：EPS 和 ROE

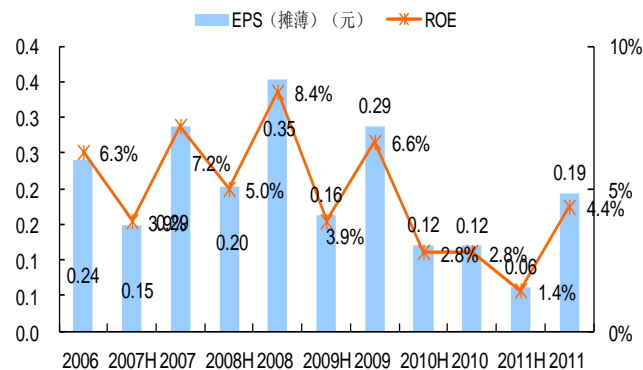


图 3：综合毛利率和净利率

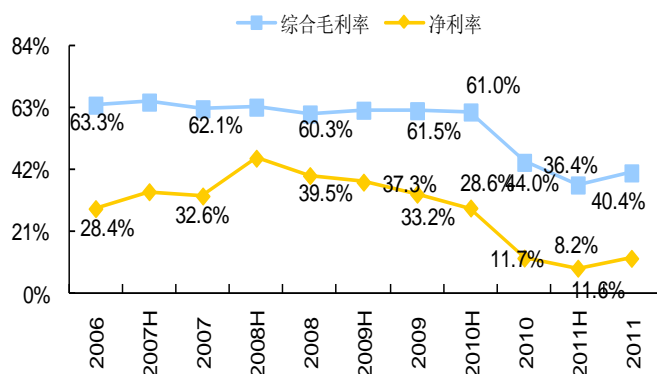


图 4：三费水平

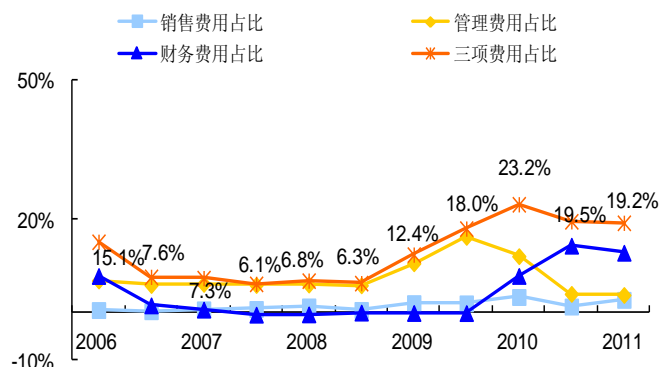
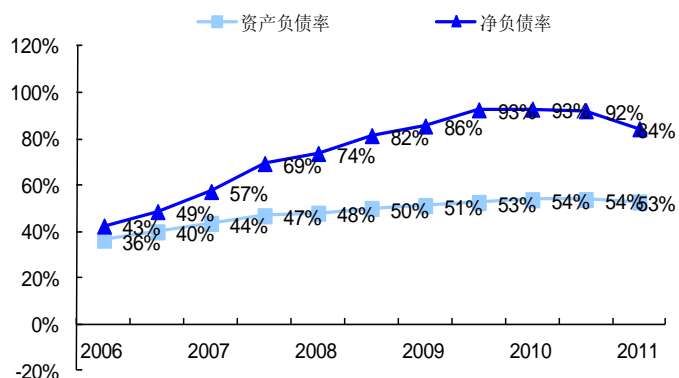


图 5：负债水平



数据来源：上市公司，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	635	1096	1651	2258
现金	421	883	1438	2044
应收账款	159	159	159	159
其他应收款	8	8	8	8
预付账款	18	18	18	18
存货	29	29	29	29
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	8790	8574	8358	8146
长期投资	5	5	5	5
固定资产	1454	1572	1604	1593
无形资产	1303	1295	1287	1279
其他非流动资产	6029	5702	5463	5269
资产总计	9425	9670	10009	10403
流动负债	805	799	799	799
短期借款	0	0	0	0
应付账款	19	19	19	19
其他流动负债	786	780	780	780
非流动负债	4176	4076	3976	3876
长期借款	3176	3076	2976	2876
其他非流动负债	1000	1000	1000	1000
负债合计	4981	4876	4776	4676
少数股东权益	1	2	3	3
股本	1007	1007	1007	1007
资本公积	1873	1873	1873	1873
留存收益	1563	1913	2351	2845
归属母公司股东权益	4443	4792	5231	5725
负债和股东权益	9425	9670	10009	10403

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	849	599	684	732
净利润	195	350	439	494
折旧摊销	134	54	58	60
财务费用	215	198	189	181
投资损失	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	79	0	0	0
其他经营现金流	230	0	0	0
投资活动现金流	-243	165	160	155
资本支出	246	0	0	0
长期投资	0	-162	-157	-153
其他投资现金流	3	3	3	3
筹资活动现金流	-426	-303	-289	-281
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-100	-100	-100	-100
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-326	-203	-189	-181
现金净增加额	179	462	555	607

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1678	1924	2068	2159
营业成本	1000	1029	1044	1060
营业税金及附加	93	107	115	120
营业费用	45	52	56	58
管理费用	63	72	77	81
财务费用	215	198	189	181
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	3	3	3
营业利润	265	469	589	662
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	7	0	0	0
利润总额	261	469	589	662
所得税	66	119	149	168
净利润	195	350	439	494
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	194	349	439	493
EBITDA	613	721	836	903
EPS (元)	0.19	0.35	0.44	0.49

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	62.0%	14.6%	7.5%	4.4%
营业利润	63.4%	76.9%	25.5%	12.4%
归属于母公司净利润	60.8%	80.0%	25.6%	12.4%
获利能力				
毛利率	40.4%	46.5%	49.5%	50.9%
净利率	11.6%	18.2%	21.2%	22.8%
ROE	4.4%	7.3%	8.4%	8.6%
ROIC	11.8%	16.7%	19.9%	22.0%
偿债能力				
资产负债率	52.8%	50.4%	47.7%	44.9%
净负债比率	63.77	63.09%	62.32	61.51%
流动比率	0.79	1.37	2.07	2.82
速动比率	0.75	1.33	2.03	2.79
营运能力				
总资产周转率	0.18	0.20	0.21	0.21
应收账款周转率	14	12	13	14
应付账款周转率	46.06	53.94	54.74	55.59
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.35	0.44	0.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	0.60	0.68	0.73
每股净资产(最新摊薄)	4.41	4.76	5.19	5.68
估值比率				
P/E	54.06	30.03	23.92	21.28
P/B	2.36	2.19	2.01	1.83
EV/EBITDA	14	12	11	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2011-08-31	中国国贸-3A 运营成熟需时日，增长潜力待释放
2011-04-27	中国国贸-业绩稳步增长，持续发展力强
2011-03-28	中国国贸-竞争力进一步提升，业绩高增长可期

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内

回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李少明, 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 15 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、北京城建、滨江集团、首开股份、亿城股份、世茂股份、苏宁环球、金融街、中国国贸、泛海建设、中华企业、冠城大通、广宇发展等。

张岩, 中投证券房地产行业分析师, 毕业于北京大学经济学院金融学专业, 经济学硕士。

陈舒静: 中投证券房地产行业分析师, 毕业于中国人民大学商学院财务与金融系, 管理学硕士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434