

**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:**

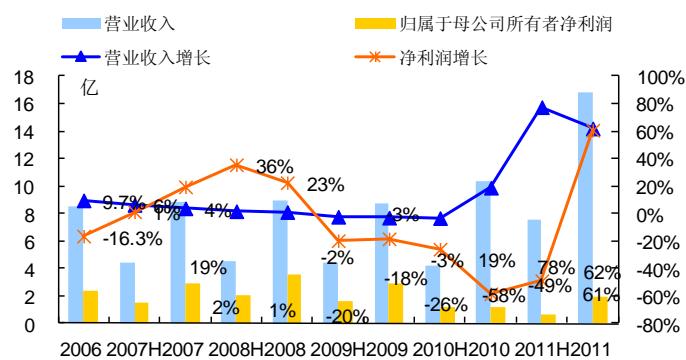
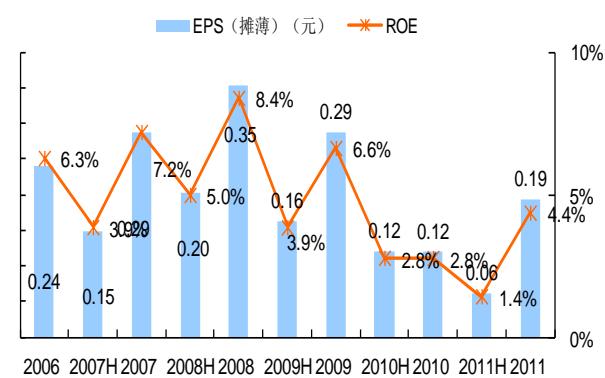
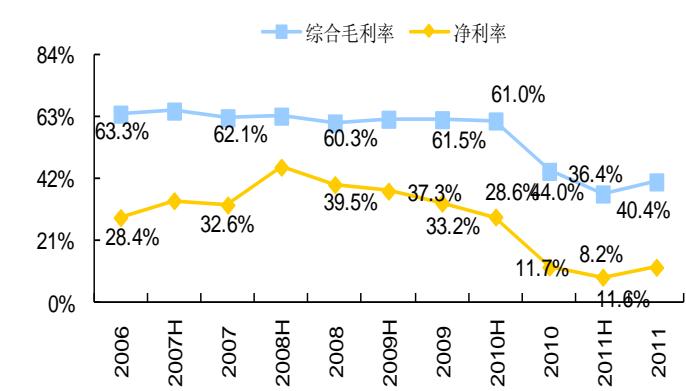
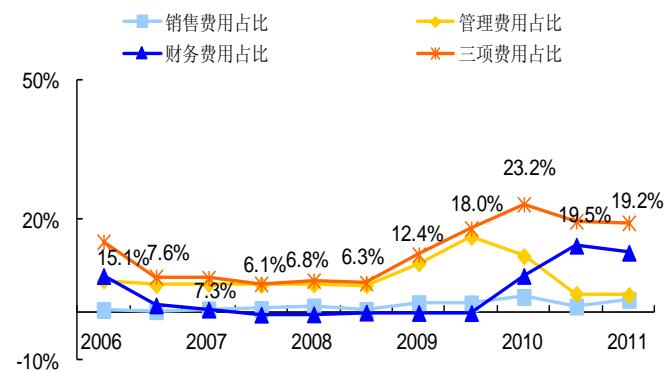
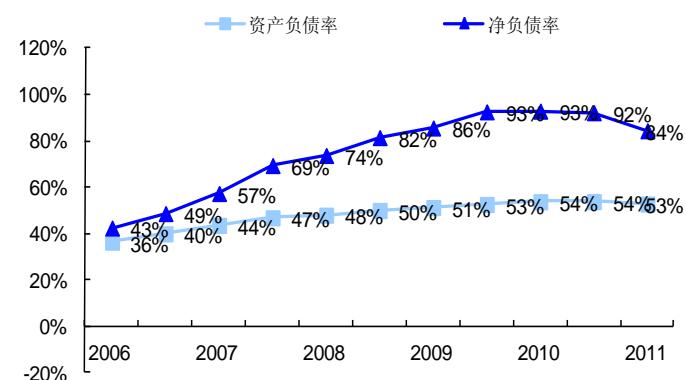
- **业绩符合预期, 同比增逾六成, 处于快速恢复增长通道。** 11年营业收入/归母净利润16.8/1.9亿元, 同比增长62%/61%, EPS0.19元, 与我们预期一致。业绩仍处快速恢复增长期, 国贸3A逐步运营成熟将持续推动收入增长, 而折旧摊销相对固定, 随着公司逐步偿还借款财务费用将逐年减少。从单季数据更能看出净利润快速增长趋势, 11年1-4季度单季EPS分别为0.01、0.05、0.06、0.07元。预计12年全年EPS0.35元, 同比接近翻番。此外, 公司长期有息负债主要为32亿元浮动利率借款, 未来若降息将构成利好, 降息50个基点净利润将增加0.12亿元。
- **3A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 |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 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     |
| <b>非流动资产</b>   | 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  |
| <b>资产总计</b>    | 9425 | 9670  | 10009 | 10403 |
| <b>流动负债</b>    | 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   |
| <b>非流动负债</b>   | 4176 | 4076  | 3976  | 3876  |
| 长期借款           | 3176 | 3076  | 2976  | 2876  |
| 其他非流动负债        | 1000 | 1000  | 1000  | 1000  |
| <b>负债合计</b>    | 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  |
| <b>负债和股东权益</b> | 9425 | 9670  | 10009 | 10403 |

## 现金流量表

| 会计年度           | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 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     |
| <b>投资活动现金流</b> | -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     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -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  |
| <b>现金净增加额</b>  | 179  | 462   | 555   | 607   |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 利润表

| 会计年度            | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 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     |
| <b>营业利润</b>     | 265  | 469   | 589   | 662   |
| 营业外收入           | 3    | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 7    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 261  | 469   | 589   | 662   |
| 所得税             | 66   | 119   | 149   | 168   |
| <b>净利润</b>      | 195  | 350   | 439   | 494   |
| 少数股东损益          | 1    | 1     | 1     | 1     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 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  |
|----------------|-------|--------|-------|--------|
| <b>成长能力</b>    |       |        |       |        |
| 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%  |
| <b>获利能力</b>    |       |        |       |        |
| 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%  |
| <b>偿债能力</b>    |       |        |       |        |
| 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   |
| <b>营运能力</b>    |       |        |       |        |
| 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  |
| <b>每股指标(元)</b> |       |        |       |        |
| 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   |
| <b>估值比率</b>    |       |        |       |        |
| 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     |

## 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±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。

## 免责条款

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，旨为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

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

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

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