增 持 维持

中国国贸（600007）

2014 年 4 月 30 日

债券发行获批进一步充实建设资金

房地产行业核心分析师：涂力磊
SAC 执业证书编号： S0850510120001
tll5535@htsec.com
021-23219747

房地产行业分析师：贾亚童
SAC 执业证书编号： S0850512080005
jiayt@htsec.com
021-23219421

4 月 29 日收盘价：10.13 元
6 个月目标价：11.4 元

事件：

2014 年一季度公司完成营业收入 5.32 亿元，同比增长 6.95%；归属于上市公司所有者净利润 1.34 亿元，实现每股收益 0.13 元，同比增长 25.16%。

投资建议：

2014 年一季度实现归属于上市公司所有者净利润 1.34 亿元，同比增长 25.16%。未来随着公司东写字楼的改造到位以及三期 B 的建设逐步推进，公司的写字楼出租面积有望进一步扩大，在区域写字楼相对稀缺的环境下有助于改善进一步扩大收入。同时公司债券发行方案获批将为公司建设三期 B 以及升级东写字楼提供足够的资金支持。预计公司 2014、2015 年每股收益分别是 0.38 和 0.43 元。截至 4 月 29 日，公司收盘于 10.13 元，对应 2014 年 PE 为 26.66 倍，2015 年 PE 为 23.56 倍。考虑到公司的稳健增长表现，给予公司 2014 年 30 倍市盈率，对应目标价格 11.4 元，维持“增持”评级。

主要内容：

1. 2014 年一季度实现营归属母公司净利增长 25%： 2014 年一季度公司完成营业收入 5.32 亿元，同比增长 6.95%；归属于上市公司所有者净利润 1.34 亿元，实现每股收益 0.13 元，同比增长 25.16%。

表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	1Q2013	1Q2014	Ppt	海通分析
毛利率	47.62	49.95	2.34	
净利率	21.54	25.20	3.66	
资产负债率	48.94	47.05	-1.88	
有息负债率	48.23	46.26	-1.96	
三项费用占收入比	14.40	11.38	-3.01	财务费用减少
ROE	2.26	2.69	0.43	
(百万元)	1Q2013	1Q2014	YOY%	
总资产	9406.16	9432.05	0.28%	
净资产	4803.25	4994.14	3.97%	
货币现金	177.50	333.05	87.64%	本期取得银行借款较多
预收账款	66.66	74.30	11.46%	
经营活动现金流净额	260.45	275.00	5.59%	

资料来源：公司 2013、2014 一季报、海通证券研究所

截止报告期末，公司资产总额 94.32 亿元，负债总额 44.38 亿元，资产负债率为 47.05%。在负债结构上，全部为长期借款，占负债总额的 60%，短期没有偿债压力。经营活动净现金流量为 2.75 亿元，现金流状况理想。公司利润表分析如下：

表 2 公司利润表对比（百万元）

	1Q2013	1Q2014	YOY%	海通分析
一、营业总收入	497.65	532.25	6.95%	
二、营业总成本	360.30	356.77	-0.98%	
营业成本	260.69	266.38	2.18%	
营业税金及附加	27.96	29.80	6.60%	
销售费用	6.84	5.35	-21.78%	
管理费用	16.14	17.54	8.63%	
财务费用	48.67	37.70	-22.53%	本期偿还的银行借款减少
资产减值损失	0.00	0.00		
投资净收益	1.92	2.50	30.48%	
三、营业利润	139.27	177.98	27.79%	
加：营业外收入	3.64	1.53	-57.98%	上期产生较多违约罚款收入
减：营业外支出	0.01	0.05	517.00%	
四、利润总额	142.91	179.46	25.58%	
减：所得税	35.70	45.35	27.02%	
五、净利润	107.20	134.11	25.10%	
减：少数股东损益	0.11	0.08	-27.26%	
归属母公司净利润	107.09	134.03	25.16%	
六、每股收益				
稀释每股收益(元)	0.11	0.13	25.16%	

资料来源：公司 2013、2014 一季报、海通证券研究所

2. 债券发行获批充实建设资金：公司于 4 月 15 日公告其发行 7 年期 9 亿元债券的方案已经获得证监会通过。目前公司正在进行三期 B 的建设，同时公司还计划对国贸展厅以及东写字楼进行升级改造，后续债券发行成功将有效支撑公司的后期的建设计划。

3. 投资建议：维持“增持”评级：2014 年一季度实现归属于上市公司所有者净利润 1.34 亿元，同比增长 25.16%。未来随着公司东写字楼的改造到位以及三期 B 的建设逐步推进，公司的写字楼出租面积有望进一步扩大，在区域写字楼相对稀缺的环境下有助于改善进一步扩大收入。同时公司债券发行方案获批将为公司建设三期 B 以及升级东写字楼提供足够的资金支持。预计公司 2014、2015 年每股收益分别是 0.38 和 0.43 元。截至 4 月 29 日，公司收盘于 10.13 元，对应 2014 年 PE 为 26.66 倍，2015 年 PE 为 23.56 倍。考虑到公司的稳健增长表现，给予公司 2014 年 30 倍市盈率，对应目标价格 11.4 元，维持“增持”评级。

风险提示：房地产行业与国家政策紧密相关，一旦国内采取更加严厉的调控措施将直接影响行业发展。

损益表（单位：百万元）

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业总收入	**1,036**	**1,678**	**1,980**	**2,050**	**2,416**	**2,799**
增长率	*18.9%*	*62.0%*	*18.0%*	*3.5%*	*17.8%*	*15.9%*
营业成本	-580	-1,000	-1,048	-1,062	-1,487	-1,667
% 销售收入	*56.0%*	*59.6%*	*52.9%*	*51.8%*	*61.6%*	*59.5%*
毛利	456	679	932	989	928	1,132
% 销售收入	*44.0%*	*40.4%*	*47.1%*	*48.2%*	*38.4%*	*40.5%*
营业税金及附加	-54	-93	-112	-115	-136	-166
% 销售收入	*5.2%*	*5.6%*	*5.6%*	*5.6%*	*5.7%*	*5.9%*
营业费用	-34	-45	-47	-50	-84	-89
% 销售收入	*3.3%*	*2.7%*	*2.4%*	*2.4%*	*3.5%*	*3.2%*
管理费用	-125	-63	-71	-67	-70	-72
% 销售收入	*12.1%*	*3.7%*	*3.6%*	*3.2%*	*2.9%*	*2.6%*
息税前利润（EBIT）	243	478	702	757	637	805
% 销售收入	*23.5%*	*28.5%*	*35.5%*	*36.9%*	*26.4%*	*28.8%*
财务费用	-81	-215	-220	-176	-124	-221
% 销售收入	*7.8%*	*12.8%*	*11.1%*	*8.6%*	*5.1%*	*7.9%*
资产减值损失	0	-1	0	-26	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	12	9	0	0
% 税前利润	*0.2%*	*1.1%*	*2.3%*	*2.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	162	265	494	564	514	584
营业利润率	*15.7%*	*15.8%*	*24.9%*	*27.5%*	*21.3%*	*20.9%*
营业外收支	0	-4	18	-129	0	0
税前利润	**162**	**261**	**512**	**435**	**514**	**584**
利润率	*15.7%*	*15.5%*	*25.9%*	*21.2%*	*21.3%*	*20.9%*
所得税	-41	-66	-129	-109	-128	-146
所得税率	*25.2%*	*25.3%*	*25.1%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
净利润	121	195	383	326	385	438
少数股东损益	1	1	1	1	3	3
归属于母公司的净利润	**121**	**194**	**383**	**325**	**383**	**435**
净利率	*11.7%*	*11.6%*	*19.3%*	*15.9%*	*15.8%*	*15.6%*

现金流量表（单位：百万元）

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
净利润	121	195	383	326	385	438
少数股东损益	0	0	0	0	3	3
非现金支出	204	362	363	395	123	0
非经营收益	74	213	207	240	220	0
营运资金变动	40	79	26	18	-103	-185
经营活动现金净流	**439**	**849**	**980**	**979**	**628**	**256**
资本开支	381	245	240	528	-218	103
投资	0	0	0	0	1	-720
其他	0	2	11	8	0	0
投资活动现金净流	**-381**	**-243**	**-229**	**-520**	**219**	**-823**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	356	-100	-350	-350	-100	-99
其他	-356	-326	-370	-371	-220	-107
筹资活动现金净流	**0**	**-426**	**-720**	**-721**	**-320**	**-206**
现金净流量	**58**	**179**	**31**	**-262**	**527**	**-772**

资料来源：公司 2010-2013 年报、海通证券研究所

资产负债表（单位：百万元）

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	242	421	444	493	432	536
应收款项	81	159	168	152	31	18
存货	26	29	32	26	51	51
其他流动资产	41	26	20	27	39	38
流动资产	389	635	664	698	553	643
% 总资产	*4.1%*	*6.7%*	*7.1%*	*7.6%*	*5.6%*	*6.1%*
长期投资	5,636	5,412	5,289	5,402	2,039	2,361
固定资产	1,753	1,783	1,876	2,011	2,293	2,396
% 总资产	*18.6%*	*18.9%*	*20.0%*	*22.0%*	*23.3%*	*22.9%*
无形资产	1,608	1,570	1,516	1,468	2,257	3,403
非流动资产	9,019	8,790	8,707	8,329	9,616	6,186
% 总资产	*95.9%*	*93.3%*	*93.0%*	*91.1%*	*97.5%*	*59.1%*
资产总计	**9,403**	**9,420**	**9,366**	**9,140**	**9,858**	**10,461**
短期借款	0	0	0	0	0	1
应付款项	732	719	765	601	834	854
其他流动负债	54	80	79	79	171	162
流动负债	787	799	844	680	1,005	1,017
长期贷款	3,276	3,176	2,826	2,600	2,600	2,600
其他长期负债	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
负债	**5,063**	**4,976**	**4,670**	**4,280**	**4,605**	**4,617**
普通股股东权益	4,339	4,443	4,695	4,859	5,248	5,836
少数股东权益	1	1	1	1	4	8
负债股东权益合计	**9,403**	**9,420**	**9,366**	**9,140**	**9,858**	**10,461**

比率分析

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
每股指标						
每股收益(元)	0.124	0.198	0.386	0.320	0.380	0.432
每股净资产(元)	4.308	4.411	4.661	4.823	5.210	5.794
每股经营现金净流(元)	0.436	0.843	0.973	0.972	0.623	0.254
每股股利(元)	0.090	0.130	0.160	0.000	0.000	1.000
回报率						
净资产收益率	2.88%	4.48%	8.28%	6.84%	7.29%	7.46%
总资产收益率	3.25%	103.25%	4.15%	3.56%	3.29%	4.61%
投入资本收益率	16.63%	17.43%	17.40%	17.32%	18.36%	19.19%
增长率						
营业总收入增长率	18.91%	62.00%	17.98%	3.55%	17.82%	15.89%
EBIT增长率	-36.39%	96.62%	46.99%	7.85%	-15.83%	26.36%
净利润增长率	-56.91%	60.75%	97.05%	-15.00%	17.64%	13.80%
总资产增长率	4.93%	0.18%	-0.57%	-2.41%	7.85%	6.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数(天)	4.4	4.7	4.6	4.6	4.6	4.3
存货周转天数(天)	13.0	10.0	11.0	12.0	10.0	11.5
应付账款周转天数(天)	164.0	157.6	159.7	159.0	159.2	163.5
固定资产周转天数(天)	273.3	321.5	262.7	242.6	63.5	64.5
偿债能力						
净负债/股东权益	92.94%	84.49%	72.02%	65.35%	3.90%	52.26%
EBIT利息保障倍数	3.0	2.2	3.2	4.3	5.1	3.6
资产负债率	53.86%	52.85%	49.89%	47.86%	54.81%	38.12%

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业
贾亚童：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、华侨城 A、金融街、首开股份、北京城建、苏宁环球、万通地产、荣盛发展、滨江集团、广宇集团、亿城股份和新潮实业。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。