

中国国贸 (600007)

顶尖稀缺物业，价值大幅低估


李品科 (分析师) **孙建平 (分析师)**
 010-59312815 021-38676316
 lipinke@gtjas.com sunjianping@gtjas.com
 证书编号 S0880511010037 S0880511010044

本报告导读:

3B 建设带来未来业绩增长点。预计 2013、14 EPS 0.51、0.63 元。公司 RNAV 13.13 元，股价折 16%。维持增持评级和 15 元目标价。

投资要点:

- 维持增持评级。中国国贸 84 万平米建筑面积的项目均位于北京 CBD 最核心地段，其国贸 3A 写字楼为北京标志性第一高楼。公司物业的重购价值约 6-10 万元/平米，而中国国贸目前总市值仅 100 亿元。
- 上半年净利润 2.3 亿，同增 17.7%，EPS0.23 元，进入业绩回升期。营收 10.2 亿，同比上升 5.8%，完成全年计划的 47.9%。毛利率 49.0%，净利率 22.6%，升 1.2、2.3pc。每股净资产 4.77 元。
- 写字楼和商业租金、出租率的上升是营收增长的主因。1) 写字楼平均租金 469 元/平，出租率 94.9%，同增 11%、3.1pc; 2) 商场平均租金 848 元/平，出租率 99.2%，同增 4.2%、5.1pc; 其中一期的租金更是达到 1069 元/平; 3) 酒店平均租金 2197 元/间夜，出租率 52.1%，同降 0.5%、2.8pc; 主要由于全球经济放缓背景下高端需求被挤压。
- 国贸三期的 3B 写字楼建设已启动，拓宽未来业绩空间。3B 建面 24.3 万平，建成后可使国贸可租面积增加 40%。3B 于 12 年 5 月启动，目前基坑开挖和支护工程已完成，地下结构施工正在准备。3B 将是未来公司业绩高增的重要看点。
- 公司财务有安全边界，但 3B 的投入建设将增加资金需求。1H 期末，公司在手现金 4.3 亿，无短期借款或一年内到期长期负债。长期借款 27 亿，2022 年到期; 应付债券 10 亿，2015 年到期。
- 维持 2013、2014 年 EPS0.51、0.63 预测。中国国贸估值过于低估，公司的资产重购价值保守估计超过 400 亿元，但市值仅 100 亿，修复空间可观，给予增持评级，维持目标价 15 元。

财务摘要 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,678	1,980	2,089	2,219	2,384
(+/-)%	62%	18%	6%	6%	7%
经营利润 (EBIT)	478	702	795	843	947
(+/-)%	97%	47%	13%	6%	12%
净利润	194	383	511	630	707
(+/-)%	61%	97%	33%	23%	12%
每股净收益 (元)	0.19	0.38	0.51	0.63	0.70
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.21	0.26	0.30

利润率和估值指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营利润率 (%)	28.5%	35.5%	38.0%	38.0%	39.7%
净资产收益率 (%)	4.4%	8.1%	10.2%	11.8%	12.3%
投入资本回报率 (%)	12.8%	18.9%	20.9%	19.5%	19.2%
EV/EBITDA	17.7	13.6	12.1	11.4	10.4
市盈率	57.0	28.9	21.7	17.6	15.7
股息率 (%)	1.8%	1.8%	1.9%	2.4%	2.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **15.00**

上次预测: 15.00

当前价格: 10.99

2013.09.03

交易数据

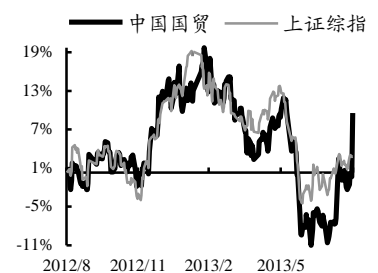
52 周内股价区间 (元)	8.60-12.36
总市值 (百万元)	11,070
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,007/1,007
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	0.01
日均成交值 (百万元)	7.26

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,802
每股净资产	4.77
市净率	2.3
净负债率	74.82%

EPS (元)	2012A	2013E
Q1	0.09	0.19
Q2	0.11	0.04
Q3	0.09	0.12
Q4	0.09	0.16
全年	0.38	0.51

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	22%	1%	9%
相对指数	17%	10%	7%

相关报告

《国贸 3B 正式启动，估值低估明显》2012.05.15

《业绩谷底，将持续高增长》2012.03.26

《价值空间打开：国贸 3A 开业，中服地块出让》2010.08.31

《价值显著低估的优质品种》2010.07.27

《国贸 3A 有望在 09 年开始贡献利润》2008.11.03

模型更新时间: 2013.09.03

股票研究

金融
房地产

中国国贸 (600007)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 15.00

上次预测: 15.00

当前价格: 10.99

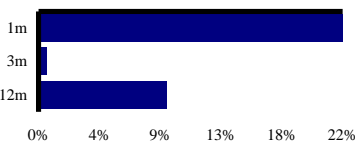
公司网址

www.cwtc.com

公司简介

公司是中国乃至全球规模最大、功能最齐全的综合型高档商务服务企业之一。中国国贸位于寸土寸金的北京中央商务区的核心地段,主要从事商务服务设施的投资、经营和管理,包括高档甲级写字楼、商城、公寓等设施的出租及管理,高档酒店经营,大型展览及配套服务,停车设施服务等。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

8.60-12.36

市值 (百万)

11,070

财务预测 (单位: 百万元)

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
损益表					
营业总收入	1,678	1,980	2,089	2,219	2,384
营业成本	1,000	1,048	1,070	1,122	1,188
税金及附加	93	112	118	125	134
销售费用	45	47	42	40	43
管理费用	63	71	65	89	72
EBIT	478	702	795	843	947
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	12	0	0	0
财务费用	215	220	111	0	0
营业利润	265	494	684	843	947
所得税	66	129	172	212	238
少数股东损益	1	1	1	1	2
净利润	194	383	511	630	707
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	421	444	468	647	796
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	5,412	5,289	5,097	4,903	4,706
固定资产合计	1,783	1,876	2,159	2,641	3,121
无形及其他资产	1,570	1,516	1,455	1,395	1,336
资产合计	9,425	9,371	9,433	9,832	10,248
流动负债	805	849	1,015	1,048	1,056
非流动负债	4,176	3,826	3,426	3,426	3,426
股东权益	4,443	4,695	4,990	5,354	5,763
投入资本(IC)	2,788	2,789	2,853	3,234	3,694
现金流量表					
NOPLAT	357	526	595	631	709
折旧与摊销	361	363	367	370	370
流动资金增量	-53	38	-79	-10	-67
资本支出	-245	-248	-314	-514	-514
自由现金流	420	679	569	478	498
经营现金流	849	980	1,004	1,164	1,187
投资现金流	-243	-237	-398	-598	-598
融资现金流	-426	-720	-583	-388	-441
现金流净增加额	180	23	24	179	149
财务指标					
成长性					
收入增长率	62.0%	18.0%	5.5%	6.2%	7.4%
EBIT 增长率	96.6%	47.0%	13.2%	6.1%	12.3%
净利润增长率	60.8%	97.0%	33.5%	23.4%	12.3%
利润率					
毛利率	40.4%	47.1%	48.8%	49.4%	50.2%
EBIT 率	28.5%	35.5%	38.0%	38.0%	39.7%
净利润率	11.6%	19.3%	24.4%	28.4%	29.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	4.4%	8.1%	10.2%	11.8%	12.3%
总资产收益率(ROA)	2.1%	4.1%	5.4%	6.4%	6.9%
投入资本回报率(ROIC)	12.8%	18.9%	20.9%	19.5%	19.2%
运营能力					
存货周转天数	10	11	11	11	11
应收账款周转天数	26	30	32	32	32
总资产周转天数	2048	1732	1643	1584	1537
净利润现金含量	4.37	2.56	1.97	1.85	1.68
资本支出/收入	15%	13%	15%	23%	22%
偿债能力					
资产负债率	52.8%	49.9%	47.1%	45.5%	43.7%
净负债率	84.5%	72.0%	59.3%	51.9%	45.6%
估值比率					
PE	57.0	28.9	21.7	17.6	15.7
PB	2.5	2.4	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	17.7	13.6	12.1	11.4	10.4
P/S	6.6	5.6	5.3	5.0	4.6
股息率	1.8%	1.8%	1.9%	2.4%	2.7%

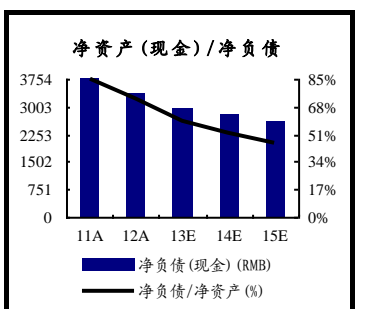
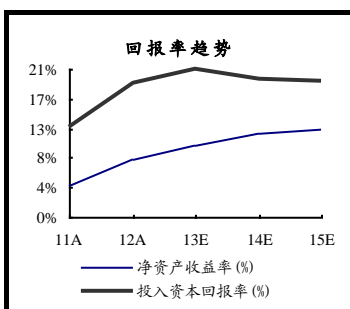
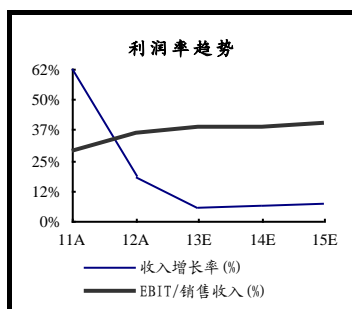
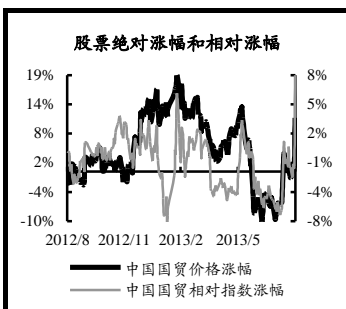


图1 国贸物业出租率

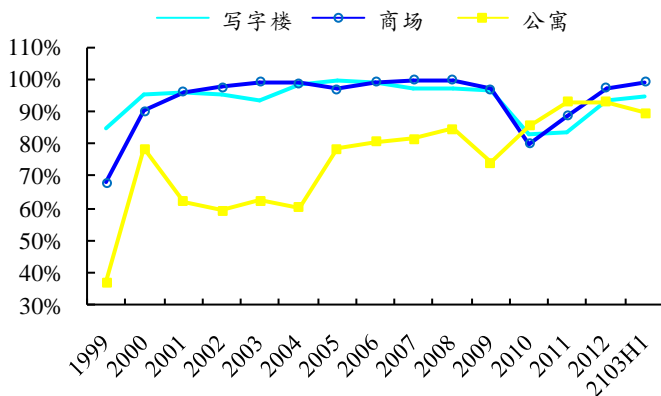
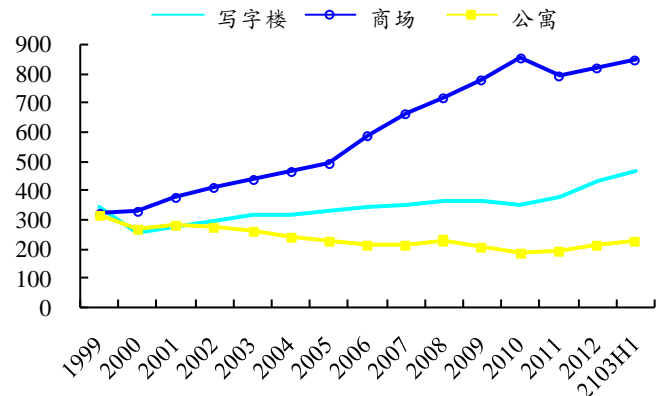


图2 国贸物业租金 (元/月/平米)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图3 国贸2012上半年收入构成

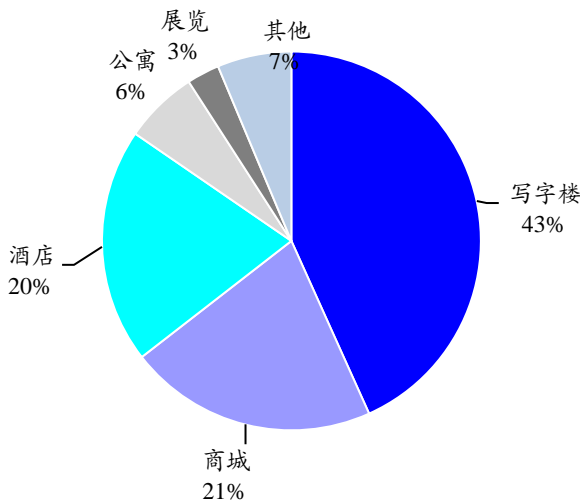
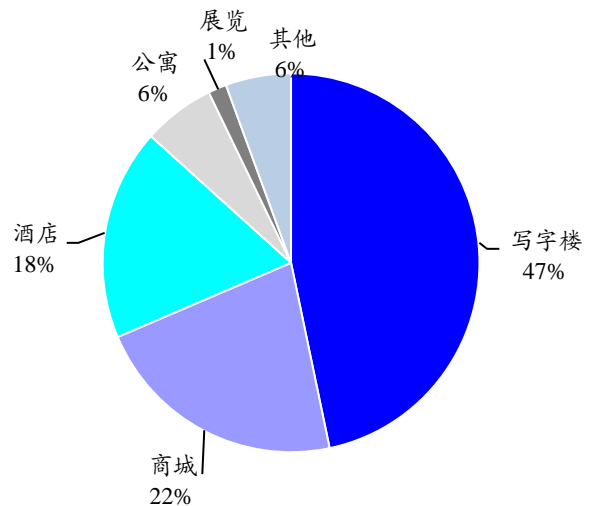


图4 国贸2013上半年收入构成



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表 1: 1H 净利润同比增长 17.7%

项目	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2012Q2	2013Q2
主营业务收入增长率	1.2%	-2.9%	18.9%	62.0%	18.0%	27.8%	5.8%
净利润增长率	22.5%	-18.3%	-58.3%	60.8%	97.0%	215.2%	17.7%
经常性净利润增长率	11.6%	-11.8%	-57.9%	61.9%	84.5%	184.6%	23.8%
毛利率	60.3%	61.5%	44.0%	40.4%	47.1%	47.9%	49.0%
ROE	8.4%	6.6%	2.8%	4.4%	8.1%	4.3%	4.8%
三项费用率	6.8%	12.4%	23.2%	19.2%	17.1%	17.1%	14.1%
净利率	39.5%	33.2%	11.7%	11.6%	19.3%	20.3%	22.6%
存货周转率	40.51	26.52	22.40	34.42	32.57	15.90	18.68

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表 2: 公司财务状况良好, 无短期负债

(单位: 百万元)

项目	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2012Q2	2013Q2
现金	192.8	183.9	241.6	421.0	444.0	351.0	426.1
每股经营性净现金流	0.43	0.35	0.44	0.84	0.97	0.35	0.42
预收款	40.4	24.7	49.0	50.3	48.0	51.7	60.9
银行借款	2310	2920	3276	3176	2826	2976	2700
银行借款/负债	59.1%	63.4%	64.6%	63.8%	60.5%	61.9%	59.8%
速动比率	0.33	0.23	0.42	0.73	0.72	0.62	0.75
资产负债率	48.1%	51.4%	53.9%	52.8%	49.9%	51.6%	48.7%
真实资产负债率	47.6%	51.1%	53.3%	52.3%	49.4%	51.1%	48.0%
净负债率	73.8%	85.7%	93.0%	84.5%	72.0%	80.4%	68.7%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		