

## 租金增速放缓，扣非后业绩符合预期

■扣非后净利润同比增 15%，符合预期：公司 2013 年收入和净利润分别为 20.5 亿和 3.3 亿，同比分别变动+3.55%和-15.0%，EPS 为 0.32 元，ROAE6.85%，同比降 1.56 个百分点。业绩下滑主要是由于公司去年对国贸展厅、东写字楼等进行拆除改建，导致展厅租金收入大幅减少，并发生相应的资产报废与资产减值损失。扣非后公司净利率 4.2 亿，同比增 14.5%。公司拟 10 股派 1.7 元（含税），分红率 52.7%，较上年提高 10.6 个百分点。

■租金增速放缓：公司可出租面积写字楼合计 17.0 万平方米，商场 4.0 万平方米，公寓 5.0 万平方米，除国贸三期商场和酒店外，其他物业的平均租金均较上年小幅上升，一期写字楼租金上涨 17%，其他均在 6%至 9.5%之间。但写字楼的出租率有所下降。我们认为未来公司租金的提高主要和宏观经济相关，中短期内租金增长将放缓。

■综合毛利率小幅上升，但增速已放缓：全年公司毛利率 48.2%，同比上升 1.1 个百分点，其中物业租赁业务毛利率 59.3%，同比增 1.5 个百分点，而酒店业务毛利率为-1.37%，同比下降 5.27 个百分点。公司成本主要为折旧、能源费和员工费用，均相对刚性，而酒店业务受目前经济、政治环境影响，经营难以改善，我们预计公司毛利率基本稳定，已没有大幅提升的空间。

■三费下降贡献业绩：公司三费合计 2.93 亿元，同比下降 13.3%，占总收入的比重下降 2.8 个百分点至 14.3%。

■国贸三期 B 预计 2016 年 7 月完工：公司发布对外投资公告，国贸三期 B 计划投资 47 亿元，预计竣工开业后前十年平均年现金回报率（（净利润+折旧摊销）/总投资）约 7.6%。为满足建设资金需要，公司计划向建行等申请 15 年期 33 亿元银团借款，分别向民生和中行申请 3 年期 5 亿贷款，此外公司拟发行 9 亿元公司债券。

■公司预计 2014 年收入和利润总额同比分别增 8.8%和 47.1%：公司预计实现营业收入 22.3 亿元，成本费用 14.6 亿元，利润总额 6.4 亿元。

■维持“增持-A”评级：公司目前租金和出租率均处在高位，其受经济环境影响难有明显增长，并且毛利率上升空间有限。我们认为在国贸三期 B 竣工开业前，公司业绩难有明显提升。我们预计公司 2014-2015 年 EPS 为 0.47 元、0.49 元，目标价按 2014 年 25 倍市盈率为 11.87 元。

■风险提示：经济增速下滑超预期，公司租金收入大幅下降。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,980.0	2,050.1	2,231.0	2,442.9	2,574.1
净利润	382.6	325.2	477.7	489.1	516.5
每股收益(元)	0.38	0.32	0.47	0.49	0.51
每股净资产(元)	4.66	4.82	5.06	5.30	5.56

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	25.5	30.0	20.5	20.0	18.9
市净率(倍)	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
净利润率	19.3%	15.9%	21.4%	20.0%	20.1%
净资产收益率	8.2%	6.7%	9.4%	9.2%	9.2%
股息收益率	1.6%	0.0%	2.4%	2.5%	2.6%
ROIC	21.4%	22.0%	29.0%	23.0%	19.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

增持-A

维持评级

6 个月目标价

11.87 元

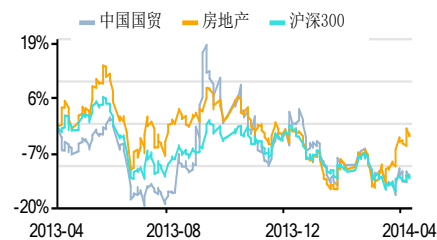
股价 (2014-04-08)

9.70 元

交易数据

总市值 (百万元)	9,770.64
流通市值 (百万元)	9,770.64
总股本 (百万股)	1,007.28
流通股本 (百万股)	1,007.28
12 个月价格区间	8.92/13.22 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-4.60	-2.99	-3.43
绝对收益	-1.42	-3.19	-12.93

万知

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513070002  
wanzhi@essence.com.cn  
010-66581690

何益臻

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080005

010-66581695

相关报告

租金增长放缓，业绩平稳	2014-01-24
中国国贸：2009 年 3 季报	2009-11-02
点评	
中国国贸：上半年业绩总体	2009-08-30
平稳 国贸三期按计划进展：	
- 2009 年中报点评	

## 财务报表预测和估值数据汇总(2014年04月08日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>1,980.0</b>	<b>2,050.1</b>	<b>2,231.0</b>	<b>2,442.9</b>	<b>2,574.1</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,048.1	1,061.6	1,143.6	1,249.8	1,323.1	营业收入增长率	18.0%	3.5%	8.8%	9.5%	5.4%
营业税费	111.6	115.0	124.9	137.2	144.4	营业利润增长率	86.2%	14.3%	12.5%	1.7%	6.1%
销售费用	47.1	49.7	53.9	61.1	63.0	净利润增长率	97.0%	-15.0%	46.9%	2.4%	5.6%
管理费用	71.0	66.5	75.3	83.3	86.1	EBITDA 增长率	28.9%	3.0%	9.8%	6.1%	100.4%
财务费用	220.1	175.6	202.9	265.4	268.0	EBIT 增长率	48.8%	3.6%	13.3%	8.7%	4.6%
资产减值损失	0.2	26.4	0.5	9.0	12.0	NOPLAT 增长率	49.2%	3.8%	13.3%	8.7%	4.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	0.9%	-14.2%	37.5%	26.2%	18.4%
投资和汇兑收益	11.6	8.7	5.0	8.4	7.4	净资产增长率	5.7%	3.5%	4.9%	4.8%	4.9%
<b>营业利润</b>	<b>493.5</b>	<b>564.1</b>	<b>634.9</b>	<b>645.4</b>	<b>685.0</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	18.3	-129.5	3.5	8.0	5.1	毛利率	47.1%	48.2%	48.7%	48.8%	48.6%
<b>利润总额</b>	<b>511.9</b>	<b>434.7</b>	<b>638.4</b>	<b>653.4</b>	<b>690.1</b>	营业利润率	24.9%	27.5%	28.5%	26.4%	26.6%
减:所得税	128.6	108.9	159.6	163.4	172.5	净利润率	19.3%	15.9%	21.4%	20.0%	20.1%
<b>净利润</b>	<b>382.6</b>	<b>325.2</b>	<b>477.7</b>	<b>489.1</b>	<b>516.5</b>	EBITDA/营业收入	53.3%	53.0%	53.4%	51.8%	98.5%
						EBIT/营业收入	36.0%	36.1%	37.6%	37.3%	37.0%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	固定资产周转天数	259	239	187	119	325
货币资金	444.0	423.9	4,921.8	4,383.8	3,941.3	流动营业资本周转天数	-111	-113	-109	-107	-108
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	118	113	469	723	620
应收帐款	171.2	155.8	203.1	196.8	218.6	应收帐款周转天数	31	29	29	29	29
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	6	5	5	5	5
预付帐款	16.2	18.2	25.8	17.2	29.2	总资产周转天数	1,709	1,641	1,927	2,167	2,100
存货	32.2	26.1	38.0	32.6	41.3	投资资本周转天数	457	411	415	496	573
其他流动资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.2%	6.7%	9.4%	9.2%	9.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.1%	3.5%	3.3%	3.3%	3.4%
长期股权投资	4.8	5.2	5.2	5.2	5.2	ROIC	21.4%	22.0%	29.0%	23.0%	19.0%
投资性房地产	5,284.1	5,397.0	5,397.0	5,397.0	5,397.0	<b>费用率</b>					
固定资产	1,395.8	1,329.1	982.6	636.1	4,010.9	销售费用率	2.4%	2.4%	2.4%	2.5%	2.4%
在建工程	480.0	250.2	1,450.2	2,650.2	-	管理费用率	3.6%	3.2%	3.4%	3.4%	3.3%
无形资产	1,270.7	1,239.9	1,231.7	1,223.6	1,215.4	财务费用率	11.1%	8.6%	9.1%	10.9%	10.4%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	17.1%	14.2%	14.9%	16.8%	16.2%
<b>资产总额</b>	<b>9,370.8</b>	<b>9,320.8</b>	<b>14,561.3</b>	<b>14,851.9</b>	<b>15,179.8</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	49.9%	47.9%	65.0%	64.0%	63.1%
应付帐款	716.7	717.7	817.0	855.8	922.3	负债权益比	99.5%	91.8%	185.5%	177.8%	170.8%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	0.78	0.73	5.40	4.60	3.94
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.74	0.69	5.36	4.57	3.90
长期借款	2,826.0	2,600.0	7,500.0	7,500.0	7,500.0	利息保障倍数	3.24	4.21	4.13	3.43	3.56
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>4,674.7</b>	<b>4,460.7</b>	<b>9,461.4</b>	<b>9,506.4</b>	<b>9,575.0</b>	DPS(元)	0.16	-	0.24	0.24	0.26
少数股东权益	1.5	1.4	2.5	3.4	4.5	分红比率	42.1%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股本	1,007.3	1,007.3	1,007.3	1,007.3	1,007.3	股息收益率	1.6%	0.0%	2.4%	2.5%	2.6%
留存收益	3,687.3	3,851.3	4,090.2	4,334.8	4,593.0						
<b>股东权益</b>	<b>4,696.0</b>	<b>4,860.0</b>	<b>5,100.0</b>	<b>5,345.5</b>	<b>5,604.8</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	EPS(元)	0.38	0.32	0.47	0.49	0.51
净利润	383.3	325.8	477.7	489.1	516.5	BVPS(元)	4.66	4.82	5.06	5.30	5.56
加:折旧和摊销	363.3	368.7	354.7	354.7	1,583.5	PE(X)	25.5	30.0	20.5	20.0	18.9
资产减值准备	0.2	26.4	-	-	-	PB(X)	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	987.6	21.4	2.1	-33.6	-56.2
财务费用	217.5	173.9	202.9	265.4	268.0	P/S	4.9	4.8	4.4	4.0	3.8
投资损失	-11.6	-8.7	-5.0	-8.4	-7.4	EV/EBITDA	8.9	7.4	6.4	6.5	3.4
少数股东损益	0.7	0.6	1.1	1.0	1.0	CAGR(%)	8.5%	16.7%	35.0%	8.5%	16.7%
营运资金的变动	22.8	-85.9	203.3	61.8	14.7	PEG	3.0	1.8	0.6	2.3	1.1
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>979.7</b>	<b>1,097.4</b>	<b>1,234.6</b>	<b>1,163.6</b>	<b>2,376.4</b>	ROIC/WACC	3.3	3.4	4.5	3.6	2.9
投资活动产生现金流量	-236.9	-519.9	-1,195.0	-1,191.6	-2,292.6	REP	1.1	1.1	0.6	0.6	0.7
融资活动产生现金流量	-719.8	-597.7	4,458.2	-510.0	-526.3						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

万知、何益臻分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

