

**投资评级 优于大市 维持**

## 公寓项目重新运营，疫情影响逐步减弱

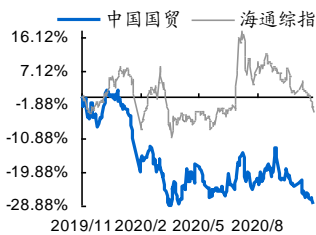
**股票数据**

11月02日收盘价(元)	12.42
52周股价波动(元)	12.27-18.18
总股本/流通A股(百万股)	1007/1007
总市值/流通市值(百万元)	12510/12510

**相关研究**

 《疫情影响1H营收利润，下半年有望改善》  
 2020.09.10

《年报及一季报点评：疫情冲击短期经营，看好2H业绩回升》2020.05.02

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.2	-16.7	-6.3
相对涨幅(%)	-8.1	-14.2	-6.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@htsec.com

证书:S0850510120001

分析师:金晶

Tel:(021)23154128

Email:jj10777@htsec.com

证书:S0850518120002

**投资要点:**

- **经营业绩受疫情影响下滑，三项费用显著下降。**2020年1-9月公司实现营业总收入22.35亿元，较上年同期减少14.12%；实现归属母公司净利润为6.12亿元，较上年同期减少17.10%；实现稀释后每股收益0.61元，较上年同期减少16.44%。2020年1-9月，公司三项费用占营业收入比为7.70%，较去年同期减少0.62个百分点。其中，销售费用同比减少39.35%，主要是广告宣传费和代理佣金支出减少；管理费用同比减少1.25%；财务费用同比减少20.76%。
- **利润率小幅下滑，货币现金显著增加。**截至2020年9月30日，公司总资产规模119.90亿元，同比增长2.82%；净资产规模78.03亿元，同比增长6.32%。2020年1-9月，公司的毛利率为53.64%，同比减少0.77个百分点；净利率为27.41%，同比减少0.99个百分点。负债结构方面，截至2020年9月30日，公司资产负债率为34.92%，同比减少2.14个百分点；净负债率为13.83%，同比减少9.35个百分点。货币资金为16.37亿元，同比增加63.47%。
- **商城出租逐渐恢复，公寓业务投入运营。**2020年1-9月，公司的主要租金收入来源为写字楼、商城和公寓，出租面积占比分别为57.8%、29.3%、13%，租金收入占比分别为63.2%、36.8%、0.0%。公司来自于写字楼的租金收入为11.08亿元，同比减少2.9%；商城的收入为6.46亿元，同比减少2.4%。写字楼平均租金为638元/平方米/月，出租率为93%，比去年同期减少3pct；商城平均租金946元/平方米/月，出租率95%，比去年同期增加1pct。公寓装修改造项目于2020年8月取得竣工验收备案，9月1日起重新投入运营。
- **投资建议：维持“优于大市”评级。**中国国贸2020年1-9月业绩受疫情冲击下滑幅度较大，主要是公司减免了商城租户部分租金和物业管理费以及酒店业务受到严重冲击。随着疫情的逐渐消散，酒店业务逐步恢复，公寓2020Q3投入运营，2020Q3的收入和现金流表现显著改善。此外，公司资本开支显著减少，负债率较低，长期借款还款能力无忧，中长期的分红能力优秀。我们选取了A股的一些含持有商业物业的公司作对比，但各家的主营模式上略有差异，中国国贸是更纯粹的商业地产股票，以租赁与经营业务为核心，且资产位置处于北京核心地段，更为优质。截至2020年11月2日，中国国贸收盘价为12.42元，对应2020年和2021年PE在13.34倍和11.56倍。我们给予公司2020年20-24XPE，合理价值区间在18.62-22.35元，维持公司“优于大市”评级。
- **风险提示：**1) 经济下行导致写字楼、商城需求不足；2) 行业面临基本面下行风险。

**主要财务数据及预测**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3171	3530	3331	3780	3953
(+/-)YoY(%)	14.6%	11.3%	-5.6%	13.5%	4.6%
净利润(百万元)	775	972	938	1083	1160
(+/-)YoY(%)	22.0%	25.5%	-3.5%	15.4%	7.2%
全面摊薄EPS(元)	0.77	0.97	0.93	1.07	1.15
毛利率(%)	51.6%	53.4%	54.5%	53.8%	54.2%
净资产收益率(%)	11.2%	12.8%	11.6%	12.4%	12.3%

资料来源：公司年报(2018-2019)，海通证券研究所  
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

**表 1 公司利润表情况**

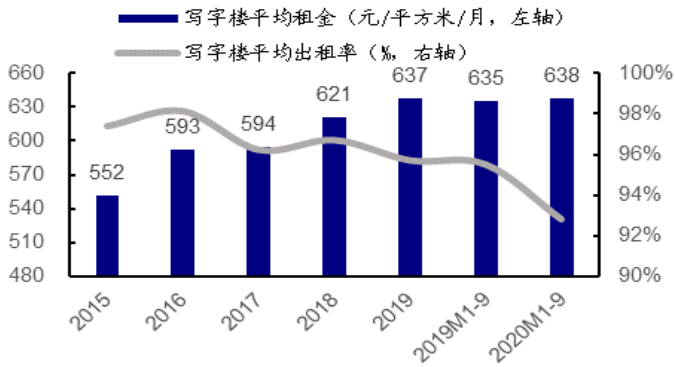
单位: 百万元	2020M1-9	2019M1-9	YOY%	海通分析
<b>一、营业总收入</b>	2234.78	2602.09	-14.12%	商城和酒店的营业收入较上年同期减少, 主要是在新冠肺炎疫情影响下, 公司减免了商城租户部分租金和物业管理费, 以及酒店经营受到严重冲击
<b>二、营业总成本</b>	1440.55	1639.49	-12.13%	
营业成本	1035.94	1186.16	-12.66%	
营业税金及附加	232.48	236.69	-1.78%	
销售费用	37.22	61.37	-39.35%	主要是广告宣传费和代理佣金支出减少
管理费用	60.12	60.88	-1.25%	
财务费用	74.79	94.39	-20.76%	
投资净收益	7.02	4.54	54.63%	
<b>三、营业利润</b>	805.10	968.88	-16.90%	
加: 营业外收入	14.82	18.33	-19.15%	
减: 营业外支出	1.34	1.76	-23.86%	
<b>四、利润总额</b>	818.58	985.45	-16.93%	
减: 所得税	205.65	245.88	-16.36%	
<b>五、净利润</b>	612.93	739.58	-17.12%	
减: 少数股东损益	0.44	0.73	-39.73%	
归属母公司净利润	612.49	738.85	-17.10%	
<b>六、每股收益</b>				
稀释每股收益(元)	0.61	0.73	-16.44%	

资料来源: 公司 2019、2020 年半年报, 海通证券研究所

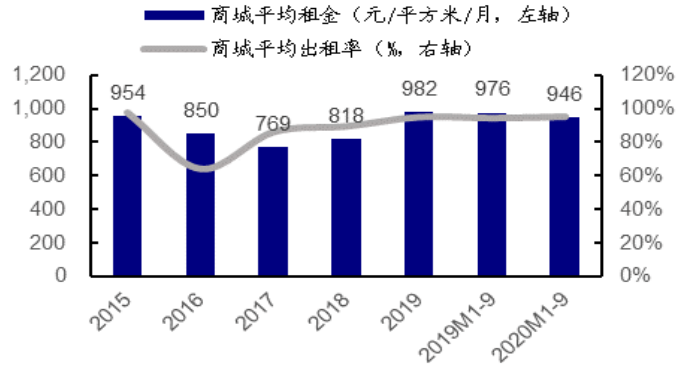
**表 2 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析**

(%)	2020M1-9	2019M1-9	Ppt	海通分析
毛利率	53.64%	54.42%	-0.77	
净利率	27.41%	28.39%	-0.99	
资产负债率	34.92%	37.06%	-2.14	
净负债率	13.83%	23.18%	-9.35	
三项费用占收入比	7.70%	8.33%	-0.62	
ROE (摊薄)	7.85%	10.07%	-2.22	
(百万元)	2020M1-9	2019M1-9	YOY (%)	海通分析
总资产	11990.13	11661.26	2.82%	
净资产	7802.59	7339.06	6.32%	
货币资金	1637.24	1001.54	63.47%	主要是来自于经营活动产生的现金
预收账款及合同负债	130.42	158.15	-17.53%	
一年内到期的非流动负债	-	-	-	
经营活动现金流净额	1098.30	1169.03	-6.05%	

资料来源: 公司 2019、2020 年半年报, 海通证券研究所

**图1 写字楼平均租金及出租率**


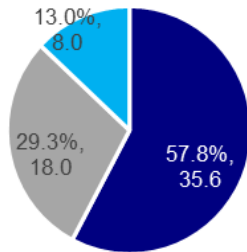
资料来源：公司 2015-2019 年年报，2019 年和 2020 年三季度，海通证券研究所

**图2 商城平均租金及出租率**


资料来源：公司 2015-2019 年年报，2019 年和 2020 年三季度，海通证券研究所

**图3 2020年1-9月公司出租房地产建筑面积**

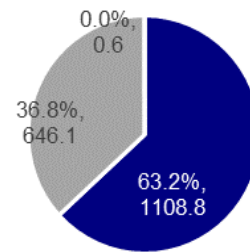
- 出租写字楼面积 (万平方米)
- 出租商城面积 (万平方米)
- 出租公寓面积 (万平方米)



资料来源：公司 2020 年三季度，海通证券研究所

**图4 2020年1-9月公司出租房地产租金收入**

- 1-9月出租写字楼租金收入 (百万元)
- 1-9月出租商城租金收入 (百万元)
- 1-9月出租公寓租金收入 (百万元)



资料来源：公司 2020 年三季度，海通证券研究所

**表3 市场相关“商业地产”公司估值情况 (股价为2020年11月02日收盘价)**

公司	股价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)	PEG		
		2019	2020E	2021E				
陆家嘴	11.24	0.91	0.95	1.07	12.33	11.78	10.51	1.42
浦东金桥	12.74	0.97	1.22	1.52	13.18	10.46	8.36	0.41
均值					12.76	11.12	9.44	0.91
中国国贸	12.42	0.97	0.93	1.07	12.87	13.34	11.56	2.42

资料来源：Wind 数据，中国国贸 EPS 为海通预测数据，其余 EPS 为 Wind 一致预期，海通证券研究所  
 备注：PEG=2019 年 PE/(2018-2020 年 EPS 复合增速\*100)

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>3530</b>	<b>3331</b>	<b>3780</b>	<b>3953</b>
每股收益	0.97	0.93	1.07	1.15	营业成本	1645	1515	1746	1809
每股净资产	7.52	8.03	8.67	9.34	毛利率%	53.4%	54.5%	53.8%	54.2%
每股经营现金流	1.53	1.45	1.71	1.71	营业税金及附加	320	302	343	359
每股股利	0.00	0.42	0.44	0.48	营业税金率%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	100	95	102	107
P/E	12.87	13.34	11.56	10.78	营业费用率%	2.8%	2.9%	2.7%	2.7%
P/B	1.65	1.55	1.43	1.33	管理费用	85	87	91	96
P/S	3.54	3.76	3.31	3.17	管理费用率%	2.4%	2.6%	2.4%	2.4%
EV/EBITDA	10.12	7.20	5.98	5.16	EBIT	1379	1332	1497	1582
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.8%</b>	财务费用	113	96	87	70
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	3.2%	2.9%	2.3%	1.8%
毛利率	53.4%	54.5%	53.8%	54.2%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	27.5%	28.2%	28.6%	29.4%	投资收益	7	7	8	8
净资产收益率	12.8%	11.6%	12.4%	12.3%	<b>营业利润</b>	<b>1283</b>	<b>1247</b>	<b>1428</b>	<b>1532</b>
资产回报率	8.2%	7.7%	8.4%	8.8%	营业外收支	18	8	20	20
投资回报率	10.1%	9.3%	9.9%	10.3%	<b>利润总额</b>	<b>1301</b>	<b>1255</b>	<b>1448</b>	<b>1552</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1886	1796	1961	2047
营业收入增长率	11.3%	-5.6%	13.5%	4.6%	所得税	328	316	365	391
EBIT 增长率	17.5%	-3.4%	12.3%	5.7%	有效所得税率%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%
净利润增长率	25.5%	-3.5%	15.4%	7.2%	少数股东损益	1	1	1	1
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>972</b>	<b>938</b>	<b>1083</b>	<b>1160</b>
资产负债率	35.8%	33.5%	32.4%	28.4%					
流动比率	1.10	1.72	2.29	2.62	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	1.06	1.69	2.25	2.59	货币资金	1212	2078	3209	3878
现金比率	0.77	1.41	1.96	2.29	应收账款及应收票据	422	379	445	466
<b>经营效率指标</b>					存货	33	30	35	36
应收帐款周转天数	43.60	41.57	43.00	43.00	其它流动资产	52	53	59	63
存货周转天数	7.29	7.19	7.22	7.21	流动资产合计	1719	2540	3748	4442
总资产周转率	0.30	0.27	0.29	0.30	长期股权投资	15	18	21	24
固定资产周转率	1.91	1.93	2.37	2.69	固定资产	1847	1722	1597	1472
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	510	495	479	464
					非流动资产合计	10084	9629	9170	8706
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>11802</b>	<b>12169</b>	<b>12917</b>	<b>13148</b>
净利润	972	938	1083	1160	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	1	1	1	1	应付票据及应付账款	32	29	34	35
非现金支出	507	464	464	465	预收账款	126	123	129	130
非经营收益	104	101	86	73	其它流动负债	1409	1321	1477	1527
营运资金变动	-47	-48	88	28	流动负债合计	1566	1474	1639	1692
<b>经营活动现金流</b>	<b>1537</b>	<b>1456</b>	<b>1722</b>	<b>1727</b>	长期借款	2160	2100	2040	2040
资产	-407	6	18	18	其它长期负债	503	503	503	0
投资	-1	-33	-33	-33	非流动负债合计	2663	2603	2543	2040
其他	6	33	38	41	<b>负债总计</b>	<b>4229</b>	<b>4077</b>	<b>4182</b>	<b>3732</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-402</b>	<b>6</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	实收资本	1007	1007	1007	1007
债权募资	5	-60	-60	-503	归属于母公司所有者权益	7570	8088	8731	9411
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	3	3	4	5
其他	-478	-536	-553	-581	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>11802</b>	<b>12169</b>	<b>12917</b>	<b>13148</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-473</b>	<b>-596</b>	<b>-613</b>	<b>-1084</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>662</b>	<b>866</b>	<b>1131</b>	<b>669</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 02 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

涂力磊 房地产行业  
金晶 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： 中国恒大,我爱我家,世茂股份,保利物业,中国国贸,光大嘉宝,浦东金桥,华侨城 A,华润置地,城建发展,碧桂园,新湖中宝,中华企业,金科股份,光明地产,雅生活服务,大悦城,旭辉控股集团,中骏集团控股,三湘印象,龙湖集团,金地集团,招商蛇口,华发股份,金融街,中国海外发展,融创中国,电子城,世茂集团,外高桥

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%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经营范围包括证券投资咨询业务。