

投资评级 优于大市 维持

1H 经营表现靓丽，归母净利润同增 20.80%

股票数据

09月04日收盘价(元)	16.31
52周股价波动(元)	12.66-17.28
总股本/流通A股(百万股)	1007/1007
总市值/流通市值(百万元)	16429/16429

相关研究

- 《核心物业运营平稳，潜在分红能力较强》
2019.07.27
- 《经营稳健增长，负债率进一步降低》
2019.04.19
- 《经营业绩持续向好，优质资产价值低估》
2018.09.06

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.7	9.5	24.1
相对涨幅(%)	-3.0	9.2	16.1

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:

- 1H 经营表现靓丽，归母净利润同增 20.80%。**截至 2019 年 6 月 30 日，公司实现营业收入 17.23 亿元，较上年同期增长 11.00%，主要由于国贸东楼商城于 2018 年 7 月完成竣工验收备案投入使用后，相关营业收入增加所致；利润总额 6.51 亿元，较上年同期增加 20.82%；归属于母公司净利润为 4.88 亿元，较上年同期增长 20.80%；实现（稀释）每股收益 0.48 元，较上年同期增长 20.00%。
- 经营情况持续向好，租金及出租率保持平稳。**报告期内，公司的营业收入分为物业租赁及管理 and 酒店经营，分别占营业收入比重为 80.95%、19.05%，其中物业租赁及管理销售毛利率为 65.77%，较上年同期增加 0.64 个百分点；酒店经营销售毛利率为 7.06%，较上年同期减少 2.10 个百分点。物业租赁及管理又分为写字楼、商城、公寓及其他业态，报告期内营业收入分别占到主营业务收入的 45.21%、26.72%、0%、9.02%。截至报告期末，公司写字楼业态的平均租金为 632 元/平米/月，平均出租率 95.4%，较上年同期减少 2.0 个百分点；商城业态平均租金为 959 元/平米/月，平均出租率为 93.4%，较上年同期增长 1.9 个百分点。
- 利润率保持平稳，净负债率进一步下降。**报告期，公司毛利率为 54.58%，较上年同期增加 1.51 个百分点；净利率为 28.35%，较上年同期上升 2.31 个百分点。截至报告期末，公司资产负债率为 37.42%，较上年同期减少 3.79 个百分点；净负债率为 28.45%，较上年同期下降 11.32 个百分点。截至报告期末，公司总资产规模 113.26 亿元，较上年同期增长 1.64%；净资产规模 70.88 亿元，较上年同期增长 8.19%；货币资金为 6.64 亿元，较上年同期增长 24.32%。
- 投资建议：维持“优于大市”评级。**我们预计 2019-2021 年营业收入分别为 33.98 亿元、37.76 亿元、41.40 亿元，预计归母净利润分别为 8.37 亿元、9.21 亿元、9.88 亿元，对应 EPS 分别在 0.83 元、0.91 元、0.98 元。截至 2019 年 9 月 4 日，中国国贸收盘价为 16.31 元，对应 2018 年和 2019 年 PE 在 21.21 倍和 19.63 倍。从可比 PE 来看，2018 年可比公司平均 PE 水平 16.75 倍，2019 年平均 PE 水平 16.14 倍。我们给予公司 2019 年 21-25XPE，未来 6 个月合理价值区间在 17.45-20.78 元，对应自由现金流法计算的中值折让 33%-44%，维持公司“优于大市”评级。**风险提示：**北京商业地产市场租金下滑。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2766.46	3170.77	3397.76	3776.23	4139.94
(+/-)YoY(%)	17.75%	14.61%	7.16%	11.14%	9.63%
净利润(百万元)	634.81	774.65	837.13	921.06	988.01
(+/-)YoY(%)	-7.51%	22.03%	8.07%	10.03%	7.27%
全面摊薄 EPS(元)	0.63	0.77	0.83	0.91	0.98
毛利率(%)	51.58%	51.56%	50.17%	49.14%	47.82%
净资产收益率(%)	9.82%	11.19%	11.31%	11.61%	11.61%

资料来源：公司年报（2017-2018），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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

事件:

公司公告 2019 年半年报情况。

点评:
1H 经营表现靓丽，归母净利润同增 20.80%

截至 2019 年 6 月 30 日，公司实现营业收入 17.23 亿元，较上年同期增长 11.00%，主要由于国贸东楼商城于 2018 年 7 月完成竣工验收备案投入使用后，相关营业收入增加所致；利润总额 6.51 亿元，较上年同期增加 20.82%；归属于母公司净利润为 4.88 亿元，较上年同期增长 20.80%；实现（稀释）每股收益 0.48 元，较上年同期增长 20.00%。

三项费用方面，报告期内，公司销售费用为 3976 万元，较上年同期增长 43.90%，主要系广告宣传费和代理佣金支出增加所致；管理费用为 4146 万元，较上年同期增长 0.93%；财务费用 6447 万元，较上年同期减少 9.27%。

表 1 公司利润表情况

单位：百万元	2019H1	2018H1	YOY%	海通分析
一、营业总收入	1722.83	1552.12	11.00%	系国贸东楼商城于 2018 年 7 月完成竣工验收备案投入使用后，相关营业收入增加
二、营业总成本	1084.65	1010.23	7.37%	系国贸东楼商城于 2018 年 7 月完成竣工验收备案投入使用后，相关成本费用增加；此外，公司对商城店铺进行了重新布局和调整并加大宣传推广力度，使相关费用有所增加
营业成本	782.43	728.34	7.43%	
营业税金及附加	156.51	142.11	10.13%	
销售费用	39.76	27.63	43.90%	系广告宣传费和代理佣金支出增加
管理费用	41.46	41.08	0.93%	
财务费用	64.47	71.06	-9.27%	
资产减值损失	0.00	0.00	0	
投资净收益	3.79	3.97	-4.53%	
三、营业利润	642.71	550.70	16.71%	
加：营业外收入	8.64	4.83	78.88%	系本期收到租户提前解约的违约罚款收入增加
减：营业外支出	0.60	16.93	-96.46%	系本期处置固定资产净损失减少
四、利润总额	650.75	538.60	20.82%	
减：所得税	162.37	134.44	20.78%	
五、净利润	488.38	404.16	20.84%	
减：少数股东损益	0.51	0.30	70.00%	
归属母公司净利润	487.87	403.86	20.80%	
六、每股收益				
稀释每股收益(元)	0.48	0.40	20.00%	

资料来源：公司 2018、2019 年半年报，海通证券研究所

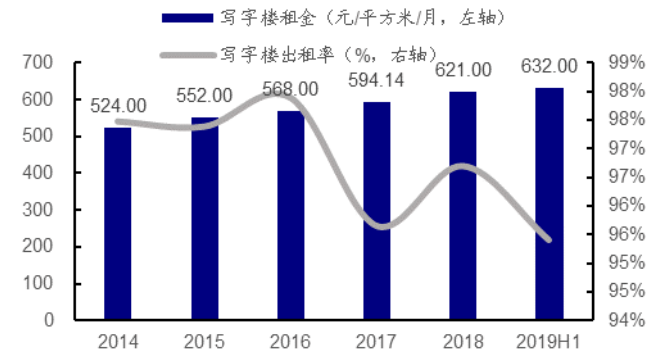
经营情况持续向好，租金及出租率保持平稳

报告期内，公司的营业收入分为物业租赁及管理 and 酒店经营，分别占营业收入比重为 80.95%、19.05%，其中物业租赁及管理销售毛利率为 65.77%，较上年同期增加 0.64 个百分点；酒店经营销售毛利率为 7.06%，较上年同期减少 2.10 个百分点。

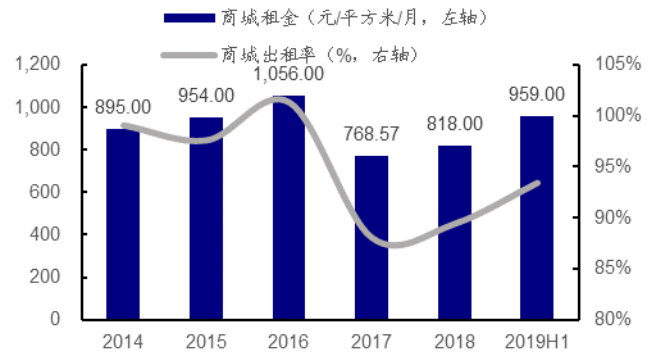
物业租赁及管理又分为写字楼、商城、公寓及其他业态，报告期内营业收入分别占到主营业务收入的 45.21%、26.72%、0%、9.02%。商城的营业收入较上年同期有所增加，主要是国贸东楼商城于 2018 年 7 月完成竣工验收备案投入使用后新

增收入；酒店的营业收入较上年同期减少，主要是国贸大酒店收入低于去年同期；公寓于 2018 年 4 月起停业进行装修改造，营业收入较上年同期减少。

报告期内，公司写字楼业态的平均租金为 632 元/平方米/月，平均出租率 95.4%，较上年同期减少 2.0 个百分点；商城业态平均租金为 959 元/平方米/月，平均出租率为 93.4%，较上年同期增长 1.9 个百分点。国贸一期写字楼、国贸三期 B 阶段项目中的写字楼平均出租率低于上年同期，主要是有租户提前解约或租约到期未续。公司已对该部分租区陆续引入新的租户入驻。国贸二期商城出租率低于上年同期，主要是国贸二期裙楼装修改造项目于 2018 年 9 月完成竣工验收备案，新增可出租面积 2000 余平方米，已陆续对外出租；国贸三期 B 阶段项目中的商城平均租金低于上年同期，主要是 2018 年下半年一家国际知名玩具品牌店入驻，其租金水平相对较低。

图1 近几年公司写字楼平均租金和出租率


资料来源：公司 2014-2018 年报，2019 年半年报，海通证券研究所

图2 近几年公司商城平均租金和出租率


资料来源：公司 2014-2018 年报，2019 年半年报，海通证券研究所

利润率保持平稳，净负债率进一步下降

报告期，公司毛利率为 54.58%，较上年同期增加 1.51 个百分点；净利率为 28.35%，较上年同期上升 2.31 个百分点。截至报告期末，公司资产负债率为 37.42%，较上年同期减少 3.79 个百分点；净负债率为 28.45%，较上年同期下降 11.32 个百分点。

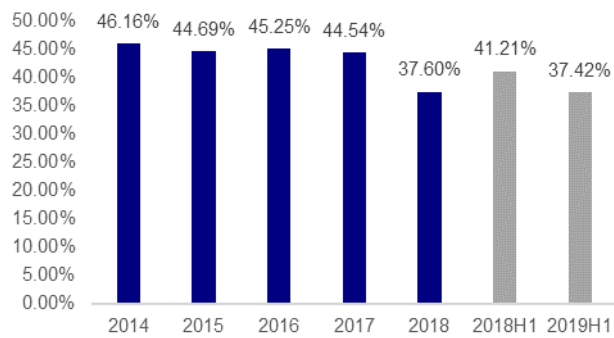
截至报告期末，公司总资产规模 113.26 亿元，较上年同期增长 1.64%；净资产规模 70.88 亿元，较上年同期增长 8.19%；货币资金为 6.64 亿元，较上年同期增长 24.32%。

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

(%)	2019H1	2018H1	Ppt	海通分析
毛利率	54.58%	53.07%	1.51	
净利率	28.35%	26.04%	2.31	
资产负债率	37.42%	41.21%	-3.79	
净负债率	28.45%	39.77%	-11.32	
三项费用占收入比	8.46%	9.01%	-0.55	
ROE (摊薄)	6.89%	6.17%	0.72	
(百万元)	2019H1	2018H1	YOY (%)	海通分析
总资产	11326.33	11144.03	1.64%	
净资产	7,087.86	6,551.50	8.19%	
货币现金	663.74	533.90	24.32%	
预收账款	129.63	96.31	34.60%	
一年内到期的非流动负债	499.99	399.50	25.15%	
经营活动现金流净额	664.35	636.25	4.42%	系国贸中心东楼项目投入使用后，收取的商城租金押金

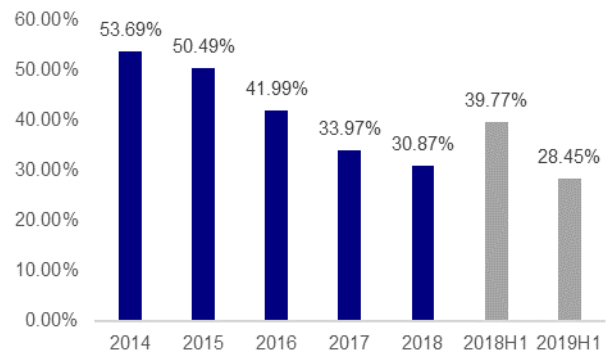
资料来源：公司 2018、2019 年半年报，海通证券研究所

图3 公司资产负债率



资料来源: wind, 海通证券研究所

图4 公司净负债率



资料来源: wind, 海通证券研究所

投资建议: 维持“优于大市”评级

我们预计 2019-2021 年营业收入分别为 33.98 亿元、37.76 亿元、41.40 亿元, 预计归母净利润分别为 8.37 亿元、9.21 亿元、9.88 亿元, 对应 EPS 分别在 0.83 元、0.91 元、0.98 元。

我们预计 2021 年公司自由现金流为 16.54 亿元, 考虑偿还长期借款的影响因素, 调整后的自由现金流为 14.84 亿元。我们假设贝塔值为 1.2, 无风险利率 3.6%, 市场预期收益率为 10%, 税率 25%, 债务成本 4.8%, 债务比率 40%, 则 WACC 为 8.21%。按照自由现金流法计算的中值约为 314 亿元, 按照最新股本计算下对应股价为 31.15 元。

表 3 基于 WACC 和永续增长率的敏感性分析及公司永续现金流法下估值

假设条件		WACC 敏感区间		
2021 年 FCF (百万元)	1484			
WACC	8.2%			
现值 (百万元)	1267			
	百万元	7.2%	8.2%	9.2%
永续增长率敏感区间	3%	31076	25100	21052
	4%	41184	31378	25344
	5%	60479	41580	31680

资料来源: 海通证券研究所

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 2019 年 9 月 4 日, 中国国贸收盘价为 16.31 元, 对应 2018 年和 2019 年 PE 在 21.21 倍和 19.63 倍。从可比 PE 来看, 2018 年可比公司平均 PE 水平 16.75 倍, 2019 年平均 PE 水平 16.14 倍。我们给予公司 2019 年 21-25XPE, 未来 6 个月合理价值区间在 17.45-20.78 元, 对应自由现金流法计算的中值折让 33%-44%, 维持公司“优于大市”评级。

表 4 市场相关“商业地产”公司估值情况 (按 2019 年 9 月 4 日计算)

公司	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
陆家嘴	14.20	1.00	0.96	1.11	14.25	14.75	12.83
小商品城	3.85	0.20	0.22	0.24	19.25	17.53	15.84
平均					16.75	16.14	14.34
中国国贸	16.31	0.77	0.83	0.91	21.21	19.63	17.84

资料来源: Wind 数据, 中国国贸 EPS 为海通预测数据, 陆家嘴、小商品城 EPS 为 Wind 一致预期, 海通证券研究所
备注: 原可比公司张江高科已没有 wind 一致预期, 故替换为小商品城。

风险提示: 北京商业地产市场租金下滑。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	3170.77	3397.76	3776.23	4139.94
每股收益	0.77	0.83	0.91	0.98	营业成本	1536.00	1693.05	1920.57	2160.21
每股净资产	6.87	7.35	7.88	8.45	毛利率%	51.56%	50.17%	49.14%	47.82%
每股经营现金流	1.43	1.56	1.61	1.72	营业税金及附加	287.72	312.62	347.41	380.89
每股股利	0.320	0.350	0.390	0.410	营业税金率%	9.07%	9.20%	9.20%	9.20%
价值评估 (倍)					营业费用	86.96	100.93	112.15	122.96
P/E	21.21	19.63	17.84	16.63	营业费用率%	2.74%	2.97%	2.97%	2.97%
P/B	2.37	2.22	2.07	1.93	管理费用	86.00	106.82	118.57	130.05
P/S	5.18	4.84	4.35	3.97	管理费用率%	2.71%	3.14%	3.14%	3.14%
EV/EBITDA	11.25	10.49	9.19	8.15	EBIT	1174.09	1184.33	1277.52	1345.84
股息率 (%)	1.96%	2.15%	2.39%	2.51%	财务费用	144.58	69.09	41.81	22.35
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	4.56%	2.03%	1.11%	0.54%
毛利率	51.56%	50.17%	49.14%	47.82%	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润率	24.46%	24.67%	24.42%	23.89%	投资收益	11.23	14.00	11.00	11.00
净资产收益率	11.19%	11.31%	11.61%	11.61%	营业利润	1061.42	1129.25	1246.71	1334.49
资产回报率	6.98%	6.88%	7.41%	7.44%	营业外收支	-25.62	-9.81	-15.08	-13.33
投资回报率	53.87%	139.21%	-9552.77%	-149.14%	利润总额	1035.80	1119.43	1231.63	1321.16
盈利增长 (%)					EBITDA	1650.83	1629.06	1730.66	1800.61
营业收入增长率	14.61%	7.16%	11.14%	9.63%	所得税	260.33	281.36	309.55	332.06
EBIT 增长率	22.34%	0.87%	7.87%	5.35%	有效所得税率%	25.13%	25.13%	25.13%	25.13%
净利润增长率	22.01%	8.07%	10.02%	7.27%	少数股东损益	0.82	0.94	1.02	1.10
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	774.65	837.13	921.06	988.01
资产负债率	37.6%	39.1%	36.2%	35.9%					
流动比率	0.48	0.96	1.38	1.74	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.45	0.93	1.34	1.70	货币资金	542.75	2023.04	2699.24	3940.95
现金比率	1.09	4.05	—	—	应收款项	325.79	344.43	382.80	419.67
经营效率指标					存货	29.41	32.97	36.52	40.46
应收帐款周转天数	35.98	37.00	37.00	37.00	其它流动资产	15.61	15.61	15.61	15.61
存货周转天数	6.49	4.00	4.20	4.40	流动资产合计	954.39	2470.56	3191.35	4482.25
总资产周转率	0.28	0.29	0.31	0.32	长期股权投资	12.95	12.95	12.95	12.95
固定资产周转率	1.56	1.94	2.89	4.77	固定资产	1971.58	1971.58	1971.58	1971.58
					在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
					无形资产	525.75	525.75	510.90	496.57
					非流动资产合计	10138.34	9700.01	9244.74	8790.68
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	11092.73	12170.57	12436.08	13272.92
净利润	774.65	837.13	921.06	988.01	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.82	0.94	1.02	1.10	应付账款	22.98	31.69	35.32	39.96
非现金支出	476.75	444.73	453.14	454.77	预收账款	148.15	154.79	173.50	189.67
非经营收益	167.32	88.21	96.48	94.73	其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	24.97	203.89	151.39	191.40	流动负债合计	1990.41	2582.73	2319.01	2579.73
经营活动现金流	1444.51	1574.91	1623.09	1730.00	长期借款	2180.00	2180.00	2180.00	2180.00
资产	-386.56	-16.22	-12.95	-14.04	其它长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00
投资	-0.90	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	2180.00	2180.00	2180.00	2180.00
其他	7.63	14.00	11.00	11.00	负债总计	4170.41	4762.73	4499.01	4759.73
投资活动现金流	-379.84	-2.22	-1.95	-3.04	实收资本	1007.28	1007.28	1007.28	1007.28
债权募资	-960.00	0.00	-499.99	0.00	普通股股东权益	6919.85	7404.43	7932.65	8507.67
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	2.47	3.41	4.43	5.53
其他	-488.09	-92.40	-444.95	-485.24	负债和所有者权益合计	11092.73	12170.57	12436.08	13272.92
融资活动现金流	-1448.09	-92.40	-944.94	-485.24					
现金净流量	-383.42	1480.29	676.20	1241.72					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 04 日

资料来源: 公司年报 (2018), 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：我爱我家,浦东金桥,光大嘉宝,中国恒大,华侨城 A,中国国贸,新湖中宝,国创高新,世茂股份,世茂房地产,中华企业,绿城服务,光明地产,天健集团,旭辉控股集团,中骏集团控股,融创中国,龙湖集团,中国海外发展,金融街,华发股份,招商蛇口,金地集团,蓝光发展,电子城,融信中国,外高桥,北辰实业,天保基建,中南建设

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。