

投资评级 优于大市 维持

## 核心物业运营平稳，潜在分红能力较强

### 股票数据

07月26日收盘价(元)	16.35
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)	16469/16469

### 相关研究

《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(%)	11.5	24.2	17.5
相对涨幅(%)	9.8	16.9	18.3

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:

- 一季度写字楼及商城租金、空置率较为平稳。**公司一季度写字楼平均租金同比实现不同幅度的上涨；一期及三期B写字楼出租率显著低于上年同期，主要是有租户提前解约或租约到期未续。一季度商城平均租金同比多实现上涨，仅有三期B略有下行，主要是2018年下半年入驻的国际知名玩具品牌租金较低；平均出租率整体保持高位，二期商城出租率下滑11.8个百分点，主要是二期裙楼竣工验收备案，新增可出租面积2000余平方米，尚有部分区域待租。
- 公司旗下物业地处北京CBD核心，具备较强市场竞争力。**从北京的甲级写字楼市场来看，2019年一季度租金稳定在约400元/平米/月，空置率为7.9%。中国国贸的写字楼平均租金为630元/平米/月，显著高于市场水平；空置率为4.9%，显著低于市场水平。2019年一季度北京优质零售物业空置率为5%，中国国贸已进入成熟运营阶段的商城一期、三期A、三期B空置率低于或持平市场水平。
- 公司分红比例保持高位，潜在分红能力较强。**公司近三年的股利支付率分别为44.03%、50.78%、41.61%，持续保持高位。截至2018年末，公司总融资额约26.8亿元，每年需支付利息约1.28亿元。近三年公司经营现金流净额逐年增加，投资活动现金流净流出显著减少。不考虑筹资活动现金流，公司的经营活动+投资活动现金流净额在2018年已达到10.65亿元，具备逐步清偿融资的能力。我们预计公司2021年各项物业业态的平均租金及平均出租率接近稳定状态，对应的归母净利润为9.88亿元。我们认为，从长远来看，若公司及时清偿所有融资，有望节约约1.28亿的财务费用，净利润有望达到约11亿元（不考虑后续价格上涨因素、所得税税率假设为25%）；假设全部利润分红，则股息率有望达到约6.6%。
- 投资建议：给予“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。截至2019年7月26日，中国国贸收盘价为16.35元，对应2019年和2020年PE在19.67倍和17.88倍。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。我们给予公司2019年21-25XPE，未来6个月合理价值区间在17.43-20.75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、空置率上升。

### 主要财务数据及预测

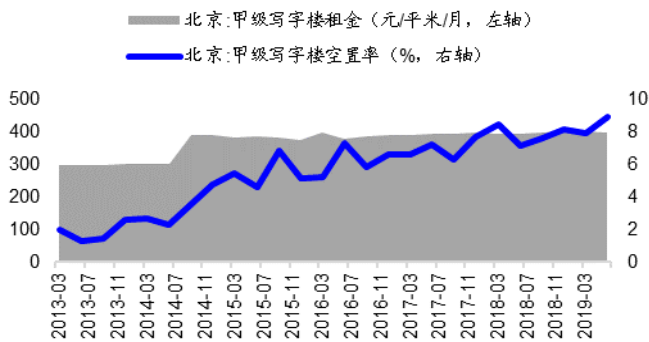
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2766.46	3170.77	3397.76	3776.23	4139.94
(+/-)YoY(%)	17.75%	14.61%	7.16%	11.14%	9.63%
净利润(百万元)	634.81	774.65	837.13	921.06	988.01
(+/-)YoY(%)	-7.51%	22.03%	8.07%	10.03%	7.27%
全面摊薄EPS(元)	0.63	0.77	0.83	0.91	0.98
毛利率(%)	51.58%	51.56%	50.17%	49.14%	47.82%
净资产收益率(%)	9.82%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

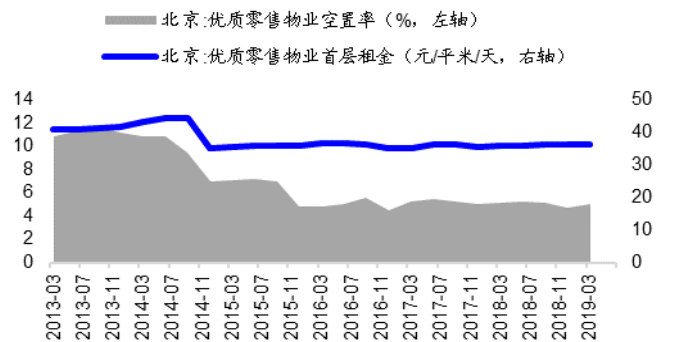
**表1 公司 2019 年一季度主要物业租金和出租率情况**

	可出租面积 (平方米)	平均租金 (元/平方米/月)			平均出租率 (%)			
		2019Q1	2018Q1	增减	2019Q1	2018Q1	增减	
		A	B	A-B	C	D	C-D	
写字楼	一期	47919	570	547	23	93.0%	97.7%	-4.7%
	二期	34060	529	525	4	99.6%	97.6%	2.0%
	三期 A	82313	714	696	18	96.5%	97.1%	-0.6%
	三期 B	37530	668	654	14	88.4%	96.7%	-8.3%
	服务式办公楼	5374	575	558	17	100%	100%	0
	合计	207196	630	615	15	95.1%	97.4%	-2.3%
商城	一期	15165	1497	1371	126	98.5%	98.8%	-0.3%
	二期	6048	891	737	154	86.9%	98.7%	-11.8%
	三期 A	17903	556	541	15	98.5%	96.3%	2.2%
	三期 B	26041	569	611	-42	94.7%	82.1%	12.6%
	东楼	13868	1727	-	-	81.1%	-	-
	合计	79025	951	796	155	93.1%	91.4%	1.7%
公寓	0	-	246	-	-	36.2%	-	

资料来源: 公司 2019 年一季报公告, 海通证券研究所

**图1 北京甲级写字楼租金及空置率**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图2 北京优质零售物业首层租金及空置率**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**表2 公司近三年分红情况**

分红年度	分红派息方案	现金分红的数额 (含税) 单位: 万元	归属于上市公司普通股股东的净利润 单位: 万元	占公司合并净利润的比例
2018 年	每 10 股派息 3.20 元 (含税)	32233.04	77465.13	41.61%
2017 年	每 10 股派息 3.20 元 (含税)	32233.04	63480.67	50.78%
2016 年	每 10 股派息 3.00 元 (含税)	30218.48	68634.04	44.03%

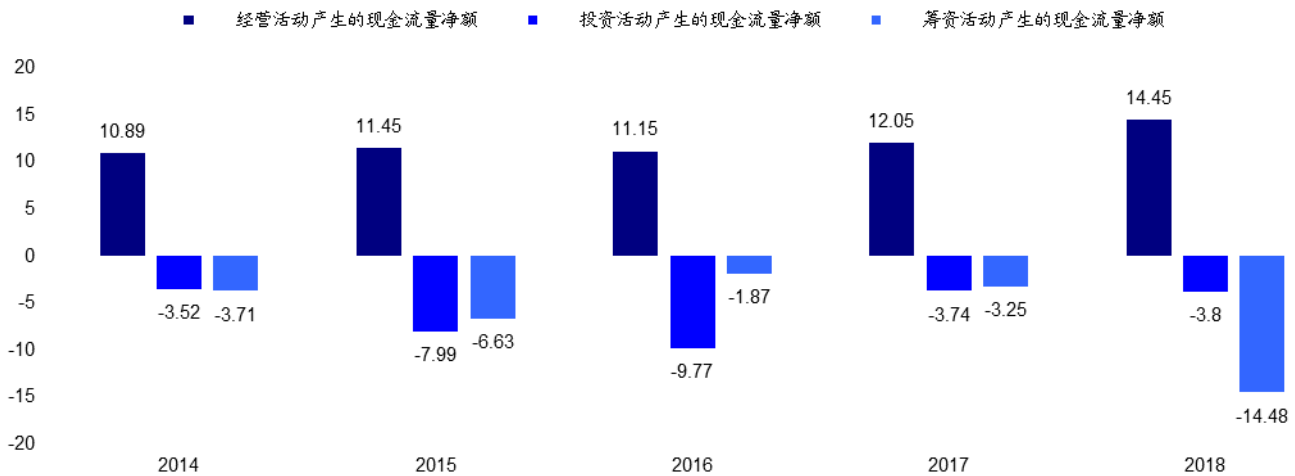
资料来源: 公司 2016-2018 年年报, 海通证券研究所

表3 2018 公司融资结构

	18 年末融资余额 (亿元)	利率
<b>1、长期借款</b>		
(1) 中国建设银行北京国贸支行	13.9	4.41%
(2) 银团贷款	7.9	4.90%
<b>2、公司债券</b>		
(1) “14 国贸 01”公司债券	5.0	5.50%
融资余额总计	26.8	
利息总计	1.28	

资料来源：2018 年年报，海通证券研究所

图3 公司现金流情况 (亿元)



资料来源：Wind，海通证券研究所

表4 公司潜在分红能力测算

	单位：亿元	备注
公司 2021 年各项物业稳定出租状态下归母净利润	9.88	
假设清偿所有债务可节约财务费用	1.28	按 25% 的所得税计算
等于增加归母净利润	0.96	
<b>各项物业稳定出租+清偿所有债务的归母净利润</b>	<b>10.84</b>	
假设 100% 分红下的分红总额	10.84	
股票市值 (截止收盘日 2019 年 7 月 26 日)	164.69	
股息率	6.6%	

资料来源：2018 年年报，海通证券研究所

**表 5 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			
永续增长率敏感区间	百万元	7.2%	8.2%	9.2%
	3%	31076	25100	21052
	4%	41184	31378	25344
	5%	60479	41580	31680

资料来源: 海通证券研究所

**表 6 市场相关“商业地产”公司估值情况 (按 2019 年 7 月 26 日计算)**

公司	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
陆家嘴	15.23	1.00	0.95	1.10	15.28	15.99	13.82
张江高科	18.10	0.35	0.48	0.56	51.71	37.71	32.32
平均					33.50	26.85	23.07
中国国贸	16.35	0.77	0.83	0.91	21.26	19.67	17.88

资料来源: Wind 数据, 中国国贸、张江高科 EPS 为海通预测数据, 陆家嘴 EPS 为 Wind 一致预期, 海通证券研究所

## 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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>3170.77</b>	<b>3397.76</b>	<b>3776.23</b>	<b>4139.94</b>
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%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	86.96	100.93	112.15	122.96
P/E	21.26	19.67	17.88	16.67	营业费用率%	2.74%	2.97%	2.97%	2.97%
P/B	2.38	2.22	2.08	1.94	管理费用	86.00	106.82	118.57	130.05
P/S	5.19	4.85	4.36	3.98	管理费用率%	2.71%	3.14%	3.14%	3.14%
EV/EBITDA	11.27	10.51	9.22	8.17	EBIT	1174.09	1184.33	1277.52	1345.84
股息率 (%)	<b>1.96%</b>	<b>2.14%</b>	<b>2.39%</b>	<b>2.51%</b>	财务费用	144.58	69.09	41.81	22.35
<b>盈利能力指标 (%)</b>					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%	<b>营业利润</b>	<b>1061.42</b>	<b>1129.25</b>	<b>1246.71</b>	<b>1334.49</b>
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%	<b>利润总额</b>	<b>1035.80</b>	<b>1119.43</b>	<b>1231.63</b>	<b>1321.16</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					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
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>774.65</b>	<b>837.13</b>	<b>921.06</b>	<b>988.01</b>
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	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
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
<b>经营效率指标</b>					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
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>11092.73</b>	<b>12170.57</b>	<b>12436.08</b>	<b>13272.92</b>
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
<b>经营活动现金流</b>	<b>1444.51</b>	<b>1574.91</b>	<b>1623.09</b>	<b>1730.00</b>	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	<b>负债总计</b>	<b>4170.41</b>	<b>4762.73</b>	<b>4499.01</b>	<b>4759.73</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-379.84</b>	<b>-2.22</b>	<b>-1.95</b>	<b>-3.04</b>	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	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>11092.73</b>	<b>12170.57</b>	<b>12436.08</b>	<b>13272.92</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1448.09</b>	<b>-92.40</b>	<b>-944.94</b>	<b>-485.24</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-383.42</b>	<b>1480.29</b>	<b>676.20</b>	<b>1241.72</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 26 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,中国恒大,浦东金桥,华侨城 A,光大嘉宝,中国国贸,新湖中宝,国创高新,世茂股份,世茂房地产,光明地产,中华企业,绿城服务,天健集团,合景泰富集团,旭辉控股集团,中骏集团控股,华发股份,中国海外发展,蓝光发展,金融街,龙湖集团,招商蛇口,融创中国,金地集团,电子城,天保基建,融信中国,外高桥,北辰实业

### 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经营范围包括证券投资咨询业务。