

中国国贸 (600007.sh)

奥运有弊有利，股价深幅下挫凸显公司价值

沈爱卿 房地产行业 研究员

电话: 020-87555888-637

eMail: saq@gf.com.cn

营业收入增长 1.8%，营业外收入增长使得净利润增长 36%

08年上半年，公司实现营业收入 4.5 亿元，同比增长 1.8%；实现净利润 2.0 亿元，同比增长了 35.6%。营业外收入的大幅增长以及所得税的降低使得公司在毛利率降低 1.7 个百分点的情况下净利率提高 11.4 个百分点，达到 45.5%。

奥运效应：有弊有利

奥运会的举办使得三期 A 工程施工进度受阻，预计三期 A 阶段的商城和宴会厅会推迟到年底或明年初开业；同时展厅在奥运期间的业绩将大幅下滑。另一方面，国贸公寓和商城却受益于奥运。

稳定而高比例的分红率

公司一直实行高比例的现金分红政策。近七年的平均现金分红率达 55.6%，远高于其他优秀同行。高比例现金分红政策不仅体现了公司业绩的优良和稳定，更体现出公司是一个负责任的上市公司。

估值与投资评级

尽管奥运影响了公司的业绩，但是公司优良的质地没有发生任何改变，而且公司目前股价较我们预测的 13.82 元的内在价值已有 40% 的折价，具备较大的安全边际，维持“买入”评级。

风险提示： 主要风险来自 A 工程的竣工风险和招商风险。

预测及评估

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	817.33	886.45	908.87	1,546.98	2,011.35
EBITDA(百万元)	553.86	457.43	645.66	1051.51	1333.54
净利润(百万元)	241.19	289.27	364.25	564.46	748.11
净利润增长率	-2.22%	19.93%	25.92%	54.96%	32.54%
每股收益(元)	0.240	0.287	0.362	0.560	0.743
市盈率	42.08	73.15	22.38	14.45	10.91
市净率	2.64	5.27	1.93	1.77	1.61
EV/EBITDA	20.66	45.91	17.06	10.47	8.26
每股红利(元)	0.12	0.15	0.19	0.29	0.38
股息率(%)	1.19	0.71	2.30	3.58	4.73

来源：中国国际贸易中心股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入 

当前价格(元)	8.10
目标价格(元)	13.82
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-34.00%	-35.14%	-63.51%
上证综指	-15.89%	-29.52%	-53.08%

股票数据

总股本(万股)	100,728.2
流通 A 股(万股)	20,000.00
主要股东:	
中国国际贸易中心有限公司	
主要股东持股比例	80.14%
流通 A 股比例	19.86%

财务比率

ROE	7.20%
ROA	4.05%
资产负债率	43.69%
每股净资产(元)	3.99

2007 年报数据。

上半年业绩回顾：小幅增长

营业收入小幅增长1.8%，营业外收入增长使得净利润增长35.6%

2008年上半年，公司实现营业收入4.5亿元，较去年同期小幅增长了1.8%；实现营业利润2.3亿元，同比增长1.2%；实现归属于母公司所有者的净利润2.0亿元，同比增长了35.6%。08上半年公司的基本每股收益为0.2元，同比增长了33.3%。本期营业外收入达到4400万，大幅增长了193倍。营业外收入的增长来自国贸西楼补偿“拆迁大股东的国贸行政楼”后公允价值与账面价值的差价，并无实际现金流入。营业外收入的大幅增长以及所得税的降低也使得公司在毛利率降低1.7个百分点的情况下净利率提高11.4个百分点，达到45.5%。

主要财务指标	本期数	同比增长
营业收入	448	1.8%
营业利润	230	1.2%
利润总额	272	19.3%
归属母公司股东的净利润	203	35.6%
基本每股收益（元）	0.2	33.3%
每股净资产（元）	4.04	4.9%
毛利率	62.7%	降低 1.7 个百分点
净利率	45.5%	提高 11.4 个百分点
净资产收益率(摊薄)	5%	提高 1.1 个百分点
总资产净利率	2.75%	提高 0.4 个百分点
资产负债率	46.9%	提高 6.9 个百分点
总资产	7,672	18.6%
归属母公司股东的权益	4,070	4.9%

数据来源：WIND

奥运效应：有弊有利

北京奥运对于公司来说是有弊有利。最大的弊端在于北京奥运使得三期A各项物业的竣工以及开业时间往后推迟。由于北京奥运会的举办，北京市政府相关部门在市政、交通等方面采取了相应限制措施，国贸三期工程施工方在部分材料供给及施工人员配备等方面受到一定限制，国贸三期工程进度也因此受到一定影响，原计划国贸三期A阶段在2008年中期以后陆续开业的安排相应延迟，估计三期A的商城和宴会厅将延迟到年底或明年初开业。同时，因为奥运会期间对大型集会的限制，国贸展厅在奥运会期间的收入将大幅减少。

北京奥运带给公司的也有“利”的一面。奥运期间，国贸公寓和商城

将直接受益。比如，国贸公寓在奥运期间的价格是平常的3到4倍，预计奥运1月期间的收入将增加1000万以上；国贸商城的出租率由2007年的99.79%提高到100%，租金水平较2007年提高6.7%，达到705.4元/平米/月。

稳定而高比例的现金分红率：一个对股东负责的稳定而优质的上市公司

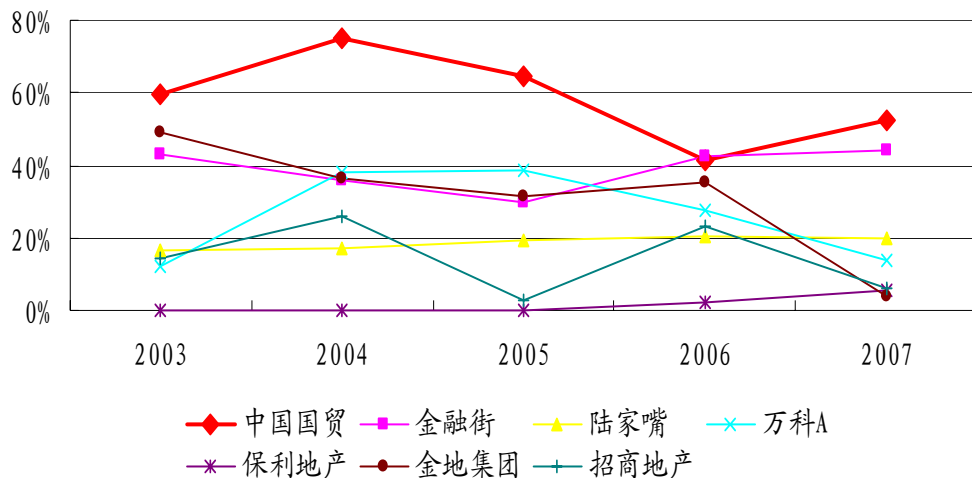
公司一直实行高比例的现金分红政策。2000年至今，公司的平均现金分红率达55.6%，远高于其他优秀同行。现金分红是对投资者最直接的回报，是上市公司履行义务的重要表现形式。在国外，高比例的现金分红相对普遍，但是在国内的高比例现金分红却是少之又少，仅有一些经营业绩良好且稳定的公司才实行高比例分红政策。近日，证监会下发了“关于《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定（征求意见稿）》向社会公开征求意见的通知”，该通知提高了发行证券的分红条件，将“最近三年以现金或股票方式累计分配的利润占最近三年实现的年均可分配利润的比例”从“不少于20%”提高到“不少于30%”。公司一贯执行的高比例现金分红政策，不仅体现了公司业绩的优良和稳定，更体现出公司是一个有责任的上市公司。

表 2：公司历年现金分红

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
现金分红（税前）	0.104	0.104	0.104	0.155	0.195	0.200	0.120	0.150
基本每股收益	0.180	0.220	0.220	0.260	0.260	0.310	0.290	0.287
现金分红率	57.8%	47.3%	47.3%	59.6%	75.0%	64.5%	41.4%	52.2%

数据来源：WIND

图1：现金分红率同业比较



数据来源：WIND

盈利预测、估值与投资评级

由于三期A工程各项业务竣工时间和开业时间的推迟,我们估计三期A阶段的商城和写字楼将推迟到09年初和09年年中开业,较原计划推迟半年,我们相应调低盈利预测。预计公司08年-10年的营业收入分别达到9.1亿元、15.5亿元和20.1亿元,增长率分别为2.5%、70.2%和30.0%;归属母公司所有者的净利润分别达到3.7亿元、5.7亿元和7.5亿元,增长率分别为25.9%、55.0%和32.5%;基本每股收益分别为0.362元、0.56元和0.743元。其中08年和09年的EPS分别下调12.7%和17.1%。

表 3: 未来三年盈利预测 单位: 百万元

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	886	909	1547	2011
营业成本	336	338	572	744
营业税金及附加	46	47	80	105
营业费用	6	6	11	14
管理费用	54	58	99	127
财务费用	5	10	33	25
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
营业利润	441	450	753	998
营业外收入	1	40	0	0
营业外支出	5	4	0	0
利润总额	437	486	753	998
所得税	147	122	188	250
净利润	290	365	565	749
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	289	364	564	748
EPS (元)	0.287	0.362	0.560	0.743

数据来源: 广发证券发展研究中心

通过DCF法对公司进行估值(参数假设见表4),得出公司的内在价值为13.82元,较年初我们用收益法对公司的18.75元的估值(当时未考虑到三期A各项物业会推迟竣工及开业)下调35%。尽管北京奥运影响了公司今明两年的业绩,但是公司质地的优良以及业绩的稳定性没有发生任何改变,而且今年来公司股价跟随市场大幅下滑,目前股价较我们预测的内在价值已有40%的折价,已经具备较大的安全边际,我们维持“买入”评级。

表 4: DCF 估值重要参数和结论

无风险利率	4.33%
市场风险溢价	4.67%
股权资本成本	9.34%

债务成本	4.50%
债务比率	24.40%
WACC	8.16%
永续增长率	2%
公司内在评估价值 (百万元)	13,919
每股内在价值(元)	13.82

数据来源：广发证券发展研究中心

表 5: 敏感性分析

WACC (%)	永续增长率 (%)				
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
5.16%	20.32	24.23	30.62	42.93	76.50
6.16%	16.28	18.70	22.29	28.16	39.46
7.16%	13.39	14.99	17.22	20.52	25.91
8.16%	11.23	12.34	13.82	15.87	18.90
9.16%	9.55	10.36	11.38	12.74	14.63
10.16%	8.23	8.82	9.56	10.50	11.76
11.16%	7.15	7.60	8.15	8.83	9.70

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

公司面临的主要风险是国贸三期工程A阶段的工程进度风险和招商风险：即将投入运营国贸三期工程A阶段物业是公司新的增长点，如果其并没有按计划投入运营或是没有达到预计的招商目标，公司业绩的增长将会大打折扣。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

中国国贸(600007)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。