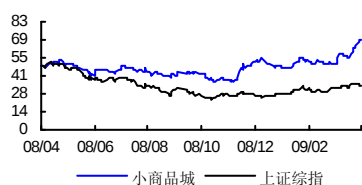


动态报告
房地产
物业租赁
小商品城(600415)
谨慎推荐
2008 年报点评

(维持评级)

2009 年 4 月 24 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	68.82
总股本/流通 A 股(百万股)	340/150
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
总市值/流通市值(百万元)	23,413/10,345
上证综指/深圳成指	2,463.95/9,360.84
12 个月最高/最低 (元)	106.02/37.07

财务数据

净资产值(百万元)	5,527
每股净资产(元)	16.25
市净率	4.24
资产负债率	53.93%
息率	0.29%

相关研究报告:

分析师: 方焱

电话: 0755-82130648

E-mail: fangyan@guosen.com.cn

分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678

E-mail: ourm@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

背靠大树,“现金牛”未来增长仍可期

●EPS1.79 元,略超预期 8%

08 年公司实现营业收入 26.4 亿元,同比下降 9%,归属于上市公司股东的净利润为 6.09 亿元,同比增长 68%,EPS1.79 元,略高于我们原来预测的 1.65 元。

●08 年是公司并购重组之年,核心业务——市场经营增长强劲

营业收入下降主要是房地产销售收入减少所致,而这一块收入减少的主因是 08 年在售项目比 07 年主打项目的规模小,但该块业务利润率并不低,达到了 43%。公司核心业务——市场经营收入 11.6 亿元,增长 19%,主要是 08 年 8 月定向增发注入国贸三期后,三期一阶段 10 月份投入运营,实现主营业务收入 2 亿元。

●难以复制的核心业务及经营模式,保障了收入并带来充裕的现金流

公司核心业务是市场商位使用费收入,经营模式是通过预收 2-5 年不等的期限进行,使公司在全球经济衰退的背景下业绩也获得了保障,并带来了充裕的现金流,货币资金一直都很充沛,08 年末为 6.7 亿元,每股经营活动现金流净额达 4.75 元,往年该指标也处在较高水平,这也是公司选择房地产业务互补的主因。由于其赖以生存的土壤——义乌小商品专业市场集群已有 20 多年的发展历史,成就举世瞩目,因此这种业务模式相对独特,很难在其他地方成功复制。

●背靠大树,未来业绩增长仍可期

4 月 1 日,公司公告了义乌市国资委主导的股权整合,我们认为背靠国资委这棵大树,通过整合,各方利益得到了统一,有利于小商品城更好地“筑巢引凤”。公司目前经营的小商品城市场群包括 43 个行业、1900 大类,40 多万种商品,并且由于其在幕后推动的义乌指数及《小商品分类与代码》正日渐成熟,该市场群作为全球小商品采购中心的核心竞争力正不断得到强化。另外地方政府为维护市场集群繁荣,对小商品城铺租采取的是以政府指导价为主的定价机制(政府指导价占 76%),政府价与市场价的价差平均达到了 3710 元/年*平方米,公司还有足够的上调租价的空间,再考虑国贸三期二阶段及改造重建后的篁园市场将在 2010 年开业,公司 09、10 年净利润将有望保持 25%以上的增长。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2,906.19	2,640.02	3,122	4,090	4,621
(+/-%)	53.96%	-9.16%	18.3%	31.0%	13.0%
净利润(百万元)	362.49	608.55	769	1005	1148
(+/-%)	20.12%	67.88%	26.4%	30.7%	14.3%
每股收益 (元)	2.90	1.79	2.26	2.95	3.38
EBIT Margin		32.68%	33.5%	34.7%	35.1%
净资产收益率 (ROE)	23.84%	11.01%	12.3%	13.9%	13.8%
市盈率 (PE)	23.73	38.47	30.4	23.3	20.4
EV/EBITDA		19.99	17.4	12.8	10.7
市净率 (PB)	5.66	4.24	3.74	3.25	2.82

08 年 EPS1.79 元，略超预期

08 年公司实现营业收入 26.4 亿元，同比下降 9%，归属于上市公司股东的净利润为 6.09 亿元，同比增长 68%，EPS1.79 元，略高于我们原来预测的 1.65 元。

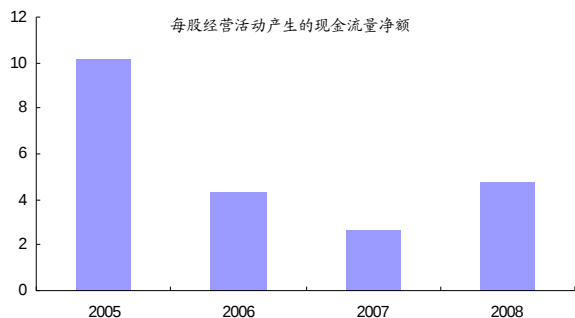
08 年是公司并购重组之年，核心业务——市场经营增长强劲

营业收入下降主要是房地产销售收入减少所致，而这一块收入减少的主因是 08 年在售项目——“荷塘雅居”、“商城世纪村”二期及“金桥人家”剩余车位比 07 年主打项目——“金桥人家”的规模小，但该块业务利润率并不低，达到了 43%，高于已公布 08 年业绩的 58 家开发类公司的平均水平，我们从 WIND 录得这 58 家公司的主营业务利润率平均为 39%。公司市场经营收入 11.6 亿元，增长 19%，占全部主营业务收入比重达到了 46%，是公司的核心业务，增长的原因主要是 08 年 8 月 30 日顺利完成了定向增发，注入了国际商贸城三期，其中的三期一阶段于 10 月份投入运营，贡献了主营业务收入 2.1 亿元，贡献了净利润 5862 万元。

难以复制的核心业务及经营模式，保障了收入并带来充裕的现金流

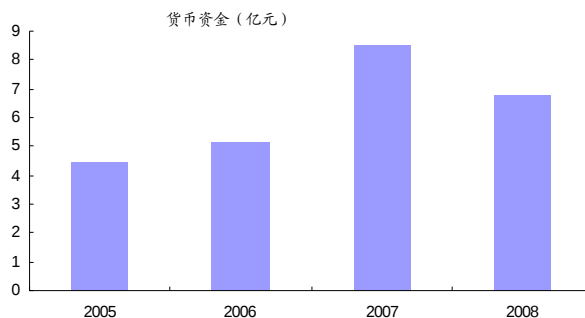
公司核心业务是市场商位使用费收入，也就是“租金”收入。经营模式是通过预收 2-5 年不等的期限进行，这使公司在全球经济衰退的背景下业绩也获得了保障，并带来了充裕的现金流，货币资金一直都很充沛，08 年末为 6.7 亿元，每股经营活动现金流净额达 4.75 元，往年该指标也处在较高水平（图 1、图 2），这也是公司选择房地产业务互补的主因。由于其赖以生存的土壤——义乌小商品专业市场集群已有 20 几年的发展历史，成就举世瞩目，因此这种业务模式相对独特，很难在其他地方成功复制。

图 1：小商品城近 4 年每股经营活动产生的现金流量净额



数据来源：上市公司年报，国信证券经济研究所

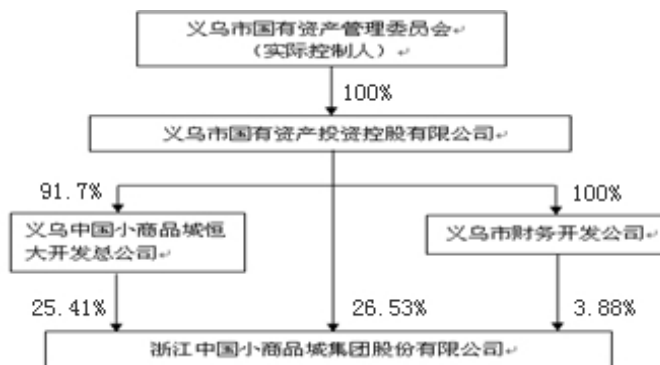
图 2：小商品城近四年货币资金



数据来源：上市公司年报，国信证券经济研究所

背靠大树，未来业绩增长仍可期

公司的实际控制人是义乌市国有资产管理委员会，市国资委通过其控制的三家关联公司——义乌市国有资产投资控股有限公司、义乌中国小商品城恒大开发总公司、义乌市财务开发公司对小商品城分别持股 26.5%、25.4%、3.9%，从而成为小商品城的实际控制人，而义乌中国小商品城恒大开发总公司和义乌市财务开发公司又同属义乌市国有资产投资控股有限公司管理、运作。



4月1日，公司公告了义乌市国资委主导的股权整合，拟将义乌市国有资产投资控股有限公司、义乌市财务开发公司持有的小商品城股份划转给义乌中国小商品城恒大开发总公司，同时将原国资公司持有的其余9家与市场相关的企业划转给恒大公司持有。我们认为背靠国资委这棵大树，通过此次整合，各方利益得到了统一，将更有利于公司所辖的市场集群吸纳其他市场的客商，使公司能更好地“筑巢引凤”、招租引商。

目前公司由中国义乌国际商贸城、篁园市场、宾王市场三个市场集群组成（如表1），包括了43个行业、1900大类，40多万种商品，截止08年底，不包括需停业改造的篁园市场和在建的国际商贸城三期二阶段，公司市场总建筑面积达到了274万平方米，铺位43783个。经过多年的发展，已呈现出由“买全国、卖全国”向“买全球、卖全球”发展的趋势（图3），正成为全球小商品采购和交易的集散地，而且由于公司在幕后推动的“义乌-中国小商品指数”及《小商品分类与代码》正日渐成熟，上述市场群作为全球小商品采购中心的核心竞争力正不断得到强化。

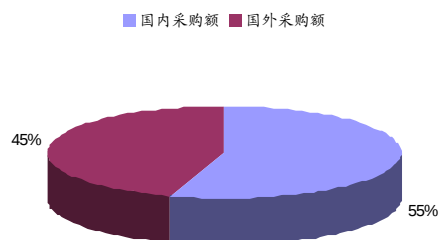
另外地方政府为维护义乌的市场集群繁荣，对小商品城铺租采取的是以政府指导价为主的定价机制，政府指导价占76%（图4、图5），政府价与市场价的价差平均达到了3710元/年*平方米，其中国际商贸城四区（暨08年10月份开业的三期一阶段）的价差达到了6355元/年*平方米（图6），因此我们认为公司未来还有足够的上调租价的空间。再考虑到建筑面积达40多万平方米的国贸三期二阶段及改造重建后建筑面积达35万平方米的篁园市场将在2010年开业，我们认为，公司未来的高增长是可以期待的，09、10年净利润将有望保持25%-30%以上的增速（见附表1），09-11年的EPS分别为2.26元（30x）、2.95元（23x）、3.38元（20x），维持“谨慎推荐”的投资评级。

表 1: 公司拥有的市场簇群

	市场名称	商位个数	商位面积 (M ²)	建筑面积 (M ²)	开业时间
1	筲园市场 (旧)	7000		150000	1992 年、1994 年
	筲园市场 (新)	6800	110000	350000	2010 年 7 月
2	宾王市场	8500		320000	1995 年 11 月
3	国际商贸城一区	9000	126000	340000	2002 年 10 月
4	国际商贸城二区	6600	110068	600000	2004 年 10 月
5	国际商贸城三区	1200	92414	420000	2005 年 9 月
6	国际商贸城四区	15300	210000	1006180	2008 年 10 月 21 日
7	国际商贸城三期二阶段	6500	100000	450000	2010 年 6 月前

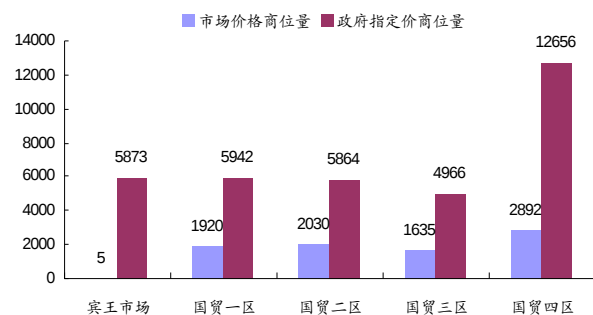
资料来源: 国信证券经济研究所

图 3: 08 年采购额按区域划分凸显其市场的全球化特点



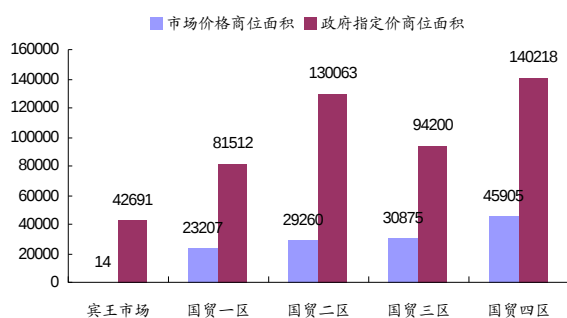
数据来源: 上市公司年报, 国信证券经济研究所

图 4: 政府价与市场价商位量对比图



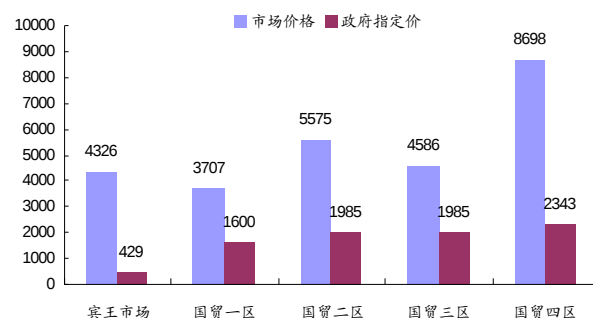
数据来源: 上市公司年报, 国信证券经济研究所

图 5: 政府价与市场价商位面积对比图



数据来源: 上市公司年报, 国信证券经济研究所

图 6: 市场商位价格图 (单位: 元/年*平方米)



数据来源: 上市公司年报, 国信证券经济研究所

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	674	300	300	300
应收款项	114	144	189	214
存货净额	2948	1511	384	439
其他流动资产	40	249	24	27
流动资产合计	3776	2205	897	980
固定资产	3975	4567	5092	4609
无形资产及其他	3898	3743	3587	3431
投资性房地产	443	443	443	443
长期股权投资	4	4	4	4
资产总计	12097	10961	10023	9467
短期借款及交易性金融负债	158	317	2388	662
应付款项	773	475	119	136
其他流动负债	5393	3877	245	280
流动负债合计	6324	4669	2752	1077
长期借款及应付债券	200	(30)	(30)	(30)
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	200	(30)	(30)	(30)
负债合计	6524	4639	2722	1047
少数股东权益	46	67	96	128
股东权益	5527	6255	7205	8292
负债和股东权益总计	12097	10961	10023	9467

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	1.79	2.26	2.95	3.38
每股红利	0.10	0.12	0.16	0.18
每股净资产	16.25	18.39	21.18	24.37
ROIC	18%	14%	15%	14%
ROE	11%	12%	14%	14%
毛利率	50%	55%	55%	55%
EBIT Margin	31%	34%	35%	35%
EBITDA Margin	42%	52%	50%	50%
收入增长	-9%	18%	31%	13%
净利润增长率	68%	26%	31%	14%
资产负债率	54%	43%	28%	12%
息率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%
P/E	38.5	30.4	23.3	20.4
P/B	4.2	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	27.0	17.4	12.8	10.7

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2640	3122	4090	4621
营业成本	1328	1414	1853	2093
营业税金及附加	149	176	231	261
销售费用	120	142	186	210
管理费用	213	344	402	434
财务费用	11	3	52	60
投资收益	15	13	13	13
资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	835	1056	1380	1577
营业外净收支	1	0	0	0
利润总额	836	1056	1380	1577
所得税费用	209	264	345	394
少数股东损益	18	23	30	34
归属于母公司净利润	609	769	1005	1148

现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	609	769	1005	1148
资产减值准备	1	(0)	(0)	0
折旧摊销	279	565	630	669
公允价值变动损失	(1)	0	0	0
财务费用	11	3	52	60
营运资本变动	675	(616)	(2680)	(31)
其它	16	22	28	32
经营活动现金流	1579	739	(1017)	1819
资本开支	(2335)	(1000)	(1000)	(30)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(2328)	(1000)	(1000)	(30)
权益性融资	1	0	0	0
负债净变化	200	(230)	0	0
支付股利、利息	(33)	(42)	(54)	(62)
其它融资现金流	238	159	2071	(1726)
融资活动现金流	573	(113)	2017	(1789)
现金净变动	(176)	(374)	0	0
货币资金的期初余额	849	674	300	300
货币资金的期末余额	674	300	300	300
企业自由现金流	(758)	(267)	(1986)	1826
权益自由现金流	(320)	(340)	47	55

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
林松立	010-82254212	黄海培	021-68864598	孙菲菲	0755-82133400
任泽平	010-82254206	崔 嵘	021-68866202	高 健	0755-82130678
周炳林	0755-82133339	廖 喆	021-68866236	黄金香	010-82252922
		赵 谦	021-68866295		
银行		房地产		信息技术	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	肖利娟	010-82252322
黄 飙	0755-82133476	陈 林	0755-82133343	王俊峰	010-82254205
谈 煊	010-82254212	区瑞明	0755-82130678	凌 晨	021-68866233
戴志锋	0755-82133343				
有色金属		汽车及零配件		钢铁	
彭 波	0755-82133909	李 君	021-68866235	郑 东	010-82254160
李洪冀	010-82252922	左 涛	021-68866253	秦 波	010-82252922
商业贸易		基础化工		非银行金融	
胡鸿轲	021-68866206	邱 伟	0755-82133263	武建刚	010-82250828
吴美玉	010-82252911	陆 震	0755-82130532	王一峰	010-82250828
石油与石化		电力设备		传媒	
李 晨	021-68866252	彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236
严蓓娜	021-68866253	皮家银	021-68866205	廖绪发	021-68866237
机械		电力与公用事业		医药	
余爱斌	0755-82133400	徐颖真	021-68864007	贺平鸽	0755-82133396
李筱筠	010-82254205	谢达成	021-68866236	丁 丹	0755-82130678
通信		造纸		家电	
严 平	021-68865025	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
纺织服装		建材		旅游	
方军平	021-68866202	杨 昕	021-68864596	陈财茂	021-68866236
				廖绪发	021-68866237
中小股票		食品饮料			
高芳敏	021-68864586	黄 茂	0755-82133476		
陈爱华		谢鸿鹤	0755-82130646		
滕云					
农业		煤炭		建筑	
张 如	021-68866233	李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390
固定收益与基金		金融工程		金融工程	
皮 敏	021-68864011	葛新元	0755-82133332	王军清	0755-82133297
张 旭	010-82254210	董艺婷	021-68866946	黄志文	0755-82130532
杨 涛	0755-82133339	戴 军	021-68864585	林晓明	
国信证券经济研究所机构销售部					
华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑 毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
庞 博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦 骥	010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
祝 彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	刘 塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn		