

商业贸易

报告原因: 调研报告

2009 年 05 月 08 日

市场数据: 2009 年 05 月 07 日

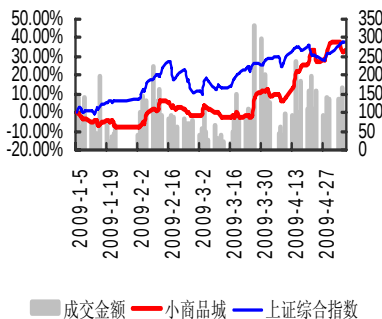
收盘价(元)	68.30
一年内最高/最低(元)	107.85/35.60
市净率	3.59
息率(分红/股价)	0.28%
A 股流通市值(亿元)	103.37

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2009 年 03 月 31 日

每股净资产(元)	16.84
资产负债率%	51
总股本/流通 A 股(万)	34020/15031
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

09 年股价走势图



执笔人

樊慧远

Email: fanhuiyuan@sxzq.com

Tel: 010-82190365

MSN: fanhuiyuan@hotmail.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfzb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

小商品城 (600415)

买入

租金提升+资产注入, 预期增厚安全边际

调高评级

公司研究

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

年度	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	净资产收益率	市盈率	市净率
2008A	2640	-9.16%	609	67.88%	2.17	11.01%	31.47	3.47
2009E	3604	36.51%	978	60.78%	2.88	15.19%	23.72	3.61
2010E	4358	20.92%	1117	14.12%	3.28	14.79%	20.82	3.07
2011E	6103	40.04%	1449	29.74%	4.26	16.09%	16.03	2.58

注: 市盈率是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

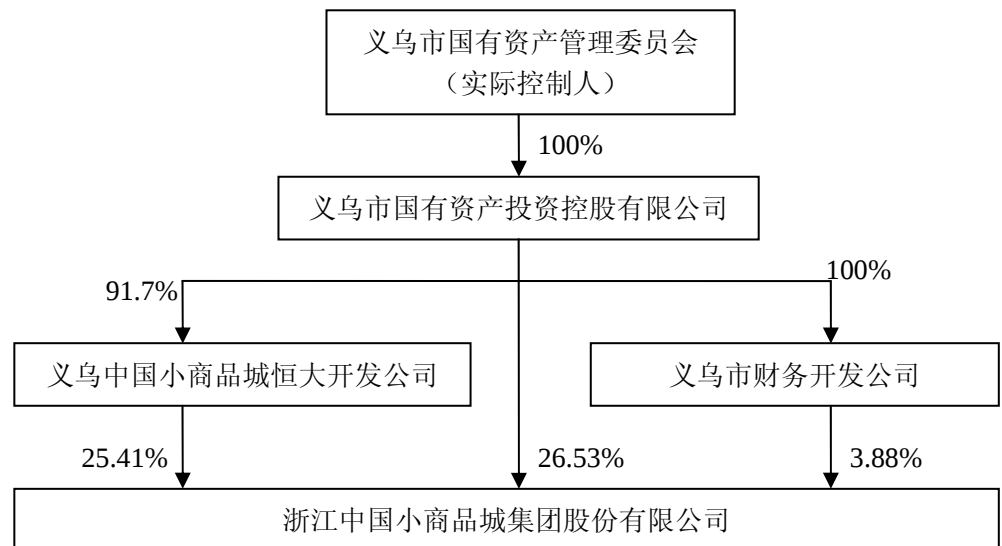
- **背靠大树好乘凉。**公司的实际控制人是义乌市国有资产管理委员会。拟将原国资公司持有的其余 9 家与市场相关企业划转给恒大公司持有, 有望陆续注入小商品城, 为小商品城日后的外延式增长奠定基础。
- **价差将成业绩提升潜在动能。**目前所有商铺的政府价与市场价租金差额总和达到了 17.6 亿元, 公司上调市场租金和扩大市场价招租比例的趋势是不会改变的。
- **市场经营业务迎来高增长。**预计 09 年市场经营业务将能贡献超过 21 亿元的收入, 迎来一个高增长阶段, 增速有望达到 80% 以上。2011 年将是所有市场全年贡献业绩之时, 我们考虑提租因素后, 认为市场方面提供的收入将有望达到 34 亿元以上。
- **房地产业务发展平稳。**公司房地产业务预计 09 年确认收入的项目主要有 6 万平米的义乌嘉禾广场项目的住宅部分, 09 年合计收入预计达到 7 亿元。2010 年确认收入的主要为杭州项目和义乌嘉禾广场商业地产项目, 义乌 20 亿新拍土地项目预计 2011 年才能产生收入。
- **酒店业务受益于 08 年低基数效应。**商城宾馆于 08 年 10 月起开始停业装修, 酒店 09 年整体经营收入会有所下降。但由于 08 年银都酒店装修改造, 费用支出较多, 09 年酒店业务净利润仍有望保持较高增速。
- **商品销售、展览广告业务易受经济下行影响。**4 月义乌中国小商品景气指数有所回暖, 达到 1044.22, 创出 09 年以来的新高。预计商品销售收入 09 年同比下降 10% 左右。小商品博览会场馆预计 09 年 10 月底投入运营, 场馆全年投入使用后预计每年贡献收入 18413 万元。
- **盈利预测与投资建议。**我们测算出的 2009 年、2010 年和 2011 年的 EPS 分别为 2.88 元、3.28 元和 4.26 元。小商品城有着独特的经营模式、无可取代的品牌效益、稳定高增长的租金收入, 加之租金提升预期、资产注入预期, 客观上有很强的补涨动力, 我们给予“买入”评级。



1、背靠大树好乘凉

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持股达到 55.8%。而义乌中国小商品城恒大开发总公司和义乌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。

公司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公司，同时将原国资公司持有的其余 9 家与市场相关企业（包括家具市场、建材市场、副食品市场和生鲜市场等）划转给恒大公司持有，有望陆续注入小商品城，为小商品城日后的外延式增长奠定基础。这些市场大约每年能贡献 1 亿左右的利润，整合后，小商品城会加强对这些市场资源的管理，其利润还有进一步提升的空间。



2、价差将成业绩提升潜在动能

地方政府为维护义乌的市场集群繁荣，对小商品城商铺租金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，其中国贸三期一阶段的价差达到了 5924 元/年*平方米。目前所有商铺的政府价与市场价租金差额总和达到了 17.6 亿元，公司上调市场租金和扩大市场价招租比例的趋势是不会改变的。政府价和市场价的巨大落差是公司未来业绩提升最大的弹性空间所在。商户的租金价格差异较大，公司根据不同种类商品的销售情况分别收取。

3、市场经营业务迎来高增长

国贸三期一阶段 08 年 10 月投入使用。三期市场作为义乌国资注入的非公开发

图 1：政府价与市场价商位面积对比（平方米）

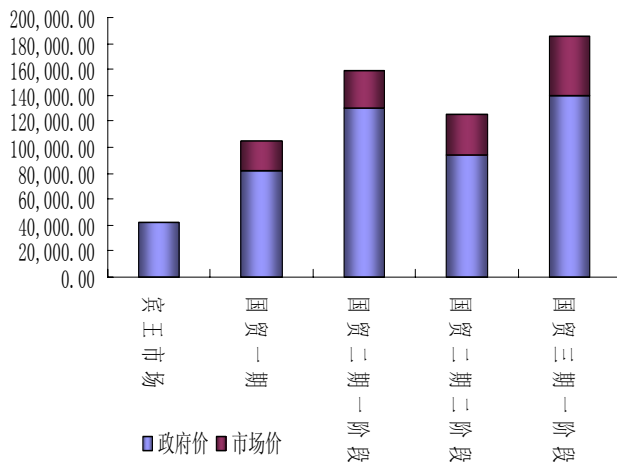
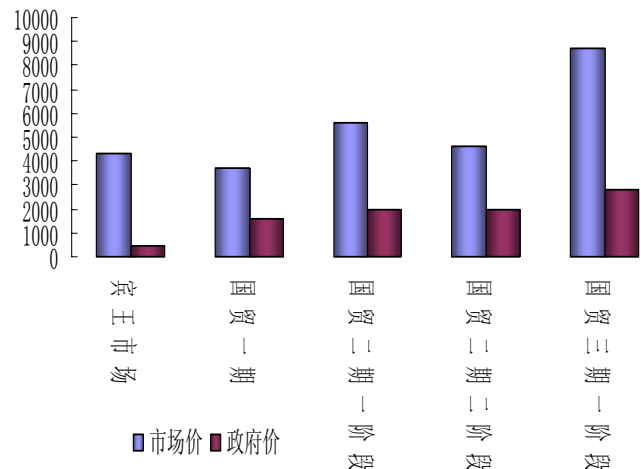


图 2：政府价与市场价对比（元/年*平方米）



资料来源：公司公告、山西证券研究所

行资产，承诺主体市场 1-4 层招投标部分与计划定价部分的面积比例为 3：7。08 年底已收进商位费 31 亿元（应收 34 亿元），每年贡献租金收入约为 10 亿元。二期二阶段部分剩余商位将于 09 年上半年完成招商，出租给国内名优品牌。三期一阶段主体市场用于品牌招租的部分商位及五层用于企业直销中心的商位也正在招租，有望在 09 年内体现收入。预计 09 年市场经营业务将能贡献超过 21 亿元的收入，迎来一个高速增长阶段，增速有望达到 80%以上。

二期一阶段商铺合同将在 09 年 10 月正式到期，二期二阶段商铺合同将在 2010 年 10 月到期，我们预计二期市场租金的提升比例为 12%，完整的会计年度提租将为二期一阶段增加 6000 万元以上的收入，为二期二阶段增加超过 3500 万元的收入。国贸三期二阶段将在 2010 年 7 月实现收益，预计每年贡献的租金收入约为 3 亿元。重建的篁园市场也将在 2010 年下半年贡献业绩，预计每年贡献收入 45000 万元。2011 年将是所有市场全年贡献业绩之时，我们考虑提租因素后，认为市场方面提供的收入将有望达到 34 亿元以上。

4、房地产业务发展平稳

08 年公司房地产业务利润率高达 43%，高于开发类公司的平均水平。公司的房地产业务主要面向小商品市场内的经营户，10 万经营户对商品房的需求越发旺盛，为公司的房地产业务提供了较大的发展空间。公司房地产业务预计 09 年确认收入的项目主要有 6 万平米的义乌嘉禾广场项目的住宅部分，该地产按 1.1 万元/平方米计算，收入约 6.6 亿元，再加上其他项目的尾盘出售，估计合计收入在 7 亿元。房地产业务 2010 年确认收入的主要为杭州项目和义乌嘉禾广场商业地产项目，义乌 20 亿新拍土地项目预计 2011 年才能产生收入。在土地储备方面，小商品城目前约有 25 万平方米的土地储备，20.8 亿的储备项目，公司计划要控制义乌市每年放出来的 1/3 到 1/2 的土地份额。

5、酒店业务受益于 08 年低基数效应

商城宾馆于 08 年 10 月起开始停业装修，酒店 09 年整体经营收入会有所下降。但由于 08 年银都酒店装修改造，费用支出较多，09 年酒店业务净利润仍有望保持较高增速。簧园市场改造工程酒店部分于 2011 年 7 月投入使用，按照四星级酒店的标准配套建设，按照 70%的出租率估算，2010 年收入约为 2 亿元，2011 年收入约为 5 亿元。小商品博览会配套酒店预计 2010 年 12 月底投入运营，预计正式投入使用后的年经营收入预计在 15000 万元以上。

6、商品销售、展览广告业务易受经济下行影响

宏观经济下行使利润率较低的商品销售业务更是雪上加霜，但在 3 月份，义乌小商品市场的整体情况明显好转，出口情况也有所好转。4 月义乌中国小商品景气指数有所回暖，达到 1044.22，创出 09 年以来的新高。预计商品销售收入 09 年同比下降 10%左右。

展览广告业务由于存在新拓展业务，小商品博览会场馆预计 09 年 10 月底投入运营，由于计提折旧等费用增加，预计净利润有所下滑。场馆全年投入使用后预计每年贡献收入 18413 万元。

图 1：分行业收入占比（%）

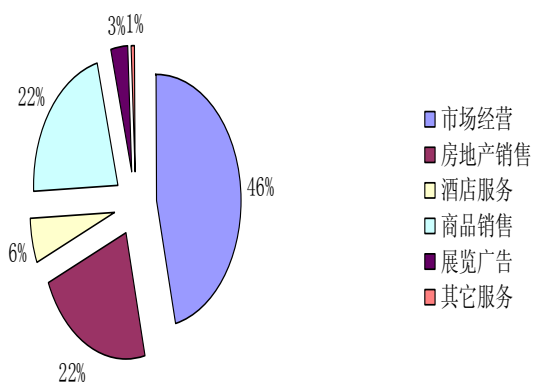
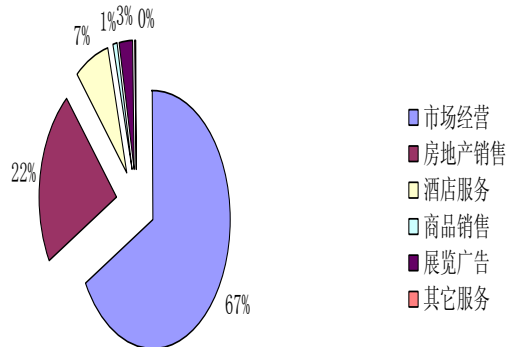
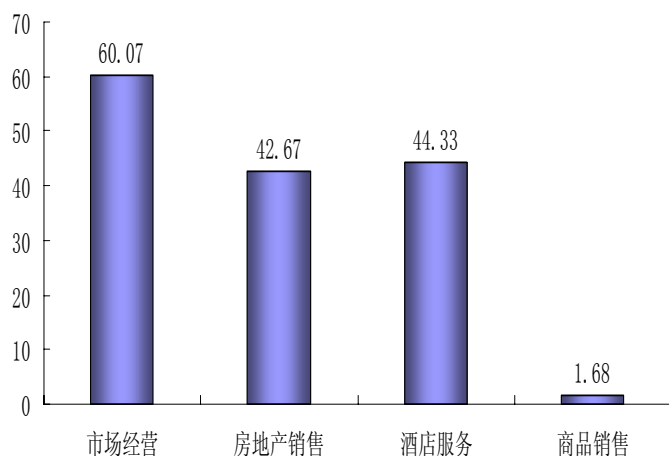


图 2：分行业利润占比（%）



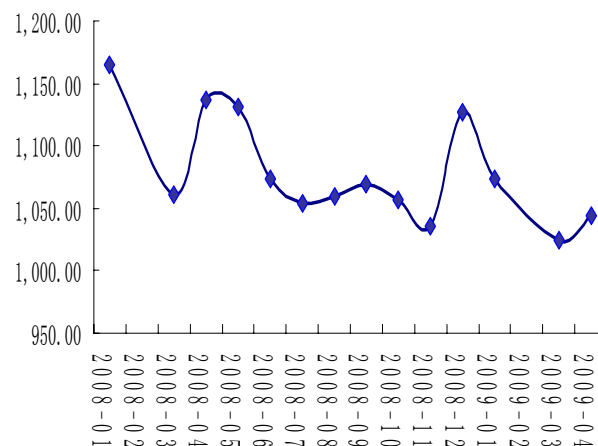
资料来源：公司公告、山西证券研究所

图 1：分行业利润率（%）



资料来源：公司公告

图 2：义乌中国小商品景气指数



资料来源：wind

7、盈利预测与投资建议

我们做盈利预测时，考虑了国贸二期一阶段和二阶段的提价因素，假设分别提价 12%。鉴于房地产大环境的变化，我们对于房地产业务中义乌 20 亿新拍土地项目采取的比较保守的估计，假设 2011 年才能确认收入，确认的面积只占总体面积的 30%。我们测算出的 2009 年、2010 年和 2011 年的 EPS 分别为 2.88 元、3.28 元和 4.26 元。

09 年年初至今，上证指数累计涨幅达到 38.11%，而小商品城只上涨了 33.07%，落后于大盘。小商品城有着独特的经营模式、无可取代的品牌效益、稳定高增长的租金收入，加之租金提升预期、资产注入预期，客观上有很强的补涨动力，我们给予“买入”评级。

表 1：各市场贡献收入预测

市场	预计有效出租面积（平方米）	租金均价（元/平方米*年）	合计收入（万元）		
			2009E	2010E	2011E
簧园市场	106718	4217	0	22501	45003
宾王市场	112000	2010 年后假设为 2300	0	22080	22080
国际商贸城一期	125800	2106	26493	26493	26493
二期一阶段	216000	2467, 09 年 10 月后假设为 2763	54880	59681	59681
二期二阶段	136000	2189, 2010 年 10 月后假设为 2452	29770	30668	33347
三期一阶段	209025	4217	101125	101125	101125
三期二阶段	135086	4217	0	28483	56966
合计	1040629	-	212268	291031	344695

资料来源：公司公告、山西证券研究所

表 2：各行业贡献收入预测表

分行业		2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
市场经营	收入（百万元）	912	979	1163	2123	2910	3447
	YOY（%）	44.1	7.3	18.8	82.5	37.1	18.5
房地产销售	收入（百万元）	151	1056	546	712	576	1140
	YOY（%）	-3.8	599.3	-48.3	30.4	-0.2	1.0
酒店服务	收入（百万元）	132	139	148	153	199	806
	YOY（%）	48.3	5.3	6.5	3.4	30.1	305.0
商品销售	收入（百万元）	496	514	549	493.551	546	557
	YOY（%）	-8.8	3.6	6.8	-10.1	0.1	0.0
展览广告	收入（百万元）	63	74	82	98	127	153
	YOY（%）	26	17.5	10.8	19.5	29.6	20.5
配套服务	收入（百万元）	14	13	14	20	23	25
	YOY（%）	-	-7.1	7.7	42.9	15.0	7.7
合计		1768	2782	2511	3604	4358	6103

资料来源：公司公告、山西证券研究所

表 3: 盈利预测表 (百万元)

项目	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1,888	2,906	2,640	3,604	4,358	6,103
二、营业总成本	1,442	2,349	1,820	2,289	2,854	4,150
营业成本	1,043	1,831	1,328	1,712	2,114	3,082
营业税金及附加	83	133	149	162	196	275
销售费用	135	167	120	180	218	336
管理费用	178	224	213	234	327	458
财务费用	-1	-4	11	0	0	0
资产减值损失	4	-2	-1	0	0	0
三、投资净收益	11	11	15	9	8	8
四、营业利润	459	568	835	1,324	1,512	1,961
加: 营业外收入	0	10	4	0	0	0
减: 营业外支出	4	13	3	0	0	0
五、利润总额	455	565	836	1,324	1,512	1,961
减: 所得税	153	191	209	331	378	490
六、净利润	302	374	627	993	1,134	1,471
减: 少数股东损益	1	12	18	15	17	22
归属于母公司所有者的净利润	302	362	609	978	1,117	1,449
七、每股收益(元)	2.41	2.90	2.17	2.88	3.28	4.26

资料来源: 公司公告、山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们对这些信息的准确性及完整性不作保证，不保证该信息未经任何更改。在任何情况下，报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下，不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券股份有限公司所有，未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。