



上市公司跟踪报告

批发和零售贸易

买入 维持

小商品城 (600415)

2009 年 11 月 17 日

地产业绩或将超预期, 义乌市地位提升增强公司长期价值

批发和零售贸易行业首席分析师: 路颖

luying@htsec.com

021-23219403

消费组助理分析师: 潘鹤

panh@htsec.com

021-23219423

2009 年 11 月 16 日收盘于 45.48 元

6 个月目标价: 53.79 元 (调高), 一年以上合理价值区间 56.0-70.5 元

事件: 公司股价 2009 年 11 月 16 日异动, 涨幅 6.51%, 盘中曾触及涨停。今日上证综指涨幅达到 2.74%, 小商品城则以 6.51% 的涨幅收盘于 45.48 元, 超过了我们之前的目标股价底价 44.83 元。

简评和投资建议。我们近日也与公司也做了跟踪沟通: (1) 除了公司依旧稳健的市场经营业务新增了一部分租赁面积外 (三期一阶段五楼); (2) 公司前期拍的几块土地储备周边有更多更高价格的土地被拍走, 增强了市场对其地产业务贡献业绩可能超预期的认识; (3) 以义乌为中心的浙江省国际贸易试验区的推进工作也有可能取得一定进展, 这将有利于公司市场商铺长期价值和公司优势地位的提升; (4) 之前在新会展中心开幕的 2009 年义博会 5000 个摊位爆满, 而代表着公司效率和执行力的新会展中心投资较大幅度低于计划这也从折旧摊销费用节省方面增厚了利润。 (5) 控股股东恒大集团除小商品城上市公司体外的市场目前正处于整合中, 未来仍不排除以现金购买资产等形式注入上市公司。

尽管公司 2009 年 10 月到期的二期一阶段部分商户, 政府定价部分可能不提租并签约三年, 市场招租部分租金可能下浮的情况与之前部分投资者对公司提租的预期不相符合。但我们认为, 目前市场状况下提租, 或者今年不提租只签约一年的做法未必由于目前的做法, 从维护市场长远发展的角度, 今年外贸出口刚刚复苏, 不提租并一次收回三年的租金对公司短期业绩影响不大, 也有利于公司积极形象的维护。而且, 有三期一阶段五楼新收入租金和会展中心少投入少折旧摊销的正面影响, 以及房地产业绩超预期的可能, 公司实现甚至超过我们之前预期的可能性很大。

我们维持对公司 2009-11 年的业绩预期分别为: 1.384 元、1.793 元和 2.494 元, 净利润的增长率分别为 54.77%、29.54% 和 39.08%, (2009-11 年的预测由于对地产业务预测较为保守, 因此超预期可能性很大; 同时也未考虑公司旗下市场提价的可能), 其中我们对地产 2009-11 年贡献的 EPS 预测分别为 0.187 元、0.312 元和 0.388 元。公司业绩增长的高速和确定性使公司成为攻守兼备的投资品种的代表。

我们继续维持“买入”评级, 结合 A 股市场估值水平和同行业公司估值水平的提升, 以及公司未来可能超预期的业绩, 我们调高 6 个月目标价至 53.79 元 (对应 2010 年 EPS 以 30 倍的 PE, 而实际上 2011 年才是公司目前所有资产全年贡献业绩的年份)。从近期来看, 国际贸易试验区如果有实质性推进、高增长的年报披露以及公司传统的高送配等都可能成为股价短期的催化剂。而从 2010 年来看, 公司下半年三期二阶段的招租也有可能是业绩和估值提升的催化剂。

而如果简单以租金价格 (我们参考的是目前政府定价的租金水平, 而非全线放开的市场租金价格水平) 所对应的其商业物业的重估价值 (不考虑公司市场经营之外的其他业务的价值) 也应该在每股 56.0-70.5 元, 这个是反映了公司三期二阶段全面招租后公司市场业务的相对保守的价值, 也是我们给出的一年的目标价 (公司持续经营的房地产业务也应享有一定的估值, 而在这个估值中我们没有考虑)。

主要重点跟踪事项的最新动态。

(1) 市场经营主业最新动向: 国际商贸城三期一阶段五楼完成出租, 估计以完整年度计算可增厚净利润 4000 万以上 (折合 EPS 为 0.06 元以上); 三期二阶段建设顺利, 将于 2010 年 10 月投入, 2010 年 8-9 月份将完成招租; 2009 年 10 月到期的二期一阶段政府招租部分将不提价, 市场招租部分可能向下有所浮动, 预计减少 1500 万左右收入和 1100 万左右净利润 (折合 EPS 不到 0.02 元), 影响不大。

国际商贸城三期一阶段五楼建筑面积约 15 万平米，如果以 40% 的有效出租率计算，可计价面积约 6 万平米。而近期五楼作为生产企业直销中心已经完成招租，租金为 1000 元/平米（与二阶段、一阶段的高楼层生产企业直销中心租金基本一致略有提高），租期为 1 年。以此价格和有效出租面积简单测算，该项目可贡献 6000 万以上的租金收入，而由于折旧摊销成本在之前的三期一阶段开业后就已经全部计算，因此五楼的收入在扣除各项税费后可以体现为新增净利润，预计 2010 年及以后都在 4000 万以上，折合 EPS 新增在 0.06 元左右。

国际商贸城二期一阶段 2009 年 10 月到期，之前市场对其提租的预期比较高，但结合目前的国际国内经济环境和刚刚有复苏迹象但仍旧迷雾重重的外贸出口环境，公司还是决定该市场的政府招租部分将不提价，市场招租部分可能向下有所浮动。我们测算，二期一阶段市场招租部分的有效出租面积在 1.5 万平米左右，单价在 5000 元左右，如果下浮 20%，则影响收入 1500 万，预计减少净利润 1100 万左右，从全年的角度，折合减少 EPS 不到 0.02 元，因此影响非常小。而且从长远发展的角度，结合二期一阶段经营的品类目前面临的环境较差，这种处理也是可以接受的。而且，市场所担心这是否会影响到三期一阶段和二阶段市场招租价格，我们与公司沟通的结果应该是不需要过分担忧。此外，二期一阶段公司此次可能仍旧签 3 年协议，一次性收入 3 年的租金收入可以有效改善公司现金流，减少财务费用。

国际商贸城三期二阶段项目目前已经建到地面三层以上（项目共五层），预计 2010 年 10 月义博会之前按照惯例投入使用应该不成问题，而招租工作预计在 2010 年 8-9 月份可以完成。由于三期一阶段与二阶段的土地是完整地块，土地成本已经在三期一阶段开业后就开始摊销，我们预计三期二阶段开业后毛利率和净利润率将高于三期一阶段。由于 2010 年三期二阶段只贡献 2 个月的收入和利润，公司 2011 年在其全年贡献业绩后可望取得净利润将大幅提升。

（2）公司 2010 年将销售的东城印象项目预计销售均价将超出我们之前预测的 1.2 万/平米 50% 以上；公司杭州 18.9 亿拍得的钱江新城地块周边有两块小地块拍卖价格又创新高；而公司 20.8 亿拍得的义乌荷叶塘项目地块当时 5200 元/平米的楼面地价被当前的 8700 元/平米刷新。公司地产项目未来销售均价和贡献净利润有望超出我们之前的预期。公司控股地产公司的 10% 左右的少数股东权益有被收回母公司的可能。

公司今后仍旧会在房地产领域有计划的获得土地和开发，而主要开发地域可能是公司比较熟悉，土地招牌市场比较规范的义乌、杭州等地。从近期可实现的利润看，2009 年四季度，义乌嘉禾广场项目将除了少部分底层商铺外将全面结算收入和利润。该楼盘估计整体可贡献 2.4 亿利润总额，净利润约 1.8 亿左右，假设 2009 年结算 80% 左右，并考虑到少数股东权益，预计 2009 年结算净利润约 1.3 亿，折合 EPS 为 0.187 元；该楼盘预计 2010 年结算的另外 20% 可贡献 0.047 元的 EPS。

从 2010 年到 2012 年来看，公司房地产业务超出我们预期的可能性很大。

（A）2010 年将出售的杭州东城印象项目，2007 年 3 月拍得土地时楼面价为 7106 元/平米，我们之前的预测销售均价为 12000 元/平米。而目前来看，该项目周边楼盘由于便利的交通环境（杭州城东板块）销售均价已经到了 16000-18000 元/平米。如果以 3.6 万平米的建筑面积测算，该楼盘 2010 年开盘后的均价以周边楼盘均价 17000（预计将会超过这个水平）测算，则较我们当初的预测（4.32 亿收入，5200 万净利润）增加了 1.8 亿的销售收入和大约 1.25 亿的净利润。该楼盘部分销售收入和利润有可能在 2010 年四季度得到体现，但 2011 年全面体现的可能性更大。该楼盘贡献的 1.77 亿净利润折合到 EPS 约为 0.257 元，比我们之前的预测多了 0.181 元，预计 2010 和 11 年分别确认 40% 和 60%。

（B）2008 年以 20.8 亿拍得的义乌荷叶塘项目（距离义乌国际商贸城最近的楼盘），当时的楼面价在 5000 元/平米左右，我们之前的预测销售均价为 9500 元/平米。而近期该楼盘附近的地块拍出了 8700 元/平米的楼面价，目前保守预计公司荷叶塘项目的销售均价将在 12000 元/平米以上，大大高出了我们之前的预期。该楼盘计划建筑面积 40 万平米，我们预计 2010-12 年将分三年确认收入和利润。之前以 9500 元/平米对该楼盘销售收入和净利润的贡献分别为 38 亿和 3.15 亿，而如果以 12000 元/平米的销售均价计算，将增加收入和净利润分别约为 10 亿和 5.5 亿。该楼盘（以 12000 元/平米均价测算）可贡献的净利润 8.65 亿考虑到少数股东权益后约为 7.79 亿，折合 EPS 约为 1.145 元，比我们之前的预期多了 0.728 元，预计 2010、11 和 12 年分别确认 30%、50% 和 20%。

（C）公司 2009 上半年以 18.9 亿拍得的杭州钱江新城项目当时以 20600 元/平米的楼面价曾经在房地产市场尚处于低迷期的引起关注和疑虑，但从目前周边楼盘的销售状况看，公司该项目未来贡献的净利润有望超过我们之前 3 亿的预测（我们当时预测的均价为 3 万元/平米，毛坯房）。根据我们的跟踪，公司未来可能将这个楼盘规划为高端精装楼盘，预计成本可能达到 3 万元/平米，而根据 2009 年下半年新开盘的周边精装修房 3.8 元以上的均价，公司 9.17 万平米建筑面积的这个楼盘有望贡献 5 亿以上的净利润，考虑到少数股东权益折合 EPS 约为 0.653 元，预计 2011-12 年体现。

（D）公司地产公司原来为控股子公司，其中有 10% 的少数股东股权，预计这部分股权有可能收回，地产公司成为全资子公司，这也会在一定意义上增厚公司的 EPS。

需要提醒的是，公司地产业务贡献的 EPS 与地产确认收入的时间关系很大，这也是影响 EPS 波动的因素，不过公司净利润中房地产贡献的比重不是非常高，因此影响不大。

（3）新会展中心已投入使用，投资额大大低于之前预期，可降低折旧摊销费用并增厚净利润。在新会展中心进行的 2009 年 10 月的义博会订单情况良好。

公司计划投资 18 亿元的义乌国际小商品博览会场馆包括一个 24 万平米的含有 5300 个国际标准占位的主体展馆（计划投入 13 亿），和一个 5.56 万平米的包括 337 间客房的五星级酒店（计划投资 5 亿）。其中主体展馆 2009 年 10 月已经投入使用，五星级酒店目前尚在建设期，预计 2011 年之后开业，短期不影响业绩。

主体展馆的计划投资为 13 亿，但实际只用了 7 亿左右，少用的 5-6 亿投入估计可每年节约折旧摊销费用 2000-2500 万，从一个完整的财年可增厚 EPS 约 0.03 元左右。新会展中心每年将举办义博会、森博会、旅博会、五金博览会等国家级展览 8 次，还包括 30 多次其他小型展览。公司预计新会展中心将会吸引更多的会展进入。由于该项目开业后几年有政府按照投资额 3% 比例补贴的贴息贷款，因此虽然投入大但仍旧会略有盈余。虽然此项目自身盈利能力有限，但对整个国际商贸城竞争力和吸引力的提升有较大积极意义。

2009 年 10 月的义博会五天展期实现展览成交额同比增长 11.4%；其中外贸成交额同比增长 7.2%；内贸成交额同比增长 13.2%。参会境内外人数同比增长 17.2%；其中境外客商同比增长 8.5%。据公司了解，经营户获得的大单开始明显增多，部分厂商的订单已经排到明年年中。这对公司 2010 年之后租金价格的稳中甚至有升提供了较好的环境。

（4）国际贸易试验区一旦有实质性推进，将提升公司中长期优势地位以及投资价值，也可能是短期股价催化剂。

2009 年浙江省向国务院报告义乌作为“国际贸易试验区”试点的相关事宜。2009 年 7 月，在海关总署大力推动下，义乌海关顺利成立，进一步完善了义乌市场的外贸监管服务体系。2009 年 10 月底，商务部部长陈德铭、海关总署署长盛光祖以及国家发改委等领导相继到义乌进行调研考察，陈德铭表示在义乌开展国际贸易综合改革试点很有意义，商务部将大力支持、积极推进。

国际贸易试验区可能获取的优惠政策包括：设立单独通关口岸，设立保税区（有利于加工贸易在区内的发展），外贸人民币结汇试点等。如果义乌国际贸易试验区有进一步的实质性推进，义乌作为全球小商品集散地的集聚能力将会被更大程度的强化，本来具备的优势也将更加显著。这对公司旗下各大市场经营的租赁业务都将是长远的利好，而对义乌房地产也会形成重大支撑。

（5）控股股东恒大集团除小商品城上市公司体外的市场目前正处于整合中，未来仍不排除以现金购买资产等形式注入上市公司。

2009 年义乌市成立了国资四大集团，其中恒大集团囊括了义乌所有的与市场经营有关的业务，除了小商品城，还包括家具、建材、副食品等市场。政府内部也形成了对这些资产进行梳理和资本化的计划，预计在整合之后注入小商品城上市公司主体的可能性比较大。经过半年左右的整合，这些市场的管理架构得到了明晰，但在产权方面仍存在需要理顺的地方。预计全面理顺还需要到 2010 年之后，预计整合完成后这些市场的盈利能力能够得到较大提升，但目前尚难以做明确预期。

相关报告：

小商品城跟踪报告：义博会 21-25 日顺利开幕，影响力日渐提升（维持买入）20091023

小商品城 2009 三季报点评：三季度净利润同比增长 60%，前三季度增幅超过 40%，四季度地产收益确认将带来更高增幅（维持买入）20091015

小商品城 2009 半年报点评：未确认地产收益报告期净利润增幅仍超过 30%（剔除地产影响增幅超过 50%）（维持买入）20090720

小商品城调研简报及业绩预测更新_地产收益可能超出预期（维持买入）20090621

小商品城调研简报_外延内生仍有增长空间（维持买入）20090518

小商品城 2009 年一季报点评_国际商贸城三期一阶段贡献净利润超出预期，全年业绩有望超过我们之前预测（维持买入）20090429

小商品城 2008 年报点评：业绩将持续快速增长，调高目标价至 88.18 元以上（维持买入）20090424

小商品城业绩快报点评_全面摊薄 1.79 元的 EPS 超过此前市场 1.6 元多的市场预期（维持买入）20090402

小商品城公告点评_新控股股东恒大集团整合义乌各类市场地位确立（维持买入）20090401

小商品城公告点评_义乌国资对绝对控制权态度重视有利于公司长远发展和资源维护（维持买入）20081224

小商品城三季报点评_前三季度净利润增长超过 90%（维持买入）20081028

小商品城关于国际商贸城三期二阶段和篁园市场改造财务效益评估的公告点评（维持买入）20081018

小商品城关于公司所属市场商位使用权权利质押贷款等情况的公告的点评（维持买入）20081016

小商品城关于三期一阶段招（选）商等情况公告的点评（维持买入）20081014

小商品城调研简报及中报点评_调高 2009-10 年业绩预期_（买入，维持）20080726

小商品城定向增发过会 7 月 4 日复牌（买入，维持）20080704

小商品城交流会纪要_小商品城董事局主席等与投资者交流：解答疑问，提升我们对公司增速和确定性信心 20080623

小商品城公告点评_新会展中心未来盈利或高于此前预期，业绩的确定性提升投资价值（调高评级至买入）20080619

小商品城两则信息点评_义乌公布国际商贸城三期市场招商方案价格高于预期；义乌一楼盘预定售罄，价格超过之前预测 20%（增持，维持）20080528

小商品城公告点评_控股子公司 20 亿拍得土地，开发住宅和商铺，2010 年以后开始贡献业绩（增持，维持）20080515

小商品城澄清公告点评（增持，维持）20080519

小商品城一季报点评_费用节约拉高一季度增幅，三期租金价格可能提高调高 2008-09 业绩预期（增持，维持）20080428

小商品城年报点评（增持，维持，目标价 120-130）20080401

小商品城 DCF 估值更新_DCF 估值结果为 128.88-172.82 元（增持，维持）20080316

小商品城公告点评_定向增发及资产注入议案点评（增持，维持）20080306

小商品城调研报告_长期前景看好，短期业绩增长面临一定压力（增持，维持）20080125

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘鹤：消费组助理分析师

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。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授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。