

买入 维持

小商品城 (600415)

2010 年 1 月 28 日

预增 09 年净利润增长 50%以上，未来几年公司内生外延增长潜力仍较大

批发和零售贸易行业首席分析师：路颖

luying@htsec.com

021-23219403

批发和零售贸易行业研究团队：潘鹤

panh@htsec.com

021-23219423

批发和零售贸易行业研究团队：汪立亭

wanglt@htsec.com

021-23219399

2010 年 1 月 27 日收盘于 43.34 元

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

事件：公司今日（2010 年 10 月 27 日）发布 2009 年度业绩预增公告，预计 2009 年公司净利润较 2008 年增长 50%以上。公司 2008 年净利润为 60855 万元，按照预增，公司 2009 年净利润 91283 万元以上，EPS 在 1.342 元以上。公司公告称其业绩增长的主要原因是三期市场一阶段 08 年 10 月投入使用，09 年全年贡献业绩对净利润贡献较大所致。

简评和投资建议。公司此次业绩 09 年业绩预增基本符合我们之前的预期 1.384 元，我们维持对公司 2010-11 年的业绩预期分别为：1.793 元和 2.494 元，净利润的增长率分别为 29.54%和 39.08%，（我们对公司地产业务预测较为保守，同时也未考虑公司旗下市场提价的可能），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。

我们认为公司目前处于估值相对洼地，继续维持“买入”评级，维持公司 6 个月目标价 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，市场此前预期的国际贸易试验区如果有实质性推进、公司具备高送配的传统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。

我们还想重申的是：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）。

我们对公司近期动向的主要观点。

（1）义乌市以小商品出口为主的进出口贸易 2009 年仍保持了增长，而近期市场也比较景气。2010 年我们预计这种回暖趋势仍将延续，而且，由于公司经营品种多，市场也相对分散，因此缓解不同市场波动的能力非常强。

根据义乌商报 2010 年 1 月 19 日第九版报道，2009 年在全国和浙江省进出口值均负增长的情况下，义乌市自营进出口总额累积 23.6 亿美元，同比增长 12.9%；其中自营出口 21.4 亿美元，同比增长 11.9%；自营进口 2.2 亿美元，同比增长 24.1%。2009 年下半年义乌出口形势回升较好，自营出口超过两亿美元的月份为 7 月、9 月、10 月和 12 月，全部集中在下半年，2 月份受春节和市场休市影响，成为全年出口最低月，但是自 2 月份以后出口逐渐回升。在出口对象上，对欧盟和美国出口增长强劲。义乌去年对欧盟出口 4.7 亿美元，同比增长 26.1%，占出口总值 22%；对美国出口 3.5 亿美元，同比增长 21%，占 16.5%。受迪拜危机影响，对阿联酋出口 1.5 亿美元，同比增长 2.26%，增幅较小，占 7.1%。受俄罗斯灰色清关影响，对俄罗斯出口仅 0.76 亿美元，同比下降 33%，降幅较大，占 3.6%。

（2）关于公司短期和未来两年业绩预期。公司预约 3 月 2 日披露 2009 年报，且根据预增情况基本符合我们之前的预期。而从历史来看，公司有良好的分配传统，注重对投资者的回报。2010-11 年我们对公司 EPS 的预测分别为 1.80 元和 2.50 元左右，我们认为，公司能够实现这种增长的确性很强。

而从外延市场拓展看，2010 年 10 月前完成招租的三期二阶段 2010 年可以贡献 2 个多月的收益（由于土地等前期已经开始摊销，因此二阶段的净利润率将高于一阶段），2011 年可以贡献全年的业绩，支撑公司 2011 年更高速的增长。而篁园、宾王市场将成为公司 2011-12 年外延扩张的重要看点。随着公司旗下市场的增加，以及分阶段开业，公司原有的价格较低的市场未来几年政府定价部分的租金价格仍旧有阶梯性上调的可能。

最后需要强调的是，我们目前所做的业绩预测均未包含上述积极因素可能带来的业绩支撑（比如市场凝聚力提高后租金价格的提升等）。

（3）义乌市其他市场的发展情况以及恒大集团（小商品城大股东）的地位。恒大集团旗下除上市公司资产之外的其他市场类资产目前仍处于产权、资产处理的过程中，我们认为 2010 年这个过程将取得阶段性进展。而这些市场梳理完成后，我们不排除这些市场有望以现金收购等方式进入上市公司。

此外，义乌市可能会筹备一个义西材料市场，如果从行业分工的角度看，这个市场给恒大集团主导建设的可能性很大。从长期来看，以及从我们对义乌成立恒大集团并对其和小商品城的定位的判断来分析，我们认为这个市场长期来说对小商业的支撑有较大的积极意义。义西市场将主要以小商品生产的原材料以及机械设备等为主要交易商品，对国际商贸城目前的经营产业是一个补充，同时也对恒大集团和小商品城市场经营业务的拓展和规模扩大有积极意义。

（4）小商品城在电子商务、虚拟与实体市场结合等方面仍旧有很大发展空间。公司在电子商务的发展上一直非常重视，在 BtoB 类业务的发展战略方面有一些长远的规划。我们认为，借助于公司强大的实体摊位资源的优势，和拥有的品牌优势、商誉等，公司有能力在 BtoB 和商品标签标准化方面做出突破。小商品城市场内经营的商品名目 170 多万种，占所有的 220 多万种商品的近 80%，因此在做商品识别标准化方面有得天独厚的优势。而如果在这一领域取得进展，不仅是“物联网”概念在现实中真正有意义的体现，对增强小商品城市场的全球凝聚力层面上积极意义更大。

（5）浙江省推动的区域发展规划中，以义乌为龙头的国际贸易实验区可能是其中的重要内容。而根据我们对一些相关新闻报道的解读，我们认为这个规划目前在商务部、浙江省层面上已经有一定共识。我们认为，如果这个规划得到实施，对义乌小商品城的地位提升、义乌市场的核心竞争力等都将有极大提升。从中长期看，这对国际商贸城三期二阶段招租价格，未来的篁园、宾王市场的招租价格等都会起到很大的支撑作用。

相关报告：

小商品城跟踪报告：地产业绩或将超预期，义乌市地位提升增强公司长期价值，调高目标价至 53.79 元（维持买入）20091117

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：批发和零售贸易研究团队

汪立亭：批发和零售贸易研究团队

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、海宁皮城。

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。

免责声明

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。