



成长最为确定的上市公司

——小商品城（600415）分析报告

中原证券研究所 胡铸强

证券投资咨询业务职业资格编号：S0730209120121

Huzq@ccnew.com

021-50588666-8023

核心观点

2010年国际商贸城三期二阶段市场和篁园市场的改建竣工，在不考虑国际商贸城二阶段一期市场租金涨价因素和大股东资产注入因素，公司未来三年复合增长率将达到**29%**。由于市场经营业务特定的经营模式，公司预收**2-5**年的租金，这使得公司未来增长非常确定。

目录

- 商业模式难以复制
- 公司背靠大树
- 市场经营外延性增长确定
- 房地产业务健康成长
- 商品销售业务萎缩对公司损益影响较小
- 其他业务稳步发展
- 贷款业务值得期待
- 宏观经济利好因素逐步增多
- 盈利预测
- 主要不确定因素

公司商业模式难以复制

■ 公司简介

- 全国最大的专业批发市场发展商
- 主营业务还包括房地产、酒店、展览和商品贸易

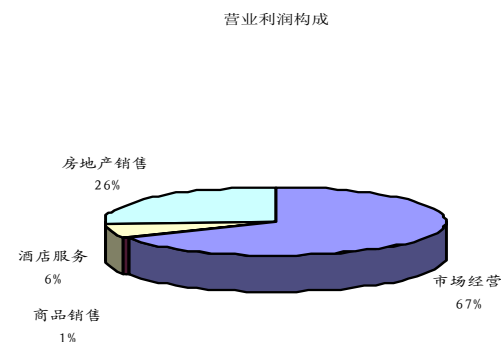
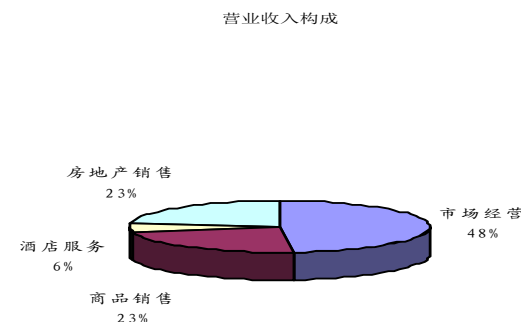
■ 商业模式不可复制

- 品牌、知名度和覆盖的小商品产业链广度在全球范围内无可替代

■ 公司收入的确定性强

- 商业模式决定公司可预收租金
- 市场租金存在双轨制，长期租赁合同价格接受政府指导，单位租金低于市场租金标准
- 市场转租价格较高，退租现象极少发生

2008年公司营业收入和营业利润构成



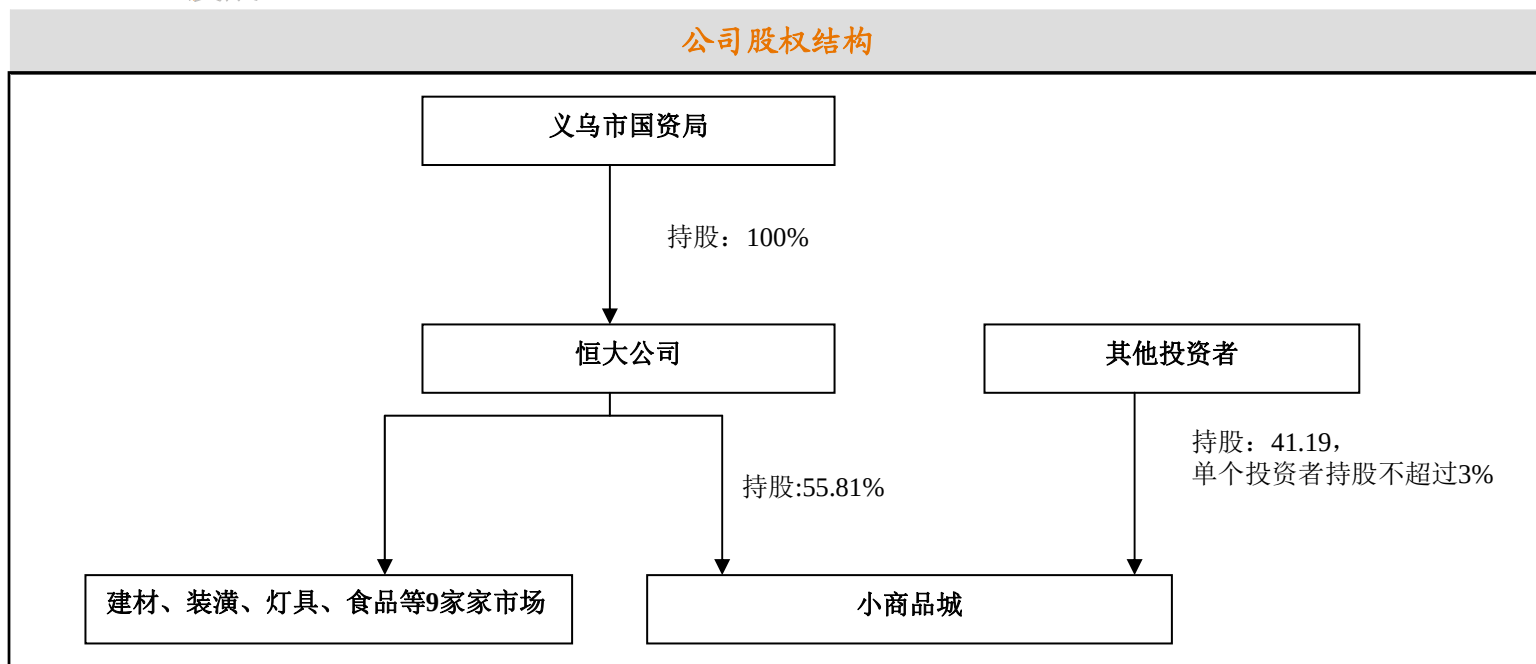
资料来源：公司公告

目录

- 公司盈利模式独特
- 公司背靠大树
- 市场经营外延性增长确定
- 房地产业务健康成长
- 商品销售业务萎缩对公司损益影响较小
- 其他业务稳步发展
- 贷款业务值得期待
- 宏观经济利好因素逐步增多
- 盈利预测
- 主要不确定因素

公司背靠大树

- 恒大公司成为控股大股东
- 维护市场繁荣、地方政府与公司利益一致
 - 小商品贸易是当地最主要的经济支柱
 - 危机中政企合作，维护市场繁荣
 - 政府对小商品经营户的救助客观上增强了小商品经营户的信心，有利于公司长期发展



资料来源：公司公告

目录

- 公司盈利模式独特
- 公司背靠大树
- 市场经营外延性增长确定
- 房地产业务健康成长
- 商品销售业务萎缩对公司损益影响较小
- 其他业务稳步发展
- 贷款业务值得期待
- 宏观经济利好因素逐步增多
- 盈利预测
- 主要不确定因素

外延性扩张推动租金收入迅速增长

- 公司市场资源主要包括篁园市场、宾王市场和国际商贸城
- 2009年受益国际商贸城三期一阶段市场投入使用
 - 三期一阶段市场建筑面积108万平米，2008年10月竣工投入使用
- 2010年10月三期二阶段市场59万平方米将投入运营
 - 三期市场土地使用权已开始摊销，三期二阶段市场投入使用后若均价维持不变，毛利率将高于一阶段

公司市场经营业务营业收入增长情况

时间	年初市场面积	年末市场面积	营业收入	同比增幅	备注
2002年	48	82	121.5	/	2002年10月一期市场投入使用
2003年	82	82	283.71	133.51%	/
2004年	82	142	283.56	-0.05%	2004年10月二期一阶段市场投入使用
2005年	142	188	632.74	123.14%	2005年10月二期二阶段市场投入使用
2006年	188	188	911.6	44.07%	/
2007年	188	188	979.23	7.42%	/
2008年	296	296	1172.7	19.76%	2008年10月三期一阶段投入使用
1H2009	296	296	828.43	73.10%	/

资料来源：公司公告

公司商铺长期供不应求

- 随着公司经营户成长，其对经营面积需求有所增加
- 租赁价格管制使公司商铺具有一定的投资属性
 - 公司租赁价格接受政府指导，政府指导价远低于市场租赁价格
 - 双轨制价格体系使公司商铺具有一定的投资属性

2010年市场景气指数回升将推动商铺需求

■2009年时小商品城最困难的一年

■ 小商品城总成交额：411.59亿元，同比增7.8%（浙江同期下降13.8%）

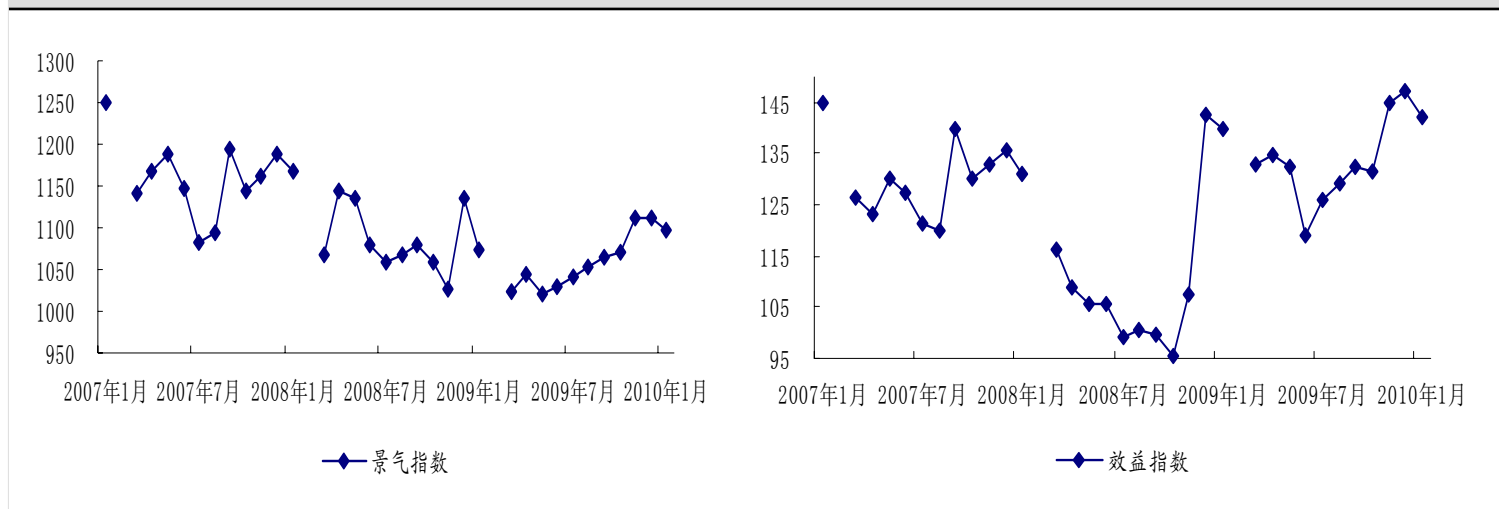
■ 2010年1月成交额同比提高7.13%，

■欧美市场复苏将使商铺需求趋于旺盛

■2010年1月欧美客商明显增多

■2010年宾馆入住率超过60%，去年同期仅有30%强

市场景气指数和效益指数稳步回升



资料来源：WIND

义务国际贸易实验区试点将是重点利好

■ 义乌国际贸易综合改革试点正在推进中

- 步骤1: 3—5年时间, 初步建立新型商贸监管服务体系和便捷国际贸易通道
- 步骤2: 5—10年时间, 构建现代商贸流通体系, 形成区域产业联动新机制, 小商品贸易总量全球领先, 贸易效率达到世界先进水平
- 目标1: 小商品的出口更便捷, 建成全球最具影响力的国际小商品贸易中心
- 目标2: 义乌港”集装箱吞吐量达到**500**万标箱, 进出口总额达到**1000**亿美元左右

■ 试点工作中可能包括跨境贸易人名币结算试点

■ 温家宝总理和王岐山副总理都已对此做过批示

■ 海关总署署长就此问题亲自到义乌考察

■ 试点工作已经写入**2010**年浙江省政府工作报告

■ **3月6**日浙江省长表示发改委正式发函把浙江确定为转变经济发展方式综合试点, 具体内容包括推进义乌国际商贸综合改革试点

2010年市场经营收入有望增长24%

■三期二阶段新建和篁园市场改建值得期待

- 三期二阶段市场建筑面积将达到**59**万平米，计划于**2010年6月**竣工交付
- 篁园市场改建后建筑面积约为**32**万平米，计划于**2010年6月**交付
- 三期二阶段和篁园市场改建后平均租金价格将不会低于**4217元/平米**
- 三期市场土地使用权在三期一阶段投入使用时开始摊销，三期二阶段毛利率水平有望高于三期一阶段
- 篁园市场改建后由于土地使用权摊销维持低位，毛利率有望提高

■宾王市场局部改造将于**2009**年三季度完成

- 宾王市场食品摊位被改建成服装摊位
- 改建工作将于**2009**年三季度完成
- 改建后租金将被提高到**2000元/平米**以上

■公司为了筹措建设资金，发行**20**亿短期融资券

- 目前已发行了**10**亿元

2011年后市场经营业务看点依然颇多

■2010年后大股东资产有望注入

- 恒大公司在获得公司主要股权的同时获得了另外**9**大市场的股权，此批市场建筑面积超过**90**万平米
- 恒大公司曾表示将在此批市场梳理完毕后择机注入上市公司
- 预期注入将在在**2010**年之后
- 若此批资产注入上市公司，公司盈利能力有望提高

■资本市场对公司提高租金寄予厚望

- 二期一阶段**40**万平米市场租金合约即将到期，市场对提高租金寄予厚望
- 短期内提高租金尚有阻力
 - 金融危机中公司更关注协助租户开拓市场，将避免增加租户经营成本
 - 公司长期租约价格接受政府指导，政府当前更多的考虑“维稳”问题
- 公司可能先签订短期合同作为过渡，在经济环境转好后再实施价格调整
- 即使提价，新的价格水平将还是低于当前市场租价，租赁市场价格双轨制将长期纯在

■市场经营收入将于**2011**年全面释放

资料来源：中原证券研究所、国家统计局

市场经营收入将于2011年全面释放

公司未来三年市场经营收入预测

市场	面积 (万平方米)	单位租金 (元/平方米)	有效 出租率	市场租金收入（万元）			
				1H2009A	2009E	2010E	2011E
篁园市场	32	4217	45%	0	0	14574	58296
宾王市场	32	2000	35%	0	5600	22400	22400
国际商贸城一期	34	1590	37%	9601	20002	20002	20002
国贸二期一阶段（1-3层）	48	2080	35%	17123	34944	34944	34944
国贸二期一阶段（4-5层）	12	960	40%	2101	4608	4608	4608
国贸二期二阶段（1-3）层	32	1985	33%	9757	20962	20962	20962
国贸二期二阶段（4-5）层	8	960	38%	1401	2918	2918	2918
国贸三期一阶段	108	4217	22%	41288	100196	100196	100196
国贸三期二阶段	59	4217	22%	0	0	13137	52547
总计	333	/	/	81270	189230	233741	316873

资料来源：中原证券研究所

资料来源：中原证券研究所、国家统计局

外延性增长支持公司良好表现

外延性增长支持公司股价表现



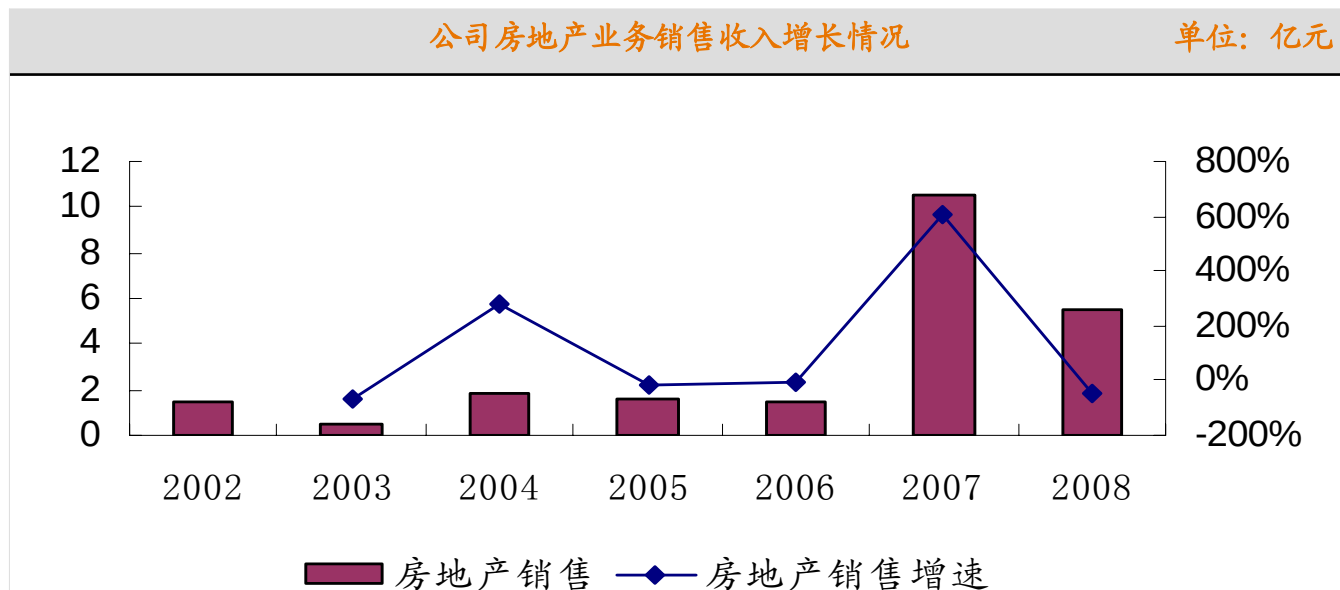
目录

- 公司盈利模式独特
- 公司背靠大树
- 市场经营外延性增长确定
- 房地产业务健康成长
- 商品销售业务萎缩对公司损益影响较小
- 其他业务稳步发展
- 贷款业务值得期待
- 宏观经济利好因素逐步增多
- 盈利预测
- 主要不确定因素

房地产业务健康成长

■ 公司房地产业务健康成长

- 2008年公司房地产业务实现营业收入**5.46亿元**，毛利率水平达到**42.67%**
- 因**2009**年至今未有新盘竣工结算，上半年房地产营业收入仅有**1004万元**
- 嘉禾广场将于**2009**年下半年结算，有望实现**8亿元**营业收入



资料来源：公司公告

公司房地产项目结算情况预测

■ 公司土地储备较为充足

- 公司目前的土地储备能满足未来三年的房地产开发业务
- 公司近期明显加大了那地的投入
 - 上月公司拍的杭州地王：钱江新城
- 由于近期拿地成本较高，若房地产价格维持目前水平，公司未来毛利率将下降

■ 目前储地情况看2011年将是房地产业务营业利润释放高峰

公司未来三年房地产项目结算情况预测

项目	确认面积（万平米）						均价假设		确认收入（百万元）					
	1H2009	2009	2010	2011	2012	2013	（元/平米）		1H2009	2H2009	2010	2011	2012	2013
金桥人家	0.15	0	0	0	0	0	6700		10	0	0	0	0	0
嘉禾广场	0	9	1	0	0	0	10500		0	945	105	0	0	0
杭州东城印象	0	0	3	0.6	0	0	22500		0	0	675	135	0	0
义乌荷叶塘住宅区	0		8	17	12	2	11000		0	0	880	1870	1320	220
杭州钱江新城项目	0	0	0	1	3.5	5	31000		0	0	0	310	1085	1550
总计	0.15	9	12	18.6	15.5	7	/		10	945	1660	2315	2405	1770

资料来源：中原证券研究所；备注2009年上半年数据取自2009年半年报，其他数据均为预测值

目录

- 公司盈利模式独特
- 公司背靠大树
- 市场经营外延性增长确定
- 房地产业务健康成长
- 商品销售业务萎缩对公司损益影响较小
- 其他业务稳步发展
- 贷款业务值得期待
- 宏观经济利好因素逐步增多
- 盈利预测
- 主要不确定因素

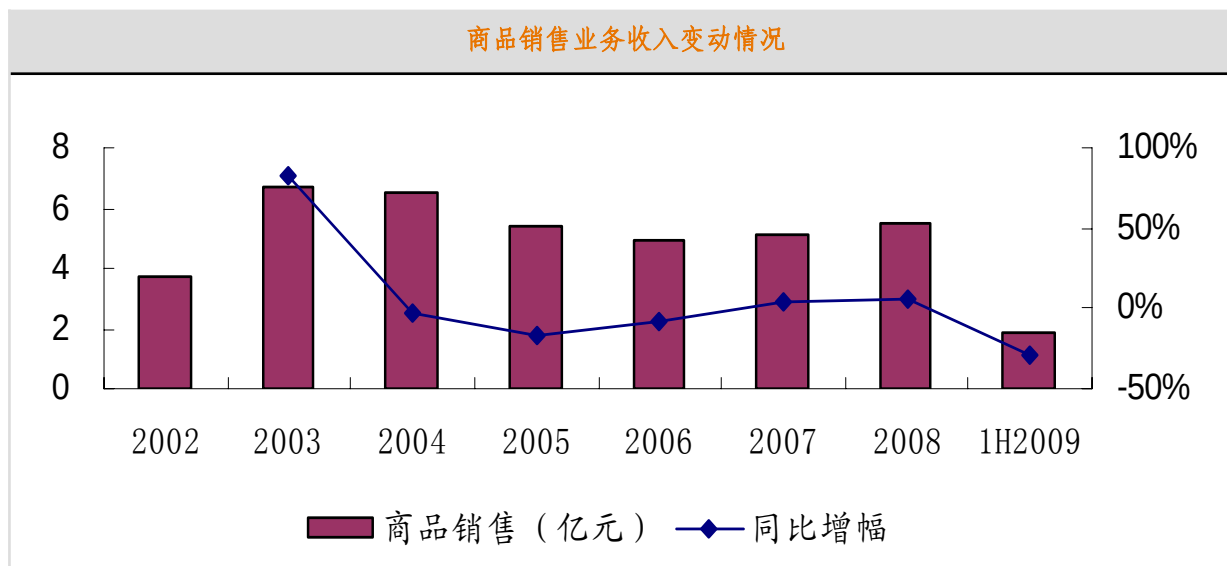
商品销售业务萎缩对公司损益影响较小

■ 受宏观经济影响，2009年上半年商品销售业务出现萎缩

- 2008年商品销售实现营业收入**5.49亿元**
- 2008年商品销售业务毛利率为**1.68%**
- 2009年商品销售业务实现营业收入**1.82亿元**，同比下滑**29%**

■ 商品销售业务萎缩对公司损益影响较小

- 2008年，商品销售业务营业利润约占公司营业利润的**1%**
- 该项业务的萎缩对公司损益影响较小
- 宏观经济复苏后商品销售业务有望复苏



资料来源：中原证券研究所

其他业务稳步发展

■ 会展业务营业收入将主要体现在下半年

- 三阶段一期市场平面广告业务使公司上半年会展业务收入增长**42%**
- 上半年会展业务毛利率高达**53.35%**
- 义博会将于下半年召开，会展业务营业收入将主要体现在下半年

■ 酒店业务下半年有望环比增长

■ **2009年上半年，酒店业务实现营业收入6527万元，同比下降16.22%**

■ 金融危机导致上半年酒店入住率有所下降

■ **酒店入住率有望环比增长**

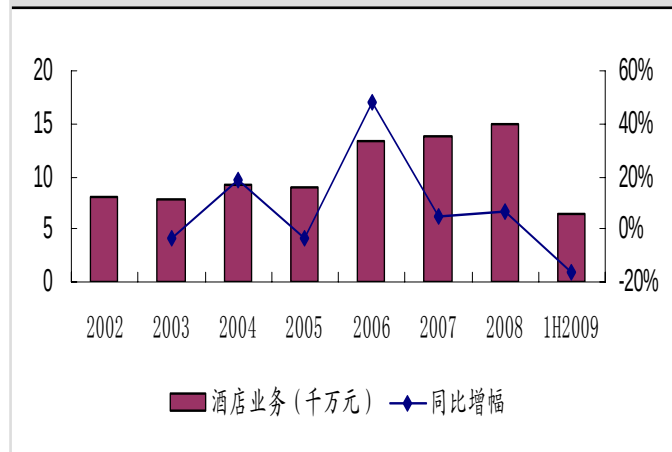
■ 采购旺季一般8月开始

■ 义博会在下半年召开

■ **2011年篁园市场配套酒店投入使用后，酒店业务有望快速增长**

■ 会展业务和酒店业务占比较小，短期内对公司损益影响有限

会展酒店业务营业收入变动情况



资料来源：中原证券研究所

公司不断拓展新的利润增长点

■ 小额贷款业务值得期待

- 公司发起组建小额贷款公司，注册资本**2亿元**，公司持股**20%**
- 依托现有租户，小额贷款业务有望成为公司新的利润增长点
- 为商场租户提供新的增值服务

■ 尝试介入私募股权投资业务

- **2009年10月3000万元**投资北京义云清洁技术创业投资有限公司
 - 注册资本**3.5亿元**，工资占股**8.57%**
 - 投资方向：可再生能源、节能、环保、新材料、可持续交通、智能电网、生态农业及碳减排等清洁技术领域
- 聘请上海欧擎创业投资发展中心、上海欧擎投资管理有限公司作为管理公司
 - 主要业务方向：上市前私募股权投资业务

宏观经济利好因素逐步增多

- **2010年欧美市场消费需求有望回暖**
 - 欧美经济趋于稳定，开始步入复苏路径
- 欧美消费需求回暖将使公司市场营销、商品销售、会展和酒店业务受益

目录

- 公司盈利模式独特
- 公司背靠大树
- 市场经营外延性增长确定
- 房地产业务健康成长
- 商品销售业务萎缩对公司损益影响较小
- 其他业务稳步发展
- 贷款业务值得期待
- 宏观经济利好因素逐步增多
- 盈利预测
- 主要不确定因素

■ 主要假设

- 市场三阶段二期和篁园市场改建将于**2010**年三季度前结束，四季度投入运营。
- 市场三阶段二期和篁园市场租金均价同市场三阶段二期一致(**4217元/平方米**)
- 宾王市场**2009**年三季度改造完成，四季度投入运营。
- 房地产项目结算情况如未来三年房地产业务结算情况预测表

盈利预测

公司管理费用和销售费用占主营业务收入之比变化情况

单位：%

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	26.40	35.42	47.08	63.20
营业成本	13.28	17.70	24.47	33.11
营业税费	1.49	1.42	1.88	2.53
销售费用	1.20	1.28	1.55	1.90
管理费用	2.13	2.30	3.06	4.11
财务费用	0.11	0.05	0.32	0.53
资产减值损失	-0.01	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.15	0.00	0.00	0.04
营业利润	8.35	12.67	15.79	21.06
营业外收入	0.04	0.09	0.00	0.00
营业外支出	0.03	0.00	0.00	0.00
利润总额	8.36	12.76	15.79	21.06
所得税	2.09	3.19	3.95	5.27
净利润	6.27	9.57	11.84	15.80
少数股东权益	0.18	0.19	0.24	0.32
归属母公司净利润	6.09	9.38	11.61	15.48
EPS（元）	2.17	1.38	1.71	2.28

资料来源：中原证券研究所

- 不考国际商贸城三期一阶段可能的涨价因素和恒大集团资产注入因素，预计**2009年-2011年**公司每股收益分别为**1.38元**、**1.71元**和**2.28元**。以**2010年2月25日47.40元**的收盘价，公司相对于**2009年、2010年**的**PE**分别为**34.64倍**和**27.72倍**，结合未来四年（**2008年-2011年**）**29%**的复合增长率，维持“买入”投资评级。
- 公司业绩快报：**2009年预增50%以上**

2010年业绩可能的触发诱因

- 恒大集团其他市场资产梳理取得实质性进展
- 义务国际贸易实验区设立取得实质性进展

目录

- 公司盈利模式独特
- 公司背靠大树
- 市场经营外延性增长确定
- 房地产业务健康成长
- 商品销售业务萎缩对公司损益影响较小
- 其他业务稳步发展
- 贷款业务值得期待
- 宏观经济利好因素逐步增多
- 盈利预测
- 主要不确定因素

主要不确定因素

- 出口复苏存在不确定性，可能间接影响公司新建市场的出租率和租金定价
- 母公司市场资产注入存在不确定性
 - 注入时间存在不确定性
 - 注入方式存在不确定性
- 未来房地产业务毛利率存在下滑风险



谢 谢

Q&A

中原证券研究所联系人：马钦琦

电话：021-50585908 传真：021-50587779

地址：上海浦东世纪大道1600号浦项商务广场18F

邮编：200122