



上市公司公告点评

研究报告
批发和零售贸易

买入 维持

小商品城 (600415)

2010 年 4 月 19 日

南昌拿地预计贡献 3 亿左右净利润，市场租赁业务决定公司中长期价值

批发和零售贸易行业首席分析师：路颖
SAC 执业证书编号：S0850203100078
luying@htsec.com
021-23219403

潘鹤
联系人

panh@htsec.com
021-23219423

汪立亭
联系人

wanglt@htsec.com
021-23219399

2010 年 4 月 16 日收盘于 48.38 元
6 个月目标价：59.64 元

公告内容。小商品城 2010 年 4 月 17 日公告：全资子公司义乌中国小商品城房地产开发有限公司，通过竞拍程序于 2010 年 4 月 15 日与南昌市国土资源局签订了国有建设用地使用权出让合同。该地块占地面积 108449.18 平方米，用途为居住用地，商业、金融业用地，社会停车场库用地，坐落于南昌市红谷滩新区凤凰洲 A04、A10、A13、A15 地块。土地出让金总价为 4.84 亿元人民币，折合税后楼面地价 2314.50 元/平米，至公告日已交纳保证金 9680 万元，剩余款项将于 2010 年 4 月 25 日前全部缴清。

简评与投资建议。公司之前在南昌有过成功的房地产开发经验，与当地政府保持着良好的关系。而此次继续在作为二三线城市的南昌拍地，我们认为是在对南昌地产市场比较熟悉的基础上的又一次开拓。虽然中国房地产行业面临着较大的行业调控不确定性因素，但我们认为公司一则现金流状况良好，二则所开发的区域为风险相对较低的二三线城市，因此此项业务仍有望较有效增厚公司业绩（我们预计该楼盘有望在 2011 年预售，2012 年前后可能分两年确认地产收益）。

该地块位于南昌红谷滩新区凤凰洲区域（对该区域的发展前景可参见我们报告后的附文《南昌凤凰洲扩容达 6.5 平方公里新增用地约 1.97 平方公里 打造重要江岸景观地区》20100415《江南都市报》）。我们查阅的结果显示，该地块附近的楼盘价格基本都在 5000-6000 元/平米甚至更高。

根据公司公告披露的信息，4.84 亿元土地出让总价，2314.50 元/平米的税后楼面价，可基本测算出该楼盘建筑面积在 20 万平方米以上，而如果以 5500 元/平米的销售均价测算，该楼盘预计实现收入 11 亿，贡献净利润预计在 3 亿元以上。我们预计，2011 年该楼盘可开始预售，而 2012 年可开始确认收益，如果分两年确认的话，2012-13 年有望每年增厚 0.22 元左右的 EPS。我们将根据持续跟踪的情况对该项目做更细化的预测。

我们维持对公司 2010-12 年的业绩预测（暂未调整南昌项目的影响）：1.671、2.405 和 3.018 元，净利润的增长率分别为 24.21%、43.89%和 25.48%，其中房地产业务（有持续拿地、开发能力的房地产开发公司，且目前公司已经收回 10% 的少数股东权益）带来的 EPS 贡献分别为 0.379 元、0.520 元和 0.589 元（出于保守性原则，均未考虑各市场到期后远低于市场租金水平的政府定价部分可能的租金提升），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。

我们继续维持“买入”评级，维持 6 个月目标价至 59.64 元。（考虑到公司未来外延、内生增长潜力，以及我们业绩预测的保守性，我们给予公司 2011 年市场经营及相关业务贡献的 EPS 以 25-30 倍的 PE，给予 2011 年房地产业务以 15 倍 PE，得到公司的合理估值区间为 54.92-64.35 元）。我们认为，2010 年将是公司继续为未来外延、内生持续增长奠定基础的坚实一年。

表 1 是我们在之前的年报点评中对公司各项主营业务收入和毛利率的预测；表 2 是我们对公司合并损益表的预测。

表 1 小商品城主营业务分行业收入和毛利预测（2007-2012E，20100324 预测）

分行业	营业收入（万元）						营业成本（万元）					
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
市场经营	97923	116270	169673	188170	241533	290866	37688	39914	56758	61128	72207	83853
房地产销售	105596	54561	96089	129360	212000	288000	84172	24934	61876	82426	139520	189000
酒店服务	13873	14849	13877	16375	22621	23752	7602	7439	7910	8842	13120	13064
商品销售	51449	54880	65494	66804	68140	69503	50592	53965	64341	65628	66941	68280
展览广告	7425	7932	10429	13558	16269	17896	4095	4474	5550	8135	9273	10022
市场配套服务	1254	1624	1988	2160	2600	3000	988	1272	1692	1839	2213	2554
其他业务收入	13100	13868	18708	19643	23571	25929	-2060	787	1143	1200	1200	1200
合计	290620	263984	376257	436069	586735	718946	183077	132785	199270	229197	304474	367972
分行业	主营收入增长率（%）						毛利率（%）					
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
市场经营	7.42	18.74	45.93	10.90	28.36	20.43	61.51	65.67	66.55	67.51	70.10	71.17
房地产销售	601.57	-48.33	76.11	34.63	63.88	35.85	20.29	54.30	35.61	36.28	34.19	34.38
酒店服务	4.86	7.04	-6.55	18.00	38.15	5.00	45.20	49.90	43.00	46.00	42.00	45.00
商品销售	3.82	6.67	19.34	2.00	2.00	2.00	1.67	1.67	1.76	1.76	1.76	1.76
展览广告	18.10	6.83	31.48	30.00	20.00	10.00	44.85	43.60	46.78	40.00	43.00	44.00
市场配套服务	-11.75	29.51	22.41	8.65	20.37	15.38	21.23	21.70	14.88	14.88	14.88	14.88
其他业务收入		5.86	34.90	5.00	20.00	10.00						
合计	64.47	-9.17	42.53	15.90	34.55	22.53	33.30	50.30	52.96	52.56	51.89	51.18

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 小商品城合并损益表预测（2006-2012E，20100324 更新）

项目	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入（万元）	188767	290619	263985	376257	436069	586735	718946
同比增长（%）		53.96	-9.16	42.53	15.90	34.55	22.53
营业总成本（万元）	144222	234930	182011	251239	284438	368549	441457
其中：营业成本（万元）	104269	183077	132785	199270	229197	304474	367972
营业成本/营业总收入（%）	55.24	63.00	50.30	52.96	52.56	51.89	51.18
营业税金及附加（万元）	8327	13287	14894	19755	21803	29337	35947
营业税金及附加/营业总收入（%）	4.41	4.57	5.64	5.25	5.00	5.00	5.00
销售费用（万元）	13484	16700	11975	11887	12387	13387	14887
销售费用比例（%）	7.14	5.75	4.54	3.16	2.84	2.28	2.07
管理费用（万元）	17783	22419	21336	20551	21051	21851	22851
管理费用比例（%）		7.71	8.08	5.46	4.83	3.72	3.18
财务费用（万元）	-78	-371	1116	-256	0	-500	-200
资产减值损失（万元）	437	-182	-95	32	0	0	0
公允价值变动收益（万元）	197	0	0	0	0	0	0
投资收益（万元）	1138	1137	1526	9	0	0	0
营业利润（万元）	45880	56825	83500	125027	151631	218186	277489
同比增长（%）		23.86	46.94	49.73	21.28	43.89	27.18
营业外收入（万元）	21	1018	398	1151	0	0	0
营业外支出（万元）	363	1321	337	412	0	0	0
利润总额（万元）	45537	56523	83561	125765	151631	218186	277489
所得税费用（万元）	15304	19078	20930	31681	37908	54546	72147
有效所得税率（%）	33.61	33.75	25.05	25.19	25.00	25.00	26.00
净利润（万元）	30233	37445	62631	94085	113723	163639	205342
净利润率（%）	16.02	12.88	23.73	25.01	26.08	27.89	28.56
归属于母公司所有者的净利润（万元）	30178	36249	60818	91555	113723	163639	205342
同比增长（%）		20.12	67.78	50.54	24.21	43.89	25.48
少数股东损益（万元）	56	1196	1813	2529	0	0	0
每股收益（元）	2.410	2.900	1.788	1.346	1.671	2.405	3.018
剔除房地产业务后的每股收益（元）				1.095	1.292	1.885	2.429

资料来源：公司公告，海通证券研究所

附图：南昌凤凰洲扩容达 6.5 平方公里 新增用地约 1.97 平方公里 打造重要江岸景观地区

2010-04-15 01:13 来源：大江网-江南都市报

本报讯记者郭宁报道：随着英雄大桥的建成，红角洲片区的面积已被拉大，昨日，南昌市规划局公告了《南昌市红谷滩新区凤凰洲片区控制性详细规划调整》方案，凤凰洲规划范围为北至英雄大桥、南至庐山南大道、西至碟子湖大道、东至赣江，规划面积约 6.5 平方公里，将原规划中未纳入的京九铁路以北用地约 1.97 平方公里进行控规编制。

红谷滩新区由中心区、红角洲片区和凤凰洲片区三部分组成，在原来对凤凰洲片区的控制性规划中，北至赣江大桥，面积只有 4.52 平方公里。英雄大桥建成后，拉开了凤凰洲片区的面积，此次控制性详细规划范围包括两部分，一部分是对京九铁路以南 4.52 平方公里的用地进行控规调整，另一部分是对上版规划未纳入的京九铁路以北用地约 1.97 平方公里进行控规编制。两部分用地整体边界为碟子湖北大道以东、英雄大桥以南、赣江北大道以西、庐山南大道以北约 6.5 平方公里的范围。

凤凰洲片区是处于南昌市昌北中心商业圈层与周边产业圈层之间的居住圈层，区位特点十分明显。凤凰洲片区在自身功能完善的过程中，既要考虑到承担红谷滩新城中心部分功能，又要考虑与北侧国家经济技术开发区和英雄开发区广大腹地的对接。规划定位为重要的江岸景观地区，具有良好生态环境，高标准基础设施，完善的公共服务设施，以居住为主的城市新区。

凤凰洲片区以丰和大道为纵向发展轴、沿江依湖带状拓展；以闽江路为横向功能轴，贯通江湖；整体形成“一心两轴，二带五区”的空间格局。“一心”，即凤凰洲片区公共中心，设置商业金融、文化娱乐、医疗卫生、教育科研等公共服务设施；“两轴”即丰和大道区域发展轴与闽江路片区功能轴；“二带”即赣江滨江景观带与碟子湖滨湖景观带；“五区”即居住用地以丰和大道、闽江路、京九铁路为界，将居住用地分为四个居住综合区，还包括京九铁路以北限建区生态休闲综合区。

规划区由快速路和主干路形成“四横二纵”的主干路网系统。快速路一条，为北一环（英雄大桥）；主干路 5 条：庐山南大道、珠江路、黄河路、碟子湖北大道、丰和北大道。在公共交通方面，根据轨道交通线网规划，规划区内有轨道 1 号线通过。

相关报告：

小商品城 09 年报点评：未来数年外延、内生持续较大增长仍可期，而 10 年将为其奠定坚实基础，（维持买入）20100324

小商品城公告点评：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（维持买入）20100127

小商品城跟踪报告：地产业绩或将超预期，义乌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%（剔除地产增幅超 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。