



# 上市公司季报点评

研究报告  
批发和零售贸易

买入 维持

小商品城 (600415)

2010 年 4 月 21 日

## 主要来自市场贡献的净利润同比增长 13.8%

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 20 日收盘于 46.98 元  
6 个月目标价: 59.64 元

公司今日 (2010 年 4 月 21 日) 公告 2010 年一季报。一季度公司实现营业收入 7.27 亿, 同比增长 29.03%, 实现归属于母公司的净利润 2.3 亿, 同比增长 13.77%。报告期公司实现 EPS 为 0.34 元, 每股经营性现金流为 -1.29 元, 加权平均的 ROE 为 4.09%, 同比增加 0.5 个百分点。

**简评与投资建议。**公司一季报披露的信息有限, 我们通过对合并利润表和母公司利润表推测, 公司 1 季度主要的利润来源还是市场主业, 公司全资地产子公司一季度贡献的收入应该不超过 2 亿, 贡献净利润预计约 2000-3000 万 (10-15% 的净利润率), 折合 EPS 约 0.03 元左右, 占整个净利润的比重在 10% 左右, 公司净利润的主要来源仍旧是市场经营业务。

由于 2010 年市场经营业务基本没有新的增量, 三期二阶段如果按照计划要在 2010 年义博会招租 (10 月), 因此 1 季度 13.77% 的增幅还是基本符合甚至略超预期的 (原来我们的预期是略有个位数增长)。

我们维持对公司 2010-12 年的业绩预测 (暂未调整南昌新拿地项目的影响): 1.671 元、2.405 元和 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 是我们对公司合并损益表的预测。

**表 1 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

## 相关报告：

小商品城公告点评：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，（维持买入）20100419

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。