



买入 维持

小商品城（600415）

2010 年 5 月 25 日

公告国际商贸城五期、篁园市场及一区扩建 市场行业布局，2011-12 年增长主要动力

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
SAC 执业证书编号：S0850210040007
panh@htsec.com
021-23219423

汪立亭
联系人
wanglt@htsec.com
021-23219399

2010 年 5 月 24 日收盘于 19.47 元
6 个月目标价：29.82 元

公告内容。小商品城今日（2010 年 5 月 25 日）发布新一轮市场行业布局调整方案的提示公告。

为进一步促进义乌市场繁荣，加快国际商贸城五区（三期二阶段）及篁园市场建设，市委、市政府研究决定新一轮市场行业布局调整方案为：国际商贸城五区（三期二阶段）主要布局进口商品馆和床上用品、纺织品、针织原材料、汽车用品及配件等行业；篁园市场主要布局服装等行业；国际商贸城一区市场东侧扩建工程用于饰品及配件行业扩容，国际商贸城三区五楼（原进口馆区块）用于画业行业扩容。

国际商贸城五区市场总建筑面积 64 万平米，地面五层，二至五层通过连接体与四区市场衔接，地下二层（停车场）。这次决定同时将进口商品馆（目前在国际商贸城三区五楼，已有 55 个国家和地区）、床上用品、纺织品、针织原材料、汽车用品及配件等行业充实到五区市场，可促进五区市场尽快繁荣。

篁园市场总建筑面积 37 万平米，地面八层，地下一层（停车场），定位为专业服装城，有利于提升义乌服装市场的竞争力，推进专业化、规模化发展。

为解决国际商贸城一区饰品及饰品配件和画业两个行业发展的瓶颈问题，市委、市政府决定计划在国际商贸城一区市场东侧进行市场扩建，用于饰品及饰品配件行业的扩容发展，扩初方案正在规划编制过程中；同时利用进口商品馆搬迁后的国际商贸城三区五楼空间，用于画业行业的扩容。

简评与投资建议。此公告标志着义乌政府对国际商贸城五期（原名三期二阶段）、篁园市场两大重要新增市场的主要行业定位和布局完成了初步的规划，也意味着招商工作已经开始初步启动。除了这两大总面积超过 100 万平米的重要市场的行业布局，此次公告还有一则超出预期的扩建计划，即市场人气最旺、二级市场转租价格最高的一区市场的东侧扩建，而且行业也同样为饰品及饰品配件。

之前市场普遍关注的五期市场的开业时间是否能够如原先预计时间（2010 年 10 月份义博会开业时）开业，我们判断，行业布局、招商等仍将会有条不紊地进行，即使因不可抗原因施工期相对拉长，预计最迟开业时间可能不晚于 2011 年 4 月份。对此，我们经过初步测算，如果五期市场将开业时间推后到 2011 年 4 月份，2010 年、2011 年将分别减少五期市场所贡献的 2 个月和 3 个月的收益，分别为 0.059 元和 0.089 元，占我们当年原来预测业绩的 7.1% 和 7.4%，对 2012 年的业绩没有影响。

而一区市场的东侧扩建，我们根据之前实地考察过的情况推断，以东侧可供建设的土地面积，预计扩建增加的面积在 10 万平方米左右。该扩建将不增加土地使用权成本（原来公司就拥有此地块），而这块扩建面积未来的招租市场化的部分可能更大，因此预计招租价格将大幅高于目前的一区市场，而成本却大大低于之前的市场，利润率和贡献的利润也将超出同样面积的原有一至四区市场。预计该扩建项目有望在 2011 年 10 月份义博会开幕期间开业，该项目年化贡献的收入预计至少在 2 亿以上，净利润估计在 1 亿以上（以目前四区的招租价格测算，而如果市场招租的比例增大，净利润可能更高）。

整体分析，在 2011 年得益于 67 万平米的五区市场开业（土地使用权不再新增摊销，利润率相对更高）取得较高速增长后，2012 年，篁园市场、一区扩建项目仍将推动公司的外延增长，之后的宾王市场也有望新增收益。

我们之前对 2010-12 年 EPS 的业绩预测分别为 0.836、1.203、1.509 元；其中地产贡献的 EPS 分别为 0.190、0.260、0.295 元，占当年业绩的比重分别为 22.68%、21.62%和 19.52%。我们暂维持对公司 2010-12 年的业绩预测（暂未调整五区开业时期不确定性以及一区扩建可能带来的损益影响，以及南昌新获得土地项目的影响等）。维持“买入”评级，维持 6 个月目标价至 29.82 元。（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 27.46-32.18 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。

我们想强调的是，市场在股票价格下跌的时候，会自然寻找一些相对负面的信息做理由，比如小商品城的房地产业务在地产调控之前之后都一直被诟病，但实际上这块业务占公司净利润的比重本身有限，且业绩的确认相对稳健；再比如小商品城此次五期开业的可能推迟几个月，实际上对公司业绩影响较小，对公司企业价值的影响更可以忽略，但仍旧会因低于预期而被放大了到股价上面来。

但我们认为，在公司的中长期投资价值逻辑没有发生大的改变的情况下，市场的分歧和可能带来的错杀有可能给公司带来更好的投资机会。2010 年市场所关注的有助于提升义乌市以及国际商贸城整个市场地位 and 价值的国际贸易实验区的推进，小商品城在推进电子商务虚拟平台等方面的努力等，也有望在公司传统业务价值的基础上增添新的投资亮点。

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。