



批零贸易业/可选消费品

小商品城 (600415)

未来三年 30% 增长可期，新发展模式已在酝酿

——小商品城 (600415) 调研报告

刘冰
021-38676703
liubing6168@gtjas.com
S0880209110637

本报告导读：

公司未来三年能够保持 30% 以上的复合增速，电子商务平台已在搭建，走出去战略 2010 年可见成效，义乌自由贸易试验区若通过将促进长期发展，增持。

投资要点：

- ✓ 预期 2010 年市场增量面积较少，2011 年增量面积较多：2010 年市场收入增量来源于：三期一阶段五楼，主要为旅游购物中心和生产直销中心，面积 73725 平米；三期一阶段中部分商位空置，将选择有品牌的商户入驻，这部分约 1000 个左右商铺；二期大厅的旅游购物中心将在下半年搬迁到三期一阶段 5 楼，此部分面积约 1 万平米，将重新招租。2011 年市场收入增量来源于：三期一阶段五楼全年贡献收入；三期二阶段预计 2011 年春节前开业；新篁园市场预期 2011 年 4 月份开业；一期东扩项目预计 2010 年开建，2011 年 10 月份前投入营业，约 5000 个商位；二期二阶段 5 楼国际馆，约 5 万平米，将搬迁到国际商贸城三期二阶段 1 楼，因此这部分面积将作为画业重新招租贡献租金收入。
- ✓ 房地产业务持续增长可期：2010 年房地产收入主要来自于：杭州嘉和广场剩余 20% 确认收入；杭州东城印象。2011 年房地产收入主要来自于：荷塘月色项目一期。2012 年、2013 年预计能贡献收益的房地产项目有杭州钱江新城项目；荷塘月色项目二、三期；南昌项目。
- ✓ 义乌自由贸易试验区在 2010 年获批的可能性较大，2011 年大股东恒大开发下属的专业批发市场可能将注入上市公司，为公司 2010 年及以后两年的市场发展提供了支撑，也为业绩提供了超预期空间。
- ✓ 电子商务网上平台已经在酝酿和建设，为公司发展提供了新的模式；公司在国内也将秉承走出去战略进行扩张，近两年也将开到成果。
- ✓ 公司未来三年能够保持 30% 以上的复合增速，业绩增长明确，我们看好公司的中长期发展，继续给予公司“增持”评级。预期 2010、2011 年业绩 0.85 元、1.21 元。按照 2011 年业绩，主业 1.10 元按照 25 倍市盈率，房地产业务 0.12 元参考 10 倍市盈率，给予目标价 28.45 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,640	3,763	3,956	5,461	6,402
(+/-)%	-9%	43%	5%	38%	17%
经营利润 (EBIT)	831	1,248	1,597	2,263	2,718
(+/-)%	50%	50%	28%	42%	20%
净利润	609	916	1,163	1,651	2,003
(+/-)%	68%	50%	27%	42%	21%
每股净收益 (元)	0.45	0.67	0.85	1.21	1.47
每股股利 (元)	0.20	-	0.09	0.12	0.15

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	31.5%	33.2%	40.4%	41.4%	42.5%
净资产收益率 (%)	11.0%	14.4%	15.7%	18.5%	18.7%
投入资本回报率 (%)	11.8%	13.8%	18.0%	23.6%	25.7%
EV/EBITDA	13.3	9.7	8.9	6.3	5.3
市盈率	11.8	15.7	24.7	17.4	14.3
股息率 (%)	0.9%	0.0%	0.4%	0.6%	0.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：28.45

上次预测：28.00

当前价格：20.74

2010.06.18

交易数据

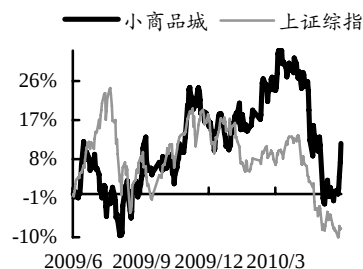
52 周内股价区间 (元)	17.90-51.25
总市值 (百万元)	28,672
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,361/601
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	44%
日均成交量 (百万股)	5
日均成交值 (百万元)	144

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,586
每股净资产	4.84
市净率	4.4
净负债率	11%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.15	0.17
Q2	0.13	0.17
Q3	0.16	0.21
Q4	0.23	0.29
全年	0.67	0.85

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	2%	-12%	18%
相对指数	5%	4%	24%

相关报告

- 《小商品城公司 2010-06-09 调研提纲》
2010.06.04
- 《2009 年增长较快，未来两年 30% 增长可期》
2010.03.24
- 《三季度增长基本符合预期，预期四季度...》
2009.10.15
- 《业绩增长线索清晰，资产注入可以预期》
2009.07.20

模型更新时间: 2010.06.18

股票研究

可选消费品
批零贸易业

小商品城 (600415)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 28.45

上次预测: 28.00

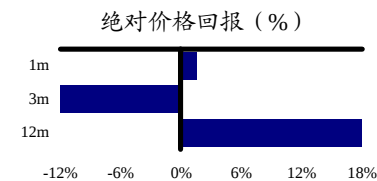
当前价格: 20.74

公司网址

www.cccgroup.com.cn

公司简介

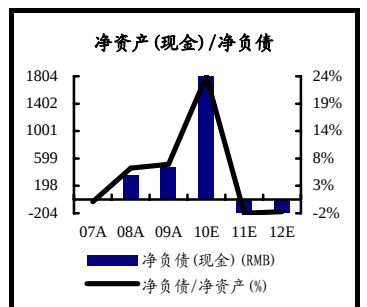
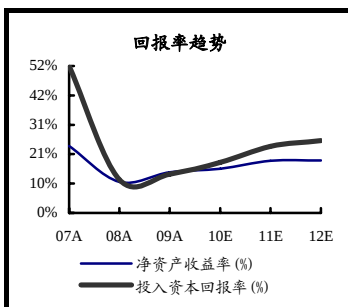
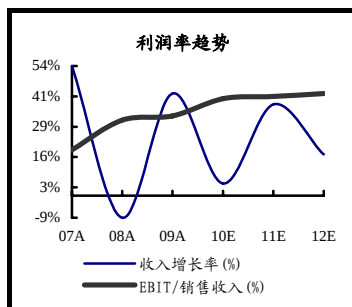
公司是目前我国最大的专业批发市场的发展商之一,以独家经营开发、管理、服务义乌中国小商品城为主业。市场拥有 43 个行业、1900 个大类、40 万种商品,几乎囊括了工艺品、小五金、日用百货、纺织品、服装等所有日用工业品,商品外向度达到 60%强,商品辐射 212 多个国家和地区,是我国小商品的流通、研发、展示中心和重要出口基地之一。依托中国小商品城优越的商业环境、得天独厚的市场资源,公司实施'提升市场主业、带动相关发展,实行多元开拓'的发展战略。随着公司非公开



52 周价格范围 17.90-51.25
市值 (百万) 28,672

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,906	2,640	3,763	3,956	5,461	6,402
主营业务成本	1,831	1,328	1,993	1,815	2,500	2,928
税金及附加	133	149	198	208	287	336
主营业务利润	943	1,163	1,572	1,934	2,674	3,138
其他业务利润	0	0	0	0	0	0
营业费用	167	120	119	125	173	177
管理费用	224	213	206	212	238	243
EBIT	553	831	1,248	1,597	2,263	2,718
财务费用	-4	11	-3	7	5	-14
营业利润	568	835	1,250	1,589	2,258	2,732
所得税	191	209	317	402	571	686
少数股东损益	12	18	25	32	46	55
净利润	362	609	916	1,163	1,651	2,003
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金、短期投资	849	674	499	3,029	2,019	3,158
其他流动资产	1,922	3,769	4,399	6,952	6,182	8,031
长期投资	12	4	57	57	57	57
固定资产合计	1,867	3,975	4,424	4,509	6,507	7,080
无形及其他资产	819	4,138	4,117	4,095	4,074	4,052
资产合计	4,797	12,097	13,223	15,866	17,062	19,474
流动负债	3,242	6,324	6,780	8,344	8,009	8,562
长期负债	0	200	10	10	10	10
股东权益	1,520	5,527	6,375	7,422	8,908	10,711
投入资本(IC)	694	5,253	6,751	6,637	7,178	7,897
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
NOPLAT	362	622	931	1,194	1,692	2,032
折旧与摊销	323	272	286	74	75	95
流动资金增量	(337)	906	(1,069)	178	1,435	(167)
资本支出	(34)	(5,737)	(715)	(137)	(2,051)	(647)
自由现金流	315	(3,937)	(567)	1,308	1,150	1,313
经营现金流	344	1,800	156	1,453	3,212	1,972
投资现金流	(16)	(5,714)	(768)	(137)	(2,051)	(647)
融资现金流	4	324	518	1,213	(2,171)	(186)
现金流净增加额	332	(3,590)	(94)	2,529	(1,010)	1,139
财务指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性						
收入增长率	54.0%	-9.2%	42.5%	5.1%	38.0%	17.2%
EBIT 增长率	24.4%	50.3%	50.1%	28.0%	41.7%	20.1%
净利润增长率	20.1%	67.9%	50.4%	27.0%	42.0%	21.3%
利润率						
毛利率	37.0%	49.7%	47.0%	54.1%	54.2%	54.3%
EBIT 率	19.0%	31.5%	33.2%	40.4%	41.4%	42.5%
净利润率	12.5%	23.1%	24.3%	29.4%	30.2%	31.3%
收益率						
净资产收益率(ROE)	23.8%	11.0%	14.4%	15.7%	18.5%	18.7%
总资产收益率(ROA)	7.6%	5.0%	6.9%	7.3%	9.7%	10.3%
投入资本回报率(ROIC)	52.2%	11.8%	13.8%	18.0%	23.6%	25.7%
运营能力						
存货周转天数	160	462	509	518	348	303
应收账款周转天数	5	9	8	8	7	7
总资产周转天数	619	1168	1228	1342	1100	1042
净利润现金含量	95	296	17	125	195	98
资本支出/收入	-115%	-21731%	-1901%	-347%	-3756%	-1010%
偿债能力						
资产负债率	67.6%	53.9%	51.3%	52.7%	47.0%	44.0%
净负债率	0.0%	6.5%	7.3%	24.3%	-2.2%	-1.9%
估值比率						
PE	7.3	11.8	15.7	24.7	17.4	14.3
PB	4.7	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	16.7	13.3	9.7	8.9	6.3	5.3
P/S	0.91	2.72	3.81	7.25	5.25	4.48
股息率	0.0%	0.9%	0.0%	0.4%	0.6%	0.7%



目 录

1. 公司介绍.....	4
1.1. 公司概况.....	4
1.2. 中国小商品城市场发展历史沿革.....	4
1.3. 公司发展定位.....	7
2. 公司主要核心业务为市场经营管理租赁.....	8
2.1. 公司市场业务发展情况.....	8
2.1.1. 篁园市场: 已开始拆迁改造, 预计 2011 年建成投入营业 ..	8
2.1.2. 宾王市场: 预计 2011 年也将进行拆迁改造 ..	9
2.1.3. 国际商贸城一期: 2007 年已经提价, 但是租金水平较低 ..	9
2.1.4. 国际商贸城二期: 2008 年租约到期但未提价 ..	9
2.1.5. 国际商贸城三期一阶段: 2008 年 10 月已经开业, 5 楼商位 将于 2010 年中期开业 ..	9
2.2. 国际商贸城三期二阶段预计将于 2010 年底或 2011 年初营业 ..	10
2.3. 未来市场发展空间 ..	11
3. 相关行业齐头并进.....	11
3.1. 房地产业务: 现有项目足够支撑未来三到五年发展 ..	12
3.2. 酒店业务: 原有两家酒店稳健发展, 未来两年两家新酒店陆续 投入营业 ..	13
3.3. 会展业务蓬勃发展 ..	14
3.4. 参股创投公司, 涉足金融业股权投资 ..	14
4. 未来发展模式——走出去战略和电子商务平台 ..	15
4.1. “走出去”战略 ..	15
4.2. 已经开始建设电子商务平台 ..	15
5. 预期 2010 年义乌国际自由贸易试验区可能获批 ..	16
6. 2011 年大股东资产注入值得期待 ..	16
7. 2010 年、2011 年盈利预测 ..	17
7.1. 市场业务 ..	17
7.2. 房地产项目 ..	17
7.3. 2010 年酒店业务增长平稳, 预计 2011 年增速可能加快 ..	18
7.4. 其它业务: 会展稳健增长, 商品销售持平 ..	18
8. 投资评级.....	18

1. 公司介绍

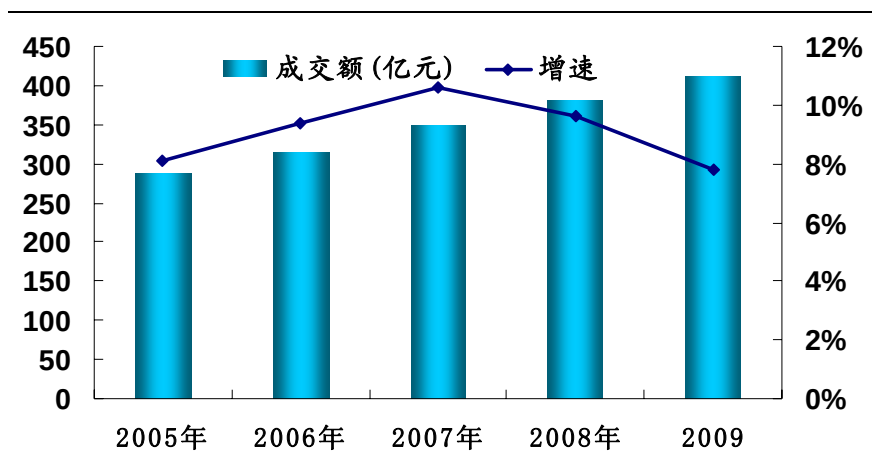
1.1. 公司概况

浙江中国小商品城集团股份有限公司创建于1993年12月，2002年5月9日公司股票在上海证券交易所挂牌交易。2008年，公司营业收入26.4亿元，利润总额8.36亿元；2009年公司实现营业收入37.63亿元，同比增长42.52%；利润总额12.58亿元，同比增长50.44%；归属于上市公司股东的净利润91554万元，同比增长50.45%。

中国小商品城现拥有营业面积400余万平方米，由国际商贸城一二三期、篁园市场（正在改建）、宾王市场等市场组成，商位6.2万余个，从业人员10万多，日客流量20多万人次。

2009年，中国小商品城实现成交额411.6亿元，同比增长7.8%，连续19年位居全国工业品批发市场榜首。公司综合实力进一步增强。中国小商品城被联合国、世界银行等权威机构誉为“全球最大的商品批发市场”。

图 1：中国小商品城历年成交额



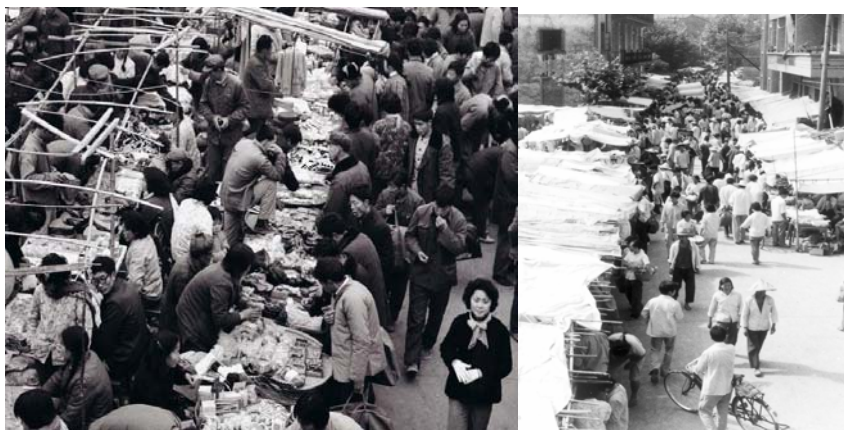
数据来源：公司资料

按最新颁布的《小商品分类与代码》，中国小商品城汇集了16个大类、4202个种类、170多万种商品，直接向市场供货的企业达20多万家。市场外向度达65%以上，商品出口到215个国家和地区，日出口标准集装箱约2500只。联合国难民署、外交部、中国移动等在义乌市场设有采购中心，有来自100多个国家和地区的1.3万多名境外客商常驻义乌采购，有80多个国家的2551家境外企业在义乌设立代表处，占浙江省总数的二分之一强。

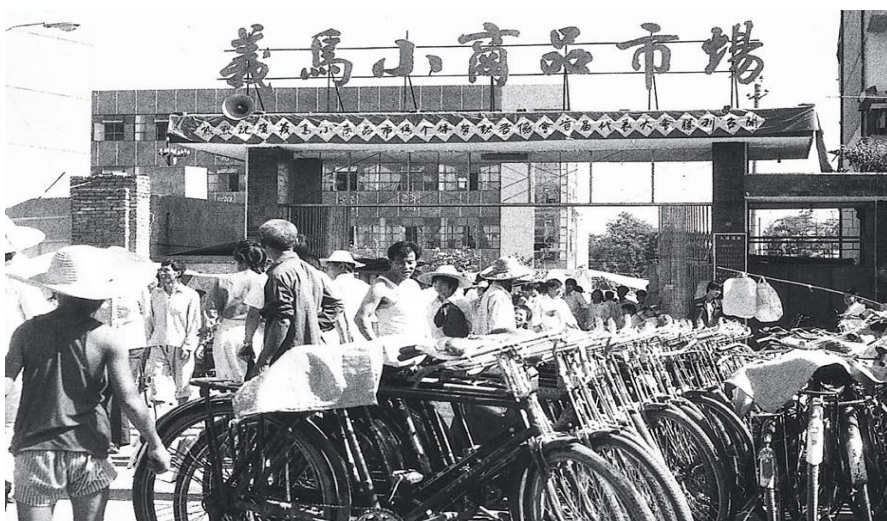
1.2. 中国小商品城市场发展历史沿革

图 2：小商品城市场发展历程

1982年第一代小商品市场起步



1984 年第二代小商品市场建成



1986 年第三代小商品市场建成



1992-1994 年第四代小商品市场篁园市场建成



1995 年宾王市场建成



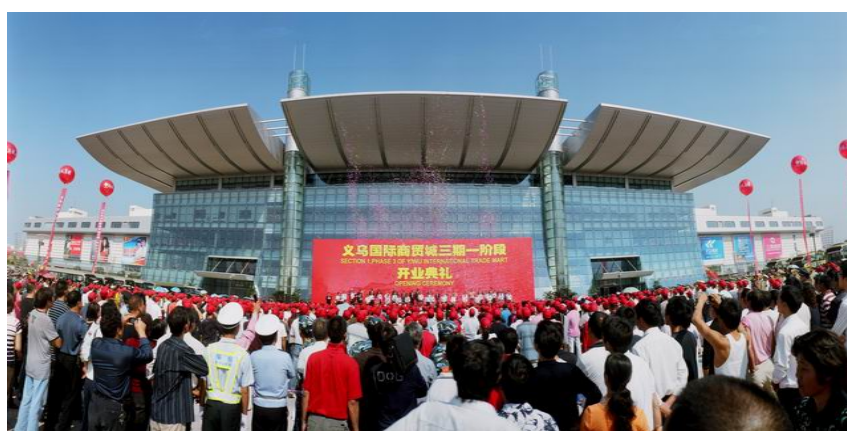
2002 年国际商贸城一期建成



2004—2005 年国际商贸城二期建成



2008 年 10 月国际商贸城三期一阶段投入运营（预计 2010 年 6 月建成）

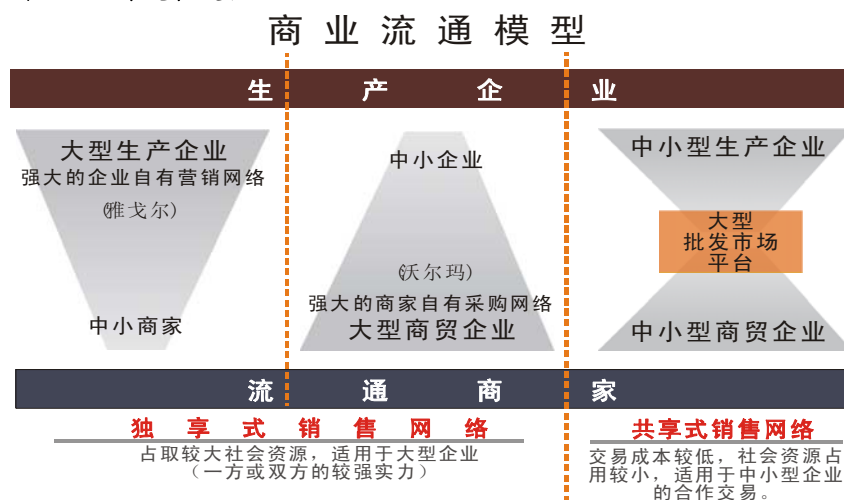


数据来源：公司资料

1.3. 公司发展定位

公司的发展定位于：有形网络的经营商；市场设施的运营商；商品贸易的服务商；平台服务的整合者；中小企业的共享式销售平台。

图 3：公司发展定位



数据来源：公司资料

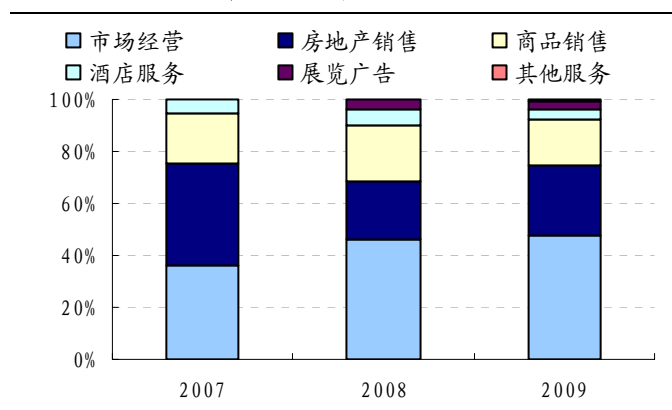
2. 公司主要核心业务为市场经营管理租赁

2.1. 公司市场业务发展情况

主营业务中市场收入利润占绝对比重。2009 年各项业务中，市场业务仍然是主要收入和利润来源，分别占收入和利润比重为 47.45%、73.48%。

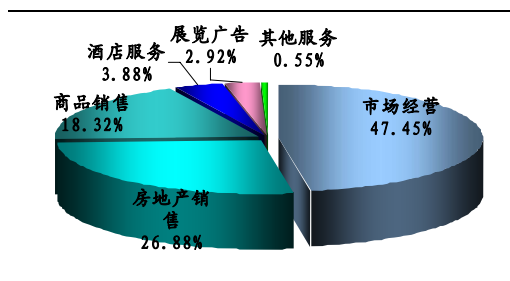
公司现阶段共有五个市场：篁园市场（2009 年 6 月拆迁改建已经开始）、宾王市场、国际商贸城一期、国际商贸城二期一阶段和二阶段、国际商贸城三期一阶段，建筑面积 338 万平米。

图 4：2007-2009 年各项业务收入占比



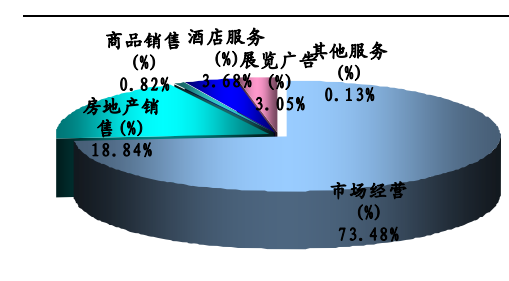
来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 5 2009 年主营业务收入占比



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 6 2009 年主营业务利润占比



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.1.1. 篁园市场：已开始拆迁改造，预计 2011 年建成投入营业

老篁园市场开业于 1992 年，经营品类为日用百货、针棉、线带、鞋类等行业商品。市场运营时间较长，设备较陈旧，公司已经将篁园市场进行拆迁改造。原有的经营商户已经搬入国际商贸城三期一阶段。

2009 年 6 月 22 日，篁园市场改建工程开工，预计建设周期 22 个月，也就是 2011 年 4 月建成。篁园市场改建项目占地面积 117 亩，建筑面积 42 万平米，为地上 8 层，地下一层。建成后将成为一个集批发、零售、商品展示、新品发布、商务酒店、休闲餐饮为一体的现代化商场式市场。新建成的篁园市场主要商户为宾王市场迁过来，经营品类以服装为主。

篁园市场的酒店项目为商城酒店拆迁改造，原商城酒店为三星酒店，之后将建成一个新的四星级酒店。

2.1.2. 宾王市场：预计 2011 年也将进行拆迁改造

宾王市场建成于 1995 年，占地 209 亩，主要经营服装、针织内衣、领带、毛线、毛巾、纺织品、花边、床上用品、副食、干果、糖果、炒货、杂货、出版物等行业商品。市场租金水平在 300-1200 元/平米/年，一层经过重新装修过的商铺租金较高，较高楼层的商铺租金较低。预计 2011 年篁园市场建成后，宾王市场现有商位将转移到篁园市场，宾王市场也将进行拆迁改造。

2.1.3. 国际商贸城一期：2007 年已经提价，但是租金水平较低

国际商贸城一期，即福田市场，开业时间为 2002 年 10 月，占地面积 420 亩，建筑面积 34 万平米，建成投入营业时租金为 1100 元/平米/年，2007 年 10 月份到期提价为 1800 元/平米/年，此次租约时间为 5 年。

国际商贸城一期的经营品类人气较好，一至三楼经营行业为玩具、装饰花、饰品、工艺礼品等。四楼为全国中小生产企业直销中心、台商馆；东辅房是外贸企业采购中心。

2.1.4. 国际商贸城二期：2008 年租约到期但未提价

国际商贸城二期共占地面积 800 亩，一阶段 2004 年 10 月开业，建筑面积 60 万平米，约 7000 个商位，主营一至三楼经营行业为箱包、伞具、雨披、袋、五金工具配件、电工产品、锁具、车类、五金厨卫、小家电和电讯器材、钟表、电子产品等；四楼设生产企业直销中心和国际馆中央大厅二、三楼设有 1 万余平方米的旅游购物中心。

二期二阶段 2005 年 9 月开业，建筑面积 80 万平米，约 8000 个商位，一至三楼经营行业为文化用品、体育用品、化妆品、眼镜、拉链、服装辅料等，四楼为生产企业直销中心。

国际商贸城二期中部分市场价格招租的商铺，约占二期总体的 10%，在 2007 年 10 月份到期，这部分租金已经由原来的 5500 元/平米/年，降为 5000 元/平米/年。剩余部分在 2009 年 10 月到期，占主体面积 35% 是 1980 元/平米/年租金，占主体面积 55% 是 1000 元/平米/年。此部分在 2009 年也未提价，仍然执行原有标准，合同期三年。

2.1.5. 国际商贸城三期一阶段：2008 年 10 月已经开业，5 楼商位将于 2010 年中期开业

国贸商城三期一阶段，2008 年 10 月份开业，经营品类为袜子、鞋、围巾、日用百货。国际商贸城三期一阶段的经营品类较好，人气较旺。

以国际商贸城三期一阶段家居生活用品行业为例，共有经营商位 908 个，经营主体 1165 个。产品品类包括席垫、衣架、衣钩、衣柜、竹碳制品、扇等。以厂商直销为主，约占 60%，其余多为总代销总代理，产品主要来自浙江和福建两省，其中浙江占 65%，福建占 31%。行业外向度高达 70% 左右，主销中东、非洲等地。

三期一阶段 1-4 楼，政府指导价 2774 元/平米/年，约占三期一阶段 1-4

楼面积的 68%；市场招标价格 8627 元/平米/年，占面积 32%。总体计算下来，加权均价在 4647 元/平米/年。

三期一阶段 5 楼已经于 2010 年初完成招租，主要为旅游购物中心，预计 2010 年中期开业。我们预计由于楼层较高，且每户面积较大，单位面积的租金水平低于 1-4 层。假设大开间的商铺按每平米 1500 元/年租金计算，辅助用房按每平米 1000 元/年计算，每年可贡献租金收入约 1 亿元。而且三期一阶段已经体现折旧摊销，所以这部分租金收入基本都可以体现为利润。

三期一阶段中还有部分商位空置，公司选择有品牌的商户入驻，这部分约 1000 个左右商铺，假设按照 4600 元的三期一阶段市场均价计算，约贡献租金收入 6900 万元。

表 1: 小商品城主要市场情况

市场	开业时间	占地面积	建筑面积 (平方米)	商位	经营品类
篁园市场	1992 年 2011 年 4 月		160000	7000	日用百货、针棉、线带、鞋类等行业商品。 2009 年开始拆迁改建，预计 2011 年 4 月重新开业，定位服装行业。
宾王市场	1995 年 11 月	209 亩	320000	9000	主要经营服装、针织内衣、领带、毛线、毛巾、纺织品、花边、床上用品、副食、干果、糖果、炒货、杂货、出版物等行业商品。
国际商贸城一期	2002 年 10 月	420 亩	340000	9000	分为主体市场、生产企业直销中心、商品采购中心、仓储中心、餐饮中心五大经营区：一至三楼经营行业为花类、玩具、饰品、工艺礼品等；四楼为全国中小生产企业直销中心、台商馆；东辅房是外贸企业采购中心。
国际商贸城二期一阶段	2004 年 10 月	800 亩	600000	7000	F、G 区：一至三楼经营行业为箱包、伞具、雨披、袋、五金工具配件、电工产品、锁具、车类、五金厨卫、小家电和电讯器材、钟表、电子产品等；四楼设生产企业直销中心和韩商馆、香港馆、四川馆、安徽馆、和田馆等特色展馆；中央大厅二、三楼设有 1 万余平方米的旅游购物中心。
国际商贸城二期二阶段	2005 年 9 月		800000	8000	H 区：一至三楼经营行业为文化用品、体育用品、化妆品、眼镜、拉链、服装辅料等，四楼为生产企业直销中心。
国际商贸城三期一阶段	2008 年 10 月	840 亩	1156110	15928	日用品、围巾、袜类、线带、鞋类等

数据来源：公司公告、国泰君安证券销售交易总部

2.2. 国际商贸城三期二阶段预计将于 2010 年底或 2011 年初开业

三期二阶段 2008 年 10 月已经开工，计划 2010 年 10 月开业，但是由于 2010 年 5 月才确定招商行业，6 月开始招商，预计 10 月份开业时间

较为紧张；而且三期二阶段周边的国道在改建中，影响周边交通状况，预期三期二阶段开业时间又可能会延后。

国际商贸城三期二阶段工程占地 290.4 亩，总建筑面积 64 万平方米，国际商贸城五区市场地面五层，二至五层通过连接体与四区市场衔接；地下二层为配套和停车，停车泊位 4849 个。三期二阶段建成后可提供商位数为 7381 个，可出租面积为 135086 平方米。

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。目前进口商品馆已有 55 个国家和地区在国际商贸城三区五楼专营进口商品。这次决定同时将进口商品馆、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，推进国际商贸城区块的整体发展。篁园市场定位为专业服装城，符合服装市场国际化、品牌化、多元化的发展趋势，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。

国际商贸城三期二阶段假设参照三期一阶段每平方米租金，以全部市场均价 4217 元/平方米/年进行测算，完整会计年度营业收入估算为 58966 万元，总成本 30750 万元，净利润 18686 万元。

2.3. 未来市场发展空间

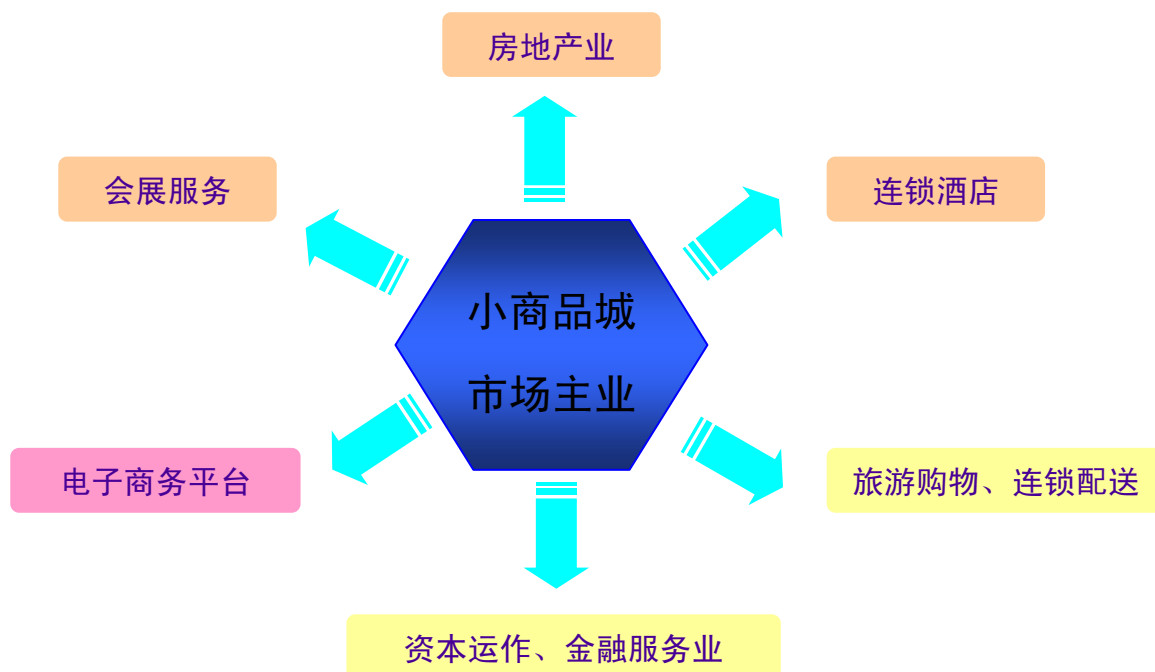
小商品行业类别较多，除了已经形成规模的商品类别已经进入国际商贸城一二三期外，义乌当地的各类商品的专业街仍在培育，如果培育成规模，都具备引入市场的条件和可能。

另外，随着义乌自由贸易区可能获批，市场的需求将来自于全国及全世界，需求量将不断加大，也为市场发展提供了空间。

3. 相关行业齐头并进

公司的发展模式主要还是发展市场主业，但是同时充分利用市场平台优势，展开与市场相关的多元化经营，发挥相关业务之间的协同效益。

图 7：小商品城相关行业发展



来源：公司资料，国泰君安证券销售交易总部

3.1. 房地产业务：现有项目足够支撑未来三到五年发展

公司近年来房地产业务的任务是提高房地产建设和销售能力，稳步推进东城印象、荷塘月色、钱江新城项目、北苑工业厂房等项目。做好东城印象和荷塘月色项目的营销工作。

未来公司将继续发挥信誉、品牌和形象优势，巩固义乌，主攻杭州，以商业地产的模式拓展南昌等其他地方的房地产市场，做大房地产，增加公司收入。

未来两年将确认项目：

✓ 嘉禾商业广场：2010 年剩余 20%体现收益

此项目约 8 万平米，其中约 6 万平米住宅项目，2 万平米商业地产项目，住宅部分按销售价格 1.1 万/平米计算，约能带来收入贡献 6.6 亿元。2009 年确认 80%收入，2010 年将确认剩余 20%收入。

✓ 杭州商博·东城印象项目：预计 2010 年体现收益

商博·东城印象的总建筑面积约为 43000 平方米。地段优势是这个项目最大的亮点，位于钱江新城 CBD 和火车东站交通新枢纽的双核心连接区域。

2007 年公司以约 7106 元/平方米的楼面价竞得的。截止到 2010 年一季度已经建成，预计 2010 年将开始逐步确认收入。按照假设 9000 元/平米成本，销售价格 2.5 万元/平米，预计此项目可获得收入 7.69 亿元，利润 5.5 亿元。

✓ 义乌荷塘月色项目：预计 2011 年开始体现收益

2008 年 5 月 13 日，公司控股子公司义乌中国小商品城房地产开发有限公司以公开竞标方式，取得了位于义乌市稠城街道荷叶塘住宅区地块的

国有建设用地使用权，该地块占地面积 137116.64 平方米，土地用途为部分住宅用地，部分商业用地，土地使用年限住宅用地七十年，商业用地四十年，土地出让金总价为 20.80 亿元人民币。

此项目靠近国际商贸城三期，是距离国际商贸城距离最近的商业住宅项目，但是目前与国际商贸城尚无道路连接，预计近一年政府将建设道路。此项目现阶段完成初步规划，预计 2010 年开始建设一期，2011 年可以开始逐步分期确认收入。

✓ **杭州钱江新城项目：预计 2012 年体现收益**

公司控股子公司义乌中国小商品城房地产开发有限公司，在 2009 年 7 月 23 日以公开竞标方式，取得了“钱江新城”地块土地使用权。该地块占地面积 38136 平方米，坐落于杭州上城区，土地出让金总价为 18.9 亿元人民币。楼板价约 2.06 万元/平米，此项目预计建成成为高档精装修公寓项目。此项目预计到 2012 年后确认收入。

✓ **南昌项目：预计于 2012 年后体现收益**

公司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 日与江西省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 平方米，坐落于南昌市红谷滩新区凤凰洲。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/m²。

此项目已经交清土地款项，但是交地时间未定，预计将于 2012 年后体现收益。

3.2. 酒店业务：原有两家酒店稳健发展，未来两年两家新酒店陆续投入营业

公司发展酒店业务的目标是：形成两家五星、三家四星酒店的布局，打造义乌酒店行业高端品牌形象。更好地为市场配套服务，并形成与市场互相促动发展的新模式。引进管理、整合现有资源、培育塑造自主品牌，为公司创造新的利润增长点。

目前公司有两家酒店正常营业，两家酒店在建：

- ✓ 银都酒店为四星级酒店，毗邻义乌宾王市场，靠近国际商贸城，2008 年酒店完成了全面装修改造，目前商务间携程报价 408 元/天。2009 年银都酒店的收入 6100 万左右，利润 1000 多万，银都酒店的收入创历史新高；
- ✓ 海洋酒店为四星级酒店，2005 年开业，位置紧靠国际商贸城二期，是义乌现阶段星级标准最高最新的一家酒店，标准间携程网报价在 498 元/天。目前经营较好，年均入住率 90%以上，旺季时段经常满租，入住率在 95%以上。2009 年，海洋酒店收入 7700 万元，利润约 800 万元，海洋酒店入住率较高；
- ✓ 原篁园市场配套的商城酒店已拆，将建成一个四星酒店，预计将在 2011 年建成，2011 年末或 2012 年投入营业；
- ✓ 与国际博览中心配套的将建成一个五星级酒店，现阶段国际博览中心整体虽然已经建成，但是酒店还需要时间装修，计划于 2010 年

12 月底投入使用，总建筑面积 55593 平方米，建成后可提供 337 间（套）客房。

2009 年酒店业务收入 13867 万元，同比下降 6.6%，收入下滑；酒店业务毛利率 37.4%，下降 42.36 个百分点。整体收入下滑的原因在于和篁园市场配套的商城酒店也拆迁改造，2009 年无收入贡献，银都和海洋收入增长持续；毛利率变化主要由于原本计入费用的支出 2009 年计入了成本，虽然费用率下降，但体现为成本增加，总体的利润总额增长持续。

3.3. 会展业务蓬勃发展

义乌现在每年举办的较大规模的展览会就有十几个，小的展会更不胜枚举。会展业将是公司批发市场主营业务的最主要辅助业务之一，会展业与市场良性互动，将会成为义乌小商品拓展国际市场的助推器之一。

梅湖会展中心是义乌举办展会的主要展馆，于 1999 年建成，建筑面积 46000 平米，展位约 3500 个，是当时华东地区最大最先进的展馆之一。

新国际会展中心于 2009 年 10 月已经投入使用。但是由于义乌小商品博览会规模逐年扩大，现有展位已经不能满足需求。公司建设国际博览中心，位置在梅湖会展中心旁。2009 年 10 月，国际博览中心建设完成投入使用，在 2009 年的义博会已经发挥了重要作用。

2009 年展览广告业务收入 10429 万元，毛利率 41.2%。展览广告收入增长原因为：

- ✓ 国际博览中心展馆已于 2009 年 10 月竣工交付使用，2009 年义博会已经投入使用；
- ✓ 2009 年除了义博会之外，森博会、旅博会几个国家级大型展会也在义乌举办，展馆利用率提高。

公司将继续立足“服务市场”的价值定位，做强做大与市场相配套的相关产业，增强服务市场的能力，增厚公司业绩。

3.4. 参股创投公司，涉足金融业股权投资

借助公司品牌在实体市场和资本市场上的良好表现，激活品牌资源，组建小额贷款公司，涉足参股金融机构，培育发展新利润增长点。

公司 2009 年分别出资参股义乌市惠商小额贷款股份有限公司及北京义云清洁技术创业投资有限公司：

- ✓ 2009 年 9 月 12 日，董事会通过《关于同意义义乌市惠商小额贷款股份有限公司试点方案的批复》，以浙江中国小商品城集团股份有限公司作为主发起人的义乌市惠商小额贷款股份有限公司核准成立。义乌市惠商小额贷款股份有限公司是以服务“三农”和小企业为宗旨，从事小额放贷的新型农村金融组织。公司注册资本为 2 亿元人民币，发起人共有 17 家企业。其中国有企业 3 家，出资总额为 6000 万元，占 30% 股份；民营企业 14 家，出资总额为 1.4 亿元，占 70% 股份。浙江中国小商品城集团股份有限公司出资 4000 万元，持股比例为 20%。其余 16 家企业出资金额分别为 800 万元至 1200 万

元，最高持股比例为 6%。最低持股比例为 4%。

- ✓ 公司 2009 年 10 月 22 日公告，公司董事会通过了出资 3000 万元参与北京义云清洁技术创业投资有限公司的议案，公司拟出资 3000 万元，占出资比例的 8.57%。北京义云清洁技术创业投资有限公司重点投资于中国境内可再生能源、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。

公司发展创投项目，利用自身具有的了解中小企业的优势，选择具有优势的，成长性较好的公司投资。如果创投项目培育上市，将会有较高收益。

收购申银万国 0.68%股权：公司 2010 年 3 月 25 日公告，公司收购申银万国证券股份有限公司 0.6804%股权，共 4570 万股，交易金额 30159 万元。公司投资的主要目的是在风险可控的前提下尝试股权投资业务，利用公司充裕的现金流，培育新的利润增长点。此次交易金额为 30159 万元，占公司资产总额（截止 2009 年年末 1322314 万元）的 2.28%，所占比例较小，风险可控。交易资金主要来源于公司的自有资金，有利于提高资金利用和收益。

4. 未来发展模式——走出去战略和电子商务平台

公司将不断提高市场业务服务水平——

- ✓ 打造“六个市场服务中心”——国际商贸城培训中心、各市场采购商服务中心、产品质量与知识产权监管服务中心、小商品编码中心、国际商贸城购物旅游中心、金融服务促进中心。
- ✓ 建设“三个网上市场平台”——信息发布平台、网上工作平台、网上支付平台。
- ✓ 加快建立国内销售网络，在各地举办小商品展示对接会，每年举办六次大型展会——五金会、消交会、文博会、义博会、森博会、旅交会。

4.1. “走出去”战略

公司的房地产业务已经走出义乌，发展到了南昌、杭州，而公司也在摸索市场和会展业务“走出去”发展模式。

- ✓ 走出去办展会，完善展会与市场联动的服务机制，打造国际小商品会展中心。2009 年已经圆满完成了义博会迪拜境外展。德国外贸分公司在十月中旬得到法院注册批准。阿联酋迪拜联络处筹建。国际商贸城进口商品馆，引进经营主体 15 家。
- ✓ 建立境外市场营销与采购商服务中心，提升市场核心竞争力。
- ✓ 积极稳妥寻求国家项目，寻求合作，建立境外分市场，在边境地区建设边贸分市场。
- ✓ 在国内尝试市场业务+房地产“走出去”的发展模式。

4.2. 已经开始建设电子商务平台

公司现阶段的发展仍然是以实体市场发展为主，但是考虑到网络平台将成为未来国际贸易的趋势，公司近几年开始投资建设网上市场平台，并逐步摸索网上市场平台的发展模式。公司现阶段已经基本确立的网上电

子商务平台的模式，并且已经有团队在运作。

电子商务平台实施的基本条件已经具备。现有的市场国际商贸城一二三期，70%-80%上网宽带接入，有些商户已经在其它网上平台开店，电子商务意识较强。

公司发展国际贸易网上发展平台，相对阿里巴巴等贸易平台运营商优势主要在于公司拥有实体市场，可以将网上市场与网下实体市场相结合。公司设立电子商务平台最主要的原则是与实体市场联系紧密，商户都是实体市场商户，在诚信、支付、物流等方面可以控制。虽然淘宝也在推行网店实名制，但是由于网络虚拟，很难控制。

公司并不想只是模仿阿里巴巴等已有的贸易平台运营商的模式，而是想研究出自己的网上平台发展模式，建设包括市场展示平台、信息采集及发布平台、贸易销售采购平台、交易结算平台、信用担保平台、资本融资平台。

5. 预期 2010 年义乌国际自由贸易试验区可能获批

2009 年 3 月 9 日，十一届全国人大代表的周晓光向人大提交了有关把义乌列为国家级自由贸易试验区的建议，并阐述了义乌的各种优势。自由贸易区作为区域经济一体化的重要形式，是指在自由贸易区中，各缔约方达成协议，取消各成员间的贸易壁垒，但各成员仍有对非成员国贸易政策的自主权，即可以制定不同的关税税率及其他贸易限制措施。自由贸易区有两个特点，一是该集团内成员相互取消关税或其他贸易限制；二是各成员独立保留自己的对外贸易政策，尤其是关税政策，所以自由贸易区又称为半关税同盟。

现阶段义乌设国际贸易试验区仍然在报批国务院的阶段，暂时还没有新的进展，预期 2010 年内批复的可能性较大。如果自由贸易试验区获得政府批准，将有助于推动小商品市场的可持续发展。

义乌国际贸易试验区如若获批对公司的影响来说，一方面将改变市场商位的供求关系；另一方面，对未来政府指导以及市场招标的租金价格预留了很大提升空间。

6. 2011 年大股东资产注入值得期待

公司第二大股东恒大开发完成改制，旗下资产注入预期较强。公司实际控股股东为义乌国资，义乌市国资将公司定位为专业批发市场运营平台的地位。第二大股东恒大开发拥有其余几家市场，培育成熟后注入上市公司属于合理预期。

恒大开发作为公司大股东，下属的资产包括农贸公司、林业开发公司，都是小商品城的兄弟公司，下属的副食品市场 14.8 万平米，家具市场 16 万平米，木材市场，义乌装饰城等市场。这部分资产注入公司可能性较大。虽然这些市场的盈利能力可能逊于小商公司下属市场，但租金收

入盈利贡献也较为稳定。

现阶段来看,虽然恒大开发下属市场资产注入的预期较强,但是 2009 年 3 月恒大开发才完成更名和改制,2010 年旗下的资产仍在进行梳理,预期资产注入可能将于 2011 年进行。

7. 2010 年、2011 年盈利预测

7.1. 市场业务

2010 年市场收入增量来源于:

- ✓ 三期一阶段 5 楼:三期一阶段五楼已经完成招租,主要为旅游购物中心和生产直销中心,按照全年体现半年租金,按照面积 73725 平米,价格 1000-1500 元/平米左右计算,年租金 10000 万元,半年体现租金约 5000 万元;
- ✓ 其余空置商铺:三期一阶段中还有部分商位空置,公司选择有品牌的商户入驻,这部分约 1000 个左右商铺,假设按照 4600 元的三期一阶段市场均价计算,约贡献租金收入 6900 万元。
- ✓ 二期大厅的旅游购物中心将在下半年搬迁到三期一阶段 5 楼,此部分面积约 1 万平米,将重新招租。

2011 年市场收入增量来源于:

- ✓ 三期一阶段五楼全年贡献收入;
- ✓ 三期二阶段:预计 2011 年春节前开业,体现 11 个月租金收入,全年租金按照均价 4200 元/平米/年假设,预计全年租金约 58966 万元,11 个月租金 54052 万元;
- ✓ 新篁园市场:新篁园市场预期 2011 年 4 月份开业,2011 年贡献三个季度租金,但是 2011 年开始宾王改建,2011 年无租金贡献;
- ✓ 一期东扩项目:国际商贸城一期市场商位供不应求,因此将建设一期东扩项目,预计 2010 年开建,2011 年 10 月份前投入营业,约 5000 个商位;
- ✓ 二期二阶段 5 楼:这部分原本是国际馆,约 5 万平米,而国际馆将搬迁到国际商贸城三期二阶段 1 楼,因此这部分面积将作为画业重新招租,而原本作为国际馆,是免租,重新招租将贡献租金收入。

7.2. 房地产项目

2010 年房地产收入主要来自于:

- ✓ 杭州嘉和广场剩余 20%确认收入;
- ✓ 杭州东城印象实现部分收入:东城印象已经可以销售,预计定价 2.5 万/平米,目前还未开始出售,此项目楼板价 7000 元/平米,总建筑面积约为 43000 平方米。

2011 年房地产收入主要来自于:

- ✓ 荷塘月色项目一期:预计 2010 年开建,2011 年建成部分面积,后续的二期、三期陆续推出,此项目预售价格可达到 1.2 万/平米,地理位置靠近国际商贸城三期,未来升值空间较大,预计二期、三期的价格更高;

2012 年、2013 年预计能贡献收益的房地产项目有

- ✓ 杭州钱江新城项目：目前还在做方案；
- ✓ 荷塘月色项目二、三期；
- ✓ 南昌项目。

近期还要加强 2013 年后土地储备，主要看好义乌地区的项目

7.3. 2010 年酒店业务增长平稳，预计 2011 年增速可能加快

- ✓ 由于银都酒店和海洋酒店入住率已经处于较高水平，预计 2010-2011 年银都酒店和海洋酒店收入利润平稳发展；
- ✓ 与国际博览中心配套的五星级酒店计划于 2010 年 12 月底建成并投入使用，配套五星级酒店项目总建筑面积 55593 平方米，建成后可提供 337 间（套）客房，但是由于是五星级酒店，价格较高，对盈利能力还不好判断；
- ✓ 商城酒店拆迁改造后，将建成一个四星酒店，预计将在 2011 年后建成。

7.4. 其它业务：会展稳健增长，商品销售持平

会展广告业务稳定增长随着大型展会在义乌举办越来越多，对公司展馆的利用率将会逐步提高，会展收入将持续增长；

商品销售收入预计不会有大的增长，预计与 2009 年持平。

总体来说，预计 2010 年、2011 年收入 39.56 亿元、54.61 亿元，增速 5.1%、38%，其中市场收入 18.87 亿元、31.65 亿元，增速 11.2%、67.7%；房地产收入 8.2 亿元、9.05 亿元；每股收益 0.85 元、1.21 元，其中房地产业绩约占 0.12 元。

相比之前预测的 2010 年、2011 年每股收益 0.90、1.19 元，下调了 2010 年业绩预测，上调了 2011 年业绩预测。主要原因在于假设国际商贸城三期二阶段 2011 年初开业，2011 年一期东扩、二期大厅、二期二阶段 5 楼贡献增量租金。

8. 投资评级

公司未来三年能够保持 30%以上的复合增速，业绩增长明确；义乌自由贸易试验区在 2010 年获批的可能性较大，2011 年大股东恒大开发下属的专业批发市场可能将注入上市公司，为公司 2010 年及以后两年的市场发展提供了支撑，也为业绩提供了超预期空间；电子商务网上平台已经在酝酿和建设，为公司发展提供了新的模式；公司在国内也将秉承走出去战略进行扩张，近两年也将开到成果。总体来说，我们看好公司的中长期发展，继续给予公司“增持”评级。按照 2011 年业绩，主业 1.10 元按照 25 倍市盈率，房地产业务 0.12 元参考 10 倍市盈率，给予目标价 28.45 元。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		