

买入 维持

小商品城 (600415)

2010 年 8 月 10 日

国际商贸城五区启动招商及篁园、一区扩建 等是 11-12 年业绩增长动力

2010 年 8 月 9 日收盘于 23.29 元
6 个月目标价: 29.82 元

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

公告内容。小商品城今日 (2010 年 8 月 10 日) 发布第六届四次董事会决议公告审议通过了设立公司三个下属分支机构: 浙江中国小商品城集团股份有限公司国际商贸城第五分公司、国际会议中心, 以及义乌皇冠假日酒店。

简评。这是继公司 5 月 25 日发布新一轮市场行业布局调整方案 (主要关于国际商贸城五区、篁园市场和国际商贸城一区扩建) 的提示公告之后 (具体分析可参见我们 5 月 25 日的点评报告), 国际商贸城五区 (原名三期二阶段) 进入招商阶段的又一实质性推进, 即以国际商贸城第五分公司为标志。国际会议中心和义乌皇冠假日酒店两个分支机构的设立则是为两个五星级酒店的开业做准备。后两个项目对公司业绩影响有限, 但对增强公司的竞争实力和配套服务能力中长期看有积极意义。

(1) 国际商贸城第五分公司主要负责 国际商贸城五区 (三期二阶段) 市场 的经营管理。五区市场占地 266.2 亩, 建筑面积 63.9 万平米, 预计总投资 14.3 亿元, 主体建筑地下两层, 地面五层, 设计商位 7300 余个, 停车位 4500 余个。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, 现工程进展顺利, 已进入招商阶段。

(2) 国际会议中心是义乌政府投资建设的五星级酒店, 2009 年义乌市国资把该项资产划转给公司控股股东恒大公司。国际会议中心位于义乌北城新区环城北路以南的幸福湖畔。项目总用地面积 14.22 万平米, 包括建筑面积 8.31 万平米, 园林面积 10 万平米。国际会议中心主楼面积 7.34 万平米, 366 间 (套) 客房; 贵宾楼面积 0.98 万平米, 32 间 (套) 客房 (包括总统套房等)。拟分别于 10 年 12 月底和 11 年 4 月底完成主楼和贵宾楼的精装修工程。

恒大公司承诺, 无论最终是否与小商品城签订关于酒店的租赁协议、承包协议或其他协议, 小商品城所投入的前期费用, 最终全部由恒大公司承担。此次公司公告设立的“国际会议中心”, 我们预期主要还是为今后租赁或者承包该酒店经营服务的。而如果租赁或者承包, 可能设计关联交易, 我们预计在这种情况下, 该酒店开业后短期估计不会产生太大亏损, 之后即使有盈利, 占公司总利润比重也相对较低。

(3) 义乌皇冠假日酒店是公司投资 4.5 亿元兴建的五星级酒店, 位于义乌市江东路以北、宗泽路以南、义乌市文化中心区内, 总用地面积 0.81 万平米, 总建筑面积 5.46 万平米, 365 间 (套) 客房。2009 年 12 月 28 日公司与假日酒店 (中国) 有限公司签订委托管理合同, 委托后者经营管理。我们预期, 虽然酒店建成后将会有折旧等费用产生, 但由于该酒店与 09 年 10 月开业的博览中心 (新会展中心) 属于一体化建筑, 且一起享有贴息形式的补贴, 且以委托经营方式经营, 因此开业后不会对公司带来太大亏损, 但带来的收益占公司总体业绩的比重应该也较低。

业绩预测与投资建议。从目前来看, 五区市场的招商开始时间跟 2008 年四区 (原名三期一阶段) 市场招商的时间基本一致, 而四区市场的开业时间是 08 年 10 月。虽然之前我们曾经提到过, 五区市场可能因为市政建设等不可抗力等因素, 开业时间可能推后到 11 年 4 月 (原计划是 10 年 10 月), 但从招商进度看, 11 年 4 月底开业应该是最保守的一种预计。

我们按照五区市场 11 年 4 月开业、篁园市场 11 年下半年之后开业，以及一区扩建市场 11 年 10 月之后开业的假设重新调整了业绩预期（参见表 1 小商品城市场经营业务分市场收入预测；表 2 小商品城地产项目贡献收入、毛利率及净利润预测；表 3 小商品城主营业务分行业收入、毛利润预测；和表 4 小商品城合并损益表预测）。

我们对公司 2010-12 年 EPS 的预期分别为 0.778 元、1.202 元和 1.578 元（与之前的业绩预期差别不大），剔除了地产收益的 EPS 分别为 0.589 元、0.942 元和 1.284 元，地产收益占公司 10-12 年净利润的比重分别为 24.36%、21.64% 和 18.65%。地产贡献的收益相对不高，并占比稳定。

自今年 5 月下旬公司股价最低跌穿过 18 元，显现出极大投资价值后，到目前 2 个多月的时间公司的涨幅一度超过了 30%，作为我们 6 月 4 日发布的下半年商业零售行业投资策略报告中重点推荐的个股（之前 5 月 25 日我们发布的公司点评报告中也明确指出，“在中长期的投资价值和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”），其估值修复过程给了持有者较大的回报。

目前的股价相对于公司 11-12 年 EPS 的 PE 分别为 19.38 和 14.76 倍，且 11-12 年我们预期的公司净利润中房地产贡献的业绩也只占 21.65% 和 18.65%。因此目前估值水平仍旧相对较低，在拥有足够安全边界的前提下，我们认为随着义乌国际自由贸易区最终获批的不断临近，五期（原名三期二阶段）以及之后篁园市场、一区扩建等项目的不断临近，公司估值仍旧有较大提升空间，我们对其仍维持买入评级，维持 29.82 元的六个月目标价。

表 1 小商品城市场经营业务分市场收入预测（2004-2013E，20100810 更新）

市场	建筑面积（平方米）	名义租金（元/年/平方米）	有效出租比例（%）	实现收入（万元）									
				2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
篁园市场	370000	960、1588；2010 年之后假设均价为 4217 300（大部分）	45	3456	5184	5962	7154	5365	0	0	22139	44279	46492
宾王市场	320000	- 1200；2010 年之后假设均价为 4217	35	2772	2772	2772	2772	2772	2772	2772	0	14760	88557
国际商贸城一区	340000	1590，2007 年起部分提价	37	17002	17172	17456	19550	19550	19550	19550	19550	19550	19550
国际商贸城二区 1-3 层	480000	1985（其中 1.5 万平米有效面积为 5000）	35	5600	33885	34563	35254	35254	35254	35254	35254	35254	35254
4-5 层	120000	960	40	0	768	4608	4700	4700	4700	4700	4700	4700	4700
国际商贸城三区 1-3 层	320000	1985	33	0	3494	20962	21581	21581	19742	19742	19742	19742	19742
4-5 层	80000	960	38	0	0	4838	6912	6912	6912	6912	6912	6912	6912
国际商贸城四区	1080000	4217		0	0	0	0	20186	80743	86143	87004	87874	88753
国际商贸城五区	640000	4217		0	0	0	0	0	0	0	60725	80966	85015
一区扩建	100000	7225									4215	25288	26552
合计	3850000	--	--	28830	63274	91160	97923	116270	169673	175073	260241	339324	421527
市场配套服务				8521	7203	1421	1254	1624	1988	2160	2600	3000	33000
市场提供主营收入总计				37351	70477	92581	99177	117894	171661	177233	262841	342324	454527

注：本表中历史数据、预测数据均为海通证券研究所根据公司公开披露的信息分拆预测，非公司实际数据

资料来源：海通证券研究所

表 2 小商品城地产项目贡献收入、毛利率及净利润预测（2008-2012E，20100810 更新）

地产项目	确认面积（平方米）					均价假设（元/平方米）	确认收入（万元）				
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
金桥人家	3.0	4.0				5600	16800				
名仕家园						6000					
荷塘雅居	4.7	3.7				6500	30745	23725			
南昌红谷滩二期	2.0	4.0				3500	7016	14012			
杭州东城印象			1.6	1.8		20000			32000	36000	
义乌嘉禾广场项目		5.2	2.8			11200		58352	31360		
义乌 20 亿新拍土地项目			6.0	16.0	18.0	11000			66000	176000	198000
杭州钱江项目					3.0	30000					90000
合计	9.7	16.9	10.4	17.8	18.0		54561	96089	129360	212000	288000
地产项目	确认主营利润（万元）					净利润率假设（%）	确认净利润（万元）				
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E

金桥人家	4200				10.00	1680				
名仕家园					11.00					
荷塘雅居	7686	7118			15.00	3689	2847			
南昌红谷滩二期	1754	3504			12.00	702	1401			
杭州东城印象			12800	14400	25.00			8000	9000	
义乌嘉禾广场项目		23592	13014		25.17		14687	7893	0	
义乌 20 亿新拍土地项目			21120	58080	69300	15.00		9900	26400	29700
杭州钱江项目					29700	11.50				10350
合计	13640	34213	46934	72480	99000		6071	18935	25793	35400
对 EPS 的影响（元）							0.080	0.250	0.190	0.260
									0.294	

本表中历史数据、预测数据均为海通证券研究所根据公司公开披露的信息分析预测，非公司实际数据

资料来源：海通证券研究所

表 3 小商品城主营业务分行业收入、毛利润预测（2008-2012E，20100810 更新）

分行业	营业收入（万元）					营业成本（万元）				
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2008	2009	2010E	2011E	2012E
市场经营	116270	169673	175073	260241	339324	39914	56758	58108	85233	109691
房地产销售	54561	96089	129360	212000	288000	24934	61876	82426	139520	189000
酒店服务	14849	13877	16375	22621	23752	7439	7910	8842	13120	13064
商品销售	54880	65494	66804	68140	69503	53947	64341	65628	66941	68280
展览广告	7932	10429	13558	16269	17896	4474	5550	8135	9273	10022
市场配套服务	1624	1988	2160	2600	3000	1272	1692	1839	2213	2554
其他业务收入	13868	18708	19643	20036	20236	787	1143	1200	1200	1200
合计	263984	376257	422972	601907	761711	132767	199270	226177	317501	393810
分行业	主营收入增长率（%）					毛利率（%）				
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2008	2009	2010E	2011E	2012E
市场经营	18.7	45.9	3.2	48.6	30.4	65.7	66.5	66.8	67.2	67.7
房地产销售	-48.3	76.1	34.6	63.9	35.8	54.3	35.6	36.3	34.2	34.4
酒店服务	7.0	-6.5	18.0	38.1	5.0	49.9	43.0	46.0	42.0	45.0
商品销售	6.7	19.3	2.0	2.0	2.0	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8
展览广告	6.8	31.5	30.0	20.0	10.0	43.6	46.8	40.0	43.0	44.0
市场配套服务	29.5	22.4	8.7	20.4	15.4	21.7	14.9	14.9	14.9	14.9
合计	-9.2	42.5	12.4	42.3	26.5	50.3	53.0	53.5	52.7	51.7

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 4 小商品城合并损益表预测（2006-2012E，20100810 更新）

项目	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入（万元）	188767	290619	263985	376257	422972	601907	761711
同比增长（%）		53.96	-9.16	42.53	12.42	42.30	26.55
营业总成本（万元）	144222	234930	181993	251239	281821	383839	471537
其中：营业成本（万元）	104269	183077	132767	199270	226177	317501	393810
营业成本/营业总收入（%）	55.24	63.00	50.29	52.96	53.47	52.75	51.70
营业税金及附加（万元）	8327	13287	14894	19755	22206	31600	39990
营业税金及附加/营业总收入（%）	4.41	4.57	5.64	5.25	5.25	5.25	5.25
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	2.93	2.22	1.95
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	4.98	3.63	3.00
财务费用（万元）	-78	-371	1116	-256	0	-500	0
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	83518	125027	141151	218068	290174
同比增长（%）		23.86	46.97	49.70	12.90	54.49	33.07
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	83579	125765	141151	218068	290174
所得税费用（万元）	15304	19078	20930	31681	35288	54517	75445
有效所得税率（%）	33.61	33.75	25.04	25.19	25.00	25.00	26.00
净利润（万元）	30233	37445	62649	94085	105863	163551	214729
同比增长（%）		23.85	67.31	50.18	12.52	54.49	31.29
净利率（%）	16.02	12.88	23.73	25.01	25.03	27.17	28.19
归属于母公司所有者的净利润（万元）	30178	36249	60836	91555	105863	163551	214729
同比增长（%）		20.12	67.83	50.49	15.63	54.49	31.29
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	0.778	1.202	1.578
剔除房地产业务后的每股收益（元）				1.095	0.589	0.942	1.284

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（维持买入）20100525

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、华联综超、天虹商场、友好集团。

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。

免责条款

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。