

小商品城(600415.sh)

明后年有望重新进入快速增长阶段

欧亚菲 分析师

电话: 020-87555888-641

eMail: oyf@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260208020271

市场面积未来两年持续大幅增长

2011-2012 年市场面积增幅分别达到 41%和 26%,公司租金存在市场招标价与政府指导价的差别,从长期趋势来看,平均租金将持续稳步提升,虽短期原有市场租金提升空间幅度有限,但未来增加的面积租金市场化定价幅度超预期的可能性较大。

其他非主营业务经营情况良好

公司房地产业盈利情况较好,虽今年结算进度减缓,但 11-12 年将有较多项目结算,我们预计 10-12 年地产贡献每股收益分别为 0.08、0.20 和 0.24 元。而会展业务保持稳定增长态势,目前全年共有 4 个大展会,50 余个小型展会举办,未来增长主要来自于展位利用率的提高。此外小额贷款公司每年可为公司贡献 5000 万以上净利润。

投资建议

我们预计公司 10-12 年每股收益分别为 0.78、1.25、1.6 元,其中主业收益分别贡献 0.62、1.02 和 1.30 元(其余为地产收入贡献),按照 11 年主业 35 倍,房地产 10 倍,目标价为 37 元。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2,640.02	3,762.57	4665.58	6625.12	8347.66
增长率(%)	-9.16%	42.52%	24%	42%	26%
EBITDA(百万元)	1,126.46	1,671.74	1492.99	2120.04	2671.25
净利润(百万元)	608.55	915.54	1061.43	1682.12	2177.3
增长率(%)	67.88%	50.45%	15.93%	58.48%	27.9%
每股收益(元)	1.789	1.346	0.78	1.25	1.6
市盈率	30.68	33.24	39.07	24.38	19.05
市净率	3.38	4.77	5.7	4.2	3.5
EV/EBITDA	16.33	18.46	19.33	21.24	23.2

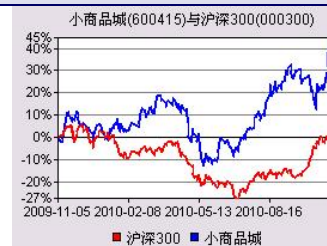
数据来源:浙江中国小商品城集团股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	30.48
目标价格(元)	37.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	14.50%	33.04%	44.76%
沪深 300	19.94%	23.50%	1.63%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

1,360.80/601.26

主要股东:

义乌市国有资产经营有限责任公司

主要股东持股比例 26.53%

财务比率

ROE	14.36%
ROA	9.91%
资产负债率	51.35%
每股净资产(元)	9.37

2009 年报数据

公司投资亮点

1、市场经营业务未来两年将持续快速增长

2011-2012年市场面积增幅分别达到41%和26%，公司租金存在市场招标价与政府指导价的差别，从长期趋势来看，平均租金将持续稳步提升，虽短期原有市场租金提升空间幅度有限，但未来增加的面积租金市场化定价幅度超预期的可能性较大。

2、整合义乌散落在小商品城市场周围的专业街市的空间巨大

周边众多的专业街市从政府城市规划角度，最终都将逐步进入小商品城所经营市场范围。从公司规划来看，仍然预留了与目前小商品城占地面积相当的土地储备，公司未来市场面积扩张空间仍然巨大。

3、大股东资产注入

大股东恒大体外有 89 万平米，1 万多个商位。主要经营副食品市场和家具市场。由于公司帐面现金充裕，我们预计该部分市场以现金收购方式进入市场的可能性较大

4、义乌贸易转型试验区将进一步公司增强所经营的市场对商户的吸引力

该方案已经经过各个部委反馈，目前正在发改委会签，预计年内有望出台。方案对出口主要是简化通关手续，有可能直接减免小商户生产环节增值税，这将有利于增厚商户利润，也将进一步支撑公司租金的上涨。

市场经营业务未来两年重新进入高增长期

市场面积未来两年持续快速增长

11 年公司将新增两个市场，分别是 11 年 2 月前开业的国际商贸城五区和 11 年 4 月前开业的新篁园市场，两个市场共新增建筑面积 100 万平米，其中可出租面积预计新增 24.17 万平米，较 10 年增长 40%以上。

国际商贸城五区最终的政府指导价比例和价格均未最终确定。公司表示五区一楼已确定作为非洲进口商品馆，并将免收租金，基于此，我们估计政府指导价占 60%，价格与四区接近（2600-2800 元/平方米），市场招标价格占 40%，价格预计有高于四区的可能。（四区招标价格为 8627 元/平方米）。初步预计 11 年新增收入 4-5 亿元，12 年新增收入 5 亿元以上。

篁园市场主要定位为专业服装城，商户主要来自于即将改造的宾王市场，宾王市场商户预计占篁园市场商户的比例在 50%左右，而宾王市场政府指导价价格比例为 85%，因而我们预计篁园市场政府指导定价比例在 50%-60%之间，预计综合出租价格 4500 元/平方米，全年租金 4 亿元以上。

12 年新增市场，主要为一区东扩市场和改造后的宾王市场，一区东扩预计有 5000 个商位，建筑面积在 30 万平米以上，主要用于饰品

及配件行业扩容。而搬迁后的宾王市场预计 11 年开始改造，12 年开业。预计改造后约有 60 万建面，约 20 万的可租面积。12 年新增市场面积为 90 万平米，较 11 年增长 26%。而一区东扩市场和重新改造的宾王市场，均有望采取完全市场化的租金定价原则，这将大大提升公司的业绩增长弹性。

表 1：小商品城市场拓展情况

市场名称	开业时间	总建筑面积 (万平方米)	可出租面积 (万平方米)	商位数 (个)	经营内容
国际商贸城一区	2002.9 开业， 10 年开始东 扩，11.10 完工	32.2	10.49	7836	花类（仿真花）、玩具和 饰品配件
国际商贸城二区 (二期一阶段)	2004.10	56	16.09	7864	五金、电子、钟表等六大 类产品
国际商贸城三区 (二期二阶段)	2005.10	46.2	14.22	6357	文化、办公学习用品、体 育休闲用品、服装辅料
国际商贸城四区 (三期一阶段)	2008.10	108	20.9	19218	袜类、日用百货、手套、 帽类等 14 类商品
国际商贸城五区 (三期二阶段)	预期 11 年 4 月 开业	64	13.51	7381	进口商品馆，床上用品、 纺织品、针织原材料、汽 车用品及配件
篁园市场	09.2 开始改造， 预期 11.4 开业	37	10.67	6785	服装
宾王市场	1995.11 建成， 预期 11 年开始 改造，	28	4.32	5313	服装、针织用品、皮革、 纺织品、床上用品、出版 物、数码产品

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

平均租金价格有上升空间，但原市场租金短期上涨概率较小

由于历史原因，公司商铺出租一直存在政府指导价与市场招标价两种价格的差异，小商品城商铺的政府指导价格平均仅为招投标价格的 40%，指导定价的商铺比例平均高达 80%以上。

虽然在短期内政府指导价格和指导定价商铺比例很难有大幅度的提升，但由于国贸三期政府指导价格的比价效应，以及国贸一、二期市场的日益成熟和繁荣，我们预计随着国贸一、二期商铺租约的逐步到期，政府指导价格的并轨应该是一个趋势。同时由于政府和公司利益的一致，为了支持公司的发展，政府也会考虑逐步提高市场化定价的商铺比例。

国际商贸城二期二阶段（3 区），今年合约到期，但公司为了保证小商品城商户的利益，维护小商品城的繁荣，暂不考虑提价。

表 2：小商品城商铺租约情况

市场	上一次签订租约时间	重签时间
国际商贸城一区	2007 年 10 月	2012 年 10 月
国际商贸城二区	2004 年 10 月	2009 年 10 月
国际商贸城三区	2005 年 10 月	2010 年 10 月

国际商贸城四区	2008 年 10 月	2013 年 10 月
国际商贸城五区	新建	2010 年 12 月
宾王市场	重新改造	2013 年 1 月
篁园市场	重新改造	2011 年 1 月

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 3：小商品城商铺租金指导价和市场价存在较大的落差

市场（元/年/平米）	政府指导价	招投标定价	政府定价比例	招投标比例	价差
国际商贸城一区	1624	3385	90%	10%	1761
国际商贸城二区	1985	5383	80%	20%	3398
国际商贸城三区	1985	4087	80%	20%	3102
国际商贸城四区	2774	8627	70%	30%	5853
宾王市场	458	1207	85%	15%	749

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

市场对外扩张正在积极酝酿中

市场对外扩张一方面是公司走出国门，通过在境外举办展会等方式，帮助企业开拓在非洲和印度等地的市场。这种方式公司投入较少，未来的业绩弹性相对较小。另一方式就是公司走出义乌在国内合适的地区选择开发小商品批发市场。由于公司经营的小商品主要以出口为主，公司此前尽管一直未走出义乌，但各地以义乌小商品城为名的市场仍在蓬勃发展，且各地政府都希望公司在本地开设市场以推动本地流通业的发展。从管理层角度来看，在义乌公司经营更多的依靠政府资源在发展，管理层在上市公司推行股权激励的难度非常大，而到异地发展市场，则更多取决于管理层自身的管理能力，因而外地市场开发过程中，管理层可以持有一部分股权，来解决管理层激励问题。目前公司正在积极考察郑州、南宁、株洲等地情况，预计在明年初将有所突破。对于外地市场开发，为加快资金回笼，公司将考虑对部分商铺预售，这将大大加大公司的业绩弹性。

电子商务业务正在积极建设过程中，但难以贡献业绩

公司计划在三年内打造有义乌小商品城特色的电子商务平台，包括建立并完善信息发布平台、网上工作平台、支付交易平台。

目前的网站只能做展示作用，（是摊位展示功能的延续）其他功能均不能实现。公司认为，与阿里巴巴相比公司网站的优势在于因为有实体展示店，对客户的粘性比较大，对企业有控制力，信誉度更好。我们认为该网站短期只能作为公司为客户提供的附加服务形式存在，难以贡献业绩。

非主营业务经营情况理想

房地产业务盈利情况良好，主要集中到明后年结算

房产开发项目主要在义乌和杭州市场。目前公司可售未售的楼盘

和储备的土地包括东城印象、荷叶塘、杭州钱江新城、南昌红谷滩。账面土地出让金超过 50 亿元，土地储备较多。

预计今年结算的主要是义乌嘉和广场 20% 的尾盘。其他包括杭州东城印象公寓、义乌荷叶塘、杭州钱江新城在内的诸多项目将主要集中在明后年结算。

表 4：公司房地产项目情况一览表

土地名称	可售面积/土地面积 (万平米)	土地出让金 (亿元)	楼面价 (元/平米)	目前周边楼盘 售价 (元/平米)	拿地时间
东城印象公寓	3.54		9000	24000	
南昌红谷滩新区凤凰洲 A04、10、13、15 地块	10.84	4.84	2314.5	6000	2010.4
杭州上城区（钱江新城）	3.81	18.9	20543	30000	2009.7
荷叶塘	13.71	20.8	5000	14000	2008.5

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

会展业务稳定增长

2009 年建成投入使用的新会展中心有 5200 个新展位，规划建筑面积 24 万平米，加上老展馆的 1500 个展位（投入了 1 亿左右），合计展位数量将超过 6500 个。09 年公司展会广告的收入为 1.04 亿元。

目前公司每年有 4 个大展会，50 余个小展会，展馆的利用率很高，但展位的利用率仍有较大的提升空间。从第 16 届义博会情况来看，展会实现展览成交额 127.67 亿元，同比增长 10.6%。其中，外贸成交额 11.6 亿美元，占总成交额的 60.9%，同比增长 14.1%。主展馆共有来自 209 个国家（地区）的 134393 名境内外采购商参会，同比增长 9.0%，其中境外客商 17624 人，同比增长 0.8%。

酒店业务平稳增长，收益贡献有限

目前公司拥有海洋和银都两家四星级涉外酒店，客房数量分别为 285 间和 225 间，平均入住率在 80% 上下，经营情况较好。计划 2011 年 4 月商城宾馆，重新装修后开业，2011 年 10 月与会展中心配套的五星级酒店开业，客房数超过 300 间，计划委托皇冠假日经营。预计两个新酒店开业后净利润有望突破 2000 万元。

由于公司酒店经营主要是为市场经营配套项目，由于地理位置较好（紧邻市场），经营情况相对较好，但由于酒店行业竞争激烈，利润率低，该业务对公司业绩贡献比例小。

投资建议

我们预计公司 10-12 年每股收益分别为 0.78、1.25、1.6 元，其中主业收益分别贡献 0.62、1.02 和 1.30 元（其余为地产收入贡献），按照 11 年主

业30倍，房地产10倍，目标价为37元。

资产负债表

单位：百万元

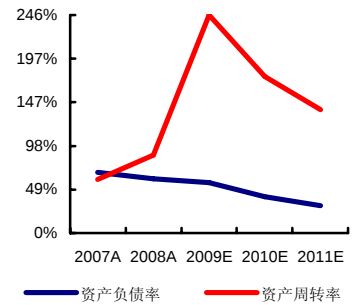
至 12 月 31 日	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
流动资产	1930	3776	4404	4095	7963
货币资金	849	674	499	1002	4344
应收及预付	646	154	1290	1118	1575
存货	412	2948	2614	1974	2042
其他流动资产					
非流动资产	2867	8321	8820	9935	12257
长期股权投资	12	4	57	57	57
固定资产	1867	3723	4046	5457	7095
在建工程	0.09	252	378	529	1214
无形资产	81925	4138	4117	3892	4032
其他长期资产		203	222		
资产总计	4797	12097	13223	14031	20221
流动负债	3242	6324	6780	6622	10323
短期借款		158	663	1106	1451
应付及预收	2661	6164	5914	4919	7881
其他流动负债		2	203	596	991
非流动负债	0	200	10	20	29
长期借款		200			
应付债券					
其他非流动负债			10	20	29
负债合计	3242	6524	6789	6642	10353
股本	125	340	680	1361	1361
资本公积	3455	3529	3259	3687	3952
留存收益	853	1658	2166	2252	4456
归属母公司股东权益	1520	5527	6375	2252	4456
少数股东权益	35	46	58	88	99
负债和股东权益	4797	12097	13223	14031	20221

利润表

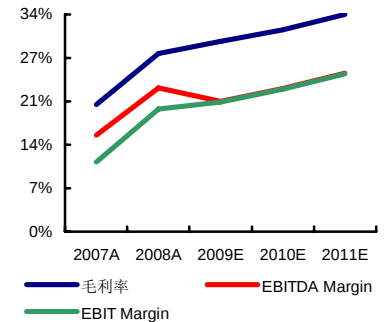
单位：百万元

至 12 月 31 日	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	2906	2640	3763	4466	6625
营业成本	1831	1328	1993	2474	3277
营业税金及附加	133	149	198	245	364
销售费用	167	120	119	187	265
管理费用	224	213	206	280	398
财务费用	-4	11	-3	-9	-12
资产减值损失	-1.8	-1			
公允价值变动收益	11.4				
投资净收益					
营业利润	568	835	1250	1484	2334
营业外收入	10	4	12	6	8
营业外支出	13	3	4	16	6
利润总额	565	836	1258	1474	2336
所得税	190	209	317	371	588
净利润	374	627	941	1105	1752
少数股东损益	12	18	25	44	70
归属母公司净利润	362	609	916	1061	1682
EBITDA	874	1157	1723	2016	3196
EPS (元)	2.89	1.79	1.35	0.78	1.25

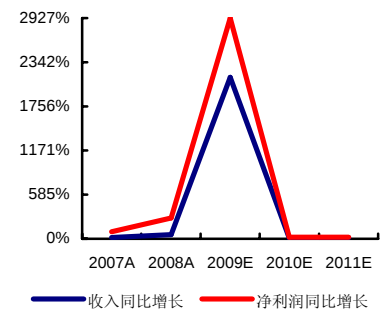
资产负债率趋势



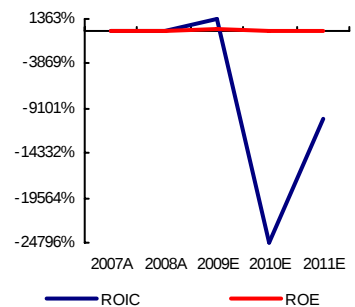
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

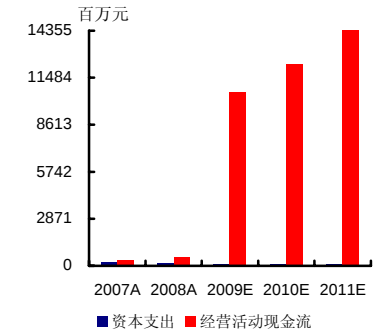
至 12 月 31 日	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营活动现金流	329	1335	-136	1524	1834
净利润	362	627	941	1682	2177
折旧摊销	310	327	475	435	526
营运资金变动	-352	368	-1535	-579	-838
其它	9	14	-16	-13	-31
投资活动现金流	0.32	-1850	-528	-707	-178
资本支出		-1845	-460	-664	-135
投资变动	0.32	23	-53	-43	-43
其他		-27	-15		
筹资活动现金流	5	317	395	126	310
银行借款	270	1552	1195	126	310
债券融资	-270	-1194	-690		
股权融资		1			
其他	5	-41	-110	42	43
现金净增加额	334	-197	-269	943	1966
期初现金余额	508	849	647	405	1348
期末现金余额	842	652	405	1348	3314

主要财务比率

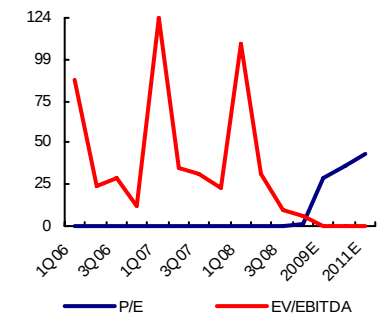
单位：%

至 12 月 31 日	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
成长能力					
营业收入	54%	-0.92%	42.5%	24.01%	41.98%
营业利润	22.8%	47.0%	49.7%	18.7%	57.3%
归属于母公司净利润	20.1%	67.9%	50.4%	15.8%	58.5%
获利能力					
毛利率	32.4%	49.7%	47%	53%	49.4%
净利率	12.5%	23.7%	25%	23.7%	26.4%
ROE	23.8%	11%	14.4%	14.5%	17.2%
ROIC	66.5%	12.3%	14.2%	12.1%	15.3%
偿债能力					
资产负债率	68%	53.9%	51.3%	47.3%	51.2%
净负债比率	-54.6%	-5.7%	5.7%	12.6%	8.4%
流动比率	0.6	0.6	0.65	0.70	0.73
速动比率	0.47	0.12	0.1	0.13	0.15
营运能力					
总资产周转率	59.2%	0.31	0.3	0.42	0.31
应收账款周转率	43.7%	41.1	47.9	43.2	48.5
存货周转率	0.74	0.79	0.72	0.77	0.73
每股指标 (元)					
每股收益	2.9	1.79	1.35	0.78	1.25
每股经营现金流	2.63	3.93	0.2	1.12	1.35
每股净资产	12.16	16.25	9.37	5.36	7.18
估值比率					
P/E	29.9	30.7	33.2	29.07	24.3
P/B	2.5	3.4	4.8	5.7	4.2
EV/EBITDA	11.4	15.9	17.9		

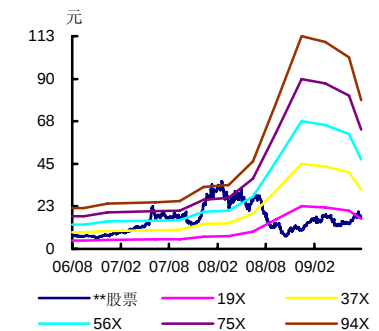
资本支出与经营活动现金流



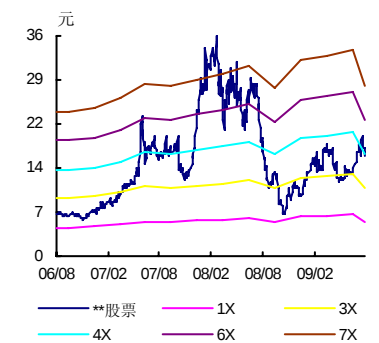
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发零售行业研究小组

欧亚菲，分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2009 年度新财富零售行业第六名，2008 年度新财富零售行业第七名，2007 年度今日投资最具独立见解分析师。

相关研究报告

小商品城（600415.sh）_中报点评	沈爱卿	2008-07-29
小商品城_公司调研简报	沈爱卿	2008-05-29
小商品城(600415.sh)_年报点评	沈爱卿	2008-04-08

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。