



# 上市公司公告点评

研究报告  
批发和零售贸易

买入 维持

小商品城 (600415)

2010 年 11 月 17 日

## 五区、篁园市场招商超预期，调高盈利预测和目标价

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

汪立亭  
SAC 执业证书编号：S0850210090001  
wanglt@htsec.com  
021-23219399

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

2010 年 11 月 16 日收盘于 35.87 元  
6 个月目标价：40.33 元以上（调高）

**公告内容。**小商品城今日（2010年11月17日）发布关于国际商贸城五区和篁园市场招商政策提示公告，确定了关于经营户入场资格认定、商位类型和管理、商位租赁期限和租金等事项。

### 简评和投资建议。

公司此次公告的五区市场和篁园市场的招商模式创新和招商价格（政府定价部分）超过我们此前预期。此外，我们判断在通胀背景下，上述两个市场公开市场招拍部分的价格（年内有可能进行）仍存在超出我们预期的可能（我们目前的预期是8000元/平米·年，理论上如果市场招拍价每增加1000元，大致影响均价400元，对EPS的弹性是提升0.06元）。此外，该等招商模式创新也将提升我们对后续到期市场（一、二、三区市场）、新建市场（一区东扩、宾王市场）等的市场化改革预期。

根据公告内容和我们的假设，测算2010-12年EPS分别为0.72元、1.50元和2.26元（2011-2012年，地产贡献的EPS在0.30元左右）。其中2011-2012年EPS分别较我们此前预测调高25.1%和43.5%。

我们认为，小商品城首先是一个持续快速增长，资产型、价值型加成长型、控股股东与流通股东利益基本一致的优秀公司，在目前情况下，更是一个兼具短期、中期和长期投资机会的品种。在公司新市场招商模式创新和招商价格超预期的背景下，公司业绩具有较明确的高增长，并且渐进市场化改革的预期有望为公司打开长期可持续的成长空间，公司估值也将由此得到提升。调高公司目标价至40.33元（按2011年市场业务30倍PE、地产业务15倍PE计算），维持买入评级。

以下是公司公告内容和我们对此的具体分析，敬请参考。

### 1. 公司本次公告的关于国际商贸城五区和篁园市场招商政策主要内容。

**（1）经营户入场资格认定。**五区市场：划定区域范围内经营床上用品、纺织品、针织原材料、汽车用品及配件四个行业，符合入场资格条件的经营户；篁园市场：在宾王市场内经营服装行业，符合入场资格条件的经营户。

**（2）商位类型和管理。**国际商贸城五区市场和篁园市场的商位类型主要有I型和II型两类。I型商位面积约（3.2×4.5）平米，II型商位面积为I型商位面积的一半（1个I型商位内安排2个II型商位）。

公司根据《义乌国际商贸城商位使用权转让、转租管理规定》实施商位管理。搬迁入场和招商入场资格取得的商位按定向安排商位实施管理；选商入场资格取得的商位按定向招商商位实施管理，不得转租、转让。

**（3）商位租赁期限、租金。**搬迁入场和招商入场资格取得的商位租赁期限为三年，三年租金一次性交清；选商入场资格取得的商位租赁期限为一年，租金一次性交清。

国际商贸城五区市场商位租金基准价为 2833 元/平米·年。以搬迁入场、A 类招商(选商)、B 类招商(选商)、C 类招商(选商)、D 类招商(选商)入场资格取得的商位,其基准租金分别乘以 1.0、1.1、1.2、1.3、1.4 计算确定。1-4 层租金系数分别为 1.2、1.1、1.0、0.9;同一楼层商位综合考虑位置等各方面因素分为四档,实行差异化定价,租金系数分别为 1.0、1.2、1.4、1.6。

篁园市场商位租金基准价为 2593 元/平米·年。以搬迁入场、A 类招商(选商)、B 类招商(选商)、C 类招商(选商)、D 类招商(选商)入场资格取得的商位,其基准租金分别乘以 1.0、1.1、1.2、1.3、1.4 计算确定。1-5 层租金系数分别为 1.2、1.1、1.0、0.9、0.8;同一楼层商位综合考虑位置等各方面因素分为四档,实行差异化定价,租金系数分别为 1.0、1.2、1.4、1.6。

(4) 国际商贸城四区(三期一阶段,建筑面积 100.62 万平方米)市场 5 层的生产企业直销中心预计在 2010 年底完成招商工作。公司将抓紧完成五区(三期二阶段,建筑面积 59.16 万平方米)市场的计划招商工作,并拟对计划招商以外部分商位加大市场化选择经营主体力度,尽快完成五区市场整体招商工作。

国际商贸城五区市场和篁园市场(建筑面积 39.22 万平方米)完成招商工作后,计划将于 2011 年 3 月试营业。

## 2. 我们的观点:五区和篁园市场招商模式创新,招租价格超预期,并将带动整体招商超预期,以及提升后续到期市场(一、二、三区市场)、新建市场(一区东扩、宾王市场)等的市场化改革预期。

公司此次招商政策存在以下几个方面的超预期:

(1) **招商模式创新**。此次招商,是由政府制定一个基准价,在此基础上根据租户性质、楼层、商位位置等分别给予不同的上浮系数。这在之前的新市场招租中是没有的(之前同期开出市场的政府指导价基本一致),反映了更市场化的特征。

(2) **计划招商价格超预期**。根据公告内容,五区市场基准价为 2833 元/平米·年,我们初步按选商、选楼层和选摊位系数综合测算,计划招商商铺均价约为 4292 元/平米·年,较我们此前预期超出 54.7%;篁园市场基准价为 2593 元/平米·年(由于土地较便宜),我们初步按选商、选楼层和选摊位系数综合测算,计划招商商铺均价约为 3928 元/平米·年,较我们此前预期超出 41.6%。

(3) **开业时间超预期**。我们此前假设篁园市场将于 2011 年下半年开业,根据此次公告,篁园市场将同五区市场一同在 2011 年 3 月份开业,比我们预期时间提前至少一个季度。

我们认为,在公司招商模式创新和计划招商租金超预期的背景下,公司关于市场招租比例和招租价格(年内应该能确定)也将有超预期可能。更重要的是,五区市场招租模式的创新或者超预期,带来的更大的效应是 1、2、3 区市场招租模式等渐进式的改革和接轨。这给市场对小商品城未来业绩和成长性的预期将会带来更进一步的空间,进而是其估值水平的提升。

## 3. 分别调高 2011-2012 年盈利预测至 1.50 元和 2.26 元,上调幅度分别为 25.1% 和 43.5%,目标价为 40.33 元以上。

根据公告内容和我们测算,五区市场和篁园市场的计划招商价格分别在 4292 元/平米·年和 3928 元/平米·年。我们同时假设市场招拍价格为 8000 元(我们认为该假设相对保守,之前四区市场的市场招拍价格我们测算平均为 8700 元);假设两个市场的政府定价比例为 60%,市场招拍比例为 40%。

假设一区东扩 20 万平米的市场招租均价为 12000 元(我们考虑到了市场供给增加因素给了相对保守的假设,一区老市场的市场转让价目前在 20000 元以上);四区(原三期一阶段)五楼生产企业直销中心年内实现出租,估计会增加 2011 年收入 6000 万左右,剔除税基本都是利润,估计增厚 0.03-0.04 元;另外,我们略调整了公司房地产业务收入和利润的确认期间,假设部分项目收益由 2010 年改在 2011 年确认。

在上述假设条件下,我们测算 2010-12 年 EPS 分别为 0.72 元、1.50 元和 2.26 元(2011-2012 年,地产贡献的 EPS 在 0.30 元左右)。其中 2011-2012 年 EPS 分别较我们此前预测调高 25.1% 和 43.5%。

我们认为,在通胀背景下,五区市场和篁园市场公开市场招拍部分的价格(年内有可能进行)仍存在超出我们预期的可能(我们目前的预期是 8000 元/平米·年,理论上如果市场招拍价每增加 1000 元,大致影响均价 400 元,对 EPS 的弹性是提升 0.06 元)。因此目前给的目标价仍旧是估值底线。

我们认为,小商品城首先是一个持续快速增长,资产型、价值型加成长型、控股股东与流通股东利益基本一致的优秀的公司,在目前情况下,更是一个兼具短期、中期和长期投资机会的品种。在公司新市场招商模式创新和招商价格超预期的背景下,公司业绩具有较明确的高增长,并且渐进市场化改革的预期有望为公司打开长期可持续的成长空间,公司估值也将由此得到提升。调高公司目标价至 40.33 元(按 2011 年市场业务 30 倍 PE、地产业务 15 倍 PE 计算),维持买入评级。

**风险与不确定性。**10 年房地产收入确认低于预期；市场租金水平的不确定性。但我们认为，在目前估值水平较低的情况下，这个投资品种的可能的超额收益与风险相对比明显是更有吸引力的。

#### 相关报告：

小商品城 2010 三季报点评：2010 年过渡期后，2011 年的业绩高增长和当前的低估值提供投资机会，维持买入 20101030

小商品城 2010 年中报点评：2010 上半年扣非后净利润同比增长 18.39%，迎接 2011 年五区开业后的业绩高增长，维持买入 20100831

小商品城调研简报：2011 年进入业绩快速增长期，仍具备明显估值优势，维持买入 20100821

小商品城公告成立三个分支机构，五区招商开始启动，维持买入 20100810

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：批发和零售贸易团队

汪立亭：批发和零售贸易团队

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、友阿股份、人人乐、海宁皮城、天虹商场、华联综超、友好集团、西安民生。

### 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。