

小商品城(600415)

短期有业绩释放，长期有政策保障

研究员：耿焜
执业证书编号：S0570510120045
电话：025-83290907
E-mail: gengkun4055@126.com
地址：南京市中山东路 90 号

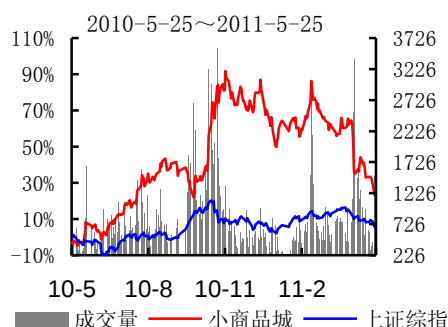
投资评级：买入(首次评级)

零售 II

当前价格(元): 22.99

目标价格(元): 30.30

股价走势图



相关研究

投资要点:

➤ **公司的投资亮点:** 首先，义乌小商品产业集群与公司专业市场的互动，为公司带来了难以复制的核心竞争力，在国际贸易综合改革试点的大环境下，公司将迎来新的市场空间和发展机遇；其次，租金市场化空间给公司价值提升留下充分的想象力，公司商位租金的提升空间巨大，随着国际商贸城一区、二区、三区、四区租赁到期，租金水平将有进一步提升。同时考虑到老市场每年摊销，新增的租金将直接贡献于公司的净利润；第三，除了市场租金提价的内生性增长，公司的外延性扩张近 10 年来有序推进，未来三年公司已经规划将要新开的市场包括一区东扩项目以及义西生产资料市场，业绩外生性增长仍有空间；第四，公司通过预收账款的模式提前锁定未来经营业绩的同时，也为公司的持续扩张以及其他业务的开展提供了充足的资金来源。

➤ **盈利预测:** 我们对公司各项业务进行了预测，2011/2012/2013 年市场经营业务贡献 EPS 分别为 0.81//0.98/1.21 元，地产业务贡献 EPS 分别为 0.12/0.3/0.83 元，酒店及其他业务贡献 EPS 分别为 0.04/0.07/0.09 元。合计 EPS 分别为 0.97/1.35/2.13 元。未来三年，公司业绩开始显著释放。

➤ **投资建议:** 公司具有独特的经营模式、持续扩张和稳定盈利的能力，在义乌区域市场上占有 75%左右的小商品交易份额，不仅是义乌经济发展的形象代言人，也是地区经济发展的支柱企业。在“十二五”期间，义乌国际贸易综合改革试点不仅推动着小商品城从外向型发展模式向新型贸易体制下的发展模式转变，也将为小商品城的发展带来诸多的政策支持。因此，我们长期看好企业的发展。从目前的二级市场价格来看，公司 2011 年动态 PE 仅为 24 倍，考虑到未来三年新市场的大规模开业带来业绩快速释放，我们认为公司股价已经低估，投资机会将出现。综合 PE 和 DCF 两种估值方法，我们认为公司 6 个月合理价格区间为 28.78-30.3 元，给予“买入”评级。

➤ **风险提示:** 根据公司目前规划，一区东扩项目、义西生产资料市场有望在 2012 和 2013 年陆续投入运营，同时房地产项目在未来三年也有规划进入结算期，这些项目可能受政策或招商等影响不达预期，从而影响公司盈利预测。

公司基本资料

总股本(万)	136080.35
流通 A 股(万)	60125.87
52 周内股价区间(元)	18.35-38.0
总市值(亿)	312.85
总资产(亿)	168.71
每股净资产(元)	5.42

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	31.70	43.26	57.85	84.66
+/-%	-15.76	36.5	33.7	46.3
净利润(百万)	808.90	1314.22	1841.97	2896.02
+/-%	-11.6	62.5	40.2	57.2
EPS(元)	0.59	0.97	1.35	2.13
P/E	38.68	23.8	16.98	10.8

正文目录

一、公司的投资价值分析.....	4
1、产业集聚效应和政策支持将持续加强公司的核心竞争力.....	4
2、租金市场化空间给公司价值提升留下充分的想象力.....	4
3、外延式扩张仍有持续性，业绩增长有保障.....	5
4、预收账款和滚动开发模式提高了公司的安全边际.....	6
二、公司的估值及投资建议.....	7
1、盈利预测和估值.....	7
2、投资建议.....	8
3、风险提示.....	8
二、义乌小商品城发展具有良好的政策环境.....	9
1、我国外向型经济带给公司黄金发展的 10 年.....	9
2、产业集群效应难以模仿.....	10
3、国际贸易实验区将打开公司发展新篇章.....	11
三、公司经营现状：“一个中心，两翼齐飞、三轮共驱”的战略格局正在形成.....	11
1、大股东持股比例高，资产注入有想象空间.....	12
2、以市场为“中心”，不断推进外延式扩张.....	13
3、房地产开发业务项目充足，未来将贡献较多利润.....	18
4、商品销售业务利润贡献率较低，未来将平稳增长.....	19
5、酒店服务业务未来将走差异化经营道路，竞争力有望提升.....	20
6、展览广告业务依托义乌大型展会，场馆利用率较高.....	21
7、电子商务和金融创投业务为公司主营锦上添花.....	22
四、公司财务数据分析.....	22
1、公司盈利能力较强，趋势向好.....	22
2、 预收账款经营模式带来了较高的资产负债率水平.....	22
五、盈利预测和投资建议.....	23
1、预测假设.....	23
2、预测结论.....	25

图表目录

图表 1: 公司市场面积的增长情况.....	6
图表 2: 公司预收账款规模变化.....	6
图表 3: 公司市场经营模式图.....	7
图表 4: 进口和出口在进出口总额中的占比.....	9
图表 5: 货物和服务净出口对 GDP 的贡献率	图表 6: 出口总额在 GDP 当中的比重
图表 7: 公司各业务收入占比.....	12
图表 8: 公司各业务利润贡献占比.....	12
图表 9: 公司股权结构.....	13
图表 10: 公司市场经营业务收入及其毛利率变化.....	13
图表 11: 国贸一区楼层分布图.....	14
图表 12: 国贸二区楼层分布图.....	15
图表 13: 国贸三区楼层分布图.....	16
图表 14: 国贸四区楼层分布图.....	16
图表 15: 国贸五区楼层分布图.....	17
图表 16: 篁园市场楼层分布图.....	18
图表 17: 公司房地产销售收入及其毛利率变化.....	18
图表 18: 公司商品销售业务收入及其毛利率变化.....	20
图表 19: 公司酒店服务业务收入及其毛利率变化.....	20
图表 20: 公司展览广告业务收入及其毛利率变化.....	21
图表 21: 公司净利润率以及期间费用率变化.....	22
图表 22: 公司净利润率以及期间费用率变化.....	23
表格 1: 各市场商位租金价格水平.....	5
表格 2: 分业务 EPS 测算.....	7
表格 3: DCF 估值假设.....	8
表格 4: DCF 估值结果 (单位: 百万元)	8
表格 5: 义乌小商品交易市场的发展过程.....	11
表格 6: 公司经营市场的基本情况.....	14
表格 7: 2011 年义乌各主要展会时间表.....	21
表格 8: 市场经营业务收入预测.....	23
表格 9: 房地产业务收入预测.....	25
表格 10: 公司营业收入预测.....	25

公司创建于 1993 年 12 月，是我国最大的专业批发市场经营商之一，以独家经营开发、管理、服务义乌中国小商品城为主业。公司是国有控股企业，国资大股东持股比例达到 55.82%。2002 年 5 月 9 日，公司股票在上海证券交易所挂牌交易，现有总股本 13.6 亿股。

到 2010 年底，公司在义乌市场的经营面积为 400 万平方米，商位 6.2 万个，汇集 4202 个种类、170 多万种商品，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，其中饰品、玩具、工艺品、日用五金、袜子、拉链等优势商品在中国市场占有 30% 以上的份额。公司销售网遍及全球 215 个国家和地区，商品外向度达到 60% 强，当年入境境外客商突破 42 万人次，有 3008 家境外企业在义乌设立代表处，占浙江省总数的 1/2 强，是我国小商品的流通、研发、展示中心和重要出口基地之一。2010 年，公司实现营业收入 31.69 亿元，净利润 8.10 亿元。2001 年以来，以“国际化、信息化、现代化、品牌化”为导向，公司大力开展市场基础设施建设，先后建成国际商贸城一、二、三、四区、五区市场、篁园市场、国际博览中心等重大项目，在义乌小商品集群的形成过程中发挥了重要的作用。目前公司正努力将中国小商品城打造成为国际一流的现代化的小商品贸易平台。

一、公司的投资价值分析

1、产业集聚效应和政策支持将持续加强公司的核心竞争力

义乌小商品市场的持续繁荣积累了大量商业资本，创造了渠道、信息、人才等优势，反之大量商业资本转化为工业资本，扩大了市场的规模。此外，专业市场带动了会展、中介、物流、金融等现代服务业的发展，为小商品产业集群升级营造了良好的产业环境。我们认为义乌从单纯商贸发展到工贸产业链，加工与制造相配套的集群化发展模式难以模仿和复制，是小商品专业市场得以良性发展的核心竞争力之一。

在公司的发展过程中，政府的持续支持和创新政策也发挥着重要作用。2011 年 3 月国务院下达关于浙江省义乌市国际贸易综合改革试点总体方案的批复，义乌作为全国唯一一个县级市列入国家战略层面的综合改革试点。义乌市国际贸易综合改革试点的全面启动，目的是通过改革试点，使得义乌的贸易模式实现出口、进口、转口贸易联动，从以往的中国出口桥头堡转向中国国际贸易桥头堡。在国际贸易综合改革试点的大环境下，公司将迎来新的市场空间和发展机遇。

2、租金市场化空间给公司价值提升留下充分的想象力

为了义乌市小商品贸易的稳定发展，增强小商品市场的竞争能力，公司下辖市场的政府计划租金定价水平一直低于市场化租金价格水平，也低于公司以外市场的平均定价水平。如表 1 所示，宾王市场、国际商贸城一区、二区、三区、四区定向安排市场的租金水平仅仅是市场化招投标价格水平的 20%-50% 不等。

但同时我们也看到公司在市场经营中不断探索合理的招租模式，2010 年公司突破传统较长时间使用的定向安排、定向招商、市场化招投标三种划分，而改为系数化租金定价方式。以国际商贸城五区为例，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）划分入场资格，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。这一系数化定价模式综合考虑了入场资格、摊位楼层、同一楼层的摊位位置等多方面因素，在一定程度上提升了

租金定价的合理化和市场化水平。我们看到系数化定价方式下，五区的租金水平远远高于定向安排和定向招商的水平，这也使得五区总体租金收入水平较原有模式下的租金水平有所提升。

此外，公司的市场化招租水平也在逐年提高，国际商贸城一区、二区、三区、四区的市场招投标定价比例分别为 10%、20%、20%、30%，而国际商贸城五区和篁园市场系数化定价铺位占比均达到 70%以上，可见公司推进租金市场化的脚步一直在前进。

表格 1：各市场商位租金价格水平

市场	经营状态	可出租面积	商位数			商位租金			价差比
			定向安排	定向招商	招投标	定向安排	定向招商	招投标	
宾王市场	停业改建	5.96	322	942	5	485	1042	4326	24.09%
国际商贸城一区（一期）	经营	10.52	5310	616	1925	1630	1715	6685	25.65%
国际商贸城二区（二期一阶段）	经营	16.10	4564	1285	2026	1985	980	3925	24.97%
国际商贸城三区（二期二阶段）	经营	14.49	3800	979	1586	1914	1235	4508	27.40%
国际商贸城四区（三期一阶段）	经营	26.40	10495	1588	2935	2766	4250	8758	48.53%
国际商贸城五区（三期二阶段）	经营	15.30	商位数			商位租金			
			定向摊位	系数化租金摊位	招投标	定向安排	系数化租金摊位	招投标	
			908	3187	3186	300	4300	8000	53.75%
篁园市场（重装开业）	经营	10.67	1899	4986		1450	3671		39.50%

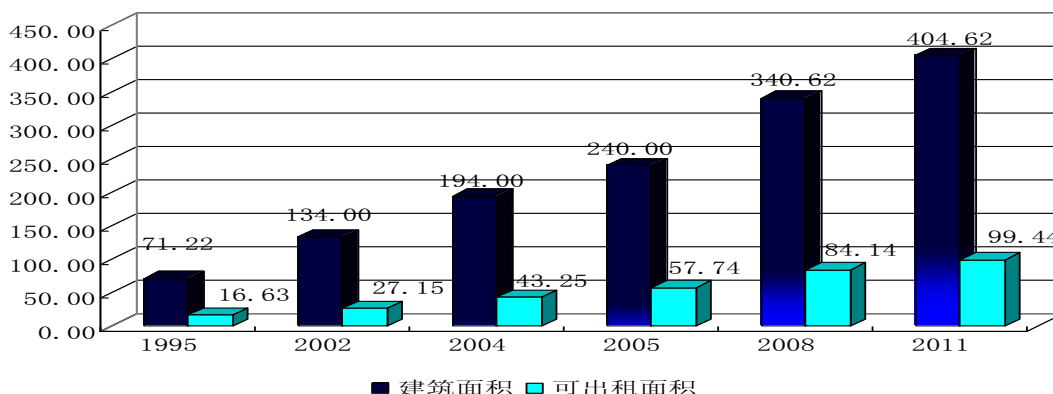
资料来源：公司公告，华泰证券研究所（由于国际商贸城五区除了五层外，二层-四层有 50%铺位尚未出租，我们假设为出租部分采用市场化招投标的方式招租，价格假设在 8000 元左右。表中的价差比=定向招商租金价格/招投标租金价格）

即便小商品城各市场的市场化租金水平远远高于政府指导或定向安排的价格水平，但它还是大大低于义乌市民间的商位市场化价格水平。因此我们认为公司商位租金的提升空间巨大，随着国际商贸城一区、二区、三区、四区租赁期限到期，租金水平将有望进一步提升。同时考虑到老市场每年摊销，新增的租金将直接贡献于公司的净利润。

3、外延式扩张仍有持续性，业绩增长有保障

除了市场租金提价的内生性增长，公司的外延性扩张近 10 来有序推进。2002 年以后公司相继建成了国际贸易城一区、二区、三区、四区、2011 年新建的国际商贸城五区以及翻修后篁园服装市场开业，市场总建筑面积从 2000 年前的 71 万平米增加至 2011 年的 404 万平米，经营面积从 2000 年前的 17 万平米增加至 2011 年的近 100 万平米。

图表 1：公司市场面积的增长情况



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

未来三年公司已经规划将要新开的市场包括一区东扩项目以及义西生产资料市场。其中一期东扩项目总建筑面积为 215422 平方米，商位数 2892 个，预计投资则项目建设的投资约为 67,325 万元，计划在 2011 年 10 月份前开工建设，2012 年 10 月完工开业。

义乌义西生产资料市场规划总用地面积 1774000 平方米，计划分期建设。一期工程位于浙江省义乌市义乌机场西南，规划总建筑用地约 500 亩，建筑规模 50 万平方米，地上建筑面积约为 28 万平方米，地下建筑面积为 22 万平方米。主要布局机械和零部件、原辅材料等行业生产资料。义西生产资料市场一期工程计划在 2011 年 6 月开工建设，2013 年投入使用。

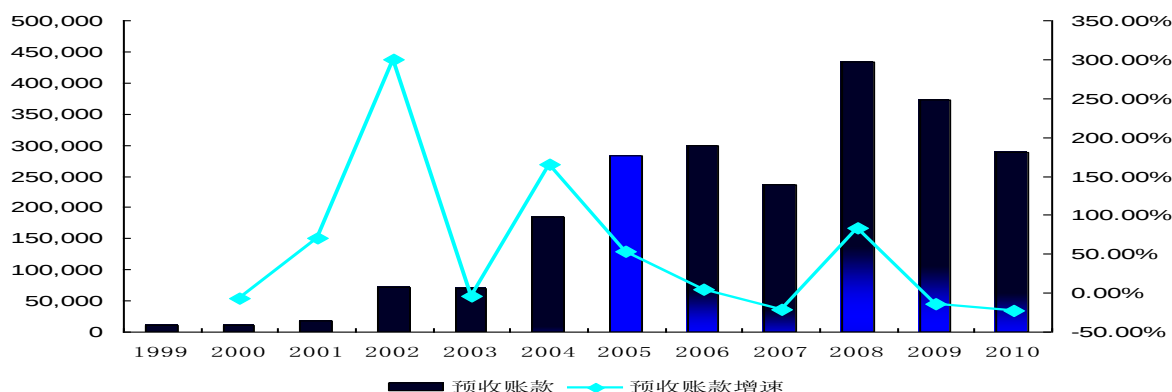
综合来看，在内生增长和外延式扩张两方面，随着现有市场租金化水平的不断提高以及新开市场陆续投入运营，公司业绩有进一步提升空间。

4、预收账款和滚动开发模式提高了公司的安全边际

公司租金采用预收账款的方式，分月进行租金收入的确认。由于进场商户的来源和资格不同，公司的预收账款年限分为一年期、三年期、五年期不等，2011 年前的存量市场租金以五年期为主，新开的篁园和国际商贸城五区市场租金年限分为一年期和三年期。公司上市以来，随着市场体量的扩大，预收租金带来了公司预收账款规模的不断提升。预收租金模式为公司带来了无息提款的便利。

2000 年-2010 年公司预收账款年平均为 20.6 亿元，2008 年年报显示的预收账款高达 43 亿元，主要是国际商贸城四区的开业。根据我们的调研，国际商贸城五区和篁园服装市场目前的租金缴收已经为公司带来了近 10 亿元的新增预收账款。由于 2011-2013 年仍将有新市场开出，因此未来三年的预收账款也将实现快速增长。

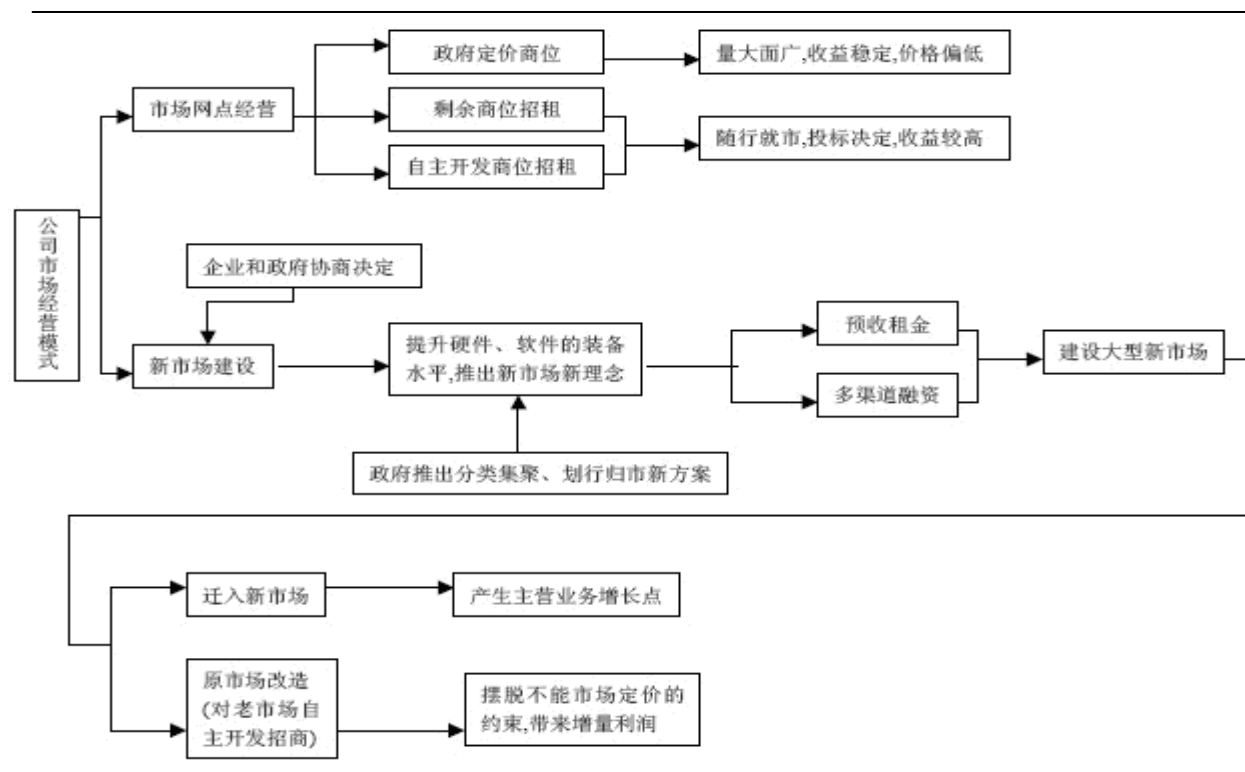
图表 2：公司预收账款规模变化



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公司通过预收账款的模式提前锁定未来经营业绩的同时，也为公司的持续扩张以及其他业务的开展提供了充足的资金来源。为了保障租金的市场化进程、平滑不同年份的现金流水平，公司在 2011 年新市场开业中缩短了签约时间，我们认为这一举措将使公司未来的租金定价更加灵活、更贴近市场，有利于提高资金的使用效率。

图表 3：公司市场营销模式图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

二、公司的估值及投资建议

1、盈利预测和估值

我们对公司各项业务进行了预测，2011 年—2013 年市场经营业务贡献 EPS 分别为 0.81 元、0.98 元、1.21 元，酒店及其他业务贡献 EPS 分别为 0.04 元、0.07 元、0.09 元，地产业务贡献 EPS 分别为 0.12 元、0.3 元、0.83 元，合计 EPS 分别为 0.97 元、1.35 元、2.13 元。未来三年，公司业绩开始显著释放，其中市场经营业务利润的复合增速为 22%，此外受房地产结算的影响公司合计净利润复合增速为 49%。我们按照 2012 年市场经营、酒店及其他业务 26 倍 PE，地产 10 倍 PE 进行估值，公司合理价值为 30.3 元。

表格 2：分业务 EPS 测算

分业务 EPS	2011E	2012E	2013E
市场经营	0.81	0.98	1.21
房地产销售	0.12	0.30	0.83
其他	0.04	0.07	0.09
合计	0.97	1.35	2.13

资料来源：华泰证券研究所

DCF 估值中，根据永续增长率为 2%，其他假设如表 3，公司内在价值 28.78 元/股。

表格 3：DCF 估值假设

项目	高速增长阶段	永续增长阶段
贝塔值 (β)	0.990	0.990
无风险利率 (%)	5.00%	5.00%
市场的预期收益率 (%)	10.00%	10.00%
股权资本成本 (K_e)	9.95%	9.95%
债务成本 K_d (%)	1.50%	1.50%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	5.60%	5.60%
WACC	9.48%	9.48%

资料来源：华泰证券研究所

表格 4：DCF 估值结果（单位：百万元）

公司核心评估价值	39,576.69
其中：显性价值	3,855.30
其中：半显性价值	3,863.98
其中：永续增长价值	31,857.41
加：公司非核心评估价值	1,458.06
公司评估总价值	41,034.75
减：债务价值	1,857.21
减：少数股东权益	9.68
公司内在评估价值	39,167.85
估值日总股本(百万股)	1,360.80
每股内在价值(元)	28.78

资料来源：华泰证券研究所

2、投资建议

公司具有独特的经营模式、持续扩张和稳定盈利的能力，在义乌区域市场上占有 75%左右的小商品交易份额，不仅是义乌经济发展的形象代言人，也是地区经济发展的支柱企业。在“十二五”期间，义乌国际贸易综合改革试点不仅推动着小商品城从外向型发展模式向新型贸易体制下的发展模式转变，也将为小商品城的发展带来诸多的政策支持。因此，我们长期看好企业的发展。从目前的二级市场价格来看，公司 2011 年动态 PE 仅为 24 倍，考虑到未来三年新市场的大规模开业带来业绩快速释放，我们认为公司股价已经低估，投资机会出现。

综合上述 PE 和 DCF 两种估值方法，我们认为公司 6 个月合理价格区间为 28.78-30.3 元，给予公司“买入”评级。

3、风险提示

根据公司的规划，2012年年底争取一区东扩项目开业，义西生产资料市场争取2011年年中动工，2013年有望开业，如果这些项目进度低于预期，将影响我们的业绩预测结果。此外，我们的房地产业务预测是根据公司的地产项目开发规划进行，但受宏观调控政策的影响，公司的房地产业务开发进度以及销售进度存在不达预期的可能。

二、义乌小商品城发展具有良好的政策环境

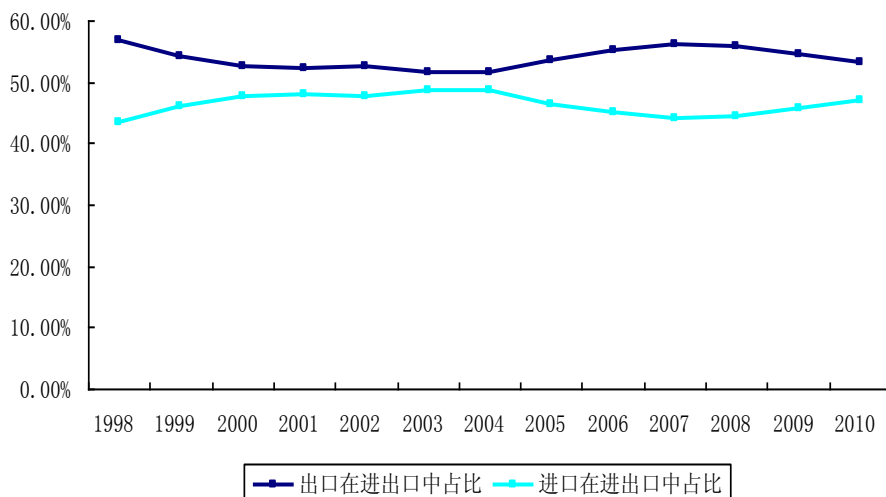
1、我国外向型经济带给公司黄金发展的 10 年

2009 年，义乌市集贸市场全年总成交额达 556.1 亿元，同比增长 12.96%，其中中国小商品城全年总成交额 411.59 亿元，同比增长 7.8%，占全市集贸市场比重为 74%，成交额位居全国日用品批发市场之首。义乌市场主体数已达 13.7 万户，较去年同期增长近 9000 户，同比增幅超过 6%。而这其中，非义乌籍的市场主体占比近 50%。此外，义乌还拥有外国企业常驻代表机构 2614 户，同比增长 22.7%；新增电子商务类经济主体 713 户，同比增长 42.4%。义乌作为小商品集散地，其市场主体数量和主体机构不断的丰富和扩大，持续保持着市场活力。此外，商务部还主持编制了“义乌中国小商品指数”，定期向全球发布，这一指数已经成为全球小商品生产贸易变动的风向标。

从 2000 年以来，义乌小商品市场走过了发展的黄金 10 年，市场交易额实现了跨越式增长，目前义乌小商品城的外向度已经超过了 60%。这一发展和我国近 10 年奖励出口创汇的政策紧密相关。

我们比较了 1998-2010 年进口和出口总额在货物进出口总额中的占比情况，我国的出口比例在 12 年的时间里一直高于进口比例，平均占比在 53.8% 的水平，而进口总额的平均占比为 46.2%。从出口对 GDP 的贡献率来看，2000 年以来出口的贡献率一直维持在 20% 以上，尤其是在 2006 年和 2007 年出口总额的 GDP 的贡献率高达 35% 左右。国家鼓励外向型经济的政策极大的推动了义乌小商品市场的发展。

图表 4：进口和出口在进出口总额中的占比

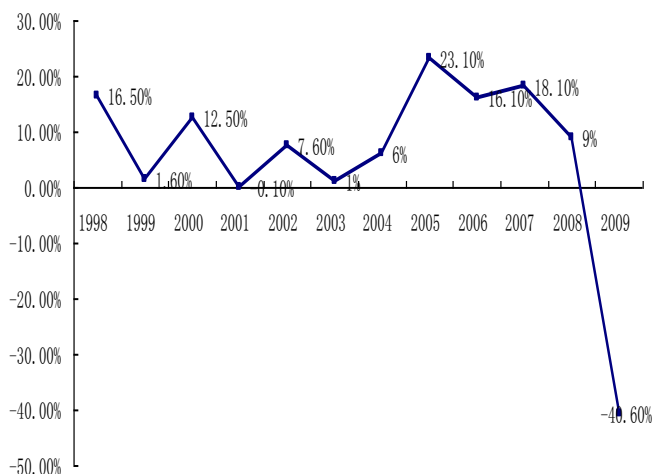


资料来源：国研网，华泰证券研究所

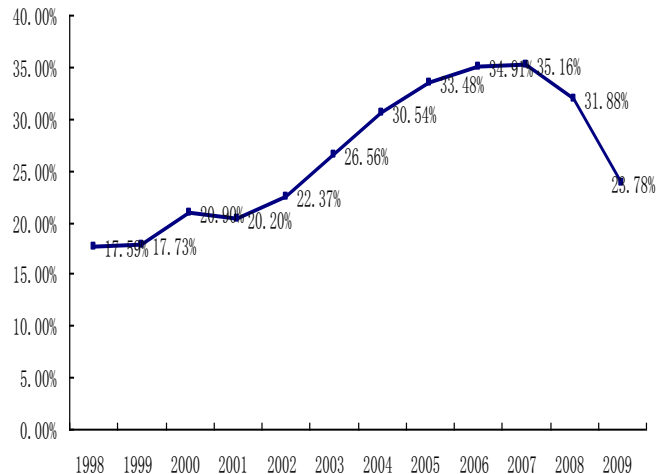
但是 2008 年的国际金融危机，在原材料提价、汇率波动、人民币升值、劳动力成本上升等内外多重因素压力之下，义乌小商品市场的出口遭受巨大的打击。从宏观经济数据，我们也可以看到在 2008 年金融危机之后外向型经济面临逐渐增大的压力。2009 年出口总额对我国 GDP 的贡献率大幅下滑至 23%。而货物和服务净出口对 GDP 的贡献率下滑至 -40.6%，较 2006 和 2007 年 17% 的贡献度水平出现显著下降。

图表 5：货物和服务净出口对 GDP 的贡献率

图表 6：出口总额在 GDP 当中的比重



资料来源：国研网，华泰证券研究所



资料来源：国研网，华泰证券研究所

多年来我国实行奖励出口创汇的做法，导致了进出口的极大不平衡，推动中国外贸由“奖出限入”向“进出平衡”转型是必然趋势。在“十二五”规划中，政府已经明确了这一转型的目标。

义乌小商品城对这一发展风向的改变作出快速反应，在 2011 年 4 月 19 日开业的义乌国际商贸城五区市场，公司引入了一楼 10 万平方米的进口商品馆（部分由三区市场 5 楼商户迁入），汇聚了来自亚洲、欧洲、非洲、北美洲等地 75 个国家和地区的 3 万余种特色商品。义乌进口商品馆的设立，为国外产品进入中国市场提供了新的连接通道，也使得义乌小商品城实现由外向型向内向型经济转变提前展开了尝试。

2、产业集群效应难以模仿

义乌小商品城的快速壮大除了顺应宏观经济的发展趋势之外，还有一个难以模仿的核心竞争力就是产业集群效应。

义乌从三十多年前的“鸡毛换糖”开始，直到 2010 年逾 600 亿元的集贸市场交易规模，主要依托专业市场，充分实施“贸工联动”战略，大力推进制造业基地建设，同时培养商贸流通服务体系，涌现出了针织袜业、饰品、工艺品、玩具、拉链、毛纺等 16 大极具竞争力的优势行业，其中饰品产量占全国的 65%以上、袜业占 35%以上、拉链占 30%以上。从而形成了“小商品，大产业”、“小企业，大集群”、“小规模，大辐射”的集群化发展态势。

义乌小商品产业集群的发展与小商品市场发展是一个循环累积的不断加深的过程。小商品市场通过需求集聚作用使得对产品需求不断增长，使产业集群的规模不断扩张，并生成了以延伸的产业链为联系纽带的企业网络。小商品产业集群通过供给的集聚效应所带来的多品种和低成本的商品优势使小商品市场的交易规模不断扩大，内部分工不断发展，交易效率不断提高。义乌小商品市场的持续繁荣积累了大量商业资本，创造了渠道、信息、人才等优势，反之大量商业资本转化为工业资本，扩大了市场的规模；专业市场带动了会展、中介、物流、金融等现代服务业的大发展，为小商品产业集群升级营造了良好的产业环境。

表格 5：义乌小商品交易市场的发展过程

发展阶段	时间	发展情况
马路市场阶段	上世纪 70 年代末-1984	义乌的集市贸易自“鸡毛换糖”开始，1982 年 9 月，义乌县政府投资 9000 元，开放稠城镇小百货市场，摊位 700 个，成交额为 392 万元。1983 年摊位数增至 1050 个，成交额 1444 万元。
草帽市场阶段	1984-1986	1984 年，政府投入 57 万元，建成占地 35 万平方米、固定摊位 1800 个的第二代小商品市场。适逢“兴商建县”方针提出，全县掀起经商办厂热潮，年底个体户达 14259 户，市场成交额 2321 万元。
高速发展阶段	1986-1992	中国小商品城第三代市场 1986 年竣工，固定摊位 4096 个，占地 4.4 万平方米。经多次扩建至 1990 年，已形成占地 5.7 万平方米，固定摊位 8503 个，临时摊位 1500 个的全国最大小商品专业批发市场。
规模化发展阶段	1992-2002	第四代中国小商品城市场 1992 年投入使用，共有摊位 7100 个，并更名为“浙江省义乌市中国小商品城”。1994 年 6 月，二期工程交工验收，摊位数增至 23000 个，1995 年成交额达到 152 亿元。
国际化发展阶段	2002-至今	2002 年 10 月投入营运的中国义乌国际商贸城是顺应国际化发展需求的全新理念的现代化专业市场。一期工程建筑面积 34 万平方米，商位 7000 余个，从业人员 50000 多人，是我国最大的饰品、工艺、玩具、花类集散中心。随后，国际商贸城二区、三区、四区、五区、篁园服装市场相继开业。

资料来源：义乌市政府网站，华泰证券研究所

我们认为义乌从单纯商贸发展到工贸产业链，加工与制造相配套的集群化发展模式难以模仿和复制，是小商品专业市场得以良性发展的核心竞争力之一。

3、国际贸易实验区将打开公司发展新篇章

在义乌小商品产业集群的形成以及小商品城的发展过程中，政府的持续支持和创新政策也发挥着重要作用。近年来，商检、海关等部门为提高服务效率，专门为义乌量身定制了很多方便易行的做法。但是，义乌的这些尝试在法律上尚无依据。

2011 年 3 月国务院下达关于浙江省义乌市国际贸易综合改革试点总体方案的批复，作为全国唯一一个县级市列入国家战略层面的综合改革试点，义乌市国际贸易综合改革试点的全面启动，目的是通过改革试点，使义乌实现出口、进口、转口贸易联动，从以往的中国出口桥头堡转向中国国际贸易桥头堡。

作为我国第十个综合改革试验区，浙江省义乌市围绕国际贸易综合改革试点的重点领域和关键环节编制了 26 个专项规划，估算总投资约 1918 亿元，其中“十二五”计划投资约 1730 亿元。在国际贸易重点领域和关键环节深化改革、先行先试，探索建立新型贸易体制机制。具体来看：一是加快建设“义乌港”和全国物流节点城市，争取在 2013 年批准设立义乌综合保税区，加快建设具有“始发港”和“目的港”功能的“义乌港”，力争 2013 年启用；二是打造先进制造业基地；三是打造重要的国家级会展平台；四是构建现代金融支持体系；五是完善城市综合功能。

在国际贸易综合改革试点的大环境下，公司将迎来新的市场空间和发展机遇。

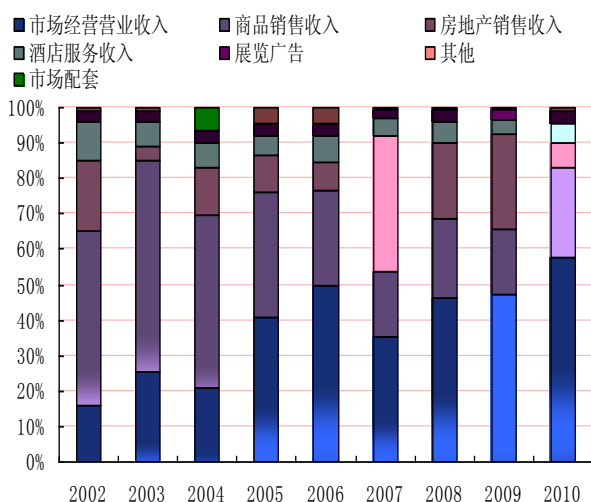
三、公司经营现状：“一个中心，两翼齐飞、三轮共驱”的战略格局正在形成

公司目前主营业务主要有市场经营、房地产销售、商品销售、酒店服务以及展览广告五大块，从公司各业务的收入占比角度看，我们发现公司 2002 年上市以来，除了 2010 年房地

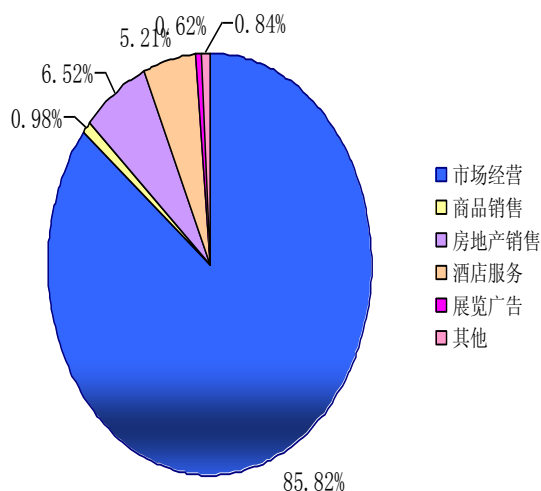
产业业务收入减少外，市场经营和房地产销售主业的占比基本上呈现出上升的趋势，商品销售业务的占比与上市初期比有所减少，另外两个配套业务是基本维持稳定增长。公司规划的“一个中心（市场为主业）、两翼齐飞（电子商务、会展）、三轮共驱（房地产、酒店、金融创投）”的战略定位正在逐步形成。

从公司各业务利润贡献占比情况看，主要利润贡献点是市场经营业务、房地产销售和酒店服务业务。公司的市场经营业务主要是收取商户租金，现金流稳定且具有较高的毛利率；房地产销售和酒店服务业务的毛利率也较高，能够提高公司资金的使用效率。该三项业务对公司利润贡献总计达 97.55%，是公司主要利润来源。

图表 7：公司各业务收入占比



图表 8：公司各业务利润贡献占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

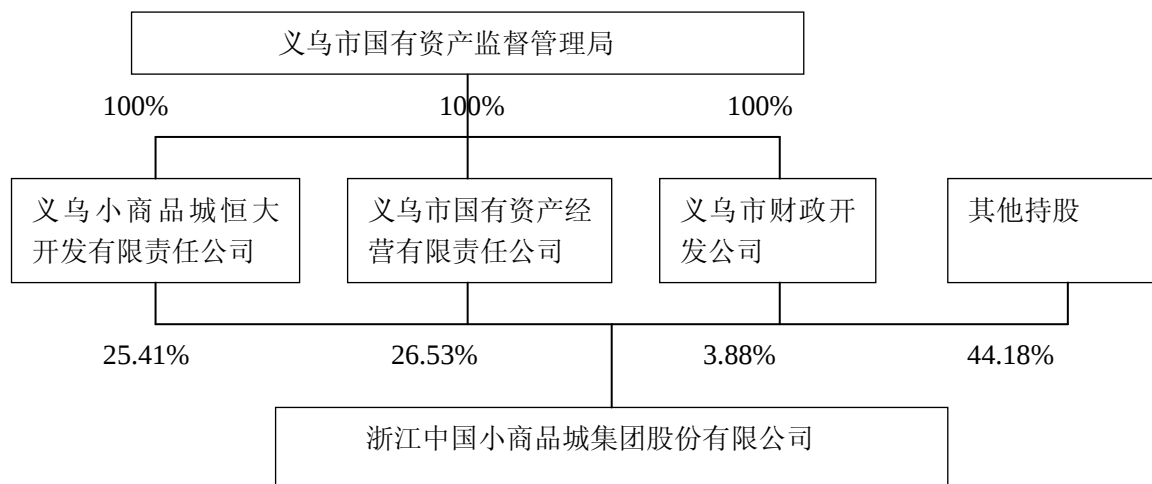
1、大股东持股比例高，资产注入有想象空间

公司是由义乌中国小商品城恒大开发总公司、中信贸易公司、浙江省国际信托投资公司、浙江省财务开发公司、上海申银证券公司、义乌市财务开发公司共同发起设立。

2009 年 4 月 17 日公告，第一大股东名称由义乌市国有资产投资控股有限公司变更为义乌市国有资产经营有限责任公司。公司第二大股东义乌中国小商品城恒大开发总公司更名为义乌小商品城恒大开发有限责任公司，并且成为由义乌市国有资产监督管理局直接管理的控股子公司。根据国企改革要求，第一大股东义乌市国有资产经营有限责任公司和义乌财务开发公司持有的公司股权将划出给义乌小商品城恒大开发有限责任公司，完成股权转让后，义乌小商品城恒大开发公司持股比例上升为 55.82%，享有绝对控股权。目前尚未完成股权划转手续，义乌市相关政府部门正在推进划转进程，最快有望 2011 年下半年完成。

公司大股东义乌中国小商品城恒大开发有限责任公司是义乌国资局下属的四大直属企业集团之一，国资股权的转让是出于义乌推进国有经济布局结构优化、国有资本从一般竞争性领域退出的考量。随着小商品城股权同时划转的还有其余 9 家与市场相关企业的国有股权，一并划给恒大公司管理和运作。从而使得恒大成为国资旗下市场经营和运作的主要平台。具体来看，恒大目前所属的非上市资产包括 14.8 万平米的副食品市场、16 万平米的家具市场、农贸公司、林业开发公司、木材市场、义乌装饰城等市场，这些资产具有稳定的盈利能力，未来不排除有注入上市公司的可能。

图表 9：公司股权结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

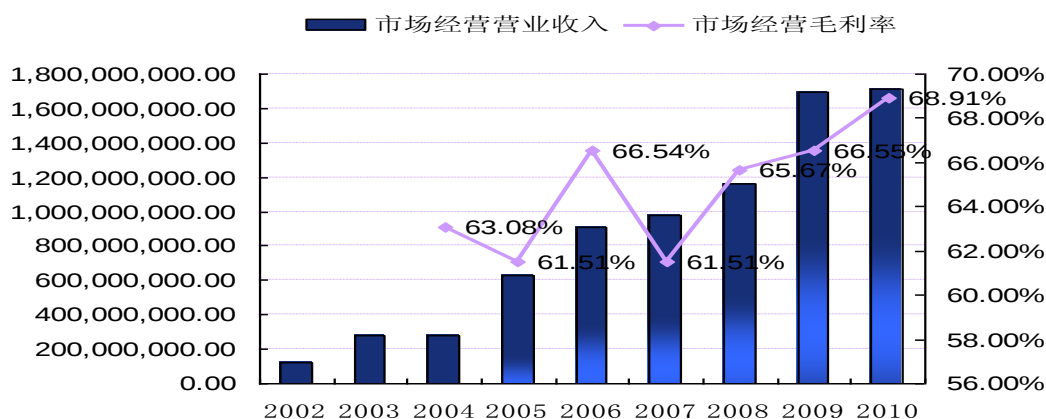
2、以市场为“中心”，不断推进外延式扩张

日用品大型批发市场作为我国商品流通体制转型过程中一种特有的一种经济组织，经过二十多年的培育发展，已成为我国流通领域重要的组成部分。公司主营的中国小商品城各市场群经过前几年的市场硬件提升改造，已在国内众多大型批发市场中脱颖而出，融入全球经济一体化的格局之中，成为国际性的小商品集散中心、信息中心、展示中心和中国最大的小商品出口基地。

公司市场经营业务主要以经营管理小商品城为主，以收取商户租金作为收入来源。义乌中国小商品城现拥有营业面积 400 余万平方米，由国际商贸城一区、二区、三区、四区、五区、篁园市场、宾王市场（现已停业改造）多个市场簇群组成，市场经营包括工艺品、饰品、玩具、箱包、五金、电子电器、文体、化妆品、钟表眼镜、辅料、日用百货、袜业、线带、针棉等 16 个大类、4202 个种类、33217 个细类、170 万个单品。

公司市场经营业务收入逐年增长，2010 年达到了 17.1 亿，占主营业务收入 53.97%，该业务历年毛利率都稳定在 60%以上，2010 年毛利率更是达到了 68.91%，在收入同比仅增长 0.82%的情况下，毛利率比 2009 年提高了 2.36 个百分点。因此，公司市场经营业务的盈利能力比较强，是公司主要的利润贡献因素。

图表 10：公司市场经营业务收入及其毛利率变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

表格 6: 公司经营市场的基本情况

市场名称	状态	开业时间	建筑面积 (万平方米)	可出租面积 (万平方米)	使用率	实际出租面积 (万平方米)	租金水平 (元/平方米/年)	租约期限
宾王市场	已停业	1995.11	32.00	5.96	18.63%	5.96	637.00	2011年停业整修
国际商贸城一区 (一期)	经营	2002.09	34.00	10.52	30.94%	10.52	2000.00	2007.9.30-2012.9.30
国际商贸城二区 (二期一阶段)	经营	2004.10.22	60.00	16.10	26.83%	16.10	2300.00	2009.10.27-2012.10.27
国际商贸城三区 (二期二阶段)	经营	2005.10.22	46.00	14.49	31.50%	13.01		2010.12.31-2012.12.31
						其中: F1-F3: 7.11	2678.00	
						F4: 2.92	1235.00	
						F5: 1.95	1427.00	
国际商贸城四区 (三期一阶段)	经营	2008.10	100.62	26.40	26.24%	26.40		2008.12.21-2013.12.21
						其中: F1-F4: 20.54	4217.00	
						F5: 5.50	1427.00	
国际商贸城五区 (三期二阶段)	经营	2011.4.18	64.00	15.30	23.91%	7.26		2011.4.12-2014.4.12
			其中F1:13			其中: F1:3.06	300.00	
			F2-F4: 38			F2-F4: 9.18	4300.00	
			F5: 13			F5: 3.06	1450.00	
篁园市场 (重装开业)	经营	2011.4.18	39.22	10.67	27.21%	7.18		2011.4.20-2014.4.20
			其中F1-F5: 24.51			其中: F1-F5: 7.18	3671.00	
			F6: 4.91			F6: 停车餐饮		
			F7-F8:9.81			F7-F8:2.87	1450.00	

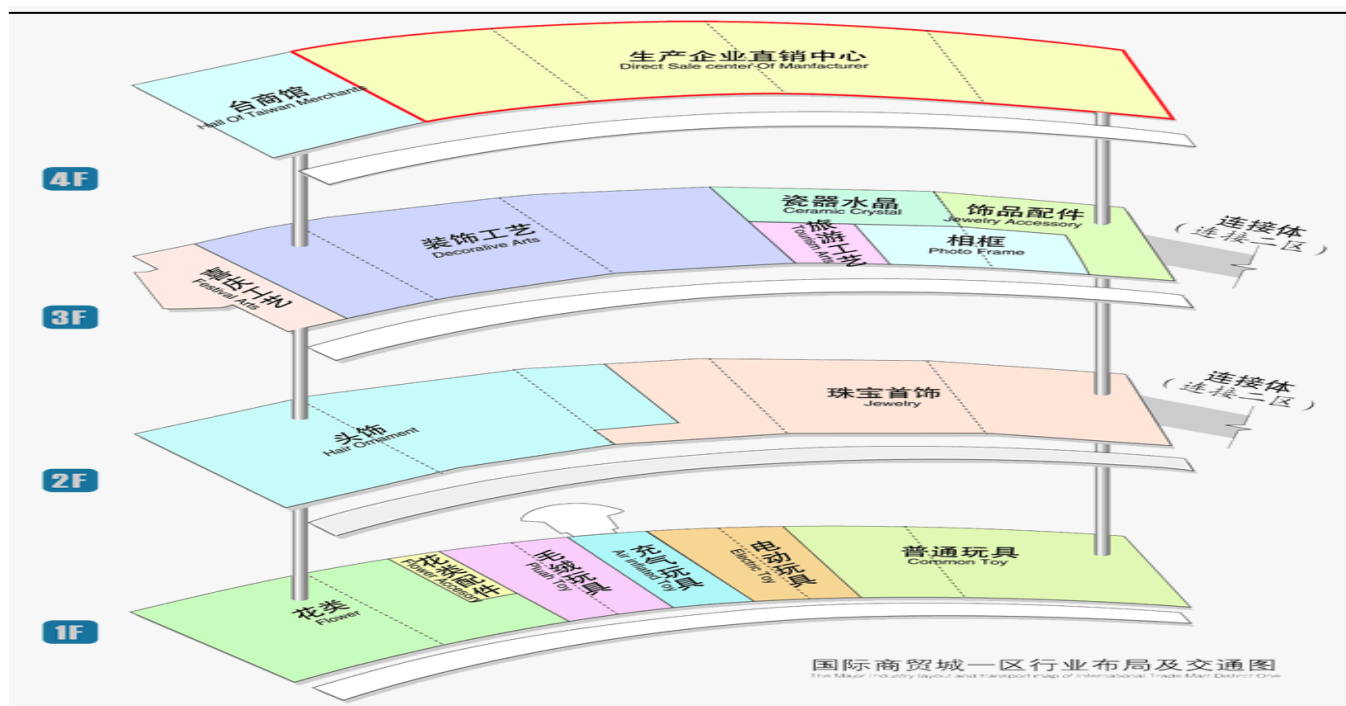
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

➤ 国际商贸城一区

一区市场于 2001 年 10 月奠基, 2002 年 10 月 22 日正式投入营运, 是公司首个由传统摊位向门店和展示方式转变的商业业态。市场占地 420 亩, 建筑面积 34 万平方米, 总投资 7 亿元, 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, 共有商位 10000 余个, 经营户 10500 余户。一楼经营花类、玩具; 二楼经营饰品; 三楼经营工艺礼品; 四楼开办了中小生产企业直销中心、台商馆, 东辅房为外贸企业采购服务中心。

国际商贸城一区 90%的商位通过对原篁园市场及专业街经营的经营户定向招商, 仅提供 10%商位通过引进品牌及生产企业实行有条件的公开投标招商, 公开投标商位比例较低。目前一区市场的租金价格为 2000 元/平米/年, 转租火爆, 转租价格比公司原定价格高几倍, 我们预测 2012 年以后原有一区市场的租金将比当前租金的水平上浮 30%。

图表 11: 国贸一区楼层分布图



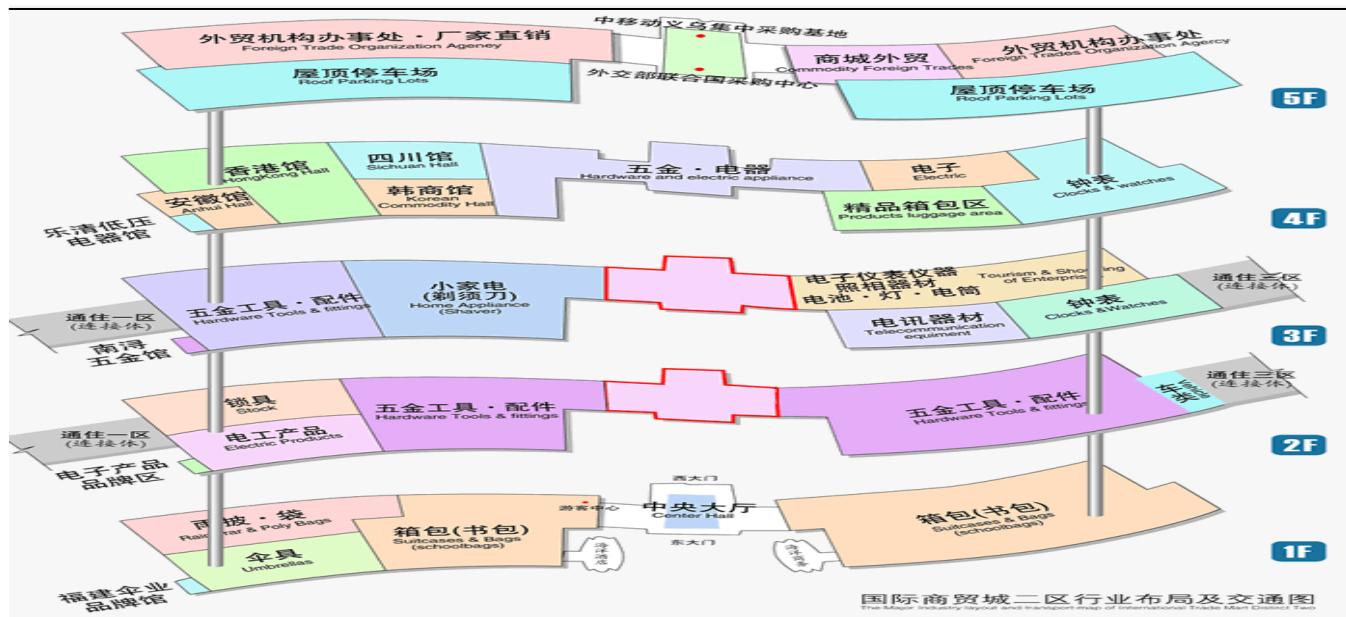
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

国际商贸城二区

二区于2004年10月22日开业，市场占地483亩，建筑面积60余万平方米，拥有商户8000余个，经营户逾万户。一楼经营箱包、伞具、雨披·袋；二楼经营五金工具·配件、电工产品、锁具、车类；三楼经营五金厨卫、小家电、电讯器材、电子仪器仪表、钟表等；四楼设生产企业直销中心及香港馆、韩商馆、四川馆、安徽馆、江西九江馆、新疆和田馆等精品交易区；五楼设外贸采购服务中心；

二区市场中公司约有市场化招租商户数量比例为20%、50%的商户和配套的餐饮、金融、外贸机构等服务性经营面积是由公司按定向方式确定租金，公开招商商户的比例比一区有所提高，目前二区市场的租金水平约为2400元/平米/年，我们保守估计2012年以后二区的租金水平将上浮30%。

图12：国贸二区楼层分布图

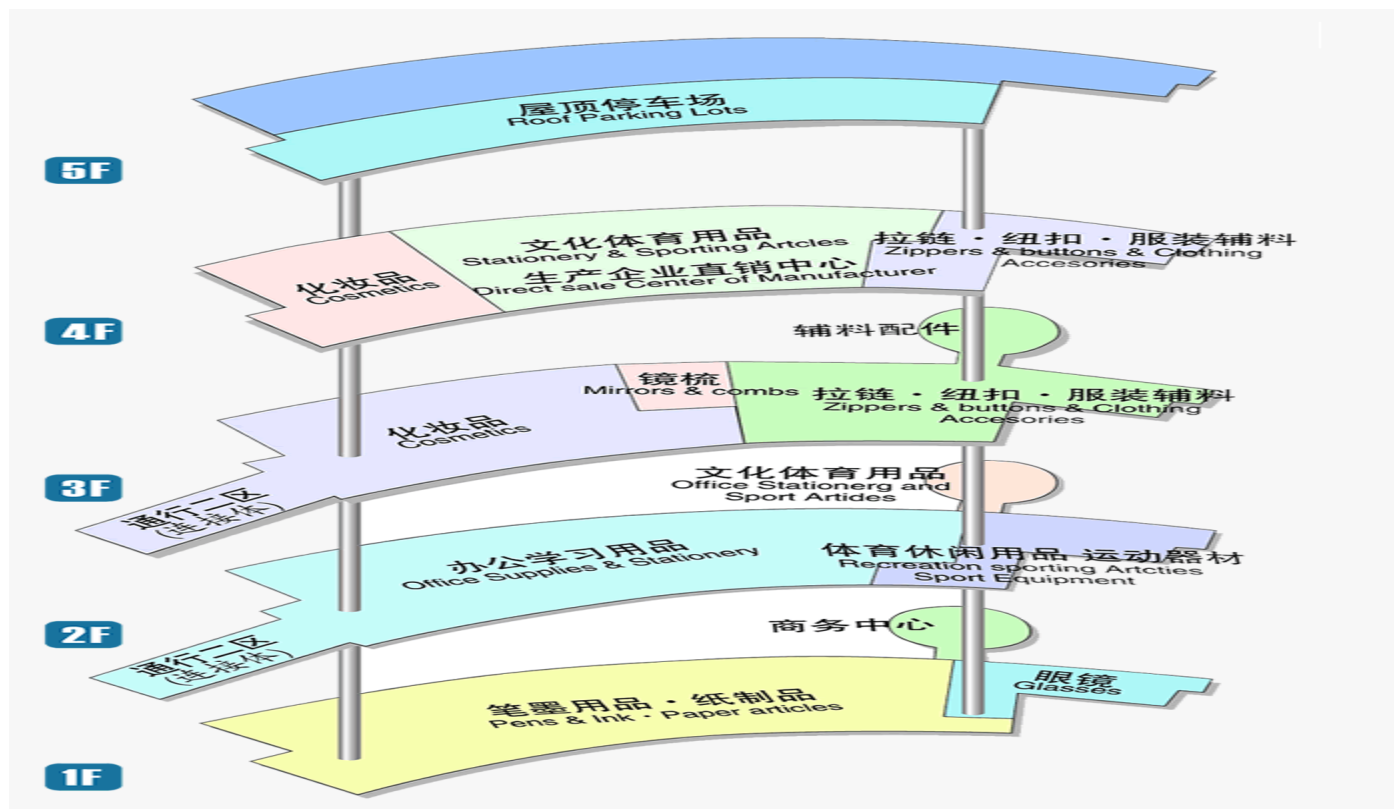


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

➤ 国际商贸城三区

三区建筑面积 46 万平方米，一至三层拥有 14 平方米标准商位 6000 余个，四至五层拥有 80-100 平方米商务商位 600 余个，四层为生产企业直销中心，入场行业为文化用品、体育用品、化妆品、眼镜、拉链·钮扣·服装辅料等行业，五层原为国际商贸城进口商品馆，目前已经迁至国际商贸城五区一楼，现改为画框业的经营。预测 2012 年租金到期后，三区的租金同样会上浮 30% 的水平。

图表 13：国贸三区楼层分布图



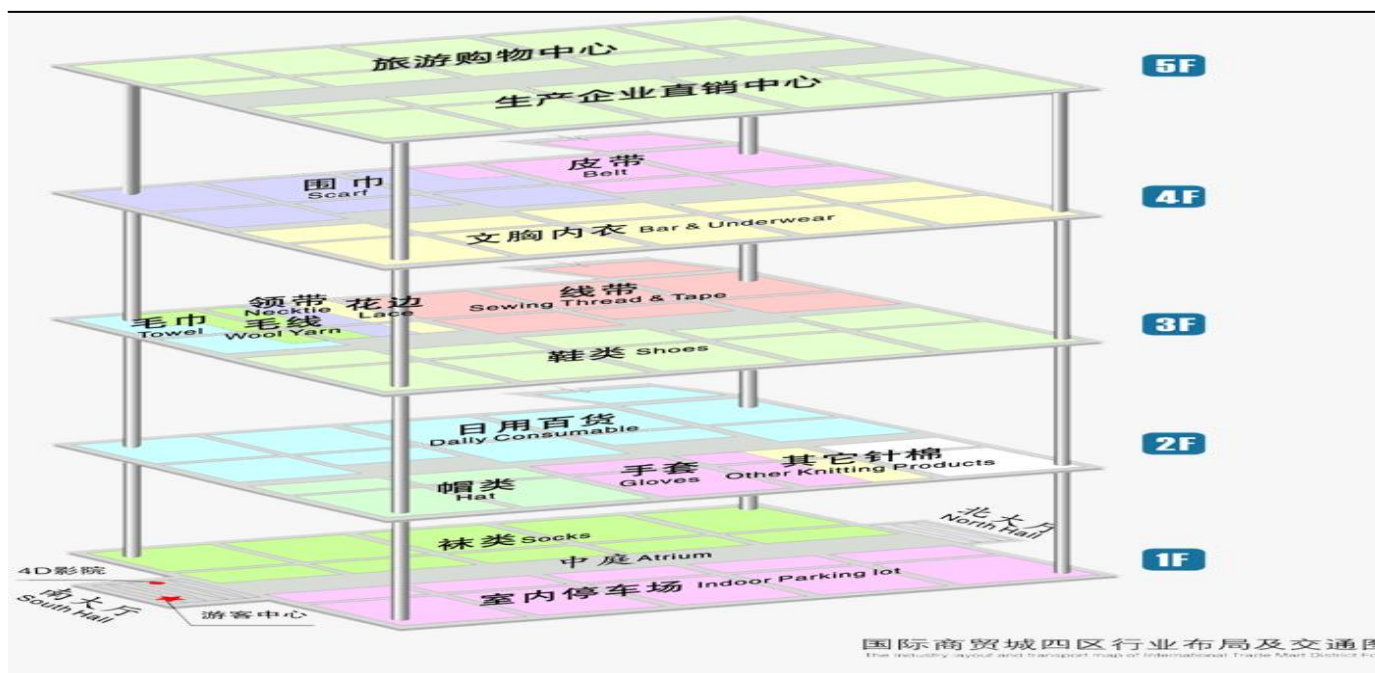
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

➤ 国际商贸城四区

四区市场 2008 年 10 月 21 日正式开业，市场建筑面积 100.62 万平米，其中地上建筑面积 78.19 万平米，地下建筑面积 22.43 万平米，拥有商位 16000 余个，现有经营主体 19000 余户。市场一楼主营袜类；二楼主营日用百货、手套、帽类、针棉；三楼经营鞋类、线带、花边、领带、毛线、毛巾；四楼主营文胸内衣、皮带、围巾，五层为企业直销中心。

四区主体市场一至四层市场可使用的面积为 20.54 万平方米，计划定价部分占可使用面积的 68%，原计划定价部分商位平均使用费计划为 2343 元/平方米/年，现实为 2774 元/平方米/年；招投标部分商位平均使用费按 4550 元/平方米/年预计，现实为 8627 元/平方米/年。2010 年主体市场一至四层均价为 4217 元/平方米/年，五楼均价 1427 元/平米。

图表 14：国贸四区楼层分布图



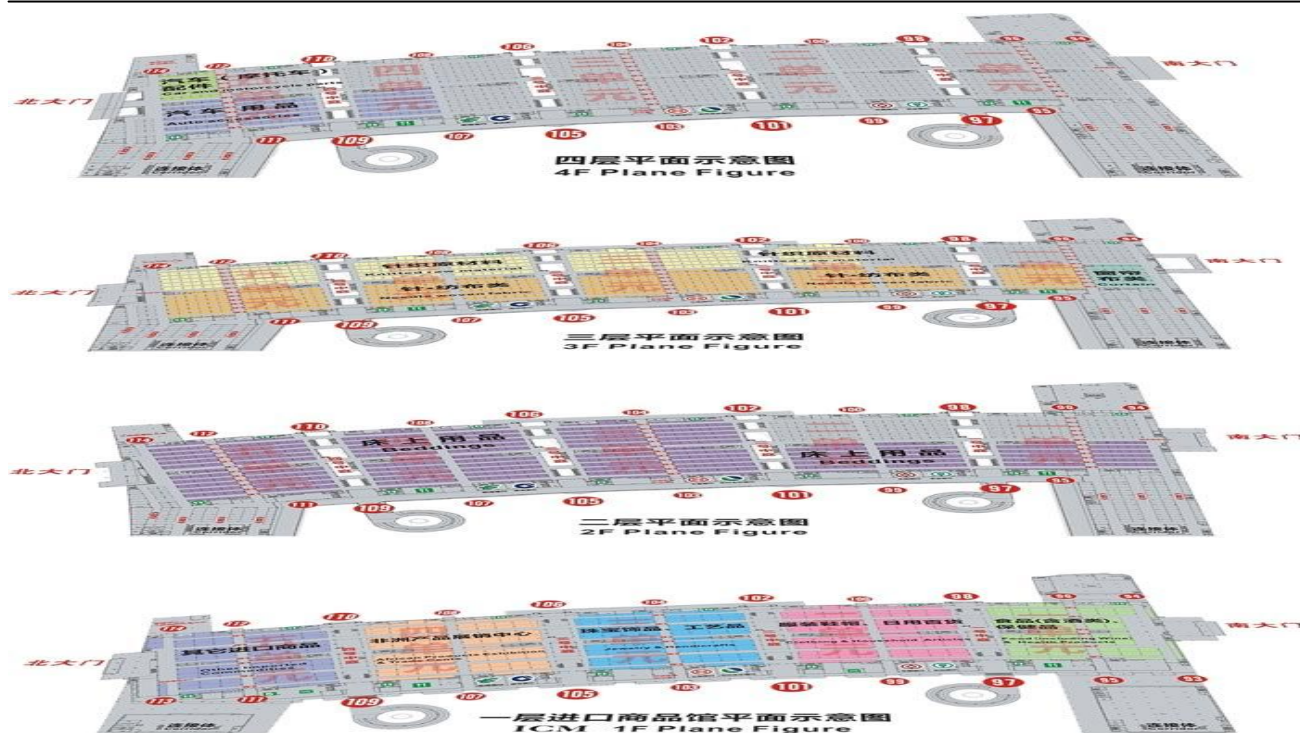
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

➤ 国际商贸城五区

五区市场占地 266.2 亩，建筑面积 64 万平方米，总投资 14.2 亿元，分地上五层、地下两层，拥有商位 7000 余个，主营进口商品、床上用品、纺织品、针织原材料、汽车用品及配件等行业。

五区一至四层可出租面积总计 15.3 万平米。目前国际商贸城五区按照差异化定价的商位比例已经确定，对应国际商贸城五区市场二至四层商位 6373 个，国际商贸城五区商位一至四档比例为 16.6%、30.9%、32.8%、19.7%，根据市场商位租金基准价 2833 元/平米/年，该部分系数化定价租金平均 4300 元/平米/年；一层国际商品馆由四区五楼搬入，公司继续给予优惠租金，租金为 300 元/平米/年。

图表 151：国贸五区楼层分布图



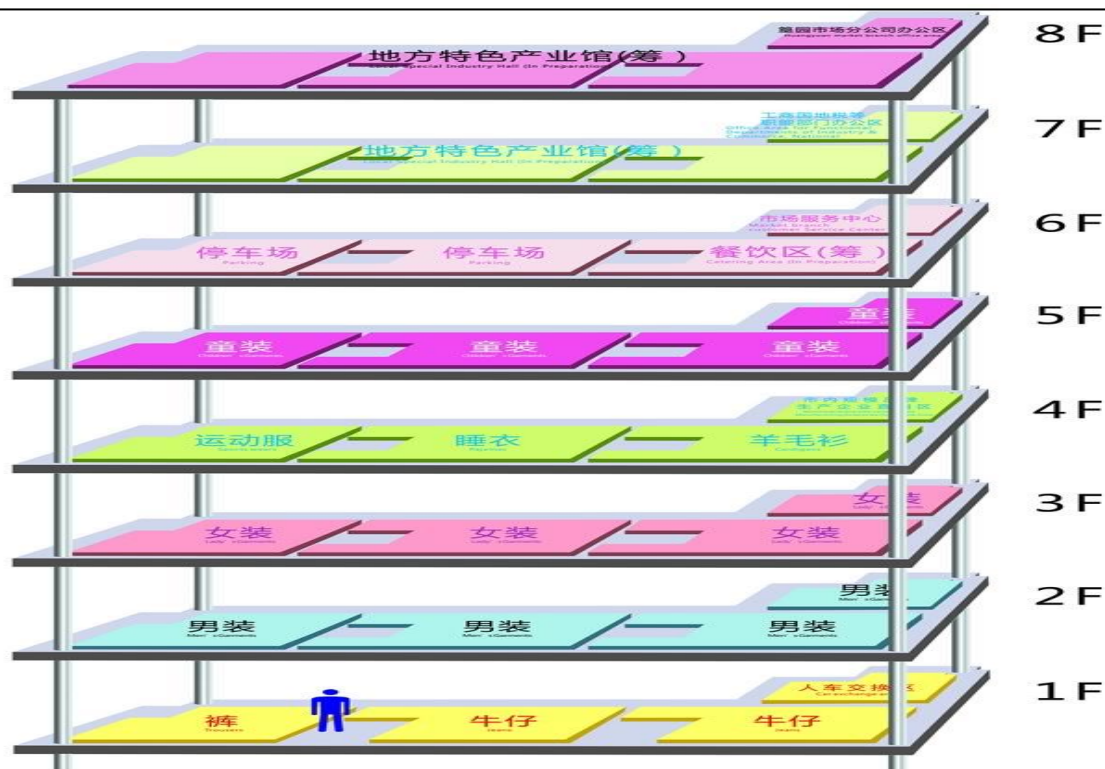
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

➤ 篁园市场

市场地处义乌最为繁华的绣湖商圈，市场总占地 117 亩，总建筑面积 42 余万平方米，总投资 14 亿，于 2011 年 4 月份投入使用。篁园服装市场定位为专业服装市场，符合市场国际化、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。篁园服装市场 1-5 楼布局男装皮装；女装；童装；牛仔裤；睡衣、羊毛衫、运动服、衬衫共 5 个经营类别。

篁园市场一至五层共有商位 4986 个，系数化定价租金为 3671 元/平米/年；市场七至八层主要是地方特色产业馆，该部分的租金预计为 1450 元/平米/年，将于 2011 年 4 季度开业。

图表 16：篁园市场楼层分布图

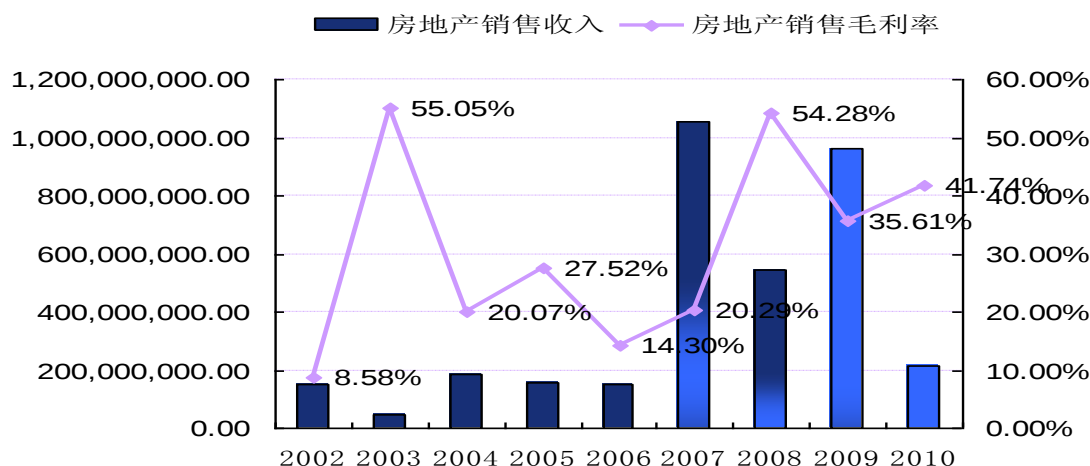


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

3、房地产开发业务项目充足，未来将贡献较多利润

公司的房地产业务主要由子公司商城地产经营管理，公司先后开发了义乌宾王市场、江东商苑、菊园新村、宗泽路商服楼、珠海海湾花园德馨苑、江滨停车场、锦绣家园、嘉鸿华庭等多个项目，公司历年来房地产销售收入不太稳定，2010 年房产销售收入 2.15 亿元，较 2009 年的 9.61 亿元大幅下滑了 77.67%，主要由于 2010 年公司确认的地产项目不多，主要是嘉和公寓项目的存量销售收入和部分其他房地产项目。2011 年公司地产项目中主要是杭州东城印象体现收入，预计房地产业务收入在 7 亿元以上。

图表 17：公司房地产销售收入及其毛利率变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

目前公司的房产项目主要有杭州东城印象、义乌荷塘月色、杭州钱江新城以及南昌凤凰洲项目：

➤ 杭州东城印象：

东城印象公寓项目是商城房产 2007 年 2 月 13 日以 2.64 亿元取得的地块，是商城房产进军杭州的第一个项目，项目位于杭州市江干区，地块东、南为景芳六区，西临新塘路，北至规划严家弄路。项目总用地面积为 1.03 万平方米，规划用地性质为住宅（设配套公建）兼容商业金融业项目。项目总建筑面积约 4.42 万 m²，由 3 栋住宅楼（1-3#楼）和沿街商业用房 4#楼等 4 个建筑单体组成，我们预计该项目均价 28000 元/平米，项目将在 2011 年开始结算，我们预计 2011 年该项目结算进度为 70%。

➤ 义乌荷塘月色：

义乌荷塘月色项目总用地 205 亩，建筑规模达 60 万平方米，土地使用权面积 137116.9 m²，容积率≤3.0，绿地率 30%。项目总建筑面积 604321.43 m²，地上建筑面积 410765.36 m²，地下室建筑面积 193556.07 m²。规划住宅总户数 4268 户，车位 4526 个。我们预计该项目售价 18000 元/平米，将在 2012 年体现进入结算期。

➤ 杭州钱江新城：

钱塘印象项目是商城房产于 2009 年 7 月 23 日竞得的地块，项目位于杭州上城区钱江新城区域，东临涌江路（向北直达秋涛路），西至侯潮路，南至富春路，距钱江新城 CBD 仅约 3 公里，交通联系便捷，区位优势明显。项目规划总用地面积 38136 平方米，拟建地上建筑面积约 9.15 万平方米（含小区配套公建）。我们预计该项目售价 65000 元/平米，项目将在 2013 年体现进入结算期。

➤ 南昌凤凰洲项目：

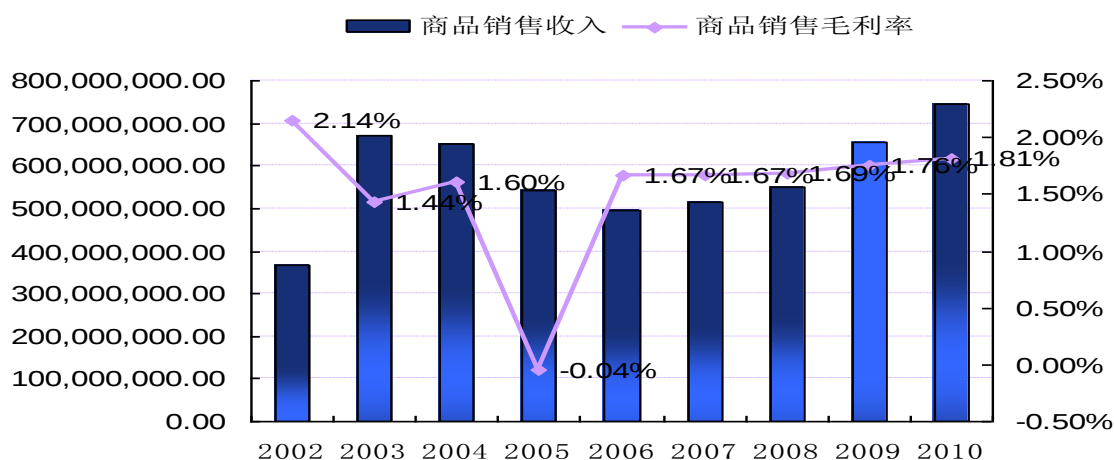
南昌凤凰洲项目是南昌商博置业于 2010 年 3 月 29 日竞得的地块，项目位于南昌红谷滩新区凤凰洲片区核心区域，该区域有凤凰洲片区的发展纵轴—丰和北大道和功能主轴—凤凰四路。项目总用地面积为 108449 平方米，总计容建筑面积为 217242 平方米。项目包含住宅、商业、办公等多种功能形式，属于凤凰洲城市综合体类型项目。我们预计该项目销售均价为 7000 元/平米，项目将在 2013 年体现收入。

4、商品销售业务利润贡献率较低，未来将平稳增长

公司的商品销售业务主要由子公司商城贸易负责经营管理，商城贸易下设 25 个进出口业

务部门，属于义乌市最早创办、规模最大的专业外贸公司之一，主要经营进出口业务和批发。公司的商品销售业务虽然收入占比很大，但毛利率较低，2010 年对利润贡献率不到 1%，我们预测该业务未来三年的增速将维持在 10%左右的水平。

图表 18：公司商品销售业务收入及其毛利率变化

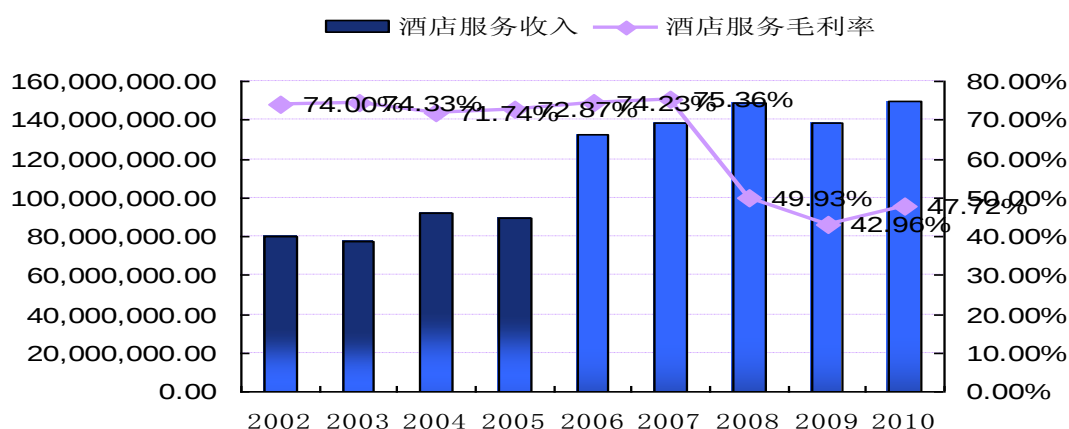


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

5、酒店服务业务未来将走差异化经营道路，竞争力有望提升

酒店服务作为公司的配套业务，近几年毛利率有所下滑，对利润的贡献率也大大降低。公司未来会围绕绿色酒店、品牌酒店，调整市场结构和经营模式，挖掘分餐市场、小型宴会市场等新型市场。未来三年可能新投入的酒店有篁园市场配套的皇冠假日酒店以及国际博览中心配套的五星级酒店。我们暂不考虑新增酒店项目，预计该业务未来三年保持5%的稳定增速。

图表 19：公司酒店服务业务收入及其毛利率变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司目前经营的酒店主要有：

➤ 海洋酒店：

酒店与义乌国际商贸城二期市场构成连体建筑，共17层，总建筑面积3.05万平方米，共有客房285间（套），餐位700余位，大小会议室9间，商务楼层从六楼至十六楼，行政楼层从十

六楼至十八楼提供专职管家服务，房价420~2392元/晚不等，在当地高端市场有一定的竞争力。

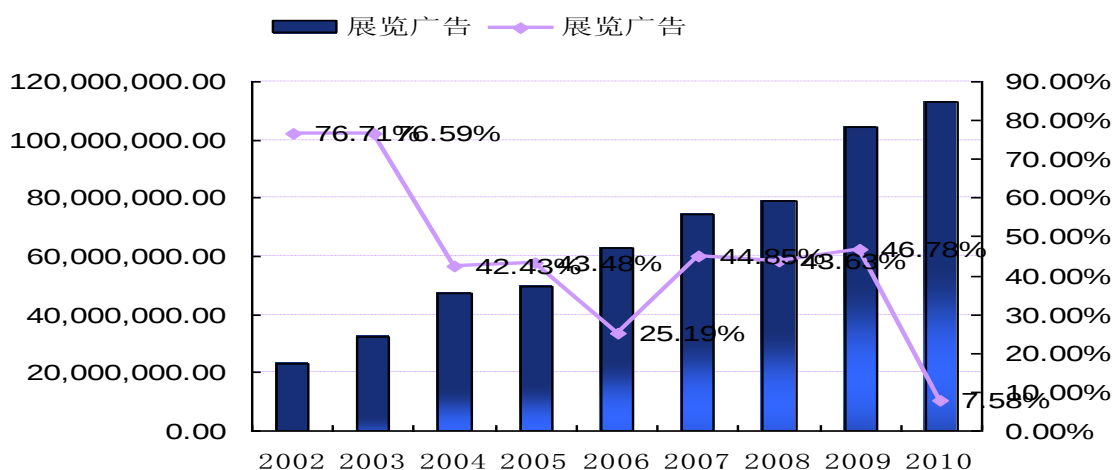
➤ 银都酒店：

公司投资1.8亿元建设，于1998年10月开业，2000年5月正式挂牌“四星”，营业面积3.2万平米，酒店拥有总客房225间（套），能容纳400人的国际会议厅，面积达400平方米的多功能厅，6000多平方米的娱乐城，银都酒店下属嘉鸿会所位于宾王桥头，嘉鸿华庭拥有别墅78幢，房价798~5800元/晚不等。

6、展览广告业务依托义乌大型展会，场馆利用率较高

公司的展览广告业务主要由梅湖会展中心和国际博览中心承办，作为公司新兴服务业态，该业务近两年规模有扩大的趋势，未来会成为公司新的利润增长点。我们预计未来三年的业务增速将达到 10%。

图表 20：公司展览广告业务收入及其毛利率变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司目前有两个会展中心：

➤ **中国小商品城梅湖会展中心：**由中国小商品城集团公司投资 1.5 亿元建设，占地 7 万平方米，建筑面积 46500 平方米。

➤ **国际博览中心：**于 2009 年 10 月投入使用，公司今年会在四大政府主导型展会力争展位数、交易额、客商数平稳增长，其中义博会争取展位数 5000 个，文博会 3000 个，旅博会、森博会展位数各 2000 个以上。

表格 7：2011 年义乌各主要展会时间表

日期	展会名称
2011.4.20-23	第六届中国义乌文化产品交易博览会（政府主导型展位）
2011.4.28-30	第八届中国国际五金电器博览会
2011.4.28-30	第六届义乌消费品交易会
2011.5.31-6.2	中国义乌国际小商品博览会迪拜展
2011.6.24-27	第三届中国国际旅游商品博览会（政府主导型展位）
2011.10.21-25	第十七届中国义乌国际小商品博览会（政府主导型展位）
2011.11.1-4	第四届中国义乌国际森林产品博览会（政府主导型展位）
2011.11.23-25	中国义乌国际小商品博览会印度展
2011.11.24-26	第十二届义乌国际针织及服装机械展

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

7、电子商务和金融创投业务为公司主营锦上添花

电子商务：公司未来的计划是打造具有义乌特色的电子商务平台。2011年公司的经营计划中提出，建立一个包含电子商务数据、会展展览数据、指数分析、行业走势分析、信用认证数据、支付交易数据、内外贸数据、消费者消费行为的“义乌云”。成立支付公司是推进“义乌云”系统建立的重要一步，也是实现公司B2B销售的重要环节，可见公司推进适应性竞争能力以及多渠道经营发展的方向。目前中国小商品城网站仅仅是提供相关商户广告和宣传的渠道，我们认为支付公司的成立将加快公司电子商务渠道的盈利速度。公司在2011年5月25日公告以注册资金1亿元拟设立义乌中国小商品城支付网络科技有限公司，在电子商务经营中迈开了重要的一步，但由于电子商务市场仍在探索期，我们假设暂不贡献利润。

创投与股权投资：公司于2010年初出资55819.5万元认购申银万国4721万股股票，目前公司共持有9290.91万股该公司股权，股权占比1.3834%；同时公司对北京义云清洁技术创业投资有限公司增资3091.82万元，对该公司的持股比例由9.09%上升至15%。我们认为，公司参与创投与股权投资能够提升资金的使用效率从而提高公司的盈利水平。

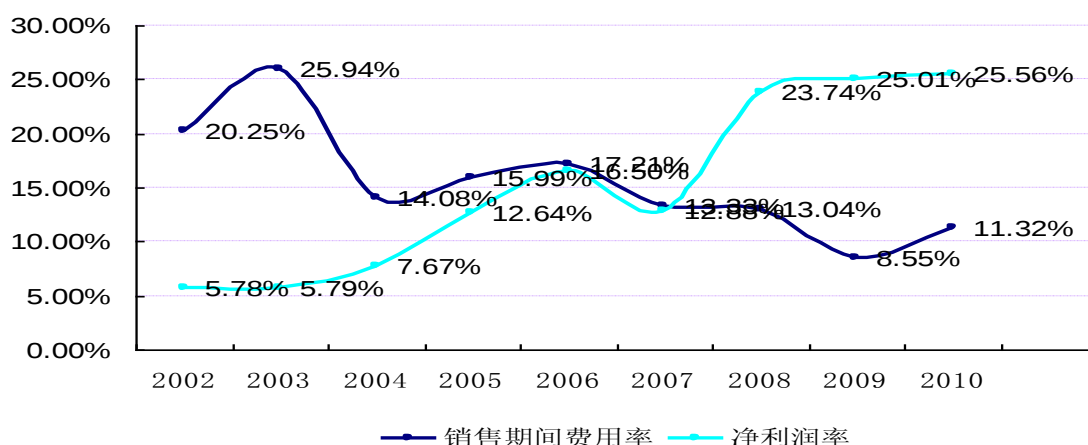
四、公司财务数据分析

1、公司盈利能力较强，趋势向好

公司净利润率显著高于商贸板块2.72%的水平，这主要是由于公司主业为市场经营和房地产销售，而且从2002年以来，公司的净利润水平逐年提高，我们认为公司未来在“商业+地产”的经营模式下公司可以维持当前的盈利水平。

公司的销售期间费用率呈现逐年下降的趋势，我们认为由于公司市场经营业务主要是收取商户的租金，费用率较低，而且随着未来公司的市场规模不断扩大和租金的不断提升，未来期间费用率仍有望持续走低。

图表 21：公司净利润率以及期间费用率变化



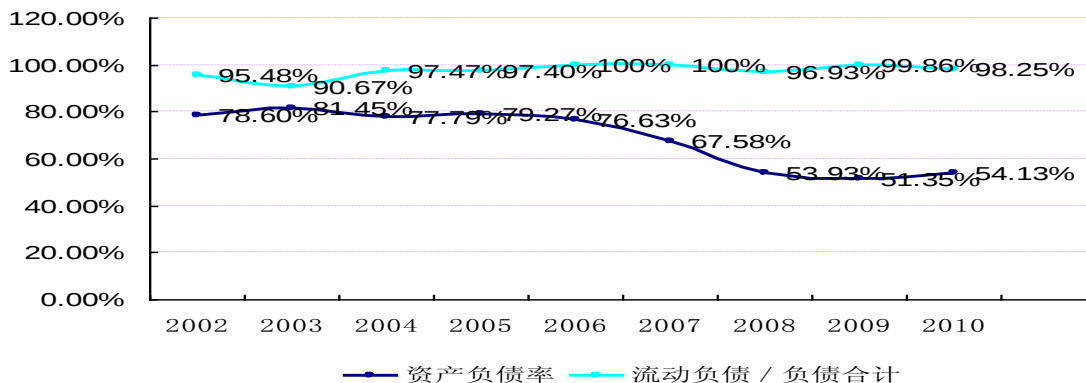
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2、预收账款经营模式带来了较高的资产负债率水平

公司的资产负债率水平从上市以来一直居于高位，流动比率、速动比率也较低，体现出公司独具特色的经营模式。公司的流动负债与总负债的比值一直在90%以上，流动负债主要包

括预收的市场商位费、预收的招投标押金和预售的房款收入，这些会计上确认的负债都会在以后年度达到收入确认条件时确认公司营业收入，因此公司发生偿债困难的风险并不大。近几年公司各大市场租期未到，没有产生预收租金的会计事项，公司的资产负债率水平较低，公司的偿债能力有所提高。

图表 22：公司净利润率以及期间费用率变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

五、盈利预测和投资建议

1、预测假设

- 市场经营业务方面，假设国际商贸城一区、二区、三区在 2012 年 10 月以后相继到期后，租金提升 30%左右，

在 2013 年全年体现；国际商贸城五区 5 层 2011 年第四季度实现经营、1 层-4 层剩余部分假设在 2011 年 7 月以后实现经营；篁园服装市场 7-8 层预测 2011 年第四季度实现经营；一区东扩项目预测 2012 年第四季度实现经营；义西生产资料市场 2013 年第四季度实现经营。

- 房地产业务方面，假设 2011 年杭州东城印象确认 2.8 万平米的销售收入；2012 年杭州东城印象剩余销售确

认、义乌荷塘月色确认 8 万平米的销售收入；2013 年义乌荷塘月色、杭州钱江新城以及南昌凤凰洲项目全面进入结算期。

- 其他业务均维持 5%-10%的稳定增速。
- 所得税率维持 25%。

表格 8：市场经营业务收入预测

市场		2010	2011E	2012E	2013E
国际商贸城一区	营业收入（万元）	21040	22092	22618	28719.6
	租赁面积(万平米)	10.52	10.52	10.52	10.52
	租金（元/平米/年）	2000	2100	2150	2730
国际商贸城二区	营业收入（万元）	37030	38881.5	39807.25	50545.95
	租赁面积(万平米)	16.1	16.1	16.1	16.1
	租金（元/平米/年）	2300	2415	2472.5	3139.5
国际商贸城三区	营业收入合计（万元）	23322.78	27237.77	28012.64	35206.30
	营业收入（万元）	19040.58	19992.61	20468.62	25990.39
	租赁面积(万平米)	7.11	7.11	7.11	7.11

	租金（元/平米/年）	2678	2811.9	2878.85	3655.47
其中：F4	营业收入（万元）	3606.2	3786.51	3876.665	4922.463
	租赁面积(万平米)	2.92	2.92	2.92	2.92
	租金（元/平米/年）	1235	1296.75	1327.625	1685.775
	营业收入（万元）		2782.65	2991.34875	3617.445
其中：F5	租赁面积(万平米)		1.95	1.95	1.95
	租金（元/平米/年）		1427	1534.025	1855.1
	营业收入（万元）	676	676	676	676
其中：连接体	租赁面积(万平米)	1.04	1.04	1.04	1.04
	租金（元/平米/年）	650	650	650	650
国际商贸城四区	营业收入合计（万元）	90684.13	96912.899	98796.539	98796.539
其中：F1-F4	营业收入（万元）	86617.18	90948.039	90948.039	90948.039
	租赁面积(万平米)	20.54	20.54	20.54	20.54
	租金（元/平米/年）	4217	4427.85	4427.85	4427.85
	营业收入（万元）	4066.95	5964.86	7848.5	7848.5
其中：F5	租赁面积(万平米)	2.85	4.18	5.5	5.5
	租金（元/平米/年）	1427	1427	1427	1427
国际商贸城五区	营业收入合计（万元）		35190.00	61812.00	61812.00
其中：F1	营业收入（万元）		918	918	918
	租赁面积(万平米)		3.06	3.06	3.06
	租金（元/平米/年）		300	300	300
	营业收入（万元）		33162.75	56457.00	56457.00
其中：F2-F4 系数 化商位收入	租赁面积(万平米)		9.18	9.18	9.18
	租金（元/平米/年）		4300	4300	4300
	营业收入（万元）		1109.25	4437	4437
其中：F5	租赁面积(万平米)		3.06	3.06	3.06
	租金（元/平米/年）		1450	1450	1450
篁园	营业收入合计（万元）		20808.71	30519.28	30519.28
其中：F1-F5 系数 化租金商位收入	营业收入（万元）		19768.34	26357.78	26357.78
	租赁面积(万平米)		7.18	7.18	7.18
	租金（元/平米/年）		3671	3671	3671
	营业收入（万元）		1040.375	4161.5	4161.5
其中：F7-F8	租赁面积(万平米)		2.87	2.87	2.87
	租金（元/平米/年）		1450	1450	1450
一区东扩	营业收入（万元）			9750	39000
	租赁面积(万平米)			3.9	3.9
	租金（元/平米/年）			10000	10000
义西生产资料市场	营业收入（万元）				11898.6
	租赁面积(万平米)				8.4
	租金（元/平米/年）				2833
市场经营业务收入总计		171061.94	241122.88	291315.71	356498.27
市场经营收入增速		0.82%	40.96%	20.82%	22.38%
市场经营业务毛利率		69%	69%	69%	69%
市场经营业务成本总计		53188.46	74748.09	90307.87	110514.46

资料来源：华泰证券研究所

表格 9：房地产业务收入预测

项目	2011E	2012E	2013E
杭州东城印象	销售收入（万元）	78400.00	19600.00
	销售成本（万元）	19896.80	4974.20
	结算面积（万平米）	2.80	0.70
	售价（元/平米）	28000.00	28000.00
	楼面成本（元/平米）	7106.00	7106.00
义乌荷塘月色	销售收入（万元）	144000.00	190000.00
	销售成本（万元）	40000.00	50000.00
	结算面积（万平米）	8.00	10.00
	售价（元/平米）	18000.00	19000.00
	楼面成本（元/平米）	5000.00	5000.00
杭州钱江新城	销售收入（万元）		130000.00
	销售成本（万元）		41200.00
	结算面积（万平米）		2.00
	售价（元/平米）		65000.00
	楼面成本（元/平米）		20600.00
南昌凤凰洲项目	销售收入（万元）		35000.00
	销售成本（万元）		11575.00
	结算面积（万平米）		5.00
	售价（元/平米）		7000.00
	楼面成本（元/平米）		2315.00
房地产业务收入合计（万元）		78400.00	163600.00
房地产业务成本合计（万元）		19896.80	44974.20

资料来源：华泰证券研究所

表格 10：公司营业收入预测

万元	2011E	2012E	2013E
市场经营	营业收入	241,122.88	291,315.71
	营业成本	74,748.09	90,307.87
房地产	营业收入	78,400.00	163,600.00
	营业成本	19,896.80	44,974.20
酒店业务	营业收入	15,756.45	16,544.27
	营业成本	8,350.92	8,768.46
商品销售	营业收入	82,148.46	90,363.30
	营业成本	80,710.86	88,781.95
展览广告	营业收入	12,437.57	13,681.33
	营业成本	8,084.42	8,892.86
其他	营业收入	2,689.97	2,958.96
	营业成本	1,479.48	1,627.43
营业收入合计		432,555.32	578,463.57
营业成本合计		193,270.57	243,352.77

资料来源：华泰证券研究所

2、预测结论

在上述假设的基础上，我们预测公司 2011 年/2012 年/2013 年营业收入分别为 43.26 亿

元/57.85 亿元/84.66 亿元,增速分别为 36.5%/33.7%/46.3%,净利润分别为 13.14 亿元/18.42 亿元/28.96 亿元,增速分别为 62.5%/40.2%/57.2%,3 年 EPS 分别为 0.97 元/1.35 元/2.13 元,对应目前 22.99 元的动态 PE 分别为 23.8 倍/17 倍/10.8 倍。

结合上述投资价值分析,综合考虑 PE 和 DCF 两种估值方法,我们认为公司 6 个月合理价格区间为 28.78-30.3 元,给予公司“买入”评级。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5770	6084	8515	13513
现金	632	1041	1776	3951
应收账款	73	99	138	244
其它应收款	100	122	137	225
预付账款	2412	2063	3130	4716
存货	2553	2760	3333	4378
其他	0	0	0	0
非流动资产	9870	10909	12189	13305
长期投资	650	345	398	422
固定资产	3710	4902	5822	6582
无形资产	3788	4400	4984	5490
其他	1722	1262	985	811
资产总计	15640	16993	20704	26819
流动负债	8317	8292	10075	13188
短期借款	1717	1190	1454	1322
应付账款	464	810	1084	1591
其他	6136	6292	7537	10275
非流动负债	148	198	248	298
长期借款	140	190	240	290
其他	8	8	8	8
负债合计	8466	8490	10323	13486
少数股东权益	10	33	71	127
股本	1361	1361	1361	1361
资本公积	2829	2829	2829	2829
留存收益	2974	4280	6121	9015
归属母公司股东权益	7165	8470	10311	13205
负债和股东权益	15640	16993	20704	26819

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-468	1682	2206	3899
净利润	810	1328	1879	2951
折旧摊销	498	356	429	491
财务费用	37	12	-2	-30
投资损失	-5	-4	-4	-4
营运资金变动	-1854	-22	-97	484
其它	45	12	-0	7
投资活动现金流	-2226	-1441	-1776	-1672
资本支出	1581	1000	1000	1000
长期投资	-657	-302	53	24
其他	-1302	-743	-723	-649
筹资活动现金流	2928	168	305	-52
短期借款	1054	-527	264	-132
长期借款	140	50	50	50
普通股增加	680	0	0	0
资本公积增加	-700	0	0	0
其他	1753	645	-8	30
现金净增加额	234	410	735	2175

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3170	4304	5782	8463
营业成本	1596	1926	2433	3317
营业税金及附加	137	186	279	412
营业费用	121	164	223	326
管理费用	201	271	366	542
财务费用	37	12	-2	-30
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	5	4	4	4
营业利润	1081	1748	2487	3900
营业外收入	7	8	8	8
营业外支出	14	9	10	10
利润总额	1075	1748	2486	3898
所得税	264	419	606	947
净利润	810	1328	1879	2951
少数股东损益	1	23	38	56
归属母公司净利润	809	1305	1841	2895
EBITDA	1616	2117	2915	4361
EPS (元)	0.59	0.96	1.35	2.13

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	-15.8%	35.8%	34.3%	46.4%
营业利润	-13.5%	61.7%	42.2%	56.8%
归属于母公司净利润	-11.6%	61.4%	41.0%	57.3%
获利能力				
毛利率	49.6%	55.3%	57.9%	60.8%
净利率	25.5%	30.3%	31.8%	34.2%
ROE	11.3%	15.4%	17.9%	21.9%
ROIC	14.4%	19.3%	23.8%	35.0%
偿债能力				
资产负债率	54.1%	50.0%	49.9%	50.3%
净负债比率	21.94%	16.26%	16.41%	11.95%
流动比率	0.69	0.73	0.85	1.02
速动比率	0.39	0.40	0.51	0.69
营运能力				
总资产周转率	0.22	0.26	0.31	0.36
应收账款周转率	40	49	47	42
应付账款周转率	2.63	3.02	2.57	2.48
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.96	1.35	2.13
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.34	1.24	1.62	2.87
每股净资产(最新摊薄)	5.26	6.22	7.58	9.70
估值比率				
P/E	38.68	23.97	17.00	10.81
P/B	4.37	3.69	3.03	2.37
EV/EBITDA	20	15	11	7

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。