

2015年01月28日

小商品城 (600415.SH)

# 小商品城——合计划，合天下，剑指三年千亿 B2R 电商平台

■ 义乌购全球“合计划”对接海内外专业市场。义乌购依托自身电商运营经验，帮助合作伙伴构建类似义乌购的综合性实体电商平台，包含含商铺商品、市场地图、论坛、投诉处理、在线支付、手机 APP、微信商铺等，其中商铺 360° 全景展示。

■ 合计划，合天下，三年千亿 B2R 电商平台。截至 2014 年底，义乌购在线 SKUs 为 305 万，日均 PV 为 302 万次，日均 UV 为 20 万人，14 年网站在线交易额 15 亿（同比增长约 30 倍，13 年在线交易额 5000 多万），线下达成撮合交易额 150 亿（10 倍线上）。

■ “一带一路”与国企改革叠加，未来持续分享政策红利。14 年 11 月 18 日，“义新欧”铁路正式通车，义乌作为“丝绸之路经济带”中战略性商品源头和平台，国际贸易改革与升级正式全面展开。

■ 物业重估价值合理，B2R 平台打开线上流量入口。公司商业物业价值与当前市值比较较为合理，考虑到 B2R 平台的建立将进一步打开线下流量演化为线上流量入口的可能性，公司市值存在上涨空间。

■ 风险提示：租金市场化尚存不确定性。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,611.8	3,654.7	3,980.6	4,657.4	6,621.4
净利润	707.0	707.5	364.1	715.6	1,637.8
每股收益(元)	0.26	0.26	0.13	0.26	0.60
每股净资产(元)	3.03	3.19	3.28	3.44	3.80
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	54.7	54.6	106.1	54.0	23.6
市净率(倍)	4.7	4.5	4.3	4.1	3.7
净利润率	19.6%	19.4%	9.1%	15.4%	24.7%
净资产收益率	8.6%	8.1%	4.1%	7.7%	15.8%
股息收益率	0.7%	0.7%	0.4%	0.7%	1.7%
ROIC	11.6%	9.7%	6.0%	12.0%	16.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

贸易 III

投资评级

买入-B

首次评级

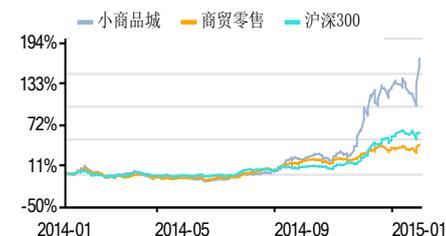
6 个月目标价 18.37 元

股价 (2015-01-27) 14.27 元

### 交易数据

总市值(百万元)	38,646.82
流通市值(百万元)	38,646.82
总股本(百万股)	2,721.61
流通股本(百万股)	2,721.61
12 个月价格区间	4.88/14.69 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	10.08	69.92	96.12
绝对收益	14.79	120.84	156.78

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030  
zhanglong@essence.com.cn  
021-68766113

### 相关报告

**公司公告义乌购签订合作协议。**公司与 15 年 1 月 26 日同承德市安阳商贸有限公司、大汉控股集团有限公司、伊厦成都国际商贸城股份有限公司、大同市南郊区云中乐购网络发展有限责任公司 4 家签订了《合作协议》（合作市场电子商务网站建设及对接）。截至目前，义乌购已与澳大利亚、日本、俄罗斯等 22 个地区的采购代理签署合作协议，签约国内专业市场 44 家（本次签约 4 家），签约市场总营业面积约 1800 万平，总商位约 20.6 万间。

**义乌购全球“合计划”对接海内外专业市场。**公司于 2014 年初启动全球“合计划”方案，对接海内外专业市场，为其建立专业市场电子商务网站并对接义乌市场。义乌购依托自身电商运营经验，帮助合作伙伴构建类似义乌购的综合性实体电商平台，包含含商铺商品、市场地图、论坛、投诉处理、在线支付、手机 APP、微信商铺等，其中商铺 360° 全景展示。在此基础上，义乌购帮助各地合作伙伴对接义乌市场，打通市场商户进货渠道，解决货源难题，同时本地优势产品可通过对接渠道进入义乌市场，并由义乌购提供相关中转仓储及物流支持。协议合作期限 3 至 5 年，合作费用为 10 万-100 万/年。另外，义乌购交易展示中心依托义乌实体市场，聚集义乌市场优质供应商及商品，结合义乌购品牌优势，将义乌特色商品及优势货源推送到当地市场，建立当地经 2 营户与义乌市场的对接，打通货源渠道。展示中心合作期限 2-5 年，海外展示中心收取 5 万展品保证金，国内展示中心展厅收益双方均分。

**合计划，合天下，三年千亿 B2R 电商平台。**义乌购自 2014 年启动“合计划”以来，海外同 22 地区签署采购代理协议，国内签约专业市场 44 家（15 年计划新签 100 家），截至 2014 年底，义乌购在线 SKUs 为 305 万，日均 PV 为 302 万次，日均 UV 为 20 万人，14 年网站在线交易额 15 亿（同比增长约 30 倍，13 年在线交易额 5000 多万），线下达成撮合交易额 150 亿（10 倍线上）。未来将立足义乌母市场，依托品牌优势，通过自建、加盟、委托管理等形式布局国内分市场，并运用信息化手段把各地分市场整合到“义乌购”平台上，构建一个以义乌母市场为核心，以海量商品为支撑，线上线下充分融合，涵盖全国、乃至全球的市场大平台，平台雏形已现，目标三年，义乌购成为千亿交易规模电商平台，义乌市场成为万亿交易规模蛛网式大平台。

**“一带一路”与国企改革叠加，未来持续分享政策红利。**14 年 11 月 18 日，“义新欧”铁路正式通车，义乌作为“丝绸之路经济带”中战略性商品源头和平台，国际贸易改革与升级正式全面展开。李克强总理视察并充分肯定了“义乌购”模式，支持并看好公司的转型战略。同时，公司是浙江国资企业，物产集团整体上市折射出浙江国资国改的积极态度，未来可能采取股权激励或改变租金定价方式等措施来推进公司市场化进程。小商是义乌国际贸易转型、“一带一路”和国企改革背景下的优质受益标的，未来改革政策红利将继续充分兑现。

**物业重估价值合理，B2R 平台打开线上流量入口。**目前公司商业物业面积 429

万平方米，其中包括国际商贸城一区市场 34 万方、二区 60 万方、三区 46 万方、四区 108 万方、五区 64 万方、篁园服装市场 42 万方和国际生产资料市场 75 万方。我们测算，商业物业重估价值 491 亿元，考虑房地产业务利润、在手货币资金、有息负债后，公司重估价值约 478 亿元，相比当前市值 400 亿元，重估空间为 20%。公司商业物业价值与当前市值比较较为合理，考虑到 B2R 平台的建立将进一步打开线下流量演化为线上流量入口的可能性，公司市值存在上涨空间。

**维持盈利预测，给予“买入-B”评级。**小商品城是转型改革与主题投资的重要标的。公司“走出去”战略打开线下市场外延空间，义乌购 B2R 大平台整合线上实现协同效应。我们认为，长期政策刺激推动义乌国际贸易战略核心地位，业务转型战略推动传统市场向现代市场升级，公司持续分享“一带一路”与国企改革政策红利，市值成长空间确定。我们维持公司 14-16 年 EPS 为 0.13 元、0.26 元、0.60 元，当前股价对应 PE 为 109 倍、55 倍、24 倍，给予“买入-B”评级。

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月27日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>3,611.8</b>	<b>3,654.7</b>	<b>3,980.6</b>	<b>4,657.4</b>	<b>6,621.4</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,888.6	1,815.9	2,109.0	2,328.0	3,042.0	营业收入增长率	6.3%	1.2%	8.9%	17.0%	42.2%
营业税费	155.5	155.7	179.0	214.0	298.0	营业利润增长率	7.0%	2.3%	-43.2%	70.2%	125.3%
销售费用	155.2	110.8	131.0	158.0	218.0	净利润增长率	9.4%	0.1%	-48.5%	96.5%	128.9%
管理费用	331.7	446.9	497.0	582.0	807.0	EBITDA 增长率	6.8%	-1.7%	-7.9%	26.2%	52.8%
财务费用	202.7	226.3	537.0	564.0	451.0	EBIT 增长率	4.3%	4.0%	-7.8%	37.3%	69.2%
资产减值损失	1.4	-1.2	1.0	-5.0	6.0	NOPLAT 增长率	5.7%	3.1%	-8.6%	41.2%	70.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	23.0%	49.1%	-29.7%	27.6%	-35.9%
投资和汇兑收益	29.9	27.4	-	80.0	220.0	净资产增长率	5.6%	10.1%	2.8%	4.4%	10.3%
<b>营业利润</b>	<b>906.6</b>	<b>927.7</b>	<b>526.6</b>	<b>896.4</b>	<b>2,019.4</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	28.8	15.7	-37.0	40.0	109.0	毛利率	47.7%	50.3%	47.0%	50.0%	54.1%
<b>利润总额</b>	<b>935.4</b>	<b>943.4</b>	<b>489.6</b>	<b>936.4</b>	<b>2,128.4</b>	营业利润率	25.1%	25.4%	13.2%	19.2%	30.5%
减:所得税	227.0	235.7	125.4	220.0	489.5	净利润率	19.6%	19.4%	9.1%	15.4%	24.7%
<b>净利润</b>	<b>707.0</b>	<b>707.5</b>	<b>364.1</b>	<b>715.6</b>	<b>1,637.8</b>	EBITDA/营业收入	46.3%	45.0%	38.1%	41.1%	44.1%
						EBIT/营业收入	30.7%	31.6%	26.7%	31.4%	37.3%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	固定资产周转天数	484	506	501	402	265
货币资金	1,303.3	1,011.9	318.5	372.6	3,417.9	流动营业资本周转天数	-197	17	-7	-25	-39
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	745	879	719	698	717
应收账款	159.8	160.4	199.2	212.1	375.6	应收账款周转天数	16	16	16	16	16
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	524	704	564	581	558
预付帐款	21.7	16.0	1,038.2	226.1	498.7	总资产周转天数	1,814	2,086	1,902	1,647	1,358
存货	5,432.1	8,867.8	3,613.9	11,409.6	9,120.4	投资资本周转天数	804	1,091	1,021	820	530
其他流动资产	479.9	385.7	288.5	384.7	353.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	33.3	11.1	14.8	ROE	8.6%	8.1%	4.1%	7.7%	15.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.9%	2.9%	2.0%	2.9%	6.5%
长期股权投资	870.1	1,517.0	1,517.0	1,517.0	1,517.0	ROIC	11.6%	9.7%	6.0%	12.0%	16.0%
投资性房地产	361.2	616.5	616.5	616.5	616.5	<b>费用率</b>					
固定资产	4,566.5	5,706.3	5,372.5	5,038.8	4,705.1	销售费用率	4.3%	3.0%	3.3%	3.4%	3.3%
在建工程	833.8	271.2	271.2	271.2	271.2	管理费用率	9.2%	12.2%	12.5%	12.5%	12.2%
无形资产	3,974.1	4,142.9	4,024.1	3,905.3	3,786.5	财务费用率	5.6%	6.2%	13.5%	12.1%	6.8%
其他非流动资产	278.9	1,374.8	699.0	665.1	661.1	三费/营业收入	19.1%	21.5%	29.3%	28.0%	22.3%
<b>资产总额</b>	<b>18,281.3</b>	<b>24,070.3</b>	<b>17,991.9</b>	<b>24,630.2</b>	<b>25,337.8</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	983.2	4,231.0	344.9	1,009.2	-	资产负债率	54.8%	62.2%	48.0%	60.4%	57.5%
应付帐款	1,674.9	1,778.9	2,051.0	2,251.5	3,392.6	负债权益比	121.3%	164.6%	92.4%	152.2%	135.3%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	0.88	0.87	0.75	1.05	1.06
其他流动负债	5,746.6	5,975.7	4,921.3	8,786.5	9,576.4	速动比率	0.23	0.13	0.25	0.10	0.36
长期借款	300.0	1,042.0	-	1,289.0	-	利息保障倍数	5.47	5.10	1.98	2.59	5.48
其他非流动负债	1,314.0	1,945.7	1,324.7	1,528.2	1,599.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>10,018.7</b>	<b>14,973.4</b>	<b>8,641.9</b>	<b>14,864.4</b>	<b>14,568.5</b>	DPS(元)	0.10	0.10	0.05	0.10	0.23
<b>少数股东权益</b>	<b>17.2</b>	<b>416.2</b>	<b>416.4</b>	<b>417.0</b>	<b>418.0</b>	分红比率	38.5%	38.5%	39.7%	38.9%	39.0%
股本	2,721.6	2,721.6	2,721.6	2,721.6	2,721.6	股息收益率	0.7%	0.7%	0.4%	0.7%	1.7%
留存收益	5,523.9	5,959.2	6,212.1	6,627.2	7,629.7						
<b>股东权益</b>	<b>8,262.6</b>	<b>9,097.0</b>	<b>9,350.0</b>	<b>9,765.8</b>	<b>10,769.3</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	EPS(元)	0.26	0.26	0.13	0.26	0.60
净利润	708.4	707.7	364.1	715.6	1,637.8	BVPS(元)	3.03	3.19	3.28	3.44	3.80
加:折旧和摊销	682.6	582.8	452.5	452.5	452.5	PE(X)	54.7	54.6	106.1	54.0	23.6
资产减值准备	1.4	-1.2	-	-	-	PB(X)	4.7	4.5	4.3	4.1	3.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-55.9	41.4	-31.6	129.7	10.5
财务费用	241.0	262.0	537.0	564.0	451.0	P/S	10.7	10.6	9.7	8.3	5.8
投资损失	-44.9	-27.4	-	-80.0	-220.0	EV/EBITDA	11.2	12.5	25.7	21.5	12.3
少数股东损益	1.4	0.3	0.2	0.7	1.0	CAGR(%)	0.4%	32.3%	-17.4%	0.4%	32.3%
营运资金的变动	-987.0	-3,736.3	4,162.3	-2,989.9	3,824.8	PEG	147.3	1.7	-6.1	145.6	0.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,938.8</b>	<b>-325.6</b>	<b>5,516.1</b>	<b>-1,337.1</b>	<b>6,147.2</b>	ROIC/WACC	1.1	0.9	0.6	1.2	1.5
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1,565.4</b>	<b>-2,927.7</b>	<b>-33.3</b>	<b>102.2</b>	<b>216.3</b>	REP	1.9	1.6	7.3	3.0	3.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-1,104.4</b>	<b>2,895.7</b>	<b>-6,176.2</b>	<b>1,289.0</b>	<b>-3,318.1</b>						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;  
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;  
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;  
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;  
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;  
B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

