

2014年11月24日

小商品城 (600415)

——“政策提振+义乌购升级+降息周期”催化中短期投资机会

报告原因：有信息公布需要点评

中性

维持

市场数据：2014年11月21日

收盘价(元)	8.4
一年内最高/最低(元)	8.4/4.87
上证指数/深证成指	2487/8332
市净率	2.6
息率(分红/股价)	1.19
流通A股市值(百万元)	22862

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年09月30日

每股净资产(元)	3.21
资产负债率%	65.31
总股本/流通A股(百万)	2722/2722
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《小商品城(600415)点评报告：租金下调、财务费用增加导致14H1业绩同比下降50%》 2014/07/24

《小商品城(600415)2013年报点评》 2014/04/22

证券分析师

刘章明 A0230514040001
liuzm@swsresearch.com

联系人

马晓天
(8621)23297646
maxt@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	3,655	1	707	0	0.26	50.3	8.2	32	13
14Q1-Q3	2,972	10	321	-48.0	0.12	48.1	3.7		
2014E	3,980	8.9	367	-48.1	0.13	47.0	4.1	65	21.1
2015E	4,387	10.2	392	6.8	0.14	46.3	4.2	60	20.6
2016E	4,862	10.8	421	7.4	0.15	46.3	4.3	56	19.8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点：

● **政策刺激提振义乌国际贸易战略地位。**第一，李克强总理20日考察义乌国际商贸城，重点强调小微企业降费清税政策，特别是“小微企业增值税和营业税免税额提高到3万元”政策，并就义乌贸易改革提出建议，彰显政府对义乌小商品城重视程度。第二，国务院早于11年3月9日批复《浙江省义乌市国际贸易综合改革试点总体方案》，《方案》指出义乌作为国家第10个综合改革试验区、第1个县级市综合改革试点，到2015年将形成新型贸易体制框架，2020年率先实现贸易发展方式转变，提升义乌在国际贸易中的战略地位，2015年是《方案》第一阶段收官年，预判将有积极支持政策推出。第三，义乌小商品城是全球最大的小商品批发市场，也是我国重要的国际贸易窗口，“义新欧”（义乌—马德里）铁路已于11月18日通车，途径新疆、哈萨克斯坦、俄罗斯、白俄罗斯、波兰、德国、法国、西班牙，横贯欧亚大陆，凸显义乌是“丝绸之路经济带”中重要的商品源头，战略地位突出。

● **互联网推动传统市场向现代市场转型升级。**公司于12年5月启动小商品城改版升级工作，正式推出义乌购，打造面向全球的小商品采购批发平台。义乌购已将全球最大的小商品批发市场上网，商铺360°全景展示，诚信交易保障体系（商铺信用等级、投诉处理、担保交易、受欺买家赔偿），合计划（为目标市场对接义乌购，通过全球买家推广，发挥7万商户平台优势），当前日均流量几十万，成为全球商户批发采购的重要入口。11月22日，公司公告义乌购同中科院计算所签订3年战略合作协议，合作开发新一代电商平台、共建“义乌购研究院”，攻克大供应链协同优化、电商大数据处理与分析、多语言智能商务服务、数据银行等关键技术瓶颈，构建面向全球的商品云批发平台，加速产业链高端化进程。义乌购作为传统小商品市场转型升级的核心，渠道价值逐渐凸显。

- 降息周期催化业绩拐点。**公司前三季度财务费用为 3.39 亿，同比增加 1.88 亿；前三季度长短期有息负债为 79.1 亿，同比增加 31.2 亿，其中短期负债 15.5 亿，长期负债 10.8 亿，应付债券 5.0 亿。公司市场建设及房地产项目投入导致资金需求增加，杠杆融资导致财务压力剧增，资产负债率上升至 65.31%。周末央行降息，自 2014 年 11 月 22 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.4 个百分点至 5.6%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.75%，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.1 倍调整为 1.2 倍。我们认为，央行意外降息有利于缓解公司财务压力，未来伴随地产逐步贡献业绩，公司业绩拐点有望到来。
- 维持盈利预测，维持中性评级。**我们认为，尽管市场租金下调长期影响公司收入，义西生产资料市场尚处培育期，长期发展仍需大量资金支撑；但长期政策刺激推动义乌国际贸易战略核心地位，义乌购推动传统市场向现代市场转型升级，降息周期催化业绩拐点到来，短期市值成长空间确定。我们维持公司 14-16 年 EPS 为 0.13 元、0.14 元、0.15 元，当前股价对应 PE 为 65 倍、60 倍、56 倍，维持中性评级。

合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,612	3,655	3,980	4,387	4,862
营业总成本	2,735	2,754	3,455	3,819	4,249
营业成本	1,889	1,816	2,109	2,356	2,611
营业税金及附加	156	156	179	202	233
销售费用	155	111	131	149	170
管理费用	332	447	498	553	617
财务费用	203	226	537	564	616
资产减值损失	1	(1)	1	(5)	1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	30	27	0	0	0
营业利润	907	928	525	569	613
营业外收支	29	16	(30)	(40)	(45)
利润总额	935	943	495	529	568
所得税	227	236	127	136	146
净利润	708	708	368	393	422
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	707	707	367	392	421

资料来源:申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

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，资格证书编号为：ZX0065。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。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。