

[2007.1.16]

商业渠道、稳健首选

小商品城：全球商贸城

✍ 国泰君安策略部 侯继雄 徐晓芳 刘冰



推荐公司

公司	股价 07-1-15	目标价 6个月
小商品城	76.17	120
新世界	12.77	16
北京城乡	9.67	13
轻纺城	7.99	11
百联股份	11.9	13

本报告导读：

摘要：

- 市场整体估值趋高，行业和个股的选择应想象力与稳健并重。
- 商贸股票受人民币升值、资产重估、消费增长、管理层股权激励和资产注入等多重因素的支持，目前估值和想象力都具有吸引力。
- 估值依据：假定5年30%增长率可确认，保守估值①按08年30倍PE再贴现之当前，即 $30 \times 08EPS / 1.2 = 25 \times 08EPS$ ；中性估值② $20 \times 2011EPS / 1.5 = 29 \times 08EPS$ ，乐观估值③ $30 \times 2011EPS / 1.5 = 44 \times 08EPS$ 。
- **小商品城：全球最大、最独特的商品展览馆、现货交易基地、产消信息集散地，经济全球化和中国制造业比较优势的集中体现。6月目标价120。**
- 新世界：从单体店向综合多元店转型中，加之整体上市预期，6月目标价16元。
- 北京城乡：资产负债率仅10%，充沛的现金储备，历史盈利被扭曲。资产严重低估，业绩改善空间巨大，6月目标价13元。
- 轻纺城：业绩改善趋势中，形成商贸市场、物业、黄酒三大业务，潜力大；6月目标价11元。
- 百联股份：全国布局的国内百货业之绝对龙头，对国内消费有全面代表性。6月目标价13元。

重点公司推荐：

公司代码	公司简称	股价 07-1-15	总股本 (万股)	市值	06EPS	07EPS	08EPS	目标价 (6个月)
600415	小商品城	76.17	12497	95.19	2.40	2.95	3.90	120
600628	新世界	12.77	53180	67.91	0.30	0.40	0.51	16
600861	北京城乡	9.67	31680	30.64	0.22	0.41	0.48	13
600790	轻纺城	7.99	47598	38.03	-0.16	0.21	0.32	11
600631	百联股份	11.9	110103	131.02	0.24	0.32	0.42	13

说明：本报告为国泰君安研究所策略研究员综合专业研究员判断、自行分析和市场主观判断所给定的综合建议，力求内容的客观、准确。但并不因此对读者负有任何责任。

附录：国泰君安行业研究员对相关公司的短评，详细内容请参阅商贸行业 2007 年行业投资策略报告。

1、小商品城（600415）

竞争优势突出：公司是目前我国最大的专业批发市场的发展商之一，旗下的中国小商品城市场创建于1982年，是我国最早创办的专业市场，具备一定先发优势；义乌小商品批发市场是世界劳动密集型产业向中国转移的最大受惠者，市场拥有43个行业、1900个大类、40万种商品，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；商品辐射范围广，商品销往212多个国家和地区，外向度达到60%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。

增长前景清晰：

- ✓ 国际商贸城一期计划指导价商位将于2007年9月到期，现国际商贸城一期计划指导价为1100元/平米，现市场商位转租价远高于政府指导租赁价数倍，我们预计新出租价格将会有所提升，可能与二期持平。
- ✓ 公司旗下现在有三家酒店：银都酒店、商城宾馆、海洋大酒店。其中海洋大酒店为2005年10月投入运营的四星级酒店，总建筑面积2.7万平方米，拥有280间套房。由于地理位置毗邻商贸城，入住率为90%左右。海洋大酒店在2006年开始为公司贡献全年收益，因此2006年酒店业务收入将有较大增幅。
- ✓ 中国小商品城市场由篁园市场、宾王市场、中国义乌国际商贸城三个市场组成。国际商贸城现有两部分组成，二期二阶段已于2005年10月投入运营。国际商贸城三期市场建设已经开始展开，预计将于2008年“十一”之前完成。
- ✓ 公司计划建设会展中心二期，位置在梅湖会展中心旁，预计07年开建，08年义乌小商品博览会举办之前投入运营。

我们认为公司增长前景日益清晰，未来五年将保持30%的净利润增速，预计公司06-08年EPS分别为2.40元、2.95元、3.90元（08年3.90元的每股收益中考虑了三期市场两个月的利润贡献）。鉴于公司巨大的知名度、稳健的成长性、明显的国际竞争优势，我们继续给予公司“增持”评级。

2、新世界（600628）

百货业务增长潜力较大：公司经营的百货业务正由中低档大众商品，转向经营时尚中高档商品。公司在2006年9月份对南北中厅和3、4、5楼商场进行了全面改造，进行了大规模的布局调整，使商品结构、购物环境等方面更为时尚高档，引进了资生堂、周生生、卡尔丹顿等一批国内外核心品牌，新增品牌数达30%，同时清退了15%的细杂商品，提高商场品牌档次。商品结构调整以及商场改造已经取得了良好效果，06年“十一”期间公司销售额同比增长60%。

综合消费圈带动百货业务发展：公司正在打造一个21万平米的“新世界综合消费圈”，涵盖商业、旅游酒店业、物业和旅游娱乐业。在业务结构中，传统的百货业务占总收入的35%，而公司新涉及到的旅游酒店业将占到28%，娱乐占到15%，餐饮8%，商务办公及辅助措施14%。

优质商业地产引发收购价值突出，预期大股东将通过资产注入增加控制力：公司拥有的商业地产升值潜力巨大，使得公司收购价值突出。第一大股东黄浦区国资委持股比例较低（25%），为维持控股地位，我们预期其将会注入南京路上的优质商业资产，使持股比例增加到35-40%左右。黄浦区国资委拥有较多商业地产，资产实力雄厚。南京路上68栋商业楼宇中，黄浦区国资委占据1/3，著名的外滩三号、六号也都是黄浦区国资委拥有的资产。预计定向增发的实施时间不会迟于2006年3月，由于股改中承诺募集法人股（约占11%）限售期截止到2007年3月30日，如果这部分股份投入流通，将增加公司被收购的可能性。

股权激励计划：公司已在股改时承诺即将实施股权激励计划，将按照中国证监会《上市公司股权激励管理办

法(试行)》及国家相关规定具体实施。管理层股权激励完成之后,公司治理结构将进一步完善,发展动力愈加充足。对于公司未来的发展,我们持有谨慎而乐观的预期,预计今后三年公司将保持30%的增长速度。

虽然公司经营情况良好,收入增长强劲,但考虑到定向增发的预期,公司实际增长潜力可能推迟到增发后释放,06年、07年每股收益为0.30元,0.40元。鉴于公司优越的地理位置,巨大的资产升值潜力、大股东注入资产对经营业绩的增厚,以及即将实施的股权激励对公司发展的持续推动,我们的投资评级继续为“增持”。

3、北京城乡(600861)

百货及超市业务增长稳健:公司百货业务增长稳定公司门店城乡贸易中心以及城乡华懋商厦地理位置优越,且公共交通发达,借助于2008年北京奥运会前后旅游客流量的大幅增加,公司百货业务有较大增长潜力;公司将兴建北京城乡仓储大超市二期项目,位置在城乡仓储大超市旁,经营面积与原超市相当,预计在07年建成投入经营,将是公司未来稳定持续的利润来源。

房地产项目将成为未来两年公司增长的亮点:公司自2001年开始陆续投资了金玉花园项目、军艺写字楼工程、沈阳CBD商务中心,均未体现利润,预计将于07-09年陆续实现收入。公司于2006年7月董事会通过,将出资1.33亿元,与北京安石房地产开发有限公司(投资0.33亿元)合作建设中宇大厦配套公寓,预计2007年12月31日前竣工,公司能够取得80%建筑面积产权,约为1.4万平方米,此项目约能为公司带来9140万利润,还未考虑地产升值的预期。我们预计公司今后投资北京商业地产项目的可能性较大。

股权激励机制将成为公司经营业绩增长的强大推动因素:国资委已经出台国有公司股权激励机制,公司计划尽快完成股权激励方案。因此在激励方案完成前,06年的业绩不会充分体现出来。我们预计,实施股权激励机制后,北京城乡主营扩张的积极性更高,经营业绩将会有持续3-5年30%的增长。

公司是2007年值得配置的潜力股,我们预计06、07年EPS为0.22元、0.41元,鉴于公司良好发展预期,奥运带来的发展机遇,我们对公司的评级为“增持”。公司的风险点主要是资产负债率偏低,没有充分利用财务杠杆来发展主业经营,且零售业务成长性较弱。

4、轻纺城(600690)

纺织品专业批发市场竞争优势突出:中国轻纺城批发市场是亚洲乃至全球规模最大的纺织品批发市场,公司目前所属批发市场建筑面积52万平方米,占批发市场总面积的85%以上。市场租赁的毛利率较高,仍是公司的主要盈利来源,而且一次性收取六年的租金能够为公司带来稳定的现金流。公司批发市场业务增长取决于外延扩张和更新改造。各市场的实际租金价格与市场平均转租价格有较大空间,老市场的更新改造应是公司今后一个时期批发市场业务发展的主要方面。

黄酒业务增长稳健,会稽山跃居行业龙头:公司控股会稽山绍兴酒有限公司51%的股权。通过两次收购会稽山控股嘉善黄酒的股权比例达到85%,会稽山黄酒产能达到12万吨,位居行业第一,销售收入跃居全国第二。会稽山黄酒未来主要发展方向为中高档黄酒,预计公司黄酒业务07年将有50%以上的收入增长,相比销售费用并不会有很大提升,预计07年、08年能够有4000万、6000万净利润。

资产质量优良,按照公积金转增后股本重新计算,公司重估价值在11.19元/股:

- ✓ 自有市场面积40.25万平方米(联合市场26%股权折合自有面积4.16万平方米)。
- ✓ 浙商银行股权投资进入收获期。浙商银行14317万股,占有总股本的9.54%。持有成本约为1.25元/股,而现在市场参考转让价格已经达到2.5元/股。浙商银行正在积极筹划上市,预计上市可能性较大。从2007年开始浙商银行每年将可为公司带来1000万以上红利。

✓ 股改中注入的中国轻纺城商务中心项目，资产重估价值较大。此项目占地 80 亩，建筑面积 16 万平米，现在该项目仍属在建工程，五号楼主体已经结顶，其余主体施工至二层左右，预计 2008 年底前完工。

业绩增长稳定可期：股改中大股东承诺公司 07 年、08 年净利润不低于 1 亿元和 1.5 亿元，若业绩不能兑现大股东将在今后两年中向流通股股东追送现金。按照公司现在的发展情况，应该能够达到此业绩预期。

鉴于公司轻纺批发市场业务具有不可模仿的先发优势，未来两年经营业绩大幅提高，股改中又将不良资产处理，承诺了良好的发展预期，我们看好公司的长期发展，给予“增持”评级。

5、百联股份（600631）

公司总资产和净资产规模均为商业类上市公司的第一，是国内商业零售行业的龙头企业，拥有 14 家百货（东方商厦、八佰伴、华联商厦等），一个名品折扣店（青浦奥特莱斯），一家购物中心（五角场又一城），资产质量优良，且盈利能力良好，我们给予其“增持”投资评级。

营业面积持续增加：随着公司奥特莱斯品牌折扣店的成功经营，五角场又一城购物中心（面积 12 万平米）、上海百联世贸国际广场二期（4 万平米）、一百商城（面积 4 万平米）、长沙百联东方商厦和宁波东方商厦的陆续开业，公司销售和利润将不断迈上新的台阶。

资产注入预期：公司大股东百联集团核心业态将集中在百货、购物中心与超商三块，分别以“东方商厦”、“百联”、“联华”品牌为主打。其中，东方商厦已经是公司旗下主要的连锁百货。我们预计，集团将会把公司作为发展百货的平台，陆续注入商业资产，公司未来增长潜力巨大。

购物中心将成为公司未来的重点发展方向：公司现在主营的业态为传统百货店，公司正尝试将购物中心作为未来发展的重点。公司旗下上海奥特莱斯品牌折扣店经营情况大大超乎我们预期；五角场又一城购物中心将在 07 年初投入营业；在建的购物中心还有一百商城，预计 08 年投入营业。公司集团旗下还有一些购物中心资产，预计在整合时会陆续注入。

公司商业地产重估价值巨大：除百联世贸为公司租赁物业之外，其余经营物业均为自有，经营面积约为 70 多万平方米，且均处于上海的黄金商圈，资产重估潜力较大。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并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。

我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。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券研究所

上海

上海市延平路 121 号 17 楼

邮政编码: 200042

电话: (021) 62580818

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市海淀区马甸冠城园冠海大厦 14 层

邮政编码: 100088

电话: (010) 82001542

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com