

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司深度报告

轻纺城 (600790)

中性 (首次)

轻纺城——下一个小商品城？

2009 年 08 月 05 日

现价 8.59 元

蔡大贵 分析师

汪立亭 联系人

+86 21 6207 8707

wanglt@pasc.com.cn

独到见解

轻纺城及其国资控股股东旗下拥有众多经营良好的市场和拟建市场资源，在政府支持和统一规划下，租金提升和资产注入作为公司盈利增长的两个来源，都有较大的发挥空间，盈利潜力值得关注。

但短期内，公司二级市场估值偏高，资产注入事项具有一定的不确定性，相关催化剂亦不能有效释放，短期投资价值难以体现。资产注入的完成才是盈利空间打开之始。

投资要点

主要数据

行业	批发市场
公司代码	600790
公司网址	http://www.qfc
总股本(万股)	61877.62
流通股(万股)	45717.73
流通市值(百万)	3927.15
每股净资产(元)	1.89
净资产收益率(%)	1.48
总资产负债率(%)	70.59

相关研究报告

一、商业模式—专业轻纺批发市场：有形市场的有质量的规模集中和无形网络的有效率的信息集中，通过为商户提供商品展示交易和信息增值服务，从而为市场租金提供了外延式和内涵式交互的提升空间。

二、竞争优势—规模领先，政府主导：公司轻纺市场规模领先，绍兴国资入主后，将综合开展业务梳理、结构调整和划行归市工作，综合提升市场竞争力。

三、盈利空间—租金价差+新增商铺：现有市场巨大的租金价差蕴含了明显的盈利提升潜力，而新建市场和开发公司持续的优质资产注入，将为市场发展提供增量商铺收入。

四、投资项目—潜在催化剂因素众多：汇金国际广场进展较慢，预计到 2010 年后才能贡献利润；浙商银行和会稽山未来可能的 IPO 有望给公司带来丰厚的投资回报；对浦发银行的剩余股权处理，可增厚业绩，但时点或在资产注入完成之后。

五、盈利预测与投资建议：预计市场业务净利润为 8335 万元，贡献 EPS 为 0.13 元，不考虑资产注入、转让浦发银行股权等，预测公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.16 元、0.21 元，对应 PE 为 52.2 倍和 41.2 倍，估值较高。首次给予“中性”评级。

风险提示

- 公司二级市场估值偏高，资产注入的时点和方案具有一定的不确定性，相关催化剂亦不能有效释放，短期投资价值难以体现。
- 虽然我们认为小商品城的成功并非不可复制，但结构优化和租金提升等是一连串的复杂事件，可能因进程缓慢而使业绩无法达到预期。



请务必参阅文后免责条款

12 月 31 日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	1004.9	853.8	578.4	322.6	513.9	565.6
净利润(百万)	(88.8)	138.9	72.2	101.9	129.1	147.0
净利润增长率(%)	(895.65)	(256.48)	(48.07)	41.22	26.69	13.89
每股盈利(元)	(0.14)	0.22	0.12	0.16	0.21	0.24
市盈率(倍)	(59.86)	38.25	73.66	52.16	41.17	36.15
股息(元)	0.00	0.00	0.00	0.05	0.06	0.07
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.58	0.73	0.83

目 录

一、商业模式：专业批发市场	3
1.1 轻纺城商业模式的内涵	3
1.2 与小商品城的简单对比	3
二、竞争优势：规模领先，政府主导	5
2.1 公司轻纺市场规模领先	5
2.2 国资控股，经营调整增强竞争力	6
三、盈利空间：租金价差+新增商铺	8
3.1 主要市场的经营和租金水平	8
3.2 租金价差和提升潜力	8
3.3 现有市场盈利预测	9
3.4 资产注入假设下的新增商铺贡献	10
四、投资项目：潜在催化剂因素众多	11
4.1 汇金国际广场——项目进展较慢，09 年无收益	11
4.2 会稽山黄酒——经营稳定，短期不会上市	11
4.3 浙商银行——资产优良，潜在投资收益可观	12
4.4 浦发银行——短期或选择继续持有	12
4.5 平安创新资本——培育利润增长点	12
五、盈利预测与投资建议	13
六、风险提示	13

轻纺城位于绍兴县柯桥镇，西接杭州，东临宁波，处于长三角经济带的南翼，交通便利，资源禀赋优越。轻纺市场总建筑面积达 228 万平方米，是目前全国规模最大、设施最齐备、经营品种最多的纺织品集散中心，也是亚洲最大的轻纺专业市场。其中上市公司经营的 6 家专业轻纺市场，合计建筑面积 50 多万平米，占整个绍兴轻纺市场的约 1/4。

绍兴县国资办自 2008 年 11 月入主轻纺城之后，希望通过统一规划和结构调整等方式做大轻纺城规模，政府也将通过资产注入方式，逐步将旗下市场注入上市公司。

在政府支持下的优质轻纺市场，公司原市场租金收入的提升和控股股东优质资产的注入，成为我们关注该公司的主要理由。

我们的结论是：

轻纺城目前租金与市场化租金水平价差空间很大，而控股股东——开发公司旗下拥有众多经营良好的市场和拟建市场资源，可开发和可注入资产较多。

长远角度看，公司盈利增长的两个来源——租金提升和资产注入——都有较大的发挥空间，在政府支持和统一规划下，公司的未来盈利空间值得期待。

但短期内，公司二级市场估值偏高，资产注入事项具有一定的不确定性，而相关的催化剂因素亦不能在短期内有效释放，因此其短期投资价值难以体现，资产注入的完成才是盈利空间打开之始。

一、商业模式：专业批发市场

1.1 轻纺城商业模式的内涵

作为专业经营轻纺市场的上市公司，其商业模式类同于小商品城，均是作为组织买卖双方交易行为的市场中介，其核心价值在于两点：一是利用强大的产业集聚效应，通过专业的有形市场组织，为商户提供商品展示和交易的场所；二是通过交易价格和信息的汇集和及时有效传递，为商户带来巨大的信息增值服务。

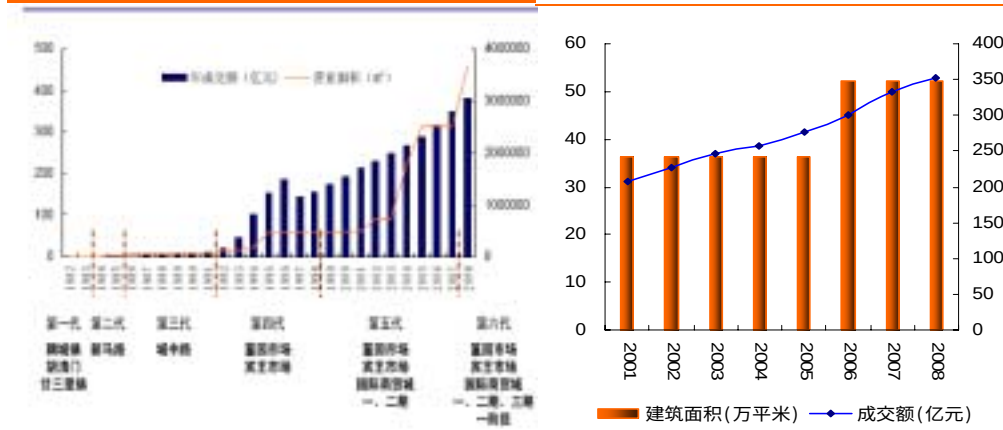
因此，其盈利模式在于来自市场的商铺租金收入，有形市场的有质量的规模集中和无形网络的有效率的信息集中，则为市场租金提供了外延式和内涵式交互的提升空间。而基于两个“集中”向更深层次发展，市场有机会挖掘利用附加值，开展房地产开发、电子商务、专业物流和金融服务等衍生业务，从而扩展盈利来源。

1.2 与小商品城的简单对比

面积：从小商品城的发展轨迹可以看到，经过六代发展，小商品城的经营面积由区区几千平米发展到近 400 万平米，尤其是在 2001 年之后，面积具有了陡峭向上的增长率。而轻纺城 2001 年后，仅有 2006 年新开联合市场增加了面积，现总经营面积约 50 余万平米，相当于小商品城第四代至第五代期间的规模，随着市场外延扩张和国资市场注入，其后续增长潜力较大。

交易额：二者的交易额都呈现出成熟市场的特征，逐年稳步上升。轻纺城和小商品城的交易额都在 300 亿以上。我们认为，随着轻纺城划行归市和产业链延展的深入，以及外延扩张的加速，将会带动市场交易额的更快攀升。

图表 1 小商品城 VS 轻纺城：面积与成交额关系

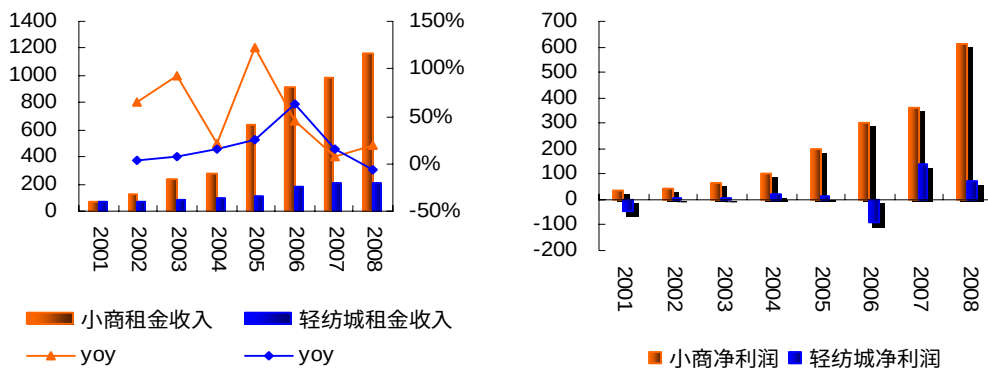


资料来源：申万研究、平安证券

租金收入：虽然具有相当的市场交易额水平，但轻纺城的租金收入明显低于小商品城，这一方面源于可租面积增加缓慢，更来自于其较低的、非市场化的租金水平。这也导致轻纺城盈利一直难有明显增长。但根据我们的调研情况，轻纺城的平均市场化租金也达到 6000 元/平米/年的水平，不亚于小商品城。

图表 2 小商品城与轻纺城的市场租金、净利润比较

单位：百万元



资料来源：公司定期报告、平安证券

图表 3 轻纺城租金明显低于小商品城，且无相应比例的招投定价

元/年/平米

小商品城				轻纺城	
市场	政府指导价	招投标价	招投标比例	市场	单位租金
宾王市场	458	1207	15%	西交易区	1167
国际商贸城一期	1624	3385	10%	北交易区	974
国际商贸城二期一阶段	1985	5383	20%	东交易区	782
国际商贸城二期二阶段	1985	4087	20%	天汇市场	1024
国际商贸城三期一阶段	2774	8627	30%	服装市场	423
				联合市场	569

资料来源：公司公告、平安证券

从上述几个简单比较看，小商品城经过 2002-2008 年的快速发展，面积迅速增加，租金的市场化定价比例逐步加大，带动公司盈利不断超预期增长，盈利能力目前处于高位。比较而言，基于类似的商业模式，巨大的租金价差和政府的强力支持，轻纺城正处于盈利能力提升的拐点，空间巨大。

二、竞争优势：规模领先，政府主导

2.1 公司轻纺市场规模领先

绍兴柯桥镇以轻纺市场的经营闻名，是目前全国规模最大、经营品种最多的纺织品集散中心，也是亚洲最大的轻纺专业市场，2008 年轻纺城交易额为 634.54 亿（含原料市场），同比增长 10.4%。

目前，柯桥镇的轻纺市场主要分为三个体系，即上市公司、开发公司（控股股东）和其他，而其中主要的经营良好市场都属于上市公司或开发公司体系。

图表 4 绍兴柯桥镇主要轻纺市场分布图



资料来源：公司资料，平安证券

注：标注★的为上市公司控股的市场，标注✦的为国资控制的市场。

其中，公司控制的市场有西交易区、北交易区、东交易区、天汇市场、服装市场和联合市场等 6 个。

开发公司经营的有东升路市场、服装服饰家纺市场、东门纺织品市场、柯北坯布市场（在建）等市场。

其余的精品广场、精工大厦、精工男装面料市场、坯布市场、北六区、北七区、北八区、轻纺大厦等市场虽然同样以“中国轻纺城”名义经营，但并不由上市公司或开发公司控制。

另外，虽不属于开发公司，但由国资控股的还有钱清纺织原料市场（18.4 万平米）和柯东仓储中心（13.5 万平米）。

图表 5 轻纺城所控股批发市场情况

市场	开业时间	占地 万平米	建面 万平米	租赁面积 万平米	有效率 %	本次租期 年	租金 万元/年	单位租金 元/平米·年
西交易区	Oct-88	1.36	6.4	3.2	50.0%	2002-2008	3733	1167
北交易区	Apr-94	7.97	13.57	6.16	45.4%	2006-2012	6000	974
东交易区	2000	2.90	5.00	2.64	52.8%	2004-2010	2067	782
天汇市场	2002	2.91	8.68	3.91	45.0%	2004-2010	4000	1024
服装市场	Oct-95	4.29	6.30	2.84	45.0%	每年一次	1200	423
五市场合计		19.43	36.19	16.73	46.2%		15400	854
联合市场	Feb-06	3.09	16.07	6.43	40.0%	2006-2044	3658	569
全部合计		22.52	52.26	23.16	44.3%		19058	770

资料来源：公司调研、平安证券

注：公司参股 30%的“杭州瑞纺联合市场”项目正在建设和招租，面积达到 20 万平方米，预计 2009 年 10 月工程竣工，2009 年底前开始营业。

图表 6 开发公司主要控股市场

市场	股权比例	面积（万平米）
东升路市场	100%	10.7
服装服饰家纺市场	100%	31.6
东门纺织品市场	100%	2
柯北坯布市场	50.5%	17.48
北联市场	100%	17.5（可建面积）

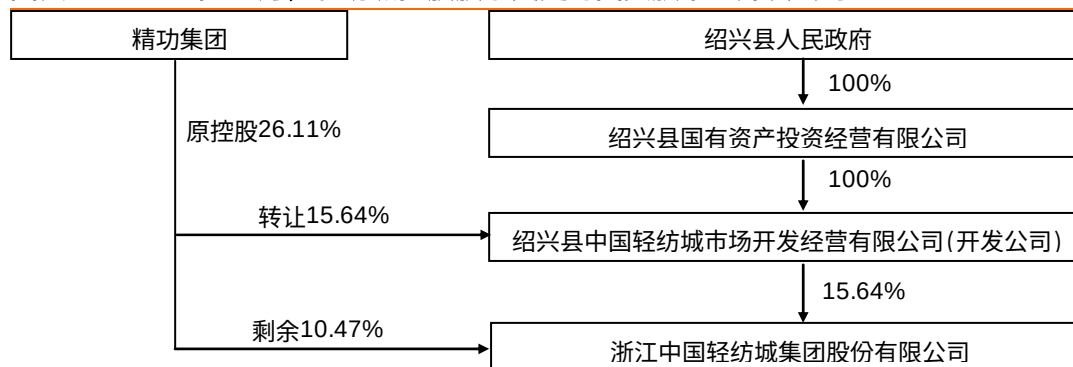
资料来源：公司公告、平安证券调研

2.2 国资控股，经营调整增强竞争力

与“小商品城”（600415）由义乌政府主导建设市场的模式不同，绍兴轻纺城在建设初期是由民营资本主导，从上市时股权结构就比较分散，此后，精功集团通过收购，至 2006 年，控股轻纺城 26.11%。

2008 年 11 月，绍兴县国资控股的开发公司从精功集团手中回购 15.64%的股权，成为轻纺城的控股股东。精功集团仍以财务投资者身份持有公司 10.47%的股权，并将除分红权之外的其他主要股东权利授权开发公司行使。

图表 7 2008 年 11 月，轻纺城控股股东变更为国资旗下的开发公司



资料来源：公司公告、平安证券

政府的控股和支持从根源上保证了对市场统一管理和指导，避免了市场恶性竞争和涸泽而渔的短期行为。

开发公司承诺“在本公司行使股东权利后，在未来 3 个月内无资产注入计划，但开发公司今后将逐步把相关市场资源注入上市公司，做大做强做优轻纺市场业务。”可以预见，绍兴轻纺市场将迎来政府主导下的统筹规划和资源整合，为利用资本市场做大做强绍兴轻纺市场奠定了坚实基础。

当然，我们认为开发公司对上市公司的支持绝非单纯资产注入，同时会着力于业务梳理、结构调整和划行归市等多方面的改善，从而提升轻纺城的综合竞争力。

a. 业务梳理

轻纺城上市后，在经营发展走了很多弯路，陆续投资了印染、酿酒、建材、外贸、房产、软件、网络等与市场建设无关的行业，同时有大量进行股票投资，后逐渐退出。

国资入主后，对轻纺城的现有业务进行了梳理，首先清理了二级市场的股票投资，此后又退出了在外地投资的物流公司，也让出了会稽山黄酒业务的控股权，退居第二大股东地位。而将主要精力和资源集中在做大做强做优轻纺市场上。

b. 结构调整

主要在于围绕轻纺市场定位，增加产品品类，延长产业链，开拓新的专业化市场，例如服装市场、家纺市场等，提高市场深度。

c. 划行归市

目前，轻纺城各市场之间定位尚不清晰，经营户在不同市场内的经营品种有重叠，政府将会通过老市场拆建、新建市场等方式，逐步落实“划行归市”工作，对市场进行统一规划、协调招商，提高专业化程度，降低经营户成本，也有利于产业集聚效应的更强发挥。

小商品城的成功是可以复制的，轻纺城完全有可能参考小商品城的模式，也有动力做出一个更加成功的轻纺城。

d. 资产注入

基于开发公司的承诺和其目前较低的持股比例(15.64%)，资产注入是相对确定的事件，其或会考虑将盈利较好的资产通过定向增发的方式先行注入。

从开发公司下属的市场看，目前有注入价值的市场主要是新开张的东升路市场，但由于该市场的 2009-2015 年租期的租金已经确定，同样非市场化的租金短期难以明显增厚上市公司的盈利。

另外，我们认为，开发公司旗下在北联市场有 17.5 万平米的可建面积，该区域位置较好，若能新建市场、并确定一个趋向市场化的租金水平，对公司盈利能力将有较大提升。

三、盈利空间：租金价差+新增商铺

3.1 主要市场的经营和租金水平

a. 西市场（老市场）：该市场于 2006 年重建，2008 年 12 月建成后投入运营，新建成的老市场面积为 6.4 万平米，其中一、二楼开设精品面料区，由原老市场经营户迁回，2009 和 2010 年确认 2007、2008 年已收取的租金，2010 年后重签合同。市场三~五楼开设家纺面料、床上用品区，租金收入为 9600 万元/6 年，即 1600 万元/年。

b. 北市场：总建筑面积 13.57 万平米，配套设施齐全，主要经营印花布、装饰布、床上用品等，经过近几年的发展，已经形成浓厚的商业氛围。目前租赁期为 2006-2012 年，每年租金收入约 6000 万元。

c. 东市场：总建筑面积 5 万平米，主要经营时装、针织、麻纱、里子布、棉布等面料。市场租赁期为 2004-2010 年，年租金约 2067 万元。

d. 天汇市场：2004 年，轻纺城分别受让了香港长城纺织和精功集团持有的天汇房地产公司各 50% 的股权，取得了天汇市场的经营权。该市场总建筑面积 8.68 万平米，主要经营印花布、窗纱布、棉布等。市场租期为 2004-2010 年，年租金 4000 万元。

e. 服装市场：该市场历史较久，建筑面积为 6.3 万平米，主要经营服装，兼营各类小商品。其租约为每年一签，目前租金水平为 1200 万元。

f. 联合市场：公司以 13 亿元将该市场 38 年使用权卖掉，账面上采用预收帐款方式，分 38 年摊销，每年确认约 3600 万租金收入。

2008 年，公司下属市场公司（包括北、东、西三个交易区）实现盈利 5900 万元，天汇市场实现盈利 1800 万元，服装市场基本盈亏平衡。

3.2 租金价差和提升潜力

轻纺城目前平均有效租金约为 1000 元/月/平米，但根据我们实地调研，轻纺城的市场化租金基本在 5000 元/月/平米之上，部分地段较好的商铺租金甚至在 10000 元/月/平米左右，例如，轻纺城北市场的一个 28 平米商铺，年租金为 30 万元。控股股东旗下的东升路市场的一个 28 平米的商铺，5 年租金为 120 万元。

一些 20 平米的商铺，仅商铺租赁权的转让费就高达 2、300 万元，虽然其中包含商户炒作因素，但根本原因在于商铺的稀缺和当前较低的租金水平。

目前，轻纺城所有市场的政府定价比例为 100%，价差占市场价之比约为 83%，这两方面都远高于小商品城目前的水平，很大程度上压制了轻纺城的盈利能力。

图表 8 轻纺城租金提价空间巨大

小商品城			轻纺城		
市场	价差/市场价	招投标比例	市场	价差/市场价	招投标比例
宾王市场	62%	15%	西交易区	70%	0%
国际商贸城一期	52%	10%	北交易区	84%	0%
国际商贸城二期一阶段	63%	20%	东交易区	84%	0%
国际商贸城二期二阶段	51%	20%	天汇市场	80%	0%
国际商贸城三期一阶段	68%	30%	服装市场	89%	0%
			联合市场	89%	0%
平均	59%		83%		

资料来源：公司公告、平安证券

从小商品城的后续市场看，其招投标比例在逐年提高，从最初宾王市场的 15%到三期一阶段的 30%，可见政府指导价与市场价并轨应是一个长期趋势。

我们认为对轻纺城现存的巨大价差空间，由于后期注入市场的逐步繁荣和稀释效应，以及老市场租约的逐步到期，轻纺城的租金向市场化水平靠拢是一个必然趋势，采取少量比例的市场化定价，是绍兴国资做大做强轻纺城可考虑的举措，也是轻纺城未来业绩增长的重要来源之一。

此处做个一般性的模拟计算，分别假设市场化定价比例在未来上升到 10%、20%和 30%以及价差缩小 10%、20%和 30%的情景下，考察市场业务利润对公司 EPS 的影响程度。

图表 9 市场化率提升和价差缩小对市场贡献 EPS 的影响

	EPS :	价差缩小比例%			
		0%	10%	20%	30%
市场化比例%	0%	0.13	0.23	0.33	0.43
	10%	0.22	0.31	0.39	0.48
	20%	0.3	0.38	0.46	0.54
	30%	0.39	0.45	0.52	0.59

资料来源：平安证券

在其他条件不变时，市场经营带来的 EPS 贡献为 0.13，市场化比例的提高和价差的缩小，对市场经营贡献 EPS 有明显增厚。

3.3 现有市场盈利预测

动态的看，由于公司各市场基本采取每 6 年一个租期的租赁模式（服装市场为 1 年 1 签），在现有租期内，无论是提租还是划出部分区域实施招投标，均不现实。但多少市场将于 2010 年获 2012 年到期，届时或会有较好的租金提升机会。

按照各市场的现有租金和租约，以及不同市场的条件和成熟度，我们以下给对轻纺城旗下 6 市场的盈利预测，保守起见，我们暂未考虑政府推行一定比例的市场化租金。

图表 10 轻纺城 6 大市场租金收入和利润计算

租金收入：	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
西交易区	6000	6000	6000	6000	10800	10800	10800	10800	10800	10800
北交易区	3733	3733	4800	4800	4800	4800	6400	8959	8959	8959
东交易区	2067	2067	3101	3101	3101	3101	3101	3101	5581	5581
天汇市场	4000	4000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	10800	10800
服装市场	1320	1518	1746	1955	2151	2366	2602	2863	3149	3464
联合市场	3658	3658	3658	3658	3658	3658	3658	3658	3658	3658
收入合计	20778	20976	25304	25513	30509	30724	32560	35380	42947	43262
净利润	8311	8390	10121	10205	12203	12290	13024	14152	17179	17305

资料来源：公司调研、平安证券

3.4 资产注入假设下的新增商铺贡献

此处考虑开发公司控制的东升路市场和拟建的北联市场。

东升路市场：该市场紧邻上市公司的西市场，共分为 A、B、C 三个区，总建筑面积 10.7 万平米，建成开业后已全部租出，租期为 2009-2015 年，平均租金约 1600 元/平米/年，每年可收取租金约 8500 万元。

该市场虽然地段优越，条件优良，但由于 6 年租期锁定了非市场化的租金收入，短期内，对上市公司的盈利难以有较大贡献。

北联市场：北联市场在原有的物流业集中到国际物流中心后，有 107 亩的空地，可建面积达 17.5 万平米，由于新市场建成较快，而若能引入趋向市场的租金，则有望大幅增厚上市公司的盈利规模。

此处假设东升路市场在 6 年租期后，可实现 20% 的市场招投标租金，计划租金也有相应幅度的提高；北联市场 2010 年建成开业，能够获取 3600 元/平米/年的平均租金。测算两个市场的租金收入和利润贡献如下：

图表 11 开发公司旗下东升路市场和北联市场租金和利润测算

单位：万元

租金收入	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
东升路市场	8560	8560	8560	8560	8560	8560	15322	15322	15322	15322
北联市场	0	28350	28350	28350	28350	28350	28350	37422	37422	37422
合计	8560	36910	36910	36910	36910	36910	43672	52744	52744	52744
净利润贡献										
东升路市场	3424	3424	3424	3852	3852	3852	6895	6895	6895	6895
北联市场	0	11340	11340	11340	12758	12758	12758	16840	16840	16840
合计	3424	14764	14764	15192	16610	16610	19653	23735	23735	23735

资料来源：公司调研、平安证券

四、投资项目：潜在催化剂因素众多

4.1 汇金国际广场——项目进展较慢，短期无收益

汇金国际广场项目总建筑面积约18万平米（其中地上面积13.5万平米），意图打造为多业态的国际化商务中心，包含1栋超五星酒店、1栋酒店公寓、1栋5A甲级写字楼和其他配套设施。

目前外立面已经全部建好封顶，内部装修尚未开始。目前写字楼市场景气度尚未回升，装修可能延后，写字楼和酒店公寓最快要2010年能够确认收入，假设分两年结算，预计2010和2011年每年贡献收入1.77亿元，净利润4425万元。

其他项目——武汉龙鼎：2007 年公司出资 6400 万元，收购武汉香江贸易公司持有的武汉龙鼎置业有限公司 1608 万股权，占总股本的 60%。该公司项目为总建筑面积 22 万平方米的“楚天华都”项目，尚未开工，这一部分要看武汉的房地产形势决定。

4.2 会稽山黄酒——经营稳定，短期不会上市

我国黄酒业中，行业前三分别是古越龙山金枫酒业和会稽山。会稽山年产黄酒12万吨，其持股85.66%的嘉善年产5万吨。08年营业收入6.47亿元，净利润3197万元。

轻纺城原对会稽山控股51%，分别于2007年11月、2008年1月和2009年6月完成3次定向增发，目前由精功集团控股34.33%，轻纺城作为第二大股东持有34%，其他为绵阳科技产业投资基金、涌金中富、睿信投资等战略投资者。

图表12 会稽山定向增发后的股权结构

股东名称	股份数(万股)	占总股本比例(%)
精功集团有限公司	10300	34.33%
浙江中国轻纺城集团股份有限公司	10200	34.00%
绵阳科技城产业投资基金(有限合伙)	5000	16.67%
绍兴云集投资有限公司	1000	3.33%
上海盛万投资有限公司	800	2.67%
北京汇富银创业投资有限公司	800	2.67%
浙江涌金中富创业投资有限公司	800	2.67%
上海睿信投资管理有限公司	550	1.83%
杭州恒越投资有限公司	550	1.83%
合计	30000	100.00%

资料来源：公司公告、平安证券

会稽山的利润增长不快，主要是2008年投入了1亿元的营销费用，嘉善业务仍有亏损，同时对浙商银行的股权投资，致短期财务费用较高。

公司目前在辅导期，我们认为由于盈利尚未完全体现，公司短期不会进行 IPO 申报，轻纺城对会稽山的投资尚不能获得上市的价值提升，仅为每年获得相应的投资分红。

4.3 浙商银行——资产优良，潜在投资收益可观

轻纺城以及会稽山分别投资浙商银行股权比例为5.3%和4.24%，按照轻纺城参股34%会稽山的比例计算，轻纺城合计持有浙商银行3.52亿股，占总股本的6.74%。

浙商银行资产优良，且在2009年增发股本后，资本金充足，实力增强，若考虑浙商银行上市可能，轻纺城的该项股权投资的潜在收益非常可观。

4.4 浦发银行——短期或选择继续持有

公司此前持有409.7万股浦发银行，2007年8月，出售209.7万股，取得投资收益9377.4万元。剩余200万股经过2007和2008年两次送股，目前持有浦发银行364万股，按其当前25.64元的股价，公司持有的浦发银行浮盈达9140万元，合每股0.148元。

我们判断公司短期不会处置这部分股权，但此后若考虑择机出售，将对公司业绩有一次性增厚。

4.5 平安创新资本——培育利润增长点

2008年，公司下属担保公司参与投资设立了绍兴平安创新资本有限公司，计划出资7500万元，目前已出资2250万元，为该公司的第二大股东，在资本运作上迈出新的一步。现该公司已投资了北汽旗下的一个奔驰4S店，短期没有太大收益。

综合来看：公司目前的房地产项目和股权投资都具有较好的盈利前景，尤其是浙商银行和会稽山的IPO，将给公司带来丰厚的利润。然而，上述投资虽构成众多的催化剂因素，但投资收益均无法在短期内实现。

五、盈利预测与投资建议

我们的盈利预测基于以下保守假设：

1. 市场业务方面，由于资产注入方案的不确定性，并未考虑开发公司资产注入带来的利润增厚和股本摊薄的问题。对现有 6 个市场的到期租金重签问题，我们假设有相对合适的增长，但不存在任何比例的招投标定价。
2. 没有考虑出售浦发银行的投资收益，也未考虑 2010 年和 2011 年内，浙商银行和会稽山黄酒业务 IPO 对公司业绩的影响，但上述二者在未来两年能够给公司带来较好的权益利润贡献。
3. 假设 2009 年不存在房地产结算收入和利润，2010 和 2011 年会有部分项目可以确认收入和利润。

预计市场业务净利润为 8335 万元，贡献 EPS 为 0.13 元。各项业务综合计算，预测公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.16 元、0.21 元，对应 PE 为 52.2 倍和 41.2 倍，估值较高。首次给予“中性”评级。

六、风险提示

1. 国资入主轻纺城后，资本市场对资产注入及其后的盈利空间预期较高，公司二级市场估值偏高，但短期内，资产注入的时点和方案具有一定的不确定性，股权转让及 IPO 等相关催化剂因素亦不能有效释放，短期投资价值难以体现。
2. 虽然我们认为小商品城的成功并非不可复制，但结构优化和租金提升等是一连串的复杂事件，因此即使有较大的租金提价空间和优良的资产注入机会，但该类操作的力度和速度难以准确判断，可能因进程缓慢而使业绩无法达到预期水平。

附：财务报表

资产负债表	2008	2009E	2010E	2011E	利润表	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1205.3	551.0	1197.4	1374.2	营业收入	578.4	322.6	513.9	565.6
货币资金	365.5	157.5	520.9	639.0	营业成本	348.2	183.6	309.9	331.5
应收账款	10.0	1.2	7.4	8.1	营业税金及附加	65.3	15.6	24.7	27.1
预付款项	3.8	17.9	21.6	23.0	主营业务利润	164.8	123.3	179.4	207.0
其他应收款	140.2	78.9	118.9	131.4	销售费用	2.5	0.3	0.4	0.3
存货	636.4	281.4	495.3	535.2	管理费用	53.0	33.1	48.7	53.3
待摊费用和其他流动资产	49.3	14.0	33.3	37.5	财务费用	8.8	11.2	4.7	1.8
非流动资产	2883.8	3209.3	3436.6	3616.5	资产减值损失	3.9	(0.4)	3.0	2.2
长期股权投资	397.4	375.5	386.0	386.3	投资净收益	24.4	22.6	26.0	28.0
固定资产	52.5	432.4	721.8	932.7	营业利润	123.3	114.6	156.6	182.4
在建工程	270.7	195.4	142.7	108.8	加：营业外收入	11.6	15.1	8.0	5.0
无形资产	0.2	0.2	0.2	0.2	减：营业外支出	1.2	0.2	0.0	0.0
其他非流动资产	2163.0	2205.9	2186.0	2188.5	利润总额	133.7	129.5	164.6	187.4
资产总计	4089.0	3760.3	4634.0	4990.7	减：所得税	44.2	32.1	41.1	46.9
流动负债	2711.4	2294.0	3068.9	3322.3	净利润	89.5	97.4	123.4	140.6
短期借款	554.0	554.0	554.0	554.0	减：少数股东损益	17.3	(4.5)	(5.7)	(6.5)
应付账款	178.2	94.0	158.5	169.6	归属于母公司的净利润	72.2	101.9	129.1	147.0
预收款项	1916.5	1613.0	2312.4	2545.3	EPS（最新股本摊薄）	0.12	0.16	0.21	0.24
其他流动负债	62.8	33.1	44.0	53.4	现金流量表（百万元）				
非流动负债：	143.0	134.3	138.8	138.7	经营活动现金净流量	-89.9	119.3	657.1	383.4
长期借款	120.0	120.0	120.0	120.0	投资活动现金净流量	-137.4	-327.3	-264.5	-228.2
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	融资活动现金净流量	104.9	-157.5	-550.1	-676.0
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	当年现金净流量	-122.4	-365.5	-157.5	-520.9
递延所得税负债	22.0	13.6	18.1	17.9	期初现金余额	371.5	365.5	157.5	520.9
其他非流动负债	1.0	0.7	0.7	0.8	期末现金余额	249.2	0.0	0.0	0.0
负债合计	2854.4	2428.3	3207.8	3461.0	重要财务指标				
实收资本	618.8	618.8	618.8	618.8	主营收入增速(%)	-32.25%	-44.23%	59.29%	10.07%
资本公积金	328.0	328.0	328.0	328.0	净利润增速(%)	-48.07%	41.22%	26.69%	13.89%
盈余公积金	80.7	90.9	103.8	118.5	综合毛利率	39.79%	43.07%	39.70%	41.40%
未分配利润及其他	107.9	199.6	286.6	381.9	销售净利率	15.47%	30.20%	24.02%	24.85%
少数股东权益	99.2	94.7	89.0	82.6	ROE	6.34%	8.59%	10.03%	10.56%
归属于母公司所有者权益	1135.4	1237.3	1337.2	1447.2	PE	73.66	52.16	41.17	36.15
股东权益合计	1234.6	1332.0	1426.2	1529.7	PB	4.66	4.68	4.30	3.98
负债及股东权益总计	4089.0	3760.3	4634.0	4990.7	EV/EBITDA	25.30	32.29	26.15	23.31

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257