



上市公司调研简报

研究报告
批发和零售贸易

暂无评级首次

轻纺城（600790）

2010 年 4 月 19 日

资产注入值得期待，租金市场化任重道远

批发和零售贸易行业首席分析师：路颖
luying@htsec.com
SAC 执业证书编号：S0850203100078
021-23219403

汪立亭
联系人

wanglt@htsec.com
021-23219399

潘鹤
联系人

panh@htsec.com
021-23219423

2010 年 4 月 16 日收盘于 10.82 元

调研简况。近期，我们对轻纺城进行了跟踪调研，我们根据此前的调研和最新的跟踪了解，就投资者关心的公司资产价值、控股股东预期以及租金市场化提升等问题，给出我们的以下分析。

公司概况。轻纺城位于绍兴县柯桥镇，西接杭州，东临宁波，处于长三角经济带南翼，交通便利，资源禀赋优越。绍兴柯桥轻纺市场总建筑面积 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，合计建筑面积约 56 万平米，占整个绍兴轻纺市场的约 1/4，此外，公司旗下的 6 家市场也是绍兴所有轻纺市场中经营环境最好、人气最旺的。

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，政府也承诺将通过资产注入方式，逐步将旗下市场注入上市公司。作为政府支持下的优质轻纺市场经营者，控股股东的资产注入和公司市场租金的提升，成为市场关注该公司的主要理由。

我们的观点。（1）静态看资产价值：公司拥有优良的经营资产和潜在收益较大的项目和股权投资，我们测算公司的资产重估价值为 15.64-18.35 元/股，因此该公司投资的安全边际相对较大。

（2）短期动态看资产注入：国资控股股东——开发公司旗下拥有众多经营良好的市场和在建市场资源，可注入资产较多，国资主导支持下的经营调整和增量资产注入，成为公司整合资源、做大做强的较大支撑。而基于国资做大做强绍兴轻纺市场的思路以及资产注入的承诺，随着时间推移，市场关于资产注入的预期也趋于增强。

（3）长期趋势看租金市场化：轻纺城目前收取租金与市场化租金比约在 1: 6，价差空间巨大。我们也判断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长期趋势，这也是公司未来最值得期待的盈利增长空间。但从逻辑上讲，由于开发公司目前持股比例较少，租金的小幅提升和市场化进程最快要在资产注入完成之后启动，因此资产注入的完成才是盈利空间打开之始。

（4）盈利预测与建议：预计 2010 年市场业务净利润为 9021 万元，贡献 EPS 0.15 元。各项业务综合计算，预测公司 2010 和 2011 年 EPS 分别为 0.18 元、0.21 元，对应 PE 为 61.63 倍和 52.57 倍（上述盈利预测未包含出售浦发银行股权可能增厚业绩的约 0.1 元，也不包含公司旗下汇金广场可能的出售、会稽山和浙商银行等股权投资对公司业绩的影响），公司估值因包含了资产注入预期而偏高，暂无评级。我们将紧密跟踪公司关于资产注入和市场提租的相关进展。

风险提示。（1）国资入主轻纺城后，并随时间推移至今，资本市场对资产注入及其后的盈利空间预期较高，但资产注入的时点和方案具有一定的不确定性，地产项目和证券投资的出售，以及股权投资的 IPO 等相关催化剂因素仍有不确定因素。

（2）市场结构优化和租金提升等是涉及到较大利益调整的一连串复杂事件，因此即使有较大的租金提价空间和优良的资产注入，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市场预期水平。

请务必阅读正文之后的免责条款

以下是我们关于公司的几点进一步分析。

1. 静态看资产价值：轻纺市场和众多投资提供价值支撑，RNAV为15.64-18.35元

（1）轻纺市场：公司主要经营性资产为旗下 6 家轻纺专业市场，包括西交易区（老市场）、北交易区、东交易区、天汇市场、服装市场和联合市场等，总建筑面积 56.02 万平米，按照 1.2-1.5 万/平米的平均单价（目前当地的平均市场租金水平在 5000-6000 元/平米/年），市场重估价值约为 67.22-84.03 亿元。

表 1 轻纺城（上市公司）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	6.40	3.20	50.0	2002-2008	3833	1198
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	1560	550
五市场合计		19.43	39.95	18.74	46.9		17460	932
联合市场	Feb-06	3.09	16.07	6.43	40.0	2006-2044	3658	569
全部合计		22.52	56.02	25.17	44.9		21118	839

资料来源：公司公告，海通证券研究所

（2）汇金广场：汇金国际广场项目位于柯桥镇中心，紧邻绍兴县政府和瓜诸湖，地段优良。根据我们实地考察，该项目占地面积约 5.5-6 万平米，总建筑面积 18 万平方米左右（其中地上面积占比约 75%）。目前外立面已经全部建好封顶，内部装修正在进行，由于该物业与公司主营业务基本没有相关性，我们预计公司将该项目出售的可能性较大，而如果按照 8500 元/平米单价计算，该项目价值 15.3 亿元（目前同样紧邻瓜诸湖的绿城住宅地产项目销售均价约 1.5 万/平米）。

另外，公司持有武汉龙鼎置业公司 60% 股权。该公司有 210 亩住宅用地，原计划建设建筑面积 22 万平方米的“楚天华都”项目，但该项目所在区块较偏，尚未开工（根据公司 2006 年 12 月 29 日公告和 2009 年报）。按照 1500/平米土地价，公司持有该公司 60% 权益对应的权益价值约 1.26 亿元。

（3）会稽山黄酒：轻纺城目前作为第二大股东持有会稽山 1.02 亿股，占比 34%（精功集团控股 34.33%），其他股东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。

会稽山 2008 和 2009 年净利润分别为 3197 万元和 10076 万元（根据我们估算，09 年净利润扣除 8552 万元转让浙商银行股权的投资收益后，经营性利润约 3662 万元），由于前期投入较大的营销费用（2008 年投入约 1 亿元），公司盈利尚未完全体现。

根据行业资料，会稽山目前与已上市的金枫酒业和古越龙山等并为国内三大黄酒生产企业，从公司资产、收益状况看，会稽山并不比两位两家 A 股上市黄酒公司差别太大，但目前相关 IPO 进程尚不明确，轻纺城对会稽山的投资目前仅为每年获得相应的投资分红，若按照其 2009 年 3662 万元经营性利润额和 30 倍 PE 考虑，计算公司持有会稽山股权对应价值约为 3.74 亿元。

（4）浙商银行：公司目前合计持有 35166 万股浙商银行，占其总股本的 6.74%（其中 7519 万股将向精功集团预约受让），相当于公司每股含 0.57 股浙商银行。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，若考虑浙商银行未来上市可能，轻纺城的该项股权投资的潜在收益非常可观。按浙商银行每股 1.67 元净资产（根据轻纺城 2009 年 12 月 1 日公告，按浙商银行 2009 年 3 季度末财务数据）和 2.5 倍 PB 计算，公司持有权益对应价值为 13.43 亿元。

（5）浦发银行和海南高速：公司现持有 362 万股浦发银行和 78 万股海南高速，按 2010 年 4 月 16 日价格计算，上述两项证券投资分别实现 7795 万元和 397 万元的浮盈，若公司择机出售，将可一次性增厚公司业绩 0.1 元左右。

表 2 公司持有浦发银行和海南高速的潜在盈利

证券简称	股权比例（%）	持股数（万股）	最新价格（元/股）	初始成本（万元）	最新市值（万元）	浮盈（万元）	增厚 EPS（元）
浦发银行	0.041	362	22.06	192	7986	7795	0.095
海南高速	0.079	78	8.19	242	640	397	0.005
合计				434	8626	8191.82	0.100

资料来源：公司公告，海通证券研究所。公司股价按照 2010 年 4 月 16 日收盘价为准

（6）平安创新资本：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，占 25% 股权比例，为该公司的第二大股东，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。

我们按照以上主要资产计算轻纺城 RNAV 价值如下：

表 3 轻纺城 RNAV 计算

项目	重估价值（亿元）		备注
现金	1.78	1.78	2009 年年报数据
轻纺市场	67.22	84.03	6 大市场合计 56.02 万平米建筑面积，按 1.2-1.5 万元/平米单价计算
浙商银行	13.34	13.34	合计持股 35166 万股，占比浙商银行总股本的 6.74%，按 1.67 元每股净资产和 2.5 倍 PB 计算
会稽山	4.39	4.39	持股 1.02 亿股，占比 34%，按 2009 年度 3662 万元净利润，以 30 倍 PE 计算
汇金广场	15.30	15.30	总建筑面积 18 万平米，按 8500 元/平米单价计算
武汉龙鼎项目	1.68	1.68	持有该公司 60% 股权，目前拥有 210 亩(14 万平米)住宅用地使用权，按 1500 元/平米计算
浦发银行	0.80	0.80	持股 362 万股，按 2010 年 4 月 16 日 22.06 元收盘价计算
海南高速	0.06	0.06	持股 78 万股，按 2010 年 4 月 16 日 8.19 元收盘价计算
平安创新	0.23	0.23	实际出资额 2250 万元，占 25% 股权比例
- 负债	-8.06	-8.06	2009 年年报数据
合计重估价值	96.75	113.55	
RNAV（元/股）	15.64	18.35	

资料来源：海通证券研究所

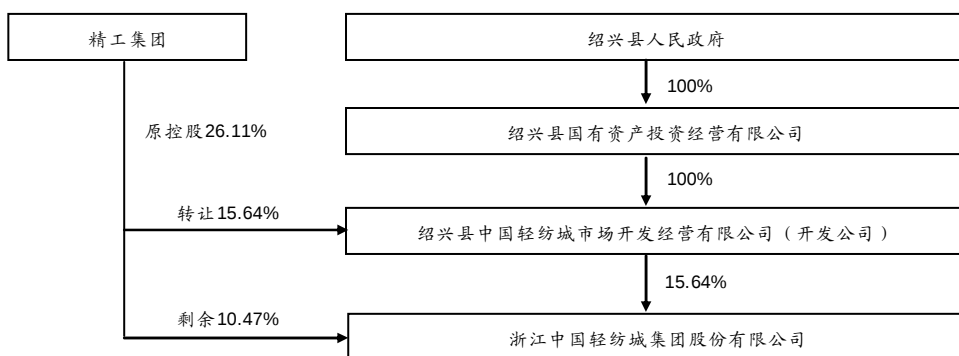
综合来看，公司拥有优良的经营资产和潜在收益巨大的项目和股权投资，资产重估价值高达 15.64-18.36 元/股，构成对该公司投资的安全边际。

2. 短期动态看资产注入：国资控股下的增量资产注入，提升盈利预期

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，精工集团通过收购，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工集团手中回购 15.64% 的股权，成为轻纺城的控股股东。精工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 1 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、海通证券研究所

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。另外，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。

开发公司和绍兴国资旗下拥有众多经营良好的市场和在建市场资源，可注入资产较多。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。

表 4 轻纺城大股东（开发公司）以及国资所控股批发市场情况

持有主体	市场	股权比例（%）	建筑面积（万平米）
开发公司	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（在建）
绍兴国资	钱清纺织原料市场		18.4
	柯东仓储中心		13.5

资料来源：公司公告、海通证券研究所

从开发公司下属的市场看，目前有注入价值的主要是东升路市场，但由于该市场的 2009-2015 年租期的租金已经基本确定，非市场化的租金若不能有所提升，将难以明显增厚上市公司的盈利。

另外，开发公司旗下北联市场有 17.5 万平米的可建面积，该区域位置较好，该地块已于 2009 年底开始建设，预计建设周期为 1 年半，我们判断该市场建成后将会有个趋向市场化的租金水平，其也有可能成为未来注入到上市公司的市场，对公司盈利能力将有较大提升。我们下表给出了两个市场的收入和利润预测，以及对上市公司的业绩增厚的模拟测算，但我们不确定即使公司如市场预期般启动了资产注入，开发公司是否会在首次全部注入上市公司，以及将以何种形式注入。

表 5 开发公司旗下东升路市场和北联市场租金和利润测算（万元）

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
租金收入										
东升路市场	8560	8560	8560	8560	8560	15322	15322	15322	15322	15322
北联市场		28350	28350	28350	28350	28350	37422	37422	37422	37422
合计	8560	36910	36910	36910	36910	43672	52744	52744	52744	52744
净利润贡献										
东升路市场	3424	3424	3852	3852	3852	6895	6895	6895	6895	6895
北联市场		11340	11624	12758	12758	12758	16840	16840	16840	16840
合计	3424	14764	15476	16610	16610	19653	23735	23735	23735	23735
EPS 增厚（元）	0.03	0.15	0.15	0.17	0.17	0.20	0.24	0.24	0.24	0.24

资料来源：海通证券研究所

注：此处假设增发约 3.81 亿股股本，按 10 亿新股本全面摊薄计算 EPS 增厚

另外，需要提醒两点：

（1）开发公司回购精功集团 15.64% 的股权，已于 2010 年 4 月 18 日达到过户条件，预计近期将完成股权的真正过户，我们认为股权过户之为可能的资产整合奠定了基础。

（2）2009 年 12 月 1 日，会稽山将所持浙商银行 22115 万股（占比 4.24%）转让给控股股东精功集团和轻纺城（分别应受让 14696 万股和 7519 万股），但由于按银监会规定：“境内非金融机构入资中资股份制商业银行时，权益性投资余额原则上不超过净资产的 50%”，由于轻纺城期末净资产未达此条件，因此应受让的 7519 万股暂由精功集团代持，其中双方签订预约受让协议：“在轻纺城达到银监会相关要求时，精功集团必须将 7519 万股浙商银行股份及其持有期间所获得的因浙商银行实施资本公积、盈余公积、未分配利润转增以及浙商银行向股东定向新发新股而新增的股份无条件转让给轻纺城。”

因此，为从实质和形式上获取该 7519 万股浙商银行股权，公司有必要做大净资产规模，而我们认为资产注入可能是最行之有效的途径。

3. 长期趋势看租金市场化：租金价差提供提租和盈利增长空间

轻纺城目前租金与市场化租金水平价差空间很大。公司轻纺城目前平均有效租金约为 1000 元/平米/年，但根据我们了解，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。一些 20 平米

的商铺，仅商铺租赁权的转让费就高达 200-300 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。

表 6 轻纺城现有租金价差空间较大

市场	平均租金 元/平米·年	市场租金假设 元/平米·年	价差 元/平米·年	价差/市场价 %
西交易区	1401	6000	4599	77
北交易区	974	6000	5026	84
东交易区	782	5000	4218	84
天汇市场	1024	5000	3976	80
服装市场	633	4000	3367	84
五市场合计	1180			
联合市场	569	5000	4431	89
全部合计	940			83

资料来源：公司公告，海通证券研究所

注：此处平均租金按 2010 年预期水平为准

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 15%、30%和 50%的情景下，考察市场业务利润对公司 EPS 的影响程度。

表 7 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	15	30	50
市场化比例 (%)	0	0.14	0.27	0.40	0.57
	10	0.21	0.33	0.45	0.63
	20	0.29	0.39	0.49	0.54
	30	0.36	0.45	0.54	0.66

资料来源：海通证券研究所

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。2009 年，公司市场租赁收入 2.31 亿元，同比增长 14.43%，主要由于老市场升级改造完成后，新增 4、5 层营业面积和租金收入。

目前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），多个市场将于 2010 年或 2012 年到期，届时或会有较好的租金提升机会。以下给出我们对轻纺城旗下 6 市场的盈利预测。

表 8 轻纺城 6 大市场租金收入和利润计算（万元）

租金收入:	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
西交易区	4483	4483	4483	4483	4483	8403	8403	8403	8403	8403
北交易区	6000	6000	6000	10800	10800	10800	10800	10800	10800	10800
东交易区	2067	3101	3101	3101	3101	3101	3101	5581	5581	5581
天汇市场	4000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	10800	10800	10800
服装市场	1794	2063	2311	2542	2796	3076	3383	3721	4093	4503
联合市场	3658	3658	3658	3658	3658	3658	3658	3658	3658	3658
收入合计	22002	25305	25553	30584	30838	35037	35345	42964	43336	43745
净利润	9021	10628	10988	13457	13877	15767	15905	19334	19501	19685
EPS (元)	0.146	0.172	0.178	0.217	0.224	0.255	0.257	0.312	0.315	0.318

资料来源：公司公告，海通证券研究所

关于租金市场化，需要认识三个方面的问题：

（1）轻纺城的价格形成机制是历史问题，伴随轻纺市场发展的第一批商户通过租赁权的取得和转让，赚取较大的差价，租金市场化将涉及到较大的利益调整一系列的复杂事件，不太可能一步到位。

（2）公司管理层也充分重视一二级市场价格差问题，多次考察学习业内其他专业市场的租金和租赁权管理方式，考虑在政府的支持下，从制度上逐步实施价格并轨，比如把续租权的关系割断，对于长期自用和长期处于转租状态的商铺区别对待等。因此，可以预期租金市场化是必然趋势。

（3）从逻辑上讲，由于开发公司目前持股比例较少（15.64%），租金的小幅提升和市场化进程最快要在资产注入完成之后启动，因此资产注入的完成才是盈利空间打开之始。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发和零售贸易团队

汪立亭：批发和零售贸易团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、海宁皮城。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。