



批零贸易业/可选消费品

轻纺城 (600790)

注入优质资产提升盈利能力

——轻纺城 (600790) 重大资产注入事件点评

刘冰
021-38676703
liubing6168@gtjas.com
编号 S0880511010042

本报告导读:

按照公司 2012 年主业 20 倍市盈率, 并考虑其股权资产价值, 我们给予公司目标价 8.5 元, 谨慎增持评级。

事件:

- 公司公告拟向开发公司收购由其持有的东升路市场和北联市场资产, 资产预估值约为 22.30 亿元, 其中 14.76 亿元以向开发公司定向增发 18427.38 万股, 增发价格拟为 8.01 元/股, 差额部分由轻纺城以注入资产招商取得的预收租金进行支付。本次交易完成后, 公司总股本将从 61877.62 万股增加至 80305.00 万股, 开发公司持有上市公司股权比例将从 15.64% 提升至 35%。
- ✓ **东升路市场:** 由针织面料市场、毛纺面料市场和东升路纺织品市场组成, 于 2008 年 6 月开始通过报纸、电视广告等媒体分期逐批进行招租, 并于 2008 年 10 月开始试营业, 目前市场处于正常营业状态。拟注入资产建筑面积 74,670.48 平方米, 其中, 营业房 1,088 间 (套内面积 39,771.66 平方米), 办公、物管用房共 16 间 (套内面积 4,262.21 平方米), 辅助用房 7 套 (套内面积 293.57 平方米), 车位共 610 个。
- ✓ **北联市场:** 北联市场项目位于绍兴县城区, 自 2008 年 5 月开始开工建设, 系以原绍兴县中国轻纺城北联托运市场地块改建成的以市场开发建设、市场租赁、市场物业管理为主营业务的交易市场, 目前已完成主体工程的建造和装修, 正在进行外场工程, 预计于 2011 年 9 月 30 日前达到预定可使用状态。至本预案公告日, 根据实际建设情况及预测绘资料, 该市场地上建筑面积 173,991.60 平方米, 其中, 营业房 2,331 间 (套内面积 73,105 平方米), 辅助用房 25 套 (套内面积 5,612 平方米), 车位共 1,012 个。

评论:

- 此次资产注入之后, 绍兴国资下属的开发公司持有上市公司股权比例将进一步提升, 从 15.64% 提升至 35%。国资持股比例的上升, 将使公司得到国资在经营、政策层面更多扶持, 包括工商行政管理以及市场定价方面的支持。另一方面, 公司轻纺市场经营规模的扩大, 并有利于增强公司持续发展能力, 巩固行业龙头地位。
- 注入的市场资产质量较好, 特别是北联市场, 除部分面积外, 其他面积将采用竞租招商方案, 按位置、面积设计一房一价的定价, 对六年的使用权进行公开竞租。这是公司首次大规模实施市场化定价机制, 市场化租金将使北联市场的盈利能力大大高于公司其他市场。
- 此次资产注入部分解决了同业竞争的影响, 对于剩余产权有瑕疵或经营效益不良的市场资产, 开发公司承诺 5 年内彻底消除同业竞争。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **谨慎增持**

上次评级: /

目标价格: **8.50**

上次预测: /

当前价格: **8.10**

2011.09.28

交易数据

52 周内股价区间 (元)	7.33-12.77
总市值 (百万元)	5,012
总股本/流通 A 股 (百万股)	619/519
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	84%
日均成交量 (百万股)	0
日均成交值 (百万元)	3

52 周内股价走势图



相关报告

《业绩增长虽然显著, 投资收益贡献可观》	2007.10.25
《卸“包袱”轻装上阵, 谋“改建”持续...》	2007.04.18
《股改顺利通过, 未来增长可期》	2006.12.14
《股改助推长期发展 盈利面临大幅增长》	2006.11.30
《主营结构调整使公司走向上升拐点》	2006.05.23

1. 公司基本情况

浙江中国轻纺城集团股份有限公司创建于 1993 年 3 月,“轻纺城”股票于 1997 年 2 月上市流通。公司坐落在拥有 1700 年历史的水乡、桥乡、酒乡、纺织之乡——绍兴县柯桥。公司所属的中国轻纺城市场经过 20 年的发展,已经成为亚洲规模最大、成交额最高、经营品种最多的纺织品专业批发市场。2009 年中国轻纺城面料成交额为 392 亿元,连续十八年名列全国十大专业市场第二位。

2008 年 11 月 11 日,浙江精功控股有限公司与国有全资公司绍兴县中国轻纺城市场开发经营有限公司签署协议,精功控股将其持有的本公司 9680 万股股份,占公司总股本的 15.6438%,转让给开发公司,开发公司重新成为第一大股东,完成此次注入之后,开发公司股权将会提升至 35%。

表 1: 公司股权情况

股东名称	本次交易前		本次交易后	
	股份数量	持股比例	股份数量	持股比例
绍兴县中国轻纺城市场开发经营有限公司	9680.0	15.64%	28107.4	35.00%
浙江精功控股有限公司	4589.9	7.42%	4589.9	5.72%
浙江省财务开发公司	1342.2	2.17%	1342.2	1.67%
其他股东	46265.5	74.77%	46265.5	57.61%
合计	61877.6	100.00%	80305.0	100.00%

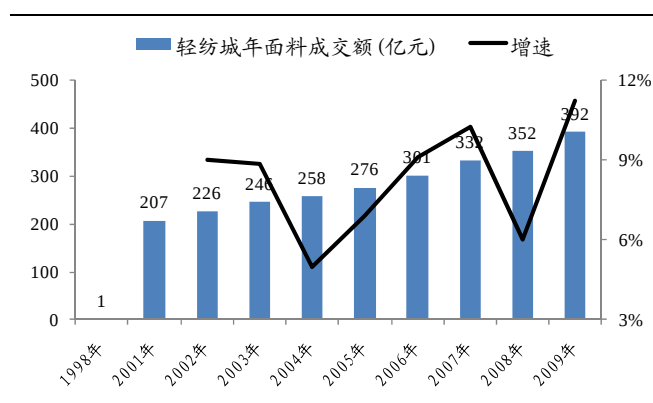
数据来源: 国泰君安证券研究

2. 市场发展情况

2.1. 轻纺市场是全国第二大专业市场

公司所属的中国轻纺城市场原名“绍兴轻纺市场”始建于 1988 年,1992 年经国家工商局批准冠名为“中国轻纺城”。经过 20 年的发展,已经成为亚洲规模最大、成交额最高、经营品种最多的纺织品专业批发市场。截止 2008 年底,中国轻纺城市场(包括仓储物流区)总面积共有 275 万平方米,其中在建面积 47 万平方米。2009 年全市场面料成交额为 391.5 亿元,同比增长 10.9%,连续十八年名列全国十大专业市场第二位。

图 1: 轻纺城历年交易额



数据来源: 网络数据、国泰君安证券研究

2.2. 轻纺城模式竞争优势突出

A、产品属性及产销模式决定了难以异地复制

轻纺市场经营销售的产品主要为纺织品，包括胚布、纺织面料等。纺织品属于工业中间产品，轻纺批发市场属于工业品批发市场，供给方为纺织面料生产商，需求方仍为服装生产商或者轻工业加工厂商，经营销售的纺织品是中间产品而不是制成品，绍兴县是纺织大县，其发展初期源于该县的产业依托，二十年来已积聚了来自全国乃至世界各地的客户，这就决定了难以在异地复制轻纺城模式。

欧美市场纺织厂商规模较大，纺织品需求方也具备一定规模，买卖可以通过企业间谈判解决。浙江地区的纺织品生产商一般都是私营企业，规模普遍较小，需求方也大多是个体生产厂商，因此构不成大规模的采购销售量。这就促使了轻纺城这样中间市场的产生形成。中国轻纺城市场不仅是纺织企业的销售场所，而且是中小纺织企业的“研发中心”、“销售团队”。最新款的纺织面料通过市场传达到生产厂商，纺织品生产商也不需要建立营销团队，只需将产品卖给纺织品经销商。轻纺市场已经不单是纺织品销售的场所，更是纺织品研发和销售的平台。

表 2：轻纺城交易纺织品细分类别

纺织品大类	主要纺织品
胚布	棉坯布、化纤坯布、混纺坯布、印染坯布
面料	全棉面料、全麻面料、丝织面料、全毛面料、化纤面料、混纺交织布、针织面料类、印染布类、复合面料、绣花面料、家纺面料、弹力布、服装面料、工业用布色织布、提花布、无纺布、装饰布
辅料	拉链、钮扣、衬料、工艺饰品、流苏、绳带
家用纺织	毛巾浴巾、地毯、台布、装饰布、沙发布、家具套、窗帘
纺织工艺品	编制、刺绣
床上用品	毛毯、被褥、床单、床罩、枕芯、枕套

数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

B、产业集群效应决定了轻纺城的长期持续发展

绍兴自古就是“纺织之乡”，纺织业是绍兴县的支柱产业，绍兴县及周边地区是众多纺织企业集聚地，纺织制造行业生产总值占绍兴县 GDP 的 65% 左右。绍兴地区已经形成纺织业的产业集群效应，而纺织市场作为产业链相关的下游产业和相关的辅助产业与生产厂商也有一定聚合效应。产业集群内，由于企业上下游之间、配套企业之间同在一个不大的区域里，相互间运输成本低，配套企业相互之间比较了解，交易风险也就很低。2005 年中国轻纺城 276 亿元的成交额中，70% 的货源来自本地，276 亿元的交易额占到了绍兴县工业企业纺织品销售收入的 40%。

C、先发竞争优势决定了中国轻纺城的龙头地位

中国轻纺城建于 80 年代，市场创立较早，已经形成了巨大的国内国际影响力。外贸采购一般以习惯性交易为主，先入为主的市场交易优势是不易取代的。国内其它省区也有类似于中国轻纺城的纺织品市场，但都达不到中国轻纺城这样的市场地位。轻纺城形成与发展过程中特殊的地

域性、历史性以及产业背景，决定了绍兴中国轻纺城之所以能够成功。市场，既要有“场”，也要有“市”。近两年来周边地区竞相开办轻纺市场，成功的少，失败的多，都难以撼动轻纺城的龙头地位。

3. 公司现有市场面积经营情况

3.1. 主要市场情况

目前，公司主要拥有中国轻纺城市场“东、西、北”交易区、联合市场、天汇广场、服装市场等专业批发市场，总建筑面积达 56 万平方米，占地面积 22.66 万平方米，商行 1 万余家，上市布匹品种 1 万余种，服装 1000 余个品牌，场内经营人员 3 万余人，日客流量 10 万人次。

北市场：北市场于 1992 年筹建，1994 年开业，占地面积 7.9 万平方米，总建筑面积 13.6 万平方米，主要经营印花布、装饰布、装饰配件、床上用品、棉布、里子布、窗纱、时装面料等。

东市场：建于 1991 年，总占地面积 2.9 万平方米，建筑面积 5 万平方米，2000 年进行升级改造，主要经营时装、针织、麻纱、里子布、棉布等。

老市场（西交易区）：老市场是东升路市场三期改造工程，于 2008 年 12 月交付使用，总占地面积 1.37 万平方米，建筑面积 6.5 万平方米，主要经营时装面料、家纺面料。

联合市场：于 2006 年开业，是轻纺城单体面积最大、品味最高的市场。总占地面积 3.09 万平方米，建筑面积 16 万平方米。主要经营男女时装面料、时尚休闲面料、家纺面料等。

天汇广场：2002 年改造后总占地面积 2.9 万平方米，建筑面积 8.6 万平方米，主要经营印花布、窗纱布、棉布等。服装市场：

服装市场：于 1995 年开业，总占地面积 4.3 万平方米，建筑面积 6.3 万平方米。主要以服装经营为主，兼营家具、灯具、小商品、鞋革、箱包、床上用品等。

图 2：轻纺城各市场位置情况



数据来源：网络信息、国泰君安证券研究

注：红色为上市公司市场，蓝色为本次资产注入的市场

表 3：公司所经营的市场情况一览：

	股权比例	建筑面积(万平方米)	商位(个)	租赁面积(平方米)	有效率	本次租期	09 年租金(万元)	10 年预期租金	11 年预期租金	建面平均租赁价格
北市场	100%	13.6	4400	61600	45%	2006-2012 年	6000	6000	6000	441
老市场	100%	6.5		32000	49%	2010-2016 年	3200	3900	4500	600
东市场	100%	5	1258	26418	53%	2010-2016 年	2067	2600	3100	520
天汇市场	100%	8.6	1021	39060	45%	2010-2016 年	2500	2200	1600	256
服装市场	100%	6.3		28350	45%		1300	1400	1500	222
合计		40		187428			15067	16100	16700	403
联合市场	26%	16	1772	64000	40%	2006-2044 年	3700	3700	3700	231

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

注：天汇市场上次中包含 6000 万房租租赁权拍卖所得

3.2. 市场租金价格提价是未来必然趋势

2010 年部分市场已经开始提价，东市场和老市场平均提价 43%。根据公司 2010 年报，“2010 年，公司所属的天汇市场、东市场、老市场等约 2000 间市场营业房租约期满，进行了续租收费。市场租金的收取工作，涉及公司利益、市场繁荣、社会稳定等诸多因素，也是广大经营户、公司投资者和社会各界关注的焦点。综合平衡各种因素，及时、平稳、利益最大化地做好收费工作是收费工作的重点。公司各部门通过积极准备、调查摸底、认真分析等前期准备工作，细致制定了合理的租费收缴方案，圆满完成了租费的收取工作。所收续租费较上期有较大幅度的增长，同口径相比较上期增长了 43%（剔除上期一些营业房的一次性续租权收费）”。2012 年北市场也将到期，提价预期较明确。

公司市场现有平均租金在 400 元左右/平米/年，仍在较低水平，与市场转租价格相差 6 倍，提价是未来几年的必然趋势。此次注入的北联市场将以竞租招商表现出了租金市场化的趋势。

4. 注入优质资产提高盈利能力，解决同业竞争获得国资扶持发展

公司于 2011 年 9 月 28 日公告，拟向开发公司收购由其持有的东升路市场和北联市场资产，资产预估值约为 22.30 亿元，其中 14.76 亿元以向开发公司定向增发 18427.38 万股，增发价格拟为 8.01 元/股，差额部分由轻纺城以开发公司本次注入资产招商取得的预收租金进行支付，预计该等预收租金足以支付现金对价，如预收款项不足，公司将自筹解决。。本次交易完成后，公司总股本将从 61877.62 万股增加至 80305.00 万股，开发公司持有上市公司股权比例将从 15.64%提升至 35%。

本次注入的两块资产为：

- ✓ **东升路市场：**由针织面料市场、毛纺面料市场和东升路纺织品市场组成，于 2008 年 6 月开始通过报纸、电视广告等媒体分期逐批进行招租，并于 2008 年 10 月开始试营业，目前市场处于正常营业状态。拟注入资产建筑面积 74,670.48 平方米，其中，营业房 1,088 间（套内面积 39,771.66 平方米），办公、物管用房共 16 间（套内面积 4,262.21 平方米），辅助用房 7 套（套内面积 293.57 平方米），车位共 610 个。
- ✓ **北联市场：**北联市场项目位于绍兴县城区，自 2008 年 5 月开始动工建设，系以原绍兴县中国轻纺城北联托运市场地块改建成的以市场开发建设、市场租赁、市场物业管理为主营业务的交易市场，目前已完成主体工程的建造和装修，正在进行外场工程，预计于 2011 年 9 月 30 日前达到预定可使用状态。至本预案公告日，根据实际建设情况及预测绘资料，该市场地上建筑面积 173,991.60 平方米，其中，营业房 2,331 间（套内面积 73,105 平方米），辅助用房 25 套（套内面积 5,612 平方米），车位共 1,012 个。

此次资产注入之后，绍兴国资下属的开发公司持有上市公司股权比例将进一步提升，从 15.64%提升至 35%。国资持股比例的上升，将使公司得到国资在经营、政策层面更多扶持，包括工商行政管理以及市场定价方面的支持。另一方面，公司轻纺市场经营规模的扩大，并有利于增强公司持续发展能力，巩固行业龙头地位。

注入的市场资产质量较好，特别是北联市场，除部分面积外，其他面积将采用竞租招商方案，按位置、面积设计一房一价的定价，对六年的使用权进行公开竞租。这是公司首次大规模实施市场化定价机制，市场化租金将使北联市场的盈利能力大大高于公司其他市场。

此次资产注入部分解决了同业竞争的影响，对于剩余产权有瑕疵或经营效益不良的市场资产，开发公司承诺 5 年内彻底消除同业竞争。

5. 盈利预测

2011 年、2012 年盈利预测:

- ✓ 2011 年公司租金收入增量主要为东、老、天汇市场提价贡献, 预计公司 2011 年 EPS0.16 元;
- ✓ 2012 年公司租金收入增量主要将会是北市场提价贡献, 另外我们假设本次资产注入的东升路市场及北联市场 2012 年全年并入报表, 东升路部分面积陆续到期略有提价, 2012 年按照注入后按新股本计算 EPS 为 0.30 元。

另外, 我们粗略保守假设公司持有的浙商银行及会稽山股权价值 20 亿元, 对应新股本每股 2.50 元。按照公司 2012 年主业 EPS 参考 20 倍市盈率, 并考虑其股权资产价值, 我们给予公司目标价 8.5 元, 给予“谨慎增持”评级。

作者简介:**刘冰:**

执业资格证书编号: S0880511010042

电话: 021-38676703

邮箱: liubing6168@gtjas.com

汪睿（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880110024644

电话: 021-38674657

邮箱: wangrui008182@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		