

中性(首次)

朝着良性的方向发展

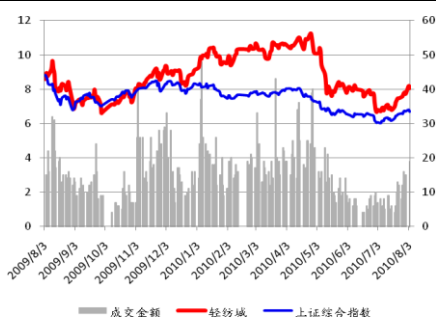
目标价格 7.5-8.5 元

当前价格: 7.95 元

基础数据

每股净资产(元)	2.1
资产负债率(%)	67.34%
总股本(百万)	619
流通股(百万)	457

公司相对股价表现



相关研究

《房地产行业：下跌空间有限，等待一触即发的反弹》2010-04-11

《冠城大通(600067):业绩增长确定,布局国家重点规划区域》2010-03-17

《福星股份(000926)独特的开发模式,具有持续的成长性》2010-01-18

《黑牡丹(600510)打造常州城市资源的开发平台》2009-12-28

《苏州高新(600736)面临向上大转折机遇》2009-11-16

分析师:

郑庆平 (S0120208060039)

黄玉梅

8621-68761616-8288

huangym@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

http://www.tebon.com.cn

报告摘要:

浙江中国轻纺城集团股份有限公司创建于1993年3月,1997年2月“轻纺城”股票上市,主营中国轻纺城营业用房的开发、租赁和物业管理。公司目前持有经营的市场是绍兴轻纺城中的重要组成部分。

整个绍兴轻纺市场群的成交额逐年上升,但是上市公司过去的业绩却不尽如人意。2010年国资委完成了收购公司的控股权,我们认为公司正朝着良性的方向发展。

- 资产归核化,逐步聚焦市场主业:06年股份制改革,剥离了亏损的舒美特纺织业务;08年退出了会稽山酒业的控股权;2008年-2009年相继退出了对外投资的物流业务。2010年,绍兴县国资委完成了收购轻纺城15.64%的股权,确定了以政府为主导全力发展专业市场的战略。2010年公司主要任务是清理房地产相关业务。
- 提租和新增商铺是业绩提升的关键:公司的租金与市场转租价格差距较大,仅相当于市场价格的20%。东交易区、天汇广场和西交易区的提租工作将在今年完成。未来新增商铺将主要来源于对大股东的资产整合,尤其是其尚未招商的市场,参照市场价格定价将大幅提升业绩。
- 优质资产上市提升内在价值:一是著名黄酒品牌会稽山股份有限公司34%的股权;一是浙商银行3.52亿股的股权。

估值合理,不过短期触发因素有限: 从重估价值的角度来看,每股资产7.5元。预计2010年EPS为0.14元,对应PE53倍。给予公司“中性”评级,关注股价的触发因素。

投资风险: 大幅提租的进程缓慢;大股东资产注入不确定;优质资产上市时间表不确定。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010	2011	2012
营业收入	281	314	315	316
收入同比(%)	-51.4%	11.5%	0.4%	0.5%
归母公司净利润	69	87	95	112
净利润同比(%)	-4.4%	25.7%	9.3%	17.9%
ROE(%)	5.4%	6.6%	6.7%	7.4%
每股收益(元)	0.11	0.14	0.15	0.18

请务必阅读正文后的免责条款部分

目录

1.公司简介	1
2.朝着良性的方向发展.....	2
2.1 清理资产，聚焦市场主业.....	2
2.2 提高租金和新增商铺是业绩提升的关键.....	3
2.3 参股的优质资产上市提升内在价值.....	4
3.估值合理，关注触发因素.....	4

图表

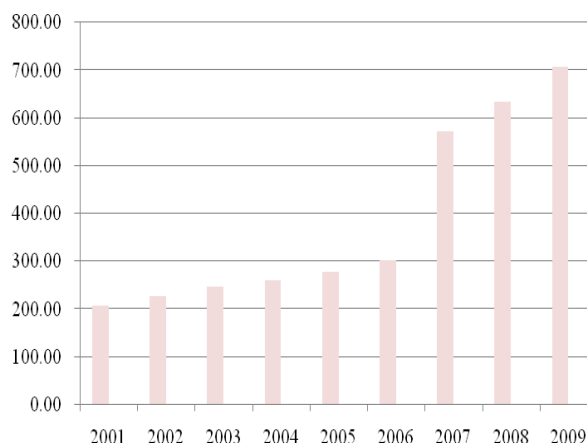
图表 1 轻纺市场年成交额（单位：亿）	1
图表 2 上市公司年净利润（单位：万）	1
图表 3 上市公司经营的交易市场及租金	3
图表 4 到期市场的提租幅度对 EPS 的敏感性分析	3
图表 5 大股东开发公司拥有的市场	4
图表 6 公司内在的重估价值	5

1. 公司简介

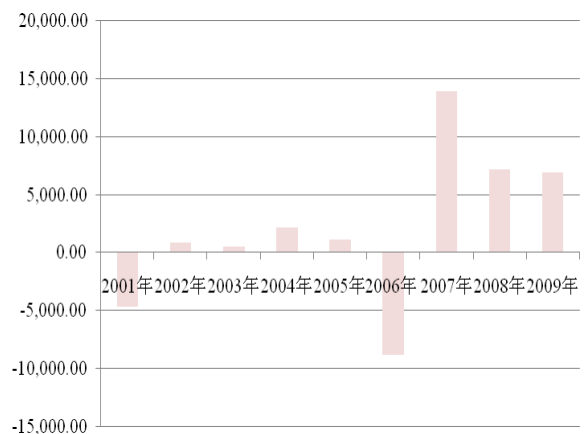
中国轻纺城位于浙江绍兴县柯桥镇，总占地面积 77.8 万平方米，总建筑面积达 326 万平方米，商行 1.6 万余家，营业用房 1.9 万间。场内经营人员 5 万余人，经营面料 3 万余种，日客流量 10 万人次，日成交额 1.8 亿元。市场交易持续兴旺，年成交额从 1988 年的 0.76 亿元跃升到 2008 年的 634.53 亿元（其中外贸成交额 12.82 亿美元），连续十七年居全国纺织专业批发市场第一位，是目前全国规模最大，设施齐备，经营品种最多的纺织品集散中心，也是亚洲最大的轻纺专业市场。中国轻纺城群的市场有几十个，按照产权分类，主要分为三类：一是属于轻纺城上市公司拥有管理的；二是开发公司（上市公司大股东）持有的；三是其他民营企业持有经营的。

浙江中国轻纺城集团股份有限公司创建于 1993 年 3 月，是全国第一家以大型专业批发市场为基础改组的股份制企业。1997 年 2 月“轻纺城”股票在上海证券交易所挂牌流通。公司以中国轻纺城营业用房的开发、租赁和物业管理为主业，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，占地面积 22.66 万平米，总建筑面积达 56.2 万平米。

图表 1 轻纺市场年成交额（单位：亿）



图表 2 上市公司年净利润（单位：万）



数据来源：公司公告，德邦研究

从图表 1-2 的对比中可以看出，整个轻纺市场群的成交额逐年上升，尤其是在 07 年出现了爆发式的增长，但是上市公司 2001-2009 年的净利润并未能享受市场的繁荣。我们认为原因如下：

(1) 股权变动，战略定位摇摆不清晰。上市公司成立之初为集体性质企业，后因亏损，2002 年精功集团通过增资轻纺城第一大股东彩虹实业公司实现了对上市公司的控制，上市公司随大股东彩虹实业公司由乡镇企业转制民营企业。2008 年 11 月绍兴县国资委下属的开发公司与精功集团签订协议，受让轻纺城 15.64% 的股权，2010 年完成了过户登记，

回归国资控股。在历次股权变动中，公司的主营业务不清晰，在市场租赁的主业上，还经营过纺织实业、黄酒、物流、建材等业务，公司没有比较明确的战略定位。

(2) 公司拥有的市场规模较小，截止到目前，上市公司拥有的市场建筑总面积 56 万 m²，在轻纺城群中的占比不足 20%。尽管公司拥有的市场，位置较佳，市场交易也比较活跃。但是由于历史为了招商，给予固定税收和较低租金的优惠，并且租约较长。

(3) 市场经营的面料繁多，有原始的坯布、成品的牛仔布、窗帘、服装等多种类型。但是由于市场的多头管理，最终使得没有形成统一的管理，更没有对经营品种形成统一的规划，很难形成最优的经济效应。

2. 朝着良性的方向发展

尽管过去的业绩不尽如人意，但是公司优良的资质不容忽视。10 年国资委完成了收购公司的控股权，也正凸显了公司的内在价值。从公司的发展路径来看，我们认为公司正朝着良性的方向发展。

2.1 清理资产，聚焦市场主业

其实公司的业务清理，从 06 年就开始了。公司清理业务的历程：06 年股份制改革，剥离了亏损的舒美特纺织业务；08 年借着会稽山增资扩股的机会，公司退出了会稽山酒业的控股权；2008 年退出盈利能力有限、难以有效管理的江西现代物流，2009 年公司又相继退出了新余现代物流、新余中新物流。对外投资的物流业务相继退出。2010 年，绍兴县国资委完成了收购轻纺城 15.64% 的股权，确定了以政府为主导全力发展专业市场的战略。2010 年公司主要任务是清理房地产相关业务。

2010 年 7 月，公司公告《关于公司拟战略性合并出让全资子公司浙江中轻房地产开发有限公司和绍兴汇金酒店有限公司 100% 股权的预案》，将下属全资子公司中轻房产和绍兴汇金酒店有限公司（以下简称：汇金酒店）开发的汇金国际广场项目整体挂牌出让。汇金国际广场，属于柯桥镇中心位置，靠近瓜渚湖。项目综合了五星级酒店、国际会所、酒店公寓、甲级写字楼、国际娱乐城等多种业态，建筑面积 18 万平方米。2002 年拿地，2004 年正式开始建造，现已完成了外立面，未装修，总投资约 9 个亿。考虑到房地产调控，项目资金回笼的周期将放慢，公司出让此项目的意图在于加快主业聚焦。

公司的另一个地产项目武汉龙鼎项目，与 06 年收购武汉龙鼎置业 60% 股权所得。该地块在武汉机场旁边，属于黄陂区，占地 210 亩，成本价 75 万/亩。未动工。算上财务成本，与当前周边的土地出售价相当。由于位置郊区，盈利能力还有待观察。

从公司的发展路径来看，公司战略逐步清晰，并且在国资委接手之后，聚焦主业的思路更加清晰，并且稳步推进。

2.2 提高租金和新增商铺是业绩提升的关键

当前公司拥有的市场有 6 个：“东、西、北”交易区、联合市场、天汇广场和服装市场（图表 3）。其中联合市场建成后以 13 亿的价格出售了 38 年的租赁权，公司持股 26%；市场整体的平均单位租金水平 380 元/m²/年。与当前商铺转租价格差距较大，仅相当于市场价格的 20%。据绍兴晚报报道，北区三楼的门市今年的租金大约为 30 万/间/年，老市场（西交易区）一楼较好的商铺租金最高能达 60-70 万/间/年。

图表 3 上市公司经营的交易市场及租金

市场	股权比例	建筑面积	租约	年租金 (万/m ²)	单位租金 (元/m ² /年)
西交易区	100%	6.5	2002-2008	4000	615
北交易区	100%	13.6	2006-2012	6000	441
东交易区	100%	5	2004-2010	2500	500
天汇广场	100%	8.68	2004-2010	4000	461
服装市场	100%	6.3	一年一签	1200	190
联合市场	26%	16.1	38 年已出让	3600	224
合计		56.2		21300	380

资料来源:公司调研,德邦研究

随着租约的到期，东交易区、天汇广场和西交易区的提租工作将在今年完成，我们做了以下的敏感性分析，租金提升幅度将 EPS 的影响。

图表 4 到期市场的提租幅度对 EPS 的敏感性分析

3 个市场整体的提租幅度	30%	50%	70%	100%
EPS 增加	0.04	0.06	0.09	0.13

资料来源:德邦研究

不过由于历史招租，公司给予老租户享有优惠的租金外，还享有优先租赁的权利，短期内提租的幅度可能比较温和。公司外延式的增长更具有可能性。从义乌小商品城、农产品和海宁皮革城的发展来看，无一不是靠市场规模的快速扩大而快速发展的。轻纺城目前已形成较大的规模效应和较为稳定的物流体系，向外地扩张并不是最优的，而是应该整合现有多头管理的市场，整合大股东开发公司持有的市场。尤其是尚未招商的市场，以后参照市场价格将大幅提升业绩（图表 5）。

图表 5 大股东开发公司拥有的市场

市场	注册资本	持股比例	建筑面积	说明
东升路市场	5000	100%	10.7	09 年已招租，预计租金高于老市场
服装服饰市场	5000	100%	31.6	正在招商，尚未营业
北联市场	550	100%	17.5	空地在建，预计明年完工
东门纺织品	50	51%	2	08 年招租，3 年租约，2 万元/年/间
柯北坯布市场	4000	50.5%	17.5	尚未营业
柯东仓储	5000	60%		原北联托市场迁至

资料来源:德邦研究

2.3 参股的优质资产上市提升内在价值

公司参股的优质资产包括：一是著名黄酒品牌会稽山股份有限公司 34% 的股权；一是浙商银行 3.52 亿股的股权。

轻纺城原持有会稽山黄酒 51% 的控股权，后经过股份制改革和增资扩股，目前精功集团控股 44%，轻纺城作为第二大股东持有 34%。会稽山绍兴酒股份有限公司拥有“会稽山”和嘉善两大黄酒品牌，年产黄酒 12 万吨，其持股 85.66% 的嘉善年产 5 万吨。盈利能力较为稳定，过去两年的平均净利润 3000 万元。目前正在积极申请 IPO，如果按照现在饮料酒类的 30 倍估值，轻纺城相应的股权价值为 3.06 亿元。

浙商银行于 2004 年 8 月 18 日正式开业，总行设在杭州，资产优良，资本充足率为 11.06%，不良贷款率为 0.29%。截至 2009 年末，全行总资产为 1,634 亿元，全年净利润为 8.67 亿元，每股净资产 1.67 元。轻纺城持有的 2.77 亿股以及精功集团有条件受让的 0.75 亿股，合计持有浙商银行 3.52 亿股占总股本的 6.74%。如果分别按照 2 倍 PB 和 15 倍 PE 估值并取平均，浙商银行上市后，轻纺城的股权价值为 10 亿元。

3. 估值合理，关注触发因素

从重估价值的角度来看，我们认为 NAV 为 7.5 元/股（图表 6）。

基于以下假设：（1）未考虑大股东资产注入；（2）保守预测，市场的重估单价为 1 万元/m²，权益面积合计 44 万 m²（联合市场，公司占比 26%）；（3）其他是指现在持有的浦发银行 470 万股和海南高速 78 万股的股权，最新的股权价值分别为 7100 万和 540 万；（4）由于大量的提前收取的租金计入预收账款，应在负债中扣除这部分。

图表 6 公司内在的重估价值

	重估价值 (亿元)
市场	44
会稽山黄酒 34% 股权	3.06
浙商银行股权	10
其他	0.76
负债 (扣除预收账款)	11.3
合计	46.52
折合每股 NAV(元/股)	7.5

资料来源:德邦研究

今年有三个市场到期续租,有 2 个市场续租已完成,不过整体提租幅度不大。另一个市场的提租工作将在 8 月以后开展。预计 2010 年 EPS 为 0.14 元,对应 PE53 倍。给予公司“中性”评级,关注股价的触发因素。

投资风险:大股东资产注入不确定;参股的优质资产上市时间表不确定

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	995	899	892	901	营业收入	281	314	315	316
现金	366	157	158	158	营业成本	112	120	120	120
应收账款	10	10	2	10	营业税金及附加	42	44	44	44
其他应收款	140	85	90	88	营业费用	1	1	1	1
预付款项	4	5	5	5	管理费用	33	33	33	33
存货	636	598	598	598	财务费用	27	23	20	18
其他流动资产	-161	44	41	42	资产减值损失	39	30	25	10
非流动资产	3,181	2,965	2,943	2,830	公允价值变动净收益	0	0	0	0
长期股权投资	397	524	587	555	投资净收益	33	29	29	29
固定资产	52	61	58	56	汇兑净收益	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0	营业利润	60	91	100	119
其他非流动资产	2,731	2,380	2,298	2,219	营业外净收支	8	5	5	5
资产总计	4,176	3,863	3,836	3,731	利润总额	69	96	105	124
流动负债	2,687	2,328	2,218	2,020	所得税	20	24	26	31

短期借款	554	604	504	454
应付账款	65	-24	104	-8
其他流动负债	2,068	1,748	1,610	1,574
非流动负债	134	130	122	111
长期借款	120	102	92	82
其他非流动负债	14	28	30	29
负债合计	2,821	2,457	2,340	2,131
少数股东权益	99	59	43	25
股本	619	619	619	619
资本公积	328	404	404	404
留存收益	189	289	384	495
归属母公司股东权益	1,135	1,312	1,406	1,518
负债和股东权益	4,176	3,828	3,789	3,674

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	53	4	155	7
净利润	49	72	79	93
折旧摊销	87	88	85	82
财务费用	27	23	20	18
投资损失	-33	-29	-29	-29
营运资金变动	-104	-154	-3	-156
其他经营现金流	28	2	2	-1
投资活动现金流	-240	259	48	140
资本支出	-143	0	0	0
长期投资	438	-212	-19	-111
其他投资现金流	55	47	29	29
筹资活动现金流	109	-229	-130	-78
短期借款	30	50	-100	-50
长期借款	90	-18	-10	-10
普通股增加	143	0	0	0
资本公积增加	-221	76	0	0
其他筹资现金流	67	-337	-20	-18
现金净增加额	-77	34	72	69

未确认的投资损失	0	0	0	0
净利润	49	72	79	93
少数股东损益	-20	-14	-16	-19
归属母公司净利润	69	87	95	112
EBITDA	174	203	206	219
EPS (元)	0.11	0.14	0.15	0.18

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-51.4%	11.5%	0.4%	0.5%
营业利润	-51.1%	51.6%	9.9%	18.8%
归属于母公司净利润	-4.4%	25.7%	9.3%	17.9%
盈利能力				
毛利率(%)	60.2%	61.9%	62.1%	62.2%
净利率(%)	24.5%	27.6%	30.1%	35.3%
ROE(%)	5.4%	6.6%	6.7%	7.4%
ROIC(%)	-6.2%	-10.2%	-10.7%	-14.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	67.6%	63.6%	61.0%	57.1%
流动比率	0.37	0.39	0.40	0.45
速动比率	0.13	0.13	0.13	0.15
营运能力				
总资产周转率	0.07	0.08	0.08	0.08
净资产周转率	0.23	0.24	0.23	0.22
每股指标(元)				
EPS	0.11	0.14	0.15	0.18
每股净资产	2.07	2.12	2.27	2.45
每股经营现金流	0.09	0.01	0.25	0.01
估值比率				
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
P/S	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-12.76	-10.91	-10.77	-10.13

投资评级

一、行业评级

- 推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。