



站在多元发展的新起点

调研目的

业绩波动大、增长无持续性是投资者对小型房地产开发公司的普遍认识。自 2007 年以来，公司一直致力于在房地产开发业务之外进行新业务领域的开拓，并以参股方式涉足餐饮业和化工，为了解公司多元化发展的现状，我们对公司进行调研。

调研结论

就公司业绩和发展而言，最坏的时候已经过去，通过获取二级开发项目和投资快餐业，公司已经突破了制约公司发展的瓶颈，且公司目前的价位在历史低位，具有一定安全边际，首次给予公司“增持”评级，6 个月目标价 11 元，理由如下：

1、看好公司房地产业务的持续性和高成长

土地一级开发方面，现有项目至少能保证公司未来两年的收益。房地产二级开发方面，现有项目建筑面积约 50 万平方米，毛利率高达 57%，自 2013 年起可陆续结算。公司财务状况良好，资产负债率仅 25.39%，有望在本轮行业调整中抢占扩张先机。

2、看好公司快餐连锁业务的发展前景

目前国内餐饮消费年增速达 20%，西式快餐市场远未饱和，尚有很大发展空间。2010 年公司以参股方式通过加盟美国汉堡王（Burger King）和自营思味浓品牌（Sevenana）涉足快餐连锁业，2010 年共开店 11 家，并计划 5 年期间两品牌开店各达 100 多家。

3、化工业务和证券投资能给公司带来稳定的投资收益

公司参股 29.4% 的黄埔化工公司生产的合成樟脑占全球产量 8.3%；同时是国内冰片主要生产企业，除每年给公司分红外，黄埔化工与梧州松脂公司成立合资公司，争取通过上市和资本市场运作，实现资源整合和跳跃式发展，有望为公司带来超额投资收益。

4、保守预计公司 11 年—13 年每股收益分别是 0.243 元、0.333 元、0.482 元，同比增速为 106%、37%、45%。

预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	94.92	276.32	266.60	724.19
营业收入增长率		191.11%	-3.52%	171.64%
净利润（百万）	35.03	72.31	99.29	143.71
净利润增长率		106.44%	37.31%	44.73%
EPS（元）	0.118	0.243	0.333	0.482

请参阅最后一页的重要声明

绵世股份 (000609)

首次评级

增持

陈莹

chenying@csc.com.cn

010-85130989

执业证书编号：S1440209070377

当前股价：9.32 元

目标价格 6 个月：11 元

调研日期：2011 年 3 月 31 日

发布日期：2011 年 4 月 1 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
3.10/2.78	-8.09/-10.06	-20.00/-14.83

12 月最高/最低价（元） 12.2/7.5

总股本（万股） 29809.55

流通 A 股（万股） 29091.79

总市值（亿元） 27.78

流通市值（亿元） 27.11

近 3 月日均成交量（万） 355.00

主要股东

北京中北能源科技有限责任公司 24.82%

股价表现





中信建投证券
CHINA SECURITIES

P/E 83.56 40.64 29.60 20.45

CHINA SECURITIES RESEARCH

我们的观点

公司在 2005 年重组时只从事土地一级开发，当时除已签订协议的成都保和乡项目外，公司在重组报告中提到拟推进的项目有成都市郫县东南新区土地一级开发项目、青羊区东西御河旧城改造项目、郫县犀浦镇土地开发整治项目和西安市韦曲航天科技产业开发区土地项目，此外，公司在成都保和乡项目中可获得土地出让纯收益 6 成的高分成比例也吸引了投资者，但接下来上述拟推进的土地一级开发项目迟迟未见进展，加之公司 2009 年业绩严重低于预期、房地产行业调整、四川汶川地震等原因，公司持续发展能力受到质疑，公司股价调整幅度较大。经过调研，我们认为，上述疑虑可以消除，公司已经站在多元发展的新起点，高速增长可期。

1、看好公司房地产业务的持续性和高成长

土地一级开发方面，现有项目至少能保证公司未来两年的收益。

成都保和乡项目：公司正在开发位于成都市东南部的成都保和乡项目（100%权益）。成都保和乡项目可开发面积约 3400 亩，分三期开发，其中一、二期共 1900 亩，三期 1500 亩（公司尚未就三期和政府签订正式协议）。截至 2010 年年底，一二期已完成整理 1400 亩，卖了 800 多亩净地，尚有 215 亩尚未确认收入（一笔 82 亩、一笔 133 亩）。根据协议，公司可获得土地出让净收益的 6 成，目前项目土地成交价已从 2004 年的 60 万元/亩上涨到 2009 年的 800 万元/亩，最高达 1270 万元/亩。从历史数据看，正常情况下，公司可获得土地出让收入的 35%—40% 作为收入，毛利率约 80%。预计 2009 年拍卖的 82 亩在 2011 年或 2012 年可确认收入，按照土地拍卖总收入 6.81 亿元 38% 的比例计算，公司可确认收入 2.58 亿元。2007 年拍卖的 133 亩由于地震原因在 2008 年形成了约 4.26 亿元的应收款，其中约 2.55 亿元已计提坏账准备。据了解，获得该 133 亩地土地使用权的企业具有地价款的支付能力，但由于是当地的重点纳税企业，所以在地震后政府对催要地价款一事软处理。一旦地震对政府和企业的影响消除，公司有望收回上述应收款。此外，已经整理完的一、二期剩下的 600 亩地根据土地市场情况会择机拍卖，为公司带来收益。

表 1：公司成都保和乡项目已拍卖土地情况

	地块拍卖时间	地块面积 (亩)	拍卖总收入 (亿元)	公司可确认营 业收入(亿元)	拍卖单价 (万元/亩)	备注
1	2004 年 8 月 26 日	425.58	2.55		60	
2	2006 年 12 月 8 日	78.26	2.54	1.12	325	
3	2007 年 5 月 25 日	117.26	4.28	1.73	365	
4	2007 年 9 月 14 日	133.41	16.94	6.54	1270	08 年将 4.26 亿元应收款 计提坏账 2.55 亿元
5	2009 年 12 月 17 日	28.35	2.01	0.79	710	
6	2009 年 11 月 19 日	82.0629	6.81	2.58	830	未确认收入

资料来源：公司公告 中信建投证券研发部

成都郫县项目：公司曾参股中新绵世（成都）建设开发有限公司（35%权益）进行成都郫县项目的一级开发。由于郫县城市整体规划和开发进程等的调整，成都郫县项目于 2010 年 3 月终止。根据公司公告，按权益法估算，该事项未来将为公司创造 3700-4200 万元左右的投资收益。目前该项目的各项后续工作正在有序进行，预计该项目投资收益有望在 2011 年实现。



黄埔化工项目：此为公司拟开发的土地一级项目。公司于 2008 年 1 月以 2507.50 万元收购广州京灏投资有限公司 60% 股权（下称“京灏投资公司”）。京灏投资公司与广州化工集团有限公司共同出资设立广州黄埔化工有限公司（下称“黄埔化工公司”），其中京灏投资公司持有黄埔化工公司 49% 股权。公司收购京灏投资公司的主要目的是获得黄埔化工公司享有土地的一级开发权。该地块位于广州市黄埔区黄埔东路 2009 号，土地使用面积约为 9.34 万平方米，拟定规划建筑面积 32 万平方米（12 万商业 20 万住宅）。黄埔化工公司主要生产合成樟脑、冰片等医药化工产品，由于生产环节对环境有一定污染，需要搬迁出广州市内。2010 年 8 月黄埔化工公司与梧州松脂公司合资成立梧州黄埔化工药业有限公司，欲将生产基地搬迁到梧州。如土地被政府收储拍卖，黄埔化工公司可获得地价款 65% 的补偿，对应公司权益为地价款的 19.11%。目前周边楼面地价达 4000 元/平方米，32 万平方米的土地收入约 12.8 亿元，对应公司权益收入为 2.45 亿元。从黄埔化工项目的进度来看，有望在 2011 或 2012 年为公司贡献收益。

房地产二级开发方面，现有项目建筑面积约 50 万平方米，毛利率高达 57%，自 2013 年起可陆续结算。

郫县犀浦镇龙吟村项目：项目于 2010 年 8 月取得（100% 权益），位于成都郫县犀浦镇龙吟村和梓潼村，建设净用地面积 6.20 万平方米，拟定总建筑面积约 50 万平方米，其中地上部分约 40 多万平方米，包括商业和住宅（住宅容积率≤3.8）。项目分三期开发，计划 2011 年 7 月开工，10 月可开盘销售，2013 年起可贡献收益。项目预计单位成本约 3000 元（土地成本约 700 元/平方米），目前周边项目的销售均价为 7000 元/平方米，以此计算，假设全部出售，项目可形成 28 亿元的销售收入，毛利率达 57%。项目临近城铁，交通便利，且郫县不限购，项目 2011 年的销售应该不成问题（据了解，附近新开盘项目首期推 300 套，蓄客达到 5 倍，约 1500 人）。

公司财务状况良好，资产负债率仅 25.39%，有望在本轮行业调整中抢占扩张先机。

截至 2010 年 12 月 31 日，公司总资产 10.69 亿元，净资产 7.85 亿元，资产负债率 25.39%，帐上有现金 3.18 亿元，无长短期借款，无偿债压力。严厉调控下，本轮行业的调整在所难免。公司的财务状况在房地产上市公司中是比较难得的，有望在本轮的调整中抢占先机，加速扩张。据了解，公司也在积极寻找项目，包括土地一级开发和房地产二级开发项目。

2、看好公司快餐连锁业务的发展前景

据了解，目前国内快餐及各类餐饮消费每年呈 20% 的速度递增，至今已经达到一万多亿人民币的产值，其中，外来品牌的连锁餐饮占到了市场近 40% 的份额。从国内快速餐饮的格局与分布来看，西式快餐还是被相当一部分现代城市人群所接受，虽然说麦当劳、肯德基等企业抢先占据了国内市场，但市场远未饱和，尚有很大的发展空间。为此，公司以参股方式通过加盟美国汉堡王品牌（Burger King）和自营思味浓品牌（Sevenana）涉足快餐连锁行业。

美国汉堡王品牌的区域加盟：2010 年 4 月，公司与国际著名快餐品牌“汉堡王”（Burger King）签订了正式的合作协议，以股权受让及投资的方式，与各合作方一起，在授权区域内（北京、深圳、天津、河北），采用美国汉堡王公司开发的汉堡王系统以连锁经营的方式，经营汉堡王品牌的西式快餐业。美国汉堡王 1954 年创立于美国迈阿密，于 2006 年 5 月在纽交所上市。截至 2009 年 6 月 30 日，汉堡王在美国本土和其他 73 个国家和地区共拥有 11925 家餐厅，年收入 25.37 亿美元。以餐厅数量和总销售额计算（自营及加盟店），汉堡王是世界第二大快速食品汉堡餐饮公司，在欧美地区具有很大的影响力。草根调研表明，就汉堡而言，国内很多年轻人（尤其是海外留学归来人员）更喜欢汉堡王的口味（除汉堡内所夹肉饼全部为牛肉而非鸡肉外，肉的加工方式以烤代替炸。）公司目前持有汉堡王（北京）餐饮管理有限公司和汉堡王食品（深圳）有限公司各 19% 的股权，大股东持有两家公司各 23% 股权。汉堡王北京和深圳公司的董事长王国庭先生曾任北京麦当劳食品有限公司运营总监、北京好伦哥餐饮管理有限公司总经理、北京金汉斯餐饮连锁管理有限公司总经理，有丰富的快餐连锁企业管理和运营经营，汉堡王北京和深圳公司管理团队的主要成员均有相关行业管理岗位经验，且有良



好的激励机制。2010 年，汉堡王在北京开设门店 7 家，在深圳开设门店 3 家，全为自营方式（其中两家店公司有 100% 权益，剩下 8 家店有 19% 权益），计划 2011 年开店 13 家，5 年期间以自营和加盟方式开店 100 多家。汉堡王的店绝大部分是 2010 年下半年才陆续开业，2010 年餐饮行业贡献公司营业收入 1527 万元，毛利率 48%。从 2011 年前两月的销售情况来看，保守预计 10 家店 2011 年的营业收入可达七、八千万元。

自营思味浓（Sevenana）品牌：2010 年，公司先后投资 380 万元，与公司控股股东中北能公司共同出资设立了北京思味浓餐饮管理有限公司，公司持有思味浓公司 19% 的股权，中北能公司持有 81% 的股权。思味浓公司拥有“Sevenana”时尚快餐连锁品牌，主营各类汤面食及各种米饭类、小点心等，以“无国界美食”的时尚饮食理念，打造集“时尚”、“国际化”与“美食”于一身的品牌形象。思味浓的管理和运营团队和汉堡王公司基本一致。2010 年 12 月和 2011 年 3 月，该连锁品牌的两家餐厅相继在北京新中关购物中心和五棵松开业，其他餐厅的开设工作也正在有序进行当中，公司计划 5 年期间以自营和加盟方式开店 100 多家。

3、化工业务和证券投资能给公司带来稳定的投资收益

化工业务：公司化工业务平台为参股 29.4% 的黄埔化工公司。黄埔化工公司是在广州市黄埔化工厂的基础上增资扩股成立的有限责任公司，注册资本 8529 万元，广州化工集团有限公司（国有企业）占股 51%，京灏投资公司占股 49%。黄埔化工公司具有 60 多年生产冰片、樟脑的历史，主要生产合成樟脑、冰片、双戊烯、醋酸钠、苧烯、异龙脑等林化产品，是国际国内众多医药护理品、香精香料和特种化学品公司的供应商。黄埔化工公司合成樟脑年产量为 1500—2000 吨，主要为药用樟脑（根据青松股份的招股说明书测算，黄埔化工公司合成樟脑占国内产量的 12%，占全球产量的 8.3%）；同时是较早采用化学合成方法生产冰片的厂家，是目前国内冰片主要生产企业之一，目前年产冰片约 500 吨。黄埔化工公司因厂房搬迁，2010 年 8 月与梧州松脂股份有限公司成立了梧州黄埔化工药业有限公司。梧州松脂公司是由成立于 1946 年的梧州松脂厂改制设立，是国内脂松香和脂松节油深加工能力最强的综合性林产化工企业。公开资料显示，此次合作，黄埔化工公司将具有 60 多年的优质品牌和营销网络全部注入梧州黄埔化工药业有限公司，该公司以药业为主体，向林产品产业链的其他领域拓展，争取通过上市和资本市场运作，实现资源整合和跳跃式发展。2010 年，黄埔化工公司实现营业收入约 1.1 亿元，实现净利润约 426 万元，公司从黄埔化工公司获得现金分红 179 万元。黄埔化工公司迁至梧州，借助梧州黄埔化工药业有限公司继续经营，将为公司提供稳定的投资收益，如梧州黄埔化工药业有限公司上市成功，有望为公司带来超额投资收益。

证券投资：公司实际控制人包括数名高管有券商投行或投资业务的从业经历，公司有利用自有资金从事证券投资的丰富经验，并在以前年度通过证券投资获得收益。如 2008 年—2010 年度，公司证券投资收益分别为 778 万元、1509 万元和 1423 万元，分别占同期营业利润的 3.13%、91.01% 和 22.82%。

表 2：公司营业收入构成情况

(百万元)

		2008 年	2009 年	2010 年
营业收入	餐饮管理		2.51	15.28
	土地一级开发	654.45	9.78	79.03
毛利率	餐饮管理		56.91%	48%
	土地一级开发	83.65%	10.55%	80%
净利润		138.68	14.85	35.03
证券投资收益		7.78	15.09	14.23
营业利润		248.87	16.58	62.35

资料来源：公司公告 中信建投证券研发部

4、盈利预测和投资建议

我们以最保守的方式对公司进行盈利预测，假设：

- 1、土地一级开发项目中，成都保和乡项目有两块土地已拍卖尚未确认收入，其中 82 亩假设在 2011 年确认，133 亩 2007 年已拍卖，如能收回，则可冲回已计提的 2.55 亿元坏账，但暂不做预测。此外，成都保和乡项目二期剩余 600 亩地公司已经整理完毕，但未拍卖，也暂不做预测。
- 2、土地一级开发项目中，黄埔化工公司生产基地已搬迁到梧州，预计黄埔化工公司地块在 2012 年确认收入。
- 3、房地产二级开发项目中，郫县犀浦镇龙吟村项目总建筑面积约 50 万平方米，预计 2011 年 10 月销售，假设 2013 年结算 10 万平方米。
- 4、餐饮行业中，假设公司有 100% 权益的两家汉堡王店营业收入每年增速为 10%—20%。对未来三年公司独立投资的汉堡王店（100% 权益）不做预测。且假设现有和新增的合资店（即享有 19% 权益，包括汉堡王和思味浓店）未来三年不分红。
- 5、黄埔化工公司是国内生产合成樟脑和冰片的重要企业之一，市场占有率较高，且合成樟脑和冰片具有涨价预期。黄埔化工公司已与梧州松脂股份有限公司成立了梧州黄埔化工药业有限公司，梧州黄埔化工药业有限公司计划通过上市和资本市场运作，实现资源整合和跳跃式发展。对此不做预测。
- 6、公司近几年通过证券投资每年能贡献 1000 多万的投资收益，对此不做预测。

在前述假设下，预计公司 2011 年—2013 年每股收益分别是 0.243 元、0.333 元、0.482 元，同比增速为 106%、37%、45%。

我们认为，就公司业绩和发展而言，最坏的时候已经过去，通过获取二级开发项目 and 投资快餐业，公司已经突破了制约公司发展的瓶颈，且公司目前的价位在历史低位，具有一定安全边际，首次给予公司增持评级。

表 3：盈利预测

亿元

		2011 年	2012 年	2013 年	备注
收入	成都保和乡项目 82 亩地	2.58			2009 年已拍卖
	成都保和乡项目 133 亩地				2007 年已拍卖，如能收回，则可冲回已计提的 2.55 亿元坏账。暂不做预测。
	土地一级开发				
	成都保和乡项目二期剩余 600 亩地				一二期 1700 亩地，完成整理 1400 亩，已拍卖 800 亩，剩余 600 亩可拍卖。暂不预测。
	黄埔化工公司地块		2.45		已按权益计算收入
	房地产二级开发				
	郫县犀浦镇龙吟村项目			7.00	预计 2011 年 10 月销售，假设 2013 年结算 10 万平方米。
	餐饮（100% 权益）				
	汉堡王 2 家店	0.18	0.22	0.24	公司现拥有两家店 100% 股权，2010 年两家店收入为 1527 万元。



毛利率	合计		2.76	2.67	7.24		
	土地一级开发	成都保和乡项目 82 亩地	75%	75%	75%	历史毛利率为 80%，保守预测毛利率为 75%	
		成都保和乡项目 133 亩地	75%	75%	75%		
		成都保和乡项目二期剩余 600 亩地					
		黄埔化工公司地块	75%	75%	75%		
		郫县犀浦镇龙吟村项目	57%	57%	57%		
	餐饮（100%权益）	汉堡王 2 家店	45%	45%	45%	历史毛利率为 48%，保守预测毛利率为 45%	
	合计		73%	73%	57%		
	成本	土地一级开发	成都保和乡项目 82 亩地	0.65	0.00	0.00	
			成都保和乡项目 133 亩地	0.00	0.00	0.00	
成都保和乡项目二期剩余 600 亩地							
黄埔化工公司地块			0.00	0.61	0.00		
郫县犀浦镇龙吟村项目			0.00	0.00	3.01		
餐饮（100%权益）		汉堡王 2 家店	0.10	0.12	0.13		
合计			0.75	0.73	3.14		
净利润		土地一级开发	成都保和乡项目 82 亩地	0.69	0.00	0.00	假设土地一级开发净利率为 26.35%
			成都保和乡项目 133 亩地	0.00	0.00	0.00	
			成都保和乡项目二期剩余 600 亩地				
	黄埔化工公司地块		0.00	0.65	0.00		
	郫县犀浦镇龙吟村项目		0	0	1.39125		
	餐饮（100%权益）	汉堡王 2 家店	0.02	0.02	0.02	假设餐饮净利率为 10%	
	合计		0.71	0.67	1.42		



投资收益	土地一级开发	成都郫县项目	0.4			公司预计该事项未来将为公司创造3700-4200 万元左右的投资收益。
		现有的汉堡王8家店	0	0	0	餐饮处于起步阶段,假设未来3年为培育期,公司不能获得分红。
	餐饮(19%权益)	新开的汉堡王店	0	0	0	计划11年新开13家店,5年内开100多家店。
		现有的思味浓2家店	0	0	0	餐饮处于起步阶段,假设未来3年为培育期,公司不能获得分红。
		新开的思味浓店	0	0	0	计划5年内开100多家店。
	化工	黄埔化工公司	0.02	0.03	0.03	2010年,公司从黄埔化工公司获得现金分红179万元。
	证券投资		0.00	0.00	0.00	不做假设
	合计		0.02	0.43	0.03	
合计净利润			0.723	0.993	1.437	
EPS(元)			0.243	0.333	0.482	
同比增长			106%	37%	45%	
PE(倍)			40.64	29.60	20.45	



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

陈莹：房地产行业研究员，中国政法大学经济法学硕士，2007年5月加入中信建投研究发展部，从事房地产行业研究至今，之前曾连续4年担任某国土资源管理部门法律顾问。结合中国特色的经济和政治环境对我国房地产行业进行宏观和微观研究，力求提供有价值的投资建议。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街188号4楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道201号渣打银行大厦601室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。