



业绩高增长初见端倪

事件

公司今日公布 2011 年一季报。报告期间，公司实现营业收入 433.2 万元，归属于母公司的净利润 3606.2 万元，同比增长 4074.4%，每股收益 0.121 元。超过了 2010 年全年的每股收益 (0.1175 元)。

简评

1、成都郫县项目的投资收益是公司一季度利润的主要来源。

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。2011 年一季度，该笔投资收益共计 4338 万元全部收回，是公司一季度利润的主要来源。

2、公司无任何长短期借款，有望在房地产调整中获得先机。

公司目前房地产开发+快餐连锁经营的主营业务发展战略清晰。截至 2011 年 3 月 31 日，公司扣除 3 亿元预收款项后的有息负债率仅 19.79%，且无任何长短期借款，在房地产上市公司中是非常难得的。公司账面现金约 6 亿元，完全有能力在此轮行业调整中抢占扩张先机。我们看好公司房地产发展的可持续性。

3、公司快餐业务发展良好，一季度餐饮业收入 433.2 万元。

基于公司快餐业务的区域定位和管理团队以及品牌优势，我们看好公司西式快餐业的发展。除参股的汉堡王和思味浓店外，公司目前有直营的全资汉堡王店 2 家，一季报显示，公司餐饮业实现收入 433.2 万元，同比增长 30.42%。按照 2010 年汉堡王和思味浓品牌的开店速度预测，公司快餐业务有望在 2011 年上一个新台阶。

4、从一季报数据推测，成都保和乡项目 4.26 亿元的应收款项有望陆续收回。

成都保和乡项目共有两块地已经拍卖成功但公司尚未收到相应土地款的分成款，一块占地 82 亩，一块占地 133 亩。其中 82 亩对应的土地总价款为 6.81 亿元，按照 2007 年以来公司可获得的分成款占土地总价款的比例（38.61%—40.42%）测算，公司就该地块可分到 2.63-2.75 亿元；其中 133 亩对应的土地总价款 16.94 亿元，公司公告可就该地块可分到 6.54 亿元。由于 133 亩地的使用权竞得者一直没有全额支付给政府土地出让金，因此，公司在 2008 年将该 133 亩地对应的应收款 4.26 亿元计提了 2.55 亿元的坏账准备。由于 133 亩地形成的应收款项是否能收回具有不确定性，我们在以前报告的预测中不予考虑该笔坏账的冲回。但从公司 2011 年一季报来看，上述应收款项存在收回可能性。

绵世股份 (000609)

调高

买入

陈莹

chenying@csc.com.cn

010-85130989

执业证书编号：S1440209070377

当前股价：10.5 元

目标价格 6 个月：14 元

发布日期：2011 年 4 月 15 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
12.61/8.90	16.63/9.03	-5.26/-1.51

12 月最高/最低价 (元) 11.74/7.5

总股本 (万股) 29809.55

流通 A 股 (万股) 29091.79

总市值 (亿元) 31.15

流通市值 (亿元) 30.40

近 3 月日均成交量 (万) 407.46

主要股东

北京中北能源科技有限责任公司 24.82%
司

股价表现



相关研究报告

11-04-01 站在多元发展的新起点——绵世股份 (000609) 调研动态报告



一季报显示公司账面现金有 5.974 亿元，比期初的账面现金多 2.786 亿元，主要体现在 3 亿元的预收款项上。从上述分析可知，公司有两块地未收回分成款，而这 3 亿元从数额上看是高于 82 亩对应的 2.63—2.75 亿元的分成款的，因此，唯一的解释就是 3 亿元有部分或全部是 133 亩地对应的分成款。倘若如此，公司在 2008 年计提的 133 亩地分成款的坏账准备 2.55 亿元有望全部或部分冲回，对公司影响重大。

5、重新调整公司盈利预测，调高公司评级为买入，6 个月目标价 14 元。

在以前报告中，我们保守预计公司 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%。但根据一季报预收款项数据，我们对公司盈利预测做相应调整：

假设 133 亩地对应的应收款项不能收回，保守预测 2011 年—2013 年公司每股收益分别为 0.381 元、0.566 元、0.638 元，10.48 元的股价对应的 PE 分别为 27.53 倍、18.51 倍、16.43 倍。（表一）

如果 133 亩地对应的应收款项能收回，则公司 2011 年—2013 年每股收益分别为 0.754 元、0.801 元、0.638 元，10.48 元的股价对应的 PE 分别为 13.89 倍、13.08 倍、16.43 倍。（表二）

6、盈利预测假设：（详见后附表）

- 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，假设 3 亿元预收款对应的是其中 82 亩土地的分成款，在 2011 年确认（表一）；假设 3 亿元预收款对应的部分是 133 亩土地的分成款，则公司在 2011 年可冲回已计提的 2.55 亿元坏账（表二）。此外，成都保和乡项目二期剩余 600 亩地公司已经整理完毕，但拍卖时间不确定，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，假设自 2013 年起分三年结算。
- 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。



表 1: 公司收入和利润构成 (假设 3 亿元预收款对应的是 82 亩地的分成款)

亿元

		2011 年	2012 年	2013 年	备注
收 入	一级开发 成都保和乡项目 82 亩	3			2009 年已拍卖, 假设 3 亿元预收款对应的是 82 亩地的分成款。
	一级开发 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。
	一级开发 成都保和乡项目二期剩余 600 亩地				完成整理 1400 亩, 至今拍卖净地 800 亩, 剩余 600 亩暂不做预测。
	二级开发 郫县犀浦镇龙吟项目			9.33	预计 2011 年 10 月销售, 假设自 2013 年起分三年结算。
	餐饮 (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。
	合计	3.18	0.22	9.33	
毛 利 率	一级开发 成都保和乡项目 82 亩	75%	75%	75%	历史毛利率为 80%, 保守预测毛利率为 75%
	一级开发 成都保和乡项目 133 亩地				
	一级开发 成都保和乡项目二期剩余 600 亩地				
	二级开发 郫县犀浦镇龙吟项目	57%	57%	57%	预计单位售价 7000 元, 单位成本 3000 元
	餐饮 (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%	45%	57%	
净 利 润	土地一级 成都保和乡项目 82 亩	0.80	0.00	0.00	假设土地一级开发净利率为 26.35%
	土地一级 成都保和乡项目 133 亩地				
	土地一级 成都保和乡项目二期剩余 600 亩地				
	二级开发 郫县犀浦镇龙吟村项	0	0	1.86	假设房地产开发净利率为 19.87%
	餐饮 (汉堡王 2 家店)	0.018	0.022	0.024	假设餐饮净利率为 10%
	合计	0.82	0.02	1.88	
投 资 收 益	土地一级 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
	土地一级 黄埔化工公司地块		2.20		公司收购股权的成本为 2508 万元
	餐饮 2010 年汉堡王 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 2010 年思味浓 2 家店	0	0	0	
	餐饮 2011 年后开的店	0	0	0	2011 年计划汉堡王开 13 家店,
	化工 黄埔化工公司	0.02	0.03	0.03	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。
	证券投资	0.00	0.00	0.00	不做假设
	合计	0.42	2.22	0.03	
	合计净利润	1.135	1.688	1.901	
	EPS	0.381	0.566	0.638	
	同比增长	224%	49%	13%	
	PE	27.53	18.51	16.43	



表 2: 公司收入和利润构成 (假设 3 亿元预收款对应的是 133 亩地的分成款)

亿元

		2011 年	2012 年	2013 年	备注
收 入	成都保和乡项目 82 亩地		2.63		2009 年已拍卖
	一级开发 成都保和乡项目 133 亩地	2.55			2007 年已拍卖, 如能收回, 则可冲回已计提的 2.55 亿元坏账。 (营业外收入)
	成都保和乡项目二期剩余 600 亩地				一二期共 1700 亩地, 公司完成整理 1400 亩, 至今拍卖净地 800 亩, 剩余 600 亩可拍卖。暂不做预测。
	二级开发 郫县犀浦镇龙吟村项目			9.33	预计 2011 年 10 月销售, 假设自 2013 年起分三年结算。
	餐饮 (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。
	合计	2.73	2.85	9.58	
净 利 润	一级开发 成都保和乡项目 82 亩地	0.00	0.70	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	1.91			冲回坏账 2.55 亿元, 作为营业外收入
	成都保和乡项目二期剩余 600 亩地				
	二级开发 郫县犀浦镇龙吟村项目	0	0	1.86	假设房地产开发净利率为 19.87%
	餐饮 (汉堡王 2 家店)	0.018	0.022	0.024	假设餐饮净利率为 10%
	合计	1.93	0.72	1.88	
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。
	黄埔化工公司地块		2.20		公司收购股权的成本为 2508 万元
	餐饮 2010 年汉堡王 8 家店、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。
	2011 年后开的店	0	0	0	
	化工 黄埔化工公司	0.02	0.03	0.03	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。
	证券投资	0.00	0.00	0.00	不做假设
	合计	0.42	2.22	0.03	
合计净利润		2.249	2.388	1.901	
EPS		0.754	0.801	0.638	
同比增长		542%	6%	-20%	
PE		13.89	13.08	16.43	



预测和比率（保守预测，详见表一）

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	94.92	318.32	21.99	957.52
营业收入增长率		235.36%	-93.09%	4254.59%
净利润（百万）	35.03	113.50	168.81	190.08
净利润增长率		224.00%	48.74%	12.60%
EPS（元）	0.118	0.381	0.566	0.638
P/E	89.19	27.53	18.51	16.43

预测和比率（乐观预测，详见表二）

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	94.92	273.32	284.99	957.52
营业收入增长率		187.95%	4.27%	235.99%
净利润（百万）	35.03	224.87	238.84	190.08
净利润增长率		541.94%	6.21%	-20.41%
EPS（元）	0.118	0.754	0.801	0.638
P/E	89.19	13.89	13.08	16.43

注：2011 年营业收入 2.73 亿元中有 2.55 亿元对应的是冲回的坏账，应为营业外收入。

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

董事总经理 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。