

绵世股份 (000609)

绵世股份系列报告之一：小而美+低负债、未来潜力巨大

增持 (首次)

2016年06月16日

相关报告

分析师：
阎常铭
yanchangming@xyzq.com.cn
S0190514110001

研究助理：
齐东

陈永

投资要点

- **房地产开发业务接近开发完毕。**公司房地产开发业务位于成都市，目前公司仅有两个项目。项目均位于郫县犀浦镇，属于成都市近郊最靠近中心城区的位置。
- **资产结构良好，在手现金充足。**公司账面没有有息负债，但是2015年年报上现金及短期理财产品总计超过11亿元，安全边际充足。公司2015年年报在手现金4.85亿元，持有各类保本稳健型理财产品共计6.52亿元。公司资产结构良好，2016年一季度资产负债率仅为26.35%，剔除预收账款后资产负债率仅为20.38%。
- **轨道交通用特种玻璃钢纤维产品研发与制造业务快速发展，潜力巨大。**公司出资9800万元收购了青岛康平铁路玻璃钢有限公司49%的股权。青岛康平铁路玻璃钢有限公司是一家专注于生产动车组列车及城市轨道交通车辆相关的配套产品公司。2015年公司实现来自青岛康平公司的投资收益共计1520.35万元。
- **医疗服务业务进入实际运营、进展迅速。**公司医疗投资平台是北京长生谷医院管理有限公司，目前其下属的医疗诊所经营业务已经进入实际运营的阶段。长生谷下属北京尤迈医学诊所是目前北京独一无二的一家几乎全部由北京协和医院专家自主执业的诊所，为患者提供高品质的医疗服务。
- **激励充分到位，覆盖多数中高层员工。**公司于2016年2月推出股票期权与限制性股票激励计划，目前已在实施进程中，激励对象共61人，授予权益共计1067万份。其中公司拟向59名激励对象授予股票期权350万股(已授予完成登记)，拟向17名激励对象授予限制性股票717万股。解锁条件为2016、2017年扣非归母净利润分别不低于5791.88、6414.24万元。本次激励计划覆盖范围较广，对重要骨干激励力度充分到位，将能有效调动管理层和重要骨干的积极性，将股东、公司和员工利益有效结合在一起。

投资建议：公司是一家典型的“小而美”的公司，公司账面没有有息负债，但是2015年年报上现金及短期理财产品总计超过11亿元，安全边际充足。目前公司初步涉及的投资领域包括房地产综合开发、轨道交通用特种玻璃钢纤维产品研发与制造行业、医疗服务等多个行业。我们认为公司未来发展潜力巨大，预计2016-2018年EPS分别为0.25、0.29、0.35元，对应PE分别为52.1、44.9和37.2倍，首次覆盖给予增持评级。

风险提示：地产项目销售低于预期；转型进展低于预期等。



目录

一、公司基本情况概述.....	- 3 -
1.1 公司历史及简述.....	- 3 -
1.2 公司股权结构与实际控制人情况.....	- 3 -
1.3 资产结构良好，在手现金充足.....	- 3 -
二、公司各项业务分析.....	- 5 -
2.1 房地产开发业务.....	- 5 -
2.2 轨道交通用特种玻璃钢纤维产品研发与制造业务.....	- 6 -
2.3 医疗服务业务.....	- 7 -
2.4 投资业务积极开展、业务多点开花.....	- 8 -
三、激励充分到位，覆盖多数中高层员工.....	- 9 -
四、投资建议.....	- 10 -

图表目录

图 1、公司股权结构和大股东情况.....	- 3 -
图 2、绵世股份资产负债率.....	- 4 -
图 3、绵世股份剔除预收账款后资产负债率.....	- 4 -
图 4、绵世股份经营净现金流.....	- 5 -
图 5、绵世股份存货占总资产比重.....	- 5 -
图 6、青岛康平产品系列.....	- 6 -
图 7、北京尤迈医学诊所.....	- 7 -
表 1、公司 2015 年年报披露持有各类理财产品 6.51 亿元.....	- 4 -
表 2：绵世溪地湾项目情况.....	- 5 -
表 3、青岛康平股权结构.....	- 6 -
表 4、公司股权激励计划行权/解锁安排.....	- 9 -

一、公司基本情况概述

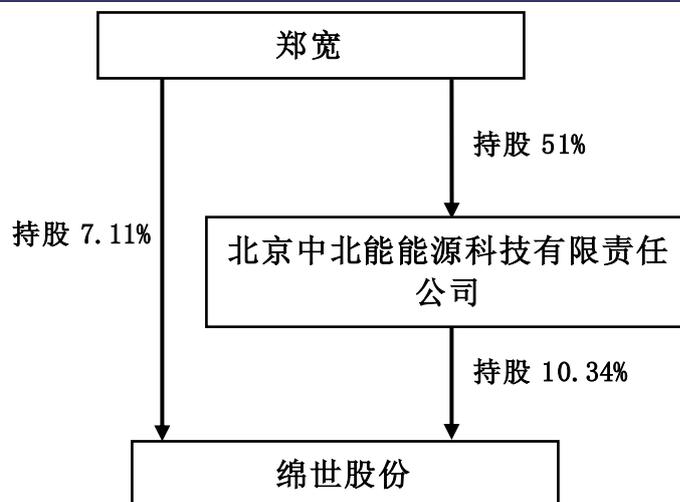
1.1 公司历史及简述

北京绵世投资集团股份有限公司，原名北京燕化高新技术股份有限公司，是中国石化北京燕山石油化工公司、中国石化北京燕山石化设计院、化学工业部北京化工研究院等单位于 1993 年发起设立的股份有限公司。北京绵世投资集团股份有限公司于 1996 年在深圳证券交易所主板挂牌上市，历经十余年的发展和积累，公司已建立起来具有自身特点的、多元化、综合性的业务体系，以实业为基础、以投资为拉动，在秉承朴素经营观的同时，勇于创新，推进公司业务的持续发展，业务触角延伸至房地产、轨道交通用特种玻璃钢配件制造、股权投资等多个领域。

1.2 公司股权结构与实际控制人情况

公司第一大股东是北京中北能能源科技有限责任公司，持股比例 10.34%。公司的法定代表人和实际控制人为郑宽先生，直接持有上市公司 7.11% 股权；同时郑宽先生为北京中北能能源科技有限责任公司的实际控制人，持有该公司 51% 的股权，从而间接持有上市公司 5.27% 股权。郑宽先生为公司董事长兼总经理。

图 1、公司股权结构和大股东情况



资料来源：兴业证券研究所、公司公告

1.3 资产结构良好，在手现金充足

公司账面没有有息负债，但是 2015 年年报上现金及短期理财产品总计超过 11 亿元，安全边际充足。公司 2015 年年报在手现金 4.85 亿元，持有各类保本稳健型理财产品共计 6.52 亿元。

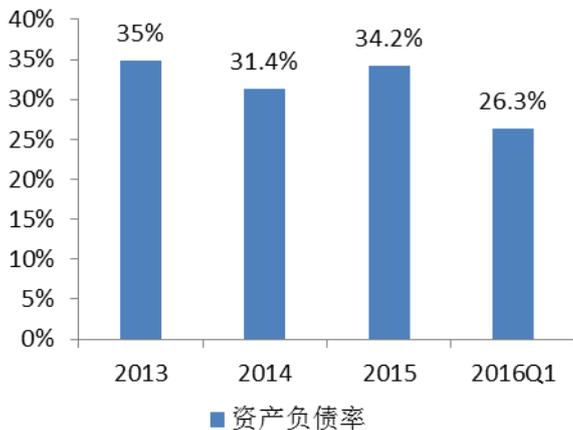
表 1、公司 2015 年年报披露持有各类理财产品 6.52 亿元

证券简称	本期购买金额 (万元)	报告期损益 (万元)	期末账面价值 (万元)	资金来源
国债回购	11380.74	2.14	11382.88	自有资金
浦发银行利多多理财产品	10000.00	39.89	10039.89	自有资金
中信信诚 11 号资产管理计划	8130.00	357.85	8457.28	自有资金
浦发银行现金管理 2 号理财产品	8000.00	50.95	8000.00	自有资金
民生财富瑞盈 3 号投资基金	5000.00	132.53	5132.53	自有资金
华泰证券资管产品	4980.00	72.04	4987.64	自有资金
中信信诚 A 型 7 号资产管理计划	4000.00	73.87	4073.87	自有资金
中信信诚 A 型 14 号资产管理计划	3000.00	34.14	3034.14	自有资金
招商财富专项资产管理	3000.00	9.50	3009.50	自有资金
招商银行理财产品	2645.00	0.00	2645.00	自有资金
期末持有的其他证券投资	4412.51	4349.71	4417.54	--
合计	64548.25	5122.63	65180.29	--

资料来源：兴业证券研究所、公司公告、wind

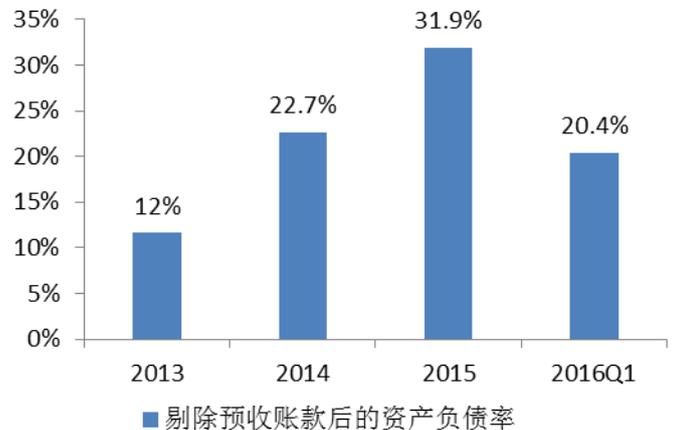
公司资产结构良好，2016 年一季度资产负债率仅为 26.35%，剔除预收账款后资产负债率仅为 20.38%。公司近年来资产负债率持续保持在 30%左右水平波动，显著低于行业平均 76%的水平。

图 2、绵世股份资产负债率



数据来源：wind，兴业证券研究所

图 3、绵世股份剔除预收账款后资产负债率



数据来源：wind，兴业证券研究所

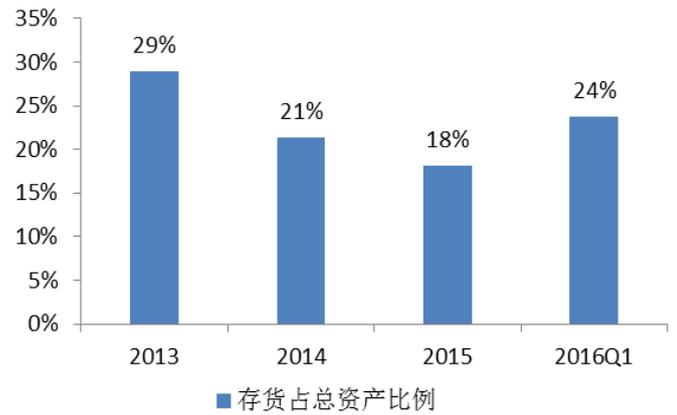
从现金流角度看，公司经营性现金流持续为正。从存货占总资产比重看，公司一直处在 20%左右水平波动，该指标显著低于行业内 61%水平，公司整体经营保持了稳健风格。

图 4、绵世股份经营净现金流



数据来源: wind, 兴业证券研究所

图 5、绵世股份存货占总资产比重



数据来源: wind, 兴业证券研究所

二、公司各项业务分析

公司并不是一家仅以房地产开发业务为主的公司，而是以直接投资为主营业务方向，包括直接股权投资、实业投资等。房地产综合开发业务仅是公司下属的投资业务之一。目前公司已经涉及的投资领域包括房地产综合开发、轨道交通用特种玻璃钢纤维产品研发与制造行业、医疗服务等多个行业。

2.1 房地产开发业务

房地产开发业务接近开发完毕。公司房地产开发业务位于成都市，目前公司仅有两个项目。项目均位于郫县犀浦镇，属于成都市近郊最靠近中心城区的位置。

表 2: 绵世溪地湾项目情况

项目名	城市	总建筑面积 (万平方米)	权益	楼面价 (元/平米)	签约销售金额 (万元)				
					2011	2012	2013	2014	2015H1
绵世·溪地湾项目	成都	53	100%	700	5500	36800	49115	31800	16000

资料来源: wind, 兴业证券研究所

土地储备方面，公司通过全资子公司四川省国韵商贸有限责任公司，持有位于郫县犀浦镇下街 456 号的工业土地使用权和位于犀浦镇龙吟村的一宗工业用地使用权，地块总面积合计约 74724.2 平方米。该地块目前周边有两条地铁在建。目前土地性质是工业用地，未来还需要通过补缴土地出让金方式变更为住宅用地进行开发。

公司现开发项目和拟开发项目均位于郫县犀浦镇，位置优越，属于成都市近郊最靠近中心城区的位置，加上地铁等利好因素，随着成都市房地产去库存的各项政策和措施的实施，销售前景良好。

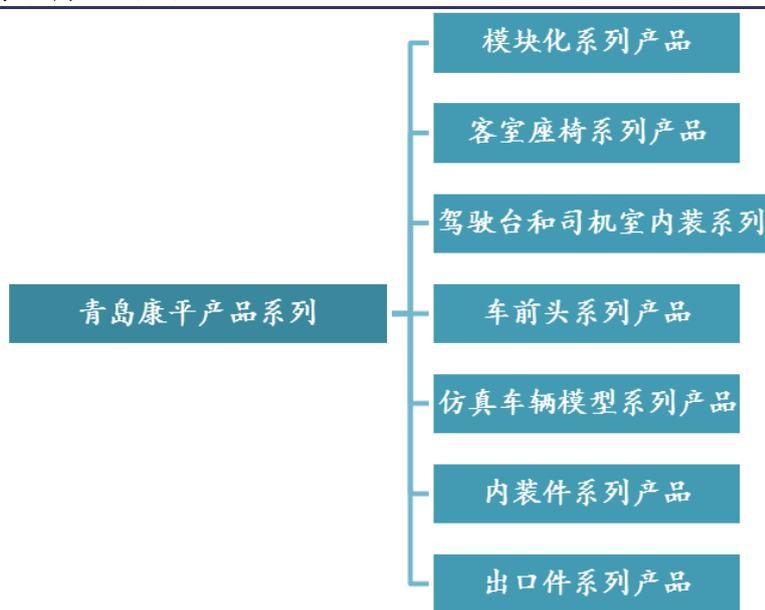
2.2 轨道交通用特种玻璃钢纤维产品研发与制造业务

公司于 2014 年末启动了收购青岛康平铁路玻璃钢有限公司 60% 股权的重大资产重组事项，后在 2015 年公司根据客观情况的变化，终止了前述重大资产重组事项，改以现金收购部分股权的方式，出资 9800 万元收购了青岛康平原股东持有的该公司 49% 的股权。同时，中国南车集团投资管理公司/北京南车华盛创业投资企业(有限合伙)、青岛吾尔堂文化传播有限公司收购了青岛康平合计 40% 的股权。

青岛康平作为一家从事轨道交通车辆相关配套特种玻璃钢零部件的生产与销售的企业，经过多年的发展，在生产技术、市场地位等方面均具有很大的优势；随着我国高铁事业的进一步发展，青岛康平以其多年积累的优势资源能够在国内高铁配件生产与销售领域占有一席之地。

青岛康平铁路玻璃钢有限公司是一家专注于生产动车组列车及城市轨道交通车辆相关的配套产品公司。公司主要产品为铁路客车、高速动车组和城轨车辆的卫生间、包间模块、前段车头、驾驶台、乘客座椅及内装用各种设备配件用的玻璃钢制品等。标的公司与中国中车有着长期紧密的合作关系。在生产工艺及专利技术方面，青岛康平较同类型企业同样具有竞争优势，从日本及法国引进了共计 2 项轨道列车配套零部件生产技术，并拥有专利技术 8 项。

图 6、青岛康平产品系列



资料来源：兴业证券研究所、chinagr.com

表 3、青岛康平股权结构

股东名称	出资金额 (万元)	持股比例
北京绵世投资集团股份有限公司	6,468	49%
孙忠正	1,452	11%
中国南车集团投资管理公司	2,310	17.5%
北京南车华盛创业投资企业(有限合伙)	330	2.5%
青岛吾尔堂文化传播有限公司	2,640	20%
合计	13,200	100%

资料来源: wind, 兴业证券研究所、公司公告

2.3 医疗服务业务

公司医疗投资平台是北京长生谷医院管理有限公司, 目前其下属的医疗诊所经营业务已经进入实际运营的阶段, 从而为公司下一步在医疗大健康领域的投资和拓展打开了局面、奠定了基础。

目前公司对北京长生谷医院管理有限公司持股比例为 8.33%。2015 年 5 月, 北京长生谷医院管理有限公司注册资本由 500 万元增加至 3000 万元, 由其他股东认缴新增注册资本 2500 万元, 公司持股比例由 100% 稀释至 16.67%, 对长生谷不再具有控制权, 不再将长生谷纳入合并范围。2015 年 6 月, 其他股东对长生谷增资 3000 万元, 公司的股权比例被稀释至 8.33%。

北京尤迈医学诊所(Beijing Union Clinic Partners)由北京长生谷医院管理有限公司联合若干知名专家携手创建, 总面积 1400 平米, 设备先进, 于 2015 年投入运营。北京尤迈医学诊所是目前北京独一无二的一家几乎全部由北京协和医院专家自主执业的诊所。专家们秉承“严谨、求精”的心意理念, 为患者提供高品质的医疗服务, 为疑难病症患者安排单科或多学科会诊, 提供确诊意见和切实可行的治疗方案。

图 7、北京尤迈医学诊所



资料来源: 兴业证券研究所、chinagr.com、互联网

2.4 投资业务积极开展、业务多点开花

为了能够更好地发挥公司现金充裕的优势、提高投资回报，2014年初，公司组建了专业的投资团队，以互联网金融、移动互联为主要方向，开展股权投资业务，并完成了部分项目的投资工作。

公司互联网金融业务的主要内容是融资租赁，2014年4月公司子公司轻舟（天津）融资租赁有限公司投资设立了控股子公司北京岩湖网络科技有限公司，注册资本500万元，“隆隆网”为该公司运营建设中的业务平台，“隆隆网”现阶段主要是拟为轻舟公司下属的融资租赁业务提供融资服务。公司稳步推进下属“隆隆网”互联网金融平台的业务发展，在整个互联网金融行业面临较大的信用压力的背景下，“隆隆网”未出现任何的违约或延迟支付情况，取得了良好的品牌声誉。同时，为进一步推进业务发展，本报告披露前，“隆隆网”通过增资等方式引入了新的合作股东海豚财富（北京）互联网技术开发有限公司与管理团队，进一步增强了整个平台的资金和人才实力。

除此之外，公司还在物联网、节能环保、教育等方面进行了一些投资和拓展。2015年，公司还完成了对慧感（上海）物联网科技有限公司、同方鼎欣科技股份有限公司项目的投资；公司以零价格收购北京国建常清藤节能科技有限公司（注册资本2,000万元，实收资本0元）100%股权；公司与其他股东共同出资，新设成立北京英文二十一世纪在线教育科技有限责任公司，直接和间接合计持有二十一世纪教育公司86%股权。

在未来的规划中，公司将直接股权投资业务定位于中期经营业务，以谋求高水平的资本投资回报为主要目标。目前已经完成的部分投资项目涉及多个细分行业。我们预计公司未来将稳步推进直接股权投资方向的各项业务，将成为公司现有业务体系的另一主要支撑。

三、激励充分到位，覆盖多数中高层员工

公司于 2016 年 2 月推出股票期权与限制性股票激励计划，目前已在实施进程中，激励对象共 61 人，授予权益共计 1067 万份。其中公司拟向 59 名激励对象授予股票期权 350 万股（已授予完成登记），拟向 17 名激励对象授予限制性股票 717 万股。

本次激励计划中，股票期权的行权条件和限制性股票的解锁条件相同，行权/解锁的公司业绩条件为解锁条件为以 2013、2014、2015 三个年度归属于上市公司股东的、扣除非经常性损益的平均年度净利润为基准，2016、2017 年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润，相对于前述三年平均业绩基准的增长率分别不低于 8%、16%。本次激励计划覆盖范围较广，对重要骨干激励力度充分到位，将能有效调动管理层和重要骨干的积极性，将股东、公司和员工利益有效结合在一起。

激励计划有效期为自股票期权和限制性股票授予日起三年。自本计划授予日起满 12 个月后，激励对象应在授予日起 36 个月内分两期行权/解锁。

表 4、公司股权激励计划行权/解锁安排

行权/解锁安排	行权/解锁时间	可行权/解锁数量占激励计划股票数量比例
第一次行权/解锁	自授予日起满 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日止	50%
第二次行权/解锁	自授予日起满 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日止	50%

资料来源：wind，兴业证券研究所

本激励计划中，股票期权的行权条件和限制性股票的解锁条件相同，行权/解锁的公司业绩条件为：以 2013、2014、2015 三个年度归属于上市公司股东的、扣除非经常性损益的平均年度净利润为基准，2016、2017 年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润，相对于前述三年平均业绩基准的增长率分别不低于 8%、16%。以此标准计算，本次激励计划解锁条件为 2016、2017 年扣非归母净利润分别不低于 5791.88、6414.24 万元。

四、投资建议

公司是一家典型的“小而美”的公司，公司账面没有有息负债，但是 2015 年年报上现金及短期理财产品总计超过 11 亿元，安全边际充足。目前公司初步涉及的投资领域包括房地产综合开发、轨道交通用特种玻璃钢纤维产品研发与制造行业、医疗服务等多个行业。我们认为公司未来发展潜力巨大，预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.25、0.29、0.35 元，对应 PE 分别为 52.1、44.9 和 37.2 倍，首次覆盖给予增持评级。

风险提示：地产项目销售低于预期；多元化业务进展低于预期等。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
- 增 持: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
- 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangjg@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元彧	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn

唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135） 传真：021-38565955					
港股机构销售服务团队					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焜	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址：香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真：(852) 3509-5900					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。