

世联地产 (002285) 新股定价报告

合理定价
25.36 元

金融/房地产中介服务

2009 年 8 月 17 日

投资要点:

- 公司为民企背景的房地产中介服务公司。陈劲松、佟捷夫妇通过世联中国共同控制世联地产 64.02% 的股权。其余公司核心管理层则通过万凯华信和卓群创展持有公司约 27% 的股份，治理机制良好。
- 公司有着 16 年的较长发展历史，经历了数次房地产发展周期。
- 公司经营风格比较稳健足以令股东放心。
- 公司具有突出的品牌优势，在行业内具有较强的影响力。
- 公司的核心竞争优势在于“咨询+实施”的经营模式；以及构筑了顾问策划、代理销售和经纪业务三大产品线，可以有效地分散公司的经营风险。
- 公司各板块业务情况：顾问策划业务位列同行业全国前列；公司的代理销售业务已取得珠三角区域市场的领先地位，正在进行全国化布局；公司的经纪业务在行业内起步较晚，目前规模较小。
- 综合来看，我们认为世联地产的二级市场定价的合理估值应为 25.36 元左右。由于近期市场对新股预期较高，我们不排除该股上市当天有大幅炒作的可能，但我们提醒投资者高于 25 元以上介入需谨慎。

发行数据	2008 年
发行前股本（万股）	9,600
发行数量（万股）	3,200
发行价格（元）	19.68
发行前 EPS（元）	0.69
发行后 EPS（元）	0.52
发行日期	2009-8-17
上市日期	2009-8-28
主承销商	招商证券

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利收 益率 (%)
2008	51,124	-2	6,637	-18	0.60	28.39		
2009E	56,000	10	9,392	42	0.73	11		
2010E	70,200	25	11,094	18	0.87	12		
2011E								

分析师：高建

TEL: (8621) 6336 7000-259

FAX: (8621) 6337 3209

Email: jamesgao99@yahoo.com.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20F
(邮编 200002)

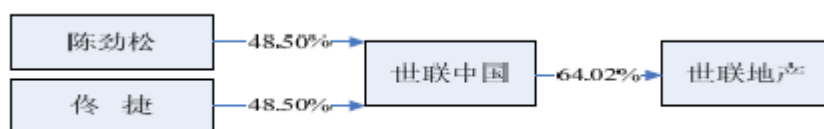
一、公司简介

1.1. 民企背景的房地产中介服务公司

世联地产的实际控制人为陈劲松、佟捷夫妇，两人通过世联中国共同控制世联地产64.02%的股权。其余公司核心管理层则通过万凯华信和卓群创展持有公司约27%的股份，治理机制良好。

陈劲松先生，公司创始人，现任公司董事长。目前为中国注册房地产估价师与房地产经纪学会副会长、广东省房地产业协会副会长、香港地产行政学会会员、深圳市城市规划委员会法定图则委员会委员及建设部房地产估价与房地产经纪专家委员会委员、阿拉善生态协会理事。

佟捷女士，公司创始人，具有中国注册房地产估价师资格、中国土地估价师资格。目前为深圳市总商会工商联常务理事、香港青年联会委员。



附表1：发行前公司股东情况：

序号	股东	持股数量（股）	持股比例（%）
1	世联中国	61,459,186	64.02
2	万凯华信	13,036,807	13.58
3	卓群创展	13,036,807	13.58
4	创新投资	2,880,000	3
5	同创伟业	2,793,600	2.91
6	上海景林	2,793,600	2.91
	合计	96,000,000	100

数据来源：公司招股说明书

1.2. 公司有着较长的发展历史

公司自1993年设立以来，专注从事房地产顾问策划和代理销售业务。公司凭借稳定的管理团队、专业的员工队伍为客户提供房地产营销代理服务，积累了丰富的经验，并不断总结经验，形成方法体系和构建专业模式，建立知识管理平台。凭借持续的专业积累优势，公司在房地产业内塑造了较高的品牌知名度，得到了众多房地产开发商的认可。2005-2008年公司收入的年均复合增长率为32.5%，业务具有良好的成长性。目前公司有23家分支机构，遍及中国珠三角、长三角和环渤海区域，包括房地产营销代理、发展顾问、租售经纪的房地产综合服务，有近3000名房地产专业人才。

1.3. 经营风格比较稳健

多年来，世联一直坚持专注中介业务，不涉足开发业务。公司坚持认为“种麦子”、“面粉厂”、“面包厂”、“面包店”是完全不同的四种行业，具有完全不同的核心能力。“面包店”做得好，并不比“面包厂”差；公司目前的销售代理业

务主要为收取佣金的一般代理业务；顾问策划业务主要为政府部门和房地产开发商提供土地出让咨询服务、房地产项目的开发策划服务等；经纪业务主要为二手房的买卖双方或房屋租赁双方提供经纪服务。

1.4. 突出的品牌优势

公司连续5年位居“房地产策划代理百强企业TOP10”前二名，而且品牌美誉度、忠诚度也位列行业第1。公司凭借多年积累的行业经验及专业能力，出版了一系列房地产市场专业研究的书籍，在行业内具有较强的影响力。截至2009年6月，公司已公开发行以“世联地产顾问系列丛书”为主导产品的房地产专业图书18本。具体出版的图书情况如下：

表2：公司出版图书情况

著作（书籍）	发行日期	发行量	主要内容
《世联报告 策划》	2008 年	3000 册	顾问策划案例
《世联观察：房地产调整第 5 年》		3000 册	行业观察
《城界消失·旅游地产》（2）	2007 年	3000 册	顾问业务
《新城模式》（2）		3000 册	顾问业务
《城市更新之市场模式》（2）		3000 册	顾问业务
《世联观察：房地产游戏规则与生存环境》	2006 年	3000 册	行业观察
《新城模式》		3000 册	顾问业务
《公共住房浪潮——国际模式与中国安居工程的对比研究》		3000 册	顾问业务
《世联观察：我们的地产市场观点》		3000 册	行业观察
《前线故事》		3000 册	行业观察
《规划的市场评价》	2004 年	3000 册	顾问业务
《城市更新之市场模式》		3000 册	顾问业务
《联合开发——城市运营的出路》		3000 册	顾问业务
《在场 LOCALE 世联 10 年地产实践思考》	2003 年	3000 册	行业观察
《新都市主义·CONDO 与小户型》		3000 册	代理业务
《社区·大盘出路》	2002 年	3000 册	代理业务
《CBD·写字楼与国际公寓》		3000 册	代理业务
《城界消失·旅游地产》		3000 册	代理业务

数据来源：公司招股说明书

二、公司的核心竞争优势

2.1. “咨询+实施”的经营模式

顾问策划能力已经成为房地产中介公司的核心竞争力，公司近三年策划项目数逐年增加。2005-2008 年度公司顾问策划业务收入平均复合增长率为64.2%，该项业务正处于高速增长时期。顾问策划业务由于在政府、开发商、投资商等机构客户中的优异表现，不仅给公司带来稳定的现金收入和品牌影响力，建立和稳固客户关系，而且顾问业务的市场先导优势，可带动公司进入异地市场，促进随后的代理销售业务的拓展。公司采取在核心城市及其辐射区域将顾问策划与代理销售业务相结合的经营模式。具体而言，对于核心城市，深圳、北京、上海三大区域管理平台，以代理销售业务为依托，配合开发商进行项目的前期策划和后期的代理销售，而在核心城市的辐射区域，以顾问策划业务为先导，向有合作关系的开发商提供全程的顾问

策划服务。

2.2. 三大产品线

公司目前已经构筑了顾问策划、代理销售和经纪业务三大产品线，有效地分散了公司的经营风险。公司多年来累计为中国99个城市的超过1,000个房地产项目提供了高质量的房地产顾问咨询与策划服务。公司的顾问策划业务竞争优势明显；

公司的代理销售业务多年来处于同行业前列，2009年1-6月代理销售业务收入较去年同期大幅上升36.99%；

公司的经纪业务由子公司世联行经营，在行业内起步较晚，目前定位于深圳豪宅业务，规模较小。

表3：公司三大产品线构成

业务类型	主要服务对象	服务内容	收费方式
顾问策划业务	各级政府部门/土地运营机构	土地政策建议；土地规划建议；经济评价；土地出让策略、市场进入战略；土地竞投	根据服务内容收费
	房地产开发商	策略；物业项目开发策略	根据服务内容收费
代理销售业务	房地产开发商	营销策划；代理销售	根据代理销售金额收费
经纪业务	个人业主/机构	促成二手楼买卖；促成租赁交易	根据二手房交易金额收取佣金

资料来源：公司招股说明书

表4：2008年公司顾问策划业务和代理销售业务与同行业上市公司比较

名称	顾问策划收入（亿元）	代理销售金额（亿元）
世联地产	1.83	264.77
易居中国	3.4	305.85
合富辉煌	0.31	266.83

资料来源：公司招股说明书

表5：公司近几年业务收入及构成

单位：万元

项目	2006		2007		2008		2009上半年	
	金额	占比%	金额	占比%	金额	占比%	金额	占比%
代理销售	22,065.1	64.1	26,804.5	51.3	28,893.0	56.5	19,473.3	69.9
顾问策划	7,490.1	21.8	15,850.6	30.3	18,255.1	35.7	5,643.6	20.3
经纪业务	4,869.10	14.10	9,572.20	18.30	3,745.70	7.30	2,471.60	8.90
其他	8.85	0.03	45.4	0.09	230.4	0.45	268.1	0.96
合计	34,433.2	100	52,272.70	100	51,124.10	100.00	27,856.50	100.00

资料来源：公司招股说明书

2.3. 三大区域布局

公司多年以来累计为中国90多个城市的超过1000个房地产项目提供了高质量的房地产顾问咨询与策划服务。顾问策划业务的全国发展使得公司在全国各大城市及在房地产行业中具有很高的品牌知名度，也为代理销售业务的全国布局打下了扎

实的基础。

中国区域经济发展和房地产市场发展的不平衡为公司提供了广阔的市场空间。公司可以凭借珠三角所积累起来的成熟的市场经验更好地为客户服务。2007 年以来，公司代理销售业务已经逐步建立起了珠三角区域、长三角区域和环渤海区域三大业务中心。目前公司珠三角区域布局已经成型；环渤海区域布局有望在2009 年成型；长三角区域布局有望在2010 年成型。公司三大区域布局的形成，使得公司具备服务全国房地产市场的能力，将避免公司营业收入过度依赖深圳地区的风险，有效地降低了区域经营风险。以代理收入为例，2006-2008 年公司代理销售收入来自深圳地区的收入占比已经由72.8%下降到42.6%。

表6：最近3 年1 期代理销售收入地区分布情况

单位：亿元、%

项目	2006		2007		2008		2009 上半年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
代理收入	22,065.1	100.0	26,804.5	100.0	28,893.0	100.0	19,473.3	100.0
增长率		41.9		21.5		7.8		37.0
其中深圳地区	16,072.5	72.8	12,086.2	45.1	12,296.60	42.6	9,128.8	46.9
增长率		27.9		-24.8		1.7		
其他地区	5,992.6	27.2	14,718.3	54.9	16,596.40	57.4	10,344.5	53.1
增长率		101.10		145.6		12.8		

资料来源：公司招股说明书

2.4. 客户基础较为广泛

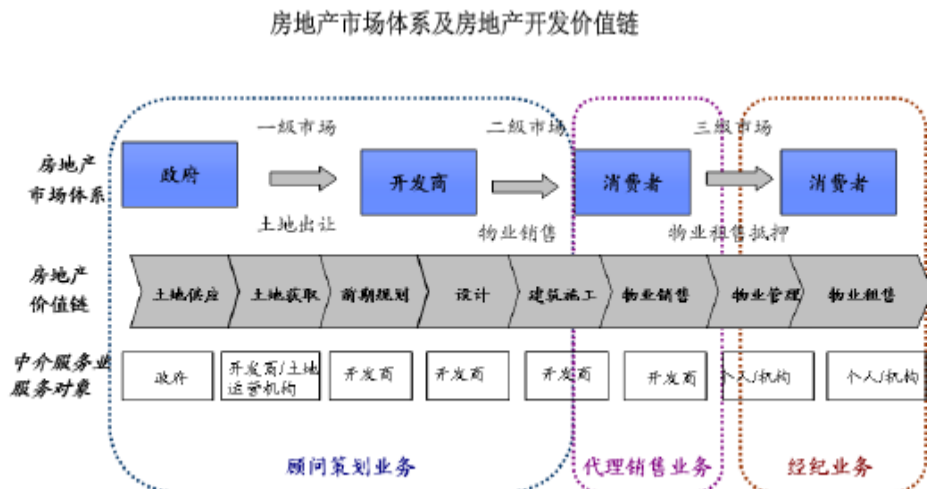
公司的代理销售业务和顾问策划业务服务于全国的房地产开发商和各政府部门，具有广泛的客户基础。2006 年、2007 年、2008 年、2009 年1-6 月公司营业收入前5 名占总营业收入的比例分别为17.11%、11.32%、16.72%和20.02%，客户较为分散。

三、行业发展趋势概述

3.1. 房地产中介服务业概述

房地产市场按照房地产开发的不同阶段可以分为房地产一级市场、二级市场和三级市场。一级市场是由政府主导土地使用权出让阶段的市场，一般称之为土地市场；二级市场是房地产开发商在获得土地使用权后对房地产进行开发和经营的市场；三级市场是房地产开发商已出售的房产在投入使用后进行物业交易、抵押和租赁等二次交易的市场。

图1：房地产市场的体系及房地产开发过程的价值链：



房地产开发有一套严密的价值工程流程，涉及规划与设计、建筑、房地产项目策划、房地产项目可行性研究与投资决策、房地产项目管理、房地产销售、物业管理等各类专业知识。房地产中介服务行业的服务内容涵盖了顾问、代理、经纪、估价以及物业管理等服务内容，具体业务内容如下：

3.1.1在土地供应阶段，房地产中介为地方政府或土地运营机构提供政策建议、土地规划建议、经济评价、土地出让策略等顾问服务，使地方政府和土地运营机构在土地出让过程中能够计划长远并最大化发挥土地的价值；

3.1.2在物业开发阶段，房地产中介为房地产开发商提供市场进入战略、土地竞拍策略、物业项目开发策略等顾问服务；

3.1.3在物业交易的二级市场，房地产中介为开发商提供营销策划、代理销售等专业服务；

3.1.4在物业交易的三级市场，房地产中介为机构或个人提供房屋租赁服务、二手房交易经纪服务。

3.2. 我国房地产中介服务业的发展现状

与国外发达的房地产中介服务业相比，我国的房地产中介服务业还处于发展初期，但发展迅速。我国房地产中介服务业的行业现状呈现出以下特点：

3.2.1处于行业发展初期

2008年，我国一手商品房销售额达24071亿元。由于我国房地产中介服务业起步较晚，房地产行业的专业分工程度和国外发达国家相比还有很大差距。以珠三角区域为例，房地产中介服务业企业较多且房地产市场开放程度较高，但主要城市由房地产中介代理销售的商品房面积仅占商品房总销售面积的50%左右，而国外成熟市场，如美国，大约85%的物业交易是通过中介机构完成的。

3.2.2行业成长迅速

根据中国房地产TOP10 研究报告，房地产策划代理10 强企业2005-2007 年平均策划收入的复合增长率为55.6%，平均代理收入的复合增长率为16.8%。策划代理百强企业业务扩展迅速，策划代理业务处于快速增长期。代理百强销售金额由2004 年的2651 亿元增长到2007 年的8760 亿元，复合增长率为48.95%。受全国房地产市场调整的影响，2008 年代理百强销售金额下降到7744 亿元，但是代理市场份额上升到32.17%，呈现增长趋势。我国主要一线城市的二手房交易市场也处于上升期，但是二手房交易市场受宏观经济和政策影响，波动比较大。

3.2.3 区域发展不平衡

区域发展不平衡。房地产中介服务行业的发展水平依赖于房地产开发行业的市场化水平。我国的房地产中介服务业经过十多年的发展，在房地产开发行业发展时间早、市场化程度高，经济发达的珠三角和长三角地区，由中介代理的新增商品房的市场份额已达到约50%；而在房地产开发行业发展相对不成熟的其他区域，由中介代理的新增商品房的市场份额约10%-30%。房地产中介服务行业的区域发展不平衡特征明显。区域市场运行状况不尽一致。中国幅员辽阔，各地区房地产行业运行状况不尽一致。因此，各地区房地产中介业务的情况在同一时间上存在较大差异。目前随着主流房地产开发商开始逐步进入全国二、三线城市进行开发，各城市市场交易规则逐步趋同。

3.2.4 行业向规范化、专业化和品牌化方向发展

2002 年以来政府对土地市场的规范和2005 年以来稳定房地产交易价格的系列政策均着眼于建立更规范、合理、透明的房地产市场。随着信息传递便捷性的提高，房地产市场信息日趋透明，消费者日趋理性，对房地产中介企业在诚信、规范、专业服务方面的要求越来越高。房地产中介企业也在规范化、专业化建设方面积极进取，涌现了一批品牌企业，其中合富辉煌和富阳控股在香港上市，易居中国在美国纽约上市，推动了行业的规范化建设，强化了其服务能力。品牌与实力对于房地产中介公司开展顾问代理业务至关重要。“中国房地产TOP10 研究组”的研究结果表明，81%的房地产开发商把“实力与品牌”作为选择房地产中介公司的首要因素。房地产中介服务行业的优秀企业均实施品牌发展战略，房地产中介服务行业的市场份额也逐步向优秀品牌企业集中。

3.3. 我国房地产中介服务业三大业务的发展趋势

3.3.1 顾问策划

专业的顾问策划服务主要是提供投资开发决策，降低投资开发风险，可以较好地帮助这策划业务；就其现有的城市项目，专业的顾问策划业务可以有效地减少项目的风险。

3.3.2 代理业务

我国的房地产开发商很多都是从获取土地到物业管理一体化经营的企业。随着房地产行业的快速发展、行业竞争程度的加剧，房地产开发商自产自销的模式将很难再适应市场发展的需要。

① 房地产开发行业服务外包趋势加强

随着国内房地产行业的整合，房地产开发商的集约化、规模化经营，房地产行

业开发与销售的分离是市场发展的必然趋势。近年来，万科、金地等大型房地产开发商均开始实施规模化经营，并逐步将一些项目外包给专业的房地产代理销售公司销售。

② 市场规则趋同

随着主流房地产开发商逐步进入全国二、三线城市，各城市房地产市场交易规则逐步趋同。房地产代理销售业务的市场集中度提高

③ 房地产代理业务集中度不断提高

代理百强销售金额由2004 年的2,651 亿元增长到2008 年的8760 亿元，复合增长率为30.7%，2008 年代理百强销售金额占全国商品房销售金额的32.2%，代理市场份额呈增长趋势。

3.3.3 经纪业务

全国各城市二手房市场发展不平衡，一线城市二手房市场容量不断增加，其二手房经纪业务处于上升趋势。二线城市二手房市场容量较低，其二手房经纪业务尚不成熟。2008年一线城市二手房成交量大幅调整，导致经纪业务下降，但是从长远来看市场空间较大。

四、本次发行概况

本次拟发行不超过3200万股，募集资金将投资下列项目(按照重要性先后次序)。

表7：公司募集资金项目基本情况

单位：万元

名称	总投资额	2009 年	2010 年	2011 年
顾问代理业务全国布局项目	17393.3	9985.6	3972.4	3435.3
集成服务管理平台项目	5732.4	2525.4	1588	1619
人力发展与培训中心项目	4248	1683	1245	1320
品牌建设项目	4550	1850	1350	1350
项目合计投资额	31923.7	16044	8155.4	7724.3

募集资金投资项目是公司实现战略目标“成为中国领先的房地产顾问与代理服务提供商”的基础。

首先，顾问代理业务全国布局项目将完成公司以重点城市为中心并辐射周边区域市场的全国业务布局，该项目的顺利实施将稳固公司顾问策划业务行业第一的市场地位，并将进一步提升公司代理销售业务的市场地位；

第二，公司拟使用募集资金建立的支撑核心业务流程和管理流程的集成服务管理平台将有效地整合公司各类业务的管理系统，打通业务线各层级之间的壁垒，实现资源最大化利用，实现更高效专业的项目管理；

第三，公司作为人力资本密集型公司，在业务快速增长的过程中，对知识管理体系和人员的专业能力均提出了更高的要求。公司人力发展与培训中心的建立将实现整体培训体系和个人经验体系的结合，有效地缩短公司培养专业人员的时间，提高公司人员的整体专业素质以匹配公司业务快速增长；

第四，公司将通过图书出版、营销会展、VI 整合和媒体投放等形式扩大公司在房地产行业与目标客户群中的影响力，强化公司在行业中的专业品牌形象，系统化

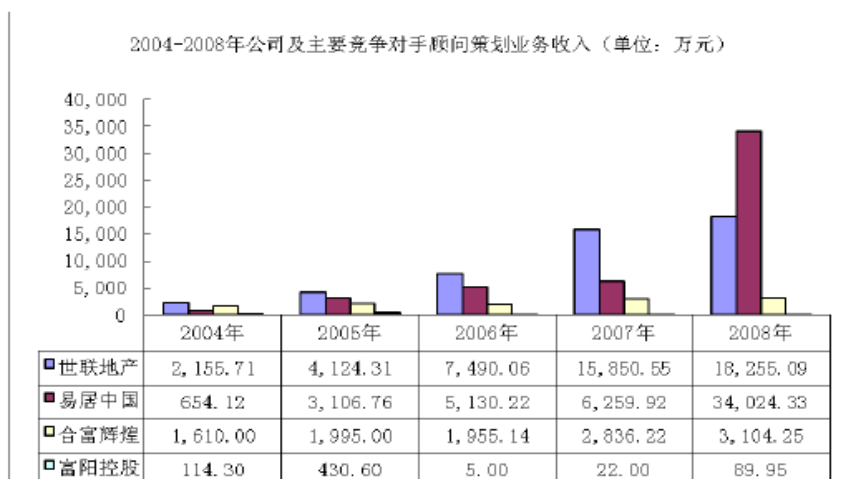
地在全国建立稳健、创新、服务中国的房地产综合服务商的形象，进一步提升公司在全国的品牌知名度、美誉度和忠诚度。公司拟使用募集资金布局全国顾问代理业务，建立有效的管理平台和人力资源培训中心，进一步宣传和扩大品牌影响力，从而有效地提升公司核心竞争力、扩大公司在各区域的市场份额，最终实现公司的战略目标。

五、公司各板块业务在行业中的位置

5.1. 顾问策划业务位列同行业全国前列。

公司顾问策划业务的专业能力经过多年的发展在业界和客户中已经形成了良好的口碑和品牌形象，在顾问策划市场具备明显优势。2004-2007 年，公司的顾问策划收入居国内同行业第一，年均复合增长率为94.45%。2008 年在全国房地产市场调整的情况下，公司顾问策划业务收入为18,255.09 万元，比上年增长15.17%，表现出良好的抗风险能力。

图2：公司及主要竞争对手顾问策划收入情况



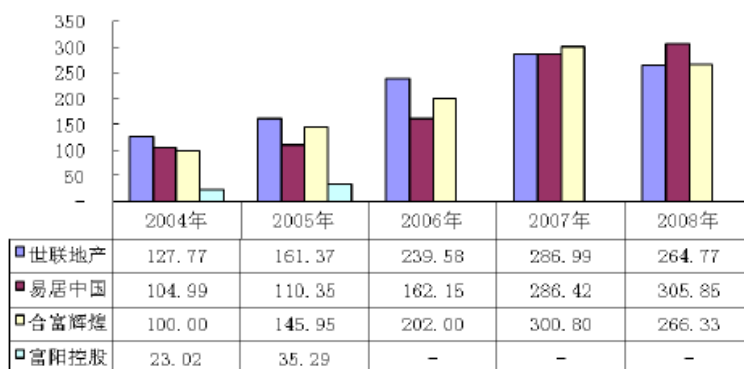
数据来源：公司招股说明书

5.2. 公司的代理销售业务已取得珠三角区域市场的领先地位。

2004-2006 年公司代理销售金额领先于主要竞争对手，2007 年公司代理销售金额与主要竞争对手基本持平。由于公司坚持主要提供专业的代理销售服务获取佣金收入，因此公司最终实现的代理销售业务收入低于主要竞争对手。2004-2007 年公司代理销售收入年均复合增长率为32.35%。2008 年在全国房地产市场调整的情况下，公司代理销售收入为28,893.00 万元，比上年增长7.79%，在珠三角区域继续保持领先地位。

图3：公司及主要竞争对手代理销售金额情况

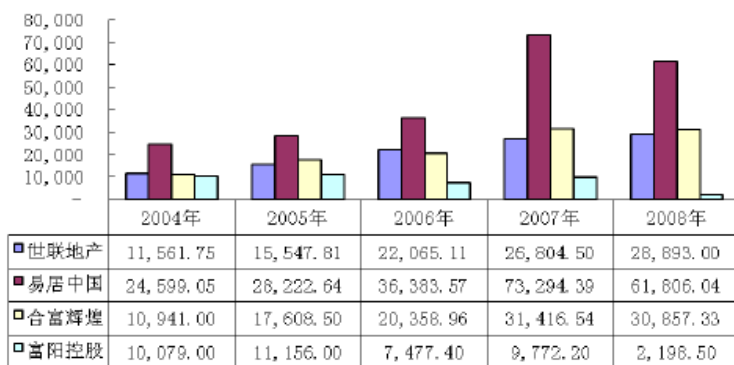
2004-2008年公司 & 主要竞争对手代理销售金额（单位：亿元）



数据来源：公司招股说明书

图4：公司及主要竞争对手代理销售收入情况

2004-2008年公司 & 主要竞争对手代理销售收入（单位：万元）



数据来源：公司招股说明书

5.3. 公司的经纪业务在行业内起步较晚，目前规模较小。

公司的经纪业务主要由子公司世联行在深圳地区经营。2006-2007 年，世联行经纪业务门店由37 个增加至57 个（深圳地区门店52 个），2007 年下半年，受国家对房地产行业宏观调控的影响，深圳市二手楼市场成交量大幅下降，从事二手楼经纪业务的公司纷纷出现经营困难。自2007 年下半年起，公司积极采取措施调整经纪业务门店布局，主动裁撤亏损较大门店，以节约成本，力争创收。2008 年，世联行经纪业务收入较上年下降60.87%，公司经纪业务门店由2007 年最高峰时的74 家门店缩减至2008 年末的18 家门店。2009 年由于深圳市二手房成交量大幅上升，世联行经纪业务收入也较上年同期有所增加，并首次实现盈利。

表8：公司经纪业务子公司经营情况

项目	2009 年 1-6 月	2008 年	2007 年	2006 年
营业收入（万元）	2,701.41	3,797.88	9,588.04	4,711.01
比上年增长（%）	31.92	-60.39	103.52	112.81
营业利润（万元）	479.49	-2,481.21	-108.88	-308.01
利润总额（万元）	473.34	-2,673.35	-146.87	-301.13

六、盈利预测与估值

6.1.未来盈利预测

我们按公司业务板块分为三个板块分别进行收入和成本的预测。

6.1.1 收入预测

（1）代理销售业务持续增长

公司最近3 年营业收入主要来自代理销售业务，代理销售业务占营业收入的比例平均为57.29%。2008 年公司代理销售收入为28,893.00 万元，在房地产市场调整的情况下，较上年增长7.79%，最近三年的年均复合增长率为14.43%，表现出了良好的成长性和抗风险能力。由于我国房地产市场存在广阔的发展空间，大部分城市房地产市场经过理性调整后仍存在较大的发展空间。本次募集资金投资顾问代理业务全国布局项目，公司将以珠三角区域、长三角区域和环渤海区域为中心并向周边城市扩张。凭借公司较高的品牌知名度、充足的合同储备和全国化的业务布局，公司的代理销售收入将实现持续增长。

（2）顾问策划业务预计稳步增长。

公司的顾问策划业务收入位列国内同行业前列，竞争优势明显。2008 年公司顾问策划收入为18,255.09 万元。由于2008 年末房地产市场形势严峻，各房地产开发商均大幅减少了房地产投资开发计划和土地购买计划，因此2009 年上半年公司顾问策划业务收入较上年同期减少。目前公司顾问策划业务具有很好的品牌知名度，预计未来2年该项业务增速会降低，并会稳步增长。

（3）经纪业务收入

由于公司经纪业务目前仍处于起步阶段，而且规模相对较小，因此我们预计未来2年该项业务虽会增速较快，但仍然不会贡献较多的利润。

表9：公司分业务收入预测

单位：万元

项目	2007A	2008A	2009E	2010E
顾问策划	15850	18260	12000	15600
代理业务	26800	28890	39000	48100
经纪业务	9570	3745	5000	6500
合计	52220	50895	56000	70200

6.1.2. 公司财务数据分析

07 年08 年公司的毛利率分别为44.7%和40.0%，我们预计09 年到11 年随着公司经纪业务的由亏转盈，公司的毛利率会相应提升，我们谨慎预计将在40%-45%；

07 年 08 年公司的三项费用率分别为 16.0% 和 12.2%，考虑到公司上市以后可能会有一定的广告宣传等费用，我们预计 09 年到 11 年公司的三项费用率将在 13%-15% 左右；

07 年 08 年公司的销售净利率分别为 15.4% 和 13.0%，由于公司经纪业务由亏转盈，我们预计 09 年到 11 年公司的销售净利率将会略有提升，在 15%-20% 左右；

表 10：世联地产盈利预测表

单位：百万元

项目	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	344.33	522.73	511.24	560.00	702.00
减：营业成本	178.48	288.81	306.59	311.83	390.91
营业税金及附加	17.38	26.43	26.81	31.08	38.96
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	60.05	83.03	61.05	72.80	105.30
财务费用	-0.23	0.34	1.15	-6.16	-10.88
资产减值损失	0.05	0.13	1.26	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	88.60	123.98	114.39	150.45	177.71
加：其他非经营损益	2.53	0.84	-2.35	0.00	0.00
利润总额	91.13	124.83	112.03	150.45	177.71
减：所得税	17.02	30.78	32.30	37.61	44.43
净利润	74.12	94.05	79.73	112.83	133.28
减：少数股东损益	2.07	13.37	13.36	18.91	22.34
归属母公司股东净利润	72.05	80.68	66.37	93.92	110.94
股本	9600.00	9600.00	9600.00	12800.00	12800.00
摊薄每股收益	0.75	0.84	0.69	0.73	0.87

6.2. 公司估值和定价

我们采用相对估值法对公司进行估值与定价。

公司属于房地产中介服务类公司，目前在国内 A 股中尚无此类公司上市。由于公司从事的业务主要为房地产销售代理，因此我们认为可以选取商业经纪及代理性质上市公司以及房地产开发类公司作为比较的对象，并取二类公司的平均 PE 值的算术平均值作为世联地产的合理估值。

我们选取五矿发展、中大股份、厦门国贸、建发股份、辽宁成大等 5 家公司作为商业经纪及代理类公司的比较对象；选取万科 A、保利地产、金地集团、栖霞建设、华发股份、招商地产、金融街、首开股份、万通地产、中华企业、荣盛发展、滨江地产等 12 家公司作为房地产开发类公司的比较对象。

根据 WIND 资讯提供的这些公司的 2009 年每股收益的机构预测平均数以及 2009 年 8 月 14 日的市场行情数据，商业经纪及代理类可比公司的平均 2009 年动态市盈率为 27 倍；房地产开发类可比公司的平均 2008 年静态市盈率为 29 倍，我

们取二者的算术平均值 28 倍作为世联地产的合理估值。

则按 2009 年的 PE 计算的公司估值为 $28 \times 0.73 = 20.44$ 元。

由于前述估值我们是按照 2009 年的市盈率进行测算的,而本次公司发行价格处于新股询价区间的高端,且募集资金收益在 2009 年无法体现出来,因此我们认为还需考虑新募集资金对公司净资产的提升。公司本次共发行 3200 万股新股,共募集资金 62976 万元,相应增厚每股净资产 4.92 元。

综合来看,我们认为世联地产的二级市场定价的合理估值应为 $20.44 + 4.92 = 25.36$ 元左右。由于近期市场对新股预期较高,我们不排除该股上市当天有大幅炒作的可能,但我们提醒投资者高于 25 元以上介入需谨慎。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15% 以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5% 以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司 (以下简称我公司) 对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层 (邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209