

世联地产 (002285)

推荐 (维持)

维持高增长

市场数据

报告日期	2011-3-24
收盘价(元)	28.83
总股本(百万股)	217.60
流通股本(百万股)	68.79
总市值(百万元)	6273.41
流通市值(百万元)	1983.34
净资产(百万元)	1192.64
总资产(百万元)	1596.58
每股净资产	5.48

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1272	1680	2106	2583
同比增长(%)	72.3%	32.1%	25.3%	22.7%
净利润(百万元)	242	310	393	495
同比增长(%)	60.3%	28.1%	27.1%	25.9%
毛利率(%)	45.8%	46.3%	46.8%	46.9%
净利率(%)	19.0%	18.4%	18.7%	19.2%
净资产收益率(%)	20.3%	20.6%	20.8%	20.7%
每股收益(元)	1.11	1.42	1.81	2.28
每股经营现金流(元)	1.41	1.52	2.14	2.35

相关报告

《快速扩张的地产服务业龙头》2011-2-15

投资要点

事件:

世联地产公布年报, 2010 年实现营业收入 127,200 万元, 较上年同期增长 72.29%; 归属母公司净利润 24,181 万元, 比去年同期增长 60.32%, 每股收益 1.11 元, 扣除非经常性损益后每股收益 1.05 元。公司拟每 10 股送 1.5 股并派现 2 元(含税), 资本公积转增股本每 10 股转增 3.5 股。

点评:

公司的业绩与业绩快报一致, 略高于此前市场的一致预期, 主要原因是公司的主营代理与顾问业务收入增长较快。

- 行业集中度继续提高, 公司代理业务市场份额明显上升, 缩小与易居的差距。公司 2010 年实现代理业务收入 9.04 亿元, 同比增长 77%。全年完成代理金额 1,216 亿元(结算金额 1,016 亿元), 增幅为 75%, 占全国商品房销售总额的 2.32%, 较 2009 年提升了 0.41 个百分点。同期易居的结算代理销售额约 1,062 亿元, 增速为 22%, 也高于全国房地产销售额增速, 行业的集中度继续提升, 同时公司缩小了与易居之间的差距, 均符合我们此前的判断。
- 代理行业竞争激烈, 公司代理佣金率总体平稳, 毛利小幅下降。公司 2010 年的代理佣金率为 0.89%, 较 2009 年的 0.88% 小幅上升, 符合我们的判断。相比而言, 易居的佣金率则持续下滑, 从 2009 年的 1.43% 继续下降到 1.1%, 可能由于世联地产所在的珠三角地区竞争一直激烈, 进入新区域并未大幅拉低佣金率。由于 2010 年公司扩张速度较快, 新

分析师 王晓冬

021-3856 5953

wxd@xyzq.com.cn

SAC:S0190110120019

联系人: 虞淼

021-38565969

yumiao@xyzq.com.cn

城市业务拓展导致代理业务毛利率从 51.4% 下降到了 47.5%。

- **顾问业务收入大幅增长，略超我们的预期。**公司 2010 年顾问业务收入 3.1 亿元，同比增长 97%，而 2007-2009 年公司顾问业务的收入在 1.5 亿元左右波动，2010 年顾问业务的合约数和合约单价均明显上升。2010 年全年地产投资维持高位，龙头企业顾问业务收入均大幅增长。我们预计未来几年随着房地产投资增速的回落，顾问业务的增速将有所下降。
- **二手房经纪业务受调控影响，收入有所下滑。**公司 2010 年经济业务收入 5,148 万元，较 2009 年下降 17%，毛利率为 1.12%，公司分店数从 29 家增加到了 41 家，但分店的平均销售额明显下降。
- 我们认为长期行业的集中度将持续提升，近几年公司仍将以扩大市场占有率为主要目标，公司代理业务市场份额的上升将是大概率的事件，预计未来两年收入增速能保持在 25% 左右。顾问业务保持稳定增长，增速将有所放缓，而公司的经纪业务则基本保持平稳。公司在扩张阶段有一定的成本压力，处在培育期的城市利润能否爆发仍有待观察（详细分析请见 2 月 14 日的调研简报《快速扩张的地产服务业龙头》）。
- 预计公司 2011-2013 年 EPS 为 1.42 元、1.81 元、2.28 元，对应的市盈率分别为 20 倍、16 倍、13 倍，维持“推荐”评级。

图 1、世联代理份额明显上升

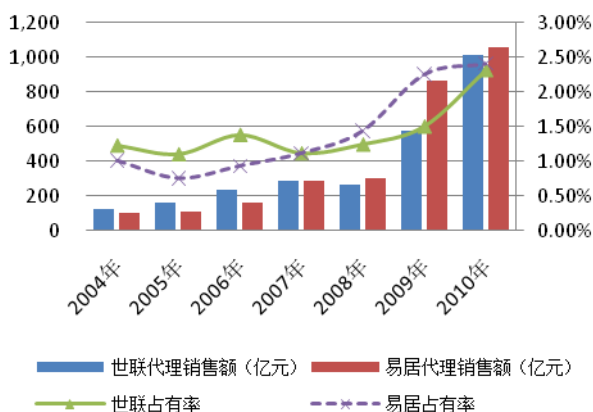
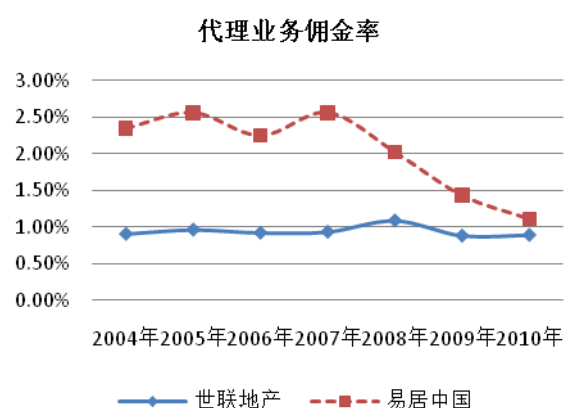
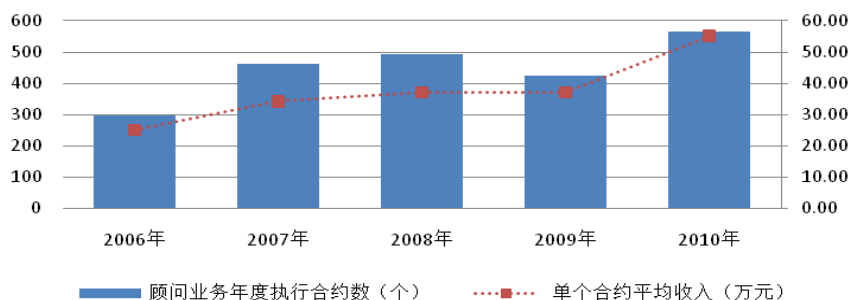


图 2、世联代理佣金率保持平稳



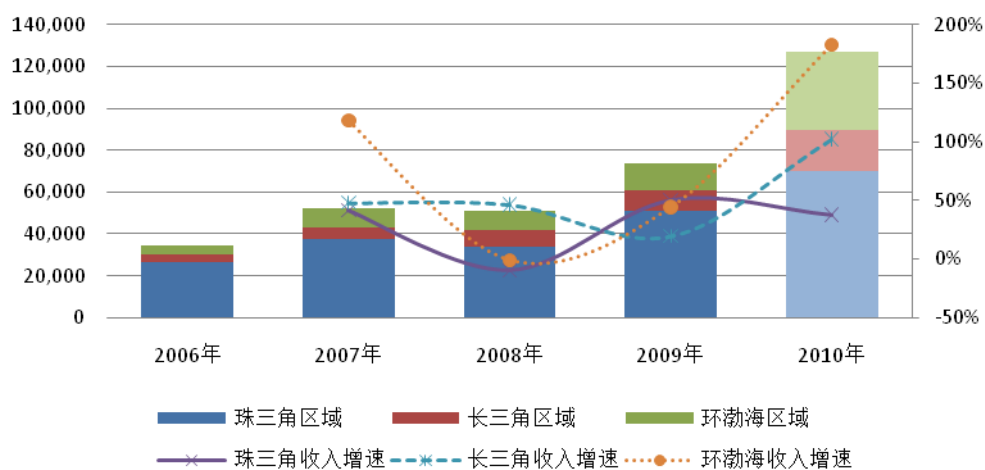
数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 3、顾问业务合约量价齐升



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 4、区域拓展初见成效：各区域收入情况（单位：万元）



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

注：环渤海区域包括 2010 年收购的山东世联怡高的收入

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1199	1523	1939	2401
货币资金	1023	1311	1694	2109
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	82	116	145	178
其他应收款	42	42	40	49
存货	0	0	0	0
非流动资产	398	502	577	678
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	59	59	59	59
投资性房地产	29	29	29	29
固定资产	204	292	374	471
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	4	7	9	11
资产总计	1597	2026	2516	3079
流动负债	380	447	530	578
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	33	27	37	32
其他	347	420	493	547
非流动负债	0	46	46	46
长期借款	0	46	46	46
其他	0	0	0	0
负债合计	380	493	575	624
股本	218	218	218	218
资本公积	585	585	585	585
未分配利润	333	612	966	1412
少数股东权益	24	30	45	63
股东权益合计	1217	1533	1941	2454
负债及权益合计	1597	2026	2516	3079

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	242	310	393	495
折旧和摊销	18	13	18	23
资产减值准备	4	-2	0	1
无形资产摊销	5	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-14	-16	-20	-26
投资损失	-2	0	0	0
少数股东损益	5	7	15	18
营运资金的变动	-50	-34	-49	-1
经营活动产生现金流量	282	330	465	511
投资活动产生现金流量	-210	-103	-102	-122
融资活动产生现金流量	-23	61	20	26
现金净变动	48	288	383	415
现金的期初余额	968	1023	1311	1694
现金的期末余额	1016	1311	1694	2109

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1272	1680	2106	2583
营业成本	689	903	1120	1372
营业税金及附加	70	91	114	139
销售费用	0	0	0	0
管理费用	208	281	347	413
财务费用	-14	-16	-20	-26
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0
营业利润	315	422	545	685
营业外收入	18	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0
利润总额	331	421	545	685
所得税	85	105	136	171
净利润	247	316	408	513
少数股东损益	5	7	15	18
归属母公司净利润	242	310	393	495
EPS (元)	1.11	1.42	1.81	2.28

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	72.3%	32.1%	25.3%	22.7%
营业利润增长率	64.0%	34.3%	28.9%	25.7%
净利润增长率	60.3%	28.1%	27.1%	25.9%
盈利能力(%)				
毛利率	45.8%	46.3%	46.8%	46.9%
净利率	19.0%	18.4%	18.7%	19.2%
ROE	20.3%	20.6%	20.8%	20.7%

偿债能力(%)

资产负债率	23.8%	24.3%	22.9%	20.3%
流动比率	3.15	3.41	3.66	4.15
速动比率	3.15	3.41	3.66	4.15

营运能力(次)

资产周转率	90.8%	92.8%	92.7%	92.3%
应收帐款周转率	2182.9	1671.4	1589.1	1574.0

每股资料 (元)

每股收益	1.11	1.42	1.81	2.28
每股经营现金	1.41	1.52	2.14	2.35
每股净资产	5.48	6.90	8.71	10.99

估值比率 (倍)

PE	25.9	20.3	15.9	12.7
PB	5.3	4.2	3.3	2.6

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:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

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 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

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。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司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。