

调控拉长结算周期

—— 世联地产调研报告

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

公司研究

事件:

我们于近日拜访了世联地产。

报告要点:

● **代理销售业务在主营业务中占据绝对地位。**根据2010年年报数据,公司的主营业务收入构成中,代理销售业务占比71.11%、顾问策划业务占比24.48%、经纪业务占比4.04%。代理销售业务在公司主营业务收入和利润中均占绝对地位。

● **调控拉长结算周期。**由于限购,预审批拉长交易时间半到一个月;由于限贷,银行放贷周期拉长;从预售到完成销售整个过程在开发商这边延长两到三个月。之后,开发商正式付款给公司,并签字盖章,公司才可确认收入。因此,在调控下,公司的结算周期被拉长。

● **收入与成本难匹配。**在行业发展的初期,通过规模扩张来发展是公司的基本战略,但收入状况却更多地依赖于市场,即在人员规模扩张的同时,业务规模扩张的瓶颈却在市场,这些因素导致公司的收入与成本难匹配。但当规模扩张达到一定程度,市场也逐步成熟的时候,收入的增长速度将快于成本的增加。

● **全国扩张,双管齐下。**在人员扩张的同时,公司在区域上的全国扩张亦在同步进行。公司的目标是未来在全国的市场占有率达到10%,目前约在2%左右。目前在全国扩张方面,公司采取双管齐下的策略,即收购兼并和新开分公司(在不同区域)同步进行。

● **估值与预测。**公司2010年实现每股收益1.11元,按最新股本摊薄后为0.74元。我们预计公司2011-2012年的每股收益分别为0.89元和1.09元(均按最新股本计算)。按5月26日的收盘价18.49元计算,对应的市盈率分别为24.96倍、20.78倍和17.01倍,估值基本合理,但在当前环境下也不具有明显的估值优势,给与“中性”评级。

● **风险提示。**政策调控的风险;销售受阻的风险。

世联地产 002285

评级: 中性(首次)

当前价格: ¥18.49

2011.05.30

基础数据

总市值(百万元)	6035
总股本/流通A股(百万股)	326.4/103
流通市值(百万元)	1907.97
每股净资产(元)	3.72
净资产收益率(%)	5

交易数据

52周内股价区间(元)	18.2~38.3
静态市盈率(倍)	24.96
动态市盈率(倍)	20.78
市净率(倍)	4.97

52周内股价走势图



	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	511.24	738.29	1272.00	1839.95	2467.74
增长率(%)	(2.20)	44.41	72.29	44.65	34.12
归属母公司股东的净利润(百万元)	66.37	150.83	241.77	290.71	354.75
增长率(%)	(17.74)	127.27	60.29	20.24	22.03
每股收益(元)	0.69	1.18	0.74	0.89	1.09
市盈率	26.75	15.69	24.96	20.78	17.01

数据来源: 爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

左红英 执业证书编号: S0820209120023

电话 021-32229888*3506

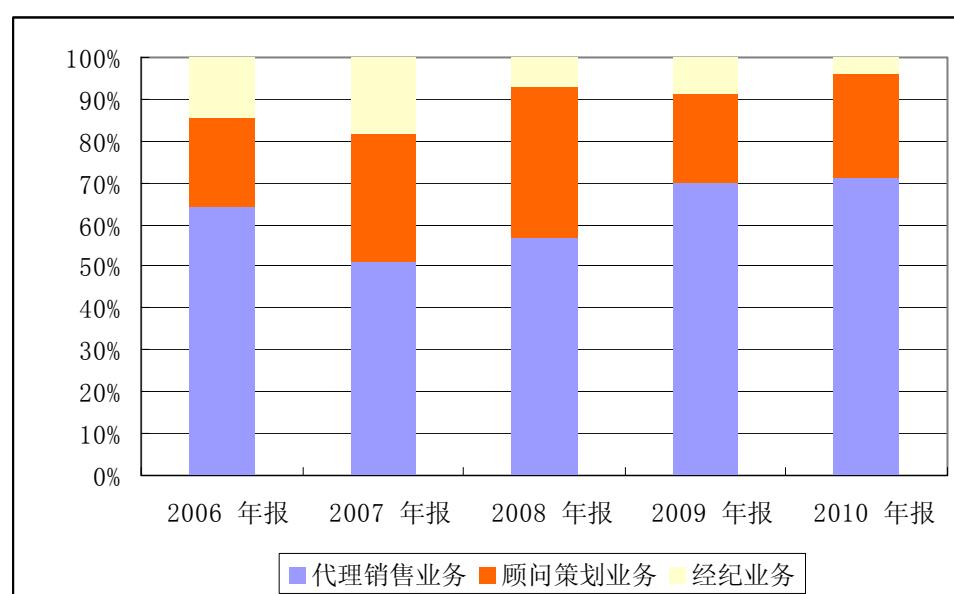
邮箱 zuohongying@ajzq.com

●代理销售业务在主营业务中占据绝对地位

公司的主营业务包括三大块，分别是代理销售业务、顾问策划业务和经纪业务。顾问策划业务主要是以报告、会议、培训及现场指导的方式为客户提供土地开发或物业开发的咨询服务。因此，顾问策划业务的收入来源是向客户收取策划咨询费用，一般根据报告的内容和人力时间投入等因素收取固定的咨询费。公司代理销售业务提供的服务主要包括前期市场调研、楼盘市场定位、销售策略报告以及现场售楼等。公司代理销售业务收入是根据代理销售额按照一定的比例向开发商收取代理佣金，对于参与前期策划的项目，还会收取一定金额的策划费用。公司的经纪业务分为二手房租赁代理业务与二手房买卖代理业务。二手房租赁代理业务是按所租赁房屋一个月的成交租金额标准，由出租双方与公司协商佣金比例，在签订房屋租赁合同时一次性收取的；二手房买卖代理业务是按所销售房屋的成交金额为标准，由买卖双方与公司协商比例收取佣金。

根据2010年年报数据，公司的主营业务收入构成中，代理销售业务占比71.11%、顾问策划业务占比24.48%、经纪业务占比4.04%；利润构成中，代理销售业务占比73.67%、顾问策划业务占比26.01%、经纪业务占比0.1%。代理销售业务在公司主营业务收入和利润中均占绝对地位。

图1 主营收入构成

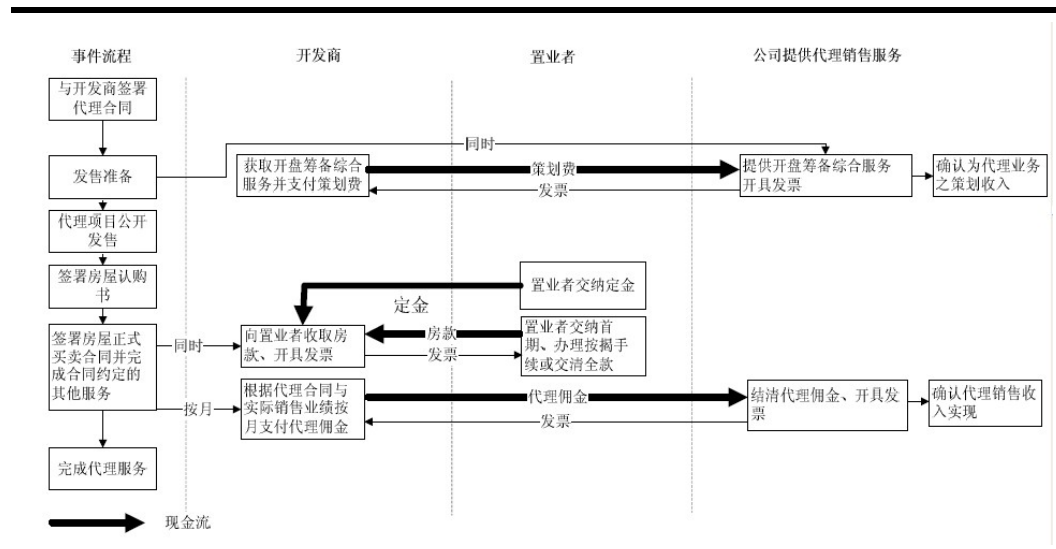


数据来源：公司公告，爱建证券研发部

●调控拉长结算周期

公司代理销售业务流程大致为：与开发商签约、代理销售、完成代理服务。而公司最终确认收入以开发商付款、签字盖章为准。在政策调控下，由于限购，预审批拉长交易时间半到一个月；由于限贷，银行放贷周期拉长；从预售到完成销售整个过程在开发商这边延长两到三个月。之后，开发商正式付款给公司，并签字盖章，公司才可确认收入。因此，在调控下，公司的结算周期被拉长。除了业绩确认时间的把控力较弱外，公司的业绩把控力也较弱。与开发商签约之后，仍存在较大不确定性，除了可能出现的销售不畅之外，开发商能否如期开盘，服务能否达到客户要求，双方合作是否顺利都受到很多不可预知的外界因素的影响。

图 2 代理销售业务流程



数据来源：公司公告

● 收入与成本难匹配

公司的成本费用具有以下特点：（1）公司属于人力资本密集型企业，人力成本是主要成本开支。2010 年成本费用中，固定性支出的工资占 28.10%，随业绩变动的奖金占 37.94%。如果短期内员工数量增加较快，相应人力成本会有比较明显提高，并且对今后长期的成本费用状况产生影响。（2）公司成本费用中，不与收入直接相关的固定成本的比重约为 68.91%，与收入直接相关的变动成本费用占比约为 31.09%，公司边际收入的成本费用率远低于综合成本费用率。在收入超过盈亏平衡点的情况下，公司新增加的收入不仅会带来毛利和净利润的增加，同时也会提高相关的毛利率和净利润率的水平。（3）公司的成本费用中，需要直接支付现金的支出占绝大多数，非付现的部分仅占营业成本和管理费用总额的 2.33% 左右。这使得在市场出现短期波动而影响到业务回款时，公司的现金储备可能在短时间内出现明显下降。

截止 2010 年底，公司共有在册员工 7265 人，较 2009 年底的 3481 人增加了 108.70%。2011 年预计公司人数仍将继续增加，但增速会低于 2010 年，具体仍视市场情况而定。新员工到岗初期需进行专门的培训，并不能为公司带来收入。因此，作为公司主要成本开支的人力成本大幅增加，使得公司在 2010 年的营业收入增长 72.29% 的情况下，归属于上市公司股东的净利润仅增长了 60.29%；2011 年 1 季度的营业收入同比增长了 33.27%，而净利润却同比下降了 24.68%。此外，由于结算时滞、人员到岗时间的影响，公司营业收入、营业利润和营业利润率季度变动不同步。此外，在行业发展的初期，通过规模扩张来发展是公司的基本战略，但收入状况却更多地依赖于市场，即在人员规模扩张的同时，业务规模扩张的瓶颈却在市场，这些因素导致公司的收入与成本难匹配。但当规模扩张达到一定程度，市场也逐步成熟的时候，收入的增长速度将快于成本的增加。

表 1：营业收入与营业利润季度变化（单位：万元）

项目	第 1 季度		第 2 季度		第 3 季度		第 4 季度	
	金额	占全年的比重	金额	占全年的比重	金额	占全年的比重	金额	占全年的比重
营业收入	26,131	20.54%	28155	22.14%	28,672	22.54%	44,241	34.78%
营业利润	10,677	33.93%	7482	23.78%	5,273	16.76%	8,033	25.53%

营业利润率	40.86%		26.57%		18.39%		18.16%	
-------	--------	--	--------	--	--------	--	--------	--

数据来源：公司公告

表 2：营业成本构成

成本项目	2010 年		2009 年		2008 年	
	占比	增长率	占比	增长率	占比	增长率
工资及奖金	75.69%	80.64%	75.84%	46.52%	64.29%	4.61%
租赁费用	3.28%	31.27%	4.52%	-27.59%	7.76%	-5.20%
差旅费	4.37%	116.21%	3.66%	-27.89%	6.30%	16.06%
保险费	7.38%	103.46%	6.57%	8.32%	7.53%	80.33%
广告展览费	0.74%	466.07%	0.24%	-61.74%	0.77%	-64.85%
办公费	0.48%	83.57%	0.47%	-63.92%	1.62%	-8.36%
交通费	0.82%	60.72%	0.93%	-15.28%	1.36%	-11.44%
劳保费	0.28%	57.62%	0.32%	-7.67%	0.43%	-62.67%
咨询费	1.09%	100.40%	0.99%	275.48%	0.33%	-63.47%
小计	94.13%	82.17%	93.53%	28.52%	90.40%	4.14%
营业成本	100.00%	81.01%	100.00%	24.21%	100.00%	6.15%

数据来源：公司公告

● 全国扩张，双管齐下

在人员扩张的同时，公司在区域上的全国扩张亦在同步进行。公司的目标是未来在全国的市场占有率达到10%，目前约在2%左右。全国扩张的成本大幅增加在短期内将影响公司的利润，但有利于公司的长远发展。目前在全国扩张方面，公司采取双管齐下的策略，即收购兼并和新开分公司（在不同区域）同步进行。在收购兼并方面，公司一般只考虑当地前3名的公司。在收购合同中一般会将付款等内容与业绩进行绑定，根据各地市场情况确定绑定期。在不适合收购的区域，公司采取新设子公司的方式。

● 估值与预测

公司2010年实现每股收益1.11元，按最新股本摊薄后为0.74元。公司预算2011年实现营业收入18.4亿元，较2010年增长44.65%；归属于上市公司股东的净利润2.91亿元，较2010年增长20.24%。据此计算公司2011年每股收益约为0.89元，我们预计公司2012年的每股收益约为1.09元（均按最新股本计算）。按5月26日的收盘价18.49元计算，对应的市盈率分别为24.96倍、20.78倍和17.01倍，估值基本合理，但在当前环境下也不具有明显的估值优势，给与“中性”评级。

● 风险提示。政策调控的风险；销售受阻的风险。

分析师简介：

左红英：上海交通大学管理学博士，2007年加入爱建证券有限责任公司，现从事房地产行业研究。

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及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服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品, 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。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。