

世联地产（002285）

推荐（维持）

市场份额持续提升，扩张期成本压力初现

市场数据

报告日期	2011-8-25
收盘价(元)	18.89
总股本(百万股)	326.40
流通股本(百万股)	103.19
总市值(百万元)	6165.70
流通市值(百万元)	1949.24
净资产(百万元)	1309.28
总资产(百万元)	1629.49
每股净资产	4.01

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1272	1713	2091	2561
同比增长(%)	72.3%	34.7%	22.0%	22.5%
净利润(百万元)	242	296	359	451
同比增长(%)	60.3%	22.3%	21.6%	25.6%
毛利率(%)	45.8%	44.7%	44.8%	44.9%
净利率(%)	19.0%	17.3%	17.2%	17.6%
净资产收益率(%)	20.3%	20.5%	19.9%	20.0%
每股收益(元)	0.74	0.91	1.10	1.38
每股经营现金流(元)	0.94	0.80	1.25	1.39

相关报告

《世联地产（002285）2010 年年报点评：维持高增长》
2011-3-25
《快速扩张的地产服务业龙头》2011-2-15

投资要点

事件：

世联地产公布中报，2011 年上半年实现营业收入 7.9 亿元，较上年同期增长 45.5%；归属母公司净利润 1.47 亿元，比去年同期增长 7.1%，每股收益 0.45 元。同时公司预告 1-9 月归属母公司净利润增速为 0%-30%。

点评：

公司此前发布的业绩预告上半年归属母公司净利润增速 0%-30%，中期业绩基本符合预期。

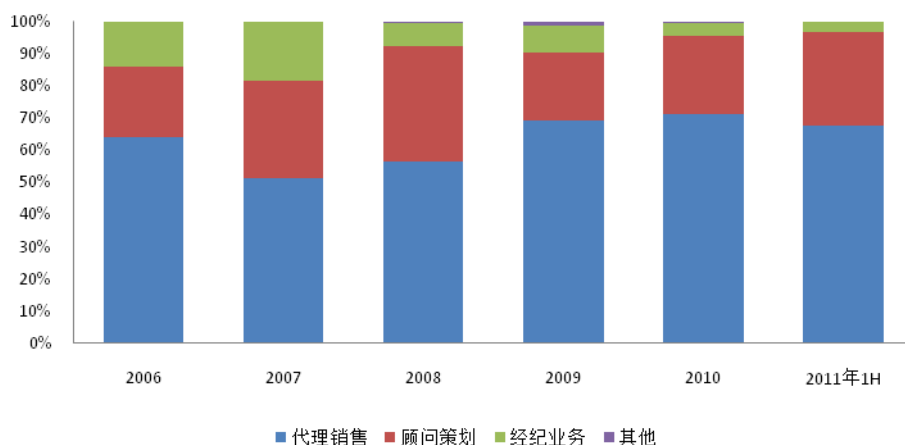
- **上半年代理业务收入 5.34 亿元，同比增长 39%，代理业务市场份额继续上升。**上半年结算的一手房代理销售金额 608 亿元，增幅为 47%，由于按揭贷发放时间延长，导致结算金额低于 662 亿元的实际完成额。上半年结算金额占全国商品房销售总额的 2.47%，较 2010 年提升了 0.54 个百分点。同期公司的竞争对手之一易居的结算代理销售额约 521 亿元，增速为 31%，也略高于全国商品房销售额增速，行业的集中度仍在提升，而世联的市场份额上升更为明显，公司代理业务的整体规模超越了易居。
- **代理业务佣金率略有下降。**公司 2011 年上半年的代理佣金率为 0.88%，较 2010 年的 0.89%小幅下降，近两年佣金率总体保持稳定，基本符合我们此前的判断。相比而言，竞争对手易居的佣金率从 2009 年的 1.43%下降到 2010 年的 1.1%，2011 年略有回升至 1.2%。较低的佣金率可能是公司占有率提升的原因之一。

联系人： 虞淼
021-38565969
yumiao@xyzq.com.cn

分析师 张忆东
SAC: S0190510110012

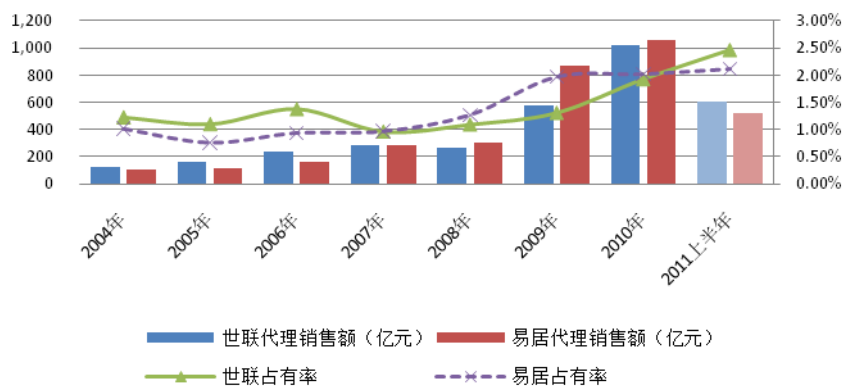
- **上半年顾问业务收入 2.29 亿元，同比增长 78%，略好于我们此前的预期。**
顾问业务是公司的传统强项，2007-2009 年公司顾问业务收入维持在 1.5 亿元左右，2010 年达到了 3.1 亿元，而今年仅上半年就实现收入 2.3 亿元，维持了较高的增速，好于我们此前的预期。上半年顾问业务项目数和单个项目合同金额均有所增长，顾问业务中政府土地一级开发项目明显减少。
- **二手房经纪业务上半年实现收入 2,532 万元，同比下滑 6%。**受调控影响，二手房市场的竞争更加激烈，公司上半年二手房交易套数和佣金率均有下滑，经纪业务毛利率为-9%，分店数从去年年末的 41 家增加到了 48 家。
- **规模扩张导致成本费用率上升，影响营业利润率。**上半年成本费用率为 68.5%，比去年同期增加 7 个百分点，比去年全年低 2 个百分点，同时上半年营业利润率为 26.4%，下降了 7 个百分点。成本费用率上升主要由于公司在扩张期人力成本、租金差旅等费用明显增长，公司的员工数量从 2009 年末的 3,481 人增加到了 2010 年末的 7,262 人。此外，上半年股权激励的摊销成本 1,282 万元，约为营业收入的 1.6%。
- 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，但佣金率短期难以大幅提升。下半年全国房地产投资增速有下降的风险，公司的顾问业务能否保持高增长有一定的不确定性。近几年经纪业务对业绩的贡献程度有限。公司在扩张阶段有一定的成本压力，但区域集中度提高后会形成规模效应并缓解竞争压力，处在培育期的城市利润能否爆发有待观察。
- 预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.91 元、1.10 元、1.38 元，对应的市盈率分别为 21 倍、17 倍、13 倍，维持“推荐”评级。

图 1、世联地产收入结构



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 2、世联代理份额继续上升



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 3、世联代理完成额月度分布

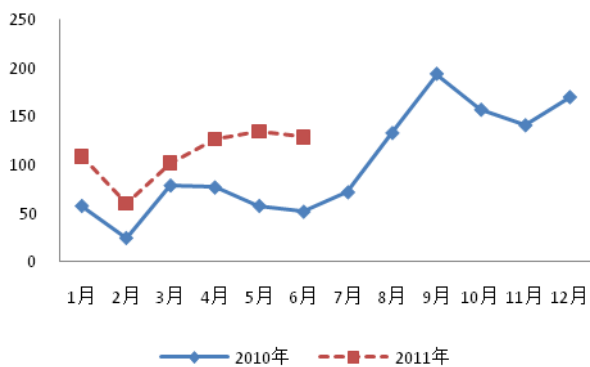
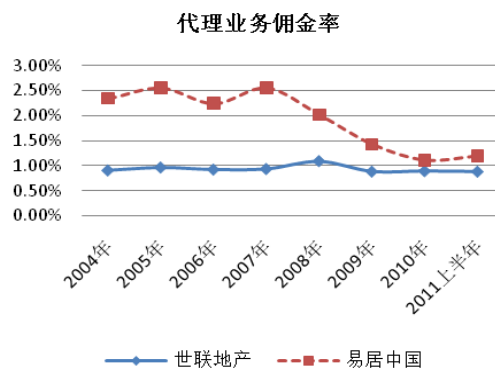
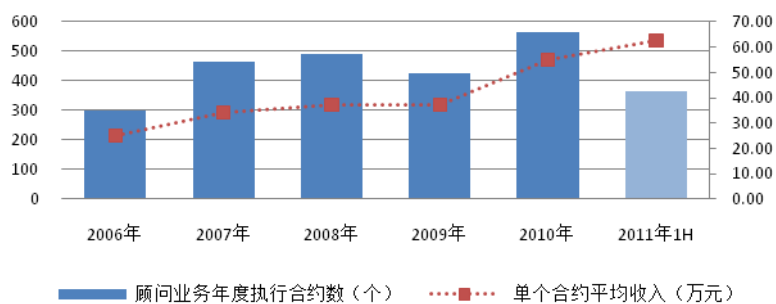


图 4、世联与易居代理佣金率保持平稳



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 5、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 6、世联地产 2010 年员工数量明显增长

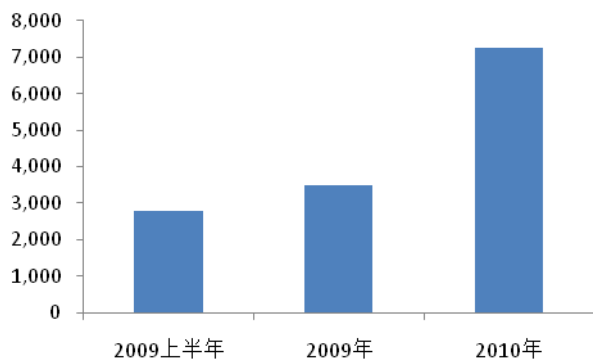
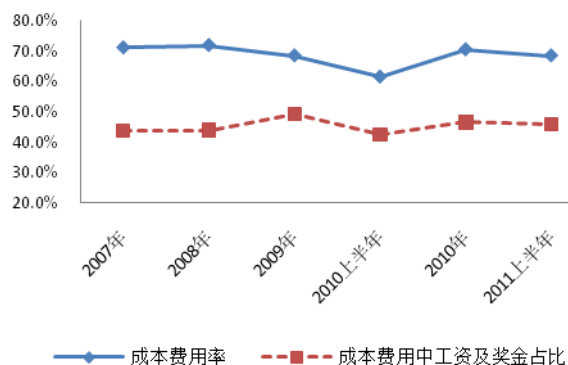
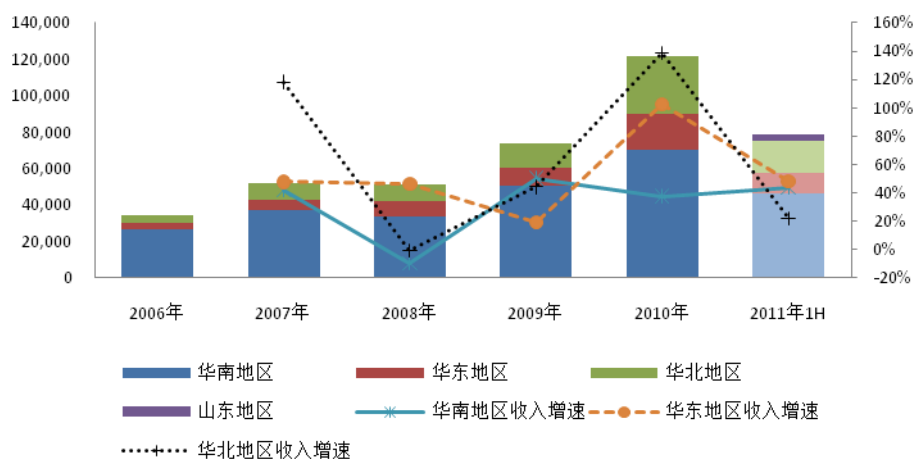


图 7、世联地产成本费用率与员工薪酬



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 8、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

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1199	1423	1801	2222
货币资金	1023	1151	1476	1834
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	82	152	186	227
其他应收款	42	64	79	96
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	1925	2378	2900
流动负债	380	450	529	581
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	33	30	36	35
其他	347	420	493	547
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	380	450	529	581
股本	218	326	326	326
资本公积	585	509	509	509
未分配利润	333	523	846	1252
少数股东权益	24	30	45	63
股东权益合计	1217	1475	1849	2319
负债及权益合计	1597	1925	2378	2900

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	242	296	359	451
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	-25
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	22	-25	12
经营活动产生现金流量	282	260	407	455
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	-28	20	25
现金净变动	48	129	325	357
现金的期初余额	968	1023	1151	1476
现金的期末余额	1016	1151	1476	1834

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1272	1713	2091	2561
营业成本	689	947	1153	1412
营业税金及附加	70	93	113	138
销售费用	0	0	0	0
管理费用	208	286	345	410
财务费用	-14	-16	-20	-25
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	404	499	626
营业外收入	18	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0
利润总额	331	403	499	626
所得税	85	101	125	156
净利润	247	302	374	469
少数股东损益	5	7	15	18
归属母公司净利润	242	296	359	451
EPS (元)	0.74	0.91	1.10	1.38

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	72.3%	34.7%	22.0%	22.5%
营业利润增长率	64.0%	28.3%	23.6%	25.3%
净利润增长率	60.3%	22.3%	21.6%	25.6%
盈利能力(%)				
毛利率	45.8%	44.7%	44.8%	44.9%
净利率	19.0%	17.3%	17.2%	17.6%
ROE	20.3%	20.5%	19.9%	20.0%

偿债能力(%)

资产负债率	23.8%	23.4%	22.2%	20.1%
流动比率	3.15	3.16	3.41	3.82
速动比率	3.15	3.16	3.41	3.82

营运能力(次)

资产周转率	90.8%	97.3%	97.2%	97.0%
应收帐款周转率	2182.9	1441.9	1221.4	1223.4

每股资料 (元)

每股收益	0.74	0.91	1.10	1.38
每股经营现金	0.94	0.80	1.25	1.39
每股净资产	3.65	4.43	5.53	6.91

估值比率 (倍)

PE	25.2	20.6	17.0	13.5
PB	5.1	4.2	3.4	2.7

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。