

证券研究报告

行业



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

推荐 (维持)

分析师 张忆东
SAC: S0190510110012

世联地产 (002285)

调研信息速递

2011 年 11 月 14 日

投资要点

近期我们拜访了世联地产, 调研信息如下:

- **受市场调整影响, 代理业务销售完成额增速下降, 但市场份额继续提升。**三季度以来全国新房销售情况不佳, 受行业调整影响, 公司的完成代理销售额增速也有所放缓, 完成代理额增速从 7 月以来连续三个月下降, 其中 9 月份当月完成代理额比去年 9 月下降约 29%。公司代理销售情况好于全国与重点城市的销售情况, 公司今年 1-9 月累计完成销售额同比增幅约 44%, 而我们统计的重点城市 (16 个一、二线城市) 累计同比下降约 7%, 以全国商品房口径计算, 公司代理业务的占有率从去年年末的 2.32% 上升到了今年三季度末的 2.74%, 市场份额继续提升。
- **代理业务收入确认滞后导致收入增速放缓。**公司前三季度代理业务实现营业收入 7.8 亿元, 为去年全年的 86%, 三季度单季度营业收入 2.4 亿元, 低于前两个季度的均值, 但三季度完成的代理额高于前两个季度, 收入确认滞后是结算收入偏低的主要原因。代理销售业务的结算需要开发商签字确认, 但由于开发商预期资金紧张, 而银行放款周期也比以往增加 2 个月左右, 开发商存在拖延确认的情况, 导致公司代理销售业务的结算周期较长。目前公司大约有 640 亿元左右的已售未结资源, 折合约 5.6-5.8 亿元的代理收入。
- **顾问业务收入增长稳定。**前三季度顾问策划业务实现营业收入 3.52 亿元, 为去年全年的 113%, 其中三季度收入为 1.24 亿元, 增速较为平稳, 预计全年能实现 45% 左右的收入增速, 由于顾问业务滞后于行业周期, 随着近期投资增速和新项目增速的下降, 未来顾问业务的持续高增长有一定的不确定性。
- **员工规模进入平稳期, 收入与成本不匹配导致业绩波动增大。**目前公司有员工约 9,000 人, 比年初增加约 2100 人, 短期内公司的员工规模进入平稳期, 目前的员工规模足以支撑 1500-2000 亿元左右的代理额, 稳定的规模也有利于人才体系的完善。今年前三季度公司的人力成本、差旅费比去年同期增加了约 50%, 而收入增速约为 40%, 收入与成本的不匹配导致前三季度的成本费用率达到了 73.6%, 比去年同期增加 7 个百分点, 三季度净利润也略低于去年同期。预计未来整体成本与费用将基本稳定, 如果代理业务稳定且收入确认周期缩短, 成本费用率将有所回落。
- **探索物业管理业务, 拓展新业务方向。**公司于 2011 年 8 月 25 日利用 2100 万元超募资金收购了青岛雅园物业管理公司 60% 的股权, 物业管理将成为未来的业务方向之一。公司物业管理业务的目标对象为二三线城市的甲级写字楼, 由于物业管理收入波动性相对较小, 增加物业管理业务收入占比将一定程度上

提升公司的抗周期能力，目前公司对物业管理业务仍在摸索学习阶段，短期对于收入和利润影响有限。

- 我们认为公司在平台、品牌方面有一定优势，长期行业的集中度将继续提升，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，短期受市场整体销量影响较为明显；由于全国房地产投资增速开始下降，预计公司的顾问业务增速将略有放缓；经纪业务对业绩的贡献程度有限；物业管理业务目前仍在摸索阶段，长期值得继续关注。
- 预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.66 元、0.85 元、1.14 元，对应的市盈率分别为 21 倍、16 倍、12 倍，短期估值优势不明显，仍看好公司的长期发展，维持“推荐”评级。
- 风险提示：全国新房销量持续低迷。

图 1、世联地产收入结构

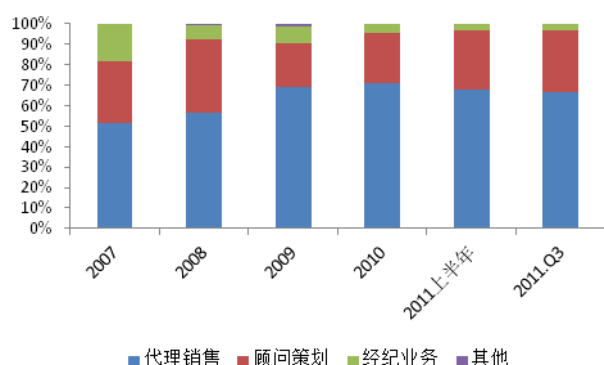
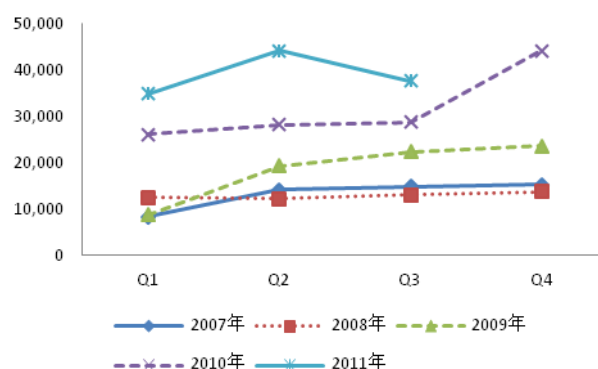


图 2、世联地产单季度收入



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 3、世联代理业务占有率（代理额：全国销售额）

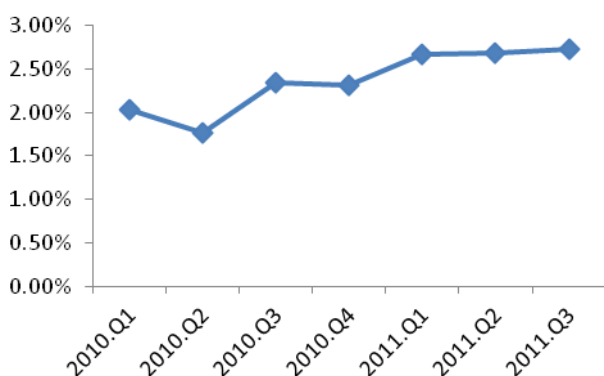
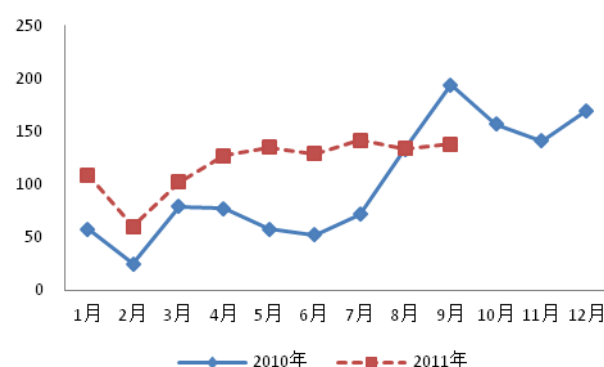


图 4、世联代理完成额月度分布



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	1344	1638	1980
货币资金	1023	1086	1322	1602
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	82	143	180	220
其他应收款	42	60	76	93
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	1846	2216	2657
流动负债	380	452	530	582
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	33	32	38	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	452	530	582
股本	218	326	326	326
资本公积	585	509	509	509
未分配利润	333	450	699	1034
少数股东权益	24	30	45	63
股东权益合计	1217	1395	1686	2076
负债及权益合计	1597	1846	2216	2657

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	242	215	276	372
折旧和摊销	18	13	18	23
资产减值准备	4	-2	1	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	-18	-22
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	7	-20	11
经营活动产生现金流量	282	195	321	379
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	-29	18	22
现金净变动	48	63	237	279
现金的期初余额	968	1023	1086	1322
现金的期末余额	1016	1086	1322	1602

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1272	1608	2024	2477
营业成本	689	972	1211	1449
营业税金及附加	70	87	109	134
销售费用	0	0	0	0
管理费用	208	269	334	396
财务费用	-14	-16	-18	-22
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	296	388	520
营业外收入	18	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0
利润总额	331	295	388	520
所得税	85	74	97	130
净利润	247	221	291	390
少数股东损益	5	7	15	18
归属母公司净利润	242	215	276	372
EPS (元)	0.74	0.66	0.85	1.14

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	72.3%	26.4%	25.9%	22.4%
营业利润增长率	64.0%	-5.8%	31.0%	34.0%
净利润增长率	60.3%	-11.1%	28.4%	34.8%
盈利能力(%)				
毛利率	45.8%	39.5%	40.2%	41.5%
净利率	19.0%	13.4%	13.6%	15.0%
ROE	20.3%	15.8%	16.8%	18.5%
偿债能力(%)				
资产负债率	23.8%	24.5%	23.9%	21.9%
流动比率	3.15	2.97	3.09	3.40
速动比率	3.15	2.97	3.09	3.40
营运能力(次)				
资产周转率	90.8%	93.4%	99.6%	101.7%
应收帐款周转率	2182.9	1409.5	1238.4	1223.1
每股资料(元)				
每股收益	0.74	0.66	0.85	1.14
每股经营现金	0.94	0.60	0.98	1.16
每股净资产	3.65	4.18	5.03	6.17
估值比率(倍)				
PE	18.2	20.5	16.0	11.9
PB	3.7	3.2	2.7	2.2

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

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

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。

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。