世联地产（002285）

增持/维持评级

股价：RMB13.17

分析师

鱼晋华
SAC 执业证书编号:S1000510120035
(0755)8249 2232
yujinhua@mail.htlhsc.com.cn

周雅婷
SAC 执业证书编号:S1000511090011
(0755)8212 5148
zhouyt@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

公司研究-世联地产（002285）110824：等待结算加速为销售正名-2011 年半年报点评（增持）

公司研究-世联地产（002285）110421：扩张支出压力加剧-2011 年一季报报点评（增持）

公司研究-世联地产（002285）110324：吹响进军三四线的号角-2010 年报点评（增持）

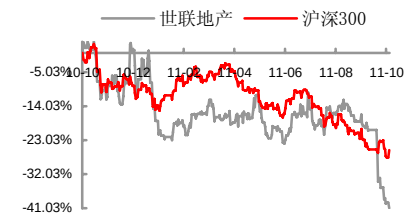
公司研究-世联地产（002285）110124：穿越股权激励的迷雾-世联调研报告（增持）

公司研究-世联地产（002285）100826：加速成长（增持）

基础数据

总股本（百万股）	326
流通 A 股（百万股）	326
流通 B 股（百万股）	0
可转债（百万元）	
流通 A 股市值（百万元）	4,299

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

结算速度低于预期

——2011 年三季报点评

- 公司公布三季报，1-6 月实现营业收入 11.7 亿元，同比上涨 40.6%，净利润 1.75 亿，同比下跌 1.56%。实现 EPS0.54 元。公利润增速小于营收增速的主要原因仍来自结算周期的滞后导致收入与成本费用支出的不匹配。
- 2011 年 1-9 月份公司累计实现代理销售金额 1076 亿元，比上年同期增长 43.85%，销售表现仍持续好于行业平均及主要开发商前三季度销售表现。但公司 1-9 月完成结算的销售代理金额仅为 865 亿元，实现代理佣金收入 7.7 亿元。公司目前仍有 640-670 亿左右已售未结资源，预计其中绝大部分将进入明年结算。由于受宏观紧缩政策影响，开发商在谨慎看待后市的同时尽量拉长资金开支时间，这直接导致公司销售佣金结算周期从 3 个月拉长至半年以上。虽然现金周转并不是公司这样的轻资产公司目前这个阶段的主要制约瓶颈，但结算的滞后将对当年业绩产生较大影响。
- 截止目前公司今年新增人员在 2000 人左右，较去年末增加 29%，员工总数约 9000 人，受市场转冷和自身结算滞后的影响，预计年内公司人员扩张将暂告一段落。这将有助于公司年内成本和费用的稳定。考虑到公司目前的人员规模以及明年市场持续面临调控带来的销售不确定性，我们预计公司在顾问及销售代理业务上的人员扩张步伐将放缓。而公司明年重点培养的物业管理业务虽仍然会带来人员的招聘和扩张，但由于此业务收入与成本费用匹配增长的特性，预计将不会对公司毛利净利水平产生显著影响。
- 公司在今年市场压力加大的情况下采用缴纳合作诚意金的方式与合肥、重庆、厦门三家区域小开发商进行合作，共出资 1.2 亿质押一年。这种方式实际上可视作公司利用资金优势为合作对象做短期融资。公司在单笔金额较小，风险相对可控的情况下做长期合作模式尝试，但综合公司资金状况和发展风格考虑，我们不认为这一模式会是长期趋势。
- 由于公司结算进度显著低于预期，我们下调了公司的盈利预测，预计公司 2011、2012 年 EPS 为 0.66 元和 0.79 元，对应 PE 为 20.5X 和 17.2X，维持公司增持评级。
- 风险提示：公司结算的不确定性将导致业绩巨幅波动从而对股价产生影响。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1272.0	1363	1667	2034
(+/-%)	72.3	7	22	22
归属母公司净利润(百万元)	241.8	216	257	314
(+/-%)	60.3	-11	19	22
EPS(元)	0.74	0.66	0.79	0.96
P/E(倍)	17.8	20.5	17.2	14.1

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表 单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012	2013E
流动资产	1199	1437	1630	1876
现金	1023	1265	1425	1634
应收账款	82	81	98	122
其他应收款	42	43	43	43
预付账款	50	46	62	75
存货	0	0	0	0
其他流动资产	2	2	2	2
非流动资产	398	429	531	585
长期投资	59	59	59	59
固定资产	204	243	347	406
无形资产	4	3	1	-1
其他非流动资	130	124	124	120
资产总计	1597	1865	2161	2461
流动负债	380	387	441	448
短期借款	0	0	0	0
应付账款	33	31	40	49
其他流动负债	347	355	401	398
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	0	0	0	0
负债合计	380	387	441	448
少数股东权益	24	38	60	88
股本	218	326	326	326
资本公积	585	585	585	585
留存收益	390	530	749	1014
归属母公司股	1193	1441	1660	1926
负债和股东	1597	1865	2161	2461

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012	2013E
经营活动现	306	254	306	324
净利润	247	230	279	343
折旧摊销	18	16	20	25
财务费用	-14	-6	-13	-15
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	56	11	24	-28
其他经营现金	1	6	-2	1
投资活动现	-213	-51	-121	-81
资本支出	128	50	120	80
长期投资	-73	0	0	0
其他投资现金	-157	-1	-1	-1
筹资活动现	-39	39	-25	-33
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	90	109	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	-128	-70	-25	-33
现金净增加额	55	242	160	210

利润表 单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1272	1363	1667	2034
营业成本	689	729	900	1108
营业税金及附加	70	96	132	163
营业费用	0	0	0	0
管理费用	208	237	290	331
财务费用	-14	-6	-13	-15
资产减值损失	7	7	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
营业利润	315	303	361	449
营业外收入	18	6	6	8
营业外支出	1	1	0	0
利润总额	331	307	367	457
所得税	85	78	88	114
净利润	247	230	279	343
少数股东损益	5	14	22	29
归属母公司净利	242	216	257	314
EBITDA	319	313	367	459
EPS（元）	1.11	0.66	0.79	0.96

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	72.3%	7.2%	22.3%	22.0%
营业利润	64.0%	-3.6%	18.9%	24.6%
归属母公司净利	60.3%	-10.7%	18.9%	22.4%
获利能力				
毛利率(%)	45.8%	46.6%	46.0%	45.5%
净利率(%)	19.0%	18.1%	17.7%	18.2%
ROE(%)	20.3%	15.0%	15.5%	16.3%
ROIC(%)	318.5	225.0	151.4	126.8
偿债能力				
资产负债率(%)	23.8%	20.7%	20.4%	18.2%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.15	3.72	3.70	4.19
速动比率	3.15	3.72	3.70	4.19
营运能力				
总资产周转率	0.91	0.79	0.83	0.88
应收账款周转率	22	16	18	18
应付账款周转率	30.06	22.54	25.07	24.78
每股指标（元）				
每股收益(最新	1.11	0.66	0.79	0.96
每股经营现金流	1.41	0.78	0.94	0.99
每股净资产(最	5.48	4.42	5.09	5.90
估值比率				
P/E	25.95	20.49	17.23	14.08
P/B	5.26	3.07	2.66	2.30
EV/EBITDA	16	11	9	7

数据来源：华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段	报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数	沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买　入	股价超越基准 20%以上
增　持	股价超越基准 10%-20%
中　性	股价相对基准波动在 ± 10% 之间
减　持	股价弱于基准 10%-20%
卖　出	股价弱于基准 20%以上

行业评级

增　持	行业股票指数超越基准
中　性	行业股票指数基本与基准持平
减　持	行业股票指数明显弱于基准

深　圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码：518048

电　　话：86 755 8249 3932

传　　真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上　海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码：200120

电　　话：86 21 5010 6028

传　　真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责申明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司