

分析师： 崔娟  
执业证书编号： S0050510120010  
Tel: 010-59355903  
Email: cuij@chinans.com.cn  
地址： 北京市金融大街5号新  
盛大厦7层(100140)



# 世联地产 (002285.SZ)

## 盈利增速放缓，发展趋势未变

### 投资要点

- 1、前三季度净利润略有下降。前三季度公司实现营业收入11.67亿元，同比增长40.62%；实现净利润1.75亿元，同比下降1.56%；每股收益0.54元，净资产收益率13.86%，同比减少2.97个百分点。
- 2、营业成本上升，毛利率下降。由于公司扩张速度较快，营业成本同比大幅上升。前三季度公司营业成本6.97亿元，同比增长64.72%，主要由于人力成本、办公场所和差旅费用增加。前三季度公司营业税金及附加本期累计比上年同期增长47.83%，营业总成本同比增长53.68%。
- 3、盈利增速放缓，发展趋势未变。我们认为房地产中介服务业发展空间巨大，公司具备较强的品牌优势和规模优势，全国布局逐步形成。上半年华南区域营业收入占比继续下降，由59.41%下降至58.75%，和2009年相比已下降10.11个百分点，公司新增子公司逐步盈利。但由于房地产市场销售增速下滑是大概率事件，因此公司盈利增速将低于预期。
- 4、下调评级至“增持”。由于营业成本上升较快，并且受调控影响收入增速放慢，下调公司盈利预测，预计2011年至2013年每股收益分别为0.67元、0.81元和1.18元，下调评级至“增持”。

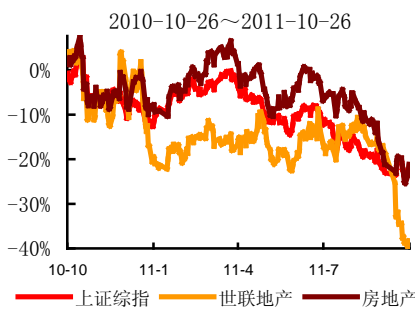
### 房地产

投资评级	
本次评级:	增持
跟踪评级:	下调
目标价格:	17.9

### 市场数据

市价(元)	13.55
上市的流通 A 股(亿股)	1.03
总股本(亿股)	3.26
52 周股价最高最低(元)	12.86-36.28
上证指数/深证成指	2409.67/10203.40
2010 年股息率	0.00%

### 52 周相对市场表现



### 相关研究

公司财务数据及预测				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1272.00	1766	2306	3182
增长率(%)	72.29	38.82	30.59	38.01
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	241.77	218	266	385
增长率(%)	60.29	-9.89	21.99	44.69
毛利率(%)	45.80	34.67	39.19	40.15
净资产收益率(%)	20.27	15.88	16.45	19.48
EPS(元)	1.11	0.67	0.81	1.18
P/E(倍)	18.29	20.30	16.64	11.50
P/B(倍)	3.85	3.22	2.74	2.24

来源：公司年报、民族证券

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	<b>1,199</b>	<b>1,495</b>	<b>1,795</b>	<b>2,248</b>
货币资金	1,023	1,327	1,576	1,945
应收帐款	84	71	92	127
预付帐款	50	71	92	127
其他应收款	42	26	35	48
存货	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>398</b>	<b>311</b>	<b>378</b>	<b>488</b>
长期股权投资	59	59	59	59
非营业投资	29	31	31	31
固定资产及其他	262	177	231	318
递延所得税资产	47	44	58	80
<b>资产总计</b>	<b>1,597</b>	<b>1,806</b>	<b>2,173</b>	<b>2,735</b>
<b>流动负债</b>	<b>380</b>	<b>406</b>	<b>524</b>	<b>721</b>
应付账款	33	46	56	76
预收款项	17	21	28	38
其他应付款	19	21	25	34
短期借款	0	0	0	0
一年内到期非流动负债	0	0	0	0
交易性金融负债	0	0	0	0
其他流动负债	311	318	415	573
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
预计负债	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>380</b>	<b>406</b>	<b>524</b>	<b>721</b>
归属母公司所有者权益	1,193	1,372	1,616	1,974
少数股东权益	24	28	33	40
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,597</b>	<b>1,806</b>	<b>2,173</b>	<b>2,735</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	<b>272</b>	<b>242</b>	<b>315</b>	<b>479</b>
净利润	242	218	266	385
财务费用	(14)	(16)	(9)	(6)
投资损失	(2)	(2)	0	0
营运资金变动	56	27	58	101
其它	(10)	15	1	(1)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(212)</b>	<b>86</b>	<b>(54)</b>	<b>(88)</b>
资本支出	(174)	86	(54)	(88)
其他	(38)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(5)</b>	<b>(23)</b>	<b>(13)</b>	<b>(21)</b>
借款收到现金	0	0	0	0
新发股份	(38)	(0)	(0)	0
分红	0	(38)	(22)	(27)
少数股东融资	19	(0)	(1)	(1)
财务费用	14	16	9	6
<b>现金净增加额</b>	<b>55</b>	<b>305</b>	<b>248</b>	<b>370</b>

资料来源：公司报表、民族证券

**利润表**

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>1272</b>	<b>1766</b>	<b>2306</b>	<b>3182</b>
营业成本	689	1154	1402	1905
营业税金及附加	70	97	127	175
营业费用	0	0	0	0
管理费用	208	230	415	573
财务费用	(14)	(16)	(9)	(6)
资产减值损失	7	7	9	13
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	0	0
<b>营业利润</b>	<b>315</b>	<b>296</b>	<b>362</b>	<b>523</b>
营业外收支	17	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>331</b>	<b>296</b>	<b>362</b>	<b>523</b>
所得税	85	74	90	131
<b>净利润</b>	<b>247</b>	<b>222</b>	<b>271</b>	<b>392</b>
少数股东损益	5	4	5	8
<b>归属母公司净利润</b>	<b>242</b>	<b>218</b>	<b>266</b>	<b>385</b>
EBITDA	301	280	353	517
EPS（元）	0.74	0.67	0.81	1.18

**主要财务比率**

	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	72.29%	38.82%	30.59%	38.01%
营业利润增长率	63.97%	-5.79%	21.99%	44.69%
归属母公司净利润增长率	60.29%	-9.89%	21.99%	44.69%
投资资本增长率	21.37%	15.96%	17.36%	21.56%
净资产增长率	20.56%	15.05%	17.78%	22.15%
<b>获利能力</b>				
毛利率	45.81%	34.67%	39.19%	40.15%
净利率	19.38%	12.59%	11.76%	12.33%
ROE	20.27%	15.88%	16.45%	19.48%
ROIC	17.63%	14.38%	15.59%	19.14%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	23.80%	22.48%	24.12%	26.38%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.15	3.68	3.42	3.12
速动比率	3.15	3.68	3.42	3.12
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.91	1.04	1.16	1.30
应收帐款周转率	21.80	22.84	28.32	28.99
应付帐款周转率	30.06	29.08	27.43	28.80
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.74	0.67	0.81	1.18
每股经营现金	0.83	0.74	0.97	1.47
每股净资产	3.65	4.20	4.95	6.05
<b>估值比率</b>				
P/E	18.29	20.30	16.64	11.50
P/B	3.71	3.22	2.74	2.24
PEG	0.30	(2.05)	0.76	0.26
EV/EBITDA	5.85	15.87	12.64	8.63

## 分析师简介

崔娟：先后毕业于天津财经大学国际金融专业和加拿大曼尼托巴大学精算专业，2005年7月加盟民族证券研发中心，现任金融地产研究小组组长。对宏观经济理解深刻，能够准确把握行业和公司的发展脉络，并具备一定的前瞻性。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn