

世联地产 (002285)

增持/维持评级

股价: RMB12.55

分析师

周雅婷
SAC 执业证书编号:s1000511090011
(0755)8212 5148
zhoyt@mail.htlhsc.com.cn

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

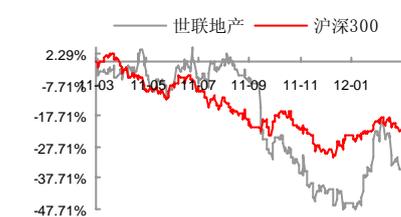
相关研究

- 公司研究-世联地产 (002285) 111025: 结算速度低于预期-2011 年三季报点评 (增持)
- 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)	4,096

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

业绩变脸的背后

—2011 年报点评

- 业绩表现:** 2011 年度公司实现营业收入 16.56 亿元, 较上年同期增长 30.2%, 归属于上市公司股东的净利润为 1.57 亿元, 较上年同期下降 34.9%。实现 EPS0.48 元。公司增收不增利的主要原因在于年内中止股权激励计划加速计提激励费用 0.66 亿元, 以及由于市场的影响分公司盈利不达预期, 计提商誉减值准备 0.32 亿元。股权激励费用提前计提和商誉减值准备共计 0.98 亿元, 影响税后 EPS 约 0.23 元。
- 未结资源:** 公司目前累计已实现但未结算的代理销售额约 600 亿~630 亿元, 占今年总实现代理额的 42.1%, 将在未来的 3 至 9 个月为公司带来约 5.0 亿~5.2 亿元的代理费收入; 其中属于公司 100%控股子公司的未结算代理销售额约 550 亿~580 亿元, 将在未来的 3 至 9 个月为公司带来约 4.4 亿~4.6 亿元的代理费收入。按 4.4 亿未结代理费及剔除异常费用后正常净利率计算, 公司未结税后净利润约为 0.88 亿元, 未结 EPS 约 0.27 元。
- 真实增速讨论:** 公司以高成长、高弹性的姿态上市, 今年业绩急速“变脸”下滑使得估值一路下跌。我们认为对于公司未来成长性的判断需要剥离今年意外因素的影响后做进一步探讨。影响公司今年业绩表现的两大因素, 一是结算的滞后 (影响 EPS 约 0.27 元), 二是两项异常费用的计提 (合计影响税后约 0.23 元), 如果不考虑这两大因素的影响, 公司今年可实现的 EPS 约 0.98 元, 同比去年可增长 32.4%。这样的增速表现或仍将可以被资本市场所接受。
- 毛利率下滑讨论:** 毛利率的下滑也是公司今年在资本市场颇受诟病的另一焦点话题。由于结算收入和成本费用支出不匹配, 我们认为公司财务报表上呈现出来的毛净利率情况不具备可比性。我们使用公司每年实现的代理销售金额作为基数重新对 2010 及 2011 年的成本费用率进行了还原计算, 我们认为这一数据可以更真实的反映公司年内在现有人力资源情况下的盈利能力。公司 2010、2011 年的成本费用率分别为 67%和 72%; 年内成本费用率上升了 5 个百分点 (报表显示的上升幅度为 8.2 个百分点)。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1656	2042	2407	2788
(+/-%)	30	23	18	16
归属母公司净利润(百万元)	157	269	305	353
(+/-%)	-35	71	13	16
EPS(元)	0.48	0.83	0.93	1.08
P/E(倍)	26.4	15.4	13.6	11.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

-
- **判断费用率上升主要源于工资水平增长：**由于公司主要的成本和费用均来自于人员工资开支，我们认为公司年内成本费用率较上年上升 5 个百分点可以从两方面来分析：一是人员效率是否下降？公司年内员工人数较上年同比增长了 45.6%，营业收入增速为 30.2%，若考虑部分剔除年内代理收入滞后结算的影响（假设被滞后部分 50%可在年内结算），则公司年内营收增速应为 47.5%。相比较于 45.6%的人员增速，员工的效率未见明显下滑。在人员效率下滑影响被剔除后，另一可以导致成本上升的原因则体现为工资水平的上升。考虑到去年的通胀水平，5%的工资涨幅也属合理范围。但对于公司这样一个人力成本密集型企业，2011 年受到市场下滑以及通货膨胀的影响更为显著，佣金率的下滑（2011 年较上年下降 0.03 个百分点）和工资成本的上升从两个方面挤压了利润空间。
 - **分业务经营分析：**2011 年公司已实现的代理销售金额 1,424 亿元，同比增长 17.1%，占全国商品房销售总额 2.41%。同比 2010 年增长 0.09 个百分点。代理业务增速表现中规中矩，跑赢全国商品房销售增速，但与一些大型开发商相比增速并未见高弹性。顾问业务年内保持高增速，同比增长 52%，但由于投资的滞后性，我们判断顾问业务 2012 年增速将显著下滑。经纪业务同比下降 25%，佣金比率比上年同期下降了约 0.2 个百分点，公司在第四季度主动收缩世联行的业务规模，深圳地区的店铺数量减少到 17 家之外，外围还撤出了南京和天津市场，只保留了苏州的 6 家店铺，2011 年公司经纪业务关、停店铺共计 35 家。从近三年公司在经纪业务上的操作表现上看仍体现出较强的顺周期操作行为，由于仍未找到合适的商业模式和风险控制模式，判断经纪业务仍将继续作为附属品发展。
 - **估值与盈利预测：**预计公司 2012、2013 年 EPS 为 0.86 元和 0.95 元，对应 PE 为 15X 和 13X，维持公司增持评级。
 - **风险提示：**开发商资金状况若得不到改善将影响继续影响公司的结算进度，人员成本的提高将有可能进一步影响公司的盈利能力。市场整体销售表现如果难以得到明显提升将影响公司代理业务增速。
-

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1349	1661	1913	2236	营业收入	1656	2042	2407	2788
现金	895	1209	1395	1658	营业成本	1004	1262	1483	1711
应收账款	235	204	260	309	营业税金及附加	94	112	133	154
其他应收款	169	168	169	168	营业费用	0	0	0	0
预付账款	46	76	86	97	管理费用	271	294	365	422
存货	0	0	0	0	财务费用	-19	-5	-13	-15
其他流动资产	3	3	3	3	资产减值损失	37	7	7	7
非流动资产	407	420	506	545	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	69	69	69	69	投资净收益	3	3	3	3
固定资产	209	241	337	385	营业利润	272	376	437	513
无形资产	1	-1	-4	-7	营业外收入	6	6	8	9
其他非流动资	128	111	104	97	营业外支出	3	3	1	1
资产总计	1756	2082	2419	2781	利润总额	275	379	444	521
流动负债	366	408	446	452	所得税	106	95	117	139
短期借款	0	0	0	0	净利润	169	283	326	382
应付账款	6	25	23	29	少数股东损益	11	14	22	29
其他流动负债	360	383	423	423	归属母公司净利	157	269	305	353
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	285	397	457	539
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.48	0.83	0.93	1.08
其他非流动负	0	0	0	0					
负债合计	366	408	446	452	主要财务比率				
少数股东权益	18	32	54	82	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	326	326	326	326	成长能力				
资本公积	575	575	575	575	营业收入	30.2%	23.3%	17.9%	15.8%
留存收益	471	741	1018	1346	营业利润	-13.4%	37.8%	16.4%	17.4%
归属母公司股	1372	1642	1919	2247	归属母公司净利	-34.9%	71.3%	13.0%	16.0%
负债和股东权	1756	2082	2419	2781	获利能力				
					毛利率(%)	39.4%	38.2%	38.4%	38.6%
					净利率(%)	0.0%	17.7%	18.2%	9.5%
					ROE(%)	11.5%	16.4%	15.9%	15.7%
					ROIC(%)	40.7%	84.2%	71.5%	69.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	20.8%	19.6%	18.4%	16.2%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.69	4.07	4.29	4.95
					速动比率	3.69	4.07	4.29	4.95
					营运能力				
					总资产周转率	0.99	1.06	1.07	1.07
					应收账款周转率	10	9	10	10
					应付账款周转率	51.14	80.33	61.54	65.97
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊	0.48	0.83	0.93	1.08
					每股经营现金流	0.00	1.11	0.99	1.09
					每股净资产(最新	4.20	5.03	5.88	6.89
					估值比率				
					P/E	26.37	15.39	13.62	11.74
					P/B	3.02	2.53	2.16	1.85
					EV/EBITDA	11	8	7	6

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

免责声明

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了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 2012年 华泰联合证券有限责任公司