

## 世联地产 (002285)

### 增持/维持评级

股价: RMB14.4

#### 分析师

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

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

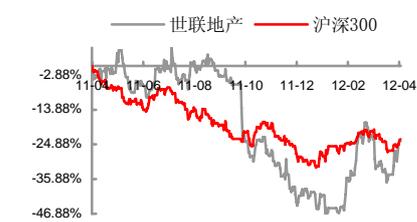
#### 相关研究

- 公司研究-世联地产 (002285) 120326: 业绩变脸的背后-2011 年报点评 (增持)
- 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)

#### 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)	4,700

#### 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

# 结算拐点已至?

## — 业绩预告修正及收购股权公告点评

- 世联地产昨日发布公告, 主要内容为:
  - 一季度预亏 1000-1500 万元;
  - 一季度累计实现销售代理金额 275 亿元, 同比增长 1.47%;
  - 公司以现金方式 10,569.88 万元用于收购盛泽担保 62.5%的股权, 2,871.16 万元用于收购世联信贷 29%的股权, 2,348.51 万元用于收购世联投资 100%的股权。本次收购完成后, 公司直接持有盛泽担保 100%的股权, 直接或间接持有世联信贷 100%的股权, 直接持有世联投资 100%的股权。
- 我们的点评:
  - 一季度预亏幅度向上修正将在短期内形成对股价的刺激。市场从去年以来对公司关注的焦点都在于结算进度是否能加快从而带来已完成代理销售业绩释放的弹性。一季度预亏幅度的向上修正将给市场提供想象空间。对于公司的结算进度是否已经进入彻底扭转的拐点, 从与公司的沟通来看, 各地项目的结算周期并未出现明显的缩短信号。流动性的转好舒缓了开发商的资金压力, 但并未充裕到可以大手大脚的阶段。总体而言, 我们对公司结算进度的判断是趋势是向好的, 但幅度是平缓的。由于公司去年 1.57 亿利润中有 1.47 亿都是在上半年实现, 因此半年报利润同比下滑已基本是确定性事件。公司基本面经营扎实提供安全边际, 但由于结算的拐点仍未明确, 股价弹性将来自于预期的改善。我们对公司的投资建议仍是在一季报和半年报之间可做交易性投资, 逢低买入, 不必追高。
  - 代理销售额同比增长表明公司实际业务运转仍表现良好, 提供基本面的底。代理销售业务保持持续增长将进一步增加公司可结算业务蓄水池中的水量。2011 年末公司 100%控股子公司的未结算代理销售额约 550 亿~580 亿元, 未结佣金收入约 4.4 亿~4.6 亿元, 未结 EPS 约 0.27 元。代理销售额的同比增长至少表明公司在经营上仍不是一个坏公司, 业务运作至少未跑输大市, 甚至好于大市表现。经营基本面的夯实可为公司股价提供底部支撑。

#### 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

- 
- **收购股权为完善业务体系，约增加年内净利润 0.15 亿，中性评价。**公司完成对盛泽担保等几家公司剩余股权的收购主要为完善公司现有业务结构，短期内对业绩贡献不大，年内新增 EPS 贡献约 0.03 元。我们对此评价中性。
  - **估值与盈利预测：**预计公司 2012、2013 年 EPS 为 0.83 元和 0.93 元，对应 PE 为 17X 和 15X，维持公司增持评级。

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	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014
<b>流动资产</b>	1349	1661	1913	2236	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	272	376	437	513
无形资产	1	-1	-4	-7	营业外收入	6	6	8	9
其他非流动资产	128	111	104	97	营业外支出	3	3	1	1
<b>资产总计</b>	1756	2082	2419	2781	<b>利润总额</b>	275	379	444	521
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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					
<b>负债合计</b>	366	408	446	452					
少数股东权益	18	32	54	82	<b>主要财务比率</b>				
股本	326	326	326	326	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014</b>
资本公积	575	575	575	575	<b>成长能力</b>				
留存收益	471	741	1018	1346	营业收入	30.2%	23.3%	17.9%	15.8%
归属母公司股	1372	1642	1919	2247	营业利润	-13.4%	37.8%	16.4%	17.4%
<b>负债和股东权</b>	1756	2082	2419	2781	归属母公司净利	-34.9%	71.3%	13.0%	16.0%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	39.4%	38.2%	38.4%	38.6%
					净利率(%)	0.0%	17.7%	18.2%	0.0%
					ROE(%)	11.5%	16.4%	15.9%	15.7%
					ROIC(%)	40.7%	84.2%	71.5%	69.7%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标(元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					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。