

公司事项点评

2013 年 7 月 16 日

证券研究报告

推荐 (首次)

证券分析师

周雅婷

投资咨询资格编号 S1060513070001
电话 0755-22622736
邮箱 ZHOUYATING113@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，
如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的
声明内容。

世联地产 (002285)

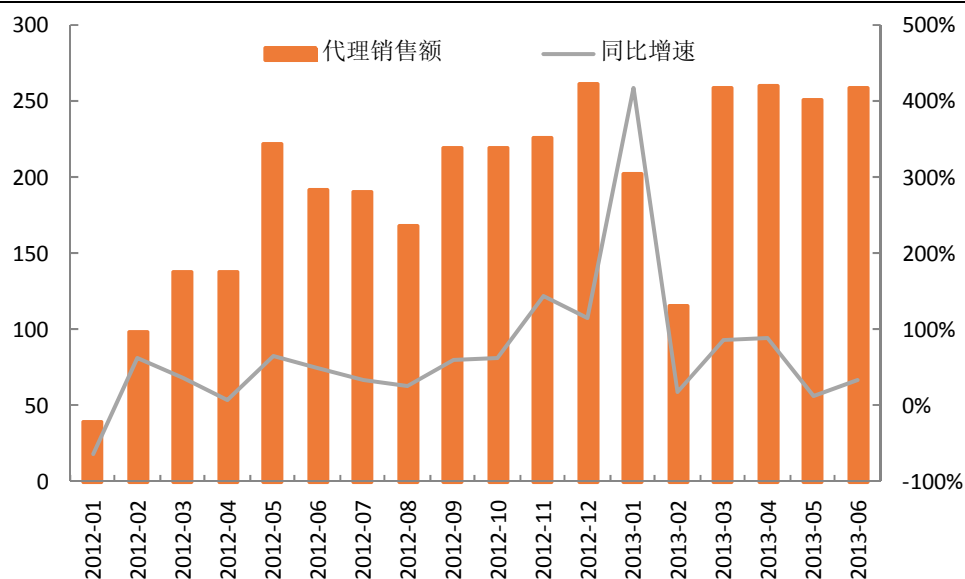
代理销售势头良好，业绩拐点凸显

事项：世联地产昨晚发布半年报业绩修正预告及二季度代理销售简报。半年业绩同比增长 130%~160%。

平安观点：

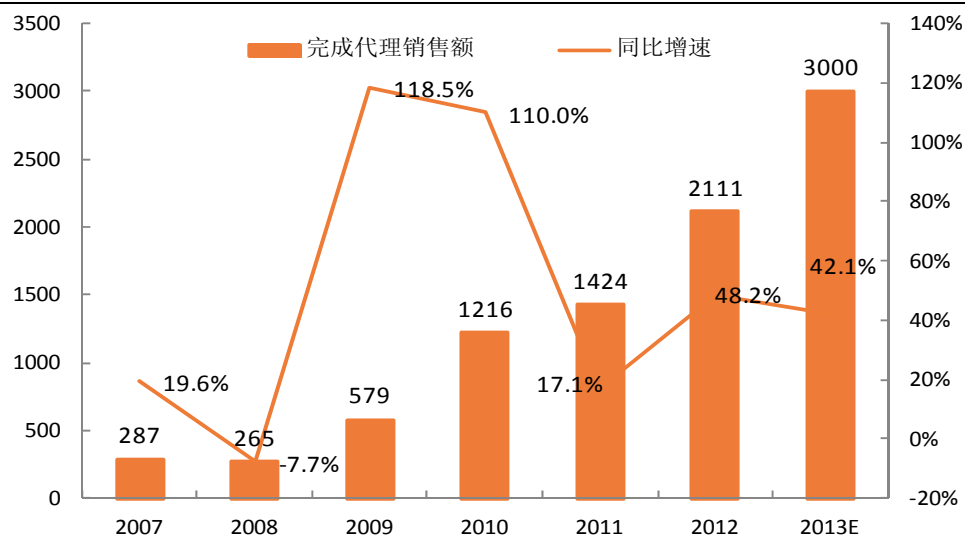
- **市场回暖带动业绩大幅增长。**公司发布半年报业绩修正预告，预计归属上市公司股东净利润 9784 万~11060 万，同比增长 130%~160%。较前期预告值（同比增 70%~100%）提高 60 个百分点。我们认为公司上半年净利润大幅改善的原因主要在于：2012 年下半年以来房地产市场持续回暖，公司代理销售额同比大幅增长 68.5%，为今年上半年业绩结算奠定了基础。而代理收入结算加快以及 2012 年低基数（归属上市股东净利 4254 万，同比降 71%）则是导致公司上半年业绩超预期高增长的主要原因。
- **市占率进一步提升，强化业绩锁定。**公司二季度累计实现代理销售额 770 亿，同比增 39.5%，其中 4 月、5 月、6 月分别实现 260 亿、251 亿、259 亿。上半年累计实现代理销售额 1346 亿，同比增长 62.8%，增速远超招保万金四家全国性开发商上半年 35.6% 的销售额同比增速，也大幅跑赢全国商品房同期 43.2% 的销售额增速，公司市场占有率由年初的 3.3% 进一步提升至 4.0%。我们预测公司全年代理销售额将在 3000 亿左右，同比增长 42%。考虑公司 2012 年前三季度较低的业绩基数，公司上半年强劲的销售势头，为三季度及全年的业绩释放打下了良好基础。
- **传统业务继续深耕，新兴业务加快布局。**公司目前已经完成对全国 43 个城市的布局，上半年全国市占率 4%，我们认为公司全国化布局已基本完成，未来的重点将是城市深耕提高占有率。当前公司在深圳占有率已达 40%，东莞、佛山等地也在 20% 左右，我们预计未来三年公司市占率有望提升至 8% 左右。同时由于上半年土地市场持续回暖，一季度顾问收入同比增长 60%，我们判断全年公司顾问收入将有 50% 左右的增幅。公司资产管理和金融服务两大新兴业务，尽管当前业绩贡献并不明显，但从国外经验来看是长期方向，预计公司将加快新兴业务布局。
- **给予公司“推荐”评级。**预计公司 2013-2014 年 EPS 分别为 0.70 元和 0.93 元，对应 PE 分别为 14.0 倍和 10.5 倍。公司上半年代理销售增长势头强劲，全年业绩高速增长确定。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**政策调控加紧带来的销售不及预期风险。

图表1 公司月度代理销售额走势



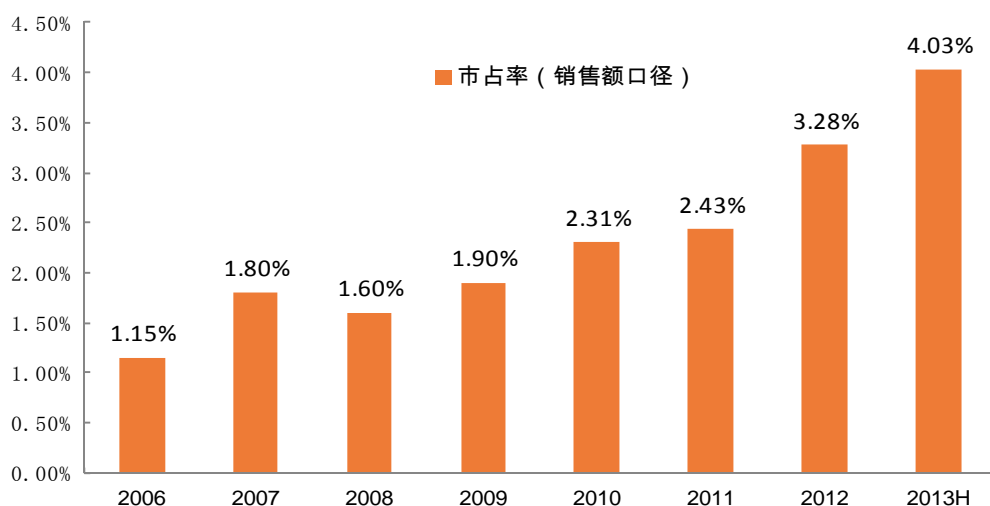
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 预计2013全年代理销售完成额将达到3000亿



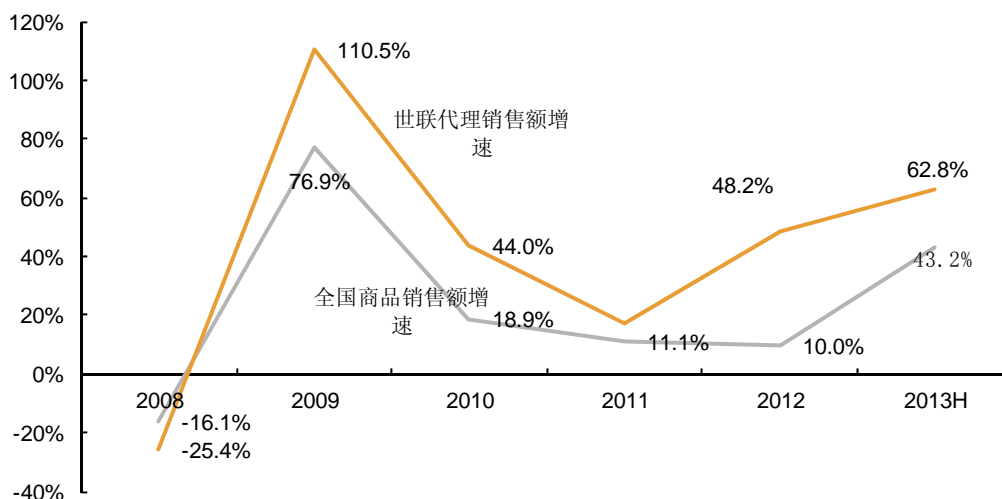
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司代理销售额市占率稳步提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司代理销售额增速持续大于全国商品房销售增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
流动资产	1859	1995	2300	2653	
现金	1019	1161	1235	1344	
应收账款	386	439	635	829	
其他应收款	268	269	269	269	
预付账款	39	75	95	123	
存货	0	0	0	0	
其他流动资产	146	51	67	88	
非流动资产	479	473	560	596	
长期投资	12	12	12	12	
固定资产	224	254	348	394	
无形资产	0	-2	-4	-6	
其他非流动资产	243	209	204	195	
资产总计	2338	2469	2860	3248	
流动负债	827	745	847	846	
短期借款	26	0	0	0	
应付账款	20	22	33	42	
其他流动负债	782	723	814	804	
非流动负债	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	0	0	0	0	
负债合计	827	745	847	846	
少数股东权益	24	38	60	88	
股本	326	424	424	424	
资本公积	556	556	556	556	
留存收益	604	705	972	1333	
归属母公司股东权益	1487	1686	1953	2314	
负债和股东权益	2338	2469	2860	3248	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
经营活动现金流	225	317	313	359	
净利润	225	311	416	567	
折旧摊销	30	29	36	44	
财务费用	-16	-5	-12	-13	
投资损失	-4	-4	-4	-4	
营运资金变动	-19	-28	-122	-236	
其他经营现金流	10	13	-2	0	
投资活动现金流	-64	-54	-125	-84	
资本支出	37	50	120	80	
长期投资	-28	0	0	0	
其他投资现金流	-55	-4	-5	-4	
筹资活动现金流	-45	-122	-115	-165	
短期借款	26	-26	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	98	0	0	
资本公积增加	-18	0	0	0	
其他筹资现金流	-52	-194	-115	-165	
现金净增加额	116	142	74	109	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
营业收入	1878	2719	3635	4680	
营业成本	1223	1740	2383	3099	
营业税金及附加	107	150	203	259	
营业费用	0	0	0	0	
管理费用	231	386	450	520	
财务费用	-16	-5	-12	-13	
资产减值损失	35	7	7	7	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	4	4	4	4	
营业利润	300	445	609	812	
营业外收入	7	8	10	8	
营业外支出	2	2	1	1	
利润总额	305	450	618	818	
所得税	80	139	202	251	
净利润	225	311	416	567	
少数股东损益	14	14	22	29	
归属母公司净利润	211	297	394	539	
EBITDA	313	469	633	843	
EPS (元)	0.65	0.70	0.93	1.27	

主要财务比率

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
成长能力					
营业收入(%)	13.4	44.8	33.7	28.7	
营业利润(%)	10.1	48.2	37.0	33.3	
归属于母公司净利润(%)	34.3	40.7	32.6	36.7	
获利能力					
毛利率(%)	34.9	36.0	34.5	33.8	
净利率(%)	11.3	10.9	10.8	11.5	
ROE(%)	14.2	17.6	20.2	23.3	
ROIC(%)	59.2	76.2	67.3	63.5	
偿债能力					
资产负债率(%)	35.4	30.2	29.6	26.0	
净负债比率(%)	3.08	0.0	0.0	0.0	
流动比率	2.25	2.68	2.71	3.14	
速动比率	2.25	2.68	2.71	3.14	
营运能力					
总资产周转率	0.92	1.13	1.36	1.53	
应收账款周转率	6	6	7	6	
应付账款周转率	95.40	83.60	86.77	83.27	
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.70	0.93	1.27	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.75	0.74	0.85	
每股净资产(最新摊薄)	3.50	3.97	4.60	5.45	
估值比率					
P/E	19.62	13.95	10.52	7.70	
P/B	2.79	2.46	2.12	1.79	
EV/EBITDA	10	7	5	4	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257