

公司事项点评

2013 年 8 月 20 日

证券研究报告

推荐 (维持)

证券分析师

周雅婷 投资咨询资格编号
S1060513070053
0755-22622736
ZHOUYATING113@pingan.com.cn

研究助理

杨侃 一般证券从业资格编号:
S1060113070053
0755-22621493
Yangkan0342@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)

“巴菲特金手指”撩动地产中介行业神经

事项: 巴菲特旗下地产经纪子公司美国 Home Services 上周三宣布收购一家小型地产中介公司 Prudential Fox & Roach，这是巴菲特今年收购的第三家地产中介公司。受此刺激，美国上市的中国地产经纪公司易居中国三天上涨 36.7%。而 A 股唯一的地产中介上市公司，世联地产近三个交易累计上涨 7.1%，超同期申万房地产指数 8.8 个百分点。

平安观点:

- **巴老“金手指”引发市场重新检视地产中介行业价值。** 巴菲特自年初收购地产中介公司 Hendricks 和 PGR 后，本次再次出手收购 Prudential Fox & Roach，引发市场重新检视地产中介行业价值。地产中介行业由于其轻资产的特性，拥有较地产开发公司更高的 β 系数使其在市场向上周期中拥有更高的股价向上弹性。巴老在美国房地产复苏阶段陆续买入地产中介公司，逻辑亦在于此。虽然从中长期而言，中介行业的总量天花板仍将受制于房地产行业的销量限制，但目前较低的行业集中度和二手交易延展空间仍可提供较开发类企业更广阔的发展想象空间。而客户数据的累积将为地产中介企业提供新兴业务的原始土壤，在原有客户基础上嫁接小额信贷、资产管理、融资中介服务均有可能是未来基于客户“大数据”分析衍生的新兴业务方向。本次巴菲特收购 PFR 事件提供了行业投资催化剂，将让市场重新审视和评估地产中介行业和价值和成长空间。
- **公司年内业绩销售双拐点。** 受 2012 年下半年市场回暖公司代理销售额同比增长 68.5% 影响，公司上半年结算资源大幅增加，中报预计净利润 9784~11060 万，同比增长 130%~160%。上半年公司延续去年的销量良好势头，累计代理销售额 1346 亿，同比增长 62.8%，远超全国商品房同期 43.2% 的销售额增速，市场占有率由年初的 3.3% 进一步提升至 4.0%。我们预计公司代理销售额将在 3000 亿左右，同比增长近 50%。年内优异的销量和业绩表现提供了股价支撑。
- **收购公司显成效。** 公司自 2010 年以来先后并购山东信立怡高、四川嘉联、重庆纬联 3 家区域代理公司。2012 年三家公司合计代理销售额 255 亿元，占世联代理销售额比例 11%。自并购以来，三家公司的代理销售额复合增长率分别为 51%、77% 和 41%。本次巴菲特收购 PFR 亦体现出行业兼购扩张的特征，利用资金和品牌优势实现对同类型企业的收购实现业务扩张是国外类似企业已经走过的成功道路，当前公司已初步完成对先前收购公司的业务整合，我们判断明年公司或将重新启动收购战略扩大市场份额，加速市占率的提升。
- **传统业务继续深耕，新兴业务积极布局。** 公司当前已布局 43 个城市，上半年市占率亦提升至 4%，初步完成全国市场布局。但从市占率来看，当前公司除深圳（约 40%）、佛山、东莞（20%）市占率较高外，大部分城市市占率仍处于较低水平。预计随着公司重拾收购扩张战略，公司市占率有望加速提升。公司去年以来先后收购青岛雅园物业管理、深圳盛泽融资担保、世联小额贷款公司，积极推进公司资产管理和金融服务两大新兴业务，未来将成为公司新的业绩增长点。
- **维持公司推荐评级。** 预计公司 2013-2014 年 EPS 分别为 0.70 元和 0.93 元，对应 PE 分别为 15.7 倍和 11.8 倍。公司上半年代理销售增长势头强劲，全年业绩高增长较为确定。此次巴菲特效应提供短期投资催化，我们维持公司“推荐”评级，建议投资者关注公司短期投资机会。
- **风险提示:** 政策调控加紧带来的销售不及预期风险。

图表1 巴菲特2013年三次收购地产中介公司时世联股价表现

交易公告时间	被收购方	世联第二日股价涨跌幅	申万房地产指数第二日股价涨跌幅	公司超额收益率
2013-01-9	Hendricks	2.43%	1.04%	1.39%
2013-01-29	PGR	9.00%	2.37%	6.63%
2013-08-14	Prudential Fox & Roach	1.86%	-1.57%	3.43%

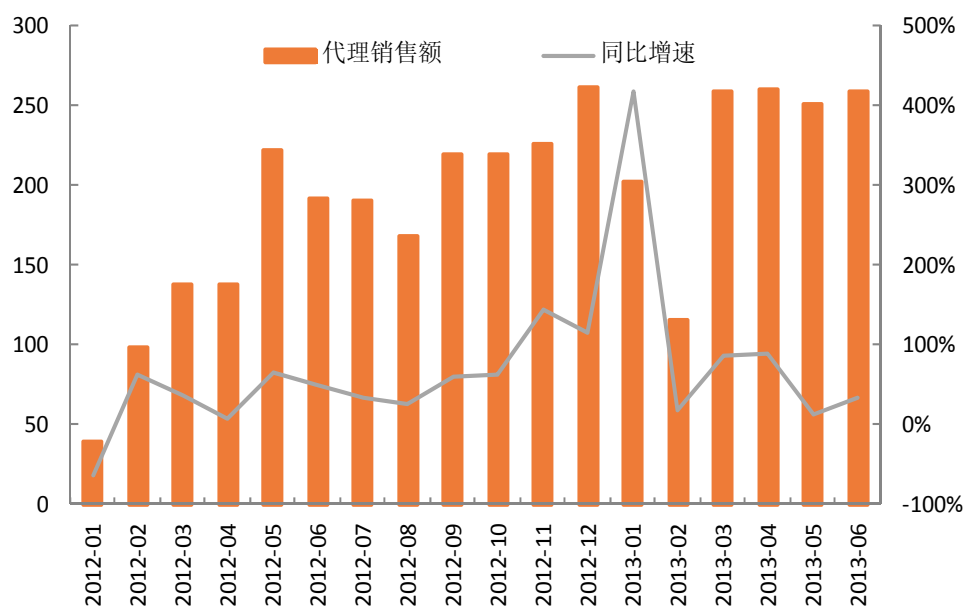
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 世联地产2010年以来主要收购事件

交易时间	收购方	被收购方	交易金额(万)	进展情况
2010-05-31	深圳世联地产	济南信立怡高物业顾问有限公司51%股权	4000	实施
2011-02-28	深圳世联地产	四川嘉联兴业地产顾问有限公司51%股权	3000	实施
2011-03-25	深圳世联地产	武汉经天纬地兴业地产经纪有限公司100%股权	2400	停止实施
2011-05-31	深圳世联地产	重庆纬联地产顾问有限公司51%股权	2800	实施
2012-05-31	深圳世联地产	重庆纬联地产顾问有限公司49%股权	1700	实施
2012-01-01	深圳世联地产	青岛雅园物业管理有限公司60%股权	2100	实施
2012-10-27	深圳世联地产	深圳世联投资有限公司100%股权	2348	实施
2012-10-27	深圳世联地产	深圳市盛泽融资担保有限责任公司62.5%股权	10570	实施
2013-03-29	深圳世联地产	深圳市世联小额贷款有限公司42%股权	2100	董事会预案

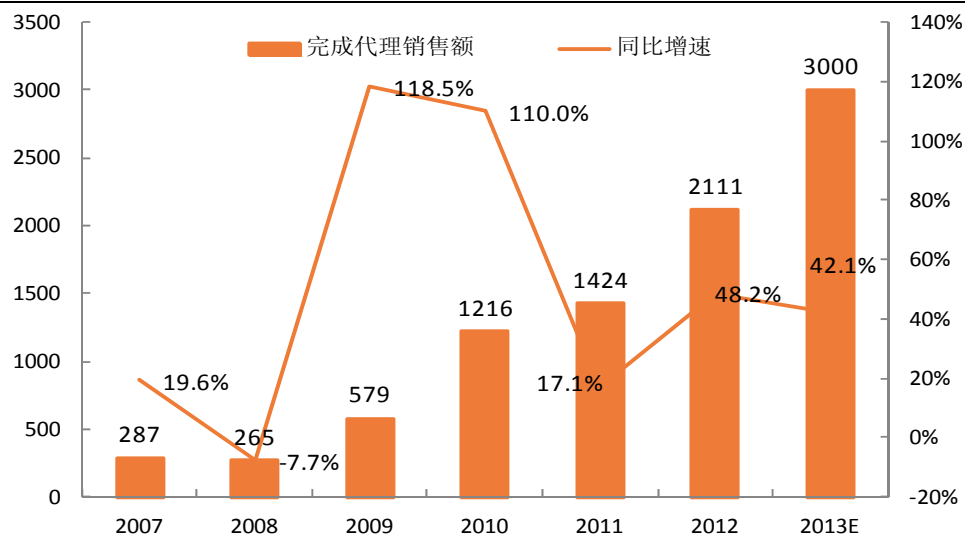
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司月度代理销售额走势 (单位: 亿元)



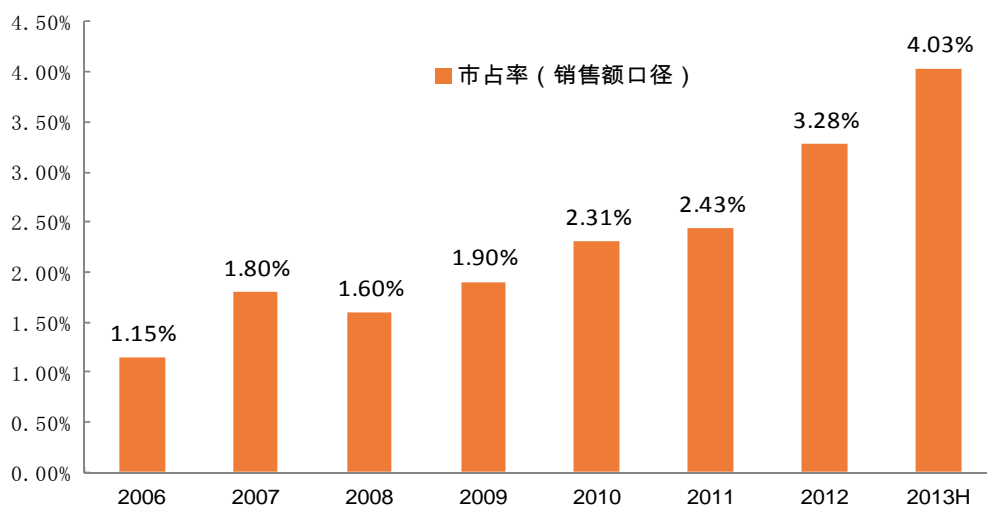
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表4 预计2013全年代理销售完成额将达到3000亿 (单位: 亿元)



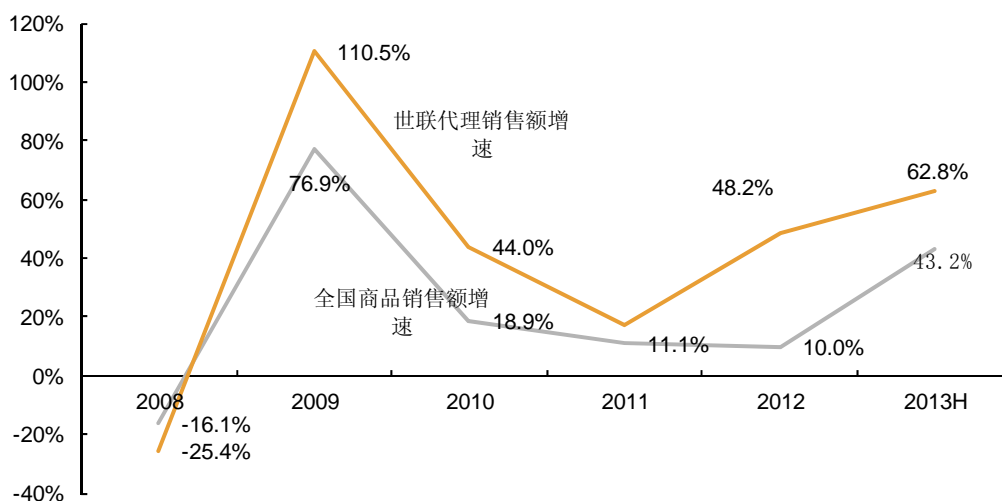
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表5 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6 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 (%)	3.1	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	16.9	15.7	11.8	8.6	
P/B	3.1	2.8	2.4	2.0	
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