

中国地产综合服务行业第一股

世联地产 (002285)

推荐 首次评级

合理估值区间 20-20.5 元

投资要点:

分析师

- **房地产服务行业竞争加剧，集中度提高。**随着房地产行业的不断发展，其紧密相关的房地产综合服务行业规模亦随之迅速扩张，除了我们熟知的二手房租售业务，房地产中介服务的范围还包括土地的前期开发咨询、整体的开发规划、一手房代理销售、金融和资产管理服务以及物业的管理和租售，其覆盖范围涵盖了从一级市场至三级市场整个产业链，并呈现出分工日益细化和专业化的趋势，房地产中介服务市场在不断走向成熟。
- **世联地产是全国领先的综合地产服务提供商。**经过 20 年的发展，世联地产现已成为全国性的房地产服务提供商，拥有子公司、控股公司共 53 家（含并购公司），为全国 200 多个城市的客户、超过 5000 个房地产项目提供了高品质的综合服务。截止 2012 年，公司形成了华东、华北、华南、山东 4 大区域和东莞、重庆 2 个直辖区，完成了全国 39 个核心城市的布局。提供从区域开发、旧城改造、土地出让到项目开发、销售以及二手房租售的综合服务，并凭借本地智慧和全国共享的知识平台，为客户跨地域和细分市场下的多样化、精细化发展提供强有力的支持。规模化、品牌、平台、企业文化是世联地产独有的优势，公司将凭借四大优势不断在业务上取得新突破。
- **给予“推荐”评级。**预计公司 2013、2014、2015 年营业收入为 26.9 亿、35.4 亿和 46.5 亿元；对应的每股收益为 0.82、1.06、1.30 元，对应 2013、2014、2015 年 PE 为 15.2X，11.7X、9.6X。公司是 A 股领先的综合地产服务提供商，除了雄踞第一名的二手房代理销售业务及顾问策划业务，正在逐步完善资产管理和金融投资管理业务，提前布局未来成熟地产市场，为成为中国本土实力最强的地产综合服务商的目标迈进。给予公司 2013 年 25 倍、2014 年 20 倍市盈率，公司目标价在 20.5 元。
- **主要风险因素：房地产行业风险**

赵强 房地产行业首席分析师

☎: (8621) 2025 2661

✉: zhaoliang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0260511020001

潘玮 房地产行业分析师

☎: (8610) 6656 8212

✉: panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511070002

市场数据 时间 2013.09.09

A 股收盘价(元)	14.95
A 股一年内最高价(元)	16.4
A 股一年内最低价(元)	8.82
上证指数	2212.52
市净率	4.25
总股本(万股)	42432
实际流通 A 股(万股)	42432
限售的流通 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	63.4

相对上证综指表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

主要财务指标

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,878	2,698	3,539	4,646
(+/-%)	13.4%	43.7%	31.1%	31.3%
净利润(百万元)	211	267	347	423
(+/-%)	34.3%	26.2%	30.0%	22.0%
每股收益(元)	0.65	0.82	1.06	1.30
EBIT Margin	15.8%	12.9%	12.9%	12.0%
净资产收益率 (ROE)	14.2%	15.5%	17.0%	17.4%
市盈率 (PE)	19.2	15.2	11.7	9.6

资料来源: 中国银河证券研究部

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

1、世联地产规模扩张和业绩增长的驱动因素

经过 20 年的发展,世联地产已成为全国性的房地产服务提供商,拥有子公司、控股公司共 53 家(含并购公司),为全国 200 多个城市的客户、超过 5000 个房地产项目提供了高品质的综合服务。截止 2012 年,公司形成了华东、华北、华南、山东 4 大区域和东莞、重庆 2 个直辖地区,完成了全国 39 个核心城市的布局。提供从区域开发、旧城改造、土地出让到项目开发、销售以及二手房租售的综合服务,并凭借本地智慧和全国共享的知识平台,为客户跨地域和细分市场下的多样化、精细化发展提供强有力的支持。

2、未来几年公司保持 35%以上复合增长率的驱动因素与关键假设及主要预测

公司各地区一手房代理业务逐年稳步增长,并通过兼并收购地方中介代理机构的方式进行外延式扩张,公司手握充沛现金,可以随时并购优质标的,迅速扩张一手房代理业务;随着各地方政府土地出让的不断增多,公司顾问策划业务也有望进一步发展,并且业务种类开始增多,有助于公司多方位提升顾问业务收入;公司未来发展的重点将向资产管理和金融投资管理业务方向发展,已经通过收购物业服务公司获取牌照,并开展业务。规模化、品牌、平台、企业文化是世联地产独有的优势,凭借这四大优势,公司业务将走上快速发展的轨道。

估值与投资建议:

预计公司 2013、2014、2015 年营业收入为 26.9 亿、35.4 亿和 46.5 亿元;对应的每股收益为 0.82、1.06、1.30 元,对应 2013、2014、2015 年 PE 为 15.2X, 11.7X、9.6X。公司是 A 股领先的综合地产服务提供商,除了雄踞第一名的一手房代理销售业务及顾问策划业务,正在逐步完善资产管理和金融投资管理业务,提前布局未来成熟地产市场,为成为中国本土实力最强的地产综合服务商的目标迈进。给予公司 2013 年 25 倍、2014 年 20 倍市盈率,公司目标价在 20.5 元。

股价表现的催化剂:

- 1、房地产行业整体景气度不断回升,一手房销量不断提升。
- 2、地方政府土地出让不断升温,顾问策划业务快速发展。
- 3、地产股再融资的放开以促进公司外延式扩张。

主要风险因素:

房地产行业的整体风险。

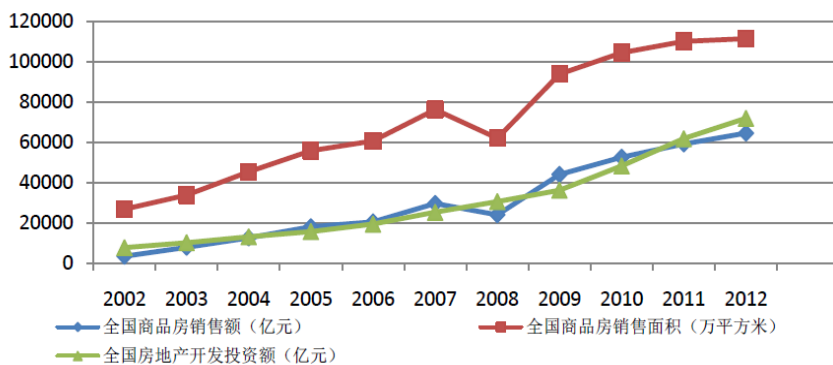
目 录

一、中国房地产服务行业发展处于初级阶段，成长潜力大	3
(一) 房地产服务行业产业链长，服务对象多样，种类齐全.....	3
(二) 地产服务行业细分行业介绍.....	4
(三) 房地产服务行业国内外代表性公司概况.....	6
(四) 房地产服务行业在中国处于成长中的调整阶段，竞争加剧.....	7
二、世联地产—全国领先的地产综合服务类龙头	14
(一) 首家登陆 A 股的房地产综合服务提供商.....	14
(二) 以代理销售和顾问策划业务为主，逐渐完善业务链结构.....	15
(三) 上市后通过兼并收购实现纵向横向的规模化扩张.....	19
(四) 与竞争对手相比，代理和顾问策划业务位居行业第一.....	21
(五) 公司盈利能力分析.....	24
(六) 盈利预测和估值分析.....	25
三、世联未来发展的标杆—世邦魏理仕	27
(一) 全球最大的商业地产服务公司.....	27
(二) 公司发展历程—通过不断的并购成长壮大.....	28
(三) 公司主业包括咨询、外包服务、全球投资管理和房地产开发.....	29
(四) 世邦的核心竞争力.....	31
(五) 世联地产未来将逐渐向世邦的业务类型转型.....	32

一、中国房地产服务行业发展处于初级阶段，成长潜力大

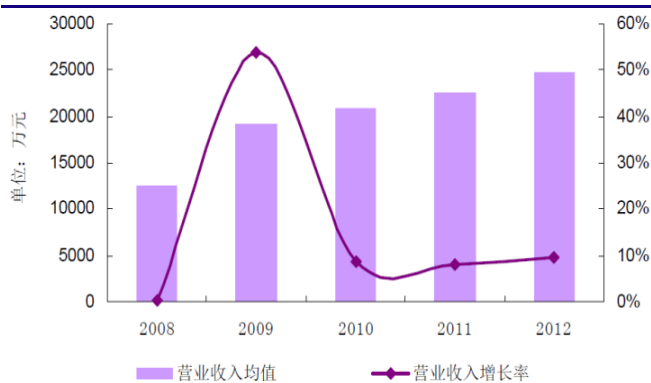
随着房地产行业的不断发展，其紧密相关的房地产综合服务行业规模亦随之迅速扩张，除了我们熟知的二手房租售业务，房地产中介服务的范围还包括土地的前期开发咨询、整体的开发规划、一手房代理销售、金融和资产管理服务以及物业的管理和租售，其覆盖范围涵盖了从一级市场至三级市场整个产业链，并呈现出分工日益细化和专业化的趋势，房地产中介服务市场在不断走向成熟。

图 1: 2002-2012 年全国房地产行业销售及投资数据



资料来源: 国家统计局

图 2: 2008-2012 年地产策划代理百强企业收入规模及变化



资料来源: 中国银河证券研究部

图 3: 2008-2012 年地产策划代理百强企业一手代理面积情况

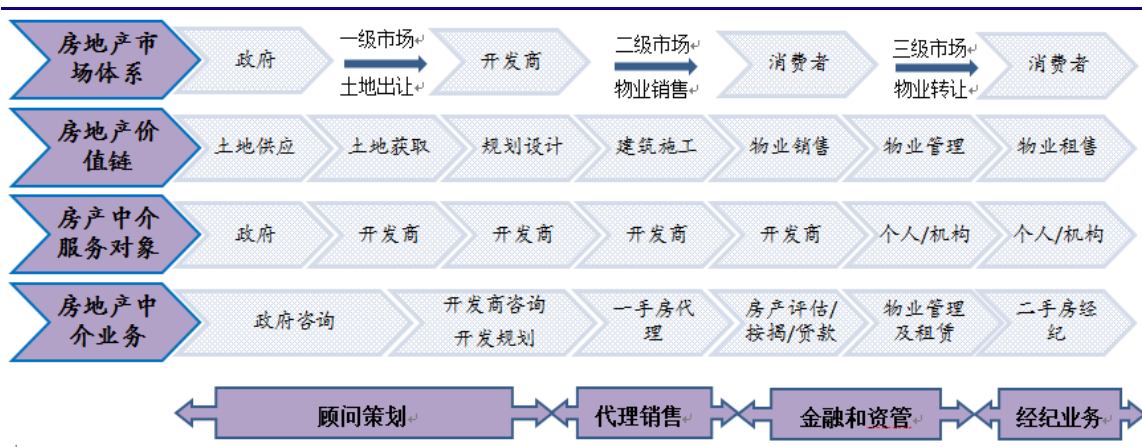


资料来源: 中国银河证券研究部

(一) 房地产服务行业产业链长，服务对象多样，种类齐全

房地产中介服务是房地产开发价值链中的重要组成部分，在房地产开发过程中为各级市场的参与者提供专业的服务。以房地产开发的不同阶段为分界点，房地产市场可划分为一级市场、二级市场和三级市场。一级市场是土地的供给市场，由政府主导出让土地使用权，是由国家垄断的市场。二级市场，是土地使用者经过开发建设，将新建成的房地产进行出售和出租的市场；而三级市场，是购买房地产的单位和个人，再次将房地产转让或租赁的市场，是房地产再次进入流通领域进行交易而形成的市场。

图 4：房地产市场产业链一览



资料来源：中国银河证券研究部

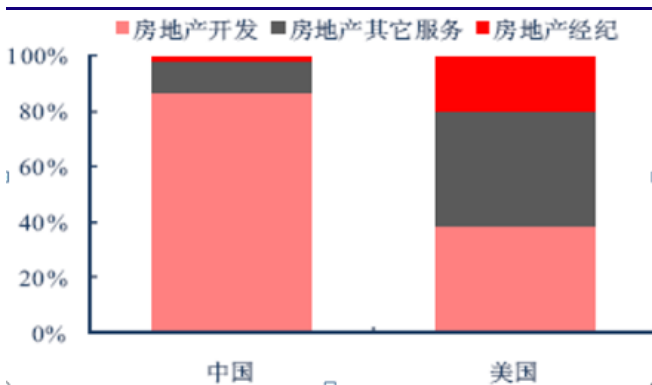
在房地产价值链中，主要的参与者包括：政府，作为市场的管理者通过土地供应和金融税收等政策调控管理市场；开发商，主要负责土地获取、建筑商的招标和管理，部分开发商还自行负责施工和完成物业销售；银行和房地产投资机构等为开发商提供资金；建筑设计院和景观设计机构等为开发商提供设计服务；建筑商负责建筑施工；房地产中介服务企业提供为房地产开发商提供顾问策划、代理销售等服务。

房地产中介服务行业与上游房地产开发行业的具有较强的相关性，房地产开发商开发楼盘的数量与规模直接影响房地产中介在二级市场的代理业务的业务量。在三级市场上，房地产中介的经纪业务与消费者的置业和居住活动更是直接相关，通过对消费者提供对已购房产买卖和租赁服务，满足了由人口迁移和流动人口产生的居住需求。

（二）地产服务行业细分行业介绍

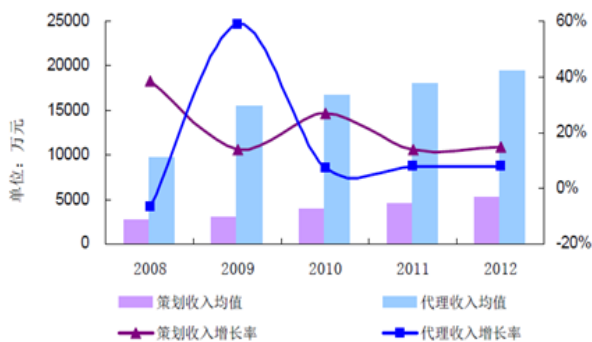
房地产中介机构提供的服务主要围绕项目的开发进程展开，具体包括房地产项目的前期市场调研、策划、投资分析、可行性研究，中期项目的营销策划和代理销售，以及后期项目售出后的物业管理和房产租售等服务。就目前市场规模来看，国内房地产中介机构的利润组成主要来自一手房代理的销售收入，其次是二手房经纪业务，与之形成鲜明对比的是顾问策划业务，虽然贡献的利润比例尚不及前两者，但其业务收入增速远和利润率高于一二手房代理业务。根据国外成熟房地产市场中介服务机构业务收入组成来看，顾问策划及资产管理等高附加值业务将是房地产综合服务商的重点发展方向。

图 5: 中美房地产行业业务比例对比



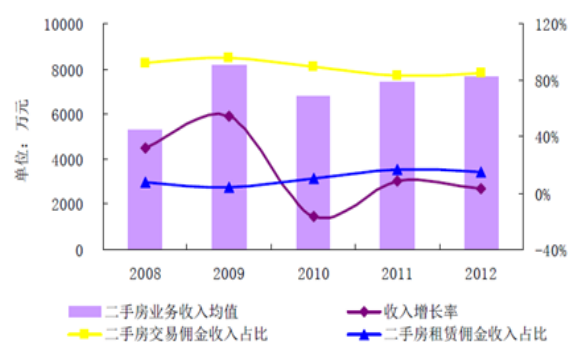
资料来源: 中国银河证券研究部

图 6: 2008-2012 年地产服务百强企业收入规模及变化



资料来源: 中国银河证券研究部

图 7: 2008-2012 年开展二手房经纪业务百强企业收入状况



资料来源: 中国银河证券研究部

表 1: 房地产各级市场业务类型、服务内容及代表公司

市场	业务类型	客户	服务内容	代表公司
房地产一级市场	顾问策划	政府部门	提供土地发展战略与策略, 土地运营政策和规划建议	世联地产、同策咨询等
		开发商	市场进入战略及发展战略, 企业取地策略及经济评价, 项目管控模式及流程设计	世联地产、同策咨询等
房地产二级市场	代理销售	开发商	商品住宅营销策划和代理销售 写字楼、高端商业物业销售代理	世联地产、中原地产、易居中国、世邦魏理仕、第一太平洋戴维斯
	物业管理	开发商及业主	提供综合型服务	第一太平洋戴维斯、戴德梁行
房地产三级市场	经纪业务	个人业主、机构	促成二手房买卖和租赁交易	中原地产、我爱我家、21 世纪地产
	资产管理	投资者	提供定制投资管理服务	世邦魏理仕
相关服务市场	数据服务	开发商、研究机构	提供数据库服务	CRIC、中指数据
	资产评估	银行	对物业价值进行估计	世邦魏理仕, 戴德梁行
	按揭融资	个人购房者、机构	提供融资或融资路径服务	世联地产、世邦魏理仕

资料来源: 中国银河证券研究部

(三) 房地产服务行业国内外代表性公司概况

中国地产服务行业公司众多，区域性较强，每个区域都有当地比较有代表性的公司。如，珠三角的世联地产、合富辉煌、中原地产等；在长三角地区，易居中国、上海同策、上海策源等业务发展较快；环渤海地区，思源经纪、伟业顾问等公司占据领先地位。

表 2: 中国珠三角、长三角、环渤海地区代表性地产服务公司

区域	公司名称	进入城市	分支机构	主要业务
珠三角	世联地产	100+	27	策划代理、经纪、房地产咨询
	合富辉煌	60+	40	策划代理、经纪、物业管理
	中原地产	100+	30	策划代理、经纪
	富阳控股	50+	40	策划代理
	易居中国	40+	40	策划代理、经纪、房地产信息咨询
长三角	上海新联康	33	33	策划代理
	上海同策	15	12	策划代理
	上海策源	7	7	策划代理
	上海华燕	16	7	策划代理、经纪、地产金融服务
环渤海	思源经纪	17	17	策划代理、土地运营顾问
	伟业顾问	50+	15	策划代理、经纪
	金网络置业	20+	16	策划代理、经纪

资料来源：中国银河证券研究部

表 3: 国内和国际地产服务行业知名公司及业务范围

企业名称	业务范围	优势业务	上市地点	
国内	世联地产	金融服务、顾问策划服务、代理销售服务、写字楼地产服务、商业地产经纪、资产服务	顾问咨询、实施	上海证券交易所
	中原地产	地产代理、测量估价、资产管理、财务借贷、按揭转介、招标采购及家居服务	一二手联动	未上市
	易居中国	营销代理、房地产信息及咨询、房地产互联网、房产经纪、旅游地产服务、商业地产顾问、房地产广告传媒、投资管理业务	策划、实施、数据库服务	纽约证券交易所
	合富辉煌	发展策略顾问、营销策划与代理、二手物业租售代理、物业管理、房地产投资理财、房地产信息服务	一二手联动	香港联交所
国际	世邦魏理仕(CBRE)	物业租售的战略顾问及实施、企业服务、物业/设施及项目管理、按揭融资、评估与估值、开发服务、投资管理、研究与策略顾问等	高端物业管理	纽约证券交易所
	仲量联行(JLL)	写字楼租赁、物业管理、工业及物流地产、企业评估及咨询、房地产顾问和战略投资、企业房地产设施管理、估价、酒店投资及咨询、研究	前期策划、物业管理、租售代理	纽约证券交易所
	戴德梁行(DTZ)	环球企业服务、研究及顾问、物业管理、酒店管理和顾问服务、设施管理、估价及顾问、物业投资、写字楼代理、商铺顾问及代	高端商业代理、估价、物业管理	已从伦敦证券交易所退市，被澳洲 UGL

		理服务、工业房地产投资服务、住宅服务、建筑顾问		公司收购
	高力国际(Colliers)	房地产买卖、租赁、业主服务、租户代表、企业服务、投资及特别项目、咨询及研究、估值, 与及物业及资产管理	高端写字楼和住宅物业策划服务	纳斯达克
	第一太平洋戴维斯(Savills)	办公楼、商铺和住宅租售, 房地产投资, 项目开发顾问, 物业管理, 资产管理, 评估	招商、融资	伦敦证券交易所

资料来源: 中国银河证券研究部

(四) 房地产服务行业在中国处于成长中的调整阶段, 竞争加剧

1、我国地产中介服务行业的发展历程(纵向比较)

我国房地产中介服务行业是基于房地产行业的发展衍生而来的, 截至目前主要经历了四个发展阶段:

(1) 房地产中介服务行业的萌芽阶段(1993-1997年)

自1978年改革开放以来, 房地产行业实现了从无到有的跨越, 住房市场的开放使得房地产及其服务业的发展成为可能。随着国家关于扩大房地产业发展相关政策的出台, 房地产市场的发展一直处于高速增长阶段, 以1988年为例, 全国房地产开发投资规模达210亿元, 同比增加近60%。

90年代初期的房地产市场属于卖方市场, 房地产销售主要靠开发商粗放式的自主销售, 直至1993年之后, 政府开始对过热的房地产行业进行宏观调控, 房地产二级市场出现了供过于求的局面, 大量新开发楼盘出现积压滞销, 开发商开始向专业的房地产中介机构寻求帮助, 使得顾问策划和代理销售业务在这一时期实现了初步发展。1993年, 深圳房地产经纪机构达到了近70家, 同时来自港台的达利行和九鼎轩等代理商开始入驻北京, 带动了本土代理企业的纷纷成立。

(2) 房地产中介服务业的加速起步阶段(1998-2004年)

1996年之后, 经济已由短缺转变为相对过剩, 1997年又遇亚洲金融风暴, 随着整个经济出现“通货紧缩”, 房地产市场进入了低潮。从1998年开始, 随着政府把住宅商品化培养成为新的经济增长点, 以及各项利好政策措施的出台和贯彻落实, 我国房地产市场和房地产业进入了新的发展时期。

表4: 1997-2002年全国房地产投资及住房建设情况

年份	1997	1998	1999	2000	2001	2002
商品房竣工面积(万m ²)	15819.70	17566.60	21410.83	25104.86	29867.36	34975.75
城镇房屋竣工总面积(万m ²)	62940.19	70166.13	79646.07	80507.92	85278.88	93018.27
占比	25.32%	25.04%	26.88%	31.18%	35.02%	37.60%

资料来源: 中国银河证券研究部

这一时期房地产服务行业的发展特点是逐步市场化和规范化的过程。自2002年开始, 政府出台土地招拍挂制度, 规范管理土地供应行为, 提高土地供应市场的市场化程度, 这也促使

房地产开发商对项直接影响到房地产开发商对房地产顾问策划和代理销售的专业服务的需求增加。这一时期的房地产顾问代理业务从单纯的后期代理销售转变为房地产项目的全程顾问策划和代理销售。

(3) 房地产中介服务业的成长阶段 (2005-2007)

在 2004 年以后，房地产投资快速增长，房地产价格大幅上扬，开发商向全国化和规模化发展，实施跨区域发展战略。大型房地产开发商在全国范围的迅速扩张提高了其对房地产服务更加专业化的需求，房地产中介服务机构也紧跟开发商的步伐，纷纷实施全国化布局。这个时期涌现出一批跨区域的大型房地产服务公司，如世联地产、易居中国、合富辉煌、伟业顾问等，房地产服务行业向系统化和专业化转变。

表 5: 2000-2007 年商品房价格及其上涨情况

年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
商品房销售均价 (元/m ²)	2112	2170	2250	2359	2778	3168	3367	3885
同比增长	3.36%	2.75%	3.71%	4.68%	15.02%	16.72%	6.29%	15.40%
商品住宅销售均价 (元/m ²)	1948	2017	2092	2197	2608	2937	3119	3665
同比增长	4.9%	3.51%	3.72%	5.05%	15.99%	15.24%	6.21%	17.48%

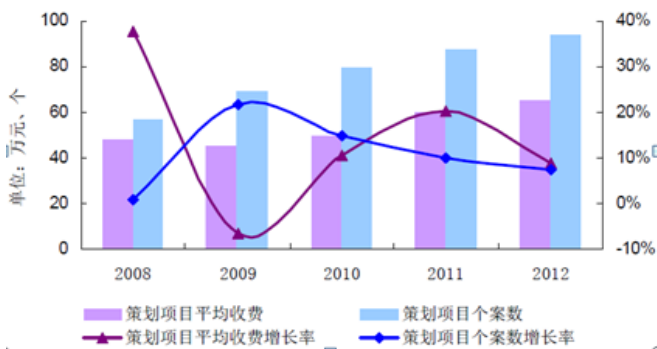
资料来源：中国银河证券研究部

(4) 房地产中介服务行业成长中的调整阶段、竞争加剧，集中度提高 (08 年至今)

针对少数大城市房价上涨过快、住房供应结构不合理矛盾突出等问题，政府近年来陆续出台多项调控措施调控房地产市场的发展，加上全球金融危机的影响，我国的房地产市场形势在 2007 年下半年开始出现短暂回落，交易成交量萎缩，成交价下调。2008 年下半年政府采取积极的财政政策和适度宽松的货币政策，购房贷款利率大幅下调，2009 年上半年成交量显著活跃，房地产市场开始逐步复苏。

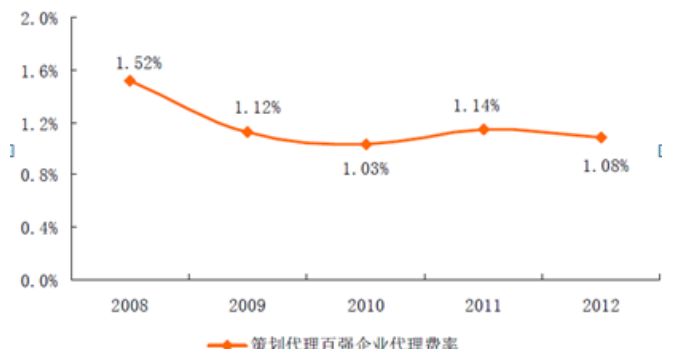
该时期房地产市场的波动也直接影响了中介服务业的发展格局。经过 2008 年房地产市场的波谷之后，房地产服务业的竞争更加激烈，房地产一、二级市场的代理费率不断被拉低，三级市场的同质化竞争严重，处于市场领先位置的中介服务商借助规模优势不断提升所占市场份额，通过兼并收购完成产业链布局，中小竞争者在行业龙头的价格战之下面临洗牌出局，房地产服务行业呈现出强者更强，市场集中度提升的发展趋势。

图 8: 2008-2012 年服务百强企业策划项目评价收费及个案数



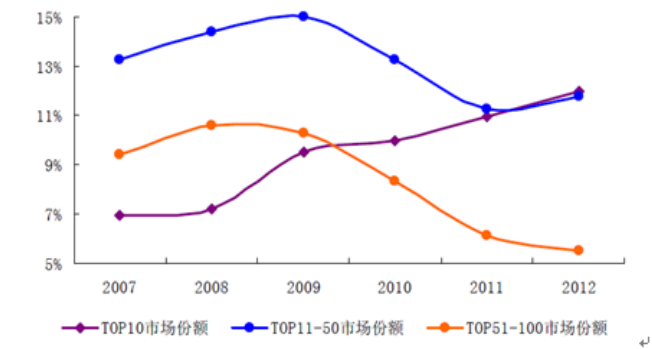
资料来源: 中国指数研究院

图 9: 2008-2012 年百强企业平均一手物业代理费率变化



资料来源: 中国指数研究院

图 10: 2007-2012 年百强企业市场份额情况



资料来源: 中国银河证券研究部

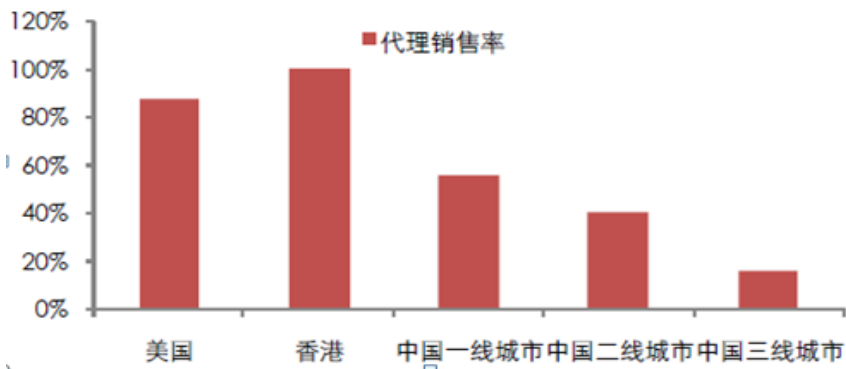
2、我国房地产中介服务的发展现状

目前我国的房地产中介服务业处于发展初期,虽然发展规模 and 专业化程度与国外发达的房地产中介服务业相比有一定差距,但成长速度可观。我国房地产中介服务业的行业现状呈现出以下特点:

(1) 处于行业发展初期且发展不均衡

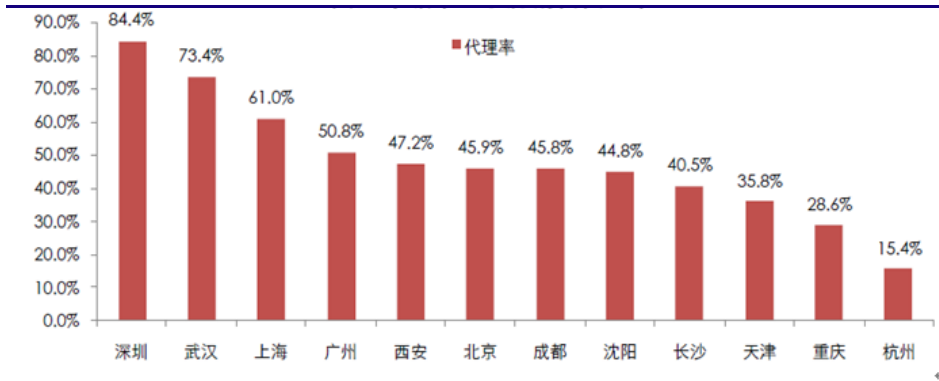
我国房地产中介服务业起步较晚,专业分工程度和国外发达国家相比还有很大差距,以珠三角区域为例,作为房地产市场化发展程度较高的地区,主要城市由房地产中介代理销售的商品房面积仅占商品房总销售面积的 50%左右,而国外成熟市场,如美国,大约 85%的物业交易是通过专业中介机构完成的,香港的代理销售率甚至在 90%以上。

图 11: 中国一手房代理销售率与国际比较



资料来源: 中国银河证券研究部

图 12: 全国大中城市一手房销售代理率



资料来源: 中国银河证券研究部

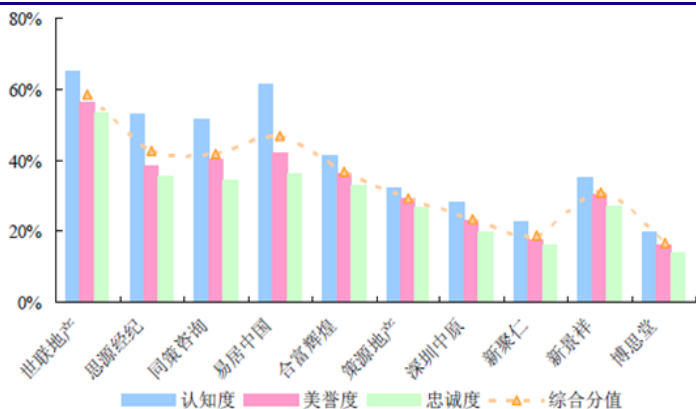
房地产中介服务行业的发展水平与房地产开发行业的市场化水平密切相关。我国的房地产中介服务业经过十多年的发展,在房地产开发行业较成熟的珠三角和长三角地区,由中介代理的新增商品房的市场份额已达到约 50%;而在房地产开发行业发展相对不成熟的其他区域,该数值仅占 10%-30%¹。房地产中介服务行业的区域发展不平衡特征显著。

(2) 房地产服务行业向规范化、品牌化和专业化方向发展

信息的网络化普及使得房地产市场的信息日趋透明,消费者的选择决策也更加理性,对房地产中介企业在诚信、规范、专业服务方面的要求越来越高。房地产中介企业也在规范化、专业化建设方面积极进取,涌现了一批品牌企业,其中世联地产在深圳上市,合富辉煌和富阳控股在香港上市,易居中国在美国纽约上市,推动了行业的规范化建设,增强了专业服务能力。

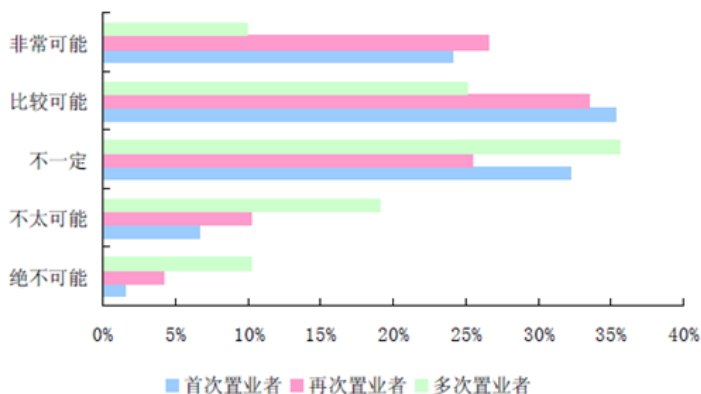
品牌与实力对于房地产中介公司开展顾问代理业务至关重要。对于置业者,房地产中介公司的品牌认知度和口碑对置业者的投资决策具有较强的影响力,超过 60%的置业者和再次置业者承认中介公司的品牌对其购房决策具有相当的影响。对于房地产开发商,房地产中介公司的市场品牌认知度和专业化能力是开发商与中介公司长期合作的重要保证。“中国房地产 TOP10 研究组”的研究结果表明,81%的房地产开发商把“实力与品牌”作为选择房地产中介公司的首要因素。

图 13: 策划代理全国性品牌企业品牌三度



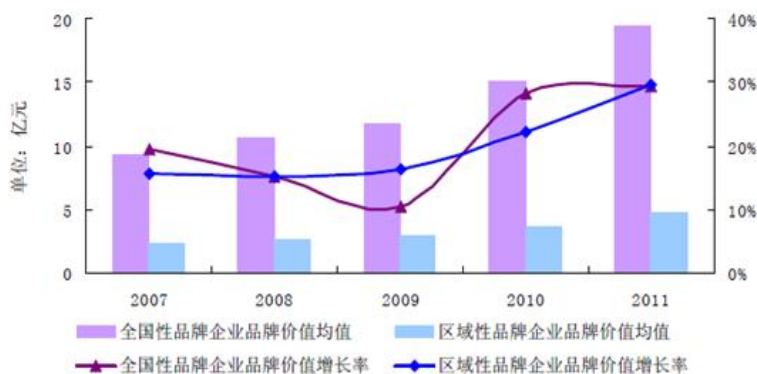
资料来源: 中国指数研究院

图 14: 策划代理品牌企业对不同购房经历消费者置业决策影响力



资料来源: 中国银河证券研究部

图 15: 2007-2011 年全国性、区域性品牌企业品牌价值



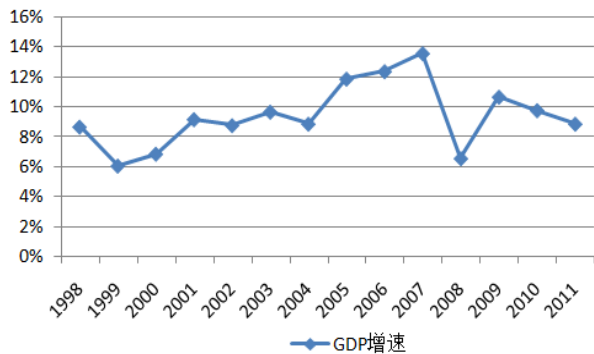
资料来源: 中国银河证券研究部

根据发达国家房地产市场发展的规律, 房地产开发与销售的分离, 已经成为检验房地产市场是否成熟的标志。我国的房地产开发商很多都是从获取土地到物业管理一体化经营的企业, 企业不得不将资源分散到整个开发产业链上来完成项目, 不利于企业将力量集中在优势环节

上。面对房地产行业的快速发展、行业竞争程度的加剧，房地产开发商自产自销的模式将很难再适应市场发展的需要。近年来，以万科、金地为代表的大型房地产开发商均开始实施规模化专业化经营，并逐步将一些项目的销售外包给专业的房地产代理销售公司。

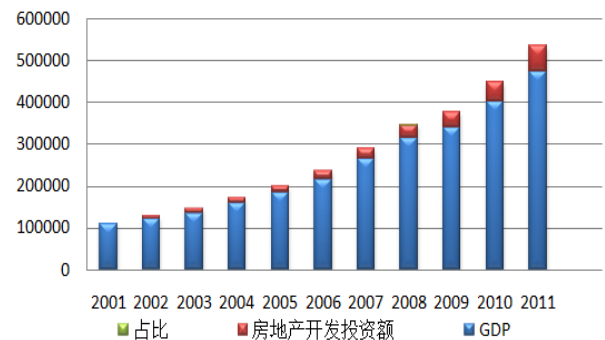
(3) 中国经济长期发展向好，将支持地产行业发展

图 16: 中国历年 GDP 增速



资料来源: 中国银河证券研究部

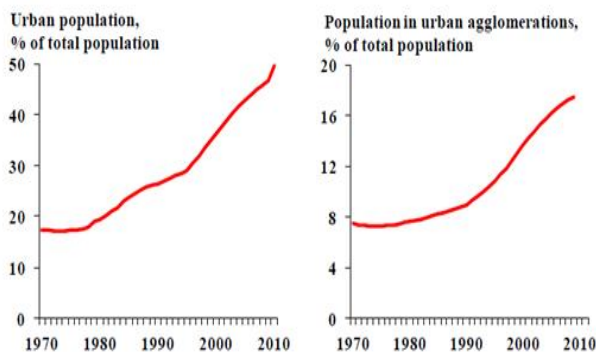
图 17: 全国房地产开发投资额占 GDP 比例



资料来源: 中国银河证券研究部

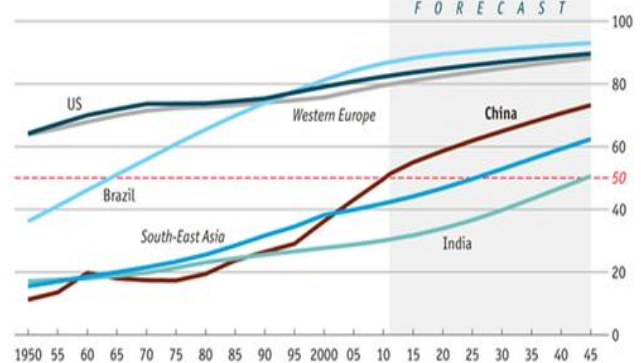
房地产开发与房地产中介服务业的发展主要归功于房地产消费市场的不断扩大,其成长动力来自以下三点: 第一,在“十二五”规划保障房建设和城镇化的政策影响下,城市人口增长,房地产消费市场扩大将产生巨大的消费需求。2011年,中国城镇化率首次超过 50%,达到 51.27%,与欧美发达国家相比仍有很大上升空间。预计到 2020 年,中国城镇化水平将达 60%左右,期间将以平均每年 1%的速度持续增长,城镇化率提高而增加的大量城镇化人口将产生巨大的住房需求。

图 18: 城镇化是住宅价格不断攀升的一个驱动因素



资料来源: 国家统计局

图 19: 各国家城镇人口比例



资料来源: 中国银河证券研究部

第二,人口红利进一步促使社会财富迅速积累,住房需求日益扩大。中国目前的人口年龄结构正处于人口红利期,每年新增供给劳动总量约为 1,000 万,劳动人口比例高,保证了经济增长中的劳动力需求。此外,由于人口老龄化高峰尚未到来,社会保障支付负担轻,社会财富积累速度快,适龄劳动人口的住房有效需求旺盛。

第三,经济的快速发展,使房地产消费者的需求呈现层次性,人们对居住物业的舒适性、享受性要求不断提高。白领人士公寓、老龄公寓、学生公寓、外商用商品房等需求也将逐步加

大。由于东西部差别、地域差别、城乡差别和购买力的差别，人们对房地产的消费的质和量便呈现出较为明显的台阶式、梯度消费的特征，为中国房地产业的中长期发展提供着成长性的消费需求和不断拓展的市场空间。

房地产行业作为国民经济中重要的组成部分将继续引领中国经济向前发展，房地产中介服务行业也将随之向规范化和专业化的方向迈进，整个产业的经营方式也将由粗放式自营向精细化分工合作逐渐转变。在城镇化政策和市场需求的共同作用下，房地产开发及中介服务行业将与国民经济发展形成相辅相成的良性循环，敦促房地产行业不断走向成熟。

二、世联地产—全国领先的地产综合服务类龙头

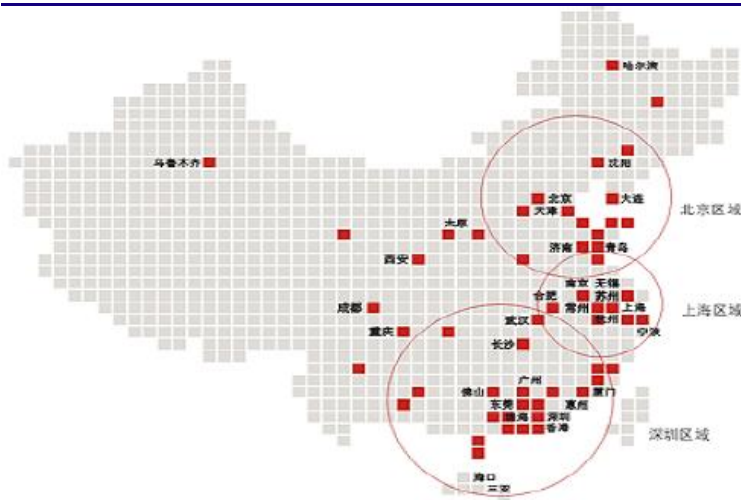
(一) 首家登陆 A 股的房地产综合服务提供商

世联地产成立于 1993 年，是国内最早从事房地产专业咨询的服务机构。2007 年，世联地产整体改制，成立深圳世联地产顾问股份有限公司。2009 年 8 月 28 日，世联地产在深圳证券交易所成功挂牌上市，成为首家登陆 A 股的房地产综合服务提供商。

经过 20 年的发展，世联地产已成为全国性的房地产服务提供商，拥有子公司、控股公司共 53 家（含并购公司），为全国 200 多个城市的客户、超过 5000 个房地产项目提供了高品质的综合服务。截止 2012 年，公司形成了华东、华北、华南、山东 4 大区域和东莞、重庆 2 个直辖地区，完成了全国 39 个核心城市的布局。统一管理了 34 个地区公司，由地区公司辐射周边腹地城市。公司集团层面设立了市场部、知识管理部、大客户部，以加强对业务的专业化指导，提升公司内客户资源共享和知识共享。

世联地产以深圳为总部，分别在珠三角、长三角、环渤海等区域建立起华南、华东、华北、山东四大业务中心，形成“咨询+实施”独特的业务模式，提供从区域开发、旧城改造、土地出让到项目开发、销售以及二手房租售的综合服务，并凭借本地智慧和全国共享的知识平台，为客户跨地域和细分市场下的多样化、精细化发展提供强有力的支持。

图 20：公司业务在全国的城市布局



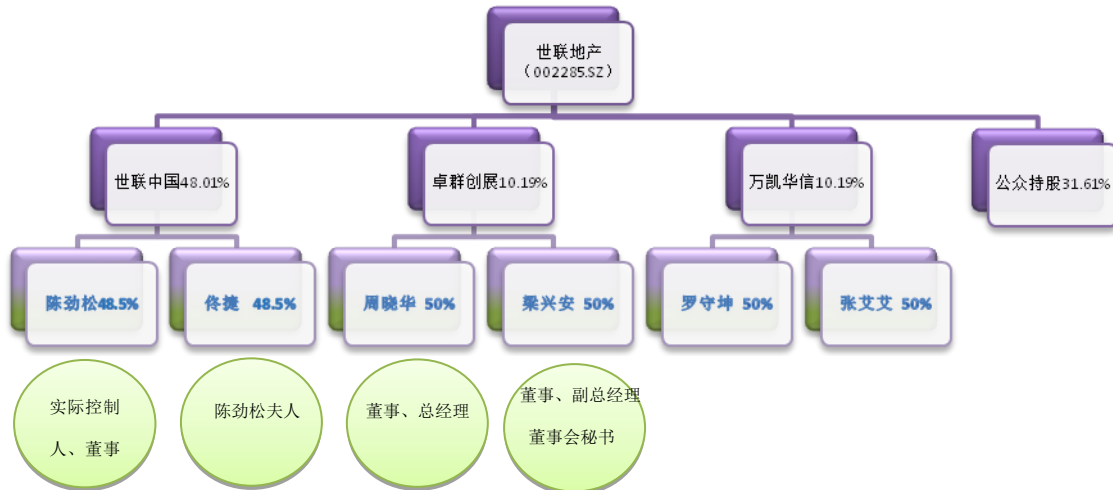
资料来源：中国银河证券研究部

实际控制人为陈劲松夫妇。陈劲松，出生于 1964 年，现为世联中国的董事会主席。1988 年毕业于上海同济大学，获建筑工程学士学位及工程管理硕士学位。1988 年毕业之后，陈劲松被分配到中国海外地产，在香港任项目经理。妻子佟捷比陈劲松大两岁，早年毕业于中国人民大学。90 年代初也曾在“国际房地产”任职，那是中国最早的一家房地产估价交易公司。

1990 年—1993 年，陈劲松任香港中国海外地产有限公司项目经理，曾主持参与开发了海华花园(湾仔),海裕园(粉岭),海连广场(粉岭),海丽轩(跑马地)等近十个项目。1993 年，羽翼渐丰的他与妻子佟捷夫妇俩，开始瞄准地产中介行业，并于当年创建世联地产顾问（深圳）有限公司，由佟捷全职负责公司的运营，而陈劲松则继续留在中海地产。1993 年底加盟世联地产顾

问公司，成为重要创始人。

图 21: 世联地产的股权结构



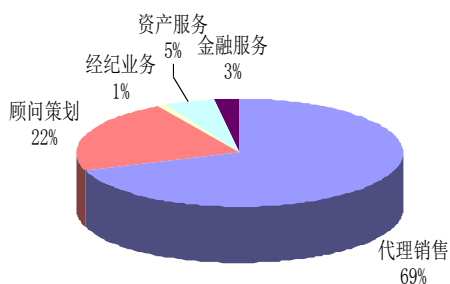
资料来源：公司公告

(二) 以代理销售和顾问策划业务为主，逐渐完善业务链结构

公司的业务主要包括以下几类：1、代理销售业务；2、顾问策划业务；3、经纪业务；4、金融服务业务；5、资产服务业务；6、其他业务。代理销售业务和顾问策划业务在公司营业收入中占主要份额。以 2012 年为例，代理销售业务收入占总收入比例为 69.45%，顾问策划业务收入占总收入比例为 21.91%。其他几项业务占比均不到 5%。

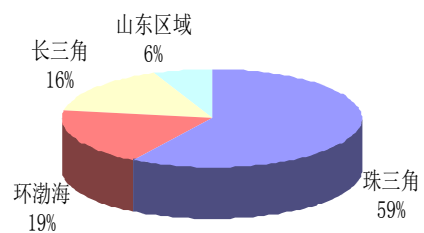
2012 年，公司各项业务收入比例及按区域分布比例如下图所示：

图 22: 2012 年公司各项业务的收入比例



资料来源：公司公告

图 23: 公司各业务的区域结构分布比例



资料来源：中国银河证券研究部

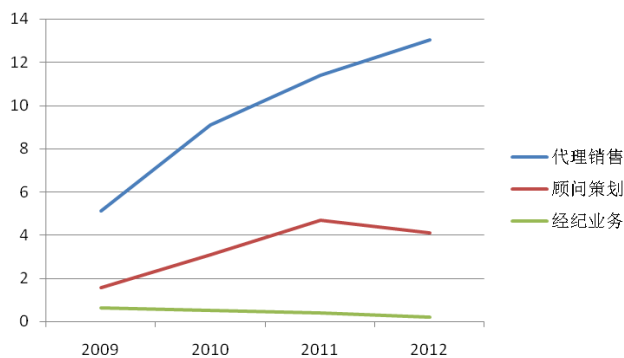
从公司业务分区域比例来看，珠三角地区的收入占比历年来都在五成以上，是公司业务的主要阵地。原因是华南地区市场成熟，团队服务大客户的能力较强，区域下辖区公司的成长迅速。长三角地区的营收规模和占比增长位居第二，这得益于公司加强了在上海周边城市的布局。环渤海区域是未来新的扩张区域，当前实际布局的城市较少，未来也会加速设点。

表 6: 2009-2012 年公司各业务收入规模 (亿元)

	2009	2010	2011	2012
代理销售	5.1	9.1	11.4	13.04
顾问策划	1.58	3.1	4.7	4.12
经纪业务	0.62	0.51	0.38	0.19
资产服务				0.92
金融服务				0.47

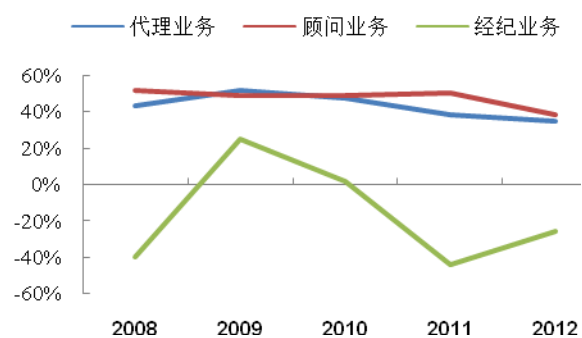
资料来源：中国银河证券研究部

图 24：公司 2009-2012 年各项业务收入（单位：亿元）



资料来源：中国银河证券研究部

图 25：公司 2008 到 2012 年各项业务毛利率水平（%）

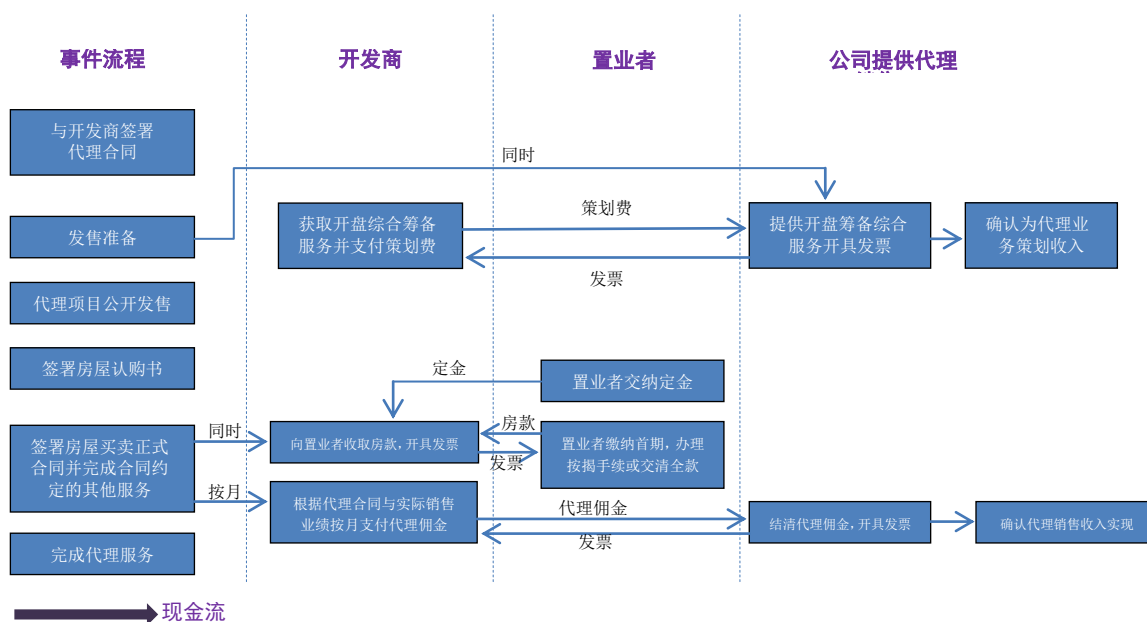


资料来源：中国银河证券研究部

1、代理销售业务

公司代理销售业务提供的服务主要包括前期市场调研、楼盘市场定位、销售策略报告以及现场售楼等。公司代理销售业务收入是根据代理销售额按照一定的比例向开发商收取代理佣金，对于参与前期策划的项目，还会收取一定金额的策划费用。

图 26：代理销售业务流程图



资料来源：中国银河证券研究部

2012 年世联实现代理销售额 2,111 亿元，收入 18.8 亿元，三年复合增长率分别为 54% 和 37%。三年来，世联的市场份额、行业影响力持续提升，2012 年市场份额提升至 3.3%，较 2011 年提高 0.9 个百分点，较 2009 年提高 2 个百分点。

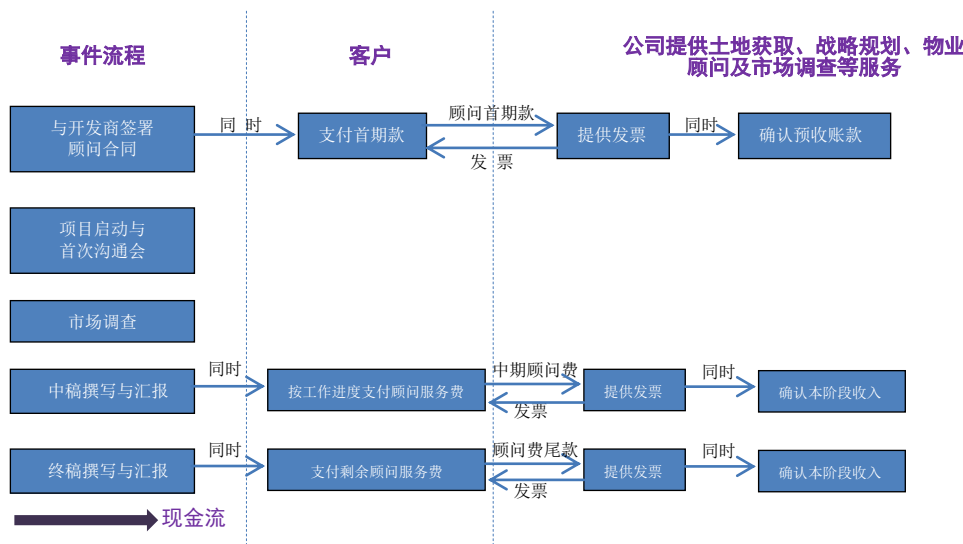
上市以来，世联建立了针对大客户服务体系。2010 年至 2012 年，世联大客户个数从 10 家升至 14 家；大客户销售额复合增长率为 34%，2012 年达 681 亿元，大客户销售额已占世联代理销售额的 32%。此外，世联的大客户渗透率已经从 2010 年的 9% 稳步上升至 2012 年的 11%。

公司的代理费用率当前在 0.81% 左右。经过 20 年的发展，世联的代理服务能力在业界有口皆碑。预计未来一段世界内，公司的代理费率将会稳定在这一水平。

2、顾问策划业务

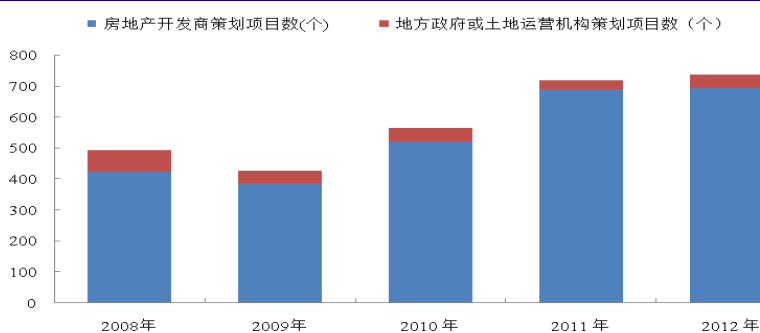
顾问策划业务主要是以报告、会议、培训及现场指导的方式为客户提供土地开发或物业开发的咨询服务。因此，顾问策划业务的收入来源是向客户收取策划咨询费用，一般根据报告的内容和人力时间投入等因素收取固定的咨询费。

图 27： 顾问策划业务流程图



资料来源：中国银河证券研究部

图 28： 世联地产顾问策划业务业务结构



资料来源：中国银河证券研究部

公司的顾问策划业务受国家宏观经济政策和房地产开发投资增速的影响较大。从过去三到四年的趋势来看，公司顾问业务每年的执行数量呈现稳定增长趋势，但是 2012 年全年房地产开发投资处于低位运行状态，故公司此块业务收入 2012 年呈现同比小幅下滑的趋势。

强化“咨询+实施”的经营模式

公司当前仍处于以销售代理和顾问策划业务为主的发展阶段，并不断强化“咨询（顾问策划业务）+实施（代理销售业务）”的经营模式。这是世联符合当前中国地产市场发展的合理选择，二者的有机结合，能够最大化的发挥人力资源和社会资源的协同效应。

公司采取在核心城市及其辐射区域将顾问策划与代理销售业务相结合的经营模式。具体而言，对于核心城市，如深圳、北京、天津和上海，以代理销售业务为主，配合开发商进行项目的前期策划和后期的代理销售，而在核心城市的辐射区域，以顾问策划业务为主，向有合作关系的开发商提供全程的顾问策划服务。由于房地产开发业务链的连续性，在项目前期为房地产开发商提供顾问策划服务将为后期的合作打下良好基础，公司可在项目开发的销售阶段持续为房地产开发商提供代理销售服务，从而满足房地产开发商对房地产开发各个环节的需求。

3、经纪业务

公司的经纪业务分为二手房租赁代理业务与二手房买卖代理业务。二手房租赁代理业务是按所租赁房屋一个月的成交租金标准，由出租双方与公司协商佣金比例，在签订房屋租赁合同时一次性收取的；二手房买卖代理业务是按所销售房屋的成交金额为标准，由买卖双方与公司协商比例收取佣金。

公司自 2011 年第四季度逐步收缩了经纪业务规模，目前经营的店铺仅有 21 家，经纪业务收入同比下降了 51.80%。

4、金融服务业务

世联金融是世联地产的主要战略发展方向之一，是国内最早从事房地产金融业务的专业服务机构。世联金融以深圳为管理运营中心，分别在珠三角、长三角、环渤海等区域建立起华南、华东、华北三大业务中心，在全国范围内为地产业主、投资者及金融机构提供按揭代理、融资担保、小额贷款、投资管理等房地产领域的投融资服务，并凭借全国共享的知识平台，为客户跨地域和细分市场下的多样化、精细化发展提供强有力的支持。

本期公司收购了从事房地产金融服务的三家关联公司：盛泽担保、小额贷款和世联投资。2012 年，世联完成了对盛泽金融的并购，世联金融正在积极探索利用主营业务机构客户和小业主资源发展房地产金融增值服务的新模式。

表 7: 盛泽金融主营业务介绍

业务名称	业务介绍
按揭代理	代为银行开拓客户，取得按揭贷款客户资源，银行支付一定费用；为客户免费提供按揭咨询和银行选择服务。
置业担保	二手楼交易过程中，在原按揭银行注销抵押登记至新按揭银行完成抵押登记的交易过程中，为交易双方客户向新按揭银行申请的短期赎楼贷款提供保证，并代理客户完成赎楼、注销抵押登记、过户及重新抵押等相关交易手续。
现金赎楼	是置业担保业务的相似业务，为客户提供的服务相同，区别在于置业担保赎楼是使用客户向银行申请的短期赎楼贷款进行赎楼，担保公司为该短期赎楼贷款提供担保，而现金赎楼则是担保公司使用自有资金为客户垫资赎楼。
小额信贷	又叫小额家庭贷款，以家庭为借款人主体，以借款人家庭信用为基础，用途为房屋购买（或装修）、家庭消费、特别开支和家庭（家族）企业生产经营用款的无抵押、无担保小额信用贷款。

资料来源：中国银河证券研究部

表 8: 盛泽金融主要竞争对手和竞争地位比较

主营业务	主要竞争对手	竞争地位比较
按揭代理	南枫按揭（泛华金融）	业务量接近，盛泽品牌及净利润指标领先。
置业担保	不动产、安信巨融	盛泽暂落后于 2 家竞争对手；基于对手处于成长瓶颈，盛泽处于高速成长期，计划于 2012 年全面超越。
现金赎楼	融安担保、安信巨融	盛泽产品丰富、收费合理、渠道多，市场占有率 20% 以上，优势较为明显。
小额信贷	信安易贷、中安信业、UA	三家企业贷款余额分别为 7.6、3.5 和 2 亿元，月增量分别为 6000、3000 和 1600 万元，盛泽贷款余额 4000 万元，月增量 1000 万元。

资料来源：中国银河证券研究部

5、资产服务业务

2011 年底，世联完成青岛雅园控股权收购，进入资产服务领域。该项收购使得世联地产获得了国家物业管理一级资质，为发展全国物业管理业务奠定了基础，将有效降低世联进入新行业的风险、节省时间成本、完善房地产综合服务全产业链覆盖，为客户创造更多价值的同时，与世联主营业务形成协同效应，加强长期核心竞争力。

其实从 90 年代开始，世联地产就已经开始涉足资产服务业务，只是当时规模尚小，做的项目也比较分散。根据世邦魏理仕、仲量联行的研究，物业管理是综合地产服务的基础性业务，市场潜力、收入增长稳定性、业务可延展性强。2010 年，中国物业服务企业收入总规模超过 2500 亿元，但普遍规模小，尚未出现行业龙头，发展潜力大。

世联地产未来长期目标是成为中国的世邦魏理仕。世邦是以资产服务业务为主要业务的世界性地产综合服务公司。收购青岛雅园也标志着世联成为中国世邦魏理仕的第一步。

（三）上市后通过兼并收购实现纵向横向的规模化扩张

世联地产上市后不断通过兼并收购进行横向和纵向业务扩展。代理销售业务中，公司先后并购了济南信立怡高、武汉经天纬地、四川嘉联兴业、重庆伟联地产顾问公司，夯实了公司在山东、湖北、四川等地区的代理销售业务，获取了被并购公司的客户资源，实现了品牌的叠加效应。

为了介入和发展资产服务业务，公司 2011 年通过并购青岛雅园，获得了国家一级物业管理资质；

在金融服务业务领域，通过并购盛泽担保、小额贷款和世联投资，进入金融服务领域，积极开拓金融投资业务，为客户提供增值服务。

从世邦魏理仕、戴德梁行等世界顶级地产服务公司的发展经验来看，并购扩张是一条迅速有效的路径。可以使公司在区域上进入更多的省市，利用当地较为成熟的代理公司积累的大量客户资源，进行快速整合，巩固公司的代理销售业务。通过并购资产管理及金融服务类提供资产增值服务的公司，世联得以快速进入新的服务领域，并迅速开展业务，创立新的商业模式并抢占先机，获得与同业竞争的制高点，为成为中国最大的综合地产服务公司而做好铺垫。

表 9：世联地产上市后兼并收购路径一览

时间	被并购方	被并购方简介	并购/增资价格	并购权益/增资权益
2010 年 3 月	深圳盛泽担保有限公司	从事按揭代理、担保、小额信贷业务的综合地产服务公司，在深圳市同业位于领先地位	4608 万	37.5%
2010 年 4 月	信立怡高物业顾问有限公司	济南信立怡高物业顾问有限公司是山东最大的营销和销售代理公司，1993 年成立于深圳，2009 年在山东的代理销售额为 50 亿元	4000 万	51%
2010 年 12 月	四川嘉联兴业地产顾问有限公司	扎根成都辐射全四川的地产综合服务商。2009 年公司在成都区域市场业绩位居前三。	3000 万	51%
2011 年 3 月	重庆伟联地产顾问有限公司	1999 年成立于重庆，当地市场业绩前三的房地产咨询、物业管理咨询服务公司。	2800 万	51%
2011 年 8 月	青岛雅园物业管理有限公司	成立于 1999 年，具有 10 年以上的物业管理经验，主要服务于位于城市中心地段的中高端写字楼和公寓。	2100 万	60%
2012 年 4 月	盛泽融资担保、世联小额贷款、深圳世联投资	世联小额贷款主要从事小额贷款和担保业务。世联投资的主营业务是房地产投资管理咨询业务，满足公司机构客户融资和投资管理的专业需求。	10569.8 万元（盛泽） 2871.1 万（世联信贷） 2348.51 万（世联投资）	盛泽：62.5% 世联信贷：29% 世联投资：100%

资料来源：中国银河证券研究部

(四) 与竞争对手相比, 代理和顾问策划业务位居行业第一

我们选用三家分别在美国、香港上市的地产综合服务提供商易居中国、合富辉煌和富阳控股股来与世联地产进行对比分析, 对比各公司的业务结构、收入规模等, 可以更加清晰的看到世联地产的行业领先地位和未来的发展方向。

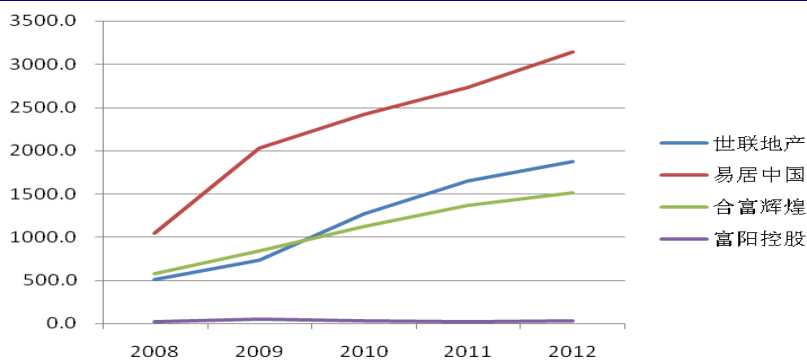
1、收入规模位居行业前列

表 10: 同业竞争对手 2008-2012 年营业收入对比 (单位: 百万元)

	2008	2009	2010	2011	2012
世联地产	511.2	738.0	1272.0	1656.0	1878.0
易居中国	1050.5	2036.9	2424.4	2731.1	3144.6
合富辉煌	581.3	846.1	1128.6	1369.4	1514.4
富阳控股	23.0	54.3	33.7	19.1	30.9

资料来源: 中国银河证券研究部

图 29: 同业竞争对手 2008-2012 年营业收入对比



资料来源: 中国银河证券研究部

2、一手房代理销售规模和收入均为行业第一

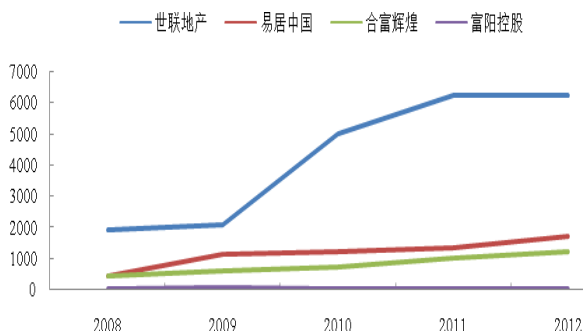
表 11: 同业竞争对手一手代理业务各项指标对比

		2008	2009	2010	2011	2012
代理销售面积 万平方米	世联地产	1916	2082	4995	6208	6215
	易居中国	411.5	1109.8	1193.5	1345.6	1704.3
	合富辉煌	407	567	700	1000	1200
	富阳控股	33	44.2	30.6	24.7	31.8
已结算代理销售金额 亿元	世联地产	264.77	579.14	1015.86	1336	1569
	易居中国	316.2	869.75	1061.76	1158.44	1390.85
	合富辉煌	266.33	446	645	812.7	1083.6
	富阳控股				12.57	28.3
代理销售收入 百万元	世联地产	288.93	510	904.5	1140.9	1304.3
	易居中国	618.06	1263.8	1194.2	1091.8	1270.53
	合富辉煌	308.57	434.72	656.2	840.42	941.7

	富阳控股	21.99	53.1	33.72	19.08	30.9
代理收费平均费率	世联地产	1.09	0.88	0.89	0.85	0.83
%	易居中国	2.02	1.45	1.12	0.94	0.91
	合富辉煌	1.16	0.97	1.02	1.03	0.87
	富阳控股				1.52	1.09

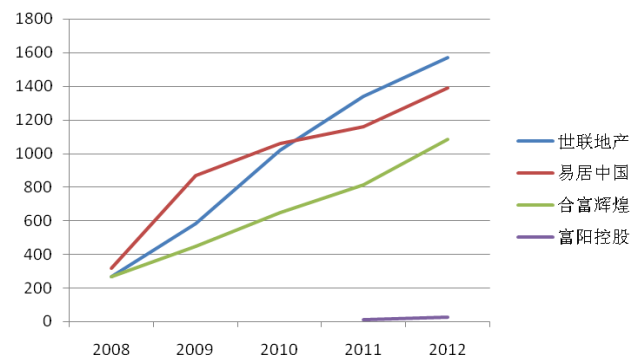
资料来源：中国银河证券研究部

图 30: 四家公司 2008-2012 年代理销售面积对比 (万平方米)



资料来源：中国银河证券研究部

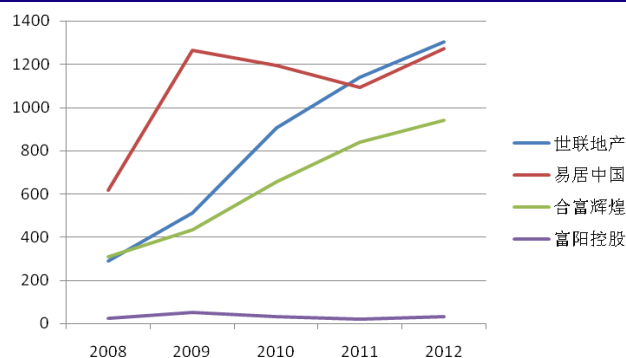
图 31: 四家公司 2008-2012 年已结算代理销售金额 (亿元)



资料来源：中国银河证券研究部

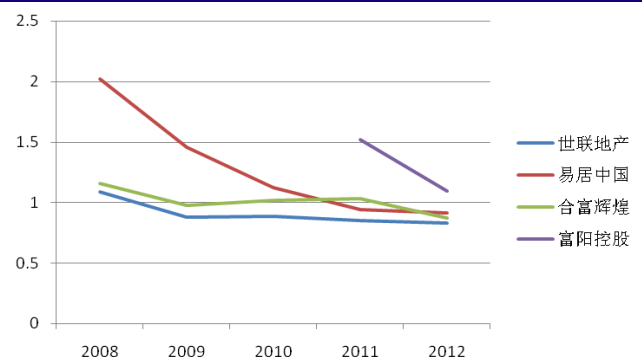
从历年的代理销售面积来看，世联地产位居第一，代理销售面积远高于同行。并且近三年复合增长率为 45%，增速比较快，也逐渐奠定了世联地产代理行业第一的位置，与其他竞争对手拉开了差距。

图 32: 四家公司 2008-2012 年代理销售收入金额 (百万元)



资料来源：中国银河证券研究部

图 33: 四家公司 2008-2012 年代理收费平均费率 (%)



资料来源：中国银河证券研究部

表 12: 同业竞争对手资本市场融资情况

成立时间	融资类型	上市时间	发行价格	发行股数	融资额 百万人民币/港元/美元
世联中国	首发	2009.8	19.68 人民币	32.00	601.04
合富辉煌	首发	2004-7-15	1.5 港元	48.60	72.90
	增发	2005-9-28	2.15 港元	31.50	67.73
富阳控股	首发	2006-4-7	1.06 港元	70.28	74.50
易居中国	首发	2007-8-8	13.8 美元	14.60	201.48
	增发	2008-1-31	17 美元	6.00	102.00

资料来源: 中国银河证券研究部

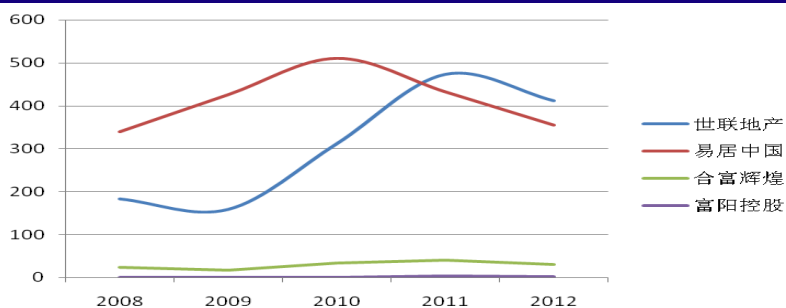
3、顾问策划业务收入也位居行业第一

表 13: 同业竞争对手 2008-2012 年顾问策划业务收入对比 (单位: 百万元)

	2008	2009	2010	2011	2012
世联地产	182.6	158.2	311.43	473.2	411.6
易居中国	338.9	425.8	510.7	432.3	354.4
合富辉煌	23.3	16.9	33.9	41.1	30.3
富阳控股	1.23	1.02	1.44	3.69	2.92

资料来源: 中国银河证券研究部

图 34: 同业竞争对手顾问策划业务收入 (百万元)



资料来源: 中国银河证券研究部

4、规模化、品牌、平台、企业文化是世联地产独有的优势

(1) 规模化优势

世联地产的规模化优势是公司的核心竞争力之一, 目前世联已成交客户量达 73 万, 且客户群的规模还在日以千计的扩大。公司当前在代理销售服务行业的市场份额占到 3.28%。

(2) 品牌优势

世联地产在顾问策划和代理销售两个领域都位于全行业领先的位置, 确立了业内的品牌优势。从 2005 年起, 连续 7 年被中国房地产 TOP10 研究组评为“中国房地产策划代理公司品牌价值 TOP10”企业。公司凭借多年的行业经验积累和专业能力, 出版了一系列市场研究的书籍, 其中, 2012 年出版的资产管理系列书籍, 是公司走在业界前沿对资产管理服务的首度

探索。

世联地产作为上市公司也享有一定的品牌溢价,世联一直在努力建设成为信息披露最好的上市公司,增强客户与投资者的信任感,树立公司在业界的口碑。

(3) 平台优势

公司建立了公司内部的知识管理系统,同事建立了市场信息、客户资料相关的资源数据库,实现了公司内部平台共享。目前实现的系统包括:

策划与顾问平台系统。对公司过往操作过的策划与顾问项目进行案例总结,通过系统进行案例共享。

明源销售管理系统。该系统始于 2003 年,将历年代理销售楼盘的销售数据和置业者信息进行系统管理。

商业资源管理系统。以世联进入的城市为基础,整合了各城市核心商业项目的指标数据,当前已经记录了 56 个城市的 150 个核心项目,涉及 19000 个商铺铺位的市场数据。公司的知识管理平台提高了公司的专业服务水平,从房地产价值链的各个环节做到为客户提供专业化增值服务。

(4) 公司团队优势和优秀的企业文化

公司主要高管和核心人员在世联地产均有 9 年以上的就职时间,核心管理团队稳定。

世联很重视对员工的培训,包括工作流程标准化建设,从销售代表、客户经理、策划经理到销售总监,人手一本口袋手册,将工作流程自下而上完全标准化,节约了员工的培训周期,提高销售效率。

公司杜绝官僚文化,领导和员工的沟通效率很高。品牌溢价对公司人才队伍建设起着积极作用,所以世联能够吸引到业内的优秀人才。世联的平台也有助于这些高素质人才的培养与成长,从世联地产离职的员工跳槽到开发商通常都是提拔任用。而且,世联近两年收购的公司都是当地的龙头企业,使得世联的实力越做越强。

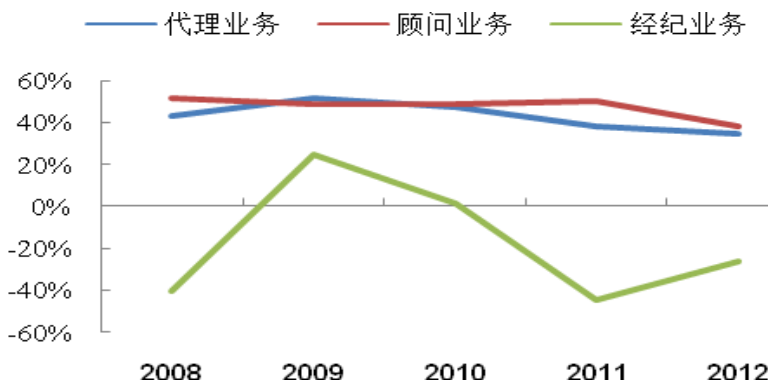
(五) 公司盈利能力分析

表 14: 公司各业务历年毛利率

	2008	2009	2010	2011	2012
代理业务	43%	51%	47%	38%	34%
顾问业务	51%	48%	49%	50%	38%
经纪业务	-40%	25%	1%	-45%	-26%

资料来源: 中国银河证券研究部

图 35: 公司各业务毛利率历年变化趋势



资料来源: 中国银河证券研究部

公司代理业务和顾问策划业务的毛利率历年来保持比较稳定的趋势。2010 年之后, 代理业务的毛利率呈现小幅下滑趋势, 这与公司扩大代理规模, 适当调低了代理费用率有关, 预计未来随着公司代理销售业务行业第一位置的不断巩固, 代理费用率将有望逐渐提升, 毛利率也将随之进一步回升。

(六) 盈利预测和估值分析

预计公司 2013、2014、2015 年营业收入为 26.9 亿、35.4 亿和 46.5 亿元; 对应的每股收益为 0.82、1.06、1.30 元, 对应 2013、2014、2015 年 PE 为 15.2X, 11.7X、9.6X。公司是 A 股领先的综合地产服务提供商, 除了雄踞第一名的一手房代理销售业务及顾问策划业务, 正在逐步完善资产管理和金融投资管理业务, 提前布局未来成熟地产市场, 为成为中国本土实力最强的地产综合服务商的目标迈进。给予公司 2013 年 25 倍、2014 年 20 倍市盈率, 公司目标价在 20.5 元。

表 15: 各项业务 2010-2015 年收入 (预测)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
总收入 (百万元)	1272	1656	1878	2698	3539	4646
代理销售业务	905	1141	1304	2022	2729	3684
顾问策划业务	311	473	412	494	593	711
资产服务业务	0	0	92	106	127	146
金融服务业务	0	0	48	55	63	72
证券经纪业务	0	38	19	22	27	32

资料来源: 中国银河证券研究部

表 16: 各项业务 2010-2015 年成本 (预测)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
总成本 (百万元)	689	1004	1223	1842	2420	3220
代理销售业务	475	707	855	1406	1898	2599
顾问策划业务	160	238	255	306	367	440
资产服务业务	0	0	70	81	97	112
金融服务业务	0	0	18	21	24	28
证券经纪业务		0	23	28	34	40

资料来源: 中国银河证券研究部

三、世联未来发展的标杆—世邦魏理仕

(一) 全球最大的商业地产服务公司

世邦魏理仕（纽约证券交易所代号：CBG）总部位于美国加利福尼亚州洛杉矶，是“财富 500 强”和“标准普尔 500 强”企业，为全球最大的商业房地产服务和投资公司（按 2012 年的营业额计算）。公司拥有员工超过 37,000 名（不含联营公司），在全球范围内通过 300 多家办事处（不含联营公司）为地产业主、投资者及承租者提供综合的地产服务，具体包括：物业租售的策略顾问及实施、企业服务、物业/设施及项目管理、按揭融资、评估与估值、开发服务、投资管理、研究与策略顾问等。

图 36：世邦魏理仕全球业务分布



资料来源：中国银河证券研究部

按 2008 年销售额计算，世邦魏理仕是全球最大的房地产服务公司：

区域覆盖广度和深度全球第一：在全球 57 个国家拥有 400 多家办公室，覆盖全球主要的商业中心，如纽约，伦敦，洛杉矶，芝加哥，新加坡，北京等；

物业租赁业务排名第一；

物业销售业务排名第一；

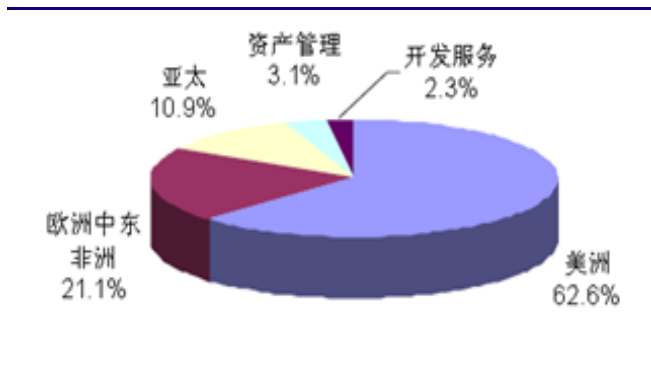
评估和估值业务排名第一；

物业外包业务排名第一；

商业住房抵押贷款排名第二；

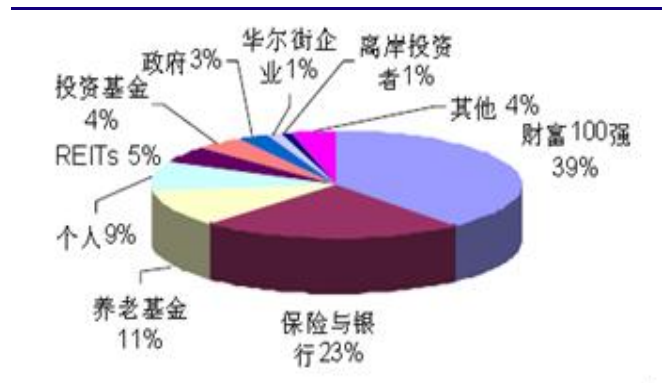
财务 100 强中的 88 家都是公司的客户，公司管理物业总价值 364 亿美元，2008 年完成物业销售总价值 1388 亿美元。就美国市场而言，2007 年美国商业房地产服务市场规模 270 亿美元，是全球最大的市场。前四大企业市场份额合计 21.8%，其中世邦魏理仕占 12.7%，排名第一，是排名第二的高力国际的 3 倍。

图 37: 年公司收入的区域结构



资料来源: 中国银河证券研究部

图 38: 世邦魏理仕收入的客户结构



资料来源: 中国银河证券研究部

(二) 公司发展历程—通过不断的并购成长壮大

纵观世邦魏理仕 100 多年的发展史，公司由旧金山-洛杉矶-加利福尼亚州-美国-全球的过程中，前 60 年的成长靠自己开店，后 40 年的成长靠并购，包括 1968-1980 年的全国性垂直整合阶段和 1996 年至今的全球性垂直整合阶段。这后 40 年正是公司走出加利福尼亚州，走向美国和全球的过程，可以说公司正是在不断的并购中成长壮大。总体上，世邦魏理仕的发展可以划分为四个阶段

第一阶段：1906 到 1967 年：深耕加利福尼亚州，收入由无增长到约 500 万美元；

第二阶段：1968 到 1980 年：全国性垂直整合阶段，走出加州，覆盖全美。业务收入由约 500 万美元，上升到超过 3 亿美元，增长近 60 倍；

第三阶段：1981 到 1995 年：私有化的 15 年，沉淀的 15 年。收入由 3 亿美元，缓慢增长之 4.69 亿美元，年均复合增长率仅 3%；

第四阶段：1996 年至今：全球性垂直整合阶段，走出美国，覆盖全球。业务收入由 4.7 亿美元上升到最高超过 60 亿美元。增长近 12.8 倍

1981 年美国著名零售商西尔斯公司溢价 80%，以 1.79 亿美元的总价控制了世邦魏理仕，并将其纳入到金融服务事业部旗下。给世邦魏理仕带来了两个变化：

其一，国内并购整合告一段落；

其二，依托西尔斯零售店铺优势，公司在西尔斯旗下社区零售店大量布点，住宅业务发展较快，而商业房地产服务则相对落后。

1989 年西尔斯公司以 3.05 亿美元的价格将其商业房地产服务部门出售，独立出来的公司即是当今世邦魏理仕的直接前身。独立出来的世邦魏理仕面临着恶劣的外部条件，美国房地产市场陷入危机之中，商业地产不景气，世邦魏理仕被迫关闭了数家办公室，到 1991 年中期，公司净资产变成了负 5600 万美元。到 1995 年公司收入 4.69 亿元，仅比 1980 年增长了 56%，年均复合增长率仅 3%。并购整合的停滞，正好给世邦魏理仕消化和提高的时间，为接下来更大规模的整合打好了基础。

表 17: 世邦魏理仕的收购历程

	收购对象	简要介绍	收购评价
1969	Henry Broderick Olson Thorsen Realtors	西雅图的住宅销售公司 南加利福尼亚的住宅销售公司	合并后公司规模几乎翻番, 员工由 800 增至 1500, 办公室由 25 家增至 63 家, 收入突破 1 亿美元
	Routh Robbins	在马里兰州, 弗吉尼亚州和华盛顿特区拥有 14 个办公室	业务拓展至上述三区
1977	Hardin Stockton Find-A-Home Service	堪萨斯城的龙头地产经纪人 伊利诺亚州, 在美国和加拿大拥有 600 多个附属经纪人及 Executrans 公司的股权, 而 Executrans 在全国范围内提供搬迁服务	业务拓展至堪萨斯城 业务拓展到伊利诺亚州
1979	Barton&Ludwig Spring Co., Previews, Inc	在亚特兰大有 24 个办公室 明尼苏达州的住宅经纪和按揭业务龙头 住宅市场营销机构	业务拓展至亚特兰大 业务拓展至明尼苏达州
	Jenson,Woodward & Lozier, Inc Wachbrit	西雅图的小型保险代理商	业务线延伸, 向区域市场全业务方向发展
1980	Insurance Agency Sutton & Towne, Inc	洛杉矶的小型保险代理商 纽约商业房地产和写字楼租赁市场龙头之一	业务线延伸, 向区域市场全业务方向发展 1980 年收入超过 3 亿美元

资料来源: 中国银河证券研究部

表 18: 世邦魏理仕 1995 到 1997 年的收购历程

	收购对象	业务领域
1995	Westmark Realty Advisors	投资管理咨询服务
1996	L.J. Melody & Company	按揭贷款服务
1997	Koll Real Estate Services	企业物业和设施管理、投资管理

资料来源: 中国银河证券研究部

(三) 公司主业包括咨询、外包服务、全球投资管理和房地产开发

咨询业务

咨询业务部门为租客和业主提供全方位的服务来满足客户需求, 具体包括: (1) 房地产服务 (2) 资本市场咨询 (3) 资产评估业务

房地产服务

世邦为业主、投资人和租户提供顾问策划和实施服务。这些业务建立在与客户长期稳定的

合作关系基础之上，能为公司带来持续的现金流收入。2008年，世邦为29000件租赁业务和4600件房地产销售业务提供咨询服务，租金和销售总额分别达432亿美元和393亿美元。公司在房地产租售咨询业务规模在美国大多数首府城市居于首位。

CBRE的研究部门CBRE Torto Wheaton Research为保持与客户的长期合作提供了数据和智力支持，为客户提供多种形式的数据和分析，包括提供TWR产业展望报告，该报告分析了包括写字楼、工业园区、酒店等领域，涵盖了超过55个美国首府地区和超过299,000多处商业地产。

金融市场服务

2005年公司将房产投资销售人员和信贷融资人员整合成为统一的CBRE金融市场服务部门，为房地产投资人士提供从房地产销售到融资贷款一揽子服务。2008年公司资产服务涉及金额达384亿美元，其中284亿来自房产投资销售业务，102亿美元来自按揭贷款服务。

CBRE房地产投资咨询服务是美国房地产投资领域最大规模的公司之一，在美国市场份额占比从2007年的16%上升至2008年的18%。按揭融资主要来源于已形成长期合作关系的投资银行、商业银行，信贷公司、保险公司、养老金和政府相关机构。

资产评估

CBRE提供的资产评估服务包括市场价值评估，诉讼支持，现金流贴现以及可行性评估。公司的评估业务采用一套科学的评估体系来为客户撰写评估报告，该体系的先进的客观准确性也是其他竞争对手难以企及的。2008年公司为客户端提供了超过30,000份的评估报告和建议书。

外包服务

外包服务是商业地产的发展方向，是指公司、机构等委托第三方专业的房地产服务人员来管理其物业以寻求更加高效、优质、低成本的物业服务，主要包括（1）公司管理服务和（2）资产管理服务。2008年CBRE管理着超过11亿平方尺的商业地产，是美洲地区最大的商业地产物业管理者。自2006至2008年，该项收入分别占公司合并报表总收入的12.2%，18.6%和28%。

（1）公司管理服务

CBRE为企业客户提供综合的地产服务，包括交易管理，项目管理，设施管理，战略咨询，组合管理及其他服务。公司客户群基本是全球领先的国际企业和机构，具有大规模并且分散于全球的物业组合。项目管理正是基于为此类物业组合设计的。设施管理涉及日常的物业运营管理，包括总部办公楼、区域办公室、行政办公室和生产分销设施等。

（2）资产服务

CBRE提供房产管理，建设管理，市场租赁，以及写字楼、工业园和零售物业的财务金融服务。公司通过广泛的房地产专家网络提供这些服务，并由专业的客服团队提供支持来保证这些服务的质量，以此提高客户满意度和保持长期的合作关系。这为CBRE向客户提供其他相关业务奠定了良好的信誉基础和竞争优势，比如再融资，物业出售和资产评估等服务。

全球投资管理

CBRE 的子公司 CB Richard Ellis Investors 为客户与合作伙伴提供投资管理服务，主要包括投资在房地产领域的年金计划，基金，捐款和其他寻求投资回报和多元化的业务。据投资策略不同，CB Richard Ellis Investors 分为三个主要投资执行部门，分别为房地产直投部门（低风险策略），非直投部门（高风险策略），和非上市地产基金（多重风险策略）。根据咨询业务部门的咨询建议，其投资团队专注在投资策略，证券承销和预测方面。在 2007 和 2008 年度，CBRE Investors 分别完成了 117 亿美元和 53 亿美元的投资额，贡献的收入分别占合并报表总营业收入的 5.8% 和 3.1%。

房地产开发

集团旗下的 Trammell Crow 公司及其子公司在美国为商业地产客户提供房地产开发业务。在遵循低风险投资开发的原则下，公司开发业务包括多种房地产类型，包括工业园区，写字楼，商铺等；多种医疗设施（包括医院，救护中心，医疗机构办公楼等）；高等教育设施，学生宿舍；城市综合体等项目。该部门营业额在 2006 年公司贡献总收入不足 1%，2006 年底收购 Trammell Crow 公司之后，该比例上升至 2007 年的 2.2% 和 2008 年的 2.3%。2008 年底，Trammell Crow 公司开发的在建项目总额达 56 亿美元，并且拥有价值 25 亿美元的储备项目。

（四）世邦的核心竞争力

1、百年历史积淀的优质客户资源和品牌声誉

世邦魏理仕 1998 年由世邦公司和魏理仕公司合并，世邦公司 1906 年成立，至今拥有 100 多年的历史，业务覆盖全球的魏理仕公司 1773 年成立，拥有近 240 年的历史。

定位于高端，财富 100 强中的 88 家都是世邦魏理仕的客户，包括壳牌石油，诺基亚，美国银行等。从成立初，创始人 Coldwell 就将品牌声誉作为公司的立业之本，两个例子是 1906 年明确规定不与客户争利，1920 年引入旧金山工商业巨头之子 Bruce Cornwall。虽然历经数次整合，世邦魏理仕始终秉持这一理念。作为世邦魏理仕品牌声誉的成果是，世邦魏理仕的销售毛利率比主要竞争对手之一的仲量联行平均高出 12 个百分点。

2、庞大的专业人才队伍

世邦魏理仕的正式员工，均是在行业内有多多年经验的资深地产服务人才，以严密的管理

制度保持这些高端人才长期的竞争力。公司在全球拥有一支超过 30,000 人的专业队伍，并由业内经验 20 年以上的资深管理团队带领。公司采取有效地股权激励体制来吸引并留住高级管理层，引导其将股东的利益最大化作为公司的奋斗目标。

3、起支撑作用的全球全业务覆盖布局

全球全业务覆盖的布局支撑了公司的业务平台和服务能力：

首先，这样的布局是世邦魏理仕的全球业务平台建设的前提和基础；

其次，世邦魏理仕在全球最重要的城市设立了办公室，并向周边城市延伸出一系列的办事处，使得世邦魏理仕能够将其客户和业务带到这些新的区域，同时将这些新区域的市场信息及客户资源纳入到既有的全球业务平台中，从广度和深度两个纬度强化全球业务平台；

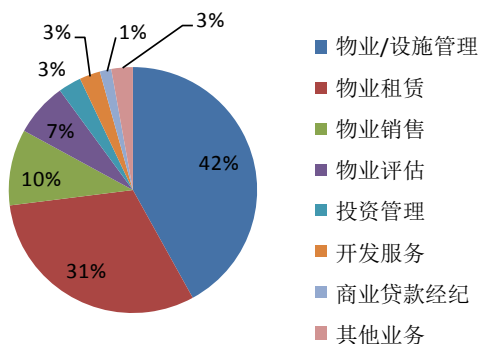
4、稳固的客户关系和定制服务

公司与客户形成了长期稳定的客户关系。截止 2008 年底，财富百强公司里有 85 家公司是 CBRE 的客户。公司成立综合性的客户服务团队由高级管理层、全球客户经理、区域经理和专家组成，以便为客户提供全方位的综合服务。这种长期的合作为公司带来持续的现金流，据 2008 年营业收入的测算，现有客户的长期合作为公司贡献的收入占总收入比例达 61%。

(五) 世联地产未来将逐渐向世邦的业务类型转型

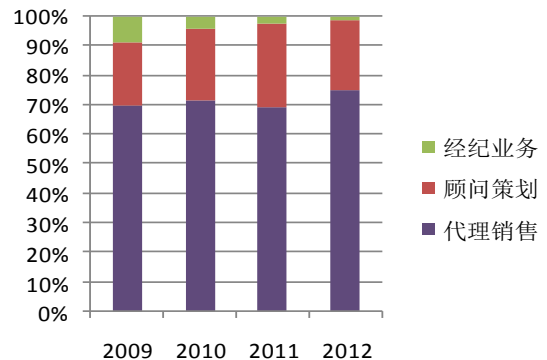
从业务结构来看，随着房地产及其中介服务市场的发展和成熟，世联地产的收入构成将会朝物业管理和设施管理等资产管理类服务、金融服务类业务方向转移。

图 39: 世邦魏理仕业务结构比例



资料来源: 中国银河证券研究部

图 40: 世联地产业务收入结构



资料来源: 中国银河证券研究部

当前世邦魏理仕年度管理的物业面积超过 1.6 亿平方米，是世联地产管理物业面积的大约 150 倍。世联地产未来在物业管理方面的成长空间巨大，如果每年管理的物业面积的复合增长率达到 30% 以上，世联地产在 20 年之内可以达到世邦魏理仕的物业管理水平。

表 19: 公司财务报表预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E	资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1878	2698	3539	4646	现金及现金等价物	1019	1200	1300	1500
营业成本	1136	1711	2246	2987	应收款项	658	945	1240	1628
营业税金及附加	107	149	196	257	存货净额	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	其他流动资产	182	270	354	465
管理费用	231	340	446	586	流动资产合计	1859	2415	2894	3592
财务费用	(16)	(13)	(15)	(17)	固定资产	224	294	324	351
投资收益	4	4	4	4	无形资产及其他	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(35)	2	2	2	投资性房地产	243	243	243	243
其他收入	(88)	(149)	(196)	(257)	长期股权投资	12	32	52	72
营业利润	300	368	476	582	资产总计	2338	2984	3513	4259
营业外净收支	5	10	10	10	短期借款及交易性金融负债	26	323	232	179
利润总额	305	378	486	592	应付款项	20	29	39	52
所得税费用	80	95	123	149	其他流动负债	782	873	1146	1522
少数股东损益	14	16	17	20	流动负债合计	827	1225	1417	1753
归属于母公司净利润	211	267	347	423	长期借款及应付债券	0	0	0	0
发行在外股份数量(百万股)	326	326	326	326	其他长期负债	0	0	0	0
关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E	长期负债合计	0	0	0	0
每股收益	0.65	0.82	1.06	1.30	负债合计	827	1225	1417	1753
每股红利	0.07	0.10	0.08	0.09	少数股东权益	24	38	54	72
每股净资产	4.55	5.27	6.26	7.46	股东权益	1487	1721	2042	2435
ROIC	21%	21%	22%	25%	负债和股东权益总计	2338	2984	3513	4259
ROE	14%	15%	17%	17%	现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
ROA	9.0%	8.9%	9.9%	9.9%	净利润	211	267	347	423
毛利率	34%	31%	31%	30%	资产减值准备	(1)	(36)	0	0
净利润率	11%	10%	10%	9%	折旧摊销	21	19	22	25
EBIT Margin	16%	13%	13%	12%	公允价值变动损失	35	(2)	(2)	(2)
EBITDA Margin	17%	14%	13%	13%	财务费用	(16)	(13)	(15)	(17)
收入增长	13%	44%	31%	31%	营运资本变动	(66)	(312)	(95)	(110)
净利润增长率	34%	26%	30%	22%	其它	13	51	15	18
资产负债率	36%	42%	42%	43%	经营活动现金流	214	(14)	286	353
流动比率	2.2	2.0	2.0	2.0	资本开支	1	(50)	(50)	(50)
速动比率	2.2	2.0	2.0	2.0	其它投资现金流	0	0	0	0
资产负债率	35%	41%	40%	41%	投资活动现金流	58	(70)	(70)	(70)
利息覆盖倍数	-25	-37	-43	-49	权益性融资	0	0	0	0
应收账款周转率	2.85	2.85	2.85	2.85	负债净变化	0	0	0	0
存货周转率					支付股利、利息	(23)	(33)	(25)	(30)
应付账款周转率	58.08	58.08	58.01	58.00	其它融资现金流	(102)	297	(91)	(53)
固定资产周转率	8.39	9.19	10.92	13.22	融资活动现金流	(148)	265	(116)	(83)

资料来源: 中国银河证券研究

插图目录

图 1: 2002-2012 年全国房地产行业销售及投资数据	3
图 2: 2008-2012 年地产策划代理百强企业收入规模及变化	3
图 3: 2008-2012 年地产策划代理百强企业一手代理面积情况	3
图 4: 房地产市场产业链一览	4
图 5: 中美房地产行业业务比例对比	5
图 6: 2008-2012 年地产服务百强企业收入规模及变化	5
图 7: 2008-2012 年开展二手房经纪业务百强企业收入状况	5
图 8: 2008-2012 年服务百强企业策划项目评价收费及个案数	9
图 9: 2008-2012 年百强企业平均一手物业代理费率变化	9
图 10: 2007-2012 年百强企业市场份额情况	9
图 11: 中国一手房代理销售率与国际比较	10
图 12: 全国大中城市一手房销售代理率	10
图 13: 策划代理全国性品牌企业品牌三度	11
图 14: 策划代理品牌企业对不同购房经历消费者置业决策影响力	11
图 15: 2007-2011 年全国性、区域性品牌企业品牌价值	11
图 16: 中国历年 GDP 增速	12
图 17: 全国房地产开发投资额占 GDP 比例	12
图 18: 城镇化是住宅价格不断攀升的一个驱动因素	12
图 19: 各国家城镇人口比例	12
图 20: 公司业务在全国的城市布局	14
图 21: 世联地产的股权结构	15
图 22: 2012 年公司各项业务的收入比例	15
图 23: 公司各业务的区域结构分布比例	15
图 24: 公司 2009-2012 年各项业务收入 (单位: 亿元)	16
图 25: 公司 2008 到 2012 年各项业务毛利率水平 (%)	16
图 26: 代理销售业务流程图	16
图 27: 顾问策划业务流程图	17
图 28: 世联地产顾问策划业务业务结构	17
图 29: 同业竞争对手 2008-2012 年营业收入对比	21
图 30: 四家公司 2008-2012 年代理销售面积对比 (万平方米)	22
图 31: 四家公司 2008-2012 年已结算代理销售金额 (亿元)	22
图 32: 四家公司 2008-2012 年代理销售收入金额 (百万元)	22
图 33: 四家公司 2008-2012 年代理收费平均费率 (%)	22
图 34: 同业竞争对手顾问策划业务收入 (百万元)	23
图 35: 公司各业务毛利率历年变化趋势	25
图 36: 世邦魏理仕全球业务分布	27
图 37: 年公司收入的区域结构	28
图 38: 世邦魏理仕收入的客户结构	28
图 39: 世邦魏理仕业务结构比例	32

图 40: 世联地产业务收入结构32

表格目录

表 1: 房地产各级市场业务类型、服务内容及代表公司5

表 2: 中国珠三角、长三角、环渤海地区代表性地产服务公司6

表 3: 国内和国际地产服务行业知名公司及业务范围6

表 4: 1997-2002 年全国房地产投资及住房建设情况7

表 5: 2000-2007 年商品房价格及其上涨情况8

表 6: 2009-2012 年公司各业务收入规模 (亿元)15

表 7: 盛泽金融主营业务介绍19

表 8: 盛泽金融主要竞争对手和竞争地位比较19

表 9: 世联地产上市后兼并收购路径一览20

表 10: 同业竞争对手 2008-2012 年营业收入对比 (单位: 百万元)21

表 11: 同业竞争对手一手代理业务各项指标对比21

表 12: 同业竞争对手资本市场融资情况23

表 13: 同业竞争对手 2008-2012 年顾问策划业务收入对比 (单位: 百万元)23

表 14: 公司各业务历年毛利率24

表 15: 各项业务 2010-2015 年收入 (预测)25

表 16: 各项业务 2010-2015 年成本 (预测)26

表 17: 世邦魏理仕的收购历程29

表 18: 世邦魏理仕 1995 到 1997 年的收购历程29

表 19: 公司财务报表预测33

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

赵强、潘玮，房地产行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄	010-83574171	fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：高兴	010-83574017	gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京地区：李笑裕	010-83571359	lixiaoyu@chinastock.com.cn