

## 公司事项点评

2013年10月15日

### 证券研究报告

#### 房地产

## 推荐 (维持)

#### 证券分析师

周雅婷

投资咨询资格编号 S1060513070001  
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)

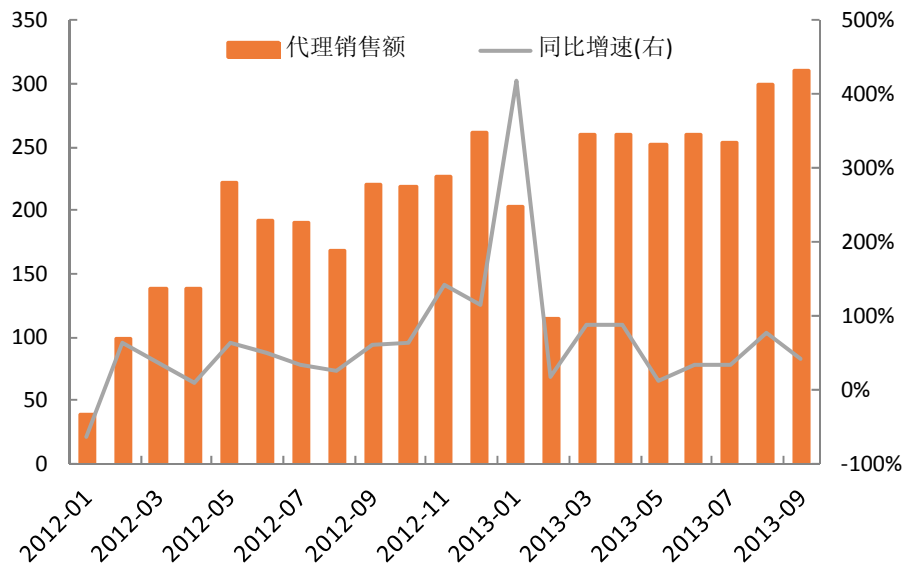
### 逐步兑现销售、业绩双拐点

**事项：**世联地产昨晚发布三季度代理销售简报，7、8、9月分别实现代理销售额253亿、299亿和310亿。同时，公司上周五晚发布业绩修正预告，预计前三季度净利润同比增长130%~140%。

#### 平安观点：

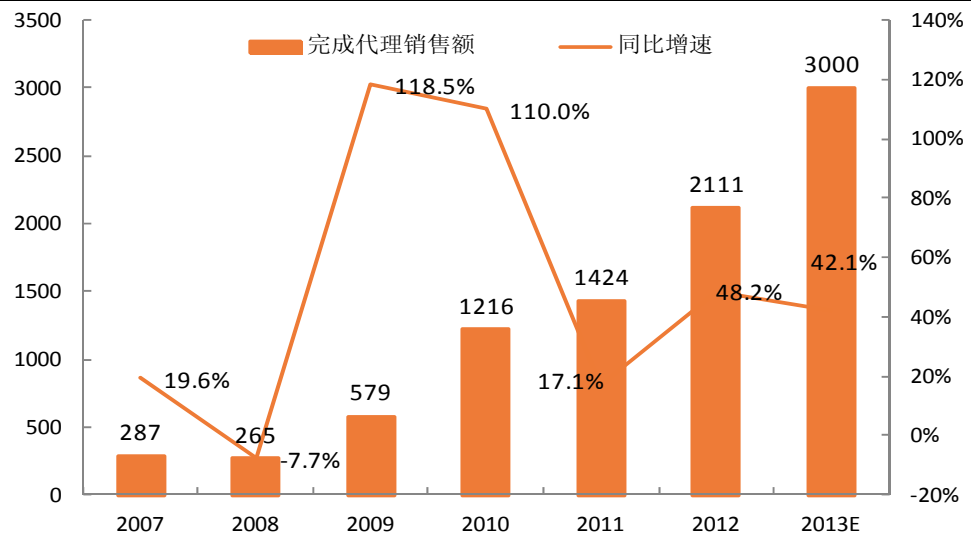
- **业绩持续超预期。**公司发布前三季度业绩修正预告，预计归属上市公司股东净利润1.97亿~2.06亿，同比增长130%~140%，较前期预告值（同比增80%~120%）平均提升35个百分点。我们认为公司前三季度净利润持续大幅改善的原因主要在于：1）去年下半年以来房地产市场持续回暖，公司过去十二月代理销售额同比大幅增长66.2%，为三季度和全年的业绩释放奠定了基础；2）代理费率逐步企稳回升，公司上半年代理费率0.84%，同比上升0.03个百分点。
- **代理销售强于市，市占率稳步提升。**公司三季度累计实现代理销售额862亿，同比增49.1%。分月份来看，7月、8月、9月分别实现代理销售额253亿、299亿、310亿，其中8月、9月更是接连刷新公司单月销售纪录。前三季度累计实现代理销售额2202亿，同比增长57.2%，较招保万金四家全国性开发商同期28.1%的增速高出29.1个百分点，差距较2季度末进一步扩大2个百分点。公司全国市场占有率也由二季度末的4.0%攀升至8月末的4.2%。当前公司已完成我们3000亿销售预测值的74%，考虑公司下半年推盘量占全年的56%，代理货源充足，我们依然看好公司四季度的代理销售表现。预计全年完成我们3000亿的销售预测值为大概率事件，同比增长42%。
- **新兴业务空间广阔，或是未来新的增长点。**发展资产服务和金融服务作为公司长期战略，2012年公司先后收购了青岛雅园、盛泽融资担保和世联投资，近期公司又以6800万收购北京安信行物业管理，发展资产管理业务又进一步。2011年全国物业管理和房地产中介服务业总营收达2909亿，物业管理市场空间广阔。但相比国外相对成熟的物业管理市场，国内整个物业管理市场仍处于相对分散，集中度较低的阶段。以国内相对较大的招商地产为例，其2012年物业管理规模为1913万平方米，贡献收入仅7.5亿。空间广阔且集中度相对较低的物业管理市场现状，为公司通过兼并收购扩大资产管理业务提供了良好的外在条件。
- **年内高增长确立，明年需关注成本端扩张。**公司年内的业绩与销售高成长态势已基本确立，展望明年，我们认为公司销售代理的增速将由于高基数的原因较今年下降，而连续两年的业务增速高于人员增速或将带来明年成本端的“补货”式扩张，对业绩增速带来一定压制，值得投资者关注。
- **维持公司“推荐”评级。**基于对成本端“补货”的担忧，我们适度下调公司明后年的盈利预测，预计公司2013-2015年EPS分别为0.84元、1.16元（-0.16元）和1.59元（-0.42元）对应PE分别为19.1倍、13.8倍和10.1倍。短期来看，公司代理销售势头强劲，佣金率逐步企稳，全年业绩有保障；长期来看，传统业务稳步提升，新兴业务积极布局，未来增长仍值得期待。维持“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（单位：亿元）



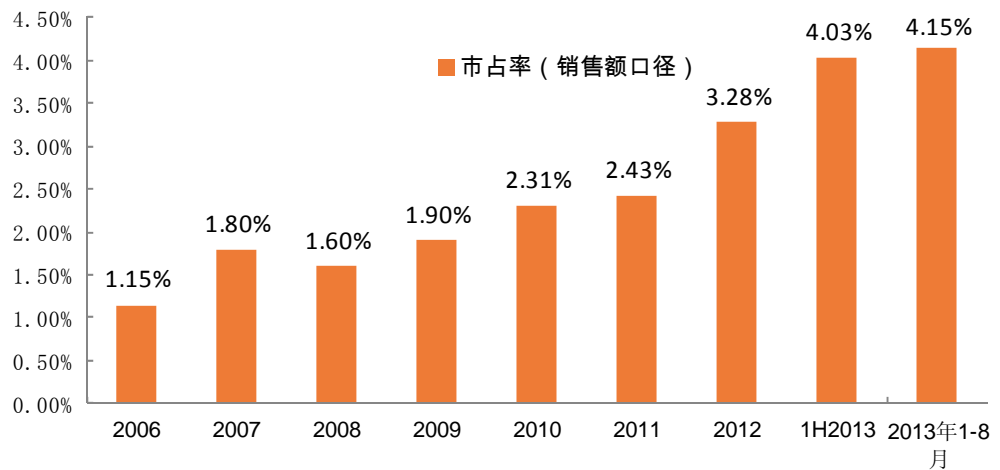
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 预计2013全年代理销售完成额将达到3000亿（单位：亿元）



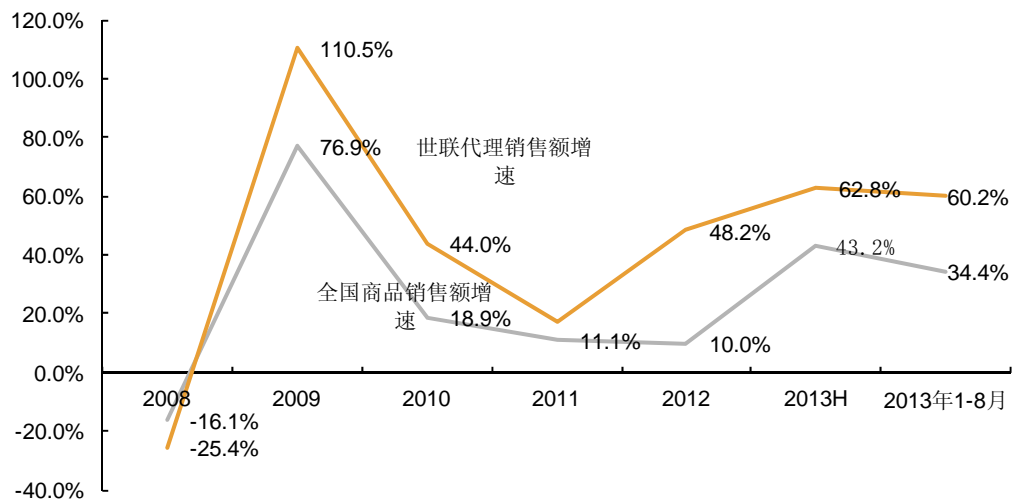
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司代理销售额市占率稳步提升



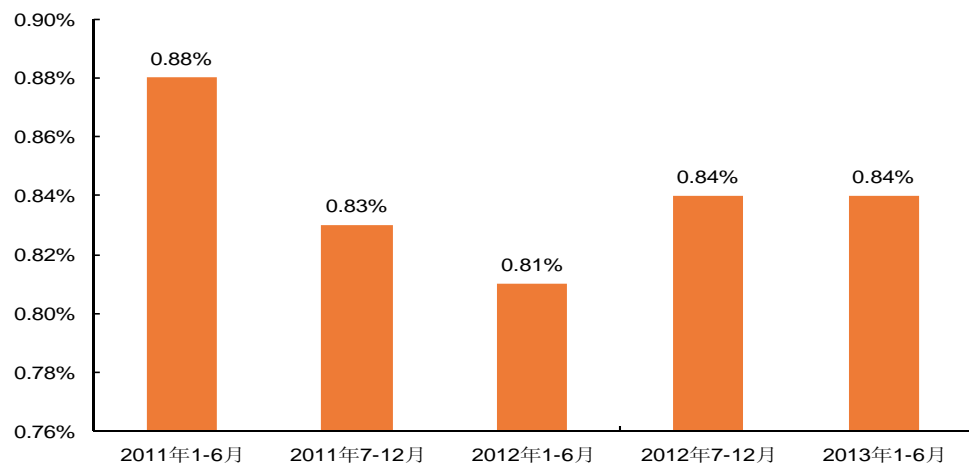
资料来源：公司公告，平安证券研究所

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

图表5 公司代理费用率走势



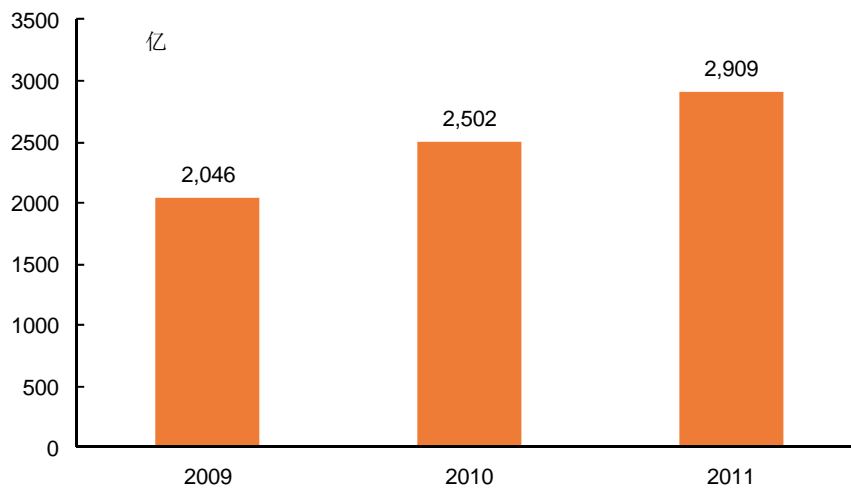
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 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
2013-08-22	深圳世联兴业资产管理	北京安信行资产管理公司60%股权	7800	董事会审议通过

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 全国物业管理和房地产中介服务业营收规模



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	2054	2436	2879	
现金	1019	1181	1244	1405	
应收账款	386	474	748	979	
其他应收款	268	269	269	269	
预付账款	39	79	109	139	
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	2527	2996	3475	
流动负债	827	746	852	852	
短期借款	26	0	0	0	
应付账款	20	23	38	47	
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	746	852	852	
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	763	1104	1554	
归属母公司股东权益	1487	1743	2085	2535	
负债和股东权益	2338	2527	2996	3475	

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	337	326	454	
净利润	225	368	515	701	
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	-65	-207	-274	
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	-139	-209	
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	-139	-209	
现金净增加额	116	162	63	161	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
营业收入	1878	2927	4274	5516	
营业成本	1223	1819	2729	3509	
营业税金及附加	107	161	238	305	
营业费用	0	0	0	0	
管理费用	231	421	561	707	
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	527	756	1005	
营业外收入	7	8	10	8	
营业外支出	2	2	1	1	
利润总额	305	533	765	1012	
所得税	80	165	250	311	
净利润	225	368	515	701	
少数股东损益	14	14	22	29	
归属母公司净利润	211	355	493	673	
EBITDA	313	552	780	1036	
EPS (元)	0.65	0.84	1.16	1.59	

## 主要财务比率

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
成长能力					
营业收入(%)	13.4	55.9	46.0	29.0	
营业利润(%)	10.1	75.8	43.3	33.0	
归属于母公司净利润(%)	34.3	67.8	39.1	36.5	
获利能力					
毛利率(%)	34.9	37.8	36.2	36.4	
净利率(%)	11.3	10.9	10.8	11.3	
ROE(%)	14.2	20.3	23.6	26.5	
ROIC(%)	59.2	82.9	69.6	66.6	
偿债能力					
资产负债率(%)	35.4	29.5	28.4	24.5	
净负债比率(%)	3.08	0.00	0.00	0.00	
流动比率	2.25	2.75	2.86	3.38	
速动比率	2.25	2.75	2.86	3.38	
营运能力					
总资产周转率	0.92	1.20	1.55	1.70	
应收账款周转率	6	7	7	6	
应付账款周转率	95.40	85.34	89.92	82.85	
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.84	1.16	1.59	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.79	0.77	1.07	
每股净资产(最新摊薄)	3.50	4.11	4.91	5.97	
估值比率					
P/E	24.8	19.1	13.8	10.1	
P/B	3.0	2.5	2.1	1.7	
EV/EBITDA	11	6	4	3	

## 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