# 世联地产（002285）：全国房地产销售额提升最大受益者

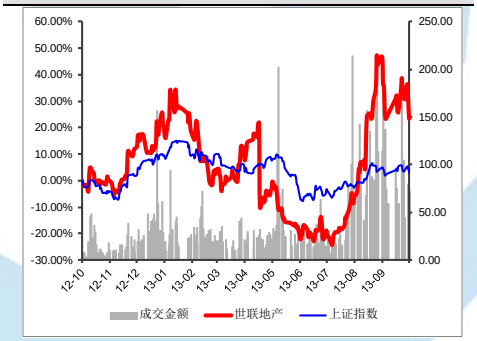
中航证券金融研究所　吴伟
证券执业证书号：S0640511030001
电话：0755-83688511
邮箱：mwu0330@gmail.com

行业分类：房地产　　2013 年 10 月 23 日

| 公司投资评级 | 买入 |
|---|---|
| 6-12 个月目标价 | 18.3 |
| 当前股价（13.10.23） | 14.7 |

| 基础数据 | |
|---|---|
| 上证指数 | 2210 |
| 总股本（亿） | 4.24 |
| 流通 A 股（亿） | 4.24 |
| 流通 B 股（亿） | 0 |
| 流通 A 股市值（亿） | 65 |
| 每股净资产（元） | 3.76 |
| ROE（2013Q3） | 12.81% |
| 资产负债率(2013Q3) | 22% |
| 动态市盈率(2013) | 20 |
| 市净率 | 3.8 |

**近一年公司股价与上证综指走势对比**




资料来源：wind

- **公司公布三季报。**公司公布三季报，公司前三季度实现营业收入 17.2 亿元，同比增长 51%，净利润为 2.04 亿元，同比增长 138.4%，每股收益 0.48 元，同比增长 140%。由于房地产市场景气度较高，前三季度公司一级代理业务销售额达到 2208 亿元，同比增长 57.15%，同去年相比，公司营业收入有大幅的提升，受佣金率提升和单位员工创收同比去年提升影响，公司利润增长幅度更大。

- **一级代理业务保持快速增长，全国房地产销售额增长最大受益者。**公司三季度单季度实现一级代理销售额 862 亿元，同比增长 49.13%，受到基数影响，公司一级代理销售额增速开始下滑。前 3 季度全国商品房销售额同比增长 33.9%，公司一级代理业务收入增速高于全国平均水平，同时受佣金率提升和单位员工创收提升影响，公司业绩弹性也较大，由于市场整体供应较为充足，房地产开发行业竞争加剧，房地产中介公司是全国房地产销售额大幅增长的最大受益者。

- **新开工恢复缓慢，顾问业务稳定增长。**前三季度全国新开工面积同比增长 7.3%，受此影响，公司顾问业务收入增长较为稳定，实现销售收入 3.2 亿元，同比增长 17.74%。

- **资产服务新业务仍处于快速增长期，规模较小。**公司资产服务业务前三季度实现收入 0.75 亿元，同比增长 22.72%。三季度公司收购北京安信行 60%股权，北京安信行 2012 年收入达到 1.5 亿元，完成收购合并报表以后，预计明年公司资产服务业务收入将大幅增长。通过并购重组，公司资产服务业务将快速增长。

- **业绩预测与估值分析。**公司各项业务发展如预期，我们维持公司未来三年营业收入分别为 28 亿元、37 亿元和 45 亿元，净利润分别为 3.27、3.39 和 3.49 亿元的预测，对应每股收益分别为 0.77、0.8 和 0.82 元，公司合理价值在 14.2-18.3 元之间，公司目前股价相对公司估值上限仍有一定上涨空间，给予公司买入评级。

- **风险因素：**房地产市场景气度下降，公司一级代理销售额下滑。

股市有风险　入市须谨慎



请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：0755-83689524
传真：0755-83688539

## 图表 1 公司财务报表预测

**资产负债表** 单位：百万元

| 会计年度 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 1859 | 2033 | 2361 | 2631 |
| 现金 | 1019 | 877 | 745 | 622 |
| 应收账款 | 386 | 610 | 871 | 1097 |
| 其他应收款 | 268 | 405 | 553 | 669 |
| 预付账款 | 39 | 90 | 123 | 153 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 146 | 51 | 68 | 91 |
| **非流动资产** | 479 | 522 | 598 | 667 |
| 长期投资 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 固定资产 | 224 | 206 | 189 | 171 |
| 无形资产 | 0 | -2 | -3 | -5 |
| 其他非流动资产 | 243 | 305 | 401 | 489 |
| **资产总计** | 2338 | 2554 | 2959 | 3299 |
| **流动负债** | 827 | 794 | 978 | 1100 |
| 短期借款 | 26 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 20 | 23 | 34 | 41 |
| 其他流动负债 | 782 | 771 | 944 | 1059 |
| **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 | 794 | 978 | 1100 |
| 少数股东权益 | 24 | 44 | 66 | 88 |
| 股本 | 326 | 424 | 424 | 424 |
| 资本公积 | 556 | 556 | 556 | 556 |
| 留存收益 | 604 | 735 | 935 | 1131 |
| 归属母公司股东权益 | 1487 | 1716 | 1915 | 2112 |
| **负债和股东权益** | 2338 | 2554 | 2959 | 3299 |

**现金流量表** 单位：百万元

| 会计年度 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 225 | 7 | 78 | 105 |
| 净利润 | 225 | 348 | 361 | 371 |
| 折旧摊销 | 30 | 28 | 28 | 28 |
| 财务费用 | -16 | -38 | -34 | -28 |
| 投资损失 | -4 | -4 | -4 | -4 |
| 营运资金变动 | -19 | -327 | -260 | -272 |
| 其他经营现金流 | 10 | -0 | -13 | 10 |
| **投资活动现金流** | -64 | -56 | -103 | -104 |
| 资本支出 | 37 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | -28 | -11 | -2 | -1 |
| 其他投资现金流 | -55 | -67 | -105 | -105 |
| **筹资活动现金流** | -45 | -94 | -106 | -125 |
| 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 | -166 | -106 | -125 |
| **现金净增加额** | 116 | -143 | -132 | -124 |

**利润表** 单位：百万元

| 会计年度 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 1878 | 2842 | 3726 | 4507 |
| 营业成本 | 1223 | 1800 | 2470 | 3061 |
| 营业税金及附加 | 107 | 162 | 212 | 256 |
| 营业费用 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 管理费用 | 231 | 458 | 601 | 727 |
| 财务费用 | -16 | -38 | -34 | -28 |
| 资产减值损失 | 35 | 0 | 0 | 0 |
| 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 | 464 | 481 | 495 |
| 营业外收入 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| **利润总额** | 305 | 464 | 481 | 495 |
| 所得税 | 80 | 116 | 120 | 124 |
| **净利润** | 225 | 348 | 361 | 371 |
| 少数股东损益 | 14 | 20 | 21 | 22 |
| **归属母公司净利润** | 211 | 327 | 339 | 349 |
| EBITDA | 313 | 453 | 475 | 494 |
| EPS（元） | 0.65 | 0.77 | 0.80 | 0.82 |

**主要财务比率**

| 会计年度 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入 | 13.4% | 51.3% | 31.1% | 21.0% |
| 营业利润 | 10.1% | 54.6% | 3.7% | 2.9% |
| 归属于母公司净利润 | 34.3% | 54.9% | 3.7% | 2.9% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率(%) | 34.9% | 36.6% | 33.7% | 32.1% |
| 净利率(%) | 11.3% | 11.5% | 9.1% | 7.7% |
| ROE(%) | 14.2% | 19.1% | 17.7% | 16.5% |
| ROIC(%) | 59.2% | 41.4% | 30.2% | 24.2% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率(%) | 35.4% | 31.1% | 33.0% | 33.3% |
| 净负债比率(%) | 3.08% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率 | 2.25 | 2.56 | 2.41 | 2.39 |
| 速动比率 | 2.25 | 2.56 | 2.41 | 2.39 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.92 | 1.16 | 1.35 | 1.44 |
| 应收账款周转率 | 6 | 6 | 5 | 4 |
| 应付账款周转率 | 95.40 | 84.92 | 86.84 | 81.49 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.50 | 0.77 | 0.80 | 0.82 |
| 每股经营现金流(最新摊 | 0.53 | 0.02 | 0.18 | 0.25 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.50 | 4.04 | 4.51 | 4.98 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 31.25 | 20.17 | 19.46 | 18.90 |
| P/B | 4.44 | 3.85 | 3.45 | 3.13 |
| EV/EBITDA | 18 | 12 | 12 | 11 |

数据来源：中航证券金融研究所

## 投资评级定义

**我们设定的上市公司投资评级如下：**

买入　：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有　：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出　：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

**我们设定的行业投资评级如下：**

增持　：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性　：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持　：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

吴伟，SAC 执业证书号：S0640511030001，清华大学会计系毕业，2009 年 1 月加入中航证券金融研究所，从事房地产行业的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**免责声明：**

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航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分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。