公司事项点评

2013 年 12 月 31 日

证券研究报告

平安地产

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）

金融业务积极推进，或为新的业绩增长点

事项：世联地产发布公告，拟以 2100 万收购盛泽担保持有的世联信贷 42%股权，拟以 1450 万收购世联投资持有的世联信贷 29%股权。本次收购完成后，世联地产将持有世联信贷 100%股权。公司拟对世联信贷增资 2.5 亿，完成增资后其注册资本为 3 亿元。

平安观点:

■ **收购增资凸显公司做大金融服务业务决心**。本次收购为公司 2012 年收购盛泽融资担保和世联投资后，发展金融服务战略又迈出重要一步。通过本次收购，公司将变间接控股为直接全资拥有世联信贷，而相当于原有注册资本 5 倍的增资，均凸显做大金融服务业务的决心。公司 2013 年上半年金融服务业务营收 3408 万，占公司总营收的 3.2%，尽管目前业绩贡献并不明显，但作为公司长期战略，预计公司未来仍将积极布局。

■ **小额信贷潜力巨大，或成未来新的业绩增长点**。世联信贷为小额贷款公司，主要定位购房者首付款，年利率在 15%左右。2013 年世联代理销售额超 3000 亿，按 4 成首付估计，目标市场规模有 1200 亿。当前世联信贷小额贷款余额约 3 亿，仅占 1200 亿的千分之二点五。若未来能提升至 5%，按照年利率 15%估计，即使不考虑代理销售额增长，公司小额贷款业务每年能贡献营收 9 亿，相当于 2012 年营收的一半。且小额贷款业务收益率远高于公司传统业务，根据测算，世联信贷内含报酬率达 24%，大幅高于公司前三季度 13%的净资产收益率。

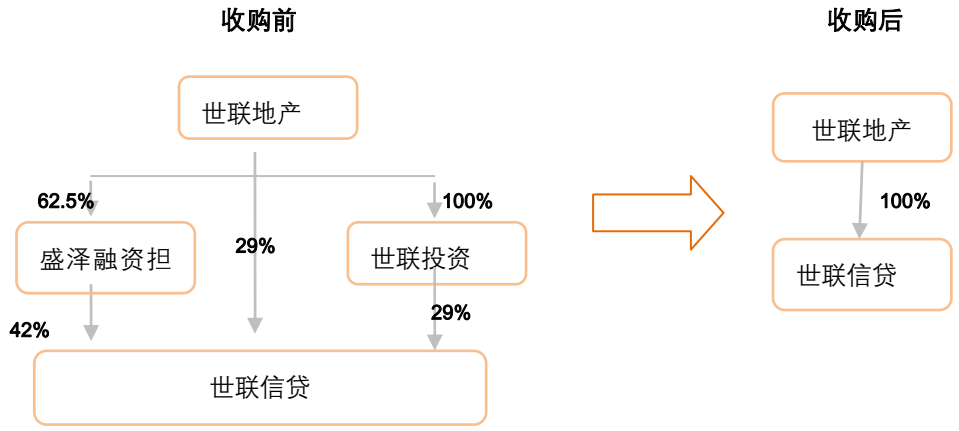
■ **物管行业集中度分散，或为另一片增长蓝海**。公司除布局金融服务业外，亦积极开辟物业资产管理这一新兴业务，先后收购青岛雅园、北京安信行物业管理公司。2012 年全国物业管理和中介服务营收规模达 3000 亿，管理物业面积 145 亿平。目前整个行业集中度相对分散，规模最大的万科物业收入规模 8.6 亿，市占率仅 0.3%。公司有望依托自身专业顾问能力，借助收购兼并方式迅速做大。由于公司专注于写字楼领域的物业管理，假设整个写字楼物管的市场规模占比为 10%，若公司未来能做到 5%的市场占有率，则可达到 15 亿的收入规模，几乎可以与现有代理销售主业收入持平。

■ **打造依托移动互联网，集顾问、金融、物管等一站式服务平台**。移动互联正逐步改变包括房地产行业在内的商业模式，传统的分散和碎片化模式向集成、交叉一站式服务转变为发展大趋势。公司针对性提出 O2M 商业模式，利用公司 O（线下）的专业顾问、客户大数据分析，为线上的 M（Mobile Internet、Middle office）提供客户订制服务。长期发展战略来看，公司制定了面向未来 20 年的“祥云战略”，未来将公司单一互相分割的业务打造成多种业务交叉融合的一站式服务平台，建立基于公司客户大数据和移动互联网的置业者服务系统、世联信贷互联网金融平台，打造集顾问、金融、物管等多项业务为一体的一站式服务。

■ **维持公司“推荐”评级。**预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.84 元、1.16 元和 1.59 元，当前股价对应 PE 分别为 18.5 倍、13.4 倍和 9.8 倍。当前公司新兴业务布局积极推进，长期发展战略清晰，维持公司“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　收购前后世联信贷股权结构变化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2　世联信贷主要财务状况（单位：万元）

类别	2012 年度	2011 年度
资产总额	21,018.55	20,558.24
负债总额	12,189.21	12,307.78
净资产	8,829.34	8,250.46
营业务收入	5,245.53	4,438.67
净利润	704.85	2,387.47

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3　小额贷款业务敏感度分析

小额贷款营收（亿元）		1200亿目标市场中转化为公司贷款比例						
		2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%
贷款利率	10.00%	2.4	3.6	4.8	6.0	7.2	8.4	9.6
	11.00%	2.6	4.0	5.3	6.6	7.9	9.2	10.6
	12.00%	2.9	4.3	5.8	7.2	8.6	10.1	11.5
	13.00%	3.1	4.7	6.2	7.8	9.4	10.9	12.5
	14.00%	3.4	5.0	6.7	8.4	10.1	11.8	13.4
	15.00%	3.6	5.4	7.2	9.0	10.8	12.6	14.4
	16.00%	3.8	5.8	7.7	9.6	11.5	13.4	15.4
	17.00%	4.1	6.1	8.2	10.2	12.2	14.3	16.3
	18.00%	4.3	6.5	8.6	10.8	13.0	15.1	17.3
	19.00%	4.6	6.8	9.1	11.4	13.7	16.0	18.2

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4　公司2010年以来主要收购事件

公告日或交易时间	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

公告日或交易时间	收购方	被收购方	交易金额（万）	进展情况
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
2013-09-13	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	股东大会通过
2013-12-31	深圳世联行地产顾问股份有限公司	深圳市世联小额贷款有限公司71%股权	3350	股东大会通过

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5　公司未来20年“祥云战略”

类别	主要内容
战略一	实现“从单一的互相分割的业务”到多项业务的集成和交叉。这是“祥云战略之五彩祥云计划”
战略二	坚持代理管销团队一以贯之的规模发展和地区份额领先，这是叠加online其它业务的基础。这是“祥云战略之彩云满天计划”。
战略三	以客户大数据和移动互联网为平台的置业者服务系统上线，使我们每一个销售代表都成为交叉销售服务的多面手。这是“祥云战略之腾云驾雾计划”。
战略四	启动世联信贷互联网金融平台针对性地为世联成交客户提供小额、及时、短期的消费信用贷款。这是“祥云战略之朝霞初升计划”。
战略五	为置业者和准置业者的需求提供多项开放式的产品，是世联未来重新定义自己的关键，我们将自己视为一个“入口平台”，一个“移动服务端”、一个“开放合作者”。

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	23.9	18.5	13.4	9.8
P/B	4.4	3.79	3.17	2.60
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±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：

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市 （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：

此报告旨为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。

中国平安 PING AN | 专业25年 专业 让生活更简单

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