

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。

## 世联行 (002285)

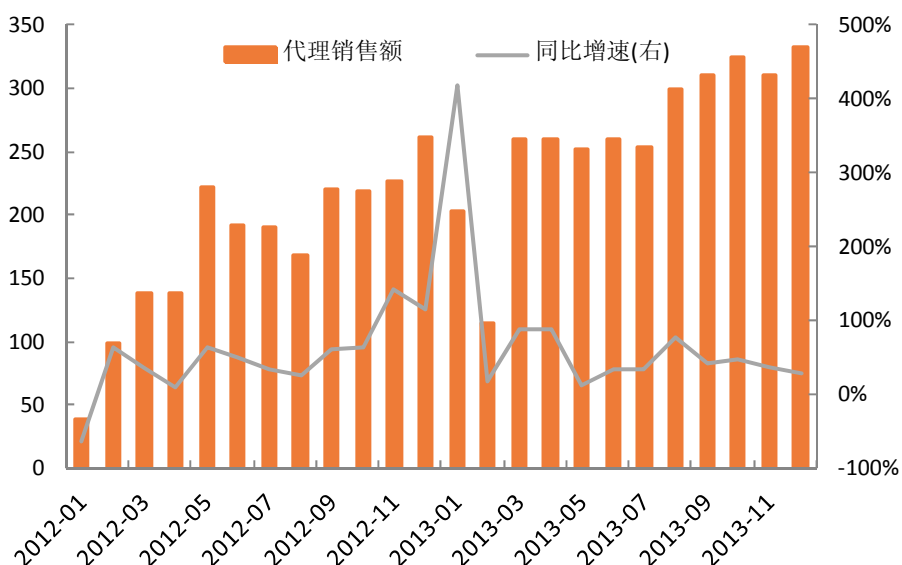
### 业绩大幅增长，单季增速有所放缓

**事项：**世联行公布 2013 年业绩快报，实现营业收入 25.6 亿，同比增长 36.5%，实现净利润 3.2 亿，同比增长 50.6%，对应每股 EPS0.75 元，低于我们此前预期。

#### 平安观点：

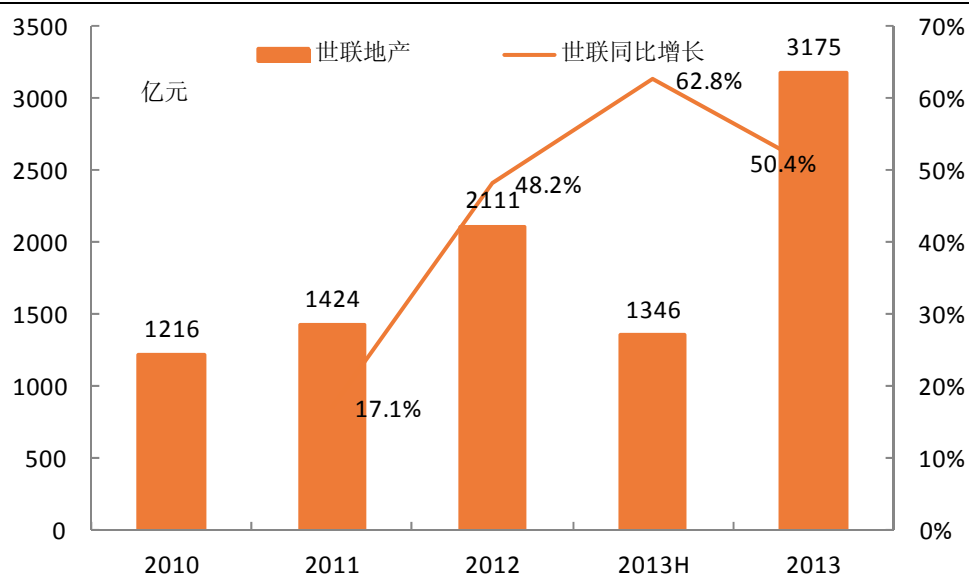
- **代理收入大幅增长带动业绩高增长。**公司业绩高增长主要因为 2012 年以来市场逐步回暖，公司 2012 年代理销售额同比增长 48.2%、2013 年同比增长 50.4%，为 2013 年代理业务同比增长 42%奠定了基础。业绩低于预期主要因年末银行信贷收紧影响公司结算进度，公司四季度代理收入增长大幅放缓，测算公司四季度代理业务收入仅 6.0 亿，同比增长 11.6%，远低于前三季度 63.3%的同比增速。
- **代理销售额同比增长 50.4%，未结资源丰富。**公司全年累计实现代理销售额 3175 亿，同比增长 50.4%，跑赢全国商品房同期 26.3%的销售额增速，也远超招保万金同期平均 22.6%的销售额增速。全国市场占有率也由 2012 年的 3.28%攀升至 3.9%。公司 3 季度末未结算资源 1707 亿，四季度单季代理销售额 967 亿，公司四季度代理结算收入 6.0 亿，0.8%费率假设下单季结算金额约 752 亿，由此推算公司 2013 年年末未结算资源约 1922 亿，0.8%费率假设下可为公司未来带来约 15.4 亿代理费收入，相当于公司 2013 年全年代理业务收入（18.5 亿）的 83%，充足的未结资源为公司今年上半年业绩释放奠定基础。
- **顾问业务回升，关注金融服务业务增长。**公司 2013 年非代理业务收入 7.1 亿，同比增长 24.8%。考虑到其中主要以顾问业务为主，预计全年顾问业务收入增速约 20%，较 2012 年同比下降 12.9%回升明显。顾问收入的回暖与 2013 年土地市场火热表现一致。公司 2013 年前三季度金融服务业务同比增长 306.8%，去年 12 月又公告拟收购旗下盛泽投资和世联投资持有的世联信贷 71%股权，并拟对世联信贷增资 2.5 亿，凸显公司发展金融业务决心。公司小额贷款业务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 3175 亿，按 4 成首付估计，目标市场规模有 1270 亿，市场空间广阔。
- **维持公司“推荐”评级。**考虑公司代理结算业务进度不及预期，下调公司 2014-2015 年 EPS 至 1.05（-0.11）元和 1.42（-0.17）元，当前股价对应 PE 分别为 14.8 倍和 10.9 倍。公司可结算资源丰富，2014 年业绩保障性高，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 公司2013年各月度代理销售额走势（单位：亿）



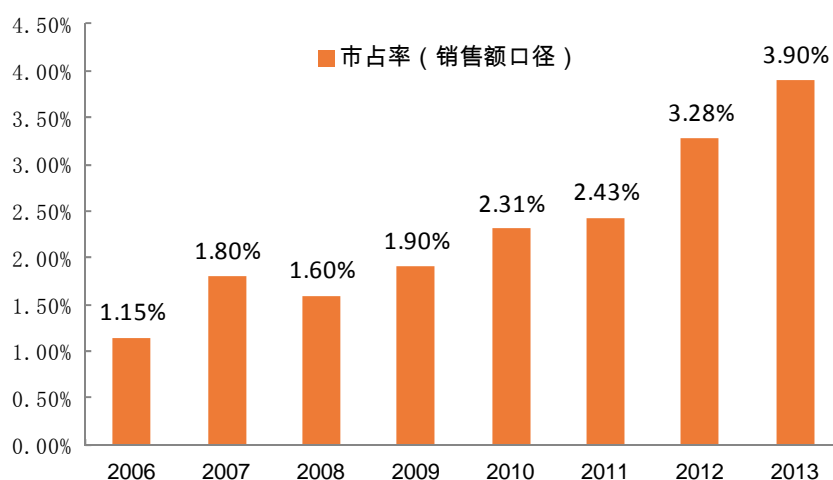
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司各年份代理销售完成额走势



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 2013年末未结算资源测算（0.8%代理费率假设，单位：亿）**

	全年代理 结算收入	前三季度 代理结算 收入	四季度代 理结算收 入	四季度结 算金额 (0.8%)	三季度末 未结算资 源	四季度代 理销售额	四季度代 理未结算 资源
2013	18.5	12.5	6.0	751.7	1707	967	1922

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	1978	2335	2733	
现金	1019	1171	1244	1372	
应收账款	386	415	656	874	
其他应收款	268	269	269	269	
预付账款	39	72	99	130	
存货	0	0	0	0	
其他流动资产	146	51	67	88	
非流动资产	479	527	609	641	
长期投资	12	12	12	12	
固定资产	224	302	392	435	
无形资产	0	-2	-4	-6	
其他非流动资产	243	214	209	200	
资产总计	2338	2504	2944	3374	
流动负债	827	761	868	868	
短期借款	26	0	0	0	
应付账款	20	21	34	44	
其他流动负债	782	740	834	824	
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	761	868	868	
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	725	1035	1437	
归属母公司股东权益	1487	1705	2016	2418	
负债和股东权益	2338	2504	2944	3374	

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	383	321	401	
净利润	225	330	468	631	
折旧摊销	30	31	40	48	
财务费用	-16	-5	-12	-13	
投资损失	-4	-4	-4	-4	
营运资金变动	-19	16	-170	-262	
其他经营现金流	10	14	-1	0	
投资活动现金流	-64	-110	-125	-84	
资本支出	37	100	120	80	
长期投资	-28	0	0	0	
其他投资现金流	-55	-10	-5	-4	
筹资活动现金流	-45	-122	-123	-188	
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	-123	-188	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
营业收入	1878	2571	3758	4934	
营业成本	1223	1662	2485	3277	
营业税金及附加	107	141	209	273	
营业费用	0	0	0	0	
管理费用	231	298	387	489	
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	473	686	905	
营业外收入	7	8	10	8	
营业外支出	2	2	1	1	
利润总额	305	478	695	911	
所得税	80	148	227	280	
净利润	225	330	468	631	
少数股东损益	14	14	22	29	
归属母公司净利润	211	317	446	603	
EBITDA	313	499	714	939	
EPS (元)	0.50	0.75	1.05	1.42	

#### 主要财务比率

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入(%)	13.4	36.9	46.1	31.3
营业利润(%)	10.1	57.6	45.2	31.8
归属于母公司净利润(%)	34.3	49.8	40.9	35.1
获利能力				
毛利率(%)	34.9	35.4	33.9	33.6
净利率(%)	11.3	12.3	11.9	12.2
ROE(%)	14.2	18.6	22.1	24.9
ROIC(%)	59.2	79.6	69.9	65.3
偿债能力				
资产负债率(%)	35.4	30.4	29.5%	25.7%
净负债比率(%)	3.08	0.00	0.00%	0.00%
流动比率	2.25	2.60	2.69	3.15
速动比率	2.25	2.60	2.69	3.15
营运能力				
总资产周转率	0.92	1.06	1.38	1.56
应收账款周转率	6	6	7	6
应付账款周转率	95.40	81.78	89.81	83.79
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.75	1.05	1.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.90	0.76	0.94
每股净资产(最新摊薄)	3.50	4.02	4.75	5.70
估值比率				
P/E	31.19	20.81	14.77	10.93
P/B	4.43	3.86	3.27	2.73

## 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  $\pm 5\%$ 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。

### 免责声明：

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 2014 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**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