

世联地产 (002285)

# 持续高成长面临压力

## —09 年报点评

中性/ 维持评级

股价：RMB54.30

分析师

鱼晋华

+755 8249 2232 yujinhua@lhqz.com

相关研究

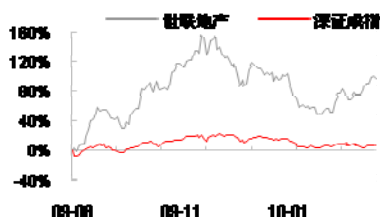
091103-公司研究-世联地产 (002285): 更快成长仍需等待 (中性)

- 公司今天公布年报, 09 年实现销售收入 7.38 亿元, 同比上升 44.4%, 归属上市公司股东净利润 1.5 亿元, 同比上升 127.3%, 实现基本每股收益 1.41 元。利润增幅大幅高于收入增幅的主要原因在于公司本年度营业成本涨幅较低仅上涨 24%, 这与公司主要由人力成本构成营业成本的服务业经营性质有关, 营收大幅增长对营业成本的摊销作用较为明显, 另外公司在今年完成了对 8 家子公司的股权收购而使少数股东损益较上年减少 1332 万元, 减幅达 99.4%。公司以每 10 股送 7 股红股, 派 3 元人民币现金红利。
- 公司 09 年代理业务收入占比为 73.32%, 较 08 年再度上升 12 个百分点, 珠三角区域业务收入占比在经历了 2 年的下降后今年再度上升, 为 68.9%, 较上年增加近 3 个百分点。区域和业务均呈现出集中度增强的趋势, 体现出公司在全国化扩张进程中阻力仍然较大。
- 在原有异地扩张模式遇到压力的情况下公司 09 年尝试通过收购异地代理公司实现全国化扩张, 并实现对青岛信立怡高公司的收购。我们认为通过收购来切入外地市场无疑是一个更为有效且可以更充分利用公司上市带来的资金和品牌优势的手段, 但公司能否在未来, 特别是房地产市场不一定会再度出现严重调整的情况下持续找到可供整合的公司资源将是这种扩张模式能否延续的重要关键因素, 同时, 公司是否能在这种模式下最大化发挥品牌的协同效应以及处理好内部人员的协调也需要进一步的观察。
- 公司 09 年代理费率从 08 年的 1.09% 下降至 0.88%, 为 06 年以来的最低水平, 我们认为随着竞争的加剧以及市场整体稳定向上更利于开发商拥有更多选择权, 代理费率的下降会是一个趋势性的方向, 公司近年新签约面积增速呈现逐年下降的趋势, 今年仅为 8.7%, 低于 09 年仅 16 个百分点, 在代理费率下降以及全国化扩张未见明确推进动力的情况下, 公司将不可避免地面临维持高成长的压力。
- 预计公司 10 年及 11 年全面摊薄 EPS 为 1.50 元、1.82 元, 对应 PE 为 36X 和 30X, 鉴于公司估值过高, 且全国扩张成长仍面临不确定性, 我们本次仍维持对公司的中性评级。

基础数据

总股本 (百万股)	128
流通 A 股 (百万股)	32
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	1696

与上证指数对比走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2008A	20093Q	2009A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	511.2	502.3	738.3	905	1100
(+/-%)	-2.2	34.1	44	23	22
归属母公司净利润(百万元)	66.4	105.0	150.6	192	233
(+/-%)	-17.7	96.3	127	27	21
EPS(元)	0.52	0.82	1.17	1.50	1.82
P/E(倍)	102.2	66.2	45.3	36	30

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 人力成本相对稳定致使利润增幅大于营收

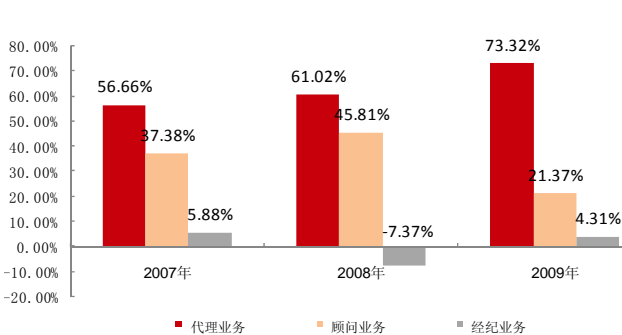
公司今天公布年报，09年实现销售收入7.38亿元，同比上升44.4%，归属上市公司股东净利润1.5亿元，同比上升127.3%，实现基本每股收益1.41元。利润增幅大幅高于收入增幅的主要原因在于公司本年度营业成本涨幅较低，仅上涨24%，这与公司业务的经营性质有关，主要由人力成本构成的营业成本相对稳定，营收大幅增长对营业成本的摊销作用较为明显，另外公司在今年完成了对8家子公司的股权收购而使少数股东损益较上年减少1332万元，减幅达99.4%。

公司以每10股送7股红股，派3元人民币现金红利。

## 区域及业务集中度再次上升，全国化推进仍有阻力

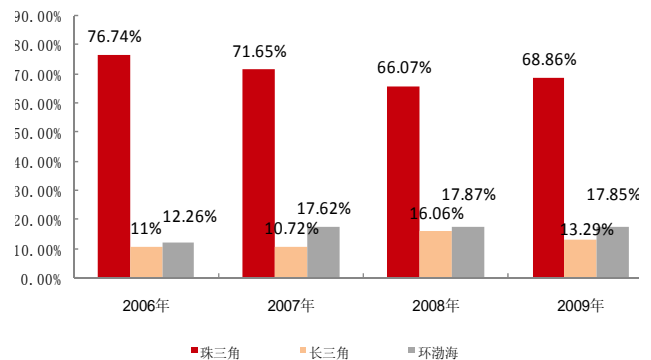
公司09年代理业务收入占比为73.32%，较08年再度上升12个百分点，珠三角区域业务收入占比在经历了2年的下降后今年再度上升，为68.9%，较上年增加近3个百分点。区域和业务均呈现出集中度增强的趋势，体现出公司在全国化扩张进程中阻力仍然较大。公司顾问业务收入在09年下滑明显，同比下降18%，符合我们在公司覆盖报告中对该项业务发展前景的判断，顾问业务的萎缩使得公司以顾问为前锋拓展外地市场的“咨询+代理”模式面临挑战，与此相应的，我们看到公司在全国化拓展中转换了新的思路，希望通过收购异地代理公司实现异地切入，并在09年实现青岛信立怡高公司的收购。我们认为通过收购来切入外地市场无疑是一个更为有效且可以更充分利用公司上市带来的资金和品牌优势的手段，但公司能否在未来，特别是房地产市场不一定会再度出现严重调整的情况下持续找到可供整合的公司资源将是这种扩张模式能否延续的重要关键因素，同时，公司是否能在这种模式下最大化发挥品牌的协同效应以及处理好内部人员的协调也需要进一步的观察。

图1 代理业务收入占比继续上升



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究

图2 珠三角区域收入占比再度上升



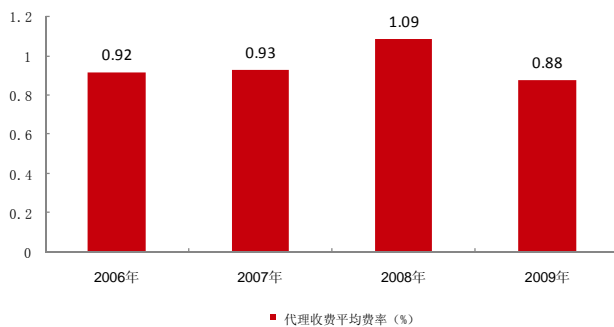
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究

## 代理费率、新签约面积下降，高成长压力增大

公司 09 年代理费率从 08 年的 1.09% 下降至 0.88%，为 06 年以来的最低水平，代理费率的下降体现出公司在市场上的议价能力随着服务对象及市场的集中而出现折损，我们认为随着竞争的加剧以及市场整体稳定向上更利于开发商拥有更多选择权，代理费率的下降会是一个趋势性的方向，这对公司未来业务量的增速将提出更高的要求，但我们发现公司近年新签约面积增速呈现逐年下降的趋势，今年仅为 8.7%，低于 09 年仅 16 个百分点，在代理费率下降以及全国化扩张未见明确推进动力的情况下，我们认为公司将不可避免地面临维持高成长的压力。

图 3 代理费率下降

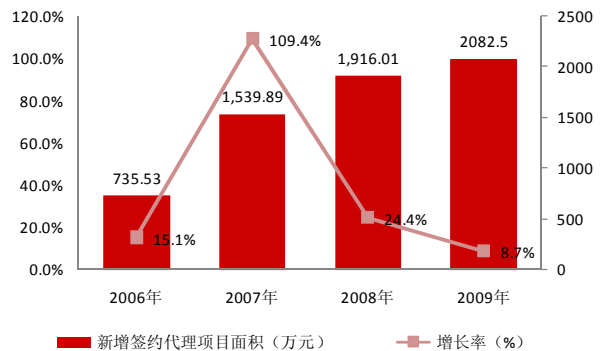
单位：%



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究

图 4 新签约代理面积增速下降

单位：万元、%



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究

## 估值及投资建议

预计公司 10 年及 11 年全面摊薄 EPS 为 1.50 元、1.82 元，对应 PE 为 36X 和 30X，鉴于公司估值过高，且全国扩张成长仍面临不确定性，我们本次仍维持对公司的中性评级。

### 华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上  
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间  
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

### 华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘  
中 性 行业股票指数基本与大盘持平  
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

### 深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码: 518001  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@lhzq.com

### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@lhzq.com