

世联地产 (002285)

增持/ 维持评级

股价: RMB37.21

分析师

鱼晋华

SAC 执业证书编号:S1000208120162
+755-82492232 yujinhua@lhq.com

肖肖

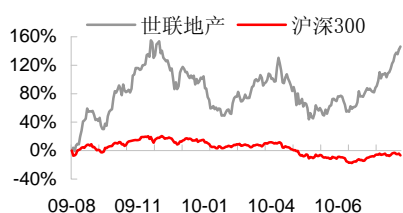
SAC 执业证书编号:S1000210070029
+755-82492495 xiaoxiao@lhq.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	218
流通 A 股(百万股)	54
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)	2024

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

加速成长

—2010 年中报点评

- 公司今日公布 2010 年中报, 上半年实现营业收入 5.43 亿, 同比增长 95%, 实现归属母公司的净利润 1.37 亿, 同比增长 115%, 实现基本每股收益 0.63 元。
- **业务集中度稳步提升, 全国扩张有序推进。**公司 10 年 1H 代理收入占比为 70.82%, 较 09 年度上升 1.7 个百分点, 华南地区(即原珠三角地区)的业务收入占比在经历了去年的小幅回升后, 再度回落为 59.41%, 较去年下降 9.45 个百分点。随着公司的区域结构变得更为均衡且合理, 公司受单一区域市场的影响将逐渐降低, 未来的增长也将更为稳定。

公司继在 09 年实现青岛信立怡高公司的收购后, 本年度又对武汉经天纬地进行收购, 成功的异地收购使得公司得以迅速占领外地市场。期末公司账上货币资金 9.6 亿, 在楼市调控的大背景下, 这将有利于公司在异地的扩张收购。同时公司提出了全面覆盖至分公司部门副总的期权激励计划, 将使公司在异地收购时更容易留住当地的核心业务人员, 并通过分发上市公司股票期权的方式使外地业务人员迅速融入世联的企业文化中, 为后续的持续发展奠定坚实基础。

- **代理费率、新签约面积双升, 成长空间广阔。**公司 10 年上半年代理费用率为 0.93%, 较去年全年的 0.88% 回升 0.05 个百分点。代理费用回升的原因一方面是 09 年四季度至 10 年 1 季度楼市的火爆, 另一方面公司目前大力推进全国区域扩张, 品牌知名度的提升也使得公司获得一定的议价能力。公司 2010 年上半年新签约面积达 3185.9 万平方米, 较 09 年同期增长 367.4%, 较 09 年全年也上升 53%, 增速大幅超越 08 和 09 年已是确定性事件。新签约面积的大幅回升将使得公司未来盈利的高成长图景更为清晰。
- 预计公司 10 年及 11 年全面摊薄 EPS 为 1.03 元、1.43 元, 对应 PE 为 36X 和 26X, 鉴于公司独特的盈利模式和全国扩张的稳步推进, 我们维持对公司的增持评级。

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	738.3	542.9	1067	1364	1671
(+/-%)	44.4	94.9	44.5	27.9	22.5
归属母公司净利润(百万元)	150.8	137.4	225	311	374
(+/-%)	127.3	115.2	48.9	38.7	20.0
EPS(元)	0.69	0.63	1.03	1.43	1.72
P/E(倍)	53.7	58.9	36.0	26.0	21.6

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

公司今日公布 2010 年中报，上半年实现营业收入 5.43 亿，同比增长 95%，实现归属母公司的净利润 1.37 亿，同比增长 115%，实现基本每股收益 0.63 元。

业务集中度稳步提升，全国扩张有序推进

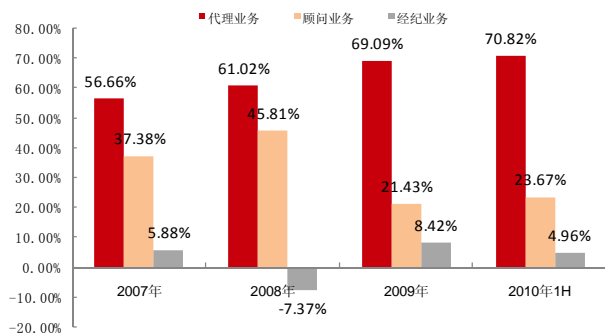
公司 10 年 1H 代理收入占比为 70.82%，较 09 年度上升 1.7 个百分点，华南地区（即原珠三角地区）的业务收入占比在经历了去年的小幅回升后，再度回落为 59.41%，较去年下降 9.45 个百分点。

代理业务收入占比的逐步提升符合我们此前的预期，顾问策划业务收入与去年同期相比亦大幅增长 127.8%，使得公司“咨询+代理”的成长模式进一步得到印证。

公司继在 09 年实现青岛信立怡高公司的收购后，本年度又对武汉经天纬地进行收购，成功的异地收购使得公司得以迅速占领外地市场，且公司提出了全面覆盖至分公司部门副总的期权激励计划，将使公司在异地收购时更容易留住当地的核心业务人员，并通过分发上市公司股票期权的方式使外地业务人员迅速融入世联的企业文化中，为后续的持续发展奠定坚实基础。

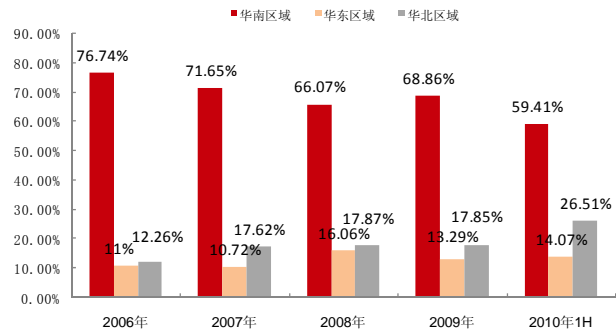
公司在去年上市募得资金后，在华北、华东区域迅速扩张，其中华北区域在公司营业收入的占比较去年大幅提升 8.7% 个百分点，至 26.5%，而公司具有传统优势的华南区域占比则回落至 59.4%，较去年下降 9.5 个百分点。随着公司的区域结构变得更为均衡且合理，公司受单一区域市场的影响将逐渐降低，未来的增长也将更为稳定。

图 1 代理业务收入占比稳步提升



资料来源：华泰联合证券研究所，公司 2010 年中报

图 2 华北地区异军突起，区域分布更加均衡



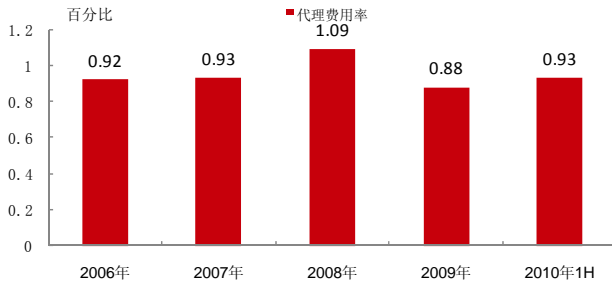
资料来源：华泰联合证券研究所，公司 2010 年中报

代理费率、新签约面积双升，成长空间广阔

公司 10 年上半年代理费用率为 0.93%，较去年全年的 0.88% 回升 0.05 个百分点。代理费用回升的原因一方面是 09 年四季度至 10 年 1 季度楼市的火爆，另一方面公司目前大力推进全国区域扩张，品牌知名度的提升也使得公司获得一定的议价能力。

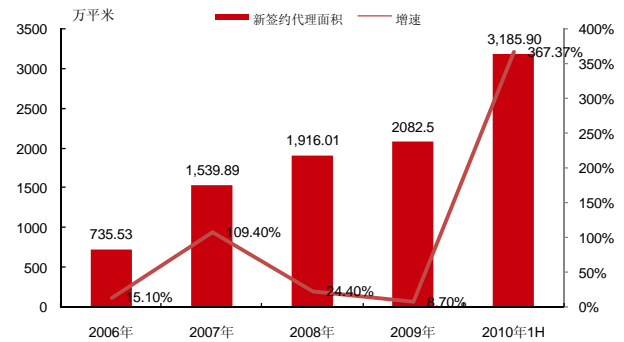
公司 2010 年上半年新签约面积达 3185.9 万平方米，较 09 年同期增长 367.4%，较 09 年全年也上升 53%，增速大幅超越 08 和 09 年已是确定性事件。新签约面积的大幅回升将使得公司未来盈利的高成长图景更为清晰。

图 3 代理费用率较去年小幅回升



资料来源：华泰联合证券研究所，公司 2010 年中报

图 4 上半年新签约面积较去年同期大幅回升



资料来源：华泰联合证券研究所，公司 2010 年中报

估值及投资建议

预计公司 10 年及 11 年全面摊薄 EPS 为 1.03 元、1.43 元，对应 PE 为 36X 和 26X，鉴于公司独特的盈利模式和全国性扩张的稳步推进，我们维持对公司的增持评级。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

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 2010 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

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 45 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