

分析师： 崔娟
执业证书编号： S0050206060084
Tel: 010-59355903
Email: cuij@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)



世联地产 (002285.SZ)

行业发展前景广阔，成长空间巨大

投资要点

- 1、**房地产中介服务业发展前景广阔。**随着房地产行业竞争程度的加剧，开发商自产自销的经营模式将很难再适应市场发展的需要。随着国内房地产行业的整合，房地产开发商的集约化、规模化经营，房地产行业开发与销售的分离是市场发展的必然趋势。
- 2、**公司具有较强的品牌和规模优势。**2005年至2009年，公司营业收入复合增长率为27.4%，净利润复合增长率为30.26%，实现快速增长。2004-2007年，公司的顾问策划收入居国内同行业第一，年均复合增长率为94.45%。公司的代理销售业务也已取得珠三角区域市场的领先地位。
- 3、**公司管理策略明确，区域结构优化初见成效。**华东和华北区域的营业收入比重由去年上半年的24.26%上升至40.58%，而华南区域的营业收入由75.74%下降至59.41%。公司业务收入对华南区域的依赖程度在逐步降低，公司抗风险能力逐步增强。
- 4、**股权激励措施为公司持续发展奠定基础。**本次股权激励计划覆盖面比较大，激励计划覆盖到区域公司的副总经理，为公司异地扩张以及持续发展奠定了基础。
- 5、**我们认为房地产中介服务业发展空间巨大，**公司具备较强的品牌优势和规模优势，同时管理能力突出，区域结构调整初见成效和股权激励计划实施为公司持续发展提供保障，看好公司的长期投资价值。预计10年至12年公司每股收益分别为0.99元、1.21元和1.56元，动态PE分别为36倍、29倍和22倍，给予公司“推荐”评级。

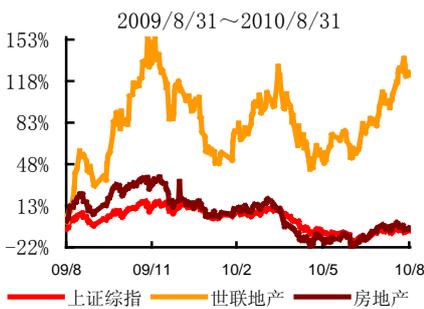
房地产

投资评级	
本次评级:	推荐
跟踪评级:	未评级
目标价格:	41.5

市场数据

市价(元)	35.35
上市的流通A股(亿股)	0.69
总股本(亿股)	2.18
52周股价最高最低(元)	14.75-41.42
上证指数/深证成指	2638.8/11338.71
2009年股息率	1.1%

52周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	738.29	1026	1246	1618
增长率(%)	44.41	39.02%	21.37%	29.89%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	150.83	215	244	326
增长率(%)	127.27	42.87%	13.18%	33.69%
毛利率(%)	48.42	49.97%	47.81%	48.94%
净资产收益率(%)	15.25	18.48%	17.56%	19.29%
EPS(元)	1.41	0.99	1.12	1.50
P/E(倍)	51.00	35.70	31.54	23.59
P/B(倍)	0.00	6.59	5.54	4.55

来源：公司年报、民族证券

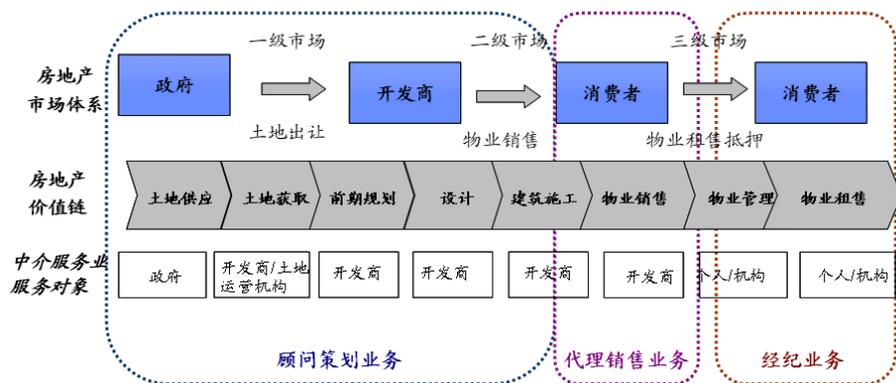
一、 公司简介

1、 公司业务介绍

世联地产是一家专业从事房地产营销的顾问代理机构，以深圳为总部，通过 34 家分支机构建立起珠三角、长三角和环渤海三大业务中心，面向全国提供房地产综合服务。公司的三大类主营业务覆盖了房地产开发价值链上的各个环节，包括顾问策划业务、代理销售业务和经纪业务，为房地产一、二、三级市场的参与者相关政府部门、房地产开发商、机构及个人业主等提供全方位、跨区域的房地产营销服务。具体业务内容如下：

- (1) 在土地供应阶段，公司为地方政府或土地运营机构提供政策建议、土地规划建议、经济评价、土地出让策略等顾问服务，帮助地方政府和土地运营机构科学规划土地用途，有序实施土地出让，实现资源有效配置；
- (2) 在物业开发阶段，公司为房地产开发商提供市场进入战略、土地竞拍策略、物业项目开发策略等顾问服务；
- (3) 在物业交易的二级市场，公司为开发商提供营销策划、代理销售等专业服务；
- (4) 在物业交易的三级市场，公司为机构或个人提供房屋租赁服务、二手房交易经纪服务。

图 1：房地产市场体系及房地产开发价值链



资料来源：公司招股意向书，民族证券

2、 公司股本情况

截至 10 年中期，公司总股本 2.18 亿股，其中有限售条件股份为 1.63 亿股，占比 75%；无限售条件股份 0.54 亿股，占比 25%。陈劲松、佟捷夫妇为本公司的实际控制人，两人通过世联中国共同控制世联地产 48.01%的股权。详见下表。

表一：前十名股东持股情况

股东名称	股东性质	持股比例	持股总数	持有有限售条件股份数量	质押或冻结的股份数量
世联地产顾问（中国）有限公司	境外法人	48.01%	104,480,616	104,480,616	0
深圳万凯华信投资有限公司	境内非国有法人	10.19%	22,162,572	22,162,572	0
深圳市卓群创展投资有限公司	境内非国有法人	10.19%	22,162,572	22,162,572	0
深圳市创新资本投资有限公司	境内非国有法人	2.25%	4,896,000	4,896,000	0
深圳市同创伟业创业投资有限公司	境内非国有法人	2.18%	4,749,120	4,749,120	0
上海景林资产管理有限公司	境内非国有法人	2.18%	4,749,120	4,749,120	0
中信信托有限责任公司-朱雀9期	境内非国有法人	1.22%	2,660,145	0	0
中国工商银行-嘉实策略增长混合型证券投资基金	境内非国有法人	1.10%	2,396,425	0	0
中国银行-易方达积极成长证券投资基金	境内非国有法人	0.69%	1,500,179	0	0
交通银行-科瑞证券投资基金	境内非国有法人	0.55%	1,199,770	0	0
合计	-	78.56%	170,956,519	163,200,000	

资料来源：公司10年中报，民族证券

表二：前十名无限售条件股东持股情况

股东名称	持有无限售条件股份数量	持股比例	股份种类
中信信托有限责任公司-朱雀9期	2,660,145	1.22%	人民币普通股
中国工商银行-嘉实策略增长混合型证券投资基金	2,396,425	1.10%	人民币普通股
中国银行-易方达积极成长证券投资基金	1,500,179	0.69%	人民币普通股
交通银行-科瑞证券投资基金	1,199,770	0.55%	人民币普通股
中国工商银行-建信优选成长股票型证券投资基金	1,019,847	0.47%	人民币普通股
黄伟	1,004,139	0.46%	人民币普通股
光大证券-光大-光大阳光集合资产管理计划	838,618	0.39%	人民币普通股
中国银行-嘉实增长开放式证券投资基金	721,254	0.33%	人民币普通股
中国工商银行-易方达价值成长混合型证券投资基金	649,827	0.30%	人民币普通股
华润深国投信托有限公司-朱雀合伙专项证券投资基金	646,882	0.30%	人民币普通股
合计	12,637,086	5.81%	人民币普通股

资料来源：公司10年中报，民族证券

二、 公司经营优势

1、 房地产中介服务业发展前景广阔

我国的房地产开发商很多都是从获取土地、开发建设、销售，再到物业管理一体化经营的企业。随着行业竞争程度的加剧，这种自产自销的模式将很难再适应市场发展的需要。根据发达国家房地产市场发展的规律，房地产开发与销售的分离，已经成为检验房地产市场是否成熟的标志。以房地产市场比较发达的珠三角区域为例，主要城市由房地产中介代理销售的商品房面积仅占商品房总销售面积的50%左右，而国外成熟市场，如美国，大约85%的物业交易是通过中介机构完成的，因此可以说房地产代理机构的发展空间比较大。近几年，万科、金地等大型房地产开发商均开始实施规模化经营，并逐步将一些项目外包给专业的房地产代理销售公司销售。随着国内房地产行业的整合，房地产开发商的集约化、规模化经营，房地

产行业开发与销售的分离是市场发展的必然趋势。

2、公司具有较强的品牌和规模优势

2005年至2009年，公司营业收入复合增长率为27.4%，净利润复合增长率为30.26%，实现快速增长。2004-2007年，公司的顾问策划收入居国内同行业第一，年均复合增长率为94.45%。2008年在全国房地产市场调整的情况下，公司顾问策划业务收入为18,255.09万元，比上年增长15.17%，表现出良好的抗风险能力。2009年，公司顾问策划业务收入比08年增长180.4%。顾问业务的市场先导优势，可带动公司进入异地市场，促进随后的代理销售业务的拓展。

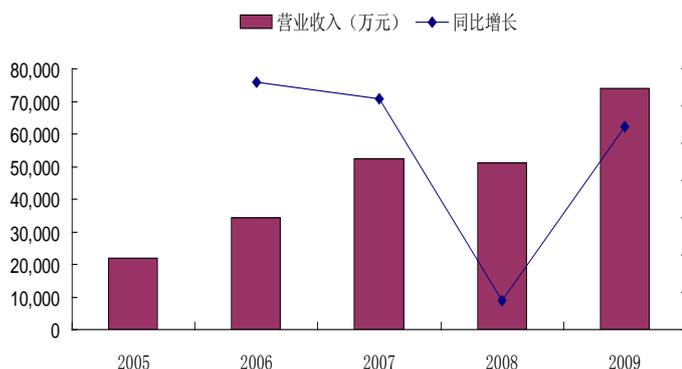
公司的代理销售业务已取得珠三角区域市场的领先地位。2004-2006年公司代理销售金额领先于主要竞争对手，2007年公司代理销售金额与主要竞争对手基本持平。由于公司坚持主要提供专业的代理销售服务获取佣金收入，因此公司最终实现的代理销售业务收入低于主要竞争对手。2004-2007年公司代理销售收入年均复合增长率为32.35%。2008年在全国房地产市场调整的情况下，公司代理销售收入为28,893.00万元，比上年增长7.79%，在珠三角区域继续保持领先地位。2009年，公司的代理销售业务比08年增长162%。

房地产中介服务公司是为房地产开发商提供代理销售服务时，一般有三种模式：（1）主要为房地产开发商提供代理销售服务以获取佣金收入。（2）在为房地产开发商提供代理销售服务时，除了约定提供代理销售服务获取佣金收入外，还约定在预定销售价格之上完成既定销售目标后进行“溢价分成”。这种模式下通常需要向房地产开发商支付一定金额的保证金；（3）采取包销的方式，通过销售房屋获取差价收入。

世联地产多年来一直坚持主要提供专业的代理销售服务获取佣金收入，易居中国主要通过向房地产开发商支付保证金的方式，与其就代理销售项目进行溢价分成。因此虽然世联地产2007年、2008年代理销售金额与易居中国接近，但是代理销售收入却大幅少于易居中国。世联地产2007年、2008年代理销售收入低于合富辉煌，主要系代理销售金额低于合富辉煌所致。公司的经纪业务由子公司世联行经营，在行业内起步较晚，目前规模较小。

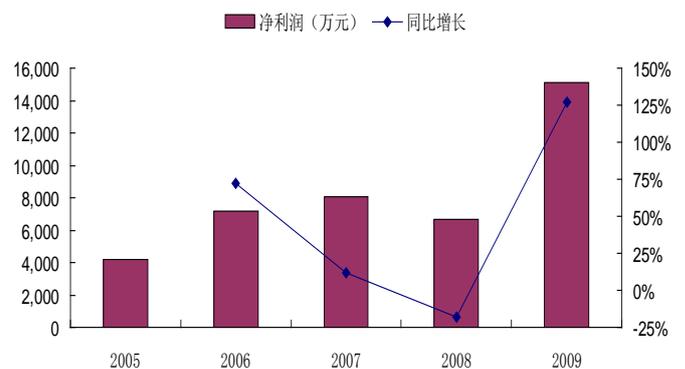
目前全国性的房地产中介服务企业如易居中国、世联地产、中原地产、合富辉煌等公司已经初步完成了全国性的布局，并在全国重点地区的房地产策划代理销售市场上形成了领先的优势。如世联地产、中原地产、合富辉煌取得了珠三角地区的房地产策划代理销售市场的领先的市场份额，易居中国取得了长三角地区的房地产策划代理销售市场的领先的市场份额。

图 1：公司近 5 年营业收入增长情况



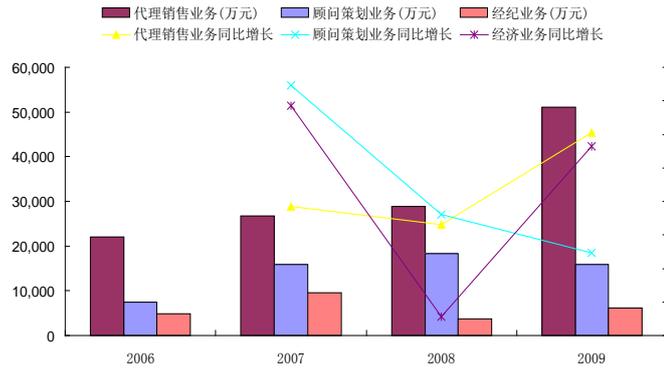
资料来源：公司年报，民族证券

图 2：公司近 5 年净利润增长情况



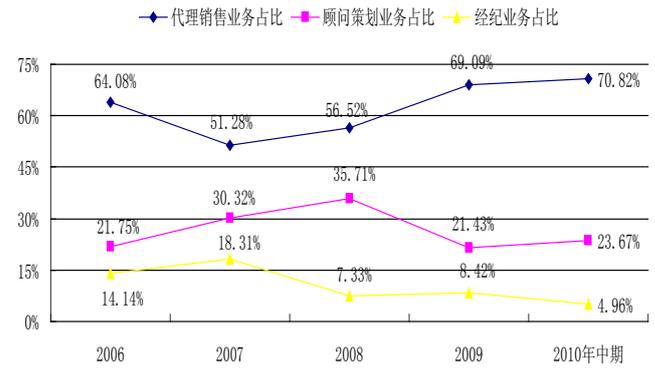
资料来源：公司年报，民族证券

图 3: 公司各项业务增长情况



资料来源: 公司年报, 民族证券

图 4: 公司各项业务占比情况



资料来源: 公司年报, 民族证券

3、公司管理策略明确，区域结构优化初见成效

从上半年经营情况看，公司继续贯彻主营业务的全国布局战略，并逐步优化公司业务区域构成。2010 年上半年，华东区域的营业收入比重逐步上升，华北区域的营业收入比重快速增长，华东和华北区域的营业收入比重由去年上半年的 24.26% 上升至 40.58%，上升了 16.32 个百分点；而华南区域的营业收入比重则相对下降，由 75.74% 下降至 59.41%，下降了 16.33 个百分点。公司业务收入对华南区域的依赖程度在逐步降低，公司抗风险能力逐步增强。

4、股权激励措施为公司持续发展奠定基础

10 年 8 月 19 日，公司公布股权激励计划，授予 209 名激励对象 1088 万份股票期权，占公司总股本的 5%，首次授予 979.2 万份，行权价为 34.1 元。该计划的有效期 5 年，激励对象应在股票期权授权日起满 1 年后的 48 个月内，每年按 25% 的比例分期行权。本次股权激励计划覆盖面比较大，激励计划覆盖到区域公司的副总经理，为公司异地扩张以及持续发展奠定了基础。

三、公司面临风险

在行业调控背景下商品房面临成交量下滑风险，对公司代理业务收入带来负面影响。同时，销售的不景气带动投资下降，对顾问策划业务可能也会带来一定的影响。

四、盈利预测及投资建议

我们认为房地产中介服务业发展空间巨大，公司具备较强的品牌优势和规模优势，同时管理能力突出，区域结构调整初见成效和股权激励计划实施为公司持续发展提供保障，看好公司的长期投资价值。预计 10 年至 12 年公司每股收益分别为 0.99 元、1.21 元和 1.5 元，动态 PE 分别为 35.7 倍、31.54 倍和 23.59 倍，给予公司“推荐”评级。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1,044	1,221	1,470	1,813
货币资金	968	1,123	1,352	1,659
应收帐款	33	41	50	65
预付帐款	31	41	50	65
其他应收款	12	15	19	24
存货	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	163	177	204	251
长期股权投资	0	0	0	0
非营业投资	48	48	48	48
固定资产及其他	88	103	125	162
递延所得税资产	26	26	31	40
资产总计	1,206	1,397	1,674	2,063
流动负债	217	227	277	359
应付账款	13	21	26	33
预收款项	10	12	15	19
其他应付款	7	9	12	15
短期借款	0	0	0	0
一年内到期非流动负债	0	0	0	0
交易性金融负债	0	0	0	0
其他流动负债	187	185	224	291
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
预计负债	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
负债合计	217	227	277	359
归属母公司所有者权益	989	1,166	1,389	1,690
少数股东权益	0	4	8	14
负债和股东权益	1,206	1,397	1,674	2,063

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	214	203	264	364
净利润	151	215	244	326
财务费用	(2)	(5)	(9)	(6)
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	88	(16)	24	40
其它	(22)	9	4	4
投资活动现金流	2	(14)	(22)	(37)
资本支出	1	(14)	(22)	(37)
其他	2	0	0	0
筹资活动现金流	573	(34)	(13)	(19)
借款收到现金	(29)	0	0	0
新发股份	605	(0)	0	0
分红	0	(38)	(22)	(24)
少数股东融资	(5)	(0)	(0)	(1)
财务费用	2	5	9	6
现金净增加额	790	155	229	307

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	738	1026	1246	1618
营业成本	381	514	650	826
营业税金及附加	40	56	69	89
营业费用	0	0	0	0
管理费用	125	164	199	259
财务费用	(2)	(5)	(9)	(6)
资产减值损失	3	4	5	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	192	293	332	444
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	192	293	332	444
所得税	41	73	83	111
净利润	151	220	249	333
少数股东损益	0	4	5	7
归属母公司净利润	151	215	244	326
EBITDA	189	288	323	438
EPS (元)	0.69	0.99	1.12	1.50

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入增长率	44.41%	39.02%	21.37%	29.89%
营业利润增长率	67.76%	52.79%	13.18%	33.69%
归属母公司净利润增长率	127.27%	42.87%	13.18%	33.69%
投资资本增长率	261.07%	18.82%	19.34%	21.84%
净资产增长率	323.19%	17.90%	19.06%	21.72%
获利能力				
毛利率	48.42%	49.97%	47.81%	48.94%
净利率	20.44%	21.42%	19.98%	20.56%
ROE	15.25%	18.48%	17.56%	19.29%
ROIC	14.08%	17.54%	16.52%	18.66%
偿债能力				
资产负债率	18.00%	16.24%	16.54%	17.38%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.81	5.38	5.31	5.06
速动比率	4.81	5.38	5.31	5.06
营运能力				
总资产周转率	0.94	0.79	0.81	0.87
应收帐款周转率	21.09	27.85	27.41	28.25
应付帐款周转率	41.02	30.93	27.94	27.98
每股指标(元)				
每股收益	0.69	0.99	1.12	1.50
每股经营现金	0.98	0.93	1.21	1.67
每股净资产	4.55	5.36	6.38	7.77
估值比率				
P/E	51.00	35.70	31.54	23.59
P/B	7.78	6.59	5.54	4.55
PEG	0.40	0.83	2.39	0.70
EV/EBITDA	23.89	26.71	23.86	17.61

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

崔娟：先后毕业于天津财经大学国际金融专业和加拿大曼尼托巴大学精算专业，2005年7月加盟民族证券研发中心，先后从事金融行业和房地产行业研究，目前重点房地产行业。曾在《中国证券报》、《中国房地产报》、《证券市场周刊》等刊物发表研究文章多篇，对金融和地产行业有较深入研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn