

世联地产：维持高速扩张，未来盈利释放可期

三季报点评

报告关键点：

- 3季度利润下滑主要由于同期逆市持续的高投入
- 地产市场复苏、前期投资产生回报将保证未来利润的高速增长
- 给予公司“增持-A”的评级

报告摘要：

- 3季度公司实现盈利3860万元人民币，较2季度环比下降30%。从原因上看主要包括：
 - 首先，公司从去年上市后便开始的全国布局以及高速扩张并未因上半年市场的萎靡而减速，人员成本的上升压低了同期的盈利水平。从数据上看，3季度当季，公司营业成本（主要为人员成本）同比增长70.6%，比上半年增速提高3个百分点。3季度，收入同比增长仅28%，毛利率降至39.1%。因此，营业成本的增长应该主要来自于人员规模的扩大。此外，3季度，公司管理费用率高达16.3%，支付给职工的现金流也同比增长108%，这都反映了扩张带来的人员成本压力。
 - 其次，4月份以来地产调控对公司的收入增长造成一定影响，但看起来被公司的扩张一定程度抵消。由于结算滞后，3季度代理销售收入大部分估计来自于4月地产新政以后。从公司主要经营的地区（约6成在广东地区）看，地产市场萎缩相当严重，房价也停止上涨。但是公司同期收入环比依然温和增长2%。猜测这应该与公司前期区域扩张以及并购有关。
 - 地产市场年中以来的复苏以及前期投入产生的效益将促使未来利润重新进入增长。我们认为主要城市交易额未来将持续回升，这促使公司4季度开始代理销售及经纪业务收入增长将会加速。尽管土地投资未来可能回落（实际上迄今依然较高），并影响公司顾问策划业务，但是公司“顾问先行”的战略以及前期的高投入应该能对冲此风险。
 - 公司充裕的现金为扩张提供保障，此外我们认为未来略微供过于求但基本平稳的市场将提供较好的外延扩张与自身成长的市场环境。基于此，我们预测公司预测2010-2012年EPS为1.04元，1.56元，2.12元。给予公司“增持-A”评级，及6个月目标价42元，对应2011年27倍市盈率。公司主要风险来自市场突然恶化以及扩张带来的人员成本及费用增长持续超出预期。

评级：

增持-A

上次评级：

目标价格：42.00元

期限：6个月 上次预测：

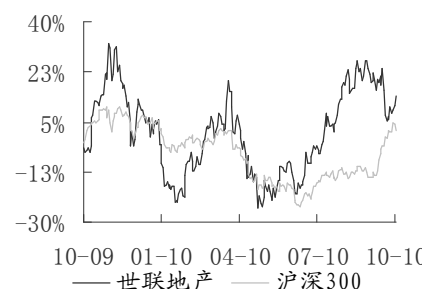
现价：34.19元

报告日期：2010-10-28

市场数据

总市值(百万元)	7,439.74
流通市值(百万元)	2,352.08
总股本(百万股)	217.60
流通股本(百万股)	68.79
12个月最高/最低	21.92/70.85元
十大流通股东(%)	33.59%
股东户数	12,262

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(23.06)	(1.28)	11.79
绝对收益	(5.12)	17.37	13.84

研究员

柳世庆	行业分析师
010-66581630	liusq@essence.com.cn
证书编号	S1450209100295
徐胜利	行业分析师
010-66581636	xusl@essence.com.cn
证书编号	S1450209090272

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	511.2	738.3	1,137.5	1,585.7	2,141.6
Growth(%)	-2.2%	44.4%	54.1%	39.4%	35.1%
净利润	66.4	150.8	226.1	339.6	462.1
Growth(%)	-17.7%	127.3%	49.9%	50.2%	36.1%
毛利率(%)	40.0%	48.4%	47.6%	49.6%	50.0%
净利润率(%)	13.0%	20.4%	19.9%	21.4%	21.6%
每股收益(元)	0.30	0.69	1.04	1.56	2.12
每股净资产(元)	1.10	4.55	5.43	6.77	8.60
市盈率	115.7	50.9	34.0	22.6	16.6
市净率	32.2	7.8	6.5	5.2	4.1
净资产收益率(%)	33.4%	15.3%	19.1%	23.3%	25.0%
ROIC(%)	147.8%	427.3%	-699.1%	48.8%	51.3%
EV/EBITDA	25.5	17.6	24.1	15.4	11.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.7%	0.9%

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-9-1
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	511.2	738.3	1,137.5	1,585.7	2,141.6	成长性					
减: 营业成本	306.6	380.8	595.6	798.5	1,070.8	营业收入增长率	-2.2%	44.4%	54.1%	39.4%	35.1%
营业税费	26.8	40.0	61.4	85.6	115.6	营业利润增长率	-7.7%	67.8%	57.1%	51.7%	36.4%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	-17.7%	127.3%	49.9%	50.2%	36.1%
管理费用	61.1	125.0	187.7	253.7	342.7	EBITDA 增长率	-4.0%	58.5%	50.0%	54.6%	36.4%
财务费用	1.1	-2.5	-14.0	-10.5	-12.2	EBIT 增长率	-7.1%	63.9%	51.7%	55.5%	36.8%
资产减值损失	1.3	3.1	5.4	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	-14.3%	83.5%	45.3%	55.5%	36.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-36.5%	-188.8%	-2326.4%	30.3%	29.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	37.1%	314.4%	19.4%	24.7%	27.0%
营业利润	114.4	191.9	301.5	457.4	623.6	利润率					
加: 营业外净收支	-2.4	0.1	-	-	-	毛利率	40.0%	48.4%	47.6%	49.6%	50.0%
利润总额	112.0	192.0	301.5	457.4	623.6	营业利润率	22.4%	26.0%	26.5%	28.8%	29.1%
减: 所得税	32.3	41.1	75.4	114.3	155.9	净利润率	13.0%	20.4%	19.9%	21.4%	21.6%
净利润	66.4	150.8	226.1	339.6	462.1	EBITDA/营业收入	24.5%	26.9%	26.2%	29.0%	29.3%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	22.6%	25.7%	25.3%	28.2%	28.6%
货币资金	178.5	968.0	904.6	1,167.5	1,521.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	75	41	40	42	37
应收帐款	42.4	44.9	103.4	114.0	133.6	流动营业资本周转天数	-45	-47	45	116	121
应收票据	0.5	0.1	1.0	1.4	1.9	流动资产周转天数	135	309	337	282	272
预付帐款	0.2	30.7	78.3	118.3	171.8	应收帐款周转天数	18	17	18	19	16
存货	-	-	-	-	-	存货周转天数	-	-	-	-	-
其他流动资产	2.0	-0.0	0.1	0.2	0.3	总资产周转天数	237	383	412	356	331
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	31	1	104	179	173
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	57.0	57.0	57.0	ROE	33.4%	15.3%	19.1%	23.3%	25.0%
投资性房地产	49.9	48.3	40.0	40.0	40.0	ROA	21.9%	12.5%	16.2%	19.7%	21.3%
固定资产	83.4	83.3	168.7	204.3	236.9	ROIC	147.8%	427.3%	-699.1%	48.8%	51.3%
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	1.1	1.4	1.3	1.2	1.2	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	5.8	29.7	41.4	35.0	35.5	管理费用率	11.9%	16.9%	16.5%	16.0%	16.0%
资产总额	363.8	1,206.5	1,395.8	1,738.9	2,199.9	财务费用率	0.2%	-0.3%	-1.2%	-0.7%	-0.6%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	12.2%	16.6%	15.3%	15.3%	15.4%
应付帐款	10.8	19.7	22.0	30.6	46.9	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	34.4%	18.0%	15.4%	15.3%	14.9%
其他流动负债	81.0	197.4	188.3	226.3	267.0	负债权益比	52.4%	22.0%	18.1%	18.0%	17.5%
长期借款	29.1	-	-	-	-	流动比率	2.33	4.81	5.07	5.28	5.58
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	2.33	4.81	5.07	5.28	5.58
负债总额	125.1	217.2	214.4	265.4	327.9	利息保障倍数	100.81	-76.17	-20.46	-42.39	-50.25
少数股东权益	5.0	-	-	3.4	9.0	分红指标					
股本	96.0	128.0	217.6	217.6	217.6	DPS(元)	-	-	0.16	0.23	0.32
留存收益	137.8	861.3	963.9	1,252.5	1,645.3	分红比率	0.0%	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股东权益	238.7	989.3	1,181.5	1,473.5	1,872.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.7%	0.9%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	79.7	150.9	226.1	339.6	462.1	EPS(元)	0.30	0.69	1.04	1.56	2.12
加: 折旧和摊销	17.6	13.3	10.4	13.5	16.7	BVPS(元)	1.10	4.55	5.43	6.77	8.60
资产减值准备	1.3	3.1	5.4	1.0	1.0	PE(X)	115.7	50.9	34.0	22.6	16.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	32.2	7.8	6.5	5.2	4.1
财务费用	1.2	2.1	0.5	-14.0	-10.5	P/FCF	91.5	41.0	-15.6	58.3	39.1
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	15.0	10.4	6.7	4.8	3.6
少数股东损益	13.4	0.0	-	3.4	5.6	EV/EBITDA	25.5	17.6	24.1	15.4	11.1
营运资金的变动	-26.6	92.2	-94.7	6.3	-11.9	CAGR(%)	62.6%	45.8%	40.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	72.0	262.2	133.1	353.3	461.4	PEG	1.8	1.1	0.8	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-20.5	-45.2	-157.0	-50.0	-50.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-5.0	573.5	-19.9	-40.4	-57.1	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

柳世庆：房地产行业分析师，北京大学经济学硕士。2007 年加入安信证券，先后从事宏观经济和银行业研究，并获得“新财富”2008 年宏观经济第四名（小组）和 2009 年银行业第六名（小组）。2010 年开始从事房地产行业研究。

徐胜利，房地产行业分析师，经济学硕士，十余年房地产及证券行业工作经验，07 年加盟安信证券研究团队。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编：100034