

世联地产 (002285)

增持/维持评级

股价: RMB27.47

分析师

鱼晋华

SAC 执业证书编号:S1000510120035

(0755)8249 2232

yujinhua@mail.htlhsc.com.cn

联系人

周雅婷

(0755)8212 5148

zhouyt@mail.htlhsc.com.cn

穿越股权激励的迷雾

- 公司今年 8 月和 12 月两次提出股权激励计划方案, 新旧两版本主要的区别在于新方案增加了利润增速指标, 同时下调了收入增速指标。我们根据公司的新方案对 10-14 年的净利润做了测算, 以保守预测 2010 年净利润 2.19 亿, EPS 1.00 元为基数, 在考虑了公司 2.19 亿股权激励费用分四年摊销的情况下, 未来四年确保股权激励计划可实施的最低业绩标准 (EPS) 分别为 1.25 元、1.35 元、1.36 元和 1.40 元。我们认为对于公司的成长性而言, 股权激励计划的行权条件基本提供了成长速度的下限。
- 公司今年前三季度收入同比增长 65.1%, 以此指标预测全年收入将达到 12.2 亿元, 由于此数字高于旧方案中 2010 年增速为 40% 的要求, 因为相比旧的方案公司新股权激励方案实际上提高了对近两年收入的增速要求。公司代理服务行业的商业模式和及时结转的收入确认方式使得利润和收入自我调剂的空间较小, 我们认为公司 2010 年的业绩表现将不会因为新计划的实施而有所保留。
- 我们认为不能简单地根据行权条件的低下而判定公司未来成长将会减速, 以公司近年均保持 60% 以上增速的业绩表现, 此项股权激励计划的实施更多的是一种为了稳定扩张中的管理团队所做的福利行为, 新方案下更强调最近 2-3 年的收入和利润增长, 一定程度上表达了公司看好短期内仍将保持成长告诉的预期, 而随着公司在扩张过程中继续向三四线城市渗透, 管理半径进一步延展, 持续地利用股权激励对外派管理人员进行忠诚度绑定将是大概率事件。
- 公司未来计划将在全国的代理销售市场占有率从目前的 2.42% 提升至 10% 左右, 2011 年新进入 5 个城市, 2012 年计划新进入 15 个城市。2010 年全国商品房销售金额 5.24 万亿, 公司 (不含三家收购公司) 代理销售金额 1218.6 亿元, 占全国 2.42%, 同比上升 0.14 个百分点。
- 预计公司今明两年 EPS 为 1.03 元和 1.30 元, 维持公司增持评级
- 风险提示: 快速扩张带来的费用上升有可能导致利润增速低于收入增速

相关研究

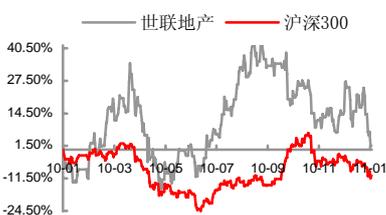
公司研究-世联地产 (002285) 100826: 加速成长 (增持)

公司研究-世联地产 (002285) 100801: 外延增长收获期来临 (增持)

基础数据

总股本 (百万股)	218
流通 A 股 (百万股)	218
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	5,977

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	738.3	1096	1430	1789
(+/-%)	44.4	48	31	25
归属母公司净利润(百万元)	150.8	225	283	363
(+/-%)	127.3	49	26	28
EPS(元)	0.69	1.03	1.30	1.67
P/E(倍)	39.6	26.6	21.1	16.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

股权激励：是激励还是福利？

新方案提供业绩成长下限

公司今年 8 月和 12 月两次提出股权激励计划方案，新旧两版本主要的区别在于新方案增加了利润增速指标，同时下调了收入增速指标，由于公司新增的利润增速指标并不吸引，因此市场对此方案负向反应较大，我们根据公司的新方案对 10-14 年的净利润做了测算，以保守预测 2010 年净利润 2.19 亿，EPS 1.00 元为基数，在考虑了公司 2.19 亿股权激励费用分四年摊销的情况下（2011 年摊销 5400 万，2012 年摊销 4200 万，2013 年摊销 2300 万，2014 年摊销 1000 万元），未来四年确保股权激励计划可实施的最低业绩标准（EPS）分别为 1.25 元，1.35 元、1.36 元和 1.40 元。我们认为对于公司而言，股权激励计划的行权条件基本提供了成长速度的下限。

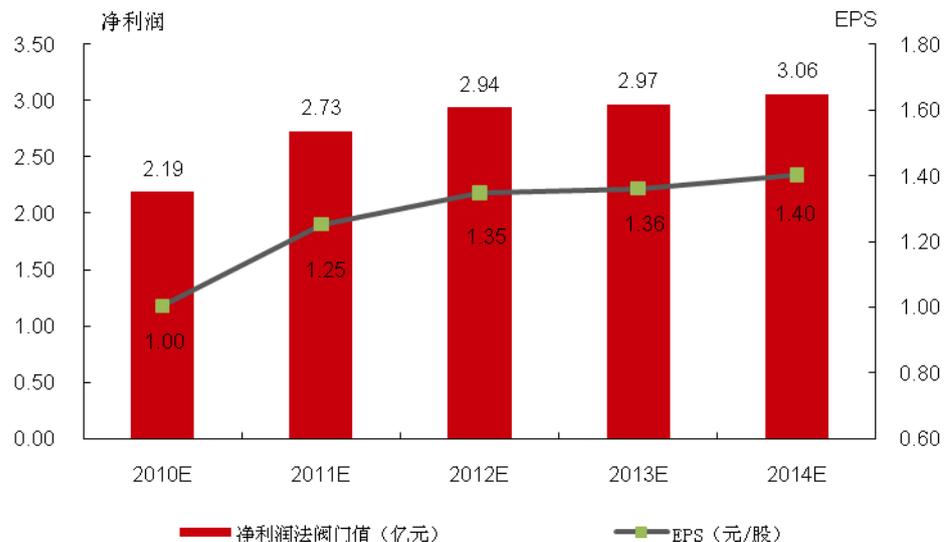
总体而言，由于摊销的前高后低，公司新股权激励方案下对 11、12 年的净利润增速要求提高，随后两年的业绩成长要求基本属于“派红包”。可以看到，在新的股权激励方案下公司未来四年成长的关键在于 2010 年净利的实际实现额，而 2010 年 EPS1.00 元已基本属于公司业绩下限。为了展现公司未来可能的成长空间，我们分别对公司 2010 年业绩做了 EPS1.10 元 1.20 元两种情景假设。

表格 1：新旧股权激励计划比较

	利润指标	收入指标
旧方案	无	以 09 年为基数，年复合增长率 40%
新方案	以 10 年为基数，11 年不增长，12 年增长 15%，13 年增长 25%，14 年增长 35%	以 10 年为基数，年复合增长率 30%

资料来源：公司公告，华泰联合研究所

图 1：公司新股权激励方案下净利润下限值估算



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2: 情景假设 1: 2010 年实现 EPS1.10 元

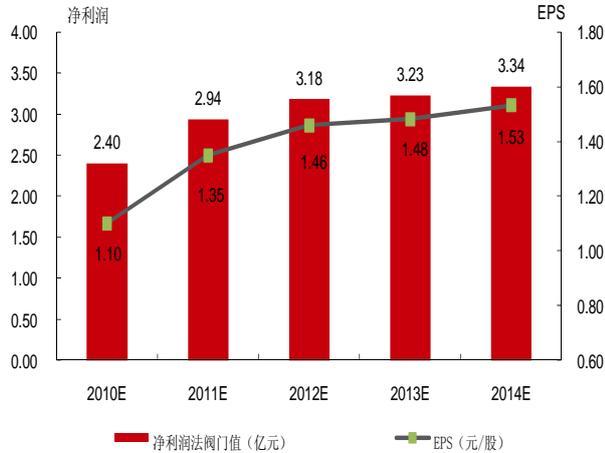


图 3: 情景假设 2: 2010 年实现 EPS1.20 元



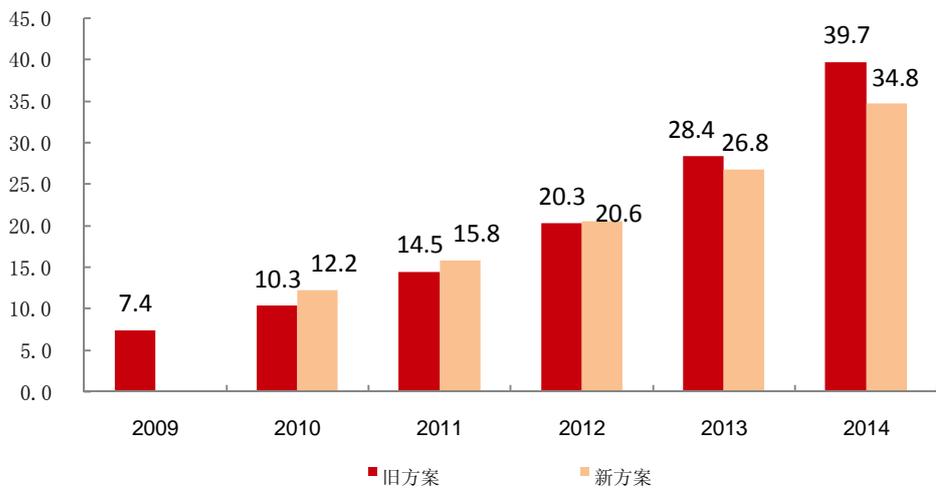
资料来源: 华泰联合证券研究所

资料来源: 华泰联合证券研究所

新方案下提升短期收入增速要求

公司今年前三季度收入同比增长 65.1%，以此指标预测全年收入将达到 12.2 亿元，由于此数字高于旧方案中 10 年增速为 40% 的要求，因为相比旧的方案公司新股权激励方案实际上提高了对近两年收入的增速要求。由于新方案中收入和利润指标都将以 2010 年实际实现值为基数，因此公司 2010 年的业绩表现将成为未来股权激励实施条件的关键因素，而公司今年前三季度收入和利润同比增长指标已较高（收入同比增长 65.1%，净利同比增长 68.6%），公司代理服务行业的商业模式和及时结转的收入确认方式使得利润和收入自我调剂的空间较小，我们认为公司 2010 年的业绩表现将不会因为新计划的实施而有所保留。

图 4: 公司新股权激励方案下收入下限估算



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

方案的变更不改变公司高成长的轨迹

整体而言，公司两次所做的股权激励计划行权条件都相对较低，我们认为不能简单地根据行权条件的低下而判定公司未来成长将会减速，以公司近年均保持 60% 以上增速的业绩表现，此项股权激励计划的实施更多的是一种为了稳定扩张中的管理团队所做的福利行为，新方案下更强调最近 2-3 年的收入和利润增长，一定程度上表达了公司看好短期内仍将保持高速成长的预期，而随着公司在扩张过程中继续向三四线城市渗透，管理半径进一步延展，持续地利用股权激励对外派管理人员进行忠诚度绑定将是大概率事件。

未来发展将重点深入增量三四线城市

2010 年增速超越全国整体水平，市场占有率小幅上升

公司 2010 年全国（不含三家收购公司）代理销售面积 1110 万平方米，代理面积占全国新增销售面积总体比例 1.06%，同比增长 0.17 个百分点。2010 年全国商品房销售面积增长 11.3%，公司同比增长 32.4%。2010 年全国商品房销售金额 5.24 万亿，公司（不含三家收购公司）代理销售金额 1218.6 亿元，占全国 2.42%，同比上升 0.14 个百分点。全国销售额 2010 年同比增长 11.3%，公司代理销售额同比增长 44.7%。

表格 2：公司 2010 年在主要城市市场占有率情况

城市	2010 年市场占有率
深圳	33.99%
珠海	22.65%
惠州	21.43%
东莞	19.82%
佛山	20.26%
大连	10.90%
西安	9.90%
武汉	7.49%
广州	2.75%
长沙	5.15%
合肥	9.18%
厦门	8.55%
天津	6.87%
南京	4.21%
无锡	4.55%
北京	2.88%
上海	1.78%
沈阳	7.04%

资料来源：公司调研；华泰联合研究所

深入三线城市扩张布点仍是未来两年的主题

公司未来计划将在全国的代理销售市场占有率从目前的2.42%提升至10%左右,2011年新进入5个城市,2012年计划新进入15个城市。由于房地产市场未来的主要新房增量将由二线甚至三四线城市提供,公司未来两年计划战略性放弃在一线城市的扩大投入,将把主要人力及财力投入到更低一级的城市中抢占市场先机,以目前已经进入18个城市为基础,用目前二线城市中已经培养成熟的人员和组织迅速深入到周边更低一级增量市场中,由于公司在近年大量新进入的二线城市时间较短,员工对现有工作环境和社会资源的固化需求较一线城市更低,因此以二线城市人员为平台向外渗透可以解决一线城市员工不愿意被外派带来的人员调配问题。

风险提示

- ✓ 房地产市场调控将可能导致公司业绩出现波动;
- ✓ 公司近两年进行跑马圈式扩张将增加费用支出,将有可能导致利润增速低于收入的增速。



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 2011 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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn