

2011年3月3日

# 世联地产

## 规模扩张中的代理业龙头

**A**
**未有评级**

002285.SZ - 人民币 27.25

田世欣\*

(8621) 6860 4866 分机 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

|                | 今年至今 | 1个月 | 3个月  | 12个月 |
|----------------|------|-----|------|------|
| 绝对(%)          | (13) | 5   | (11) | (5)  |
| 相对新华富时A50指数(%) | (16) | 1   | (13) | 7    |

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

|                  |       |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万)         | 218   |
| 流通股(%)           | 52    |
| 流通股市值(人民币 百万)    | 3,089 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 57    |
| 净负债比率(%)         | 净现金   |
| 主要股东(%)          |       |
| 世联地产顾问(中国)有限公司   | 48.01 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*程冬为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**

世联地产所从事的代理和咨询业务目前处于成长期, 市场空间广阔, 随着渗透率和市场占有率的逐步提高, 公司表现出强于开发类企业的成长性和抗风险能力。公司以自行设点和兼并收购两条腿走路, 实施扩张战略, 并将战略重点放在二三线城市上。世联具有凝聚力的公司文化和坚实的知识和数据平台支持是其优势所在, 而人才瓶颈可能是未来扩张面临的主要障碍。我们看好世联地产在地产调整周期中保持成长的能力, 建议予以关注。

### 主要发现

- 公司顾问业务人均单月贡献产值达到了4.5-5万元/人\*月, 在国内同行业中属于较高水平。
- 公司一手代理采取纯代理模式, 将风险控制在了最低的水平上。近年来代理销售业务市场份额一直稳步提升。
- 世联地产所从事的咨询业务在市场走低时需求可能有所增加; 代理业务目前市场份额分散且规模较小, 市场空间广阔。公司的一手代理业务扩张重点在二三线城市, 由于渗透率的提高, 在成交不景气的情况下, 公司的抗风险能力强于一般地产开发企业。
- 公司扩张采取自行步点和收购兼并两种模式进行, 预计未来三年的复合平均增长率达到40%左右。公司在收购方面稳健、谨慎, 重视投资回报和资金使用效率, 值得市场信任。
- 宽裕的现金为公司在调整市场里保持财务安全性, 甚至逆周期扩张提供了良好的条件。

### 图表 1. 投资摘要(市场预测)

| 年结日: 12月31日   | 2008   | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---------------|--------|------|------|------|------|
| 销售收入(人民币 百万)  | 511    | 738  | 1124 | 1448 | 1882 |
| 变动(%)         | (2.2)  | 44.4 | 52.2 | 28.9 | 30.0 |
| 净利润(人民币 百万)   | 66     | 151  | 223  | 291  | 388  |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.69   | 1.18 | 1.02 | 1.34 | 1.78 |
| 变动(%)         | (17.7) | 70.5 | 47.5 | 30.5 | 33.5 |
| 市盈率(倍)        | 38.4   | 22.5 | 26.0 | 19.9 | 14.9 |
| 每股现金流量(人民币)   | 0.8    | 2.1  | 1.3  | 1.4  | 1.8  |
| 价格/每股现金流量(倍)  | 35.4   | 13.0 | 20.9 | 19.2 | 15.0 |
| 净资产收益率(%)     | 28.4   | 15.2 | 19.1 | 20.7 | 22.4 |
| 每股股息(人民币)     | 0.0    | 0.3  | 0.2  | 0.2  | 0.3  |
| 股息率(%)        | 0.0    | 1.1  | 0.6  | 0.9  | 1.2  |

资料来源: 公司数据及万得

## 公司背景

公司成立于1993年，始终专注从事房地产顾问策划和代理业务，目前也是A股唯一一家上市的专业从事房地产领域的顾问代理服务机构。目前公司设立了28家分支机构，拥有各类专业人才8,000余人，已初步形成珠三角、长三角和渤海湾三大业务中心。公司凭借多年的专注服务及专业人才队伍在房地产业内获得了较高的品牌知名度与市场美誉度。

陈劲松、佟捷夫妇通过世联中国共同控制世联地产48.01%的股权，从而成为世联地产实际控制人。

## 主要发现

### 坚持“咨询+实施”的经营模式

公司多年来一直坚持“咨询(顾问策划业务)+实施(代理销售业务)”的经营模式，目前主营业务包括咨询顾问业务和代理业务两块。顾问策划能力已成为开发商选择代理销售商的重要参考，而世联在咨询业务方面具备较强的核心竞争力，公司以咨询作为业务前导的策略在开拓新区域市场时更加有效。

### ■ 咨询顾问业务

从咨询顾问业务人均单月贡献产值这一关键指标来看，世联地产达到了4.5-5万元/人\*月，在国内同行业中属于较高水平。根据服务对象分类，公司咨询顾问业务可分为政府咨询和开发商咨询。

**政府咨询：**政府咨询业务主要是为地方政府提供关于旧城改造、工业园区规划、土地出让规划等咨询服务。世联地产通过对当地经济等因素的分析，为地方政府提供决策参考。例如：工业园区的概念设计，相关配套设施的定位，未来招商引资策略等咨询服务。目前公司每年的政府咨询项目约100个，平均单个项目收入在70万元人民币左右，在国内同行业中位于前列。

**开发商咨询：**开发商咨询业务主要是为开发商提供从拿地策略到产品定位再到销售竞争策略等战略性咨询服务。世联地产开发商咨询服务的主要客户是二三线城市的地区性开发商，这些开发商相比万科等全国性开发商而言，大多数规模小，研究能力薄弱，项目运作经验不足。

## ■ 代理销售业务

**代理销售服务:**世联地产目前在全国 20 多个城市开展一手房代理销售服务, 2009 年公司代理的项目实现销售 579 亿元人民币, 2010 年预计实现销售超过 1,000 亿元人民币。公司销售代理业务收入主要来自于代理项目销售提成, 提成比例按照销售额的 1% 左右。目前销售代理服务是公司主要收入来源, 约占公司销售收入的 70%。

### **代理业务风险低, 市场份额逐年提升**

市场一直对于世联代理业务的低佣金率存有较大疑问, 世联代理业务佣金率一直维持在 1% 左右, 与易居近年来平均 2.5% 左右的佣金水平差距明显。针对市场疑问, 首先简单介绍下目前行业内一手代理采取的三种模式, 即包销、风险代理和纯代理。

1. 包销模式顾名思义就是销售代理公司从开发商手上买断某项目楼盘, 然后销售。销售代理公司承担所有楼盘销售的风险。由于包销模式下, 开发商楼盘实质销售但未进行过户登记, 目前我国已明令禁止。
2. 风险代理模式下, 销售代理公司给开发商支付一定保证金, 但销售超额部分, 中介参与分成。在市场持续走好, 并且中介公司对房价增速预期强于开发商的时候, 风险代理模式会给销售代理公司带来超额利润。反之, 在市场疲软环境下, 销售代理公司要承担部分销售风险。
3. 纯代理模式则是销售代理公司根据代理项目的销售收入提取代理佣金, 对于销售代理公司来说, 风险极小。

世联代理业务采取的是第三种模式, 将风险控制在最低的水平。而易居采用的是风险代理模式, 因此在前期房价走高的环境中, 超额分成拉高了佣金率水平。而当前市场存在趋势性下滑风险, 易居模式带来的潜在风险也将逐步显现。

公司近年来代理销售业务市场份额一直稳步提升, 尤其在 2010 年采取了激进的发展策略, 人员由年初的 3,000 多人扩张到年底的 8,000 多人, 我们预计公司 2010 年代理业务占全国商品房销售额的比重将达到 2.1%。公司目标是在未来 5 年左右的时间里, 将一手房代理销售占比提升到 10%, 目前距离此目标空间尚大。

**图表 2. 世联代理销售业务市场份额稳步提升**

| 年度    | 代理销售额<br>(亿元) | 销售佣金<br>(亿元) | 佣金率<br>(%) | 全国商品房销<br>售额(亿元) | 市场份额<br>(%) |
|-------|---------------|--------------|------------|------------------|-------------|
| 2007  | 287           | 2.7          | 0.93       | 29,889           | 1.0         |
| 2008  | 265           | 2.9          | 1.09       | 25,068           | 1.1         |
| 2009  | 579           | 5.1          | 0.88       | 44,355           | 1.3         |
| 2010E | 1,100         | 10.2         | 0.93       | 52,478           | 2.1         |

资料来源：公司数据及中银国际研究

### 受行业波动影响相对较小

世联地产业务以实体经济为载体，必然受行业自身发展态势影响。但是由于代理业务目前市场份额分散且规模较小，市场空间广阔，加之公司的一手代理业务扩张重点在二三线城市，由于渗透率的提高，在成交不景气的情况下，公司的抗风险能力强于一般地产开发企业；世联所从事的咨询业务在市场走低时需求可能有所增加，2008 年行业调控公司咨询业务逆市取得增长即为有力证明。总体来看，世联业务波动要小于政策对地产实体经济的影响。

### 现金宽裕，扩张步伐稳健、谨慎

调研了解到，2010 年末公司账面现金余额超过 10 亿，目前财务状况非常安全。公司目前每个月包括租金和员工工资等固定支出大约 5,000 万元人民币，预留 6 个月的固定支出作为安全现金缓冲，以确保在市场环境极度恶劣的情况下不至于被迫收缩。据此计算，公司账面现金余额足够覆盖 3 亿元人民币的安全现金缓冲。

宽裕的现金为公司在调整市场里保持财务安全性，甚至逆周期扩张提供了良好的条件。未来几年，公司将战略重点放在目前市场渗透率较低的二三线城市上。目前各代理销售商在这些城市的业务渗透整体上处于较低水平，新进入者竞争压力小、门槛低且空间广阔。在方式选择上，公司将同时考虑内生式扩张和外延式扩张两种途径，坚持自行设点和兼并收购两条腿走路：

**内生式扩张：**公司一般先在目标地区提供顾问咨询服务，待初步建立市场品牌后再寻求进入该地区从事一手代理销售业务。这一稳健、谨慎策略让公司在进入新市场大约 1-2 年后即可实现盈利。

**外延式扩张：**公司高度重视并购后包括人员、系统、市场和文化等方面的整合效果，因此在选择并购标的方面十分谨慎，公司自上市以来仅完成了三宗并购案，分别为济南信立怡高、武汉经天纬地兴业和四川嘉联兴业，虽然数量不具优势，但也正说明公司在收购方面的稳健、谨慎，重视投资回报和资金使用效率，经测算，这三宗股权收购的内含报酬率分别为 38%、50.5%和 42.5%。

### 风险因素

成交量超预期萎缩带来公司代理和经纪业务的下滑超预期；快速扩张将面临人才瓶颈。

### 调研结论

2011 年调控态度趋于严厉，地产行业在成交量方面将承受较大压力。世联地产由于所从事的代理和咨询业务目前正处于成长期，市场空间广阔，随着渗透率和市场占有率的逐步提高，公司表现出强于开发类企业的成长性和抗风险能力。

宽裕的现金为公司逆周期扩张提供了良好的条件。公司以自行设点和兼并收购两条腿走路，实施扩张战略，并将战略重点放在目前市场渗透率较低的二三线城市上。世联具有凝聚力的公司文化和坚实的知识和数据平台支持是其优势所在，而人才瓶颈可能是未来扩张面临的主要障碍。我们看好世联地产在地产调整周期中保持成长的能力，建议予以关注。

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2) 因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371