

2011-03-25
金融/房地产

证券研究报告
公司研究 / 年报点评

世联地产 (002285)
增持/维持评级
股价: RMB28.8

吹响进军三四线的号角

—2010 年报点评

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

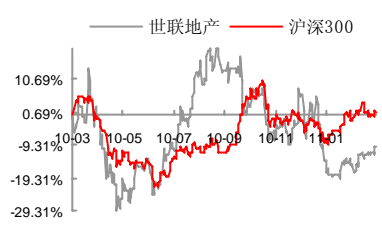
相关研究

- 公司研究-世联地产 (002285) 110124: 穿越股权激励的迷雾-世联调研报告 (增持)
- 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)	6,267

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

- 公司今日公布年报, 2010 年度实现营业收入 12.7 亿元, 净利润 2.4 亿元, 分别同比增长 72.29% 和 60.29%。实现 EPS 1.11 元, 略超出我们的预期。公司以每 10 股送 1.5 股红股, 派发现金红利 2 元。2010 年公司总体完成商品房代理销售面积 1110 万平方米, 销售金额 1216 亿元, 分别占全国商品房销售总额的 1.06% 和 2.32%。与 2009 年相比, 销售面积、销售金额所占的市场份额分别增长 0.17 和 0.41 个百分点。
- 公司期内完成代理销售金额 1216 亿, 同比增长 110%, 此项指标已连续两年保持超过 100% 的增长, 代理业务的高速发展也成为公司业绩成长的主要驱动引擎。公司 2010 年代理业务完成结算代理额为 1016 亿元, 未结算代理额则为 200 亿元, 按今年 0.89% 的代理费率计算, 未结算代理业务收入为 1.78 亿元, 占 2010 年全年收入的 14%。
- 从业务收入贡献比重上看, 顾问、代理业务今年基本仍保持去年以来的“三七分”之势, 经纪业务比重继续下降。预计未来一段时间公司仍将以代理业务发展为重, 并以目前较为稳定的简单化、专业化和强复制性业务结构实现向三四线城市的快速渗透, 完成公司“得三四线者得天下”的业务发展策略。从区域业务比重上看, 公司在今年已经实现了向全国性扩张的迈进, 传统高权重市场珠三角区域今年业务收入占比下降 14 个百分点。
- 公司 2010 年新增代理销售面积 4995 万平米, 同比大增 140%, 以今年完成结算的均价 8543 元/平米计算, 未来可代理销售金额约 4268 亿元, 为今年全年完成销售代理金额的 3.5 倍。公司项目储备充足, 可充分保障未来 2-3 年的高速增长。代理费率方面今年与去年水平基本持平, 为 0.89%。我们认为随着公司向三四线城市的扩张, 低一级城市相对更高的佣金水平将会提高公司整体的佣金率, 公司代理费用率未来仍存在上升的空间。
- 预计公司 2011 年及 2012 年 EPS 分别为 1.52 元、2.03 元, 对应 PE 为 19X 和 14X, 看好公司未来在三四线布局带来的成长空间以及轻资产扩张具备的估值溢价空间, 维持公司增持评级。
- 风险提示: 房地产市场调控有可能将对公司销售也业绩表现产生影响。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1272	1830	2505	3094
(+/-%)	72	44	37	24
归属母公司净利润(百万元)	242	331	443	563
(+/-%)	60	37	34	27
EPS(元)	1.11	1.52	2.03	2.59
P/E(倍)	25.9	18.9	14.2	11.2

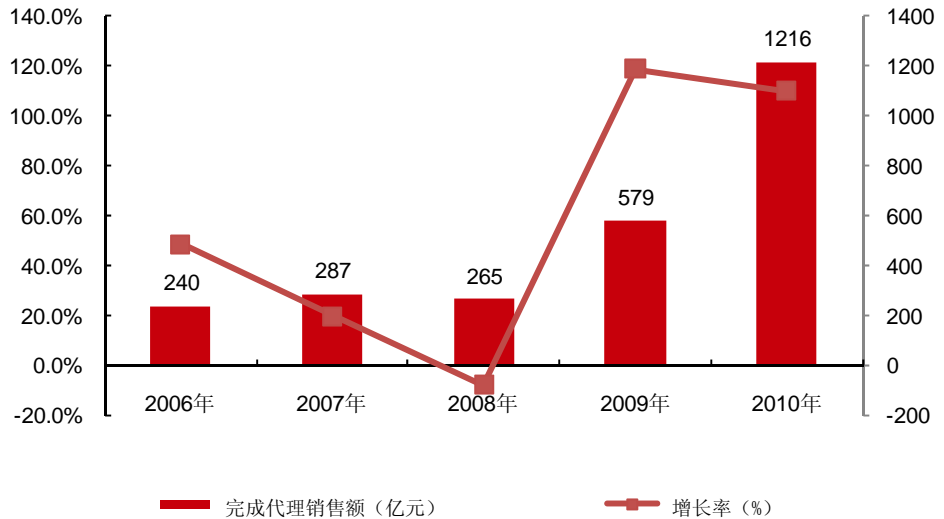
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

业绩成长保持高速

公司今日公布年报，2010 年度实现营业收入 12.7 亿元，净利润 2.4 亿元，分别同比增长 72.29%和 60.29%。实现 EPS 1.11 元，略超出我们的预期。公司以每 10 股送 1.5 股红股，派发现金红利 2 元。2010 年公司总体完成商品房代理销售面积 1110 万平方米，销售金额 1216 亿元，分别占全国商品房销售总额的 1.06%和 2.32%。与 2009 年相比，销售面积、销售金额所占的市场份额分别增长 0.17 和 0.41 个百分点。

公司期内完成代理销售金额 1216 亿，同比增长 110%，此项指标已连续两年保持超过 100%的增长，代理业务的高速发展也成为公司业绩成长的主要驱动引擎。公司 2010 年代理业务完成结算代理额为 1016 亿元，未结算代理额则为 200 亿元，按今年 0.89%的代理费率计算，未结算代理业务收入为 1.78 亿元，占 2010 年全年收入的 14%。

图 1： 完成代理销售额连续两年翻倍成长

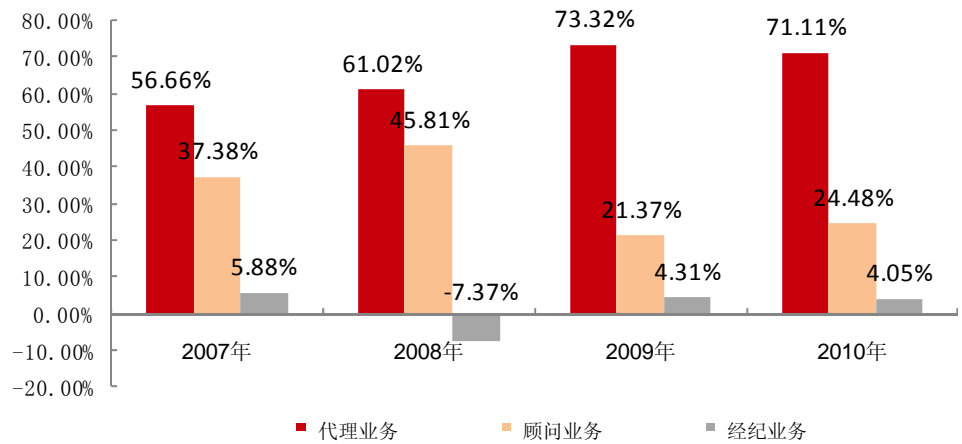


资料来源：华泰联合证券研究所

业务比重基本稳定，迈出全国性扩张步伐

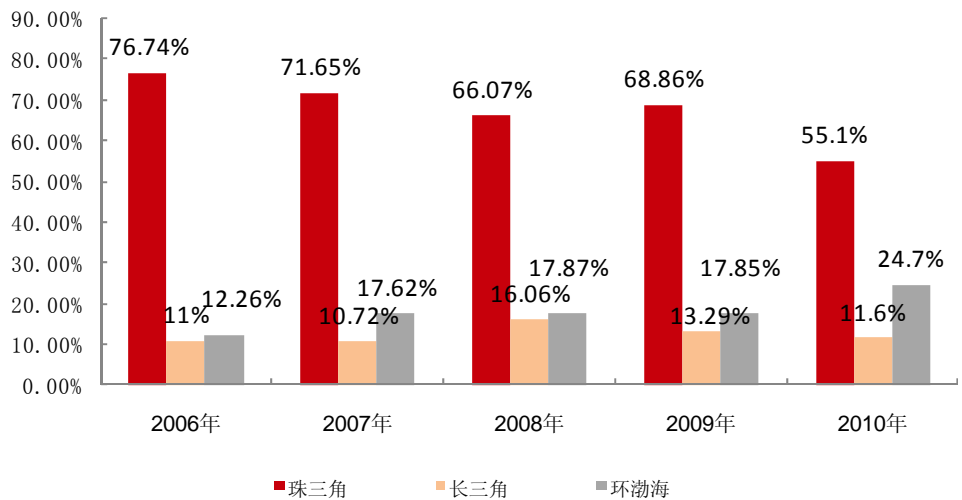
从业务收入贡献比重上看，顾问、代理业务今年基本仍保持去年以来的“三七分”之势，经纪业务比重继续下降。预计未来一段时间公司仍将以代理业务发展为重，并依照目前较为稳定的简单化、专业化和强复制性业务结构实现向三四线城市的快速渗透，以完成公司“得三四线者得天下”的业务发展策略。从区域业务比重上看，公司在今年已经实现了向全国性扩张的迈进，传统高权重市场珠三角区域今年业务收入占比下降 14 个百分点。

图 2: 三大业务比重基本稳定



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 3: 三大业务比重基本稳定

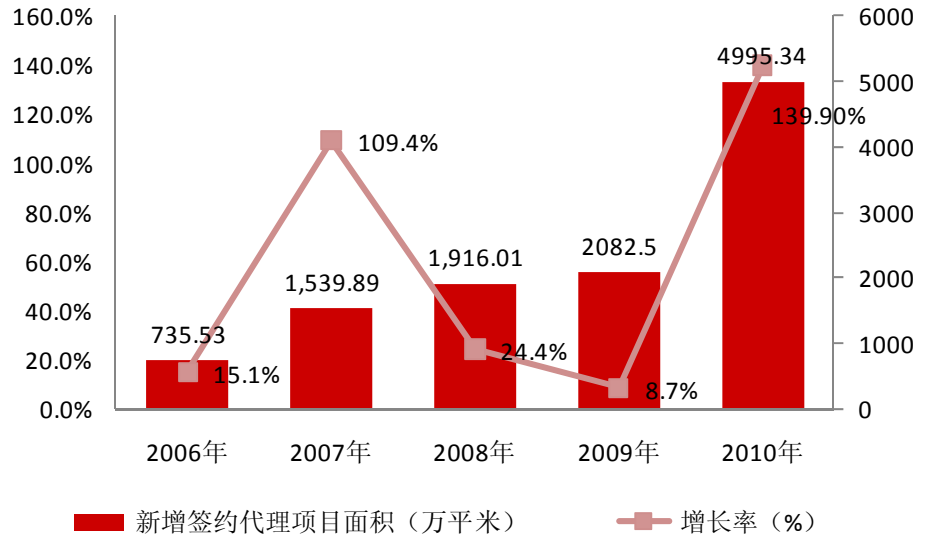


资料来源: 华泰联合证券研究所

新增签约面积大增，代理费率仍有提升空间

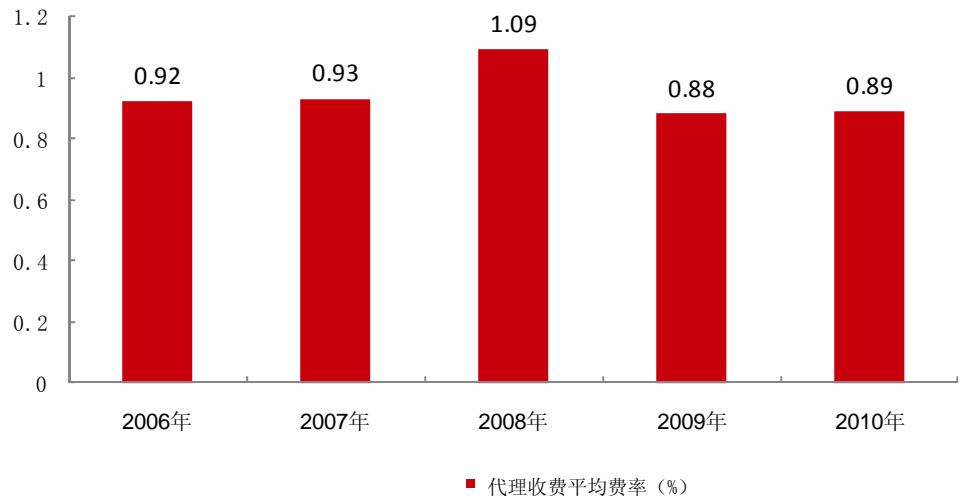
公司 2010 年新增代理销售面积 4995 万平米，同比大增 140%，以今年完成结算的均价 8543 元/平米计算，未来可代理销售金额约 4268 亿元，为今年全年完成销售代理金额的 3.5 倍。公司项目储备充足，可充分保障未来 2-3 年的高速增长。代理费率方面今年与去年水平基本持平，为 0.89%。我们认为随着公司向三四线城市的扩张，低一级城市代理业务收入比重的上升以及这些城市相对更高的佣金水平将会提高公司整体的佣金率，公司代理费用率未来仍存在上升的空间。

图 4： 项目储备充足



资料来源：华泰联合证券研究所

图 5： 代理费率保持稳定



资料来源：华泰联合证券研究所

估值与盈利预测

预计公司 2011 年及 2012 年 EPS 分别为 1.52 元、2.03 元，对应 PE 为 19X 和 14X，看好公司未来在三四线布局带来的成长空间以及轻资产扩张具备的估值溢价空间，维持公司增持评级。

风险提示

房地产市场调控有可能将对公司销售也业绩表现产生影响。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1199	1536	1934	2445	营业收入	1272	1830	2505	3094
现金	1023	1317	1645	2097	营业成本	689	1023	1396	1726
应收账款	82	109	148	187	营业税金及附加	70	96	132	163
其他应收款	42	43	43	43	营业费用	0	0	0	0
预付账款	50	64	96	117	管理费用	208	285	373	432
存货	0	0	0	0	财务费用	-14	-6	-15	-19
其他流动资产	2	2	2	2	资产减值损失	7	7	0	0
非流动资产	398	425	527	581	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	59	59	59	59	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	204	243	347	406	营业利润	315	427	620	793
无形资产	4	3	1	-1	营业外收入	18	6	6	8
其他非流动资	130	120	120	116	营业外支出	1	1	0	0
资产总计	1597	1961	2461	3027	利润总额	331	432	627	801
流动负债	380	399	463	475	所得税	85	86	162	210
短期借款	0	0	0	0	净利润	247	345	464	591
应付账款	33	44	63	76	少数股东损益	5	14	22	29
其他流动负债	347	355	401	398	归属母公司净利	242	331	443	563
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	319	437	626	800
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.11	1.52	2.03	2.59
其他非流动负	0	0	0	0					
负债合计	380	399	463	475	主要财务比率				
少数股东权益	24	38	60	88	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	218	218	218	218	成长能力				
资本公积	585	585	585	585	营业收入	72.3%	43.8%	36.9%	23.5%
留存收益	390	722	1136	1661	营业利润	64.0%	35.9%	45.1%	27.9%
归属母公司股	1193	1524	1938	2463	归属母公司净利	60.3%	37.1%	33.5%	27.1%
负债和股东权	1597	1961	2461	3027	获利能力				
					毛利率(%)	45.8%	44.1%	44.3%	44.2%
					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	19.0%
					ROE(%)	20.3%	21.7%	22.8%	22.8%
					ROIC(%)	318.5	268.9	196.3	174.2
					偿债能力				
					资产负债率(%)	23.8%	20.4%	18.8%	15.7%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.15	3.85	4.18	5.15
					速动比率	3.15	3.85	4.18	5.15
					营运能力				
					总资产周转率	0.91	1.03	1.13	1.13
					应收账款周转率	22	19	19	18
					应付账款周转率	30.06	26.45	26.15	24.83
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊	1.11	1.52	2.03	2.59
					每股经营现金流	1.41	1.56	2.12	2.54
					每股净资产(最新	5.48	7.00	8.91	11.32
					估值比率				
					P/E	25.95	18.93	14.18	11.15
					P/B	5.26	4.12	3.24	2.55
					EV/EBITDA	16	12	8	6

数据来源: 华泰联合证券研究所



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