

世联行：长租公寓蓝海中的扬帆者

——世联行（002285）

核心观点

❖ **观点提炼：**今年下半年围绕房屋租赁市场的政策密集出台，催热长租公寓市场。2016年世联行切入长租公寓，全年签约超过2万间，2017年公司布局提速，总经理承诺签约达到10万间。作为A股最正宗的长租公寓标的，世联行不仅是“租购同权”的直接受益者，更是长租公寓蓝海中的扬帆者。

❖ **政策密集出台推动房屋租赁市场发展。**去年中央经济工作会议关于“购租并举”定调，今年5月住建部下发的《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》的顶层设计。随后一线城市也先后出台加快租赁住房发展的政策。从政策频度来看，7月份房屋租赁政策最为密集。

❖ **长租公寓市场：蓝海中浪花一朵朵。**中国一、二线城市房价居高不下，但庞大的人口流动基数有着确实的住房需求，庞大的市场需求催热了长租公寓的发展。但中国目前品牌公寓的市占率不到2%，而一些发达国家品牌公寓的市占率接近30%，中国品牌公寓未来的发展空间非常大，仍然是一片蓝海。

❖ **世联行：长租公寓蓝海中的扬帆者。**目前国内高房价低租金回报率的背景下，运营长租公寓的运营商大多数盈利能力较差。公寓需要规模化才能分摊成本，企业要想尽快实现盈利，需要强调运营，加大对成本和费用的管控，而世联行恰恰具备这样的素质。布局全国从TOP10到TOP2迈进、较强的ToB深服务能力以及从轻资产到重资产的过渡红利是公司未来的三大看点。

❖ **新增长点亮眼。**世联行此前发布半年度业绩上修公告，业绩超预期主要源于互联网+和金融服务业务的高增长。我们预计互联网+业务全年增长率维持在70%左右的较高水平。金融服务的收入大概率回到1亿元左右水平，年增长率料将达到8%的水平。预计公司2017-2019年EPS分别为0.45元、0.53元和0.69元。

风险提示：传统代理销售规模放缓，长租公寓发展低于预期。

盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	6270	8652	11421	14619
+/-%	33%	38%	32%	28%
净利润(百万)	747	924	1091	1417
+/-%	47%	24%	18%	30%
EPS(元)	0.37	0.45	0.53	0.69
PE	29.26	23.65	20.04	15.43

资料来源：公司公告、川财证券研究所

2017年8月6日

川财研究	股票研究部
深度报告	公司深度
所属行业	房地产
公司评级	增持

执业分析师

宋红欣

证书编号：S1100515060001
010-66495639
songhongxin@cczq.com

川财研究所

北京	西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034
上海	陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120
深圳	福田区福华一路6号免税商务大厦21层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

世联行今年以来市场表现	4
政策梳理：房屋租赁市场的大变化和小确信	6
长租公寓市场：蓝海中浪花一朵朵	7
世联行：长租公寓蓝海中的扬帆者	9
全国广泛布局：从 TOP10 到 TOP2 的迈进	9
TO B 的深服务能力	10
从轻资产向重资产的过渡红利	11
“租购同权”的直接受益者	11
世联行业务解构：业务优化 新增长点亮眼	11
对世联行认知的两个纠偏	13
盈利预测	15
风险提示	16

图表目录

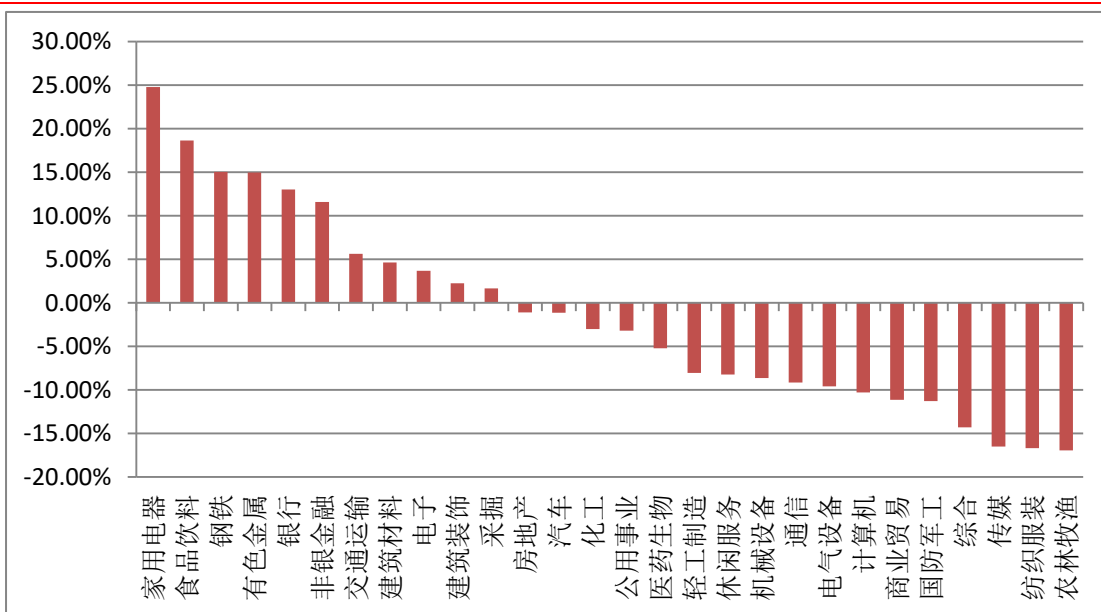
图 1	今年以来行业板块市场表现.....	4
图 2	行业 PE (TTM) 对比图 (截至 7 月 31 日)	5
图 3	今年以来世联行、房地产指数和沪深 300 指数对比图	5
图 4	世联行 TO B 深服务能力	10
表 1.	2017 年以来房屋租赁政策梳理.....	6
表 2.	长租公寓市场参与者分布	8
表 3.	世联行红璞公寓发展规划.....	10
表 4.	世联行 2017 年 1 季报主要营业收入按业务板块划分	12

世联行今年以来市场表现

2017年以来，以家用电器、食品饮料为代表的消费股和以钢铁、有色金属为代表的强周期股交替表现，成为市场上最具赚钱效应的两大品种，与之相比，地产板块表现较为中庸，今年以来（截至7月31日），房地产板块累计下跌1.05%，而同期沪综指累计上涨5.46%，地产板块远远跑输大盘。今年房地产板块的估值并未获得抬升，当前市盈率仅为16.6倍，仅次于银行7.3倍的估值，在行业中排在倒数第二位，具有相对较高的安全边际。

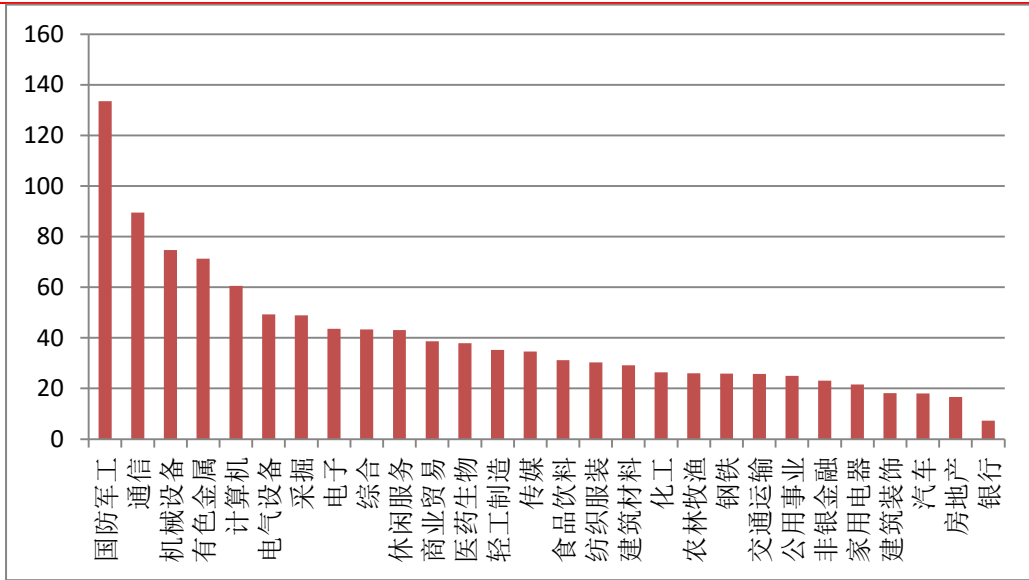
值得注意的是，行业内个股强势崛起，特别是7月份崛起的世联行成为整个行业蹿出的一匹黑马。此前世联行与整个地产板块的走势趋同，但7月份在密集房屋租赁政策的刺激下强势爆发，7月份累计上涨40.40%，远远跑赢房地产指数和沪深300指数。

图1 今年以来行业板块市场表现



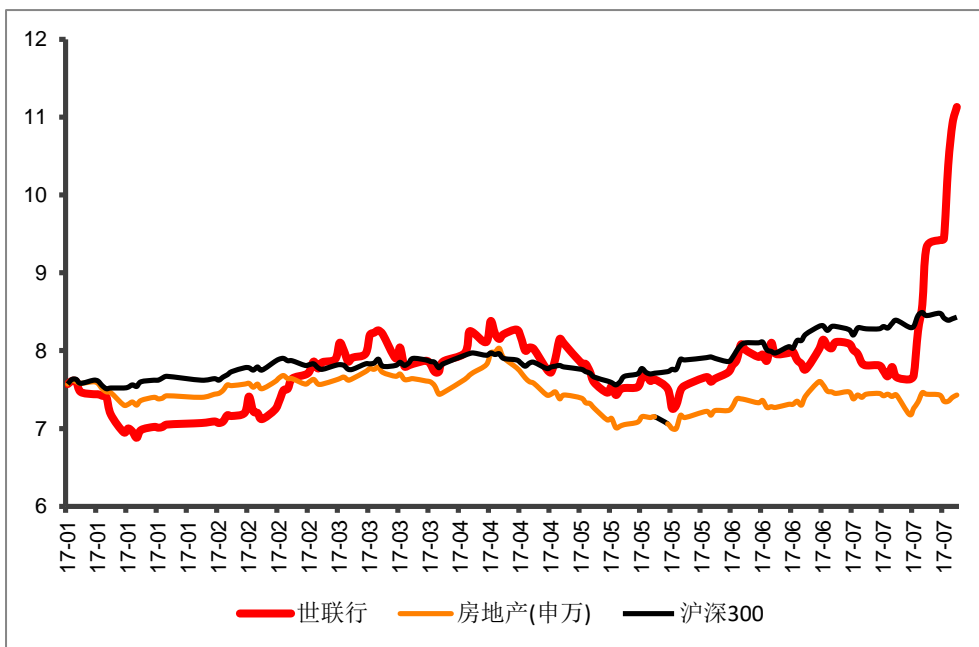
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图2 行业 PE (TTM) 对比图 (截至 7 月 31 日)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图3 今年以来世联行、房地产指数和沪深 300 指数对比图



资料来源: Wind, 川财证券研究所

政策梳理：房屋租赁市场的大变化和小确信

政策密集出台推动房屋租赁市场发展。去年中央经济工作会议关于“购租并举”定调，今年5月住建部下发的《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》的顶层设计。随后一线城市也先后出台加快租赁住房发展的政策。从政策频度来看，7月份房屋租赁政策最为密集，从广州政府出台“租售同权”，到上海首批只租不售地块低价成交，再到杭州今年建成政府住房租赁平台，政策引导下的“租售并举”是今年房地产市场的大变化，未来一线城市房屋租赁市场将会被进一步激活，存量房的利用率也将得到提升。链家研究院数据显示，中国租赁市场将进入快速发展阶段，2020年的市场体量约为1.6万亿元。

表1. 2017年以来房屋租赁政策梳理

时间	标题	概要
5月19日	住房和城乡建设部《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》公开征求意见	住房和城乡建设部19日就《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》公开征求意见，其中在租金、租期、承租人居住权利保障等方面作了规定。征求意见稿明确提出直辖市、市、县人民政府要建立住房租金发布制度，定期公布分区域的市场租金水平等信息，以引导当事人合理确定租金价格。
7月3日	天津市政府办公厅关于培育和发展我市住房租赁市场的实施意见	天津市人民政府办公厅发布了关于培育和发展天津市住房租赁市场的意见。其中，天津市政府支持房企从单一的开发销售向租售并举模式转变，同时鼓励住房租赁消费，加大住房租赁政策支持力度，并给予税收优惠政策和金融支持。
7月17日	新华社：增加租赁住房 遏制投机炒作	上海市首次以“招拍挂”的方式出让两块租赁住房用地。这一政策调整信号表明，当地政府希望通过增加租赁住房来调整供给结构，是实现房地产市场健康稳定发展的有益探索。
7月18日	广州市政府办公厅印发《广州市加快住房租赁市场工作方案》	7月17日，广州市政府办公厅印发《广州市加快住房租赁市场工作方案》，《方案》明确提出了租购同权的规定。所谓“租购同权”，是指购房人和租房人享有同等权益
7月19日	九部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》。	近日，住房城乡建设部会同国家发展改革委、公安部、财政部、国土资源部、人民银行、税务总局、工商总局、证监会等八部门联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》。
7月24日	上海首批只租不售地块 11.5亿元成交	7月24日，上海首批公开出让的两幅租赁住房用地正式成交。此次成交的两幅地块，一幅位于浦东新区张江南区，成交价格为7.24亿元，成交楼面单价为每平方米5569元。另一幅地块位于嘉定区嘉定新城，成交价格为4.24亿元，成交楼面单价为每平方米5950元。两幅土地采取“只租不售”模式，项目建成后至少提供1897套租赁住房房源。
7月27日	杭州今年建成政府住房租赁平台 房源全部纳入管理	此前杭州的经纪管理平台与真房源平台都已运行得比较成熟，记者近日从杭州市住保房管局了解到，至今年年底，杭州要建成一个政府住房租赁平台。

武汉可用公积金付房租 承租
7月28日 人子女有望就近入学

昨日，记者看到武汉市住房保障和房屋管理局在官网上最新发布了关于征求《武汉市关于开展培育和发展住房租赁市场试点工作的实施意见(征求意见稿)》意见的公示。武汉市即将出台开展培育和发展住房租赁市场试点工作的实施意见，意见中提到，经备案的住房租赁可用公积金支付租金，承租人子女也有望享受就近入学。

资料来源：经济参考报、新华社等媒体，川财证券研究所

租房上学是“小确信”，但未来路仍长。在中央及地方政府的众多房屋租赁政策中，广州政府的“租售同权”政策最为引人注目，所谓“租购同权”，是指购房人和租房人享有同等权益——对一线城市而言，最关键的一条即为子女受教育权。这意味着在广州，只要是符合条件的租房人，其子女享有同等就近入学的权利。目前一线城市普遍面临住宅、土地和公共资源的问题，“租购同权”政策体现了资源面前人人平等的理念，未来实现租房上学是“小确信”。但短期内由于遭遇重重困难，要想实现“租购同权”难度很大。其实租房人的子女在当地享受就近入学的政策，很多城市都有执行，但大都要积分排队，本地户籍和买了房的积分最多，其它条件的排位都靠后，在教育资源本来就有限的情况下，有房的都不一定能排到好学校，排名较后的租房人难度更大，旺盛的需求短期很难通过单一的“租购同权”改变。

长租公寓市场：蓝海中浪花一朵朵

国内长租公寓市场空间广阔，仍是一片蓝海。从需求端来看，根据国家卫计委发布的《中国流动人口发展报告（2016）》显示，2015年我国流动人口规模达2.47亿人，占总人口的18%。按照《国家新型城镇化规划》的进程，2020年我国仍有2亿以上的流动人口，70%流动人口通过租房居住，按目前月均租金475元来测算，年租金已突破万亿。值得注意的是，中国一二线城市房价居高不下，庞大的人口流动基数有着确实的住房需求，庞大的市场需求也催热了长租公寓的发展。但中国目前品牌公寓的市占率不到2%，而一些发达国家品牌公寓的市占率接近30%，中国品牌公寓未来的发展空间非常大，国内长租公寓市场仍然是一片蓝海。

多方参与，国内长租公寓市场百花齐放。从市场参与者来看，目前长租公寓主要参与者包括房地产开发商、地产服务中介、“互联网+资本”平台以及酒店集团。

表2. 长租公寓市场参与者分布

开发商	地产服务中介	互联网平台	酒店集团
万科·泊寓	世联行·红璞	优客逸家	窝趣轻社区
招商蛇口·壹公寓	链家·自如	青客公寓	都好公寓
金地·草莓社区	我爱我家·相寓	魔方公寓	漫果公寓
		蘑菇公寓	城家

资料来源：公司公开信息，川财证券研究所

地产开放商在房源方面优势明显，能够以较低成本完成房屋设计、装潢，大幅降低了出租房屋的初期投入成本。同时，其资金优势和品牌优势，能够在项目初期获得更多的集中式优质房源，但开发商做公寓通常是重资产运营，日后需要寻找有效的退出机制。

地产服务中介作为连接房东和租客的桥梁，离出租方和承租方最近，掌握着精准和庞大的住房流量入口，因此中介机构自身做公寓企业，可以将这些庞大的住房流量转化给自身公寓企业，世联行的红璞公寓便是其中的佼佼者。但这也决定了其拿房方式以分散式为主，可能在统一管理方面遇到问题

互联网平台凭借的是在互联网渠道的优势，解决房东和租户信息不对称的问题，快速获取用户，通过流量导入现金流的模式也迎合了青年消费者，这也决定了其拿房以分散式为主。但由于其既不具备地产开发商手中的房源优势，也不具备地产中介手中庞大的住房流量入口，其行业壁垒也是四个中最低的。

由于前些年经济型快捷酒店快速扩张导致部分网点房间空置率较高，因此自 2014 年至今，连锁酒店拓展长租公寓业务进入火热阶段，如家、铂涛、住友等快捷酒店品牌纷纷开展自己的长租公寓业务。消费者需求、客户管理、销售渠道以及家电装饰采购等方面具备核心优势，拿房方式也是集中式的。

世联行：长租公寓蓝海中的扬帆者

当前长租公寓仍处在一片蓝海中，而各个参与依托不同的优势呈现出百花齐放的特征，从其商业模式来看，大多是通过包租、标准化装修和售后增值。从盈利模式上看，长租公寓的盈利主要来源于仍是租金差、服务费、金融产品和持有物业溢价，而一些轻资产长租公寓参与者更是很难享受到持有物业溢价的收益。但无论是地产中介、互联网平台，还是酒店集团都面临盈利方面巨大的压力。目前在国内高房价低租金回报率的背景下，运营长租公寓的运营商大多数仍处在烧钱阶段，同时加上租期太短、续约率低下、融资成本高使得中国整个长租公寓行业盈利能力较差。从这个角度来看，公寓需要规模化才能分摊成本，企业要想尽快实现盈利，重点还需要强调运营，加大对成本和费用的管控，而世联行恰恰具备这两条素质，这也是其能从中脱颖而出的重要逻辑。

全国广泛布局：从 TOP10 到 TOP2 的迈进

世联行具有全国性网络和服务的基因，打造出红璞公寓 25 城——主要针对青年白领的长租公寓。横扫一线，布局全国，并以二线城市为发展主战场，截止到 7 月 23 日，已经签约 4.5 万间。其中广州的集中式和分散式公寓市占率均排在第一位；武汉的集中式公寓市占率排在第一位，杭州集中式公寓市占率排在第一位。7 月 20 日住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、人民银行、税务总局、工商总局、证监会等八部门联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前已选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆 12 个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。这 12 个城市中世联行在 10 个城市均开展业务，沈阳正在布局，肇庆暂时没有业务。

2017 中国品牌公寓的总量为 200 万间，市场占有率仅为 2%，日本和美国都超过 20%。未来发展空间巨大。而 2017 年世联红璞的目标是 10 万间，TOP10 是 5 万间以上，TOP2 是 20 万间以上，世联红璞的市占率在第二名到第十名之间，未来仍有提高空间，根据公司目标，2020 年世联红璞公寓将达到 50-60 万间，未来红璞公寓将达到 100 万间，整体步入 TOP2 行列。

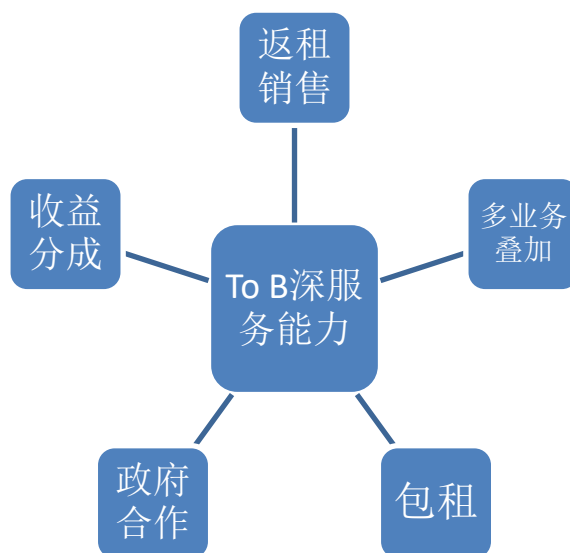
表3. 世联行红璞公寓发展规划

	2017 年	2020 年	未来
品牌公寓市占率	2%	5%	10%
品牌公寓总量	200 万间	500 万间	1000 万间
TOP10	5 万间	15 万间	30 万间
TOP2	20 万间	50 万间	100 万间
世联红璞	10 万间	50-60 万间	100 万间

资料来源：公司公开信息，川财证券研究所

TO B 的深服务能力

图4 世联行 TO B 深服务能力



资料来源：Wind，川财证券研究所

世联行在 71 个城市有分支机构，深圳公司深耕已有 24 年，超过 10 年的分公司有珠海、东莞等，在公司深耕多年后有很好的组织能力和沟通

能力。当前世联行服务 200 多家开发商企业，300 多个政府单位，当政府单位有公寓需要销售，需要租赁，大多会联系世联红璞，在跟政府的沟通中，合作模式优化。

世联行当前运营公寓时在成本端做了很好的控制，在保证基础功能、保证舒适美观、符合客户需求的基础上，在房屋功能和面积上不做超配做适配，有效的控制成本。同时嵌入后端服务，拓宽更多的收入来源。

出身于服务商的世联行具有很强的营销能力，这其实恰恰是整个公寓类企业最为重要的能力，如何更快的将房子租掉是这个行业的痛点，世联行出房能力很强，30 天出租率高到 91.2%，60 天出租率高达 94.5%。

从轻资产向重资产的过渡红利

世联行目前发了 5 个基金，32 亿的资产管理，未来将会把资产管理结合到公寓里去，公司当前正在和村集体合作做开发，预计未来将不仅享受运营过程的收益，也将享受物业长期持有的增值收益，为全板块构建做好铺垫。

“租购同权”的直接受益者

7 月 17 日，广州市政府办公厅印发《广州市加快住房租赁市场工作方案》，《方案》明确提出了租购同权的规定。所谓“租购同权”，是指购房人和租房人享有同等权益——对一线城市而言，最关键的一条即为子女受教育权。作为一线城市，“租购同权”政策推出后，广州房屋租赁市场发展可能提速，公司公寓产品红璞在广州集中式和分散式公寓市占率均排在第一位，是政策红利的直接受益者。公司目前房源以当地政府和国企的房源为主，新接触的一批规模较大，都配备了学位，公司总经理朱敏表态在政策落实后，公司也会慢慢细化，拓宽服务群体和规模。

世联行业务解构：业务优化 新增长点亮眼

从公司发布的 2017 年一季报来看，公司一季度实现营业收入 13.5 亿元，同比增长 17.6%；归属于上市公司股东净利润为 0.9 亿元，同比增长 51.2%。分业务板块来看，房地产交易服务营业收入 7.2 亿元，同比增长 17.5%，保持稳定增长。公司一季度累计代理销售套数为 12.2 万套，目前已实现但未结算的代理销售额约 3498 亿元，将在未来的 3 至 9 个月为公司带来约 27 亿元的代理费收入；其中属于公司 100% 控股子公司的未结算代理销售额约 3,022 亿元，将在未来的 3 至 9 个月为公司带

来约 23.1 亿元的代理费收入。销房地产交易服务的营收占公司营收超过 50%，公司全年业绩有保障。值得注意的是，公司互联网+业务逐步由集团深圳总部向各地区下沉，实现收入 3.43 亿元，同比增长高达 59.77%，表现足够亮眼。

表4. 世联行 2017 年 1 季报主要营业收入按业务板块划分

业务板块	2017 年一季报 报金额(万元)	2017 一季报 占比 (%)	2016 一季报 金额(万元)	2016 一季报 占比 (%)	增长比例 (%)
房地产交易服务	72,288.45	54.05%	61,548.60	53.76%	17.45%
互联网+	34,297.87	25.65%	21,466.45	18.75%	59.77%
资产管理服务	20,006.48	14.96%	18,583.66	16.23%	7.66%
金融服务	7,142.64	5.34%	12,896.16	11.26%	-44.61%
合计	133,735.44	100.00%	114,494.87	100.00%	16.80%

资料来源：公司公开信息，川财证券研究所

7 月 14 日世联行发布 2017 年半年度业绩预告修正公告，公司上半年归属于上市公司股东净利润为 26356.33-30411.15 万元，同比增长 30%-50%，公司表示业绩预增主要源于互联网+和金融服务业务的增长好于预期。

就互联网+业务而言，今年全国房地产销售额同比增长 20%多，但是一线城市同比下降 30%多，二线城市也同比下降接近 20%，真正的增长在三四线城市，世联行的互联网+业务主要在一线城市边缘区、二线城市非核心区和三四线城市的主流区。互联网+业绩增长快是因为行业发生变化，早年开发商通过打广告来获取客户，但是现在已经很少有房地产广告。开发商越来越注重渠道和客户上门，而带来客户最多的是中小中介公司。世联行用互联网手段将客户渠道整合起来，为开发商提供客户，进而提高开发商的周转率和销售速度，这也是开发商的真正需求，因此这块业务才会实现高增长。我们预计互联网+业务全年增长率维持在 70%左右的较高水平。

就金融服务业务而言，世联行推出的"家圆云贷"的消费贷，主要针对家

庭在购买房产后现金流会出现紧张，需要贷款度过资金紧张期的情况。今年的增长主要来自于存量二手房的金融需求，中国的金融服务现在正处于金融需求从低端向中高端扩张的阶段。今年做的“易贷”就是针对二手交易，房产的贷款仍未还清无法交易的情况。此时就需要先把银行贷款还清，将房本赎出来进行交易，待交易完成后再还清此前的借款。这个业务的需求量较大，二手房交易市场在除北京外的大部分一、二线城市，都是中小中介公司占比较大，对这方面金融需求巨大，而世联行可以针对这种需求提供资金和风控手段，中小中介提供客户资源，互补长短，形成业务闭环。值得注意的是，因市场环境和客户需求的变化，从2016年下半年起，公司主动逐步控制金融服务的业务规模，并积极研发新的金融服务产品，一季度公司针对8类场景客户需求已研发上线12款信贷产品，并将原有的“家圆云贷”产品升级为“乐贷”，受市场环境和新产品推广期的影响，一季度金融服务收入同比下降了44.61%。但随后公司金融服务业务进展顺利，业绩情况好于预期，成为半年报业绩报超预期的主因，半年报金融服务营业收入大概率回到1亿元左右水平，年增长率料将回到增长率8%的水平。

公司不断拓展新业务，互联网+和金融服务业务已经成为公司新的增长点。预计公司2017年营业收入为86.52亿元，同比增长38%；归属于母公司的净利润为9.24亿元，同比增长24%。后续将继续叠加金融、家装等服务场景，在房地产行业从增量步入存量的大背景下，看好公司未来的发展空间。

对世联行认知的两个纠偏

2017年10万间目标不是问题。2017年上半年在广州世联行集中出房，每个月大约1500套左右，但是渠道还没有建完整，遇到了出房效率下降，空置率较高的问题，很多人担心2017年10万间的目标能否完成。值得注意的是，随后公司做出整改，5月后出房率回到较高水平，现在1个月广州的出房达到2000-2500间，总经理朱敏承诺，2017年一定会达到10万间，运营会达到5-6万间左右，2017年公司签约量可能会超预期。

国企介入长期租赁市场不会挤压公司空间。7月24日，上海首批公开出让的两幅租赁住房用地正式成交。此次成交的两幅地块，一幅位于浦东新区张江南区，成交价格为7.24亿元，成交楼面单价为每平方米5569元。另一幅地块位于嘉定区嘉定新城，成交价格为4.24亿元，成交楼面单价为每平方米5950元。两幅土地采取“只租不售”模式，项目建

成后将至少提供 1897 套租赁住房房源。值得注意的是，此次竞得两幅地块的，均为国有企业，市场担心国企介入长期租赁领域将会挤压公司的空间。公司董秘袁鸿昌表示，国有企业更善于重资产运营，可以把覆盖率加高，但轻资产服务行业还是适合民营企业，国有企业介入长租租赁领域对于公司其实是利好，国有企业成为资产持有者，资产管理带来的运营，运营后面带来的增值和保有，这块需要一个机构去做好。从目前来看，世联行在运营，增值，咨询、顾问、代理很多客户都是国有企业。近期世联行高层频繁约见国企和地方政府，作为政府和国企的重要合作者，世联行在与国有企业的对接上发挥的空间更大，

首次覆盖给予“增持”评级。综合上述，我们认为公司房地产交易服务保持 28%的稳定增速，互联网+和金融服务逐步成为公司新增长点，年增长率保持在 70%和 8%。下半年一二线房屋租赁政策将陆续落地，公司长租公寓布局加快，签约数量可能超预期，对公司业绩构成支撑。预计 2017-2019 年主营业务收入分别为 86.52、114.21、146.19 亿元，净利润有望达到 9.24、10.91、14.17 亿元，实现 EPS 分别为 0.45、0.53、0.69 元。对应 PE 分别为 23.65、20.04、15.43 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测

单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	6146	7268	8395	9737	营业收入	6270	8652	11421	14619
现金	3271	3346	3861	4347	营业成本	4525	6316	8566	10964
应收账款	959	1496	1925	2447	营业税金及附加	114	323	391	476
其他应收款	306	360	490	635	营业费用	0	0	0	0
预付账款	225	211	313	413	管理费用	492	689	893	1150
存货	0	0	0	0	财务费用	12	-93	-94	-116
其他流动资产	1385	1855	1950	1894	资产减值损失	45	73	72	68
非流动资产	1638	1327	1371	1361	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	32	22	25	25	投资净收益	18	11	12	13
固定资产	166	148	130	112	营业利润	1100	1355	1606	2089
无形资产	5	-16	-44	-74	营业外收入	17	13	14	14
其他非流动资产	1435	1172	1260	1298	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	7784	8595	9766	11098	利润总额	1114	1365	1617	2100
流动负债	3516	3408	3585	3615	所得税	331	388	465	605
短期借款	480	703	707	668	净利润	783	977	1152	1495
应付账款	24	44	57	72	少数股东损益	36	53	61	78
其他流动负债	3011	2622	2821	2876	归属母公司净利润	747	924	1091	1417
非流动负债	1	23	19	17	EBITDA	1157	1298	1550	2011
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.37	0.45	0.53	0.69
其他非流动负债	1	23	19	17					
负债合计	3516	3431	3604	3632	主要财务比率				
少数股东权益	79	132	193	270	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	2045	2045	2045	2045	成长能力				
资本公积	580	580	580	580	营业收入	33.1%	38.0%	32.0%	28.0%
留存收益	1647	2407	3344	4570	营业利润	47.2%	23.2%		30.0%
归属母公司股东权益	4189	5032	5969	7195	归属于母公司净利润	46.7%	23.7%	18.0%	29.9%
负债和股东权益	7784	8595	9766	11098	获利能力				
					毛利率(%)	27.8%	27.0%	25.0%	25.0%
					净利率(%)	11.9%	10.7%	9.6%	9.7%
					ROE(%)	17.8%	18.4%	18.3%	19.7%
					ROIC(%)	160.5%	49.7%	44.7%	46.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	45.2%	39.9%	36.9%	32.7%
					净负债比率(%)	13.65%	20.48%	19.62%	18.39%
					流动比率	1.75	2.13	2.34	2.69
					速动比率	1.75	2.13	2.34	2.69
					营运能力				
					总资产周转率	0.83	1.06	1.24	1.40
					应收账款周转率	6	7	6	6
					应付账款周转率	176.14	185.21	169.32	169.80
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.37	0.45	0.53	0.69
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.12	-0.18	0.22	0.36
					每股净资产(最新摊薄)	2.05	2.46	2.92	3.52
					估值比率				
					P/E	29.26	23.65	20.04	15.43
					P/B	5.22	4.34	3.66	3.04
					EV/EBITDA	16	14	12	9

风险提示

传统代理销售规模放缓

虽然公司已经培育出互联网+和金融服务两大新增长点，但传统代理销售业务在公司营业收入占比仍然较大，如果房地产代理销售规模放缓对公司影响较大。

长租公寓发展低于预期

房地产行业对于政策的敏感度较高，后续房屋租赁政策如果出现转向，长租公寓发展低于预期，这可能也会对公司造成较大影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级:	以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。	买入: 20%以上; 增持: 5%-20%; 中性: -5%-5%; 减持: -5%以下。
行业投资评级:	以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。	超配: 高于 5%; 标配: 介于-5%到 5%; 低配: 低于-5%。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)制作。本报告仅供川财证券有限责任公司(以下简称“本公司”)客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户,与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户,本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前,系本公司机密材料,如非本公司客户接收到本报告,请及时退回并删除,并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断,该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期,本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士(包括但不限于销售人员、交易人员)根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现,发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点,本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用,并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》,上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险,宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示,

投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000