

持续站在政策风口，股权激励彰显信心

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 拟向激励对象受益 6000 万份股票期权, 约占公司股本总额的 2.93%。该激励计划有效期自授予登记日起最长不超过 48 个月, 行权价格为 11.95 元每股。
- **大面积调动公司管理人员积极性, 提升团队协作能力。** 本次激励计划授予的对象总人数为 746 人, 包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干, 涉及面之广是前所未有的。当前, 公司多条新型业务迸发, 金融业务、长租公寓、房联宝、装修、租赁代理等, 对核心管理人员特别是地方分公司的积极性和创造性要求较高, 本次激励计划有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益绑定在一起, 有助于减少个人寻租空间、降低探索成熟盈利模式的成本, 提供团队协作作战能力。
- **激励计划的行权与公司业绩考核目标挂钩。** 第一个行权期对应的公司 2017 年目标营业收入不低于 80 亿 (上半年为 33 亿)、第二个行权期对应的公司 2018 年目标营业收入不低于 110 亿 (38% 的增长)、第三个行权期对应的公司 2019 年目标营业收入不低于 143 亿 (30% 的增长); 以营业收入作为核心指标考核, 而不是归属上市公司股东净利润, 说明公司高层在平衡新业务探索投入和当期利润释放的过程中, 对期间发生的成本、费用有充分的预期, 更注重新型业务空间的开拓而非当期实现的利润, 我们认为这比较符合公司当前的发展特征, 从推行和落地上也更为可行。
- **股票期权费用按行权比例摊销。** 公司确定授予日股票期权的公允价值, 最终确认本计划的股份支付费用, 分批次在计划的实施过程中进行摊销, 具体的激励成本将在经常性损益中列支。按目前估计需摊销的总费用为 12,144 万元, 2017-2020 年分别摊销 1771.0 万元、6173.2 万元、2985.4 万元和 1214.4 万元, 对当期的净利润的直接影响有限。
- **租售同权是根本性制度变革, 长租公寓将迎持续风口。** 公司上半年业绩增长 40%, 预计全年业绩突破 10 个亿, 增长 34%, 目前股价对应 25 倍 PE, 而公司长租公寓、金融、房联宝、装修、租赁代理等业务正处于快熟成长阶段, 上半年金融房贷额增长 285%, 贷款余额达到 33 亿; 上半年末公司红璞公寓进入 27 个城市, 签约 4 万间, 在多个城市市占率第一; 以房联宝为核心的互联网+业务收入达到 9.2 亿, 同比增长 61%, 完成 178 个城市的布局, 后期装修和租赁代理业务可能成为新的增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.49 元、0.67 元和 0.87 元, 未来三年归母净利润将保持 33% 的复合增长率, 基于公司长租公寓的先发优势, 给予 25 倍估值, 对应目标价为 12.3 元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 代理销售额增速或低于预期、长租公寓拓展进度或不及预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	6269.92	8340.91	11636.00	15318.35
增长率	33.10%	33.03%	39.51%	31.65%
归属母公司净利润 (百万元)	747.22	995.82	1370.68	1774.69
增长率	46.69%	33.27%	37.64%	29.48%
每股收益 EPS (元)	0.37	0.49	0.67	0.87
净资产收益率 ROE	18.34%	20.07%	22.01%	22.66%
PE	33	25	18	14
PB	5.80	4.73	3.78	3.00

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如
执业证号: S1250517060001
电话: 0755-23900571
邮箱: hhr@swsc.com.cn

分析师: 王立洲
执业证号: S1250514080001
电话: 023-67914902
邮箱: wanglz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	20.45
流通 A 股(亿股)	17.02
52 周内股价区间(元)	6.88-12.1
总市值(亿元)	247.44
总资产(亿元)	99.81
每股净资产(元)	2.12

相关研究

1. 世联行 (002285): 深耕地产服务链, 创新业务已成规模 (2017-08-24)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6269.92	8340.91	11636.00	15318.35	净利润	782.90	1050.00	1442.19	1868.60
营业成本	4524.91	5987.27	8420.11	11157.65	折旧与摊销	44.78	24.86	26.79	28.77
营业税金及附加	114.06	151.74	211.68	278.67	财务费用	12.36	11.65	16.84	12.47
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	45.42	40.00	41.20	42.44
管理费用	491.55	726.69	982.33	1274.91	经营营运资本变动	857.66	1195.08	576.99	785.27
财务费用	12.36	11.65	16.84	12.47	其他	551.20	-50.00	-51.20	-52.44
资产减值损失	45.42	40.00	41.20	42.44	经营活动现金流净额	2294.31	2271.58	2052.82	2685.11
投资收益	18.42	10.00	10.00	10.00	资本支出	22.21	-20.00	-20.40	-20.81
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-456.45	-126.71	-146.19	-146.68
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-434.24	-146.71	-166.59	-167.49
营业利润	1100.05	1433.57	1973.84	2562.22	短期借款	-696.00	520.00	200.00	300.00
其他非经营损益	14.01	14.70	15.39	15.16	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1114.05	1448.27	1989.23	2577.38	股权融资	263.41	0.00	0.00	0.00
所得税	331.16	398.28	547.04	708.78	支付股利	-58.08	-86.83	-121.51	-175.61
净利润	782.90	1050.00	1442.19	1868.60	其他	-978.10	-11.89	-16.84	-12.47
少数股东损益	35.68	54.17	71.52	93.91	筹资活动现金流净额	-1468.76	421.27	61.64	111.92
归属母公司股东净利润	747.22	995.82	1370.68	1774.69	现金流量净额	391.38	2546.15	1947.88	2629.54
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	3271.49	5817.64	7765.52	10395.06	成长能力				
应收和预付款项	1710.46	2244.84	3182.33	4168.98	销售收入增长率	33.10%	33.03%	39.51%	31.65%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	47.15%	30.32%	37.69%	29.81%
其他流动资产	1164.37	417.05	610.89	844.42	净利润增长率	43.91%	34.12%	37.35%	29.57%
长期股权投资	32.22	32.22	32.22	32.22	EBITDA 增长率	37.22%	27.04%	37.24%	29.05%
投资性房地产	112.75	99.45	102.64	103.26	获利能力				
固定资产和在建工程	165.60	153.20	140.79	128.39	毛利率	27.83%	28.22%	27.64%	27.16%
无形资产和开发支出	280.94	296.41	310.34	322.70	三费率	8.04%	8.85%	8.59%	8.40%
其他非流动资产	1046.33	1188.41	1333.48	1481.62	净利率	12.49%	12.59%	12.39%	12.20%
资产总计	7784.15	10249.20	13478.21	17476.65	ROE	18.34%	20.07%	22.01%	22.66%
短期借款	480.00	1000.00	1200.00	1500.00	ROA	10.06%	10.24%	10.70%	10.69%
应付和预收款项	1690.56	2232.63	3116.87	4150.97	ROIC	57.45%	210.03%	-1238.09%	-416.58%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.46%	17.62%	17.34%	17.00%
其他负债	1345.69	1785.75	2609.84	3581.19	营运能力				
负债合计	3516.25	5018.38	6926.71	9232.17	总资产周转率	0.83	0.93	0.98	0.99
股本	2044.97	2044.97	2044.97	2044.97	固定资产周转率	36.08	52.33	79.16	113.81
资本公积	579.53	579.53	579.53	579.53	应收账款周转率	6.81	6.86	6.65	6.57
留存收益	1646.63	2555.62	3804.78	5403.86	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	4188.74	5097.48	6346.65	7945.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.03%	—	—	—
少数股东权益	79.16	133.33	204.85	298.76	资本结构				
股东权益合计	4267.90	5230.82	6551.50	8244.49	资产负债率	45.17%	48.96%	51.39%	52.83%
负债和股东权益合计	7784.15	10249.20	13478.21	17476.65	带息债务/总负债	13.65%	19.93%	17.32%	16.25%
					流动比率	1.75	1.69	1.67	1.67
					速动比率	1.75	1.69	1.67	1.67
					股利支付率	7.77%	8.72%	8.86%	9.90%
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	1157.18	1470.07	2017.48	2603.46	每股收益	0.37	0.49	0.67	0.87
PE	33.12	24.85	18.05	13.94	每股净资产	2.09	2.56	3.20	4.03
PB	5.80	4.73	3.78	3.00	每股经营现金	1.12	1.11	1.00	1.31
PS	3.95	2.97	2.13	1.62	每股股利	0.03	0.04	0.06	0.09
EV/EBITDA	17.84	12.59	8.23	5.42					
股息率	0.23%	0.35%	0.49%	0.71%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn