

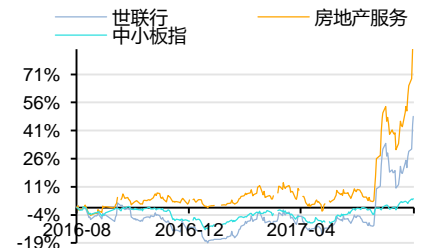
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价: **14.6元**  
股价(2017-08-30) **12.46元**

交易数据

总市值(百万元)	25,480.32
流通市值(百万元)	21,207.36
总股本(百万股)	2,044.97
流通股本(百万股)	1,702.04
12个月价格区间	6.88/12.46元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.23	53.4	40.16
绝对收益	10.66	66.8	45.1

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515100001  
chentc@essence.com.cn  
021-35082325

相关报告

世联行: 三季报业绩靓丽 多元业务协同增长	——	2016-10-25
世联行 2016 年三季报点 评/陈天诚		
世联行: ——世联行半年 报点评/陈天诚		2016-08-20
世联行: 世联行公司动态 分析/陈天诚		2016-07-12

集中式长租公寓龙头光芒初现, 多元化业务快速增长

■事件: 世联行发布半年报, 2017 年上半年实现营业收入 33.38 亿元, 同比增长 23.83%; 归属上市公司股东的净利润为 2.85 亿元, 同比增长 40.49%。

■大力布局长租公寓, 或可成为未来业绩增长点: 公司大力布局长租公寓业务, 截至期内公司旗下的红璞公寓已经进入了深圳、广州、杭州、武汉、厦门、合肥、成都、济南、宁波等 27 个城市, 全国签约间数 4 万多间。其中公司占据了广州、杭州、武汉的集中式公寓市场的第一名。目前公寓的出租率已稳定在良好状态, 公寓构建后一个月出租率达 91.2%, 第二个月出租率为 94.5%。房屋租赁的支持政策不断出台是地产长效机制的重要组成部分, 公司大力布局长租公寓业务, 或可称为未来业绩增长点。

■互联网+业务发力, 收入贡献超过四分之一: 2017 年上半年公司互联网+业务发展迅速, 收入规模快速增长, 期内, 互联网+业务营业收入 9.19 亿元, 同比增长 61.25%; 毛利 2.03 亿元, 同比增长 318.98%, 收入贡献超过四分之一。公司的互联网+业务未来将持续发展新房营销供应链平台, 依托公司 B 端拿盘优势、品牌保障和资金实力, 链接社会资源, 与经纪公司优势互补, 实现信息共享, 互联网+业务成为公司交易服务的重要增长点。

■金融服务业务进展顺利, 放贷额同比增长近 3 倍: 2016 年调控政策出台后, 公司金融业务产品线逐步丰富, 在原有产品基础上升级为乐贷, 利用场景, 开发 3 大系列、22 项产品并全部铺排落地。渠道方面, 快速推进合伙策略, 有效整合超过 200 家行业渠道, 积极进入存量市场。产品及渠道并举, 上半年放贷额 63.41 亿元, 增长 285.26%。截止 6 月 30 日, 贷款余额为 32.98 亿元, 比上年同期增长 105.22%。公司金融服务业务毛利率较高, 2016 年超过 55%, 业务受地产成交量影响较大, 由于 2017 年上半年房地产市场普遍超过市场预期, 2017 年上半年公司金融业务进展顺利, 预计 17 年全年公司放贷规模将好于预期。

■股权激励对象涉及人数众多, 有效激发员工积极性: 2017 年 8 月 30 日, 公司发布 2017 年股票期权激励计划(草案), 拟向激励对象授予 6000 万份股票期权, 约占公司股本总额 2,044,969,122 股的 2.93%; 涉及的激励对象共计 746 人, 包括: 公司董事、高级管理人员、公司中层管理人员及核心骨干。本次股权激励计划涉及人数众多, 能够激发员工的积极性, 对公司的重要管理人员和业务骨干起到激励作用。

■投资建议: 公司 2017 中报业绩同比增长超四成, 其中互联网+业务规模效应显著, 毛利率同比提升; 金融服务业务进展顺利, 公司多元业务协同并进。我们看好公司作为集中式长租公寓的龙头规模快速增长以及运营管理能力提升。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.48 元, 0.56 元和 0.70 元, 维持“买入-A”评级, 6 个月内目标价 14.6 元。

■风险提示: 调控政策导致地产销售下滑, 金融服务业务开展受阻。

摘要(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	4,710.6	6,269.9	8,445.6	11,329.8	15,380.1
净利润	509.4	747.2	974.9	1,142.9	1,428.5
每股收益(元)	0.25	0.37	0.48	0.56	0.70
每股净资产(元)	1.74	2.05	2.46	2.90	3.44

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	50.0	34.1	26.1	22.3	17.8
市净率(倍)	7.2	6.1	5.1	4.3	3.6
净利润率	10.8%	11.9%	11.5%	10.1%	9.3%
净资产收益率	14.3%	17.8%	19.4%	19.3%	20.3%
股息收益率	0.2%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%
ROIC	5.1	7.1	37.1	9.9	19.5

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)						(百万元)					
营业收入	4,710.6	6,269.9	8,445.6	11,329.8	15,380.1	<b>成长性</b>					
减:营业成本	3,177.8	4,524.9	6,004.8	8,134.8	10,996.8	营业收入增长率	42.4%	33.1%	34.7%	34.2%	35.8%
营业税费	267.8	114.1	368.5	577.8	953.6	营业利润增长率	33.7%	47.2%	28.0%	18.7%	25.3%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	29.2%	46.7%	30.5%	17.2%	25.0%
管理费用	344.9	491.5	640.2	906.4	1,261.2	EBITDA 增长率	42.6%	36.8%	26.2%	20.3%	25.8%
财务费用	56.1	12.4	6.9	33.2	59.1	EBIT 增长率	43.9%	38.4%	27.1%	20.4%	26.3%
资产减值损失	121.6	45.4	39.0	33.0	39.1	NOPLAT 增长率	39.3%	34.9%	32.1%	18.8%	25.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-3.7%	-74.8%	347.9%	-36.6%	116.9%
投资和汇兑收益	5.1	18.4	21.3	25.8	21.8	净资产增长率	74.6%	17.1%	21.1%	18.6%	19.5%
<b>营业利润</b>	<b>747.6</b>	<b>1,100.0</b>	<b>1,407.5</b>	<b>1,670.4</b>	<b>2,092.2</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	7.0	14.0	7.2	9.4	15.8	毛利率	32.5%	27.8%	28.9%	28.2%	28.5%
<b>利润总额</b>	<b>754.5</b>	<b>1,114.1</b>	<b>1,414.7</b>	<b>1,679.8</b>	<b>2,108.0</b>	营业利润率	15.9%	17.5%	16.7%	14.7%	13.6%
减:所得税	210.5	331.2	382.0	470.3	600.8	净利润率	10.8%	11.9%	11.5%	10.1%	9.3%
<b>净利润</b>	<b>509.4</b>	<b>747.2</b>	<b>974.9</b>	<b>1,142.9</b>	<b>1,428.5</b>	EBITDA/营业收入	17.7%	18.2%	17.1%	15.3%	14.2%
<b>资产负债表</b>						EBIT/营业收入	17.1%	17.7%	16.7%	15.0%	14.0%
货币资金	2,926.1	3,271.5	5,489.6	7,364.3	9,997.1	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	15	10	6	3	1
应收帐款	1,050.3	1,264.8	1,941.9	2,300.7	3,498.8	流动营业资本周转天数	64	17	20	28	30
应收票据	108.8	220.6	25.5	387.8	217.9	流动资产周转天数	363	355	326	337	321
预付帐款	62.6	225.0	49.4	395.0	156.7	应收帐款周转天数	70	66	68	67	68
存货	-	-	-	-	-	存货周转天数	-	-	-	-	-
其他流动资产	2,067.6	1,164.4	1,626.0	1,619.3	1,469.9	总资产周转天数	440	436	389	380	353
可供出售金融资产	258.9	546.1	402.5	474.3	438.4	投资资本周转天数	98	45	37	37	33
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	18.6	32.2	24.4	32.5	37.2	ROE	14.3%	17.8%	19.4%	19.3%	20.3%
投资性房地产	92.0	112.7	133.1	152.7	172.9	ROA	7.4%	10.1%	9.9%	9.0%	9.0%
固定资产	182.0	165.6	120.6	73.6	28.7	ROIC	44.4%	62.2%	325.4%	86.3%	170.6%
在建工程	-	-	-	-	-	费用率	-	-	-	-	-
无形资产	51.6	4.7	19.7	13.4	7.1	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	579.5	776.5	644.4	655.6	654.8	管理费用率	7.3%	7.8%	7.6%	8.0%	8.2%
<b>资产总额</b>	<b>7,398.0</b>	<b>7,784.2</b>	<b>10,477.1</b>	<b>13,469.3</b>	<b>16,679.6</b>	财务费用率	1.2%	0.2%	0.1%	0.3%	0.4%
短期债务	1,176.0	480.0	1,021.8	1,305.2	1,677.1	三费/营业收入	8.5%	8.0%	7.7%	8.3%	8.6%
应付帐款	501.2	1,099.7	584.0	1,995.5	1,289.7	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	66.7	46.3	45.4	资产负债率	50.7%	45.2%	50.3%	54.0%	55.5%
其他流动负债	2,031.8	1,936.0	1,913.9	1,973.3	2,154.8	负债权益比	103.0%	82.4%	101.2%	117.2%	124.7%
长期借款	-	-	1,615.6	1,838.8	3,947.3	流动比率	1.68	1.75	2.55	2.27	2.97
其他非流动负债	44.8	0.6	30.1	25.2	18.6	速动比率	1.68	1.75	2.55	2.27	2.97
<b>负债总额</b>	<b>3,753.9</b>	<b>3,516.2</b>	<b>5,232.1</b>	<b>7,184.3</b>	<b>9,132.9</b>	利息保障倍数	14.32	90.02	205.55	51.34	36.42
少数股东权益	94.3	79.2	137.0	203.6	282.3	<b>分红指标</b>					
股本	1,445.7	2,045.0	2,045.0	2,045.0	2,045.0	DPS(元)	0.03	0.08	0.10	0.12	0.15
留存收益	2,104.2	2,226.2	2,987.6	3,880.3	4,996.0	分红比率	11.4%	21.9%	21.9%	21.9%	21.9%
<b>股东权益</b>	<b>3,644.1</b>	<b>4,267.9</b>	<b>5,169.6</b>	<b>6,128.8</b>	<b>7,323.3</b>	股息收益率	0.2%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%

## 现金流量表

## 业绩和估值指标

净利润	544.0	782.9	974.9	1,142.9	1,428.5	EPS(元)	0.25	0.37	0.48	0.56	0.70
加:折旧和摊销	39.7	44.8	26.1	29.3	29.3	BVPS(元)	1.74	2.05	2.46	2.90	3.44
资产减值准备	121.6	45.4	75.4	80.8	67.2	PE(X)	50.0	34.1	26.1	22.3	17.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.2	6.1	5.1	4.3	3.6
财务费用	133.9	113.6	6.9	33.2	59.1	P/FCF	19.5	25.7	13.0	12.2	9.1
投资损失	-5.1	-18.4	-21.3	-25.8	-21.8	P/S	5.4	4.1	3.0	2.2	1.7
少数股东损益	34.6	35.7	57.8	66.6	78.7	EV/EBITDA	25.4	10.2	15.2	11.8	9.4
营运资金的变动	-183.2	2,127.7	-1,069.7	366.2	-1,176.1	CAGR(%)	30.5%	24.4%	35.1%	30.5%	24.4%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>450.6</b>	<b>2,294.3</b>	<b>50.2</b>	<b>1,693.1</b>	<b>464.8</b>	PEG	1.6	1.4	0.7	0.7	0.7
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-205.2</b>	<b>-434.2</b>	<b>148.5</b>	<b>-41.6</b>	<b>59.3</b>	ROIC/WACC	5.1	7.1	37.1	9.9	19.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1,836.5</b>	<b>-1,468.8</b>	<b>2,019.5</b>	<b>223.2</b>	<b>2,108.6</b>	REP	3.3	5.2	0.4	2.3	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

陈天诚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034