

2017年09月15日

证券研究报告·公司研究报告

世联行(002285) 房地产

增持(维持)

当前价: 12.06元

目标价: 14.70元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

长租公寓加速布局, 新业务多点开花

投资要点

- **国内领先的房地产综合服务提供商:** 公司专注房地产服务行业24年, 是国内首家登陆A股的房地产综合服务提供商。主营业务包括代理销售、互联网+、金融服务等。近年来, 受益于国内房地产市场的活跃, 公司营业收入和归母净利润保持着较快增长。分业务来看, 传统代理销售业务收入占比逐渐下降, 新兴业务如互联网+业务和长租公寓等则加速拓展。
- **存量时代来临, 长租公寓站上风口:** 随着地产行业进入下半场, 行业无法避免地从“增量开发”切换到“存量经营”。长租公寓是房地产租赁市场近几年兴起的重要细分领域, 一方面是由于房价持续上涨, 重点城市和三大都市圈新房销售价格和上车盘门槛不断提高, 首次置业难度加大, 发展住房租赁市场刻不容缓。另一方面, 增加土地供应、发展租赁企业、租售同权等利好长租公寓发展的政策持续出台。长租公寓受益于需求爆发和政策支持, 站上风口。
- **世联红璞加速布局, 抢占市场先机:** 世联红璞是公司旗下的出租公寓平台, 是集中式租赁的重要代表。截止2017上半年, 世联红璞已落地27个城市、签约间数4万多间, 覆盖核心一二线城市, 在广州、武汉和杭州拓展迅速, 市场占有率第一。上半年长租公寓业务共实现收入为6767万, 同比上升接近5倍。世联行从代理销售起家, 连续几年位居新房代理销售绝对龙头, 在城市布局、地服团队、房客匹配、ToB端服务等均有明显的先天优势, 具有发展集中式长租公寓的基因。为了加速长租公寓业务的发展, 公司加大长租公寓建设, 变更部分募集资金用途, 投资近8.7个亿, 用于场地投入和铺底流动资金。公司计划其房源获取在2017年达到10万间的目标, 2020年达到50-60万间。
- **新业务多点开花, 完善地产服务产业链:** 在夯实传统业务的基础上, 公司叠加了金融、资管、互联网+等新兴服务, 在服务转型上获得了进展。公司各业务板块互相借力不仅完善了产业链, 增加了业务体量, 更是加强了各业务之间的协同效应和联动效应, 增强了客户粘性。
- **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2017年30倍估值, 对应目标价为14.7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	5.78	4.71	3.76	2.99

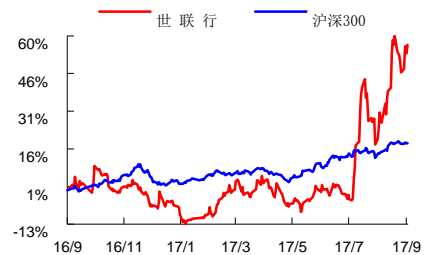
数据来源: Wind, 西南证券

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

联系人: 郭泰
 电话: 0755-23618550
 邮箱: gtai@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)	6.88-12.59
总市值(亿元)	246.62
总资产(亿元)	99.81
每股净资产(元)	2.12

相关研究

1. 世联行(002285): 持续站在政策风口, 股权激励彰显信心 (2017-08-30)
2. 世联行(002285): 深耕地产服务链, 创新业务已成规模 (2017-08-24)

目 录

1 中国领先的房地产综合服务提供商.....	1
2 存量时代来临，长租公寓站上风口.....	3
2.1 地产行业面临拐点，存量经营成为新增长点.....	3
2.2 政策+需求双轮驱动，长租公寓站上风口.....	5
3 世联红璞加速布局，抢占市场先机.....	8
4 新兴业务多点开花，完善地产服务产业链.....	10
5 盈利预测与估值.....	13
6 风险提示.....	14

图 目 录

图 1: 世联行发展历程.....	1
图 2: 世联行股权结构图(截止 2017H1)	2
图 3: 公司 2017H1 主营业务结构情况	2
图 4: 公司 2014-2017H1 各业务毛利率情况	2
图 5: 公司 2006 年以来营业收入及增速	3
图 6: 公司 2006 年以来净利润及增速	3
图 7: 新开工面积累计增长预示未来销售面积的上限	3
图 8: 全国住宅销售单价高位盘整(单位:元/平方米).....	3
图 9: 北京 2015 以后二手房成交量超过新房成交量(单位:套)	4
图 10: 深圳 2015 以后二手房成交量超过新房成交量	4
图 11: 南京 2016 年二手房成交量开始超过新房成交量	4
图 12: 杭州新房与二手房成交量差距缩小	4
图 13: 百城住宅平均价格(元/平方米)	5
图 14: 一线城市样本住宅平均价格(元/平方米)	5
图 15: 主要城市房价收入比	6
图 16: 三大都市圈上车盘走势(万元)	6
图 17: 2016 年各地区居住情况	7
图 18: 2016 年各地租金承受能力(元/月)	7
图 19: 世联红璞在全国的布局	9
图 20: 世联红璞拓展集中式公寓的核心优势	9
图 21: 世联红璞拓展集中式公寓的核心优势	9
图 22: 世联红璞在广州的公寓布局	9
图 23: 世联行全产业链布局	10
图 24: 2014-2017H1 互联网+业务收入及增速	11
图 25: 2014-2017H1 房联宝未结转业务	11
图 26: 2014-2017H1 世联小额贷款金额	12
图 27: 2014-2017H1 世联小额贷款收入情况	12

表 目 录

表 1: 2016 年中国房地产策划代理综合实力 Top10	1
表 2: 深圳近年上车盘和人均可支配收入增长情况	6
表 3: 住房租赁市场相关政策汇总	7
表 4: 世联红璞发展历程	8
表 5: 世联小额贷款核销情况	12
表 6: 分业务收入及毛利率	13
附表: 财务预测与估值	15

1 中国领先的房地产综合服务提供商

公司于 1993 年在深圳成立，专注房地产服务行业 24 年，是国内首家登陆 A 股的房地产综合服务提供商。公司始终沿着快速扩大入口、持续深化服务的战略前行，目前公司拥有 71 家分支机构，服务遍及全球 19 个国家及中国 172 个城市，逐步形成了覆盖交易、运营、投资的服务价值链。

图 1：世联行发展历程



数据来源：公司官网、西南证券整理

世联行作为地产综合服务龙头，连续多年位列“中国房地产策划代理综合实力 Top10”首位，代理销售能力和策划能力在行业领先。随着行业内竞争的加剧，行业内分化逐渐明显，2015 年 Top10 企业代理销售额大幅增长 30%，市场份额提升至 17.13%。世联行等综合实力领先的企业有望受益于集中度的提升，形成强者恒强的行业格局。

表 1：2016 年中国房地产策划代理综合实力 Top10

排名	企业名称
1	深圳世联行地产顾问股份有限公司
2	易居（中国）控股有限公司
3	合富辉煌集团控股有限公司
4	同策房产咨询股份有限公司
5	保利地产投资顾问有限公司
6	上海策源置业顾问股份有限公司
7	伟业顾问集团
8	新联康（中国）有限公司
9	新景祥投资控股有限公司
10	北京金网络联行地产顾问有限公司

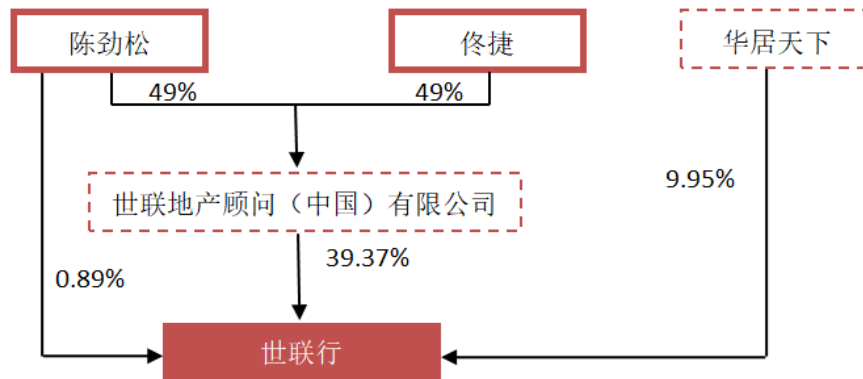
数据来源：中指院、西南证券整理

公司股权结构稳定，股权激励绑定核心利益：公司实际控制人陈劲松、佟捷直接+间接控股合计持有公司 39.47% 的股份，股权结构稳定。2015 年搜房网全资子公司华居天下认购公司非公开发行股票，占公司股本 9.95%，成为公司第二大股东。

2017 年 8 月 30 日，公司发布股权激励计划草案，拟向公司董事、高管、中层管理人员和核心骨干员工共 746 人授予 6000 万份股票期权，约占公司股本 2.93%，行权价格为 11.95

元/股。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。

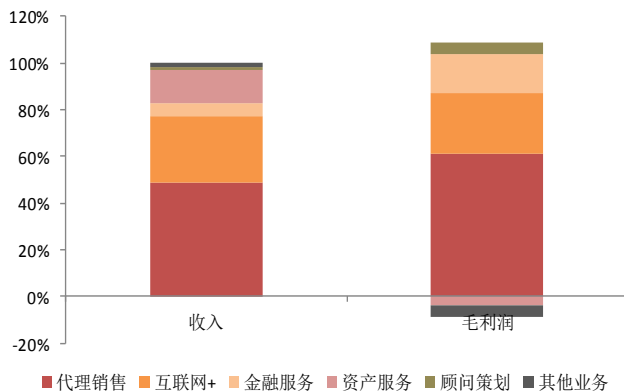
图 2：世联行股权结构图（截止 2017H1）



数据来源：公司公告、西南证券整理

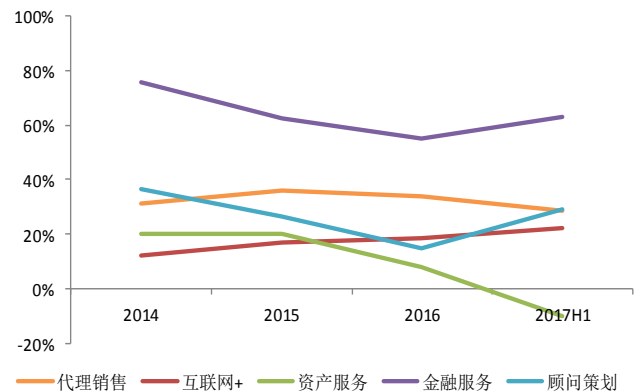
传统业务占比逐渐下降，新兴业务加速拓展：公司业务围绕着房地产综合服务布局，主要营业收入和毛利润均来自代理销售业务，2017 年 H1 该业务实现收入 16.5 亿元，同比增长 12.5%，收入占比为 49%，毛利润占比高达 61%。近年来随着公司业务的多元化，代理销售业务的占比不断下滑，收入占比首次低于 50%。而互联网+业务持续高增长，上半年实现收入 9.2 亿元，同比增长 61.3%，收入占比从 14 年 2%提升到 28%；实现毛利润 2.0 亿元，同比增长 319%，毛利润占比从不足 1%上升到 22%。此外，公司金融业务、公寓管理等业务也在加速拓展。

图 3：公司 2017H1 主营业务结构情况



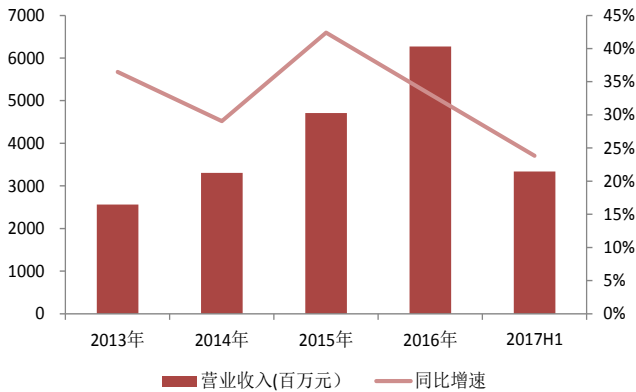
数据来源：wind、西南证券整理

图 4：公司 2014-2017H1 各业务毛利率情况

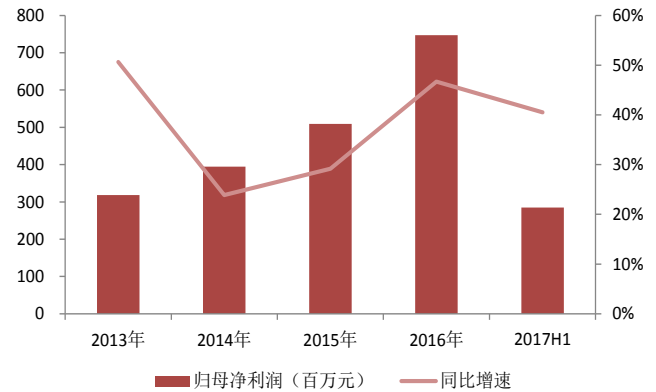


数据来源：wind、西南证券整理

业绩延续高增长，互联网+表现亮眼：公司的营业收入和归母净利润长期保持快速增长，2012-2016 年公司营业收入的复合增长率为 35%，归母净利润复合增长率为 37%。2017H1 公司互联网+业务发展迅速，逐步形成规模效益，收入同比增长 61%，毛利率提高 13.6 个百分点至 22%。资产运营业务中，由于公司积极拓展公寓管理业务，前期拓展成本和运营成本增加，造成亏损 3000 多万。

图 5: 公司 2006 年以来营业收入及增速


数据来源: 公司公告、西南证券整理

图 6: 公司 2006 年以来净利润及增速


数据来源: 公司公告、西南证券整理

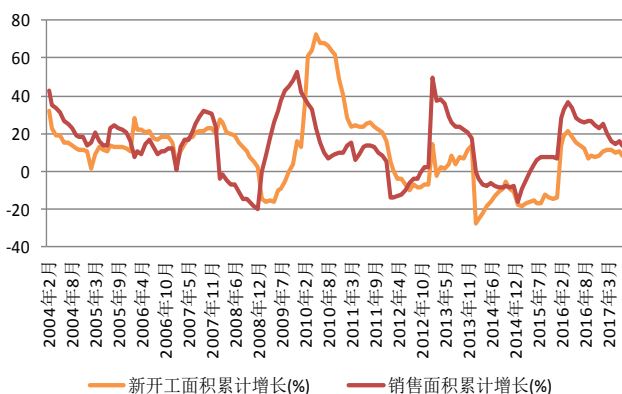
2 存量时代来临, 长租公寓站上风口

2.1 地产行业面临拐点, 存量经营成为新增长点

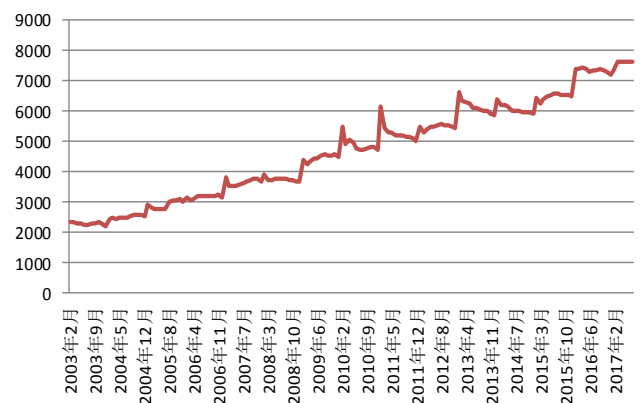
➢ 行业增速放缓, 房价维持高位盘整

房地产行业在 2013 年之前经历了高增长高回报的“黄金时代”, 经济的快速增长叠加个人需求的爆发, 使得各地房地产市场火爆异常。传统的房地产市场主要有开发商主导, 通过“拿地-建房-卖房”的模式, 迅速实现增值。从 2004 年-2013 年, 我国商品房销量保持年均 15% 左右的增速, 北京、上海、深圳等一线城市的商品房价格更是高歌猛进。

但是, 随着土地供应受限和宏观调控趋严, 增量开发面临的天花板日益明显。2014 年我国商品房销售面积同比下滑 7.6%, 销售增速开始放缓。从商品房新开工面积累计增长和销售面积累计增长的关系来看, 商品房新开工面积是销售面积的先行指标, 累计新开工面积也代表着未来可销售面积的上限。从全国数据来看, 2014 年至今新开工面积的增速始终低于销售面积增速, 预示着未来可销售的资源有极大可能逐渐减少, 行业增速放缓的趋势大概率延续。

图 7: 新开工面积累计增长预示未来销售面积的上限


数据来源: 国家统计局、西南证券整理

图 8: 全国住宅销售单价高位盘整(单位:元/平方米)


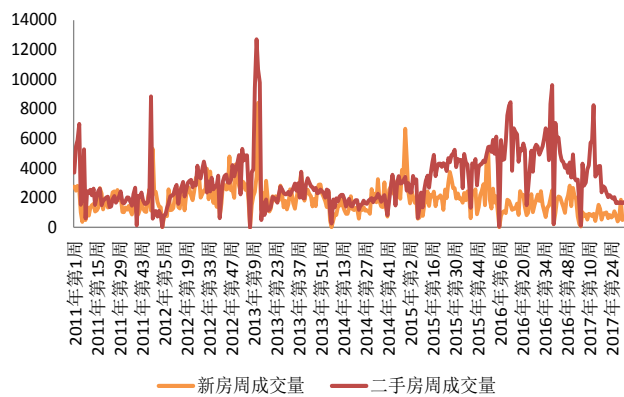
数据来源: 国家统计局、西南证券整理

房价方面，过去三年全国商品住宅的平均价格持续上涨，全国商品房销售均价从 2014 年的 6150 元/平方米上涨到了 7600 元/平方米左右，涨幅超过 23%。面向未来，我们认为房价在高位盘整的概率较大，随着库存的去化和居民购买力的提升，后期预计还会上行。全国房价出现趋势性、断崖式下跌的可能性微乎其微。考虑到买方市场的特征、储备的政策空间、购买力分布的弹性和人均住房建面的提升空间，预计盘整期会持续相当时间。

➤ 存量经营成为行业新增长点

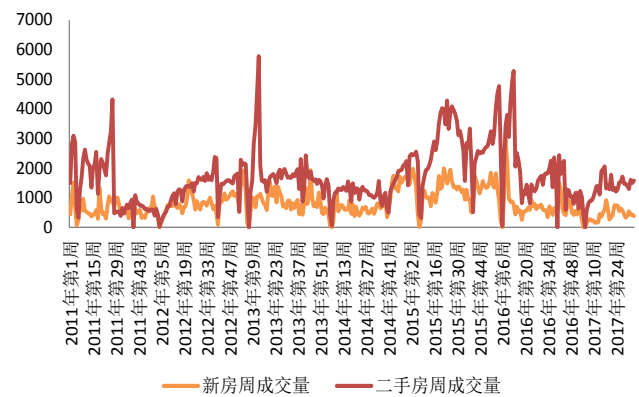
随着地产行业进入下半场，行业无法避免地从“增量开发”切换到“存量经营”。判断存量时代是否到来的标准之一是二手房市场的成交量是否超过新房市场。链家研究院的数据显示，2016 年中国二手房交易额超过 6 万亿元，占住房交易总额的比例达到 41%，从这个关键指标看，中国总体上正处于向存量市场转换的过渡期。据中国指数研究院发布的数据，北京和深圳近年来存量房销售总面积均超过新房销售面积，一线城市率先进入存量时代。二线城市中，南京、成都、天津、杭州的二手房交易套数和新房交易套数 2016 年也达到了 1 : 1 左右的水平，其他城市二手房与新建商品房交易量之比也大体呈现在波动中上升的趋势，可见二线城市也在逐步进入存量阶段。

图 9：北京 2015 以后二手房成交量超过新房成交量（单位：套）



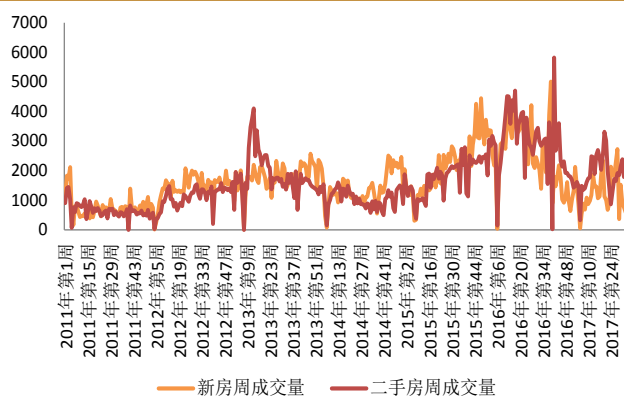
数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：深圳 2015 以后二手房成交量超过新房成交量



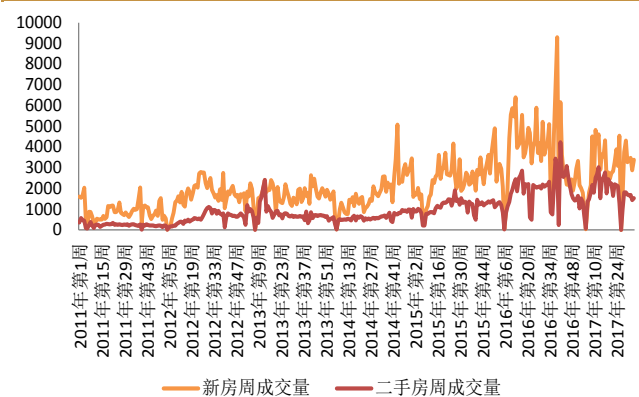
数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：南京 2016 年二手房成交量开始超过新房成交量



数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：杭州新房与二手房成交量差距缩小



数据来源：Wind，西南证券整理

相对于传统增量开发时代，存量时代的地产行业发生了许多变化：①如果说增量开发看重的是房企拿地销售的能力，那么存量时代则更看重企业是否能盘活大量已有的资产，运营和服务的能力将更为关键；②以商用为目的的地产崛起，包括物流地产、长租公寓等；③地产与金融深度融合，资产证券化发展空间广阔。

存量经营有三种典型的业态，一是以物业资产为核心的经营业态，核心位置和优质物业是其主要影响因素，招商运营和内容优化是辅助影响因素；二是以持有的资产组合为基础，匹配客户需求的经营业态，一般像科技园区、物流地产等均具备这样的特征；第三种业态则是以服务或信息平台为载体，匹配资产持有者的需求，比如：长租公寓运营商和房屋交易服务商。

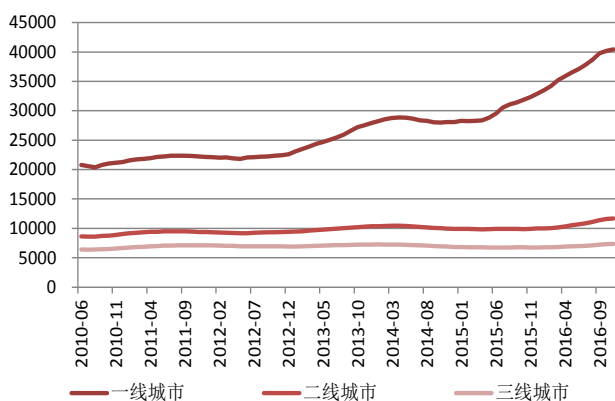
2.2 政策+需求双轮驱动，长租公寓站上风口

存量经营的一种重要方式，便是长租公寓。长租公寓是房地产租赁市场近几年兴起的细分领域，目前的主要表现形式是运营商主导，将业主持有的房屋租赁过来，进行装修改造后出租给特定的目标客户群体，一般是青年、白领居多，一般租期在一年甚至更长。运营商的利润来源主要是租金差、管理服务费和其他衍生服务收入。

➤ 首次置业门槛提高，打开租赁市场空间

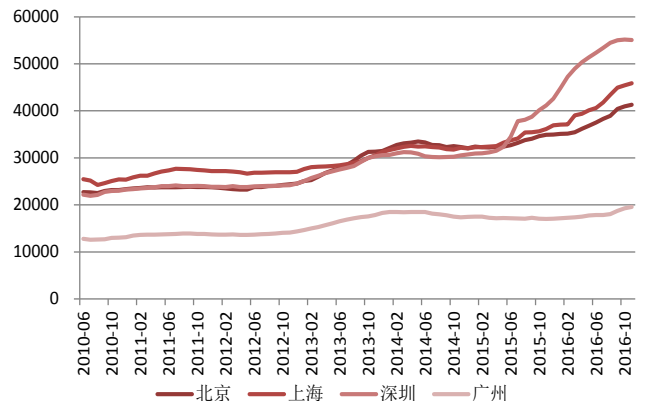
2015年在降息降准、公积金新政和下调首付比例等一系列政策的推动下，地产行业迎来了新一轮上涨，各主要城市的房价都站上了高点。其中，一线城市的涨幅尤为明显，住宅平均价格在不到2年内由28000元/平方米上涨到40000元/平方米以上，涨幅超过40%。截止到2016年底，北京、上海、深圳的样本住宅平均价格分别为41292元/平方米、45847元/平方米和55040元/平方米，短短2年涨幅分别达到27%、42%和78%。并且，根据此前的分析，我们判断房价出现趋势性下跌的可能性微乎其微，大概率保持目前的价格继续高位盘整。

图 13：百城住宅平均价格（元/平方米）



数据来源：wind，西南证券整理

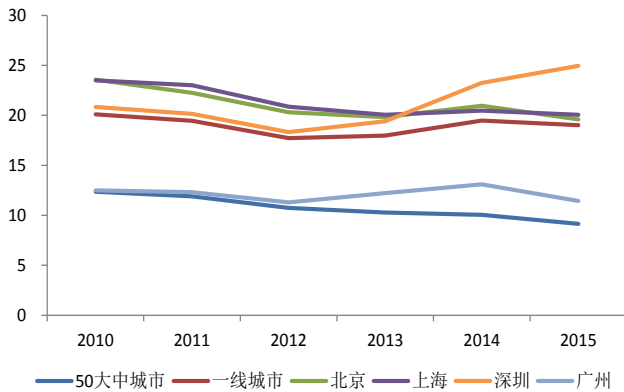
图 14：一线城市样本住宅平均价格（元/平方米）



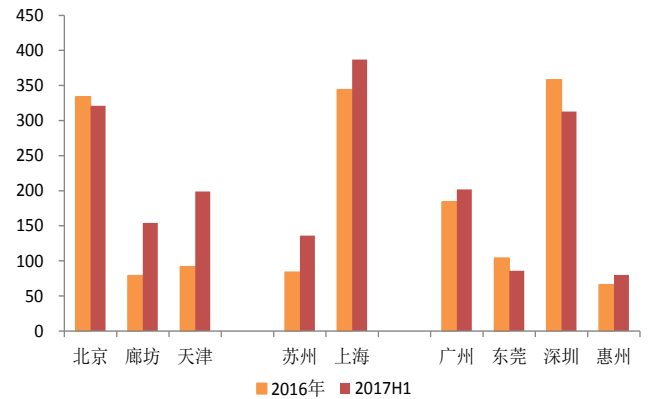
数据来源：wind，西南证券整理

相较于房价的持续上涨居高不下，人均可支配的收入变化却不大，反映在房价收入比上，可以看到国内50大中城市房价收入比在10倍左右，一线城市的房价收入比接近20倍，其中北京、上海、深圳均超过20倍，一线城市首次置业门槛显著提高。

从三大都市上车盘的价格来看，核心城市北京、上海、深圳均超过了 300 万，按照一线城市月均收入 8000 元/人计算，一户家庭年收入约为 19.2 万，则上车盘的房价收入比都已经高达 15.6 倍。以深圳为例，2010 年深圳上车盘价格约为 130 万，2016 年上车盘价格上涨到 358 万，年均涨幅达到 18%。与此同时，深圳市人均可支配收入的年均涨幅却只有 10%，远远低于房价的涨幅。此外，核心城市上车盘价格的上涨也拉动了周边城市价格的上升，廊坊、天津、苏州等地的上车盘价格涨幅明显。

图 15: 主要城市房价收入比


数据来源: wind, 西南证券整理

图 16: 三大都市圈上车盘走势 (万元)


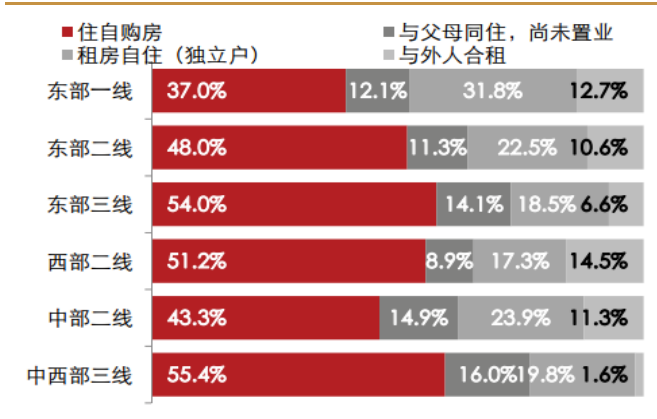
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

表 2: 深圳近年上车盘和人均可支配收入增长情况

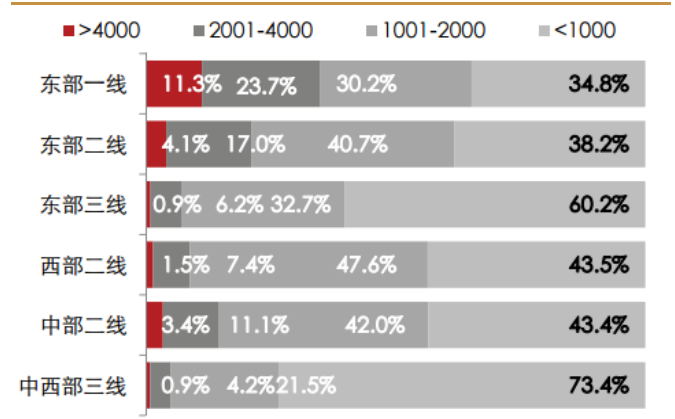
年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
深圳上车盘总价 (万元)	130	140	153	160	196	285	358	313
同比增幅	--	7.7%	9.3%	4.6%	22.5%	45.4%	25.6%	--
深圳人均可支配收入 (元)	32381	36505	40742	44653	42955	44633	48695	27505
同比增幅	10.7%	12.7%	11.6%	9.6%	9%	9%	9.1%	8.8%

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

三大都市圈作为外来流入人口最集中，青年人最集中的区域，首次置业门槛的提高，打开了住房租赁的市场空间。根据世联研究的数据，我国东部一线城市的住房自有率只有 37%，超过 40% 的人群都选择租房自住或者与外人合租。同时，东部一线城市也是租金承受能力较强的地区，11% 的租客愿意接受每月 4000 元以上的租金，接近 24% 的租客可以接受 2000-4000 的租金。我们认为目前租金水平较低的主要原因在于住房租赁的市场以私人住宅出租为主，缺乏统一的管理运营，导致出租房的质量参差不齐，大部分出租房环境较差，装修、配套设施等均不完善。随着我国租赁市场的发展，品牌租赁企业的建立，规模化、专业化租赁服务的提供，我国住房的租金存在较大的提升空间。根据链家研究院的数据显示，中国的房屋租赁市场规模是 1.1 万亿元，中国的房屋交易额大概是 15 万亿元，房屋租赁只占 7% 的比例。而美国的今天的租金规模是 5 千亿美元，占美国整体的房屋交易规模的 50%。链家预计到 2020 年我国房屋租赁的市场空间大概是 1.6 万亿元，2025 年大概是 2.9 万亿元，2030 年会超过 4 万亿元。

图 17: 2016 年各地区居住情况


数据来源: 公司官网、西南证券整理

图 18: 2016 年各地租金承受能力 (元/月)


数据来源: 公司官网、西南证券整理

政策催化, 看好长租公寓发展

2015 年以来, 关于住房租赁市场, 利好长租公寓发展的政策层出不穷。2015 年住建部等相继出台了《住房城乡建设部关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》和《关于放宽提取住房公积金支付房租条件的通知》, 鼓励住房租赁市场的发展, 并放宽了住房公积金支付房租的条件。2016 年国务院首次提出了建立购租并举的城镇住房制度, 并确定从增加土地供应、发展租赁企业、规范中介服务等多方面促进我国住房租赁市场的发展。2017 年住建部、发改委等 9 部委发布《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》, 选取深圳、广州、南京等 12 个城市首批试点住房租赁业务。在中央政策的推动下, 地方政策开始跟进, 目前已有 20 多个省(直辖市)出台了相关鼓励扶持住房租赁市场发展的政策。

表 3: 住房租赁市场相关政策汇总

日期	文件/事件	发布部门	核心要点
2015/01/06	《住房城乡建设部关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》建房[2015]4 号	住建部	①建立住房租赁信息政府服务平台; ②培育经营住房租赁的机构; ③支持房地产开发企业将其持有房源向社会出租; ④推进房地产投资信托基金(REITs)试点。
2015/01/20	《关于放宽提取住房公积金支付房租条件的通知》建金[2015]19 号	住建部、财政部、人民银行	连续足额缴存住房公积金满 3 个月, 本人及配偶在缴存城市无自有住房且租赁住房, 可提取夫妻双方住房公积金支付房租。
2015/12/21	中央经济工作会议		鼓励发展以住房租赁为主营业务的专业化企业。
2016/03/05	《2016 年政府工作报告》	国务院	建立购租并举的城镇住房制度。
2016/05/04	国务院常务会议		李克强总理主持召开, 会议指出实行购租并举, 发展住房租赁市场是深化住房制度改革的重要内容。会议确定: ①发展住房租赁企业; ②推进公租房货币化; ③增加租赁住房用地供应; ④规范中介服务, 稳定租赁关系。
2016/06/03	《国务院办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》国办发[2016]39 号	国务院办公厅	提出了到 2020 年基本形成供应主体多元, 经营服务规范、租赁关系稳定的住房租赁市场体系。并提出完善住房租赁市场的具体措施, 包括发展住房租赁企业, 鼓励房地产开发企业开展住房租赁业务, 制定税收优惠政策、租赁用地鼓励政策等, 推进 REITs 试点等。
2016/12/19	中央经济工作会议		加快住房租赁市场立法, 加快机构化、规模化租赁企业发展。
2017/05/19	《住房租赁和销售管理条例(征求	住建部	鼓励住房租赁企业长期经营, 明确出租人、承租人权利义务, 房地产经

日期	文件/事件	发布部门	核心要点
	意见稿)》		济专业人员职业资格制度等。
2017/07/20	《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》	住建部、发改委等 9 部委	培训机构化、规模化住房租赁企业，建设住房租赁交易服务平台，增加租赁住房有效供应。深圳、广州、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山等 12 个城市首批试点。

数据来源：各部委网站、西南证券整理

广州市政府于 7 月 17 日率先推出了“租售同权”。7 月 18 日，住建部等 9 部委为此政策进行背书，表明将“通过立法，明确租赁当事人的权利义务，保障当事人的合法权益，建立稳定租期和租金等方面的制度，逐步使租房居民在基本公共服务方面与买房居民享有同等待遇。”租售同权是当前政策倡导的方向，承租人权利的提升和租赁住房占比的提高是可以预期的，而长租公寓应该是最能体现租售同权。

3 世联红璞加速布局，抢占市场先机

世联红璞是公司旗下的出租公寓平台，为解决中国房地产存量物业空置问题而生，目标市场是青年租房市场，致力于为都市青年、城市白领提供设计、质感、乐趣的居住体验。目前世联红璞已经布局了北京、上海、广州、深圳、杭州、郑州等 27 个城市，在九部委推进租赁市场试点的 12 个城市中，公司已经进驻 10 个。

表 4：世联红璞发展历程

日期	事件
2015.08	世联红璞首个项目豫章苑在广州落地
2016.01	广州首个集中式项目正式上线
2016.05	武汉曙光星城项目（杭州首项）开业
2016.07	世联红璞公寓分别在合肥、南京、深圳依次开业
2016.09	苏州和成都相继开业，广州首个集中式改造项目面市
2016.10	东莞和杭州相继签约开业
2016.11	郑州、珠海、深圳集中式项目陆续签约
2016.12	北京、长沙、佛山、宁波、西安陆续签约
2017.03	红璞公寓进入 25 城，签约项目超过 150 个
2017.04	世联红璞获得 2016 年度集中式长租公寓最具影响力品牌

数据来源：公司官网、西南证券整理

截止 2017 年 6 月 30 日世联红璞完成落地 27 个城市、全国签约间数 4 万间，覆盖核心一二线城市，在广州、武汉和杭州拓展迅速，成为这些城市市场占有率第一。上半年长租公寓业务共实现收入为 6767 万，同比上升接近 5 倍；主要由于此前收的 4 万套房装配完成后，开始陆续出房，出租率在装修后一个月达到 90%，两个月达到 94%，比较可观。

目前长租公寓市场主要有两种参与主体，一种是以链家自如和世联行世联红璞为代表的房屋中介涉足长租公寓，另一种则是地产开发商切入租赁市场，如万科的泊寓。其中链家的自如采取的是分散式的租赁，而世联红璞则是集中式租赁的重要代表。世联红璞超过 70% 的房源获取是整栋楼宇，剩余的房源是在其周边拓展的分散房屋。世联行从代理销售起家，连

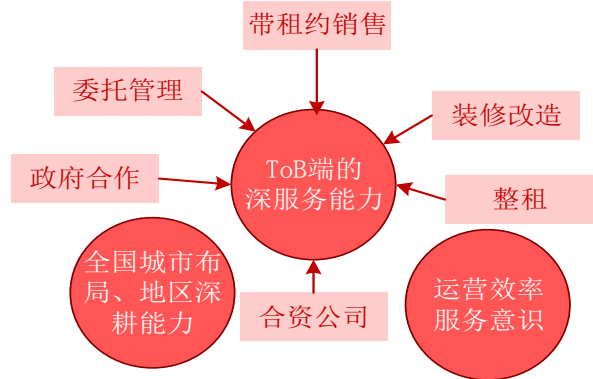
续几年位居新房代理销售绝对龙头，在城市布局、地服团队、房客匹配、ToB 端服务等均有明显的先天优势，具有发展集中式长租公寓的基因。

图 19：世联红璞在全国的布局



数据来源：公司官网、西南证券整理

图 20：世联红璞拓展集中式公寓的核心优势



数据来源：西南证券

世联红璞的经营模式依赖于优质整栋房源的获取、出租率的提升、人工费率的边际降低，其获取房源的签约期限一般在十年甚至更长，收入主要来自三个部分：二房东转租的租金差、管理和服务费用、场景和流量叠加的衍生服务。如果假定公寓能够经营十年，以纯租金差作为测算，运营一间公寓的税前利润率在其运营第一年预计会亏损 40%到 30%，主要原因是：1) 公司收房前有拓展成本和管理成本产生；2) 公司收房之后必须支付一定的装修改造和软装配置成本；3) 公寓达到可出租状态后，还需要花费较高的一次性营销费用和其他出房成本寻租首批租客。公寓运营开始后第 2-3 年，出租率会逐步提高，会到 90%或更高的水平，积极的因素会明显增多：1) 随着运营公寓项目的数量增加，规模效益逐步显现，公寓的单方管理成本将降低；2) 部分客户到期不续约或提前退房造成的空置率，可以较小的出房成本填补；3) 租户对标准产品和服务的认可会使得后期的租赁价格有提升的可能。因此，随着时间的推移，在长租公寓投入运营的第 4 年，往往能开始实现盈利。经过测算，一般十年公寓项目的平均税前利润可以接近 15%。

目前，公司除了的核心城市比如广州、武汉等地拓展长租公寓外，也在热门旅游城市拓展红璞礼遇（城市商务型公寓酒店，已布局在重庆、武汉、桂林、济南等城市）、红璞假日（景观资源型度假酒店，惠州、北海，开发商整栋房源居多）等旅租公寓产品。

图 21：世联红璞拓展集中式公寓的核心优势



数据来源：公司官网、西南证券整理

图 22：世联红璞在广州的公寓布局



数据来源：公司官网、西南证券整理

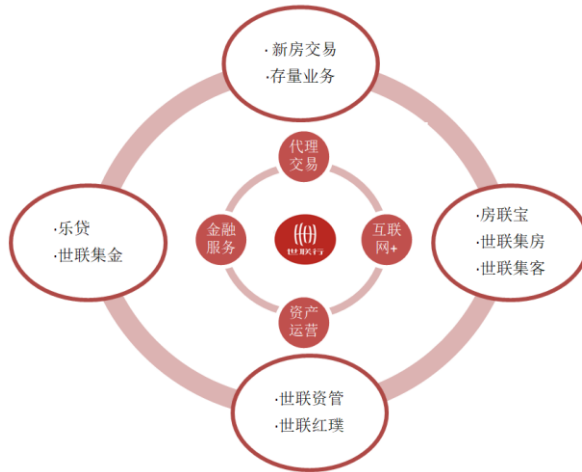
世联红璞目前运作的长租公寓有四类特点。1) 人性化：首先是产品空间上的人性化，逐渐在增加晾衣及更衣等空间；其次是做适配而不是超配，主要体现在功能及面积上；最后是会针对客户进行研究，由此产生的客户数据能够提供产品的迭代数据。2) 产品风格多样：目前有三种色系和四种风格，最终形成 12 种选择。3) 坪效高：更小的面积能实现基础功能、舒适美观以及符合客户需求。4) 成本低：世联红璞采用的是集采系统，这样能在控制质量的基础上降低采购成本。世联红璞还有望以公寓为入口嵌入后端的服务：提供金融、生活类物品购买、家私租赁等服务；提供公区的商业解决方案，比如洗衣房的商业合作、互联网健身、家电租赁、璞客创业板块等。

为了加速长租公寓业务的发展，公司公告变更部分募集资金的用途，转为投入长租公寓建设，主要用于场地投入和铺底流动资金，总投资近 8.7 个亿。公司计划其房源获取在 2017 年达到 10 万间的目标，2020 年达到 50-60 万间。

4 新兴业务多点开花，完善地产服务产业链

公司专注房地产服务业 24 年，在传统业务夯实、真实交易场景不断延伸的基础上，公司凭借对行业发展的理解和客户需求的认知，叠加了金融、资管、互联网+等的创新服务，在服务转型上获得了进展：针对房地产交易的拓展环节，公司利用互联网工具整合线下渠道及提供金融服务；针对存量房地产服务的未来格局，公司除提供基础物业管理服务外，还尝试新的服务，如世联红璞的公寓管理、小样社区的运营管理、社区管家和世联养老等服务。各业务板块互相借力，成为协同发展的闭环业务。

图 23：世联行全产业链布局



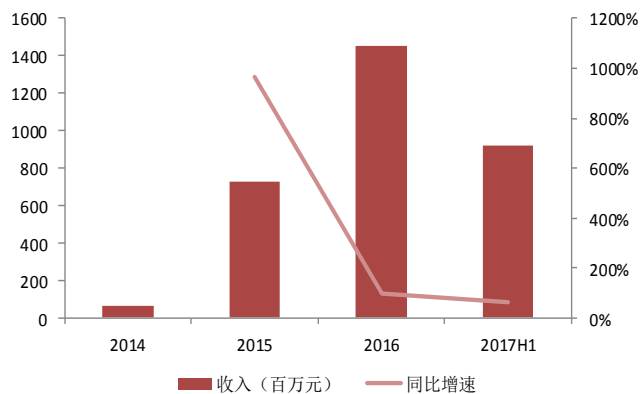
数据来源：公司官网、西南证券整理

➤ 互联网+业务：房联宝整合线上线下全营销渠道

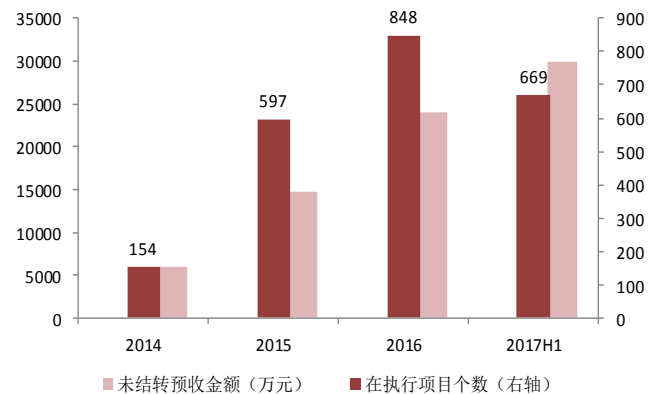
公司互联网+服务主要是房联宝业务，通过房联宝网站和世联集房、世联集客 App 联接中介机构、经纪人等线下资源，向开发商、渠道、购房者所提供的服务。终端提供房地产服务综合解决方案，涵盖移动营销、渠道管理、预约看房、成交佣结、客户管理综合平台等功能。其盈利模式主要是通过向一手房购房者收取团购服务费，以给予购房者一定团购优惠，当购房者参加团购活动并最终成交后，公司根据合同约定，将购房者预先支付的团购费确认为收入。

2016年，房联宝进入全国105个城市，超过1000个项目，连接了全国700余个开发商，逾5万个中介门店，50余万经纪人，以及超过10万置业客户，已经成为中国房地产电商及渠道业务领域最重要的竞争者之一。2017上半年依托“房-客匹配”和O2O闭环的优势，快速下沉三四线、盘活海量客户资源、迅速完成布点。上半年顺利完成178个城市的服务布局，新增三四线城市布局73个，累计链接2万多间经纪门店接待直销咨询报名40多万人次、在23个大中城市实现市场份额Top3。

近年来，房联宝业务一步步完成从团购到渠道再升级至总包平台的转变，实现板块整体收入和毛利率的跨越式增长。房联宝业务与代理业务、金融业务和装修业务产生了叠加和协同效应，强化了世联行对开发商客户及C端小业主客户的服务能力。公司将持续加大对房联宝业务的投入，房联宝未来将成为世联行线上及线下的交易平台。

图 24：2014-2017H1 互联网+业务收入及增速


数据来源：公司官网、西南证券整理

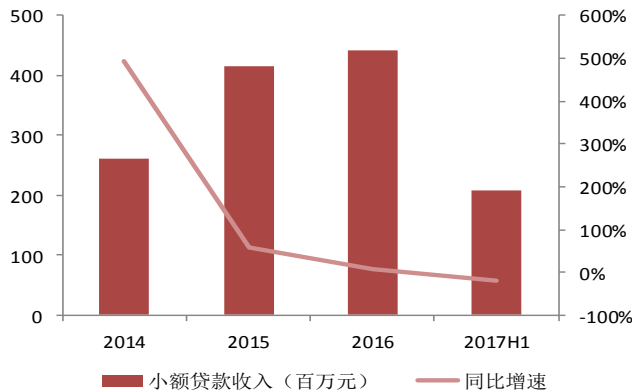
图 25：2014-2017H1 房联宝未结转业务


数据来源：公司官网、西南证券整理

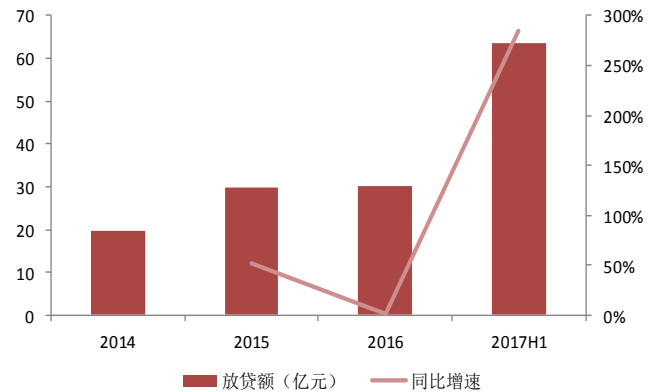
➤ 金融业务：开辟存量市场，加强风控以保证有质量的增长

公司金融服务主要是由全资子公司世联小贷负责各类小额信贷产品的运营，是针对有房一族的个人及家庭消费贷款，通过世联代理的一手房输送过来的客户进行贷款业务。2013年7月，公司金融服务业务推出“家圆云贷”产品，并在2014年公司“祥云战略”的推动下实现了迅速上量。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。2017上半年，公司将原有的“家圆云贷”产品升级为“乐贷”，利用场景，开发出3大系列、22项产品并全部铺排落地，包括速贷、车位贷、精装贷等。同时，通过合伙策略，有效整合超过200家行业渠道，积极进入存量市场，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%。

世联集金是公司旗下互联网金融服务平台，推出了家圆计划和乐贷散标产品，供客户理财投资。其中家圆计划累计参加人次12.5万次，筹集资金40多亿元，为客户赚取了6200多万元。而客户投标的乐贷产品，也成为公司小贷资金的重要来源。

图 26: 2014-2017H1 世联小额贷款金额


数据来源：公司公告、西南证券整理

图 27: 2014-2017H1 世联小额贷款收入情况


数据来源：公司公告、西南证券整理

为有效控制金融业务的风险，公司加强了在风控及大数据的建设。首先从组织架构上，总分公司全面完成矩阵式创新型组织变革，运营模块化分解及整合，提升运营效率及风控质量。然后从业务系统上，分别进行了资产管理平台、数据管理平台、多方征信大数据引入、客户服务体系等多方面系统化建设。大数据的建设、全程风控能力的提升，大幅加强了金融业务的整体抗风险能力，不良率同比降低 30%。2017 上半年，公司确认核销的贷款占放贷额的比例降到了 0.3%，风控能力显著加强。再次，公司利用 IT 支持金融，引用系统管理资金投资，使得资金流的管理更有效。

表 5: 世联小额贷款核销情况

	2015 年	2016 年	2017H1
核销贷款额 (万元)	2296.78	6986.39	1829.48
占当年放贷额的比例	0.8%	2.3%	0.3%
收回前期核销贷款额 (万元)	--	70.5	184.4

数据来源：公司官网、西南证券整理

➤ 小结：完善地产服务产业链，加强业务协同

公司各业务形成了完整的闭环，核心业务代理销售，主要是线下途径，而房联宝、世联集房、世联集客则走线上途径，并能较好地将线上流量引导至线下，打通线上线下两条线。公司代理销售的客户和金融业务的客户高度重合，代理销售可以将客户引流至金融业务办理贷款，同时金融业务也能服务于代理销售，解决客户短期资金问题。此外，公司布局了长租公寓、租赁代理、装修装饰等业务，虽然这些业务目前对公司业绩的贡献有限，但作为公司在存量市场的布局，未来成长空间广阔。同时，公司各业务板块互相借力不仅完善了产业链，增加了业务体量，更是加强了各业务之间的协同效应和联动效应，增强了客户粘性。

5 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 代理销售业务预期未来三年结算收入将按年复合增长率 32% 增长; 预计 2017-2019 年毛利率维持基本不变;

假设 2: 互联网+业务主要来源于一手购房者的团购服务费, 2016 年公司累计联接全国 700 余个开发商、在执行项目数 848 个, 我们假设未来三年执行项目数量复合增长率为 53%; 预计 2017-2019 年毛利率维持基本不变;

假设 3: 资产服务受市场偏好以及租赁政策利好影响, 我们假设未来三年长租公寓面积复合增长率 31%, 预计 2017-2019 年毛利率维持基本不变;

假设 4: 市场对综合金融需求持续上涨, 预计公司金融服务业务 2017-2019 毛利率维持基本不变;

假设 5: 顾问策划业务、经纪业务、其他业务占总收入比重相对较小, 假设未来三年无增速变化; 预计 2017-2019 年毛利率维持基本不变。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

表 6: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
代理销售业务	收入	3,508.7	4631.5	6322.0	8092.2
	增速	28.7%	32.0%	36.5%	28.0%
	毛利率	33.7%	33.7%	33.7%	33.7%
互联网+业务	收入	1,454.1	2253.8	3606.0	5228.8
	增速	99.6%	55.0%	60.0%	45.0%
	毛利率	19.3%	19.3%	19.3%	19.3%
资产服务业务	收入	503.0	653.9	882.7	1147.5
	增速	15.9%	30.0%	35.0%	30.0%
	毛利率	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
金融服务业务	收入	446.9	469.3	492.7	517.4
	增速	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	55.2%	55.2%	55.2%	55.2%
顾问策划业务	收入	298.5	298.5	298.5	298.5
	增速	-19.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
经纪业务	收入	33.9	33.9	33.9	33.9
	增速	40.7%	0%	0%	0%
	毛利率	-198.4%	5%	5%	5%
其他业务	收入	24.78	0.0	0.0	0.0
	增速	284.66	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	7.05	0.0	0.0	0.0

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	6,269.92	8340.9	11636.0	15318.3
	增速	33.10	33.0%	39.5%	31.6%
	毛利率	27.8%	28.2%	27.6%	27.2%

数据来源: 公司公告, 西南证券

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 2017 年 30 倍估值, 对应目标价为 14.7 元, 维持“增持”评级。

6 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。

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%
					每股指标				
					每股收益	0.37	0.49	0.67	0.87
					每股净资产	2.09	2.56	3.20	4.03
					每股经营现金	1.12	1.11	1.00	1.31
					每股股利	0.03	0.04	0.06	0.09
业绩和估值指标									
EBITDA	1157.18	1470.07	2017.48	2603.46					
PE	33.01	24.77	17.99	13.90					
PB	5.78	4.71	3.76	2.99					
PS	3.93	2.96	2.12	1.61					
EV/EBITDA	17.77	12.54	8.19	5.39					
股息率	0.24%	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