

公司研究/首次覆盖

2018年03月17日

房地产/房地产中介服务 II

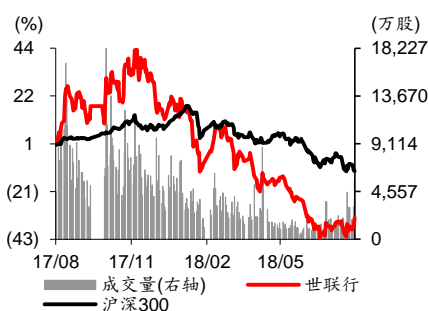
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 6.55
合理价格区间(元): 7.31~7.89

贾亚童 执业证书编号: S0570517090003
研究员 jiatong@htsc.com

韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 hanxiao012792@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

新房代销龙头, 打造综合服务

世联行(002285)

核心观点

公司是我国新房代理销售龙头企业, 近年来积极转型, 互联网+业务、长租公寓和金融服务迅速发展, 介入更多服务场景并提高场景变现能力, 打通房地产开发策划、交易、交易后及资产运营服务全链条。首次覆盖, 2018-2020年预测 EPS 0.58元、0.75元和0.98元, 予以“买入”评级。

A股首家房地产综合服务提供商, 新股权激励计划重视风险把控

公司作为 A 股首家房地产综合服务提供商, 标的具有稀缺性。公司 2018 年股票期权激励计划, 以 EBITDA 和经营现金流净额为业绩考核目标, 体现公司在行业资金紧张背景下对于风险把控和稳健发展的重视。

交易服务: 一手房代理策划龙头, 互联网+助力未来发展

公司是我国新房代理销售业务龙头企业。受房地产调控不利影响, 17 年营收和毛利增幅趋缓, 但公司在业务规模和销售效率上仍具有明显优势。公司积极转型互联网+业务, 通过与线下案场业务协同发展及营销模式升级, 17 年实现互联网+业务营收、毛利同比增长 61.8%和 81.6%, 对公司整体营收贡献提高 5.5 个百分点。

交易后服务: 积极拓展房地产金融服务, 打造房地产交易后服务体系

公司积极拓展以小额贷款为核心产品的金融服务业务, 17 年实现营收 7.35 亿元, 同比增长 62.2%, 毛利率达到 63.6%, 带动公司整体业绩向好。公司还依托自身长租公寓业务需求和 B 端开发商资源, 积极拓展装饰装修、社区管家和数据服务, 进入房地产交易后多个服务场景并提供更多增值服务。

资产运营和管理: 长租公寓发展势头强劲, 存量市场业务值得期待

公司长租公寓发展迅速, 17 年底已签约 10 万间、已开业 3.5 万间、平均出租率达 81%, 是我国集中式长租公寓龙头企业, 轻资产模式+多渠道融资有助于公司维持龙头地位和优势。公司旗下工商物业运营布局全国十余座一二线核心城市, 资产证券化手段或将助推“世联空间”品牌实现 2020 年全国 20 城、200 个项目和 100 万平运营面积的目标。公司投资管理业务日渐成熟, 若条件成熟, 公司将力争发行国内第一单写字楼公募 REITs。

代理销售龙头+房地产综合服务, 予以“买入”评级

我们看好公司代理销售业务龙头优势及互联网+、金融服务及长租公寓等非代销业务持续较快增长, 积极打造房地产全链条服务以形成更多盈利点和更高壁垒, 2018-2020年预测 EPS 0.58元、0.75元和0.98元。由于公司业务与房地产开发关联度较高, 我们参考开发类房企估值并在 A 股非开发类房地产可比公司 18 年 PE 估值中值 18.51 倍基础上给予一定折价, 给予公司 18 年 12.6-13.6 倍 PE 估值, 目标价 7.31-7.89 元, 首次覆盖, 予以“买入”评级。

风险提示: 房地产销售受到调控政策影响不及预期; 长租公寓投资规模和速度及出租率不及预期; 小额贷款业务受到政策调整发展不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,044
流通 A 股 (百万股)	2,011
52 周内股价区间 (元)	5.66-14.24
总市值 (百万元)	13,388
总资产 (百万元)	14,031
每股净资产 (元)	2.46

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	6,270	8,212	10,677	13,712	16,968
+/-%	33.10	30.97	30.02	28.43	23.74
归属母公司净利润 (百万元)	747.22	1,004	1,180	1,538	1,998
+/-%	46.69	34.35	17.58	30.29	29.90
EPS (元, 最新摊薄)	0.37	0.49	0.58	0.75	0.98
PE (倍)	17.92	13.34	11.34	8.71	6.70

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

稀有房地产综合服务标的，贯通交易运营投资全链条.....	5
A 股首家房地产综合服务提供商，祥云战略助力转型升级.....	5
营收利润持续增长，互联网+、长租公寓和金融服务发展迅速.....	6
披露新股期权激励计划，19 年 EBITDA 可达 22 亿元.....	8
一手房代理策划龙头，互联网+助力未来发展.....	10
代理策划业务放缓，行业龙头仍具优势.....	10
互联网+业务发展迅速，助推交易服务变道超车.....	12
积极拓展房地产金融服务，打造房地产交易后服务体系.....	15
金融服务大放异彩，小额贷款独领风骚.....	15
开展多项新服务，满足多样场景需求.....	17
长租公寓发展势头强劲，存量市场业务值得期待.....	18
集中式长租公寓龙头，多途径融资加快发展.....	18
工商物业运营布局全国，资产证券化加速规模扩大.....	22
物业管理面积持续扩大，冀与其他业务协同发展.....	22
行业需求疲弱，顾问策划业务增长放缓.....	24
资产投资业务日渐成熟，力争国内首单写字楼公募 REITs.....	26
投资建议.....	27
PE/PB - Bands.....	30
风险提示.....	30

图表目录

图表 1: 世联行主要业务包括交易服务、交易后服务、资产运营和资产投资	5
图表 2: 世联行股权结构	5
图表 3: 世联行业务贯穿房地产开发、交易、运营和投资全链条	6
图表 4: 营业收入持续增长, 同比增速放缓	6
图表 5: 毛利持续增长, 同比增速放缓	6
图表 6: 17 年净利润持续增长, 同比增速保持稳定, 18 年一季度转亏	7
图表 7: 17 年毛利率下降, 归母净利润率稳步提升	7
图表 8: 投资净收益增长和费用率下降加速归母净利润增长	7
图表 9: 代理销售是主要营收来源, 互联网+业务占比提升最快	8
图表 10: 代理销售业务是主要毛利来源, 互联网+业务贡献提升	8
图表 11: 资产服务、金融服务和互联网+业务营收增长最快	8
图表 12: 金融服务业务毛利率最高, 互联网+业务毛利率增长最快	8
图表 13: 世联行 2018 年股票齐全激励计划(草案)行权条件	9
图表 14: 代理销售额增长, 市占率在 16 年略有下降	10
图表 15: 累计已实现未结算代理销售额逐年增长, 确定未来收益(亿元)	10
图表 16: 已结算代理销售额增长, 同比增速呈放缓趋势	10
图表 17: 已结算代理销售面积增长, 同比增速自 2013 年以来下降明显	10
图表 18: 代理销售业务营收逐年增长, 同比增速放缓	11
图表 19: 代理销售业务毛利逐年增长, 同比增速波动较大	11
图表 20: 代理收费平均费率自 15 年起回升(%)	11
图表 21: 代理销售人员平均销售额呈增长趋势	11
图表 22: 公司签约代理销售额增速与全国商品房销售额增速趋势大致相符	11
图表 23: 我国一手房代理销售企业三甲 2017 年运营及财务数据比较	12
图表 24: 互联网+在执行项目数逐年递增(个)	12
图表 25: 互联网+业务未结转预收费金额(亿元)	12
图表 26: 互联网+业务营收占比迅速提升	13
图表 27: 互联网+业务毛利占比迅速提升	13
图表 28: 互联网+业务营收增速趋缓, 但增速仍高于营收总额同比	13
图表 29: 在综合毛利率下降同期, 互联网+业务毛利率逐年上升	13
图表 30: 世联行互联网+业务/房联宝与国内已上市房地产中介在线平台比较(截至 2017 年 12 月 31 日)	14
图表 31: 世联行互联网+业务发挥协同作用、升级营销模式, 推动了业务快速发展	14
图表 32: 金融服务业务 17 年营收大幅增加	15
图表 33: 金融服务业务 17 年毛利大幅增加	15
图表 34: 金融服务业务毛利率较高	15
图表 35: 金融服务业务营收和毛利占比呈上升趋势	15
图表 36: 小额贷款业务对金融服务业务营收贡献提升迅速	16
图表 37: 小额贷款业务营收 17 年大幅增加	16
图表 38: 家圆云贷 17 年营收大幅增加	16

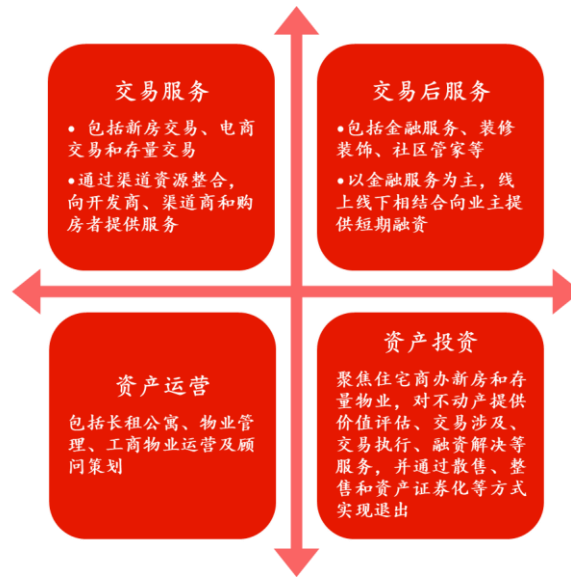
图表 39: 17 年家圆云贷对于金融服务业务贡献达到 99%以上	16
图表 40: 17 年家圆云贷放贷金额同比增长 280%	16
图表 41: 计提贷款损失准备占期末贷款余额比重持续降低	16
图表 42: 世联行其他交易后服务	17
图表 43: 其他业务营收同比波动较大, 近三年来持续高速增长	17
图表 44: 其他业务毛利同比波动较大, 17 年发生亏损	17
图表 45: 世联行长租公寓规模增长 (间)	18
图表 46: 世联行长租公寓业务已经进驻 30 座城市 (个)	18
图表 47: 截至 2018 年 7 月, 世联行长租公寓项目主要布局在一二线核心城市	19
图表 48: 世联行长租公寓业务与其他主要集中式长租公寓运营商比较	20
图表 49: 截至 2018 年 7 月, 世联行长租公寓项目主要布局在一二线核心城市	20
图表 50: 世联行长租公寓通过全流程在线服务、丰富社区活动和需求导向的增值服务提升 C 端品牌影响力	21
图表 51: 世联行运用多种融资手段为长租公寓业务发展筹集资金	21
图表 52: 世联行旗下工商物业运营品牌	22
图表 53: 世联行物业管理提供全流程业务	23
图表 54: 物业管理业务实际在管项目数量逐年增加	23
图表 55: 物业管理业务在管项目收费面积逐年增加	23
图表 56: 17 年物业管理业务营收同比增幅回升	23
图表 57: 物业管理业务仍是资产服务业务营收主要贡献者	23
图表 58: 17 年顾问执行合同数略有反弹, 单个合同收入呈下降趋势	24
图表 59: 房地产开发策划项目数与全国土地成交量趋势大致相同	24
图表 60: 17 年顾问策划业务营收略有回升	25
图表 61: 17 年顾问策划业务毛利回升	25
图表 62: 17 年顾问策划业务毛利率略有回升	25
图表 63: 顾问策划业务营收和毛利占比均持续下降	25
图表 64: 三种“销售权收购”业务模式解决开发商不同资金和业绩需求	26
图表 65: 盈利预测假设 (单位: 亿元, 特殊注明除外)	29
图表 66: A 股上市非开发类房地产可比公司估值情况 (截至 2018 年 8 月 16 日)	29
图表 67: 世联行历史 PE-Bands	30
图表 68: 世联行历史 PB-Bands	30

稀有房地产综合服务标的，贯通交易运营投资全链条

A 股首家房地产综合服务提供商，祥云战略助力转型升级

深圳世联行地产顾问股份有限公司于 1993 年在深圳成立、2009 年在深交所上市，是境内首家登陆 A 股的房地产综合服务提供商。公司主要业务包括交易服务、交易后服务、资产运营和资产投资。交易服务包括新房代理销售、电商交易和存量交易，以新房代理销售为主。交易后服务包括金融服务、装修装饰、社区管家等，目前以金融服务为主。资产运营包含长租公寓、物业管理、工商物业运营及顾问策划，目前是公司发展的着重点。资产投资业务目前以“销售权收购”为主，未来将积极拓展 REITs 业务。

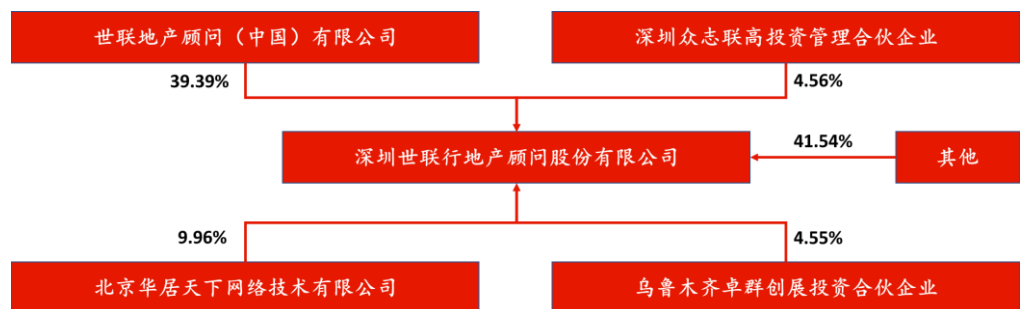
图表1：世联行主要业务包括交易服务、交易后服务、资产运营和资产投资



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

截至 2018 年一季度末，控股股东世联中国持有公司约 8.05 亿股，持股比例约为 39.39%；房天下旗下的华居天下持股 9.96%，为第二大股东；高管持股平台深圳众志联高投资管理合伙企业持股 4.56%，为第三大股东。

图表2：世联行股权结构



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

2014 年，伴随移动互联网等技术的发展，世联行开启了战略转型，启动了“祥云战略”。世联行的战略转型思路，是在扩大房地产交易入口的基础上，运用移动互联网、大数据等新技术，围绕产业链上的开发商等机构和 C 端消费者提供新房电商交易、交易后服务（金融服务）和存量物业服务（物业管理、长租公寓、工商物业运营）等更多的增值服务，提高场景变现能力。

图表3：世联行业务贯穿房地产开发、交易、运营和投资全链条



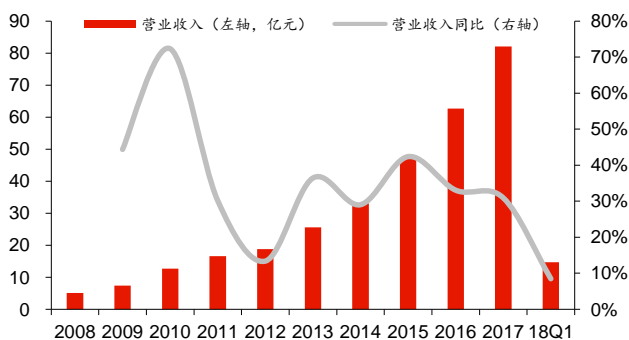
资料来源：公司网站、公司公告、华泰证券研究所

营收利润持续增长，互联网+、长租公寓和金融服务发展迅速

公司营收持续增长，但受到房地产政策和开发商自销增加影响，营收增速放缓。2017年公司实现营业收入82.12亿元，同比增长30.97%，增速低于2016年的33.09%。公司营收保持增长，主要由于互联网+业务、资产服务业务以及金融服务同比增速均超过60%；营收增速放缓主要由于行业政策收紧和开发商自销比重提高影响，新房代理销售业务营收增速回落所致。公司2018年一季度实现营业收入14.66亿元，同比增长8.51%。

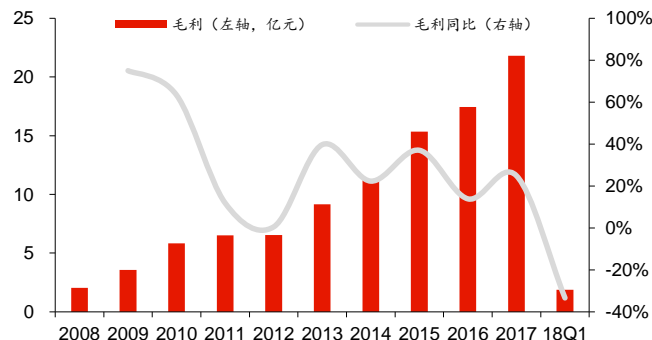
公司毛利和净利润保持增长，毛利率下降。2017年公司实现毛利21.79亿元，同比增长24.87%；归母净利润10.04亿元，同比增长34.4%。公司综合毛利率26.53%，同比下降1.3个百分点，且自15年以来下降较为明显。这主要由于：(1)公司积极拓展长租公寓业务，前期拓展、装修及运营投入较大，短期内对利润造成一定挤压；(2)公司16年薪酬水平提升导致工资支出增加。由于长租公寓投入加大、代理销售业务结算放缓以及计提资产减值损失增加所致，18年一季度公司亏损0.28亿元，同比转亏，我们认为，公司一季报全年业绩占比通常较低，预计不会对全年业绩表现产生重大影响。

图表4：营业收入持续增长，同比增速放缓



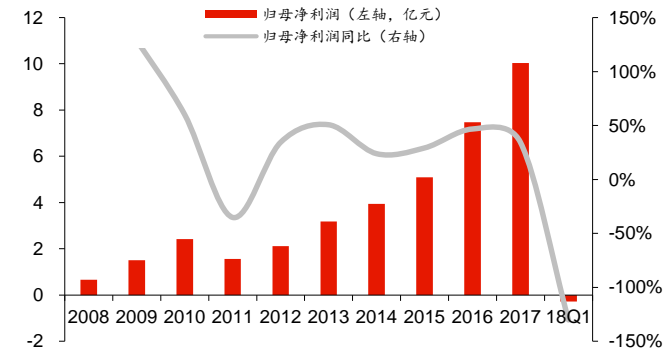
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表5：毛利持续增长，同比增速放缓



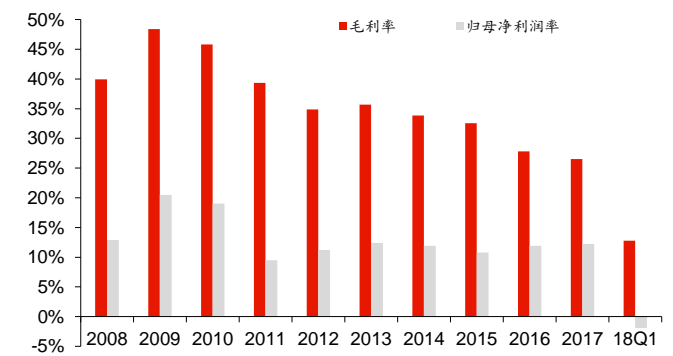
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表6：17年净利润持续增长，同比增速保持稳定，18年一季度转亏



注：长租公寓投入加大、代销结算放缓、计提资产减值损失增加导致18Q1亏损
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

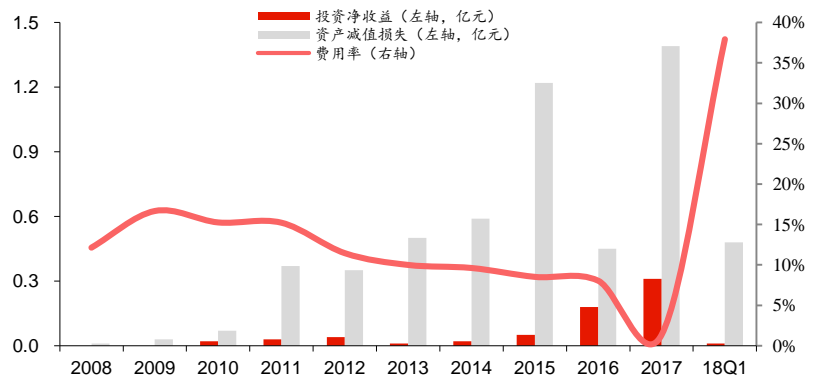
图表7：17年毛利率下降，归母净利润率稳步提升



注：长租公寓投入加大、代销结算放缓、计提资产减值损失增加导致18Q1亏损
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

在毛利率下行的情况下，归母净利润增速在2016年和2017年均高于营收增速，且净利润率稳步提升，由15年的10.80%提高至17年的12.23%。这主要由于：(1) 公司投资净收益同比大幅增长，2016年和2017年分别同比增长258.01%和65.62%，主要包括处置持有股权获得投资收益(2016年青岛雅园60%股权获益382.71万元、2017年上海城凯投资和深圳南电云商合计获益630万元)及投资可供出售金融资产获得投资收益(2016年获388.67万元、2017年获2460.56万元)；(2) 期间费用率持续下降，2016年和2017年分别同比下降0.47个百分点和6.71个百分点。2016年公司资产减值损失大幅下降，也有助于当年归母净利润增速提高。

图表8：投资净收益增长和费用率下降加速归母净利润增长



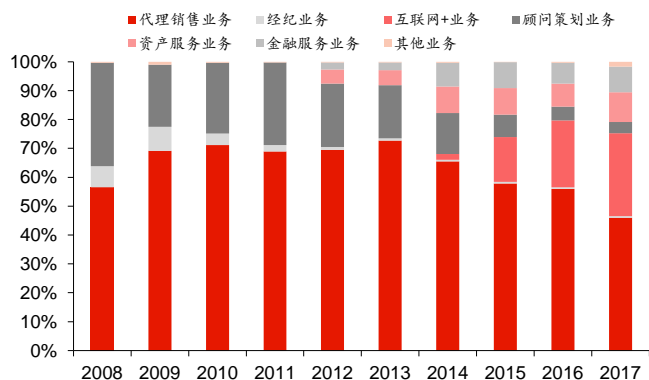
资料来源：公司网站、公司公告、华泰证券研究所

代理销售业务依旧是主要收入和毛利来源，但占比继续下降。2017年代理销售业务收入达到37.79亿元，占2017年营业收入的46%；实现毛利13.64亿元，占全年毛利62.6%。由于公司持续开展新业务，且新业务发展迅速，代理销售业务营收和毛利占比持续下降。

新业务中，互联网+业务、长租公寓为代表的资产服务业务及金融服务业务是公司近年来发展重点，相关业务发展迅速。其中，互联网+收入占比提升最快、长租公寓为代表的资产服务业务和金融服务业务营收增长最快。互联网+业务2017年收入达到23.53亿元，同比增长61.83%，占比在四年中从2.1%跃升到28.7%；资产服务业务和金融业务2017年收入分别达到8.49亿元和7.25亿元，同比增长68.79%和62.19%，是增长最快的两项业务。由于2017年在长租公寓领域投入较大，因此资产服务业务发生亏损。

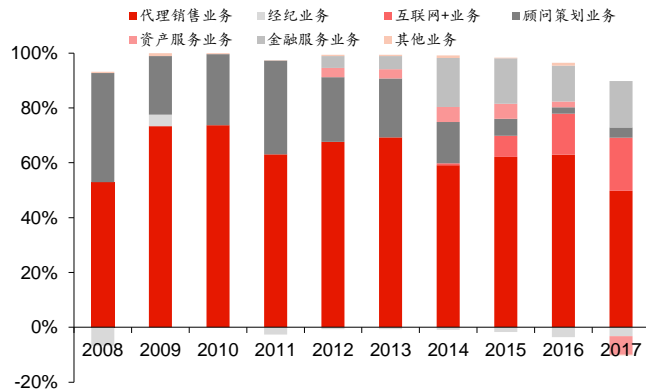
盈利能力方面，2017年金融服务毛利率最高，达到63.59%，代理销售业务次之，达到36.09%。互联网+业务毛利率增长最快，从2014年的11.76%提高至2017年的22.57%。

图表9：代理销售是主要营收来源，互联网+业务占比提升最快



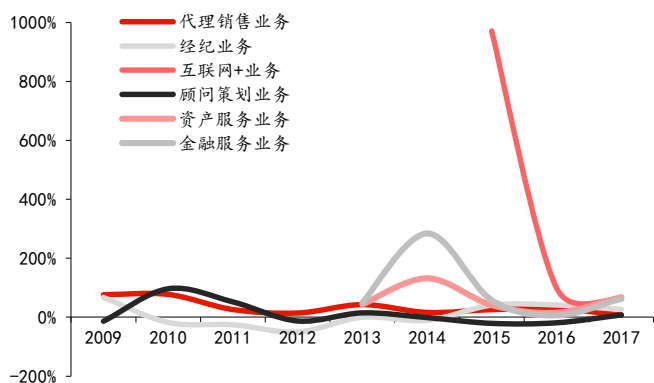
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表10：代理销售业务是主要毛利来源，互联网+业务贡献提升



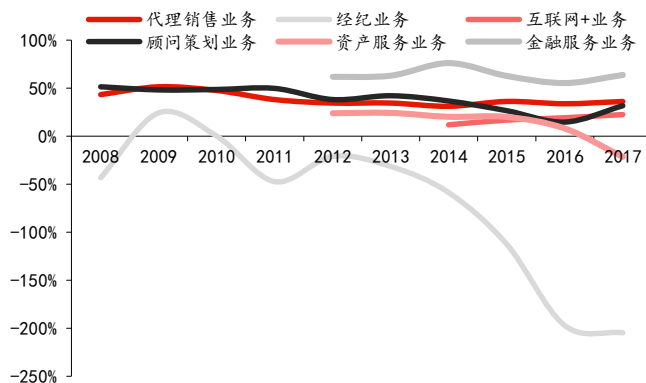
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表11：资产服务、金融服务和互联网+业务营收增长最快



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表12：金融服务业务毛利率最高，互联网+业务毛利率增长最快



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

披露新股票期权激励计划，19年 EBITDA 可达 22 亿元

7月13日，公司公布2018年股票期权激励计划草案，拟向229名激励对象授予6000万份股票期权，占总股本2.94%，行权价格为6.30元/股。此次激励计划的业绩考核目标为：2018和2019年EBITDA分别不低于19.21亿元和22.09亿元，或以2017年为基年，2018年和2019年每股经营现金净流入额增长率不低于50%。公司2017年实现EBITDA约16.71亿元，18年和19年的EBITDA目标分别较2017年水平增长14.96%和32.20%，同比增长14.96%和14.99%，低于公司上市以来EBITDA复合增长率（30.14%）和近三年年度同比增长水平。公司2017年经营活动产生的现金流量金额同比下降231.98%，约为-30.26亿元，主要由于17年公司贷款发放和回收增加了现金净流出、通过转让等方式盘活信贷资产减少了现金净流入、并支付了贷款质押存款所致。未来公司可以通过调节业务开展速度和投资规模引导经营现金流净额为正。我们预计，此次股权激励计划的业绩考核目标均较易实现。

本次激励计划考核目标发生改变，体现公司在资金紧张背景下对于现金流的重视和把控。公司自 2016 年以来已经连续三年进行股权激励计划，16 年和 17 年均以营业收入和净利润为业绩考核目标，今年改为 EBITDA 和经营现金流净额作为业绩考核目标。公司公告指出，修改考核方法，一方面是因为以往装修业务摊销因素会影响到利润，而 EBITDA 相比营收和利润指标能更纯粹地反映公司经营状况，另一方面是因为经营性现金流在资金紧的环境下尤为重要的。

图表13：世联行 2018 年股票期权激励计划（草案）行权条件

行权安排	行权时间	行权比例	业绩考核目标
第一个行权期	自授予登记日起 12 个月后的首个交易日起至授予登记日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	50%	2018 年公司税息折旧及摊销前利润不低于 19.21 亿元；或以 2017 年为基准年，2018 年度每股经营现金净流入复合增长率不低于 50%
第二个行权期	自授予登记日起 24 个月后的首个交易日起至授予登记日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	50%	2019 年公司税息折旧及摊销前利润不低于 22.09 亿元；或以 2017 年为基准年，2019 年度每股经营现金净流入复合增长率不低于 50%。

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

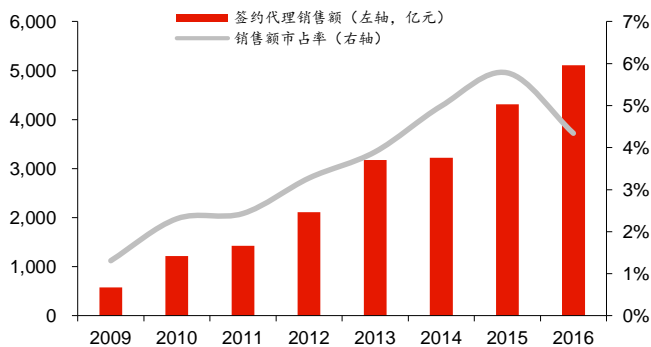
一手房代理策划龙头，互联网+助力未来发展

公司房地产交易服务业务包括一手房代理策划业务、二手房经纪业务和线上服务。目前，世联行是我国一手房代理策划龙头企业，近年来互联网+发展迅猛，助力公司在房地产交易服务市场的持续拓展。公司于1996年开展代理销售业务、2014年开展互联网+业务。代理销售业务方面，自2013年2016年，世联行连续夺得中指院“中国房地产策划代理百强企业”首位；截至2017年底，公司代理销售业务已经进驻185个城市、2100多个案场。互联网+业务方面，截至2017年，公司已经布局186个城市、合作项目累计超过1000个。

代理策划业务放缓，行业龙头仍具优势

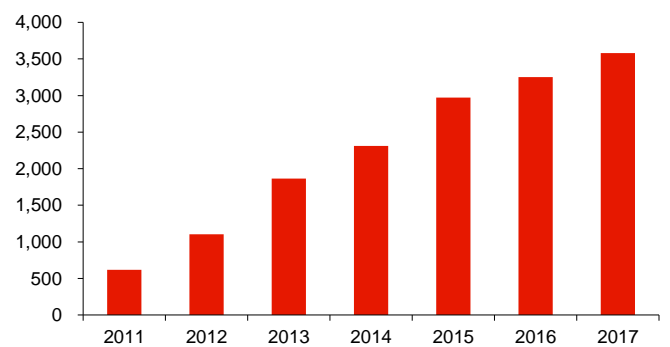
世联行代理销售额逐年增长，16年受房企自销影响，市占率略降，17年数据未公布；累计已实现但尚未结算代理销售额逐年上升，提前锚定未来收益。根据公司年报披露，代理销售项目从销售实现到开发商确认并最终结算收入，目前的平均周期约为6个月。截至2017年底，公司累计已实现但未结算的代理销售额约3581亿元，公司预计将在2018年带来约27.7亿元的代理销售业务收入。

图表14：代理销售额增长，市占率在16年略有下降



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

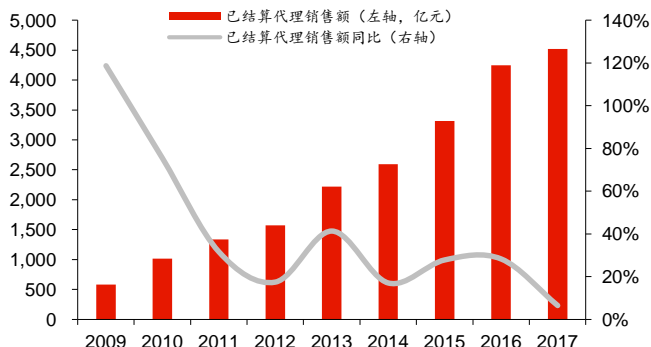
图表15：累计已实现未结算代理销售额逐年增长，确定未来收益(亿元)



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

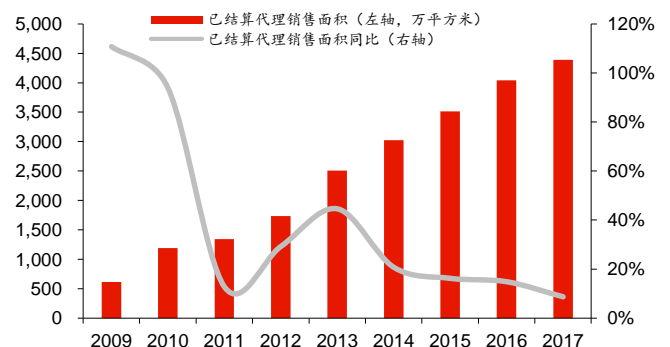
从结算方面看，公司已结算代理销售额、已结算代理销售面积、代理销售业务营收和毛利均逐年增长，但是同比增速和占比趋缓。2017已结算代理销售额4522.68亿元，同比增长6.42%，低于2016年28.22%的增幅水平；已结算代理销售面积4390.39万平方米，同比增长8.72%，低于2016年14.86%的增幅水平。两者同比增幅均为公司上市以来的最低值。2017年公司代理销售业务营收和毛利分别为37.79亿元和13.64亿元，同比增幅分别为7.69%和15.20%，营收增幅为上市以来最低值；占总营收和总毛利比重分别为46.02%和62.60%，占比继续下降。

图表16：已结算代理销售额增长，同比增速呈放缓趋势



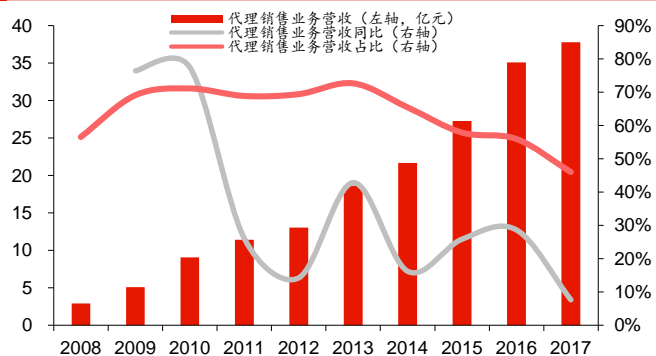
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表17：已结算代理销售面积增长，同比增速自2013年以来下降明显



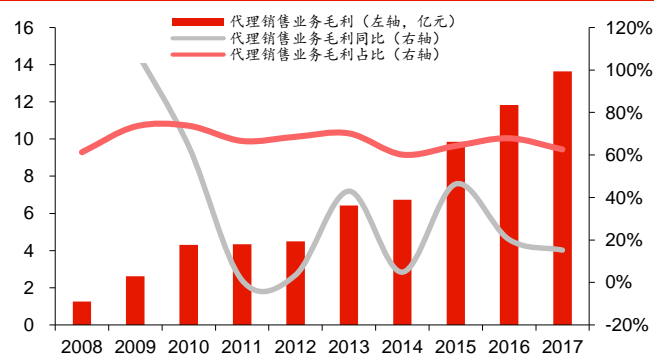
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表18: 代理销售业务营收逐年增长, 同比增速放缓



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

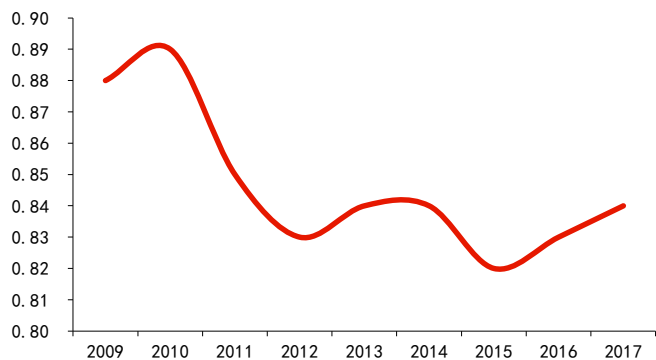
图表19: 代理销售业务毛利逐年增长, 同比增速波动较大



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

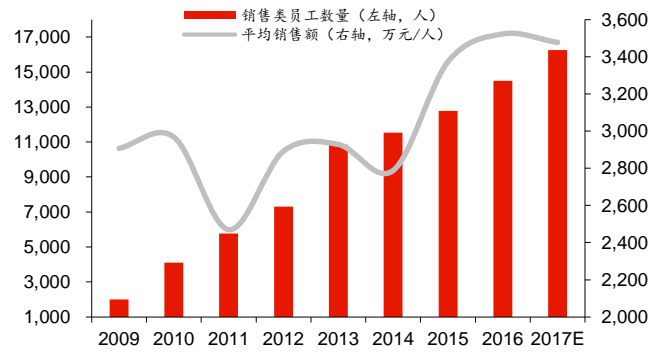
虽然营收和毛利增速放缓, 但公司在代理销售业务上内生增长力量充足、销售人员效率不断提高。营收和毛利增速下滑主要是受到市场大环境影响所致。公司代理收费平均费率(即佣金率; 代理销售业务收入/已结算代理销售额)自2015年起以每年约0.01个百分点的速度提升, 从0.82%增长至0.84%, 体现公司内生增长力量加强。同时, 销售类员工平均销售额呈增长态势, 2016年达到人均3523.49万元/人, 2017年略有下降但仍然保持在较高水平, 且仍高于2015年水平, 保持了较高的效率。

图表20: 代理收费平均费率自15年起回升 (%)



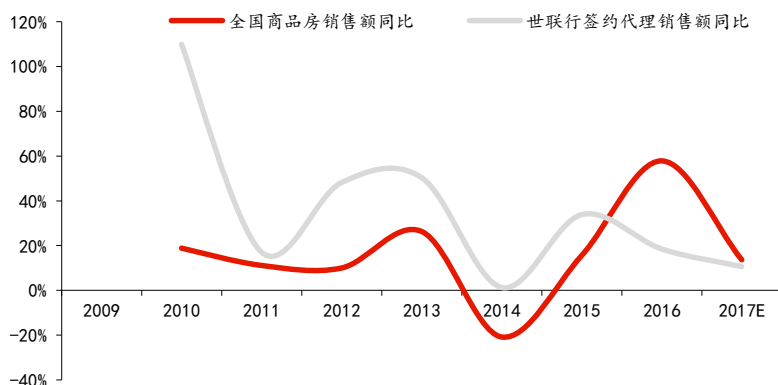
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表21: 代理销售人员平均销售额呈增长趋势



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表22: 公司签约代理销售额增速与全国商品房销售额增速趋势大致相符



注: 世联行2017年的签约代理销售额为基于历年已结算销售额与签约销售额比值得出的预测值

资料来源: 国家统计局、公司公告、华泰证券研究所;

同时，与我国一手房代理销售上市企业前三甲中的另外两家公司相比，公司在业务规模和销售效率上具有明显竞争优势。公司在2017年共进驻约2100个案场，相当于易居中国和合富辉煌两家企业项目数量之和；公司在已结算代理销售额和销售面积上也具有领先地位。同时，公司以与易居中国差不多的销售人员数量完成了更多的代理销售额，销售效率较高。较高的规模体现了公司与各地开发商之间良好的合作关系和丰富的业务经验，连同较高的销售效率，保证了公司一手房代理销售业务的内生增长能力和行业龙头地位。

图表23：我国一手房代理销售企业三甲2017年运营及财务数据比较

公司名称	成立时间	项目分布 城市数量	项目数量 (个)	已结算代理	已结算代理	代理销售	代理销售	代理销售	代理销售	销售人员数量 (人)
				销售额 (亿元)	销售面积 (万平)	收入 (亿元)	平均费率 (%)	收入占比 (%)	毛利率 (%)	
世联行	1993	185	> 2100	4523	4390	37.79	0.84	46.02	36.09	~ 16300
易居中国	2000	186	~ 1030	4330	3720	39.27	0.91	84.75	24.20	~ 16000
合富辉煌	1995	> 150	> 1000	3600	3000	29.29	0.81	62.69	13.19	

注：合富辉煌已结算代理销售额和代理销售收入以港元计价

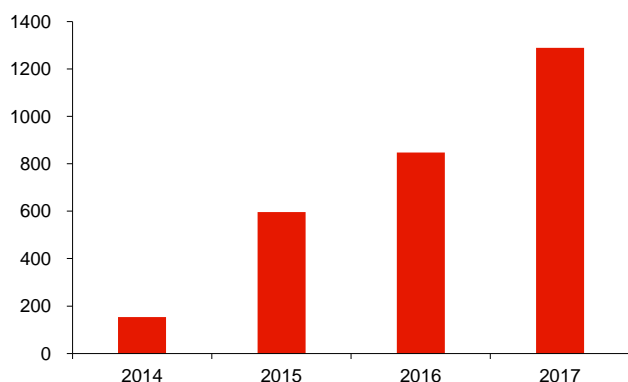
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

互联网+业务发展迅速，助推交易服务变道超车

公司在2014年开始落实“祥云战略”O2M商业模式，旗下B2C式房源交互网站“房联宝”于2014年6月上线，主要面向经纪机构、经纪人、开发商及广大购房者，通过全面展示与开发商签约合作的真实详实的盘源信息，打造多方的信息沟通及交互平台。

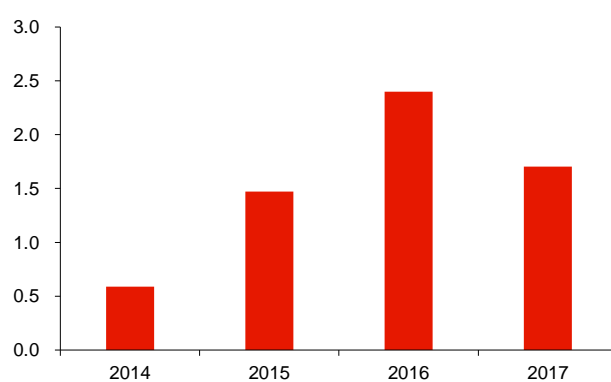
2014年以来，以房联宝为核心的互联网+业务发展迅速，规模迅速扩大。2017年互联网+在执行项目数1289个，同比增长52%；未结转的预收费金额约1.7亿元，将计入未来收益。截至2017年底，房源端上，互联网+业务已经在短短三年半内顺利完成186个城市服务布局，新增三四线城市布局81个，合作项目累计超过1000个；渠道端上，链接了50万以上的经纪人；营销资源端上，对接供应商超过2万家；营销活动上，持续开展线上活动，接待直销咨询报名130多万人次；市场份额和规模上，在25个大中城市房地产电商市场位居TOP3，其中济南、惠州、广州、深圳等8家地区公司实现营收超过1亿元，在武汉、成都、重庆等强二线城市呈现强劲增长势头。

图表24：互联网+在执行项目数逐年递增（个）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表25：互联网+业务未结转预收费金额（亿元）

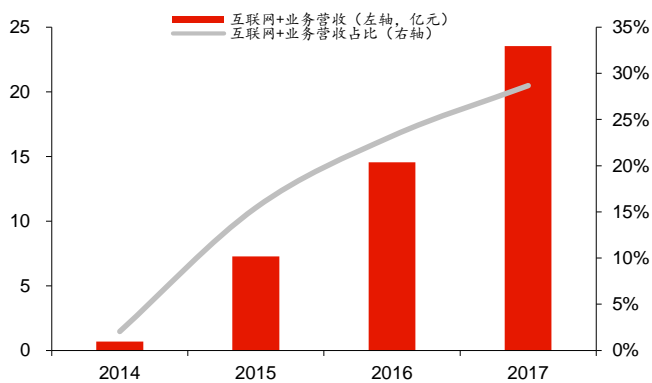


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

在代理销售业务模式面临增长瓶颈的情况下，互联网+业务是抓住市场机会，有效贡献增长的必要之举。一方面，消费者的信息获取习惯和渠道正在线上化，公司在连接购房者和开发商时，需要补充线上导流的业务模式。另一方面，目前房地产主力市场在向三四线城市下沉，更加需要借助经纪公司等外部资源实现更广泛的渠道覆盖。而互联网+模式可以在短时间内以较低成本进入并开拓低能级城市市场。

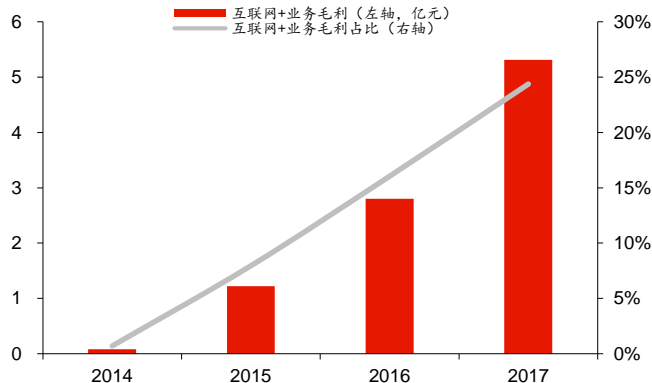
互联网+业务确实对营收和利润贡献不断提升。2017年互联网+业务实现营收23.53亿元，2014-2017年间年均复合增长率达到225.87%，占营收总额比重从2.06%提高至28.65%；实现毛利5.31亿元，2014-2017年年均复合增长率达到304.89%，对毛利总额贡献从0.71%提高至24.37%。

图表26：互联网+业务营收占比迅速提升



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

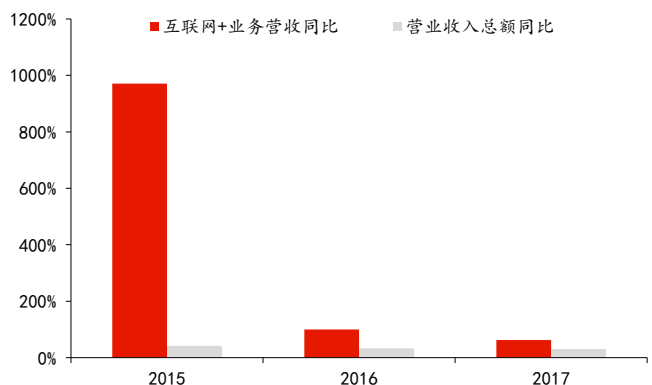
图表27：互联网+业务毛利占比迅速提升



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

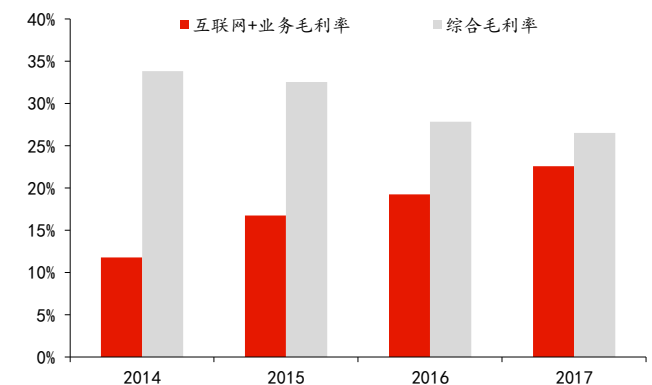
互联网+业务营收增速高于公司营收总额增速，毛利率不断提升，对公司业绩形成积极影响。2015-2017年，互联网+业务营收增速和毛利增速趋缓，但是仍大幅高于同期营收总额和毛利总额增速：2017年，互联网+业务营收增速61.83%，超过营收总额增速30.86个百分点；毛利增速89.64%，超过当年毛利总额增速64.77个百分点。同时，在公司综合毛利率逐年下降的同期，互联网+业务的毛利率快速上升，从2014年的11.76%提高至2017年的22.57%，对公司利润产生积极影响。

图表28：互联网+业务营收增速趋缓，但增速仍高于营收总额同比



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表29：在综合毛利率下降同期，互联网+业务毛利率逐年上升



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

与国内主要房地产中介在线平台相比，虽然世联行互联网+业务开展较晚，但是已经在短时间内取得了规模上和营收上的领先优势，成为了在线房地产中介领域的龙头企业。就规模而言，房联宝在成立三年半时间里就完成了186座国内城市的服务布局。虽然绝对数量与房天下等老牌在线平台相比仍有一定差距，但是房联宝扩张速度更快，我们认为未来可以在较短时间内实现规模上的超越。就营收情况而言，2017年公司电商收入已经大幅超越其他数据可得在线中介平台，整体在线中介服务营收也仅次于房天下。

与其他房地产中介在线平台相比，公司互联网+业务毛利率仍然较低，这主要由于业务起步阶段需要较大前期投入所致。自2014年以来，业务毛利率水平已经稳步提高。我们认为，未来随着大规模投入降低，公司互联网+业务盈利能力或将进一步升高。

图表30：世联行互联网+业务/房联宝与国内已上市房地产中介在线平台比较（截至2017年12月31日）

公司名称	成立时间	布局规模	平台服务内容	电商服务营收 (亿元)	在线中介服务营收 (亿元)	在线中介服务毛利率 (%)
房联宝	2014	186座国内城市	新房推介和代理销售、经纪平台	23.53	23.53	22.57
房天下	1999	24个国家、658座城市	新房推介和代理销售、二手房经纪、家装平台、经纪平台、开发商平台	5.71	28.88	60.70
安居客	2007	34个国家、780个国内城市	新房推介和代理销售、二手房经纪、经纪平台、开发商平台	0.74		
三六五网	2006	39个国内城市	新房推介和代理销售、二手房经纪	2.80	3.89	93.88
Q房网	2012	30个国内城市	新房推介和代理销售、二手房经纪			
我爱我家	1998	11个国家、31个城市	新房推介和代理销售、二手房经纪			
房多多	2011	290个国内城市	新房推介和代理销售、二手房经纪、经纪平台			

资料来源：公司公告、公司网站、华泰证券研究所

互联网+业务能够迅速扩大并且对业绩形成强有力的推动，特别是毛利率的稳步提升，除了新业务开展产生放量规模效应外，我们认为还有两方面的原因。一方面，互联网+房联宝与公司原先的代理销售业务具有较强的协同作用。作为我国代理销售业务的龙头企业，世联行已经积累了丰富的开发商资源、营销服务商资源和线下服务网络。以房联宝为核心开展互联网+业务，将直接与线下以案场为核心的代理销售业务形成强大协同效应，使互联网+业务开展较为顺畅。

另一方面，公司的互联网+业务模式正在从传统的电商团购向盈利能力更强、进入壁垒更高的营销总包模式转变，这将进一步巩固世联行在交易服务领域的龙头地位。发展初期，房联宝的业务模式类似于搜房网的新房团购业务，向购房者销售团购优惠券，但目前已经逐步升级为渠道和营销总包平台。基于世联行自身具备的从项目营销策划到案场成交的全链条服务能力，互联网平台的加入将构筑起了线上线下一体营销的更强优势和更高壁垒。除了整合渠道获客收取团购服务费以外，还可以为项目提供广告投放、现场活动等整体营销服务，从而获取信息服务费、交易佣金和开发商营销服务费，增加单个项目的收入。

我们认为，随着未来与传统代理销售业务协同效应的深入、规模上继续铺开、渠道的持续增多和整体营销的深化，互联网+业务的营收规模、占比和毛利率有望进一步提高。

图表31：世联行互联网+业务发挥协同作用、升级营销模式，推动了业务快速发展

协同

- 利用丰富开发商资源、营销服务商资源和线下服务网络
- 线上网络服务补充线下案场服务

升级

- 基于自身从项目营销策划到案场成交的全链条服务能力，达到线上线下一体化营销的高壁垒
- 增加营收节点，提高单个项目收入

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

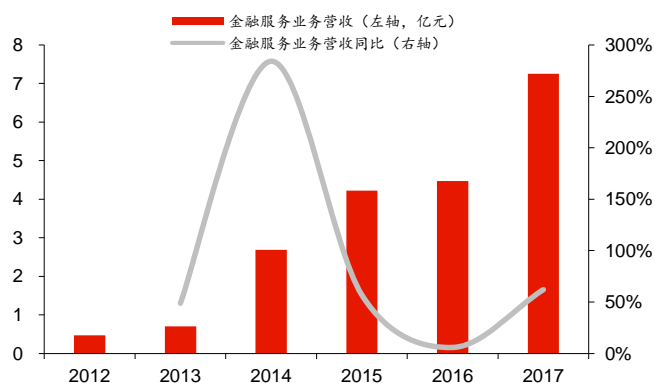
积极拓展房地产金融服务，打造房地产交易后服务体系

金融服务大放异彩，小额贷款独领风骚

除传统交易服务外，世联行积极探索交易后服务，打造房地产交易全链条服务体系。其中，房地产金融服务是目前公司交易后服务的主要内容和营收的主要贡献者。

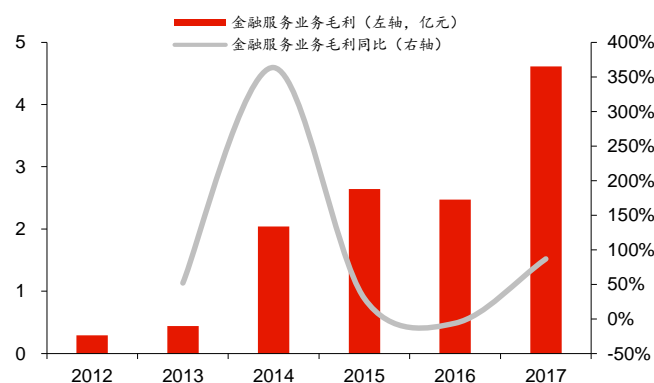
2017年，公司金融服务业务产品和渠道并举，营收和毛利均实现较大幅度的增长，增幅和毛利率水平较2016年有所回升。2017年，金融服务业务实现营收7.35亿元，同比增长62.19%；实现毛利4.61亿元，同比增长86.64%。同比增幅均高于公司营业收入总额和毛利总额的增幅水平。2017年金融服务业务毛利率达到63.59%，较2016年的55.26%提高8.33个百分点，恢复至2015年水平。2016年由于受到政策影响导致首付贷萎缩，贷款期末余额下降明显，导致营收增幅下降；同时由于加强风控带来的人员成本投入导致毛利率水平有所下降。2017年，通过研发上线更多信贷产品、有效整合超过320家行业渠道，积极进入存量市场。

图表32：金融服务业务17年营收大幅增加



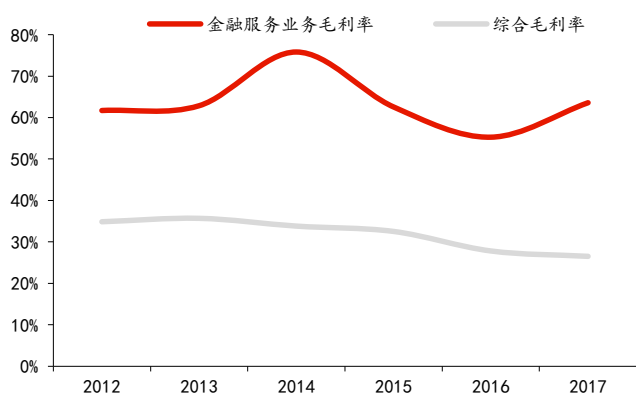
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表33：金融服务业务17年毛利大幅增加



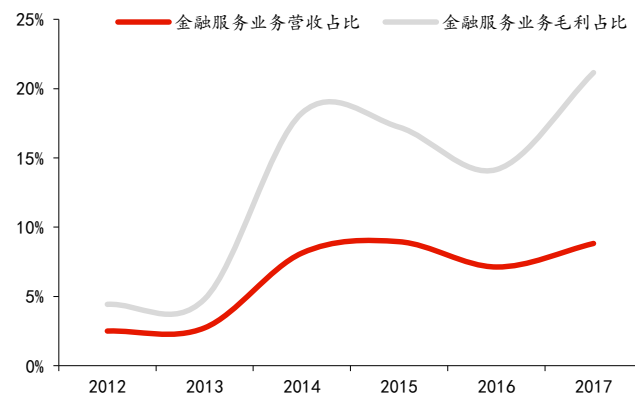
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表34：金融服务业务毛利率较高



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

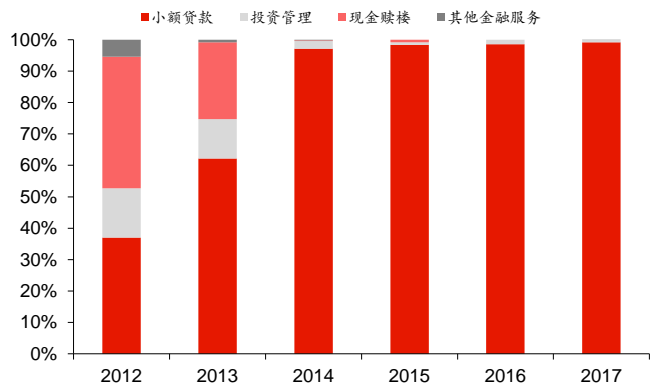
图表35：金融服务业务营收和毛利占比呈上升趋势



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

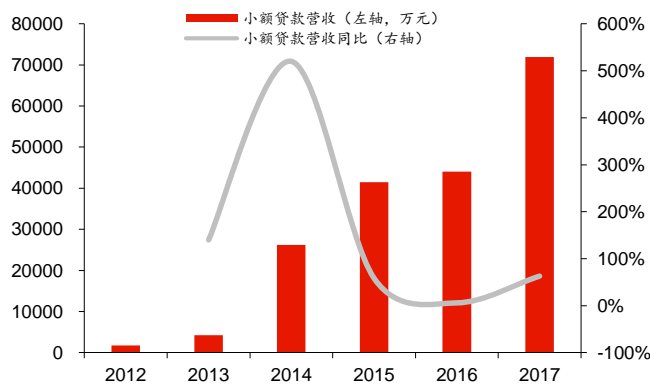
随着2013年公司在金融服务领域的战略调整，小额贷款比重持续提高。2017年小额贷款营收达到7.19亿元，占金融服务业务营收比重达到99%以上；投资管理业务实现营收528.45万元，占比仅0.73%。

图表36: 小额贷款业务对金融服务业务营收贡献提升迅速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表37: 小额贷款业务营收 17 年大幅增加

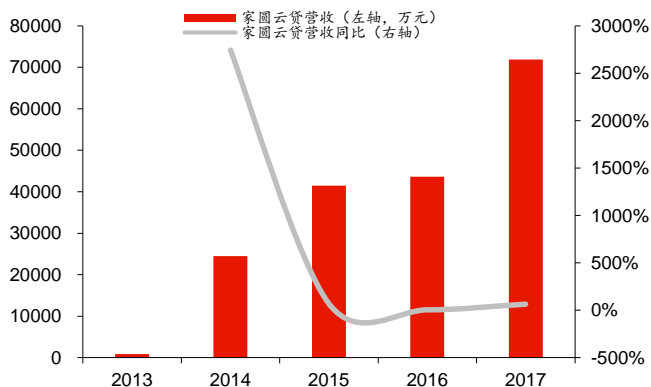


资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

小额贷款业务主要以 2013 年下半年推出的“家圆云贷”为主。2017 年家圆云贷房贷金额达到 114.94 亿元, 同比增长 280.77%, 实现营收 7.19 亿元, 占金融服务业务的比重也达到了 99% 以上。家圆云贷秉承“小额、分散”的特点, 2014-2016 年, 平均每笔贷款规模从 10.09 万元下降至 7.58 万元。

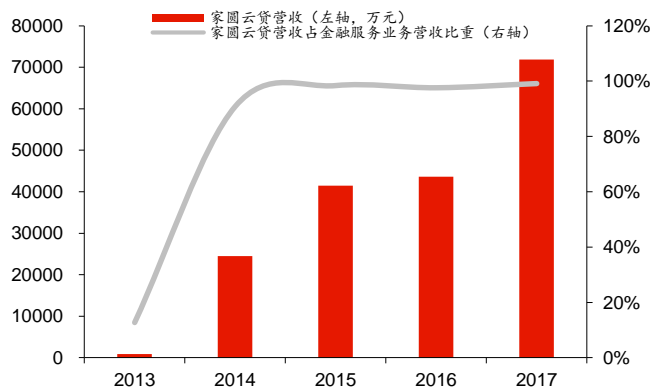
据公司公告披露, 家圆云贷中放量较大的是非交易性赎楼, 即 C 端客户向世联小贷借了钱后先向银行还款, 把房产证赎出来, 促进交易自由完成。世联行的金融业务中另一个特色业务是助贷业务, 即帮银行找贷款的对象。公司在整个房地产服务过程中, 积累了很多场景、客户和数据, 公司通过提供资源给银行从而获取服务费。

图表38: 家圆云贷 17 年营收大幅增加



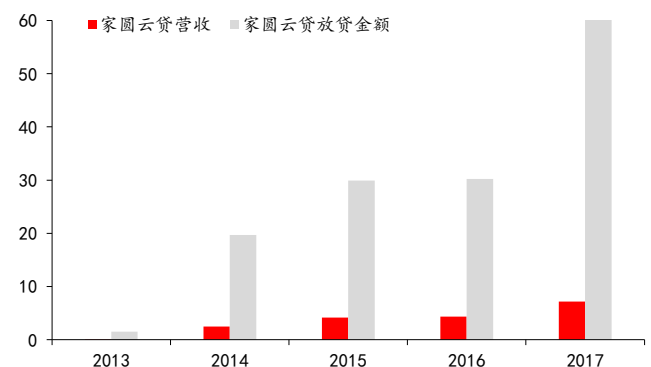
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表39: 17 年家圆云贷对于金融服务业务贡献达到 99% 以上



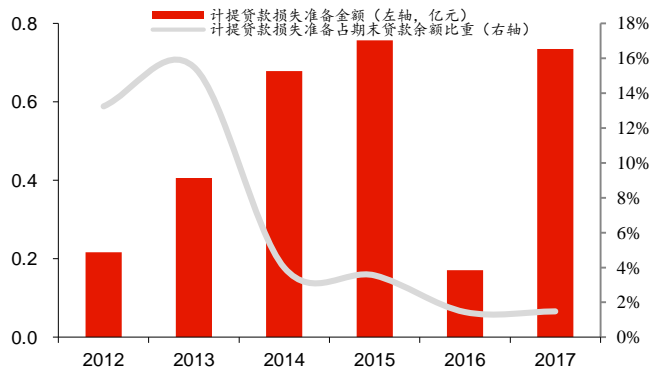
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表40: 17 年家圆云贷放贷金额同比增长 280%



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表41: 计提贷款损失准备占期末贷款余额比重持续降低



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

产品多样化、体系化，且风险控制取突破，或将进一步强化金融服务业务。在产品研发方面，在首付贷受到政策收紧后，公司主动由单一产品向综合产品体系转型，在2016年研发并上线针对8类场景客户需求的12款信贷产品后，于2017年升级“家圆云贷”为“乐贷”，目前已合计上线22款信贷产品，满足各类小贷需求。同时，旗下公司世联金融在2017年完成了多牌照资质规划，并已取得保理牌照。在风险控制方面，公司于2016年起加大了风控投入，2017年在大数据风控、反欺诈及决策引擎建设等方面取得关键进展，不良率下降明显。2017年公司计提贷款损失准备7345亿元，占期末贷款余额的比例仅为1.48%，与16年持平，与15年相比下降2.07个百分点。

开展多项新服务，满足多样场景需求

除了金融服务外，世联行还于2016年前后开展了装饰装修服务、社区管家服务和数据服务，满足房地产交易链条上各类场景需求，提高场景变现能力。其中，装饰服务业务依托公司长租公寓装修需求和B端开发商资源，已经形成一定规模。2016年，装饰服务业务布局27个城市，广泛接洽14大类别供应商，并与主要一线主材厂商形成战略合作关系，打造产品标准化与全供应链的集采平台。业务线持续引进行业优秀人才，研发20种风格的公寓装修产品和家装装修产品。

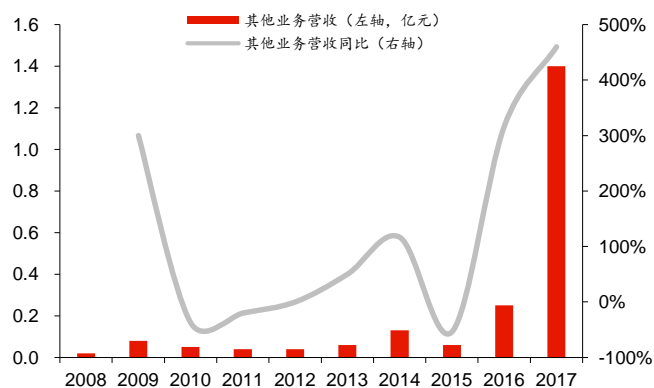
图表42：世联行其他交易后服务

交易后服务	服务内容
装饰服务	专注于公寓装修及家庭装修解决方案产品的研发，向机构客户及C端消费者提供一键式整屋装修方案，于2016年7月正式启动
社区管家	主要服务于中高端社区，联接社区物业管理服务公司，为小区业主推荐国内及海外新房楼盘项目、提供存量住宅租售等资产管理服务，通过定制化的系统服务，满足业主资产管理的需求，实现业主的物业增值和回报 截至2016年，社区管家服务已落地20个城市，进驻168个社区
数据服务	以客户大数据和城市数据为基础，致力于提供最匹配的资产服务解决方案。

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

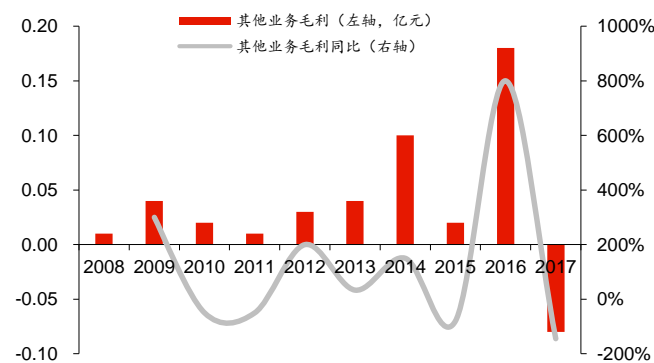
公司新开展业务通常以其他业务形式出现在会计报表中，营收和毛利的同比变化波动较明显，占当期营收和毛利的比重仍然低于2%。2014年启动“祥云战略”之后，公司着力于在房地产交易的各个环节向机构和购房者提供增值服务，营收自2015年起出现持续高速增长。但由于新业务开展初期投资较大，毛利仍有较大波动。

图表43：其他业务营收同比波动较大，近三年来持续高速增长



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表44：其他业务毛利同比波动较大，17年发生亏损



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

长租公寓发展势头强劲，存量市场业务值得期待

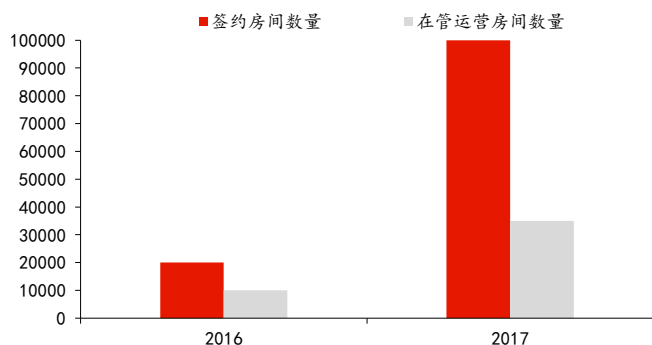
世联行的资产管理业务于 2016 年完成业务结构重组，形成了资产服务和顾问咨询两个业务体系。其中，资产服务业务主要针对存量物业市场，在 2011 年原有的基础物业管理服务之外，逐步拓展了小样社区（2015 年）、长租公寓（2015 年）、世联空间（2016 年）等细分业务。我们认为，以长租公寓为代表的资产服务业务规模快速扩大并逐渐体系化，或将提升公司在存量物业领域的市场份额并创造更多的服务场景，为日后业绩提升和抵抗行业周期和经济周期能力提供更多的可能性。

集中式长租公寓龙头，多途径融资加快发展

公司于 2015 年底开展长租公寓业务。截至 2017 年底，以规模计算，公司旗下红璞公寓已经进入我国长租公寓品牌第一梯队，成为全国最大的集中式公寓运营商之一。公司对长租公寓发展寄予厚望，积极拓展并给予持续支持。作为世联行第一个完整的 ToC 业务，公司认为长租公寓是联接存量资产、房东、投资者和租户的重要手段，也是叠加租赁金融、消费金融、装修等业务的重要场景。

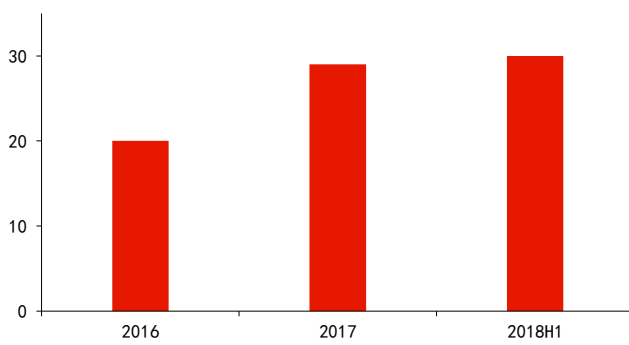
公司公寓项目规模迅速扩大，聚焦全国一二线主要城市。截至 2017 年底，签约房间数量超过 10 万间，在管运营房间数量超过 3.5 万间，较 2016 年底分别增加约 8 万间和 2.5 万间。截至 2018 年 7 月，公司公寓项目已经在包括北上广深在内的 30 座落地。其中，广州、武汉、杭州、成都、郑州、济南、厦门、西安、苏州等九大城市合计签约量占全国总签约量 90% 以上。

图表 45：世联行长租公寓规模增长（间）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

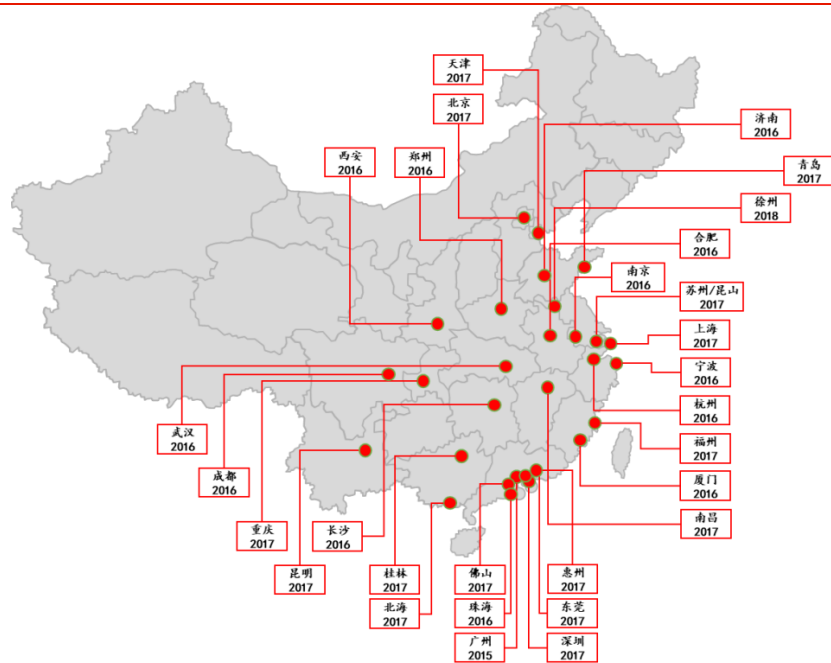
图表 46：世联行长租公寓业务已经进驻 30 座城市（个）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

在规模扩大的同时，公司公寓管理业务营收也实现较快增长，并有望在中短期内实现盈利。2017 年公司长租公寓平均出租率达到 81%，实现营业收入 2.08 亿元，同比增长达到 387.64%。

公司目前尚未披露长租公寓盈利情况，但公司预计通常情况下长租公寓开业三年即可实现盈利，单个十年以上公寓项目平均税前利润可以接近 15%。根据公司测算，对单独一间长租公寓来说，以纯租金差计收入，运营第一年预计亏损 30%-40%，主要由于收房成本、装修物料和时间成本以及获客成本所致。运营第二年，公寓项目出租率会逐步提高并稳定在 90% 或更高水平，基本可以达到盈亏平衡。从第三年开始，公寓运营将逐步实现盈利。与此同时，由于公司长租公寓规模的扩张和口碑的建立，单间公寓管理成本和出房成本将降低，市场美誉度提高，平均出租价格有望进一步提升。这都将有利于公司长租公寓业务在较短时间内实现整体盈利。

图表47：截至2018年7月，世联行长租公寓项目主要布局在一二线核心城市


资料来源：公司网站、华泰证券研究所

公司长租公寓房源来自于向第三方租赁，以“聚焦整租，适当涉入集中式散收”为发展策略，采用集中式为主、分散式为辅的布局模式切入长租公寓市场，目前全国集中式社区超过100个。集中式布局是指整栋房屋均用于租赁住房用途，而非以单个房间形式分散在不同区域。公司目前在广州、武汉、杭州等低也有较少的分散式项目，但分散项目以集中分散的形式存在，即不同房间虽然在不同楼，但是仍集中在一个小区。

与目前规模排名靠前的集中式长租公寓运营商相比，世联行公寓项目规模位居前列、产品线档次分明，是集中式长租公寓行业龙头。截至2017年底，世联行公寓项目已开业运营房间数超过3.5万间，仅次于魔方公寓的4万间。公寓项目按照客群收入清晰地分为三个档次：针对高收入人群的公馆系列、针对大学生和普通白领的品质青年公寓，以及针对企业员工宿舍需求的蓝领公寓。针对不同档次的产品，既可以满足不同人群的特殊需求，也可以进行相应的定价、提供满足不同需求的社区服务，提高市占率。

我们认为，公司主要采用集中式布局方式，或可得益于集中式布局社区感营造所带来的消费升级潜力和长期租约带来的资产增值收益，提升品牌价值。集中式居住有利于布局线下场景、创造公共空间、营造社区感，满足住客社交和日常生活需求；集中式布局的收房租约平均10-15年，长于分散式布局3-5年的水平，有利于进行长期资产运营和管理并分享资产增值收益，也可以形成较为稳定的、有社群的品牌。

我们预计，公司长租公寓采用的轻资产模式利于规模快速扩张，且长租公寓业务与其他业务具有协同发展潜力，未来或将继续保持行业龙头地位和优势。世联行长租公寓和魔方公寓均采用轻资产的发展模式，即房源来自于向第三方租赁而非自持，而开发商背景的万科泊寓、旭辉领寓及龙湖冠寓采用轻重混合的形式。虽然重资产自持物业的模式在成本和租约上具有一定优势，但是轻资产模式有利于长租公寓运营商在短期内扩大规模、提升市占率。与目前仍未上市、业务单一的魔方公寓相比，世联行作为上市公司，融资渠道更加多样，且长租公寓业务可以与自身交易、金融、装修、物业等其他业务产生协同效用，更具竞争和发展优势。

图表48：世联行长租公寓业务与其他主要集中式长租公寓运营商比较

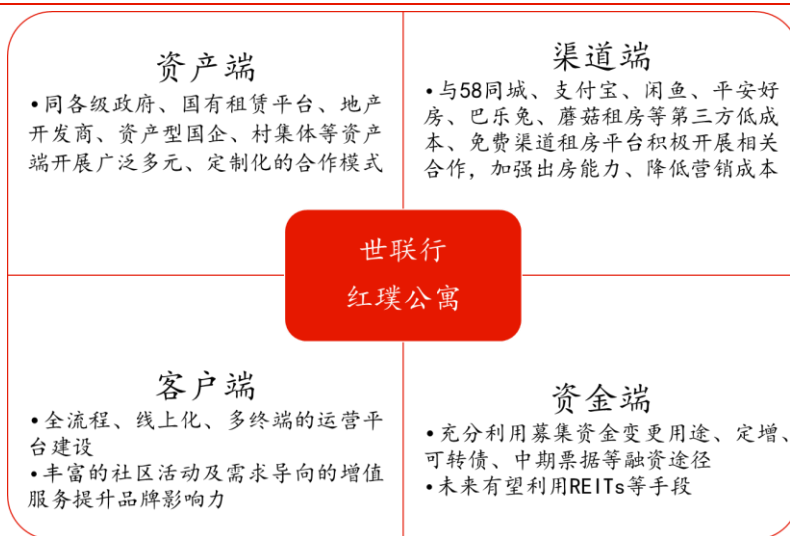
品牌	成立时间	发展规模	发展目标	产品线
世联行 红璞公寓	2015.8	29个一二线城市 已运营房间 > 3.5 万间 已签约房间 > 10 万间	2020 年累计签约 50 万-60 万间， 远期目标 100 万间	公馆系列：面向注重服务与品质体验的城市金领、企业高管或国外高管等 品质青年公寓：主要面向大学生和普通白领 蓝领公寓：针对企业员工的宿舍需求
魔方公寓	2008.9	20 个一二线城市 已运营房间 ~ 4 万间	2018 年增加房源 5-8 万间	魔方公寓：面向中高端精英人群 魔方公寓：面向具有独立居住需求的白领人群 9 号楼：面向工作生活在城市中心、CBD 等区域的人力密集型企业从业人员
万科泊寓	2016.5	29 个一二三线城市 已开业房间 > 3 万间 已签约房间 > 10 万间	2018 年新获取 ≥ 10 万间、新开业 ≥ 5 万间	泊寓：根据区位和户型区分档次，面向注重生活品质、社交和居住安全的青年白领人群
旭辉领寓	2016.3	18 个一二线城市 已运营房间 > 2 万间	2022 年运营房间数量 ≥ 20 万间	博乐诗服务公寓：主打品质房型+多功能社交空间+管家式服务，面向对居住和服务有更高品质要求的外企高管和商务金领 袖米国际社区：主打精致房型+多功能社交空间+社群服务，面向有一定经济能力但尚无购房能力，看重环境、社交等附加功能的企业白领 菁社青年公寓：主打精小房型+多功能使用区域+共享空间，面向支付能力一般，对租房有安全、便捷、性价比要求的社会新人
龙湖冠寓	2016.8	14 个一二线城市 已运营房间 1.5 万间	2020 年内形成规模优势，进入行业 前三，营收规模实现 20 亿元	核桃：大户型+小公区，轻奢化服务型公寓，硬件与服务配比 4:6，面向有较高支付能力的高端客群 松果：标准化+增值服务，商业与社交融合，硬件与服务配比 7:3，面向有一定经济能力并注重社交生活品质的中端客群 豆豆：小房间+大公区，选配化功能，第三方 O2O，硬件与服务配比 3:7，面向支付能力较弱的“轻客”

注：发展规模均截至 2017 年底

资料来源：公司公告、公司网站、华泰证券研究所

我们认为，通过有效连接资产、渠道、客户和资金，或将实现长租公寓规模加速发展、进一步提高市占率，并增厚盈利空间。目前，公司已加强与资产端和渠道端的合作，多管齐下进一步提升客户端的品牌影响力，并充分利用各种融资渠道加码长租公寓投资。

图表49：截至 2018 年 7 月，世联行长租公寓项目主要布局在一二线核心城市



资料来源：华泰证券研究所

资产端方面，2017 年，公司叠加公司多业务资源，同各级政府、国有租赁平台、地产开发商、资产型国企、村集体等资产端开展广泛多元、定制化的合作模式，实现了签约十万元的年度目标。渠道端方面，公司已经与 58 同城、支付宝、闲鱼、平安好房、巴乐兔、蘑菇租房等第三方低成本、免费渠道租房平台积极开展相关合作，加强出房能力、降低营销成本。

客户端方面，公司完成了全流程、线上化的运营平台建设，提升公司整体运营效率；完成了官网、微信、APP多终端的C端产品输出，建立了线上房源分发能力和线下会员聚客能力。同时，在长租公寓运营中，通过丰富的社区活动来提升社区感（例如社区抖音挑战赛），通过便捷化、多样化和需求导向的增值服务增强住户粘性（例如毕业生优惠、搬家服务、软装购买等），提升了C端品牌影响力。

图表50：世联行长租公寓通过全流程在线服务、丰富社区活动和需求导向的增值服务提升C端品牌影响力



资料来源：世联红璞App、华泰证券研究所

资金端方面，公司充分利用募集资金变更用途、定增、可转债、中期票据等方式为长租公寓发展筹集资金。在长租公寓成本摊销期结束之后，资产包利润水平将直线提升，有望为未来进入REITs等领域奠定基础。

图表51：世联行运用多种融资手段为长租公寓业务发展筹集资金

时间	融资渠道	内容	目前状态
2016.7	定增	向不超过10位特定投资者发行不超过285306704股，募集不超过20亿元，用于长租公寓建设项目，项目总投资约24.79亿元	2017年5月，受到再融资政策法规、资本市场环境、融资时机等因素变化影响，终止本次非公开发行股票事项
2017.6	中期票据	注册及发行不超过16.7亿元中期票据，期限不超过5年，用于偿还金融结构借款、补充流动资金和长租公寓建设项目	2018年4月，获交易商协会批准注册
2017.8	变更部分募集资金用途	变更2009年8月首次公开发行股票部分募集资金约11611.64万元及2015年5月非公开发行股票部分募集资金约75143.20万元，合计约86754.83万元，用于长租公寓建设项目	2017年9月，获公司2017年第二次临时股东大会通过
2017.10	可转债	发行A股可转换公司债券总规模不超过17.3亿元，用于长租公寓建设项目，总投资额预计19.1684亿元，计划建设5.32万间长租公寓	2017年11月，获证监会受理

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

工商物业运营布局全国，资产证券化加速规模扩大

公司工商物业运营业务主要依托“世联商业”、“世联空间”和“小样青年社区”三个品牌进行。其中，“世联商业”为客户提供商业策划、招商、销售及运营服务，截至2016年底已进驻50个城市，服务于超过600个综合体项目。“世联空间”品牌针对办公物业，截至2017年底，已在全国13个城市落地了30个项目，运营管理面积达16万平方米，其中有3个轻资产托管项目，实现了“世联空间”品牌和运营管理输出。“小样青年社区”针对众创空间，由世联行和清控科创合资成立，是以“创业办公”为核心，集工作、社交、娱乐为一体的复合型创业社区，能够为不同规模、不同阶段的创业团队提供多形态的创业办公空间，满足创业团队和企业全生命周期的办公需求。

图表52：世联行旗下工商物业运营品牌

品牌	定位	规模及分布	提供服务
世联商业	商业物业	服务600+综合体项目，分布于全国50各城市	商业策划、招商、销售及运营服务
世联空间	办公物业	共30家，分布于北京、广州、深圳、成都、东莞、杭州、济南、南京、宁波、天津、武汉、西安和重庆	空间服务：包括独立办公、开放式工位、前台接待、茶水区、洽谈室、活动展示区、多媒体会议室等 行政服务：复印/打印、快递收发、机酒预定、快餐预定、用车预定、图书借阅、名片设计/印刷、办公用品采购、来访接待、全面保洁和24小时安保监控等 第三方服务：包括中介代理服务、金融服务、营销推广服务、IT服务、生活娱乐服务、办公家具采购服务、人才招聘服务、办公设备租赁服务等
小样青年社区	众创空间	共13家，分布于北京、广州、深圳、厦门、重庆、成都和苏州	小样秘书：涵盖公司行政各方面，包括复印/打印、快递收发、机酒预定、快餐预定、申请政府补贴、用车预定、图书借阅、名片设计/印刷、办公用品采购、会议室及会务服务和来访接待 第三方服务：遴选优质企业级服务供应商，如简简办公、微链、公司宝等 定制服务：包括技术支持及转移服务、产业链及市场服务、媒体服务（小样新媒体）和金融服务（小样金融）

资料来源：公司网站、华泰证券研究所

注：世联商业规模及分布截止于2016年12月；世联空间和小样青年社区规模及分布截止于2018年7月

由于业务较新且公司对于工商物业运营和小样社区投入较大，15年以来工商资产运营和小样社区发展较为迅速。2017年工商资产运营业务实现营业收入8911.71万元，较2016年业务成立时增长约21倍；小样社区业务实现营业收入2986.42万元，同比增长94%，高于2016年11.72%的水平。

2018-2020年，公司计划扩大工商物业运营规模和布局，特别是以世联空间为主的办公物业。三年内，公司在全国“8+12”个城市对世联空间进行重点布局。8座核心城市包括广州、北京、上海、深圳、杭州、武汉、南京和成都；12座重点城市包括天津、重庆、济南、宁波、青岛、西安、郑州、苏州、厦门、合肥、长沙和大连。公司将在全国创建并运营200个世联空间工商物业项目，实现管理运营总办公面积达100万平方米。

目前，公司正积极通过资产证券化手段为工商业务运营提速发展进行融资。2018年2月，公司公告（2018-028）披露称，公司及子公司世联君汇拟通过开源证券设立“世联空间信托受益权一期资产支持专项计划”，拟发行资产支持证券规模不超过1.2亿元（优先级不超过1.1亿元），预计期限不超过5年。该计划的底层基础资产为公司与杭州和广州相关商办物业的未来租金收入及服务收入。该专项计划已于6月获得深交所无异议函。

物业管理面积持续扩大，冀与其他业务协同发展

世联行通过收购兼并物业公司股权，进入物业管理行业。2012年，公司以2100万元收购青岛雅园物业管理有限公司60%股权，涉足物业管理；2013年底，再以7800万元收购北京安信行物业管理有限公司60%股权，进一步拓展公司物业管理规模。目前，公司具有物业管理一级资质；旗下北京安信行已经通过国际质量管理ISO9001、环境管理ISO14001、职业健康安全管理体系OHS18001认证，全面贯标实施三大体系。

目前公司主要试行包干模式和酬金模式相结合的混合业务模式，从早期办公场所选址和租赁建议、日常物业维护和服务，及后期建筑物改造等全流程业务。在合同约定范围内采用包干模式，由业主向公司支付固定物业服务费用，盈亏由公司享有或承担。若产生合同约定范围外的服务，则采用酬金模式，公司在预收的物业服务资金中按约定比例或者约定数额提取酬金，其余全部用于物业服务合同约定的支，结余或不足均有业主享有或承担。

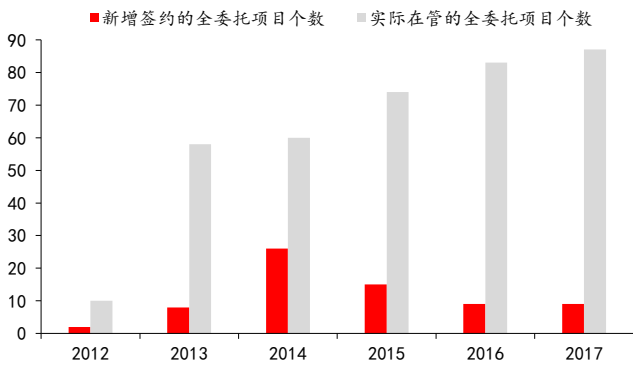
图表53：世联行物业管理提供全流程业务

物业管理服务	服务内容
建筑物维护与运作	建筑及设备设施管理、环境维护、废弃物处理、安全保障、灾害防御等一切保障物业正常使用和运行的基础性工作
不动产及空间管理	办公场所早期选址及租赁建议，办公空间规划及分配、配套设施规划、空置物业管理等
办公支持服务	辅助性行政管理、办公家具及物资管理、后勤支持、邮件和信息管理、交通和车辆管理、会议服务和接待等支持业主主营业务的外延服务
外部协调和监管	分包合同管理与服务商监管、改造项目管理、外来施工及二次装修管理

资料来源：公司网站、华泰证券研究所

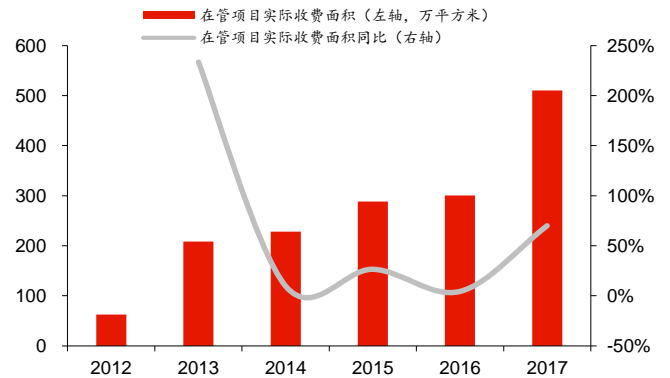
依托收购兼并和优质服务，公司物业管理业务拓展速度较快。2017年公司新增签约全委托项目有9个，实际在管全委托项目数达到87个。在管项目实际收费面积持续提高，2017年底达到510.38万平方米，同比增长69.91%。目前，公司物业管理业务服务的客户涵盖诸多知名企业和政府机关，包括百度、联想、小米等高科技企业，国开行、中国移动等大型国企以及民主党派大楼、青岛海洋国家科学与技术实验室等政府机构和科研院所。

图表54：物业管理业务实际在管项目数量逐年增加



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

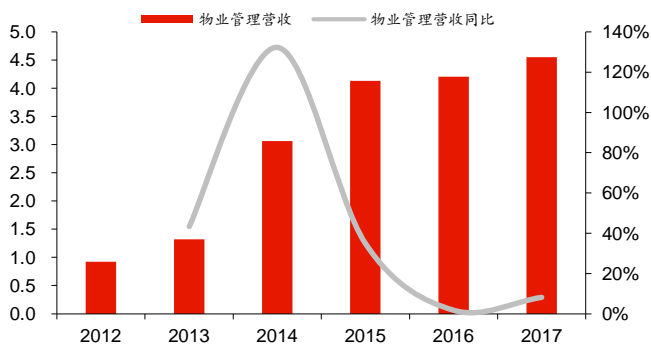
图表55：物业管理业务在管项目收费面积逐年增加



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

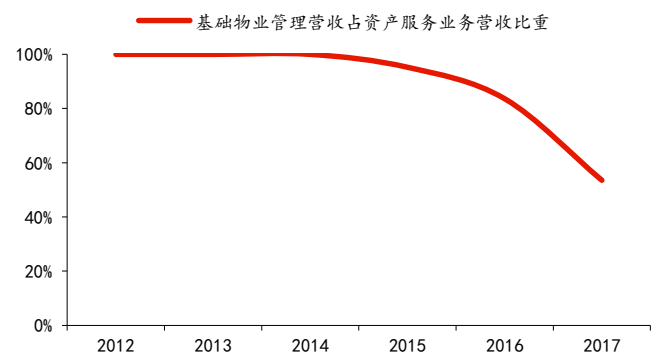
物业管理业务收入持续增加，17年同比增幅略有回升。2017年公司物业管理业务实现营收4.55亿元，同比增长8.14%；2016年，公司出售青岛雅园60%股权以为公司下一步战略发展集中优势资源，导致营收同比增速下降至1.75%。随着公司资产服务业务的拓宽，物业管理业务营收占比逐渐下降(2017年53.58%)，但目前仍是资产服务业务营收主力。

图表56：17年物业管理业务营收同比增幅回升



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表57：物业管理业务仍是资产服务业务营收主要贡献者



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

与我国百强物业管理企业相比，世联行物业管理业务的规模仍然较小、营收水平仍然较低。中国指数研究院《2018中国物业服务百强企业研究报告》显示，2017年我国百强物业的平均管理面积均值为3163.83万平方米，在管项目数量均值为178个，平均实现营业收入约7.42亿元，分别是世联行物业管理业务的6.20倍、2.05倍和1.63倍。

我们认为，世联行物业管理以办公物业为主，与公司工商物业运营业务、资产管理业务等或可产生一定协同效应。同时，公司目前对工商物业运营未来规模有明确的目标，对资产管理业务发展也抱有较大期望，或将公司办公物业管理业务发展。

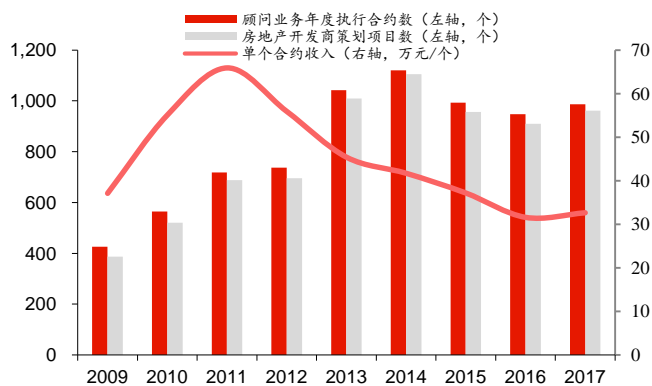
行业需求疲弱，顾问策划业务增长放缓

顾问咨询业务是公司最早开展的业务之一。我们认为，顾问策划业务位于整个房地产服务产业链的最前端，可以有效巩固与开发商的关系，为之后的代理销售业务、互联网+业务、资产管理业务和金融业务提供有效的入口，强化全链条服务体系、提高场景变现能力。

公司顾问咨询业务以房地产开发策划为主，受土地成交量影响较大。2014-2016年全国土地成交量下滑，公司顾问咨询业务项目（特别是房地产项目）数量下降。2016年以来，土地成交量回升，合同数量相应小幅回升。17年公司年度执行和约数987个，同比增加40个，但仍然低于15年993个的水平；其中房地产开发策划项目数961个，同比增加51个。

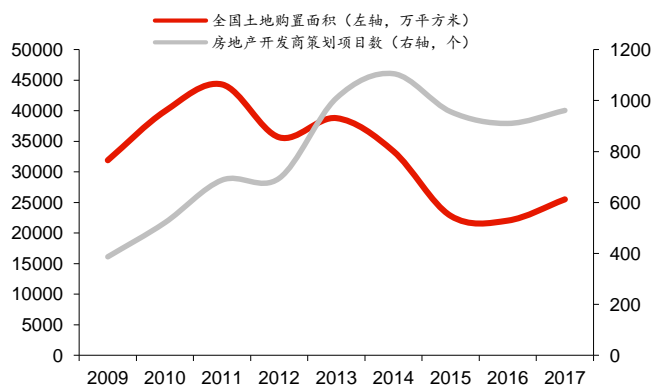
2017年，公司单个顾问合同收入实现回升。2017年顾问策划业务单个合同平均收入为32.62万元，同比提高3.33%，是2012年以来首次实现同比增长。

图表58：17年顾问执行合同数略有反弹，单个合同收入呈下降趋势



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

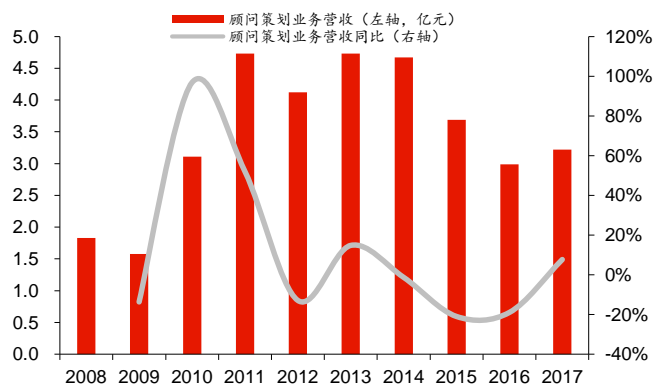
图表59：房地产开发策划项目数与全国土地成交量趋势大致相同



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

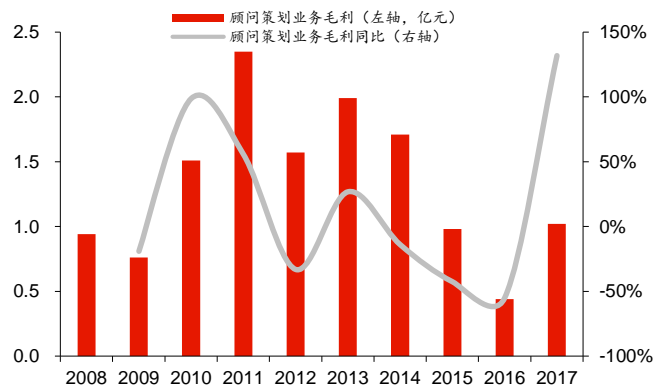
受到房地产行业整体影响（包括土地成交量总体呈下降趋势）和公司自身业务调整影响，顾问策划业务营收和毛利占比持续下降，从2008年的35.81%和46.08%，下降至2017年的3.92%和4.68%

图表60: 17年顾问策划业务营收略有回升



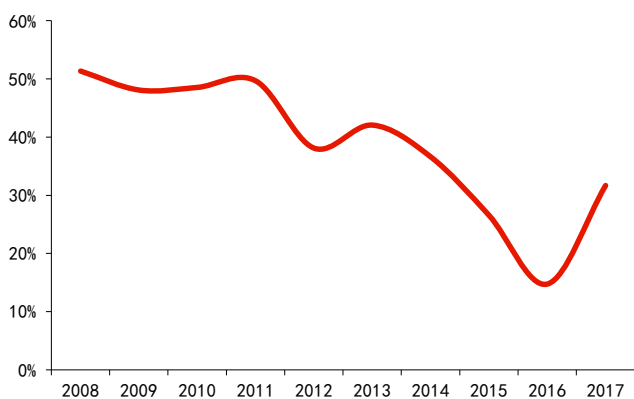
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表61: 17年顾问策划业务毛利回升



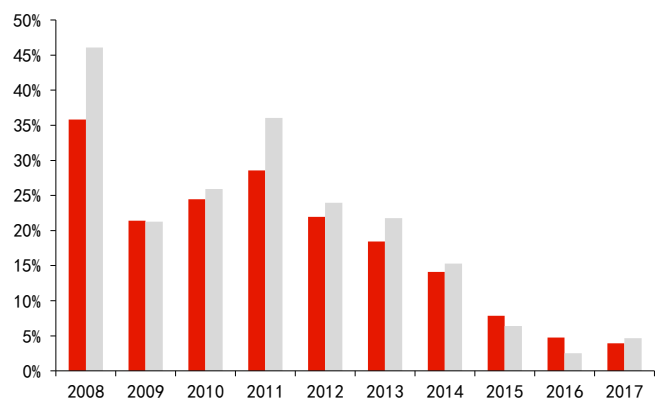
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表62: 17年顾问策划业务毛利率略有回升



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表63: 顾问策划业务营收和毛利占比均持续下降

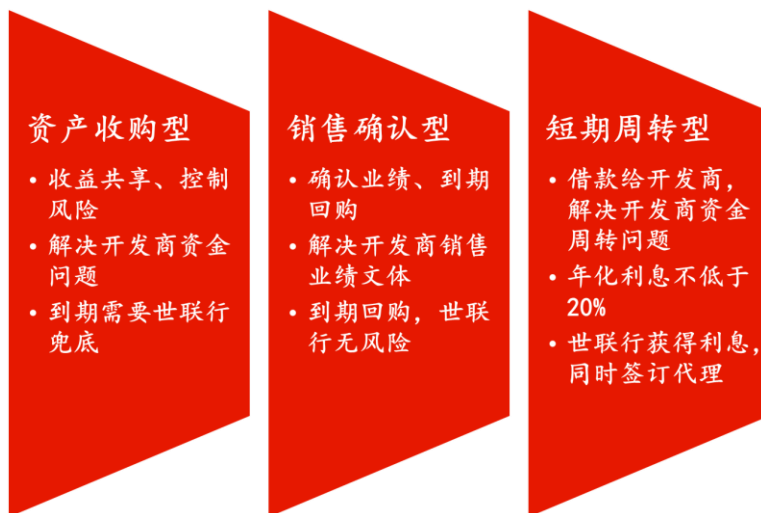


资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

资产投资业务日渐成熟，力争国内首单写字楼公募 REITs

公司资产管理业务致力于提供行业领先的不动产金融投资及不动产金融化服务。其中，资产投资业务通过“销售权收购”的方式，通过获得一定期限内的独家销售权，凭借公司领先的代理销售能力，获得销售溢价收益。这既能解决开发商资金和销售业绩问题，也能带来较高收益回报。截至 2017 年底，公司累计投资 12 个项目，资产规模 66 亿元，管理规模 28 万平方米。

图表64： 三种“销售权收购”业务模式解决开发商不同资金和业绩需求



资料来源：公司网站、华泰证券研究所

资产管理业务专注于商办和住宅领域的存量物业，以专业的筛选和价值判断能力为依托，并以资产运营能力和强大的全国销售平台为基础，对不动产提供价值评估、交易设计、交易执行、融资解决、管理物业服务,实现物业价值提升；另通过散售、整售和资产证券化等方式实现退出投资，实现物业的快速变现并获取收益。目前公司的资产管理业务包括偏融资和偏投资共两大类 6 小类，过往著名案例包括收购上海晶品中心写字楼、获得上海哥伦比亚公园的收益权，以及为苏州东方之门项目提供融资。

公司公告披露称，如果今年公募 REITs 可以实质性落地，公司将积极争取发行中国第一单写字楼公募 REITs。

投资建议

核心假设:

- 1 线下代理销售业务保持龙头优势，互联网+业务规模继续扩大，毛利率继续改善
- 2 以小额贷款为主的金融服务业务将持续较快增长
- 3 长租公寓业务规模继续扩大，保持规模优势和龙头地位，并逐步实现减亏和盈利

估值假设:

1 代理销售业务: 我们依据如下公式进行预计: 代理销售业务营收=全国房地产销售金额 * 世联行代理销售业务市占率 * 已结算代理销售额占签约代理销售额比重 * 代理收费平均费率

(1) 根据中期策略报告和行业趋势, 我们判断一二线城市销售金额同比增长 0%、1%和 5%, 三四线城市增长-10%、0%和 3%, 由此得到 2018-2020 年全国房地产销售金额。

(2) 以 2017 年为基础, 我们假设 2018-2020 年市占率分别为 4.7%、4.9%和 4.8%, 各年佣金率分别为 0.86%、0.88%和 0.87%。我们认为, 由于目前较为严格的房地产销售和融资政策尚无放松迹象, 中小房企资金链将持续紧张, 销售难度将进一步加大, 使公司作为新房代理销售龙头企业优势进一步体现, 公司在全国房地产销售金额中的市占率以及平均佣金率在短期内将提高。但长期来看, 随着整体销售情况好转, 开发商自销的比重可能增长, 公司代理销售市占率和佣金率将回落。

(3) 我们假设 2018-2020 年已结算代理销售额占签约代理销售额比重保持在 80%。自公司上市以来, 已结算代理销售额占签约代理销售额比重维持在 80%左右。

(4) 我们取过去三年代理销售业务毛利率平均值 35%作为 2018-2020 年代理销售业务毛利率。由于代理销售业务的营业成本主要是人员成本, 与代理销售业务规模呈一定比例, 因此我们认为代理销售业务毛利率将保持稳定。

2 互联网+业务: 营收增速方面, 以 2017 年的营收增速为基数, 我们假设 2018-2020 年的营收增速分别为 50%、40%和 30%。我们认为互联网+业务与代理销售业务同属新房交易服务, 与代理销售业务的发展趋势相似, 因此互联网+业务的增速在短期内将维持目前的高增长, 但由于互联网+业务已经基本实现全国布局, 因此增速不及以往。毛利率方面, 根据互联网+业务历史毛利率变化趋势, 我们假设 2018-2020 年互联网+业务毛利率分别为 27%、30%和 33%。由于互联网+业务具有一定的规模效应, 且电商团购模式升级为营销总包模式增厚利润率, 因此我们认为互联网+业务毛利率将逐步提高。

3 经纪业务: 根据公司过去年三年经纪业务营收增幅和营业成本增幅, 我们假设 2018-2020 年经纪业务营收增幅分别为 20%、15%和 10%, 毛利率均为-200%。公司经纪业务规模较小, 已经连续多年亏损, 16 年与 17 年毛利率均为-200%左右。

4 资产服务业务: 公司资产服务业务中, 基础物业管理、长租公寓和工商资产运营业务占比较大且公开信息相对较多, 小样社区和其他资产服务业务占比较小且公开信息较少。因此, 对于资产服务业务的预测以基础物业管理、长租公寓及工商物业运营为主。

(1) 基础物业管理: 我们以 实际收费面积 * 平均物业管理费 来预测基础物业管理营收。公司过去 3 年计算得到平均物业管理费用及中国指数研究院《2017 中国物业服务百强企业研究报告》均指出, 办公物业平均物业管理费用近三年稳定在 7.9 元/平/月。由于物业管理业务并非公司未来资产服务发展的重点, 我们假设 2018-2020 年实际收费面积增速以过去三年收费面积平均同比增速有所下降, 分别同比增长 22%、20%和 18%。

(2) 长租公寓: 我们以 平均每间房月租金 * 12 * 开业房间总数 * 出租率 来预测长租公寓营收。根据世联红璞目前可租房源均价, 我们假设 2018 年平均每间房月租金为 800 元/平, 以后每年递增 10 元/平。2016 年公司共开业运营房间约 10000 间, 2017 年底共开业运营房间约 35000 间。由此, 我们假设 2018-2020 年, 每年新开业房间约 25000 间。根据公司测算, 开业第一年出租率较低, 第二年出租率提高, 第三年持续提高并陆续达到 90%及以上。由此, 我们假设开业第一年出租率为 50%, 第二年为 70%, 第三年达到 80%, 第四年开始达到 90%。

(3) 工商物业运营：我们以 营运面积 * 单位面积营收 来预测工商物业营收。公司计划至 2020 年底，达到 100 万平方米。我们以此目标来计算 2018-2020 年各年运营面积的复合增长率，并假设每平方米营收保持不变。

(4) 资产服务业务毛利率：考虑到过去三年公司资产服务业务毛利率同比增长水平，我们假设 2018-2020 年资产服务业务毛利率同比增幅分别为-30%、-40%和-38%。我们预计，2018-2020 年公司仍将加大长租公寓业务和工商物业运营业务投资，短期内营业成本仍将较快增长。但我们预期长租公寓利好政策的出台和公司装修业务的发展将降低长租公寓前期收房和装修成本；同时，长租公寓、工商物业运营等业务在未来几年将陆续减亏增利。这两方面都将减少资产服务业务亏损水平或增加利润水平。

5 顾问策划业务：我们以 年度执行合约数 * 单个合约收入 来预测顾问策划业务营收。我们假设公司 2018-2020 年年度执行合约数同比增幅均为 2%。公司年度执行合约数与全国土地购置面积趋势大致相仿。我们判断 2018-2020 年全国土地购置面积持续增长，增幅较小但保持平稳，因此公司年度执行合约数量也保持平稳小幅上升。同时，我们假设 2018-2020 年单个合约收入保持年均 1% 的增幅。由于顾问策划业务成本主要为工资等固定成本，并考虑到过去三年公司顾问策划业务毛利率同比增长水平，我们假设 2018-2020 年公司毛利率水平保持在 32%。

6 金融业务：我们假设，2018-2020 年公司金融业务营收同比增幅分别为 60%、55%和 45%，毛利率分别为 63%、64%和 65%。目前，公司金融业务以小额贷款为主。随着消费升级和金融行业持续开放和规范化，我们预计公司金融业务将持续快速发展，但随着该领域竞争加剧，营收增速可能放缓。同时，随着放款余额增加，金融业务将形成一定的规模效益，营业成本将有所降低，毛利率将进一步提升。

7 其他业务：我们以历史平均增幅 25%作为 2018-2020 年其他业务的营业收入和营业成本同比增幅。目前公司的其他业务以新增的交易后服务为主。其他业务的历史营收和毛利率变化波动较大，但公司有意加强交易后服务的投入，取历史均值仅作保守估计。

我们认为公司代理销售业务将维持龙头优势，同时公司在房地产新房交易服务、交易后服务和存量物业市场积极拓展，互联网+业务、金融服务、长租公寓等非代理销售业务将持续较快增长，打造房地产服务全链条以形成更多盈利点和更高壁垒。我们给予公司 2018 年、2019 年、2020 年 EPS 0.58 元、0.75 元和 0.98 元的盈利预测。

由于世联行主要营收和毛利来源为新房代理销售，与传统房地产开发销售业务关联度较高，与 A 股上市公司中非开发类房地产企业可比公司业务类型存在一定差异。我们按照两种方法给予公司 PE 估值判断。第一，参考 A 股上市公司中非开发类房地产企业可比公司 2018 年 PE 估值中位值 18.51 倍（截至 2018 年 8 月 16 日），认为可在此基础上给予 25%-35% 的估值折价，即 2018 年 12.03-13.88 倍 PE 估值作为公司的参考合理估值区间。第二，我们取开发类与非开发类房地产企业 2018 年 PE 估值均值。参考销售规模 TOP50 房地产开发公司中 A 股上市公司 2018 年 PE 估值中值 6.71 倍（截至 2018 年 8 月 16 日），开发类和非开发类可比公司 PE 均值约 12.61 倍。结合两种判断方法，从谨慎性原则出发，我们最终给予公司 2018 年 12.6-13.6 倍 PE 估值，目标价 7.31-7.89 元，予以“买入”评级。

图表65: 盈利预测假设 (单位: 亿元, 特殊注明除外)

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	82.12	106.77	137.12	169.68
其中: 代理销售业务	37.79	41.21	44.20	44.55
互联网+业务	23.53	35.30	49.42	64.24
经纪业务	0.43	0.52	0.59	0.65
资产服务业务	8.49	13.08	19.33	27.90
顾问策划业务	3.22	3.32	3.42	3.52
金融服务业务	7.25	11.60	17.98	26.08
其他业务	1.40	1.75	2.18	2.73
营业成本	60.33	79.56	103.39	127.07
其中: 代理销售业务	24.15	26.78	28.73	28.96
互联网+业务	18.22	25.77	34.59	43.04
经纪业务	1.31	1.60	1.90	2.16
资产服务业务	10.33	17.01	27.06	38.51
顾问策划业务	2.20	2.26	2.32	2.39
金融服务业务	2.64	4.29	6.47	9.13
其他业务	1.48	1.85	2.31	2.89
毛利率 (%)	26.53%	25.49%	24.60%	25.11%
其中: 代理销售业务	36.11%	35.00%	35.00%	35.00%
互联网+业务	22.57%	27.00%	30.00%	33.00%
经纪业务	-204.67%	-210.00%	-220.00%	-230.00%
资产服务业务	-21.64%	-30.00%	-40.00%	-38.00%
顾问策划业务	31.74%	32.00%	32.00%	32.00%
金融服务业务	63.54%	63.00%	64.00%	65.00%
其他业务	-5.82%	-5.82%	-5.82%	-5.82%
营业利润	14.71	17.30	22.70	29.44
净利润	10.56	12.39	16.16	20.98
归母净利润	10.04	11.80	15.38	19.98

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表66: A股上市非开发类房地产可比公司估值情况 (截至2018年8月16日)

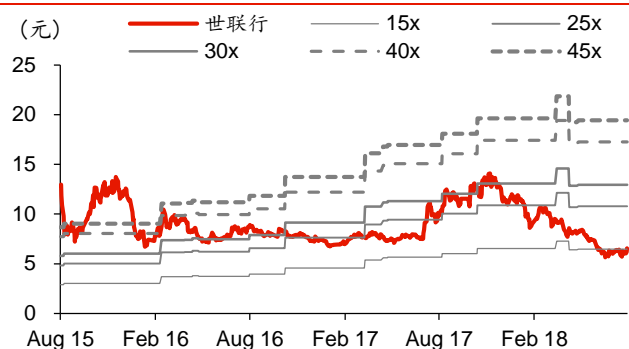
股票名称	总市值(亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)				P/E(倍)				
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
光大嘉宝	73.60	6.38	0.61	0.55	0.71	0.89	29.24	11.51	8.97	7.15	
南都物业	25.76	24.97	1.26	0.91	1.15	1.46		27.29	21.77	17.16	
国创高新	60.57	6.61	0.08	0.36	0.42	0.48	214.52	18.51	15.73	13.70	
行业中值								121.88	18.51	15.73	13.70

注: 所有预测数据来自Wind一致预期

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

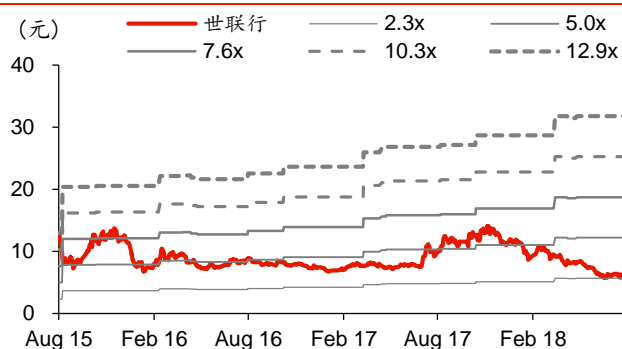
PE/PB - Bands

图表67: 世联行历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表68: 世联行历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

- 1 由于公司新房代销业务受到房地产销售整体情况和开发商自销/代销比例影响,若房地产销售受到调控政策影响不及预期,或房地产销售受到调控政策影响超过预期导致开发商自销比例上升,公司代销业务和/或互联网+业务发展或将不及预期;
- 2 鉴于公司 2016 年首付贷业务曾经受到政策影响导致金融业务营收大幅下滑,公司目前运营的小额贷款业务可能受到政策调整发展不及预期;
- 3 目前长租公寓投资和承租仍受到政策支持,未来若相应政策发生改变,投资规模、速度及出租率可能不及预期。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	6,146	11,117	11,678	12,741	15,135
现金	3,271	2,522	2,897	3,060	4,791
应收账款	959.02	1,845	1,862	1,879	1,899
其他应收账款	305.83	1,074	641.25	859.85	760.94
预付账款	225.03	456.20	593.06	711.68	854.01
存货	0.00	15.21	15.91	20.68	25.41
其他流动资产	1,385	5,205	5,669	6,211	6,805
非流动资产	1,638	2,516	2,386	2,665	2,782
长期投资	32.22	27.67	29.94	28.80	29.37
固定投资	165.60	177.98	175.74	171.13	164.16
无形资产	4.72	4.39	0.73	(3.14)	(7.04)
其他非流动资产	1,435	2,306	2,179	2,469	2,596
资产总计	7,784	13,633	14,063	15,407	17,917
流动负债	3,516	8,445	7,740	7,643	8,290
短期借款	480.00	2,447	2,722	1,432	1,749
应付账款	24.30	220.52	122.41	171.46	146.94
其他流动负债	3,011	5,777	4,895	6,040	6,394
非流动负债	0.58	0.00	0.19	0.26	0.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.58	0.00	0.19	0.26	0.15
负债合计	3,516	8,445	7,740	7,644	8,290
少数股东权益	79.16	120.22	178.51	256.52	356.55
股本	2,045	2,044	2,044	2,044	2,044
资本公积	579.53	597.02	597.02	597.02	597.02
留存公积	1,647	2,487	3,504	4,866	6,629
归属母公司股东权益	4,189	5,068	6,145	7,507	9,270
负债和股东权益	7,784	13,633	14,063	15,407	17,917

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	2,294	(3,026)	348.66	1,742	1,679
净利润	782.90	1,056	1,239	1,616	2,098
折旧摊销	44.78	112.68	63.34	75.11	87.43
财务费用	12.36	62.18	89.20	41.23	(33.99)
投资损失	(18.42)	(30.50)	(18.02)	(22.31)	(23.61)
营运资金变动	1,493	(4,229)	(1,327)	180.56	(513.33)
其他经营现金	(20.63)	2.48	302.58	(148.92)	65.11
投资活动现金	(434.24)	(663.06)	(61.63)	(64.77)	(68.41)
资本支出	140.29	396.12	20.00	20.00	20.00
长期投资	304.24	313.52	22.20	20.45	15.47
其他投资现金	10.30	46.58	(19.42)	(24.32)	(32.94)
筹资活动现金	(1,469)	2,874	87.79	(1,514)	120.34
短期借款	(696.00)	1,967	275.10	(1,291)	317.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	599.27	(0.99)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(335.86)	17.48	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,036)	889.73	(187.31)	(223.16)	(196.89)
现金净增加额	391.38	(815.95)	374.82	162.89	1,731

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,270	8,212	10,677	13,712	16,968
营业成本	4,525	6,033	7,956	10,339	12,707
营业税金及附加	114.06	60.42	78.56	100.89	124.85
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	491.55	494.24	739.84	887.75	1,137
财务费用	12.36	62.18	89.20	41.23	(33.99)
资产减值损失	45.42	139.39	102.12	95.64	112.38
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	18.42	30.50	18.02	22.31	23.61
营业利润	1,101	1,471	1,730	2,270	2,944
营业外收入	15.81	24.46	16.95	19.07	20.16
营业外支出	2.30	4.44	3.37	3.91	3.64
利润总额	1,114	1,491	1,743	2,285	2,960
所得税	331.16	435.25	504.44	669.18	862.57
净利润	782.90	1,056	1,239	1,616	2,098
少数股东损益	35.68	51.96	58.28	78.02	100.03
归属母公司净利润	747.22	1,004	1,180	1,538	1,998
EBITDA	1,158	1,646	1,882	2,386	2,997
EPS (元, 基本)	0.37	0.49	0.58	0.75	0.98

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	33.10	30.97	30.02	28.43	23.74
营业利润	47.22	33.67	17.57	31.24	29.69
归属母公司净利润	46.69	34.35	17.58	30.29	29.90
获利能力 (%)					
毛利率	27.83	26.53	25.49	24.60	25.11
净利率	11.92	12.23	11.06	11.22	11.77
ROE	17.84	19.81	19.21	20.49	21.55
ROIC	160.60	27.37	24.20	30.74	34.41
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.17	61.94	55.04	49.61	46.27
净负债比率 (%)	13.65	29.05	35.17	18.73	21.10
流动比率	1.75	1.32	1.51	1.67	1.83
速动比率	1.75	1.31	1.51	1.66	1.82
营运能力					
总资产周转率	0.83	0.77	0.77	0.93	1.02
应收账款周转率	6.35	5.46	5.37	6.83	8.37
应付账款周转率	176.14	49.28	46.40	70.37	79.82
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.49	0.58	0.75	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	1.12	(1.48)	0.17	0.85	0.82
每股净资产(最新摊薄)	2.05	2.48	3.01	3.67	4.54
估值比率					
PE (倍)	17.92	13.34	11.34	8.71	6.70
PB (倍)	3.20	2.64	2.18	1.78	1.44
EV_EBITDA (倍)	10.75	7.56	6.61	5.22	4.15

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（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。

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、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。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。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、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、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。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他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。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

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

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com