

世联行 (002285)

低基数致业绩高增长

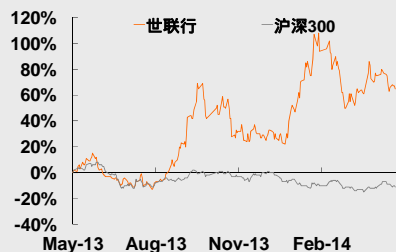
强烈推荐 (维持)

现价: 16.9 元

主要数据

行业	平安地产
公司网址	www.worldunion.com.cn
大股东/持股	世联地产顾问(中国)有限公司/48.01%
实际控制人/持股	佟捷/23.28%
总股本(百万股)	424
流通 A 股(百万股)	424
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	71.71
流通 A 股市值(亿元)	71.69
每股净资产(元)	4.03
资产负债率(%)	29.0

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

周雅婷 资询资格编号  
S1060513070001  
0755-22622736  
ZHOUYATING113@pingan.com.cn

研究助理

杨侃 一般证券从业资格编号  
S1060113070053  
0755-22621493  
YANGKAN034@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

**事项:** 世联行披露一季报, 实现营业总收入 6.3 亿元, 同比增加 36.2%, 实现归属上市公司净利润 4459 万, 同比增长 77.7%, 对应 EPS0.11 元, 符合我们的预期。

平安观点:

■ **低基数致公司一季度业绩高增长。** 期内公司营收同比增长 36.2%, 净利润同比增长 77.7%, 业绩高增长主要去年同期基数较低(仅占 2013 年全年业绩的 11%)。其中代理业务收入增长 31.1%, 占公司总营收的 69.7%, 仍为公司主要收入来源。净利润增速高于营收增速主要为期内毛利率同比提升 1.6 个百分点至 28.1%。公司 2013 年代理销售额同比增长 50.4%, 目前在手已售未结资源约 1828 亿, 将为公司未来 3 至 9 个月带来约 14 亿代理费收入, 相当于公司去年全年代理业务收入的 75%, 上半年业绩增长仍有保障。

■ **高基数叠加市场淡季致成交同比下滑。** 公司一季度实现代理销售额 510 亿, 同比下降 11.5%, 低于招保万金同期平均增长 8.3% 的表现。我们判断高基数及市场淡季是公司成交同比下滑的主因, 去年一季度因成交回暖及政策预期带来的需求提前释放, 公司成交同比大幅增长 109%。相比之下, 由于 2013 年刚需提前透支, 2014 年开年以来市场成交持续平淡, 一季度全国商品房销售面积同比下降 3.8%。在大环境不振的背景下, 公司作为全国性代理商代理销售亦不受影响。考虑到一季度占公司全年比重相对较小, 我们仍维持全年代理销售额 4000 亿的判断。

■ **云端业务稳步增长, 关注二季度销量表现。** 公司今年开始按新的发展战略对营业收入进行区分。一季度以金融服务为主的云端业务稳步增长, 家圆云贷放贷余额由年初的 2.2 亿增长 3.0 亿, 增幅达 35%。目前公司云端业务收入仅占公司收入的 2.6%, 随着公司祥云计划战略的推进, 未来占比有望逐步提升。由于公司一季度销量表现平淡, 若二季度销量未见明显改善, 将影响公司全年的销量表现和下半年可供结算资源, 因此, 公司二季度销量走势将是决定公司全年销量和业绩表现的重要节点。

■ **维持“强烈推荐”评级。** 预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 1.05 元和 1.42 元的盈利预测, 当前股价对应 PE 分别为 16 倍和 12 倍。公司近年积极布局新兴业务, 不断延续长期成长逻辑, 构建基于大数据和移动互联网的综合地产服务平台, 进一步打开未来想象空间, 仍维持公司“强烈推荐”评级。

■ **风险提示:** 流动性收紧带来的结算进度不及预期, 二季度销量不及预期。

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1656	1878	2563	3758	4934
YoY(%)	30.2	13.4	36.5	46.6	31.3
净利润(百万元)	157	211	318	468	631
YoY(%)	-34.9	34.3	50.6	40.9	35.1
毛利率(%)	39.4	34.9	35.7	33.9	33.6
净利率(%)	9.5	11.3	12.3	11.9	12.2
ROE(%)	11.5	14.2	18.6	22.1	24.9
EPS(摊薄/元)	0.37	0.50	0.75	1.05	1.42
P/E(倍)	45.0	33.8	22.5	16.1	11.9
P/B(倍)	5.2	4.8	4.2	3.5	2.9

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
流动资产	1859	1978	2335	2733	
现金	1019	1171	1244	1372	
应收账款	386	415	656	874	
其他应收款	268	269	269	269	
预付账款	39	72	99	130	
存货	0	0	0	0	
其他流动资产	146	51	67	88	
非流动资产	479	527	609	641	
长期投资	12	12	12	12	
固定资产	224	302	392	435	
无形资产	0	-2	-4	-6	
其他非流动资产	243	214	209	200	
资产总计	2338	2497	2944	3374	
流动负债	827	761	868	868	
短期借款	26	0	0	0	
应付账款	20	21	34	44	
其他流动负债	782	740	834	824	
非流动负债	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	0	0	0	0	
负债合计	827	724	868	868	
少数股东权益	24	38	60	88	
股本	326	424	424	424	
资本公积	556	556	556	556	
留存收益	604	725	1035	1437	
归属母公司股东权益	1487	1773	2016	2418	
负债和股东权益	2338	2497	2944	3374	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
经营活动现金流	225	463	321	401	
净利润	225	330	468	631	
折旧摊销	30	31	40	48	
财务费用	-16	-5	-12	-13	
投资损失	-4	-4	-4	-4	
营运资金变动	-19	16	-170	-262	
其他经营现金流	10	14	-1	0	
投资活动现金流	-64	-162	-125	-84	
资本支出	37	100	120	80	
长期投资	-28	0	0	0	
其他投资现金流	-55	-10	-5	-4	
筹资活动现金流	-45	-356	-123	-188	
短期借款	26	-26	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	98	0	0	
资本公积增加	-18	0	0	0	
其他筹资现金流	-52	-194	-123	-188	
现金净增加额	116	151	73	128	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
营业收入	1878	2563	3758	4934	
营业成本	1223	1662	2485	3277	
营业税金及附加	107	141	209	273	
营业费用	0	0	0	0	
管理费用	231	298	387	489	
财务费用	-16	-5	-12	-13	
资产减值损失	35	7	7	7	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	4	4	4	4	
营业利润	300	470	686	905	
营业外收入	7	8	10	8	
营业外支出	2	2	1	1	
利润总额	305	478	695	911	
所得税	80	148	227	280	
净利润	225	330	468	631	
少数股东损益	14	14	22	29	
归属母公司净利润	211	318	446	603	
EBITDA	313	499	714	939	
EPS (元)	0.50	0.75	1.05	1.42	

主要财务比率

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
成长能力					
营业收入 (%)	13.4	36.5	46.6	31.3	
营业利润 (%)	10.1	57.6	45.2	31.8	
归属于母公司净利润 (%)	34.3	50.6	40.9	35.1	
获利能力					
毛利率 (%)	34.9	35.7	33.9	33.6	
净利率 (%)	11.3	12.3	11.9	12.2	
ROE (%)	14.2	18.6	22.1	24.9	
ROIC (%)	59.2	79.6	69.9	65.3	
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.4	30.4	29.5%	25.7%	
净负债比率 (%)	3.08	0.00	0.00%	0.00%	
流动比率	2.25	2.60	2.69	3.15	
速动比率	2.25	2.60	2.69	3.15	
营运能力					
总资产周转率	0.92	1.06	1.38	1.56	
应收账款周转率	6	6	7	6	
应付账款周转率	95.40	81.78	89.81	83.79	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.75	1.05	1.42	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.90	0.76	0.94	
每股净资产(最新摊薄)	3.50	4.02	4.75	5.70	
估值比率					
P/E	33.8	22.5	16.1	11.9	
P/B	4.76	4.15	3.51	2.93	
EV/EBITDA	18	11	8	6	

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	