

证券研究报告

平安地产

强烈推荐 (维持)

证券分析师

周雅婷 投资咨询资格编号
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
Yangkan0342@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。

世联行 (002285)

引入强援助力祥云战略加速推进

事项：世联公布非公开发行方案，拟非公开发行不超过 1.39 亿股，募集资金 11.4 亿元。

平安观点：

■ **引进战略合作伙伴搜房，助力祥云战略加速推进。**与前次定增方案对比，本方案主要为引入搜房网旗下的华居天下。华居天下认购 9026 万股，占公司发行后总股本的 10%。我们认为引入搜房，公司有望从三方面受益：1) 公司自去年末提出祥云战略以来，移动互联进展一直相对缓慢。搜房网作为国内最大的在线房地产垂直平台，对房地产在线服务、电商运营有着深刻的理解。通过引入搜房，公司有望借助其在移动互联上的经验，加快公司祥云战略的推进。2) 搜房网拥有全国最大的购房用户资源，与世联强大的线下代理销售团队有望实现优势互补，助推公司代理销售额的增长。3) 从盈利能力来看，在线服务盈利能力远高于传统的代理销售业务。搜房网 2013 年净利率达 46.8%，公司仅为 12.4%。随着公司移动互联网业务的壮大，公司盈利能力亦有望得到提升。

■ **增发摊薄有限，利于管理层与公司利益统一。**本次增发方案中，向管理层定向增发 4860 万股，占公司发行后总股本的 5.38%。我们认为向高管定向增发，一方面凸显管理层看好公司未来成长，另一方面实现管理层和股东利益的绑定，提升了管理层做大做好公司的意愿和动力，利好长期发展。以目前公司 7.64 亿股本测算，本次增发约摊薄 15.4%。按 2014 年实施增发假设，全面摊薄将发生在 2015 年，考虑到公司今年代理销售额仍能保持较高增速，预计业绩增长能较好对冲股本摊薄的影响。

■ **上半年销售相对平淡，完成全年目标压力较大。**受去年高基数及市场转淡影响，公司上半年实现代理销售额 1304 亿，同比下降 3.1%。公司要实现全年 4000 亿销售目标，则下半年平均每月需完成代理销售额 450 亿，考虑到公司历史单月销售峰值为去年 12 月的 332 亿。在市场大环境仍未明显改观的背景下，完成全年 4000 亿目标存在较大压力。

■ **维持“强烈推荐”评级。**预计公司 2014-2015 年每股 EPS 分别为 0.55 元和 0.68 元，对应 PE 分别为 16 倍和 13 倍。本次引入战略合作者搜房，利于加快公司移动互联业务进程，助推公司代理销售额增长和盈利能力提升。参考拥有线上平台的易居，给予公司 2014 年 21.5 倍估值，对应目标价 11.8 元，维持公司“强烈推荐”评级。

■ **风险提示：**代理销量不及预期风险，移动互联网进度不及预期。

图表1 主要增发对象认购股数

认购人	认购数量（万股）	本次发行结束后持股比例
华居天下（搜房子公司）	9026.4	10%
众志联高	413.2	4.58%
林蔚	109.2	0.12%
王伟	109.2	0.12%
王正宇	109.2	0.12%
邢柏静	109.2	0.12%
袁鸿昌	109.2	0.12%
王海晨	91.0	0.10%
滕柏松	91.0	0.10%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

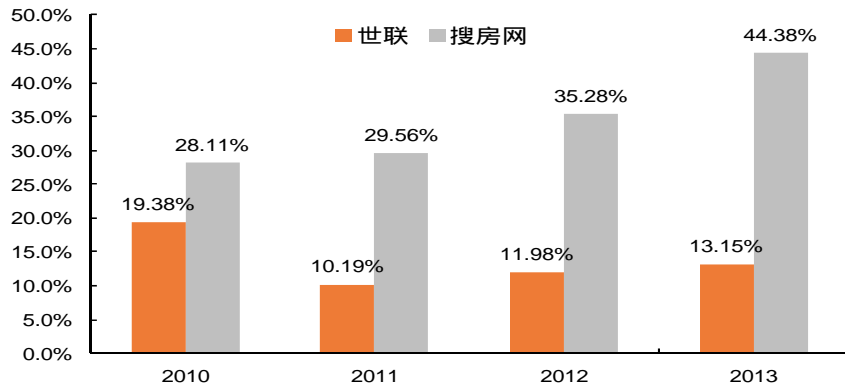
图表2 主要认购高管简介

认购人	公司职位	年龄	个人简介
朱敏（持有众志联高60% 2013年起任总经理、董事股权）		44	历任世联代理事业部总经理、世联地产副总经理
周晓华（持有众志联高35%股权）	2013年起任副董事长	47	历任北京世联总经理、世联中国副总经理、董事、世联副总经理、总经理、董事
杨承路（持有众志联高5% 股权）	董事长特别助理	-	
林蔚	副总经理	44	历任北京世联副总经理、北京区域总经理
王伟	2013年起任副总经理	43	历任代理事业部销售管理部总监；深圳世联经纪有限公司事业部营销总监、总经理；世联行深圳区域副总经理、代理事业部副总经理、总经理
王正宇	2013年起任副总经理	39	历任北京世联常务副总经理、世联华北区总经理

认购人	公司职位	年龄	个人简介
邢柏静	副总经理	40	历任顾问部总经理、世联行副总经理
袁鸿昌	2013年起任副总经理、董秘	42	历任上海世联总经理、华东区域总经理
王海晨	财务总监	39	历任公司财务管理中心总经理、财务总监
滕柏松	监事会主席	50	历任公司代理部总经理助理、副总经理、公司总经理助理

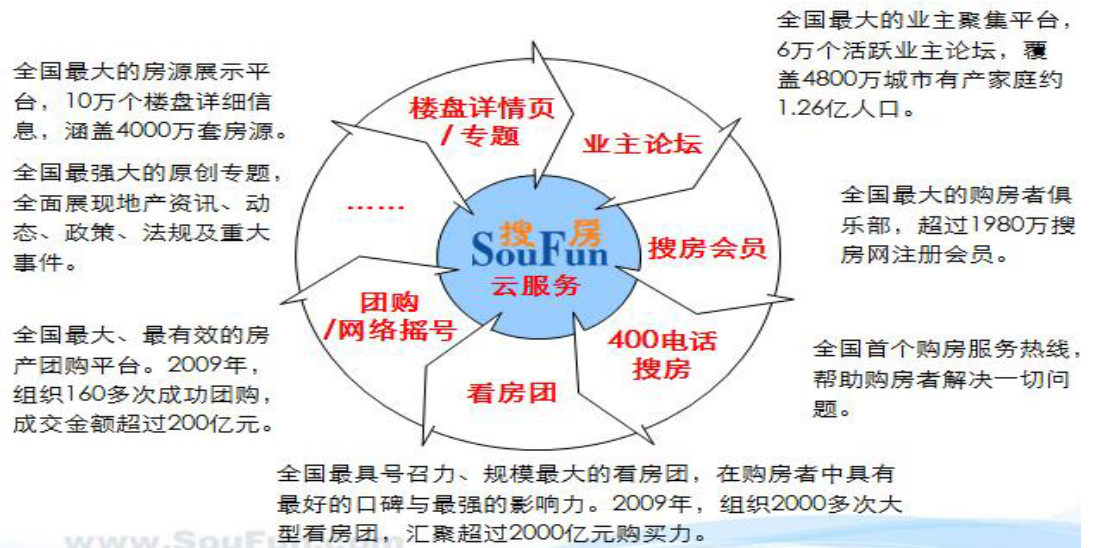
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 搜房网净利率远高于世联



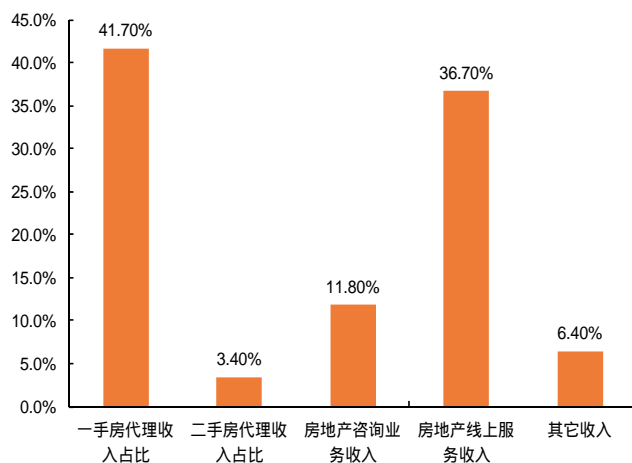
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 搜房网云服务模式



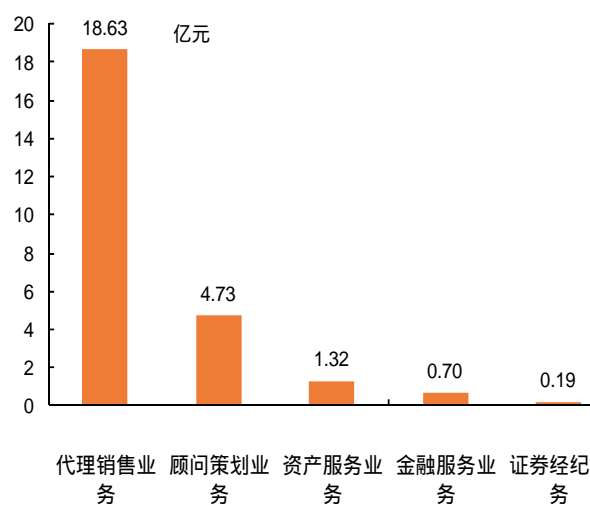
资料来源：搜房网，平安证券研究所

图表5 易居36.7%业务收入来自线上服务(2012)



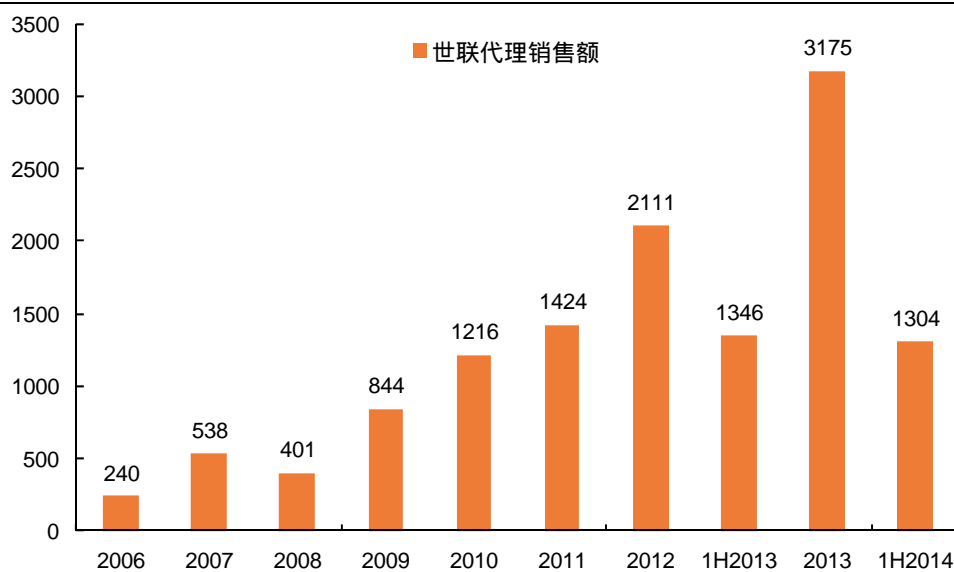
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 世联仍主要以代理销售业务为主(2013)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 公司各年份代理销售额走势(单位：亿元)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
流动资产	1837	2522	2947	3489	
现金	958	1544	1683	2021	
应收账款	463	632	869	1053	
其他应收款	164	170	168	169	
预付账款	18	53	64	76	
存货	0	0	0	0	
其他流动资产	235	123	163	170	
非流动资产	660	691	775	803	
长期投资	56	56	56	56	
固定资产	241	316	402	439	
无形资产	1	-1	-2	-3	
其他非流动资产	363	320	319	311	
资产总计	2498	3213	3722	4292	
流动负债	725	857	929	946	
短期借款	1	0	0	0	
应付账款	28	37	52	64	
其他流动负债	695	820	877	882	
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	725	857	929	946	
少数股东权益	64	100	146	205	
股本	424	764	764	764	
资本公积	558	558	558	558	
留存收益	726	933	1325	1819	
归属母公司股东权益	1709	2255	2647	3141	
负债和股东权益	2498	3213	3722	4292	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
经营活动现金流	463	566	377	549	
净利润	351	455	565	695	
折旧摊销	29	34	43	51	
财务费用	-13	-6	-16	-19	
投资损失	-1	-1	-1	-1	
营运资金变动	60	67	-209	-177	
其他经营现金流	37	18	-5	-0	
投资活动现金流	-162	-117	-126	-86	
资本支出	33	100	120	80	
长期投资	-97	0	0	0	
其他投资现金流	-227	-17	-6	-6	
筹资活动现金流	-356	136	-112	-124	
短期借款	-25	-1	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	98	339	0	0	
资本公积增加	2	0	0	0	
其他筹资现金流	-431	-203	-112	-124	
现金净增加额	-55	585	139	339	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
营业收入	2563	3436	4613	5631	
营业成本	1648	2237	3091	3791	
营业税金及附加	143	189	257	312	
营业费用	0	0	0	0	
管理费用	269	376	484	574	
财务费用	-13	-6	-16	-19	
资产减值损失	50	32	39	39	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	1	1	1	1	
营业利润	470	609	760	936	
营业外收入	9	10	8	8	
营业外支出	2	2	1	1	
利润总额	477	617	767	944	
所得税	127	162	201	249	
净利润	351	455	565	695	
少数股东损益	32	36	46	59	
归属母公司净利润	318	419	520	636	
EBITDA	486	637	787	969	
EPS (元)	0.42	0.55	0.68	0.83	

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
成长能力					
营业收入(%)	36.47	34.05	34.26	22.08	
营业利润(%)	56.68	29.59	24.79	23.18	
归属于母公司净利润(%)	50.64	31.61	24.02	22.41	
获利能力					
毛利率(%)	35.70	34.88	33.00	32.68	
净利率(%)	12.42	12.19	11.26	11.29	
ROE(%)	18.63	18.58	19.63	20.25	
ROIC(%)	58.73	82.69	66.17	65.19	
偿债能力					
资产负债率(%)	29.01	26.68	24.95	22.04	
净负债比率(%)	0.14	0.00	0.00	0.00	
流动比率	2.54	2.94	3.17	3.69	
速动比率	2.54	2.94	3.17	3.69	
营运能力					
总资产周转率	1.06	1.20	1.33	1.41	
应收账款周转率	6	6	6	6	
应付账款周转率	69.09	68.27	69.11	65.52	
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.55	0.68	0.83	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.74	0.49	0.72	
每股净资产(最新摊薄)	2.24	2.95	3.47	4.11	
估值比率					
P/E	21.14	16.06	12.95	10.58	
P/B	3.94	2.98	2.54	2.14	
EV/EBITDA	12	9	7	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

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼

邮编：518048

传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼

邮编：200120

传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室

邮编：100031