

2014年10月31日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(元)

16

公司基本资讯

产业别	房地产		
A 股价(2014/10/30)	13.36		
深证成指(2014/10/30)	8225.61		
股价 12 个月高/低	21.56/7.59		
总发行股数(百万)	763.78		
A 股数(百万)	763.52		
A 市值(亿元)	105.55		
主要股东	世联地产顾问 (中国)有限公司 (48.01%)		
每股净值(元)	2.42		
股价/账面净值	5.70		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	21.1	46.7	83.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

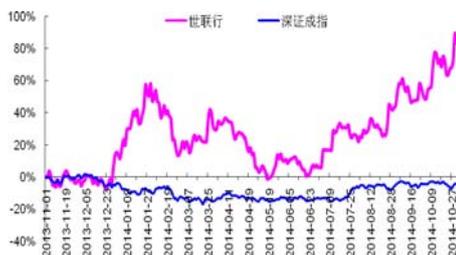
产品组合

代理销售业务	67.3%
顾问策划业务	16.9%
资产服务业务	9.5%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	20.2%
一般法人	59.7%

股价相对大盘走势



世联行(002285.SZ)

Buy 买入

金融服务业务资管业务快速增长，外延扩张再下一城

结论与建议：

公司作为房地产服务行业龙头，代理销售、顾问咨询等传统业务目前均领先于同业，龙头规模将为公司拓展新业务实现转型奠定坚实的客户基础及规模基础；公司目前物业管理及金融服务业务虽占比较小但发展迅猛，有望成为公司未来的增长点；继续给予“买入”的投资建议。

■ **公司业绩稳定增长：**2014年1-9月实现营业收入22亿，同比增长27.71%，归属于上市公司股东的净利润约2.2亿，同比增长7.07%，低于预期。公司同时预计2014年全年业绩增长0%-30%。从单季度来看，公司3Q实现营业收入约7.8亿，同比增长20.42%，归属于上市公司股东的净利润7796万元，同比下降22%。公司3Q单季净利下降主要是由于公司推进新业务，规模有所扩张导致人员开支等成本增加明显，毛利率同比下降8个百分点至28.7%。公司目前累计已实现但未结算的代理销售额约2136亿元，预计将在未来的3至9个月为公司带来约16.2亿元的代理费收入，公司业绩稳定增长已有保障。

■ **金融服务资管业务增长迅速：**公司各业务营收均有所增长，其中金融服务与资管业务增长明显：（1）得益于家圆云贷业务的规模增长，公司金融服务业务前三季度实现收入1.6亿元，同比增长208.72%，增速是远超我们之前同比增长100%的预期，同时营收占比也从2013年底的2.7%迅速增长目前的7.2%。公司近期通过资产证券化的方式融入资金以打破自有资本金的限制，并且以后还将建立P2P平台，我们认为公司金融业务仍将高速增长；（2）公司资产服务业务前三季度实现收入2.1亿元，同比增长182.28%，营收占比也从2013年的5.15%提升至9.7%。公司资管业务营收的高速增长主要由于去年11月份收购的北京安信行今年以来实现收入1.1亿元，且去年同期该公司尚未纳入合并报表范围。

■ **前三季度代理销售额略有下降，4Q有望高速增长：**从代理销售情况来看，公司3Q单季共实现代理销售额754亿元（其中7月222亿元，8月254亿元，9月278亿元），同比下降12.53%；公司1-9月共实现代理销售收入2058亿，同比下降6.8%，略优于大市（全国房地产1-9月累计销售金额同比下降8.9%），并且公司的市占率已由2013年底的3.9%稳步提升至4.2%。同时我们注意到公司十一假期7天共实现代理销售金额超过120亿元，比上年同期增长65%，实现史上最高的黄金周销售额。随着限贷宽松政策的落实，我们预计公司4Q销售将快速增长，从而推动全年代理销售金额达到3200亿，同比持平。

■ **收购立丹行，外延式扩张拉开序幕：**公司同时发布公告，拟以8200万元收购厦门立丹行51%的股权，内含报酬率为23%。公司通过收购立丹行，厦门市市占率将会直接跃升至30%。并且，公司通过多次并购已获取相关经验，本次收购将分五期支付，其中第三期、第四期、第五期的支付将与立丹行2014、2015、2016年预期实现的净利润2400万元、2600万元、2800万元完成情况挂钩，我们认为这将极大的确保收购后立丹行的盈利动力。在今天的调整中小的代理销售行承受了较大压力，现在已为较好的并购时机，我们认为公司将从此次收购拉开外延式扩张的大幕。

■ **盈利预测与投资建议：**由于公司近期增加新业务，成本有所增加，我们小幅下调公司2014年的盈利预测，我们预计公司2014/2015年实现净利润3.54/4.48亿元，YOY分别+11%/27%，对应PE分别为30倍/23倍，估值合理，给予买入的投资建议。

年度截止 12 月 31 日		2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	157	211	318	354	448
同比增减	%	-34.9%	34.3%	50.6%	11.1%	26.6%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.48	0.65	0.75	0.46	0.59
同比增减	%	-56.6%	34.3%	15.9%	-38.3%	26.6%
市盈率 (P/E)	X	20.6	21.3	18.4	29.8	23.6
股利 (DPS)	RMB 元	0.24	0.3	0.1	0.2	0.2
股息率 (Yield)	%	2.42%	2.17%	0.72%	1.45%	1.45%

预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	1656	1878	2563	3094	3595
经营成本	689	1004	1223	2028	2290
营业税金及附加	94	107	143	173	201
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	271	231	269	340	417
财务费用	-19	-16	-13	-22	-29
资产减值损失	37	35	50	52	52
投资收益	3	4	1	2	2
营业利润	272	300	470	524	666
营业外收入	6	7	9	10	10
营业外支出	3	2	2	2	2
利润总额	275	305	477	531	674
所得税	106	80	127	142	181
少数股东损益	12	14	32	36	45
归属于母公司所有者的净利润	157	211	318	354	448

附二：合并资产负债表

百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
货币资金	895	1019	958	1123	1356
应收账款	235	386	463	536	683
存货	0	0	0	0	0
流动资产合计	1349	1859	1837	1922	2353
长期股权投资	69	12	56	60	60
固定资产	209	224	241	300	350
在建工程	0	0	0	0	0
非流动资产合计	407	479	660	766	816
资产总计	1756	2338	2498	2980	3504
流动负债合计	366	827	725	856	989
非流动负债合计	0	0	0	0	0
负债合计	366	827	725	856	989
少数股东权益	18	24	64	100	150
股东权益合计	1390	1511	1773	2124	2515
负债及股东权益合计	1756	2338	2498	2980	3504

附三：合并现金流量表

百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
经营活动产生的现金流量净额	1	225	463	656	708
投资活动产生的现金流量净额	-78	-64	-163	-200	-230
筹资活动产生的现金流量净额	-50	-45	-356	-60	-65
现金及现金等价物净增加额	-126	116	-55	168	233

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。