

2015年01月20日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元) 18.9

公司基本资讯

产业别	房地产		
A 股价(2015/1/19)	14.87		
深证成指(2015/1/19)	10770.93		
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)	113.57		
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	6.14		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	-3.3	14.2	48.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

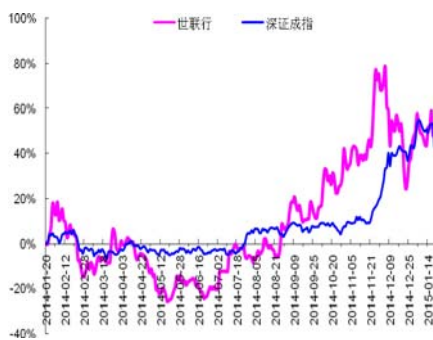
产品组合

代理销售业务	69.6%
顾问策划业务	22.0%
资产服务业务	4.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	11.8%
一般法人	68.4%

股价相对大盘走势



世联行(002285.SZ)

Buy 买入

四季度代理销售额如期增长，全年共实现代理销售额 3218 亿元

结论与建议：

公司作为房地产服务行业龙头，在 2013 年基数较高、2014 年市场环境偏弱的条件下，代理业务依然实现了正增长，同时公司的小额贷款业务目前仍在加速发展中，未来将会成为公司新的盈利增长点；随着祥云计画以及与搜房网合作的逐步深入，公司各业务的带动效应将会更加明显，效率将会得到极大的提升。继续给予“买入”的投资建议。

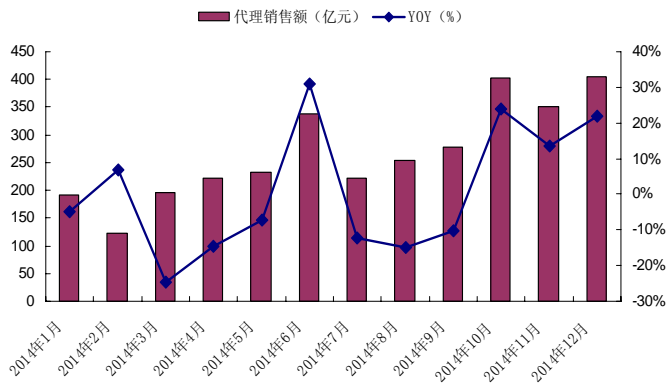
- 四季度代理销售额如期快速增长：**公司 2014 年第四季度共实现代理销售金额 1160 亿元，同比增长 19.96%。其中 2014 年 10 月、11 月、12 月分别实现代理销售金额 403 亿元 (YOY+24%)、352 亿元 (YOY+13.5%)、405 亿元 (YOY+22%)。全年来看，公司 2014 年 1-12 月份公司累计实现代理销售金额 3218 亿元，同比增长 1.35%，与我们之前 3200 亿的预期一致。公司代理销售金额超过百亿的地区公司共有 13 家，与 2013 年持平。同时，公司的市占率也由 2013 年底的 3.9% 稳步提升至 4.2%。
- 收购兼并扩张，市占率提升有望加速：**公司在 2014 年先后收购四川嘉联 24.5% 的股权、厦门立丹行 51% 股权、青岛荣置地 51% 股权，以上收购标的均为当地代理销售龙头，代理销售额均在百亿以上。通过兼并收购，公司全国布局更加完善，代理销售规模也实现了快速提升。由于公司公布的 2014 年代理销售额中并未包含厦门立丹行、青岛荣置地的代理销售部分，而在 2015 年代理销售额将会并入，并且基于目前房地产市场销售不断恢复的情况，我们预计公司 2015 年的代理销售将有望快速增长 15%，市占率也将会提升至 4.5% 左右。
- 金融服务业务加速发展：**得益于家圆云贷业务的增长，公司金融服务业务前三季度实现收入 1.6 亿元，同比增长 209%，同时营收占比也从 2013 年底的 2.7% 迅速增长至季报的 7.2%。相继与招商致远、华润元大、平安大华汇通等金融机构签署协议，转让小额贷款基础资产。我们认为公司通过小贷业务资产证券化，将会利于公司突破自有资金限制，小贷业务规模有望持续高速增长。
- 盈利预测与投资建议：**基于 2015 年房地产销售逐步恢复，公司新并购公司合并报表以及公司小贷业务快速发展的预期，我们小幅上调 2015 年的盈利预测，我们预计公司 2014/2015 年实现净利润 3.54/4.82 亿元，YOY 分别+11%/36%，对应 PE 分别为 32 倍/24 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	482
同比增减	%	-34.9%	34.3%	50.6%	11.1%	36.2%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.48	0.65	0.75	0.46	0.63
同比增减	%	-56.6%	34.3%	15.9%	-38.3%	36.2%
市盈率(P/E)	X	30.9	23.0	19.8	32.1	23.6
股利 (DPS)	RMB 元	0.24	0.3	0.1	0.2	0.2
股息率 (Yield)	%	1.61%	2.02%	0.67%	1.34%	1.34%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

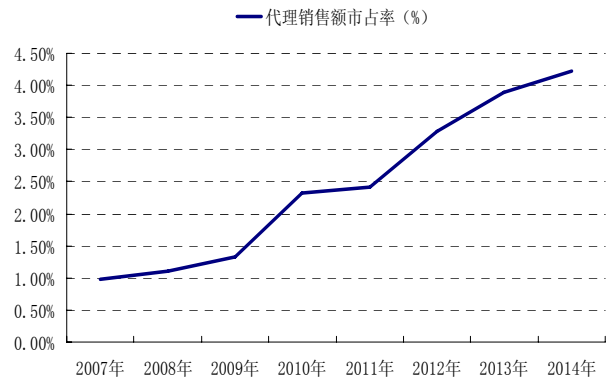
强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)
 中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)
 卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

图: 公司各月销售代理额及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、群益证券

图: 公司市占率逐年提升



资料来源: 公司公告、群益证券

附一：合并损益表

百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	1656	1878	2563	3094	3695
经营成本	689	1004	1223	2028	2322
营业税金及附加	94	107	143	173	206
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	271	231	269	340	429
财务费用	-19	-16	-13	-22	-30
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	717
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	725
所得税	106	80	127	142	195
少数股东损益	12	14	32	36	48
归属于母公司所有者的净利润	157	211	318	354	482

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	3507
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	2518
负债及股东权益合计	1756	2338	2498	2980	3507

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。