

证券研究报告

强烈推荐 (维持)

证券分析师

王琳 投资咨询资格编号
S1060513090001
010-59730726
WANGLIN170@pingan.com.cn

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
0755-22621493
YANGKAN034@pingan.com.cn

世联行 (002285)

业绩符合预期

事项：

世联行发布 2014 年业绩快报，2014 年实现营业收入 33.1 亿，同比增长 29.1%，净利润 3.95 亿，同比增长 24.1%，对应 EPS0.52 元，符合市场预期。

平安观点：

- **业绩符合预期，小额业务贡献持续上升。**公司 2014 年实现营业收入 33.1 亿，同比增长 29.1%，净利润 3.95 亿，同比增长 24.1%，符合业绩预告中增长 15%~30% 的预期。其中四季度单季净利润 1.76 亿，同比增长 54%，远超前三季度 7.4% 的同比增速。单季营业利润率由前三季度的 14.3% 上升至 22.3%，盈利能力提升明显。我们判断公司四季度净利润大幅提升，一方面为四季度代理销售额转好，加快了代理收入的结算进度；另一方面为高毛利率的家圆云贷业务规模持续超预期，对冲了上半年代理销售额下滑带来的冲击。2014 年前三季度公司小贷业务累计放贷 8 亿，带动金融服务业务收入同比增长 208.7%，占总营收的比重由 2013 年同期的 2.99% 提升至 7.23%。考虑到公司超 3000 亿的代理销售额，未来小贷业务增长空间依旧广阔，预计 2015 年金融业务收入同比仍将维持三位数增速，加上毛利率高达 61.9%，远超传统代理和顾问业务，对净利润贡献有望达 20% 以上。
- **代理销售逐步转好，市占率稳步攀升。**受 930 新政及降息政策促进，公司四季度代理销售额持续好转，单季实现代理销售额 1160 亿，同比增长 19.96%，环比大幅增长 58.9%。2014 年累计实现代理销售额 3218 亿元，同比增长 1.35%，明显高于平安重点跟踪城市同比下降 9% 的表现。全国市场占有率也由 2013 年的 3.9% 攀升 4.2%。根据我们年度策略的判断，信贷宽松叠加供需环境的改善，2015 年市场大环境将优于 2014 年。公司作为全国性代理商将明显受益整体环境的改善，加上收购的厦门立丹行和青岛荣置地将贡献销售，预计 2015 年代理销售额有望保持 15%-20% 左右增长。
- **维持公司“强烈推荐”评级。**考虑公司小额贷款业务持续超预期，我们上调公司 2015-2016 年盈利预测，预计 2015、2016 年 EPS 分别为 0.65 元 (+0.04 元) 和 0.81 元 (+0.1 元)，当前股价对应 EPS 分别为 30.9 倍和 24.6 倍。公司小贷业务发展迅速，未来 P2P 方向值得期待，传统代理业务重启收购扩张之路，有望迅速提升区域规模，未来与搜房合作想象空间巨大，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**P2P 业务进度不及预期风险；定增推进不及预期风险。

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。

请务必阅读正文后免责声明

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	1837	2608	3034	3566
现金	958	1649	1809	2165
应收账款	463	615	833	993
其他应收款	164	170	168	169
预付账款	18	52	61	70
存货	0	0	0	0
其他流动资产	235	123	163	170
非流动资产	660	710	794	822
长期投资	56	67	67	67
固定资产	241	316	402	439
无形资产	1	-1	-2	-3
其他非流动资产	363	327	327	319
资产总计	2498	3318	3828	4389
流动负债	725	984	1073	1088
短期借款	1	0	0	0
应付账款	28	36	50	59
其他流动负债	695	948	1024	1029
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	984	1073	1088
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	912	1287	1773
归属母公司股东权益	1709	2234	2609	3095
负债和股东权益	2498	3318	3828	4389

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	463	693	390	558
净利润	351	434	542	681
折旧摊销	29	34	43	51
财务费用	-13	-6	-17	-20
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	60	213	-171	-153
其他经营现金流	37	21	-5	-0
投资活动现金流	-162	-138	-126	-86
资本支出	33	100	120	80
长期投资	-97	11	0	0
其他投资现金流	-227	-27	-6	-6
筹资活动现金流	-356	136	-104	-116
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	-202	-104	-116
现金净增加额	-55	691	160	356

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2563	3343	4422	5312
营业成本	1648	2178	2944	3510
营业税金及附加	143	184	246	294
营业费用	0	0	0	0
管理费用	269	376	484	574
财务费用	-13	-6	-17	-20
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	580	728	918
营业外收入	9	10	8	8
营业外支出	2	2	1	1
利润总额	477	588	735	925
所得税	127	154	193	244
净利润	351	434	542	681
少数股东损益	32	36	46	59
归属母公司净利润	318	398	496	622
EBITDA	486	607	753	949
EPS (元)	0.42	0.52	0.65	0.81

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	36.5	30.4	32.3	20.1
营业利润(%)	56.7	23.5	25.4	26.1
归属于母公司净利润(%)	50.6	24.9	24.7	25.6
获利能力				
毛利率(%)	35.7	34.8	33.4	33.9
净利率(%)	11.3	10.9	10.8	12.4
ROE(%)	18.6	17.8	19.0	20.1
ROIC(%)	58.7	106.5	80.5	79.3
偿债能力				
资产负债率(%)	29.0	29.7	28.0	24.8
净负债比率(%)	0.14	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.54	2.65	2.83	3.28
速动比率	2.54	2.65	2.83	3.28
营运能力				
总资产周转率	1.06	1.15	1.24	1.29
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	69.09	67.49	68.48	64.68
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.52	0.65	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.91	0.51	0.73
每股净资产(最新摊薄)	2.24	2.92	3.42	4.05
估值比率				
P/E	48.2	38.6	30.9	24.6
P/B	9.0	6.9	5.9	5.0
EV/EBITDA	29	24	19	15

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±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±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 2015 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甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033