

变局中销售为王 公司手握“王道”

——世联行（002285）年报点评

2015年03月24日

推荐/维持

世联行

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
杨骞	分析师	执业证书编号: S1480514060001
	yangqian@dxzq.net.cn	010-66554021

事件:

公司日前发布2014年年报。公司2014年度实现营业收入33.08亿元,同比增长29.07%;归属于上市公司股东的净利润3.94亿元,同比增长23.90%;基本每股收益0.52元;并拟向全体股东每10股转增3.6股送红股2.4股及派现0.6元。

公司分季度财务指标

指标	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
营业收入(百万元)	612.5	649.6	841.37	625.7	790.8	782.27	1109.39
增长率(%)	48.80%	44.08%	13.91%	36.15%	29.11%	20.42%	31.86%
毛利率(%)	35.66%	36.52%	40.13%	28.10%	33.02%	28.67%	41.25%
期间费用率(%)	-	-	-	-	-	-	-
营业利润率(%)	18.76%	21.70%	19.85%	12.59%	17.39%	12.50%	22.08%
净利润(百万元)	87.42	107.77	124.08	53.48	100.16	78.35	186.97
增长率(%)	51.49%	128.70%	-08.73%	71.01%	14.58%	-27.30%	50.69%
每股盈利(季度,元)	0.19	0.24	0.27	0.11	0.13	0.10	0.23
资产负债率(%)	22.06%	22.01%	29.01%	24.43%	29.58%	42.54%	49.28%
净资产收益率(%)	5.72%	6.58%	7.00%	2.93%	5.41%	4.13%	8.96%
总资产收益率(%)	4.45%	5.13%	4.97%	2.21%	3.81%	2.38%	4.54%

观点:

- 营业收入在淡季中保持增长,公司业务依然看好。2014年世联实现代理销售额3218亿,在淡市中保持增长,五年复合增长率为40%。利润方面,归属于上市公司股东的净利润为3.94亿元,同比增长23.9个百分点。从营收结构看,资管、金融和电商等创新服务已占营收19.48%,同比上升11.6个百分点;毛利贡献度也从8.27%上升至24.55%。在全国房地产市场销售规模同比下降的形势下,公司主营业务实现的代理销售金额仍然保持上升,同比增长了1.35%,同时家圆云贷业务实现超预期的规模增长,其中家圆云贷放贷达19.7亿,成为爆款单品。本报告期,公司顾问策划业务收入同比下降了1.38%;实际在管的全委托项目个数是2012年的6倍,实现资产服务业务收入30,658.10万元,同比增长132.30%;公司金融服务业务实现收入26,945.45万元,同比增长285.71%,增长主要来源于家圆云贷产品的收入。本报告期家圆云贷产

品的放贷共计19,518笔,金额达到196,977.94万元,平均每笔贷款约10万元,充分体现了该产品小额分散的特征,同时该业务为公司带来收入24,475.43万元,占公司金融服务业务收入的90.83%;公司电商业务实现收入6,838.49万元。

表 1 业务收入分类情况

	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
代理销售业务	216,627.64	65.48%	186,301.14	72.69%	130,432.12	69.45%
增长率	16.28%	42.83%	14.33%			
顾问策划业务	46,680.96	14.11%	47,334.67	18.47%	41,155.62	21.91%
增长率	-1.38%	15.01%	-13.01%			
资产服务业务	30,658.10	9.27%	13,197.60	5.15%	9,207.10	4.90%
增长率	132.30%	43.34%	--			
金融服务业务	26,945.45	8.15%	6,985.92	2.73%	4,745.58	2.53%
增长率	285.71%	47.21%	--			
电商业务	6,838.49	2.07%	--	--	--	--
增长率	--	--	--			
其他业务	3,066.43	0.93%	2,483.46	0.96%	2,262.75	1.21%
合计	330,817.06	100.00%	256,302.79	100.00%	187,803.17	100.00%

资料来源:公司公告、东兴证券

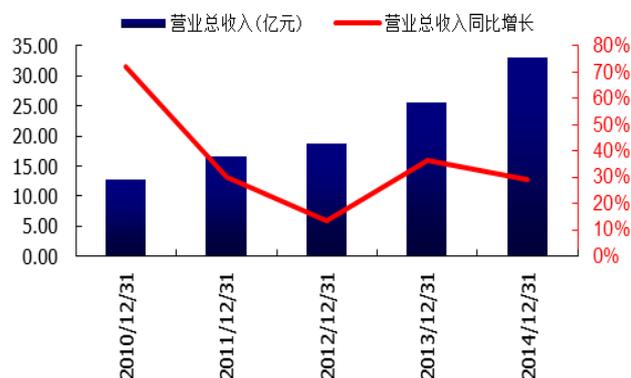
表 2 代理业务情况

项目	2014 年	2013 年	2012 年
新增签约代理项目面积 (万 m ²)	14,720.21	8,525.74	6,215.60
增长率	72.66%	37.17%	0.12%
已结算代理销售额 (亿元)	2,593.83	2,217.28	1,569.14
增长率	16.98%	41.31%	17.41%
已结算代理销售面积 (万 m ²)	3,024.52	2,504.65	1,732.35
增长率	20.76%	44.58%	29.23%
代理销售业务收入 (万元)	216,627.64	186,301.14	130,432.12
增长率	16.28%	42.83%	14.33%
代理收费平均费率	0.84%	0.84%	0.83%

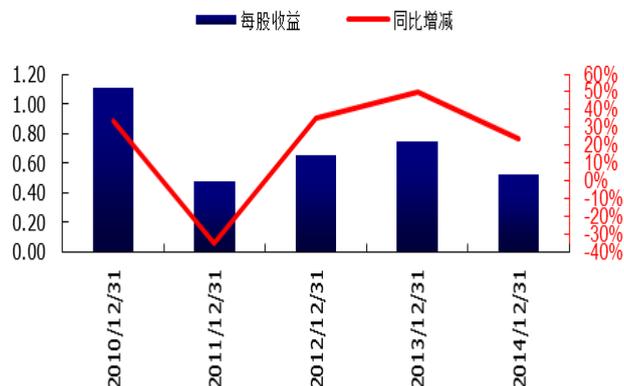
资料来源:公司公告、东兴证券

- 销售为王,公司掌握销售“王道”。**世联行专注房地产服务业廿二载,以代理业务起家:与全国两万多家开发商都有不同程度的业务合作;拥有六十余家各地分公司,覆盖全国所有核心城市;同时开设1200个售楼处,年新增200个售楼处,年接待客户逾200万组。公司在房地产服务行业积累了较丰富的经验,具备良好的专业能力,在传统业务领域占据领先地位世联行连续两年代理销售额超过3000亿人民币,市场份额扩大至4.5%,稳居全国第一。公司认识到市场份额的重要性,始终将提升市场份额作为公司经营的首要目标之一。

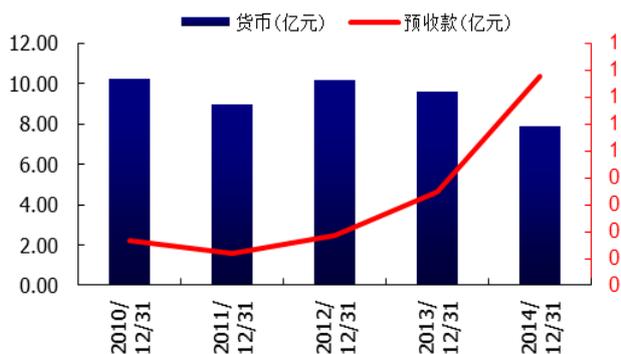
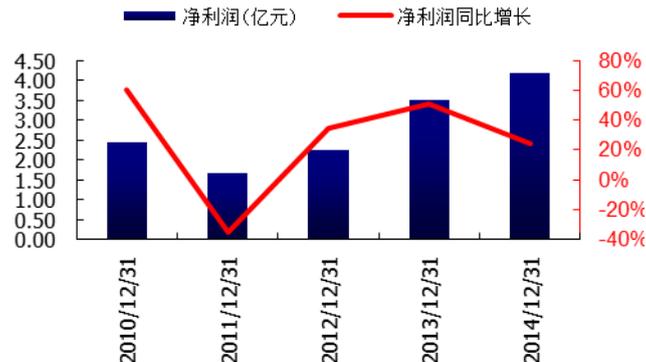
- 创新生机无限，变局中掌握商机。** 2014年，世联行基于自身主营服务规模优势，积极尝试创新服务。金融产品的多元化正有序推进，包括装修贷推向市场、积极尝试尾盘基金、P2P上线试运行。资管服务方面，新增签约项目26个，落地16个城市，实际在管全委托项目60个，为将来的REITs服务做好了准备。2014年6月份，在世联行“祥云战略”的推进下，公司整合资源打造了房地产O2M整合营销电商平台，截至2014年12月31日，顺利完成39个城市的服务布局，全国落地项目154个，营业收入6838万元。基于2014年世联行成交客户逾35万、上门客户逾300万的大客户资源和大数据优势，自会员版移动端上线后，日均关注量超过15000人，会员人数已超100万。下一个十年，世联行将贯彻执行祥云战略，深化用户服务，为客户创造价值。世联将延续O2M商业模式，遵循移动互联网新生态下的新价值定律继续扩大交易入口份额，切入存量市场，同时，着力于新兴领域的服务布局，深化用户服务。在坚持规模化发展的基础上积极转型，积极布局金融、资管、电商等创新服务。目前在电商服务方面，顺利完成39个城市的业务布局，全国落地项目154个。创新业务将给公司带来掌握待机的武器，在行业变局中赢得更大的商业机会。完善服务链条，为公司构建全方位的房地产服务平台奠定基石。
- 未结算项目给今年业绩奠定一定基础。** 公司目前累计已实现但未结算的代理销售额约2,312亿元，将在未来的3至9个月为公司带来约16.9亿元的代理费收入；其中属于公司100%控股子公司的未结算代理销售额约2,145亿元，将在未来的3至9个月为公司带来约15.5亿元的代理费收入；剩余部分为归属于山东世联、四川嘉联的未结算代理销售额和未结算代理费。

图 1：营业收入情况


资料来源：公司公告，东兴证券

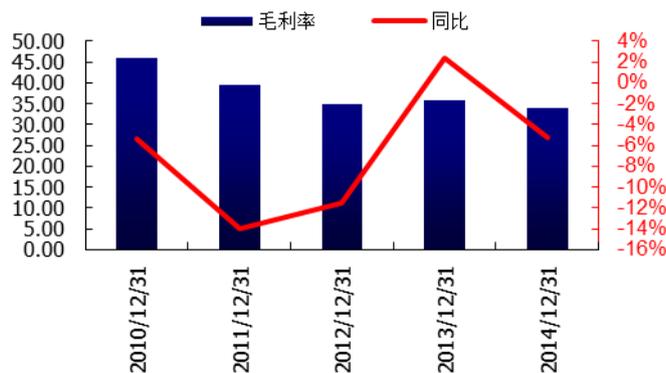
图 2：每股收益情况


资料来源：公司公告，东兴证券

图 3：货币和预收款情况

图 4：净利润情况


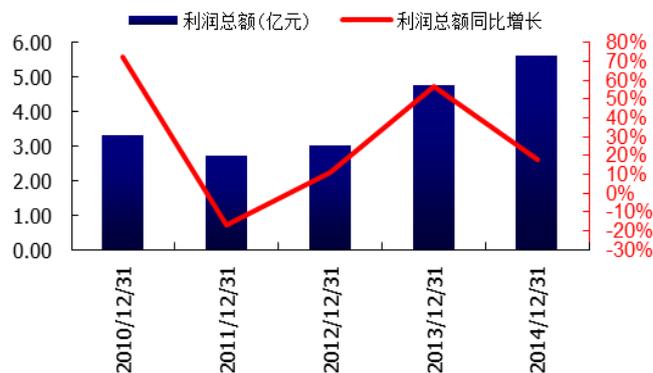
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 销售毛利率情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

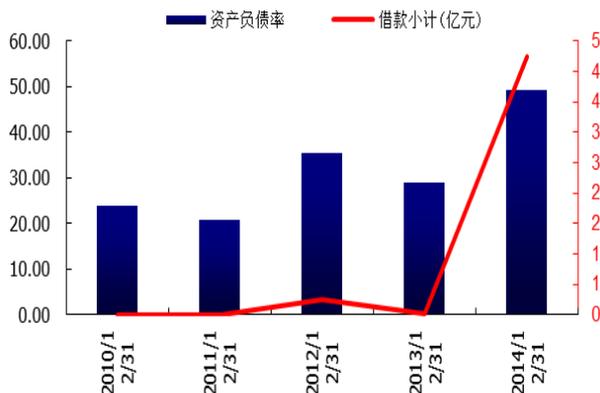
图 7: 利润总额情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

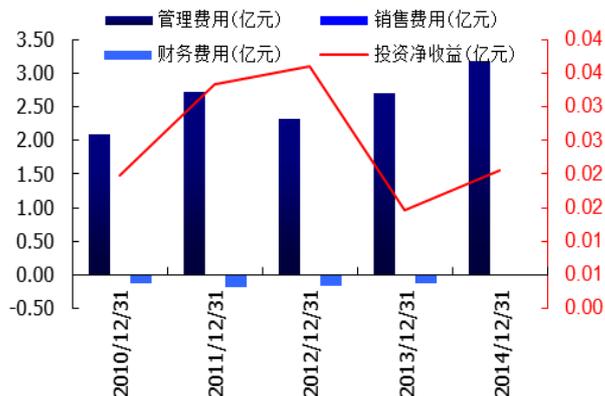
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 6: 资产负债率情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

结论:

公司专注房地产服务业20年左右, 分公司覆盖全国所有核心城市, 公司在房地产服务行业积累了较丰富的经验, 市场份额稳居全国第一。销售为王, 公司掌握销售“王道”, 2014年世联实现代理销售额3218亿, 在淡市中保持增长, 五年复合增长率为40%。公司积极尝试创新服务, 目前包括装修贷推向市场、积极尝试尾盘基金、P2P上线试运行等金融产品的多元化正有序推进。我们预计公司2015-2017年的营业收入分别为43.18亿元、56.91亿元和77.34亿元, 每股收益分别为0.71元、0.90元和1.21元, 对应PE分别为38.14、30.03和22.39, 维持公司“推荐”评级, 三个月目标价36元。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	1837	3272	3263	4066	5060	营业收入	2563	3308	4318	5691	7734
货币资金	958	791	2233	2710	3219	营业成本	1648	2189	2893	3837	5259
应收账款	463	679	828	1091	1483	营业税金及附加	143	185	241	317	431
其他应收款	164	109	142	187	254	营业费用	0	0	0	0	0
预付款项	18	26	37	51	70	管理费用	269	318	389	541	735
存货	0	0	0	0	0	财务费用	-13	0	-7	-16	-16
其他流动资产	12	12	12	12	12	资产减值损失	49.81	59.28	56.00	70.00	70.00
非流动资产合计	660	844	705	675	645	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	56	0	0	0	0	投资净收益	1.47	2.06	3.00	3.00	3.00
固定资产	241	212	187	162	137	营业利润	470	559	750	945	1258
无形资产	1	47	42	38	33	营业外收入	9.03	6.84	7.00	7.00	7.00
其他非流动资产	0	35	0	0	0	营业外支出	1.78	2.95	2.00	2.00	2.00
资产总计	2498	4116	3968	4741	5705	利润总额	477	563	755	950	1263
流动负债合计	725	1984	2033	2100	2193	所得税	127	144	189	238	316
短期借款	1	424	0	0	0	净利润	351	419	566	713	947
应付账款	28	19	32	42	58	少数股东损益	32	25	25	25	25
预收款项	35	78	121	178	255	归属母公司净利润	318	394	542	688	923
一年内到期的非流	0	0	1000	1000	1000	EBITDA	479	630	773	959	1272
非流动负债合计	0	45	200	400	600	BPS (元)	0.75	0.52	0.71	0.90	1.21
长期借款	0	0	200	400	600	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
负债合计	725	2028	2233	2500	2793	成长能力					
少数股东权益	64	61	86	111	135	营业收入增长	36.47%	29.07%	30.53%	31.78%	35.90%
实收资本(或股本)	424	764	764	764	764	营业利润增长	56.68%	18.97%	34.16%	26.01%	33.09%
资本公积	558	354	1232	1232	1232	归属于母公司净利润	37.36%	27.01%	37.36%	27.01%	34.10%
未分配利润	539	657	712	780	873	获利能力					
归属母公司股东权	1709	2026	3283	3765	4411	毛利率(%)	35.70%	33.82%	33.00%	32.57%	32.00%
负债和所有者权	2498	4116	5602	6375	7339	净利率(%)	13.68%	12.66%	13.11%	12.52%	12.25%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		
经营活动现金流	463	-922	-35	534	637	偿债能力					
净利润	351	419	566	713	947	资产负债率(%)	29%	49%	40%	39%	
折旧摊销	22.28	71.44	29.9	29.90	29.90	流动比率	2.54	1.65	1.61	1.94	2.31
财务费用	-13	0	-7	-16	-16	速动比率	2.54	1.65	1.61	1.94	2.31
应收账款减少	0	0	-149	-263	-392	营运能力					
预收帐款增加	0	0	43	57	77	总资产周转率	1.06	1.00	0.89	0.95	1.13
投资活动现金流	-162	-97	56	-67	-67	应收账款周转率	6	6	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	107.44	141.15	171.23	154.30	155.17
长期股权投资减少	0	0	75	0	0	每股指标(元)					
投资收益	1	2	3	3	3	每股收益(最新摊薄)	0.75	0.52	0.71	0.90	1.21
筹资活动现金流	-356	850	1421	10	-61	每股净现金流(最新)	-0.13	-0.22	1.89	0.62	0.67
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.03	2.65	4.30	4.93	5.77
长期借款增加	0	0	200	200	200	估值比率					
普通股增加	98	339	0	0	0	P/E	36.07	52.02	38.14	30.03	22.39
资本公积增加	2	-204	878	0	0	P/B	6.72	10.20	6.29	5.49	4.68
现金净增加额	-55	-169	1442	477	509	EV/EBITDA	21.94	32.20	25.40	20.18	14.97

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究金牛奖最佳分析师第五名。

杨骞

理学硕士, 毕业于北京大学城市与区域规划专业。3 年证券行业相关研究经验。2014 年初加盟东兴证券研究所, 从事房地产行业研究工作。擅长从区域经济的角度来挖掘房地产上市公司, 对房地产公司的发展与成长有较好的理解和解析。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。