

# 世联行 (002285)

## 小贷金融持续超预期

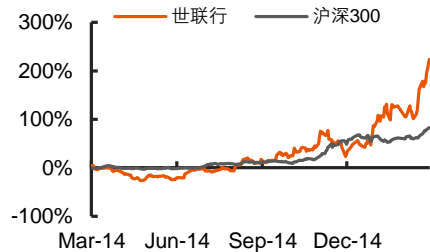
### 强烈推荐 (维持)

现价: 32.73 元

#### 主要数据

行业	地产
公司网址	www.worldunion.com.cn
大股东/持股	世联地产顾问(中国)有限公司/48.01%
实际控制人/持股	陈劲松/23.28%
总股本(百万股)	764
流通 A 股(百万股)	764
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	249.98
流通 A 股市值(亿元)	249.90
每股净资产(元)	2.65
资产负债率(%)	49.28

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《世联地产(002285)世联行\*002285\*入口价值凸显,小贷金融扬帆启航》 2015-03-17
- 《世联地产(002285)世联行\*002285\*参股 Q 房网,打开存量房端口通道》 2015-03-12
- 《世联地产(002285)世联行\*002285\*业绩符合预期》 2015-01-29

#### 证券分析师

**王琳** 投资资格编号  
S1060513090001  
010-59730724  
WANGLIN170@pingan.com.cn

**杨侃** 投资资格编号  
S1060514080002  
0755-22621493  
YANGKAN034@pingan.com.cn

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。

### 投资要点

**事项:** 公司公布 2014 年年报,实现营业收入 33.1 亿元,同比增长 29.1%,归属上市公司股东净利润 3.94 亿元,同比增长 23.9%,实现 EPS0.52 元,与公司业绩快报数据一致。公司拟每 10 股派发现金股利 0.6 元(含税),送红股 2.4 股(含税),以资本公积向全体股东每 10 股转增 3.6 股。

#### 平安观点:

- **小贷业务持续超预期,贡献净利润的 25%:** 公司 2014 年营收增长 29.1%,净利润增长 23.9%。根据我们的测算,小贷业务爆发贡献了公司全部净利润增量,公司全年累计放款 19.7 亿,同比增长 1213%,贡献净利润 9874 万,同比增长 1443%,占总净利润的 25.0%,超出市场预期。预计 2015 年公司小贷规模将超过 45 亿,净利润贡献占比 40%以上。相比于小贷业务,公司传统的代理销售业务营收仅增长 16.3%,顾问业务营收同比下滑 1.4%,资管、金融和电商等创新服务营收占比已达 19.5%,同比提升 11.6 个百分点,预计 2015 年新兴业务营收占比仍将进一步提高。
- **市占率稳步提升,未结资源丰富。** 在市场大环境低迷的背景下,开发商更加倚重代理商的销量能力,公司全年新增签约代理项目面积同比增长 72.7%,为代理销售额的增长提供保障。全年实现代理销售额 3218 亿元,同比增长 1.35%,市占率由 2013 年的 3.9%提升至 4.5%。期末公司累计已实现未结算的代理销售额约 2312 亿,预计未来 3-9 个月将带来约 16.9 亿的代理费收入,相当于 2014 年代理业务收入的 78%,为代理业务营收增长奠定基础。
- **入口价值日益凸显,份额不断扩大:** 世联行 2014 年成交客户逾 35 万、上门客户逾 300 万,由于世联参与购房者从看房、按揭贷款到入伙各个流程,牢牢的掌控供应链金融链条中最核心的信息流,现有的小额贷款业务仅是公司入口价值变现的一种方式。短期来看,我们认为公司将进一步加大两个方面布局:1) 扩大交易入口份额。2015 年初公司已通过参股 Q 房网的形式切入存量房市场,丰富入口资源;2) 扩大小贷业务市场规模,

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,878	2563	3308	4506	5442
YoY(%)	13.4	36.5	29.1	34.8	20.8
净利润(百万元)	211	318	394	554	713
YoY(%)	34.3	50.6	23.9	39.4	28.6
毛利率(%)	34.9	35.7	33.8	34.7	35.5
净利率(%)	11.3	12.4	11.9	12.3	13.1
ROE(%)	14.2	18.6	17.7	20.8	22.1
EPS(摊薄/元)	0.28	0.42	0.52	0.73	0.93
P/E(倍)	116.9	78.5	63.4	44.8	35.2
P/B(倍)	16.2	14.6	11.2	8.1	6.7

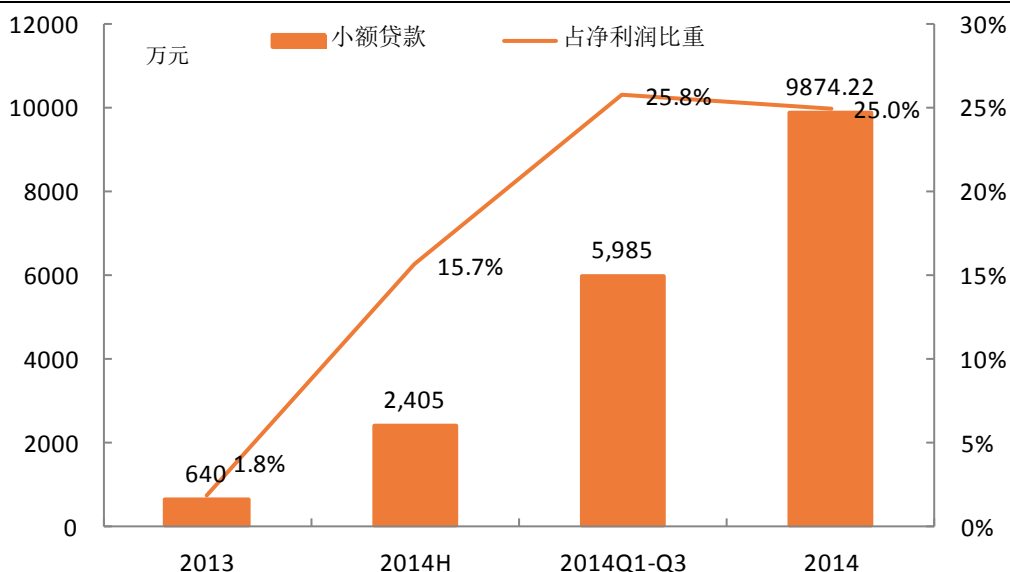
迈向 P2P 平台。我们认为除目前的一手房小额贷款外，未来二手房小额贷、装修贷亦有望加快推出。同时正如我们此前强调，尽管目前基础信贷资产证券化模式较好地解决世联小贷公司资本金不足的问题，但未来方向肯定是 P2P 平台，公司年报中亦明确 2015 年实现 P2P 平台的全面上线，未来小额贷款业务盈利模式将进一步多元：1) 通过平台赚利差、2) 通过平台赚服务费、3) 利差和服务费都赚。中长期来看，依托奠定的大数据资源及移动互联网技术，公司可依托客户需求实现产品订制，为置业者的购房、装修、贷款、理财提供一站式解决方案。

- **上调目标市值至 314 亿，对应目标价 41.1 元。**我们 3 月 17 日发布的深度报告测算目标市值为 288 亿，考虑到 2014 年实际放款额略超此前假设，上调 2015 年放款假设至 45 亿 (+5 亿)，测算小贷业务净利润同比增 122%~187%，取均值相当于每股 EPS0.33 元，参照可比供应链金融公司 PE 水平，给予 100 倍 PE；传统代理等非小贷业务按 5% 增长假设，即每股 EPS0.41 元估算，参照世联 2013 年开展小额贷款业务前估值水平，给予 20 倍 PE，合计测算公司目标市值 314 亿（对应股价 41.1 元）。
- **盈利预测与投资评级。**预计 2015、2016 年 EPS 分别为 0.73 元和 0.93 元，当前股价对应 PE 分别为 44.8 倍和 35.2 倍。公司掌控房地产供应链金融中核心的信息流，小额贷款业务有望持续高增长，同时随着公司近期参股 Q 房网，未来小贷有望进一步向二手房、装修业务扩张，入口价值有望不断变现，维持“强烈推荐”评级，目标价 41.1 元。
- **风险提示：**1) 小额贷款业务增长速度不及预期；2) 小额贷款业务客户大规模信用违约风险。

## 一、小贷业务持续超预期，贡献净利润的 25%

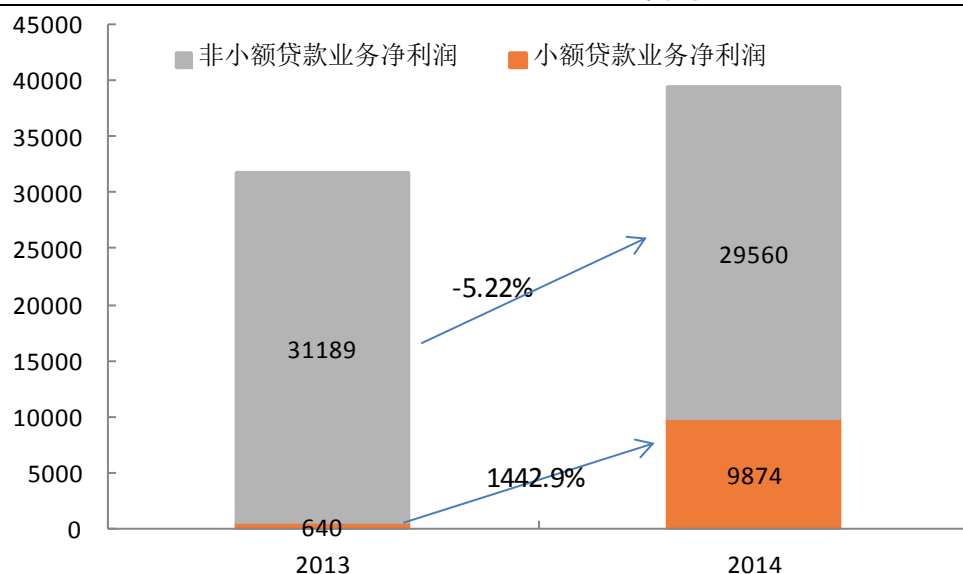
公司 2014 年营收增长 29.1%，净利润增长 23.9%。根据我们的测算，小贷业务的爆发贡献了公司全部净利润增长，公司全年累计放款 19.7 亿，同比增长 1213%，贡献净利润 9874 万，同比增长 1443%，占总净利润的 25.0%，超出市场预期。预计 2015 年公司小贷规模将超过 40 亿，净利润贡献占比 40% 以上。相比于小贷业务，公司传统的代理销售业务营收仅增长 16.3%，顾问业务营收同比下滑 1.4%，资管、金融和电商等创新服务营收占比已达 19.5%，同比提升 11.6 个百分点，预计 2015 年新兴业务营收占比仍将进一步提升。

图表1 2014 年小额贷款净利润占公司总净利润比重达 25%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 小额贷款业务贡献世联 2014 年所有净利润增长 (单位：万元)

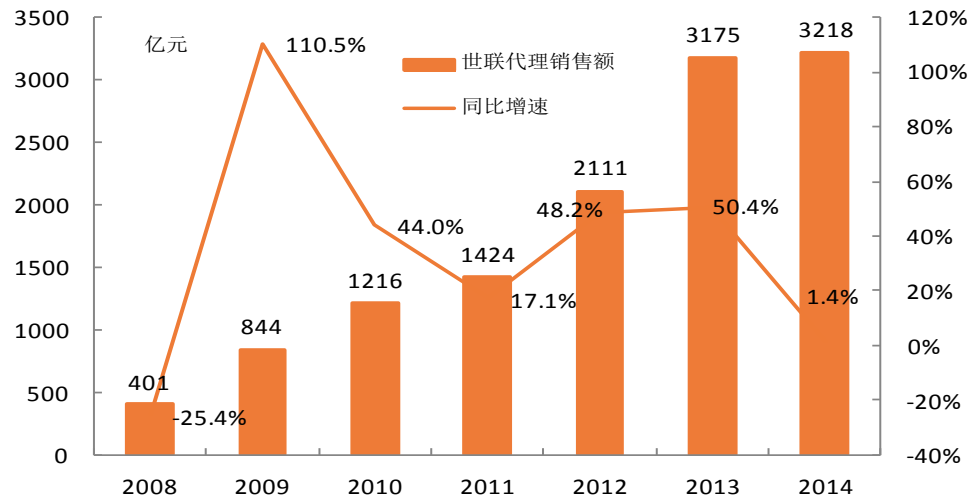


资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 二、市占率稳步提升，未结资源丰富

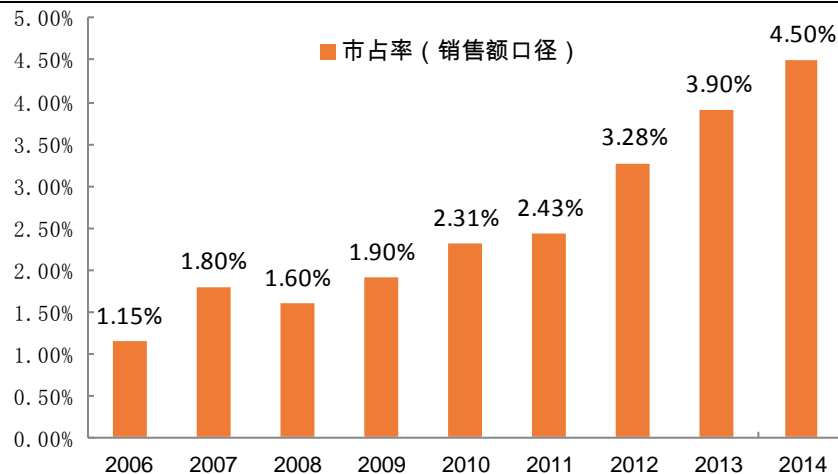
在市场大环境低迷的背景下，开发商更加倚重代理商的销量能力，公司全年新增签约代理项目面积同比增长 72.7%，为代理销售额的增长提供保障。全年实现代理销售额 3218 亿元，同比增长 1.35%，市占率由 2013 年的 3.9% 提升至 4.5%。期末公司累计已实现未结算的代理销售额约 2312 亿，预计未来 3-9 个月将带来约 16.9 亿的代理费收入，相当于 2014 年代理业务收入的 78%，为代理业务营收增长奠定基础。

图表3 世联历年代理销售额走势图（单位：亿元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 世联历年代理销售额市占率走势图



资料来源：公司公告，平安证券研究所

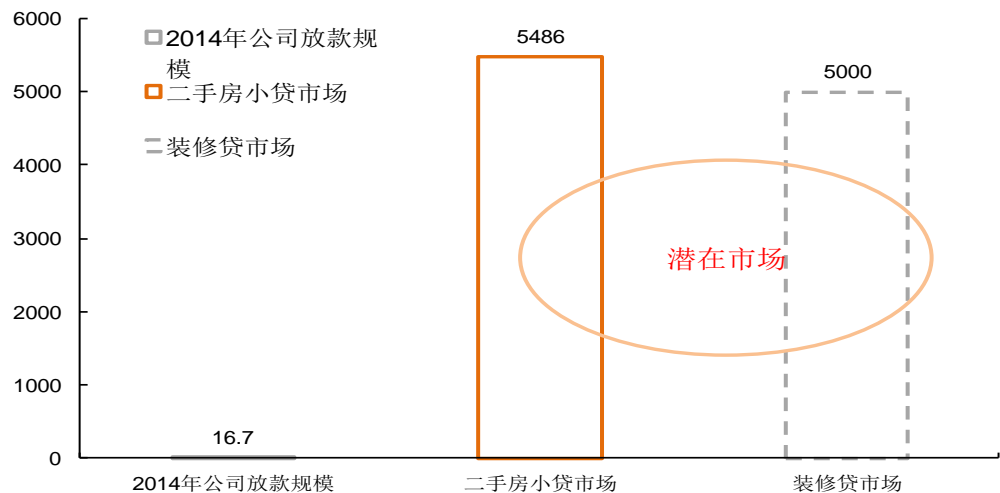
## 三、入口价值日益凸显，份额不断扩大

世联行 2014 年成交客户逾 35 万、上门客户逾 300 万，由于世联参与购房者从看房、按揭贷款到入伙各个流程，牢牢的掌控供应链金融链条中最核心的信息流，现有的小额贷款业务仅是公司入口价值变现的一种方式。短期来看，我们认为公司将进一步加大两个方面布局：

1) 扩大交易入口份额。2015 年初公司已通过参股 Q 房网的形式切入存量房市场, 丰富入口资源; 2) 扩大小贷业务市场规模, 迈向 P2P 平台。我们认为除目前的一手房小额贷款外, 未来二手房小额贷款、装修贷亦有望加快推出。同时正如我们此前强调的, 尽管目前基础信贷资产证券化模式较好地解决小贷公司资本金不足的问题, 但未来方向肯定是 P2P 平台, 公司年报中亦明确 2015 年实现 P2P 平台的全面上线, 未来公司盈利方式进一步多元: 1) 通过平台赚利差、2) 通过平台赚服务费、3) 利差和服务费都赚。

中长期来看, 依托奠定的大数据资源及移动互联网技术, 公司可依托客户需求实现产品定制, 为置业者的购房、装修、贷款、理财提供一站式解决方案。

图表5 二手房及产业链下游小额贷款业务潜在空间广阔 (单位: 亿)



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

#### 四、上调目标市值至 314 亿, 对应 25% 上涨空间

我们 3 月 17 日发布的深度报告测算目标市值为 288 亿, 考虑到 2014 年实际放款额略超此前假设, 上调 2015 年放款假设至 45 亿 (+5 亿), 测算小贷业务净利润同比增 122%~187%, 取均值相当于每股 EPS0.35 元, 参照可比供应链金融公司 PE 水平, 给予 100 倍 PE; 传统代理等非小贷业务按 5% 增长假设, 即每股 EPS0.41 元估算, 参照世联 2013 年开展小额贷款业务前估值水平, 给予 20 倍 PE, 合计测算公司目标市值 314 亿 (对应股价 41.1 元), 当前市值仍有 25% 的上升空间。

#### 附: 市值测算方案

##### 测算方法可靠性: 2014 年小额净利润测算值与实际值误差不到 3%

为计算放款规模增长带来的小额贷款业务净利润贡献, 我们进行如下假设和测算:

##### 主要假设:

- 1) 世联小额贷款公司注册资金本为 3 亿元, 根据其 2014 年 1-11 月财务报表, 小额贷款公司总资产为 11.2 亿, 我们按照自有可供贷款资金 11 亿估计, 融资成本按理财资金成本 5% 衡量。
- 2) 公司 2014 年放款额 19.7 亿, 其中除自有资金外, 其它资金融资成本按 10% 假设。
- 3) 公司小额贷款业务利率为 16.8%~19.2%, 我们按照 18% 估计, 同时其它费用成本按 1% 估计。

4) 由于所有贷款不可能为年初发放, 按利息收入期限为半年估算。

**图表6 公司 2014 年小额贷款业务净利润折算**

	自有资金	资产证券化募集资金
资金规模 (亿)	11	8.7
利差	18%-5%=13%	18%-10%=8%
总利差收入 (半年, 万)	7150	3480
费用支出 (半年, 万)	550	435
净利润	6600	3045
<b>净利润合计 (万)</b>	<b>9645</b>	

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

2014年实际净利润为9874万元。而我们根据上述假设, 测算出公司小额贷款业务2014年净利润为9645万元, 误差仅为2.3%, 上述测算具有一定参考性。

### 2015 年放款 45 亿假设下, 小贷业务净利润同比增 122%~187%

方法一:

在2015年放款额达到45亿假设下 (其中11亿为自有资金), 可产生**增量净利润为1.85亿** (因为公司平均贷款期限为1年, 为此2014年放款额在2015年仍能产生半年利息收入, 即贡献净利润9874万), 则2015年小额贷款总的净利润贡献为2.84亿, 同比增长187%, 相当于每股EPS0.37元。

**图表7 公司 2015 年小额贷款业务增量净利润折算**

	自有资金	资产证券化募集资金
资金规模 (亿)	11	34
利差	18%-5%=13%	18%-10%=8%
总利差收入 (半年, 万)	7150	13600
费用支出 (半年, 万)	550	1700
净利润	6600	11900
<b>净利润合计 (万)</b>	<b>18500</b>	

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

方法二:

按公司2014年小额贷款37.7%的净利率水平, 在45亿放款规模假设下, 我们测算出公司2015年小额贷款净利润为2.2亿, 同比增长122%:

$\{ \text{期初贷款余额 (19.7亿)} + \text{新增放款 (45亿)} \} * 0.5 (\text{半年期限}) * 18\% (\text{利率}) * 37.7\% = 2.2\text{亿}$

按照前述两种方法，我们取平均值，得出2015年净利润水平为2.52亿元，对应EPS0.33元，同比增长155%。

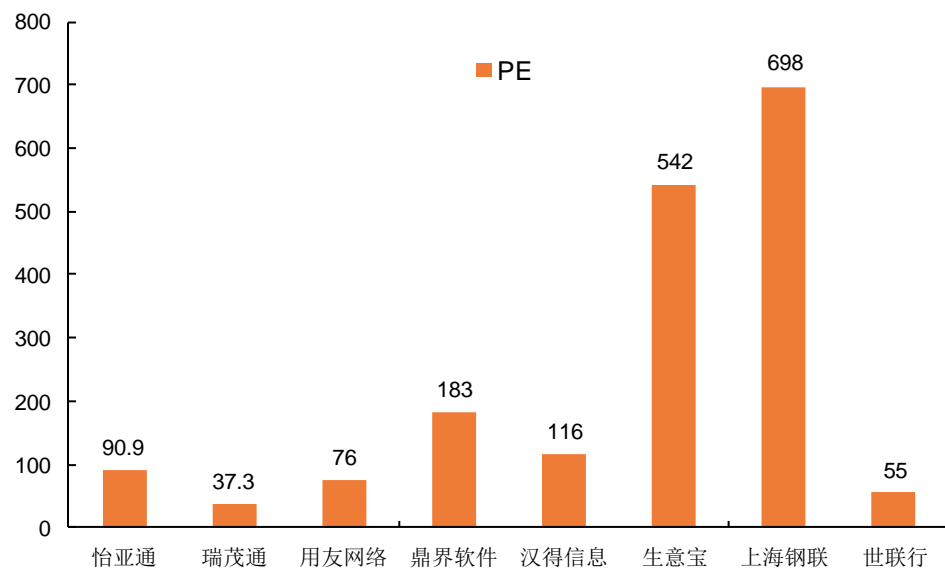
### 测算目标市值 314 亿，对应目标 价 41.1 元

目标市值测算假设：

- 1) 2015年小额贷款业务贡献的EPS按前述两种方法测算的均值0.33元估算、传统的代理等非小贷业务按5%增长，即每股贡献0.41元估算。
- 2) 传统业务估值参照世联2013年开展小额贷款业务前估值水平，给予20倍PE。
- 3) 综合可比供应链金融公司的PE水平，同时考虑到公司小额贷款业务潜在空间、征信及风控掌控（2014年放开1万多单，仅少数几单延迟还款，无违约）、客户导流等因素，我们给予公司小贷业务100倍PE。

根据上述假设，我们测算公司目标市值314亿（对于股价41.1元）。

图表8 可比供应链金融公司 PE 水平



资料来源：wind，平安证券研究所

图表9 世联行目标市值测算

公司	2015年EPS	PE	股价（元）	市值（亿元）
小额贷款业务	0.33	100	32.9	252
传统代理、咨询等非小额贷款业务	0.41	20	8.1	62
<b>目标股价（市值）</b>			<b>41.1</b>	<b>314</b>

资料来源：公司公告，平安证券研究所。注：公司总股本为7.64亿

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	1837	2594	3066	3661
现金	958	1641	1835	2247
应收账款	463	608	840	1007
其他应收款	164	170	168	169
预付账款	18	52	60	70
存货	0	0	0	0
其他流动资产	235	123	163	170
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	2498	3304	3861	4484
<b>流动负债</b>	725	984	1073	1088
短期借款	1	0	0	0
应付账款	28	37	49	58
其他流动负债	695	948	1024	1029
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	725	984	1073	1088
少数股东权益	64	89	135	194
股本	424	764	764	764
资本公积	558	558	558	558
留存收益	726	909	1331	1881
归属母公司股东权益	1709	2230	2653	3203
<b>负债和股东权益</b>	2498	3304	3861	4484

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	463	690	423	627
净利润	351	419	588	757
折旧摊销	29	34	43	51
财务费用	-13	-0	-17	-20
投资损失	-1	-2	-1	-1
<b>营运资金变动</b>	60	219	-185	-159
其他经营现金流	37	21	-5	-0
<b>投资活动现金流</b>	-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	130	-103	-128
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	-208	-103	-128
<b>现金净增加额</b>	-55	682	194	412

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	2563	3308	4506	5442
营业成本	1648	2189	2944	3510
营业税金及附加	143	185	251	301
营业费用	0	0	0	0
管理费用	269	318	484	574
财务费用	-13	-0	-18	-21
资产减值损失	50	59	39	39
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	2	1	1
<b>营业利润</b>	470	559	807	1041
营业外收入	9	7	8	8
营业外支出	2	3	1	1
<b>利润总额</b>	477	563	814	1048
所得税	127	144	214	277
<b>净利润</b>	351	419	600	772
少数股东损益	32	25	46	59
<b>归属母公司净利润</b>	318	394	554	713
EBITDA	486	593	833	1071
EPS (元)	0.42	0.52	0.73	0.93

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	36.5	29.1	34.8	20.8
营业利润(%)	56.7	19.0	39.1	28.9
归属于母公司净利润(%)	50.6	23.9	39.4	28.6
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	35.7	33.8	34.7	35.5
净利率(%)	12.4	11.9	12.3	13.1
ROE(%)	18.6	17.7	20.8	22.1
ROIC(%)	58.7	105.5	87.4	87.5
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	29.0	29.8	27.6	24.1
净负债比率(%)	0.14	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.54	2.64	2.88	3.40
速动比率	2.54	2.64	2.88	3.40
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.06	1.14	1.25	1.29
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	69.09	67.63	68.48	64.68
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.52	0.73	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.90	0.57	0.84
每股净资产(最新摊薄)	2.24	2.92	3.49	4.23
<b>估值比率</b>				
P/E	78.5	63.4	44.8	35.2
P/B	14.6	11.2	8.1	6.7
EV/EBITDA	42	35	25	19



## 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