

战略路径清晰、平台价值显现

世联行(002285.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

2015年3月24日,公司发布年报。2014年实现营业收入33.08亿元(+29.1%),归属于上市公司股东净利润3.94亿元(+23.9%),EPS0.52元(+23.81%),加权ROE为21.13%(增加了1个百分点)。

2. 我们的分析与判断

(一) 世联集平台落地、有效提升竞争力

公司在2014年提出祥云战略,2015年在三大业务“toC、toB和云端服务”的基础上,公司以统一形象整合移动互联网服务入口,进一步推出“世联集”平台。包括集房(涵盖国际国内世联行代理楼盘的直销平台,对公众开放)、集客(一二手联动平台,向经纪机构开放)、集金(金融P2P平台,向公众开放)。世联集的推出将会有效强化公司控制的楼盘资源、经纪人资源和流量资源,全面对抗业内的平台类电商公司。

(二) 基础业务稳健、创新业务加速

公司传统代理销售业务增长16%,顾问策划业务保持稳定。从营收结构方面来看,资管、金融和电商等创新业务已占营收19.5%,同比上升11.6个百分点;毛利贡献从8.3%上升到24.6%,创新业务增速抢眼。公司推出的家圆云贷不仅在2014年放贷额度高达19.7亿,也提升了代理楼盘的成单率,业务协同效果显著。公司后续还将推出多种金融产品,包括装修贷、尾盘基金、P2P投融资平台等。资管方面公司新签约项目26个,落地16城市,实际在管全委托项目60个。电商服务方面,公司顺利完成39个城市的业务布局,全国落地项目154个,12月底云掌柜微信平台累积了100万会员量。

(三) 云贷资产出表、负债率有望下行

2014年底公司的资产负债率49.3%,较年初增长20.3个百分点,主要是公司为推行家圆云贷,利用了银行贷款、私募基金和资产证券化等融资手段。未来,预计随着投融资平台P2P的运行,公司能实现云贷资产出表的资产证券化模式的突破,负债率或见顶回落。

3. 投资建议

预计15-17年EPS分别为0.67、0.80和1.03元,维持推荐评级。

4. 风险提示

入口流量的拓展低于预期、平台价值增长缓慢。

分析师

赵强

021-20252661

zhaoqiang_yj@chinastock.com.cn

职业资格证书编号: S0130512050002

特此鸣谢

胡华如 0755-82837691

(huhuaru@chinastock.com.cn)

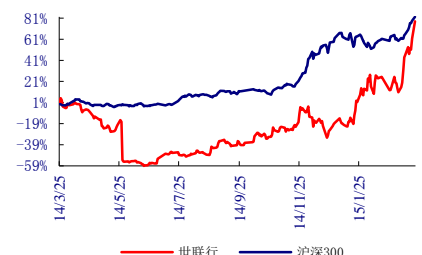
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2015-03-24

A股收盘价(元)	36.00
A股一年内最高价(元)	36.00
A股一年内最低价(元)	7.44
上证指数	3691.41
市净率	69.73
总股本(万股)	76377.60
实际流通A股(万股)	76352.17
限售的流通A股(万股)	25.43
流通A股市值(亿元)	274.87

相对沪深300表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

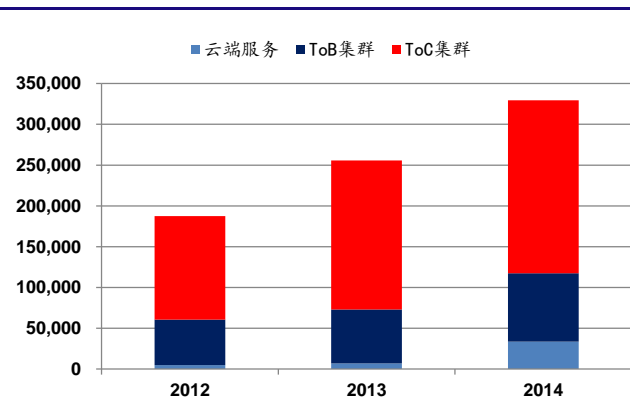
相关研究

相关研究

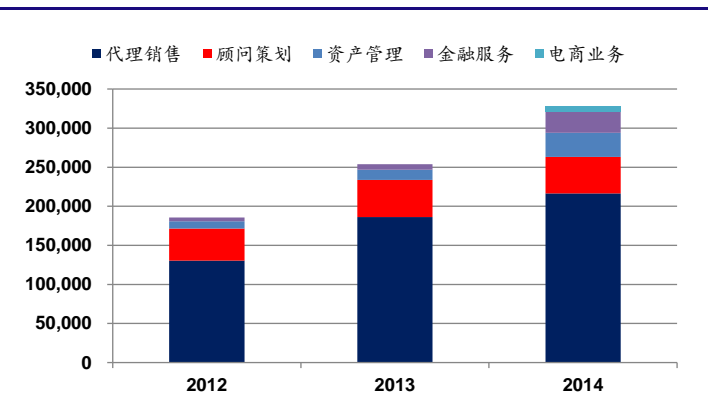
云端服务增长显著

公司的云端服务在 2014 年增长显著，营业收入的增速为 383.6%，占营业收入之比为 10.25%，相比 13 年有很显著的提升。云端服务当前主要包括金融服务和电商业务。金融业务在 2014 年进展顺利，业务收入同比有明显的增长；电商业务是 2014 年新开展的业务，当年也实现了 0.68 亿的收入，预计 2015 年两项业务均能保持快速的增长态势。

图表 1 按集群划分云端服务增速抢眼



图表 2 按业务划分金融和资管业务增速较高



数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

代理销售业务锁定性强

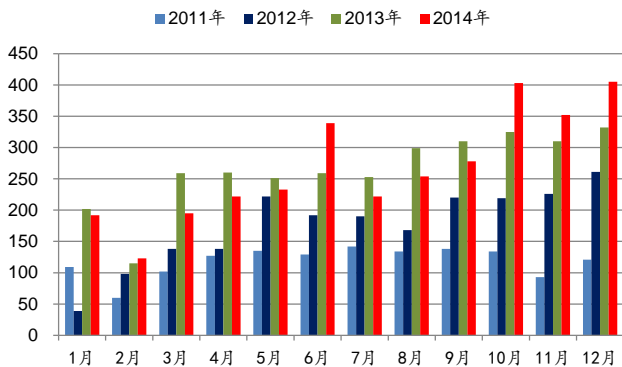
公司代理销售额的实现和结算一般相差两个季度，2014 年下半年代理销售额相比上半年大幅增长 46.78%，公司在 15 年上半年即便维持 14 年下半年的销售额水平，累计年度结算额的增速也有 22%。另外，公司新签约代理项目面积可以看做结算代理销售额的领先指标。2014 年公司新增签约代理项目面积为 14,720 万平方米，增速为 72.7%，相比 2013 年显著提高了 35 个百分点，今年能结算的代理销售额锁定性较强。公司目前累计已经实现但尚未结算的代理销售额为 2312 亿元，将在未来 3-9 月为公司带来约 16.9 亿元代理费收入。

图表 3 传统代理销售业务业绩锁定性强

项目	2014年	2013年	2012年
新增签约代理项目面积 (万平方米)	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 (万平方米)	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%

数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

图表 4 近四年月度代理销售额分布/亿元



数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

新型业务进展迅捷

资产服务业务：公司 2014 年新增签约权委托物业管理项目数为 26 个（2013 年为 8 个），实际在管的全委托项目个数为 60 个（2013 年为 58 个），实际收费面积为 228 万平米，资产服务业务收入增长了 132.2%。随着这些项目从签约到开发商交付物业，新增的项目都将会交付管理。

金融服务业务：2014 年公司金融服务业务的增长主要来自于家圆云贷产品的收入。2013 年 7 月公司推出家圆云贷，2014 年销售迅速扩大，当年放贷共计 19518 笔，金额为 19.7 亿元，平均每笔贷款 10 万元，充分体现了该产品小额分散的特征。

电商业务：公司目前的电商业务主要是通过收取团购服务费获取购房团购优惠，整合营销渠道，建立起一个综合平台，为开发商、渠道、购房者提供更好的服务。本报告期内，公司电商业务实现收入 6,838.49 万元；截至本报告期末，账面上尚有未结转的预收费金额 5,900.20 万元，这部分预收费金额将根据合同的约定结转为公司的收入或退还给未购房的客户。

公司核心优势突出

公司 1993 年成立，以代理业务起家，一直专注房地产服务业。目前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，覆盖全国核心城市；同时开设 1200 个售楼处案场，年新增 200 个售楼处，年接待客户逾 200 万组。公司对新增房源和购房流量的控制具有很大优势。公司在移动互联网改造传统行业的浪潮下，积极推进创新业务，在房地产交易的支付和售后服务推出面向消费者的金融产品，在业务转型方面保持领先优势。在新房代理销售领域，公司连续两年代理销售额超过 3000 亿，市场份额为 4.5%，公司的目标是达到 15%。针对存量房市场，公司摒弃传统的线下扩张策略，采用外延式和端口接入的方式介入，未来成长空间广阔。在资产管理领域，公司通过填空式收购获得专业能力并快速布局，凸显规模化优势。此外，公司作为 A 股唯一的房地产服务商，能利用资本市场再融资增强资本实力，实现跨越式发展。

财务预测

利润表		单位:百万元			
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	
营业收入	3308.17	4258.61	5701.85	7333.72	
营业成本	2189.32	2831.97	3768.92	4825.59	
营业税金及附加	184.74	236.78	315.88	404.82	
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	
管理费用	318.25	402.44	533.12	674.70	
财务费用	-0.32	-22.56	-54.69	-68.68	
资产减值损失	59.28	76.31	102.17	131.41	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	2.06	1.67	1.73	1.82	
营业利润	559.11	735.33	1038.17	1367.70	
营业外收入	6.84	7.60	7.82	7.42	
营业外支出	2.95	2.36	2.36	2.56	
利润总额	563.00	740.57	1043.63	1372.56	
所得税	144.03	189.45	266.98	351.13	
净利润	418.97	551.11	776.64	1021.43	
少数股东损益	24.63	38.89	169.15	231.56	
归属母公司净利润	394.34	512.23	607.49	789.87	
EBITDA	603.31	784.46	1071.30	1385.75	
EPS (摊薄)	0.52	0.67	0.80	1.03	

数据来源: 港澳资讯、中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

赵强，研究员行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn