

2015年04月23日

房地产开发

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 35.86

世联行(002285)

电商业务开门红

投资评级: 买入(持续)
房地产
分析师: 周雅婷(组长)

执业证书编号: S0290514090001

邮箱: zhouyt@zsq.com

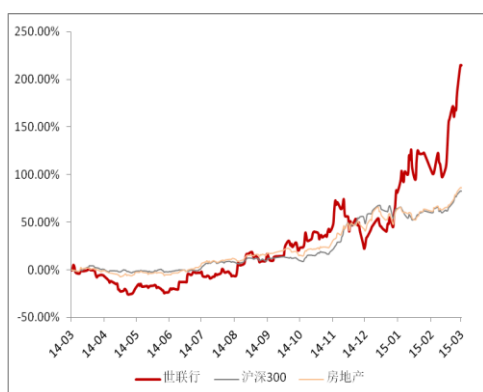
联系人: 陈弘涛

电话: 0755-86017489

公司基本数据

总股本(万股)	76377.60
流通 A 股/B 股(万股)	76352.17/0.00
资产负债率(%)	49.28
每股净资产(元)	2.65
市净率(倍)	13.52
净资产收益率(加权)	21.13
12 个月内最高/最低价	41.82/7.31

股价走势图



相关研究报告

- 1 《进入高增长通道》，2015.03.24
- 2 《收入符合预期，未来发展多样化》，2015.01.29

◎事项:

公司公布 2015 年 1 季报，实现营业收入 8.2 亿元，同比增长 31.52%；实现归属上市公司股东的净利润 0.5 亿元，同比增长 12.9%。EPS0.07，同比增长 16.67%。

◎主要观点:

◆**营收增长加速，符合预期。**公司 1 季度营收同比增长 31.5%，较 2014 年全年增速上升 2.5 个百分点，符合我们公司今年业绩加速增长的预期。而利润增幅有所放缓，主要由于本期公司增加的计提坏账准备，以及扩大融资规模所增加的财务费用。1 季度代理销售同比上升 16.2%，得益于去年底市场转暖，目前公司未结算代理额约 2123 亿元，预计可在年内为公司带来约 15.9 亿元的收入。而由于地产投资、开工持续走低，新开楼盘增速下降，导致公司 1 季度顾问策划业务同比下降 27.1%，

◆**金融服务迅猛生长，电商业务开局完美。**公司金融服务 1 季度实现收益 9361.7 万元，同比增长 474.3%，已占到去年全年金融收入的 1/3。通过本期金融服务收入估算，放贷规模约 7-8 个亿，已经占比 1 季度代理销售额超过 1%，符合我们年初的预期，未来仍有较大上升空间。同时，公司本期新增电商业务，新业务刚上线便给公司带来了 5762 万元收入，已占到本期收入的 7%。包括金融服务在内的新业务是公司今年转型的重点，且在目前的发展上频传佳音。

◆**市场如期转暖，代理顺势提升。**公司 1 季度代理销售额 628 亿元，同比增长 23.1%，其中 3 月份在全国楼市日均销量转正背景下代理额同比增长了 35.4%。我们维持前期判断，预计 2015 全年代理销售额较去年同比增长 25%-30%。

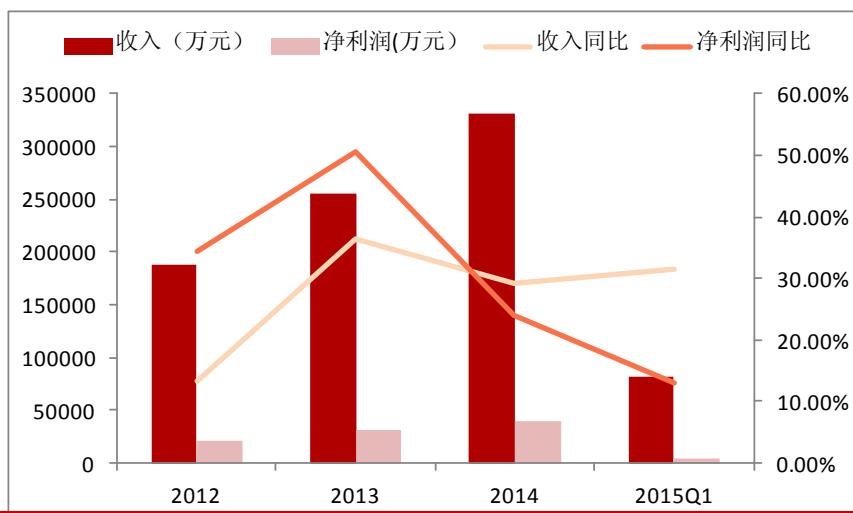
◆**“集”系列移动平台深挖服务性。**公司在年报中提到的“集”系列平台：集房、集金、集客，已经全部上线。其中集金是 P2P 平台、集房是房屋信息平台、集客则是真对经纪人的房源共享平台。三平台基于公司自身业务和行业优势，将大规模拓展客源和服务触角，未来增长潜力巨大。

◆**盈利预测：**房地产基本面转好形势已经确立，公司资产、金融服务业务发展迅速，电商等新业务也陆续上线。我们预测 15/16 年 EPS 为 0.71/0.91，对应 PE50.5/39.4。维持买入评级。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万)	2563	3308	4338	5416	6837
同比增速(%)	36%	29%	31%	25%	26%
净利润(百万)	318	394	539	692	901
同比增速(%)	51%	24%	37%	28%	30%
毛利率(%)	34.5%	33.8%	34.3%	33.8%	33.7%
每股盈利(元)	0.75	0.52	0.71	0.91	1.18

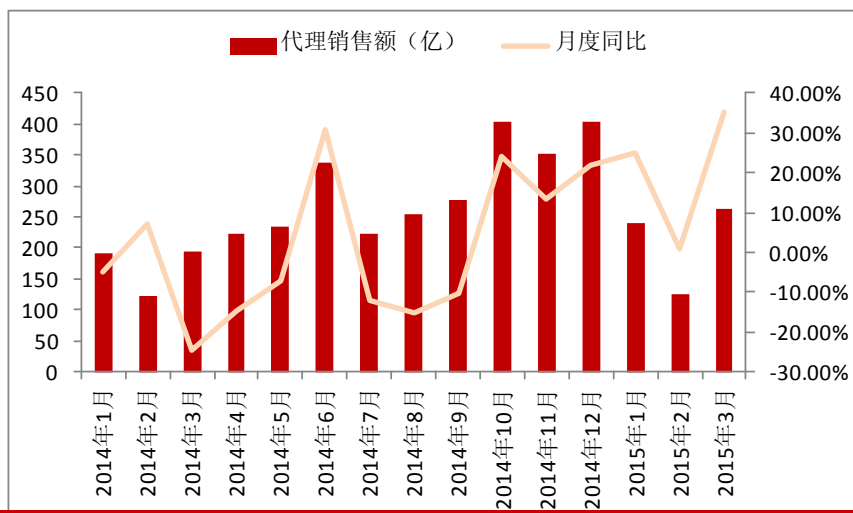
ROE(%)	18.6%	19.5%	21.0%	21.7%	22.3%
PE(倍)	47.8	68.96	50.51	39.41	30.39

图 1 收入利润走势



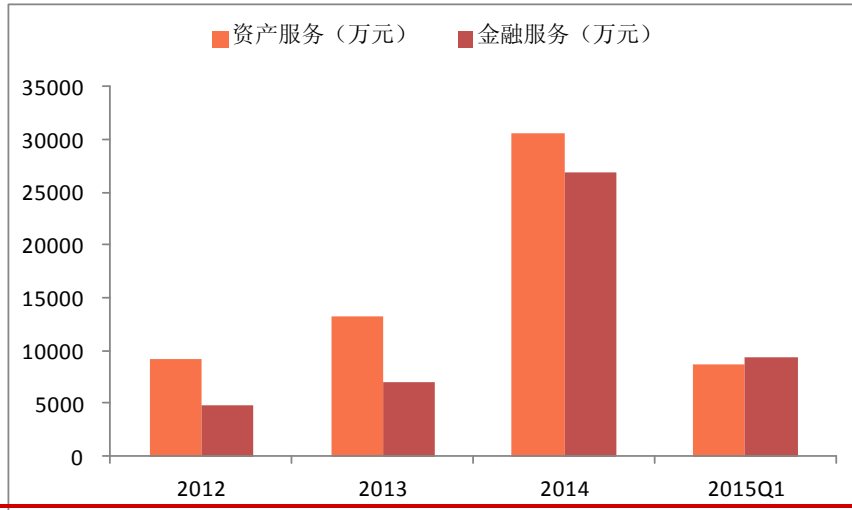
资料来源：世联行，中山证券研究所

图 2 代理销售额



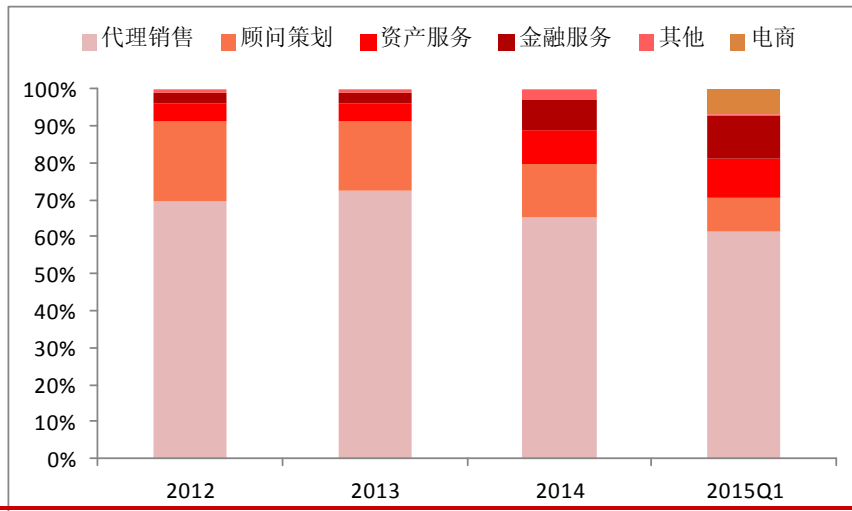
资料来源：世联行，中山证券研究所

图3 资产、金融服务爆发增长



资料来源：世联行，中山证券研究所

图4 各类业务收入占比



资料来源：世联行，中山证券研究所

图 5 集房



资料来源： 中山证券研究所

图 6 集客



资料来源： 中山证券研究所

图 7 集金



资料来源：中山证券研究所

附录：三大报表预测值
资产负债表

	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	3272	2809	3505	4384
现金	791	1092	1390	1747
应收账款	679	863	1082	1384
其他应收款	109	112	111	111
预付账款	26	42	47	61
存货	0	0	0	0
其他流动资产	1668	700	874	1081
非流动资产	844	872	962	993
长期投资	0	0	0	0
固定资产	212	290	378	417
无形资产	47	46	44	43
其他非流动资产	585	537	540	534
资产总计	4116	3681	4467	5377
流动负债	1984	1018	1132	1140
短期借款	424	0	0	0
应付账款	19	32	37	49
其他流动负债	1541	986	1095	1092
非流动负债	45	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	45	0	0	0
负债合计	2028	1018	1132	1140
少数股东权益	61	98	144	202
股本	764	764	764	764
资本公积	354	354	354	354
留存收益	909	1448	2074	2917
归属母公司股东权益	2026	2565	3191	4035
负债和股东权益	4116	3681	4467	5377

现金流量表

	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-922	855	476	483
净利润	419	575	738	960
折旧摊销	35	32	41	50
财务费用	-0	7	-12	-16
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-1431	203	-280	-506
其他经营现金流	58	40	-8	-2
投资活动现金流	-97	-114	-126	-86
资本支出	31	100	120	80
长期投资	-69	0	0	0
其他投资现金流	-135	-14	-6	-6
筹资活动现金流	850	-440	-52	-41
短期借款	423	-424	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	339	0	0	0
资本公积增加	-204	0	0	0
其他筹资现金流	292	-16	-52	-41
现金净增加额	-169	301	298	357

利润表

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3308	4338	5416	6837
营业成本	2189	2849	3586	4531
营业税金及附加	185	239	300	378
营业费用	0	0	0	0
管理费用	318	424	503	598
财务费用	-0	7	-12	-16
资产减值损失	59	45	47	50
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
营业利润	559	776	994	1297
营业外收入	7	7	7	8
营业外支出	3	3	1	1
利润总额	563	780	1000	1303
所得税	144	205	263	344
净利润	419	575	738	960
少数股东损益	25	36	46	59
归属母公司净利润	394	539	692	901
EBITDA	593	815	1023	1331
EPS (元)	0.52	0.71	0.91	1.18

主要财务比率

	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	29.1%	31.1%	24.8%	26.2%
营业利润	19.0%	38.8%	28.1%	30.5%
归属于母公司净利润	23.9%	36.7%	28.3%	30.2%
获利能力				
毛利率(%)	33.8%	34.3%	33.8%	33.7%
净利率(%)	11.9%	12.4%	12.8%	13.2%
ROE(%)	19.5%	21.0%	21.7%	22.3%
ROIC(%)	30.2%	47.2%	45.6%	44.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	49.3%	27.7%	25.3%	21.2%
净负债比率(%)	20.91%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.65	2.76	3.10	3.84
速动比率	1.65	2.76	3.10	3.84
营运能力				
总资产周转率	1.00	1.11	1.33	1.39
应收账款周转率	6	5	5	5
应付账款周转率	93.41	111.30	102.54	105.08
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.71	0.91	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.21	1.12	0.62	0.63
每股净资产(最新摊薄)	2.65	3.36	4.18	5.28
估值比率				
P/E	68.96	50.51	39.41	30.39
P/B	13.53	10.67	8.58	6.79
EV/EBITDA	41	30	24	18

资料来源：港澳资讯、中山证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告列明的日期后3个月内，以行业股票指数相对同期市场基准指数（中证800指数）收益率的预期表现为标准，区分为以下四级：

强于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在5%以上；

同步大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告列明的发布日期后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：强于行业指数15%以上；

持有：强于行业指数5%~15%；

中性：相对于行业指数表现在-5%~5%之间；

卖出：弱于行业指数5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

要求披露

本报告由中山证券有限责任公司（简称“中山证券”或者“本公司”）研究所编制。中山证券有限责任公司是经监管部门批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

机构业务部咨询经理

上海

殷越

021-50195711

北京

深圳

风险提示及免责声明:

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。本报告提及的证券、金融工具的价格、价值及收入均有可能下跌，以往的表现不应作为日后表现的暗示或担保。您可能无法全额取回已投资的金额。
- ★ 本报告无意针对或者打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。
- ★ 本报告是机密的，仅供本公司的个人或者机构客户（简称客户）参考使用，不是或者不应当视为出售、购买或者认购证券或其他金融工具的要约或者要约邀请。本公司不因收件人收到本报告而视其为本公司的客户，如收件人并非本公司客户，请及时退回并删除。若本公司之外的机构发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，本公司及本公司雇员不为前述机构之客户因使用本报告或者报告载明的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。
- ★ 任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等都只是研究观点的简要沟通，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。
- ★ 本报告基于已公开的资料或信息撰写，但是本公司不保证该资料及信息的准确性、完整性，我公司将随时补充、更新和修订有关资料和信息，但是不保证及时公开发布。本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告列明的发布日期当日的判断，本公司可以在不发出通知的情况下做出更改。本报告所包含的分析基于各种假设和标准，不同的假设和标准、采用不同的观点或分析方法可能导致分析结果出现重大的不同。本公司的销售人员、交易人员或者其他专业人员、其他业务部门也可能给出不同或者相反的意见。
- ★ 本报告可能附带其他网站的地址或者超级链接，对于可能涉及的地址或超级链接，除本公司官方网站外，本公司不对其内容负责，客户需自行承担浏览这些网站的费用及风险。
- ★ 本公司或关联机构可能会持有本报告所提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能已经、正在或者争取向这些公司提供投资银行业务等各类服务。在法律许可的情况下，本公司的董事或者雇员可能担任本报告所提及公司的董事。撰写本报告的分析师的薪酬不是基于本公司个别投行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。因此，客户应当充分注意，本公司可能存在对报告客观性产生影响的利益冲突。
- ★ 在任何情况下，本报告中的信息或者所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，任何人不应将本报告作为做出投资决策的惟一因素。投资者应当自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不就本报告的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。除法律强制性规定必须承担的责任外，本公司及雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。
- ★ 本报告版权归本公司所有，保留一切权利。除非另有规定外，本报告的所有材料的版权均属本公司所有。未经本公司事前书面授权，任何组织或个人不得以任何方式发送、转载、复制、修改本报告及其所包含的材料、内容。所有于本报告中使用的商标、服务标识及标识均为本公司所有。