世联行（002285） 强烈推荐

行业：房地产开发

成长中的“互联网+房地产服务”行业巨头

作者

署名人：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

署名人：张　岩

S0960513070007

010-63222861

zhangyan1@china-invs.cn

投资要点：

✧ **房地产交易入口优势持续扩大，新房市场份额加速提升，并通过入股 Q 房网切入存量房市场，构建 C 端服务闭环。**（1）新房代理销售龙头，“内生增长+并购整合区域龙头+深化服务带来差异化优势”，市场份额第一并加速提升，今年 Q1 市场份额已达 5.2%，较去年提升 1 个百分点，未来仍有很大空间。（2）拟收购 Q 房网 15%股权，以相对较少的资金投入获取存量房交易入口资源，二手房市场处于激烈的竞争与整合中，Q 房网是国内领先的 O2O 二手房中介平台，规模仅次于链家，其独创的“合伙经纪人”模式对传统“链家模式”形成强烈冲击，有望成为二手房市场寡头之一。

✧ **依托交易入口优势，拥抱移动互联网、深化服务，在房地产互联网金融、房地产电商领域已显示出广阔的发展前景。**

✧ **房地产互联网金融：（1）已确立在新房金融服务领域的领先地位，**针对新房首付款的小贷产品“家圆云贷”在去年成为爆款单品，放贷规模近 20 亿元，受此推动金融业务在公司毛利中占比已达近 2 成，成为利润增长新引擎；我们保守测算家圆云贷 5 年规模成长空间为 120 亿元，是 14 年的 6 倍；今年 3 月 P2P 平台“世联集金“APP 正式上线，有效破解资金来源瓶颈，预计今年云贷规模将超过 40 亿元，继续实现翻倍以上增长。**（2）公司核心优势在于深度切入真实交易场景，**从而在资产端的规模放量和风险把控方面，相对于金融机构具有显著优势，这也使得双方的合作具有广阔前景。**（3）除新房以外，公司还将向存量房，以及面向房地产交易相关环节的金融服务（装修贷、车位贷等）扩展，发展空间巨大。**

✧ **房地产电商平台：“世联集房”APP 今年 3 月正式上线，有望成为新的爆款单品。**“世联集房”是涵盖国内、国际世联行代理楼盘的直销平台，向公众开放；我们认为，这是公司对抗房多多等线上电商平台的有力工具，公司依托在新房市场线下的巨大规模优势，线上电商业务发展的前景看好，例如公司电商平台的亮点之一是与线下销售团队合作，实现客户与线下售楼处 24 小时全天候及时、直接的互动，消费者体验更好。

✧ **预计 15-17 年 EPS0.71/0.97/1.19 元，对应 PE48/35/29 倍。公司有望成长为“互联网+房地产服务“行业巨头，考虑到公司巨大的成长空间，并参考三六五网、三泰控股等 A 股“互联网+房地产服务”公司的估值水平，给予 6-12 个月目标价 46 元，对应 15 年 65 倍 PE，首次给予“强烈推荐“投资评级。**

✧ **风险提示：**代理销售、金融业务增长低于预期；切入存量房领域发展的不确定性。

6 - 12 个月目标价： 46.0

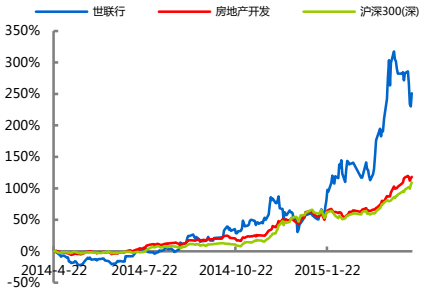
当前股价： 34.09

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	764
流通股本(百万股)	764
总市值(亿元)	260
流通市值(亿元)	260
成交量(百万股)	19.69
成交额(百万元)	667.24

股价表现



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3308	4312	5434	6609
收入同比(%)	29%	30%	26%	22%
归属母公司净利润	394	539	739	912
净利润同比(%)	24%	37%	37%	23%
毛利率(%)	33.8%	33.7%	35.5%	35.9%
ROE(%)	19.5%	21.0%	22.4%	21.6%
每股收益(元)	0.52	0.71	0.97	1.19
P/E	66.03	48.27	35.22	28.54
P/B	12.85	10.15	7.88	6.17
EV/EBITDA	43	32	23	19

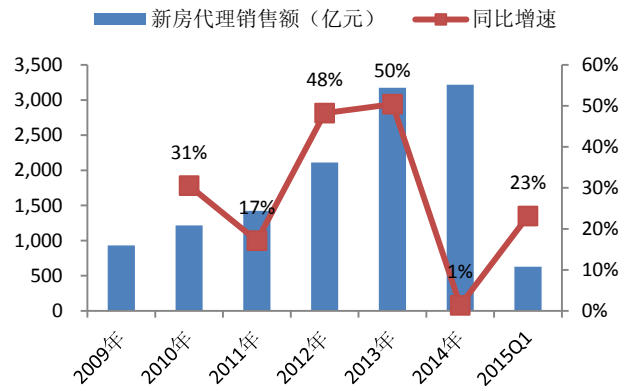
资料来源：中国中投证券研究总部

一、房地产交易入口优势持续扩大，构建 C 端服务闭环

公司持续扩大在新房市场的份额优势，并通过入股 Q 房网切入存量房市场，正在构建面对 C 端购房者的一站式服务平台。

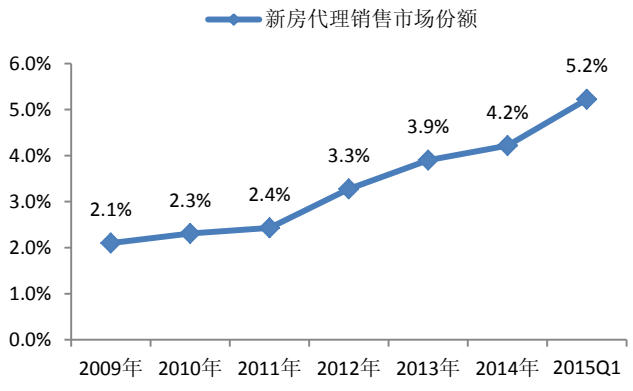
（1）公司是新房代理销售龙头，市场份额名列第一并在加速提升，公司除了内生增长以外，持续推进对区域龙头的并购整合，更重要的是，公司通过拥抱移动互联网、深化服务，形成差异化优势，在行业竞争中占据有利位置，市场份额加速提升。今年 1 季度，公司代理销售额逆市增长 23%，市场份额达到 5.2%，较去年大幅提升 1.0 个百分点，呈现加速提升态势。但从绝对量来看，公司目前的市场份额仍然较小，未来进一步提升空间很大。

图 1　公司新房代理销售额持续增长



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 2　公司新房代理销售市场份额加速提升



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

（2）入股 Q 房网，切入存量房市场。公司拟投资 4.2 亿元收购 Q 房网 15%的股权。Q 房网是国内领先的 O2O 二手房中介平台，规模仅次于链家；其前身世华地产是珠三角区域最具影响力的中介公司，依托线下优势向向上发展建立 Q 房网，在国内独创“合伙经纪人”模式，最大化让利经纪人，将企业变成平台，对传统的“链家模式”形成强烈冲击；Q 房网发展迅速，已进入华南、华东、中西部、华北地区的 16 个城市，初步形成全国化布局，加盟经纪人逾 8 万名，未来 5 年战略目标为布局百城、服务百万经纪人。我们认为，二手房市场当前处于激烈的竞争和整合中，未来将形成寡头市场，而 Q 房网有望成为寡头之一，公司通过入股 Q 房网的合作方式，以相对较少的资金投入实现了对存量房交易入口资源的获取。

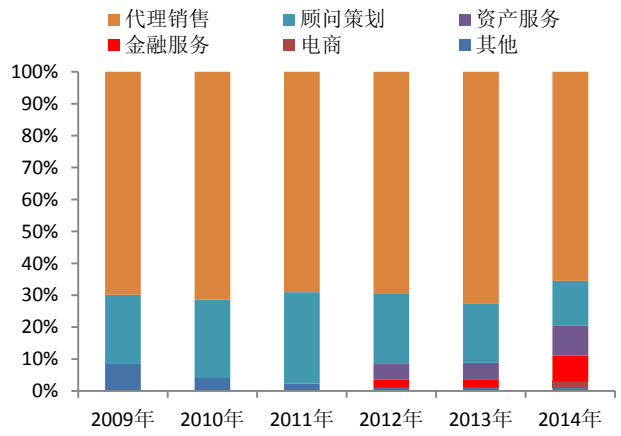
二、依托交易入口优势，拥抱移动互联网、深化服务

公司依托房地产交易入口优势，通过拥抱移动互联网、深化服务，发现并解决购房者在交易环节及交易前后遇到的痛点，相应延伸出一系列增值服务，其中在房地产互联网金融、房地产电商领域已显示出广阔的发展前景。

房地产互联网金融：公司已确立在新房金融服务领域的领先地位，还将向存量房金融服务，以及面向房地产交易相关环节的金融服务（装修贷、车位贷等）扩展，发展空间巨大。

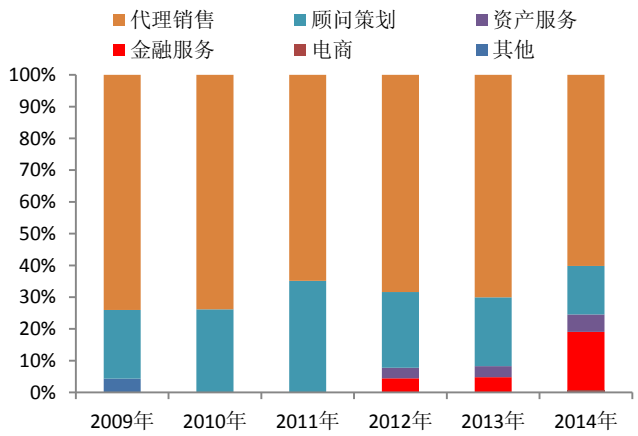
（1）针对新房首付款的小贷产品“家圆云贷”在去年成为爆款单品，金融服务业务已成为公司利润增长的新引擎。“家圆云贷”针对首付款暂时不足的购房者，贷款额不超过首付的 50%，期限为半年到 3 年，月息 1.4%-1.6%，年化利息约 19.2% ，目前平均每笔贷款约 10 万元，充分体现了小额分散的特征。“家圆云贷”于 13 年 7 月推出，14 年放贷规模近 20 亿元，成为爆款单品。平均每笔贷款约 10 万元，在“家圆云贷”规模放量的推动下，14 年公司金融服务业务收入达 2.7 亿元，同比大幅增长 286%，收入占比提升 5 个百分点至 8%，由于金融服务业务的毛利率高，毛利占比大幅提升 13 个百分点至 18%。

图 3 收入结构变化



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 4 毛利结构变化：金融服务占比提升至近 2 成



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

（2）家圆云贷规模发展空间巨大，P2P 移动互联网平台上线有效破解资金来源瓶颈，预计小贷规模未来 5 年将持续高增长，今年有望继续实现翻倍以上增长。我们假设公司新房代理销售额年增速为 20%，家圆云贷渗透率为 15%，首付比例 30%，家圆云贷占首付款比例为 1/3，保守测算 5 年后家圆云贷的规模空间为 120 亿元，是 2014 年的 6 倍，对应 43%的年复合增速。制约家圆云贷规模的主要因素是资金来源，而今年 3 月公司 P2P 平台“世联集金“APP 正式上线，有效破解资金来源瓶颈，预计今年云贷规模将达到 40 亿元以上，较去年继续实现翻倍以上增长。

表 1 家圆云贷 5 年规模空间测算

2014 年公司新房代理销售额（亿元）	3,218
公司新房代理销售额年增速	20%
家圆云贷渗透率	15%
首付比例	30%
家圆云贷占首付款的比例	1/3
5 年后家圆云贷规模（亿元）	120

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

（3）公司发展房地产互联网金融业务的核心优势在于深度切入真实交易场景，从而在资产端的规模放量和风险把控方面，相对于金融机构具有显著优势，这也使得双方的合作具有广阔前景。购房者对金融的需求诞生于真实的交易场景下，公司线下销售团

队达 1.5 万个，深度切入交易场景，了解并快速、便捷的满足购房者真实的个性化需求，从而使贷款交易发生，从家圆云贷的需求增长迅速、供不应求的情况可以说明这一点。金融机构虽然具有资金优势，但缺乏对真实交易场景的深度切入，而且贷款办理速度较慢、程序较繁琐，不能很好的解决购房者的痛点。此外，由于公司能够准确把握购房交易的真实性，因此可以将风险控制在极低水平，家圆云贷不良率不到万分之一，逾期率仅千分之几，这也是金融机构仅凭自身能力难以做到的。

（4）除了规模放量趋势已确立的新房金融服务以外，公司房地产互联网金融业务还将向两个方向扩展：一是存量房金融服务，公司通过入股 Q 房网切入存量房市场，Q 房网拥有存量房交易入口优势，但没有金融牌照，公司与其形成优势互补，公司在新房金融服务领域已确立领先优势，借助 Q 房网的交易入口资源向存量房金融服务领域扩展，是比较容易做到的事情。与新房交易相比，存量房交易涉及的税费更多，而且其中的换房交易涉及较复杂的资金安排，因此存量房金融服务的可挖掘价值更高。**二是面向房地产交易相关环节的金融服务，目前比较明确的是装修贷、车位贷。**

房地产电商平台：“世联集房”APP 今年 3 月正式上线，有望成为新的爆款单品。“世联集房”是涵盖国内、国际世联行代理楼盘的直销平台，向公众开放。我们认为，“世联集房”是公司依托线下优势向线上拓展，对抗房多多等线上房地产电商平台的有力工具，其主要亮点之一在于“24 小时网上售楼处”，即依托于线下销售团队，实现客户与线下售楼处 24 小时全天候及时、直接的互动，消费者体验更好。公司是新房代理销售龙头，市场份额名列第一并在加速提升，在线下规模优势巨大的基础上，线上电商业务的发展前景看好。

三、首次给予“强烈推荐”评级

预计 15-17 年 EPS0.71/0.97/1.19 元，对应 PE48/35/29 倍。公司持续扩大房地产交易入口优势，并在此基础上拥抱移动互联网、深化服务，其中在房地产互联网金融、房地产电商领域已显示出广阔的发展前景，有望成长为“互联网+房地产服务“行业巨头。考虑到公司巨大的成长空间，并参考三六五网、三泰控股等 A 股“互联网+房地产服务”公司的估值水平，给予 6-12 个月目标价 46 元，对应 15 年 65 倍 PE，首次给予“强烈推荐“投资评级。

风险提示：（1）房地产行业复苏低于预期，导致公司代理销售增长低于预期；（2）市场对公司金融业务增长的预期较高，但创新业务的发展有不确定性，存在低于预期的风险；（3）公司通过合作方式切入存量房服务领域，未来发展存在一定的不确定性。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	3272	3571	4470	4897
现金	791	1078	1358	1652
应收账款	679	679	679	679
其它应收款	109	109	109	109
预付账款	26	26	26	26
存货	0	0	0	0
其他	1668	1680	2299	2431
非流动资产	844	816	1898	1871
长期投资	0	0	0	0
固定资产	212	194	176	158
无形资产	47	47	47	47
其他	585	575	1676	1666
资产总计	4116	4388	6369	6767
流动负债	1984	1684	2885	2322
短期借款	424	124	1326	763
应付账款	19	19	19	19
其他	1541	1541	1541	1541
非流动负债	45	45	45	45
长期借款	0	0	0	0
其他	45	45	45	45
负债合计	2028	1729	2930	2367
少数股东权益	61	93	134	183
股本	764	764	764	764
资本公积	354	354	354	354
留存收益	909	1448	2187	3100
归属母公司股东权益	2026	2566	3305	4217
负债和股东权益	4116	4388	6369	6767

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-922	607	-877	918
净利润	419	572	780	962
折旧摊销	35	26	26	26
财务费用	-0	12	36	53
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	-1431	-3	-1719	-123
其它	58	0	0	0
投资活动现金流	-97	-8	-8	-8
资本支出	31	0	0	0
长期投资	-69	0	0	0
其他	-135	-8	-8	-8
筹资活动现金流	850	-312	1165	-616
短期借款	423	-300	1202	-563
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	292	-12	-36	-53
现金净增加额	-169	287	280	294

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3308	4312	5434	6609
营业成本	2189	2860	3503	4234
营业税金及附加	185	241	303	369
营业费用	0	0	0	0
管理费用	318	431	543	661
财务费用	-0	12	36	53
资产减值损失	59	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0
营业利润	559	768	1048	1292
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	563	768	1048	1292
所得税	144	196	268	331
净利润	419	572	780	962
少数股东损益	25	32	40	49
归属母公司净利润	394	539	739	912
EBITDA	593	806	1110	1372
EPS（元）	0.52	0.71	0.97	1.19

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	29.1%	30.4%	26.0%	21.6%
营业利润	19.0%	37.4%	36.4%	23.3%
归属于母公司净利润	23.9%	36.8%	37.0%	23.4%
获利能力				
毛利率	33.8%	33.7%	35.5%	35.9%
净利率	11.9%	12.5%	13.6%	13.8%
ROE	19.5%	21.0%	22.4%	21.6%
ROIC	30.2%	42.9%	26.5%	31.9%
偿债能力				
资产负债率	49.3%	39.4%	46.0%	35.0%
净负债比率	20.91%	7.19%	45.25%	32.23%
流动比率	1.65	2.12	1.55	2.11
速动比率	1.65	2.12	1.55	2.11
营运能力				
总资产周转率	1.00	1.01	1.01	1.01
应收账款周转率	6	6	8	9
应付账款周转率	93.41	152.70	187.01	226.02
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.71	0.97	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.21	0.80	-1.15	1.20
每股净资产(最新摊薄)	2.65	3.36	4.33	5.52
估值比率				
P/E	66.03	48.27	35.22	28.54
P/B	12.85	10.15	7.88	6.17
EV/EBITDA	43	32	23	19

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题

投资评级定义

公司评级

强烈推荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回 避： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券房地产行业首席分析师，工商管理硕士，19 年证券研究从业经验。
主要覆盖公司：万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海建设、金融街、北京城建、首开股份、世茂股份、世联地产、中航地产、荣盛发展、中南建设、中国国贸、信达地产、广宇发展、中华企业、苏宁环球、华业地产、滨江集团、阳光城、金科股份、亿城股份、华发股份、冠城大通等。
张 岩，中国中投证券房地产行业分析师，毕业于北京大学经济学院金融学专业，经济学硕士。
孙 涛，实习生，国内某著名大学研究生。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部 公司网站：http://www.china-invs.cn

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：（0755）82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：（010）63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：（021）62171434