

分析师 王剑辉

电话 010-59366117

邮件 wangjianhui1@sczq.com.cn

执业证书 S0110512070001

研究助理 韩笑

电话 010-59366142

邮箱 hanxiao@sczq.com.cn

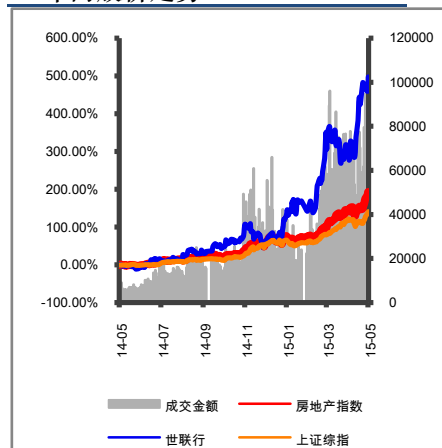
行业数据 2015/05/26

股票家数(家)	156
总市值(亿元)	31872.34
流通市值(亿元)	25494.62
平均涨跌幅(%)	2.86
每股收益(TTM, 元)	0.48

交易数据 2015/05/26

总市值(亿元)	366.37
流通市值(亿元)	366.25
总股本(亿股)	12.22
流通股本(亿股)	12.21
12个月价格区间(元)	7.44-41.82

一年内股价走势


核心要点

➤ **公司简介。**世联行为国内最早从事房地产专业咨询的服务机构之一，也是登陆A股的首家房地产综合服务提供商，服务范围涵盖房地产价值链的主要环节。近3年来，公司将单一互相分割的业务打造成集顾问咨询、营销代理、金融服务、资产管理等多项业务为一体的一站式服务平台，自上市以来实现平稳发展，营收复合增长率达到27%，资产规模突破45亿元，处于地产服务行业的领先地位。

➤ **投资要点。**2015年房地产市场短期复苏趋势基本确立，公司代理销售业务预期从中收益，市场占有率和佣金收入有望进一步提升；近期着力打造的金融服务业务和电商业务市场反映良好，已成为公司业绩的主要贡献力量之一。随着公司进军存量房市场，未来业绩上行空间有效激活；业务类型和赢利模式趋向于一站式、平台化、交叉交互式的模式，咨询顾问业务的开展提升了楼盘代理权的获取率，销售代理权保障了金融服务业务的推广范围，也为资产管理项目的获取争得了主动权，金融服务业务则降低了购房资金门槛，提升了楼盘的竞争力，而电商业务的平台又支撑了金融服务业务的资金来源和整个服务体系，未来各业务板块之间预计能够发挥良好的协同效应，全面提升公司的市场表现。

➤ **投资建议。**公司基本面状况良好，转型初期表现强势，长期增值空间较大，公司未来3年的每股收益分别为0.431元，0.547元和0.687元，对应市盈率为69.54，54.82和43.65，建议投资者“增持”。

➤ **风险提示。**房地产市场复苏不及预期，市场成交低迷；P2P平台资金支持力度不够，信贷业务发展受阻；传统二手房经纪公司挤压金融服务业务市场份额，存量市场业务开展不顺；电商业务平台效应较弱，市场影响力低于预期。

目录

1	中国最具规模的房地产顾问公司之一	4
1.1	地产综合服务领域的龙头企业	4
1.2	机构持股集中，未来前景看好	4
2	财务结构稳健，盈利持续稳定	5
2.1	轻资产提速，杠杆率水平提升	5
2.2	经营效率和回款能力突出	6
2.3	资金需求增加，流动性风险值得警惕	6
2.4	盈利平稳增长，多元业务顺利叠加	7
2.5	人力成本上升显著，提高行业竞争优势	8
2.6	创新业务异军突起，提升综合盈利水平	9
3	传统业务稳步前进，金融+互联网快速成长	9
3.1	代理销售业务尚未受到影响，但不确定性增加	9
3.1.1	可售资源充足，短期业绩相对有保障	9
3.1.2	代理费用率处于行业低位，地方项目拓展难度较大	10
3.1.3	增量市场规模收缩，竞争加剧，长期业绩不确定性较高	10
3.2	顾问策划业务稍有回落	11
3.2.1	业务总体量增价跌，盈利能力有所下降	11
3.2.2	与代理销售业务紧密相连，未来业务规模预计进一步收缩	12
3.3	资产服务业务稳步提升	13
3.3.1	业务规模增长迅速，短期盈利相对滞后	13
3.3.2	差异化竞争策略优势明显，新型社区管理模式值得期待	14
3.4	金融服务业务全面爆发	14
3.4.1	小额信贷业务发展迅速，购房金融服务前景广阔	14
3.4.2	金融服务业务业绩贡献突出，叠加效果显著	15
3.4.3	未来成长空间可期，信用风险不可忽视	16
3.5	电商业务前景广阔	17
3.5.1	收购 Q 房网股份，强势切入存量房市场	17
3.5.2	O2M 平台想象空间巨大，现实竞争难题难以回避	18
4	行业结构性回落，短期复苏可期	19
4.1	成交低迷，投资消极	19
4.2	市场多维调整，需求结构发生根本性变化	20
4.3	当前政策环境有利，未来业绩改善可期	21
4.4	策划代理行业发展面临调整	22
5	市场表现与投资价值分析	23
5.1	盈利预测	23
5.2	投资建议	25
5.3	投资风险	25

图目录

图 1：世联行公司股权结构（截止到 2015 年一季度）	5
图 2：2015 年一季度基金持股比例前十的上市地产公司（%）	5
图 3：行业主要公司资本结构对比	7
图 4：行业主要公司营运能力对比	7
图 5：2010-2014 年公司营收结构（万元）	8
图 6：行业主要公司盈利能力对比	8
图 7：公司毛利润结构	9
图 8：公司毛利率（%）	9
图 9：公司历年代理销售项目数据	11
图 10：公司历年代理佣金收入及代理费用率	11
图 11：过去 5 年公司策划顾问项目合约数量	12
图 12：全国房地产开发投资额累计同比数据	19
图 13：全国百城住宅价格数据	19
图 14：全国商品房待售面积数据	20

表目录

表 1：公司资产服务主要内容	13
表 2：公司金融服务业务主要内容	16
表 3：2015 年一季度行业主要政策汇总	22
表 4：世联行未来 3 年业绩预测	24
表 5：同行业价值分析（截止到 2015 年 5 月 26 日）	24
表 6：互联网金融板块价值分析（截止到 2015 年 5 月 26 日）	25
表 8：资产负债表预测结果	26
表 9：利润表预测结果	27
表 10：现金流量表表预测结果	27

1 中国最具规模的房地产顾问公司之一

1.1 地产综合服务领域的龙头企业

世联行前身为世联房地产咨询服务（深圳）有限公司，于1993年由香港世联置业有限公司投资设立，注册资本100万元，1996年增资至300万元。2001年更名为世联地产顾问（中国）有限公司，2005年公司以资本公积金700万元转增资本，同年经股权转让后由港商独资企业变更为中外合资企业。2007年再次增资之后的注册资本变更为1030.93万元，此后公司整体变更为股份有限公司，股本为人民币9600万元。2009年公司登陆深交所上市交易，2014年1月公司正式更名为世联行。

公司控股股东为世联地产顾问（中国）有限公司，实际控制人为陈劲松、佟婕夫妇，控股比例为48%。公司实行矩阵式组织管理，纵向自上而下分为总部决策与支持中心，推行直辖地区模式，横向上划分为大客户中心、代理事业集群、顾问事业集群、金融事业集群、资产事业集群、战略投资中心、研发中心、风险管理部、总经办、人力资源部、IT部、财务管理中心、品牌部等。

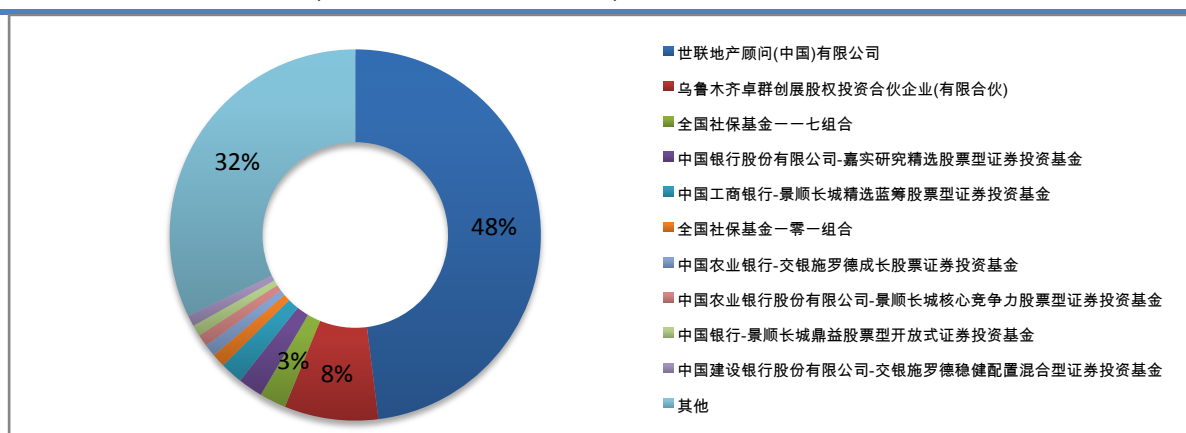
公司为国内最早从事房地产专业咨询的服务机构之一，服务范围涵盖房地产开发价值链的主要环节，主营业务包括代理销售、顾问策划、资产管理、金融服务、电商业务以及经纪业务等。公司旗下拥有82家分支机构，服务范围覆盖全国100多座城市的600多家海内外机构。自公司上市5年以来代理销售金额复合增长率达到40%，2014年实现代理销售额3218亿元，市场占有率扩大至4.5%，处于行业龙头位置。

1.2 机构持股集中，未来前景看好

截止到2015年一季末，公司总股本数量为7.64亿，流通A股占比99.97%。前三大股东及持股比例分别为世联地产顾问（中国）有限公司48.03%，乌鲁木齐卓群创展股权投资合伙企业（有限合伙）8.18%，全国社保基金117组合2.31%。世联对公司的控股比例处于合理范围之内，既有利于加强对公司的集中控制又能充分保持股份的流通性。

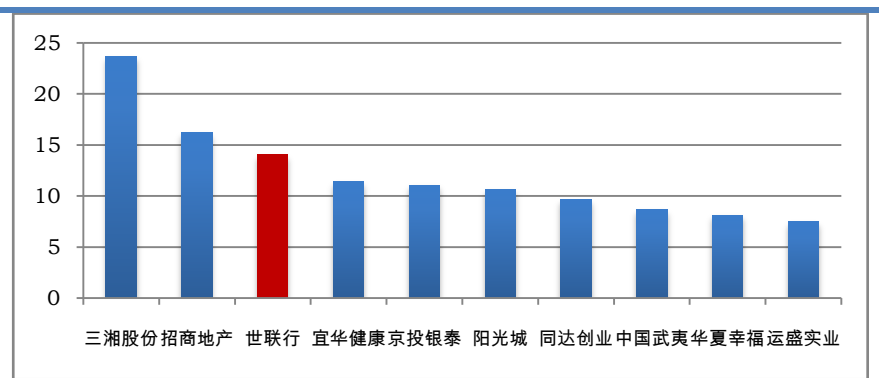
数据显示公司股本结构中基金持股比例高达14.09%，地产板块仅次于三湘股份和招商地产，处于行业极高水平。主力机构较高的持股比例和增持决心表现了投资者对于公司未来发展前景的肯定及信心。

图 1：世联行公司股权结构（截止到 2015 年一季度）



资料来源：公司公告、首创证券研发部

图 2：2015 年一季度基金持股比例前十的上市地产公司（%）



资料来源：公司公告、首创证券研发部

2 财务结构稳健，盈利持续稳定

2.1 轻资产提速，杠杆率水平提升

2014年末公司资产总额同比年初增长65%，达到41.16亿元，近5年复合增长率为26.71%。其中流动资产占比为79.50%，达到32.72亿元，同比增长78%。非流动资产同比增长28%，达到8.44亿元。公司流动资产增速明显高于非流动资产，主要原因在于公司互联网金融平台业务的崛起显著优化公司资产结构，进一步增强了资产的变现能力，在创新业务实现大幅赢利的时候为传统策划代理业务的扩展提供了财务空间。

公司资产科目中货币资金、应收账款和贷款合计占比高达75.4%，其中货币资金占比由去年的38.37%降至19.21%，贷款则由8.86%增至39.70%，两项变动幅度较大的原因在于公司小额信贷业务（家圆云贷）规模快速扩张导致贷款发放金额增加。应收账款虽然占总资产的比例下降了2个百分点，但是金额同比大幅增长47%至6.79亿元，主要原因在于房地产行业销售的周期性导致11月和12月确认收入比较集中，因此公司年末代理销售佣金增长较快。

公司负债总额为20.28亿元，同比增长180%。流动负债占总资产的比例为48%，非流动负债占比为1%。公司负债主要集中在短期借款、应付职工薪酬以及其他流动负债，这三项占总资产的比重分别为10%、13%和13%。其中短期借款由去年100万元大幅增长至4.24亿元，其他流动负债为14年首次出现科目，达到5.50亿元。公司两项负债的大幅增加依然源于家圆云贷业务的增长。报告期内公司通过资产证券化的方式融入资金4.45亿元，同时通过子公司山川投资陆续参与发起设立四个私募基金，共筹集款项1.03亿元，全部用于家圆云贷业务。

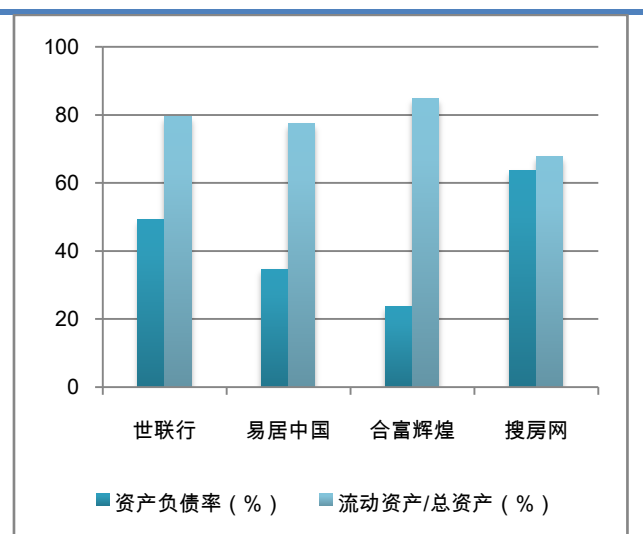
2.2 经营效率和回款能力突出

作为境内唯一的上市地产服务商，公司的资本结构和经营模式不同于传统的开发类企业，策划代理销售的佣金收入为行业的主营业务收入，因此运营能力主要表现于应收账款周转率。同行业内其他上市公司比较发现公司的流动资产周转率高达1.29，位居4家龙头企业首位，应收账款周转率高达5.80，仅次于侧重于线上服务的搜房网，公司在行业内展现了较强的回款能力和经营效率。

2.3 资金需求增加，流动性风险值得警惕

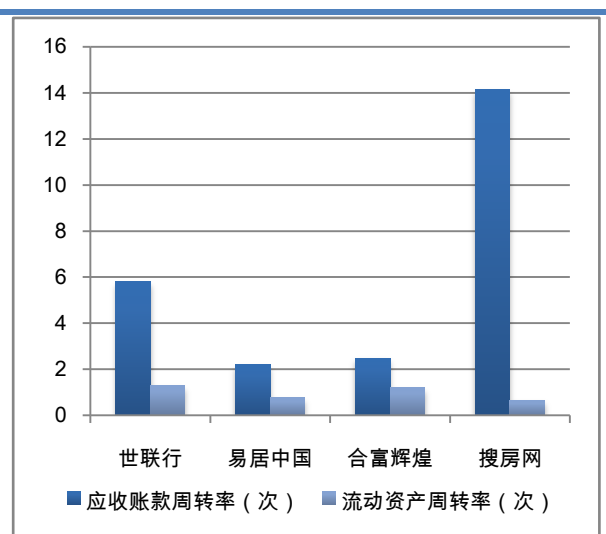
随着对金融服务领域的拓展延伸和持续投入，公司对流动资金的需求大幅提高。2014年公司贷款发放和回收产生的现金净流出额为13.69亿元，导致经营性现金流量金额同比下降了298.99%。货币资金的减少以及借款的增加也导致资产负债率同比去年提升了20个百分点至49.28%，高于同时期的易居中国34.71%和合富辉煌23.73%，低于搜房网的63.73%，财务杠杆相比往年得到一定程度扩大利用。货币资金与一年内到期债务的比值为1.86，流动比率与速动比率均为1.65，短期偿债能力较强。总体来看公司财务结构比较稳健，杠杆空间有进一步扩大的空间，可以支撑未来短期创新业务快速扩张的资金需求，但是随着业务规模的扩大流动性风险值得警惕。

图 3：行业主要公司资本结构对比



资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

图 4：行业主要公司营运能力对比



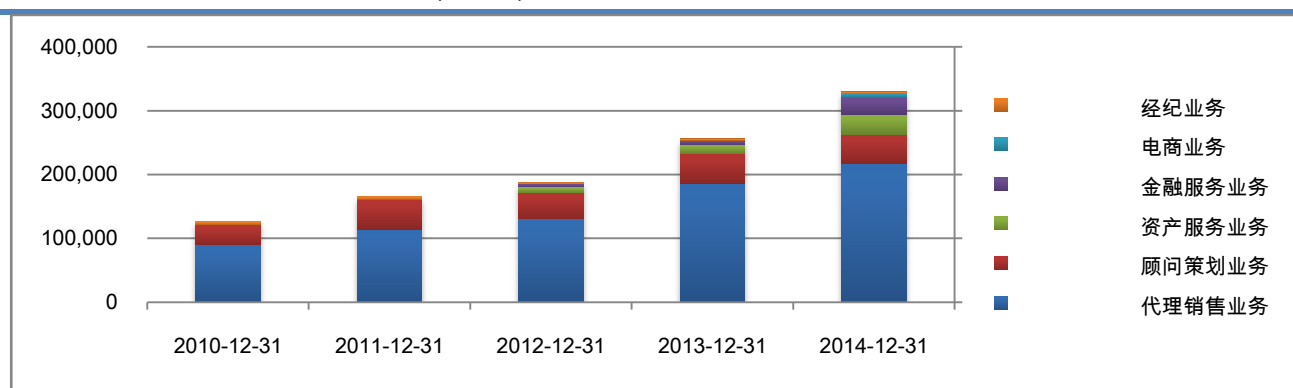
资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

2.4 盈利平稳增长，多元业务顺利叠加

2014年公司实现营业收入33.08亿元，同比增长29.07%，明显高于策划代理行业5.77%的平均水平，过去5年复合增长率高达26.99%，其中传统的业主生活服务集群（住宅代理销售业务和经纪业务）实现营收21.20亿元，占营收的比重由去年的71.44%降至64.35%，机构客户服务集群（顾问策划业务、资产服务业务、写字楼租售和招商业务）实现营收8.37亿元，占比维持在往年25.40%的水平，云端服务（金融业务和电商业务）增长明显，实现营收3.38亿元，业绩占比同比去年提升近8个百分点至10.25%。

具体来看代理销售业务在全国商品房销售面积7.58%的降幅下实现逆市增长16%，创造营业收入21.66亿元。资产服务和金融服务业务也实现大幅增长，分别同比增长了132%和286%至3.07亿元和2.69亿元。虽然13年以来房地产行业出现盈利拐点，开始理性回落，但是公司凭借强势扩张和业务创新在行业波动中展现了较强的风险抵御能力，在巩固自身优势的基础上实现快速转型。公司14年全年实现净利润3.94亿元，同比增长23.90%，大幅领先于策划代理行业4.2%的平均水平，过去5年净利润的复合增长率高达13.01%，总体表现十分耀眼。

图 5：2010-2014 年公司营收结构（万元）



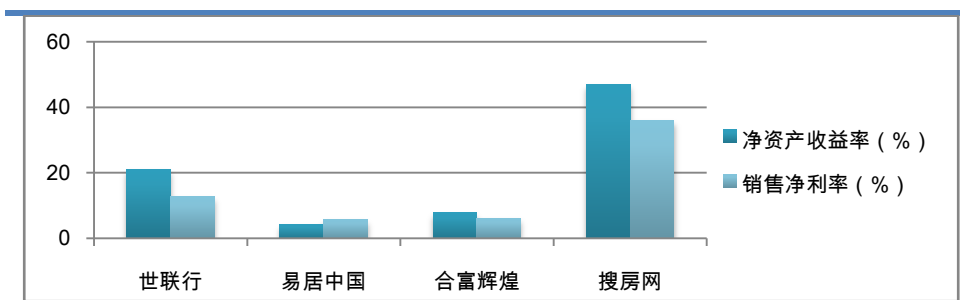
资料来源：公司公告、首创证券研发部

2.5 人力成本上升显著，提高行业竞争优势

根据中国房地产TOP10研究组发布的《2015中国房地产策划代理百强企业研究报告》，2014年百强策划代理企业的毛利率和净利率分别为42.42%和21.13%，相比之下公司的毛利率和净利率与行业平均水平相差了近10个百分点，但是数据显示21.12%的净资产收益率以及12.66%的净利率依然显著高于同级别企业易居中国的4.37%、5.79%以及合富辉煌7.91%、6.15%。

造成以上数据差异的主要原因在于房地产策划代理行业的人力成本较高，尤其是龙头企业为了保证市场代理份额的快速增长，往往注重人员配置的规模和质量，愿意为此支付较高的工资奖金。数据显示公司2014年营业成本同比去年增长了32.84%，增速高于营收增速近4个百分点，其中工资奖金支出高达15.16亿元，同比去年增长了24.95%，占总营业成本的比重高达69.24%，虽然占比有所下降，但是依然为营业成本的最主要构成部分。另一方面来讲，作为地产综合服务的龙头行业，公司市场化的薪酬体系和激励机制能够有效聚集优质人才，为公司的长远发展做好战略储备。

图 6：行业主要公司盈利能力对比

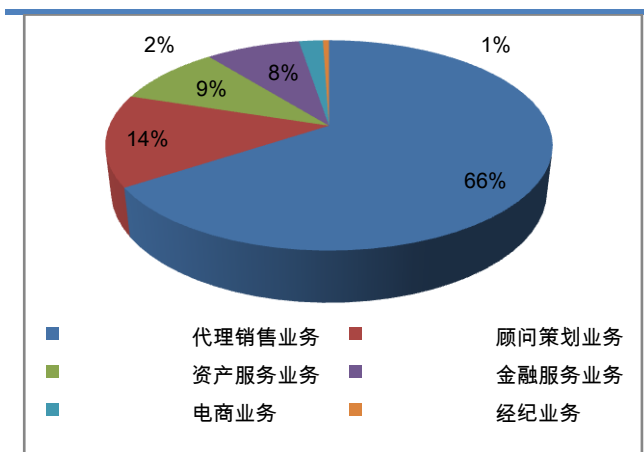


资料来源：公司公告、首创证券研发部

2.6 创新业务异军突起，提升综合盈利水平

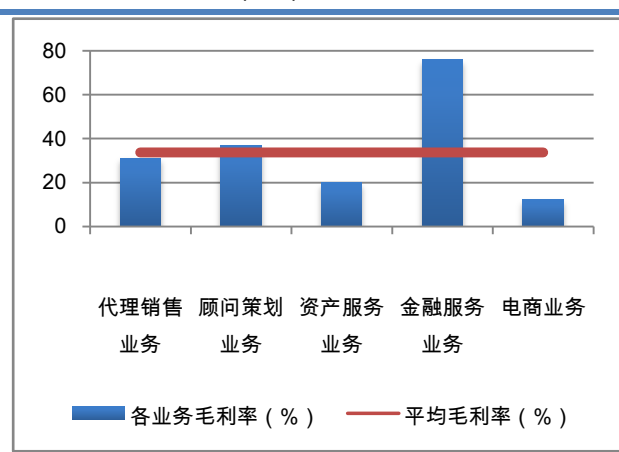
从具体业务类别来看，金融服务业务的毛利率高达76.03%，14年创造毛利2.05亿元，同比增长364.61%，毛利占比达到18.31%，14年以来发展迅速，已成为公司利润来源的重要支柱板块。资产服务业务受益于新签约委托物业管理项目的增加，毛利同比增长了95.24%至6157.49万元，但是开发商物业交付管理的相对滞后性也导致毛利率下降4个百分点至20.08%。传统的代理销售业务的逆市增长为公司带来6.73亿元的毛利润，同比增长4.88%，占毛利润的比重从13年的70.15%降至60.16%。公司盈利结构的变化展现了创新业务的顺利叠加，为公司构建全方位的房地产服务平台奠定了基础。

图 7：公司毛利润结构



资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

图 8：公司毛利率 (%)



资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

3 传统业务稳步前进，金融+互联网快速成长

3.1 代理销售业务尚未受到影响，但不确定性增加

3.1.1 可售资源充足，短期业绩相对有保障

房地产代理销售业务是在开发商的委托之下由第三方代理公司提供专业的楼盘策划和代理销售工作，并从销售额中提取一定比例的佣金收入。通常是指在开发商建筑施工进入到后期阶段，由代理商组建销售团队，建议销售制度，进行客户拓展与挖掘，执行销售目标计划，提供签约和按揭咨询服务，办理产权转移以及销售回款等销售相关工作的内容。销售代理权的种类一般可以分为一般代理、总代理、独家代理、共同代理、参与代理等等。

公司的代理销售业务全部为一手楼盘项目，因此签约代理项目的面积大小决定了代理销售的市场规模。2014年全国商品房销售额同比下降了6.3%，其中住宅销售额下降7.8%，办公楼销售额下降21.4%。相比之下，2014年公司新增签约代理项目面积为1.47亿平米，同比去年大幅增长72.66%，已结算代理销售面积为3024.52万平米，同比增长20.76%，实现代理销售金额2593.83亿元，同比增长16.98%，代理项目的去化水平达到20.55%，总体业绩实现了逆市增长。已实现但未结算的代理销售额约为2312亿元，可结转资源充足，预计在未来3-9个月能够给公司带来16.9亿元的代理收入，占14年全年营收的比重约为50%，为公司15年业绩的上涨奠定了一定的基础。

3.1.2 代理费用率处于行业低位，地方项目拓展难度较大

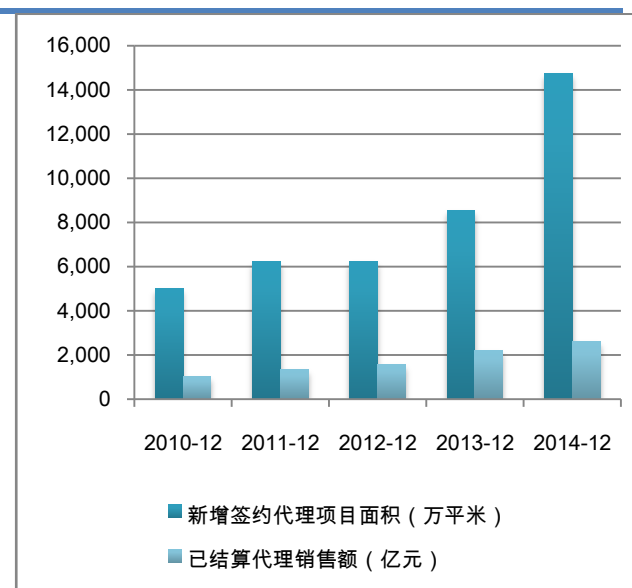
公司代理费用率（代理销售业务收入/已结算代理销售金额）基本维持前两年0.84%的水平，略低于行业百强1.03%的平均值，较低的代理佣金为公司争取到了更多的代理项目，2014年公司市场占有率提升至4.5%，未来2-3年目标达到7%至8%。但是行业总体集中度依然较低，尤其是二三线城市基本处于散漫无序的状态，“飞单”、“截单”现象普遍，代理竞争激烈，行业总体佣金水平不断走低。数据显示行业百强企业的一手物业代理费率由2011年的1.14%逐年下滑至去年的1.03%，行业利润空间逐渐压缩。同时相比地方小众化运作的代理团队，公司对区域市场的理解缺乏深度，人力和运营成本也相对较高，在价格战中处于劣势地位，未来区域市场的拓展存在较大的地方性挑战。

3.1.3 增量市场规模收缩，竞争加剧，长期业绩不确定性较高

此外，一手房代理销售业务受行业总体去化以及上游开发商代理权的释放影响较大，对市场敏感程度甚至高于开发类企业。而当前市场面临结构性调整，新开工面积和竣工面积增速下滑显著，增量市场规模收缩速度预期高于公司市场占有率增长速度，因此公司代理销售业务的增长规模未来几年可能面临逐年放缓的态势。而且随着行业利润空间压缩，开发商为节约销售成本、加速去化纷纷组建销售团队，代理商以联合代理的身份驻场销售或者以场外代理的身份为开发商介绍客户，间接参与的模式也决定了佣金率可能进一步打折。搜房网、新浪乐居等房地产专业网站利用平台优势也在积极抢占入口资源，进一步分流客户来源，逐渐挤压传统代理商的竞争优势。而代理销售作为公司主营业务的最重要板块，未来市场表现的不确定性也可能会带来较强的业绩扰动。

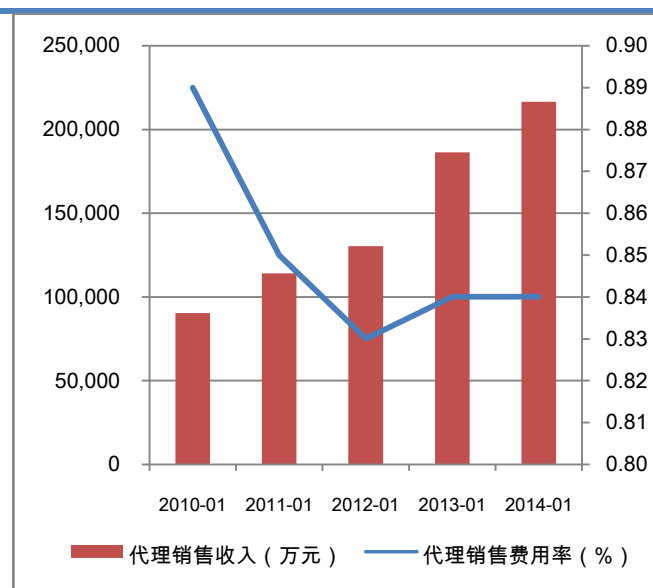
面临多方激烈竞争的行业局面，公司并未在代理销售方面展现出特别的突出优势，目前仍是靠规模取胜，未来业务规模扩展空间有限，长期业绩的不确定性较高。因此切入存量市场、重新打开市场空间迫在眉睫，同时将服务对象由开发商扩展到一般客户，利用品牌优势搭建互联网平台扩展服务范围和对象，以更加灵活的方式参与更大范围的销售项目之中可能成为公司未来强化代理销售业务的重要途径。

图 9：公司历年代理销售项目数据



资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

图 10：公司历年代理佣金收入及代理费用率



资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

3.2 顾问策划业务稍有回落

3.2.1 业务总体量增价跌，盈利能力有所下降

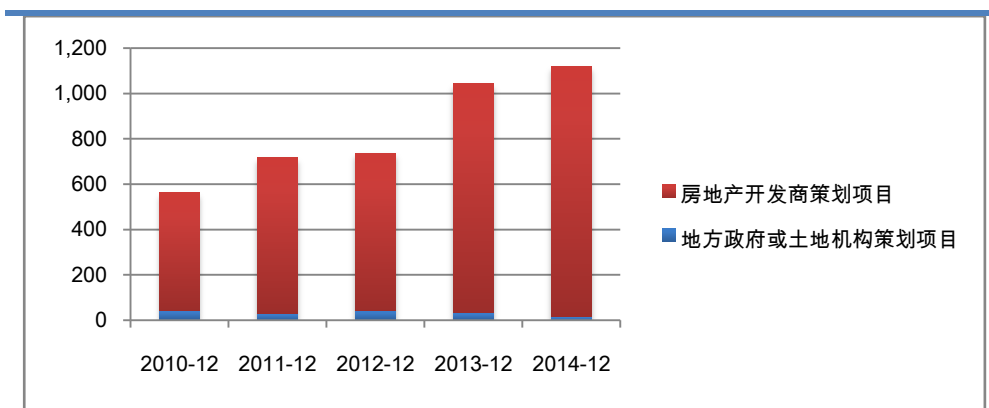
房地产顾问策划服务一般是指在开发商的委托之下进行的项目前期定位策划（开发项目的可行性研究：市场调研、项目定位、项目的经济效益分析等）、项目推广整合策划（项目的VI设计，项目推广期、促销期、强销期、收盘期投放多种媒体的广告方案设计和各种促销活动的策划方案等等）以及项目的销售招商策划（包括售楼人员培训，销售手册的编制，分阶段销售价格的确和和部分商业项目的业态定位策划和招商策划）等内容。

公司的顾问策划业务主要集中在住宅咨询策划顾问（包括住宅代理销售项目提供的营销策划服务）、商业策划顾问以及战略策划顾问等业务。2014年公司执行顾问策划合约数目为1120个，同比去年增加7%，其中地方政府或土地运营机构策划项目15个，房地产开发商策划项目为1105个。虽然项目合约数目略有增加但是全年顾问策划业务实现营收4.67亿元，同比去年下降1.38%。主要原因一方面在于行业总体收缩，项目来源渠道收窄，市场竞争比较激烈，以及项目所在地方企业优势明显等因素共同导致优质项目的分流加剧。另一方面在于策划顾问业务往往同后期的代理销售业务捆绑在一起，鉴于去年市场总体成交低迷，公司重点加强了现楼代理业务的拓展，由于现楼项目已经开盘销售，因此一般不需要公司提供营销策划服务。

3.2.2 与代理销售业务紧密相连，未来业务规模预计进一步收缩

考虑到公司的策划顾问业务主要针对新开发项目的前期定位以及后期销售，因此与行业增量市场息息相关。而我国当前市场库存持续高位，待售面积达6.5亿平方米，新开工面积和累计竣工面积双双下滑，未来一手房市场回落趋势基本确立，而且代理公司为争夺项目代理权很可能降低营销策划的顾问费用，业内甚至出现免费提供营销咨询服务的现象，该项业务的发展前景同样不容乐观。公司当前策划顾问业务业绩占比较高，达到14.11%，对未来业绩的拉低作用预计明显。但是考虑到该项业务毛利率高达36.61%，仅次于公司的金融服务业务，并且与公司的市场影响力直接挂钩，因此公司可以加强研发和咨询团队的投入，进一步提高咨询顾问服务的范围和质量，通过提高市场份额避免业绩大幅波动。

图 11：过去 5 年公司策划顾问项目合约数量



资料来源：公司公告、首创证券研发部

3.3 资产服务业务稳步提升

3.3.1 业务规模增长迅速，短期盈利相对滞后

房地产资产管理是资产所有人自己或者委托专业机构对有形的房地产资产进行科学管理，以期实现资产最大限度的保值增值行为。房地产资产管理的业务内容主要有物业管理、设施管理、财务管理和运营管理。

公司2012年开始涉足资产服务业务，截止到2014年末公司实际在管的全委托项目个数为60个，较2013年增加了26个，在管项目实际收费面积为228万平方米，创造收入3.07亿元。公司目前拥有两家全国一级资质物业公司：青岛雅园物业管理有限公司和北京安信行物业管理有限公司，服务产品线包括企业总部、写字楼、产业园和公寓，致力于提供长期、持续、稳健的现金流和资产升值的全生命周期资产服务。

表 1：公司资产服务主要内容

投资决策期	建立投资目标体系；项目宏观分析；区域房地产市场分析；项目总投资估算、效益分析
规划建设期	资产发展战略目标梳理；租户价值需求定位；前期物业管理咨询；机电顾问
运营启动期	营销中心物业管理；物业及设施管理服务；资产管理服务；配套商务功能运营策略
成熟运营期	租赁策略的更新与调整；办公外包服务；办公集成等新模式引入；可持续收益性空间价值挖掘
贬损衰退期	资产再改造评估；资产重新定位；资产改造更新策略；资产改造更新实施方案

资料来源：世联行官网、首创证券研发部整理

根据房地产TOP10研究组发布的物业百强企业数据，2013年行业百强物业企业在管项目总建筑面积均值为1511万平方米，在管项目数量均值为85个，创造营业收入均值为1.99亿元，实现平均利润2427万元。相比之下公司虽然物管业务规模增长迅速，但是在管项目数量及规模均不及行业平均水平。盈利质量也有所下降，主要是因为资产服务从签约到开发商交付物业，到公司进驻现场实施管理需要一定时间，而当前大部分新增签约项目尚未交付管理，因此短期投入难以转为实质性的利润。

3.3.2 差异化竞争策略优势明显，新型社区管理模式值得期待

针对物业管理行业百家争鸣、主流开发商多沿用自有物业公司的现状，公司将服务范围定位于高端非住宅物业，旨在弥补大多数开发商商业运营方面的不足之处。初步调查发现公司在管项目主要位于二三线城市，合作开发商多为非龙头企业，虽然地方物管项目收费较低，管理难度较大，但是公司有效避开了一线城市戴德梁行、仲量联行等世界五大行物业管理公司的垄断地位，通过差异化策略进行了有效拓展，并有望发展成为二三线城市非住宅物管行业的龙头企业。

此外，公司近期发布公告宣称与清华控股旗下著名科技园区运营商和服务商—清控科创成立合资公司，计划在全国范围内打造并复制针对青年创业群体的“小样社区”，业态类型覆盖园区、街区和社区，目标在于多维度延伸社区价值，提供配套服务。基于美国“WeWork”的办公模式近期成为商业地产的投资热点，公司携手科技园区将增强双方在资产管理和创业服务方面的资源共享，并且可能大幅提升资产管理业务的新兴利润增长点。预计未来几年公司的资产管理业务将成为比较稳定的收入来源。

3.4 金融服务业务全面爆发

3.4.1 小额信贷业务发展迅速，购房金融服务前景广阔

小额信贷业务是指以个人或家庭为核心的经营类贷款，主要的服务对象为广大的个体户、小作坊、小业主、中小微型企业主。贷款的金额一般为20万元以下，1000元以上。自2004年以来，连续7个“中央一号”文件都是围绕“三农”问题，提出加快金融体制的改革和创新，改善农村金融服务，并鼓励发展多种形式的小额信贷业务和小额信贷组织。中央的政策性文件指明了中国金融体制改革的方向，为有关部委和地方政府制定小额信贷发展政策、部门规章和地方性法规确立了指导思想，对小额信贷行业的发展起到了巨大的推动作用。作为向低收入人群体和微型企业提供的额度较小的持续性信贷服务，小额贷款已经成为金融体系中不可忽视的生力军。根据《2014-2020年中国小额贷款市场监测与未来发展前景预测报告》，截止到2014年，全国共有小额贷款公司8127家，贷款余额8444亿元。我国巨大的经济容量和地区发展落差也将为小额信贷业务的发展创造广阔的空间，预计市场规模和发展速度在未来几年将迎来高峰。

针对房地产买方市场，我国房价与收入的比值依然位居世界前列，决定了较高部分的人群短期内依然面临着较大的首付款筹措困难，这种短期的资金缺口为针对购房人群的小额信贷业务发展提供了空间。作为产业链客户端深入介入的综合服务商，房地产代理公司凭借庞大的客户群优势纷纷跨界小额信贷的金融业务。易居中国联手中信银行推出房产抵押综合授信形式的金融服务“乐居贷”，通过住房抵押向中信银行申请综合授信的方式提供个人消费的信贷额度。合富辉煌也成立合营公司进军小额信贷业务，代表产品“万家贷”，用于满足个人及家庭、购车、装修等大宗消费需求。

3.4.2 金融服务业务业绩贡献突出，叠加效果显著

在整个策划代理行业逐渐由地产经纪和代理服务走向涵盖金融服务业务的全产业链扩张的背景下，公司以“家圆云贷”为核心实现了较大规模信贷产品的开发、推广及运营管理，并在资产证券化、财富管理、投资管理、P2P方向进行了有益的尝试。2014年公司金融服务业务实现收入26945.45万元，同比增长285.71%，占营收的比重由13年的2.73%提高到8.15%，贡献毛利润的比重由4.82%提高到18.31%，自2013年“祥云战略”推行以来发展速度迅猛。

公司的金融业务主要是为自有代理销售项目的购房人群提供首付款中一定比例的贷款。当前的金融服务产品主要为“家圆云贷—新房置业贷”、“家圆云贷—二手房置业贷”以及“世联+贷—按揭房消费贷”，分别针对新房置业贷款、二手房置业贷款以及为处于按揭中的房产客户提供消费信用贷款。其中家圆云贷为核心产品，年化利率16.8%至19.2%之间，2014年放贷共计19518笔，金额达到19.70亿元，平均每笔贷款约10万元，为公司创造收入2.45亿元，占金融服务业务收入的比重高达90.83%。

表 2：公司金融服务业务主要内容

产品类别	申请条件	适用范围	产品细分
家圆云贷—新房置业贷	当地工作或经营，家庭收入稳定；无不良信用记录和行为记录；产权人为大陆人士	世联一手楼期房客户 世联一手楼现房客户 世联二手楼客户（后续开通） 世联准客户（后续开通）	标准版：50 万以内（含）；3-36 个月 白金版：50-150 万；3-36 个月
家圆云贷—二手房置业贷	年龄 22-60 周岁；家庭收入稳定，信用良好；产权人为大陆人士	深圳地区 购买二手房的业主	期限：3-24 个月 金额：房产总价的 1.5 成，最高 50 万元
世联+贷—按揭房消费贷	有房业主；已按揭 6 个月；信用良好	全国	期限：3-36 个月 金额：房贷月供 25 倍，最高 20 万元

资料来源：世联行官网、首创证券研发部整理

不同于市面上开放程度较高的小额贷产品，公司的产品主要针对特定代理项目以及特定地区的购房贷款，由于代理商与开发商有密切的往来合作以及增强销售、加速回款的统一诉求，开发商往往会对自己项目的购房人群进行贴息，从而大大增强“家圆云贷”的市场竞争力，同时取得良好的叠加去化效果。以公司所代理的深圳中信龙盛广场为例，贴息策略采取“购房者首付，开发商贴息每年6.4%，一次性贴息2年”的策略，大幅降低了购房者所承担的利息，在某些贴息力度较大的楼盘，购房者甚至能享受到接近“零利息”的贷款，从而大幅降低了购房者的资金门槛，提升楼盘的吸引力。此外，根据世联金融发布的营销策略报告，家圆云贷的捆绑使用对楼盘销售率的平均提高幅度高达25%，有效促进了楼盘的去化，加速开发商的资金回流，从而实现开发商，代理商和购房者的三方共赢。

3.4.3 未来成长空间可期，信用风险不可忽视

依据公司14年数据初步推算，公司当前放贷规模占代理销售额首付款的比重仅仅为1.7%，家圆云贷在代理楼盘的渗透率依然处于较低水平，按当前销售规模保守估算未来市场规模达到483亿元，按照10%的渗透率计算预期能够为公司带来36.69亿元的毛利润，为14年全年毛利润的3倍之多，未来发展前景和盈利规模均较为广阔。

虽然公司金融服务业务在行业入口端优势巨大，但是小额贷业务的快速扩张对公司的财务承受能力提出严峻的考验。由于公司放贷主要依赖于自有资金和短期借款，现金流压力和资产负债率在14年财报中已经表现出较大幅度的提升，因此积极拓展家圆云贷的资金获取渠道将成为公司未来拓展业务的重要努力方向。2014年公司已经通过资产证券化和参与设立私募基金的方式募得资金约5.5亿元用于家圆云贷，但是相比百亿级别的潜在市场投放量，公司的资金规模依然十分有限，大大限制了业务的发展空间，如果进一步提高自有资金的使用比例，公司也将面临较大的流动性风险。

为进一步扩大资金入口，公司于2015年3月份正式上线O2M平台，其中包含“集金”项目的P2P平台服务，公司试图完成由投资者到中间人的角色转变，业务范围也由购房首付贷款扩展至消费贷款。已发布理财产品的年化利率8%左右，自产品上线以来至5月中旬，公司平台成交额突破一亿元，资金平台在开放初期展现了较强的吸纳能力，未来增长空间较为开阔。而且当前不良贷款率仅为万分之一，大大低于四大行1%的水平。虽然公司采取了本金保障，风险分散，城市、项目、借款人三重风控以及资金托管等控制措施，但是信用风险依然不可忽视，随着目标投放金额的增大，p2p业务先天性的信用缺陷和违约风险也将随之扩大，对公司的现金流潜在冲击较大。此外坏账率的提升也会影响到公司的品牌和信誉，进而连带影响到其他业务的开展。公司可以利用家圆云贷业务客户关系密切的线下优势适当增加贷款发放的审核和控制，限制风险的进一步扩散。

3.5 电商业务前景广阔

3.5.1 收购 Q 房网股份，强势切入存量房市场

2015年之前公司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。2014年公司在执行项目个数为154个，电商业务实现收入6,838.49万元，截至14年报告期末，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。

2015年以来，公司先后宣布拟投资4.2亿元收购Q房网15%的股权和上线针对为购房者、机构和投资者提供移动互联网服务的O2M平台——“集房、集客和集金”，将电商业务的战略方向定位在扩大交易入口份额、深化用户服务和进入存量市场。

Q房网属于深圳市云房网络科技有限公司，致力于为全国房地产行业提供线上线下全渠道营销解决方案的房地产互联网平台。Q房网以网络找房、O2O特许加盟、新房电商、住房金融为四大核心平台，发展定位为服务行业、服务经纪公司和经纪人。截止到2014年，Q房网已在华南、华东和中西部地区16个城市设立分支机构，并于珠三角、华东等地发展了300余家平台特许加盟店，以多元化的业务面向全国各大经纪公司提供开放服务平台，致力于打造完整的产业链交易闭环。2014年Q房网实现营收5.64亿元，为国内领先的O2O二手房中介平台。

公司通过入股Q房网可以深度获取存量房交易入口的资源，考虑到公司既有的一手房代理优势，未来交易入口想象空间巨大，行业产业链的服务体系将得到进一步推广，公司大力发展的房地产互联网和金融业务所提供的增值服务也将迎来市场份额的广阔增长空间。按照2014年Q房网330亿元的二手房交易额初步推算，仅家圆云贷一项业务未来的投放空间预计可增加50亿元，能够为公司带来将近38亿元的毛利润。

3.5.2 O2M 平台想象空间巨大，现实竞争难题难以回避

而“集金、集房、集客”系列的O2M平台分别侧重于提供P2P平台服务、房屋信息平台服务和经纪人房源共享平台服务。P2P平台有望帮助公司从小额信贷业务的财务风险中抽离出来，为业务规模的扩张提供资金支持。而集房和集客平台的搭建进一步展现了公司进军存量房市场的决心，加速完成房地产服务行业完整产业链交易闭环的最后一个环节，为各创新业务板块的全面增长奠定坚实的基础。

但是相比搜房网、易居中国等传统强势地产服务网站，公司线上的平台效应和市场影响力相对较弱，很难撼动现有势力的市场主导力量。同时与二手房市场的传统经纪公司相比，公司在线下资源劣势明显，客户和项目资源缺乏，后期寻求线下门店合作的可能性较大，佣金收入也面临着进一步分流。公司电商服务中较大的亮点在于“集房”平台，即采用类似于全民经纪人的模式发动用户充分利用身边资源促成交易，抽取一定比例的佣金。但是该种模式经纪人专业性不足、发生纠纷难以解决的先天性缺陷依然制约着电商经纪模式的发展，并且有可能形成与公司代理项目的线下销售形成直接竞争。如何利用互联网平台扩大公司在传统业务方面的优势，同时弥补当前市场空白、整合多方资源将成为未来探索互联网业务的重点。我们看好公司互联网平台未来的发展前景和改革空间。

4 行业结构性回落，短期复苏可期

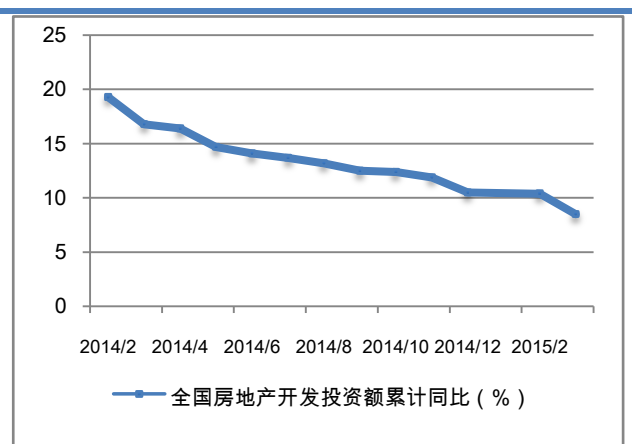
房地产行业在经历了单一模式滚动开发、规模发展的黄金十年之后，逐渐由卖方市场走向买方市场，供需结构主导方向也渐渐由投资型需求向刚需和改善型需求转变。近年来持续高位的库存水平、居高不下的土地价格使得行业利润空间逐渐收窄，同时受经济周期的叠加影响，行业总体赢利质量持续下行。我们认为行业发展方向将逐渐脱离相对粗放的单一开发模式，进入精细化运营的产业调整阶段，未来中长期内理性回落难以扭转。

4.1 成交低迷，投资消极

2015年一季度全国房地产开发投资完成额为16651亿元，累计同比增幅8.5%，增速近5年来首次回归个位数。在宏观经济走低以及房地产市场总体悲观情绪的持续作用下，全国商品房市场成交量延续了去年年末的颓势，一季度成交面积和成交金额分别同比下跌9.2%和9.3%至18254万平米和12023亿元，全国百城住宅价格指数在14年5月至15年3月11个月期间有10个月份环比下跌。

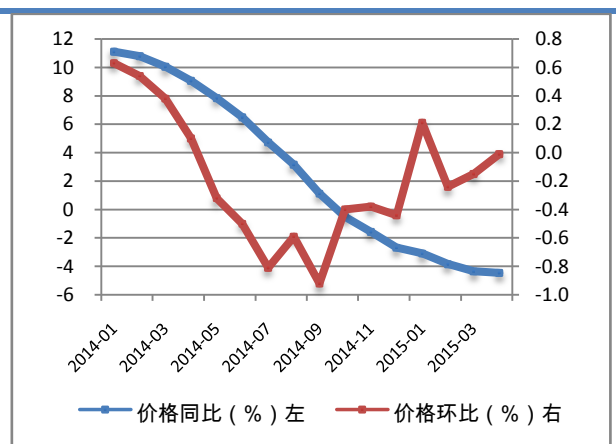
全国土地市场持续低迷，共成交土地数量1490宗，同比减少29.48%，成交土地面积6133万平米，同比减少32.42%，成交土地规划建筑面积12674万平米，同比减少34.40%，平均成交楼面地价2022元/平米，同比降低15.77%。从2012年一季度开始，全国土地市场呈现出总体下滑、两极分化的低迷状态。相比二三线城市的持续颓势，北上广深一线城市在15年一季度基本呈现出量跌价稳的走势，其中成交土地规划建筑面积与成交额分别同比下跌46.76%和48.84%，楼面地价相比去年同期的基数仅降低3.91%。

图 12：全国房地产开发投资额累计同比数据



来源：Wind 资讯、首创证券研发部

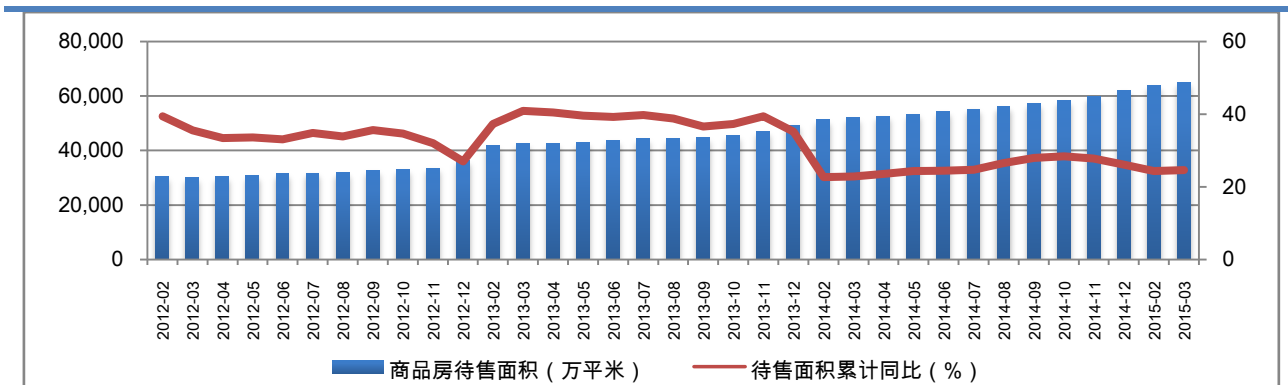
图 13：全国百城住宅价格数据



资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

截止到2015年一季度末，全国商品房待售面积达6.5亿平方米，新增待售面积2829万平方米，增量与去年同期基本持平，环比14年四季度下跌43.66%，虽然商品房库存增速放缓，但是开发成品库存持续处于高位，行业总体去化压力较大，直接影响了资金流的运转以及新增项目的投资。

图 14：全国商品房待售面积数据



资料来源：WIND、首创证券研发部

2015年一季度新开工面积2.37亿平米，同比去年减少18%，累计施工面积58亿平米，同比增加7%，累计竣工面积1.70亿平米，同比减少8%。市场成交的低迷导致开发商投资态度持续消极，年初至今新开工面积和竣工面积有所减少，但是在建工程体量依旧庞大，待售面积累计值与施工面积累计值的比值达到近十年最高值的0.11，未来开发成品的库存压力持续增加是大概率事件，按照2014年的去化速度保守估计，2015年一季度的开工面积全部消化预计需要5年的时间，行业开发速度依然显著高于去化速度，我们认为未来行业最重要的主题依然为加速去化、消化库存。

4.2 市场多维调整，需求结构发生根本性变化

从福利分房的惯性中走出的商品房购买需求是推动我国早期房地产市场迅猛发展的主要动力，但是经过十余年的刚需累积供给阶段，我国的存量房市场在2011年基本实现了户均一套的水平，并在2012年城镇人均住宅建筑面积达到32.91平方米，农村人均住房面积达到37.09平方米，考虑到我国的人口基数和土地资源情况，居住情况基本实现了供给平衡的小康水准。同时20世纪60年代之后的两次婴儿潮所带来的直接人口红利也将在2020年左右达到峰值，此后购房主力人群将逐年下降，进而加剧当前需求不足的状况。从行业过往十余年的发展历程中可以得知，刚性需求已经得到充分释放，房地产最根本功能性需求的失衡也将导致总体需求逐步回落，并趋于稳定。

2010年以来行业总体需求透支，但是每年的新增投资以及竣工面积基本保持10%-20%左右的高速增长，存量市场持续累积，进一步加剧了供需失衡。2003-2010年集中累积的投资性房地产在持续高位的库存下面临着较高的变现风险，供需失衡所造成的住宅价格波动也在一定程度上影响了投资回报。同时不动产登记、房产税以及反腐力度加大等政策的加速推动也加剧了二手房的集中供应，进一步冲击日趋脆弱的买方市场。房地产作为重要投资渠道的品种价值面临着较大程度的回调，投资性购房需求所造成的市场需求透支也成为近年来市场面临全面下行风险的主要推手。

4.3 当前政策环境有利，未来业绩改善可期

综合以上分析，我们认为中长期内行业将面临结构性调整，成交量和成交价格单边上涨的阶段将一去不复返，总体回归理性发展大势所趋。一线城市资产价格将基本维持稳中有增的走势，二三线城市受限于高位库存下行压力较大，未来可能面临较长时间的全面调整阶段。短期来看，我们认为未来几个季度之内行业数据将迎来一定程度的改善，不排除某些地区出现新一轮市场行情的高点。受益于前期陆续发布的利好政策，行业短期上涨空间得以有效激活，同时考虑到去年二三季度同比较低的基数水平，未来房地产市场阶段性复苏值得期待。

一方面限购政策放松，限购城市由以往的全国46个大中城市缩小到北上广深以及三亚5个城市，继续实施限购的城市也已经开始对楼市政策做出放宽性的微调，通过其他途径变相降低购房门槛。以北京为例，2015年一季度以来先后宣布进一步简化房产赠与环节的手续、加速出台居住证制度，目的是为了小范围内降低房产交易的成本，让更多的人享受同城同权的购房资格。同时330公积金新政的实施也进一步释放了自住型和改善型住房需求，通过上调公积金贷款额度、下调首付款比例有效提升市场购买力和成交预期。

另一方面一季度以来连续的降息降准为市场注入了较强的流动性，使得房地产行业从宽松的货币政策中直接受益。从开发商的角度来看，宽松的资金面有利于降低融资难度，缓解资金链压力，提升下行阶段的财务支撑能力。从购房者的角度来看，购房成本在一定程度上得以有效降低，从而加快购房资金入市。据初步测算，三次降息对购房者的月供改善程度在4%-10%之间，预计后续购房需求将得到显著激发，进一步带动市场成交回暖。

表 3：2015 年一季度行业主要政策汇总

时间	政策主要内容
2015 年 2 月 4 日	中国人民银行决定下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2015 年 2 月 15 日	关于全面深化公安改革若干重大问题的框架意见
2015 年 2 月 26 日	《不动产登记暂行条例》正式公布
2015 年 2 月 28 日	中国人民银行决定下调存贷款基准利率 0.25 个百分点
2015 年 3 月 18 日	《关于进一步调整住房公积金个人贷款有关问题的通知》
2015 年 3 月 27 日	《关于优化 2015 年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2015 年 3 月 30 日	，央行、住建部、证监会、财政部和国税总局联合下发《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》和《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》

资料来源：WIND、首创证券研发部

4.4 策划代理行业发展面临调整

在房地产行业总体回归理性发展，成交量面临长期下行趋势的背景之下，传统的房地产服务商将面临市场规模收缩的结构性风险，同时开发商加强自销比例以及新媒体、互联网新渠道、全民经纪人等创新销售途径的增加也进一步压缩了策划代理行业在成交市场的份额。随着信息时代的升级，经纪人利用信息不对称创造交易机会的模式也将面临被市场所淘汰的风险。作为房地产行业的下游产业，策划代理行业迎来市场加速分化和重大变革的局面为大概率事件。

市场集中度进一步提高。当前策划代理行业总体进入门槛不高，从业人员素质普遍不高，员工流动性较大，行业发展比较粗放和分散。根据中国房地产TOP10研究组发布的策划代理百强企业研究报告，2014年TOP10企业市场份额同比增长2.05个百分点至16.26%，TOP11-50企业同比增长了0.64个百分点至13.26%，TOP51-100企业同比下滑0.95个百分点至4.63%。可见市场集中度依然处于较低水平，并表现出向规模企业集中靠拢的趋势。随着市场总体收缩和加速变革，中小企业的生存空间岌岌可危，龙头企业通过兼并购完善产业链布局，提升专业服务能力，将进一步助推行业良性发展。

广泛引入互联网思维。随着众多开发商提出由城市开发商向社区服务商的转型口号，房地产行业也被注入了互联网的基因。互联网思维的核心在于以需求为导向，击中用户痛点。作为盈利模式和服务内容更加灵活的地产服务行业，策划代理公司的业务类型更加符合互联网思维的发展趋势。从早期的微博微信等互联网营销到一键式APP服务程序的上线，再到O2O线上线下综合服务的整合，房地产综合服务商的服务体系已经与当前的互联网产品模式展现出了较高的契合度和可行性。以传统的代理策划业务为起点，未来综合服务产业链上将延伸出更多带有互联网基因的增值服务。

丰富存量市场服务体系。随着行业供需结构进一步饱和，未来短期房地产行业的增量市场正在逼近上限，传统的基于房地产开发的策划和代理销售业务规模将大幅收缩。相比之下，存量市场的综合服务业务依然有较大的提升空间。近年来国内领军企业也纷纷以DTZ，CBRE等国际五大行为标杆致力于开拓物业管理、资产管理、金融业务等涵盖住宅、商业地产、工业地产等多种业态的存量市场业务。凭借对本土市场的深入了解，国内的房地产服务商拥有更多的先天优势，更有利于全面铺开适合本土行业发展的综合服务体系。

5 市场表现与投资价值分析

5.1 盈利预测

预测基本假设：(1)公司代理销售业务凭借品牌和规模优势预期在当前市场总体下行的背景之下可以进一步争取代理权，提高市场份额，我们保守估计该项业务未来3年的增长率分别为25%，20%和18%。(2)顾问策划业务考虑到与代理销售业务合并的趋势以及未来增量市场增速放缓的前景，未来3年预计实现小幅增长，3年增长率为2%，1%和0%。(3)资产服务业务自2012年以来连续两年同比增长率分别为43%和132%，预计未来3年市场份额将进一步扩大，未来3年每年预计实现30%-40%的增长率。(4)金融服务业务发展迅猛，未来市场需求和投放规模均比较客观，14年业绩基数较低，未来3年增长率预计能达到55%，65%和70%。(5)电商业务作为新拓展业务14年仅实现收入6800万元，随着公司O2M平台上线，服务范围进一步扩展，未来3年预计能够实现80%-120%的快速增长。(6)经纪业务占比较小，从2014年起与其他业务合并列示，因此在预测当中忽略不计。

综合以上假设，公司未来3年营收的加权增长率分别为26.60%、23.73%和22.43%，进行预测分析之后的估值结果见下表所示，2015-2017年营收复合增长率为23.08%，净利润复合增长率为26.21%。未来3年每股收益分别为0.431元，0.547元和0.687元，对应市盈率为69.54，54.82和43.65。

表 4：世联行未来 3 年业绩预测

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1878.03	2563.03	3308.17	4188.14	5181.99	6344.31
增长率(%)	13.38%	36.47%	29.07%	26.60%	23.73%	22.43%
归属母公司股东净利润	211.29	318.29	394.34	526.83	668.26	839.25
增长率(%)	34.31%	50.64%	23.90%	33.60%	26.84%	25.59%
每股收益(EPS)	0.173	0.260	0.323	0.431	0.547	0.687
每股股利(DPS)	0.064	0.080	0.035	0.113	0.143	0.180
每股经营现金流	0.185	0.380	-0.753	0.232	0.385	0.499
销售毛利率	34.87%	35.70%	33.82%	34.80%	34.80%	34.80%
销售净利率	11.98%	13.68%	12.66%	13.36%	13.70%	14.05%
净资产收益率(ROE)	14.21%	18.63%	19.46%	21.82%	22.98%	23.79%
投入资本回报率(ROIC)	22.44%	30.31%	26.65%	23.89%	24.49%	27.07%
市盈率(P/E)	173.39	115.11	92.91	69.54	54.82	43.65
市净率(P/B)	24.64	21.44	18.08	15.17	12.60	10.39
股息率(分红/股价)	0.002	0.003	0.001	0.004	0.005	0.006

资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部预测

与地产板块比较发现公司当前总市值在156家上市地产公司中排名第20，市盈率排名第51，明显高于板块市值靠前的开发类企业以及行业均值的32.91。考虑到公司业务特殊性以及互联网金融相关概念的爆发，我们将公司放入互联网金融板块比较发现，公司在45家相关概念公司中总市值排名第13，市盈率显著低于板块平均水平的262.58。考虑到公司互联网金融业务在地产领域的集中优势、未来广阔的发展前景以及当前业内相对较低的市盈率，我们认为未来短期公司股价依然有较大幅度的上涨空间。

表 5：同行业价值分析（截止到 2015 年 5 月 26 日）

公司	总市值	流通市值	每股收益			市盈率			市净率	市现率	市销率
	(亿元)	(亿元)	TTM	15E	16E	TTM	15E	16E	(LF)	(TTM)	(TTM)
万科 A	1,667.59	1,458.70	1.3459	1.7195	2.0043	11.16	8.73	7.49	1.87	99.68	1.14
保利地产	1,468.38	1,468.38	1.1812	1.3644	1.6003	11.58	10.03	8.55	2.34	76.02	1.30
泛海控股	921.49	920.17	0.3821	0.5919	0.7779	52.92	34.16	25.99	9.62	8.81	10.76
华夏幸福	843.20	843.20	1.3660	1.9729	2.5818	23.33	16.15	12.34	8.94	11.49	3.12
陆家嘴	813.55	693.98	0.8774	0.9534	1.0687	58.24	53.59	47.81	7.65	94.98	17.23
陆家 B 股	813.55	119.57	0.8774	0.9534	1.0687	26.74	4.02	3.59	3.51	43.61	7.91
招商地产	743.90	324.76	1.6155	2.0229	2.3816	19.59	15.64	13.29	2.63	21.26	1.93
招商局 B	743.90	37.51	1.6155	2.0229	2.3816	10.93	11.07	9.40	1.47	11.87	1.08
新湖中宝	737.31	576.49	0.1458	0.2256	0.2909	62.14	40.16	31.15	3.70	325.39	6.51
金地集团	649.47	649.47	0.8965	0.9684	1.1170	16.13	14.93	12.93	2.05	43.65	1.41
世联行	366.37	366.25	0.3274	0.4246	0.5370	91.57	70.61	55.83	18.04	140.06	10.45
行业均值	196.45	158.01	0.4799	0.9029	1.1126	32.91	19.02	15.47	3.76	176.34	3.39
行业中值	112.12	98.11	0.1600	0.5273	0.6497	49.71	30.90	25.96	4.50	-9.05	6.82

资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

表 6：互联网金融板块价值分析（截止到 2015 年 5 月 26 日）

证券简称	总市值/亿元	自由流通市值/亿元	市盈率(PE, TTM)	预测市盈率(PE, 未来 12 个月)	市净率(PB)	市现率(PCF, TTM)	市销率(PS, TTM)
苏宁云商	1,470.7022	763.2761	151.8472	561.4084	4.9923	56.5180	1.2733
乐视网	1,412.7619	666.2382	378.0451	221.1805	43.0873	-731.7930	17.8256
东方财富	1,307.6744	812.8323	377.2837	172.4373	64.8717	28.9823	147.5485
恒生电子	784.2419	622.5217	209.3184	148.8769	38.6406	96.3266	52.4834
中天城投	594.9501	230.5444	30.2620	25.1341	7.7598	68.7099	4.7313
金证股份	574.9415	315.2150	333.0588	223.8494	66.2127	527.1161	23.7249
同花顺	559.6416	183.7467	456.4350	133.4718	44.4476	169.2806	163.2337
内蒙君正	559.1040	149.5428	71.5441	-	8.4538	51.0912	11.7045
二三四五	546.0534	151.0086	321.9959	146.3566	13.3542	326.4001	62.5911
大智慧	544.8286	196.4319	404.9636	111.7077	17.8142	-72.7001	88.6794
中科金财	451.2198	204.1366	487.1954	315.4451	29.8694	138.6129	42.8699
银之杰	432.3357	142.8260	1,383.0992	-	51.6190	3,179.3430	165.0770
世联行	366.3681	104.4688	91.5701	63.8889	17.6437	-36.5961	10.4516
板块均值	318.41	158.2718	262.58	132.64	19.05	141.76	-295,244.10

资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

5.2 投资建议

公司为国内最早从事房地产专业咨询的服务机构之一，也是登陆A股的首家房地产综合服务提供商，服务范围涵盖房地产价值链的主要环节。近3年来，公司将单一互相分割的业务打造成多种业务交叉融合的一站式服务平台，建立基于大数据和移动互联网的置业者服务系统、世联信贷互联网金融系统，打造集顾问咨询、营销代理、金融服务、资产管理等多项业务为一体的服务平台，为客户提供一站式、平台化、交叉交互式的轻资产房地产服务。随着市场成交回暖，公司传统的代理策划业务预期回升，同时公司延伸出的金融服务业务和资产管理业务也在转型初期表现强势，随着公司成功切入二手房市场，未来业绩增长空间大幅激活。我们预计公司未来3年的每股收益分别为0.431元，0.547元和0.687元，对应市盈率为69.54，54.82和43.65。与同类别公司相比我们认为当前股价处于低估状态，未来短期依然有较为理想的上涨空间，建议投资者“增持”。

5.3 投资风险

房地产市场复苏不及预期，市场成交低迷，公司策划代理业务业绩下滑；P2P平台资金支持力度不够，公司资金链和财务压力提升，信贷业务发展受阻；传统二手房经纪公司挤压金融服务业务市场份额，存量市场业务开展不顺；电商业务平台效应较弱，市场影响力低于预期。

表 7：资产负债表预测结果

资产负债表 (百万元)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	619.59	475.14	174.31	418.81	518.20	634.43
应收和预付款项	696.76	645.88	835.37	1019.31	1275.49	1534.03
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	141.69	233.14	1646.02	1646.02	1646.02	1646.02
长期股权投资	12.07	55.63	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	41.11	51.60	74.53	67.84	62.75	59.05
固定资产和在建工程	223.81	241.07	212.23	121.62	31.01	-59.60
无形资产和开发支出	100.94	170.49	216.71	210.87	205.04	199.21
其他非流动资产	10.34	20.46	181.32	171.73	162.13	162.13
资产总计	1846.31	1893.42	3340.49	3656.20	3900.64	4175.28
短期借款	25.50	1.00	424.20	540.31	357.77	84.93
应付和预收款项	306.61	119.18	234.13	195.29	270.62	237.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	3.39	0.14	594.63	411.36	228.10	136.47
负债合计	335.50	120.32	1252.95	1146.96	856.49	459.36
股本	326.40	424.32	763.78	763.78	763.78	763.78
资本公积	556.43	558.18	353.82	353.82	353.82	353.82
留存收益	603.91	726.36	908.55	1297.35	1790.53	2409.89
归属母公司股东权益	1486.74	1708.86	2026.15	2414.95	2908.12	3527.49
少数股东权益	24.07	64.24	61.39	94.29	136.02	188.43
股东权益合计	1510.81	1773.10	2087.54	2509.24	3044.15	3715.92
负债和股东权益合计	1846.31	1893.42	3340.49	3656.20	3900.64	4175.28

资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

表 8：利润表预测结果

利润表 (百万元)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1878.03	2563.03	3308.17	4188.14	5181.99	6344.31
减: 营业成本	1223.20	1648.10	2189.32	2730.87	3378.90	4136.79
营业税金及附加	106.79	143.35	184.74	233.88	289.38	354.29
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	231.48	269.32	318.25	402.90	498.51	610.33
财务费用	-16.22	-12.78	-0.32	20.74	15.11	0.59
资产减值损失	35.05	49.81	59.28	59.28	59.28	59.28
加: 投资收益	3.60	1.47	2.06	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-1.38	3.25	0.14	0.00	0.00	0.00
营业利润	299.95	469.95	559.11	740.48	940.81	1183.04
加: 其他非经营损益	4.56	7.26	3.89	5.84	5.84	5.84
利润总额	304.51	477.20	563.00	746.31	946.65	1188.88
减: 所得税	79.52	126.66	144.03	186.58	236.66	297.22
净利润	224.99	350.55	418.97	559.73	709.99	891.66
减: 少数股东损益	13.70	32.26	24.63	32.90	41.73	52.41
归属母公司股东净利润	211.29	318.29	394.34	526.83	668.26	839.25

资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

表 9：现金流量表表预测结果

现金流量表 (百万元)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营性现金净流量	226.02	464.21	-920.05	282.98	469.93	609.37
投资性现金净流量	-64.11	-162.50	-97.37	2.38	0.38	-1.62
筹资性现金净流量	-45.16	-355.96	849.86	-40.85	-370.93	-491.51
现金流量净额	116.75	-54.25	-167.56	244.51	99.38	116.23

资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

分析师简介

王剑辉，宏观策略分析师，北京大学文学士，佛罗里达利恩大学商学院 MBA，10 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 - 5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现