

证券研究报告

地产

强烈推荐 (维持)

证券分析师

王琳 投资咨询资格编号
S1060513090001
010-59730726
WANGLIN170@pingan.com.cn

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
0755-22621493
YANGKAN034@pingan.com.cn

请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。

世联行 (002285)

代理业务稳步增长，大股东增持彰显信心

事项:

世联行公布二季度代理销售额情况，二季度累计实现代理销售金额 1254 亿，同比增长 57.9%，上半年累计销售额 1881 亿，同比增长 44.3%。公司同时公告实际控制人陈劲松先生通过二级市场增持 90 万股，平均增持价 18.05 元。

平安观点:

- **代理销售增速持续超越行业，市占率稳步提升。**受持续宽松的行业政策和货币政策影响，公司年内代理销售持续攀升，二季度代理销售额 1254 亿，同比增长 57.9%，增速较一季度扩大 34.8 个百分点。上半年累计实现代理销售额 1881 亿，同比增长 44.3%，增速明显高于 30 个大中城市 20.6% 的同比增速，亦优于万科 (9.0%)、保利 (16.7%) 等龙头房企表现。公司全国市场占有率也由 2014 年末的 4.5% 攀升至 5 月末的 6.0%。6 月央行再次降准降息，行业基本面持续好转，百城房价数据亦连续两个月环比回升，公司作为全国性代理商将显著受益整体环境的改善，加上去年收购的厦门立丹行和青岛荣置地贡献销售，预计 2015 年代理销售额有望超过 4000 亿，同比增长 24.3%。
- **大股东增持彰显信心。**公司实际控制人增持 90 万股，占公司总股本的 0.062%，同时不排除 6 个月内未来继续增持公司股份。受市场系统性风险影响，公司股价自前期高点回调已超过 50%，本次大股东增持有助于提升投资者信心，利于股价回稳。
- **小贷业务稳步增长，积极扩大入口份额。**公司家园云贷业务增长迅速，一季度累计放款规模较去年同期增长 4.04 亿元，带动金融服务业务同比增长 474.3%，占总营收的比重由去年同期的 2.61% 提升至 11.4%。1-5 月放款规模已超过 10 亿，预计 2015 年全年小贷规模有望超过 45 亿，净利润贡献占比 40% 以上。在借参股 Q 房网切入存量房市场后，二手房小贷业务的开展及未来可能推出的装修贷业务，将进一步打开小贷金融业务的天花板。同时在积极扩大交易入口份额的同时，公司“集房”、“集客”、“集金”全面上线，在整合移动互联网服务入口，贴近客户深化服务的同时，将进一步加快入口价值的变现。
- **维持“强烈推荐”评级。**考虑到公司 5 月份已完成定增，按最新股本计算，预计 2015、2016 年 EPS 分别为 0.38 元和 0.49 元，当前股价对应 PE 分别为 46.2 倍和 35.9 倍。在市场系统性风险仍未消除的背景下，公司具备业绩和销量双重支撑，且股价回调较多，未来小贷业务发展有望超预期，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**二手房小贷业务开展不及预期风险。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	2498	3304	3861	4484
流动负债	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
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	725	984	1073	1088
少数股东权益	64	89	135	194
股本	424	763	1446	1446
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
负债和股东权益	2498	3304	3861	4484

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	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
营运资金变动	60	219	-185	-159
其他经营现金流	37	21	-5	-0
投资活动现金流	-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	663	0
资本公积增加	2	0	0	0
其他筹资现金流	-431	-208	-103	-128
现金净增加额	-55	682	194	412

利润表 单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	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
营业利润	470	559	807	1041
营业外收入	9	7	8	8
营业外支出	2	3	1	1
利润总额	477	563	814	1048
所得税	127	144	214	277
净利润	351	419	600	772
少数股东损益	32	25	46	59
归属母公司净利润	318	394	554	713
EBITDA	486	593	833	1071
EPS (元)	0.22	0.27	0.38	0.49

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力				
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
获利能力				
毛利率 (%)	35.7	33.8	34.7	35.5
净利率 (%)	11.3	10.9	10.8	12.4
ROE (%)	18.6	17.7	20.8	22.1
ROIC (%)	58.7	105.5	87.4	87.5
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.27	0.38	0.49
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
估值比率				
P/E	80.5	64.9	46.2	35.9
P/B	7.9	6.1	5.1	4.2
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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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替行使独立判断。

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	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼	北京市西城区金融大街甲 9 号金 融街中心北楼 15 层
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	