

## 代理销售面临挑战，金融服务势头良好

房地产行业公司点评报告  
 2015年08月28日

——世联行(002285)半年度业绩点评

### 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

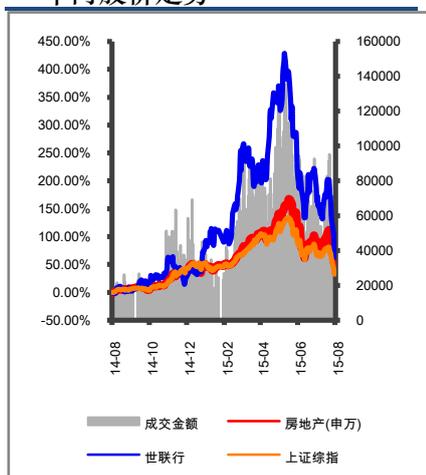
### 行业数据 2015/08/26

股票家数(家)	138
总市值(亿元)	19828.38
本周涨跌幅(%)	-18.47
市盈率 TTM	21.96
市净率 TTM	2.48

### 交易数据 2015/08/26

总市值(亿元)	164.66
流通市值(亿元)	139.14
总股本(亿股)	14.46
流通股本(亿股)	12.22
12个月价格区间	9.93-41.28(元)

一年内股价走势



### ➤ 业绩回顾

2015年上半年公司实现营业收入 19.16 亿元，同比增长 35.23%；归属上市公司股东净利润为 1.63 亿元，同比增长 15.75%；归属上市公司股东扣除非经常性损益的净利润为 1.63 亿元，同比增长 17.44%；经营活动现金流量净额为 5651.75 万元，同比增长 112.64%；基本每股收益 0.13 元/股，同比增长 18.18%；加权平均净资产收益率为 7.15%，同比减少 0.83%。

### ➤ 业绩点评

#### 代理销售增长空间受限，策划顾问服务持续回落

上半年公司实现代理销售金额 1882 亿元，同比增长 44.3%，继续跑赢大市，市场份额提升 1.3 个百分点至 5.5%，稳居全国第一。代理销售业务确认营收 11.15 亿元，同比增长 17.17%，佣金费率降至 0.82%，毛利水平提升 2.48 个百分点至 31.34%，在市场成交复苏阶段展现了较强的业务渗透能力。

但是当前业绩并不能掩盖我们对公司代理模式可持续性的担忧。1-6 月份公司新增签约代理销售面积同比大幅减少 31.93%至 3948.46 万平米，虽然同客户定位和签约方式变化有关，但是代理面积的减少直接意味着总体盈利规模的收缩。而且作为房地产价值链的下游环节，公司受市场情绪和政策导向影响较大，因此随着行业回归理性，增量规模收缩，公司一手代理项目也将面临销售乏力、规模化边际效应减弱的困境。此外以互联网为代表的新兴销售模式也正在向传统代理商发起颠覆性冲击，公司未来如何增加市场份额、紧密结合互联网及大服务业演变趋势值得关注。

而策划顾问业务延续低迷表现，营收同比减少 19.13%至 1.93 亿元，毛利水平降至 29.34%，盈利规模和质量双双下降。随着开发商投资开发态度趋于谨慎，预计策划顾问业务也将延续回落态势，未来可能更多的充当代理销售业务的附加服务，旨在提升公司与开发商和消费者的合作密度与用户粘性。

### **互联网业务激活前端资源，金融服务业务初见成效**

公司的互联网+业务于 2014 年下半年开始运营，主要通过整合营销渠道收取购房优惠等方式提供服务。当前业务布局全国 54 个城市，较去年年底增加 15 个，在执行项目 360 个，销售金额达到 327 亿元。上半年公司正式上线“集系列”O2M 平台，“集金、集房、集客”分别侧重提供 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。自推出以来注册会员人数已超过 200 万，覆盖全国 152 个城市，服务项目 1042 个，推荐客户 5 万多批。公司互联网业务目前仍处于前期探索阶段，报告期共实现营业收入 2.43 亿元，毛利率处于 8.44%的低位水平，对总体业绩贡献较小，相比搜房、易居等地产服务网站差距较大。但是作为公司业务的线上载体，互联网平台入口资源想象空间巨大，未来可能为其他业务带来大量的前端资源。此外公司公告称拟投资 4.2 亿元入股国内领先二手房经纪平台 Q 房网，试图切入存量房市场，进一步打开交易入口份额，产生一二手房市场联动效应。

公司的金融服务业务主要是以家圆云贷为主导产品的小额信贷业务。上半年家圆云贷共计放贷 13178 笔，放贷金额 11.14 亿元，分别同比增长 174.66%和 102.17%，创造营收 1.76 亿元，同比增长 193.80%，毛利占比提升 5.26 个百分点至 16.77%，发展势头喜人，展现了较强的盈利能力。公司丰富的线下资源赋予小额信贷业务强大的先天优势，业务范围逐渐由新房置业贷款扩展至二手房消费贷款和消费贷款等多重领域，公司 P2P 平台的搭建也为信贷业务的扩张提供资金支持。根据我们之前的测算，公司代理销售项目对应的新房置业贷规模约为 500 亿元，按照 10%的渗透率计算预计能够给公司带来约 25 亿元的毛利润，同当前

业务规模相比依然有较大提升空间，预计未来短期保持快速增长势头为大概率事件。

### 资管业务快速补强，存量模式值得期待

上半年公司新增签约 8 个全委托物业管理项目，累计实际在管的收费面积达 251.70 万平米，共创造营业收入 1.79 亿元，同比增长 33.67%，毛利水平降至 13.95%，维持行业平均水平。公司资产管理业务目前仍处于规模扩张的阶段，随着存量时代到来，公司通过一系列投资并购实现快速补强。上半年公司先后收购上海晟曜行、投资微家、成立红璞公寓管理公司，进入存量住宅资产管理领域，并与清控科创合资成立世联科创科技服务公司，进入创业服务资产管理领域。相比传统物业管理公司，公司的服务商思维与互联网基因能够更深入挖掘消费痛点，对接行业最新资源，因此当前分别针对高净值客户和青年租户的多元化服务以及物管体系中较为广阔的附加值空间同样值得期待。

### 资本增强助力战略布局，未来前景持续看好

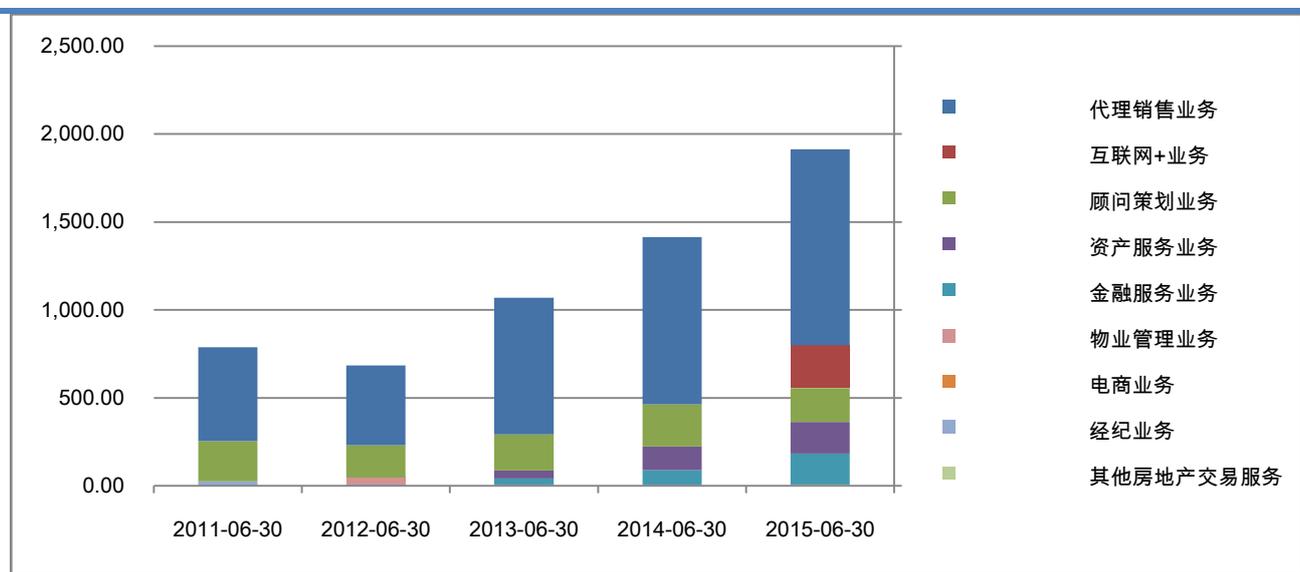
报告期公司 11.2 亿定增资金到位，货币资金期末值高达 25.09 亿元，达到历史最高水平。经营性现金流量净额同比大幅增长 112.64%至 5651.75 万元，一方面去年下半年新开展的互联网+业务为公司带来大量现金，另一方面公司通过资产证券化、P2P、信托计划等方式盘活信贷资产，补充贷款发放和回收，导致现金流出减少 4.42 亿元。公司手握大量现金，在行业快速变革阶段很可能寻求进一步投资并购，汲取行业创新力量，补充业务短板。

作为唯一一家境内上市的房地产综合服务商，公司业务结构不断改善，线下一手房市场优势明显，小额信贷业务成长迅速，近期线上平台的运营取得出色开局，未来公司也将进一步切入存量房市场的交易和资产管理环节，构建全产业链的服务生态闭环。因此考虑到现有代理业务规模和创新服务超预期的发展速度，我们上调公司业绩增速，预测未来三年 EPS 分别为 0.393 元，0.532 元和 0.683 元，对应市盈率为 29，21.41 和 16.68，维持“增持”评级。

## 风险提示

一手房代理业务受行业规模收缩和销售方式变革影响较大；互联网+业务市场竞争激烈，当前平台效应较弱。

图 1：过去五年半年期营收结构



资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

表 1：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	4499.11	6006.31	7868.27
减: 营业成本	1223.20	1648.10	2189.32	2933.42	3928.13	5208.80
营业税金及附加	106.79	143.35	184.74	251.24	335.41	439.39
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	432.82	577.81	756.93
财务费用	-16.22	-12.78	-0.32	23.70	21.85	11.46
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
<b>营业利润</b>	<b>299.95</b>	<b>469.95</b>	<b>559.11</b>	<b>798.65</b>	<b>1083.84</b>	<b>1392.42</b>
加: 其他非经营损益	4.56	7.26	3.89	5.84	5.84	5.84
<b>利润总额</b>	<b>304.51</b>	<b>477.20</b>	<b>563.00</b>	<b>804.49</b>	<b>1089.67</b>	<b>1398.25</b>
减: 所得税	79.52	126.66	144.03	201.12	272.42	349.56
<b>净利润</b>	<b>224.99</b>	<b>350.55</b>	<b>418.97</b>	<b>603.37</b>	<b>817.25</b>	<b>1048.69</b>
减: 少数股东损益	13.70	32.26	24.63	35.46	48.04	61.64
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>211.29</b>	<b>318.29</b>	<b>394.34</b>	<b>567.90</b>	<b>769.22</b>	<b>987.05</b>

资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

表 2：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	449.91	600.63	786.83
应收和预付款项	696.76	645.88	835.37	1157.01	1503.21	1983.69
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
<b>资产总计</b>	<b>1846.31</b>	<b>1893.42</b>	<b>3340.49</b>	<b>3825.00</b>	<b>4210.79</b>	<b>4777.34</b>
短期借款	25.50	1.00	424.20	664.83	535.11	416.34
应付和预收款项	306.61	119.18	234.13	206.70	289.74	276.61
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
<b>负债合计</b>	<b>335.50</b>	<b>120.32</b>	<b>1252.95</b>	<b>1282.89</b>	<b>1052.95</b>	<b>829.42</b>
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	1327.66	1895.34	2623.79
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1486.74</b>	<b>1708.86</b>	<b>2026.15</b>	<b>2445.26</b>	<b>3012.94</b>	<b>3741.39</b>
少数股东权益	24.07	64.24	61.39	96.85	144.89	206.53
<b>股东权益合计</b>	<b>1510.81</b>	<b>1773.10</b>	<b>2087.54</b>	<b>2542.11</b>	<b>3157.83</b>	<b>3947.92</b>
负债和股东权益合计	1846.31	1893.42	3340.49	3825.00	4210.79	4777.34

资料来源：Wind 资讯、首创证券研发部

表 3：现金流量表预测结果

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	203.28	501.64	574.84
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	69.95	-351.29	-387.02
<b>现金流量净额</b>	<b>116.75</b>	<b>-54.25</b>	<b>-167.56</b>	<b>275.60</b>	<b>150.72</b>	<b>186.20</b>

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