

# 世联行 (002285)

## 业绩增长平稳，结构持续优化

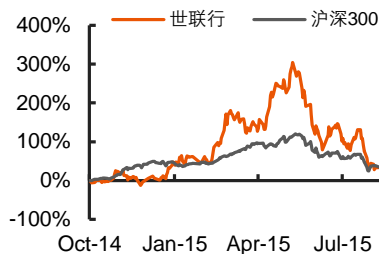
### 强烈推荐 (维持)

现价: 16.70 元

#### 主要数据

行业	地产
公司网址	www.worldunion.com.cn
大股东/持股	世联地产顾问(中国)有限公司/39.78%
实际控制人/持股	陈劲松/23.28%
总股本(百万股)	1,446
流通 A 股(百万股)	1,222
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	241.43
流通 A 股市值(亿元)	204.01
每股净资产(元)	2.26
资产负债率(%)	49.3

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《世联行\*0022285\*销量表现喜人，试水存量房小贷市场》 2015-10-13

#### 证券分析师

**王琳** 投资咨询资格编号  
S1060513090001  
010-59730724  
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。

### 投资要点

#### 事项:

公司公布2015年三季报，前三季度实现营业收入30.5亿元，同比增长38.5%，归属上市公司股东净利润2.52亿元，同比增长15.0%，对应EPS0.19元，基本符合预期。

#### 平安观点:

- **收入结构不断优化，新兴业务占比持续攀升：**公司收入结构持续优化，前三季度互联网+及金融业务收入同比分别增长 2028.6%和 73.2%，合计收入占比攀升至 23.4%。代理业务受去年公司代理销售额增速放缓影响，同比增长 22.3%，低于整体营收增速，收入占比较去年同期进一步下滑 7.9 个百分点至 57.7%。期末在手未结算资源 2863 亿，预计未来 3-9 个月将为公司带来约 21.1 亿的代理费收入，为未来业绩增长奠定良好基础。顾问业务受土地市场平淡波及，收入同比下降 20.8%，营收占比由去年同期的 15.9%下降至 9.1%。
- **家圆云贷有条不紊，逐步试水存量房小贷市场。**为保证真实交易和真实用途，公司适度加强了家圆云贷业务的风险管控，前三季度整体金融业务增速 73.2%，三季度单季先后两次向平安汇通转让信贷资产 1.7 亿元，为小贷业务开展提供持续资金支持。除一手房业务外，公司推出针对存量房的世联+贷，世联+贷为按揭中的房产客户提供消费信贷，最高额度 20 万，期限 3-36 个月，深圳上线一个月规模已经过亿，随着未来由深圳逐步向其它城市推广，有望成为新的利润增长点。
- **代理销售增速超越行业，市占率稳步提升。**受持续宽松的行业政策和货币政策影响，前三季度累计实现代理销售额 2986 亿，同比增长 44.3%，增速明显高于 30 个大中城市 26.3%的同比增速，亦优于万科(21.1%)、保利(19.6%)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 9 月末的 5.3%。9 月央行再次降低商贷(非限购城市)和公积金贷款首付比例，有望进一步释放市场尤其是核心二线城市住房需求，公司作为全国性代理商将显著受益整体环境的改善，加上年末通常为开发商冲量高峰期，预计 2015 年代理销售额有望超过 4200 亿，同比增长 30.5%。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2563	3,308	4,459	5,387	6,443
YoY(%)	36.5	29.1	34.8	20.8	19.6
净利润(百万元)	318	394	481	607	736
YoY(%)	50.6	23.9	22.1	26.1	21.2
毛利率(%)	35.7	33.8	31.3	31.5	31.9
净利率(%)	13.7	12.7	11.6	12.1	12.3
ROE(%)	19.8	20.1	20.2	22.1	22.5
EPS(摊薄/元)	0.22	0.27	0.33	0.42	0.51
P/E(倍)	75.9	61.2	50.2	39.8	32.8
P/B(倍)	14.1	11.9	9.8	8.6	7.3

- **参股晟曜资产和微家,进一步完善 C 端服务体系。**公司 7 月拟出资 4000 万收购晟曜资产 70% 股权,晟曜资产为上海品牌资产管理公司,已形成较为成熟的社区资产服务业务体系,本次收购标志公司将进入存量住宅资产管理的全新领域。同时拟出资 1500 万增资微家,占 37.5% 股权,微家为深圳品牌合租运营公司,已构建了完善的互联网租赁管理平台,为业主提供包括租赁管理、装修家居、物业保养、代缴费用、房屋销售在内的资产管理服务。我们认为参股晟曜资产和微家,将进一步完善世联 C 端服务体系,挖掘和发展 C 端增值服务及金融服务。
- **维持“强烈推荐”评级。**考虑到公司为保证真实交易和真实用途,适度放缓了小贷放款速度,我们下调 2015、2016 年 EPS 预测至 0.33 (-0.06) 元和 0.42 (-0.07) 元,当前股价对应 PE 分别为 50.2 倍和 39.8 倍。公司具备业绩和销量双重支撑,逐步进入存量房小贷市场,积极完善 C 端服务体系,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	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	3272	5037	5052	5213
现金	791	2230	2155	1933
应收账款	679	860	999	1225
其他应收款	109	259	185	345
预付账款	26	33	38	47
存货	0	0	0	0
其他流动资产	1668	1656	1675	1663
<b>非流动资产</b>	844	938	988	1048
长期投资	0	0	0	0
固定资产	212	321	388	455
无形资产	47	38	30	21
其他非流动资产	585	578	571	572
<b>资产总计</b>	4116	5975	6040	6261
<b>流动负债</b>	1984	3342	2998	2651
短期借款	424	1783	1334	981
应付账款	19	47	32	62
其他流动负债	1541	1511	1632	1609
<b>非流动负债</b>	45	74	82	87
长期借款	0	29	38	42
其他非流动负债	45	45	45	45
<b>负债合计</b>	2028	3416	3081	2738
少数股东权益	61	98	144	201
股本	764	1446	1446	1446
资本公积	354	558	558	558
留存收益	909	1269	1756	2390
<b>归属母公司股东权益</b>	2026	2462	2816	3322
<b>负债和股东权益</b>	4116	5975	6040	6261

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	-922	245	728	470
净利润	419	518	653	793
折旧摊销	35	39	49	48
财务费用	-0	22	14	10
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	-1431	-334	13	-381
其他经营现金流	58	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-97	-133	-99	-108
资本支出	31	94	50	60
长期投资	-69	0	0	0
其他投资现金流	-135	-39	-49	-48
<b>筹资活动现金流</b>	850	-256	-254	-232
短期借款	423	-224	0	0
长期借款	0	29	8	4
普通股增加	339	224	0	0
资本公积增加	-204	-224	0	0
其他筹资现金流	292	-61	-263	-236
<b>现金净增加额</b>	-169	-144	375	131

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	3308	4459	5387	6443
营业成本	2189	3065	3691	4389
营业税金及附加	185	249	301	360
营业费用	0	0	0	0
管理费用	318	424	512	612
财务费用	-0	22	14	10
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
<b>营业利润</b>	559	699	870	1072
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	3	3	0	0
<b>利润总额</b>	563	699	870	1072
所得税	144	182	218	279
<b>净利润</b>	419	518	653	793
少数股东损益	25	36	46	58
<b>归属母公司净利润</b>	394	481	607	736
EBITDA	600	761	949	1130
EPS (元)	0.52	0.33	0.42	0.51

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	29.1	34.8	20.8	19.6
营业利润(%)	19.0	25.1	24.4	23.2
归属于母公司净利润(%)	23.9	22.1	26.1	21.2
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	33.8	31.3	31.5	31.9
净利率(%)	12.7	11.6	12.1	12.3
ROE(%)	20.1	20.2	22.1	22.5
ROIC(%)	16.9	12.3	15.9	18.2
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	49.3	57.2	51.0	43.7
净负债比率(%)	17.6	16.0	26.1	25.4
流动比率	1.6	1.5	1.7	2.0
速动比率	1.6	1.5	1.7	2.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	5.8	5.8	5.8	5.8
应付账款周转率	93.4	93.4	93.4	93.4
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.33	0.42	0.51
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.24	0.17	0.50	0.33
每股净资产(最新摊薄)	1.40	1.70	1.95	2.30
<b>估值比率</b>				
P/E	61.2	50.2	39.8	32.8
P/B	11.9	9.8	8.6	7.3
EV/EBITDA	39.8	31.4	24.8	20.8

## 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±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±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

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：( 0755 ) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033