



**谨慎
买入**

11% ↑

目标价格:人民币 18.48

原评级: 买入 原目标价格: 人民币 16.87

002285.CH

价格:人民币 16.70

目标价格基础:40倍 16年市盈率

板块评级:增持

世联行

代理销售高增长, 持续关注转型业务

2015年1-9月, 世联行实现营业收入30.45亿元, 同比上升38.5%; 归母净利润2.52亿元, 同比上升15%, 每股收益0.19元; 含税毛利率和净利率分别为21.8%和8.3%, 分别同比下降2.76和1.69个百分点。公司3季度代理销售继续高增长, 1-9月代理销售额同比增长45%, 市占率为5.26%, 巩固龙头地位; 金融服务业务收入同比增长73.16%, 由于风控力度增加, 增速较2季度继续放缓; 新开展的“互联网+”业务收入同比大幅增长2,029%, 但毛利率相较传统业务偏低。我们认为公司是A股房地产服务行业稀缺标的, 将继续受益于下游销售强势回暖和中介行业整合, 而未来公司的转型业务推进值得持续关注。考虑到公司新业务的成本费用率上升, 以及非公开发行股票所增加的股本, 我们调整公司2015-17年每股收益预期分别为0.38元、0.46元和0.58元, 目标价格由16.87元上调至18.48元, 相当于40倍2016年市盈率, 评级下调为谨慎买入。

支撑评级的要点

- **营收同比增38.5%, 净利同比增15%。**2015年1-9月公司营业收入同比增长38.5%, 较1-6月增幅扩大3.27个百分点主要原因是: (1) “互联网+”业务发展较快, 本期实现收入同比增长2,029%; (2) 代理业务收入同比增长22%; (3) 家圆云贷业务发展顺利, 金融服务业务收入同比增长73.16%。公司1-9月含税毛利率和净利率分别为21.8%和8.3%, 分别同比下降2.76和下降1.69个百分点, 主要由于新增的电商业务营业毛利率较低, 而财务费用大幅增长1500%, 导致净利增速相对收入增速较慢。
- **代理销售额同比增45%, 市占率稳步上升。**公司1-9月累计实现代理销售金额2,986亿元, 同比上升45.09%, Q3单季增长46.42%, 市占率达到5.26%。此外, 今年“十一”黄金周, 公司实现代理销售金额超过125亿元, 同比4.17%, 刷新黄金周代理销售金额的记录。公司当前显著受益于下游行业回暖以及自身龙头地位的优势, 预计在楼市政策利好刺激下, 全年代理销售业务将继续保持较高的增速, 保障今明两年结算资源。
- **金融业务收入同比增73%, 规模扩张致杠杆提升。**公司1-9月金融业务收入同比增长73%, 增速较2季度继续放缓, 主要由于公司持续加大风控力度和部分基数原因。由于公司金融业务规模不断扩张, 财务杠杆随之提升, 公司1-9月财务费用同比大幅增长1,500%, 财务费用率为1.41%, 截至9月末资产负债率为45.14%, 同比上升2.6个百分点。
- **资产证券化提升资金周转效率, 经营现金流净额同比转正。**公司1-9月份经营活动产生的现金流量净额同比增长152.21%, 主要原因是: (1) 公司通过资产证券化、P2P、信托计划等方式盘活信贷资产, 以及贷款业务发放和回收, 产生的现金净流出同比减少7.7亿元; (2) 新开展的“互联网+”业务为公司带来经营性现金净流量同比增长2亿元。

评级面临的主要风险

- 房地产代理销售增速低于预期; 互联网和金融业务扩张规模不及预期。

估值

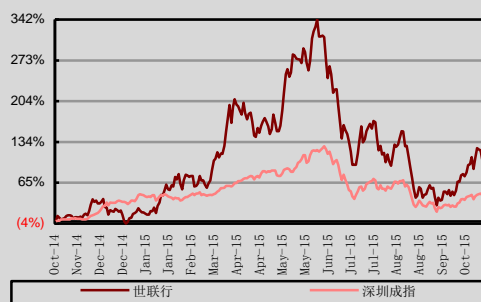
- 我们调整公司2015-17年每股收益预期分别为0.38元、0.46元和0.58元, 目标价格由16.87元上调至18.48元, 相当于40倍2016年市盈率, 评级下调为谨慎买入。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币百万)	2,563	3,308	4,678	5,900	7,576
变动(%)	36	29	41	26	28
净利润(人民币百万)	315	394	465	565	710
全面摊薄每股收益(人民币)	0.258	0.323	0.380	0.462	0.581
变动(%)	48.1	25.1	17.8	21.6	25.6
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.410	0.521	0.661
调整幅度(%)			(7)	(11)	(12)
全面摊薄市盈率(倍)	64.8	51.8	43.9	36.1	28.7
价格/每股现金流量(倍)	44.1	(22.1)	30.9	26.6	21.2
每股现金流量(人民币)	0.38	(0.75)	0.54	0.63	0.79
企业价值/息税折旧前利润(倍)	43.6	36.6	25.8	20.2	15.3
每股股息(人民币)	0.035	0.037	0.044	0.054	0.068
股息率(%)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	68.7	37.2	(6.7)	105.2
相对深证成指	68.9	23.6	0.0	61.3

发行股数(百万)	1,446
流通股(%)	85
流通股市值(人民币百万)	20,401
3个月日均交易额(人民币百万)	401
净负债比率(%) (2015E)	净现金
每股重估净资产值(人民币) (2015E)	16.61
主要股东(%)	
世联地产顾问(中国)有限公司	40

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2015年10月28日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

田世欣*

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

*卢晓峰为本报重要贡献者

图表 1. 世联行 2015 年 1-9 月业绩摘要

(人民币, 百万)	2014 年 1-9 月	2015 年 1-9 月	同比变动(%)
营业收入	2,199	3,045	38.5
营业成本	(1,538)	(2,214)	44.0
营业税	(122)	(169)	38.5
毛利润	540	663	22.9
其他收入	(24)	(50)	105.9
销售费用	0	0	0
管理费用	(206)	(218)	6.1
营业利润	309	394	27.5
投资收益	2	5	143.8
财务费用	3	(43)	(1500.1)
营业外收支	3	5	56.8
税前利润	317	361	13.7
所得税	(85)	(97)	14.5
少数股东权益	(13)	(12)	(12.7)
归属上市公司股东净利润	219	252	15.0
主要比率(%)			百分点增减
含税毛利率	24.5	21.8	(2.8)
经营利润率	14.1	12.9	(1.1)
净利率	9.9	8.3	(1.7)

资料来源: 公司数据及中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	2,563	3,308	4,678	5,900	7,576
销售成本	(1,791)	(2,374)	(3,569)	(4,514)	(5,820)
经营费用	(240)	(284)	(327)	(419)	(543)
息税折旧前利润	531	650	782	966	1,213
折旧及摊销	(29)	(35)	(24)	(23)	(25)
经营利润(息税前利润)	502	616	758	943	1,187
净利息收入/(费用)	27	15	(40)	(66)	(84)
其他收益/(损失)	(42)	(55)	(61)	(77)	(98)
税前利润	474	563	658	800	1,006
所得税	(127)	(144)	(165)	(200)	(251)
少数股东权益	(32)	(25)	(29)	(35)	(44)
净利润	315	394	465	565	710
核心净利润	315	394	465	565	710
每股收益(人民币)	0.258	0.323	0.380	0.462	0.581
核心每股收益(人民币)	0.258	0.323	0.380	0.462	0.581
每股股息(人民币)	0.035	0.037	0.044	0.054	0.068
收入增长(%)	36	29	41	26	28
息税前利润增长(%)	59	23	23	24	26
息税折旧前利润增长(%)	54	22	20	24	26
每股收益增长(%)	48	25	18	22	26
核心每股收益增长(%)	48	25	18	22	26

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	474	563	658	800	1,006
折旧与摊销	29	35	24	23	25
净利息费用	(14)	(2)	40	66	84
运营资本变动	60	(1,431)	38	(3)	(2)
税金	(127)	(144)	(165)	(200)	(251)
其他经营现金流	40	58	65	81	101
经营活动产生的现金流	463	(922)	660	767	963
购买固定资产净值	(33)	(31)	0	0	0
投资减少/增加	(92)	(66)	0	0	0
其他投资现金流	(38)	0	1,515	(60)	72
投资活动产生的现金流	(162)	(97)	1,515	(60)	72
净增权益	0	6	0	0	0
净增债务	(242)	529	735	307	425
支付股息	(114)	(76)	(54)	(66)	(82)
其他融资现金流	(0)	391	1,515	(60)	72
融资活动产生的现金流	(356)	850	2,196	181	415
现金变动	(55)	(169)	4,370	888	1,450
期初现金	1,019	958	791	5,156	6,044
公司自由现金流	301	(1,019)	2,174	707	1,035
权益自由现金流	59	(490)	2,909	1,014	1,460

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	958	791	5,156	6,044	7,495
应收帐款	628	810	1,145	1,444	1,854
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	251	1,672	39	49	64
流动资产总计	1,837	3,272	6,340	7,537	9,412
固定资产	241	213	233	255	276
无形资产	170	217	214	212	40
其他长期资产	107	414	467	512	461
长期资产总计	660	844	914	979	777
总资产	2,498	4,116	7,254	8,516	10,189
应付帐款	511	692	1,046	1,324	1,707
短期债务	1	424	1,159	1,466	1,891
其他流动负债	213	868	1,201	1,316	1,473
流动负债总计	725	1,984	3,406	4,106	5,071
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	45	68	86	111
股本	424	764	1,446	1,446	1,446
储备	1,285	1,262	2,247	2,761	3,404
股东权益	1,709	2,026	3,693	4,206	4,850
少数股东权益	64	61	87	118	157
总负债及权益	2,498	4,116	7,254	8,516	10,189
每股帐面价值(人民币)	1.40	1.66	3.02	3.44	3.97
每股有形资产(人民币)	3.63	2.37	2.41	2.76	3.32
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.26)	(0.48)	(2.76)	(3.17)	(3.88)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.7	19.7	16.7	16.4	16.0
息税前利润率(%)	19.6	18.6	16.2	16.0	15.7
税前利润率(%)	18.5	17.0	14.1	13.6	13.3
净利率(%)	12.3	11.9	9.9	9.6	9.4
流动性					
流动比率(倍)	2.5	1.6	1.9	1.8	1.9
利息覆盖率(倍)	24,394.6	55.3	19.2	14.4	14.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.5	1.6	1.9	1.8	1.9
估值					
市盈率(倍)	64.8	51.8	43.9	36.1	28.7
核心业务市盈率(倍)	64.8	51.8	43.9	36.1	28.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	71.7	57.3	48.6	40.0	31.8
市净率(倍)	11.9	10.1	5.5	4.9	4.2
价格/现金流(倍)	44.1	(22.1)	30.9	26.6	21.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	43.6	36.6	25.8	20.2	15.3
周转率					
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	91.7	79.3	76.2	80.1	79.4
应付帐款周转天数	81.0	66.3	67.8	73.3	73.0
回报率					
股息支付率(%)	18.4	15.6	15.5	15.5	15.5
净资产收益率(%)	19.7	21.1	16.2	14.3	15.7
资产收益率(%)	15.2	13.9	10.0	9.0	9.5
已运用资本收益率(%)	31.2	29.4	20.4	17.6	18.7

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371