

2015年10月30日

世联行 (002285.SZ)

传统业务超预期增长，创新业务跨越式发展

■ **事件：**公司公布三季度报，前三季度累计实现营收30.45亿元，同比增长38.50%，实现净利润2.52亿元，同比增长15.03%，基本每股收益0.19元，同比上升11.76%，基本符合预期。另外，参股子公司中城联盟挂牌新三板。

■ **营业收入大幅增长，净利润增速略有下滑：**1) 第三季度营业收入大幅增长的主要原因是：本报告期互联网+业务收入同比增长842.01%，代理业务收入同比增长32.22%；2) 净利润增速低于收入增长，略有下滑。主要出于以下几个因素：销售代理所占利润比重在降低，其毛利率相对较高，而今年新增的互联网+业务毛利率较低，但是在营收中占比达到了14.34%；互联网+业务有较好现金流但很多利润尚未达到；很多新近项目前期投入较多但还没有回报。

■ **代理销售超预期增长，创新业务涨势喜人：**1) 代理销售大增近50%，行业龙头地位进一步巩固：第三季度代理销售额同比大涨46.42%，主要是因为地产行业整体回暖、公司市场占有率进一步提高、并购带来增长以及新业务协同效应。预计四季度增速将放缓，但是公司近年市场份额目标为10%，代理销售额向7000亿冲击，彰显管理层信心；2) 三项创新业务均表现不俗：资产服务、金融服务、互联网+业务同比分别增长了32.26%、73.16%、208.55%，业务多元化有利于公司应对行业周期性，实现稳定增长。

■ **外延式增长加快转型步伐，子公司挂牌新三板：**1) 资本运作频繁，外延式增长助力业务转型：2015年以来公司已进行6次对外投资，涉及存量房产管理、城市更新与产业升级、房地产综合业务、金融业务等领域，多元化发展步伐坚定；2) 参股子公司挂牌新三板：公司参股子公司中城投资于2015年10月26日在新三板正式挂牌，或将增厚公司投资回报。

■ **投资建议：**受益于上半年市场回暖，传统业务代理销售超预期增长进一步巩固龙头地位，创新业务跨越式发展提供新增长点，外延式发展加快转型步伐，我们预计公司15-17年营收约为45.69亿元、60.77亿元、78.84亿元，每股EPS为0.33、0.45、0.61，对应当前股价PE倍数为50.4X、37.0X、27.4X；给予买入-A的评级。

■ **风险提示：**市场整体下行、创新业务开展不及预期

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,563.0	3,308.2	4,569.1	6,077.3	7,884.4
净利润	318.3	394.3	474.5	645.7	872.4
每股收益(元)	0.22	0.27	0.33	0.45	0.61
每股净资产(元)	1.18	1.40	2.76	3.16	3.70

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	76.3	61.6	50.4	37.0	27.4
市净率(倍)	14.2	12.0	6.1	5.3	4.5
净利润率	12.4%	11.9%	10.4%	10.6%	11.1%
净资产收益率	18.6%	19.5%	12.1%	14.3%	16.6%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
ROIC	89.7%	66.8%	38.5%	44.7%	59.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

房地产服务Ⅲ

投资评级

买入-A

首次评级

6个月目标价

23.5元

股价(2015-10-29)

16.80元

交易数据

总市值(百万元)	24,287.70
流通市值(百万元)	20,523.57
总股本(百万股)	1,445.70
流通股本(百万股)	1,221.64
12个月价格区间	10.34/40.00元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	31.83	0.52	-26.25
绝对收益	42.98	-9.58	17.89

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001

chentc@essence.com.cn

021-68767839

相关报告

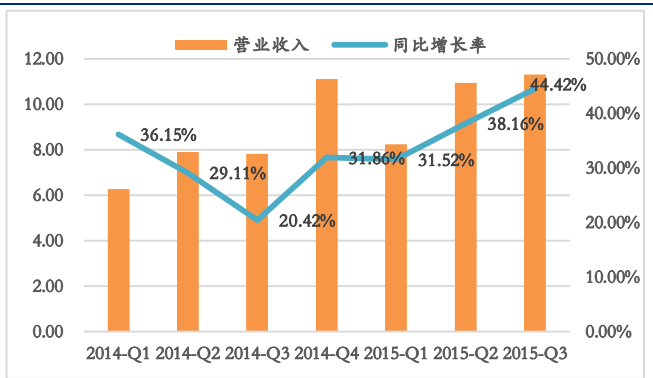
世联地产：市场放量环境下 2010-12-16
的高弹性品种

世联地产：维持高速扩张， 2010-10-29
未来盈利释放可期：三季报
点评

1. 营业收入大幅增长，净利润增速略有下滑

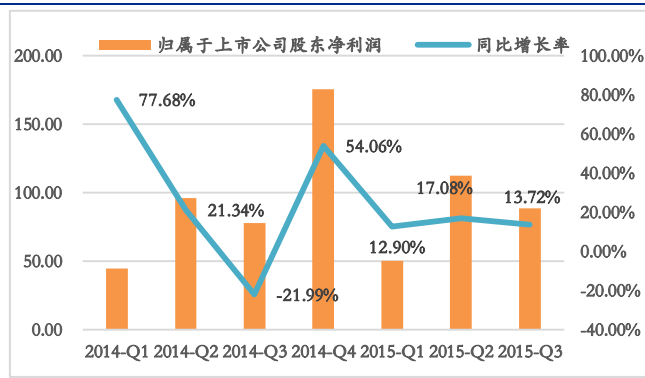
单季营收增长提速、净利润增速略有下滑。公司三季度报显示，第三季度实现营业收入 11.30 亿元，同比大增 44.42%，其中第 1、2 季度分别增长 31.52%、38.16%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.89 亿，同比上升 13.72%，相比二季度 16.07%，有所下滑，基本每股收益 0.06 元，同比上升 20.00%；前三季度累计实现营收 30.45 亿元，同比增长 38.50%，实现净利润 2.52 亿元，同比增长 15.03%，基本每股收益 0.19 元，同比上升 11.76%

图 1：营业收入（亿元）增长提速，第三季度同比增长 44.42%



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 2：归属于母公司股东净利润（百万元）增速微降至 13.72%

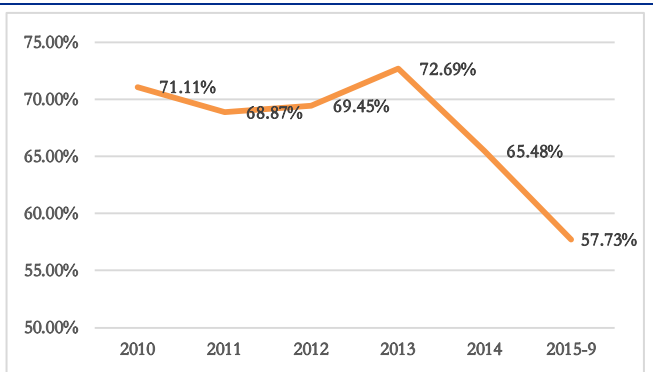


数据来源：Wind、安信证券研究中心

第三季度营业收入大幅增长的主要原因是：1) 本报告期互联网+业务收入同比增长 842.01%；2) 代理业务收入同比增长 32.22%。

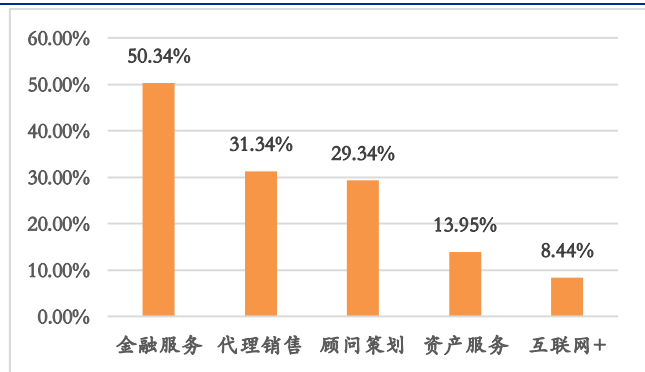
净利润增速低于收入增长，略有下滑。主要以下几个因素：1) 销售代理所占利润比重在降低，其毛利率相对较高，而今年新增的互联网+业务毛利率较低，但是在营收中占比达到了 14.34%；2) 互联网+业务有较好现金流但很多利润尚未达到；3) 很多新近项目前期投入较多但还没有回报。因而利润增长低于收入增长这一现象是正常的，没有超出预期，年初给的今年目标也是净利增速 10%，收入 30% 增速，预计可以实现。

图 3：代理销售业务在营业收入中的占比不断下降至 57.73%



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 4：毛利率最高的是金融服务，最低的是互联网+业务



数据来源：Wind、安信证券研究中心

2. 代理销售超预期增长，创新业务涨势喜人

2.1. 代理销售大增近 50%，行业龙头地位进一步巩固

公司第三季度实现代理销售金额 1,104 亿元，较 2014 年第三季度的 754 亿元增长 46.42%；1-9 月公司累计实现代理销售金额 2,986 亿元，前三季度比上年同期上升 45.09%。公司代理销售金额超过百亿的地区公司数量 11 家，较上年同期增加 4 家。上述代理销售金额包含 2014 年 10 月收购的厦门市立丹行置业有限公司和 2014 年 12 月收购的青岛荣置地顾问有限公司。

代理销售业务是公司的入口资源，其规模的扩大不仅直接为公司带来营业收入，更是为其他业务提供资源，因此代理销售业绩的超预期增长可谓振奋人心。我们认为三季度代理销售的增长主要出于以下几方面原因：

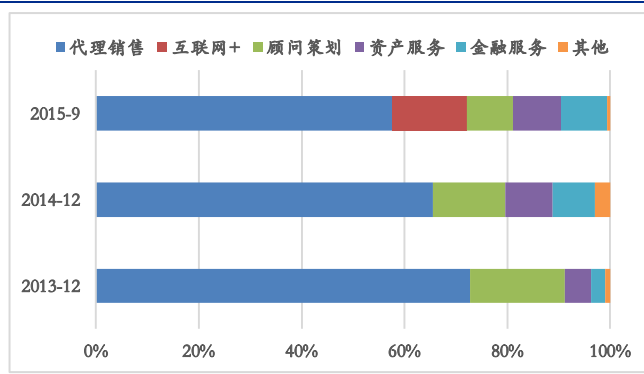
- 1) 流动性的改善、政策面的宽松、各地政府对行业的支持力度增强等原因，使得全国房地产市场明显回暖，新房代理布局全国的世联行直接从中受益；
- 2) 公司规模效应优势，市场份额不断扩大。房地产代理行业竞争加剧，中小公司不断退出，而世联行市场份额大，盘源量足且多是高周转的刚需楼盘，优势明显，市场占有率从年初的 4.5% 上升至 8 月末的 5.4%；
- 3) 外延式并购带来的增长。去年底收购的厦门丹立行和青岛荣置地均是区域领先者，助力世联行布局全国；
- 4) 创新业务的叠加效应。金融、互联网+等创新业务与代理销售产生联动。

由于 2014 年四季度表现较好，且今年前三季度开发商销售目标完成率较好，预计四季度同比增长可能放缓。但是接下来 2-3 年，公司提出了市场占有率达到 10%、年代理销售额达到 7000 亿的目标，彰显了管理层对未来的信心。为了达到这个目标，公司提出，一方面要联合三四线小代理商，在金融和入口服务等方面给他们提供服务，以扩大入口份额，另一方面升级代理服务，为客户解决个性化需求问题。

2.2. 资产服务、金融、互联网+三项新业务均表现不俗

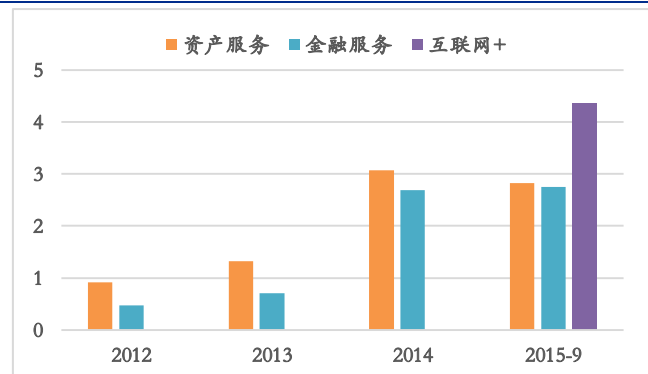
2015 年前三季度，除了代理销售业务增长 22.25%，三大创新业务资产服务、金融服务、互联网+业务同比分别增长了 32.26%、73.16%、2028.55%。

图 5：代理销售业务占比下降，创新业务占比增加



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 6：三项创新业务收入快速增长（亿元）



数据来源：Wind、安信证券研究中心

公司目前的互联网+业务主要是通过建立综合平台，整合营销渠道，收取团购服务费获取购房团购优惠等方式，向开发商、渠道、购房者所提供的服务。该业务于2014年下半年开始运营，2015年上半年首次实现收入。目前该业务提供的营业收入贡献率在世联行所有业务中排第二，但是毛利润贡献率为第五，这是因为互联网+业务的毛利率较低。此项业务的收入主要是购房者预先支付的团购费，而成本是支付给第三方的营销费用。尽管毛利率较低，但是一旦形成规模，依旧能为公司带来大量利润。

资产服务业务收入增速有所放缓，但仍处于规模化扩张阶段。根据公司的总体规划，实现从单一业务领先，到多业务领先，最后到集成服务和企业外包服务领先，构建房地产集成服务平台，在此发展过程中，资产服务业务将成长为公司新的增长点。2015年上半年，实际在管的全委托项目个数较上年同期增加了12个，收费面积增加了32.9万平方米，资产服务业务收入同比增长33.67%。

金融业务发展初期，业绩呈跨越性增长。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，信贷管理能力取得突破，为公司利润结构改善做出贡献，同时在资产证券化、财富管理、投资管理、P2P等方向进行了有益的尝试。

3. 外延式增长加快转型步伐，子公司挂牌新三板

3.1. 资本运作频繁，外延式增长助力业务转型

今年以来，世联行大举进行外延式扩张，频繁的资金运作彰显了其业务转型的坚定和魄力。我们将2015年的交易梳理如下：

1) 2015年3月，公司及其合作伙伴投资人民币4.2亿元收购Q房网15%的股权。Q房网专注二手房领域，有助于完善世联行服务产业链；

2) 2015年5月，公司用自有资金对世联信贷增资2亿元，完成增资后其注册资本增至5亿元。世联信贷是世联行的全资子公司，核心产品为“家圆云贷”，随着公司入口份额的持续扩大和叠加服务的不断深化，放贷量将大规模增长；

3) 2015年6月，公司以人民币6,153.64万元受让其持有山东怡高24.5%的股权。山东怡高市场份额在山东排名第一。本项目实施将加快公司在山东省域提升市场份额，并加快布局房地产综合业务服务；

4) 2015年7月，通过子公司深圳世联先锋投资1000万，拟设立合资公司中城新产业，发起深圳城市更新和产业升级主题基金及相关投资；

5) 2015年7月，公司拟合计出资人民币4000万元增资上海晟曜资产管理有限公司。通过此次收购，公司将进入存量住宅资产管理的全新领域，探索和尝试高净值客户服务，符合公司深服务的发展战略；

6) 2015年7月，公司拟合计出资人民币1500万元增资深圳市前海住哪儿网络科技有限公司（简称“微家”）。通过战略投资微家，将进一步完善世联行C端服务体系，能更好地为业主提供资产服务，为租户提供高性价比的居住产品、社交体验。

2014年7月，世联行公布非公开发行的方案，向华居天下、众志联高等9名特定对象非公开发行募集资金11.4亿元。此次募资为公司带来充足的货币资金，未来在外延式扩张上可能有更多的进展。

3.2. 子公司挂牌新三板，或增厚投资回报

世联行参股子公司上海中城联盟投资管理股份有限公司于2015年10月26日在新三板正式挂牌。截至目前，公司累计投资额为人民币5,563万元，持有股份5,000万股，占其总股本比例为3.056%。

中城投资是中国城市房地产开发商策略联盟私募基金事业的运作实体，是国内成立最早、专注于房地产领域的私募投资管理公司，目前已成为国内管理规模最大、经验最丰富的房地产基金管理机构，挂牌新三板能有效提高中城投资的资本融资能力，提高其投资和经营能力，也会进一步增厚公司的投资回报。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年10月29日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,563.0	3,308.2	4,569.1	6,077.3	7,884.4	成长性					
减:营业成本	1,648.1	2,189.3	3,244.0	4,254.8	5,517.0	营业收入增长率	36.5%	29.1%	38.1%	33.0%	29.7%
营业税费	143.3	184.7	251.3	337.8	437.4	营业利润增长率	56.7%	19.0%	20.8%	36.8%	34.5%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	50.6%	23.9%	20.3%	36.1%	35.1%
管理费用	269.3	318.2	329.0	486.2	591.3	EBITDA 增长率	55.3%	22.9%	19.1%	32.0%	33.5%
财务费用	-12.8	-0.3	-5.4	-30.9	-41.2	EBIT 增长率	59.2%	23.1%	19.9%	33.3%	34.5%
资产减值损失	49.8	59.3	81.9	108.9	141.3	NOPLAT 增长率	60.2%	23.8%	20.8%	33.3%	34.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	66.2%	109.8%	14.7%	0.4%	-6.4%
投资和汇兑收益	1.5	2.1	6.8	3.4	4.1	净资产增长率	17.4%	17.7%	92.4%	15.4%	17.8%
营业利润	469.9	559.1	675.1	923.9	1,242.7	利润率					
加:营业外净收支	7.3	3.9	5.6	5.6	5.0	毛利率	35.7%	33.8%	29.0%	30.0%	30.0%
利润总额	477.2	563.0	680.7	929.5	1,247.7	营业利润率	18.3%	16.9%	14.8%	15.2%	15.8%
减:所得税	126.7	144.0	170.2	232.4	311.9	净利润率	12.4%	11.9%	10.4%	10.6%	11.1%
净利润	318.3	394.3	474.5	645.7	872.4	EBITDA/营业收入	18.6%	17.7%	15.3%	15.1%	15.6%
						EBIT/营业收入	17.7%	16.9%	14.7%	14.7%	15.2%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	33	25	16	10	7
货币资金	958.5	790.8	2,060.7	2,537.7	3,348.1	流动营业资本周转天数	14	59	64	38	21
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	260	278	319	310	284
应收账款	626.6	787.6	989.3	1,272.8	1,574.3	应收账款周转天数	90	77	70	67	65
应收票据	1.6	22.0	9.4	17.0	24.0	存货周转天数					
预付帐款	17.7	25.9	62.1	53.3	83.1	总资产周转天数	340	360	405	396	362
存货	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	70	105	110	89	66
其他流动资产	233.1	1,646.0	1,700.0	1,750.0	1,800.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	127.5	130.0	133.2	130.2	ROE	18.6%	19.5%	12.1%	14.3%	16.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	14.0%	10.2%	8.3%	9.7%	10.8%
长期股权投资	55.6	-	445.0	589.3	767.2	ROIC	89.7%	66.8%	38.5%	44.7%	59.9%
投资性房地产	51.6	74.5	89.4	102.0	114.7	费用率					
固定资产	241.1	212.2	186.2	160.1	134.1	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	10.5%	9.6%	7.2%	8.0%	7.5%
无形资产	0.7	47.0	45.6	44.3	42.9	财务费用率	-0.5%	0.0%	-0.1%	-0.5%	-0.5%
其他非流动资产	311.1	382.5	448.4	528.8	631.1	三费/营业收入	10.0%	9.6%	7.1%	7.5%	7.0%
资产总额	2,497.6	4,116.0	6,166.1	7,188.4	8,649.8	偿债能力					
短期债务	1.0	424.2	41.0	-	-	资产负债率	29.0%	49.3%	34.9%	35.5%	36.9%
应付帐款	84.3	156.6	335.1	337.4	557.4	负债权益比	40.9%	97.2%	53.5%	55.1%	58.4%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.54	1.65	2.29	2.23	2.17
其他流动负债	639.3	1,402.8	1,729.1	2,185.3	2,590.2	速动比率	2.54	1.65	2.29	2.23	2.17
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-35.53	-1,726.2	-123.07	-28.92	-29.19
其他非流动负债	-	44.8	44.8	29.9	39.9	分红指标					
负债总额	724.5	2,028.4	2,150.0	2,552.6	3,187.4	DPS(元)	0.03	0.03	0.04	0.06	0.07
少数股东权益	64.2	61.4	84.4	135.9	199.2	分红比率	13.3%	11.6%	12.5%	12.5%	12.2%
股本	424.3	763.8	1,423.5	1,423.5	1,423.5	股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
留存收益	1,284.5	1,262.4	2,508.1	3,076.4	3,839.6						
股东权益	1,773.1	2,087.5	4,016.1	4,635.8	5,462.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.22	0.27	0.33	0.45	0.61
净利润	350.5	419.0	474.5	645.7	872.4	BVPS(元)	1.18	1.40	2.76	3.16	3.70
加:折旧和摊销	29.1	34.6	27.4	27.4	27.4	PE(X)	76.3	61.6	50.4	37.0	27.4
资产减值准备	49.8	59.3	-	-	-	PB(X)	14.2	12.0	6.1	5.3	4.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	531.3	181.1	-237.0	39.9	24.7
财务费用	4.7	36.1	-5.4	-30.9	-41.2	P/S	9.5	7.3	5.2	3.9	3.0
投资损失	-1.5	-2.1	-6.8	-3.4	-4.1	EV/EBITDA	11.8	18.4	30.8	22.7	16.3
少数股东损益	32.3	24.6	36.0	51.4	63.4	CAGR(%)	25.8%	30.7%	31.4%	25.8%	30.7%
营运资金的变动	57.7	-2,171.1	170.3	30.5	140.8	PEG	3.0	2.0	1.6	1.4	0.9
经营活动产生现金流量	463.3	-921.9	696.0	720.7	1,058.7	ROIC/WACC	7.3	5.5	3.1	3.7	4.9
投资活动产生现金流量	-162.5	-97.4	-455.6	-156.6	-183.6	REP	1.2	1.5	4.6	3.8	2.9
融资活动产生现金流量	-356.0	849.9	1,029.4	-87.1	-64.8						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

陈天诚声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034