

2016年01月22日

群益香港研究部

hk\_research@e-capital.com.hk

目標價(元)

12.5

**公司基本資訊**

產業別	房地產		
A 股價(2016/1/21)	11.32		
深證成指(2016/1/21)	9975.97		
股價 12 個月高/低	40/10.34		
總發行股數(百萬)	1445.70		
A 股數(百萬)	1221.64		
A 市值(億元)	138.29		
主要股東	世聯地產顧問 (中國)有限公司 (39.78%)		
每股淨值(元)	2.28		
股價/賬面淨值	4.97		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	0	0	49.9

**近期評等**

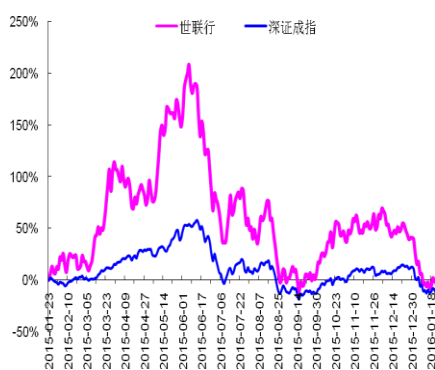
出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

**產品組合**

代理銷售業務	69.6%
顧問策劃業務	22.0%
資產服務業務	4.9%

**機構投資者占流通 A 股比例**

基金	14.1%
一般法人	56.2%

**股價相對大盤走勢**


年度截止 12 月 31 日		2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	211	318	394	462	557
同比增減	%	34.3%	50.6%	23.9%	17.0%	20.6%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.65	0.42	0.52	0.32	0.39
同比增減	%	34.3%	-35.1%	23.8%	-38.6%	20.6%
市盈率 (P/E)	X	17.5	27.0	21.8	35.5	29.4
股利 (DPS)	RMB 元	0.3	0.1	0.06	0.05	0.08
股息率 (Yield)	%	2.65%	0.88%	0.53%	0.44%	0.71%

**世聯行(002285.SZ)**

HOLD 持有

全年共實現代理銷售額 4300 億元, 同比增長 34%

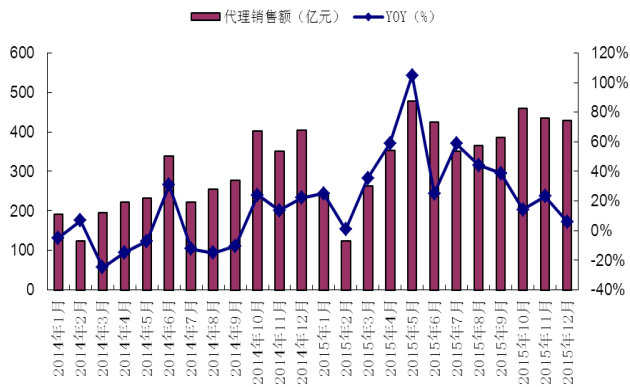
**結論與建議：**

- 全年代理銷售額快速增長：**公司四季度共實現代理銷售額 1323 億元（其中 10 月 460 億元，11 月 434 億元，12 月 429 億元），同比增長 14.1%。公司四季度代理銷售額增速回落主要是由于去年基期偏高，而從絕對的量值來看，公司 Q4 代理銷售業績已創出單季歷史新高。全年來看，公司 2015 年共實現代理銷售額 4308 億，同比增長 33.9%。公司 2015 年代理銷售額也是創出了年度歷史新高，並且增速可觀，遠高于全國銷售金額 14.4% 的增速。另外，公司代理銷售額在全國的市占率也由去年的 4.2% 進一步提升至 4.9%。公司代理銷售額快速增長將不僅直接帶動公司代理銷售業務營收，並且還將協同帶動其他業務的發展。
- 持續兼併擴張中，為行業下半場的發展做布局：**公司 2015 年的一系列兼併收購案例均顯示其鞏固市場份額以及圍繞服務業務和存量市場所做的布局，我們認為公司前瞻性的布局和探索將會使得公司在行業下半場獲得穩步的發展。在代理業務方面，公司 2015 年分別收購山東怡高和廈門立丹行 24.5% 和 29% 的股權。收購後，公司持有山東怡高和廈門立丹行股權比例將分別提升至 75.5% 和 80%，公司在山東和廈門區域的市場控制將會得到進一步的加強，並且公司在擴大代理業務規模領先的基礎上將能夠更加快速的疊加房地產後服務、資產服務、金融服務等新業務。資管業務方面，公司擬通過收購深圳嘉澤特投資股份有限公司 50.6% 的股權從而間接取得深圳科技工業園物業管理有限公司 31.39% 的股權。我們認為公司此次收購完成後，將不僅大幅提升公司資產管理板塊收入規模，還將在產品綫完整、區域覆蓋等多個維度上提升公司大資管業務競爭能力。另外，公司計劃收購上海晟曜資產管理有限公司，從而進入存量住宅資產管理領域，探索和嘗試高淨值客戶服務。
- 金融服務業務突破束縛，將會加速發展：**公司前三季度金融服務業務實現收入 2.75 億元，同比增長 73.2%，增速略低于我們的預期，但仍處於高速發展期。公司金融服務業務最大的束縛就是資金，但公司在今年通過將信貸基礎資產轉讓、發行世聯小貸資產支持證券（ABS）等方式極大的擴寬了公司的小貸業務的資金來源，並且發行的 ABS 獲得了全額認購也表明公司的風控能力得到了市場的認可。我們認為公司在突破了自有資金束縛後，金融業務將會加速發展。
- 盈利預測與投資建議：**公司在存量市場以及服務業務方向做了大量布局，規模較大並且快速增長的代理銷售額又能夠為公司這些業務提供了廣闊的入口，我們看好公司在行業下半場的發展。我們預計公司 2015/2016 年實現淨利潤 4.6/5.6 億元，YOY 分別+17%/21%，對應 PE 分別為 36 倍/29 倍。公司發展前景廣闊，但目前股價仍顯偏貴，我們暫時維持“持有”的投資建議。

預期報酬 (Expected Return: ER) 為准，說明如下：

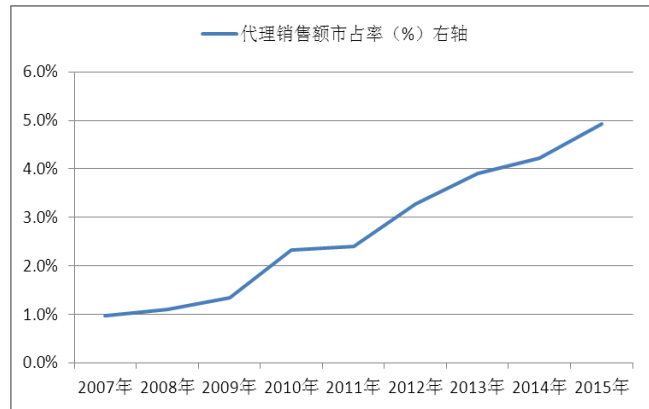
強力買入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)  
 中性 Neutral (10% > ER > -10%)  
 賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

圖：公司各月銷售代理額及增速（億元、%）



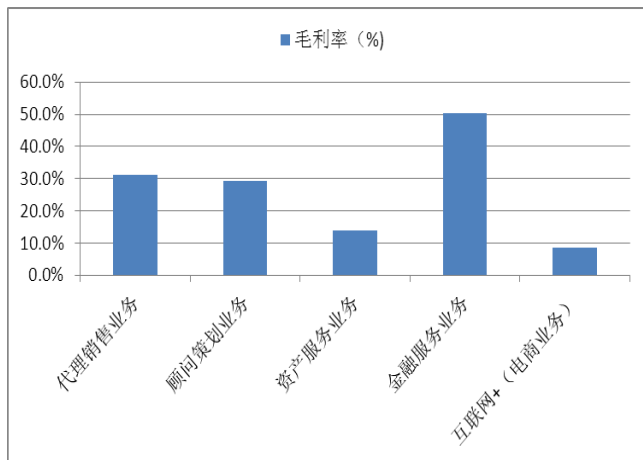
資料來源：公司公告、群益證券

圖：公司市佔率逐年提升（%）



資料來源：公司公告、群益證券

圖：公司現各業務毛利率情況（%）



資料來源：公司公告、群益證券

## 附一：合并損益表

百萬元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
營業收入	1878	2563	3308	4750	5890
經營成本	1004	1223	2189	3373	4225
營業稅金及附加	107	143	185	265	328
銷售費用	--	--	0	0	0
管理費用	231	269	318	366	442
財務費用	-16	-13	0	52	65
資產減值損失	35	50	59	55	55
投資收益	4	1	2	5	3
營業利潤	300	470	559	645	778
營業外收入	7	9	7	6	6
營業外支出	2	2	3	2	2
利潤總額	305	477	563	649	782
所得稅	80	127	144	165	200
少數股東損益	14	32	25	22	26
歸屬於母公司所有者的淨利潤	211	318	394	462	557

## 附二：合并資產負債表

百萬元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
貨幣資金	1019	958	791	2630	2690
應收賬款	386	463	679	730	790
存貨	--	--	0	0	0
流動資產合計	1859	1837	3272	5338	5450
長期股權投資	12	56	0	4	4
固定資產	224	241	212	210	210
在建工程	--	--	0	0	0
非流動資產合計	479	660	844	992	1050
資產總計	2338	2498	4116	6330	6500
流動負債合計	827	725	1984	3737	3434
非流動負債合計	--	--	45	95	100
負債合計	827	725	2028	3832	3534
少數股東權益	24	64	61	83	109
股東權益合計	1511	1773	2088	2499	2966
負債及股東權益合計	2338	2498	4116	6330	6500

## 附三：合并現金流量表

百萬元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
經營活動產生的現金流量淨額	225	463	-922	469	-406
投資活動產生的現金流量淨額	-64	-163	-97	-115	-124
籌資活動產生的現金流量淨額	-45	-356	850	1490	590
現金及現金等價物淨增加額	116	-55	-169	1844	60

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事先通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。