

世联行 (002285)

强烈推荐

行业：房地产开发

创新业务崛起，新利润增长点涌现

世联行作为房地产综合服务商的龙头，其传统业务(代理销售、顾问策划)与创新业务(金融、资管、电商)形成涵盖房地产一级市场到三级市场整个产业链的服务链条。

投资要点：

◇ 世联行是 A 股唯一房地产综合服务商，积累了千万级别的客户数据，业务覆盖 200 多个城市的 600 多家海内外机构。服务链条完善，传统顾问策划业务弱化，形成“泛交易(代理销售 57.73%)、类金融(金融 9.05%)、大资管(顾问策划 9.05%+资产 9.27%)、互联网+(电商 14.34%)”四大业务全面发展的态势。随着创新业务的崛起，未来业务结构将持续变化，金融、电商将高速增长成为新的利润增长点，预计至 2017 年营业收入占比为 9.95%、19.17%，毛利贡献率为 14.43%、16.50%。资管、代理销售将稳定增长，预计至 2017 年营业收入占比为 15.11%、55.77%，毛利贡献率为 13.26%、55.81%。

◇ 代理销售业务新突破，15 年已完成代理销售额达到 4308 亿，市场占有率达到历史新高 4.94%，毛利贡献占比为 66.07%，同比增长 27.02%，预计 2018 年代理销售额达到 5500 亿，市场份额 5.77%。15 年公司增持山东怡高、厦门立丹行，以外延并购的形式不断扩展市场分额。公司以代理销售为入口，不断叠加金融、资产服务，能有效扩大创新业务入口资源，带动创新业务全面落地高速发展。此外，大宗交易富邦晶品项目为公司积累丰富的运营经验，由公司担任一般合伙人(GP)发起资管计划，间接收购一、二线城市核心地段写字楼，赚取 GP 管理费用及出售标的物业获得的劣后收益。

◇ 金融、电商业务成长迅猛，截至 2015 年前三季度营业收入同比增长 73.16%、2028.55%，毛利贡献占比为 16.77%(同比增 76.31%)和 3.88%。家圆云贷增长迅速，2015 年前三季度放贷金额接近 20 亿，预计 18 年达 59 亿，首个资产支持证券 ABS 产品挂牌深交所，有力拓宽融资渠道、降低融资成本 2-3 个百分点，融资杠杆 1:6.8。资产服务业务产品线完整、区域覆盖广，形成写字楼、小样社区、集团工业园物管、高端公寓四条基础业务线，通过增持晟耀资产、收购科技园物管大幅提升公司资产管理板块收入规模。积极布局养老、青年公寓、旧城改造等产业，多元化发展步伐坚定。

◇ 创新业务 15 年强势崛起，业务结构不断升级，预计规模发展后毛利率稳步提升，不断为公司利润增长带来新动力。预计 15-17 年营业收入为 45、53、62 亿元，同比增速分别为 36%、18%、16%，三年复合增速为 23%；15-17 年最新摊薄 EPS 为 0.37、0.47、0.61 元，三年复合增长 31%，对应 PE26、20、16 倍，6 个月目标价 15.00 元，对应 PE32 倍，维持“强烈推荐”评级。

◇ 风险提示：短期内市场波动风险大，房地产行业整体市场低迷等

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3308	4486	5301	6156
收入同比(%)	29%	36%	18%	16%
归属母公司净利润	394	538	679	885
净利润同比(%)	24%	36%	26%	30%
毛利率(%)	33.8%	29.4%	29.8%	31.4%
ROE(%)	19.5%	14.8%	16.3%	18.2%
每股收益(元)	0.27	0.37	0.47	0.61
P/E	36.96	27.11	21.47	16.47
P/B	7.19	4.01	3.51	3.00
EV/EBITDA	24	17	13	10

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

6-12 个月目标价： 15

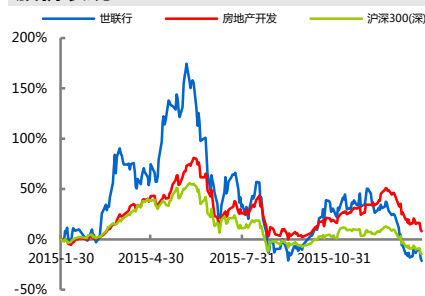
当前股价： 10.08

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	1,446
流通股本(百万股)	1,222
总市值(亿元)	146
流通市值(亿元)	123
成交量(百万股)	18.74
成交额(百万元)	185.68

股价表现



相关报告

《世联行-代理收入稳增，创新业务放量可期》2015-08-26

《世联行-成长中的“互联网+房地产服务”行业巨头》2015-04-21

目 录

一、政策受益标的，策划代理行业独占鳌头	5
1. 库存形势严峻，中央加快提高城镇化率，世联行享受政策红利	5
2. 房地产策划代理企业分化趋势明显，世联行独占鳌头	5
二 A 股唯一房地产综合服务商，金融电商领跑业务模式升级	6
1. A 股唯一房地产综合服务商	6
2. 营收前三季度增长迅猛，业务结构升级，转型初现成效	7
3. 代理销售突破 4300 亿，市场份额新纪录	10
4. 金融服务——深化交易后服务	12
5. 电子商务——公司利润增长新引擎	13
6. 资产服务业绩释放可期	13
7. 顾问策划业绩微下降	15
三 祥云战略助力公司转型，战略合作多产业布局，新利润增长点涌现	16
1. 家圆云贷势如破竹的 C 端战略转型重要产品	16
2. 世联集金——极具潜力的房地产互联网金融 P2P 平台	23
3. 战略投资，多产业探索新开始	24
4. 同行加速度计划，加速战略合作，扩大入口新尝试	25
四 传统、创新业务均表现喜人，业绩与估值稳步提升	25
1. 盈利预测	25
2. 投资建议	27
3. 风险提示	28

图目录

图 1 商品房待售面积与同比增幅	5
图 2 策划代理百强企业市场占有率	6
图 3 策划代理综合实力 TOP10 市场份额	6
图 4 世联行服务链条	7
图 5 2015 年前三季度主要财务数据比较	8
图 6 2014 年与 2015 年前三季度业务比例	8
图 7 三费水平	9
图 8 综合毛利率和净利率	9
图 9 货币资金和短期负债	9
图 10 负债水平	9
图 11 各业务营业收入历年变化	10
图 12 各业务营业成本历年变化	10
图 13 公司营业收入、营业成本历年变化	10
图 14 各业务毛利率历年变化	10
图 15 2012-2015 年已实现的代理销售额	11
图 16 代理销售市场份额	11
图 17 富邦晶品写字楼位置	12
图 18 世联行金融服务业务布局	13
图 19 世联行“世联集”产品	13
图 20 资管业务版图	14
图 21 房屋新开工面积累计值与累计同比	16
图 22 三方共赢的盈利模式	18
图 23 银行授信交易结构	20
图 24 信贷资产打包交易结构	21
图 25 资产支持证券(ABS)产品交易结构	22
图 26 世联集战略合作类型	25

表目录

表 1 2015 年前三季度主营业务收入及其占比	8
表 2 世联行毛利以及毛利率相关数据	9
表 3 2012-2014 年世联行代理销售业务收入	11
表 4 电商业务相关数据	13
表 5 资产服务业务相关数据	15
表 6 顾问策划业务相关数据	15
表 7 世联行各项小额贷款的贷款数据	17

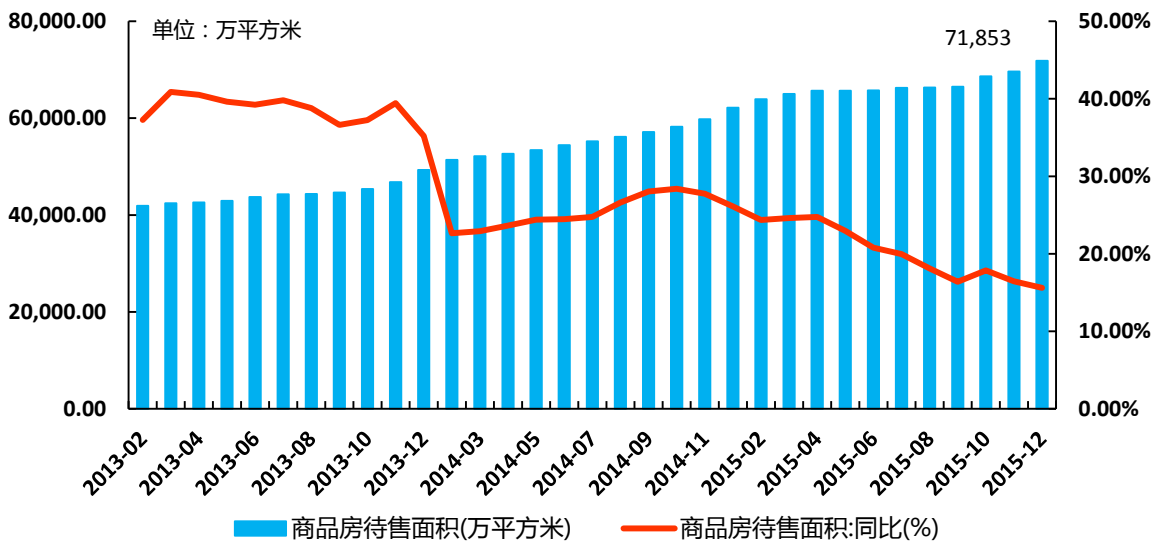
表 8 家圆云贷业务数据	17
表 9 家圆云贷的市场规模测算	18
表 10 搜房网天下贷业务数据	19
表 11 世联小贷财务报表	20
表 12 世联集金投资项目相关数据	23
表 13 家圆计划与链家理财数据对比	23
表 14 2015-2017 年营业收入分项预测	26

一、政策受益标的，策划代理行业独占鳌头

1. 库存形势严峻，中央加快提高城镇化率，世联行享受政策红利

目前去库存形势严峻，截至 2015 年 12 月商品房待售面积为 71853 万平方米，同比增长 15.6%，突破 7 亿平方米大关。2015 年下半年来，中央多次发声强调去库存，频推利好政策促进去化。2015 年 9 月 30 日，央行、银监会下发《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》，不限购城市首套房最低首付款比例调整为不低于 25%，通过信贷支持来刺激市场需求。2015 年 11 月 10 日，习近平总书记在中央财经领导小组第十一次会议中强调，要化解房地产库存，促进房地产行业持续发展，这也为 2016 年房地产市场发展奠定了去库存的基调。次日，国务院强调要“以加快户籍制度改革带动住房等消费”。2015 年 11 月 20 日，国务院法制办公室公布《住房公积金管理条例（修订送审稿）》，放宽公积金缴存范围、提取条件和使用范围，打通了住房公积金与资本市场之间的通道。

图 1 商品房待售面积与同比增幅



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

2015 年 12 月 14 日中共中央政治局召开会议，指出 2016 年是全面建成小康社会决胜阶段的开局之年，要坚持把“三农”工作作为全党工作重中之重，推进农民工市民化，加快提高户籍人口城镇化率。住房改革以满足新市民为出发点，通过加快农民工市民化，扩大有效需求；并且增加对农民与农民工购房的支持力度，通过财政补贴、税收减免、利息补贴等支持农民与农民工购房，化解房地产库存，从而稳定房地产市场。房地产市场有效需求提升，不仅能够为传统业务带来新的发展空间，也能够带动创新业务的发展。因此，业务覆盖全产业链的世联行能直接享受到城镇化政策的红利。

2. 房地产策划代理企业分化趋势明显，世联行独占鳌头

请务必阅读正文之后的免责条款部分

伴随房地产进入新常态，房地产市场中以顾问策划、代理销售为主营业务的企业出现分化。大型房地产策划代理企业表现明显好于小型企业，前五十强的策划代理公司市场份额逐年上升，前十强尤为明显，而实力较弱的前 51-100 的公司市场份额连年下降。其主要原因为：（1）大型企业已经形成规模化，拥有较高的专业水平与丰富的客户资源，在市场低迷的环境下更受开发商的青睐；（2）大型企业紧密跟随市场动态，不断创新营销模式，加强应用互联网，有效提升蓄客量和转化率；（3）代理销售行业半年结算一次代理费，中小型、区域型企业规模较小无法在市场分化的情况下熨平系统性风险。

2014 年 TOP10 企业一手物业代理实现销售额均值为 1056.78 亿元，同比增长 0.48%，市场份额提升至 16.26%。2014 年世联行代理销售额达到 3218 亿元，是 TOP10 企业一手物业代理销售额均值的三倍，其强大的业务能力可见一斑。无法在资本市场中融资的中小型企业竞争中将被逐渐淘汰，马太效应显现，即使世联行不通过并购的方式扩大市场份额，市场份额仍将稳定提升。

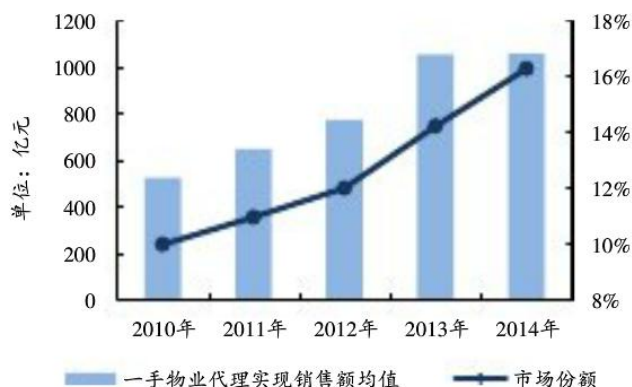
世联行已经连续十一年荣登综合实力 TOP10，多次名列房地产策划代理综合实力第一名。世联行拥有行业领先的专业水平与丰富的客户资源，代理销售和顾问策划业务成规模化，其他新兴业务已逐步完善规模化布局，在当前市场低迷的环境下更受开发商的青睐，在这个强者愈强的市场中，世联行凭借其强大的业务能力、品牌影响力及规模效应，继续抢占市场份额从而规模优势进一步扩大。截至 2015 年 12 月，世联行市场占有率达到 4.94%，较 2014 年市场份额 4.22% 提升 0.72 个百分点，预计 2018 年世联行市场份额将达到 5.77%。

图 2 策划代理百强企业市场占有率



资料来源：中国房地产 TOP10 研究组

图 3 策划代理综合实力 TOP10 市场份额



资料来源：中国房地产 TOP10 研究组

二、A 股唯一房地产综合服务商，金融电商领跑业务模式升级

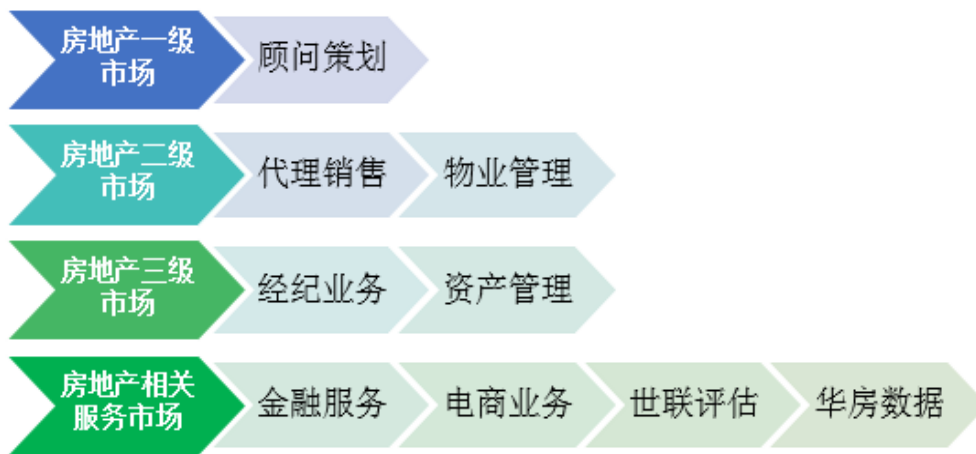
1. A 股唯一房地产综合服务商

世联行成立于 1993 年，是国内最早从事房地产专业咨询的服务机构。2009 年 8 月，世联行在深圳证券交易所成功挂牌上市，成为首家登陆 A 股的房地产综合服务提供商。截至 2014 年，世联行拥有 63 家子公司，在职员工 20000 余人，积累了千万级

别的客户数据，业务覆盖 200 多个城市的 600 多家海内外机构。从业 23 年来，世联行一直专注于房地产服务行业，深耕房地产产业链，不断探索挖掘房地产服务行业新的增长点，当之无愧的成为房地产综合服务提供商的龙头。

世联行服务范围已形成完整的服务链条，涵盖从一级市场到三级市场整个产业链，包括：土地的前期开发咨询，整体开发规划，一手房代理销售，物业的管理和租售，相关金融和资产管理服务，二手房租售业务。公司最大股东为世联地产，拥有公司 39.78% 的股份，世联地产由陈劲松，佟捷夫妇各持有 48.5% 的股份。

图 4 世联行服务链条



资料来源：中国中投证券研究总部

2. 营收前三季度增长迅猛，业务结构升级，转型初现成效

世联行 2015 年 1-9 月实现营业收入 304529.86 万元，同比增长 39.08%，主要原因有：(1) 电商业务发展迅速，本期收入 43640.80 万元，同比增长 2028.55%，营业收入占比 14.34%；(2) 家圆云贷规模持续增长，金融服务业务实现收入 27526.98 万元，同比增长 73.16%，营业收入占比 9.05%；(3) 代理销售业务持续增长，实现收入 175625.98 万元，同比增长 22.25%，营业收入占比 57.73%。

公司 2015 年 1-9 月营业成本为 221358.02 万元，同比增长 43.97%，主要原因有：(1) 电商业务成本同比增加 37287.30 万元，占营业成本增长总额的 55.15%，主要为支付给第三方的营销费用；(2) 代理业务成本同比增加 16892.32 万元，占营业成本增长总额的 24.99%；(3) 资产服务与金融服务业务坚持规模化发展，营业成本增加 14705.34 万元，占营业成本增长总额的 21.75%。

此外，经营活动产生的现金流量净额为 35508.04 万元，同比增长 152.21%，主要原因有：(1) 公司通过发行信托计划，资产打包，资产证券化，互联网金融 P2P 平台，银行授信等方式盘活资产，为公司带来大量现金流入；(2) 电商业务为公司带来经营性现金流量比上年同期增加 19905.41 万元。

公司的主营业务中，金融服务业务 2015 年前三季度营业收入为 27526.98 万元，

同比增长 73.16%；电商业务营业收入为 43640.80 万元，同比增长高达 2028.55%。受房地产市场不景气的影响，顾问策划业务 2015 年前三季度营业收入为 27522.35 万元，同比下降 20.80%。代理销售与资产服务业务表现稳定，营业收入分别为 175625.98 万元与 28187.35 万元，同比增长 22.25%和 32.26%。

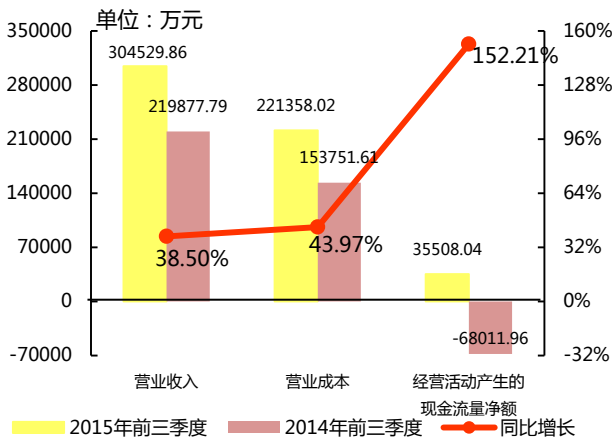
表 1 2015 年前三季度主营业务收入及其占比

项目	2014 年 1-9 月		2015 年 1-9 月		增长比例
	主营业务收入(万元)	占比(%)	主营业务收入(万元)	占比(%)	
代理销售	143658.82	65.67%	175625.98	57.73%	22.25%
顾问策划	34751.99	15.89%	27522.35	9.05%	-20.80%
资产服务	21311.45	9.74%	28187.35	9.27%	32.26%
金融服务	15896.65	7.27%	27526.98	9.05%	73.16%
电子商务	2050.26	0.94%	43640.80	14.34%	2028.55%
其他	1074.28	0.49%	1723.05	0.57%	60.39%
合计	218743.45	100.00%	304226.51	100.00%	39.08%

资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

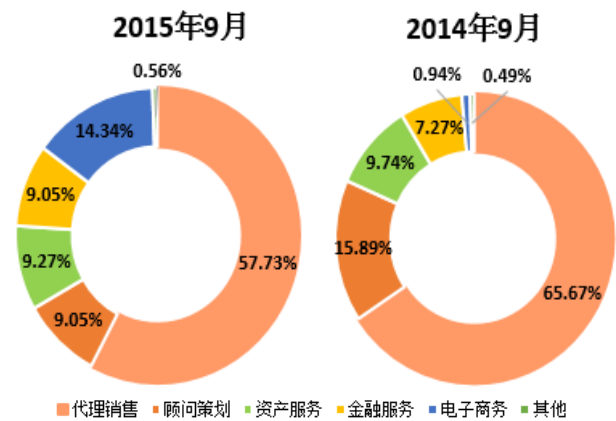
2015 年前三季度业务比例变化较大，代理销售业务占比 57.73%，下降了 7.94 个百分点；顾问策划业务占比 9.05%，减少了 5.84 个百分点。金融服务业务占比增长了 1.78 个百分点至 9.05%。增长幅度最大的是电商业务，占比 14.34%，增长了 13.4 个百分点。主要原因是电商业务与金融服务业务发展迅速营业收入增速快，改变了公司的业务比例。

图 5 2015 年前三季度主要财务数据比较



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 6 2014 年与 2015 年前三季度业务比例



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

截至 2015 年前三季度，公司销售费用、管理费用、财务费用占比分别为 0.0%、7.2%、1.4%，三费占比总计 8.6%，比去年同期降低 1 个百分点。此外，净利率为 8.3%，营业税金及附加占比为 5.5%。公司资产负债率为 45%，较上年同期上升 2 个百分点。

截至 2015 年上半年，除顾问策划业务外，公司其他各项主营业务毛利均保持稳步增长。金融服务业务和代理销售业务表现突出，毛利增长率分别达到了 76.31%和 27.20%，毛利贡献率分别为 16.41%、64.65%。主要原因有：(1) 本报告期加大了金融服务业务的拓展力度、风控力度及新产品设计力度，虽然毛利率下降了 11.53 个百分

请务必阅读正文之后的免责条款部分

点,但整体业务发展迅速;(2)代理销售业务在2015年上半年市场占有率首次超过5%,规模效益显现,产品的盈利能力保持稳定。资产服务业务毛利率同比下降3.48个百分点,主要因为公司持续推进规模化发展,加速分公司业务落地,前期投入增加所致。顾问策划业务毛利率下降9.04个百分点主要是因为受房地产市场不景气影响。

图 7 三费水平

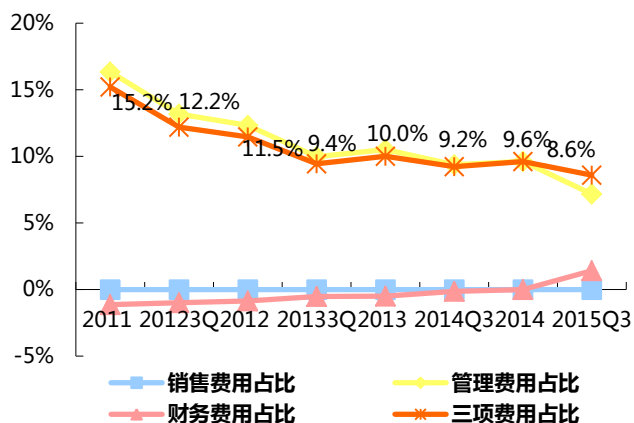
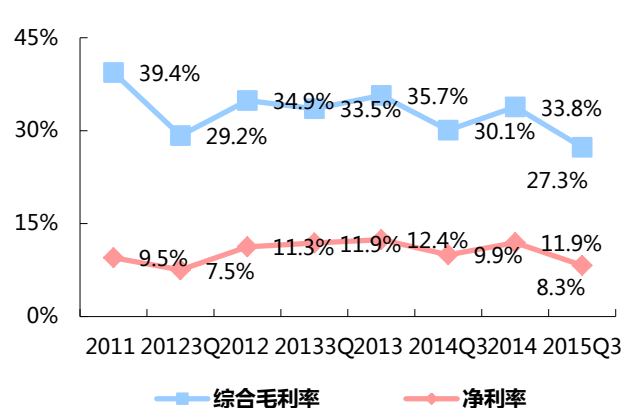


图 8 综合毛利率和净利率



资料来源:WIND、中国中投证券研究总部

资料来源:WIND、中国中投证券研究总部

图 9 货币资金和短期负债

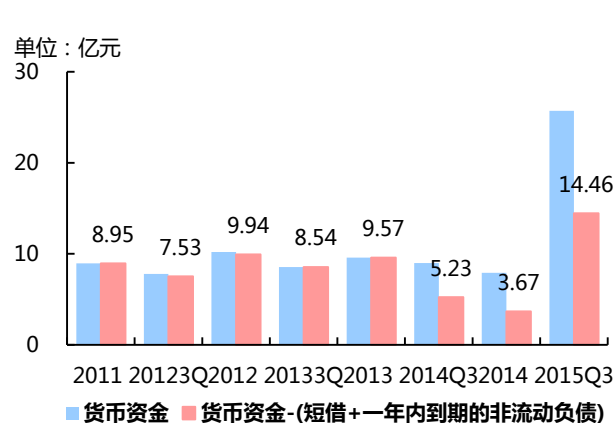
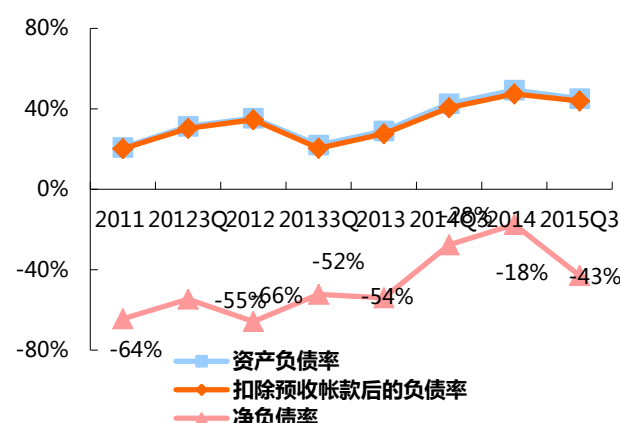


图 10 负债水平



资料来源:公司公告、中国中投证券研究总部

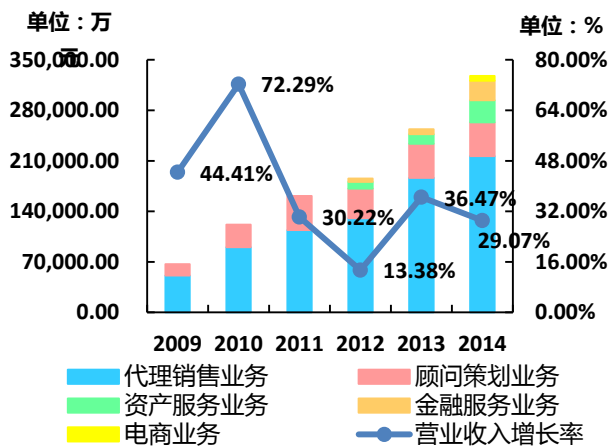
资料来源:公司公告、中国中投证券研究总部

表 2 世联行毛利以及毛利率相关数据

项目	2014年1-6月		2015年1-6月		毛利增长率 (%)
	毛利(万元)	毛利率 (%)	毛利(万元)	毛利率 (%)	
代理销售	27463.91	28.86%	34935.34	31.34%	27.20%
顾问策划	9186.12	38.38%	5679.62	29.34%	-38.17%
资产服务	2334.44	17.43%	2497.91	13.95%	7.00%
金融服务	5030.4	61.87%	8869.33	50.34%	76.31%
电子商务	-	-	2054.12	8.44%	-

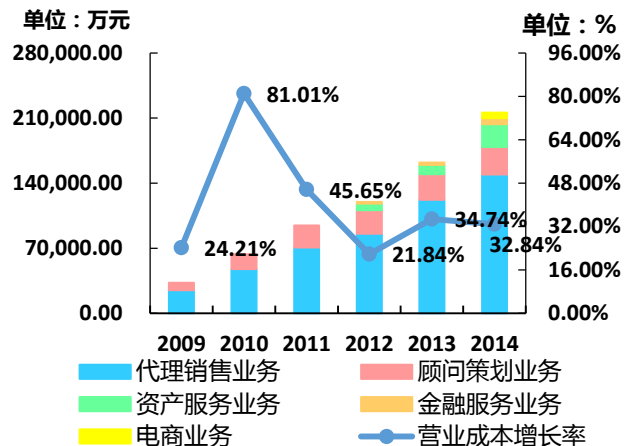
资料来源:世联行年度报表、中国中投证券研究总部

图 11 各业务营业收入历年变化



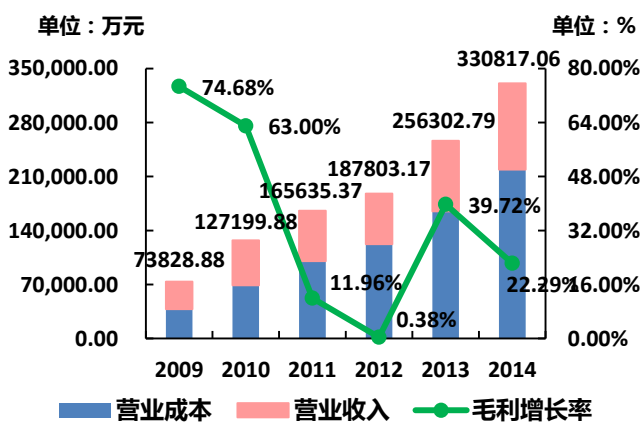
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 12 各业务营业成本历年变化



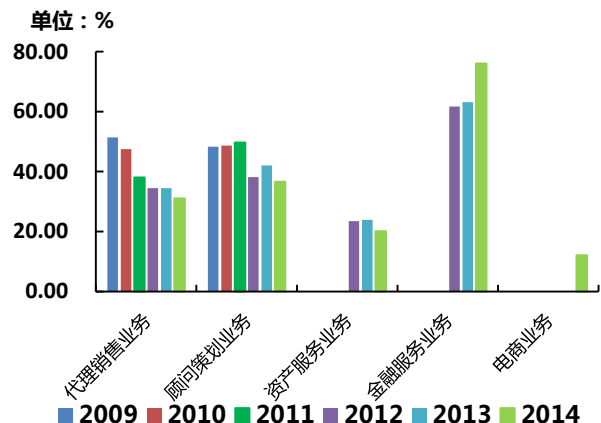
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 13 公司营业收入、营业成本历年变化



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 14 各业务毛利率历年变化



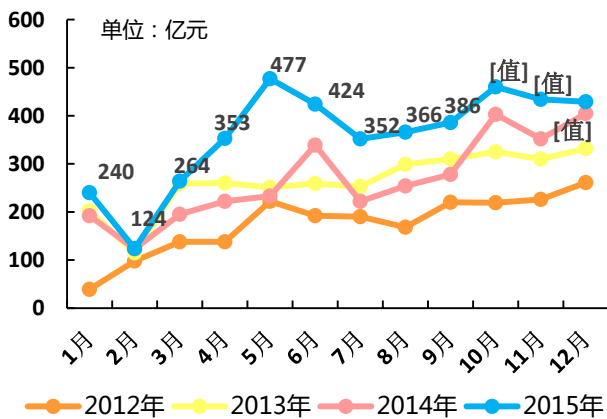
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

3. 代理销售突破 4300 亿，市场份额新纪录

代理销售业务为开发商提供代理销售新房以及相关的衍生服务，收入是根据代理销售金额向开发商收取一定的代理佣金，业务遍及 170 多个城市，31 个省会城市。公司代理销售金额超过百亿的地区公司数量为 14 家，较去年同期增加 1 家。2015 年公司累计实现代理销售金额 4,308 亿元，同期上升 33.87%，高于 2015 年全国商品房销售额增长率 14.40%；市场占有率刷新纪录达到 4.94%。

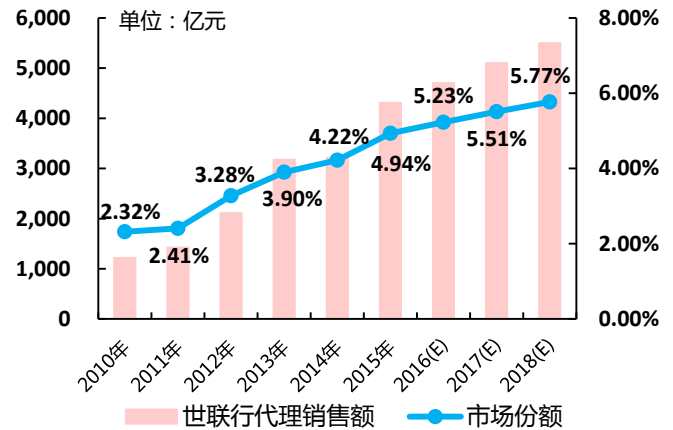
世联行在新房代理销售的市场份额一直位于行业第一，2015 年市场占有率达到 4.94%，比 2014 年市场占有率 4.22% 增长了 0.72 个百分点。截至 2015 年前三季度，公司累计已实现但未结算的代理销售额约为 2863 亿元，预计在未来 3 到 9 个月内为公司带来约 21.1 亿元的代理费收入。预计 2016、2017、2018 年代理销售额达到 4700、5100、5500 亿元，市场份额逐年上升分别为 5.23%、5.51%、5.77%。

图 15 2012-2015 年已实现的代理销售额



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 16 代理销售市场份额



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

公司自 2014 年推出祥云战略后，将业务重心放在了金融服务，资产管理与电子商务业务上，因有着良好的业务基础与市场资源，世联行的代理销售业务仍然增长迅猛，为公司利润稳定增长打下良好基础。2014 年公司新增签约代理项目面积同比增长 72.66%，主要原因有：(1) 市场销售压力增长明显，开发商寻求与专业的销售代理公司合作的需求增加；(2) 公司聚焦大客户的战略也推动了与大客户的合作规模。但因 2014 年房地产市场整体低迷，去化周期较长，所以已结算代理销售额增长率仅为 16.98%。

但根据公司 2015 年半年报显示，新增签约代理项目面积同比下降 31.93%，这与房地产市场总体投资回落并进入去库存时代有关，这也预示着新房代理销售未来的成长可能短期内受到制约。2015 年上半年公司代理收费平均费率下降了 0.02 个百分点，原因是公司承接了一些费率较低的自住型商品房代理项目的影响。

表 3 2012-2014 年世联行代理销售业务收入

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 H
新增签约代理项目面积(万平方米)	6215.6	8525.74	14720.21	3948.46
新增签约代理项目面积增长率(%)	0.12%	37.17%	72.66%	-31.93%
已结算代理销售额(亿元)	1569.14	2217.28	2593.83	1358.17
已结算代理销售额增长率(%)	17.41%	41.31%	16.98%	19.36%
已结算代理销售面积(万平方米)	1732.35	2504.65	3024.52	1442.39
已结算代理销售面积增长率(%)	29.23%	44.58%	20.76%	18.15%
代理销售业务收入(万元)	130432.12	186301.14	216627.64	111486.30
代理销售业务收入增长率(%)	14.33%	42.83%	16.28%	17.17%
代理收费平均费率(%)	0.83%	0.84%	0.84%	0.82%

资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

此外，2015 年公司不断进行外延性并购以保证代理销售业务规模增长，并且能够叠加金融资产服务业务，扩大业务入口资源：

山东怡高：2015 年 6 月，世联行拟出资 6,153.64 万元收购山东怡高 24.5% 的股权，本次收购完成后，公司将持有山东怡高 75.5% 的股权。2014 年山东怡高实现代理

销售额 186 亿元，市场份额在山东排名第一，在济南市场占有率达 17%，为世联行带来了较大的投资回报。本次收购有助于世联行进一步提高市场占有率，巩固代理销售业务。

厦门立丹行：2015 年 12 月，公司出资收购厦门立丹行 29%的股权，完成增持后持有厦门立丹行 80%的股权，股权转让价款为厦门立丹行 2015 年度净利润的 6.8 倍乘以收购股权比例 29%。自 2014 年控股厦门立丹行后，世联行在厦门地区已实现了市场份额的领先。本次增持能够加强与厦门立丹行的结合，进一步协同厦门资源，在扩大代理业务规模领先的基础上实现房地产后服务、资产服务、金融服务等新业务的有效叠加。

2015 年公司也逐步拓展大宗交易业务，担任一般合伙人(GP)发起《世联启航一号私募投资基金》资管计划，投资标的为上海市静安区愚园路的富邦晶品写字楼，基金募集规模不超过 1.5 亿元。通过间接受让标的公司 100%股权，从而间接收购标的物业，获得私募基金的稳定增值。公司作为一般合伙人 (GP)，认购劣后级投资，通过资管计划间接收购位于一、二线城市核心地段的写字楼，资管期满后根据市场情况出售写字楼，不仅能够赚取担任 GP 的管理费用，也能够获得标的物业升值带来的劣后收益。

图 17 富邦晶品写字楼位置



资料来源：中国中投证券研究总部

4. 金融服务——深化交易后服务

金融服务面向新房交易市场推出家圆云贷新房置业贷以及装修贷，面向二手房市场推出家圆云贷二手房置业贷以及世联+贷。其中，装修贷 2015 年放贷金额已经突破 1 亿元。家圆云贷整体增长迅速，2015 年前三季度放贷金额已接近 20 亿，增长势头强劲。为家圆云贷补给资金资产支持证券 ABS 产品--《世联小贷一期资产支持专项计划》已经成功挂牌深交所，融资成本为 6%-7%，降低融资成本 2-3 个百分点。互联网金融 P2P 平台——世联集金，能够将信贷资产出表，有利于公司轻资产运营。

2015 年 1-9 月金融业务实现收入 27526.98 万元，占比 9.05%，同比增长 73.16%。

2015 年上半年金融服务业务表现突出，毛利为 8869.33 万元，同比增长 76.31%，毛利率为 50.34%，毛利贡献率分别为 16.41%。

图 18 世联行金融服务业务布局

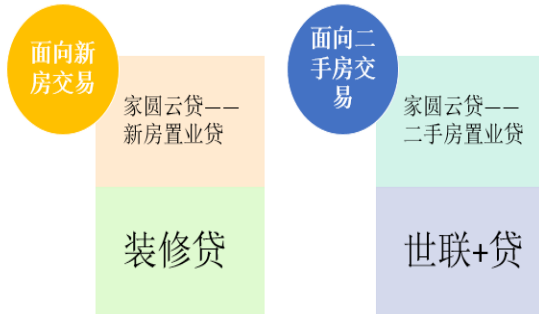
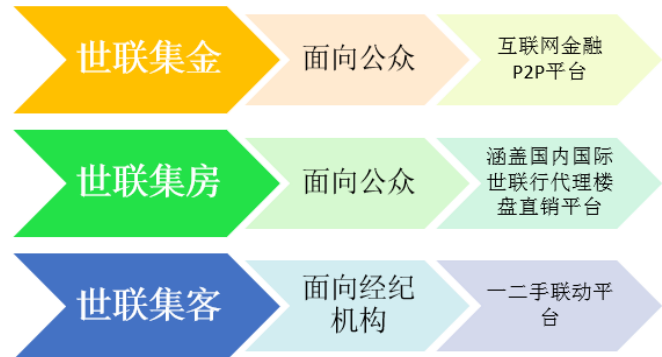


图 19 世联行“世联集”产品



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

5. 电子商务——公司利润增长新引擎

电商业务即为互联网+业务，主要是通过建立综合平台，整合营销渠道，面向开发商，经纪商，购房者提供服务。O2O 平台房联宝是购房者、经纪机构、开发商等多方交互的平台，链接 B 端和 C 端，深化代理销售服务。世联集产品是公司面对 C 端以统一形象整合移动互联网服务入口的 O2M 产品。资产宝是世联行最新打造的面向 C 端的 O2M 平台，提供基于交易、金融、资产服务的全价值链服务。

其中，世联集房涵盖了世联行代理的楼盘，在世联行代理楼盘购置过房屋的客户自动成为会员，并且可以通过推荐客户的方式获得佣金收益，根据成交面积的不同划分佣金档次，最高为 35000 元。世联集客则面向经纪机构，由经纪商将二手房客户介绍到一手房案场来，促进成交以获取佣金收益，扩大世联行交易入口。

截至 2015 年上半年，电商业务实现收入 24327.17 万元远远超过 2014 年电商业务的全年收入；在执行项目个数 360 个，业务规模扩大迅速；账面上尚有未结转的预收费金额 10473.99 万元，这部分与收费金额将根据合同的约定结转为公司的收入或退还给为购房的客户。

表 4 电商业务相关数据

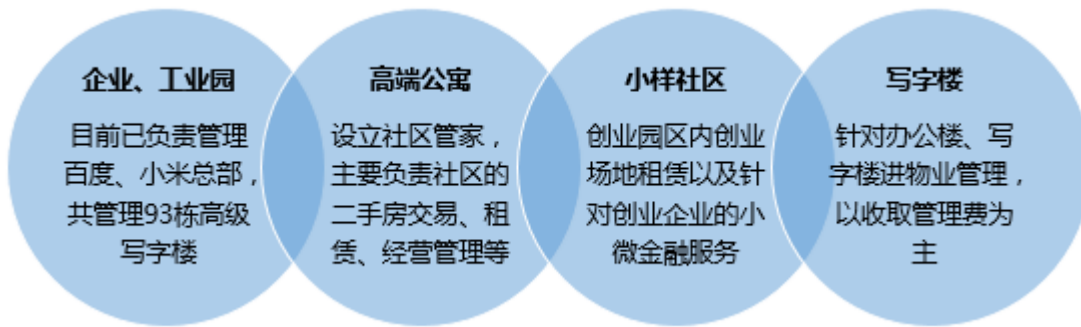
项目	2014 年	2015 年 1-6 月
在执行项目数(个)	154	360
未结转的预收费金额(万元)	5900	10473.99
电商业务收入(万元)	6838.49	24327.17

资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

6. 资产服务业绩释放可期

公司打造了综合性大资管业务版图，形成了写字楼、小样社区、集团工业园物管、高端公寓四条基础业务线，并逐步叠加资产交易、房地产金融等深化服务，形成国内领先、链条完整的集成业务优势。公司通过收购或增持青岛雅园、北京安信行、晟耀资产、科技园物管公司，大幅提升公司资产管理板块收入规模，并且在产品线完整、区域覆盖等多个维度上提升公司大资管业务竞争能力，有助于公司成为行业的领先者。

图 20 资管业务版图



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

小样社区：万众创业、大众创新已经成为中国经济发展的关键词，以互联网和共享经济为前提的众创空间迅猛发展。2015年，公司深圳、武汉、上海等五个城市开展小样社区众创空间业务。小样社区模式类似于联合办公的 WeWork 模式，向创业者出租经过划分的办公地点，并提供衍生的资产服务，营造良好创业生态圈。小样社区适应了万众创业、大众创新的时代主旋律，未来将有广阔的成长空间。需求的不断增长和政府的支持为小样社区的顺利发展保驾护航。

集团工业园：2016年1月拟由公司或控股子公司收购严勇持有的嘉泽特公司50.63%股权，从而实现科技园物管公司的间接股权控制。科技园物管公司1993年从深圳起步，是建设部首批一级资质物业管理企业，全国物业管理综合实力百强、深圳市综合实力二十强企业。经过20多年的发展，其业务范围实现了全国战略布局，建立了管理与服务大型高新技术开发区、工业园区、综合性写字楼及技术研发类物业的成熟模式，在国内高新技术开发区及工业园区管理领域处于行业第一的地位。此外，科技园物管公司与国内各级政府、高新技术企业、产业园区等单位、客户长期建立了良好的业务合作关系，其创建的“创梦云中国创新服务平台”，为国内外5万多家高新技术企业提供全生命周期的O2O服务，积累了海量的企业数据。通过此次收购，公司将进一步完善企业大数据库，为未来大数据服务打下基础。

高端公寓：2015年7月，世联行拟以人民币4000万元增资上海晟曜资产管理有限公司，增资后持有晟曜资产70%的股权。晟曜资产拥有10多年发展历史，已形成较为成熟的社区资产服务业务体系，在行业内有一定的品牌知名度。通过此次收购，世联行将进入存量住宅资产管理的全新领域，在高端社区开设门店，探索高净值客户服务，为业主提供物业服务并且叠加金融、资管等服务。

写字楼：目前公司拥有两家国家物业管理一级资质物业公司——青岛雅园物业管理有限公司和北京安信行物业管理有限公司，拥有丰富的写字楼物业管理经验。

2015 年前三季度资产服务业务收入为 28187.35 万元，同比增长 32.26%，2014 年公司新增签约的全委托物业管理项目个数为 26，同比增长 225%，而实际在管的全委托项目个数仅增长 2 个，同比增长仅为 3.45%，主要因为资产管理服务从签约到开发商交付物业，公司开始实施管理需要一定的时间。截至 2015 年上半年，公司资产服务业务收入为 17904.11，同比增长 33.67%。此外，公司在 2015 年上半年实际在管的全委托标的个数增长了仅 8 个，仍有 24 个标的未开始实施资产管理服务。我们预计当这些开发商逐渐交付物业，公司开始实施管理服务后，资产管理业务今年将有更大的业绩释放。

表 5 资产服务业务相关数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 H
新增签约的全委托物业管理项目个数(个)	2	8	26	8
实际在管的全委托项目个数(个)	10	58	60	68
在管的全委托项目的实际收费面积(万平方米)	62.44	208.30	228.00	251.70
资产服务业务收入(万元)	9207.10	13197.60	30658.10	17904.11

资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

7. 顾问策划业绩微下降

顾问策划业务 1999 年起步，布局 25 家分公司，拥有 54 个营业部，业务遍及 30 个省，累计完成顾问项目近 5000 个。顾问策划业务主要是为政府提供土地开发或者为开发商提供房地产开发的咨询服务，主要收入来源是向客户收取策划咨询费用。

截至 2015 年上半年，公司策划顾问业务执行合约数同比减少 125 个，毛利率降低 38.17%至 5679.62 万元，主要原因是 2015 年 1-6 月，房地产开发企业土地购置面积同比下降 33.8%至 9800 万平方米，房屋新开工面积下降 15.8%至 67479 万平方米。

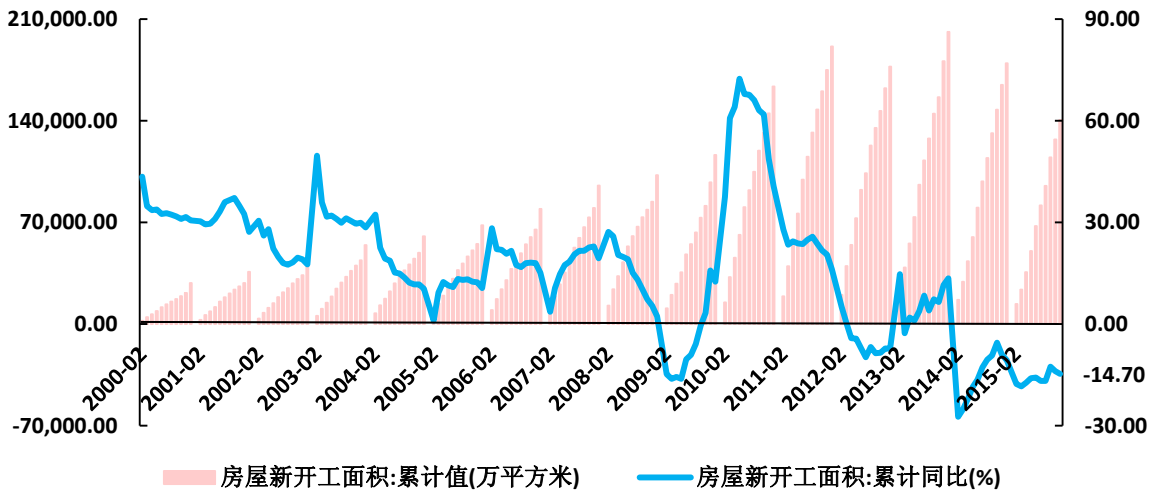
随着从一二线城市可开发用地逐渐减少，三四线城市去化日益困难，未来几年新开工面积基本维持小幅波动，公司的顾问业务也进入了发展瓶颈阶段，未来公司将在新并购的代理公司叠加顾问策划业务，随着代理销售业务的扩展，提升顾问策划业务的规模。

表 6 顾问策划业务相关数据

项目	2013 年 1-6 月	2014 年 1-6 月	2015 年 1-6 月
顾问业务年度执行合约数(个)	476	574	449
其中：地方政府或土地运营机构策划项目数(个)	17	8	11
房地产开发商策划项目个数(个)	459	566	438
顾问策划业务收入(万元)	20505.08	23937.22	19357.96

资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 21 房屋新开工面积累计值与累计同比



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

三、祥云战略助力公司转型，战略合作多产业布局，新利润增长点涌现

基于移动互联网的电子商务正在深刻地影响着各行业的商业面貌，为顺应中国房地产服务行业的精细化，客户端成为竞争要点的发展趋势，公司提出祥云战略，其核心是O2M模式。O2M模式即实现线下专业销售团队与线上中台客户订制服务相结合的全新服务体系，更好的为置业者和开发企业服务。其中O指地区规模化和专业的销售团队，是实现战略转型的基础，M指以数据分析，客户定制，产品设计构成的中台。

祥云战略旨在房地产交易入口上扩大份额，深化服务，拥抱移动互联网，进入存量房市场。在祥云战略的指导下：（1）推广由B端转型C端的重要业务——家圆云贷，以家圆云贷二手房置业贷与世联+贷为入口，切入二手房交易后市场；（2）充分发挥强大的线下实力，整合互联网入口为客户提供集成服务，面向公众和经纪机构推出世联产品集，最大限度的实现客户价值需要；（3）多元化发展步伐坚定，增持微家，布局青年公寓；参股中城新产业控股探索园区孵化产业、旧城改造等业务；（4）推行同行加速度计划，加速战略合作谋求共赢。

1. 家圆云贷势如破竹的C端战略转型重要产品

由世联行全资子公司——深圳市世联小额贷款有限公司推出的家圆云贷产品是公司由向机构客户服务(B端)向终端置业客户(C端)服务战略转型的重要组成部分,主要为客户在购置新房或二手房过程中快速补充家庭现金流短缺,帮助小业主快速筹措首付款的信用贷款。家圆云贷可分为新房置业贷与二手房置业贷。公司现在只为世联行一手期房和现房房客户开展了家圆云贷新房置业贷业务,家圆云贷二手房置业贷的开展地区仅限深圳地区,目前仍未开通其他地区的二手房置业贷业务。

家圆云贷业务扩大入口的两种渠道：第一，在其他代理商代理的楼盘拓展业务；第

二，与更多的经纪公司合作，在全国范围开展二手房置业贷业务。随着家圆云贷的整体规模会进一步扩大，家圆云贷的利润释放空间将不断增大。

表 7 世联行各项小额贷款的数据

项目	家圆云贷——新房置业贷				家圆云贷——二手房置业贷		
	额度	最高 150 万				房产总价的 1.5 成，最高 50 万元	
期限	3-36 个月				3-24 个月		
	3 个月	6 个月	12 个月	36 个月	3-6 个月	7-12 个月	13-24 个月
月利率	2%	1.60%	1.20%	1.40%	2%	1.80%	1.40%
年化利率	26.82%	20.98%	15.39%	18.16%	26.82%	23.87%	18.16%
一次性手续费	贷款总额的 2%(最低 2000 元)				贷款总额的 2%(最低 2000 元)		
项目	世联+贷——按揭房消费贷				装修贷		
	额度	房贷月供 25 倍，最高 20 万元				最高 30 万元	
期限	3-24 个月				3-24 个月		
	3 个月	6 个月	12 个月	24 个月	3-6 个月	7-12 个月	13-24 个月
月利率	1.20%	1.50%	1.65%	1.40%	1.80%	1.50%	1.20%
年化利率	15.39%	19.56%	21.70%	18.16%	23.87%	19.56%	15.39%
一次性手续费	贷款总额的 5%(最低 5000 元)				贷款总额的 3%(最低 3000 元)		

资料来源：中国中投证券研究总部

表 8 家圆云贷业务数据

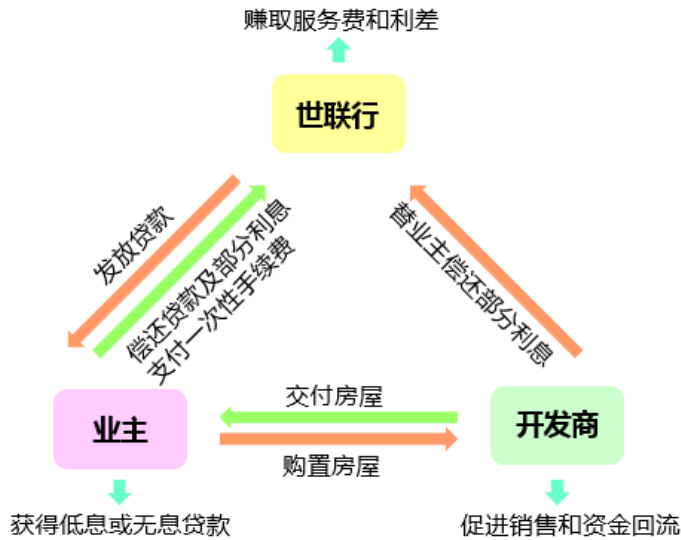
项目	2014 年	2015 年 H
家圆云贷放款笔数(笔)	19518	13178
家圆云贷放款金额(万元)	196977.94	111446.00
平均每笔贷款金额(万元)	10.09	8.46
家圆云贷营业收入(万元)	24475.43	17624.91

资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

● 业务模式

家圆云贷业务在开展时得到了开发商的大力协助，开发商为了促进销售速度，为申请家圆云贷的客户提供贴息优惠，降低置业门槛。大多数开发商的贴息优惠都达到了 50%，不少实力雄厚的开发商甚至将贴息优惠提高到 100%，使得业主无融资成本，仅需向世联行支付一次性手续费即可。业主获得利息补贴，以低息或无息的方式融到资金；开发商补贴利息促进销售，有利于资金回流，而世联行则可以赚取服务费和利差，三方共赢。

图 22 三方共赢的盈利模式



资料来源：中国中投证券研究总部

● **业务规模测算**

我们假设 16-18 年代理销售额增长百分比分别为 9.10%、8.51%、7.84%，在此假设下，家圆云贷业务的规模将在 2018 年达到 59.31 亿元。2014 年家圆云贷业务的规模为 19.70 亿元，年复合增长率为 31.72%。预计 2016-2018 年家圆云贷营业收入为 3.69、5.48、7.71 亿元，净利润贡献占比为 7.61%、9.64%、11.63%，呈现逐年增长的趋势。

表 9 家圆云贷的市场规模测算

项目	2016(E)	2017(E)	2018(E)
已实现的代理销售额(亿元)	4700	5100	5500
增长百分比(%)	9.10%	8.51%	7.84%
代理销售业务中做家圆云贷的比例(%)	8%	9%	10%
首付比例(%)	25%	25%	25%
家圆云贷贷款额占首付比例(%)	40%	40%	40%
家圆云贷规模(亿元)	41.02	49.81	59.31
家圆云贷营业收入(万元)	36919.22	54787.02	77107.84
净利率(%)	11.98%	12.80%	14.37%
净利润(万元)	4424.12	7015.31	11082.84
公司上年净利润(百万元)	581.34	727.54	952.59
净利润贡献占比(%)	7.61%	9.64%	11.63%

资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

● **两大核心优势**

家圆云贷的两大核心优势均源于世联行广泛的代理销售渠道，与开发商保持良好关

系，深入交易环节，因此线下优势是世联行今后业务顺利扩张的良好保障。

交易场景的掌控：家圆云贷最核心的优势是站在交易的真实场景，以较低成本开展业务，并且能够有效把握放贷风险。首先，公司在进行代理业务时便可推广家圆云贷，因此在进行家圆云贷业务的需要新增的人力成本可以忽略不计，而其他没有端口优势的公司则需要新增大量人力来推广业务。同样的入口资源，进行了两次交易，不仅能够赚取佣金，还能够赚取贷款利差，对世联行来说一举两得。

其次，对于交易的真实性的把握，世联行有得天独厚的优势，通过对交易场景的掌控，能够最大程度降低放贷风险。虽然家圆云贷是信用贷，并不抵押房产，但是申请家圆云贷的客户需绑定共同借款人，添加一位直系亲属作为共同借款人联名借款，并且提供两位借款人的资信证明。贷款将直接打到公共账户，迅速转给开发商，客户没有套现的机会。此外，公司跟开发商合作，偿还贷款与是否可以交房直接挂钩，降低了借贷风险。截至 2015 年上半年，家圆云贷平均每笔贷款额仅为 8.46 万元，对于有能力购置房屋的中产阶级来说，违约可能性很低。

开发商补贴：对比搜房网推出的天下贷——新房首付贷，同为不抵押房产的信用贷款，但是搜房网的年化利率比家圆云贷的年化利率低近 10 个百分点。看似更为优惠实则不然，世联行有一项优势是其他小额贷款平台所不具备的——开发商提供补贴，使得业主不需要支付融资利息；而搜房网天下贷虽然月利率很低，但是没有开发商进行补贴，业主需要自行支付利息费用。链家也推出了针对购置房屋资金短缺的信用贷款，可选期限为 1，2，3，5 年，年化利率为 11.9%，金额最高为月供的 45 倍。但因为链家目前的业务重点在二手房经纪业务，没有与开发商合作的渠道，因此开发商也不会进行利率补贴，业主仍需要自行支付利息。开发商的利息补贴无疑成为家圆云贷的最大卖点，相比其他信用贷款，家圆云贷的实际利率非常有价格优势，能够有效吸引消费者。

表 10 搜房网天下贷业务数据

项目	搜房网天下贷——新房首付贷				
	额度	最低 5 万，最高 100 万			
期限	3-36 个月				
	3 个月	6 个月	12 个月	24 个月	36 个月
月利率	1%	0.667%	0.583%	0.75%	0.80%
年化利率	12.68%	8.30%	7.22%	9.38%	10.03%
一次性手续费	贷款总额的 3%				

资料来源：公司网站、中国中投证券研究总部

● 家圆云贷资金补给模式

2014 年世联行启动祥云战略，大力发展金融业务，世联行全资子公司世联信贷的业绩得到快速增长，核心产品“家圆云贷”全年贷款累计发放金额为 19.7 亿元。随着公司入口份额的持续扩大和叠加服务的不断深化，金融业务的放贷量将大规模增长。根据《深圳市小额贷款公司暂行管理办法》规定，小贷公司通过外部合规渠道融入资金总比例不得超过公司上年度净资产的 200%，为应对世联小贷快速增长的业务规模，世联行于 2015 年 4 月向世联小贷增资 2 亿元，完成增资后其注册资本增至 5 亿元。此外，

公司还有以下几种方式为家圆云贷补给资金。

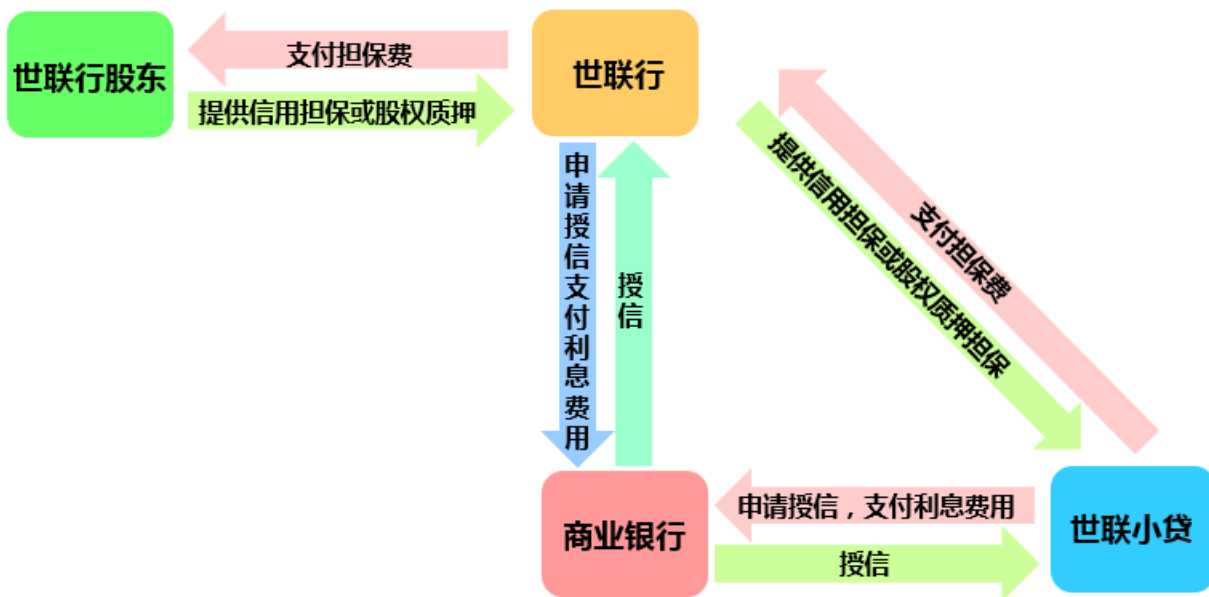
表 11 世联小贷财务报表

项目 (单位: 万元)	2013 年	2014 年	2015 年 9 月 30 日
流动资产	24517	123065	145812
资产总额	25556	124396	147038
流动负债	18759	82724	79117
其中: 银行贷款总额	100	2500	10000
负债总额	18759	82724	79117
净资产	6797	41672	67921
营业收入	4474	24111	22617
利润总额	941	13183	8343
净利润	640	9874	6249

资料来源: 公司公告、中国中投证券研究总部

银行授信: 世联行或者世联小贷作为申请人向银行申请综合授信, 并提供信用担保或股权质押担保。授信的利息和费用、利率须跟银行方面协商决定。获得的授信金额用于公司流动资金周转, 或者网络信用消费业务等其他业务, 额度可以反复使用。申请人须向担保方支付担保费用, 担保费率为每月授信额度的千分之一。2015 年, 银行授信约为世联小贷提供 2.2 亿元的额度。

图 23 银行授信交易结构

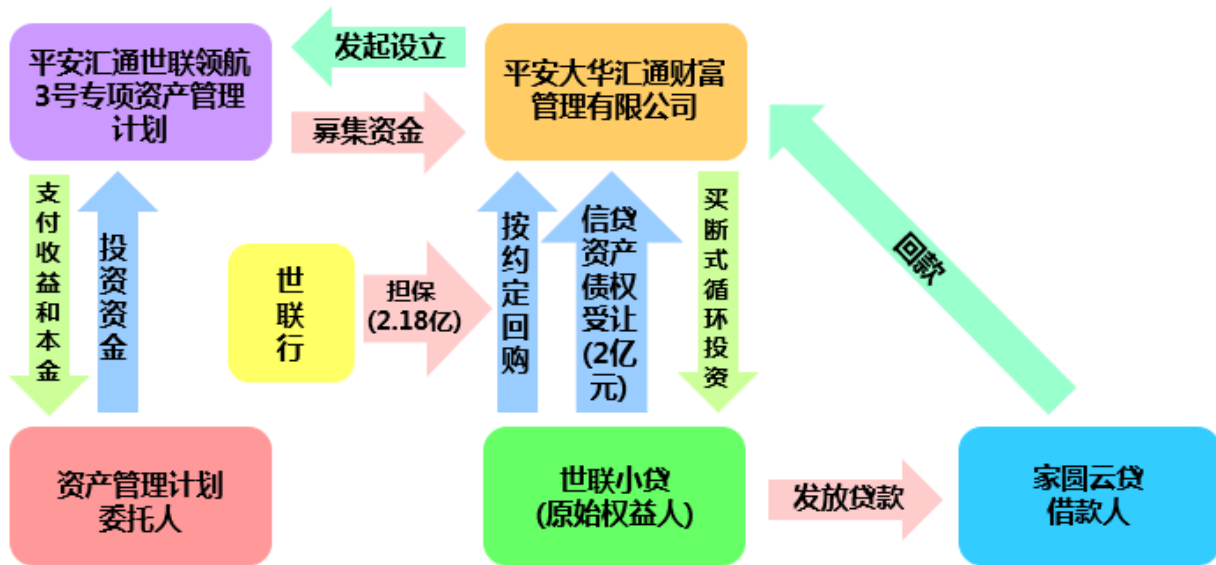


资料来源: 公司公告、中国中投证券研究总部

信贷资产打包: 世联小贷多次利用信贷资产打包为家圆云贷补给资金。以 2015 年 12 月 2 日信贷资产打包交易为例, 世联小贷与平安汇通签署资产买卖协议, 平安汇通发起设立资管计划并以实际募集资金受让世联小贷在深圳前海金融资产交易所挂牌的家圆云贷信贷资产债权, 并以基础资产的全部或部分收入回款买断式循环投资于世联小贷的信贷资产。世联行为世联小贷按约定向平安汇通支付回购价款提供担保。信托计划

的收益率为 8%至 10%，专项资产管理计划的收益率大约比信托计划高 1 个百分点。因此世联小贷向平安汇通的融资利率大约为 10%，而家圆云贷的年化收益率约为 20%，除去管理费用，担保费用，仍有 8%至 9%的收益率。截至目前，信贷资产打包总共为世联小贷提供 10.34 亿资金，其中 2015 年提供 5.66 亿元。信贷资产打包是为家圆云贷补充资金最多的方式，缺点是融资费用较高。

图 24 信贷资产打包交易结构



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

世联集金：从互联网金融 P2P 平台——世联集金募集的资金可以用于家圆云贷的贷款发放。目前，家圆计划相关理财产品的累计总金额仅为 4.4 万元，2014 年家圆云贷放款达 19.7 亿，截至 2014 年年底家圆云贷贷款余额为 16.53 亿元，为家圆云贷提供 26.61%的资金补充。以 6 个月产品为例，家圆云贷的年化利率约为 20.98%，世联集金平台募集资金的资金成本为 9%，世联行可以获得近 12%的利差。该种募集资金模式类似于搭桥贷款，融资杠杆不受限制。相对来说，世联集金为家圆云贷补充资金，融资成本较低。

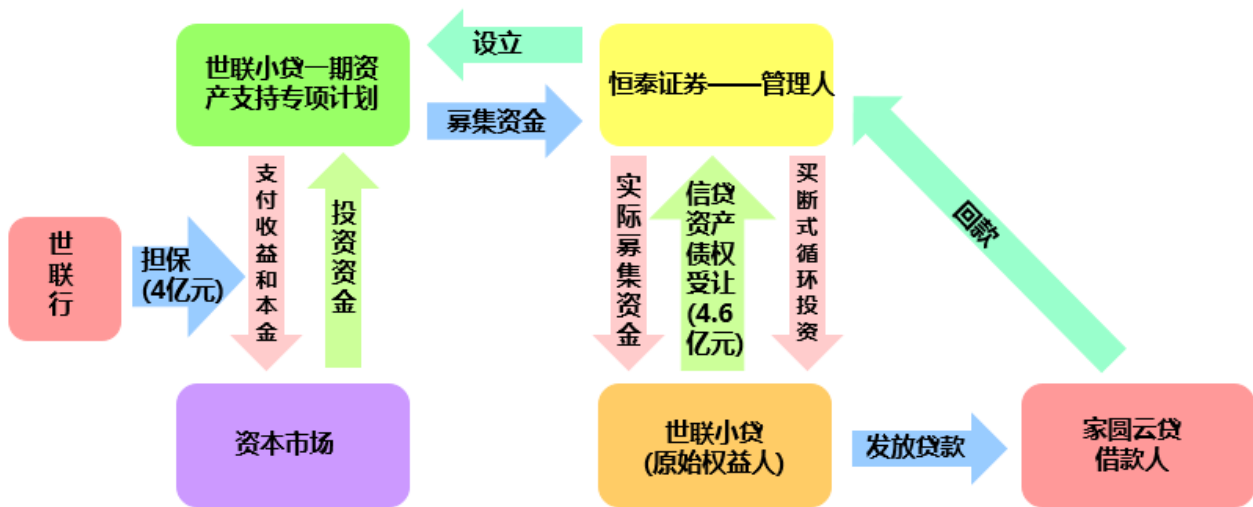
资产支持证券(ABS)产品：公司在资产证券化上也进行了积极探索，2015 年 12 月 18 日《世联小贷一期资产支持专项计划》正式成立，**该计划是公司首单成功挂牌深圳证券交易所的资产支持证券 (ABS) 产品。此次尝试将拓宽公司融资渠道和降低融资成本，同时该产品面向资本市场发行，也能提高市场对家圆云贷信贷资产的认可程度。**

交易标的账面价值不超过 4.6 亿元，担保总额为人民币 4 亿元。本专项计划的交易结构为，世联小贷作为原始权益人，将基于家圆云贷项目向借款人实际发放的人民币贷款而合法享有的债权作为基础资产，由恒泰证券作为管理人设立本次专项计划，并运用专项计划募集资金受让世联小贷在深圳证券交易所挂牌的“家圆云贷”信贷资产债权。如果出现专项计划账户内的资金不足以支付优先级资产支持证券的各期预期收益和应付本金的情形，差额部分则由担保人世联行按约定向管理人承担差额支付义务，直至全

部偿付优先级资产支持证券持有人的各期预期收益和应付本金。

本次优先级资产支持证券面向群体为银行、券商资管等机构投资者，在深圳证券交易所固定收益证券综合电子平台上市流通。专项计划的优先级证券已经得到全额认购，次级资产支持证券由世联行全额认购。公司认购规模为 0.54 亿，优先级证券认购规模为 3.67 亿，融资杠杆为 1：6.8，融资成本约为 7%，融资成本非常低。利用家圆云贷债权进行资产证券化，为世联小贷回笼资金 4.21 亿元，将进一步促进世联小贷的业务发展，有利于扩大世联小贷的业务规模。

图 25 资产支持证券(ABS)产品交易结构



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

设立信托计划：深圳世联行地产顾问股份有限公司委托中国对外经济贸易信托有限公司设立外贸信托·汇金 9 号个人贷款集合资金信托计划，由招商银行股份有限公司深圳分行保管信托财产。信托计划规模为人民币 6,000 万元，其中次级收益级投资 3,000 万元。世联行向该信托计划的信托专户存入保证金并以保证金受让逾期债权的方式来承担相应责任。该资金信托计划所募集资金将用于家圆云贷产品。世联行出资 3000 万元认购全部次级收益级投资，融资杠杆为 1：2，杠杆率较低，融资成本为 8%-10%，融资费用较高。

中期票据：世联行于 2015 年 11 月发布公告，未来三年内将发行中期票据，发行规模为 8 亿，符合《银行间债券市场非金融企业短期融资券业务指引》有关“中期票据偿还余额不得超过企业净资产的 40%”的规定。公司 2014 年净资产为 20.88 亿，并且世联行无中期票据偿还余额，因此此次中期票据的发行规模不能超过 8.35 亿。发行中期票据有利于公司拓宽融资渠道，降低融资成本，优化公司负债结构，为公司补充现金流，促进公司良性发展。

债权转让：世联小贷委托深圳前海金融资产交易所有限公司挂牌转让由其拥有的家圆云贷资产债权。世联行全资子公司深圳世联山川投资管理有限公司作为普通合伙人拟

请务必阅读正文之后的免责条款部分

发起设立深圳世联云贷陆号投资管理合伙企业，以实际募集资金受让在前海金交所场内挂牌的家圆云贷资产债权，受让金额不超过人民币 3,000 万元。

公司或实际控制人投资：公司向专门为家圆云贷设计的专项资产管理计划投资，实际控制人投资陈劲松以自筹资金向世联行子公司——深圳世联山川投资管理有限公司设立的私募投资基金进行投资。同时，世联行也会向专项资产管理计划投资，变相为家圆云贷补充资金，并且获得约定收益。

截至 2014 年年底家圆云贷贷款余额为 16.53 亿元。2015 年银行授信为世联小贷提供 22000 万元(暂时假设额度仅使用一次)，信贷资产打包提供 56600 万元，世联集金提供 44000 万元，资产证券化提供 42100 万元，债权转让 3000 万元。总计 16.77 亿元，完全覆盖 2014 年年底的贷款余额。并且银行的授信额度可以反复使用，因此，我们预计目前制约家圆云贷发展的是其业务渠道较窄，并不是资金供给的问题。

2. 世联集金——极具潜力的房地产互联网金融 P2P 平台

房地产互联网金融 P2P 平台成为了房地产开发公司与房地产服务公司抢占的新市场，具有盈利模式简单，入门门槛低，收益高等优点。链家，绿地等房地产公司均推出了房地产互联网金融平台。世联集金是世联行打造的房地产互联网金融 P2P 平台，主要靠赚取利差盈利。世联集金的投资项目主要为家圆计划，即向家圆云贷小额贷款业务进行资金补给。家圆计划的累计总金额为 4.4 亿，而家圆云贷的放贷金额为 19.7 亿，资金流动端口未全部对接。

表 12 世联集金投资项目相关数据

项目	家圆计划			散标投资
	70 计划	90 计划	95 计划	
锁定期限	1 个月	6 个月	12 个月	3 个月
年化收益	7%	9%	9.50%	7.50%

资料来源：公司网站、中国中投证券研究总部

表 13 家圆计划与链家理财数据对比

项目	家圆计划	链家理财
累计总金额(万元)	44121.92	1231067.7
加入总人次(人)	19182	251032
已发放收益(万元)	186.45	13791.67

资料来源：公司网站、中国中投证券研究总部

链家理财推出的互联网金融 P2P 平台——家多宝：7%-10%年息，5-180 天投资期限。借款人主要是链家房屋买卖客户，主要用于卖房客户还清银行按揭，买房客户支付尾款等。借款人将房产抵押给担保人的名下，出借人将资金交付给借款人，借款人依照约定还本付息，借款人借款利息为月利率 2%—2.5%的资金成本。

对比两款 P2P 产品，世联集金暂时落后链家理财，我们认为原因在于：第一，世联集金起步时间晚于链家理财，世联集金与 2015 年 03 月 26 日正式上线，而链家理财于 2014 年 11 月 29 日正式上线，比世联集金早了近 4 个月，起步早有利于客户的积累与产品的推广；第二，家圆云贷现在未开通全国二手房市场，交易入口有限，而已房地产经纪业务为主的链家不仅有买房客户端口，也有卖房客户端口；第三，链家理财家多宝产品的借款标的需提供房产抵押，安全性更好。

虽然有着暂时性的落后，但是我们对于世联集金未来的增长潜力仍然十分乐观，原因如下：第一，世联行作为上市公司其号召力与影响力远远高于链家，平台投资资金流

向清晰，安全可靠；第二，互联网金融 P2P 属于高收益产品必然伴随着高风险，但世联集金的借款标的均为家圆云贷的客户，凭借优秀的风险控制制度，世联集金非常有竞争力；第三，待家圆云贷业务在二手房市场全面开展及进入其他代理商代理的楼盘后，入口资源扩大，世联集金有望会加速增长。由此，预计 2018 年末世联集金加入总人次将突破 20 万，年复合增长率为 79.65%。

3. 战略投资，多产业探索新开始

战略投资是一种良性循环的成长方式，世联行可以通过收购入股增持等方式，使得 EPS 上调，从而带动股价上涨，由此市值上升并接着进行战略型并购。战略投资不仅可以不断扩大公司规模，而且可以迅速延伸业务的覆盖范围，整合产业链，降低公司开展新业务的风险及投资。

● 中城投资——新三板挂牌

世联行参股的房地产基金管理公司中城投资已于 2015 年 10 月 26 日在新三板挂牌，中城投资注册资本为 16.36 亿。世联行累计投资额为人民币 5,563 万元，持有股份 5,000 万股，拥有 3.06% 的股权。

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，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，也会进一步增厚世联行的投资回报。

● 世联养老——养老产业初探索

2014 年，公司间接持有世联养老 55% 的股权，积极在上海、深圳、广州三地布局。养老院的经营管理已完成前期拓展阶段，预计 2016 年会有项目进入实体运营。截至 2014 年年底，中国 65 岁及以上人口有 1.38 亿，预计每年还将以 3% 的速度增加；总抚养比 36.2%，意味着每 100 名劳动年龄人口大致要负担 36.2 名非劳动年龄人口。如今我国的养老产业并不发达，还停留在起步阶段，养老产业市场巨大，前景十分看好。在养老产业发展之初，世联行已开始在养老产业进行布局探索，凭借资深地产服务商的优势，必能迅速占领市场份额。

● 微家——探索去库存、稳市场的新领域的青年公寓

2015 年 7 月，世联行拟合计出资人民币 1500 万元增资微家，增资完成后，世联行持有微家 37.5% 的股权。微家是合租公寓运营公司，为租户提供居住产品、增值服务及线上线下的社交体验，构建了完善的互联网租赁管理平台，旨在打造城市青年连锁公寓。该模式主要面向有长租需求的青年群体，由运营公司租下或购买整栋楼，提供定制的标准化的装修与配置，并提供相关的物业管理服务，能够有效解决白领租户的痛点。

青年公寓属于供给侧改革范畴，也是去库存、稳市场的新领域。相关的探索越来越多，国内对这种出租模式的探索最早的是链家旗下自如公寓，2011 年 5 月链家便开展了自如公寓的业务。世联行增资微家意味着已经向该领域进行探索，未来可以跟更多优秀的青年公寓运营公司合作，提供顾问策划，代理出租，资产服务等相关配套服务。

● **中城新产业控股(深圳)有限公司——城市更新、产业升级首涉猎**

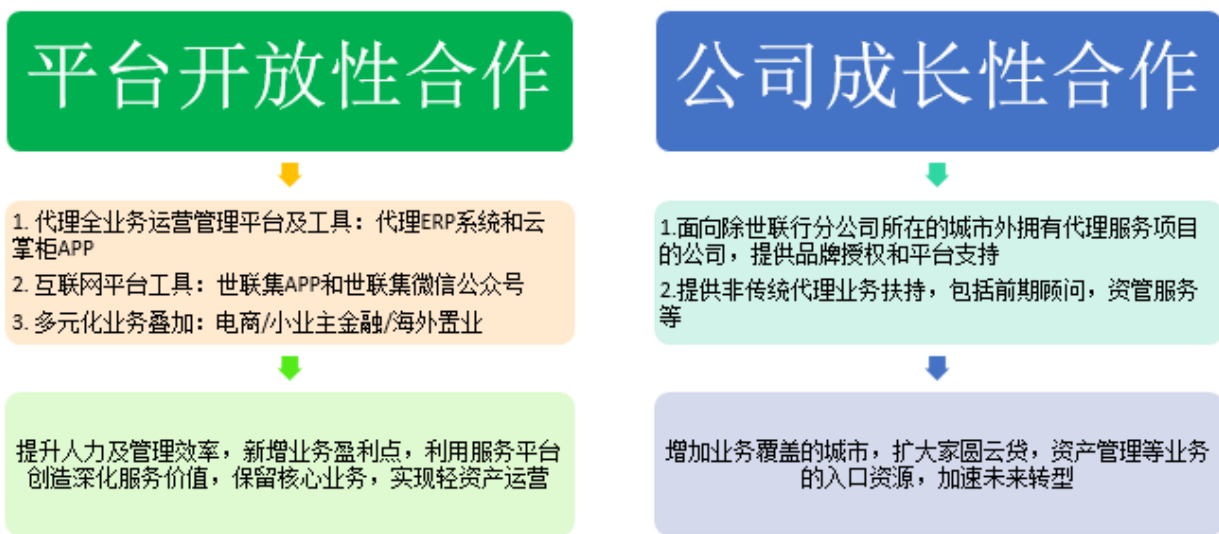
2015年7月，世联行通过全资控股子公司深圳世联先锋投资有限公司投资1,000万人民币与品颂投资、中城未来、盈达投资和万丰资管共同合作发起设立合资公司中城新产业控股(深圳)有限公司，其中世联先锋股权占比6.25%。

中城控股将直接投资深圳地区旧城改造的房地产开发项目，设立相关产业孵化基金并进行相关产业孵化投资业务，发起深圳城市更新和产业升级主题基金及相关投资。中城控股将带领世联行进入新的业务领域，世联行可参与到深圳城市更新和产业升级的发展建设的新业务中，为未来拓展资产服务和金融服务业务提前布局，积累创新业务的运营经验。

4. 同行加速度计划，加速战略合作，扩大入口新尝试

世联行一直在积极地寻求战略合作，由此推出同行加速度计划，该计划有两种战略合作形式：平台开放型合作与公司成长性合作。截至目前公司已经与19个省份36个城市57家区域性房地产营销策划、房地产经纪、房地产顾问公司等公司合作。

图 26 世联集战略合作类型



资料来源：公司网站、中国中投证券研究总部

四、传统、创新业务均表现喜人，业绩与估值稳步提升

1. 盈利预测

预计15-17年世联行营业收入为45、53、62亿元，同比增速分别为36%、18%、16%，三年复合增速为23%；15-17年最新摊薄EPS为0.37、0.47、0.61元，三年复合增速为31%，对应当前股价PE29、23、17倍，维持“强烈推荐”评级。盈利预测主要基于以下假设：

1) **公司代理销售业务规模发展，外延性并购市场占有率稳固提升。**预测 15-17 年代理销售业务营业收入分别为 29.0、31.6、34.3 亿元，对应增长率为 33.9%、9.1%、8.5%。15 年增持山东怡高、厦门立丹行，为代理销售业务稳定增长打下基础。**2015 年全年代理销售额达 4308 亿元，市场份额 4.94%，预计 2018 年代理销售额达到 5500 亿，市场份额 5.77%。**随着城镇化率的逐步提高，有效需求不断释放，代理销售业务规模保持稳定增长。

2) **顾问策划业务受市场影响出现负增长。**服务于房地产一级市场的顾问策划业务，受房地产一级市场整体表现低迷的影响，市场下滑导致公司营业收入同比下降，预计待 2016 年下半年去库存压力减小后，营业收入逐渐恢复低速增长。预测 15-17 年顾问策划业务营业收入分别为 3.4、3.8、4.1 亿元，对应增长率为-26.3%、10.6%、8.3%。

3) **金融服务业务与电商业务入口有望持续加大，保持高增长率。**金融、电商业务的高速增长势头已于 2015 年前三季度初步显现，得益于公司对转型的诉求高于对利润增长的诉求，业务发展前期着重投入成本、构建系统、展开布局、形成体系，为未来的高速发展打下坚实的基础，预计未来将保持高速增长。预测 15-17 年金融服务业务营业收入分别为 3.4、4.6、6.1 亿元，对应增长率为 27.7%、34.1%、32.7%；电商业务营业收入分别为 5.5、8.7、11.8 亿元，对应增长率为 697.7%、59.5%、35.6%。

4) **资产服务业务业绩释放空间大，写字楼、小样社区、集团工业园物管、高端公寓四条基础业务线齐发力。**公司在 2015 年上半年实际在管的全委托标的个数仅增长 8 个，仍有 24 个标的未开始实施资产管理服务。我们预计当这些开发商逐渐交付物业，公司开始实施管理服务后，资产服务业务今年将有更大的业绩释放。此外小样社区业务已在深圳、武汉、上海等五个城市顺利开展，未来成长空间较大。15 年公司通过增持晟耀资产、收购科技园物管公司，大幅提升公司资产管理板块收入规模。预测 15-17 年资产服务业务营业收入分别为 3.5、4.3、5.2 亿元，对应增长率为 14.9%、20.7%、21.9%。

表 14 2015-2017 年营业收入分项预测

项目	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(万元)	330817.06	448600.69	530109.32	615607.22
代理销售	216627.64	290003.69	316392.14	343319.13
顾问策划	46680.96	34403.00	38031.56	41201.97
金融服务	26945.45	34409.00	46136.85	61243.37
资产服务	30658.10	35234.00	42517.52	51819.75
电子商务	6838.49	54551.00	87031.25	118023.00
增长率(%)	29.07%	35.60%	18.17%	16.13%
代理销售	16.28%	33.87%	9.10%	8.51%
顾问策划	-1.38%	-26.30%	10.55%	8.34%
金融服务	285.71%	27.70%	34.08%	32.74%
资产服务	132.30%	14.93%	20.67%	21.88%
电子商务	--	697.71%	59.54%	35.61%
毛利率(%)	33.82%	29.38%	29.81%	31.42%
代理销售	31.07%	31.70%	31.06%	31.45%
顾问策划	36.61%	28.57%	32.93%	35.74%

金融服务	76.03%	51.99%	49.65%	45.58%
资产服务	20.08%	16.09%	20.28%	21.08%
电子商务	12.11%	11.86%	18.03%	27.05%
毛利贡献率(%)				
代理销售	60.16%	69.75%	62.19%	55.81%
顾问策划	15.27%	7.46%	7.93%	7.61%
金融服务	18.31%	13.58%	14.49%	14.43%
资产服务	5.50%	4.30%	5.46%	5.65%
电子商务	0.74%	4.91%	9.93%	16.50%

资料来源：中国中投证券研究总部

2. 投资建议

自公司 2014 年推出祥云战略后,公司以“扩大入口资源,深化服务,拥抱互联网,坚定地进入存量市场”为宗旨,形成“泛交易、类金融、大资管、互联网+”四大业务全面发展的态势,并在养老、青年公寓、旧城改造等产业积极布局,不断挖掘新的利润增长点,为公司长期稳定发展奠定基础。

1) **主营业务占比最大的代理销售业务屡创新高, 15 年已完成代理销售额达到 4308 亿,市场占有率达到历史新高 4.94%,毛利贡献率为 66.07%。 , 预计 2018 年代理销售额达到 5500 亿,市场份额 5.77%。**15 年公司增持山东怡高、厦门立丹行,以外延并购的形式不断扩展市场分额。公司以代理销售为入口,不断叠加金融、资产服务,能有效扩大创新业务入口资源,带动创新业务全面落地高速发展。此外,大宗交易富邦晶品项目为公司积累丰富的运营经验,由公司担任一般合伙人(GP)发起资管计划,间接收购一、二线城市核心地段写字楼,赚取 GP 管理费用及出售标的物业获得的劣后收益。

2) **金融服务与电商业务成长迅猛,截至 2015 年前三季度,营业收入同比增长分别为 73.16%与 2028.55%,毛利贡献占比分别为 16.77%(同比增 76.31%)和 3.88%。**金融业务拳头产品家圆云贷增长迅速,2015 年前三季度放贷金额已接近 20 亿,预计 18 年达 59 亿,首个资产支持证券 ABS 产品挂牌深交所,有力拓宽融资渠道、降低融资成本 2-3 个百分点,融资杠杆 1:6.8。资金成本不断降低,收益将稳步提升。此外,新推出的装修贷 2015 年贷款额已突破 1 亿,后续成绩可期。

3) **资产服务业务产品线完整、区域覆盖广,形成了写字楼、小样社区、集团工业园物管、高端公寓四条基础业务线,并叠加资产交易、金融等深化服务,公司通过增持晟耀资产、收购科技园物管公司,大幅提升公司资产管理板块收入规模。**此外小样社区业务已在深圳、武汉、上海等五个城市顺利开展,未来成长空间较大。

4) 世联行积极布局未来极有增长潜力的养老、青年公寓、旧城改造等新兴产业,并通过战略合作入股等方式提前布局。通过为运营商合作提供顾问策划、资产服务、金融服务、电子商务等相关衍生业务,扩大入口资源,增强客户粘性,既带动现有业务的发展,又能为新业务的运营积累经验。**世联养老预计 2016 年有实体项目落地公司,业务落地后的具体表现十分值得期待。**

5) 面对二手房市场激烈竞争,公司调整战略,停止收购 Q 房网,以完善二手房交易后服务业务为切入点进入存量房市场,积累客户资源。通过与资金实力较弱的中小房地产中介合作,在二手房交易的基础上叠加金融服务,为客户提供世联+贷以及家圆云贷二手房置业贷,2015年7月在深圳开展业务,预计2016年有望拓展至其他城市。

公司作为 A 股唯一的房地产综合服务商,其号召力、影响力、综合实力处于行业前列。在中国经济进入新常态的背景下,顺应行业整体改革的东风,公司积极推行改革,提出祥云战略,坚持深耕房地产服务业。近两年公司的业务结构发生了非常大的变化,新兴业务(电商业务、金融服务、资产服务业务)逐渐成长起来,由2014年营业收入的19.49%到2015年1-9月占公司营业收入的32.66%,改革成效显著。公司在业务发展前期着重投入成本,广泛布局、形成规模化效应,为之后的高速发展夯实基础。此外,公司即将进入的新兴产业也将不断改变公司的营业结构,为公司带来新的活力。预计15-17年最新摊薄 EPS 为 0.37、0.47、0.61,对应当前股价 PE26、20、16 倍。三年复合增长 31%,对应 PE26、20、16 倍,6 个月目标价 15.00 元,对应 PE32 倍,维持“强烈推荐”评级。

3. 风险提示

- 1) 短期内市场情绪较悲观,股市波动较剧烈;
- 2) 房地产服务行业近几年来竞争日趋激烈,行业边界模糊。其他行业的领军企业异军突起,向房地产行业进行探索,例如平安集团的平安好房,百度集团的百度房产等。此外,百度房产提供免费广告促合作,平安好房提出“脱媒化革新”的概念,都将加速行业洗牌,为世联行拓展业务、抢占市场份额带来了压力;
- 3) 受房地产开发市场不景气影响,公司顾问策划业务执行合约数同比减少 125 个,2015 年上半年营业收入同比下降 19.13%,毛利率降低 38.17%至 5679.62 万元。预计以去库存为基调的 2016 年,顾问策划业务仍将经历发展瓶颈;
- 4) 有着丰富的线下客户资源并且增长迅猛的链家联手同策咨询、万科进军一手房市场,代理销售业务竞争压力增大。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	3272	4962	5620	6492
现金	791	3982	3886	4423
应收账款	679	673	795	923
其它应收款	109	261	268	334
预付账款	26	25	30	34
存货	0	0	0	0
其他	1668	21	641	777
非流动资产	844	746	755	730
长期投资	0	0	0	0
固定资产	212	194	176	158
无形资产	47	54	63	74
其他	585	498	516	499
资产总计	4116	5708	6374	7222
流动负债	1984	1121	1223	1291
短期借款	424	150	192	255
应付账款	19	41	40	50
其他	1541	931	992	986
非流动负债	45	845	845	845
长期借款	0	800	800	800
其他	45	45	45	45
负债合计	2028	1966	2068	2135
少数股东权益	61	105	154	222
股本	764	1446	1446	1446
资本公积	354	973	973	973
留存收益	909	1217	1733	2445
归属母公司股东权益	2026	3636	4152	4865
负债和股东权益	4116	5708	6374	7222

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-922	1616	88	700
净利润	419	581	728	953
折旧摊销	35	27	28	27
财务费用	-0	28	38	40
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-1431	991	-694	-322
其它	58	-9	-10	5
投资活动现金流	-97	15	-31	-12
资本支出	31	0	0	0
长期投资	-69	-47	24	-12
其他	-135	-33	-7	-23
筹资活动现金流	850	1561	-154	-151
短期借款	423	-274	42	64
长期借款	0	800	0	0
普通股增加	339	682	0	0
资本公积增加	-204	619	0	0
其他	292	-267	-195	-214
现金净增加额	-169	3192	-97	538

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3308	4486	5301	6156
营业成本	2189	3168	3721	4222
营业税金及附加	185	251	298	346
营业费用	0	0	0	0
管理费用	318	260	270	270
财务费用	-0	28	38	40
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	2	2	2
营业利润	559	781	976	1281
营业外收入	7	8	7	8
营业外支出	3	2	3	3
利润总额	563	786	981	1286
所得税	144	205	253	334
净利润	419	581	728	953
少数股东损益	25	44	49	68
归属母公司净利润	394	538	679	885
EBITDA	593	836	1042	1348
EPS (元)	0.52	0.37	0.47	0.61

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	29.1%	35.6%	18.2%	16.1%
营业利润	19.0%	39.6%	25.0%	31.3%
归属于母公司净利润	23.9%	36.3%	26.3%	30.4%
获利能力				
毛利率	33.8%	29.4%	29.8%	31.4%
净利率	11.9%	12.0%	12.8%	14.4%
ROE	19.5%	14.8%	16.3%	18.2%
ROIC	30.2%	132.1%	67.0%	68.1%
偿债能力				
资产负债率	49.3%	34.4%	32.4%	29.6%
净负债比率	20.91%	48.33%	47.96%	49.42%
流动比率	1.65	4.42	4.59	5.03
速动比率	1.65	4.42	4.59	5.03
营运能力				
总资产周转率	1.00	0.91	0.88	0.91
应收账款周转率	6	6	7	7
应付账款周转率	93.41	106.79	92.60	94.48
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.37	0.47	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.64	1.12	0.06	0.48
每股净资产(最新摊薄)	1.40	2.51	2.87	3.36
估值比率				
P/E	36.96	27.11	21.47	16.47
P/B	7.19	4.01	3.51	3.00
EV/EBITDA	24	17	13	10

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2015-08-26	《世联行-代理收入稳增，创新业务放量可期》
2015-04-21	《世联行-成长中的“互联网+房地产服务”行业巨头》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券房地产行业首席分析师,工商管理硕士,20年证券研究从业经验。

主要覆盖公司:万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,毕业于中国人民大学,经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业实习生,毕业于伦敦城市大学卡斯商学院,经济学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编: 200082 传真: (021) 62171434