

世联行 (002285)

定增助力小贷腾飞，高覆盖面股权激励激发热情

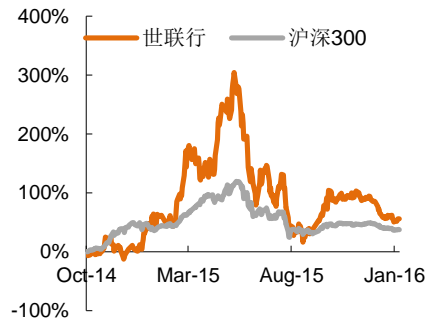
强烈推荐 (维持)

现价: 10.66 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)	154
流通 A 股市值(亿元)	130
每股净资产(元)	2.28
资产负债率(%)	45.1

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:

1) 拟定增募集资金不超过10亿，定增价9.98元/股，募集资金全部用于增资世联小贷业务；2) 公司公布限制性股权激励方案，涉及1571.25万股，占公司总股本的1.09%，期限不超过5年，授予价格为5.55元/股。

平安观点:

- **定增增资小贷，助力金融业务持续发力。**公司自 2013 年开展小贷业务以来，金融业务对净利润贡献占比持续提升，2015 年前三季度，世联小贷公司实现净利润 6249 万，贡献了上市公司净利润的 24.8%。尽管公司近年通过资产证券化等方式提供资金的周转率，但随着业务规模扩大，较小的资本金已成为制约金融业务进一步增长的重要束缚。本次定增完成后，世联小贷的注册资本金将直接由 5 亿提升至 15 亿，按照 1 比 2 的杠杆，将增加 20 亿的可贷资金规模，同时相比于资产证券化 10%左右的融资成本，公司资金成本将大幅下降，亦助于提高公司金融业务的盈利能力。2015 年世联为保证真实交易和真实用途，适度加强了家圆云贷业务的风险管控，随着风控系统的完善及本次注资的完成，预计 2016 年公司小贷业务将再次迎来腾飞。
- **限制性股权激励覆盖面广，利于上下一心。**本次授予的限制性股票价格为 5.55 元/股，为前 20 个交易日均价的 50%，共计 1571.25 万股世联行股票，占本激励计划签署时公司总股本的 1.09%，授予对象为包括高管在内的 468 名核心员工。此前公司仅主要高管持有公司股票，本次限制性股权激励覆盖包括高管在内的 468 名核心员工，覆盖面广利于公司上下一心，为大资管、类金融等新业务的成功开展保驾护航。
- **业绩考核条件较高，体现员工对未来发展信心。**本次股权激励行权条件为：1) 2016-2019 年扣非净利润不低于 6 亿、7.2 亿、8.7 亿和 10.4 亿，对应 2017 至 2019 年增速为 20%；或者 2) 2016-2019 年营收不低于 65 亿、84.5 亿、110 亿和 143 亿，对应 2017 至 2019 年营收增速为 30%。在满足上述两个业绩条件之一的基础上，个人年度业绩考核需不低于 C 档。营收及净利润增速均明显高于近年行业均值，体现员工对未来新业务增长的信心，个人业绩考核要求利于激发员工的工作热情。

	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)	48.5	39.5	32.3	25.4	20.9
P/B(倍)	8.7	7.4	4.4	3.8	3.3

- **传统代理业务增速远超行业，市占率稳步提升。**公司 2015 年累计实现代理销售额 4308 亿，同比增长 33.9%，增速明显高于全国商品房的 14.4%的同比增速，亦优于万科（21.5%）、保利（12.8%）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 4.9%。代理业务高速增长，为 2016 年业绩奠定基础。
- **维持“强烈推荐”评级。**预计 2015、2016 年 EPS 预测至 0.33 元和 0.42 元，当前股价对应 PE 分别为 32.3 倍和 25.4 倍。公司股价年初至今下跌 34.3%，跌幅远超行业，我们认为公司为具备业绩和销量双重支撑的超跌品种，定增注资小贷助力金融业务腾飞，股权激励实现员工利益绑定，2016 年新业务增速值得期待，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**定增进度不及预期风险。

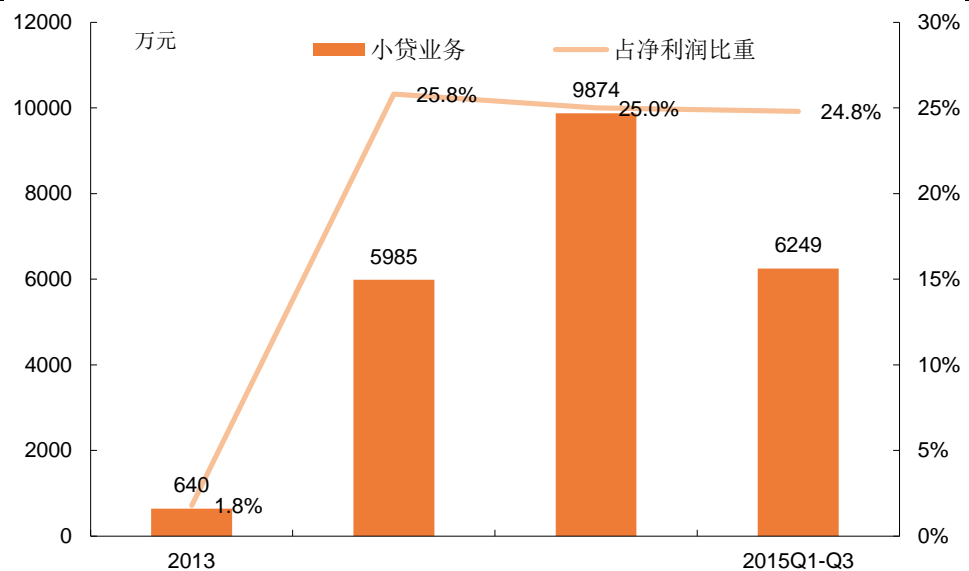
事项:

1) 拟定增募集资金不超过10亿, 定增价9.98元/股, 募集资金全部用于增资世联小贷业务; 2) 公司公布限制性股权激励方案, 涉及1571.25万股, 占公司总股本的1.09%, 期限不超过5年, 授予价格为5.55元/股。

平安观点:

定增增资小贷, 助力金融业务持续发力。公司自 2013 年开展小贷业务以来, 金融业务对净利润贡献占比持续提升, 2015 年前三季度, 世联小贷公司实现净利润 6249 万, 贡献了上市公司净利润的 24.8%。尽管公司近年通过资产证券化等方式提供资金的周转率, 但随着业务规模扩大, 较小的资本金已成为制约金融业务进一步增长的重要束缚。2015 年前三季度小贷业务净利润增速同比仅增长 4.4%。

图表1 2015 年前三季度小额贷款净利润占公司总净利润比重达 24.8%



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

本次定增完成后, 世联小贷的注册资本金将直接由5亿提升至15亿, 按照1比2的杠杆, 将增加20亿的可供贷款规模, 同时相比于资产证券化10%左右的融资成本, 公司资金成本将大幅下降, 亦助于提高公司金融业务的盈利能力。2015年公司为保证真实交易和真实用途, 适度加强了家圆云贷业务的风险管控, 随着风控系统的完善及本次注资的完成, 预计2016年公司小贷业务将再次迎来腾飞。

图表2 公司定增方案主要事项

募集资金总额	不超过 10 亿, 总股数不超过 100200400 股
定增价格	9.98 元/股
定增对象	不超过 10 名特定投资者
募集资金用途	增资世联小贷
锁定期	12 个月

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

限制性股权激励覆盖面广，利于上下一心。本次授予的限制性股票价格为 5.55 元/股，为前 20 交易日均价的 50%，共计 1571.25 万份世联行股票，占本激励计划签署时公司总股本的 1.09%，授予对象为包括高管在内的 468 名核心员工。此前公司仅主要高管持有公司股票，本次限制性股权激励覆盖包括高管在内的 468 名核心员工，覆盖面广利于公司上下一心，利于大资管、类金融等新业务的成功开展。

图表3 公司限制性股权激励方案主要事项

授予总股数	1571.25 万股，占总股本的 1.09%
授予价格	5.55 元/股
授予对象	包括公司总经理等高管在内的 468 名核心员工
行权条件	1)2016-2019 年扣非净利润不低于 6 亿、7.2 亿、8.7 亿和 10.4 亿，对应 2017 至 2019 年增速均为 20%；或者 2) 2016-2019 年营收不低于 65 亿、84.5 亿、110 亿和 143 亿，对应 2017 至 2019 年营收增速为 30%。满足上述两个条件之一的基础上，个人年度考核不低于 C 档。
锁定期限	不超过 5 年，授予日起满 12 个月后，每 12 个月解锁比例为 25%。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

业绩条件考核较高，体现管理层对未来发展信心。本次股权激励行权条件为：1) 2016-2019 年扣非净利润不低于 6 亿、7.2 亿、8.7 亿和 10.4 亿，对应 2017 至 2019 年增速均为 20%；或者 2) 2016-2019 年营收不低于 65 亿、84.5 亿、110 亿和 143 亿，对应 2017 至 2019 年营收增速为 30%。在满足上述两个业绩条件之一的基础上，个人业绩考核需不低于 C 档。营收及净利润增速均明显高于近年行业均值，体现员工对未来新业务增长的信心，个人业绩考核要求利于激发员工的工作热情。

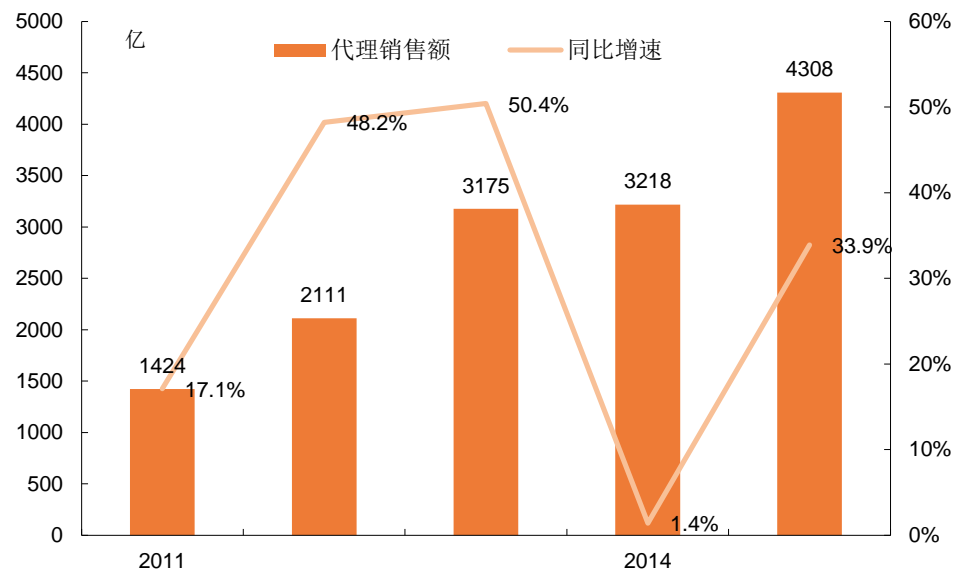
图表4 业绩考核条件较高

解锁期	业绩考核目标
第一个解锁期	锁定期内归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。 公司还需满足下列两个条件之一： ①公司 2016 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润不低于 6 亿元；或 ②公司 2016 年营业收入不低于 65 亿元。
第二个解锁期	公司需满足下列两个条件之一： ①公司 2017 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润不低于 7.2 亿元；或 ②公司 2017 年营业收入不低于 84.5 亿元。
第三个解锁期	公司需满足下列两个条件之一： ①公司 2018 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润不低于 8.7 亿元；或 ②公司 2018 年营业收入不低于 110 亿元。
第四个解锁期	公司需满足下列两个条件之一： ①公司 2019 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润不低于 10.4 亿元；或 ②公司 2019 年营业收入不低于 143 亿元。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

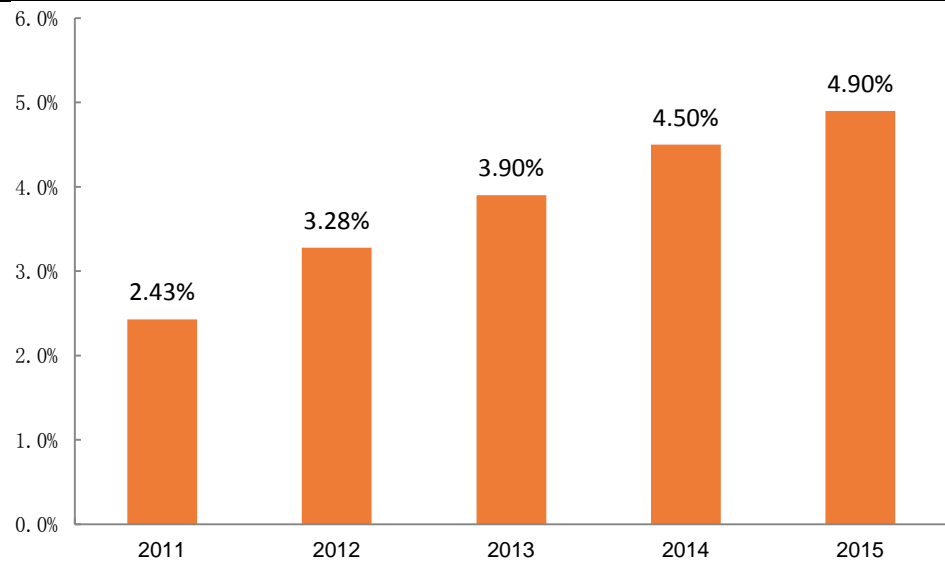
传统代理业务增速远超行业，市占率稳步提升。公司2015年累计实现代理销售额4308亿，同比增长33.9%，增速明显高于全国商品房的14.4%的同比增速，亦优于万科（21.5%）、保利（12.8%）等龙头房企表现。公司全国市场占有率也由2014年末的4.5%攀升至4.9%。代理业务高速增长，为2016年业绩奠定基础。

图表5 世联历年代理销售额走势图（单位：亿元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 世联历年代理销售额市占率走势图



资料来源：公司公告，平安证券研究所

维持“强烈推荐”评级。预计2015、2016年EPS预测至0.33元和0.42元，当前股价对应PE分别为32.3倍和25.4倍。公司股价年初至今下跌34.3%，跌幅远超行业，我们认为公司为具备业绩和销量双重支撑的超跌品种，此次定增注资小贷助力金融业务发展，股权激励实现员工利益绑定，2016年新业务增速值得期待，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：定增进度不及预期风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	3272	5037	5052	5213
现金	791	2530	2655	2833
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
非流动资产	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
资产总计	4116	6892	7090	7439
流动负债	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
非流动负债	45	74	82	87
长期借款	0	29	38	42
其他非流动负债	45	45	45	45
负债合计	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	915	915	915
留存收益	909	1018	1505	2139
归属母公司股东权益	2026	3379	3866	4500
负债和股东权益	4116	6892	7090	7439

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	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
现金净增加额	-169	-144	375	131

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	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
营业利润	559	699	870	1072
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	3	3	0	0
利润总额	563	699	870	1072
所得税	144	182	218	279
净利润	419	518	653	793
少数股东损益	25	36	46	58
归属母公司净利润	394	481	607	736
EBITDA	600	761	949	1130
EPS(元)	0.27	0.33	0.42	0.51

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力				
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
获利能力				
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
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标(元)				
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)	1.44	2.40	2.77	3.25
估值比率				
P/E	39.5	32.3	25.4	20.9
P/B	7.4	4.4	3.8	3.3
EV/EBITDA	25.3	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 2016 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