

2016年02月16日

王睿哲  
C0062@capital.com.tw  
目标价(元) 12.5

公司基本资讯

产业别	房地产		
A 股价(2016/2/15)	10.44		
深证成指(2016/2/15)	9668.85		
股价 12 个月高/低	40/9.6		
总发行股数(百万)	1445.70		
A 股数(百万)	1221.64		
A 市值(亿元)	127.54		
主要股东	世联地产顾问(中国)有限公司 (39.78%)		
每股净值(元)	2.28		
股价/账面净值	4.58		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-6.7	-41.7	-24.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-1-22	11.32	买入

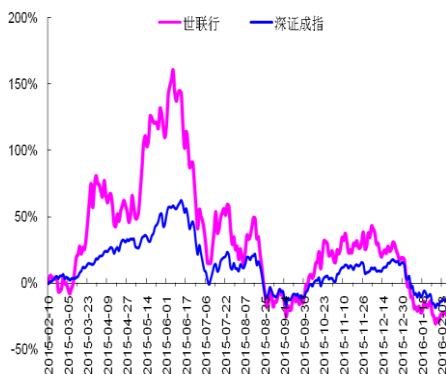
产品组合

代理销售业务	69.6%
顾问策划业务	22.0%
资产服务业务	4.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.1%
一般法人	56.2%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	318	394	462	601	721
同比增减	%	50.6%	23.9%	17.0%	30.2%	20.1%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.42	0.52	0.32	0.42	0.50
同比增减	%	-35.1%	23.8%	-38.6%	30.2%	20.1%
市盈率(P/E)	X	25.4	20.5	33.4	25.7	21.4
股利 (DPS)	RMB 元	0.1	0.06	0.05	0.06	0.07
股息率 (Yield)	%	0.94%	0.56%	0.47%	0.58%	0.70%

注：未考虑定增摊薄影响，股本按 14.46 亿计

世联行(002285.SZ)

BUY(买入)

定增助力小贷业务规模扩张，限制性股权激励保障公司长远发展

结论与建议：

事件：

(1) 公司拟向不超过 10 名对象非公开发行股票，募集资金不超过 10 亿，定增价格为 9.98 元/股，募集的资金将全部用于增资世联小贷业务；

(2) 公司拟向董事、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干及子公司管理人员实行限制性股权激励计划，共计 468 人，涉及 1571 万股，占公司总股本 1.09%，期限不超过 5 年，授予价格为 5.55 元/股，分四次解锁。

点评：

■ **定增助力小贷业务规模扩张：**自公司 2013 年下半年推出“家圆云贷”业务后，公司小贷业务得到了飞速发展。2014 年，公司“家圆云贷”产品放款金额达到 19.7 亿元，贡献营收 2.45 亿元，YOY 分别增长 1213.33% 和 2744.69%。但受到资金的束缚（根据深圳市人民政府金融发展服务办公室发布的《关于我市小额贷款公司开展融资创新业务试点的通知》规定小额贷款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%），在 2015 年房地产销售景气，公司代理销售额快速增长并突破 4000 亿期间，公司小贷业务虽仍在快速增长，但增速却大幅放缓。2015 年上半年，公司“家圆云贷”业务共放贷 11.14 亿元，YOY+102.2%，贡献营收 1.76 亿，YOY+193.8%，并未充分享受代理销售业务这一入口平台所带来的协同作用。目前世联小贷公司注册资金 5 亿元，本次定增 10 亿完成后，我们认为公司小贷业务的融资规模和放贷规模将会大幅增长。

■ **股权激励绑定人才，保障公司长远发展：**公司本次股权激励范围较大，对于公司的中高层以及子公司的管理人员均实行股权激励，并且行权条件并不算宽松，2016、2017、2018、2019 年的解算条件分别是当年扣非后净利润不低于 6 亿或营收不低于 65 亿，扣非后净利润不低于 7.2 亿或营收不低于 84.5 亿，扣非后净利润不低于 8.7 亿或营收不低于 110 亿，净利润不低于 10.4 亿或营收不低于 143 亿，并且激励对象可解锁股票数量与其上年度的绩效考核挂钩。我们认为公司此次实行股权激励将绑定核心员工利益，调动员工的积极性，利于公司长远发展。

■ **盈利预测与投资建议：**公司在存量市场以及服务业务方向做了大量布局，规模较大并且快速增长的代理销售额又能够为公司这些业务提供了广阔的入口，我们看好公司在行业下半场的发展。我们预计公司 2015/2016/2017 年实现净利润 4.6/6.1/7.2 亿元，YOY 分别 +17%/+31%/+19%，EPS 分别为 0.32 元/0.42 元/0.5 元，对应 PE 分别为 33 倍/26 倍/21 倍。公司发展前景广阔，目前公司的估值水平已进入可投资范围，我们上调至“买入”评级。

预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

表 1: 授予的限制性股票在各激励对象间的分配情况

姓名	职务	获授限制性股票的总额 (万股)	获授限制性股票占本次授出限制性股票的比例 (%)	占目前总股本的比例 (%)
朱敏	董事、总经理	100.00	6.36	0.069
范莹	董事、副总经理	7.00	0.45	0.005
焦安平	副总经理	12.00	0.76	0.008
王伟	副总经理	10.40	0.66	0.007
公司中层管理人员、核心骨干、子公司管理人员 (464 人)		1441.85	91.76	0.997
合计 (468 人)		1571.25	100.00	1.09

资料来源: 公司公告

表 2: 限制性股票的各年度绩效考核目标

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

## 附一：合并损益表

百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2563	3308	4750	6200	7360
经营成本	1223	2189	3373	4430	5255
营业税金及附加	143	185	265	345	410
销售费用	--	0	0	0	1
管理费用	269	318	366	465	552
财务费用	-13	0	52	68	81
资产减值损失	50	59	55	55	55
投资收益	1	2	5	3	3
营业利润	470	559	645	840	1010
营业外收入	9	7	6	6	6
营业外支出	2	3	2	2	2
利润总额	477	563	649	844	1014
所得税	127	144	165	215	259
少数股东损益	32	25	22	28	34
归属于母公司所有者的净利润	318	394	462	601	721

## 附二：合并资产负债表

百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	958	791	2630	2690	2850
应收账款	463	679	730	790	800
存货	--	0	0	0	0
流动资产合计	1837	3272	5338	5450	5690
长期股权投资	56	0	4	4	4
固定资产	241	212	210	210	210
在建工程	--	0	0	0	0
非流动资产合计	660	844	992	1050	1094
资产总计	2498	4116	6330	6500	6784
流动负债合计	725	1984	3737	3362	2999
非流动负债合计	--	45	95	100	100
负债合计	725	2028	3832	3462	3099
少数股东权益	64	61	83	111	145
股东权益合计	1773	2088	2499	3038	3685
负债及股东权益合计	2498	4116	6330	6500	6784

## 附三：合并现金流量表

百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动产生的现金流量净额	463	-922	469	-406	-400
投资活动产生的现金流量净额	-163	-97	-115	-124	-120
筹资活动产生的现金流量净额	-356	850	1490	590	680
现金及现金等价物净增加额	-55	-169	1844	60	160

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。