



**谨慎
买入**

18% ↑

目标价格:人民币 13.50

原目标价格:人民币 18.48

002285.CH

价格:人民币 11.42

目标价格基础:30倍 16年市盈率

板块评级:增持

世联行

代理销售大幅增长, 创新业务百花齐放

2015年1-12月, 世联行实现营业收入47.1亿元, 同比上升42.4%; 归母净利润5.1亿元, 同比上升29.2%, 每股收益0.38元; 含税毛利率和净利率分别为26.9%和10.8%, 分别同比下降1.38和下降1.11个百分点; 拟向全体股东每10股送1.6股转2.4股派0.4元。公司业绩增长略超预期, 主要由于: 1) 2015年公司实现的代理销售金额同比大幅增长34%; 2) 公司家圆云贷规模近30亿元; 3) 公司新开展的互联网+业务收入占比大幅提升至15.5%。公司近期推出限制性股票激励计划, 向高管定增1571万股, 授予价格为每股5.55元, 有助于绑定多方利益。公司作为一手房代理行业龙头, 市占率稳步提升且受益于去年市场大幅回暖, 而公司金融、电商和资管等创新业务精准卡位房地产服务和存量市场, 具有较强的爆发潜力。我们给予公司2016-18年的每股收益预测分别为0.45、0.53和0.62元, 按照2016年目标市盈率30倍, 目标价下调至13.50元, 维持谨慎买入评级。

支撑评级的要点

- **代理销售同比增长33.9%, 结算收入同比增长25.87%。**2015年公司实现代理销售业务27.27亿元, 同比增长25.87%; 实现代理销售额4,309亿元, 同比增长33.90%, 市占率达4.94%, 代理收费平均费率为0.82%, 同比下降0.02个百分点。公司代理销售业务大幅跑赢市场同期14.4%的增幅, 主要由于公司作为一手房代理龙头的地位稳固, 且去年代理深圳楼盘占比较大, 华南地区收入占比达48%。受结算周期的影响, 公司去年出色的销售额将继续为今年的业绩增长作出贡献。但鉴于未来楼市政策边际效应的递减, 以及行业竞争格局的加剧, 预计今年实现销售额增速将有所收窄。
- **家圆云贷规模同比增长51.9%, 资产证券化产品获得突破。**2015年公司实现金融服务业务4.2亿元, 同比增长56.48%; 其中, 家圆云贷产品的放贷金额为29.92亿元, 同比增长51.90%。此外, 世联集金理财产品正式上线, 累计成交金额6.6亿, 而在资产证券化探索方面也取得一定突破, 落地标准ABS项目1个。公司专注于布局垂直化的互联网金融领域, 并与交易业务形成紧密联动, 金融业务延续高速增长态势, 但由于公司加大了业务拓展和风控力度, 且融资规模放大了资金成本, 使得毛利率从上年同期的76.03%下降到本期的62.62%。未来随着资产证券化率的提升, 公司的放款额度有望实现加速突破。
- **资产管理业务多元化拓展, 新增互联网+业务收入占比15.5%。**2015年公司实现资产管理服务收入4.21亿元, 同比增长8.96%, 其中资产服务业务和顾问策划业务分别同比增长41.59%和下降20.93%。公司的资产服务业务继续推进规模化发展, 在管项目收费面积为288.2万平方米, 同时尝试了新的业务类型逐步聚焦房地产存量市场, 短期难贡献业绩但为未来增长提供潜力; 公司的顾问策划业务则继续受制于房地产投资增速的低迷。此外, 公司去年新增的互联网+业务主要通过整合买卖等多方资源提供团购服务, 由于低基数背景和行业成交火热, 实现收入7.3亿元, 占比已大幅提升至15.49%, 虽然由于业务性质导致毛利率较低, 毛利占比为7.99%, 但互联网业务仍然后劲十足。

评级面临的主要风险

- 今年房地产市场销售低于预期; 转型业务推进慢于预期。

估值

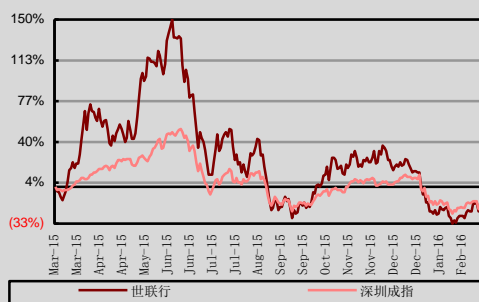
- 我们对2016-18年的每股收益预测为0.45、0.53和0.62元, 按照16年目标市盈率30倍, 目标价由18.48元下调至13.50元, 维持谨慎买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币百万)	3,308	4,711	5,653	6,783	7,801
变动(%)	29	42	20	20	15
净利润(人民币百万)	394	565	643	773	891
全面摊薄每股收益(人民币)	0.273	0.391	0.445	0.534	0.616
变动(%)	25.1	43.5	13.7	20.2	15.3
先前预测每股收益(人民币)			0.462	0.581	
调整幅度(%)			3.1	8.8	
全面摊薄市盈率(倍)	41.9	29.2	25.7	21.4	18.5
价格/每股现金流量(倍)	(17.9)	36.6	17.9	14.9	13.1
每股现金流量(人民币)	(0.64)	0.31	0.64	0.76	0.87
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.8	15.4	10.6	8.1	6.4
每股股息(人民币)	0.032	0.040	0.050	0.061	0.070
股息率(%)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(21.8)	7.1	(40.1)	(12.1)
相对深证成指	5.4	6.2	(15.1)	6.5

发行股数(百万)	1,446
流通股(%)	85
流通股市值(人民币百万)	13,951
3个月日均交易额(人民币百万)	390
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
世联地产顾问(中国)有限公司	40

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券

以2016年2月26日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

田世欣*
(8621)20328519
shixin.tian@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

*卢晓峰为本报重要贡献者

图表 1. 世联行 2015 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2014 年	2015 年	同比变动(%)
营业收入	3,308	4,711	42.4
营业成本	(2,189)	(3,178)	45.2
营业税	(185)	(268)	45.0
毛利润	934	1,265	35.4
其他收入	(59)	(122)	105.5
销售费用	0	0	0
管理费用	(318)	(345)	8.4
营业利润	557	799	43.4
投资收益	2	5	150.0
财务费用	0	(56)	(17437.6)
营业外收支	4	7	79.9
税前利润	563	755	34.0
所得税	(144)	(211)	46.2
少数股东权益	(25)	(35)	40.6
归属上市公司股东净利润	394	509	29.2
主要比率(%)			百分点增减
含税毛利率	28.2	26.9	(1.4)
经营利润率	16.8	17.0	0.1
净利率	11.9	10.8	(1.1)

资料来源: 公司数据及中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	3,308	4,711	5,653	6,783	7,801
销售成本	(2,374)	(3,446)	(4,124)	(4,949)	(5,692)
经营费用	(284)	(305)	(393)	(474)	(547)
息税折旧前利润	650	960	1,135	1,360	1,563
折旧及摊销	(35)	(40)	(21)	(23)	(25)
经营利润(息税前利润)	616	920	1,115	1,337	1,538
净利息收入/(费用)	15	0	(63)	(76)	(89)
其他收益/(损失)	(55)	(109)	(136)	(162)	(182)
税前利润	563	811	916	1,100	1,268
所得税	(144)	(211)	(229)	(275)	(316)
少数股东权益	(25)	(35)	(44)	(53)	(60)
净利润	394	565	643	773	891
核心净利润	394	565	643	773	891
每股收益(人民币)	0.273	0.391	0.445	0.534	0.616
核心每股收益(人民币)	0.273	0.391	0.445	0.534	0.616
每股股息(人民币)	0.032	0.040	0.050	0.061	0.070
收入增长(%)	29	42	20	20	15
息税前利润增长(%)	23	49	21	20	15
息税折旧前利润增长(%)	22	48	18	20	15
每股收益增长(%)	25	43	14	20	15
核心每股收益增长(%)	25	43	14	20	15

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	563	811	916	1,100	1,268
折旧与摊销	35	40	21	23	25
净利息费用	(2)	0	63	76	89
运营资本变动	(1,431)	(304)	15	18	16
税金	(144)	(211)	(229)	(275)	(316)
其他经营现金流	58	115	139	164	182
经营活动产生的现金流	(922)	451	925	1,105	1,263
购买固定资产净值	(31)	(30)	0	0	0
投资减少/增加	(66)	(154)	0	0	0
其他投资现金流	0	(21)	973	24	(126)
投资活动产生的现金流	(97)	(205)	973	24	(126)
净增权益	6	1,123	0	0	0
净增债务	529	649	235	282	254
支付股息	(76)	(225)	(73)	(88)	(101)
其他融资现金流	391	289	973	24	(126)
融资活动产生的现金流	850	1,837	1,135	218	27
现金变动	(169)	2,082	3,033	1,347	1,164
期初现金	958	791	2,926	5,901	7,249
公司自由现金流	(1,019)	245	1,898	1,129	1,137
权益自由现金流	(490)	895	2,133	1,411	1,391

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	791	2,926	5,901	7,249	8,415
应收帐款	810	1,159	1,391	1,669	1,919
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,672	2,130	75	90	104
流动资产总计	3,272	6,215	7,367	9,008	10,438
固定资产	213	184	200	218	237
无形资产	217	346	343	341	338
其他长期资产	414	653	692	488	513
长期资产总计	844	1,183	1,235	1,047	1,088
总资产	4,116	7,398	8,602	10,055	11,526
应付帐款	692	1,192	1,430	1,717	1,974
短期债务	424	1,176	1,411	1,693	1,947
其他流动负债	868	1,341	1,428	1,542	1,645
流动负债总计	1,984	3,709	4,270	4,952	5,566
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	45	45	54	65	74
股本	764	1,446	1,446	1,446	1,446
储备	1,262	2,104	2,700	3,414	4,207
股东权益	2,026	3,550	4,146	4,859	5,653
少数股东权益	61	94	133	180	233
总负债及权益	4,116	7,398	8,602	10,055	11,526
每股帐面价值(人民币)	1.40	2.46	2.87	3.36	3.91
每股有形资产(人民币)	2.37	2.22	2.63	3.12	3.67
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.48)	(1.21)	(3.11)	(3.84)	(4.47)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.7	20.4	20.1	20.1	20.0
息税前利润率(%)	18.6	19.5	19.7	19.7	19.7
税前利润率(%)	17.0	17.2	16.2	16.2	16.2
净利率(%)	11.9	12.0	11.4	11.4	11.4
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9
利息覆盖率(倍)	55.3	n.a.	17.7	17.7	17.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9
估值					
市盈率(倍)	41.9	29.2	25.7	21.4	18.5
核心业务市盈率(倍)	41.9	29.2	25.7	21.4	18.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	49.5	34.5	30.4	25.3	21.9
市净率(倍)	8.2	4.6	4.0	3.4	2.9
价格/现金流(倍)	(17.9)	36.6	17.9	14.9	13.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.8	15.4	10.6	8.1	6.4
周转率					
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	79.3	76.3	82.3	82.3	84.0
应付帐款周转天数	66.3	73.0	84.7	84.7	86.3
回报率					
股息支付率(%)	15.6	13.8	15.1	15.1	15.1
净资产收益率(%)	21.1	20.3	16.7	17.2	16.9
资产收益率(%)	13.9	11.8	10.4	10.8	10.7
已运用资本收益率(%)	29.4	25.1	21.2	21.5	21.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371