

2016年03月01日
世联行 (002285.SZ)

公司动态分析

证券研究报告

房地产服务

四大业务齐发展、人与资产共链接

——世联行 2015 年年报点评

■ **事件:** 公司公布 2015 年年报, 实现营收 47.11 亿元, 同比增长 42.39%; 净利润为 5.09 亿元, 同比增长 29.17%; 每股收益 0.38 元, 同比增长 18.75%。

■ **地产交易业务市占率持续提升、费率略有下降:** 公司实现代理销售金额为 4,309 亿元, 同比增 33.90%, 以 5% 的市场份额领先同业。此外, 公司深耕 170 多个城市, 2015 年开设 1628 个售楼处, 同比增 322 个, 已实现但未结算的代理销售总额约 2972 亿元, 将在未来 3-9 个月带来预计 21.5 亿元的收入。由于承接了部分自主性商品房项目, 公司代理费率微降至 0.82%, 但基本保持稳定。

■ **资产管理业务增长中结构调整、小样社区成亮点:** 公司的资产服务中基础物业管理业务实际在管项目 74 个, 在管面积 288.2 万方, 实现营收 4.13 亿元, 同比增长 34.9%, 同时小样社区、公寓管理等新业务正积极推进; 顾问策划业务由于受到土地购置和开工的下降, 执行合约数同比减少 127 个, 收入同比下降 20.93%。

■ **地产金融服务持续高增长、积极拓宽筹资渠道:** 公司家圆云贷产品的放贷共计 3.22 万笔, 放贷金额为 29.9 亿元, 同比分别增长 65.05%、51.90%, 同时该产品为公司带来收入 4.15 亿元, 同比增长 98.41%, 从 2013、2014 年该业务放贷规模仅为 1.5 亿和 19.7 亿元。公司筹资渠道多样化, 除了银行借款, 积极使用 P2P 和资产证券化 ABS (成本仅 6%) 的形式, 大幅降低综合成本。

■ **电商业务平台效应显现、收入爆发性增长:** 公司电商业务始于 2014 年下半年, 通过建立综合平台、整合营销渠道、收取团购服务费等方式提供服务, 15 年实现收入 7.28 亿元, 同比增长 965.25%。

■ **投资建议:** 地产政策利好不断, 公司新房交易服务市占率持续提升, 龙头地位, 稳固, 公司借助交易、资管、金融和电商四大业务打造全国领先的地产服务商, 建立人与资产的链接, 有望成为未来地产服务黄金时代的领航者, 我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.46、0.55 和 0.68, 对应当前股价 PE 估值为 27X、23X、19X, 维持“买入-A”评级, 6 个月目标价 16.1 元。

■ **风险提示:** 地产销量系统性下滑

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	3,308.2	4,710.6	6,184.7	7,861.4	9,779.4
净利润	394.3	509.4	709.8	843.3	1,033.4
每股收益(元)	0.27	0.35	0.46	0.55	0.68
每股净资产(元)	1.40	2.46	3.33	3.89	4.59
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	46.0	35.6	27.0	22.7	18.6
市净率(倍)	9.0	5.1	3.8	3.2	2.7
净利率	11.9%	10.8%	11.5%	10.7%	10.6%
净资产收益率	19.5%	14.3%	14.0%	14.2%	14.8%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.2%	0.3%	0.2%
ROIC	5.6	3.7	5.5	5.2	9.7

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

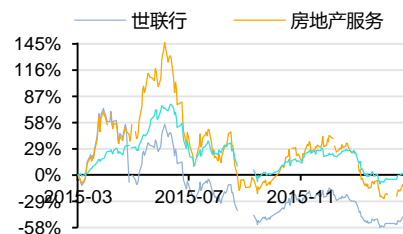
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价: **16.1 元**
股价 (2016-02-29) **12.56 元**

交易数据

总市值 (百万元)	16,509.85
流通市值 (百万元)	13,951.14
总股本 (百万股)	1,445.70
流通股本 (百万股)	1,221.64
12 个月价格区间	9.60/40.00 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.27	-18.01	-23.12
绝对收益	10.77	-40.15	-22.12

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515100001

chentc@essence.com.cn

021-68767839

相关报告

- 世联行: 传统业务超预期增长, 创新业务跨越式发展 2015-10-30
- 世联行: 世联地产: 市场放量环境下的高弹性品种 2010-12-16
- 世联行: 世联地产: 维持高速扩张, 未来盈利释放可期 2010-10-29

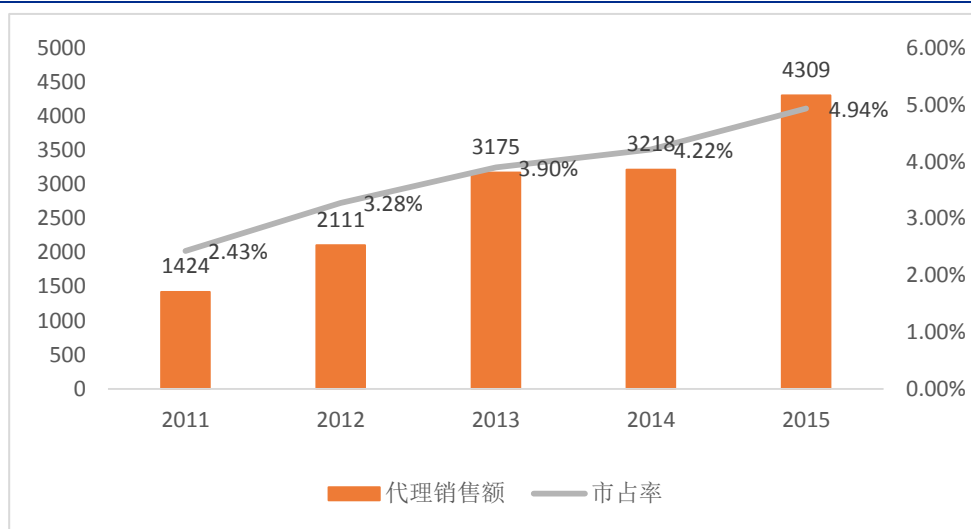
公司为国内首家登陆 A 股的房地产综合服务提供商，致力于将公司单一互相分割的业务打造成多种业务交叉融合的一站式服务平台，打造集顾问、金融、物管等多项业务为一体的服务平台。2015 年，公司业务划分为房地产交易服务、资产管理服务、金融服务和互联网+（电商）服务四大板块。房地产交易服务包括代理销售业务和经纪业务；资产管理服务包括资产服务业务和顾问策划业务。

公司公布 2015 年年报，实现营收 47.11 亿元，同比增长 42.39%；净利润为 5.09 亿元，同比增长 29.17%；每股收益 0.38 元，同比增长 18.75%。

1. 地产交易业务市占率持续提升、费率略有下降

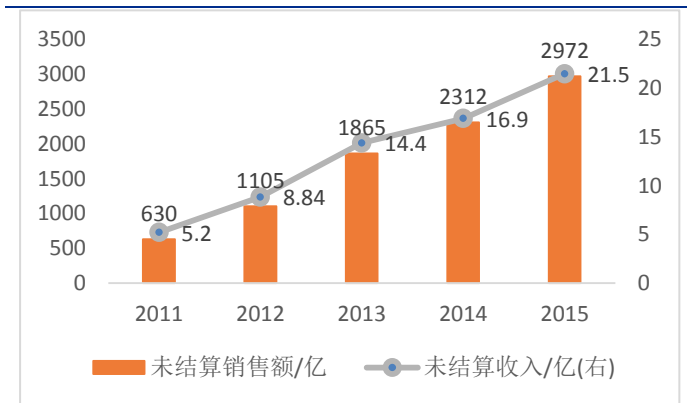
公司实现代理销售金额为 4,309 亿元，同比增 33.90%，以 5% 的市场份额领先同业。此外，公司深耕 170 多个城市，2015 年开设 1628 个售楼处，同比增 322 个，已实现但未结算的代理销售额约 2972 亿元，将在未来 3-9 个月带来预计 21.5 亿元的收入。由于承接了部分自主性商品房项目，公司代理费率微降至 0.82%，但基本保持稳定。

图 1：世联行代理销售额及市占率



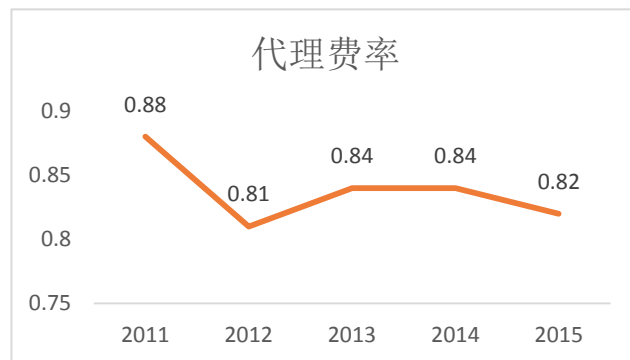
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 2：公司已实现未结算收入



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 3：公司代理费率

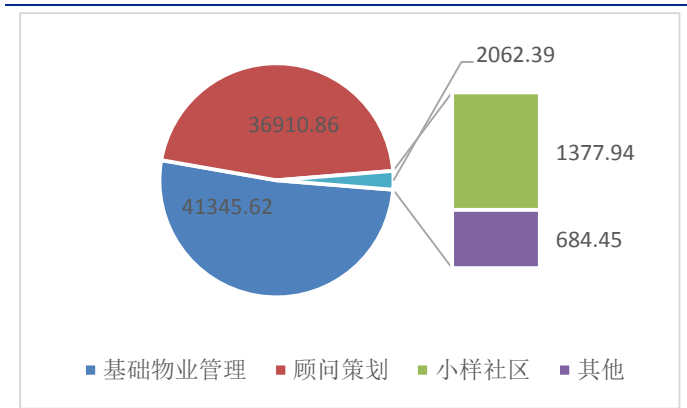


资料来源：wind、安信证券研究中心

2. 资产管理业务增长中结构调整、小样社区成亮点

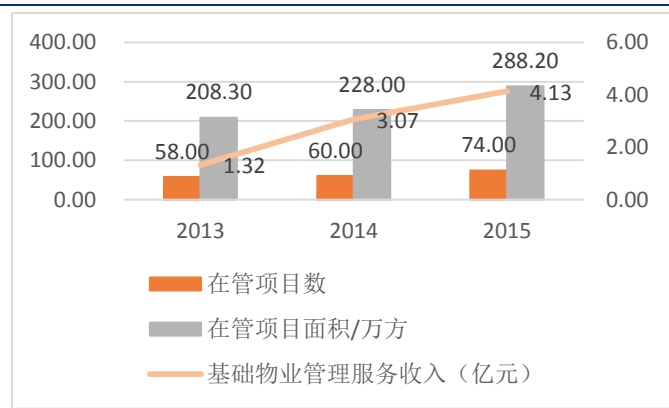
公司的资产服务中基础物业管理业务实际在管项目 74 个，在管面积 288.2 万方，实现营收 4.13 亿元，同比增长 34.9%，同时小样社区、公寓管理等新业务正积极推进；顾问策划业务由于受到土地购置和开工的下降，执行合约数同比减少 127 个，收入同比下降 20.93%。

图 4：公司资产管理业务分布



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 5：公司基础管理业务变化

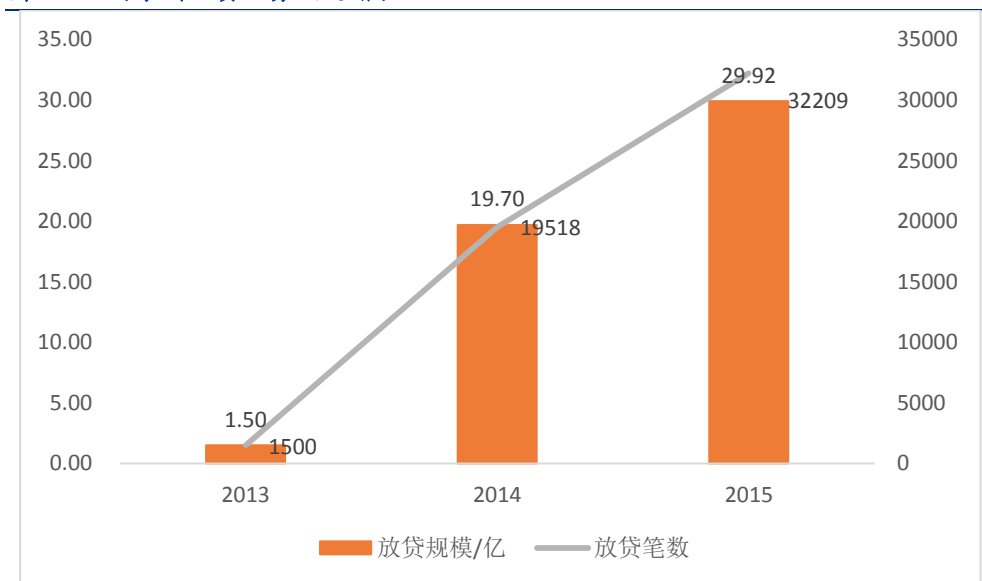


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

3. 地产金融服务持续高增长、积极拓宽筹资渠道

公司家圆云贷产品的放贷共计 3.22 万笔，放贷金额为 29.9 亿元，同比分别增长 65.05%、51.90%，同时该产品为公司带来收入 4.15 亿元，同比增长 98.41%，从 2013、2014 年该业务放贷规模仅为 1.5 亿和 19.7 亿元。公司筹资渠道多样化，除了银行借款，积极使用 P2P 和资产证券化 ABS（成本仅 6%）的形式，大幅降低综合成本。

图 6：公司家园云贷业务飞速增长



资料来源：wind、安信证券研究中心

4. 电商业务平台效应显现、收入爆发性增长

公司目前的互联网+业务（电商）主要是通过建立综合平台，整合营销渠道，收取团购服务费获取购房团购优惠等方式，向开发、渠道、购房者所提供的服务。该业务于 2014 年下半年开始运营，并与公司代理销售业务相互融合、相互促进，业务发展迅速。本报告期内，公司互联网+业务实现收入 72,847.08 万元，同比增长 965.25%；截至本报告期末，账面上尚有未结转的预收款金额 14,706.31 万元，这部分预收款金额将根据合同的约定结转为公司的收入或退还给未购房的客

表 1、公司电商业务收入

项目	2015	2014
在执行项目数（个）	597	154
未结转的预收费金额（万元）	14706.31	5900.2
电商业务收入（万元）	72847.08	6838.49

资料来源：wind、安信证券研究中心

5. 投资建议

地产政策利好不断，公司新房交易服务市占率持续提升，龙头地位，稳固，公司借助交易、资管、金融和电商四大业务打造全国领先的地产服务商，建立人与资产的链接，有望成为未来地产服务黄金时代的领航者，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.46、0.55 和 0.68，对应当前股价 PE 估值为 27X、23X、19X，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 16.1 元。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,308.2	4,710.6	6,184.7	7,861.4	9,779.4	成长性					
减:营业成本	2,189.3	3,177.8	4,174.1	5,346.6	6,770.3	营业收入增长率	29.1%	42.4%	31.3%	27.1%	24.4%
营业税费	184.7	267.8	347.6	442.6	552.1	营业利润增长率	19.0%	33.7%	35.6%	18.0%	22.9%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	23.9%	29.2%	39.3%	18.8%	22.5%
管理费用	318.2	344.9	445.3	628.9	733.5	EBITDA 增长率	22.9%	42.6%	33.7%	11.4%	17.6%
财务费用	-0.3	56.1	75.0	19.4	-35.6	EBIT 增长率	23.1%	43.9%	35.5%	11.7%	18.0%
资产减值损失	59.3	121.6	135.2	231.8	294.3	NOPLAT 增长率	23.8%	39.3%	41.0%	11.7%	18.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	109.8%	-3.7%	16.8%	-36.2%	52.1%
投资和汇兑收益	2.1	5.1	6.5	4.6	5.4	净资产增长率	17.7%	74.6%	43.5%	17.5%	18.6%
营业利润	559.1	747.6	1,014.0	1,196.7	1,470.3	利润率					
加:营业外净收支	3.9	7.0	5.2	5.3	5.8	毛利率	33.8%	32.5%	32.5%	32.0%	30.8%
利润总额	563.0	754.5	1,019.2	1,202.1	1,476.1	营业利润率	16.9%	15.9%	16.4%	15.2%	15.0%
减:所得税	144.0	210.5	254.8	300.5	369.0	净利润率	11.9%	10.8%	11.5%	10.7%	10.6%
净利润	394.3	509.4	709.8	843.3	1,033.4	EBITDA/营业收入	17.7%	17.7%	18.0%	15.8%	14.9%
						EBIT/营业收入	16.9%	17.1%	17.6%	15.5%	14.7%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	25	15	10	7	4
货币资金	790.8	2,926.1	4,224.2	4,270.7	4,732.5	流动营业资本周转天数	59	64	38	10	3
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	278	363	395	346	303
应收账款	787.6	1,050.3	1,354.9	1,571.3	1,960.2	应收账款周转天数	77	70	70	67	65
应收票据	22.0	108.8	37.8	85.6	95.9	存货周转天数	-	-	-	-	-
预付账款	25.9	62.6	37.0	90.6	80.0	总资产周转天数	360	440	480	432	383
存货	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	105	98	79	55	44
其他流动资产	1,646.0	2,067.6	1,700.0	1,750.0	1,800.0	投资回报率					
可供出售金融资产	127.5	258.9	310.7	372.8	447.3	ROE	19.5%	14.3%	14.0%	14.2%	14.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.2%	7.4%	8.4%	9.2%	10.0%
长期股权投资	-	18.6	463.6	599.6	799.5	ROIC	66.8%	44.4%	64.9%	62.1%	114.8%
投资性房地产	74.5	92.0	105.3	118.9	129.0	费用率					
固定资产	212.2	182.0	156.7	131.5	106.2	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	9.6%	7.3%	7.2%	8.0%	7.5%
无形资产	47.0	51.6	50.1	48.7	47.2	财务费用率	0.0%	1.2%	1.2%	0.2%	-0.4%
其他非流动资产	382.5	579.5	653.5	747.3	831.9	三费/营业收入	9.6%	8.5%	8.4%	8.2%	7.1%
资产总额	4,116.0	7,398.0	9,093.9	9,787.0	11,029.6	偿债能力					
短期债务	424.2	1,176.0	1,238.9	-	-	资产负债率	49.3%	50.7%	42.5%	37.2%	33.9%
应付账款	156.6	501.2	122.3	692.9	371.9	负债权益比	97.2%	103.0%	73.9%	59.3%	51.4%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.65	1.68	1.93	2.16	2.34
其他流动负债	1,402.8	2,031.8	2,457.9	2,904.6	3,326.6	速动比率	1.65	1.68	1.93	2.16	2.34
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-1,726.2	14.32	14.52	62.80	-40.25
其他非流动负债	44.8	44.8	44.8	44.8	44.8	分红指标					
负债总额	2,028.4	3,753.9	3,863.9	3,642.4	3,743.3	DPS(元)	0.03	-	0.03	0.03	0.03
少数股东权益	61.4	94.3	148.9	207.2	280.9	分红比率	11.6%	0.0%	5.8%	5.8%	3.9%
股本	763.8	1,445.7	1,526.9	1,526.9	1,526.9	股息收益率	0.3%	0.0%	0.2%	0.3%	0.2%
留存收益	1,262.4	2,104.2	3,554.1	4,410.5	5,478.5						
股东权益	2,087.5	3,644.1	5,230.0	6,144.7	7,286.3						
						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EPS(元)	0.27	0.35	0.46	0.55	0.68
现金流量表						BVPS(元)	1.40	2.46	3.33	3.89	4.59
净利润	419.0	544.0	709.8	843.3	1,033.4	PE(X)	46.0	35.6	27.0	22.7	18.6
加:折旧和摊销	34.6	39.7	26.7	26.7	26.7	PB(X)	9.0	5.1	3.8	3.2	2.7
资产减值准备	59.3	121.6	-	-	-	P/FCF	135.4	13.9	34.2	140.6	35.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	5.5	3.9	3.1	2.4	2.0
财务费用	36.1	133.9	75.0	19.4	-35.6	EV/EBITDA	18.4	25.4	14.0	11.4	9.3
投资损失	-2.1	-5.1	-6.5	-4.6	-5.4	CAGR(%)	29.1%	26.7%	29.7%	29.1%	26.7%
少数股东损益	24.6	34.6	54.6	58.3	73.7	PEG	1.6	1.3	0.9	0.8	0.7
营运资金的变动	-2,171.1	-183.2	131.1	561.0	-441.5	ROIC/WACC	5.6	3.7	5.5	5.2	9.7
经营活动产生现金流量	-921.9	450.6	990.7	1,504.1	651.3	REP	1.5	4.5	1.9	2.9	1.0
投资活动产生现金流量	-97.4	-205.2	-503.6	-215.5	-257.1						
融资活动产生现金流量	849.9	1,836.5	810.9	-1,242.0	67.6						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

陈天诚声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	原晨	010-59113590	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-59113565	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-59113567	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034