

中國：房地產

2016年3月3日

投資建議：
買進 (維持評等)

 目標價隱含漲/跌幅：**33.5%**

 日期 **2016/03/03**

收盤價	RMB14.98
十二個月目標價	RMB20.00
前次目標價	RMB20.00
深圳 A 股指數	1,838.3

資訊更新：

- ▶ 2015 年第四季每股盈餘為人民幣 0.19 元，優於預期，係歸功於營收表現強勁及毛利率提升。
- ▶ 本中心將 2016/17 年預估每股盈餘各上修 3%/下修 0.2%，重申買進評等，目標價維持人民幣 20 元不變。

本中心觀點：

- ▶ 隨著近期更多有利房地產政策釋出，我們依然看好世聯行，主要考量該公司：1) 2015 年第四季財報優於預期；2) 代理業務具全國性佈局；3) 切入互聯網金融領域；4) 獲利成長強勁。

公司簡介：深圳世聯行在中國提供房地產專業諮詢服務，並參與房地產代理銷售、資產管理和金融服務。

股價相對深圳 A 股指數表現


市值	RMB21,656.5 百萬元
六個月平均日成交量	RMB343.4 百萬元
總股本股數 (百萬股)	1,221.0
流通 A 股股數比例	84.5%
自由流通股數比例	39.0%
大股東；持股比率	世聯地產顧問 (中國) 有限公司, 39.8%
淨負債比率	(34.1%)
每股淨值 (2016F)	RMB2.80
股價淨值比 (2016F)	5.35 倍

簡明損益表 (RMB 百萬元)

年初至 12 月	2014A	2015A	2016F	2017F
營業收入	3,308	4,711	5,709	6,574
營業利益 **	616	920	960	1,179
稅後純益 *	394	509	565	738
每股盈餘 (元)	0.52	0.38	0.39	0.51
每股盈餘年增率 (%)	(31.2)	(26.4)	2.8	30.6
每股股利 (元)	0.06	0.04	0.05	0.06
本益比 (倍)	29.0	39.4	38.3	29.4
殖利率 (%)	0.4	0.3	0.3	0.4
股東權益報酬率 (%)	20.4	17.8	14.5	16.5

* 歸屬母公司稅後純益

** 經研究員調整

報告分析師：
蘇育慧

+886 2 3518 7963

claire.su@yuanta.com

以下研究人員對本報告有重大貢獻：

鄭妙儀

+886 2 3518 7930

hannah.cheng@yuanta.com

<http://research.yuanta.com>
Bloomberg code: YUTA

世聯行 (002285 CH)

受惠於有利政策，財報表現亮眼

自本中心於 1 月 19 日**投資快報**推薦世聯行以來，該股股價已大幅攀升 21%，表現較上證綜合指數/中小板指數超出 26%/29%。隨著近期更多有利房地產政策釋出 (參見本中心產業報告)，我們依然看好世聯行，主要考量該公司：1) 2015 年第四季財報優於預期；2) 代理業務具全國性佈局；3) 切入互聯網金融與電商領域；4) 獲利成長強勁 (2016/17 年預估年增 11%/30%)。我們重申買進評等及目標價人民幣 20 元，係根據相同目標本益比 40 倍，乘以本中心 2017 年預估每股盈餘人民幣 0.51 元推算而得。

2015 年第四季財報優於預期：該季稅後純益為人民幣 2.58 億元 (年增 47%)，超出本中心/市場預估，主要是營收與毛利率雙雙大幅提升所帶動。營收季增 47%/年增 50%至人民幣 16.65 億元，主要歸功於電商 (年成長 492%)、資產管理 (年成長 52%)、房屋代理銷售 (年成長 34%) 等業務表現提升。房屋代理業務回溫帶動毛利率擴增，加上營業費用控管改善，使得 2015 年第四季營業利益率提升至 28.6%，高於 2014 年第四季的 25.4%。

房市鬆綁政策的主要受惠者：基於下列因素，本中心預估 2015 年第四季營收動能可望延續至 2016 年上半年：1) 房地產政策有利 (房貸放寬及稅費優惠)；2) 線上通路網絡擴張 (團購平台與手機應用程式「世聯集房」)。本中心預估 2016 年房屋代理銷售/電商營收將年增 26%/31%。

2016 年互聯網金融業務可望加速成長：我們預估在 2015 年高基期下，2016 年該公司小微金融業務營收仍將大增 24%，原因在於力促信貸資產證券化，將使世聯行有更多資金擴張其互聯網金融業務。

獲利預估調整：本中心將 2016/17 年預估每股盈餘各上修 3%/下修 0.2%，以反映：1) 2016 年營收表現更為強勁、營業費用降低；2) 小微金融業務壞帳準備金計提增加；3) 2016/17 年股本稀釋 8%。據此，本中心最新 2016/17 年預估每股盈餘為人民幣 0.39/0.51 元。

分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。本報告原係以英文做成，並翻譯為中文。若投資人對於中文譯文之內容正確性有任何疑問，請參考原始英文版。

獲利預估調整

圖 1：世聯行 - 2015 年第四季財報回顧

人民幣百萬元	4Q15 實際值	4Q15 元大預估	差異	3Q15 實際值	季增率	4Q14 實際值	年增率	4Q15 市場預估	實際值/ 市場預估
淨營業收入	1,665	1,420	17.3%	1,130	47.4%	1,109	50.1%	1,460	14.0%
營業毛利(實際公佈)	701	490	43.0%	303	131.4%	458	53.2%	435	61.1%
營業毛利(扣除增值稅)	602	408	47.5%	238	152.5%	395	52.5%	-	-
營業利益(調整後)	475	252	88.9%	164	189.3%	282	68.4%	-	-
營業利益(實際公佈)	392	217	80.6%	124	215.4%	245	59.9%	-	-
稅前純益	394	221	78.0%	130	204.2%	246	60.2%	308	27.9%
稅後純益 - 總計	281	170	65.4%	93	201.8%	187	50.2%	-	-
稅後純益 - 歸屬於母公司	258	158	63.3%	89	190.8%	176	46.8%	212	21.7%
每股盈餘	0.19	0.12	61.3%	0.07	187.3%	0.23	-16.4%	0.15	28.2%
重要比率									
營業毛利率(實際公佈)	42.1%	34.5%		26.8%		41.2%		29.8%	
營業毛利率(扣除增值稅)	36.1%	28.7%		21.1%		35.6%		-	
營業利益率(調整後)	28.6%	17.7%		14.5%		25.4%		-	
營業利益率(實際公佈)	23.5%	15.3%		11.0%		22.1%		-	
稅前純益率	23.7%	15.6%		11.5%		22.2%		21.1%	
稅後純益率 - 總計	16.9%	12.0%		8.2%		16.9%		-	
稅後純益率 - 歸屬於母公司	15.5%	11.1%		7.8%		15.8%		14.5%	

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 2：2016/17 年獲利預估調整

	FY14 實際值	FY15 估 調整前	FY15 估 調整後	FY16 估 調整前	FY16 估 調整後	FY17 估 調整前	FY17 估 調整後	FY15 估 差異	FY16 估 差異	FY17 估 差異
淨營業收入	3,308	4,465	4,711	5,507	5,709	6,476	6,574	5%	4%	2%
營業毛利(實際公佈)	1,119	1,322	1,533	1,582	1,710	1,921	1,997	16%	8%	4%
營業毛利(扣除增值稅)	934	1,071	1,265	1,265	1,378	1,548	1,619	18%	9%	5%
營業利益(調整後)	616	697	920	811	960	1,050	1,175	32%	18%	12%
營業利益(實際公佈)	559	573	748	713	805	958	1,047	30%	13%	9%
稅前純益	563	582	755	721	813	966	1,057	30%	13%	9%
稅後純益 - 總計	419	433	544	535	602	716	782	26%	12%	9%
每股盈餘	0.52	0.31	0.38	0.38	0.39	0.51	0.51	23%	3%	-0.2%
重要比率 (%)										
營業毛利率(實際公佈)	34%	30%	33%	29%	30%	30%	30%			
營業毛利率(扣除增值稅)	28%	24%	27%	23%	24%	24%	25%			
營業利益率(調整後)	19%	16%	20%	15%	17%	16%	18%			
營業利益率(實際公佈)	17%	13%	16%	13%	14%	15%	16%			
稅前純益率	17%	13%	16%	13%	14%	15%	16%			
稅後純益率 - 總計	13%	10%	12%	10%	11%	11%	12%			

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 3：季度簡明損益表(合併)

(人民幣百萬)	1Q2015A	2Q2015A	3Q2015A	4Q2015A	FY2015A	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
營業收入	823	1,093	1,130	1,665	4,711	1,073	1,448	1,332	1,856	5,709
銷貨成本	(658)	(833)	(891)	(1,063)	(3,446)	(856)	(1,103)	(1,038)	(1,334)	(4,000)
營業毛利	165	260	238	602	1,265	217	345	294	522	1,378
營業費用	(71)	(73)	(74)	(126)	(345)	(92)	(97)	(88)	(141)	(418)
營業利益	94	186	164	475	920	125	248	206	381	960
業外利益	(12)	(37)	(35)	(81)	(166)	(12)	(43)	(22)	(71)	(147)
稅前純益	82	149	130	394	755	113	205	184	311	813
少數股東權益	(4)	(4)	(4)	(23)	(35)	(7)	(8)	(8)	(14)	(37)
所得稅費用	(28)	(33)	(36)	(113)	(211)	(38)	(45)	(47)	(81)	(211)
歸屬母公司稅後純益	50	113	89	258	509	68	151	130	216	565
每股盈餘(依加權稀釋股數)(元)	0.07	0.09	0.07	0.19	0.38	0.05	0.10	0.09	0.15	0.39
加權平均股數	764	1,253	1,324	1,340	1,340	1,446	1,446	1,446	1,446	1,446
獲利能力分析										
營業毛利率	20.1%	23.8%	21.1%	36.1%	26.9%	20.2%	23.8%	22.1%	28.1%	24.1%
營業利益率	11.4%	17.1%	14.5%	28.6%	19.5%	11.6%	17.1%	15.5%	20.5%	16.8%
稅前純益率	9.9%	13.7%	11.5%	23.7%	16.0%	10.6%	14.1%	13.8%	16.7%	14.2%
有效所得稅率	34.1%	22.1%	28.1%	28.7%	27.9%	34.0%	22.2%	25.3%	26.0%	26.0%
季增率(%)										
營業收入	(25.8%)	32.8%	3.4%	47.4%	42.4%	(35.6%)	35.0%	(8.0%)	39.3%	21.2%
營業利益	(66.8%)	98.6%	(11.8%)	189.3%	49.4%	(73.7%)	98.4%	(16.8%)	84.9%	4.4%
稅後純益	(71.3%)	123.7%	(21.3%)	190.8%	29.2%	(73.6%)	122.8%	(14.5%)	66.8%	10.9%
每股稀釋盈餘	(71.33%)	36.29%	(25.48%)	187.25%	(26.40%)	(75.54%)	122.78%	(14.50%)	66.84%	2.85%

資料來源：公司資料、元大投顧預估

註：標“A”為元大投顧彙整之歷史數據。

圖 4：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 5：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

資產負債表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
現金與短期投資	958	791	2,926	3,077	3,622
存貨	0	0	0	0	0
應收帳款及票據	464	701	990	1,044	1,262
其他流動資產	415	1,781	2,299	2,706	3,057
流動資產	1,837	3,272	6,215	6,826	7,941
長期投資	107	202	369	542	732
固定資產	241	212	182	283	383
什項資產	312	429	631	631	631
其他資產	660	844	1,183	1,456	1,747
資產總額	2,498	4,116	7,398	8,282	9,688
應付帳款及票據	28	19	27	26	35
短期借款	1	424	1,176	1,664	1,820
什項負債	695	1,541	2,506	2,406	2,998
流動負債	725	1,984	3,709	4,096	4,852
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	0	45	45	45	45
長期負債	0	45	45	45	45
負債總額	725	2,028	3,754	4,141	4,897
股本	424	764	1,446	1,446	1,446
資本公積	558	354	915	915	915
保留盈餘	726	909	1,189	1,686	2,335
換算調整數	0	0	0	0	0
歸屬母公司之權益	1,709	2,026	3,550	4,047	4,696
少數股權	64	61	94	94	94
股東權益總額	1,773	2,088	3,644	4,141	4,791

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
本期純益	351	419	544	602	785
折舊及攤提	29	35	40	39	39
本期營運資金變動	(118)	(767)	166	(562)	31
其他營業資產	(1)	(2)	(5)	(10)	(28)
營運活動之現金流量	260	(315)	744	69	828
資本支出	(39)	4	7	(125)	(125)
本期長期投資變動	(53)	(93)	(162)	(162)	(162)
其他資產變動	(117)	(128)	(218)	(15)	(15)
投資活動之現金流量	(209)	(216)	(373)	(302)	(302)
股本變動	(88)	(105)	1,013	(105)	(136)
本期負債變動	(25)	468	752	488	156
其他調整數	0	0	0	0	0
融資活動之現金流量	(113)	364	1,764	384	20
本期產生現金流量	(61)	(168)	2,135	151	545
自由現金流量	52	(531)	371	(233)	526

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
營業收入	2,563	3,308	4,711	5,709	6,574
銷貨成本	(1,788)	(2,374)	(3,446)	(4,000)	(4,577)
營業毛利	775	934	1,265	1,378	1,619
營業費用	(269)	(318)	(345)	(418)	(440)
營業利益	506	616	920	960	1,179
利息收入	0	0	0	0	0
利息費用	(13)	0	56	38	38
利息收入淨額	(13)	0	56	38	38
投資利益(損失)淨額	1	2	5	10	28
其他業外收入(支出)淨額	(17)	(55)	(227)	(195)	(183)
非常項目淨額	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
稅前純益	477	563	755	813	1,061
所得稅費用	(127)	(144)	(211)	(211)	(276)
少數股權淨利	(32)	(25)	(35)	(37)	(48)
歸屬母公司之淨利	318	394	509	565	738
稅前息前折舊攤銷前淨利	535	651	960	999	1,218
每股盈餘 (RMB)	0.75	0.52	0.38	0.39	0.51
每股盈餘 - 調整員工分紅 (RMB)	0.75	0.52	0.38	0.39	0.510

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
年成長率 (%)					
營業收入	36.5	29.1	42.4	21.2	15.1
營業利益	60.4	21.9	49.4	4.4	22.8
稅前息前折舊攤銷前淨	55.1	21.7	47.5	4.1	21.9
稅後純益	50.6	23.9	29.2	10.9	30.6
每股盈餘	15.88	(31.17)	(26.40)	2.85	30.56
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	30.2	28.2	26.9	24.1	24.6
營業利益率	19.7	18.6	19.5	16.8	17.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	20.9	19.7	20.4	17.5	18.5
稅後純益率	12.4	11.9	10.8	9.9	11.2
資產報酬率	14.5	12.7	9.4	7.7	8.7
股東權益報酬率	19.4	20.4	17.8	14.5	16.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	0.1	20.3	32.3	40.2	38.0
淨負債比率 (%)	(54.0)	(17.6)	(48.0)	(34.1)	(37.6)
利息保障倍數 (倍)	38.4	1,744.0	(12.4)	(20.4)	(26.9)
利息及短期債	35.6	1.3	0.6	0.5	0.6
現金流量對利息保障倍數 (倍)	20.4	N.A.	(13.3)	(1.8)	(21.8)
現金流量對利息及短期債保障倍數 (倍)	18.9	N.A.	0.7	0.0	0.5
流動比率 (倍)	2.5	1.6	1.7	1.7	1.6
速動比率 (倍)	2.5	1.6	1.7	1.7	1.6
淨負債 (RMB 百萬元)	(957)	(367)	(1,750)	(1,412)	(1,802)
每股淨值 (RMB)	4.03	2.65	2.65	2.80	3.25
評價指標 (倍)					
本益比	20.0	29.0	39.4	38.3	29.4
股價自由現金流量比	122.6	(21.5)	54.1	(92.9)	41.2
股價淨值比	3.7	5.6	5.7	5.4	4.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	11.9	17.6	20.9	21.7	17.8
股價營收比	2.5	3.5	4.3	3.8	3.3

資料來源：公司資料、元大投顧

附錄 A：重要披露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

世聯行 (002285 CH) - 投資建議與目標價三年歷史趨勢



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	2015/11/16	17.23	20.00	20.00	買進	蘇育慧

資料來源：Bloomberg，元大投顧

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

目前元大研究分析個股評等分佈

評等	追蹤個股數	%
買進	225	48%
持有-超越同業	113	24%
持有-落後同業	42	9%
賣出	12	3%
評估中	79	17%
限制評等	1	0%
總計:	472	100%

資料來源：元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2016 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣台北市 104 南京東路三段
225 號 4 樓

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部
元大證券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 號
海富中心 1 座 23 樓