

世联行 (002285)

强烈推荐

行业：房地产开发

超预期发展，转型成效显著

公司公布15年年报，营业收入47.1亿元(+42%)，归母净利润5.1亿元(+29%)，最新摊薄EPS 0.35元，符合我们此前预期(0.34元)，创新业务营收16亿元(+146%)，占比34% (+14个百分点)，营业结构不断升级，转型成效显著。

投资要点：

◇ **代理销售业务**(通过为开发商提供代理销售服务而获得佣金)强势扩张,15年代理销售额4309亿元,同比增34%,营收27亿元(+26%),毛利率36%,毛利贡献率64%。市场份额5%稳居行业龙头,高速增长六年复合增长率32%。14个核心城市销售额破百亿元,新增售楼处1628个,同比增322个。资产服务业务实际在管项目74个(+14个),收费面积288万方(+60万方),营收4亿元(+42%),毛利率20%,毛利贡献率6%,新进佛山、天津、桂林等城市,进一步夯实全国化布局;涉足小样社区、公寓管理、社区管家、养老服务,形成大资管服务网络;探索互联网企业总部、创业空间、白领居住空间运营服务等特色可复制的资管服务体系,资管全链条整合服务已初具影响。

◇ **金融服务业务**(家圆云贷、装修贷、世联+贷、P2P等)营收4亿元(+56%),毛利率62%,毛利贡献率17%;全年放贷32209笔,放贷金额30亿元(同比+51.93%),参与项目851个,合作开发商500余家,P2P成交额破5亿。不断强化专业化能力,发挥场景金融、定制金融和服务金融的独有特色,加强与开发商合作,促成多方共赢的局面。互联网+业务(电商)基于公司资源优势,顺利完成54个城市业务布局,落地602个项目,营收7亿元(+965%),毛利率17%,毛利贡献率8%,世联集会员超200万,转介成交9000余套。顾问策划业务受市场影响,营收3.7亿元(-21%),毛利率27%,毛利贡献率6%,但公司在新的市场环境下顺势应变、积极转型,注册“世联领客商业”,通过门店选址和资管服务形成了新的业务模式和能力,开店速度领先行业,未来将推出资产地图、资产数据与策略、资产升级改造等服务。

◇ **创新业务强势崛起,传统业务依然保持高速增长,预计全链条大资管服务将成为利润增长新引擎。**预计16-18年营业收入为53、60、67亿元,同比增速分别为13%、15%、11%,三年复合增速为13%;16-18年最新摊薄EPS为0.46、0.57、0.66元,三年复合增长24%,对应当前股价PE27、22、19倍,6个月目标价15.00元,对应16年PE33倍,维持“强烈推荐”评级。

◇ 风险提示：市场波动剧烈、创新业务发展不及预期

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4711	5301	6071	6714
收入同比(%)	42%	13%	15%	11%
归属母公司净利润	509	668	825	947
净利润同比(%)	29%	31%	24%	15%
毛利率(%)	32.5%	29.8%	30.5%	30.9%
ROE(%)	14.3%	15.8%	16.8%	16.4%
每股收益(元)	0.35	0.46	0.57	0.66
P/E	32.41	24.72	20.01	17.43
P/B	4.65	3.91	3.35	2.86
EV/EBITDA	17	14	12	10

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

6-12个月目标价：15

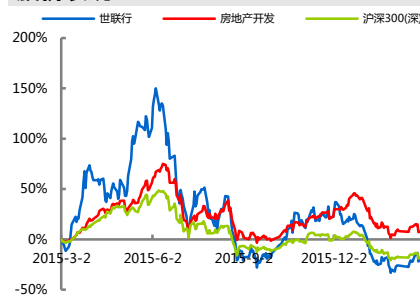
当前股价：12.56

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	1,446
流通股本(百万股)	1,221
总市值(亿元)	182
流通市值(亿元)	153
成交量(百万股)	78.35
成交额(百万元)	981.26

股价表现



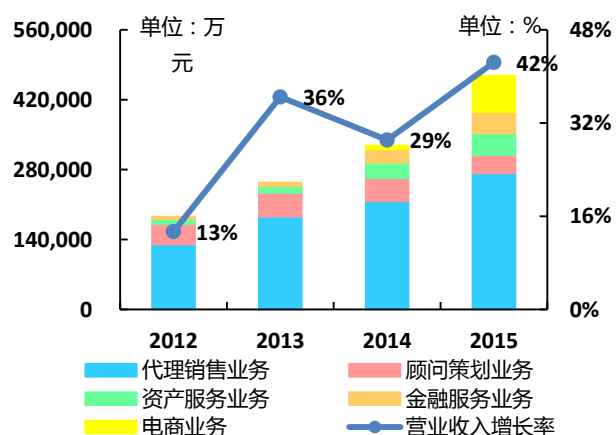
相关报告

《世联行-利益捆绑,定增打开成长空间》
2016-02-15

《世联行-创新业务崛起,新利润增长点涌现》2016-01-29

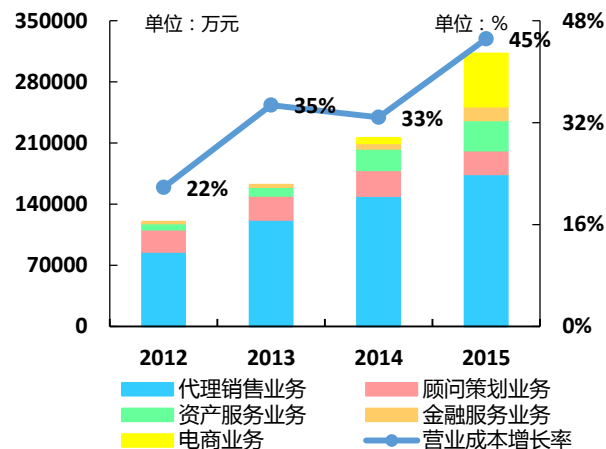
《世联行-代理收入稳增,创新业务放量可期》2015-08-26

图 1 各业务营业收入历年变化



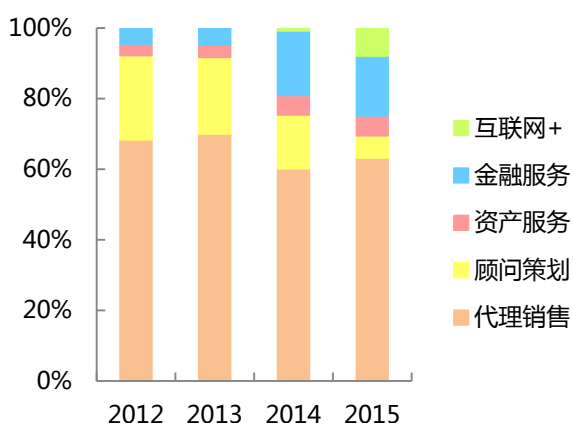
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 2 各业务营业成本历年变化



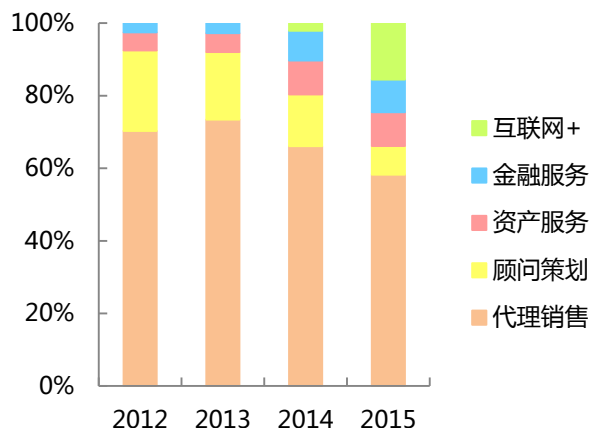
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 3 各业务毛利占比



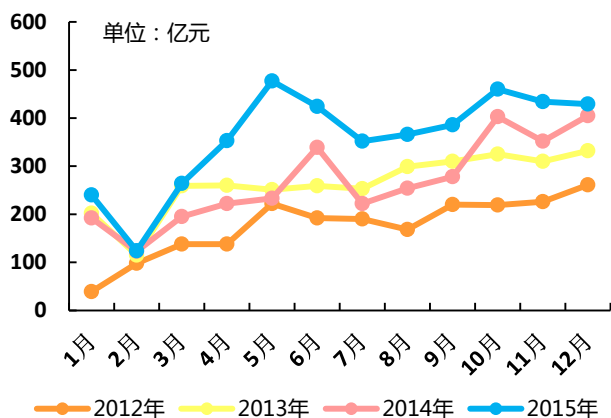
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 4 各业务营业收入占比



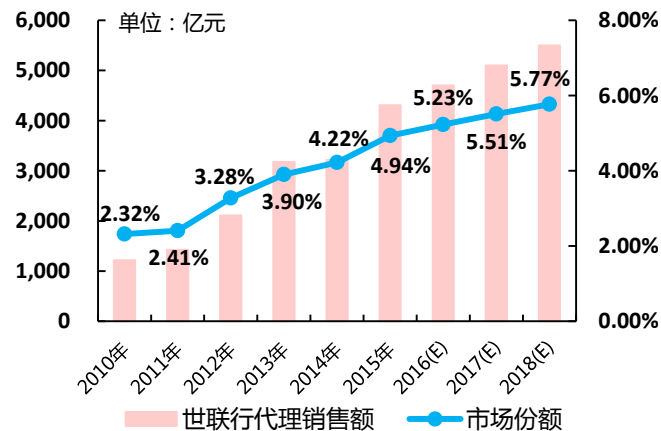
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 5 2012-2015 年已实现的代理销售额



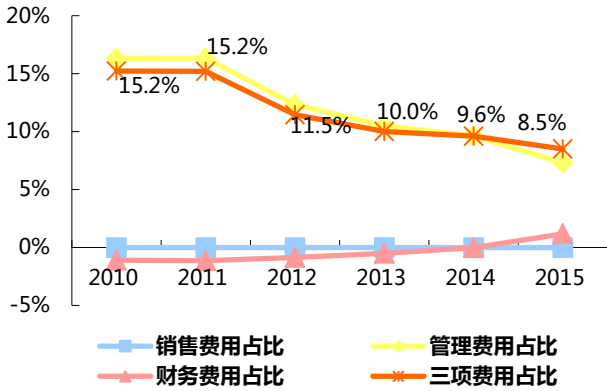
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 6 代理销售市场份额



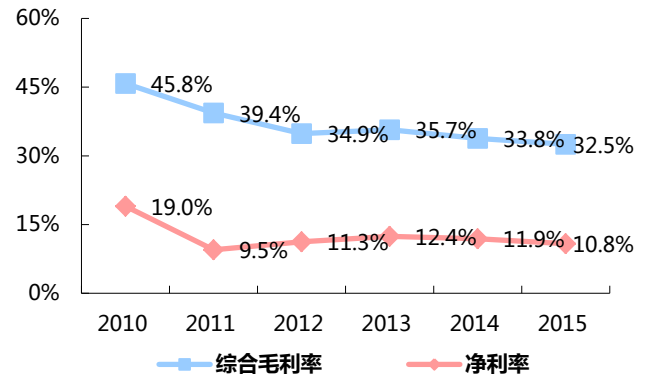
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 7 三费水平



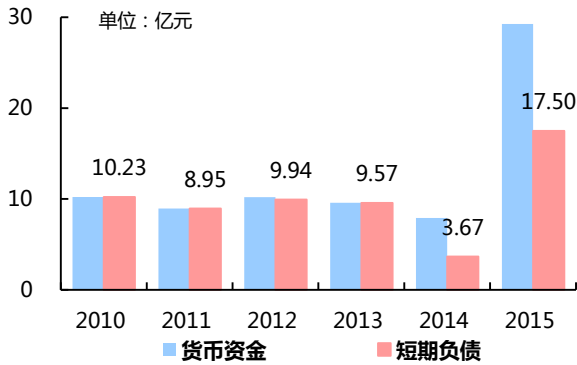
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 8 综合毛利率和净利率



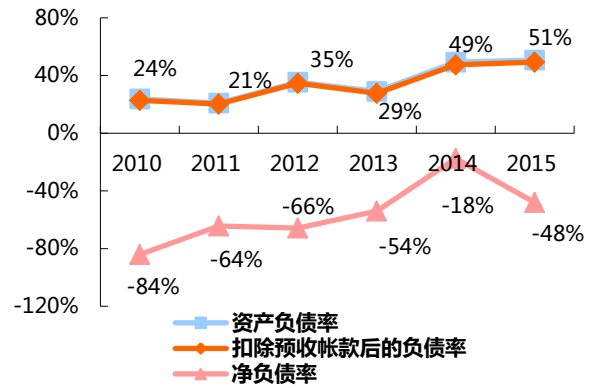
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 9 货币资金和短期负债



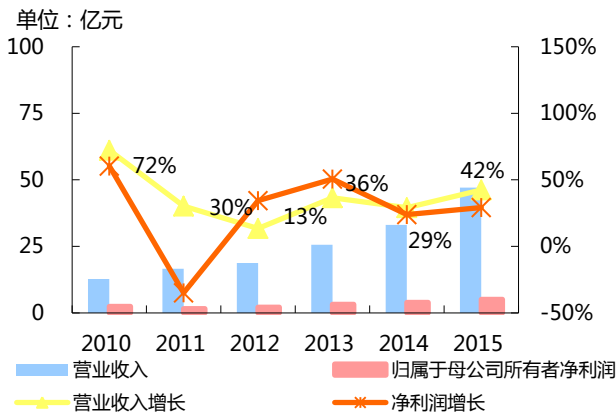
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 10 负债水平



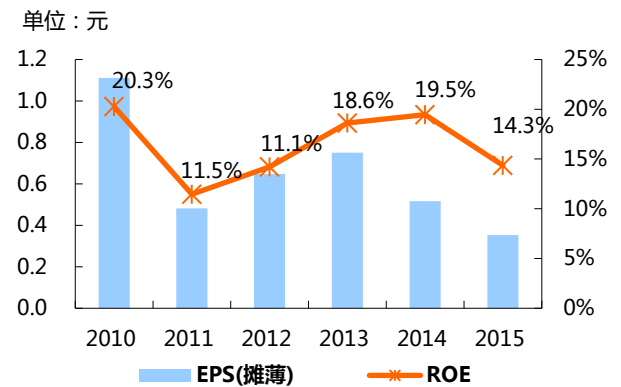
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 11 经营情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 12 EPS 和 ROE



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	6215	5450	6455	7488
现金	2926	3095	3882	4803
应收账款	881	689	486	537
其它应收款	169	235	273	299
预付账款	63	73	83	91
存货	0	0	0	0
其他	2176	1358	1731	1757
非流动资产	1183	942	1015	959
长期投资	19	0	0	0
固定资产	182	164	146	127
无形资产	52	58	67	79
其他	930	720	802	753
资产总计	7398	6392	7470	8446
流动负债	3709	1992	2308	2364
短期借款	1176	534	711	807
应付账款	27	32	36	40
其他	2506	1427	1561	1517
非流动负债	45	45	45	45
长期借款	0	0	0	0
其他	45	45	45	45
负债合计	3754	2037	2353	2409
少数股东权益	94	138	193	255
股本	1446	1446	1446	1446
资本公积	915	915	915	915
留存收益	1189	1857	2563	3422
归属母公司股东权益	3550	4218	4924	5783
负债和股东权益	7398	6392	7470	8446

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	451	696	832	917
净利润	544	711	880	1010
折旧摊销	40	29	29	29
财务费用	56	32	17	20
投资损失	-5	-4	-4	-4
营运资金变动	-304	-33	-69	-148
其它	120	-40	-20	10
投资活动现金流	-205	141	-84	15
资本支出	30	0	0	0
长期投资	-158	-93	37	-19
其他	-333	48	-47	-3
筹资活动现金流	1837	-668	39	-11
短期借款	752	-642	178	96
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	682	0	0	0
资本公积增加	562	0	0	0
其他	-159	-26	-139	-107
现金净增加额	2082	169	787	921

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4711	5301	6071	6714
营业成本	3178	3721	4222	4640
营业税金及附加	268	299	342	378
营业费用	0	0	0	0
管理费用	345	287	290	302
财务费用	56	32	17	20
资产减值损失	122	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	4	4	4
营业利润	748	966	1205	1378
营业外收入	11	9	10	9
营业外支出	4	3	3	3
利润总额	755	971	1211	1384
所得税	211	260	331	374
净利润	544	711	880	1010
少数股东损益	35	44	55	62
归属母公司净利润	509	668	825	947
EBITDA	843	1027	1251	1427
EPS (元)	0.35	0.46	0.57	0.66

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	42.4%	12.5%	14.5%	10.6%
营业利润	33.7%	29.2%	24.8%	14.4%
归属于母公司净利润	29.2%	31.1%	23.5%	14.8%
获利能力				
毛利率	32.5%	29.8%	30.5%	30.9%
净利率	10.8%	12.6%	13.6%	14.1%
ROE	14.3%	15.8%	16.8%	16.4%
ROIC	44.6%	53.8%	61.5%	65.2%
偿债能力				
资产负债率	50.7%	31.9%	31.5%	28.5%
净负债比率	31.33%	26.20%	30.23%	33.51%
流动比率	1.68	2.74	2.80	3.17
速动比率	1.68	2.74	2.80	3.17
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.77	0.88	0.84
应收账款周转率	6	6	10	13
应付账款周转率	138.73	126.44	124.56	122.73
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.46	0.57	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.48	0.58	0.63
每股净资产(最新摊薄)	2.46	2.92	3.41	4.00
估值比率				
P/E	32.41	24.72	20.01	17.43
P/B	4.65	3.91	3.35	2.86
EV/EBITDA	17	14	12	10

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2016-02-15	《世联行-利益捆绑，定增打开成长空间》
2016-01-29	《世联行-创新业务崛起，新利润增长点涌现》
2015-08-26	《世联行-代理收入稳增，创新业务放量可期》
2015-04-21	《世联行-成长中的“互联网+房地产服务”行业巨头》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师,工商管理硕士,20年证券研究从业经验。

主要覆盖公司:万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,毕业于中国人民大学,经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业实习生,毕业于伦敦城市大学卡斯商学院,理学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434