

## 代理销售借势走强，创新业务高速扩张

 房地产行业证券研究报告  
 2016年03月08日

——世联行（002285）2015年业绩点评

**分析师** 王剑辉

电话 010-59366117

邮箱 wangjianhui1@sczq.com.cn

执业证书 S0110512070001

**研究助理** 韩笑

电话 010-59366142

邮箱 hanxiao@sczq.com.cn

**成交数据** 2016/03/04

总市值(亿元) 216.28

总股本(亿) 14.46

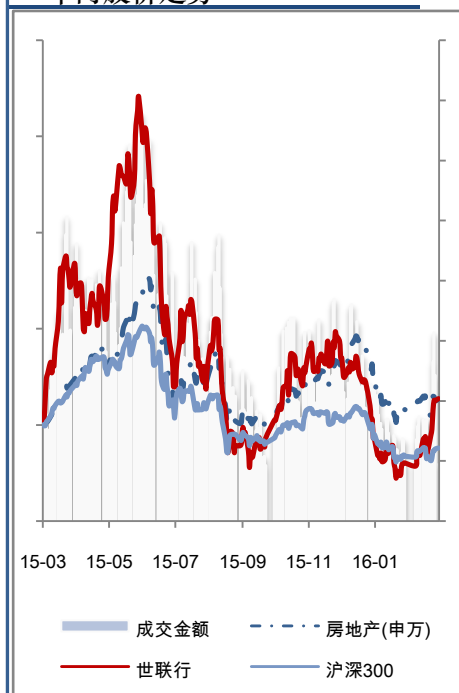
流通A股(亿) 12.21

市盈率 TTM 42.46

市净率 TTM 6.09

12个月价格区间(元) 9.60-35.96

一年内股价走势



### 业绩回顾

2015年公司实现营业收入47.11亿元，同比增长42.39%；归属上市公司股东的净利润为5.09亿元，同比增长29.17%；归属上市公司扣除非经常性损益的净利润为5.03亿元，同比增长28.88%；经营活动产生的现金流量净额为4.51亿元，同比增长148.88%；基本每股收益0.38元/股，同比增长18.75%；加权平均净资产收益率17.67%，同比减少3.46%。

### 业绩点评

**市占率提升弥补代理费率下降，宽松预期下持续看好交易服务。** 2015年公司代理业务范围覆盖全国30多个省、市、自治区的164个城市，全年实现代理销售金额4309亿元，同比增长33.09%，过去六年复合增长率32.40%，代理销售额超过百亿元的城市达到14个，市场占有率稳步提升0.5个百分点至5%，继续稳居一手楼盘首位。公司代理佣金费率较14年下降0.02个百分点至0.82%，但是受益于成本管控和执行效率的提升，毛利水平提升5个百分点至36.10%，截至目前累计已实现未结算的代理费收入达到约21.5亿元，总体业务规模和盈利水平均实现较大幅度的提升。

当前代理策划行业市场集中度依然较低，公司凭借丰富的客户资源和区域操盘经验有望持续提升市场份额，以缓解行业高位成交的顶部压力。近期市场进入行业和流动性的双宽松周期，全国130多个城市先后出台购房刺激政策，随着宽松政策预期的提升以及地方去库存背景下专业代理销售服务需求的上涨，公司代理业务短期前景依然看好。

**聚焦市场存量资源，加速布局大资产服务网络。** 顾问策划业务方面，受累于投资数据和新开工数据的低迷，市场新开发项目的顾问服务需求持续萎缩。2015年公司该项业务仅实现营收3.69亿元，同比减少20.93%，毛利水平也下降10个百分点至26.53%。在顾问策划业务连续两年下滑的颓势下，公司试图结合创新业务的发展拓宽业务端口，发展多类型客户。未来资产地图、地产数据与策略、资产升级改造等新服务内容值得期待。

资产服务方面，公司物管范围已覆盖写字楼、高端公寓、企业总部和工业园区等。2015年公司进一步加速全国化布局，成功切入佛山、天津、桂林等城市，并开始尝试小样社区、公寓管理、社区管家、养老服务等新兴细分资产领域，全年新增全委托项目4个，收费面积增加60.2万平米。现阶段该项业务依然处于规模扩张和模式探索阶段，营收稳步增长41.59%，毛利水平处于20.17%的行业高位水平。当前龙头物管公司主要针对开发商旗下自有物业的管理，大部分管理效率低下的住宅社区存在较为广阔的可拓展空间。此外新型资产领域的附加值空间依然较大，公司提前布局享有一定的先行优势，盈利水平同样有望稳步提升。

**金融服务持续强化，现金流充裕激活上行空间。** 2015年公司金融服务全年放贷共计32209笔，放贷金额为29.9亿元，分别同比增长65.05%和51.90%，业务范围覆盖500多家开发商的851个项目，业务规模和渗透率继续保持高速增长。全年贡献营收共计4.22亿元，同比增长56.48%，增速有所放缓，毛利水平较14年也下降13.41个百分点至62.62%，主要原因在于公司为加速金融产品的升级迭代、提升专业化服务能力和信审管理效率的投入有所增加，在互联网金融风险持续加大的背景下将为公司金融业务的稳健发展提供更为可靠的风控保障。此外2015年5月底公司11.2亿定增资金到位，并且通过证券化、P2P、信托计划等多种形式盘活信贷资产，报告期末货币资金达到历史最高水平的29.26亿元，继续为金融战略的稳步推行保驾护航。

入口资源持续扩大，协同效应有所显现。公司互联网+业务全年共实现营收7.28亿元，同比大幅增长965.25%，截至报告期末账面上未结转预收款金额达到1.47亿元。虽然该项业务毛利水平仅有16.82%，但是随着公司投入的增加，电商板块对代理销售和小额信贷业务的促进和协同效应也有所显现，全年顺利完成全国54个城市602个项目的布局。未来依靠互联网技术进一步整合行业上下游资源，实现交易入口份额的扩大、用户服务的深化以及服务产业链的延伸也将持续创造更多的场景服务，催生新的业绩增长点。

公司作为新房代理市场的龙头企业将持续受益于去库存基调下商品房市场的销售提升，资产管理和金融服务等创新业务的快速发展也将加速打造房地产综合服务的产业闭环，实现多项主营业务的协同发展。公司凭借强大的线下优势和一手资源在互联网和传媒工具的发展上实现更多人与资产的链接点，多维度的激励体系也将持续发挥综合服务行业人才的核心作用，助力公司在多个新兴领域实现快速提升，打造龙头优势。我们持续看好公司未来的发展前景，预测公司未来2年EPS分别为0.462和0.549，对应当前股价的PE分别为32.45和27.28，维持“增持”评级。

### ➤ 风险提示

宏观经济持续低迷；调控政策具有不确定性；新兴代理销售模式的冲击和颠覆；链家事件后购房环节小额信贷业务的收紧。

表 1：资产负债表（万元）

资产负债表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	475.14	174.31	2095.54	2713.28	3255.93	3744.32
应收和预付款项	645.88	835.37	1221.69	1354.75	1680.29	1719.93
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	233.14	1646.02	2067.59	2067.59	2067.59	2067.59
长期股权投资	55.63	0.00	18.62	18.62	18.62	18.62
投资性房地产	51.60	74.53	91.98	82.95	73.50	63.64
固定资产和在建工程	241.07	212.23	181.99	75.33	-31.33	-137.99
无形资产和开发支出	170.49	216.71	345.72	338.68	331.64	324.60
其他非流动资产	20.46	181.32	305.67	295.77	285.88	285.88
<b>资产总计</b>	<b>1893.42</b>	<b>3340.49</b>	<b>6328.80</b>	<b>6946.98</b>	<b>7682.13</b>	<b>8086.60</b>
短期借款	1.00	424.20	1176.00	1142.19	1151.14	696.97
应付和预收款项	119.18	234.13	605.65	657.24	669.30	714.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.14	594.63	903.01	903.01	903.01	903.01
<b>负债合计</b>	<b>120.32</b>	<b>1252.95</b>	<b>2684.66</b>	<b>2702.44</b>	<b>2723.45</b>	<b>2314.80</b>
股本	424.32	763.78	1445.70	1445.70	1445.70	1445.70
资本公积	558.18	353.82	915.39	915.39	915.39	915.39
留存收益	726.36	908.55	1188.78	1743.81	2404.00	3155.70
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1708.86</b>	<b>2026.15</b>	<b>3549.87</b>	<b>4104.90</b>	<b>4765.09</b>	<b>5516.79</b>
少数股东权益	64.24	61.39	94.27	139.63	193.59	255.02
<b>股东权益合计</b>	<b>1773.10</b>	<b>2087.54</b>	<b>3644.14</b>	<b>4244.53</b>	<b>4958.68</b>	<b>5771.80</b>
负债和股东权益合计	1893.42	3340.49	6328.80	6946.98	7682.13	8086.60

资料来源：WIND 资讯、首创证券研发部

表 2：利润表（万元）

利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2563.03	3308.17	4710.55	6029.51	7235.41	8320.72
减: 营业成本	1648.10	2189.32	3177.83	4100.07	4956.26	5741.30
营业税金及附加	143.35	184.74	267.79	342.77	411.33	473.03
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	269.32	318.25	344.86	551.68	662.01	761.32
财务费用	-12.78	-0.32	56.11	14.35	5.11	-12.31
资产减值损失	49.81	59.28	121.56	76.88	76.88	76.88
加: 投资收益	1.47	2.06	5.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	3.25	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	469.95	559.11	747.55	943.76	1123.82	1280.51
加: 其他非经营损益	7.26	3.89	6.99	6.63	6.63	6.63
<b>利润总额</b>	477.20	563.00	754.55	950.38	1130.45	1287.13
减: 所得税	126.66	144.03	210.54	237.60	282.61	321.78
<b>净利润</b>	350.55	418.97	544.01	712.79	847.84	965.35
减: 少数股东损益	32.26	24.63	34.62	45.36	53.95	61.43
<b>归属母公司股东净利润</b>	318.29	394.34	509.39	667.43	793.88	903.92

资料来源：WIND 资讯、首创证券研发部

表 3：现金流量表（万元）

现金流量表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	464.21	-920.05	455.16	775.73	669.74	1079.50
投资性现金净流量	-162.50	-97.37	-205.24	2.57	2.77	2.97
筹资性现金净流量	-355.96	849.86	1836.53	-160.56	-129.86	-594.08
<b>现金流量净额</b>	-54.25	-167.56	2086.51	617.74	542.66	488.39

资料来源：WIND 资讯、首创证券研发部

## 分析师简介

王剑辉，宏观策略分析师，北京大学文学士，佛罗里达利恩大学商学院 MBA，10 年证券行业从业经验。

## 免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级  
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 - 5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现