

世联行 (002285)

强烈推荐

行业：房地产开发

## 首付贷阴霾散去，销售回暖超预期

近期央行和各地金融监管机构对首付贷进行清理整顿，公司拳头产品家圆云贷受到影响属于误伤，家圆云贷是针对客户购房后现金流短缺的消费贷。我们认为本次整顿将规范市场，促进地产市场长期稳定发展。基于对市场销售回暖的预期以及首付贷影响的消除，提高6个月目标价至18.00元，维持“强烈推荐”评级。

### 投资要点：

◇ **近期公司受到打击首付贷的误伤，家圆云贷是针对客户购房后出现现金流短缺的消费贷，并且待客户首付款交齐后再开始发放信用贷款。**长期来看，公司业务规范，整治首付贷会清理不规范的公司使得行业良性有序竞争，有利于地产市场长期稳定发展。

◇ **解锁条件与公司业绩直接挂钩，经营目标达成可期。**公司推出股票激励计划，向董事、中高管等授予限制性股票1536万股，授予价格5.55元/股。绩效考核目标作为解锁条件，预计16-19年营收达65/84.5/110/143亿元，利润达6/7.2/8.7/10.4亿元。

◇ **资管业务加速布局，把握资产端逐步切入存量市场。**公司以高净值客户为切入点，合资设立世联晟曜并持有70%的股权，将加速存量住宅资产服务布局，并叠加金融、互联网+等服务，实现业务间的互补协同。截至2016年1月，晟曜资产已进入上海80个中高端社区，管理公寓超过1300套，管理住宅面积15万方，服务业主6万名。

◇ **代理销售业务业绩释放可期。**截至15年年底公司累计已实现但未结算的代理销售金额约2972亿元，预计将在未来3至9个月内为公司带来约21.5亿元的代理费收入。此外16年以来，公司持续受益于核心城市的销售回暖，预计一季度实现代理销售金额将大超市场预期约为950亿元，同比增幅约50%，实现营业收入7.7亿元。

◇ **首付贷误伤逐渐恢复，市场良性有序竞争有利于公司长期发展，核心城市销售回暖将带动代理销售业务超预期发展，预计一季度实现代理销售金额约为950亿元，同比增幅约50%。看好公司创新业务转型升级，预计全链条大资管服务将成为利润增长新引擎。此外，实际控制人陈劲松已完成增持公司股票计划，近期增持1166万股，增持均价为12.86元/股，安全边际高。预计16-18年营业收入为68、87、111亿元，同比增速分别为44%、28%、28%，三年复合增速为33%；16-18年最新摊薄EPS为0.43、0.53、0.62元，三年复合增速为21%，对应当前股价PE31、25、22倍，提高6个月目标价至18.00元，对应16年PE42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	6765	8684	11096
收入同比(%)	42%	44%	28%	28%
归属母公司净利润	509	615	765	891
净利润同比(%)	29%	21%	25%	16%
毛利率(%)	32.5%	30.6%	29.4%	27.8%
ROE(%)	14.3%	14.8%	15.9%	15.8%
每股收益(元)	0.35	0.43	0.53	0.62
P/E	37.86	31.37	25.19	21.65
P/B	5.43	4.63	4.00	3.43
EV/EBITDA	20	18	14	12

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

参与人：郭泰

S0960116030003

010-63222915

guotai@china-invs.cn

6-12个月目标价：18

当前股价：13.50

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)	195
流通市值(亿元)	165
成交量(百万股)	31.23
成交额(百万元)	417.93

### 股价表现



### 相关报告

《世联行-超预期发展，转型成效显著》

2016-02-29

《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

## 目 录

一、 首付贷影响渐弱，受益销售回暖表现将超预期 .....	4
二、 股权激励绑定三方利益，经营目标完成可期 .....	4
三、 加速布局存量市场，资管业务潜力释放 .....	5

## 图目录

图 1 世联行金融服务业务布局 .....	4
图 2 世联行“世联集”产品 .....	4
图 3 资管业务版图 .....	6

## 表目录

表 1 家圆云贷业务数据 .....	4
表 2 授予对象分配情况 .....	5
表 3 解锁期业绩考核目标 .....	5
表 4 资产服务业务相关数据 .....	6

## 一、首付贷影响渐弱，受益销售回暖表现将超预期

近期公司受到打击首付贷的误伤，公司金融业务的拳头产品家圆云贷是针对客户购房后出现现金流短缺的消费贷。目前公司已配合监管当局自查，并对业务做了更规范的调整，即待客户首付款交齐后再开始发放信用贷款。长期来看，清理首付贷将利好公司，因为公司作为房地产服务商的标杆企业业务非常规范，整治首付贷会清理业务不规范的公司使得行业良性有序竞争，购房风险可控，有利于地产市场长期稳定健康发展。

我们认为家圆云贷消费贷整体风险可控，原因如下：第一，15 年家圆云贷平均每笔仅为 9.29 万元，并且主要以三、四线城市为主，占比约 92%，一线城市占比仅 8% 左右；第二，主要是针对客户买房后现金流短缺的场景，一年期及以内的借款比例约 90%，其中三个月期限借款占比 50% 左右，短期资金融通特征明显，并不会增加客户长期还款的压力；第三，发展普惠金融和绿色金融是政策支持的方向，而阶段性补充家庭资金流动的消费贷属于政策扶持的方向。

截止 15 年年底公司累计已实现但未结算的代理销售额约 2972 亿元，预计将在未来 3 至 9 个月内为公司带来约 21.5 亿元的代理费收入。此外 16 年以来，公司持续受益于核心城市的销售回暖，预计一季度实现代理销售金额将大超市场预期约为 950 亿元，同比增幅约 50%，实现营业收入 7.7 亿元。

图 1 世联行金融服务业务布局

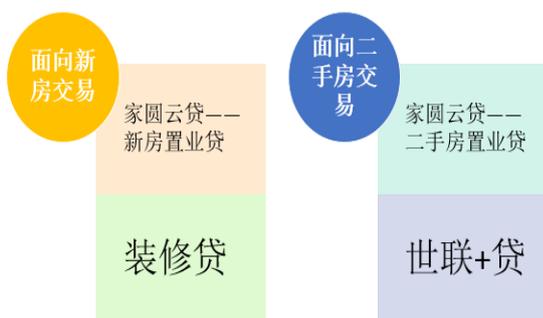


图 2 世联行“世联集”产品



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

表 1 家圆云贷业务数据

项目	2014 年	2015 年
家圆云贷放款笔数(笔)	19518	32209
家圆云贷放款金额(万元)	196977.94	299208.00
平均每笔贷款金额(万元)	10.09	9.29
家圆云贷营业收入(万元)	24475.43	41494.89

资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

## 二、股权激励绑定三方利益，经营目标完成可期

2016年2月,公司为了完善公司的治理结构,促进公司建立、健全激励约束机制,有效将股东利益、公司利益、员工利益结合在一起,公司推出《限制性股票激励计划》,向公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干及子公司管理人员一次性授予限制性股票。授予股票来源为公司向激励对象定向发行的A股,总计1536.05万股,占公司股本总额144569.62万股的1.06%,授予价格为每股5.55元。本次授予股票将在4个会计年度中分年度考核绩效并解锁,以达到绩效考核目标作为激励对象的解锁条件。

公司已进入中高速发展,制定了较高的KPI内部增长指标,股权激励也将激发员工活力,力争整体经营目标达成,可信度较高,预计16-19年营业收入达65/84.5/110/143亿元,利润达6/7.2/8.7/10.4亿元。

**表 2 授予对象分配情况**

姓名	职务	获授限制性股票的 总额	占本次授出限制性股票的 比例	占目前总股本的比例
朱敏	董事、总经理	100 万股	6.51%	0.069%
范莹	董事、副总经理	7 万股	0.46%	0.005%
焦安平	副总经理	12 万股	0.78%	0.008%
王伟	副总经理	10.4 万股	0.68%	0.007%
中层管理人员、核心骨干、子公司管 理人员		1406.65 万股	91.58%	0.973%
合计(441 人)		1536.05 万股	100%	1.063%

资料来源:公司公告、中国中投证券研究总部

**表 3 解锁期业绩考核目标**

解锁期	业绩考核目标	可解锁数量占比
第一个 解锁期	锁定期内归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。 公司还需满足下列两个条件之一: ①公司2016年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润不低于6亿元;②公司2016年营业收入不低于65亿元。	25%
第二个 解锁期	公司需满足下列两个条件之一: ①公司2017年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润第二个解锁期不低于7.2亿元;②公司2017年营业收入不低于84.5亿元。	25%
第三个 解锁期	公司需满足下列两个条件之一: ①公司2018年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润第三个解锁期不低于8.7亿元;②公司2018年营业收入不低于110亿元。	25%
第四个 解锁期	公司需满足下列两个条件之一: ①公司2019年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润第四个解锁期不低于10.4亿元;②公司2019年营业收入不低于143亿元。	25%

资料来源:公司公告、中国中投证券研究总部

### 三、加速布局存量市场,资管业务潜力释放

公司经与晟曜资产友好协商,收购方式从直接增资晟曜资产变更为共同成立合资公司。双方拟合资成立上海市世联晟曜资产管理有限公司,公司以自有资金出资人民币

4,000 万元认缴合资公司 70 万元注册资本，持有合资公司设立后 70%的股权，溢价出资部分计入合资公司资本公积。

社区管理作为资产服务业务的重要组成部分，目标是进行存量资产的管理与交易也是公司进入存量市场的切入点，目前模式是每个社区是安放三个管理人员。未来学习美国的模式，结合卖方代理与买方代理，服务好资产的拥有端，中介虽然拥有客源，但是世联拥有房源。单个小区的收入来源：二手房买卖，资产委托（就是房屋出租），渠道收入（带着客户去找渠道，转外部买卖的中介代理费）。

**图 3 资管业务版图**



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

经过十余年发展，晟曜资产在行业内和上海地区建立了领先的品牌和市场地位。晟曜资产以住宅资产管理为切入点，与高端社区业主长期接触保持沟通，建立客户信任感及认同感，增加业主黏性。同时以标准化服务解决租户对于居住安全性、服务标准性的痛点。截至 2016 年 1 月，晟曜资产已进入上海 80 个中高端社区，与上海 20 余家一级资质物业管理公司合作。管理公寓超过 1300 套，管理住宅面积 15 万方，服务业主 6 万名。公寓运营服务客户累计 2 万多人，出租率达 97%。

目前中国约有 18 万个小区，约 5000 个小区的人已经拥有总资产的一半，公司以高净值客户为切入点，把握要点才可以覆盖周边。本次公司合资设立世联晟曜并持有 70%的股权，将加速公司在存量住宅资产服务领域布局，同时以原晟曜资产在管的上海高端社区为基础，通过世联晟曜叠加金融、互联网+等创新服务，实现业务间的互补协同，构建世联行综合的房地产生态服务链。经测算项目的投资回报期约 8 年；净现值为 1,950 万元，内含报酬率为 23%，项目经济效益可行。

**表 4 资产服务业务相关数据**

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
新增签约的全委托物业管理项目个数(个)	2	8	26	15
实际在管的全委托项目个数(个)	10	58	60	74
在管的全委托项目的实际收费面积(万平方米)	62.44	208.30	228.00	288.20
资产服务业务收入(万元)	9207.10	13197.60	30658.10	41345.62

资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

预计 16-18 年营业收入为 68、87、111 亿元，同比增速分别为 44%、28%、28%，三年复合增长 33%；16-18 年最新摊薄 EPS 为 0.43、0.53、0.62 元，三年复合增长 21%，对应当前股价 PE31、25、22 倍，基于对市场销售回暖的预期以及首付贷影响的消除，提高 6 个月目标价至 18 元，对应 16 年 PE42 倍，维持“强烈推荐”评级。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	6215	5539	7501	8600
现金	2926	2910	4565	5303
应收账款	881	879	695	888
其它应收款	169	300	390	495
预付账款	63	93	121	158
存货	0	0	0	0
其他	2176	1358	1731	1757
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	7398	6482	8516	9558
<b>流动负债</b>	3709	2132	3454	3620
短期借款	1176	632	1782	1936
应付账款	27	40	52	68
其他	2506	1460	1620	1616
<b>非流动负债</b>	45	45	45	45
长期借款	0	0	0	0
其他	45	45	45	45
<b>负债合计</b>	3754	2177	3499	3665
少数股东权益	94	140	197	264
股本	1446	1446	1446	1446
资本公积	915	915	915	915
留存收益	1189	1804	2459	3268
归属母公司股东权益	3550	4165	4820	5630
<b>负债和股东权益</b>	7398	6482	8516	9558

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	451	419	754	730
净利润	544	661	823	957
折旧摊销	40	29	29	29
财务费用	56	35	48	78
投资损失	-5	0	0	0
营运资金变动	-304	-266	-126	-344
其它	120	-40	-20	10
<b>投资活动现金流</b>	-205	137	-88	11
资本支出	30	0	0	0
长期投资	-158	-93	37	-19
其他	-333	44	-51	-7
<b>筹资活动现金流</b>	1837	-573	990	-4
短期借款	752	-544	1150	154
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	-29	-160	-158
<b>现金净增加额</b>	2082	-16	1655	738

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	4711	6765	8684	11096
营业成本	3178	4696	6132	8014
营业税金及附加	268	385	494	631
营业费用	0	0	0	0
管理费用	345	619	755	931
财务费用	56	35	48	78
资产减值损失	122	122	122	122
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	0	0	0
<b>营业利润</b>	748	909	1134	1321
营业外收入	11	11	11	11
营业外支出	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	755	916	1141	1328
所得税	211	256	318	370
<b>净利润</b>	544	661	823	957
少数股东损益	35	46	57	66
<b>归属母公司净利润</b>	509	615	765	891
EBITDA	843	974	1211	1428
EPS (元)	0.35	0.43	0.53	0.62

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	42.4%	43.6%	28.4%	27.8%
营业利润	33.7%	21.6%	24.7%	16.5%
归属于母公司净利润	29.2%	20.7%	24.5%	16.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.5%	30.6%	29.4%	27.8%
净利率	10.8%	9.1%	8.8%	8.0%
ROE	14.3%	14.8%	15.9%	15.8%
ROIC	44.6%	42.8%	49.2%	49.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	50.7%	33.6%	41.1%	38.3%
净负债比率	31.33%	29.03%	50.93%	52.81%
流动比率	1.68	2.60	2.17	2.38
速动比率	1.68	2.60	2.17	2.38
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.82	0.97	1.16	1.23
应收账款周转率	6	7	11	14
应付账款周转率	138.73	139.80	132.72	132.79
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.43	0.53	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.29	0.52	0.51
每股净资产(最新摊薄)	2.46	2.88	3.33	3.89
<b>估值比率</b>				
P/E	37.86	31.37	25.19	21.65
P/B	5.43	4.63	4.00	3.43
EV/EBITDA	20	18	14	12

## 相关报告

报告日期	报告标题
2016-02-29	《世联行-超预期发展，转型成效显著》
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